

# 유안타 2Q26 Preview:

## 컨센 상회 부합 하회 한눈에 보기

---

|     |                                            |
|-----|--------------------------------------------|
| 고선영 | 전기전자 sunyoung.kou@yuantakorea.com          |
| 이안나 | 2차전지/신에너지 anna.lee@yuantakorea.com         |
| 황규원 | 정유/화학 kyuwon.hwang@yuantakorea.com         |
| 김용민 | 조선/자동차 yongmin.kim@yuantakorea.com         |
| 백종민 | 방산/우주/AI/로보틱스 jongmin.baik@yuantakorea.com |
| 이승웅 | 통신/지주 seungwoong.lee@yuantakorea.com       |
| 이창영 | 인터넷/SW changyoung.lee@yuantakorea.com      |
| 하현수 | 제약/바이오 hyunsoo.ha@yuantakorea.com          |
| 손현정 | 유틸리티/음식료 hyunjeong.son@yuantakorea.com     |
| 우도형 | 금융 dohyeong.woo@yuantakorea.com            |





# CONTENTS

|               |                             |     |
|---------------|-----------------------------|-----|
| <b>전기전자</b>   | 차별화될 실적, 반영될 모멘텀            | 15  |
| <b>2차전지</b>   | 소재보단 셀에 주목                  | 31  |
| <b>정유/화학</b>  | 전쟁후 수혜주 찾기                  | 50  |
| <b>조선</b>     | 아쉬웠던 상반기, 하반기에 더 기대를        | 76  |
| <b>방산/우주</b>  | 인고의 시간, 선별적 접근 권고           | 88  |
| <b>통신</b>     | 닭은 닭 다른                     | 107 |
| <b>인터넷/SW</b> | 인터넷/SI 2Q26 Preview         | 124 |
| <b>제약/바이오</b> | 수출 비중이 클수록 유리               | 142 |
| <b>전력기기</b>   | 2Q26 Preview: 흔들리지 않는 수주 확인 | 159 |
| <b>은행</b>     | 금리 인상 최대 수혜주                | 188 |



# SUMMARY

## [전기전자] 차별화될 실적, 반영될 모멘텀

2Q26 Preview의 핵심 메시지는 두 가지. ① 대형주 중심 이익 기준 어닝 서프라이즈가 광범위하게 확인된다는 점. 단순 일회성 요인이 아닌 사업 구조의 질적 개선이 서프라이즈 달성 배경에 있다는 점이 중요. ② 서버 응용처 확대를 중심으로 ASP 상향, 수주 확보, 캐파 증설이라는 세 가지 모멘텀이 동시에 전개되고 있다는 점도 특징. 개별 종목의 이슈가 아닌 AI 인프라 투자 사이클이 개별 업체들의 실적 구조를 동시에 바꾸고 있다는 점에 주목

최근 시장 노이즈에도 앞서 발간한 하반기 전망 자료에서 강조했듯이 LTA 기반 수주 확보와 단계적 캐파 증설이 맞물리며 2H26은 물론 '27년 이후 실적 가시성은 점차 구체화되고 있음. 실적 가시성의 확보, 즉 향후 컨센서스가 상향될 종목 중심으로 접근해야 한다는 논리는 여전히 유효. 이런 관점에서 전기전자 대형주 중 최선호주는 여전히 삼성전기를 유지. MLCC와 FC-BGA 두 업사이클이 동시에 진행되는 구조 속에서 대규모 수주 공시가 이익 가시성을 높이고 있으며, 고객사 자금이 동반 유입되는 CapEx 구조는 단순한 실적 개선을 넘어선 사업 구조의 질적 변화를 시사

## [2차전지] 소재보단 셀에 주목

2차전지 섹터 2Q26 실적은 LG에너지솔루션이 컨센서스를 하회하는 실적을 기록한 가운데 삼성SDI는 상회, 소재 업체는 대체로 컨센서스에 부합하되 포스코퓨처엠은 소폭 상회할 전망. 하반기는 미국 ESS 성장과 유럽 EV 회복을 감안해 소재보다 셀 업체 중심의 비중 확대가 유효. 소재 특히, 양극재는 1) IAA 통과 여부, 2) 경쟁사 동일 제품 개발, 3) 오버행 이슈 등으로 불확실성이 크며 2027년까지 주목할 미국 AIDC향 ESS 밸류체인으로써 한계가 존재

2차전지 섹터에 대해 투자 의견 Overweight를 제시하는 이유는 2027년 미국 AIDC향 ESS 병목이 예상되기 때문. AIDC 그린필드 랙당 전력밀도 132kW, 6,800개 서버 약 1GW 프로젝트 기준 AIDC향 ESS는 약 7GWh 수준 셀 수요 전망. PJM 지역 정책에 따라 연간 10개 프로젝트만 해도 신규 셀 수요 70GWh 필요. 이에 미국 내 보완 정책 및 FEOC 공급망 적격성 지속 시 2027년 하반기 섹터 병목 가능성 높음. 이에 셀 중심 비중 확대, 셀 이외에는 '한중엔시에스' 주목



# SUMMARY

## [정유/화학] 전쟁후 수혜주 찾기

2026년 2분기 업황 특징 : 3 ~ 5월 짧은 전쟁 특수. 정유 감익 vs 석화 증익. ① 정유업종 : 싱가포르 복합정제 마진은 이란 전쟁으로 1분기대비 2분기 급등. 월별로는 4월 40\$로 고점을 기록한 후, 6월 휴전 논의가 시작되면서 16\$로 하락. 2분기 실적은 감익 예상됨. 정제마진 개선에 따른 증익보다 6월 유가급락에 따른 재고손실이 더 크게 작용할 전망 ② 석화업종 : NCC업체 스프레드는 1분기 대비 2분기 소폭 낮아졌음. 3 ~ 4월 공급차질 우려가 커지면서 Panic Buying에 따른 강세 이후, 5월부터 수요 위축 흐름이 나타났기 때문. 2분기 실적은 증익 예상

3분기 주의점 : 6월 말 이란전쟁 휴전 이후 정유업체에 또다른 기회. 이란/UAE 원유 수출 증가로. ① 국제유가는 70 ~ 80\$로 안정되는 동시에 ② Dubai 원유가격이 WTI 보다 낮아지게 됨. 여기에, ③ 사우디의 원유 수출 추가비용인 OSP가 마이너스(-)로 전환되면서, 중동산 원유를 도입하는 한국 정유사는 8년 만에 미국 정유업체 보다 유리해지게 됨. 반면, 석유화학업체의 경우, ④ 2분기에 나프타 부족으로 멈췄던 아시아 NCC 석화설비 가동이 재개되면서, 하반기 내내 공급과잉이 우려됨

2026년 하반기 매수해야 할 기업 : S-Oil(OSP 절감효과 + 사린프로젝트 완공), 코오롱인더(mPPO/투명PI필름 특화제품 + 중국 아웃도어 급성장)

## [조선] 아쉬웠던 상반기, 하반기에 더 기대를

나빠진 것이 없음에도 업종 전체적 주가 조정을 겪은 현 시점이 조선업종 투자매력이 부각될 수 있는 시점. 하반기 내 1) MASGA 진척, 2) AIDC항 발전 및 FDC산업 전개, 3) 신조선가 지수 추가 상승과 같은 업종 주가 상승 트리거가 있으나, 반대급부의 리스크는 11월 미국 중간선거 전후 발생 가능한 트럼프의 레임덕 현상 정도에 불과함

## [방산/우주] 인고의 시간, 선별적 접근 권고

방산 섹터는 기본적으로 호흡이 매우 긴 산업. 증시 변동성이 확대되는 국면에서 신규 수주에 대한 시장의 기대감과 실망이 반복되는 모습. 최근 이란 사태가 재점화되며, 대규모 수주가 부재하는 인고의 시간이 당분간 지속될 전망. 분기 실적 및 당장의 수주 타임라인에 일희일비하기 보다는, 중장기적인 관점에서의 접근이 유효할 것으로 기대. 잇따른 지정학적 리스크+글로벌 국방 예산 확대 국면은 지속될 것이기 때문. 그 중에서도 1)현대전의 양상 변화를 반영하고, 2)미국의 탈 세계화에 따른 대응 전략을 보유한 업체에 선별적 접근 권고. LIG디펜스앤에어로스페이스, 한화에어로스페이스, 한화시스템을 주목



# SUMMARY

## [통신] 님은 듯 다른

2Q26 통신 3사 합산 연결 영업수익은 15.3조원(-2.1% YoY), 영업이익은 1.4조원(-13.8% YoY)으로 시장 컨센서스(15.2조원, 1.4조원)를 부합할 전망. 통신사별로는 2Q25 사이버 침해 사고, 부동산이익 등 기저 효과에서 차이 존재. 무선 가입자는 완만한 순증세 유지, 마케팅비는 전반적으로 안정화 국면. 통신3사 모두 AIDC를 중장기 핵심 성장동력으로 제시, AIDC 용량 목표를 2배 이상으로 상향, 수요 급증 추세는 지속될 전망. 통신사별로 구축 전략에서 차별화되는 중, SKT는 대형 거점 중심, KT는 중형 중심으로 빠르게 확장, LGU+는 수도권 중심으로 공급 계획

## [인터넷/SW] 인터넷/SI 2Q26 Preview

인터넷 - 2Q26 실적은 선방. 새로운 성장은 필요] NAVER, 카카오의 2Q26 실적은 국내 광고, 커머스 시장 침체에도 AI 도입에 따른 효율성 증가로 지속적인 성장을 이어갈 것으로 예상. 다만, NAVER는 AI 인프라 투자로 인한 마진율 감소가 예상되어 시장 컨센을 다소 하회할 것으로 전망. [SI - 2Q26 실적도 성장 지속. AX/RX 장기수혜 전망] 삼성에스디에스, LG씨엔에스 모두 내부그룹사 및 외부 고객(기업)들의 AX/RX 수요 증가로 2Q26에도 안정적인 실적 상승 전망

## [제약/바이오] 수출 비중이 클수록 유리

달러, 위안화 등이 강세를 지속하면서 수출 비중이 높은 CDMO, 바이오시밀러 기업 등에서 수익성 증가로 이어질 것으로 전망. 반면 중국, 인도 등으로부터의 원료 수입 비중이 큰 국내 제약사들의 경우 원화 약세는 원가 상승 효과로 이어질 것으로 보이며, 바이오테크의 경우 기술 이전 시 수익성은 커질 수 있으나 해외 임상 비용 등의 증가로 영향은 중립적일 것으로 판단



# SUMMARY

## [전력기기] 2Q26 Preview: 흔들리지 않는 수주 확인

2Q26 실적은 컨센서스에 대체로 부합하는 수준으로 추정된다. 분기 실적만 놓고 보면 시장의 기대를 크게 뛰어넘는 서프라이즈 요인은 제한적이다. 그러나 이번 실적 시즌의 핵심은 손익보다 수주다. 북미 AI 데이터센터와 전력망 투자 확대에 힘입어 신규수주는 시장 기대를 상회할 가능성이 높으며, 3사 모두 연간 수주 가이드스 상향이 예상된다. 이는 결국 2027~2028년 실적 추정치(EPS) 상향으로 이어질 가능성이 높다. 최근 전력기기 업체들의 주가는 고점 대비 약 50% 조정을 받았지만, 이익 전망은 오히려 상향되는 구간이다. 실적 모멘텀보다 밸류에이션 정상화 가능성에 주목할 시점이다

## [은행] 금리 인상 최대 수혜주

금리 상승에 따른 순이자마진 개선으로 은행업종의 이자이익 증가가 예상되는 가운데, 총당금 증가 폭은 제한적일 전망이다. 또한 하반기 중 은행별 자사주 매입 규모가 발표될 예정인 만큼, 주주환원 여력과 규모에 따라 종목 간 주가 차별화가 나타날 것으로 판단. 금리상승에 따른 투자 모멘텀 개선이 기대되며 주주환원 여력과 규모에 따라 선별적인 접근이 필요





## Sector Overview

| 섹터                 | 애널리스트 | Diff | 기업명                 |      | 2Q26F    | 컨센서스     | 2Q25     | 1Q25     | YoY      | QoQ     |
|--------------------|-------|------|---------------------|------|----------|----------|----------|----------|----------|---------|
| 전기전자<br>Overweight | 고선영   | 상회   | 삼성전기                | 매출액  | 3,240.2  | 3,280.8  | 2,784.6  | 3,209.1  | 16.4%    | 1.0%    |
|                    |       |      |                     | 영업이익 | 417.9    | 385.6    | 213.0    | 280.6    | 96.2%    | 48.9%   |
|                    |       |      |                     | OPM  | 12.9%    | 11.8%    | 7.6%     | 8.7%     | 5.3%p    | 4.2%p   |
|                    |       | 상회   | LG전자<br>(2Q26P)     | 매출액  | 23,829.7 | 22,544.3 | 20,735.1 | 23,727.2 | 14.9%    | 0.4%    |
|                    |       |      |                     | 영업이익 | 1,578.8  | 1,058.0  | 639.4    | 1,673.7  | 146.9%   | -5.7%   |
|                    |       |      |                     | OPM  | 6.6%     | 4.7%     | 3.1%     | 7.1%     | 3.5%p    | -0.5%p  |
|                    |       | 상회   | LG이노텍               | 매출액  | 4,888.5  | 4,886.3  | 3,934.6  | 5,534.8  | 24.2%    | -11.7%  |
|                    |       |      |                     | 영업이익 | 197.7    | 159.9    | 11.4     | 295.3    | 1,634.2% | -33.1%  |
|                    |       |      |                     | OPM  | 4.0%     | 3.3%     | 0.3%     | 5.3%     | 3.7%p    | -1.3%p  |
| 2차전지<br>Overweight | 이안나   | 상회   | 삼성SDI               | 매출액  | 3,725.0  | 3,668.6  | 3,179.4  | 3,576.4  | 17.2%    | 4.2%    |
|                    |       |      |                     | 영업이익 | 95.0     | -52.3    | -397.8   | -155.6   | 흑전       | 흑전      |
|                    |       |      |                     | OPM  | 2.6%     | -1.4%    | -12.5%   | -4.4%    | +15.1%p  | +6.9%p  |
|                    |       | 상회   | 포스코퓨처엠              | 매출액  | 810.0    | 819.3    | 660.9    | 757.5    | 22.6%    | 6.9%    |
|                    |       |      |                     | 영업이익 | 30.0     | 27.9     | 0.8      | 17.7     | +3650.0% | +69.5%  |
|                    |       |      |                     | OPM  | 3.7%     | 3.4%     | 0.1%     | 2.3%     | +3.6%p   | +1.4%p  |
|                    |       | 부합   | 에코프로비엠              | 매출액  | 650.0    | 665.3    | 779.7    | 605.4    | -16.6%   | 7.4%    |
|                    |       |      |                     | 영업이익 | 27.0     | 23.6     | 49.0     | 20.9     | -44.9%   | +29.2%  |
|                    |       |      |                     | OPM  | 4.2%     | 3.5%     | 6.3%     | 3.5%     | -2.1%p   | +0.7%p  |
|                    |       | 부합   | 엘앤에프                | 매출액  | 962.4    | 890.2    | 520.1    | 739.6    | 85.0%    | 30.1%   |
|                    |       |      |                     | 영업이익 | 46.7     | 49.8     | -121.2   | 117.3    | 흑전       | -60.2%  |
|                    |       |      |                     | OPM  | 4.9%     | 5.6%     | -23.3%   | 15.9%    | +28.2%p  | -11.0%p |
|                    |       | 하회   | LG에너지솔루션<br>(2Q26P) | 매출액  | 7,560.2  | 7,222.1  | 6,056.2  | 6,555.0  | 24.8%    | 15.3%   |
|                    |       |      |                     | 영업이익 | 113.3    | 188.3    | 492.2    | -207.8   | -77.0%   | 흑전      |
|                    |       |      |                     | OPM  | 1.5%     | 2.6%     | 8.1%     | -3.2%    | -6.6%p   | +4.7%p  |

## Sector Overview

| 섹터                  | 애널리스트 | Diff | 기업명     |      | 2Q26F   | 컨센서스    | 2Q25    | 1Q25    | YoY      | QoQ     |
|---------------------|-------|------|---------|------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|
| 정유/화학<br>Overweight | 황규원   | 상회   | S-Oil   | 매출액  | 12,418  | 11,816  | 8,049   | 8,943   | 54.3%    | 38.9%   |
|                     |       |      |         | 영업이익 | 933     | 942     | -344    | 1,231   | 흑전       | -24.2%  |
|                     |       |      |         | OPM  | 7.5%    | 8.0%    | -4.3%   | 13.8%   | 흑전       | -6.3 %p |
|                     |       | 상회   | 금호석유    | 매출액  | 2,076   | 1,980   | 1,773   | 1,780   | 17.1%    | 16.6%   |
|                     |       |      |         | 영업이익 | 173     | 140     | 65      | 59      | 165.1%   | 191.1%  |
|                     |       |      |         | OPM  | 8.3%    | 7.1%    | 3.7%    | 3.3%    | 4.6 %p   | 5.0 %p  |
|                     |       | 상회   | 코오롱인더   | 매출액  | 1,406   | 1,337   | 1,259   | 1,237   | 11.8     | 13.7 %  |
|                     |       |      |         | 영업이익 | 79      | 71      | 45      | 62      | 74.5%%   | 27.7%   |
|                     |       |      |         | OPM  | 5.6%    | 5.3%    | 3.6%    | 5.0%    | 2.0 %p   | 0.6 %p  |
|                     |       | 부합   | SK이노베이션 | 매출액  | 26,066  | 27,587  | 19,427  | 24,212  | 34.2%    | 7.7%    |
|                     |       |      |         | 영업이익 | 1,813   | 1,412   | -431    | 2,162   | 흑전       | -16.1%  |
|                     |       |      |         | OPM  | 7.0%    | 5.1%    | -2.2%   | 8.9%    | 흑전       | -1.9 %p |
|                     |       | 부합   | 대한유화    | 매출액  | 986     | 1,078   | 847     | 847     | 16.5%    | 16.4%   |
|                     |       |      |         | 영업이익 | 19      | 67      | -5      | 74      | 흑전       | -74.8%  |
|                     |       |      |         | OPM  | 1.9%    | 6.3%    | -0.5%   | 8.7%    | 흑전       | -6.8 %p |
|                     |       | 부합   | LG화학    | 매출액  | 12,194  | 13,666  | 10,960  | 12,247  | 11.3%    | -0.4 %  |
|                     |       |      |         | 영업이익 | 349     | 381     | 19      | -50     | 1,730.9% | 흑전      |
|                     |       |      |         | OPM  | 2.9%    | 2.8%    | 0.2%    | -0.4%   | 2.7 %p   | 흑전      |
| 조선<br>Overweight    | 김용민   | 부합   | 삼성중공업   | 매출액  | 3,321.0 | 3,253.5 | 2,682.9 | 2,902.2 | 23.8%    | 14.4%   |
|                     |       |      |         | 영업이익 | 346.4   | 390.2   | 204.8   | 273.1   | 69.1%    | 26.8%   |
|                     |       |      |         | OPM  | 10.4%   | 12.0%   | 7.6%    | 9.4%    | 2.8%p    | 1.0%p   |
|                     |       | 부합   | 한화오션    | 매출액  | 3,631.4 | 3,943.1 | 3,294.1 | 3,209.9 | 10.2%    | 13.1%   |
|                     |       |      |         | 영업이익 | 585.7   | 528.8   | 371.7   | 441.0   | 57.6%    | 32.8%   |
|                     |       |      |         | OPM  | 16.1%   | 13.4%   | 11.3%   | 13.7%   | 4.8%p    | 2.4%p   |

## Sector Overview

| 섹터                  | 애널리스트 | Diff | 기업명            |      | 2Q26F   | 컨센서스    | 2Q25    | 1Q26    | YoY    | QoQ    |
|---------------------|-------|------|----------------|------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 조선<br>Overweight    | 김용민   | 부합   | HD현대마린솔루션      | 매출액  | 541.3   | 581.6   | 467.7   | 574.6   | 15.7%  | -5.8%  |
|                     |       |      |                | 영업이익 | 103.2   | 103.9   | 83.0    | 93.3    | 24.3%  | 10.6%  |
|                     |       |      |                | OPM  | 19.1%   | 17.9%   | 17.7%   | 16.3%   | 1.3%p  | 2.8%p  |
| 방산/우주<br>Overweight | 백종민   | 상회   | 한화시스템          | 매출액  | 1,022.3 | 946.0   | 768.2   | 690.1   | 33.1%  | 48.1%  |
|                     |       |      |                | 영업이익 | 64.1    | 59.6    | 33.5    | 58.2    | 91.3%  | 10.1%  |
|                     |       |      |                | OPM  | 6.3%    | 6.3%    | 4.4%    | 8.4%    | 1.9%p  | -2.2%p |
|                     |       | 부합   | LIG디펜스엔에어로스페이스 | 매출액  | 1,124.6 | 1,166.5 | 945.4   | 1,167.9 | 19.0%  | -3.7%  |
|                     |       |      |                | 영업이익 | 128.4   | 104.9   | 77.6    | 42.1    | 65.5%  | 205.0% |
|                     |       |      |                | OPM  | 11.4%   | 9.0%    | 8.2%    | 3.6%    | 3.2%p  | 7.8%p  |
|                     |       | 하회   | 한화에어로스페이스      | 매출액  | 7,403.6 | 7,311.3 | 6,311.0 | 5,751.0 | 71.3%  | 28.7%  |
|                     |       |      |                | 영업이익 | 962.6   | 1,007.7 | 864.4   | 638.9   | 11.4%  | 50.7%  |
|                     |       |      |                | OPM  | 13.0%   | 13.8%   | 13.7%   | 11.1%   | -0.7%p | 1.9%   |
| 통신/지주<br>Overweight | 이승웅   | 부합   | SK텔레콤          | 매출액  | 4,434.5 | 4,418.4 | 4,338.8 | 4,392.3 | 2.2%   | 1.0%   |
|                     |       |      |                | 영업이익 | 541.4   | 541.1   | 338.3   | 537.6   | 60.1%  | 0.7%   |
|                     |       |      |                | OPM  | 12.2%   | 12.2%   | 7.8%    | 12.2%   | 4.4%p  | 0.0%p  |
|                     |       | 부합   | KT             | 매출액  | 6,880.5 | 6,893.3 | 7,427.4 | 6,778.4 | -7.4%  | 1.5%   |
|                     |       |      |                | 영업이익 | 577.0   | 586.5   | 1,014.8 | 482.7   | -43.1% | 19.5%  |
|                     |       |      |                | OPM  | 8.4%    | 8.5%    | 13.7%   | 7.1%    | -5.3%p | 1.3%p  |
|                     |       | 부합   | LG유플러스         | 매출액  | 3,969.1 | 3,913.9 | 3,844.4 | 3,803.8 | 3.2%   | 4.3%   |
|                     |       |      |                | 영업이익 | 309.8   | 295.5   | 304.5   | 272.3   | 1.7%   | 13.8%  |
|                     |       |      |                | OPM  | 7.8%    | 7.6%    | 7.9%    | 7.2%    | -0.1%p | 0.6%p  |

## Sector Overview

| 섹터                   | 애널리스트 | Diff | 기업명      |      | 1Q26F   | 컨센서스    | 1Q25    | 4Q25    | YoY    | QoQ    |
|----------------------|-------|------|----------|------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 인터넷/SW<br>Overweight | 이창영   | 상회   | 카카오      | 매출액  | 2,075.6 | 2,046.8 | 1,917.5 | 1,942.1 | 8.2%   | 6.9%   |
|                      |       |      |          | 영업이익 | 246.3   | 223.6   | 203.9   | 211.4   | 20.8%  | 16.5%  |
|                      |       |      |          | OPM  | 11.9%   | 10.9%   | 10.6%   | 10.9%   | 1.2%p  | 1.0%p  |
|                      |       | 상회   | 삼성에스디에스  | 매출액  | 3,701.3 | 3,643.7 | 3,512.0 | 3,352.9 | 5.4%   | 10.4%  |
|                      |       |      |          | 영업이익 | 242.1   | 235.8   | 230.2   | 78.3    | 5.2%   | 209.2% |
|                      |       |      |          | OPM  | 6.5%    | 6.5%    | 6.6%    | 2.3%    | -0.0%p | 4.2%p  |
|                      |       | 부합   | LG씨엔에스   | 매출액  | 1,557.4 | 1,558.2 | 1,460.2 | 1,315.0 | 6.7%   | 18.4%  |
|                      |       |      |          | 영업이익 | 122.0   | 143.4   | 140.8   | 94.2    | -13.4% | 29.5%  |
|                      |       |      |          | OPM  | 7.8%    | 9.2%    | 9.6%    | 7.2%    | -1.8%p | 0.7%p  |
|                      |       | 하회   | NAVER    | 매출액  | 3,391.1 | 3,366.9 | 2,915.1 | 3,241.0 | 16.3%  | 4.6%   |
|                      |       |      |          | 영업이익 | 556.4   | 568.3   | 521.6   | 541.8   | 6.7%   | 2.7%   |
|                      |       |      |          | OPM  | 16.4%   | 16.9%   | 17.9%   | 16.7%   | -1.5%p | -0.3%p |
| 제약/바이오<br>Neutral    | 하현수   | 부합   | 삼성바이오로직스 | 매출액  | 1,317.4 | 1,322.2 | 1,014.2 | 1,257.1 | 29.9%  | 4.8%   |
|                      |       |      |          | 영업이익 | 598.1   | 599.7   | 477.0   | 580.8   | 25.4%  | 3.0%   |
|                      |       |      |          | OPM  | 45.4%   | 45.4%   | 47.0%   | 46.2%   | -1.6%p | -0.8%p |
|                      |       | 부합   | 한미약품     | 매출액  | 496.7   | 473.9   | 361.3   | 392.9   | 37.5%  | 26.4%  |
|                      |       |      |          | 영업이익 | 135.5   | 134.0   | 60.4    | 53.6    | 124.3% | 152.8% |
|                      |       |      |          | OPM  | 27.3%   | 28.3%   | 16.7%   | 13.6%   | 10.6%p | 13.6%p |
|                      |       | 부합   | HK이노엔    | 매출액  | 269.0   | 272.5   | 263.1   | 258.7   | 2.2%   | 4.0%   |
|                      |       |      |          | 영업이익 | 29.6    | 30.6    | 19.5    | 33.2    | 51.6%  | -10.8% |
|                      |       |      |          | OPM  | 11.0%   | 11.2%   | 7.4%    | 12.8%   | 3.6%p  | -1.8%p |
|                      |       | 하회   | 종근당      | 매출액  | 474.1   | 475.1   | 429.6   | 447.7   | 10.4%  | 5.9%   |
|                      |       |      |          | 영업이익 | 18.5    | 21.0    | 22.2    | 17.6    | -16.6% | 5.1%   |
|                      |       |      |          | OPM  | 3.7%    | 4.4%    | 5.2%    | 3.9%    | -1.5%p | -0.2%p |

## Sector Overview

| 섹터                 | 애널리스트 | Diff | 기업명         |      | 1Q26F   | 컨센서스    | 1Q25    | 4Q25    | YoY    | QoQ    |
|--------------------|-------|------|-------------|------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 전력기기<br>Overweight | 손현정   | 상회   | LS ELECTRIC | 매출액  | 1,488.4 | 1,491.5 | 1,193.0 | 1,376.6 | 24.8%  | 8.1%   |
|                    |       |      |             | 영업이익 | 165.4   | 159.0   | 108.6   | 126.6   | 52.3%  | 30.7%  |
|                    |       |      |             | OPM  | 11.1%   | 10.7%   | 9.1%    | 9.2%    | 0.5%p  | 1.9%p  |
|                    |       | 부합   | HD현대일렉트릭    | 매출액  | 1,107.7 | 1,103.4 | 906.2   | 1,036.5 | 22.2%  | 6.9%   |
|                    |       |      |             | 영업이익 | 290.3   | 281.1   | 209.1   | 258.3   | 38.8%  | 12.4%  |
|                    |       |      |             | OPM  | 26.2%   | 25.5%   | 23.1%   | 24.9%   | 0.7%p  | 1.3%p  |
|                    |       | 부합   | 효성중공업       | 매출액  | 1,741.7 | 1,814.3 | 1,525.3 | 1,358.2 | 17.7%  | 28.2%  |
|                    |       |      |             | 영업이익 | 272.2   | 284.5   | 164.3   | 152.3   | 70.7%  | 78.7%  |
|                    |       |      |             | OPM  | 15.6%   | 15.7%   | 10.8%   | 11.2%   | -0.1%p | 4.4%p  |
|                    |       | 부합   | 산일전기        | 매출액  | 160.2   | 161.4   | 128.3   | 150.3   | 24.9%  | 6.6%   |
|                    |       |      |             | 영업이익 | 59.7    | 60.3    | 46.2    | 55.5    | 29.2%  | 7.6%   |
|                    |       |      |             | OPM  | 37.3%   | 37.3%   | 36.0%   | 36.9%   | -0.1%p | 0.3%p  |
|                    |       | 부합   | 일진전기        | 매출액  | 575.5   | 573.2   | 522.8   | 506.1   | 10.1%  | 13.7%  |
|                    |       |      |             | 영업이익 | 52.9    | 50.7    | 37.6    | 50.8    | 40.6%  | 4.2%   |
|                    |       |      |             | OPM  | 9.2%    | 8.8%    | 7.2%    | 10.0%   | 0.3%p  | -0.8%p |
|                    |       | 하회   | 대한전선        | 매출액  | 1,060.9 | 1,072.0 | 916.4   | 1,083.4 | 15.8%  | -2.1%  |
|                    |       |      |             | 영업이익 | 39.3    | 42.6    | 28.6    | 60.4    | 37.7%  | -34.9% |
|                    |       |      |             | OPM  | 3.7%    | 4.0%    | 3.1%    | 5.6%    | -0.3%p | -1.9%p |

## Sector Overview

| 섹터               | 애널리스트 | Diff | 기업명     |      | 2Q26F   | 컨센서스    | 2Q25    | 1Q25    | YoY    | QoQ    |
|------------------|-------|------|---------|------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 금융<br>Overweight | 우도형   | 부합   | KB금융    | 매출액  | 4,987.0 | 4,969   | 4,537.8 | 4,985.7 | 9.9%   | 0.0%   |
|                  |       |      |         | 영업이익 | 2,595.4 | 2,596   | 2,133.0 | 2,727.6 | 21.7%  | -4.8%  |
|                  |       |      |         | OPM  | 1,830.6 | 1,891.5 | 1,738.4 | 1,892.4 | 5.3%   | -3.3%  |
|                  |       | 부합   | 신한지주    | 매출액  | 4,341.1 | 4,308   | 4,129.0 | 4,212.4 | 5.1%   | 3.1%   |
|                  |       |      |         | 영업이익 | 2,273.7 | 2,235   | 2,014.3 | 2,154.5 | 12.9%  | 5.5%   |
|                  |       |      |         | OPM  | 1,694.4 | 1,665.4 | 1,549.1 | 1,622.6 | 9.4%   | 4.4%   |
|                  |       | 부합   | 하나금융지주  | 매출액  | 3,185.3 | 3,211   | 2,953.9 | 3,088.9 | 7.8%   | 3.1%   |
|                  |       |      |         | 영업이익 | 1,664.9 | 1,657   | 1,493.3 | 1,653.6 | 11.5%  | 0.7%   |
|                  |       |      |         | OPM  | 1,222.7 | 1,237.4 | 1,173.3 | 1,210.0 | 4.2%   | 1.1%   |
|                  |       | 하회   | 기업은행    | 매출액  | 2,183.6 | 2,228   | 2,221.1 | 2,089.5 | -1.7%  | 4.5%   |
|                  |       |      |         | 영업이익 | 898.3   | 943     | 927.4   | 932.6   | -3.1%  | -3.7%  |
|                  |       |      |         | OPM  | 650.2   | 700.9   | 693.5   | 748.7   | -6.2%  | -13.2% |
|                  |       | 하회   | BNK금융지주 | 매출액  | 887.2   | 927     | 817.3   | 866.8   | 8.6%   | 2.4%   |
|                  |       |      |         | 영업이익 | 276.8   | 333     | 255.8   | 283.1   | 8.2%   | -2.2%  |
|                  |       |      |         | OPM  | 219.2   | 260.5   | 309.2   | 211.4   | -29.1% | 3.7%   |



고선영



전기전자

[sunyoung.kou@yuantakorea.com](mailto:sunyoung.kou@yuantakorea.com)

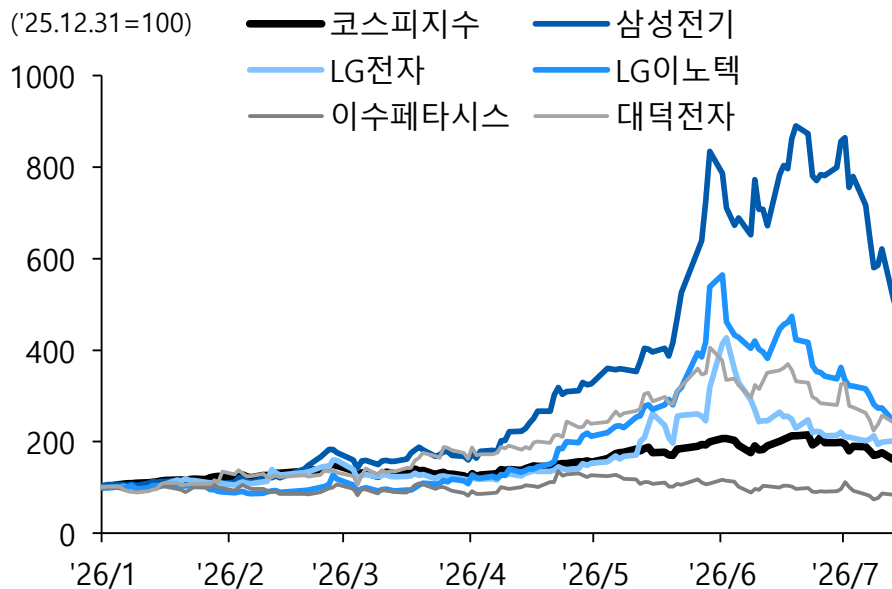
전기전자

차별화될 실적, 반영될 모멘텀

## 상승 랠리 이후 숨 고르기 - 주가 및 수익률

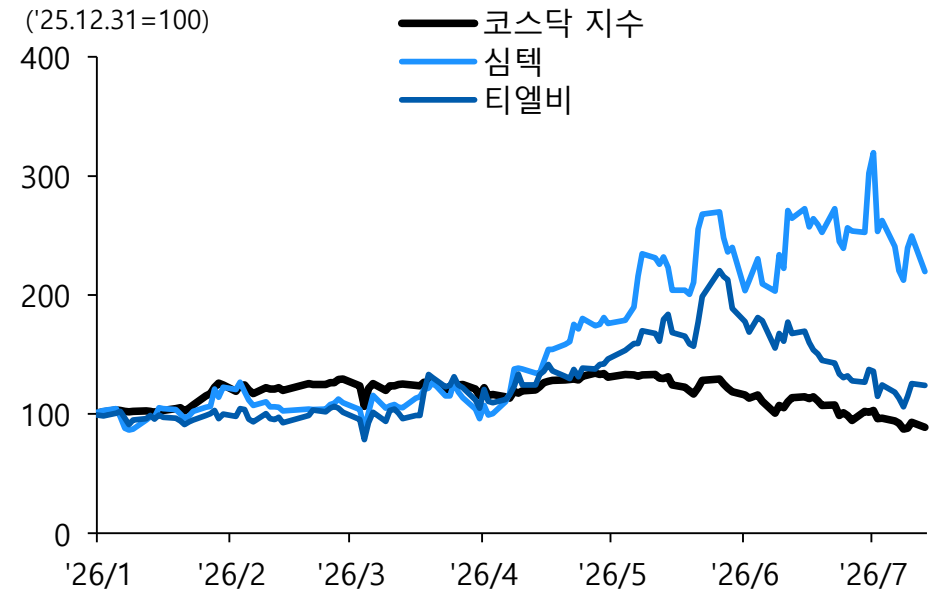
- 연초 이후 이어지던 상승 랠리가 6월 중순 이후 급격한 되돌림 국면에 진입했다. 그동안 공급망 전 종목에 걸쳐 예외 없이 강했던 상승 탄력이 빠르게 소진된 모습이다. 상반기 축적된 상승 모멘텀과 상반되는 노이즈들이 발생하며 최근 시장 내 섹터 관련 우려가 빠르게 확산되고 있다.
- 6월 주가 조정의 배경은 OpenAI IPO 지연 이슈와 추론 비용 절감 논의 확산, 그리고 Meta발 AI 인프라 투자 지속성에 대한 의구심 등이 주로 작용했다는 판단이다. AI 밸류체인 전반의 투자 모멘텀에 대한 재평가 필요성이 제기됨에 따라 그간 랠리를 이끌었던 섹터 전반이 숨 고르기 국면에 진입했다. 다만, 이는 2Q26 실적 발표를 앞둔 시점에서 실적 관련 이벤트 부재라는 공백기와 맞물리며 조정 강도가 다소 확대된 것이라는 판단이다. 결론적으로 펀더멘털 훼손이라기 보다는 노이즈성 되돌림에 가깝다.

그림. 주요 전기전자 종목 YTD 주가 추이 (vs 코스피)



자료: 에프앤가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터

그림. 주요 전기전자 종목 YTD 주가 추이 (vs 코스닥)



자료: 에프앤가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터

## 저마다의 눈높이: 기판과 MLCC 밸류에이션

- 현재 전기전자 주요 부품별로 밸류에이션에 대한 평가는 서로 엇갈리고 있는 상황이다. 기판의 경우 국내가 해외 대비 뚜렷한 할인을 유지 중인데 '26년 PER 기준 국내 평균 25.5배로 해외 평균 74.2배 대비 낮은 수준이며, '27년 기준으로 봐도 유의미한 격차가 유지된다. 주된 이유는 북미 고객사 관련 매출 비중이 해외 경쟁사 대비 낮고 FC-BGA를 비롯하여 고부가 제품 믹스에서도 차이가 존재하기 때문으로 판단된다.
- 그런데 MLCC의 경우 대표 종목인 삼성전기가 이미 경쟁사 대비 높은 밸류에이션을 받은 상태이다. 이미 시선은 '27~28년으로 이동했지만 당장 올해 기준 PER이 91.8배 수준으로 Murata(49.6배), Yageo(42.7배) 등을 상회하고 있다.
- 더불어 최근 공시된 세종(8조원), 부산(15조원)의 대규모 기판 및 MLCC 투자 집행 또한 밸류에이션 프리미엄의 근거로 작용하고 있다는 판단이다. 동사의 연간 전사 CapEx가 9,000억~1조원 수준이었다는 점을 감안하면 장기간에 걸친 투자 집행이라는 전제에도 불구하고 이번 공시 규모 자체로 이례적인 수준이라 해석해볼 수 있다. 더불어 고객사 자금까지 캐파 증설 과정에서 동반으로 유입되는 구조라는 점에서 이는 단순 CapEx 확대를 넘어선 투자의 질적 변화로 해석되며 시장이 선반영하고 있는 높은 눈높이를 정당화시켜줄 수 있는 근거가 된다고 판단한다.

표. 국내의 주요 기판, MLCC 기업들 밸류에이션 추정치

|     | 기업명       | Unimicron | Ibiden  | Nanya PCB | Kinsus  | 이수 페타시스 | 대덕전자    | 심텍      | 코리아 씨키트 | 티엘비     | Murata  | Taiyo Yuden | TDK     | Yageo   | 삼성전기    |
|-----|-----------|-----------|---------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|---------|---------|---------|
|     | Ticker    | 3037.TT   | 4062.JP | 8046.TT   | 3189.TT | A007660 | A353200 | A222800 | A007810 | A356860 | 6981.JP | 6976.JP     | 6762.JP | 2327.TT | A009150 |
|     | 시가총액      | 44,576    | 32,454  | 25,496    | 13,407  | 7,620   | 5,975   | 4,597   | 1,770   | 739     | 109,706 | 9,560       | 38,376  | 52,515  | 118,315 |
| 26F | PER       | 57.8      | 75.3    | 84.5      | 79.3    | 29.0    | 29.9    | 32.3    | 16.8    | 19.5    | 49.6    | 55.2        | 26.1    | 42.7    | 91.8    |
|     | PBR       | 11.6      | 8.6     | 15.1      | 9.9     | 7.6     | 5.8     | 6.4     | 3.7     | 3.7     | 5.7     | 4.2         | 2.6     | 8.1     | 11.1    |
|     | ROE       | 20.8      | 11.7    | 18.7      | 13.1    | 29.9    | 21.1    | 22.1    | 15.0    | 23.6    | 12.0    | 8.0         | 10.3    | 20.1    | 13.1    |
|     | EV/EBITDA | 31.1      | 28.1    | 42.5      | 29.3    | 20.5    | 16.6    | 19.0    | 9.4     | 13.6    | 27.9    | 18.4        | 10.4    | 29.8    | 43.9    |
| 27F | PER       | 27.9      | 50.6    | 34.4      | 33.8    | 20.6    | 21.4    | 19.4    | 11.6    | 14.5    | 35.9    | 31.1        | 22.1    | 27.3    | 48.8    |
|     | PBR       | 9.1       | 7.4     | 12.4      | 8.1     | 5.6     | 4.6     | 4.9     | 2.8     | 3.0     | 5.1     | 3.8         | 2.4     | 4.1     | 8.9     |
|     | ROE       | 34.8      | 16.6    | 37.7      | 23.1    | 31.4    | 24.0    | 28.4    | 17.5    | 23.0    | 16.4    | 13.7        | 11.6    | 27.4    | 20.9    |
|     | EV/EBITDA | 16.9      | 19.3    | 20.7      | 19.4    | 14.4    | 12.0    | 12.6    | 6.9     | 9.6     | 20.4    | 13.4        | 9.1     | 19.9    | 27.0    |

자료: 에프엔가이드 Quantivise, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 단위는 백만달러, 배, %, 주: 7/13일 기준

기판 - 해외 (26F PER 기준): 평균 74.2배, 국내: 평균 25.5배, 해외(27F PER 기준): 평균 36.7배, 국내: 평균 17.5배

해외(26F PBR 기준): 평균 5.2배, 해외(26F PER 기준): 평균 43.4배, 해외(27F PBR 기준): 평균 3.8배, 해외(27F PER 기준): 평균 29.1배,

## 2Q26 Preview 시사점과 국내 전기전자 투자전략

- 이번 2Q26 Preview 시즌의 핵심 메시지는 두 가지다. 우선 ① 대형주 중심 이익 기준 어닝 서프라이즈가 광범위하게 확인된다는 점이다. 삼성전기는 MLCC 믹스 개선과 FC-BGA 판가 상승이 맞물리며 컨센 상회할 전망이다 LG전자는 관세 환수금과 본업 이익 회복이 동시에 작용했다. LG이노텍은 광학의 차별적 수요 흐름과 패키지 업황 개선이 동시에 반영되고 있다. 단순 일회성 요인이 아닌 사업 구조의 질적 개선이 서프라이즈 달성 배경에 있다는 점이 중요하다.
- 더불어 ② 서버 응용처 확대를 중심으로 ASP 상향, 수주 확보, 캐파 증설이라는 세 가지 모멘텀이 동시에 전개되고 있다는 점도 특징적이다. 일례로 삼성전기는 AI 서버용 MLCC 및 Si-Cap 대규모 수주 공시가 잇따르며 LTA 기반 핵심 부품으로의 전환을 알리고 있다. 즉, 개별 종목의 이슈가 아닌 AI 인프라 투자 사이클이 한국 부품 업체들의 실적 구조를 동시에 바꾸고 있다는 점이 특징이라고 볼 수 있다.
- 최근 시장 노이즈에도 앞서 발간한 하반기 전망 자료에서 강조했듯이 LTA 기반 수주 확보와 단계적 캐파 증설이 맞물리며 2H26은 물론 '27년 이후 실적 가시성은 점차 구체화되고 있다. 노이즈가 클수록 수급 펀더멘털을 확인하는 작업이 선행되어야 한다고 판단하고 있으며, 현재 국면은 그 확인을 논리적 근거를 바탕으로 진행해야하는 상황이다. 실적 가시성의 확보, 즉 향후 컨센이 상향될 종목 중심으로 접근해야 한다는 논리는 여전히 유효하다.

표. 유안타 전기전자 전기전자 대형주 커버리지 2Q26 실적 Preview 및 잠정 – 컨센 상회 vs 부합 vs 하회

|              |    |      | 2Q26F    | 컨센서스     | 투자포인트                                                                                                           |
|--------------|----|------|----------|----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| LG이노텍        | 부합 | 매출액  | 4,888.5  | 4,886.3  | - 광학의 우호적인 P&Q와 기판의 본격적인 제품 및 고객사 다변화가 동시에 진행되는 국면<br>- 2H26 핵심 고객사 신모델 출시 사이클 진입과 기판 투자 사이클 본격화로 실적 모멘텀 강화     |
|              | 상회 | 영업이익 | 197.7    | 159.9    |                                                                                                                 |
|              | 상회 | OPM  | 4.0%     | 3.3%     |                                                                                                                 |
| LG전자 (2Q26P) | 상회 | 매출액  | 23,829.7 | 22,544.3 | - 관세 환수금 여파로 하반기 예상되는 비용의 일부 2Q 반영 예정. 연간 계절성 희석 효과<br>- 2H26 AI DC향 칠러 수주와 로봇 액츄에이터 사업 구체화 예정 -> 밸류 리레이팅 근거 강화 |
|              | 상회 | 영업이익 | 1,578.8  | 1,058.0  |                                                                                                                 |
|              | 상회 | OPM  | 6.6%     | 4.7%     |                                                                                                                 |
| 삼성전기         | 부합 | 매출액  | 3,240.2  | 3,280.8  | - 커패시터 수주 공시로 이익 가시성 확인 및 대규모 CapEx로 업사이클 강화 예상<br>- 높은 수주잔고 및 타이트판 재고, 선제적인 MLCC 확보 움직임 감안, 가격 ↑ 사이클 기대        |
|              | 상회 | 영업이익 | 417.9    | 385.6    |                                                                                                                 |
|              | 상회 | OPM  | 12.9%    | 11.8%    |                                                                                                                 |

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 십억원

# 삼성전기 (009150): 2Q26 Pre – 가장 완벽한 청사진

## 전기전자



고선영 전기전자  
sunyoung.kou@yuantakorea.com  
임석민 Research Assistant  
seokmin.lim@yuantakorea.com

|             |                   |       |       |
|-------------|-------------------|-------|-------|
| 투자의견        | BUY (M)           |       |       |
| 목표주가        | 2,800,000원 (M)    |       |       |
| 현재주가 (7/13) | 1,289,000원        |       |       |
| 상승여력        | 117%              |       |       |
| 시가총액        | 976,465억원         |       |       |
| 총발행주식수      | 77,600,680주       |       |       |
| 60일 평균 거래대금 | 18,386억원          |       |       |
| 60일 평균 거래량  | 1,193,643주        |       |       |
| 52주 고       | 2,270,000원        |       |       |
| 52주 저       | 134,500원          |       |       |
| 외인지분율       | 40.11%            |       |       |
| 주요주주        | 삼성전자 외 4 인 23.77% |       |       |
| 주가수익률(%)    | 1개월               | 3개월   | 12개월  |
| 절대          | (24.8)            | 126.9 | 840.2 |
| 상대          | (10.2)            | 93.7  | 338.6 |
| 절대(달러환산)    | (23.9)            | 125.1 | 761.3 |

- **2Q26 Preview – 놀랍지 않은 서프라이즈:** 2Q26 매출 3.24조원(YoY +16.4%, QoQ +1.0%), 영업이익 4,179억원(OPM 12.9%)로 컨센 상회 전망. 컴포넌트의 경우 고부가제품 중심의 서버 비중 확대에 따른 믹스 개선으로 MLCC ASP 상향된 점이 주요하게 작용. 패키지도 FC-BGA 판가 상승과 서버향 비중 확대로 이익 레버리지 가파르게 발생 중. 광학은 상대적 부진, 전체 실적 기여도는 크지 않아 영향 미미
- **공시로 알리는 수주와 투자:** 하반기에도 공시로 알려지는 수주와 증설 여파는 지속될 것. 이전 추정치 상향 배경은 1) MLCC 가격 인상 기대감, 2) MLCC 수주(Si-Cap+AI 서버), 3) 부산, 세종 중심 대규모 CapEx. MLCC 가격 인상은 일부 채널향 저부가 PC 중심으로 전개. 아직 가격 인상 사이클이 도래한 것은 아니나 1) 높은 수주잔고, 2) 타이트한 재고 수준, 3) 빅테크들의 선제적인 서버용 MLCC 확보 등을 감안하면 가시성은 점차 확보. 기존 1.55조 규모의 Si-Cap 수주에 더해 4,500억원 규모의 AI 서버용 MLCC 수주가공시. 한 달 단위로 공개되는 대규모 수주는 MLCC가 기존 범용 소모품에서 LTA 기반 핵심 부품으로 전환되고 있음을 시사. 최근 공시된 세종(8조원), 부산(15조원) 대규모 투자는 연간 전사 CapEx가 1조원 규모였던 동사로서는 이례적인 수준. 고객사 자금이 캐파 증설 과정에서 동반 유입되는 구조라는 점에서 단순 CapEx 확대 넘어선 투자의 질적 변화로 해석
- **투자의견 Buy, 목표주가 2,800,000원으로 유지:** '27F 예상 EPS에 Target PER(72.8배)를 적용해 산출. Target PER은 Ividen '27F PER 대비 15% 프리미엄을 적용. 프리미엄 근거는 MLCC와 FC-BGA 두 업사이클이 동시에 진행되는 구조로 단일 사업 중심의 글로벌 피어 대비 이익 성장의 복합성과 지속성이 높다는 판단. EPS 상향 배경은 1) 커패시터 수주 공시로 확인된 이익 가시성, 2) 대규모 CapEx로 예상되는 업사이클 강화 등으로 요약 가능. MLCC, FC-BGA 두 업사이클 동시 진행에 따른 프리미엄 밸류에이션은 지속될 전망. 투자의견 Buy, 목표주가 2,800,000원으로 유지

## Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액         | 10,294 | 11,314 | 13,361 | 18,190 | 23,647 |
| 매출액증가율      | 15.8   | 9.9    | 18.1   | 36.1   | 30.0   |
| 영업이익        | 735    | 913    | 1,613  | 3,573  | 5,510  |
| 영업이익률       | 7.1    | 8.1    | 12.1   | 19.6   | 23.3   |
| 지배주주귀속순이익   | 679    | 706    | 1,319  | 2,885  | 4,490  |
| 지배주주 귀속 EPS | 9,022  | 9,362  | 17,565 | 38,532 | 60,018 |
| 증가율         | 60.6   | 3.8    | 87.6   | 119.4  | 55.8   |
| PER         | 15.6   | 17.5   | 73.4   | 33.5   | 21.5   |
| PBR         | 1.2    | 1.3    | 7.9    | 6.1    | 4.6    |
| EV/EBITDA   | 6.7    | 6.7    | 38.2   | 21.8   | 14.9   |
| ROA         | 5.6    | 5.2    | 8.0    | 13.8   | 16.7   |
| ROE         | 8.2    | 7.7    | 12.1   | 20.4   | 24.2   |

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성전기 (009150): 분기 실적 추이 전망

|                 | 분기             |                |                |                | 연간              |                 |                 |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|                 | 1Q26           | 2Q26F          | 3Q26F          | 4Q26F          | 2025            | 2026F           | 2027F           |
| <b>매출액</b>      | <b>3,209.1</b> | <b>3,240.2</b> | <b>3,425.8</b> | <b>3,485.5</b> | <b>11,314.4</b> | <b>13,360.6</b> | <b>18,189.7</b> |
| Y/Y 증감률(%)      | 17.2%          | 16.4%          | 18.6%          | 20.1%          | 9.8%            | 18.1%           | 36.1%           |
| Q/Q 증감률(%)      | 10.6%          | 1.0%           | 5.7%           | 1.7%           | -               | -               | -               |
| 컴포넌트솔루션         | 1,408.5        | 1,536.8        | 1,681.6        | 1,643.2        | 5,198.4         | 6,270.1         | 10,007.0        |
| Y/Y 증감률(%)      | 15.8%          | 20.0%          | 21.8%          | 24.5%          | 16.5%           | 20.6%           | 59.6%           |
| Q/Q 증감률(%)      | 6.7%           | 9.1%           | 9.4%           | -2.3%          | -               | -               | -               |
| 광학통신솔루션         | 1,075.6        | 964            | 930.8          | 960.3          | 3,814.1         | 3,819.9         | 4,035.6         |
| Y/Y 증감률(%)      | 5.1%           | 2.6%           | 1.8%           | 2.5%           | 0.0%            | 0.2%            | 5.6%            |
| Q/Q 증감률(%)      | 14.8%          | -10.4%         | -3.4%          | 3.2%           | -               | -               | -               |
| 패키지솔루션          | 725            | 739.4          | 813.4          | 882            | 2,301.8         | 3,131.3         | 4,147.1         |
| Y/Y 증감률(%)      | 45.2%          | 31.0%          | 37.1%          | 36.8%          | 13.1%           | 36.0%           | 32.4%           |
| Q/Q 증감률(%)      | 12.5%          | 2.0%           | 10.0%          | 8.4%           | -               | -               | -               |
| <b>매출비중(%)</b>  |                |                |                |                |                 |                 |                 |
| 컴포넌트솔루션         | 43.9%          | 47.4%          | 49.1%          | 47.1%          | 45.9%           | 46.9%           | 55.0%           |
| 광학통신솔루션         | 33.5%          | 29.8%          | 27.2%          | 27.6%          | 33.7%           | 28.6%           | 22.2%           |
| 패키지솔루션          | 22.6%          | 22.8%          | 23.7%          | 25.3%          | 20.3%           | 23.4%           | 22.8%           |
| <b>영업이익</b>     | <b>280.6</b>   | <b>417.9</b>   | <b>479.4</b>   | <b>435.1</b>   | <b>913.3</b>    | <b>1,613.0</b>  | <b>3,573.0</b>  |
| 컴포넌트솔루션         | 164.9          | 279.7          | 319.5          | 279.3          | 609.4           | 1,043.5         | 2,564.9         |
| 광학통신솔루션         | 60.4           | 34.7           | 29.8           | 27.8           | 168.7           | 152.7           | 165.5           |
| 패키지솔루션          | 55.3           | 103.5          | 130.1          | 127.9          | 135.2           | 416.8           | 842.6           |
| <b>영업이익률(%)</b> | <b>8.7%</b>    | <b>12.9%</b>   | <b>14.0%</b>   | <b>12.5%</b>   | <b>8.1%</b>     | <b>12.1%</b>    | <b>19.6%</b>    |

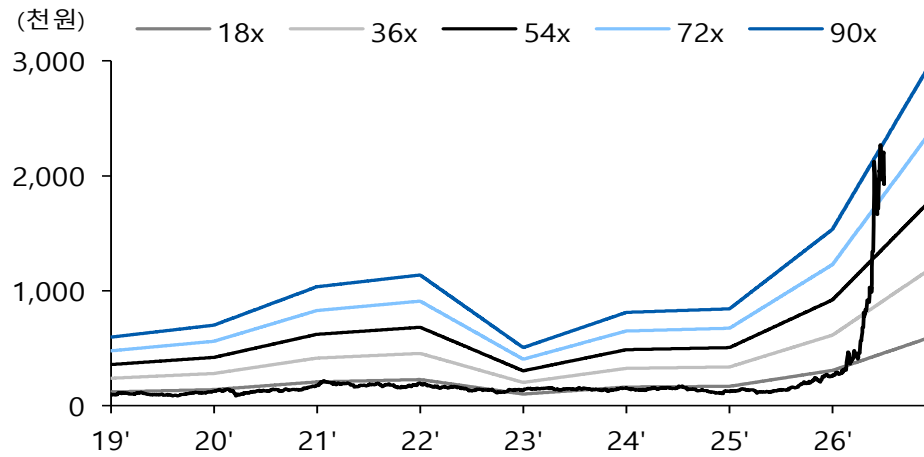
자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 십억원

### 삼성전기 목표주가 산정방식

| 구분        | 내용        | 비고                               |
|-----------|-----------|----------------------------------|
| EPS(원)    | 38,532    | '27년 예상 EPS                      |
| 목표 PER(배) | 72.8      | '27년 PER 기준 Ibiben 멀티플에 15% 프리미엄 |
| 목표 주가(원)  | 2,800,000 | EPS*Target PER                   |
| 현재 주가(원)  | 1,289,000 |                                  |
| 상승 여력(%)  | 117%      |                                  |

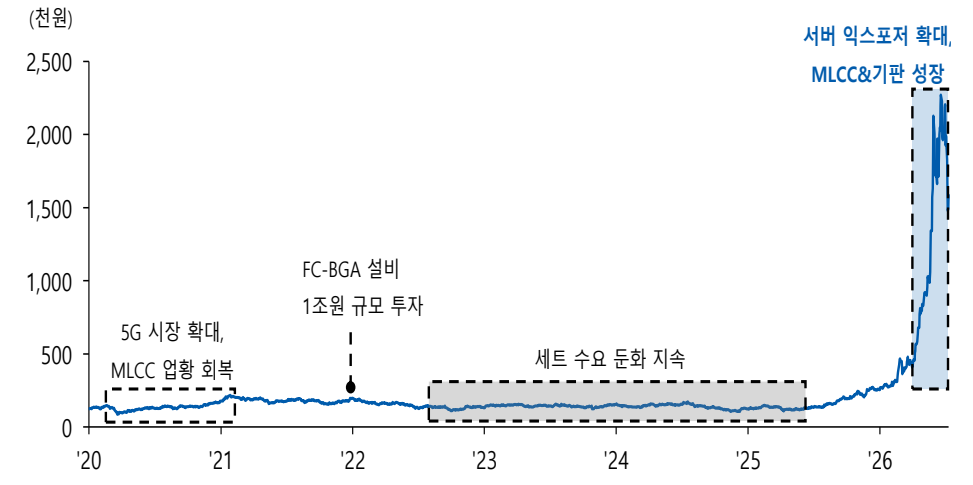
자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 7/13일 종가 기준

### 삼성전기 12MF P/E Band



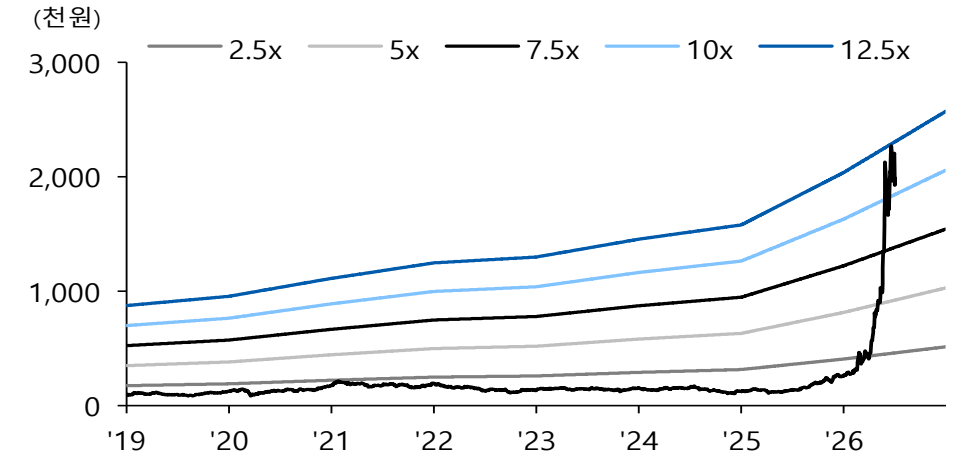
자료: 유안타증권 리서치센터

### 삼성전기 '20년 이후 주가 흐름 및 주요 이벤트



자료: 에프엔가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

### 삼성전기 12MF P/B Band



자료: 유안타증권 리서치센터

삼성전기(009150) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서       |        |        |        |        |        | (단위: 십억원) |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 결산 (12월)    | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |           |
| 매출액         | 10,294 | 11,314 | 13,361 | 18,190 | 23,647 |           |
| 매출원가        | 8,335  | 9,037  | 10,216 | 12,601 | 15,536 |           |
| 매출총이익       | 1,959  | 2,277  | 3,145  | 5,588  | 8,111  |           |
| 판매비         | 1,224  | 1,364  | 1,532  | 2,015  | 2,601  |           |
| 영업이익        | 735    | 913    | 1,613  | 3,573  | 5,510  |           |
| EBITDA      | 1,575  | 1,838  | 2,518  | 4,340  | 6,157  |           |
| 영업외손익       | 62     | -17    | 36     | 26     | 85     |           |
| 외환관련손익      | 115    | -29    | 48     | 0      | 0      |           |
| 이자손익        | -1     | -4     | -23    | 8      | 68     |           |
| 관계기업관련손익    | -1     | 1      | 7      | 14     | 14     |           |
| 기타          | -51    | 15     | 4      | 4      | 4      |           |
| 법인세비용차감전순손익 | 797    | 896    | 1,649  | 3,599  | 5,595  |           |
| 법인세비용       | 132    | 164    | 311    | 673    | 1,042  |           |
| 계속사업순손익     | 665    | 732    | 1,337  | 2,926  | 4,553  |           |
| 중단사업순손익     | 38     | -1     | 0      | 0      | 0      |           |
| 당기순이익       | 703    | 731    | 1,337  | 2,926  | 4,553  |           |
| 지배지분순이익     | 679    | 706    | 1,319  | 2,885  | 4,490  |           |
| 포괄순이익       | 1,074  | 919    | 2,212  | 3,800  | 5,428  |           |
| 지배지분포괄이익    | 1,028  | 889    | 2,114  | 3,631  | 5,186  |           |

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       | 1,430 | 1,490  | 2,784  | 2,852  | 4,597  |           |
| 당기순이익           | 703   | 731    | 1,337  | 2,926  | 4,553  |           |
| 감가상각비           | 790   | 884    | 868    | 738    | 625    |           |
| 외환손익            | -141  | 49     | -42    | 0      | 0      |           |
| 충족,관계기업관련손익     | 1     | -1     | -7     | -14    | -14    |           |
| 자산부채의 증감        | -319  | -707   | -25    | -1,464 | -1,228 |           |
| 기타현금흐름          | 396   | 534    | 653    | 666    | 660    |           |
| 투자활동 현금흐름       | -806  | -1,223 | -1,197 | -1,114 | -774   |           |
| 투자자산            | -17   | -2     | -31    | -85    | -75    |           |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -776  | -1,192 | -1,795 | -1,870 | -1,540 |           |
| 유형자산 감소         | 4     | 1      | 0      | 0      | 0      |           |
| 기타현금흐름          | -17   | -30    | 628    | 840    | 842    |           |
| 재무활동 현금흐름       | -309  | 418    | 214    | -306   | -306   |           |
| 단기차입금           | 246   | 690    | 444    | 0      | 0      |           |
| 사채 및 장기차입금      | -206  | -48    | 14     | 0      | 0      |           |
| 자본              | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |           |
| 현금배당            | -89   | -138   | 0      | -178   | -178   |           |
| 기타현금흐름          | -260  | -85    | -244   | -128   | -128   |           |
| 연결범위변동 등 기타     | 29    | 3      | 57     | -140   | -224   |           |
| 현금의 증감          | 344   | 688    | 1,857  | 1,292  | 3,293  |           |
| 기초 현금           | 1,669 | 2,013  | 2,701  | 4,558  | 5,850  |           |
| 기말 현금           | 2,013 | 2,701  | 4,558  | 5,850  | 9,143  |           |
| NOPLAT          | 735   | 913    | 1,613  | 3,573  | 5,510  |           |
| FCF             | 654   | 298    | 989    | 982    | 3,057  |           |

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         | 5,892  | 7,098  | 9,838  | 13,810 | 19,462 |           |
| 현금및현금성자산     | 2,013  | 2,701  | 4,558  | 5,850  | 9,143  |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 1,492  | 1,867  | 2,242  | 3,381  | 4,365  |           |
| 재고자산         | 2,251  | 2,413  | 2,898  | 4,369  | 5,680  |           |
| 비유동자산        | 6,901  | 7,498  | 8,563  | 9,750  | 10,719 |           |
| 유형자산         | 5,933  | 6,222  | 7,372  | 8,504  | 9,419  |           |
| 관계기업등 지분관련자산 | 65     | 62     | 75     | 113    | 146    |           |
| 기타투자자산       | 353    | 581    | 609    | 656    | 698    |           |
| 자산총계         | 12,792 | 14,596 | 18,401 | 23,561 | 30,181 |           |
| 유동부채         | 3,057  | 3,819  | 4,627  | 5,719  | 6,692  |           |
| 매입채무 및 기타채무  | 1,212  | 1,469  | 1,764  | 2,660  | 3,458  |           |
| 단기차입금        | 1,314  | 2,003  | 2,447  | 2,447  | 2,447  |           |
| 유동성장기부채      | 266    | 25     | 28     | 28     | 28     |           |
| 비유동부채        | 720    | 979    | 1,136  | 1,581  | 1,978  |           |
| 장기차입금        | 0      | 188    | 199    | 199    | 199    |           |
| 사채           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |           |
| 부채총계         | 3,777  | 4,799  | 5,763  | 7,300  | 8,669  |           |
| 자배지분         | 8,789  | 9,542  | 12,347 | 15,929 | 21,115 |           |
| 자본금          | 388    | 388    | 388    | 388    | 388    |           |
| 자본잉여금        | 1,054  | 1,054  | 1,054  | 1,054  | 1,054  |           |
| 이익잉여금        | 6,490  | 7,065  | 8,206  | 10,913 | 15,225 |           |
| 비지배지분        | 227    | 256    | 292    | 332    | 396    |           |
| 자본총계         | 9,016  | 9,797  | 12,638 | 16,261 | 21,511 |           |
| 순차입금         | -392   | -448   | -1,853 | -3,160 | -6,466 |           |
| 총차입금         | 1,636  | 2,277  | 2,735  | 2,735  | 2,735  |           |

| Valuation 지표 |         |         |         |         |         | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|
| 결산 (12월)     | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |               |
| EPS          | 9,022   | 9,362   | 17,565  | 38,532  | 60,018  |               |
| BPS          | 116,340 | 126,302 | 163,428 | 210,842 | 279,500 |               |
| EBITDAPS     | 20,299  | 23,685  | 32,442  | 55,925  | 79,339  |               |
| SPS          | 132,655 | 145,804 | 172,172 | 234,401 | 304,722 |               |
| DPS          | 1,800   | 2,350   | 2,350   | 2,350   | 2,350   |               |
| PER          | 15.6    | 17.5    | 73.4    | 33.5    | 21.5    |               |
| PBR          | 1.2     | 1.3     | 7.9     | 6.1     | 4.6     |               |
| EV/EBITDA    | 6.7     | 6.7     | 38.2    | 21.8    | 14.9    |               |
| PSR          | 1.1     | 1.1     | 7.5     | 5.5     | 4.2     |               |

| 재무비율          |       |       |       |       |       | (단위: 배, %, ) |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|
| 결산 (12월)      | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |              |
| 매출액 증가율 (%)   | 15.8  | 9.9   | 18.1  | 36.1  | 30.0  |              |
| 영업이익 증가율 (%)  | 11.3  | 24.3  | 76.6  | 121.5 | 54.2  |              |
| 지배순이익 증가율 (%) | 60.6  | 4.0   | 86.8  | 118.8 | 55.6  |              |
| 매출총이익률 (%)    | 19.0  | 20.1  | 23.5  | 30.7  | 34.3  |              |
| 영업이익률 (%)     | 7.1   | 8.1   | 12.1  | 19.6  | 23.3  |              |
| 지배순이익률 (%)    | 6.6   | 6.2   | 9.9   | 15.9  | 19.0  |              |
| EBITDA 마진 (%) | 15.3  | 16.2  | 18.8  | 23.9  | 26.0  |              |
| ROIC          | 7.6   | 8.6   | 13.4  | 24.5  | 31.2  |              |
| ROA           | 5.6   | 5.2   | 8.0   | 13.8  | 16.7  |              |
| ROE           | 8.2   | 7.7   | 12.1  | 20.4  | 24.2  |              |
| 부채비율 (%)      | 41.9  | 49.0  | 45.6  | 44.9  | 40.3  |              |
| 순차입금/자기자본 (%) | -4.5  | -4.7  | -15.0 | -19.8 | -30.6 |              |
| 영업이익/금융비용 (배) | 10.1  | 12.0  | 12.9  | 27.9  | 43.1  |              |

# LG전자 (066570): 2Q26 잠정 Review – 칠팔과 로봇이 더한 서사

## 전기전자



고선영 전기전자  
sunyoung.kou@yuantakorea.com  
임석민 Research Assistant  
seokmin.lim@yuantakorea.com

|             |              |
|-------------|--------------|
| 투자 의견       | BUY (M)      |
| 목표주가        | 240,000원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 185,600원     |
| 상승여력        | 29%          |

|             |                   |
|-------------|-------------------|
| 시가총액        | 313,774억원         |
| 총발행주식수      | 180,065,937주      |
| 60일 평균 거래대금 | 6,723억원           |
| 60일 평균 거래량  | 2,967,749주        |
| 52주 고       | 392,500원          |
| 52주 저       | 72,200원           |
| 외인지분율       | 28.64%            |
| 주요주주        | LG 외 2 인 35.27%   |
| 주가수익률(%)    | 1개월 3개월 12개월      |
| 절대          | (17.7) 61.0 146.5 |
| 상대          | (1.8) 37.4 15.0   |
| 절대(달러환산)    | (16.7) 59.7 125.8 |

- 2Q26 잠정 실적 Review – 서프라이즈, 본업에 더해진 환수금: 2Q26 동사 잠정 실적의 경우 연결 매출 23.8조원(YoY +14.9%, QoQ +0.4%), 영업이익 1.58조원(OPM 6.6%)으로 이익 기준 컨센(9,976억원) 대폭 상회. 별도 기준 영업이익도 1.38조원 수준을 기록한 것으로 추정. 핵심은 관세 환수금. 지난해 하반기 관세 영향은 대략 6,000억원 규모. 이번 2Q에 받은 환수금으로 하반기 예상되는 고정비의 일부를 2Q에 앞서서 반영할 수 있게 된 상황. 하반기 계절성 완화 효과도 동반될 것으로 기대. 사업부문별로는 HS와 VS의 마진 개선과 MS의 예상 외 선방에 주목. HS의 경우 가전 구독 및 온라인 매출 확대와 관세 환수금 효과가 동시에 작용한 모습. MS는 OLED TV 매출 확대가 VS는 개별 프로젝트단 수익성 개선 효과가 본격적으로 반영되며 사업 내 마진 확대에 연결되는 중. 관세 환수금 외 본업 이익단 회복도 동반되고 있는 만큼, 구조적인 회복 국면에 진입했다는 판단

- AI DC와 로봇, 본업 밖에서 자라는 두 축: 하반기 모멘텀은 AI DC향 칠팔 수주와 로봇 액츄에이터 사업 구체화. 북미 빅테크 2개 업체향 퀵 테스트 막바지 단계 도달, 하반기 수주 기대감 고조. 퀵 테스트 완료 후 통상 1년 이내 매출 인식 가능. 이르면 2H27부터 ES 부문 실적 기여 시작할 것. 로봇 사업의 경우 액츄에이터(AXIUM) 중심 구체화되는 중. 고효율 설계, 동일 사이즈 기준 효율 우위, 기존 방열 기술 활용 등 기술적 강점 보유. 2H26 파일럿라인 가동 예정이며 양산 단계에서의 원가 절감 노력 병행. 칠팔과 마찬가지로 이르면 '27년 중 매출 기여 가시화될 전망

- 투자 의견 BUY, 목표주가 240,000원 유지: 관세 환수금 일회성 효과보다 본업 이익체력의 구조적 회복과 신사업 구체화에 주목 필요. HS 수익성 방어, VS 마진 레벨업에 더해 AI DC향 칠팔 및 로봇 및 액츄에이터 사업이 하반기 순차적으로 구체화되며 밸류에이션 리레이팅 근거 강화. 12MF 예상 BPS에 Target PBR 1.3배 적용하여 산출. 투자 의견 BUY, 목표주가 240,000원으로 유지

## Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F   |
|-------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 매출액         | 87,728 | 89,201 | 94,531 | 99,561 | 101,552 |
| 매출액증가율      | 6.6    | 1.7    | 6.0    | 5.3    | 2.0     |
| 영업이익        | 3,420  | 2,478  | 4,545  | 4,789  | 5,078   |
| 영업이익률       | 3.9    | 2.8    | 4.8    | 4.8    | 5.0     |
| 지배주주귀속이익    | 368    | 961    | 1,489  | 1,689  | 2,086   |
| 지배주주 귀속 EPS | 2,136  | 5,734  | 8,993  | 10,220 | 12,659  |
| 증가율         | -49.9  | 168.4  | 56.8   | 13.6   | 23.9    |
| PER         | 45.7   | 13.9   | 20.6   | 18.2   | 14.7    |
| PBR         | 0.8    | 0.6    | 1.1    | 0.9    | 0.8     |
| EV/EBITDA   | 4.0    | 3.9    | 4.3    | 3.4    | 2.7     |
| ROA         | 0.6    | 1.4    | 2.1    | 2.1    | 2.4     |
| ROE         | 1.8    | 4.3    | 5.6    | 5.1    | 5.3     |

자료: 유안타증권 리서치센터

LG전자 (066570): 분기 실적 추이 전망

|                     | 분기              |                 |                 |                 | 연간              |                 |                 |
|---------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|                     | 1Q26F           | 2Q26P           | 3Q26F           | 4Q26F           | 2025            | 2026F           | 2027F           |
| <b>매출액 (연결)</b>     | <b>23,727.0</b> | <b>23,830.0</b> | <b>22,630.0</b> | <b>24,344.0</b> | <b>89,201.0</b> | <b>94,531.0</b> | <b>99,561.0</b> |
| HS                  | 6,943.0         | 7,236.0         | 6,856.0         | 6,518.0         | 26,126.0        | 27,553.0        | 29,142.0        |
| MS                  | 5,169.0         | 5,124.0         | 4,990.0         | 5,419.0         | 19,426.0        | 20,703.0        | 21,011.0        |
| VS                  | 3,064.0         | 3,019.0         | 2,551.0         | 2,751.0         | 11,136.0        | 11,385.0        | 12,732.0        |
| ES                  | 2,822.0         | 2,718.0         | 2,232.0         | 1,606.0         | 9,323.0         | 9,379.0         | 9,534.0         |
| 기타                  | 304.0           | 845.0           | 170.0           | 173.0           | 1,825.0         | 1,491.0         | 682.0           |
| 매출 (별도)             | 18,303.0        | 18,941.0        | 16,799.0        | 16,467.0        | 67,836.0        | 70,510.0        | 73,101.0        |
| LG이노텍               | 5,535.0         | 4,889.0         | 5,831.0         | 7,877.0         | 21,897.0        | 24,131.0        | 26,460.0        |
| <b>영업이익 (연결)</b>    | <b>1,673.7</b>  | <b>1,578.8</b>  | <b>922.9</b>    | <b>370.0</b>    | <b>2,478.4</b>  | <b>4,545.5</b>  | <b>4,788.6</b>  |
| HS                  | 569.7           | 578.9           | 397.7           | 65.2            | 1,279.3         | 1,611.4         | 1,604.9         |
| MS                  | 371.8           | 297.2           | -124.8          | -189.7          | -750.9          | 354.6           | 229.3           |
| VS                  | 211.6           | 187.2           | 165.8           | 187.1           | 559.0           | 751.6           | 904.0           |
| ES                  | 248.5           | 267.4           | 171.2           | -65.6           | 647.3           | 621.5           | 677.2           |
| 기타                  | -25.9           | 50.4            | 36.0            | -7.3            | 49.2            | 53.3            | 6.5             |
| 영업이익 (별도)           | 1,375.7         | 1,381.1         | 645.9           | -10.3           | 1,783.9         | 3,392.3         | 3,421.9         |
| LG이노텍               | 295.3           | 197.7           | 277.1           | 380.4           | 664.9           | 1,150.4         | 1,366.7         |
| <b>OPM (%) (연결)</b> | <b>7.1%</b>     | <b>6.6%</b>     | <b>4.1%</b>     | <b>1.5%</b>     | <b>2.8%</b>     | <b>4.8%</b>     | <b>4.8%</b>     |
| <b>OPM (별도)</b>     | <b>7.5%</b>     | <b>7.3%</b>     | <b>3.8%</b>     | <b>-0.1%</b>    | <b>2.6%</b>     | <b>4.8%</b>     | <b>4.7%</b>     |
| <b>LG이노텍</b>        | <b>5.3%</b>     | <b>4.0%</b>     | <b>4.8%</b>     | <b>4.8%</b>     | <b>3.0%</b>     | <b>4.8%</b>     | <b>5.2%</b>     |

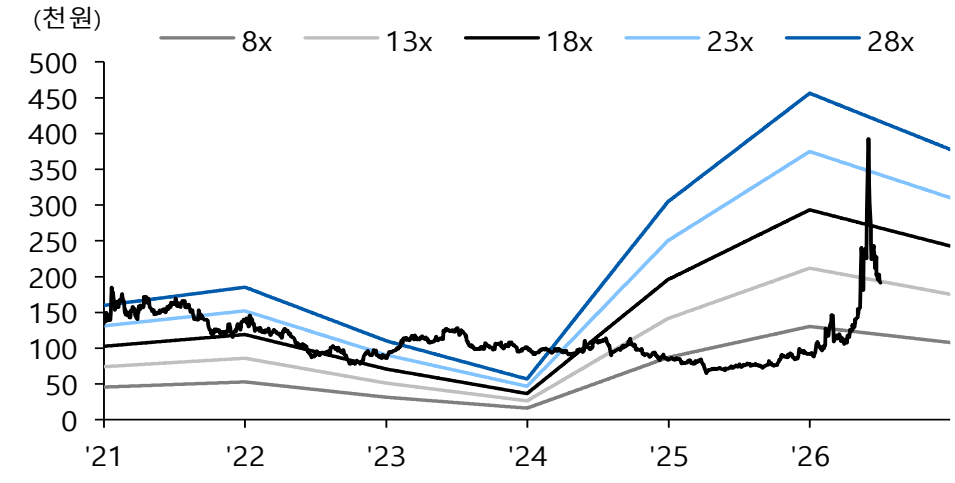
자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 십억원

### LG전자 목표주가 산정방식

| 구분        | 내용      | 비고                             |
|-----------|---------|--------------------------------|
| BPS(원)    | 186,278 | 12MF 예상 BPS                    |
| 목표 PBR(배) | 1.3     | 과거 5년 P/B 평균                   |
| 목표 주가(원)  | 240,000 | $BPS \times \text{Target PBR}$ |
| 현재 주가(원)  | 185,600 |                                |
| 상승 여력(%)  | 29%     |                                |

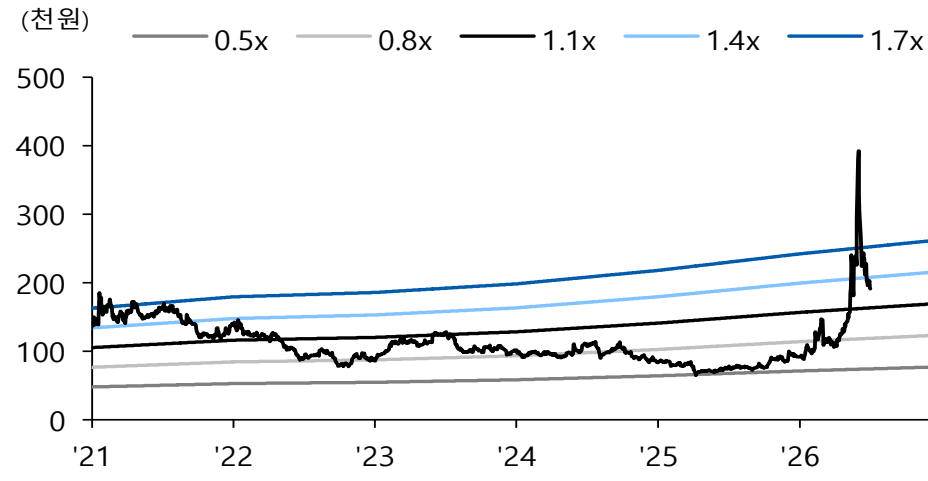
자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 7/13일 종가 기준

### LG전자 12MF P/E Band



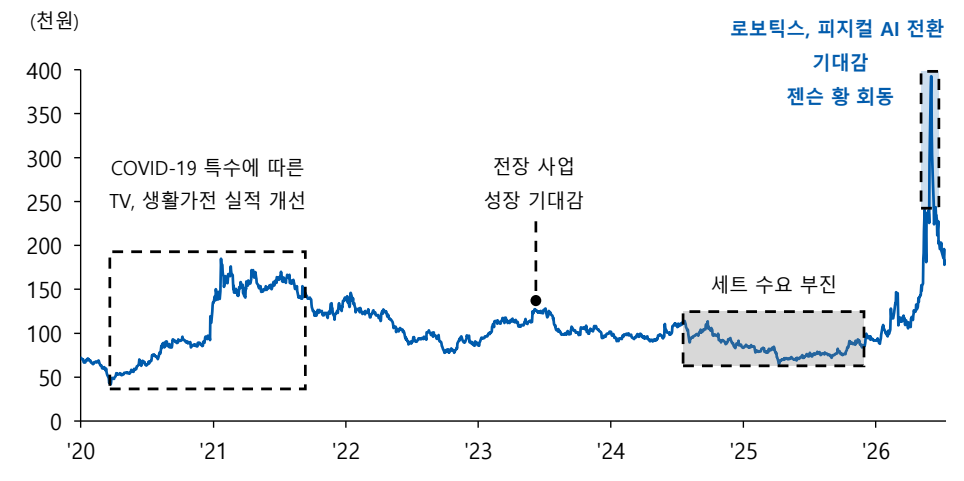
자료: 유안타증권 리서치센터

### LG전자 12MF P/B Band



자료: 유안타증권 리서치센터

### LG전자 '20년 이후 주가 흐름 및 주요 이벤트



자료: 에프엔가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

LG전자(066570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서       |        |        |        |        |         | (단위: 십억원) |
|-------------|--------|--------|--------|--------|---------|-----------|
| 결산 (12월)    | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F   |           |
| 매출액         | 87,728 | 89,201 | 94,531 | 99,561 | 101,552 |           |
| 매출원가        | 66,349 | 68,359 | 69,987 | 73,019 | 74,133  |           |
| 매출총이익       | 21,379 | 20,842 | 24,544 | 26,542 | 27,419  |           |
| 판매비         | 17,960 | 18,363 | 19,999 | 21,753 | 22,341  |           |
| 영업이익        | 3,420  | 2,478  | 4,545  | 4,789  | 5,078   |           |
| EBITDA      | 6,954  | 6,080  | 8,244  | 8,472  | 8,347   |           |
| 영업외손익       | -2,084 | -642   | -2,023 | -2,209 | -1,865  |           |
| 외환관련손익      | -87    | 18     | -2,452 | -3,385 | -3,385  |           |
| 이자손익        | -71    | -191   | 13     | 371    | 715     |           |
| 관계기업관련손익    | -992   | 111    | 390    | 779    | 779     |           |
| 기타          | -933   | -581   | 26     | 26     | 26      |           |
| 법인세비용차감전순손익 | 1,336  | 1,836  | 2,522  | 2,580  | 3,213   |           |
| 법인세비용       | 463    | 608    | 688    | 500    | 643     |           |
| 계속사업순손익     | 873    | 1,228  | 1,834  | 2,081  | 2,570   |           |
| 중단사업순손익     | -282   | -8     | 0      | 0      | 0       |           |
| 당기순이익       | 591    | 1,220  | 1,834  | 2,081  | 2,570   |           |
| 지배지분순이익     | 368    | 961    | 1,489  | 1,689  | 2,086   |           |
| 포괄순이익       | 2,068  | 2,062  | 6,566  | 6,930  | 7,419   |           |
| 지배지분포괄이익    | 1,620  | 1,715  | 5,607  | 5,918  | 6,336   |           |

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

| 현금흐름표           |        |        |        |        |        | (단위: 십억원) |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 결산 (12월)        | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |           |
| 영업활동 현금흐름       | 3,843  | 4,281  | 9,887  | 11,174 | 11,746 |           |
| 당기순이익           | 591    | 1,220  | 1,834  | 2,081  | 2,570  |           |
| 감가상각비           | 2,993  | 3,040  | 2,994  | 3,085  | 2,762  |           |
| 외환손익            | 0      | 0      | 2,397  | 3,385  | 3,385  |           |
| 충족,관계기업관련손익     | 992    | -111   | -390   | -779   | -779   |           |
| 자산부채의 증감        | -3,797 | -2,043 | -254   | -4     | 493    |           |
| 기타현금흐름          | 3,063  | 2,174  | 3,305  | 3,407  | 3,316  |           |
| 투자활동 현금흐름       | -4,212 | -3,014 | -293   | 641    | 443    |           |
| 투자자산            | -511   | -149   | -96    | -225   | -76    |           |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -2,356 | -2,615 | -2,790 | -3,300 | -3,650 |           |
| 유형자산 감소         | 41     | 102    | 8      | 0      | 0      |           |
| 기타현금흐름          | -1,386 | -351   | 2,585  | 4,166  | 4,169  |           |
| 재무활동 현금흐름       | -705   | -319   | -420   | -215   | -234   |           |
| 단기차입금           | -101   | -39    | 67     | 28     | 9      |           |
| 사채 및 장기차입금      | 827    | -1,240 | 4      | 0      | 0      |           |
| 자본              | -55    | 1,359  | 0      | 0      | 0      |           |
| 현금배당            | -317   | -266   | -90    | -243   | -243   |           |
| 기타현금흐름          | -1,060 | -133   | -401   | 0      | 0      |           |
| 연결범위변동 등 기타     | 159    | 249    | -2,539 | -4,730 | -5,202 |           |
| 현금의 증감          | -915   | 1,197  | 6,635  | 6,870  | 6,754  |           |
| 기초 현금           | 8,488  | 7,573  | 8,770  | 15,405 | 22,275 |           |
| 기말 현금           | 7,573  | 8,770  | 15,405 | 22,275 | 29,028 |           |
| NOPLAT          | 3,420  | 2,478  | 4,545  | 4,789  | 5,078  |           |
| FCF             | 1,486  | 1,665  | 7,097  | 7,874  | 8,096  |           |

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         | 33,924 | 34,870 | 42,043 | 50,590 | 57,885  |           |
| 현금및현금성자산     | 7,573  | 8,770  | 15,405 | 22,275 | 29,028  |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 11,345 | 11,928 | 12,174 | 12,940 | 13,174  |           |
| 재고자산         | 10,729 | 11,085 | 11,314 | 12,026 | 12,266  |           |
| 비유동자산        | 31,706 | 33,750 | 33,482 | 33,323 | 33,780  |           |
| 유형자산         | 17,075 | 16,714 | 16,685 | 16,900 | 17,788  |           |
| 관계기업등 지분관련자산 | 2,776  | 2,797  | 2,855  | 3,035  | 3,095   |           |
| 기타투자자산       | 1,268  | 1,243  | 1,267  | 1,312  | 1,327   |           |
| 자산총계         | 65,630 | 68,620 | 75,525 | 83,913 | 91,664  |           |
| 유동부채         | 27,307 | 27,183 | 27,939 | 29,528 | 30,064  |           |
| 매입채무 및 기타채무  | 19,401 | 20,217 | 20,634 | 21,933 | 22,371  |           |
| 단기차입금        | 564    | 482    | 540    | 540    | 540     |           |
| 유동성장기부채      | 2,325  | 1,982  | 2,171  | 2,171  | 2,171   |           |
| 비유동부채        | 13,110 | 12,885 | 12,736 | 12,849 | 12,887  |           |
| 장기차입금        | 4,713  | 4,863  | 4,919  | 4,919  | 4,919   |           |
| 사채           | 6,380  | 5,317  | 5,113  | 5,113  | 5,113   |           |
| 부채총계         | 40,418 | 40,068 | 40,676 | 42,377 | 42,951  |           |
| 자배지분         | 20,995 | 23,887 | 29,734 | 36,029 | 42,721  |           |
| 자본금          | 904    | 904    | 904    | 904    | 904     |           |
| 자본잉여금        | 2,970  | 4,329  | 4,329  | 4,329  | 4,329   |           |
| 이익잉여금        | 16,353 | 17,419 | 18,762 | 20,208 | 22,050  |           |
| 비지배지분        | 4,217  | 4,665  | 5,115  | 5,507  | 5,992   |           |
| 자본총계         | 25,212 | 28,552 | 34,850 | 41,537 | 48,713  |           |
| 순차입금         | 6,833  | 5,180  | -1,386 | -8,233 | -14,979 |           |
| 총차입금         | 15,302 | 14,024 | 14,094 | 14,122 | 14,131  |           |

| Valuation 지표 |         |         |         |         |         | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|
| 결산 (12월)     | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |               |
| EPS          | 2,136   | 5,734   | 8,993   | 10,220  | 12,659  |               |
| BPS          | 116,595 | 132,659 | 165,802 | 200,904 | 238,220 |               |
| EBITDAPS     | 38,453  | 33,684  | 45,785  | 47,051  | 46,357  |               |
| SPS          | 485,132 | 494,153 | 524,975 | 552,912 | 563,971 |               |
| DPS          | 1,000   | 1,350   | 1,350   | 1,350   | 1,350   |               |
| PER          | 45.7    | 13.9    | 20.6    | 18.2    | 14.7    |               |
| PBR          | 0.8     | 0.6     | 1.1     | 0.9     | 0.8     |               |
| EV/EBITDA    | 4.0     | 3.9     | 4.3     | 3.4     | 2.7     |               |
| PSR          | 0.2     | 0.2     | 0.4     | 0.3     | 0.3     |               |

| 재무비율          |       |       |       |       |       | (단위: 배, %) |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| 결산 (12월)      | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |            |
| 매출액 증가율 (%)   | 6.6   | 1.7   | 6.0   | 5.3   | 2.0   |            |
| 영업이익 증가율 (%)  | -6.4  | -27.5 | 83.4  | 5.4   | 6.0   |            |
| 지배순이익 증가율 (%) | -48.4 | 161.4 | 55.0  | 13.4  | 23.5  |            |
| 매출총이익률 (%)    | 24.4  | 23.4  | 26.0  | 26.7  | 27.0  |            |
| 영업이익률 (%)     | 3.9   | 2.8   | 4.8   | 4.8   | 5.0   |            |
| 지배순이익률 (%)    | 0.4   | 1.1   | 1.6   | 1.7   | 2.1   |            |
| EBITDA 마진 (%) | 7.9   | 6.8   | 8.7   | 8.5   | 8.2   |            |
| ROIC          | 10.6  | 7.4   | 14.8  | 17.3  | 18.2  |            |
| ROA           | 0.6   | 1.4   | 2.1   | 2.1   | 2.4   |            |
| ROE           | 1.8   | 4.3   | 5.6   | 5.1   | 5.3   |            |
| 부채비율 (%)      | 160.3 | 140.3 | 116.7 | 102.0 | 88.2  |            |
| 순차입금/자기자본 (%) | 32.5  | 21.7  | -4.7  | -22.9 | -35.1 |            |
| 영업이익/금융비용 (배) | 6.0   | 4.1   | 7.8   | 8.2   | 8.7   |            |

# LG이노텍 (011070): 2Q26 Pre – 서프라이즈 지속, 모두 한 단계 더

## 전기전자



고선영 전기전자  
sunyoung.kou@yuantakorea.com  
임석민 Research Assistant  
seokmin.lim@yuantakorea.com

|             |                |
|-------------|----------------|
| 투자의견        | BUY (M)        |
| 목표주가        | 1,400,000원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 661,000원       |
| 상승여력        | 112%           |

|             |                   |      |       |
|-------------|-------------------|------|-------|
| 시가총액        | 156,440억원         |      |       |
| 총발행주식수      | 23,667,107주       |      |       |
| 60일 평균 거래대금 | 4,435억원           |      |       |
| 60일 평균 거래량  | 457,535주          |      |       |
| 52주 고       | 1,530,000원        |      |       |
| 52주 저       | 151,900원          |      |       |
| 외인지분율       | 26.00%            |      |       |
| 주요주주        | LG전자 외 1 인 40.79% |      |       |
| 주가수익률(%)    | 1개월               | 3개월  | 12개월  |
| 절대          | (36.2)            | 82.8 | 320.2 |
| 상대          | (23.9)            | 56.0 | 96.1  |
| 절대(달러환산)    | (35.4)            | 81.4 | 285.0 |

- **2Q26 Preview – 이번에도 확인될 서프라이즈:** 2Q26 매출 4조 8,885억원(YoY +24.2%, QoQ -11.7%), 영업이익 1,977억원(OPM 4.0%)을 기록하며 이익 기준 컨센(1,599억)을 약 24%가량 상회하는 호실적을 전망. 광학솔루션은 우호적 환율 여건과 아이폰 17시리즈 매출 호조가 맞물리며 수익성이 재차 시장 기대치를 상회. 수요 환경은 녹록지 않으나 1H26 주 고객사의 MS 확대 전략이 효과를 거두었다는 점에 주목. 전반적인 스마트폰 업황을 상회하는 차별적 수요 흐름과 우호적 환율 여건 수혜가 호실적으로 연결. 패키지솔루션은 높은 가동률이 유지되는 가운데 고부가 프리미엄 제품 중심 믹스 개선으로 마진 상승을 전망. 모빌리티솔루션은 수익성 개선으로 안정적 흐름을 유지
- **하반기, 광학과 기판 모두 한 단계 더:** 하반기 광학솔루션은 핵심 고객사 신제품 출시 사이클 본격화 및 가변조리개 신규 부품 채택으로 수익성 방어 가능. 기판솔루션의 경우 RF-SiP 중심 풀가동 체제가 유지될 전망. FC-BGA의 경우 아직 가동률이 50%를 밑돌지만 상향 속도는 빠르게 전개되는 중. FC-BGA 후발주자임에도 불구하고 '27년 서버 가속기 및 서버 스위치 중심 고객사 확대가 순차적으로 진행 예상. 빠르면 3Q 중 관련 계약 구체화 기대. 최근 발표된 베트남 신공장이 인프라 중심이라는 점을 감안, 추가 설비투자까지 고려한 당사 추정 CapEx 규모는 2조원 상회할 것. 해당 CapEx가 본격 가동되는 시점부터 패키지 실적 레버리지 본격화될 전망
- **투자의견 BUY, 목표주가 1,400,000원 유지:** 광학솔루션의 우호적인 P, Q와 기판솔루션의 본격적인 제품 및 고객사 다변화가 동시에 진행되는 국면. 2Q26 서프라이즈 실적이 예상되는 가운데 하반기에는 핵심 고객사 신모델 출시 사이클 진입과 기판 투자 사이클 본격화로 동사 실적 모멘텀은 한층 더 강화될 전망. 투자의견 BUY, 목표주가 1,400,000원 유지

## Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액         | 21,201 | 21,897 | 24,131 | 26,460 | 27,783 |
| 매출액증가율      | 2.9    | 3.3    | 10.2   | 9.6    | 5.0    |
| 영업이익        | 706    | 665    | 1,151  | 1,367  | 1,389  |
| 영업이익률       | 3.3    | 3.0    | 4.8    | 5.2    | 5.0    |
| 지배주주귀속순이익   | 449    | 341    | 954    | 1,179  | 1,215  |
| 지배주주 귀속 EPS | 18,983 | 14,419 | 40,324 | 49,826 | 51,333 |
| 증가율         | -20.5  | -24.0  | 179.7  | 23.6   | 3.0    |
| PER         | 11.4   | 12.4   | 16.4   | 13.3   | 12.9   |
| PBR         | 1.0    | 0.7    | 2.1    | 1.7    | 1.5    |
| EV/EBITDA   | 3.3    | 2.8    | 7.2    | 5.9    | 5.2    |
| ROA         | 4.0    | 2.9    | 7.5    | 8.1    | 7.3    |
| ROE         | 8.9    | 6.1    | 14.6   | 14.5   | 12.4   |

자료: 유안타증권 리서치센터

LG이노텍 (011070): 분기 실적 추이 전망

|                 | 분기             |                |                |                | 연간              |                 |                 |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|                 | 1Q26           | 2Q26F          | 3Q26F          | 4Q26F          | 2025            | 2026F           | 2027F           |
| <b>매출액</b>      | <b>5,534.8</b> | <b>4,888.5</b> | <b>5,831.2</b> | <b>7,876.7</b> | <b>21,896.6</b> | <b>24,106.9</b> | <b>26,459.6</b> |
| Y/Y 증감률(%)      | 11.1%          | 24.2%          | 8.6%           | 3.5%           | 3.3%            | 10.1%           | 9.8%            |
| Q/Q 증감률(%)      | -27.3%         | -11.7%         | 19.3%          | 35.1%          | -               | -               | -               |
| 광학솔루션           | 4,610.6        | 3,928.0        | 4,828.0        | 6,828.6        | 18,318.5        | 20,195.1        | 22,037.5        |
| Y/Y 증감률(%)      | 11.4%          | 28.7%          | 7.7%           | 2.7%           | 2.9%            | 10.2%           | 9.1%            |
| Q/Q 증감률(%)      | -30.6%         | -14.8%         | 22.9%          | 41.4%          | -               | -               | -               |
| 기판소재            | 437.1          | 478.9          | 531.9          | 571.8          | 1,720.0         | 2,019.7         | 2,437.2         |
| Y/Y 증감률(%)      | 16.0%          | 15.1%          | 21.5%          | 16.9%          | 17.8%           | 17.4%           | 20.7%           |
| Q/Q 증감률(%)      | -10.7%         | 9.6%           | 11.1%          | 7.5%           | -               | -               | -               |
| 모빌리티솔루션         | 487.1          | 481.6          | 471.3          | 476.3          | 1,858.1         | 1,892.1         | 1,984.8         |
| Y/Y 증감률(%)      | 4.2%           | 3.4%           | 4.6%           | 0.4%           | -4.3%           | 1.8%            | 4.9%            |
| Q/Q 증감률(%)      | 2.7%           | -1.1%          | -2.1%          | 1.1%           | -               | -               | -               |
| <b>매출비중(%)</b>  |                |                |                |                |                 |                 |                 |
| 광학솔루션           | 83.3%          | 80.4%          | 82.8%          | 86.7%          | 83.7%           | 83.8%           | 83.3%           |
| 기판소재            | 7.9%           | 9.8%           | 9.1%           | 7.3%           | 7.9%            | 8.4%            | 9.2%            |
| 전장부품            | 8.8%           | 9.9%           | 8.1%           | 6.0%           | 8.5%            | 7.8%            | 7.5%            |
| <b>영업이익</b>     | <b>250.3</b>   | <b>138.0</b>   | <b>251.6</b>   | <b>325.9</b>   | <b>664.9</b>    | <b>965.8</b>    | <b>1,112.7</b>  |
| 광학솔루션           | 242.3          | 129.6          | 193.1          | 293.6          | 482.2           | 858.7           | 917.9           |
| 기판소재            | 37.7           | 53.6           | 70.7           | 77.2           | 128.9           | 239.3           | 388.8           |
| 전장부품            | 15.3           | 14.4           | 13.2           | 9.5            | 53.9            | 52.5            | 60.1            |
| <b>영업이익률(%)</b> | <b>5.3%</b>    | <b>4.0%</b>    | <b>4.8%</b>    | <b>4.8%</b>    | <b>3.0%</b>     | <b>4.8%</b>     | <b>5.2%</b>     |

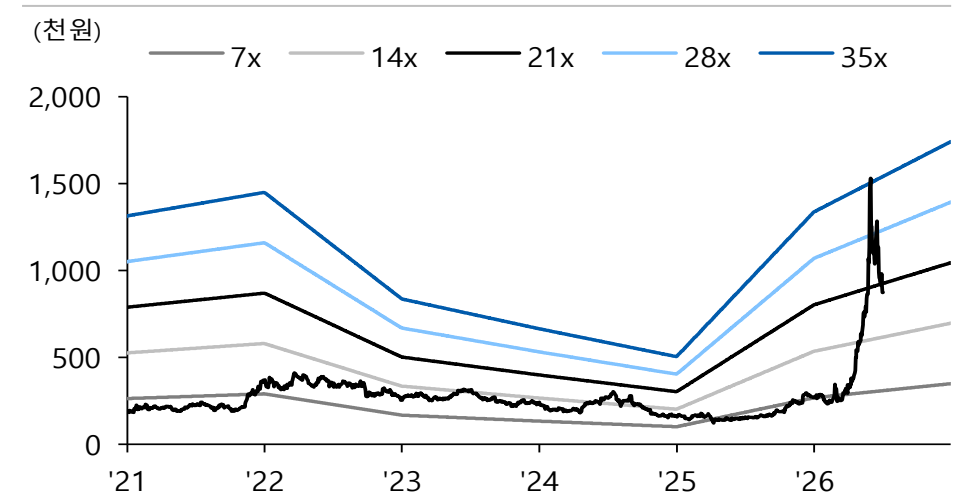
자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 십억원

### LG이노텍 목표주가 산정방식

| 구분        | 내용        | 비고                                                            |
|-----------|-----------|---------------------------------------------------------------|
| EPS(원)    | 49,826    | '27년 예상 EPS                                                   |
| 목표 PER(배) | 28.7      | Unimicron, Ibiden, Nanya PCB, Kinsus<br>'27년 평균 PER 대비 15% 할인 |
| 목표 주가(원)  | 1,400,000 | EPS*Target PER                                                |
| 현재 주가(원)  | 661,000   |                                                               |
| 상승 여력(%)  | 112%      |                                                               |

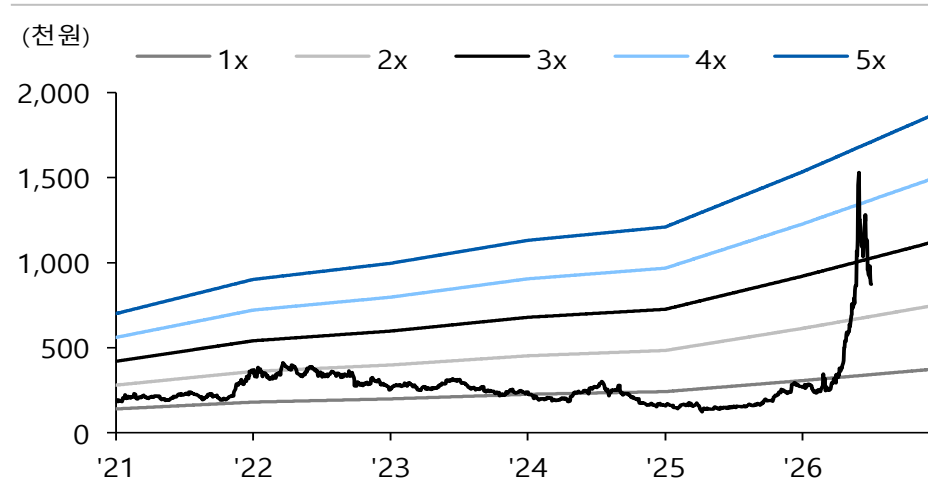
자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 7/13일 종가 기준

### LG이노텍 12MF P/E Band



자료: 유안타증권 리서치센터

### LG이노텍 12MF P/B Band



자료: 유안타증권 리서치센터

### LG이노텍 '20년 이후 주가 흐름 및 주요 이벤트



자료: 애플 가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

LG이노텍(011070) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서       |        |        |        |        |        | (단위: 십억원) |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 결산 (12월)    | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |           |
| 매출액         | 21,201 | 21,897 | 24,131 | 26,460 | 27,783 |           |
| 매출원가        | 19,457 | 20,147 | 21,788 | 23,767 | 25,004 |           |
| 매출총이익       | 1,744  | 1,750  | 2,343  | 2,692  | 2,778  |           |
| 판매비         | 1,038  | 1,085  | 1,193  | 1,326  | 1,389  |           |
| 영업이익        | 706    | 665    | 1,151  | 1,367  | 1,389  |           |
| EBITDA      | 1,986  | 1,815  | 2,109  | 2,324  | 2,387  |           |
| 영업외손익       | -117   | -256   | -32    | 2      | 40     |           |
| 외환관련손익      | 46     | -13    | -45    | -45    | -45    |           |
| 이자손익        | -74    | -46    | -32    | 2      | 40     |           |
| 관계기업관련손익    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |           |
| 기타          | -89    | -197   | 45     | 45     | 45     |           |
| 법인세비용차감전순손익 | 589    | 409    | 1,118  | 1,369  | 1,429  |           |
| 법인세비용       | 140    | 67     | 164    | 190    | 214    |           |
| 계속사업순손익     | 449    | 341    | 954    | 1,179  | 1,215  |           |
| 중단사업순손익     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |           |
| 당기순이익       | 449    | 341    | 954    | 1,179  | 1,215  |           |
| 지배지분순이익     | 449    | 341    | 954    | 1,179  | 1,215  |           |
| 포괄순이익       | 701    | 459    | 1,487  | 1,712  | 1,748  |           |
| 지배지분포괄이익    | 701    | 459    | 1,487  | 1,712  | 1,748  |           |

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

| 현금흐름표           |       |       |        |        |        | (단위: 십억원) |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|--------|-----------|
| 결산 (12월)        | 2024A | 2025A | 2026F  | 2027F  | 2028F  |           |
| 영업활동 현금흐름       | 1,110 | 1,331 | 3,247  | 3,244  | 3,548  |           |
| 당기순이익           | 449   | 341   | 954    | 1,179  | 1,215  |           |
| 감가상각비           | 1,229 | 1,101 | 914    | 919    | 965    |           |
| 외환손익            | 0     | 0     | 34     | 45     | 45     |           |
| 중속,관계기업관련손익     | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |           |
| 자산부채의 증감        | -816  | -410  | 910    | 618    | 846    |           |
| 기타현금흐름          | 248   | 300   | 435    | 483    | 478    |           |
| 투자활동 현금흐름       | -969  | -796  | -743   | -446   | -630   |           |
| 투자자산            | -18   | -73   | -4     | -18    | -7     |           |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -879  | -611  | -1,114 | -952   | -1,150 |           |
| 유형자산 감소         | 7     | 1     | 1      | 0      | 0      |           |
| 기타현금흐름          | -79   | -114  | 375    | 525    | 527    |           |
| 재무활동 현금흐름       | -220  | -453  | -134   | -43    | -44    |           |
| 단기차입금           | 36    | 84    | 29     | 2      | 1      |           |
| 사채 및 장기차입금      | -105  | -470  | -136   | 0      | 0      |           |
| 자본              | 0     | 0     | -1,134 | 0      | 0      |           |
| 현금배당            | -62   | -49   | 0      | -44    | -44    |           |
| 기타현금흐름          | -89   | -17   | 1,107  | 0      | 0      |           |
| 연결범위변동 등 기타     | 19    | -5    | -1,155 | -1,325 | -1,418 |           |
| 현금의 증감          | -60   | 77    | 1,215  | 1,430  | 1,456  |           |
| 기초 현금           | 1,390 | 1,329 | 1,406  | 2,621  | 4,052  |           |
| 기말 현금           | 1,329 | 1,406 | 2,621  | 4,052  | 5,508  |           |
| NOPLAT          | 706   | 665   | 1,151  | 1,367  | 1,389  |           |
| FCF             | 231   | 720   | 2,132  | 2,292  | 2,398  |           |

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

| 재무상태표        |        |        |        |        |        | (단위: 십억원) |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 결산 (12월)     | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |           |
| 유동자산         | 5,853  | 6,778  | 8,182  | 10,412 | 12,184 |           |
| 현금및현금성자산     | 1,329  | 1,406  | 2,621  | 4,052  | 5,508  |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 2,810  | 3,419  | 3,539  | 4,048  | 4,249  |           |
| 재고자산         | 1,575  | 1,789  | 1,852  | 2,118  | 2,224  |           |
| 비유동자산        | 5,525  | 5,153  | 5,325  | 5,338  | 5,497  |           |
| 유형자산         | 4,480  | 3,724  | 3,926  | 3,959  | 4,144  |           |
| 관계기업등 지분관련자산 | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |           |
| 기타투자자산       | 182    | 376    | 389    | 407    | 415    |           |
| 자산총계         | 11,378 | 11,931 | 13,507 | 15,750 | 17,682 |           |
| 유동부채         | 3,955  | 4,507  | 4,729  | 5,293  | 5,517  |           |
| 매입채무 및 기타채무  | 3,063  | 3,576  | 3,702  | 4,234  | 4,446  |           |
| 단기차입금        | 73     | 155    | 184    | 184    | 184    |           |
| 유동성장기부채      | 611    | 567    | 627    | 627    | 627    |           |
| 비유동부채        | 2,069  | 1,661  | 1,467  | 1,479  | 1,483  |           |
| 장기차입금        | 1,186  | 1,011  | 1,066  | 1,066  | 1,066  |           |
| 사채           | 781    | 529    | 289    | 289    | 289    |           |
| 부채총계         | 6,024  | 6,168  | 6,196  | 6,772  | 7,000  |           |
| 자배지분         | 5,354  | 5,763  | 7,311  | 8,978  | 10,681 |           |
| 자본금          | 118    | 118    | 118    | 118    | 118    |           |
| 자본잉여금        | 1,134  | 1,134  | 0      | 0      | 0      |           |
| 이익잉여금        | 3,868  | 4,191  | 5,124  | 6,259  | 7,429  |           |
| 비지배지분        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |           |
| 자본총계         | 5,354  | 5,763  | 7,311  | 8,978  | 10,681 |           |
| 순차입금         | 1,360  | 882    | -441   | -1,873 | -3,330 |           |
| 총차입금         | 2,700  | 2,313  | 2,206  | 2,208  | 2,209  |           |

| Valuation 지표 |         |         |           |           |           | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|---------------|
| 결산 (12월)     | 2024A   | 2025A   | 2026F     | 2027F     | 2028F     |               |
| EPS          | 18,983  | 14,419  | 40,324    | 49,826    | 51,333    |               |
| BPS          | 226,240 | 243,532 | 308,935   | 379,397   | 451,366   |               |
| EBITDAPS     | 83,917  | 76,702  | 89,091    | 98,205    | 100,855   |               |
| SPS          | 895,790 | 925,191 | 1,019,611 | 1,117,990 | 1,173,890 |               |
| DPS          | 2,090   | 1,880   | 1,880     | 1,880     | 1,880     |               |
| PER          | 11.4    | 12.4    | 16.4      | 13.3      | 12.9      |               |
| PBR          | 1.0     | 0.7     | 2.1       | 1.7       | 1.5       |               |
| EV/EBITDA    | 3.3     | 2.8     | 7.2       | 5.9       | 5.2       |               |
| PSR          | 0.2     | 0.2     | 0.6       | 0.6       | 0.6       |               |

| 재무비율          |       |       |       |       |       | (단위: 배, %, %) |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|
| 결산 (12월)      | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |               |
| 매출액 증가율 (%)   | 2.9   | 3.3   | 10.2  | 9.6   | 5.0   |               |
| 영업이익 증가율 (%)  | -15.0 | -5.8  | 73.0  | 18.8  | 1.6   |               |
| 지배순이익 증가율 (%) | -20.5 | -24.0 | 179.7 | 23.6  | 3.0   |               |
| 매출총이익률 (%)    | 8.2   | 8.0   | 9.7   | 10.2  | 10.0  |               |
| 영업이익률 (%)     | 3.3   | 3.0   | 4.8   | 5.2   | 5.0   |               |
| 지배순이익률 (%)    | 2.1   | 1.6   | 4.0   | 4.5   | 4.4   |               |
| EBITDA 마진 (%) | 9.4   | 8.3   | 8.7   | 8.8   | 8.6   |               |
| ROIC          | 9.5   | 9.6   | 17.9  | 19.9  | 19.1  |               |
| ROA           | 4.0   | 2.9   | 7.5   | 8.1   | 7.3   |               |
| ROE           | 8.9   | 6.1   | 14.6  | 14.5  | 12.4  |               |
| 부채비율 (%)      | 112.5 | 107.0 | 84.8  | 75.4  | 65.5  |               |
| 순차입금/자기자본 (%) | 25.4  | 15.3  | -6.0  | -20.9 | -31.2 |               |
| 영업이익/금융비용 (배) | 6.2   | 7.6   | 13.2  | 15.8  | 16.0  |               |



이안나



2차전지/신에너지

anna.lee@yuantakorea.com

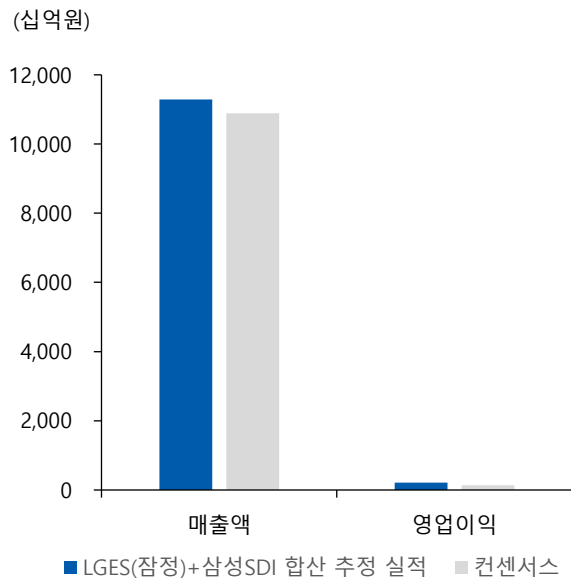
2차전지

소재보단 셀에 주목

## 2차전지 2Q26 Preview: 셀 – LGES 컨센 하회, 삼성SDI 컨센 상회 예상

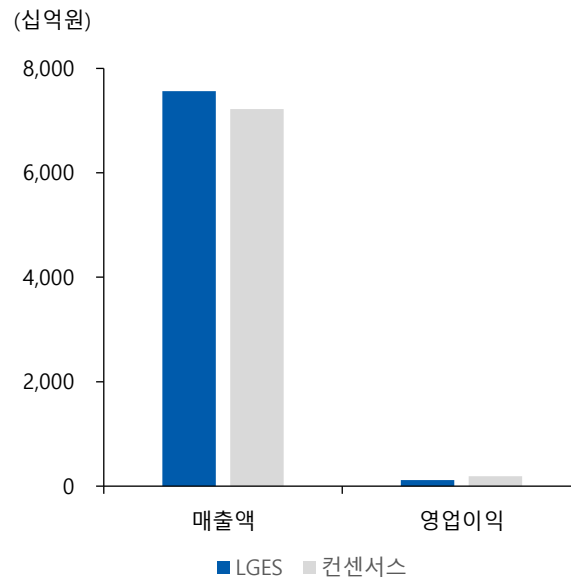
- 2차전지 섹터의 2026년 2분기 실적은 셀(LGES+삼성SDI) 2개사 합산 기준 컨센서스 대비 상회하는 실적 예상. LG에너지솔루션은 잠정실적 발표를 통해 영업이익 기준 컨센서스 하회하는 실적 기록. 삼성SDI는 영업이익에 관세 환급금 등 일회성 반영으로 2분기 흑자가 기대됨에 따라 컨센서스 대비 상회하는 실적 예상
- LGES: 매출액 7.56조원(+15% qoq, +25% yoy), 영업이익 1,133억원(OPM 1.5%, 흑전 qoq, -77% yoy)으로 컨센서스(영업이익 1,883억원) 하회하는 실적 기록. AMPC 규모는 2,410억원으로 2분기 평균 환율 1,502원 적용 시 북미 출하량 약 3.6GWh로 추정. 이는 관세 환급금 약 1,000억원 반영에도 불구하고 저조한 EV 실적이 지속되었기 때문. 다만, 소형과 ESS 실적은 긍정적
- 삼성SDI: 매출액 3.7조원(+17% YoY, +4% QoQ), 영업이익 950억원(흑전 qoq, yoy)으로 컨센서스(매출액 3.7조원, 영업이익 -523억원) 대비 상회하는 실적 예상. 이는 관세 환급금 등 일회성 요인이 크며 사업적으로는 북미 ESS 외형성장이 지속되는 가운데 유럽 EV향 가동률 회복, 소형 BBU 수요 증가로 인한 것

셀 합산 2Q26 실적 컨센서스 대비 상회 예상(LGES+삼성SDI)



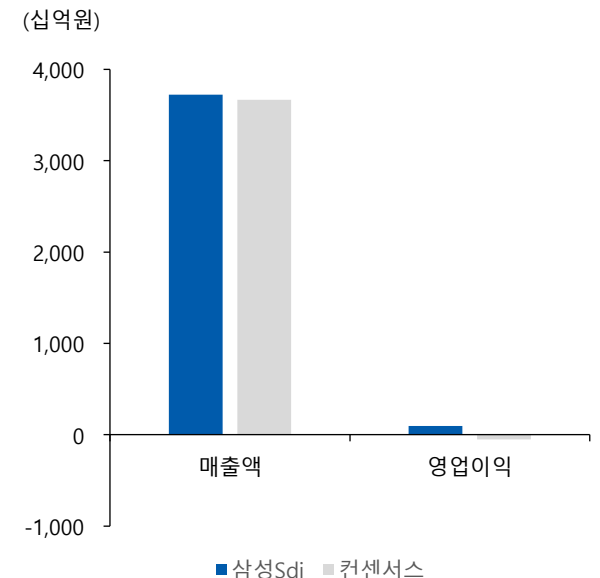
자료: 유안타증권 리서치센터

LGES 2Q26 잠정 실적, 영업이익 기준 컨센 하회 기록



자료: 유안타증권 리서치센터

삼성SDI 2Q26 영업이익 기준 컨센 상회 실적 예상

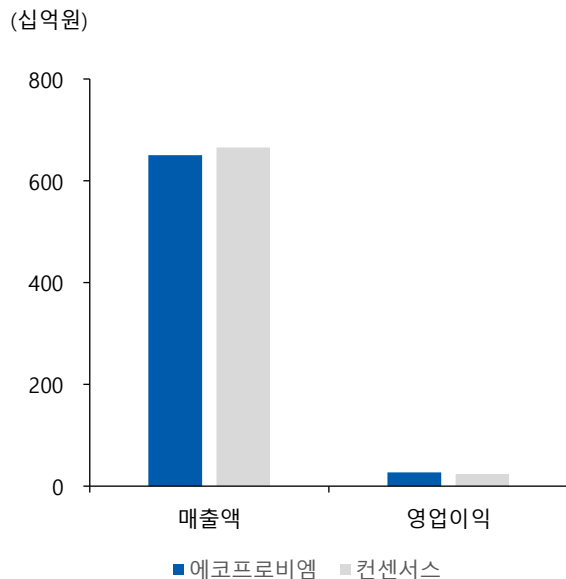


자료: 유안타증권 리서치센터

## 2차전지 2Q26 Preview: 소재 – 대부분 부합, 포스코퓨처엠 컨센 소폭 상회 예상

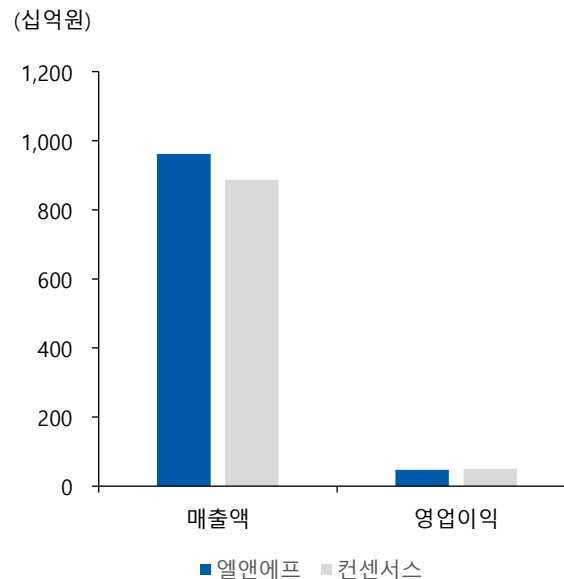
- 2차전지 섹터의 2026년 2분기 양극재 중심 소재 기업들은 대부분 컨센서스 대비 부합하는 실적이 예상됨. 다만, 포스코퓨처엠은 기초 소재 부문 호실적으로 컨센서스 대비 소폭 상회하는 실적 예상
- 에코프로비엠: 동사는 2026년 2분기 매출액 6,500억원(-17% YoY, +7% QoQ), 영업이익 270억원(-45% YoY, +29% QoQ, OPM 4%)으로 컨센서스 부합하는 실적 예상. 이는 주요 고객사향 BESS 양극재 공급 확대, 유럽 고객사의 재고조정 완화, 일부 모델 출하 회복, 원재료 가격 래깅에 따른 ASP 방어 효과가 반영된 결과
- 엘앤에프: 동사는 2026년 2분기 매출액 9,624억원(+85% YoY, +30% QoQ), 영업이익 467억원(흑자전환 YoY, -60% QoQ, OPM 4.9%)으로 컨센서스 부합하는 실적 예상. 동사가 주력으로 공급하는 주요 고객사향 모델의 긍정적 수요 지속으로 안정적인 가동률 확보. 메탈가 래깅 효과로 2분기 ASP도 약13% 상승 효과가 있으며 가동률도 약 60% 수준으로 1분기 50% 중반 대비 꾸준히 상승 중
- 포스코퓨처엠: 매출액 8,100억원(+7% qoq, +23% yoy), 영업이익 300억원(OPM 3.7%, +70% qoq, +3,650% yoy)으로 컨센서스(영업이익 279억원)를 소폭 상회하는 실적 예상. 에너지 소재 실적 보다는 기초소재 부문의 유가 래깅 효과 및 화성 제품 판가 상승, 라임/화성 부문의 안정적 수익성 요인이 컸음

에코프로비엠 2Q26 컨센 부합 실적 예상



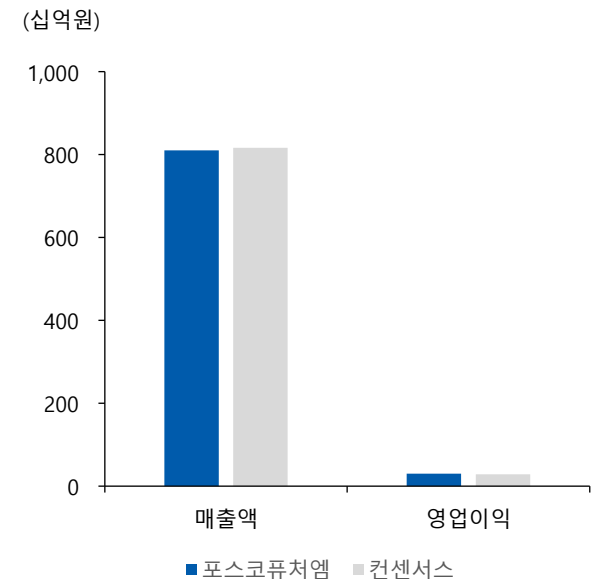
자료: 유안타증권 리서치센터

엘앤에프 2Q26 컨센 부합 실적 예상



자료: 유안타증권 리서치센터

포스코퓨처엠 2Q26 컨센 소폭 상회 실적 예상

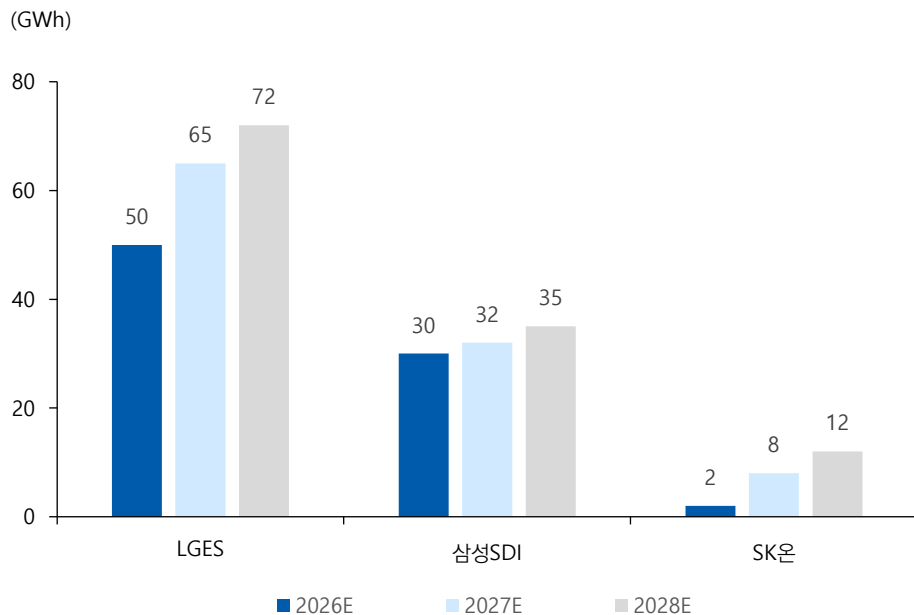


자료: 유안타증권 리서치센터

## 2차전지 섹터 투자전략: 소재보단 셀 위주 비중 확대 유효

- 2차전지 섹터 Top Pick은 1) 실적 개선 가속화, 2) 미국 BESS 수주 모멘텀(PJM 지역 정책, 태양광 프로젝트 지연으로 인한 ESS 수요 확대에 주목: 자세한 내용은 2H26 2차전지 하반기 전망 참고), 3) 유럽 EV 회복 수혜, 4) 2027년 차세대 배터리 모멘텀 등을 고려해 소재보다는 셀 위주의 비중 확대 제시. (LGES, 삼성SDI)
- 소재 특히, 양극재는 IAA 통과 여부, 경쟁사 동일 제품 개발, 오버행 이슈 등으로 불확실성이 크며 2027년까지 주목할 미국 AIDC향 ESS 밸류체인으로써 한계가 존재
- 셀 이외 Top Pick으로는 '한중엔시에스' 주목. AI 데이터센터 확대로 인해 미국에서는 ESS 시스템 테스트가 강화되었고 이 모든 테스트에서 통과 가능성이 가장 높은 기업. 이에 연내 미국향 BESS 냉각시스템 수주 확대 가능성이 높으며 이로 인해 하반기 수주 모멘텀에 이어 2027년 다변화된 고객사로 실적에 반영 본격화

2026E~2028E 셀 사 별 미국 내 BESS 생산능력 계획 및 전망



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

2026~2028E 유럽 EV향 배터리 수요 추정

| 구분          | 2025     | 2026E    | 2027E    | 2028E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|
| BEV 판매      | 188만 대   | 234만 대   | 295만 대   | 369만 대   |
| PHEV 판매     | 102만 대   | 113만 대   | 115만 대   | 115만 대   |
| BEV 평균 팩    | 70.0kWh  | 68.5kWh  | 67.0kWh  | 65.5kWh  |
| PHEV 평균 팩   | 20.0kWh  | 21.5kWh  | 22.5kWh  | 23.5kWh  |
| BEV 배터리 수요  | 131.6GWh | 160.3GWh | 197.7GWh | 241.7GWh |
| PHEV 배터리 수요 | 20.3GWh  | 24.3GWh  | 25.9GWh  | 27.0GWh  |
| 총 배터리 수요    | 151.9GWh | 184.6GWh | 223.6GWh | 268.7GWh |
| 전년 대비 성장률   | -        | 21.50%   | 21.10%   | 20.20%   |

자료: 유안타증권 리서치센터

# LG에너지솔루션 (373220): 영업이익 기준 컨센서스 하회 실적 기록

## 2차전지



이안나 2차전지/신에너지  
anna.lee@yuanta.com

|             |              |
|-------------|--------------|
| 투자의견        | BUY (M)      |
| 목표주가        | 574,000원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 328,000원     |
| 상승여력        | 75%          |

|             |                     |
|-------------|---------------------|
| 시가총액        | 768,690억원           |
| 총발행주식수      | 234,000,000주        |
| 60일 평균 거래대금 | 2,175억원             |
| 60일 평균 거래량  | 520,375주            |
| 52주 고       | 514,000원            |
| 52주 저       | 311,000원            |
| 외인지분율       | 5.54%               |
| 주요주주        | LG화학 79.38%         |
| 주가수익률(%)    | 1개월 3개월 12개월        |
| 절대          | (17.9) (18.2) 2.2   |
| 상대          | (2.0) (30.2) (52.3) |
| 절대(달러환산)    | (17.0) (18.9) (6.5) |

• 2Q26 영업이익 기준 컨센서스 및 당사 추정 하회 실적 기록: 매출액 7.56조원(+15% qoq, +25% yoy), 영업이익 1,133억원(OPM 1.5%, 흑전 qoq, -77% yoy)으로 컨센서스(영업이익 1,883억원) 하회하는 실적 기록. AMPC 규모는 2,410억원으로 2분기 평균 환율 1,502원 적용 시 북미 출하량 약 3.6GWh로 추정. 매출액은 EV 가동률이 여전히 저조한 가운데 모델Y 수요확대에 따른 소형 원통형 출하 증가, 46시리즈 초기 출하 확대, ESS 수요 증가로 전분기 대비 15% 증가. 다만 손익 측면에서 당초 2분기 인식을 예상했던 주요 OEM 보상금의 손익 반영 시점 지연으로 예상 대비 부진. 관세 환급금은 약 1,000억원 수준 반영된 것으로 파악되나 북미 파우치 가동률 저하, ESS 램프업 비용 부담을 상쇄하기에는 제한적이었음

• EV향 개선 + BESS 중심 2H26 실적 우상향 기대: 당사는 2분기까지 미국 전기차 보조금 폐지 이후 GM Ultium 가동률 조정, 미국 EV 수요 둔화 지속 등으로 EV향의 저조한 실적 지속. 다만, 하반기부터는 GM JV 재가동에 따른 북미 파우치 물량 회복, 소형 원통형 및 46시리즈 출하 확대, 유럽 Mid-Ni 및 중저가 EV 중심 수요 회복이 매출 개선을 견인할 전망. 특히 3분기에는 원통형과 ESS 출하 확대로 탑라인 성장 지속될 것으로 예상되나 ESS는 아직 램프업 단계로 AMPC 제외한 수익성 개선은 제한적일 것으로 예상. 본격적인 손익 개선은 ESS 가동률 안정화, GM JV 물량 회복, 하반기로 지연된 OEM 보상금 인식이 맞물리는 4분기에 집중될 것으로 판단

• 동사에 대한 투자의견 및 목표주가 유지: 미국 AI 데이터센터향 ESS 수주 2026년 하반기 본격화, 2027년 하반기부터는 미국 내 AIDC향 ESS 병목이 예상됨에 따라 주가에 있어서도 주요 주가 모멘텀으로 작용할 것으로 기대

### Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액         | 25,620 | 23,672 | 30,515 | 38,500 | 46,400 |
| 매출액증가율      | -24.1  | -7.6   | 28.9   | 26.2   | 20.5   |
| 영업이익        | 575    | 1,346  | 956    | 4,200  | 6,550  |
| 영업이익률       | 2.2    | 5.7    | 3.1    | 10.9   | 14.1   |
| 지배주주귀속이익    | -1,019 | -1,073 | -184   | 712    | 625    |
| 지배주주 귀속 EPS | -4,354 | -4,585 | -784   | 3,044  | 2,672  |
| 증가율         | -182.4 | 5.3    | -82.9  | -488.3 | -12.2  |
| PER         | -87.3  | -78.7  | -418.8 | 107.9  | 122.9  |
| PBR         | 4.2    | 4.2    | 3.4    | 3.3    | 3.2    |
| EV/EBITDA   | 52.0   | 33.8   | 28.0   | 19.4   | 16.2   |
| ROA         | -1.9   | -1.7   | -0.3   | 0.9    | 0.7    |
| ROE         | -4.9   | -5.2   | -0.9   | 3.1    | 2.7    |

자료: 유안타증권 리서치센터

# LG에너지솔루션 실적 추이 및 전망

## LG에너지솔루션 실적 추이 및 전망

| (십억원)           | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  | 1Q26  | 2Q26P | 3Q26E | 4Q26E | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액             | 6,265 | 5,565 | 5,700 | 6,142 | 6,555 | 7,560 | 8,050 | 8,350 | 23,672 | 30,515 | 38,500 | 46,400 |
| QoQ %           | -3%   | -11%  | 2%    | 8%    | 7%    | 15%   | 6%    | 4%    |        |        |        |        |
| YoY %           | 2%    | -10%  | -17%  | -5%   | 5%    | 36%   | 41%   | 36%   | -8%    | 29%    | 25%    | 21%    |
| 소형(+원통형 EV)     | 1,708 | 1,636 | 1,743 | 2,079 | 1,996 | 2,300 | 2,420 | 2,250 | 7,166  | 8,966  | 9,300  | 10,300 |
| EV              | 4,124 | 3,546 | 3,404 | 2,792 | 2,443 | 2,220 | 2,550 | 2,650 | 13,866 | 9,863  | 11,500 | 13,000 |
| ESS             | 433   | 383   | 553   | 1,271 | 1,927 | 2,799 | 2,700 | 2,930 | 2,640  | 10,356 | 14,500 | 18,500 |
| 영업이익            | 374   | 492   | 602   | -122  | -207  | 113   | 351   | 700   | 1,346  | 957    | 4,200  | 6,550  |
| 소형(+원통형 EV)     | 111   | 93    | 119   | 141   | 104   | 135   | 150   | 113   | 464    | 502    | 650    | 750    |
| EV              | -124  | -96   | 85    | -530  | -501  | -260  | -220  | -50   | -665   | -1,031 | -600   | -400   |
| ESS             | -71   | 4     | 32    | -66   | 1     | -3    | 41    | 118   | -101   | 156    | 950    | 1,600  |
| Tax Credit/AMPC | 458   | 491   | 366   | 333   | 189   | 241   | 380   | 520   | 1,648  | 1,330  | 3,200  | 4,600  |
| 영업이익률           | 6%    | 9%    | 11%   | -2%   | -3%   | 1%    | 4%    | 8%    | 6%     | 3%     | 11%    | 14%    |
| 소형(+원통형 EV)     | 6%    | 6%    | 7%    | 7%    | 5%    | 6%    | 6%    | 5%    | 6%     | 6%     | 7%     | 7%     |
| EV              | -3%   | -3%   | 2%    | -19%  | -21%  | -12%  | -9%   | -2%   | -5%    | -10%   | -5%    | -3%    |
| ESS             | -16%  | 1%    | 6%    | -5%   | 0%    | 0%    | 2%    | 4%    | -4%    | 2%     | 7%     | 9%     |

자료: 유안타증권 리서치센터 / 주: IFRS 연결 기준

## LG에너지솔루션 2Q26 Review

| 구분               | 2Q25  | 1Q26  | 2Q26P | % QoQ | % YoY | 당사 추정 | 차이  | Consensus | 차이   |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|-----------|------|
| 매출액              | 5,565 | 6,555 | 7,560 | 15%   | 36%   | 7,300 | 260 | 7,222     | 338  |
| 소형(+원통형 EV)      | 1,636 | 1,996 | 2,300 | 11%   | 36%   | 2,220 | 80  |           |      |
| EV               | 3,546 | 2,443 | 2,220 | -9%   | -37%  | 2,225 | -5  |           |      |
| ESS              | 383   | 1,927 | 2,799 | 46%   | 636%  | 2,560 | 239 |           |      |
| 영업이익(Credit 제외)  | 1     | -397  | -128  | 적지    | 적전    | -168  | 40  |           |      |
| 영업이익률(Credit 제외) | 0%    | -6%   | -2%   | 4%p   | -2%p  | -2%   | 1%p |           |      |
| 영업이익(Credit 포함)  | 492   | -207  | 113   | 흑전    | -77%  | 127   | -14 | 188       | -75  |
| 영업이익률(Credit 포함) | 9%    | -3%   | 1%    | 5%p   | -7%p  | 2%    | 0%p | 2.60%     | -1%p |

자료: 유안타증권 리서치센터 / 주: IFRS 연결 기준

LG에너지솔루션(373220) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서       |        |        |        |        |        | (단위: 십억원) |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 결산 (12월)    | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |           |
| 매출액         | 25,620 | 23,672 | 30,515 | 38,500 | 46,400 |           |
| 매출원가        | 22,214 | 19,440 | 25,028 | 31,577 | 38,056 |           |
| 매출총이익       | 3,406  | 4,232  | 5,487  | 6,923  | 8,344  |           |
| 판매비         | 4,311  | 4,533  | 5,672  | 5,923  | 6,394  |           |
| 영업이익        | 575    | 1,346  | 956    | 4,200  | 6,550  |           |
| EBITDA      | 2,141  | 3,391  | 3,992  | 5,709  | 6,841  |           |
| 영업외손익       | -227   | -932   | -1,680 | -962   | -865   |           |
| 외환관련손익      | -22    | 166    | -838   | -425   | -583   |           |
| 이자손익        | -341   | -600   | -751   | -868   | -851   |           |
| 관계기업관련손익    | -49    | -2     | 1      | 2      | 2      |           |
| 기타          | 186    | -496   | -92    | 329    | 567    |           |
| 법인세비용차감전순손익 | 349    | 414    | -724   | 3,238  | 5,685  |           |
| 법인세비용       | 10     | 333    | 131    | 3,173  | 5,628  |           |
| 계속사업순손익     | 339    | 81     | -855   | 65     | 57     |           |
| 중단사업순손익     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |           |
| 당기순이익       | 339    | 81     | -855   | 65     | 57     |           |
| 지배지분순이익     | -1,019 | -1,073 | -184   | 712    | 625    |           |
| 포괄순이익       | 3,217  | 10     | 599    | 68     | 79     |           |
| 지배지분포괄이익    | 915    | -901   | 482    | 54     | 64     |           |

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       | 5,112   | 4,432   | 6,695  | 7,924  | 8,152  |           |
| 당기순이익           | 339     | 81      | -855   | 65     | 57     |           |
| 감가상각비           | 2,856   | 3,414   | 3,887  | 4,467  | 4,689  |           |
| 외환손익            | 0       | 0       | 486    | 425    | 583    |           |
| 충족, 관계기업관련손익    | 0       | 0       | -2     | -2     | -2     |           |
| 자산부채의 증감        | 691     | -365    | -144   | -247   | -440   |           |
| 기타현금흐름          | 1,226   | 1,303   | 3,323  | 3,216  | 3,265  |           |
| 투자활동 현금흐름       | -12,065 | -10,881 | -7,485 | -6,190 | -5,687 |           |
| 투자자산            | -8      | -28     | -512   | -241   | -238   |           |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -12,399 | -10,834 | -7,977 | -7,000 | -6,500 |           |
| 유형자산 감소         | 75      | 75      | 8      | 0      | 0      |           |
| 기타현금흐름          | 267     | -95     | 996    | 1,051  | 1,051  |           |
| 재무활동 현금흐름       | 5,382   | 6,286   | 7,885  | -1,097 | -1,167 |           |
| 단기차입금           | -292    | 1,389   | 1,881  | 120    | 100    |           |
| 사채 및 장기차입금      | 4,675   | 5,735   | 6,986  | 1,070  | 1,020  |           |
| 자본              | 0       | 0       | 1,305  | 0      | 0      |           |
| 현금배당            | 0       | 0       | 0      | 0      | 0      |           |
| 기타현금흐름          | 998     | -838    | -2,287 | -2,287 | -2,287 |           |
| 연결범위변동 등 기타     | 402     | 44      | -4,248 | 1,155  | -799   |           |
| 현금의 증감          | -1,170  | -119    | 2,848  | 1,792  | 498    |           |
| 기초 현금           | 5,069   | 3,899   | 3,779  | 6,627  | 8,419  |           |
| 기말 현금           | 3,899   | 3,779   | 6,627  | 8,419  | 8,917  |           |
| NOPLAT          | 575     | 1,346   | 1,128  | 4,200  | 6,550  |           |
| FCF             | -7,287  | -6,402  | -1,281 | 924    | 1,652  |           |

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

자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

| 재무상태표        |        |        |        |        |        | (단위: 십억원) |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 결산 (12월)     | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |           |
| 유동자산         | 15,327 | 18,412 | 25,481 | 27,812 | 31,010 |           |
| 현금및현금성자산     | 3,899  | 3,779  | 6,627  | 8,419  | 8,917  |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 5,548  | 4,899  | 6,764  | 7,358  | 8,867  |           |
| 채고자산         | 4,552  | 4,350  | 4,771  | 5,754  | 6,629  |           |
| 비유동자산        | 44,979 | 48,736 | 53,758 | 56,290 | 58,137 |           |
| 유형자산         | 38,350 | 40,795 | 45,968 | 48,501 | 50,312 |           |
| 관계기업등 지분관련자산 | 62     | 78     | 106    | 133    | 161    |           |
| 기타투자자산       | 1,210  | 1,445  | 1,439  | 1,653  | 1,863  |           |
| 자산총계         | 60,307 | 67,148 | 79,239 | 84,101 | 89,148 |           |
| 유동부채         | 12,055 | 16,785 | 19,987 | 22,833 | 25,862 |           |
| 매입채무 및 기타채무  | 8,361  | 8,254  | 8,821  | 10,772 | 12,982 |           |
| 단기차입금        | 1,291  | 2,681  | 4,562  | 4,682  | 4,782  |           |
| 유동성장기부채      | 1,199  | 4,006  | 4,066  | 4,186  | 4,256  |           |
| 비유동부채        | 17,285 | 21,041 | 29,405 | 31,354 | 33,292 |           |
| 장기차입금        | 4,866  | 4,735  | 11,161 | 11,611 | 12,061 |           |
| 사채           | 7,776  | 10,778 | 11,279 | 11,779 | 12,279 |           |
| 부채총계         | 29,340 | 37,826 | 49,392 | 54,187 | 59,154 |           |
| 자배지분         | 21,116 | 20,216 | 22,498 | 23,213 | 23,861 |           |
| 자본금          | 117    | 117    | 117    | 117    | 117    |           |
| 자본잉여금        | 17,165 | 17,165 | 18,469 | 18,469 | 18,469 |           |
| 이익잉여금        | 1,397  | 332    | 148    | 860    | 1,486  |           |
| 비지배지분        | 9,850  | 9,106  | 7,349  | 6,701  | 6,133  |           |
| 자본총계         | 30,967 | 29,322 | 29,847 | 29,914 | 29,993 |           |
| 순차입금         | 12,493 | 21,096 | 27,558 | 26,940 | 27,545 |           |
| 총차입금         | 16,392 | 24,923 | 34,249 | 35,440 | 36,560 |           |

| Valuation 지표 |         |         |         |         |         | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|
| 결산 (12월)     | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |               |
| EPS          | -4,354  | -4,585  | -784    | 3,044   | 2,672   |               |
| BPS          | 90,240  | 86,391  | 96,145  | 99,202  | 101,969 |               |
| EBITDAPS     | 9,150   | 14,490  | 17,061  | 24,397  | 29,233  |               |
| SPS          | 109,485 | 101,161 | 130,406 | 164,530 | 198,291 |               |
| DPS          | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |               |
| PER          | -87.3   | -78.7   | -418.8  | 107.9   | 122.9   |               |
| PBR          | 4.2     | 4.2     | 3.4     | 3.3     | 3.2     |               |
| EV/EBITDA    | 52.0    | 33.8    | 28.0    | 19.4    | 16.2    |               |
| PSR          | 3.5     | 3.6     | 2.5     | 2.0     | 1.7     |               |

| 재무비율          |       |       |       |       |       | (단위: 배, %) |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| 결산 (12월)      | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |            |
| 매출액 증가율 (%)   | -24.1 | -7.6  | 28.9  | 26.2  | 20.5  |            |
| 영업이익 증가율 (%)  | -73.4 | 134.0 | -29.0 | 339.4 | 56.0  |            |
| 지배순이익 증가율 (%) | 적전    | 적지    | 적지    | 촉전    | -12.2 |            |
| 매출총이익률 (%)    | 13.3  | 17.9  | 18.0  | 18.0  | 18.0  |            |
| 영업이익률 (%)     | 2.2   | 5.7   | 3.1   | 10.9  | 14.1  |            |
| 지배순이익률 (%)    | -4.0  | -4.5  | -0.6  | 1.9   | 1.3   |            |
| EBITDA 마진 (%) | 8.4   | 14.3  | 13.1  | 14.8  | 14.7  |            |
| ROIC          | 1.6   | 0.6   | 2.0   | 0.2   | 0.1   |            |
| ROA           | -1.9  | -1.7  | -0.3  | 0.9   | 0.7   |            |
| ROE           | -4.9  | -5.2  | -0.9  | 3.1   | 2.7   |            |
| 부채비율 (%)      | 94.7  | 129.0 | 165.5 | 181.1 | 197.2 |            |
| 순차입금/자기자본 (%) | 59.2  | 104.4 | 122.5 | 116.1 | 115.4 |            |
| 영업이익/금융비용 (배) | 1.0   | 1.6   | 0.9   | 3.4   | 5.1   |            |

# 삼성SDI (006400): 2Q26 Preview, 컨센서스 대비 상회 실적 예상

## 2차전지



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

|             |              |
|-------------|--------------|
| 투자의견        | BUY (M)      |
| 목표주가        | 913,000원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 440,000원     |
| 상승여력        | 108%         |

|             |                   |        |       |
|-------------|-------------------|--------|-------|
| 시가총액        | 357,633억원         |        |       |
| 총발행주식수      | 82,203,426주       |        |       |
| 60일 평균 거래대금 | 4,500억원           |        |       |
| 60일 평균 거래량  | 762,163주          |        |       |
| 52주 고       | 712,000원          |        |       |
| 52주 저       | 176,100원          |        |       |
| 외인지분율       | 26.63%            |        |       |
| 주요주주        | 삼성전자 외 5 인 20.31% |        |       |
| 주가수익률(%)    | 1개월               | 3개월    | 12개월  |
| 절대          | (18.4)            | (7.9)  | 145.3 |
| 상대          | (2.6)             | (21.4) | 14.4  |
| 절대(달러환산)    | (17.5)            | (8.7)  | 124.4 |

- **2Q26 Preview, 컨센서스 대비 상회 실적 예상:** 동사는 2026년 2분기 매출액 3.7조원(+17% YoY, +4% QoQ), 영업이익 950억원(흑전 qoq, yoy)으로 컨센서스(매출액 3.7조원, 영업이익 -523억원) 대비 상회하는 실적 예상. 이는 관세 환급금 등 일회성 요인이 크며 사업적으로는 북미 ESS 외형성장이 지속되는 가운데 유럽 EV향 가동률 회복, 소형 BBU 수요 증가로 인한 것
- **2H26도 흑자 지속 예상:** 2분기에는 관세 환급금 예상으로 인한 흑자가 기대된다면 3, 4분기는 일부 OEM 보상금 반영이 예상. 사업적으로도 유럽 EV 출하 회복, ESS 외형성장 지속 및 기존 제품 수익성 확대로 3분기 수익성 개선 기대, 4분기에는 미국 LFP ESS 초기 양산, StarPlus Energy 라인 전환, AMPC 증가가 동시에 반영될 가능성이 높아 이익률이 빠르게 개선될 것
- **동사에 대한 투자의견 및 목표주가 유지:** 동사는 미국 EV향은 볼륨모델 부재로 대부분 ESS 라인으로 전환할 예정. 이에 4분기부터는 가동률이 안정적으로 유지될 것으로 예상되어 이익률 개선 속도가 빠를 것. 유럽도 EV, ESS 수요가 견조한 만큼 동사 역시 일부 라인 전환을 통해 수요에 대응할 것으로 예상. 2차전지 섹터 전반으로는 미국 AI 데이터센터향 ESS 수주 2026년 하반기 본격화, 2027년 하반기부터는 미국 내 AIDC향 ESS 병목이 예상됨에 동사 주가에 있어서도 주요 주가 모멘텀으로 작용할 것으로 기대

## Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F   | 2028F   |
|-------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 매출액         | 16,592 | 13,267 | 15,951 | 20,240  | 24,690  |
| 매출액증가율      | -22.6  | -20.0  | 20.2   | 26.9    | 22.0    |
| 영업이익        | 363    | -1,722 | 209    | 1,200   | 1,800   |
| 영업이익률       | 2.2    | -13.0  | 1.3    | 5.9     | 7.3     |
| 지배주주귀속순이익   | 599    | -649   | -124   | -880    | -1,140  |
| 지배주주 귀속 EPS | 8,457  | -8,502 | -1,540 | -10,921 | -14,141 |
| 증가율         | -70.2  | -200.5 | -81.9  | 609.2   | 29.5    |
| PER         | 42.1   | -25.8  | -285.8 | -40.3   | -31.1   |
| PBR         | 1.2    | 0.8    | 1.4    | 1.4     | 1.3     |
| EV/EBITDA   | 17.2   | 266.6  | 25.0   | 24.7    | 24.6    |
| ROA         | 1.6    | -1.6   | -0.3   | -1.7    | -2.0    |
| ROE         | 3.1    | -3.2   | -0.5   | -3.5    | -4.3    |

자료: 유안타증권 리서치센터

# 삼성 SDI 실적 추이 및 전망

## 삼성SDI 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  | 1Q26  | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액   | 3,177 | 3,179 | 3,052 | 3,859 | 3,576 | 3,725 | 3,970 | 4,680 | 13,267 | 15,951 | 20,240 | 24,690 |
| % qoq | 4%    | 0%    | -4%   | 26%   | -7%   | 4%    | 7%    | 18%   |        |        |        |        |
| % yoy | -34%  | -22%  | -22%  | 26%   | 13%   | 17%   | 30%   | 21%   | -17%   | 20%    | 27%    | 22%    |
| 소형    | 908   | 1,171 | 987   | 977   | 1,067 | 1,149 | 1,155 | 1,077 | 4,044  | 4,448  | 4,759  | 5,092  |
| ESS   | 465   | 439   | 705   | 1,058 | 908   | 950   | 1,100 | 1,425 | 2,667  | 4,383  | 6,900  | 9,200  |
| EV    | 1,608 | 1,350 | 1,128 | 1,587 | 1,379 | 1,401 | 1,481 | 1,945 | 5,673  | 6,206  | 7,643  | 9,450  |
| 전자재료  | 196   | 219   | 232   | 237   | 222   | 225   | 234   | 233   | 883    | 914    | 938    | 948    |
| 영업이익  | -434  | -398  | -591  | -299  | -156  | 95    | 80    | 190   | -1,722 | 209    | 1,200  | 1,800  |
| % qoq |       |       |       |       | 적지/   | 흑전    | -16%  | 138%  |        |        |        |        |
| % yoy |       |       |       |       | 적지/   | 흑전    | 흑전    | 흑전    | 적전     | 흑전     | 474%   | 50%    |
| 소형    | -281  | -73   | -69   | -137  | -220  | -205  | -114  | -120  | -560   | -659   | 80     | 153    |
| 중대형전지 | -280  | -424  | -581  | -281  | -38   | 165   | 50    | -79   | -1,566 | 98     | -552   | -410   |
| AMPC  | 109   | 66    | 20    | 80    | 81    | 95    | 105   | 352   | 275    | 633    | 1,534  | 1,917  |
| 전자재료  | 18    | 33    | 39    | 39    | 21    | 40    | 39    | 37    | 129    | 137    | 138    | 140    |
| 매출비중  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%   | 100%   | 100%   | 100%   |
| 소형    | 29%   | 37%   | 32%   | 25%   | 30%   | 31%   | 29%   | 23%   | 30%    | 28%    | 24%    | 21%    |
| ESS   | 15%   | 14%   | 23%   | 27%   | 25%   | 26%   | 28%   | 30%   | 20%    | 27%    | 34%    | 37%    |
| EV    | 51%   | 42%   | 37%   | 41%   | 39%   | 38%   | 37%   | 42%   | 43%    | 39%    | 38%    | 38%    |
| 전자재료  | 6%    | 7%    | 8%    | 6%    | 6%    | 6%    | 6%    | 5%    | 7%     | 6%     | 5%     | 4%     |
| OPM   | -14%  | -13%  | -19%  | -8%   | -4%   | 3%    | 2%    | 4%    | -13%   | 1%     | 6%     | 7%     |

자료: 유안타증권 리서치센터 / 주: IFRS 연결 기준

삼성SDI(006400) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서       |        |        |        |        |        | (단위: 십억원) |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 결산 (12월)    | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |           |
| 매출액         | 16,592 | 13,267 | 15,951 | 20,240 | 24,690 |           |
| 매출원가        | 13,499 | 11,805 | 13,343 | 16,900 | 20,740 |           |
| 매출총이익       | 3,094  | 1,462  | 2,608  | 3,340  | 3,950  |           |
| 판매비         | 2,820  | 3,459  | 3,031  | 3,674  | 4,067  |           |
| 영업이익        | 363    | -1,722 | 209    | 1,200  | 1,800  |           |
| EBITDA      | 2,148  | 105    | 1,834  | 1,777  | 1,749  |           |
| 영업외손익       | 164    | 358    | 446    | 398    | 502    |           |
| 외환관련손익      | -40    | -9     | 35     | 28     | 29     |           |
| 이자손익        | -281   | -270   | -201   | -215   | -117   |           |
| 관계기업관련손익    | 801    | 838    | 770    | 803    | 804    |           |
| 기타          | -317   | -202   | -158   | -218   | -214   |           |
| 법인세비용차감전순손익 | 527    | -1,364 | 656    | 1,598  | 2,302  |           |
| 법인세비용       | 7      | -489   | 420    | 344    | 529    |           |
| 계속사업순손익     | 520    | -875   | 236    | 1,255  | 1,772  |           |
| 중단사업순손익     | 55     | 290    | 11     | 500    | 500    |           |
| 당기순이익       | 576    | -585   | 247    | 1,755  | 2,272  |           |
| 지배지분순이익     | 599    | -649   | -124   | -880   | -1,140 |           |
| 포괄순이익       | 1,480  | 174    | 3,095  | 3,558  | 4,597  |           |
| 지배지분포괄이익    | 1,322  | 97     | 2,623  | 3,016  | 3,897  |           |

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

| 현금흐름표           |        |        |        |        |        | (단위: 십억원) |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 결산 (12월)        | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |           |
| 영업활동 현금흐름       | -138   | 792    | -1,044 | 2,728  | 2,343  |           |
| 당기순이익           | 576    | -585   | 247    | 1,755  | 2,272  |           |
| 감가상각비           | 1,795  | 2,012  | 2,173  | 2,050  | 1,822  |           |
| 외환손익            | -24    | -10    | -35    | -28    | -29    |           |
| 충족, 관계기업관련손익    | -801   | -838   | -770   | -803   | -804   |           |
| 자산부채의 증감        | -2,622 | -142   | -3,597 | -180   | -823   |           |
| 기타현금흐름          | 939    | 356    | 936    | -66    | -95    |           |
| 투자활동 현금흐름       | -4,920 | -1,999 | -2,089 | -2,945 | -2,318 |           |
| 투자자산            | 1,014  | 60     | 1,074  | -110   | -90    |           |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -6,271 | -3,067 | -2,611 | -2,400 | -1,800 |           |
| 유형자산 감소         | 8      | 19     | 1      | 0      | 0      |           |
| 기타현금흐름          | 330    | 989    | -552   | -435   | -428   |           |
| 재무활동 현금흐름       | 5,544  | 865    | 730    | -333   | -232   |           |
| 단기차입금           | 3,105  | -1,461 | 871    | 113    | 213    |           |
| 사채 및 장기차입금      | 2,835  | 793    | 360    | 56     | 56     |           |
| 자본              | 0      | 1,646  | 0      | 0      | 0      |           |
| 현금배당            | -70    | -70    | -70    | -70    | -70    |           |
| 기타현금흐름          | -327   | -43    | -432   | -432   | -432   |           |
| 연결범위변동 등 기타     | -127   | 7      | 4,900  | 5,222  | 4,767  |           |
| 현금의 증감          | 361    | -334   | 2,498  | 4,672  | 4,559  |           |
| 기초 현금           | 1,524  | 2,138  | 1,804  | 4,302  | 8,974  |           |
| 기말 현금           | 1,885  | 1,804  | 4,302  | 8,974  | 13,533 |           |
| NOPLAT          | 363    | -1,722 | 209    | 1,200  | 1,800  |           |
| FCF             | -6,409 | -2,274 | -3,655 | 328    | 543    |           |

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         | 10,334 | 8,740  | 13,732 | 19,219 | 25,279 |           |
| 현금및현금성자산     | 1,885  | 1,804  | 4,302  | 8,974  | 13,533 |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 3,310  | 2,395  | 4,184  | 4,174  | 4,938  |           |
| 재고자산         | 2,879  | 2,936  | 3,120  | 3,373  | 3,527  |           |
| 비유동자산        | 30,263 | 33,515 | 34,777 | 35,176 | 35,200 |           |
| 유형자산         | 17,707 | 19,241 | 20,429 | 20,779 | 20,757 |           |
| 관계기업등 지분관련자산 | 10,187 | 11,427 | 11,484 | 11,541 | 11,599 |           |
| 기타투자자산       | 1,001  | 1,381  | 1,462  | 1,514  | 1,546  |           |
| 자산총계         | 40,597 | 42,255 | 48,509 | 54,395 | 60,479 |           |
| 유동부채         | 10,856 | 9,795  | 11,046 | 12,280 | 12,632 |           |
| 매입채무 및 기타채무  | 3,367  | 3,312  | 3,677  | 4,434  | 4,196  |           |
| 단기차입금        | 5,394  | 3,915  | 4,775  | 4,870  | 5,065  |           |
| 유동성장기부채      | 1,121  | 1,476  | 1,269  | 1,295  | 1,321  |           |
| 비유동부채        | 8,174  | 8,890  | 10,152 | 11,246 | 12,380 |           |
| 장기차입금        | 5,064  | 5,493  | 6,070  | 6,100  | 6,130  |           |
| 사채           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |           |
| 부채총계         | 19,030 | 18,685 | 21,198 | 23,526 | 25,013 |           |
| 자배지분         | 19,766 | 21,443 | 24,693 | 25,616 | 26,801 |           |
| 자본금          | 357    | 416    | 416    | 416    | 416    |           |
| 자본잉여금        | 5,002  | 6,589  | 6,589  | 6,589  | 6,589  |           |
| 이익잉여금        | 12,780 | 12,089 | 11,891 | 11,011 | 9,871  |           |
| 비지배지분        | 1,801  | 2,127  | 2,619  | 5,253  | 8,665  |           |
| 자본총계         | 21,567 | 23,570 | 27,311 | 30,869 | 35,467 |           |
| 순차입금         | 9,679  | 9,061  | 7,570  | 2,950  | -1,449 |           |
| 총차입금         | 11,740 | 11,072 | 12,303 | 12,472 | 12,741 |           |

| Valuation 지표 |         |         |         |         |         | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|
| 결산 (12월)     | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |               |
| EPS          | 8,457   | -8,502  | -1,540  | -10,921 | -14,141 |               |
| BPS          | 287,707 | 272,809 | 313,784 | 325,513 | 340,578 |               |
| EBITDAPS     | 29,711  | 1,352   | 22,315  | 21,620  | 21,275  |               |
| SPS          | 229,472 | 170,064 | 194,047 | 246,218 | 300,352 |               |
| DPS          | 973     | 0       | 0       | 0       | 0       |               |
| PER          | 42.1    | -25.8   | -285.8  | -40.3   | -31.1   |               |
| PBR          | 1.2     | 0.8     | 1.4     | 1.4     | 1.3     |               |
| EV/EBITDA    | 17.2    | 266.6   | 25.0    | 24.7    | 24.6    |               |
| PSR          | 1.6     | 1.3     | 2.3     | 1.8     | 1.5     |               |

| 재무비율          |       |       |       |       |       | (단위: 배, %, ) |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|
| 결산 (12월)      | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |              |
| 매출액 증가율 (%)   | -22.6 | -20.0 | 20.2  | 26.9  | 22.0  |              |
| 영업이익 증가율 (%)  | -76.5 | 적전    | 흑전    | 473.0 | 50.0  |              |
| 지배순이익 증가율 (%) | -70.2 | 적전    | 적지    | 적지    | 적지    |              |
| 매출총이익률 (%)    | 18.6  | 11.0  | 16.4  | 16.5  | 16.0  |              |
| 영업이익률 (%)     | 2.2   | -13.0 | 1.3   | 5.9   | 7.3   |              |
| 지배순이익률 (%)    | 3.6   | -4.9  | -0.8  | -4.3  | -4.6  |              |
| EBITDA 마진 (%) | 12.9  | 0.8   | 11.5  | 8.8   | 7.1   |              |
| ROIC          | 2.0   | -5.0  | 1.7   | 6.3   | 8.0   |              |
| ROA           | 1.6   | -1.6  | -0.3  | -1.7  | -2.0  |              |
| ROE           | 3.1   | -3.2  | -0.5  | -3.5  | -4.3  |              |
| 부채비율 (%)      | 88.2  | 79.3  | 77.6  | 76.2  | 70.5  |              |
| 순차입금/자기자본 (%) | 49.0  | 42.3  | 30.7  | 11.5  | -5.4  |              |
| 영업이익/금융비용 (배) | 1.1   | -5.5  | 0.8   | 3.2   | 4.8   |              |

# 에코프로비엠 (247540): 2Q26 Preview, 컨센서스 부합 실적 예상

## 2차전지



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

|             |              |
|-------------|--------------|
| 투자의견        | BUY (M)      |
| 목표주가        | 270,000원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 119,800원     |
| 상승여력        | 125%         |

|             |                    |        |      |
|-------------|--------------------|--------|------|
| 시가총액        | 117,201억원          |        |      |
| 총발행주식수      | 97,830,434주        |        |      |
| 60일 평균 거래대금 | 1,263억원            |        |      |
| 60일 평균 거래량  | 686,334주           |        |      |
| 52주 고       | 246,000원           |        |      |
| 52주 저       | 102,700원           |        |      |
| 외인지분율       | 14.74%             |        |      |
| 주요주주        | 에코프로 외 11 인 45.48% |        |      |
| 주가수익률(%)    | 1개월                | 3개월    | 12개월 |
| 절대          | (29.5)             | (39.8) | 13.9 |
| 상대          | (9.3)              | (17.2) | 14.0 |
| 절대(달러환산)    | (28.8)             | (40.4) | 4.2  |

- **2Q26 Preview, 컨센서스 부합 실적 예상:** 동사는 2026년 2분기 매출액 6,500억원(-17% YoY, +7% QoQ), 영업이익 270억원(-45% YoY, +29% QoQ, OPM 4%)으로 컨센서스 부합하는 실적 예상. 이는 주요 고객사향 BESS 양극재 공급 확대, 유럽 고객사의 재고조정 완화, 일부 모델 출하 회복, 원재료 가격 래깅에 따른 ASP 방어 효과가 반영된 결과
- **헝가리 공장 가동 본격화 + 유럽 구조적 턴어라운드 기대:** 동사는 5월 헝가리 공장 1개 라인 가동 후 9월 추가 라인이 가동되며 연간 출하량 전망을 68,000톤에서 79,845톤으로 상향. 중장기 10만 8,000톤까지 확대될 계획. 이는 신규 수주와 연계한 추가 증설로 향후 유럽 플랜트 중심 외형성장 기대. 특히 유럽은 2026년 이후 IAA, NZIA 등을 통해 역내 생산 부품에 대한 정책 프리미엄을 강화하고 있음. 이에 유럽 내 양극재를 실제 양산할 수 있는 기업 중심 고객사 다변화 가능성이 기대
- **동사에 대한 투자의견 및 목표주가 유지:** 동사에 대한 투자의견 및 목표주가 유지. 물론 2027년부터 주요 고객사의 LFP ESS 양산 확대로 일부 수요 감소가 예상되나 유럽 EV 수요 확대와 역내 생산 정책이 맞물려 유럽 EV 중심 일부 수요 회복이 기대됨

### Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A   | 2025A  | 2026F | 2027F | 2028F |
|-------------|---------|--------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 2,767   | 2,532  | 2,725 | 3,330 | 3,975 |
| 매출액증가율      | -59.9   | -8.5   | 7.7   | 22.2  | 19.4  |
| 영업이익        | -34     | 143    | 102   | 107   | 159   |
| 영업이익률       | -1.2    | 5.6    | 3.7   | 3.2   | 4.0   |
| 지배주주귀속순이익   | -97     | 39     | 25    | 18    | 27    |
| 지배주주 귀속 EPS | -987    | 403    | 255   | 182   | 278   |
| 증가율         | 1,009.0 | -140.8 | -36.7 | -28.6 | 52.7  |
| PER         | -202.8  | 303.2  | 470.5 | 657.5 | 431.5 |
| PBR         | 11.4    | 6.9    | 6.3   | 6.1   | 5.9   |
| EV/EBITDA   | 281.5   | 66.0   | 140.6 | 31.0  | 26.5  |
| ROA         | -2.2    | 0.9    | 0.5   | 0.3   | 0.5   |
| ROE         | -6.3    | 2.3    | 1.4   | 0.9   | 1.4   |

자료: 유안타증권 리서치센터

## 에코프로비엠 실적 추이 및 전망

에코프로비엠 실적 추이 및 전망

| (십억 원)      | 1Q25 | 2Q25   | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------|------|--------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 630  | 780    | 625  | 497  | 605  | 650   | 710   | 760   | 2,532 | 2,725 | 3,330 | 3,975 |
| Non-IT      | 79   | 120    | 109  | 95   | 114  | 115   | 117   | 104   | 408   | 450   | 520   | 590   |
| EV          | 503  | 533    | 299  | 309  | 382  | 417   | 458   | 511   | 1,639 | 1,768 | 2,290 | 2,850 |
| ESS 및 기타    | 48   | 127    | 217  | 93   | 110  | 118   | 135   | 145   | 485   | 507   | 520   | 535   |
| 매출액증가율(YoY) | -35% | -4%    | 20%  | 7%   | -4%  | -17%  | 14%   | 53%   | -9%   | 8%    | 22%   | 19%   |
| Non-IT      | -23% | -13%   | 49%  | 35%  | 44%  | -4%   | 7%    | 10%   | 6%    | 10%   | 16%   | 14%   |
| EV          | -36% | -6%    | 8%   | 8%   | -24% | -22%  | 53%   | 65%   | -15%  | 8%    | 30%   | 25%   |
| ESS 및 기타    | -39% | 23%    | 26%  | -14% | 129% | -7%   | -38%  | 56%   | 5%    | 5%    | 3%    | 3%    |
| 영업이익        | 2    | 49     | 50   | 42   | 21   | 27    | 28    | 26    | 143   | 102   | 107   | 159   |
| % qoq       | 흑전   | 2,059% | 3%   | -18% | -50% | 29%   | 4%    | -7%   |       |       |       |       |
| % yoy       | -66% | 1,159% | 흑전   | 흑전   | 823% | -45%  | -44%  | -38%  | 흑전    | -29%  | 4%    | 49%   |
| OPM         | 0.4% | 6.3%   | 8.0% | 8.4% | 3.5% | 4.2%  | 3.9%  | 3.4%  | 5.6%  | 3.7%  | 3.2%  | 4.0%  |

자료: 유안타증권 리서치센터 / 주: IFRS 연결 기준

에코프로비엠(247540) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서       |       |       |       |       |       | (단위: 십억원) |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |           |
| 매출액         | 2,767 | 2,532 | 2,725 | 3,330 | 3,975 |           |
| 매출원가        | 2,672 | 2,262 | 2,498 | 3,196 | 3,777 |           |
| 매출총이익       | 95    | 270   | 227   | 133   | 199   |           |
| 판매비         | 129   | 126   | 125   | 27    | 40    |           |
| 영업이익        | -34   | 143   | 102   | 107   | 159   |           |
| EBITDA      | 76    | 214   | 102   | 465   | 548   |           |
| 영업외손익       | -59   | -62   | -22   | -45   | -48   |           |
| 외환관련손익      | 1     | 0     | 27    | 10    | 12    |           |
| 이자손익        | -68   | -52   | -48   | -56   | -58   |           |
| 관계기업관련손익    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 기타          | 9     | -10   | -2    | 2     | -2    |           |
| 법인세비용차감전순손익 | -93   | 82    | 80    | 61    | 111   |           |
| 법인세비용       | -34   | -10   | 2     | 6     | 27    |           |
| 계속사업순손익     | -59   | 92    | 78    | 55    | 85    |           |
| 중단사업순손익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 당기순이익       | -59   | 92    | 78    | 55    | 85    |           |
| 지배지분순이익     | -97   | 39    | 25    | 18    | 27    |           |
| 포괄순이익       | 37    | 88    | 199   | 93    | 128   |           |
| 지배지분포괄이익    | -1    | 35    | 170   | 79    | 110   |           |

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       | 670    | 215   | 323   | 396   | 477   |           |
| 당기순이익           | -59    | 92    | 78    | 55    | 85    |           |
| 감가상각비           | 106    | 67    | 0     | 358   | 389   |           |
| 외환손익            | 6      | -7    | -27   | -10   | -12   |           |
| 중속,관계기업관련손익     | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 자산부채의 증감        | 650    | 128   | 329   | 24    | 47    |           |
| 기타현금흐름          | -33    | -64   | -57   | -32   | -31   |           |
| 투자활동 현금흐름       | -1,022 | -491  | -666  | -511  | -564  |           |
| 투자자산            | 0      | -57   | -66   | -47   | -50   |           |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -1,024 | -418  | -679  | -550  | -600  |           |
| 유형자산 감소         | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 기타현금흐름          | 2      | -15   | 79    | 86    | 87    |           |
| 재무활동 현금흐름       | 323    | 308   | -58   | -57   | -52   |           |
| 단기차입금           | -299   | 89    | 244   | 56    | 59    |           |
| 사채 및 장기차입금      | 420    | 418   | -134  | 53    | 58    |           |
| 자본              | 1      | 2     | 6     | 0     | 0     |           |
| 현금배당            | 0      | -60   | 0     | -10   | -10   |           |
| 기타현금흐름          | 201    | -140  | -174  | -156  | -159  |           |
| 연결범위변동 등 기타     | 15     | -13   | 154   | 204   | 215   |           |
| 현금의 증감          | -13    | 19    | -247  | 32    | 77    |           |
| 기초 현금           | 513    | 499   | 519   | 272   | 304   |           |
| 기말 현금           | 499    | 519   | 272   | 304   | 381   |           |
| NOPLAT          | -34    | 161   | 102   | 107   | 159   |           |
| FCF             | -354   | -203  | -356  | -154  | -123  |           |

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

| 재무상태표        |       |       |       |       |       | (단위: 십억원) |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 결산 (12월)     | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |           |
| 유동자산         | 1,378 | 1,390 | 1,089 | 1,181 | 1,304 |           |
| 현금및현금성자산     | 499   | 519   | 272   | 304   | 381   |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 148   | 161   | 193   | 199   | 226   |           |
| 재고자산         | 616   | 603   | 507   | 555   | 568   |           |
| 비유동자산        | 2,946 | 3,492 | 4,311 | 4,550 | 4,812 |           |
| 유형자산         | 2,793 | 3,154 | 3,902 | 4,094 | 4,305 |           |
| 관계기업등 지분관련자산 | 0     | 137   | 210   | 256   | 306   |           |
| 기타투자자산       | 22    | 19    | 3     | 3     | 4     |           |
| 자산총계         | 4,324 | 4,882 | 5,400 | 5,732 | 6,116 |           |
| 유동부채         | 1,297 | 1,922 | 2,212 | 2,449 | 2,702 |           |
| 매입채무 및 기타채무  | 359   | 370   | 566   | 692   | 826   |           |
| 단기차입금        | 769   | 863   | 1,106 | 1,161 | 1,219 |           |
| 유동성장기부채      | 143   | 227   | 74    | 81    | 89    |           |
| 비유동부채        | 1,049 | 944   | 981   | 993   | 1,005 |           |
| 장기차입금        | 507   | 908   | 928   | 928   | 928   |           |
| 사채           | 518   | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 부채총계         | 2,347 | 2,866 | 3,193 | 3,442 | 3,708 |           |
| 자배지분         | 1,712 | 1,729 | 1,863 | 1,909 | 1,970 |           |
| 자본금          | 49    | 49    | 49    | 49    | 49    |           |
| 자본잉여금        | 915   | 917   | 923   | 923   | 923   |           |
| 이익잉여금        | 275   | 296   | 306   | 314   | 332   |           |
| 비지배지분        | 265   | 287   | 343   | 381   | 438   |           |
| 자본총계         | 1,977 | 2,016 | 2,207 | 2,290 | 2,409 |           |
| 순차입금         | 1,426 | 1,919 | 2,266 | 2,337 | 2,370 |           |
| 총차입금         | 1,948 | 2,455 | 2,564 | 2,673 | 2,790 |           |

| Valuation 지표 |        |        |        |        |        | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| 결산 (12월)     | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |               |
| EPS          | -987   | 403    | 255    | 182    | 278    |               |
| BPS          | 17,517 | 17,677 | 19,049 | 19,516 | 20,143 |               |
| EBITDAPS     | 772    | 2,190  | 1,042  | 4,753  | 5,598  |               |
| SPS          | 28,290 | 25,885 | 27,859 | 34,035 | 40,634 |               |
| DPS          | 0      | 100    | 100    | 100    | 100    |               |
| PER          | -202.8 | 303.2  | 470.5  | 657.5  | 431.5  |               |
| PBR          | 11.4   | 6.9    | 6.3    | 6.1    | 5.9    |               |
| EV/EBITDA    | 281.5  | 66.0   | 140.6  | 31.0   | 26.5   |               |
| PSR          | 7.1    | 4.7    | 4.3    | 3.5    | 2.9    |               |

| 재무비율          |       |       |       |       |       | (단위: 배, %) |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| 결산 (12월)      | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |            |
| 매출액 증가율 (%)   | -59.9 | -8.5  | 7.7   | 22.2  | 19.4  |            |
| 영업이익 증가율 (%)  | 적전    | 적전    | -28.9 | 4.5   | 49.2  |            |
| 지배순이익 증가율 (%) | 적지    | 적전    | -36.7 | -28.4 | 52.4  |            |
| 매출총이익률 (%)    | 3.4   | 10.7  | 8.3   | 4.0   | 5.0   |            |
| 영업이익률 (%)     | -1.2  | 5.7   | 3.7   | 3.2   | 4.0   |            |
| 지배순이익률 (%)    | -3.5  | 1.6   | 0.9   | 0.5   | 0.7   |            |
| EBITDA 마진 (%) | 2.7   | 8.5   | 3.7   | 14.0  | 13.8  |            |
| ROIC          | -0.7  | 4.6   | 2.7   | 2.4   | 2.9   |            |
| ROA           | -2.2  | 0.9   | 0.5   | 0.3   | 0.5   |            |
| ROE           | -6.3  | 2.3   | 1.4   | 0.9   | 1.4   |            |
| 부채비율 (%)      | 118.7 | 142.2 | 144.7 | 150.3 | 153.9 |            |
| 순차입금/자기자본 (%) | 83.3  | 111.0 | 121.6 | 122.4 | 120.3 |            |
| 영업이익/금융비용 (배) | -0.4  | 2.2   | 1.7   | 1.7   | 2.4   |            |

# 엘앤에프 (066970): 2Q26 Preview, 컨센서스 대비 부합 실적 예상

## 2차전지



이안나 2차전지/신에너지  
anna.lee@yuanta.com

|             |              |
|-------------|--------------|
| 투자의견        | BUY (M)      |
| 목표주가        | 235,000원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 101,300원     |
| 상승여력        | 132%         |

|             |                     |
|-------------|---------------------|
| 시가총액        | 41,211억원            |
| 총발행주식수      | 40,682,272주         |
| 60일 평균 거래대금 | 964억원               |
| 60일 평균 거래량  | 599,120주            |
| 52주 고       | 213,000원            |
| 52주 저       | 53,300원             |
| 외인지분율       | 21.47%              |
| 주요주주        | 새로닉스 외 18 인 25.13%  |
| 주가수익률(%)    | 1개월 3개월 12개월        |
| 절대          | (24.4) (44.2) 74.7  |
| 상대          | (9.8) (52.4) (18.5) |
| 절대(달러환산)    | (23.6) (44.8) 59.8  |

- **2Q26 Preview, 컨센서스 대비 부합 실적 예상:** 동사는 2026년 2분기 매출액 9,624억원(+85% YoY, +30% QoQ), 영업이익 467억원(흑자전환 YoY, -60% QoQ, OPM 4.9%)으로 컨센서스 부합하는 실적 예상. 동사가 주력으로 공급하는 주요 고객사향 모델은 글로벌 수요 둔화에도 불구하고 긍정적 수요 지속. 이에 꾸준히 출하량이 증가하고 있어 안정적인 가동률 확보. 메탈가 래깅 효과로 2분기 ASP도 약13% 상승 효과가 있으며 가동률도 약 60% 수준으로 1분기 50% 중반 대비 꾸준히 상승 중
- **2H26 기존 제품 안정적 가동률 + LFP 실적 본격화:** 동사는 3Q26 매출액은 9,820억원(+51% YoY, +2% QoQ), 영업이익은 430억원(+95% YoY, -8% QoQ) 추정. 이는 3Q25의 낮은 기저와 원통형·46시리즈 관련 물량 회복, 리튬 가격 래깅 효과가 지속되기 때문. 4분기부터는 LFP 가동 시작으로 외형성장 지속. 다만, 초기 고정비 부담으로 이익률 상승 제한적일 것
- **동사에 대한 투자의견 및 목표주가 유지:** 동사는 2026년 하반기 LFP 초기 출하, 2027년 6만톤 체제, 2028년 가동률 상승으로 이어질 경우 미국 ESS용 비중국 LFP 양극재 공급망 측면에서 수혜 클 것. 다만, 경쟁사의 니켈 함량 95% 이상의 NCMA 배터리 개발을 완료로 인한 동사 가동률 불확실성에 대해 지속 관찰 필요

### Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A   | 2025A   | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|-------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 매출액         | 1,907   | 2,155   | 3,608  | 4,300  | 4,950  |
| 매출액증가율      | -58.9   | 13.0    | 67.4   | 19.2   | 15.1   |
| 영업이익        | -559    | -157    | 245    | 250    | 330    |
| 영업이익률       | -29.3   | -7.3    | 6.8    | 5.8    | 6.7    |
| 지배주주귀속이익    | -378    | -534    | -389   | -42    | 31     |
| 지배주주 귀속 EPS | -10,416 | -14,393 | -9,602 | -1,028 | 751    |
| 증가율         | 93.9    | 38.2    | -33.3  | -89.3  | -173.1 |
| PER         | -12.9   | -5.6    | -10.6  | -98.6  | 134.9  |
| PBR         | 6.3     | 4.6     | 11.6   | 13.2   | 12.0   |
| EV/EBITDA   | -13.0   | -64.8   | 19.7   | 20.7   | 16.8   |
| ROA         | -12.3   | -18.0   | -11.8  | -1.2   | 0.8    |
| ROE         | -41.7   | -77.0   | -76.5  | -12.9  | 9.6    |

자료: 유안타증권 리서치센터

## 엘앤에프 실적 추이 및 전망

엘앤에프 실적 추이 및 전망

| (십억원)    | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액      | 365  | 520  | 652  | 618  | 740  | 962   | 982   | 924   | 2,155 | 3,608 | 4,300 | 4,950 |
| (%, QoQ) | 0%   | 42%  | 25%  | -5%  | 20%  | 30%   | 2%    | -6%   |       |       |       |       |
| (%, YoY) | -43% | -6%  | 85%  | 69%  | 103% | 85%   | 51%   | 50%   | 13%   | 67%   | 19%   | 15%   |
| 영업이익     | -140 | -121 | 22   | 82   | 117  | 47    | 43    | 38    | -157  | 245   | 250   | 330   |
| (%, QoQ) | 적지   | 적지   | 흑전   | 273% | 43%  | -60%  | -8%   | -12%  |       |       |       |       |
| (%, YoY) | 적지   | 적지   | 흑전   | 흑전   | 흑전   | 흑전    | 95%   | -54%  | 적지    | 흑전    | 2%    | 32%   |
| OPM      | 적지   | 적지   | 3%   | 13%  | 16%  | 5%    | 4%    | 4%    | 적지    | 7%    | 6%    | 7%    |

자료: 유안타증권 리서치센터 / 주: IFRS 연결 기준

엘앤에프(066970) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서       |       |       |       |       |       | (단위: 십억원) |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |           |
| 매출액         | 1,907 | 2,155 | 3,608 | 4,300 | 4,950 |           |
| 매출원가        | 2,371 | 2,226 | 3,425 | 4,082 | 4,699 |           |
| 매출총이익       | -463  | -71   | 183   | 218   | 251   |           |
| 판매비         | 95    | 86    | -62   | -32   | -79   |           |
| 영업이익        | -559  | -157  | 245   | 250   | 330   |           |
| EBITDA      | -495  | -72   | 322   | 323   | 398   |           |
| 영업외손익       | 39    | -411  | -606  | -295  | -299  |           |
| 외환관련손익      | -11   | 8     | 5     | 10    | 10    |           |
| 이자손익        | -101  | -116  | -100  | -114  | -117  |           |
| 관계기업관련손익    | 0     | -4    | -2    | 0     | 0     |           |
| 기타          | 151   | -299  | -509  | -192  | -192  |           |
| 법인세비용차감전순손익 | -520  | -568  | -361  | -45   | 31    |           |
| 법인세비용       | -139  | -33   | 28    | -4    | 1     |           |
| 계속사업순손익     | -381  | -535  | -389  | -42   | 31    |           |
| 중단사업순손익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 당기순이익       | -381  | -535  | -389  | -42   | 31    |           |
| 지배지분순이익     | -378  | -534  | -389  | -42   | 31    |           |
| 포괄순이익       | -384  | -512  | -389  | -42   | 31    |           |
| 지배지분포괄이익    | -381  | -511  | -389  | -42   | 31    |           |

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

| 현금흐름표           |       |       |       |       |       | (단위: 십억원) |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 결산 (12월)        | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |           |
| 영업활동 현금흐름       | 281   | -29   | 300   | 363   | 396   |           |
| 당기순이익           | -381  | -535  | -389  | -42   | 31    |           |
| 감가상각비           | 60    | 82    | 74    | 70    | 66    |           |
| 외환손익            | 26    | -8    | 13    | -10   | -10   |           |
| 충족, 관계기업관련손익    | 0     | 4     | 2     | 0     | 0     |           |
| 자산부채의 증감        | 776   | 209   | 398   | 170   | 132   |           |
| 기타현금흐름          | -201  | 219   | 201   | 175   | 177   |           |
| 투자활동 현금흐름       | -240  | -138  | -320  | -302  | -30   |           |
| 투자자산            | -49   | -14   | -67   | -38   | -36   |           |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -208  | -137  | -257  | -270  | 0     |           |
| 유형자산 감소         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 기타현금흐름          | 17    | 14    | 4     | 6     | 6     |           |
| 재무활동 현금흐름       | -20   | 273   | 365   | 134   | 126   |           |
| 단기차입금           | -55   | 176   | 306   | 80    | 75    |           |
| 사채 및 장기차입금      | -124  | 9     | 262   | 0     | 0     |           |
| 자본              | -2    | -7    | -312  | 0     | 0     |           |
| 현금배당            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 기타현금흐름          | 160   | 95    | 109   | 54    | 51    |           |
| 연결범위변동 등 기타     | 18    | -3    | -349  | -444  | -445  |           |
| 현금의 증감          | 38    | 103   | -5    | -250  | 46    |           |
| 기초 현금           | 241   | 280   | 383   | 378   | 128   |           |
| 기말 현금           | 280   | 383   | 378   | 128   | 175   |           |
| NOPLAT          | -559  | -157  | 264   | 250   | 330   |           |
| FCF             | 73    | -167  | 43    | 93    | 396   |           |

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         | 1,090 | 1,347 | 1,448 | 1,297 | 1,519 |           |
| 현금및현금성자산     | 280   | 383   | 378   | 128   | 175   |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 214   | 339   | 410   | 455   | 524   |           |
| 채고자산         | 575   | 595   | 616   | 662   | 762   |           |
| 비유동자산        | 1,710 | 1,787 | 2,020 | 2,255 | 2,223 |           |
| 유형자산         | 1,260 | 1,326 | 1,509 | 1,709 | 1,642 |           |
| 관계기업등 지분관련자산 | 136   | 132   | 198   | 236   | 272   |           |
| 기타투자자산       | 48    | 65    | 68    | 68    | 68    |           |
| 자산총계         | 2,800 | 3,134 | 3,468 | 3,552 | 3,742 |           |
| 유동부채         | 1,552 | 2,060 | 2,505 | 2,629 | 2,786 |           |
| 매입채무 및 기타채무  | 212   | 405   | 493   | 535   | 616   |           |
| 단기차입금        | 813   | 781   | 949   | 949   | 949   |           |
| 유동성장기부채      | 64    | 182   | 187   | 187   | 187   |           |
| 비유동부채        | 524   | 397   | 614   | 616   | 618   |           |
| 장기차입금        | 502   | 379   | 592   | 592   | 592   |           |
| 사채           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 부채총계         | 2,076 | 2,457 | 3,119 | 3,245 | 3,404 |           |
| 자배지분         | 714   | 673   | 345   | 303   | 334   |           |
| 자본금          | 18    | 20    | 20    | 20    | 20    |           |
| 자본잉여금        | 702   | 693   | 381   | 381   | 381   |           |
| 이익잉여금        | -23   | -76   | -94   | -135  | -105  |           |
| 비지배지분        | 10    | 4     | 4     | 4     | 4     |           |
| 자본총계         | 723   | 677   | 349   | 307   | 338   |           |
| 순차입금         | 1,570 | 1,654 | 2,226 | 2,555 | 2,583 |           |
| 총차입금         | 1,856 | 2,041 | 2,609 | 2,689 | 2,764 |           |

| Valuation 지표 |         |         |        |         |         | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|---------|---------|--------|---------|---------|---------------|
| 결산 (12월)     | 2024A   | 2025A   | 2026F  | 2027F   | 2028F   |               |
| EPS          | -10,416 | -14,393 | -9,602 | -1,028  | 751     |               |
| BPS          | 21,264  | 17,482  | 8,739  | 7,684   | 8,465   |               |
| EBITDAPS     | -13,651 | -1,930  | 7,940  | 7,929   | 9,792   |               |
| SPS          | 52,570  | 58,131  | 88,957 | 105,697 | 121,675 |               |
| DPS          | 0       | 0       | 0      | 0       | 0       |               |
| PER          | -12.9   | -5.6    | -10.6  | -98.6   | 134.9   |               |
| PBR          | 6.3     | 4.6     | 11.6   | 13.2    | 12.0    |               |
| EV/EBITDA    | -13.0   | -64.8   | 19.7   | 20.7    | 16.8    |               |
| PSR          | 2.6     | 1.4     | 1.1    | 1.0     | 0.8     |               |

| 재무비율          |       |       |       |         |         | (단위: 배, %) |
|---------------|-------|-------|-------|---------|---------|------------|
| 결산 (12월)      | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F   | 2028F   |            |
| 매출액 증가율 (%)   | -58.9 | 13.0  | 67.4  | 19.2    | 15.1    |            |
| 영업이익 증가율 (%)  | 적지    | 적지    | 흑전    | 2.1     | 32.0    |            |
| 지배순이익 증가율 (%) | 적지    | 적지    | 적지    | 적지      | -173.1  |            |
| 매출총이익률 (%)    | -24.3 | -3.3  | 5.1   | 5.1     | 5.1     |            |
| 영업이익률 (%)     | -29.3 | -7.3  | 6.8   | 5.8     | 6.7     |            |
| 지배순이익률 (%)    | -19.8 | -24.8 | -10.8 | -1.0    | 0.6     |            |
| EBITDA 마진 (%) | -26.0 | -3.3  | 8.9   | 7.5     | 8.0     |            |
| ROIC          | -18.2 | -7.9  | 14.2  | 10.4    | 13.7    |            |
| ROA           | -12.3 | -18.0 | -11.8 | -1.2    | 0.8     |            |
| ROE           | -41.7 | -77.0 | -76.5 | -12.9   | 9.6     |            |
| 부채비율 (%)      | 287.1 | 363.1 | 894.1 | 1,055.7 | 1,006.8 |            |
| 순차입금/자기자본 (%) | 219.9 | 245.8 | 645.7 | 843.0   | 773.8   |            |
| 영업이익/금융비용 (배) | -5.3  | -1.3  | 2.4   | 2.2     | 2.8     |            |

# 포스코퓨처엠 (003670): 2Q26 Preview, 컨센서스 대비 소폭 상회 실적 예상

## 2차전지



이안나 2차전지/신에너지  
anna.lee@yuanta.com

|             |              |
|-------------|--------------|
| 투자의견        | BUY (M)      |
| 목표주가        | 226,000원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 150,700원     |
| 상승여력        | 50%          |

|             |                        |
|-------------|------------------------|
| 시가총액        | 134,042억원              |
| 총발행주식수      | 88,946,220주            |
| 60일 평균 거래대금 | 834억원                  |
| 60일 평균 거래량  | 373,939주               |
| 52주 고       | 296,000원               |
| 52주 저       | 129,600원               |
| 외인지분율       | 9.73%                  |
| 주요주주        | 포스코홀딩스 외 3 인<br>60.58% |
| 주가수익률(%)    | 1개월 3개월 12개월           |
| 절대          | (24.4) (29.7) 8.4      |
| 상대          | (9.8) (40.0) (49.4)    |
| 절대(달러환산)    | (23.6) (30.4) (0.8)    |

- **2Q26 Preview, 컨센서스 소폭 상회하는 실적 예상:** 매출액 8,100억원(+7% qoq, +23% yoy), 영업이익 300억원(OPM 3.7%, +70% qoq, +3,650% yoy)으로 컨센서스(영업이익 279억원)를 소폭 상회하는 실적 예상. 매출액은 GM향 양극재 공백이 지속되는 가운데 현대차향 N87 출하 유지, 삼성SDI향 NCA/ESS 물량 증가, 중국 등 대체 거래선행 재고 소진 물량 반영으로 전분기 대비 개선될 것으로 예상. 손익 측면에서는 기초소재 부문의 유가 래깅 효과 및 화성제품 판가 상승, 라임/화성 부문의 안정적 수익성, Panasonic향 음극재 출하 회복에 따른 음극재 적자 축소로 개선 기대. 양극재 부문은 메탈가 상승에 따른 충당금 환입 일부가 반영될 수 있으나, GM향 공백과 저가 믹스 부담으로 수익성 개선 폭은 제한적일 전망
- **4Q26부터 에너지소재 중심 회복 기대:** 당사는 3분기에도 삼성SDI향 NCA/ESS, 현대차향 N87, 대체 거래선행 출하로 물량 방어는 가능하나, 저가 재고 소진 물량 잔존과 기초소재 이익 정상화 가능성을 감안하면 본격적인 매출 회복은 4분기부터 가능할 것으로 판단. 4분기에는 GM향 양극재 출하 재개, ESS용 LFP 양극재 양산 개시, 삼성SDI향 ESS 및 원통형 관련 소재 공급 확대 가능성이 맞물리며 에너지 소재 매출 회복이 가시화될 전망. 특히 당사는 LFP 양극재의 라인 전환을 통해 2026년 하반기 양산을 추진 중이며, 인조흑연 음극재도 베트남 생산거점 확보를 통해 탈중국 공급망 대응력을 강화할 전망
- **동사에 대한 투자의견 및 목표주가 유지:** 2027년 하반기 미국 AIDC향 ESS 병목 예상으로 섹터 전반에 대한 긍정적 이슈로 동사에 대한 투자의견 유지. 다만, POSCO홀딩스의 자회사 지분율 최적화 계획에 따른 오버행 우려, LFP 고객사 인증 및 수주 시점 지연, GM 재가동 속도 등의 불확실성 존재로 긴 호흡으로 접근할 필요 있음

### Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2023A | 2024A  | 2025A  | 2026F   | 2027F |
|-------------|-------|--------|--------|---------|-------|
| 매출액         | 4,760 | 3,700  | 2,939  | 3,348   | 4,120 |
| 매출액증가율      | 44.2  | -22.3  | -20.6  | 13.9    | 23.1  |
| 영업이익        | 36    | 1      | 33     | 125     | 182   |
| 영업이익률       | 0.8   | 0.0    | 1.1    | 3.7     | 4.4   |
| 지배주주귀속이익    | 29    | -212   | 32     | 2       | 16    |
| 지배주주 귀속 EPS | 359   | -2,655 | 386    | 28      | 182   |
| 증가율         | -75.7 | -839.6 | -114.5 | -92.7   | 550.0 |
| PER         | 891.8 | -91.4  | 388.1  | 5,475.5 | 825.8 |
| PBR         | 10.9  | 6.5    | 3.3    | 3.2     | 3.1   |
| EV/EBITDA   | 163.4 | 122.4  | 72.5   | 52.0    | 44.3  |
| ROA         | 0.5   | -3.0   | 0.4    | 0.0     | 0.2   |
| ROE         | 1.2   | -8.0   | 0.9    | 0.1     | 0.4   |

자료: 유안타증권 리서치센터

# 포스코퓨처엠 실적 추이 및 전망

포스코퓨처엠 실적 추이 및 전망

| (십억원)    | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025  | 2026E | 2027E |
|----------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액      | 845  | 661  | 875  | 558  | 758  | 810   | 850   | 930   | 2,939 | 3,348 | 4,120 |
| QoQ %    | 17%  | -22% | 32%  | -36% | 36%  | 7%    | 5%    | 9%    |       |       |       |
| YoY %    | -26% | -28% | -5%  | -23% | -10% | 23%   | -3%   | 67%   | -21%  | 14%   | 23%   |
| 기초소재     | 340  | 346  | 341  | 338  | 324  | 350   | 340   | 340   | 1,365 | 1,354 | 1,390 |
| 내화물 및 기타 | 120  | 134  | 130  | 122  | 113  | 125   | 120   | 118   | 505   | 476   | 525   |
| 라임 화성    | 219  | 212  | 212  | 216  | 211  | 225   | 220   | 222   | 859   | 878   | 865   |
| 에너지소재    | 506  | 315  | 533  | 220  | 434  | 460   | 510   | 590   | 1,574 | 1,994 | 2,730 |
| 음극재      | 39   | 42   | 25   | 22   | 15   | 50    | 55    | 60    | 129   | 180   | 215   |
| 양극재(ESM) | 467  | 273  | 508  | 198  | 419  | 410   | 455   | 530   | 1,446 | 1,814 | 2,515 |
| 기타       | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 영업이익     | 17   | 1    | 67   | -52  | 18   | 30    | 33    | 44    | 33    | 125   | 182   |
| 기초소재     | 15   | 26   | 19   | 9    | 19   | 29    | 24    | 22    | 70    | 94    | 78    |
| 에너지소재    | 2    | -26  | 48   | -61  | -1   | 1     | 9     | 22    | -37   | 31    | 104   |
| 영업이익률    | 2%   | 0%   | 8%   | -9%  | 2%   | 4%    | 4%    | 5%    | 1%    | 4%    | 4%    |
| 기초소재     | 4%   | 8%   | 6%   | 3%   | 6%   | 8%    | 7%    | 6%    | 5%    | 7%    | 6%    |
| 에너지소재    | 0%   | -8%  | 9%   | -28% | 0%   | 0%    | 2%    | 4%    | -2%   | 2%    | 4%    |

자료: 유안타증권 리서치센터 / 주: IFRS 연결 기준

포스코퓨처엠(003670) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서       |       |       |       |       |       | (단위: 십억원) |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 결산 (12월)    | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |           |
| 매출액         | 4,760 | 3,700 | 2,939 | 3,348 | 4,120 |           |
| 매출원가        | 4,503 | 3,464 | 2,682 | 3,081 | 3,792 |           |
| 매출총이익       | 257   | 236   | 256   | 266   | 328   |           |
| 판매비         | 221   | 235   | 236   | 142   | 146   |           |
| 영업이익        | 36    | 1     | 33    | 125   | 182   |           |
| EBITDA      | 173   | 185   | 223   | 342   | 412   |           |
| 영업외손익       | -52   | -433  | -43   | -117  | -131  |           |
| 외환관련손익      | 2     | -42   | -23   | -24   | -5    |           |
| 이자손익        | -34   | -49   | -41   | -91   | -106  |           |
| 관계기업관련손익    | -31   | -95   | -8    | 5     | 5     |           |
| 기타          | 12    | -246  | 30    | -8    | -25   |           |
| 법인세비용차감전순손익 | -16   | -432  | -10   | 8     | 51    |           |
| 법인세비용       | -21   | -201  | -46   | 2     | 13    |           |
| 계속사업순손익     | 4     | -231  | 37    | 6     | 38    |           |
| 중단사업순손익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 당기순이익       | 4     | -231  | 37    | 6     | 38    |           |
| 지배지분순이익     | 29    | -212  | 32    | 2     | 16    |           |
| 포괄순이익       | -16   | -69   | 23    | 247   | 55    |           |
| 지배지분포괄이익    | 10    | -85   | 19    | 191   | 42    |           |

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

| 현금흐름표           |        |        |        |        |       | (단위: 십억원) |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|-------|-----------|
| 결산 (12월)        | 2023A  | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F |           |
| 영업활동 현금흐름       | -445   | 671    | -34    | 242    | 431   |           |
| 당기순이익           | 4      | -231   | 37     | 6      | 38    |           |
| 감가상각비           | 129    | 174    | 193    | 209    | 224   |           |
| 외환손익            | -6     | 0      | 0      | 18     | 5     |           |
| 중속,관계기업관련손익     | 31     | 95     | 8      | -5     | -5    |           |
| 자산부채의 증감        | -616   | 473    | -292   | -312   | -186  |           |
| 기타현금흐름          | 14     | 160    | 21     | 327    | 356   |           |
| 투자활동 현금흐름       | -1,031 | -1,810 | -1,727 | -1,111 | -730  |           |
| 투자자산            | 317    | 204    | 71     | -108   | -75   |           |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -1,352 | -2,042 | -1,499 | -786   | -560  |           |
| 유형자산 감소         | 1      | 7      | 3      | 0      | 0     |           |
| 기타현금흐름          | 3      | 20     | -302   | -218   | -95   |           |
| 재무활동 현금흐름       | 1,592  | 1,375  | 1,430  | 770    | 509   |           |
| 단기차입금           | 267    | -285   | -56    | 238    | 8     |           |
| 사채 및 장기차입금      | 1,369  | 812    | 353    | 607    | 600   |           |
| 자본              | 3      | 2      | 1,102  | 0      | 0     |           |
| 현금배당            | -24    | -22    | -1     | 0      | -22   |           |
| 기타현금흐름          | -24    | 868    | 32     | -75    | -77   |           |
| 연결범위변동 등 기타     | -7     | 19     | 6      | -36    | -233  |           |
| 현금의 증감          | 108    | 255    | -324   | -135   | -23   |           |
| 기초 현금           | 281    | 390    | 644    | 320    | 185   |           |
| 기말 현금           | 390    | 644    | 320    | 185    | 162   |           |
| NOPLAT          | 36     | 1      | 33     | 125    | 182   |           |
| FCF             | -1,797 | -1,371 | -1,532 | -544   | -129  |           |

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

| 재무상태표        |       |       |       |        |        | (단위: 십억원) |
|--------------|-------|-------|-------|--------|--------|-----------|
| 결산 (12월)     | 2023A | 2024A | 2025A | 2026F  | 2027F  |           |
| 유동자산         | 2,412 | 2,113 | 2,170 | 2,428  | 2,775  |           |
| 현금및현금성자산     | 390   | 644   | 320   | 185    | 162    |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 770   | 473   | 400   | 476    | 539    |           |
| 채고자산         | 917   | 768   | 841   | 916    | 1,030  |           |
| 비유동자산        | 3,923 | 5,820 | 6,974 | 7,869  | 8,273  |           |
| 유형자산         | 3,359 | 5,160 | 6,253 | 6,995  | 7,332  |           |
| 관계기업등 지분관련자산 | 263   | 185   | 175   | 293    | 360    |           |
| 기타투자자산       | 28    | 14    | 28    | 41     | 49     |           |
| 자산총계         | 6,335 | 7,932 | 9,144 | 10,297 | 11,048 |           |
| 유동부채         | 1,396 | 1,570 | 1,658 | 1,939  | 2,238  |           |
| 매입채무 및 기타채무  | 572   | 920   | 615   | 665    | 752    |           |
| 단기차입금        | 352   | 185   | 127   | 352    | 352    |           |
| 유동성장기부채      | 328   | 441   | 881   | 864    | 1,064  |           |
| 비유동부채        | 2,327 | 3,042 | 2,973 | 3,629  | 4,047  |           |
| 장기차입금        | 426   | 1,231 | 1,860 | 2,042  | 2,242  |           |
| 사채           | 1,792 | 1,707 | 999   | 1,448  | 1,648  |           |
| 부채총계         | 3,723 | 4,612 | 4,632 | 5,568  | 6,286  |           |
| 자배지분         | 2,350 | 2,970 | 4,068 | 4,255  | 4,266  |           |
| 자본금          | 39    | 39    | 44    | 44     | 44     |           |
| 자본잉여금        | 1,457 | 1,459 | 2,556 | 2,556  | 2,556  |           |
| 이익잉여금        | 998   | 761   | 771   | 748    | 742    |           |
| 비지배지분        | 261   | 350   | 445   | 474    | 497    |           |
| 자본총계         | 2,611 | 3,321 | 4,512 | 4,730  | 4,762  |           |
| 순차입금         | 2,489 | 2,899 | 3,188 | 3,887  | 4,354  |           |
| 총차입금         | 3,130 | 3,657 | 3,954 | 4,798  | 5,406  |           |

| Valuation 지표 |        |        |        |         |        | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|--------|--------|--------|---------|--------|---------------|
| 결산 (12월)     | 2023A  | 2024A  | 2025A  | 2026F   | 2027F  |               |
| EPS          | 359    | -2,655 | 386    | 28      | 182    |               |
| BPS          | 29,410 | 37,162 | 45,731 | 47,839  | 47,957 |               |
| EBITDAPS     | 2,170  | 2,312  | 2,669  | 3,842   | 4,637  |               |
| SPS          | 59,531 | 46,274 | 35,119 | 37,635  | 46,320 |               |
| DPS          | 242    | 0      | 250    | 250     | 250    |               |
| PER          | 891.8  | -91.4  | 388.1  | 5,475.5 | 825.8  |               |
| PBR          | 10.9   | 6.5    | 3.3    | 3.2     | 3.1    |               |
| EV/EBITDA    | 163.4  | 122.4  | 72.5   | 52.0    | 44.3   |               |
| PSR          | 5.4    | 5.2    | 4.3    | 4.0     | 3.3    |               |

| 재무비율          |       |       |         |       |       | (단위: 배, %) |
|---------------|-------|-------|---------|-------|-------|------------|
| 결산 (12월)      | 2023A | 2024A | 2025A   | 2026F | 2027F |            |
| 매출액 증가율 (%)   | 44.2  | -22.3 | -20.6   | 13.9  | 23.1  |            |
| 영업이익 증가율 (%)  | -78.4 | -98.0 | 4,451.5 | 279.9 | 46.0  |            |
| 지배순이익 증가율 (%) | -75.7 | 적전    | 흑전      | -92.4 | 563.1 |            |
| 매출총이익률 (%)    | 5.4   | 6.4   | 8.7     | 8.0   | 8.0   |            |
| 영업이익률 (%)     | 0.8   | 0.0   | 1.1     | 3.7   | 4.4   |            |
| 지배순이익률 (%)    | 0.6   | -5.7  | 1.1     | 0.1   | 0.4   |            |
| EBITDA 마진 (%) | 3.6   | 5.0   | 7.6     | 10.2  | 10.0  |            |
| ROIC          | -0.3  | 0.0   | -1.9    | 1.0   | 1.8   |            |
| ROA           | 0.5   | -3.0  | 0.4     | 0.0   | 0.2   |            |
| ROE           | 1.2   | -8.0  | 0.9     | 0.1   | 0.4   |            |
| 부채비율 (%)      | 142.6 | 138.9 | 102.7   | 117.7 | 132.0 |            |
| 순차입금/자기자본 (%) | 105.9 | 97.6  | 78.4    | 91.3  | 102.1 |            |
| 영업이익/금융비용 (배) | 0.7   | 0.0   | 0.5     | 1.1   | 1.4   |            |



황규원



정유/화학

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

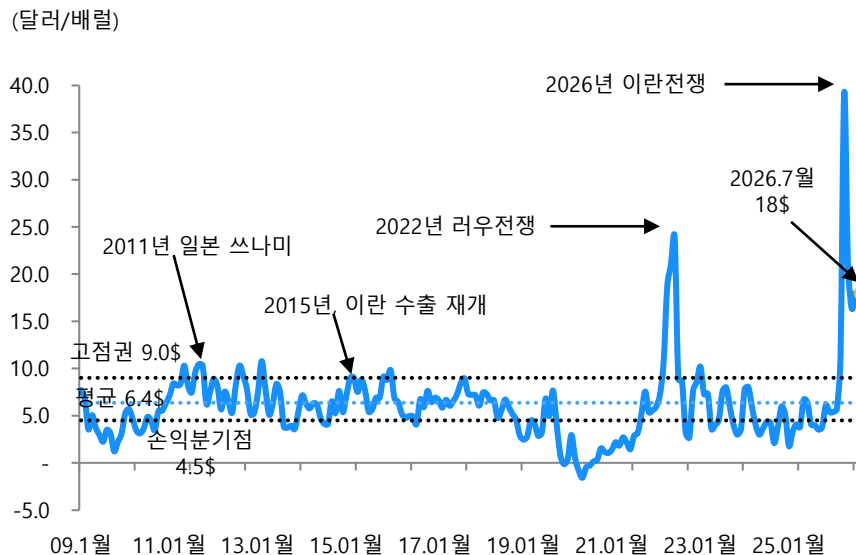
정유/화학

전쟁후 수혜주 찾기

## 짧았던 석화 전쟁 특수, 그러나, 정유는 휴전 이후에 더 기대된다!

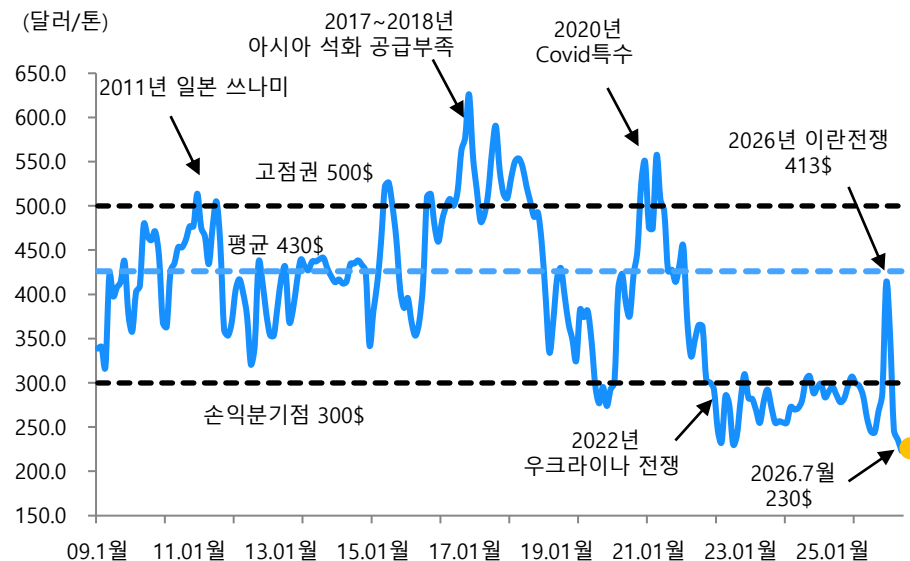
- 2026년 2분기 업황 특징 : 3 ~ 5월 짧은 전쟁 특수. 정유 감익 vs 석화 증익
  - ① 정유업종 : 싱가포르 복합정제 마진은 1분기 8.3\$에서 이란 전쟁으로 2분기 25.5\$(평균 6.4\$, 1배럴 기준)로 급등했음. 월별로는 4월 40\$로 고점을 기록한 후, 6월 휴전 논의가 시작되면서 16\$로 하락함. 2분기 실적은 감익 예상됨. 정제마진 개선에 따른 증익보다 6월 유가급락에 따른 재고손실이 더 크게 작용할 전망이다
  - ② 석화업종 : NCC업체 스프레드는 1분기 323\$에서 2분기 285\$(평균 430\$, 1톤 기준)로 소폭 낮아졌음. 3 ~ 4월 공급차질 우려가 커지면서 Panic Buying에 따른 강세 이후, 5월부터 수요 위축 흐름이 나타났기 때문. 2분기 실적은 증익이 예상됨. 쌀 때 미리 구매한 구매효과(시차효과)가 스프레드 하락보다 크기 때문
- 3분기 주의점 : 6월 말 이란전쟁 휴전 이후 정유업체에 또다른 기회. 이란/UAE 원유 수출 증가로. ① 국제유가는 70 ~ 80\$로 안정되는 동시에 ② Dubai 원유가격이 WTI 보다 낮아지게 됨. 여기에, ③ 사우디의 원유 수출 추가비용인 OSP가 마이너스(-)로 전환되면서, 중동산 원유를 도입하는 한국 정유사는 8년 만에 미국 정유업체 보다 유리해지게 됨. 반면, 석유화학업체의 경우, ④ 2분기에 나프타 부족으로 멈췄던 아시아 NCC 석화설비 가동이 재개되면서, 하반기 내내 공급과잉이 우려됨
- 2026년 하반기 매수해야 할 기업 : S-Oil(OSP 절감효과 + 사힌프로젝트 완공), 코오롱인더(mPPO/투명PI필름 특화제품 + 중국 아웃도어 급성장)

정유회사 복합 정제마진 : 2월 5.7\$ → 이란 전쟁 4월 40\$ → 7월 18\$/배럴 (전쟁전보다 높아)



자료: 유안타증권 리서치센터

한국 NCC업체 스프레드 : 2월 287\$ → 이란 전쟁 4월 413\$ → 7월 230\$/톤 (전쟁전보다 낮아)



자료: 유안타증권 리서치센터

# SK이노베이션 (096770) : 정유 초호황 vs 구조조정 힘겨루기 구간

## 정유/화학



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

|             |              |
|-------------|--------------|
| 투자 의견       | BUY (M)      |
| 목표주가        | 170,000원 (D) |
| 현재주가 (7/13) | 110,200원     |
| 상승여력        | 54%          |

|             |                                |
|-------------|--------------------------------|
| 시가총액        | 186,296억원                      |
| 총발행주식수      | 170,301,214주                   |
| 60일 평균 거래대금 | 784억원                          |
| 60일 평균 거래량  | 645,147주                       |
| 52주 고       | 149,800원                       |
| 52주 저       | 89,500원                        |
| 외인지분율       | 14.45%                         |
| 주요주주        | SK 외 12 인 52.09%               |
| 주가수익률(%)    | 1개월 3.9, 3개월 (9.3), 12개월 (5.1) |
| 절대          | 상대 24.0, 절대(달러환산) 5.1          |
| 상대          | (22.6) (13.0)                  |
| 절대(달러환산)    |                                |

- **2026년 2분기 Pre-View** : 분기 예상 매출액 26.1조원, 영업이익 1.8조원(영업이익률 7.0%), 지배주주 순이익 0.7조원. 영업실적은 전분기 2.1조원 대비 △13% 감소하는 수치임. 여전히 초호황 실적에 해당함. 복합정제 마진 개선(2026년 1분기 8\$ → 2분기 25\$/배럴)와 윤활기유 마진 강세(21\$ → 88\$/배럴) 강세 때문. 배터리는 미국 판매 약세로 적자폭이 소폭 확대될 전망이다. 부문별 영업이익 추정치는 ‘정유 1.4조원(전분기 1.9조원), E&S 발전소 2,114억원(전분기 2,832억원), 배터리 △3,562억원(전분기 △3,492억원), 윤활유 3,944억원(전분기 1,885억원)’ 등
- **2026년 하반기 변수** : 1가지 긍정적인 요인과 2가지 우려가 혼재되어 있음. ① 중동산 원유 조달시 적용되는 추가비용인 OSP(Official Selling Price Differential)가 배럴당 2분기 11\$에서 8월부터 마이너스(-) 1.5\$로 전환되었음. OSP가 △1\$ 정도가 1년간 유지될 경우 추가 영업이익 규모는 2,500억원 수준임. 반면, ② 11월, 도시가스 자회사인 SK시티가스(주)가 글로벌 PE 투자회사인 KKR에 지분이 매각이 예정되어 있음. 연간 EBITDA △3,000 억원이 줄어들게 됨. ③ 배터리 분리막 자회사인 SKIE 테크놀로지(주)에 대한 구조조정이 예상됨. SKIE 테크놀로지(주)의 차입금 1.6조원에 대한 상환을 위해, SK이노베이션(주)에 흡수합병 될 수도 있음
- **2026년 실적 및 Valuation** : 이란 전쟁 종료에도 OSP 마이너스 진입하는 호재를 반영해 연간 실적을 추정해 보면, ‘매출액 96.1조원, 영업이익 6.1조원(영업이익률 6.4%, 전년 4,487억원), 지배주주 순이익 3.1조원’ 등임. 반면, 2026년 적정주가를 17만원(기존 19만원)으로 하향 조정함. ① 마이너스 OSP를 적용해 정유부문 가치를 높였지만, ② 도시가스 매각 및 SKIE 테크놀로지(주) 구조조정에 따른 손익 부담을 동시에 반영한 결과임. 추세적인 주가 상승을 위해서는 배터리 소재 걸림돌을 지나야 할 듯!

## Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A   | 2025A   | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|-------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 매출액         | 74,270  | 80,296  | 96,148 | 88,524 | 76,527 |
| 매출액증가율      | -3.9    | 8.1     | 19.7   | -7.9   | -13.6  |
| 영업이익        | 356     | 449     | 6,173  | 3,899  | 2,177  |
| 영업이익률       | 0.5     | 0.6     | 6.4    | 4.4    | 2.8    |
| 지배주주귀속순이익   | -2,260  | -3,348  | 3,058  | 1,982  | 549    |
| 지배주주 귀속 EPS | -21,510 | -21,223 | 18,073 | 11,710 | 3,233  |
| 증가율         | -909.3  | -1.3    | -185.2 | -35.2  | -72.4  |
| PER         | -5.3    | -5.2    | 6.1    | 9.4    | 34.1   |
| PBR         | 0.7     | 0.9     | 0.7    | 0.7    | 0.7    |
| EV/EBITDA   | 23.2    | 19.4    | 6.1    | 8.0    | 11.0   |
| ROA         | -2.4    | -3.1    | 2.8    | 1.7    | 0.5    |
| ROE         | -9.6    | -14.4   | 12.9   | 7.5    | 2.0    |

자료: 유안타증권 리서치센터



# SK이노베이션(주) 적정주가 19만원 → 17만원으로 하향

## SK이노베이션(주) 적정주가 19만원 → 17만원으로 하향

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | 기준일<br>(2026.7월)             | 주요 내역                                                                                                                                                         |            |                |           |               |          |                        |          |            |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|----------------|-----------|---------------|----------|------------------------|----------|------------|
| (+)<br>영업자산가치 (억원)                                                                                                                                                                                                                                                                                     | 522,112<br><br>(배터리 흑자가치 적용) | 사업 부문                                                                                                                                                         | 지분율        | 영업이익(억원)       | 감가상각비(억원) | 평균 EBITDA(억원) | 적정배율(배)  | (참고)                   | 할인율      | 적정사업가치(억원) |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                              | ▶정유부문                                                                                                                                                         | 100%       | 15,545         | 3,051     | 18,596        | 9.5      | ← 초호황사이클로 전환(기존 호황)    | 20%      | 141,327    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                              | ▶석화부문                                                                                                                                                         | 100%       | 7,409          | 1,300     | 8,709         | 5.5      | ← 업황 회복 지연(기존 평균업황)    | 20%      | 38,319     |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                              | (2026년 NCC 다운사이징 가정. 석화 캐파 16%(△117만톤) 감소)                                                                                                                    |            |                |           |               |          |                        |          |            |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                              | ▶윤활유부문                                                                                                                                                        | 100%       | 6,962          | 818       | 7,780         | 11.5     | ← 호황사이클 반영             | 20%      | 71,578     |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                              | ▶자원개발부                                                                                                                                                        | 100%       | 4,331          |           | 4,331         | 10.0     | 매장량 3.8억배럴 x 배럴당 9.5\$ | 20%      | 34,536     |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                              | ▶배터리+분리막                                                                                                                                                      | 81%/53%    | 1,711          | 8,530     | 10,241        | 25.0     | 비상장 할인율→               | 20%      | 153,755    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                              | (2025년 말~2026년 배터리 다운사이징 반영. 2025년 캐파 192GW → 145GW)                                                                                                          |            |                |           |               |          |                        |          |            |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                              | ▶도시가스/발전/LNG                                                                                                                                                  | 92%        | 7,850          | 3,384     | 11,234        | 10.0     | ← 초호황사이클 반영(기존 호황)     | 20%      | 82,598     |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                              | 사업가치 합산                                                                                                                                                       |            | 배터리 흑자전환 적용시 → |           |               |          |                        |          |            |
| 주1) 사업가치 = 평균적인 EBTIDA 창출 규모 x 업황판단 EV/EBITDA배율(2.5~11.배) x 비상장 할인율 x 실효 지배율<br>주2) 평균적인 영업이익 = 최근 3개년 매출액 x 과거 평균 영업이익률. 사이클에 상관없이 평균적으로 얻을 수 있는 이익 규모를 의미함<br>주3) 배터리/분리막 영업이익 = 최근 3개년간 캐파 x 평균적인 계약 영업이익률 X 적정 가동율<br>주4) 2026년 말 도시가스 사업을 KKR에 매각. EBITDA 2,500억원 감소(=영업이익 1,200억원 + 감가비 1,000억원) |                              |                                                                                                                                                               |            |                |           |               |          |                        |          |            |
| (+)<br>투자자산가치 (억원)                                                                                                                                                                                                                                                                                     | 37,338                       | 투자자산 구성                                                                                                                                                       | 지분율        | 순자산(2025년 12월) | PBR(배)    | 적정가치(억원)      |          |                        | 비 고      |            |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                              | Sinopec SK 우한                                                                                                                                                 | 35%        | 6,566          | 0.5       | 3,283         |          |                        | 중국 NCC업체 |            |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                              | 대한송유관공사                                                                                                                                                       | 41%        | 3,341          | 0.5       | 1,671         |          |                        | 국내 원유수송  |            |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                              | 전략비축유                                                                                                                                                         |            | 677만배럴         | 배럴당 70\$  | 6,872         |          |                        |          |            |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                              | 기타                                                                                                                                                            |            | 51,026         | 0.5       | 25,513        |          |                        |          |            |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                              | 합 계                                                                                                                                                           |            |                |           | 37,338        |          |                        |          |            |
| (-) 순차입금 (억원)                                                                                                                                                                                                                                                                                          |                              |                                                                                                                                                               |            |                |           |               |          |                        |          |            |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | 277,286                      |                                                                                                                                                               |            |                |           |               |          |                        |          |            |
| 현금성자산                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 178,448                      | ※ 2026년 초 현금자산 16.3조원 + 2026년 잉여현금 1.5조원, 참고. SK온㈜ 현금 4.4조원 + SKIE테크놀로지㈜ 0.04조원                                                                               |            |                |           |               |          |                        |          |            |
| (-) 총차입금                                                                                                                                                                                                                                                                                               | 388,559                      | ※ 2026년 초 차입금 38.9조원, 참고, SK온㈜ 21.4조원 + SKIE테크놀로지 1.6조원                                                                                                       |            |                |           |               |          |                        |          |            |
| (-) 탄소부채                                                                                                                                                                                                                                                                                               | 65,302                       | 연간배출량(톤)                                                                                                                                                      | 탄소가격(\$/톤) | 환율             | 연간 사회적부담액 | WACC          | 현재가치 환산액 |                        |          |            |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                              | 16,888,549                                                                                                                                                    | 20         | 1450           | 4,898     | 7.50%         | 65,302   |                        |          |            |
| 주) 총사회비용은 연간비용에 대한 무한등비급수의 합계로 계산함                                                                                                                                                                                                                                                                     |                              |                                                                                                                                                               |            |                |           |               |          |                        |          |            |
| 보통주 주주가치(A, 억원)                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                              | 282,165                                                                                                                                                       |            |                |           |               |          |                        |          |            |
| 발행주식수(B, 주)                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                              | 169,050,334 ※ 2025년 유상증자 반영후 169,051,561주- 자사주 1227주                                                                                                          |            |                |           |               |          |                        |          |            |
| 보통주 1주당 가치(원/주)                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                              | 170,000 ※ 적정주가 하향 배경(기존 19만원 → 17만원) : ① 2026년 말, 도시가스사업부문 매각으로, EBITDA 2,200억원 감소(이엔에스 시티가스를 KKR에 매각)<br>② 탄소가격 상승(10\$→20\$)을 반영해, 탄소부채규모를 3.3조원에서 6.5조원 상향 |            |                |           |               |          |                        |          |            |
| (직전 목표주가)                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                              | 190,000                                                                                                                                                       |            |                |           |               |          |                        |          |            |

자료: 유안타증권 리서치센터

SK이노베이션 (096770) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 (단위: 십억원) |        |        |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 결산 (12월)        | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
| 매출액             | 74,270 | 80,296 | 96,148 | 88,524 | 76,527 |
| 매출원가            | 70,256 | 75,996 | 85,910 | 80,971 | 71,191 |
| 매출총이익           | 4,013  | 4,300  | 10,238 | 7,554  | 5,336  |
| 판매비             | 3,950  | 4,570  | 4,144  | 3,654  | 3,159  |
| 영업이익            | 356    | 449    | 6,173  | 3,899  | 2,177  |
| EBITDA          | 2,518  | 2,965  | 9,168  | 6,972  | 5,268  |
| 영업외손익           | -2,658 | -6,317 | -1,182 | -339   | -296   |
| 외환관련손익          | -374   | 308    | 31     | 166    | 93     |
| 이자손익            | -1,067 | -1,120 | -864   | -631   | -679   |
| 관계기업관련손익        | -430   | -246   | -75    | 14     | 45     |
| 기타              | -786   | -5,260 | -274   | 112    | 244    |
| 법인세비용차감전순손익     | -2,302 | -5,869 | 4,992  | 3,560  | 1,881  |
| 법인세비용           | 0      | -955   | 1,373  | 860    | 451    |
| 계속사업순손익         | -2,302 | -4,914 | 3,618  | 2,700  | 1,431  |
| 중단사업순손익         | -70    | -523   | -1     | 0      | 0      |
| 당기순이익           | -2,372 | -5,436 | 3,617  | 2,700  | 1,431  |
| 지배지분순이익         | -2,260 | -3,348 | 3,058  | 1,982  | 549    |
| 포괄순이익           | 1,016  | -5,938 | 4,624  | 2,700  | 1,431  |
| 지배지분포괄이익        | 12     | -3,800 | 3,805  | 1,982  | 549    |

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

| 현금흐름표 (단위: 십억원) |         |        |        |        |        |
|-----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 결산 (12월)        | 2024A   | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
| 영업활동 현금흐름       | 2,233   | 2,283  | 5,264  | 6,962  | 5,623  |
| 당기순이익           | -2,372  | -5,436 | 3,617  | 2,700  | 1,431  |
| 감가상각비           | 2,125   | 2,865  | 2,831  | 2,853  | 2,893  |
| 외환손익            | 262     | -208   | -58    | -166   | -93    |
| 중속, 관계기업관련손익    | 282     | 246    | 75     | -14    | -45    |
| 자산부채의 증감        | 1,674   | 38     | -2,804 | 510    | 789    |
| 기타현금흐름          | 262     | 4,779  | 1,604  | 1,079  | 649    |
| 투자활동 현금흐름       | -7,295  | -4,285 | -3,503 | -3,395 | -3,437 |
| 투자자산            | -160    | 991    | -96    | 40     | 70     |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -10,028 | -5,367 | -3,500 | -3,600 | -3,600 |
| 유형자산 감소         | 72      | 565    | 4      | 0      | 0      |
| 기타현금흐름          | 2,820   | -474   | 89     | 166    | 93     |
| 재무활동 현금흐름       | 7,327   | 2,346  | -1,789 | -1,490 | -487   |
| 단기차입금           | 4,004   | -4,701 | 1,145  | -130   | -207   |
| 사채 및 장기차입금      | 12,801  | -1,188 | -1,921 | -1,360 | -280   |
| 자본              | 2,628   | 588    | 0      | 0      | 0      |
| 현금배당            | -314    | -681   | 0      | -337   | -337   |
| 기타현금흐름          | -11,792 | 8,328  | -1,013 | 337    | 337    |
| 연결범위변동 등 기타     | 526     | -117   | 2,251  | -2,891 | -3,458 |
| 현금의 증감          | 2,791   | 226    | 2,223  | -814   | -1,759 |
| 기초 현금           | 13,074  | 15,865 | 16,092 | 18,315 | 17,501 |
| 기말 현금           | 15,865  | 16,092 | 18,315 | 17,501 | 15,742 |
| NOPLAT          | 356     | 449    | 6,173  | 3,899  | 2,177  |
| FCF             | -7,795  | -3,084 | 1,764  | 3,362  | 2,023  |

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

| 재무상태표 (단위: 십억원) |         |         |         |         |         |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 결산 (12월)        | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
| 유동자산            | 36,318  | 42,795  | 50,350  | 47,920  | 43,780  |
| 현금및현금성자산        | 15,865  | 16,092  | 18,315  | 17,501  | 15,742  |
| 매출채권 및 기타채권     | 8,567   | 7,879   | 10,251  | 9,852   | 8,906   |
| 재고자산            | 10,336  | 9,559   | 12,102  | 10,885  | 9,449   |
| 비유동자산           | 74,212  | 62,813  | 65,263  | 65,751  | 66,190  |
| 유형자산            | 56,720  | 47,195  | 49,257  | 50,004  | 50,711  |
| 관계기업등 지분관련자산    | 8,818   | 7,415   | 7,689   | 7,689   | 7,689   |
| 기타투자자산          | 1,649   | 1,109   | 1,254   | 1,215   | 1,145   |
| 자산총계            | 110,530 | 105,608 | 115,613 | 113,671 | 109,970 |
| 유동부채            | 37,726  | 41,057  | 47,939  | 43,139  | 45,446  |
| 매입채무 및 기타채무     | 18,689  | 17,107  | 21,201  | 19,322  | 16,664  |
| 단기차입금           | 12,051  | 7,202   | 8,278   | 8,176   | 8,018   |
| 유동성장기부채         | 6,050   | 9,372   | 9,428   | 7,289   | 13,612  |
| 비유동부채           | 33,156  | 28,160  | 26,872  | 27,367  | 20,265  |
| 장기차입금           | 15,398  | 16,959  | 12,183  | 12,162  | 9,428   |
| 사채              | 11,634  | 5,806   | 8,671   | 9,471   | 5,602   |
| 부채총계            | 70,881  | 69,217  | 74,812  | 70,506  | 65,711  |
| 자배지분            | 24,641  | 21,792  | 25,727  | 27,372  | 27,584  |
| 자본금             | 786     | 876     | 876     | 876     | 876     |
| 자본잉여금           | 12,747  | 13,245  | 13,245  | 13,245  | 13,245  |
| 이익잉여금           | 8,231   | 4,304   | 7,381   | 9,026   | 9,238   |
| 비지배지분           | 15,007  | 14,599  | 15,074  | 15,792  | 16,674  |
| 자본총계            | 39,649  | 36,391  | 40,801  | 43,165  | 44,259  |
| 순차입금            | 31,533  | 25,276  | 22,156  | 21,480  | 22,752  |
| 총차입금            | 47,855  | 41,966  | 41,190  | 39,700  | 39,213  |

| Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) |         |         |         |         |         |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 결산 (12월)                   | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
| EPS                        | -21,510 | -21,223 | 18,073  | 11,710  | 3,233   |
| BPS                        | 165,656 | 129,847 | 152,855 | 162,630 | 163,890 |
| EBITDAPS                   | 23,660  | 18,651  | 53,836  | 40,938  | 30,933  |
| SPS                        | 697,896 | 505,017 | 564,577 | 519,811 | 449,362 |
| DPS                        | 2,000   | 0       | 2,000   | 2,000   | 2,000   |
| PER                        | -5.3    | -5.2    | 6.1     | 9.4     | 34.1    |
| PBR                        | 0.7     | 0.9     | 0.7     | 0.7     | 0.7     |
| EV/EBITDA                  | 23.2    | 19.4    | 6.1     | 8.0     | 11.0    |
| PSR                        | 0.2     | 0.2     | 0.2     | 0.2     | 0.2     |

| 재무비율 (단위: 배, %, ) |       |       |         |       |       |
|-------------------|-------|-------|---------|-------|-------|
| 결산 (12월)          | 2024A | 2025A | 2026F   | 2027F | 2028F |
| 매출액 증가율 (%)       | -3.9  | 8.1   | 19.7    | -7.9  | -13.6 |
| 영업이익 증가율 (%)      | -81.3 | 26.1  | 1,275.9 | -36.8 | -44.2 |
| 지배순이익 증가율 (%)     | 적전    | 적지    | 흑전      | -35.2 | -72.3 |
| 매출총이익률 (%)        | 5.4   | 5.4   | 10.6    | 8.5   | 7.0   |
| 영업이익률 (%)         | 0.5   | 0.6   | 6.4     | 4.4   | 2.8   |
| 지배순이익률 (%)        | -3.0  | -4.2  | 3.2     | 2.2   | 0.7   |
| EBITDA 마진 (%)     | 3.4   | 3.7   | 9.5     | 7.9   | 6.9   |
| ROIC              | 0.7   | 0.7   | 8.5     | 5.4   | 2.9   |
| ROA               | -2.4  | -3.1  | 2.8     | 1.7   | 0.5   |
| ROE               | -9.6  | -14.4 | 12.9    | 7.5   | 2.0   |
| 부채비율 (%)          | 178.8 | 190.2 | 183.4   | 163.3 | 148.5 |
| 순차입금/자기자본 (%)     | 128.0 | 116.0 | 86.1    | 78.5  | 82.5  |
| 영업이익/금융비용 (배)     | 0.2   | 0.3   | 5.1     | 3.9   | 2.1   |

# S-Oil (010950) : OSP 마이너스(-) 수혜 진입!

## 정유/화학



황규원 정유/화학  
kyuwon.hwang@yuantaikorea.com

서석준 Research Assistant  
seokjun.seo@yuantaikorea.com

|             |              |
|-------------|--------------|
| 투자 의견       | BUY (M)      |
| 목표주가        | 175,000원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 139,500원     |
| 상승여력        | 25%          |

|             |                                            |       |       |
|-------------|--------------------------------------------|-------|-------|
| 시가총액        | 157,053억원                                  |       |       |
| 총발행주식수      | 116,604,719주                               |       |       |
| 60일 평균 거래대금 | 542억원                                      |       |       |
| 60일 평균 거래량  | 467,685주                                   |       |       |
| 52주 고       | 141,300원                                   |       |       |
| 52주 저       | 57,800원                                    |       |       |
| 외인지분율       | 79.89%                                     |       |       |
| 주요주주        | Aramco Overseas Company<br>BV 외 5 인 63.43% |       |       |
| 주가수익률(%)    | 1개월                                        | 3개월   | 12개월  |
| 절대          | 25.2                                       | 14.3  | 119.7 |
| 상대          | 49.4                                       | (2.4) | 2.5   |
| 절대(달러환산)    | 26.6                                       | 13.3  | 101.0 |

• **2026년 2분기 Pre-View** : 분기 예상 매출액 12.4조원, 영업이익 0.9조원(영업이익률 7.5%), 지배주주 순이익 0.6조원. 영업실적은 전분기 1.2조원 대비 △24% 감소하는 수치임. 감익이지만 초호황 실적에 해당함. 이란 전쟁으로, 복합정제 마진 개선(2026년 1분기 8\$ → 2분기 25\$/배럴)에 따른 정유부문 강세와 중동 전쟁으로 공급차질이 발생된 윤활기유 호황 덕택임. 다만, 6월 국제유가 급락으로, 재고손실이 약 △4,000억원 발생되면서 실적 규모를 줄일 것으로 전망됨. 부문별 영업이익 추정치는 '정유 0.6조원(전분기 1.0조원), 윤활기유 3,601억원(전분기 1,666억원), 화학 111억원(전분기 255억원)' 등

• **2026년 하반기 변수** : 2가지 긍정적인 요인 대기하고 있음. ① 중동산 원유 조달시 적용되는 추가비용인 OSP(Official Selling Price Differential)가 배럴당 2분기 11\$에서 8월부터 △1.5\$로 전환되었음. OSP가 △1\$로 유지될 경우, 정제마진 이외에 영업이익 증가 규모는 5,500억원 수준임. ② 원유에서 석화제품을 생산하는 대형 Crude Oil To Chemical(사한프로젝트)가 완공되어 양산 기대감이 높아짐. 아시아 경쟁 NCC업체(나프타로 에틸렌을 생산하는 일반 설비) 대비 1톤당 70 ~ 80\$/톤 원가를 절감하도록 설계되어 있다는 점에 주목해야 함

• **2026년 실적 및 Valuation** : 국내 정유사 가운데 중동산 원유 조달 비중(95%)이 가장 높아 OSP 마이너스 구간에서 가장 유리함. OSP 변화를 적용해 연간 실적을 추정해 보면, '매출액 42.5조원, 영업이익 4.3조원(영업이익률 10.0%, 전년 2,356억원), 지배주주 순이익 2.9조원' 등임. 2026년 적정주가를 17.5만원으로 유지함. ① 마이너스 OSP를 적용해 정유부문 가치를 높였지만, ② 연말 탄소 배출권 가격 상승(20\$/톤)으로 우발부채 부담이 커지며, 기업가치에 상충(trade off)되는 결과를 보임. 하반기 호재만 있어, Buy& Hold 유효!

### Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A  | 2025A  | 2026F   | 2027F  | 2028F  |
|-------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 매출액         | 36,637 | 34,247 | 42,488  | 40,498 | 34,443 |
| 매출액증가율      | 2.5    | -6.5   | 24.1    | -4.7   | -15.0  |
| 영업이익        | 422    | 236    | 4,259   | 3,153  | 2,285  |
| 영업이익률       | 1.2    | 0.7    | 10.0    | 7.8    | 6.6    |
| 지배주주귀속순이익   | -193   | 177    | 2,907   | 2,399  | 1,683  |
| 지배주주 귀속 EPS | -1,720 | 1,560  | 25,649  | 21,033 | 14,675 |
| 증가율         | -120.6 | -190.7 | 1,544.2 | -18.0  | -30.2  |
| PER         | -38.6  | 40.6   | 5.4     | 6.6    | 9.5    |
| PBR         | 0.9    | 0.8    | 1.4     | 1.2    | 1.1    |
| EV/EBITDA   | 11.6   | 12.8   | 3.8     | 3.9    | 4.7    |
| ROA         | -0.8   | 0.7    | 9.7     | 7.3    | 5.3    |
| ROE         | -2.2   | 2.0    | 28.2    | 19.0   | 12.1   |

자료: 유안타증권 리서치센터



# S-Oil(주) 적정주가 17.5만원 유지

## S-Oil(주) 적정주가 17.5만원 유지

| 구 분                                                                   | 기준일<br>(2026.7월) | 주요 내역                                                                    |            |           |               |          |                   |       |            |
|-----------------------------------------------------------------------|------------------|--------------------------------------------------------------------------|------------|-----------|---------------|----------|-------------------|-------|------------|
| (+) 영업자산가치(억원)                                                        | 301,259          | 사업 부문                                                                    | 영업이익(억원)   | 감가상각비(억원) | 평균 EBITDA(억원) | 적정배율(배)  | 업황판단              | 실효지배율 | 적정사업가치(억원) |
|                                                                       |                  | ▶정유부문                                                                    | 11,501     | 3,868     | 15,369        | 9.5 ←    | 초호황반영(기준 6.5배)    | 100%  | 146,009    |
|                                                                       |                  | ▶화학부문                                                                    | 5,225      | 1,743     | 6,968         | 6.5 ←    | 아로마틱 평균 회복 가정     | 100%  | 45,292     |
|                                                                       |                  | ▶윤활유부문                                                                   | 5,458      | 103       | 5,561         | 11.5 ←   | 호황 업황 가정          | 100%  | 63,952     |
|                                                                       |                  | ▶사신프로젝트                                                                  | 3,911      | 3,167     | 7,078         | 6.5 ←    | 가동 시작과 함께 평균업황 가정 | 100%  | 46,006     |
|                                                                       |                  | 합 계                                                                      | 26,096     | 8,881     | 34,976        | 8.6      |                   |       | 301,259    |
|                                                                       |                  | ※사업부문 적정가치 = 평균 EBITDA x 업황판단 EV/EBITDA배율 X 실효 지배율                       |            |           |               |          |                   |       |            |
|                                                                       |                  | ※평균 EBITDA = 예상 매출액 X 과거 10개년 평균 EBITDA 이익률로 계산해서, 사이클을 배제한 평균적인 이익을 산출함 |            |           |               |          |                   |       |            |
|                                                                       |                  | ※정유부문은 EV/EBITDA 배율은 초호황인 9.5배 적용 (바닥 3.5배, 평균 6.5배, 호황 8.5배)            |            |           |               |          |                   |       |            |
|                                                                       |                  | ※석화부문은 EV/EBITDA 배율은 부진업황에서 벗어나는 6.5배 적용 (바닥 3.5배, 평균 6.5배, 호황 8.5배)     |            |           |               |          |                   |       |            |
| ※윤활유부문은 EV/EBITDA 배율은 호황업황인 11.5배 적용 (바닥 9.0배, 평균 10.3배, 호황 11.5배)    |                  |                                                                          |            |           |               |          |                   |       |            |
| ※사신프로젝트(에틸렌 180만톤)는 2026년 6월 완공. EV/EBITDA 배율은 평균업황 회복을 적용한 6.5배를 적용함 |                  |                                                                          |            |           |               |          |                   |       |            |
| (+) 투자자산가치(억원)                                                        | 8,147            | 투자자산 구성                                                                  | 지분율        | 순자산       | PBR(배)        | 적정가치(억원) | 비 고               |       |            |
|                                                                       |                  | S-Oil도탈                                                                  | 50%+1주     | 320       | 1.0           | 320      | 윤활유제품             |       |            |
|                                                                       |                  | 대한송유관공사                                                                  | 8.87%      | 634       | 0.5           | 317      | 국내 원유 소송          |       |            |
|                                                                       |                  | 잉여부동산                                                                    | 서산시 89만㎡   | 1,539     | 1.0           | 1,539    |                   |       |            |
|                                                                       |                  | 전략비축유                                                                    |            | 569만배럴    | 배럴당 70\$      | 5,775    |                   |       |            |
|                                                                       |                  | 기타                                                                       |            | 390.5     | 0.5           | 195      |                   |       |            |
|                                                                       |                  | 합 계                                                                      |            | 8,659     | 0.94          | 8,147    |                   |       |            |
|                                                                       |                  |                                                                          |            |           |               |          |                   |       |            |
| (-) 순차입금(억원)                                                          | 112,076          |                                                                          |            |           |               |          |                   |       |            |
| 총차입금                                                                  | 73,000           | ▶ 2026년 초 차입금 7.8조원 + 2026년 차입금 감소액 0.5조원                                |            |           |               |          |                   |       |            |
| (-) 현금성자산                                                             | 17,000           |                                                                          |            |           |               |          |                   |       |            |
| (+) 탄소배출 잠재비용                                                         | 56,076           | 연간배출량(톤)                                                                 | 탄소가격(달러/톤) | 환율(원/달러)  | 연간비용(억원)      | WACC     | 사회적가치(억원)         |       |            |
|                                                                       |                  | 14,541,000                                                               | 20         | 1,450     | 4,217         | 7.52%    | 56,076            |       |            |
|                                                                       |                  | 주) 총사회비용은 연간비용에 대한 무한등비급수의 합계로 계산함                                       |            |           |               |          |                   |       |            |
| 보통주 주주가치(A, 억원)                                                       | 197,330          |                                                                          |            |           |               |          |                   |       |            |
| 발행주식수(B, 주)                                                           | 112,582,792      |                                                                          |            |           |               |          |                   |       |            |
| 보통주 1주당 가치(A/B, 원/주)                                                  | 175,000          |                                                                          |            |           |               |          |                   |       |            |
| (직전 적정주가, 원/주)                                                        | 175,000          |                                                                          |            |           |               |          |                   |       |            |

자료: 유안타증권 리서치센터

S-Oil (010950) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 (단위: 십억원) |        |        |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 결산 (12월)        | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
| 매출액             | 36,637 | 34,247 | 42,488 | 40,498 | 34,443 |
| 매출원가            | 35,411 | 33,204 | 37,525 | 35,941 | 30,963 |
| 매출총이익           | 1,226  | 1,043  | 4,963  | 4,557  | 3,480  |
| 판매비             | 804    | 808    | 703    | 1,404  | 1,195  |
| 영업이익            | 422    | 236    | 4,259  | 3,153  | 2,285  |
| EBITDA          | 1,174  | 1,043  | 5,115  | 4,348  | 3,487  |
| 영업외손익           | -755   | -62    | -385   | 11     | -67    |
| 외환관련손익          | -593   | 92     | 97     | 300    | 168    |
| 이자손익            | -229   | -236   | -246   | -292   | -250   |
| 관계기업관련손익        | 6      | 4      | 5      | 4      | 15     |
| 기타              | 62     | 78     | -241   | 0      | 0      |
| 법인세비용차감전순손익     | -333   | 173    | 3,875  | 3,164  | 2,218  |
| 법인세비용           | -139   | -4     | 968    | 765    | 535    |
| 계속사업순손익         | -193   | 177    | 2,907  | 2,399  | 1,683  |
| 중단사업순손익         | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 당기순이익           | -193   | 177    | 2,907  | 2,399  | 1,683  |
| 지배지분순이익         | -193   | 177    | 2,907  | 2,399  | 1,683  |
| 포괄순이익           | -153   | 192    | 2,905  | 2,399  | 1,683  |
| 지배지분포괄이익        | -153   | 192    | 2,905  | 2,399  | 1,683  |

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

| 현금흐름표 (단위: 십억원) |        |        |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 결산 (12월)        | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
| 영업활동 현금흐름       | 1,468  | 3,942  | 3,360  | 3,027  | 2,233  |
| 당기순이익           | -193   | 177    | 2,907  | 2,399  | 1,683  |
| 감가상각비           | 741    | 791    | 840    | 1,182  | 1,189  |
| 외환손익            | 397    | 121    | 247    | -300   | -168   |
| 충속,관계기업관련손익     | -6     | -4     | -5     | -4     | -15    |
| 자산부채의 증감        | 829    | 3,091  | -420   | 29     | -218   |
| 기타현금흐름          | -300   | -235   | -209   | -279   | -238   |
| 투자활동 현금흐름       | -3,027 | -3,783 | -1,781 | -527   | -654   |
| 투자자산            | 3      | 1      | -10    | 3      | 8      |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -3,042 | -3,906 | -2,025 | -830   | -830   |
| 유형자산 감소         | 3      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타현금흐름          | 8      | 122    | 254    | 300    | 168    |
| 재무활동 현금흐름       | 1,539  | -270   | 774    | -1,236 | -1,419 |
| 단기차입금           | 1,204  | -1,107 | -166   | -357   | -282   |
| 사채 및 장기차입금      | 963    | 1,039  | 764    | -879   | -1,138 |
| 자본              | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 현금배당            | -189   | 0      | 0      | -638   | -988   |
| 기타현금흐름          | -439   | -202   | 177    | 638    | 988    |
| 연결범위변동 등 기타     | 3      | -1     | 963    | -444   | -947   |
| 현금의 증감          | -17    | -111   | 3,316  | 820    | -788   |
| 기초 현금           | 1,963  | 1,946  | 1,835  | 5,151  | 5,971  |
| 기말 현금           | 1,946  | 1,835  | 5,151  | 5,971  | 5,183  |
| NOPLAT          | 422    | 241    | 4,259  | 3,153  | 2,285  |
| FCF             | -1,574 | 36     | 1,335  | 2,197  | 1,403  |

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            | 10,048 | 8,616  | 14,049 | 14,214 | 12,419 |
| 현금및현금성자산        | 1,946  | 1,835  | 5,151  | 5,971  | 5,183  |
| 매출채권 및 기타채권     | 3,479  | 2,554  | 3,092  | 2,782  | 2,445  |
| 재고자산            | 4,493  | 4,164  | 5,282  | 4,938  | 4,266  |
| 비유동자산           | 14,403 | 17,941 | 19,067 | 18,699 | 18,320 |
| 유형자산            | 13,582 | 16,990 | 18,221 | 17,870 | 17,510 |
| 관계기업등 지분관련자산    | 43     | 41     | 38     | 38     | 38     |
| 기타투자자산          | 160    | 147    | 57     | 54     | 46     |
| 자산총계            | 24,451 | 26,557 | 33,116 | 32,913 | 30,738 |
| 유동부채            | 11,657 | 12,211 | 15,380 | 15,073 | 13,049 |
| 매입채무 및 기타채무     | 7,410  | 9,385  | 11,203 | 10,483 | 9,051  |
| 단기차입금           | 3,355  | 2,173  | 1,978  | 1,629  | 1,369  |
| 유동성장기부채         | 660    | 331    | 868    | 1,637  | 1,326  |
| 비유동부채           | 4,099  | 5,459  | 5,982  | 4,326  | 3,480  |
| 장기차입금           | 1,316  | 1,478  | 1,775  | 1,425  | 1,467  |
| 사채              | 2,475  | 3,554  | 3,754  | 2,456  | 1,587  |
| 부채총계            | 15,756 | 17,670 | 21,362 | 19,399 | 16,529 |
| 자배지분            | 8,696  | 8,887  | 11,754 | 13,514 | 14,210 |
| 자본금             | 292    | 292    | 292    | 292    | 292    |
| 자본잉여금           | 1,332  | 1,332  | 1,332  | 1,332  | 1,332  |
| 이익잉여금           | 7,030  | 7,222  | 10,090 | 11,850 | 12,545 |
| 비지배지분           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 자본총계            | 8,696  | 8,887  | 11,754 | 13,514 | 14,210 |
| 순차입금            | 6,001  | 6,065  | 3,205  | 1,149  | 518    |
| 총차입금            | 8,005  | 7,938  | 8,535  | 7,299  | 5,879  |

| Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) |         |         |         |         |         |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 결산 (12월)                   | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
| EPS                        | -1,720  | 1,560   | 25,649  | 21,033  | 14,675  |
| BPS                        | 74,692  | 76,339  | 100,962 | 116,083 | 122,054 |
| EBITDAPS                   | 10,069  | 8,942   | 43,864  | 37,285  | 29,903  |
| SPS                        | 314,199 | 293,701 | 364,377 | 347,308 | 295,381 |
| DPS                        | 125     | 330     | 5,000   | 8,500   | 6,500   |
| PER                        | -38.6   | 40.6    | 5.4     | 6.6     | 9.5     |
| PBR                        | 0.9     | 0.8     | 1.4     | 1.2     | 1.1     |
| EV/EBITDA                  | 11.6    | 12.8    | 3.8     | 3.9     | 4.7     |
| PSR                        | 0.2     | 0.2     | 0.4     | 0.4     | 0.5     |

| 재무비율 (단위: 배, %,) |       |       |         |       |       |
|------------------|-------|-------|---------|-------|-------|
| 결산 (12월)         | 2024A | 2025A | 2026F   | 2027F | 2028F |
| 매출액 증가율 (%)      | 2.5   | -6.5  | 24.1    | -4.7  | -15.0 |
| 영업이익 증가율 (%)     | -68.8 | -44.2 | 1,707.7 | -26.0 | -27.5 |
| 지배순이익 증가율 (%)    | 적전    | 흑전    | 1,542.8 | -17.5 | -29.8 |
| 매출총이익률 (%)       | 3.3   | 3.0   | 11.7    | 11.3  | 10.1  |
| 영업이익률 (%)        | 1.2   | 0.7   | 10.0    | 7.8   | 6.6   |
| 지배순이익률 (%)       | -0.5  | 0.5   | 6.8     | 5.9   | 4.9   |
| EBITDA 마진 (%)    | 3.2   | 3.0   | 12.0    | 10.7  | 10.1  |
| ROIC             | 1.8   | 1.7   | 22.2    | 16.4  | 11.9  |
| ROA              | -0.8  | 0.7   | 9.7     | 7.3   | 5.3   |
| ROE              | -2.2  | 2.0   | 28.2    | 19.0  | 12.1  |
| 부채비율 (%)         | 181.2 | 198.8 | 181.7   | 143.5 | 116.3 |
| 순차입금/자기자본 (%)    | 69.0  | 68.2  | 27.3    | 8.5   | 3.6   |
| 영업이익/금융비용 (배)    | 1.5   | 0.9   | 17.3    | 10.8  | 9.1   |

# LG화학 (051910) : 양극재 모멘텀은 4분기에...

## 정유/화학



황규원 정유/화학  
kyuwon.hwang@yuantaikorea.com

서석준 Research Assistant  
seokjun.seo@yuantaikorea.com

|             |              |
|-------------|--------------|
| 투자 의견       | BUY (M)      |
| 목표주가        | 430,000원 (D) |
| 현재주가 (7/13) | 260,500원     |
| 상승여력        | 65%          |

|             |                 |        |        |
|-------------|-----------------|--------|--------|
| 시가총액        | 183,893억원       |        |        |
| 총발행주식수      | 78,281,143주     |        |        |
| 60일 평균 거래대금 | 1,244억원         |        |        |
| 60일 평균 거래량  | 353,494주        |        |        |
| 52주 고       | 429,500원        |        |        |
| 52주 저       | 251,500원        |        |        |
| 외인지분율       | 37.41%          |        |        |
| 주요주주        | LG 외 2 인 34.98% |        |        |
| 주가수익률(%)    | 1개월             | 3개월    | 12개월   |
| 절대          | (24.5)          | (23.4) | (4.2)  |
| 상대          | (9.9)           | (34.6) | (55.3) |
| 절대(달러환산)    | (23.7)          | (24.1) | (12.4) |

• **2026년 2분기 Pre-View** : 분기 예상 매출액 12.2조원, 영업이익 3,491억원(영업이익률 2.9%), 지배주주 순손실 △274억원. 영업실적은 전분기 △497억원 대비 흑자 전환하는 수치임. 증익이지만 불황에 해당함. 석유화학에 긍정적인 시차효과(낮은 나프타 원료를 투입하면서 발생하는 이익) 속에 보조금/보상금 영향으로 배터리 부문이 흑자 전환함. 양극재 부문은 전분기 대비 40% 이상 판매 물량이 증가하지만, 낮은 가동률로 인해 흑자 전환은 뒤로 미루어야 할 듯. 부문별 영업이익 추정치는 '기초소재 2,106억원(전분기 1,650억원), 배터리 1,133억원(AMPC 2,410억원 포함, 전분기 △2,078원), 첨단소재 379억원(전분기 △430억원)' 등

• **2026년 하반기 변수** : 1가지 악재와 2가지 호재가 혼재되어 있음. ① 7 ~ 8월, 기초소재 부문은 역래깅에 노출되어 적자전환이 우려됨. 나프타 가격이 2분기 910\$에서 3분기 700\$ 전후로 급락하면서, 고가 원료 투입에 따른 부정적인 실적 효과(역 lagging)를 피할 수 없음. 반면, ② 3분기 말부터 양극재 가동률이 50% 이상으로 높아지며, 흑자 전환을 기대해 볼 수 있음. 테슬라(주) 및 애플(주) 향 배터리용 양극재 양산이 본격화되기 때문 ③ 무수익 자산인 LG에너지솔루션(주) 지분 2% 남짓을 매각해 약 2조원 현금을 마련할 계획임. 매각 자금의 10%를 배당 재원에 사용하고, 나머지는 전자재료 M&A에 사용할 것으로 보임

• **2026년 실적 및 Valuation** : 양극재와 기초소재 혼재상황을 동시에 반영한 연간 추정 실적은 '매출액 47.9조원, 영업이익 7,450억원(영업이익률 1.6%, 전년 1.2조원), 지배주주 순손실 △3,373억원' 등임. 2026년 적정주가를 43만원(기준 47만원)으로 하향조정 함. ① 실적 부진으로 배터리에서 외부 자금 의존도 증가와 ② 연말 탄소 배출권 가격 상승(20\$/톤)으로 우발부채 상상을 반영함. 더 기다려야...

### Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A  | 2025A   | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|-------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 매출액         | 48,700 | 45,932  | 47,933 | 59,851 | 60,288 |
| 매출액증가율      | -11.9  | -5.7    | 4.4    | 24.9   | 0.7    |
| 영업이익        | 875    | 1,181   | 745    | 1,911  | 2,003  |
| 영업이익률       | 1.8    | 2.6     | 1.6    | 3.2    | 3.3    |
| 지배주주귀속순이익   | -691   | -1,819  | -337   | 706    | 657    |
| 지배주주 귀속 EPS | -9,901 | -25,997 | -5,056 | 9,726  | 9,036  |
| 증가율         | -153.3 | 162.6   | -80.6  | -292.4 | -7.1   |
| PER         | -36.7  | -10.6   | -51.5  | 26.8   | 28.8   |
| PBR         | 0.9    | 0.7     | 0.6    | 0.6    | 0.6    |
| EV/EBITDA   | 15.4   | 12.6    | 9.2    | 8.2    | 8.1    |
| ROA         | -0.8   | -1.9    | -0.3   | 0.7    | 0.6    |
| ROE         | -2.1   | -5.5    | -1.0   | 2.0    | 1.8    |

자료: 유안타증권 리서치센터

# 2026년 예상 영업이익 0.7조원(전년 1.2조원)

## LG화학 (051910) 추정 실적

|                               | 2025    |         |         |             | 2026    |         |         |            | 연간실적    |         |         |               |         |         |         |         |         |         |          |          |
|-------------------------------|---------|---------|---------|-------------|---------|---------|---------|------------|---------|---------|---------|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
|                               | 1Q25    | 2Q25    | 3Q25    | 4Q25        | 1Q26    | 2Q26E   | 3Q26E   | 4Q26E      | 2016    | 2017    | 2018    | 2019          | 2020    | 2021    | 2022    | 2023    | 2024    | 2025    | 2026E    | 2027E    |
| 생산capa                        |         |         |         |             |         |         |         |            |         |         |         |               |         |         |         |         |         |         |          |          |
| 에틸렌 (만톤)                      | 83.8    | 83.8    | 83.8    | 83.8        | 83.8    | 83.8    | 83.8    | 83.8       | 226.0   | 226.0   | 226.0   | 243.3         | 249.0   | 313.5   | 335.0   | 335.0   | 335.0   | 335.0   | 335.0    | 335.0    |
| PVC (만톤)                      | 28.0    | 28.0    | 28.0    | 28.0        | 28.0    | 28.0    | 28.0    | 28.0       | 122.0   | 122.0   | 122.0   | 122.0         | 122.0   | 122.0   | 122.0   | 128.0   | 116.0   | 112.0   | 112.0    | 112.0    |
| ABS (만톤)                      | 58.6    | 58.6    | 58.6    | 58.6        | 58.6    | 58.6    | 58.6    | 58.6       | 135.2   | 173.0   | 185.0   | 229.0         | 229.0   | 229.0   | 229.0   | 229.0   | 231.8   | 234.5   | 234.5    | 234.5    |
| 가성소다 (만톤)                     | 25.5    | 25.5    | 25.5    | 25.5        | 25.5    | 25.5    | 25.5    | 25.5       | 78.5    | 83.0    | 84.5    | 84.5          | 102.0   | 102.0   | 102.0   | 102.0   | 102.0   | 102.0   | 102.0    | 102.0    |
| 중대형 2차전지 (Gwh)                | 130.4   | 130.4   | 134.6   | 134.6       | 144.6   | 144.6   | 153.4   | 153.4      | 9.5     | 11.5    | 22.0    | 42.0          | 107.0   | 148.3   | 177.0   | 303.5   | 373.0   | 530.0   | 596.0    | 663.5    |
| 양극재 (만톤)                      | 3.5     | 3.8     | 3.8     | 3.8         | 3.8     | 3.8     | 3.8     | 4.0        | 1.0     | 1.0     | 2.0     | 3.0           | 4.0     | 8.0     | 8.8     | 12.0    | 14.0    | 14.8    | 15.3     | 16.0     |
| 올란드 17GW(LFP)                 |         |         |         | 배터리 혼다 40GW |         |         |         | 에리츠나 35GW  |         |         |         | 2027년 랜싱 50GW |         |         |         |         |         |         |          |          |
| 양극재 구미 1만톤                    |         |         |         |             |         |         |         | 양극재 미국 1만톤 |         |         |         | 2027년 미국 1만톤  |         |         |         |         |         |         |          |          |
| 주요 제품가격                       |         |         |         |             |         |         |         |            |         |         |         |               |         |         |         |         |         |         |          |          |
| 에틸렌(기초유분) \$/톤                | 853     | 768     | 799     | 721         | 858     | 1,156   | 913     | 1,010      | 1,040   | 1,153   | 1,215   | 848           | 732     | 1,013   | 1,009   | 838     | 853     | 785     | 984      | 1,030    |
| PVC(건축자재) \$/톤                | 719     | 708     | 714     | 678         | 754     | 915     | 763     | 810        | 818     | 904     | 922     | 861           | 879     | 1,369   | 1,081   | 828     | 787     | 705     | 810      | 860      |
| ABS(IT/자동차 외장재) \$/톤          | 1,454   | 1,386   | 1,334   | 1,250       | 1,410   | 1,826   | 1,513   | 1,610      | 1,376   | 1,858   | 1,873   | 1,438         | 1,522   | 2,254   | 1,689   | 1,340   | 1,447   | 1,356   | 1,590    | 1,610    |
| 가성소다(표백제) \$/톤                | 465     | 416     | 396     | 380         | 367     | 381     | 340     | 370        | 310     | 495     | 481     | 314           | 239     | 390     | 617     | 385     | 395     | 414     | 365      | 370      |
| 나프타(원재료) \$/톤                 | 663     | 578     | 591     | 563         | 737     | 910     | 713     | 760        | 312     | 497     | 614     | 527           | 385     | 651     | 789     | 654     | 683     | 599     | 780      | 760      |
| Dubai 원유가격(참고) \$/배럴          | 76      | 67      | 70      | 64          | 87      | 98      | 75      | 80         | 40      | 53      | 69      | 63            | 42      | 69      | 97      | 82      | 80      | 69      | 85       | 80       |
| 양극재 \$/톤                      | 23,201  | 23,137  | 22,460  | 22,167      | 22,870  | 25,515  | 26,326  | 26,904     |         | 33,270  | 57,079  | 29,230        | 22,570  | 24,250  | 42,823  | 44,560  | 27,063  | 22,741  | 25,404   | 27,372   |
| 배터리(파우치) \$/톤                 | 33,202  | 33,437  | 35,156  | 32,654      | 33,780  | 34,992  | 36,884  | 37,942     |         | 45,161  | 47,354  | 45,482        | 43,370  | 32,513  | 37,185  | 40,926  | 42,241  | 33,612  | 35,899   | 35,975   |
| 석화부문 스프레드(시차 반영) \$/톤         | 484     | 488     | 482     | 415         | 533     | 441     | 374     | 416        | 695     | 855     | 771     | 585           | 707     | 1,071   | 603     | 438     | 467     | 462     | 441      | 736      |
| 석화부문 스프레드(스팟) \$/톤            | 481     | 518     | 474     | 435         | 376     | 528     | 469     | 492        | 705     | 866     | 781     | 595           | 718     | 1,040   | 602     | 443     | 476     | 558     | 466      | 730      |
| 나프타 원료조달 시차 \$/톤              | -3      | 30      | -8      | 20          | -157    | 87      | 95      | 76         | 87      | 5       | 11      | -9            | 11      | -31     | 16      | 5       | 9       | 18      | 25       | -6       |
| 양극재 스프레드 \$/톤                 | 15,966  | 15,583  | 14,731  | 14,414      | 14,712  | 16,534  | 16,935  | 17,345     |         | 12,126  | 32,280  | 20,146        | 15,226  | 15,287  | 27,319  | 32,937  | 19,334  | 16,546  | 16,293   | 15,962   |
| 배터리 스프레드 \$/톤                 | 19,088  | 17,898  | 18,116  | 14,595      | 16,254  | 16,206  | 17,272  | 17,992     |         | 17,121  | 8,679   | 20,157        | 22,417  | 15,945  | 14,018  | 14,901  | 21,925  | 18,388  | 18,331   | 18,040   |
| 매출액 억원                        | 121,710 | 113,678 | 111,962 | 111,971     | 122,468 | 121,941 | 114,691 | 120,228    | 206,593 | 256,980 | 281,830 | 286,250       | 300,765 | 425,993 | 509,833 | 552,498 | 486,998 | 459,322 | 479,328  | 598,515  |
| 기초소재 억원                       | 47,810  | 46,960  | 44,610  | 39,470      | 44,720  | 43,219  | 39,370  | 40,810     | 144,471 | 169,191 | 178,582 | 155,480       | 142,659 | 207,590 | 217,240 | 178,090 | 191,190 | 178,850 | 168,119  | 228,338  |
| 비석화사업 억원                      | 82,870  | 72,044  | 69,969  | 74,075      | 79,770  | 91,400  | 87,490  | 92,176     | 62,122  | 87,789  | 109,675 | 144,739       | 174,953 | 240,860 | 353,526 | 435,245 | 341,276 | 298,958 | 350,836  | 391,924  |
| 2차전지(지분율 80%) 억원              | 62,650  | 55,654  | 56,999  | 61,415      | 65,550  | 75,602  | 72,521  | 75,252     | 35,617  | 45,606  | 65,197  | 83,503        | 123,636 | 175,718 | 255,986 | 337,455 | 256,196 | 236,718 | 288,925  | 326,261  |
| 첨단소재(양극재 등) 억원                | 14,900  | 10,600  | 8,380   | 7,250       | 8,430   | 10,681  | 10,864  | 12,069     | 26,558  | 30,618  | 32,730  | 49,060        | 38,690  | 48,030  | 80,510  | 78,140  | 64,120  | 41,130  | 42,044   | 44,617   |
| 판한농(지분율 100%) 억원              | 2,460   | 2,420   | 1,020   | 1,850       | 2,660   | 2,499   | 1,213   | 1,535      | 3,255   | 6,057   | 5,997   | 5,898         | 6,014   | 6,720   | 7,940   | 7,820   | 7,620   | 7,750   | 7,907    | 8,537    |
| 생명과학 억원                       | 2,860   | 3,370   | 3,570   | 3,560       | 3,130   | 2,618   | 2,892   | 3,320      |         | 5,508   | 5,751   | 6,278         | 6,613   | 7,600   | 9,090   | 11,830  | 13,340  | 13,360  | 11,960   | 12,509   |
| 영업이익 억원                       | 4,470   | 4,675   | 6,797   | -4,133      | -497    | 3,491   | 1,920   | 2,536      | 19,919  | 29,285  | 22,461  | 8,956         | 17,982  | 50,264  | 29,794  | 25,292  | 8,749   | 11,809  | 7,450    | 19,105   |
| 기초소재 억원                       | -560    | -900    | 290     | -2,390      | 1,650   | 2,106   | -841    | 28         | 21,377  | 26,992  | 21,002  | 14,178        | 19,679  | 40,820  | 10,750  | -1,440  | -1,360  | -3,560  | 2,943    | 7,126    |
| 비석화사업 억원                      | 5,197   | 6,012   | 6,893   | -1,420      | -1,818  | 1,935   | 3,325   | 2,857      | -1,458  | 2,293   | 2,457   | -3,404        | 704     | 10,901  | 22,536  | 28,062  | 12,482  | 16,682  | 6,299    | 16,114   |
| 2차전지(IRA보조금 반영 후) 억원          | 3,747   | 4,922   | 6,013   | -1,220      | -2,078  | 1,133   | 3,035   | 2,590      | -495    | 289     | 2,092   | -4,543        | -1,653  | 7,299   | 12,138  | 21,632  | 5,754   | 13,462  | 4,680    | 13,644   |
| 첨단소재(양극재 등) 억원                | 1,270   | 710     | 70      | -500        | -430    | 379     | 522     | 87         | -549    | 1,114   | -283    | 637           | 1,628   | 2,330   | 9,258   | 5,700   | 5,100   | 1,550   | 558      | 1,348    |
| 판한농(지분율 100%) 억원              | 310     | 130     | -200    | 140         | 350     | 149     | -223    | 110        | -418    | 354     | 153     | 130           | 250     | 211     | 410     | 450     | 440     | 380     | 386      | 406      |
| 생명과학 억원                       | -130    | 250     | 1,010   | 160         | 340     | 274     | -9      | 70         |         | 536     | 495     | 372           | 479     | 670     | 730     | 280     | 1,188   | 1,290   | 675      | 716      |
| ※ 3분기 회귀비만치로제 기술수출이익 550억원 반영 |         |         |         |             |         |         |         |            |         |         |         |               |         |         |         |         |         |         |          |          |
| 순이자손익 억원                      | - 1,786 | - 2,424 | - 2,656 | - 2,026     | - 2,609 | - 2,812 | - 2,754 | - 2,697    | - 366   | - 697   | - 877   | - 1,544       | - 1,622 | - 1,353 | - 459   | - 3,304 | -6,011  | -8,892  | - 10,872 | - 11,994 |
| 순차입금 조원                       | 23.5    | 25.8    | 27.5    | 25.8        | 29.2    | 31.2    | 28.6    | 28.6       | 0.6     | 2.4     | 2.8     | 6.3           | 6.2     | 10.6    | 7.0     | 12.8    | 18.6    | 25.8    | 29.4     | 29.9     |
| ※ 4분기 일회성 비용 1.2조원 반영         |         |         |         |             |         |         |         |            |         |         |         |               |         |         |         |         |         |         |          |          |
| 지배주주 순이익 억원                   | -1,076  | -4,343  | 1,194   | -13,969     | -3,482  | -274    | 309     | 74         | 12,811  | 19,453  | 14,726  | 3,134         | 5,126   | 36,698  | 18,454  | 13,378  | -6,909  | -18,194 | -3,373   | 7,061    |

자료: 유안타증권 리서치센터

# LG화학(주) 적정주가 47만원 → 43만원으로 하향

## LG화학(주) 적정주가 47만원 → 43만원으로 하향

| 구 분                                                                                                                                                                                                                                 | 기준일<br>(2026.7월) | 주요 내역                                                                                                                 |                     |                      |              |                |                         |                     |      |                      |                   |                  |                |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|----------------------|--------------|----------------|-------------------------|---------------------|------|----------------------|-------------------|------------------|----------------|
| (+) 영업자산가치 (억원)                                                                                                                                                                                                                     | 548,096          | 사업부문                                                                                                                  | 지분율                 | 지배주주<br>지분율          | 영업이익<br>(억원) | 감가상각비<br>(억원)  | 평균EBITDA<br>(억원)        | 추정실적 기준<br>평균이익률 반영 | 적정배율 | 업황 판단                | 100% 사업가치<br>(억원) | 자회사할인율<br>(상장여부) | 적정사업가치<br>(억원) |
|                                                                                                                                                                                                                                     |                  | (1) 배터리부문                                                                                                             | 79%                 | 69%                  | 15,769       | 31,500         | 47,269                  | 평균이익률 반영            | 10.0 | (CATL,SDI평균)         | 472,693           | 0%               | 257,456        |
|                                                                                                                                                                                                                                     |                  | AMPC 보조금                                                                                                              | 79%                 | 69%                  |              |                |                         |                     |      | 2025~2032년 현가        | 140,685           | 0%               | 76,625         |
|                                                                                                                                                                                                                                     |                  | (2) 석유화학부문                                                                                                            | 100%                |                      | 12,658       | 9,823          | 22,481                  | 평균이익률 반영            | 4.8  | ←석화 업황 회복 지연(직전 5.1) | 107,909           | 0%               | 107,909        |
|                                                                                                                                                                                                                                     |                  | (3) 첨단소재부문                                                                                                            | 100%                |                      | 5,033        | 3,704          | 8,737                   | 평균이익률 반영            | 8.6  |                      | 75,140            | 0%               | 75,140         |
|                                                                                                                                                                                                                                     |                  | (4) 생명과학                                                                                                              | 100%                |                      | 805          | 394            | 1,199                   | 평균이익률 반영            | 24.0 |                      | 28,776            | 0%               | 28,776         |
|                                                                                                                                                                                                                                     |                  | (5) 팜한농                                                                                                               | 100%                |                      | 273          | 148            | 421                     | 평균이익률 반영            | 6.5  |                      | 2,737             | 20%              | 2,189          |
|                                                                                                                                                                                                                                     |                  | 합 산                                                                                                                   | 2025년 적정 밸류 548,096 |                      |              |                |                         |                     |      |                      |                   |                  |                |
| 주1) 사업가치 = 평균적인 EBTIDA 창출 규모 x 업황판단 EV/EBITDA배율 x 비상장 할인율 x 실효 지배율<br>주2) 평균적인 영업이익 = 최근 3개년 매출액 x 과거 평균 영업이익률. 사이클에 상관없이 평균적으로 얻을 수 있는 이익 규모를 의미함<br>주3) 업황 판단 EV/EBITDA는 적자 불황 2.5배, 불황 4.5배, 평균 업황 6.5배, 호황 8.5배, 초호황 10배 등을 적용함 |                  |                                                                                                                       |                     |                      |              |                |                         |                     |      |                      |                   |                  |                |
| (+) 투자자산가치 (억원)                                                                                                                                                                                                                     | 1,948            | 투자자산 구성                                                                                                               | 지분율                 | 순자산(지분율 적용후)<br>(억원) | PBR<br>(배)   | 적정투자가치<br>(억원) | 비 고                     |                     |      |                      |                   |                  |                |
|                                                                                                                                                                                                                                     |                  | 씨텍                                                                                                                    | 50%                 | 1,403                | 0.5          | 701            | 여수지역 스팀공급               |                     |      |                      |                   |                  |                |
|                                                                                                                                                                                                                                     |                  | Huajin New Energy                                                                                                     | 49%                 | 948                  | 0.5          | 474            |                         |                     |      |                      |                   |                  |                |
|                                                                                                                                                                                                                                     |                  | 한국전구체(주)                                                                                                              | 49%                 | 365                  | 1.0          | 365            | 새만금 전구체 생산              |                     |      |                      |                   |                  |                |
|                                                                                                                                                                                                                                     |                  | 기타                                                                                                                    |                     | 815                  | 0.5          | 408            | 투자부동산 포함                |                     |      |                      |                   |                  |                |
|                                                                                                                                                                                                                                     |                  | 합 산                                                                                                                   | 1,948               |                      |              |                |                         |                     |      |                      |                   |                  |                |
| (-) 순차입금 (억원)                                                                                                                                                                                                                       | 208,983          |                                                                                                                       | 실효적용율               | 총차입금<br>(억원)         | 우선주<br>(억원)  | 현금성자산<br>(억원)  | 순차입금(실효 지분율 적용)<br>(억원) |                     |      |                      |                   |                  |                |
|                                                                                                                                                                                                                                     |                  | LG화학(주) 본사 등                                                                                                          | 100%                | 91,297               | 11,524       | 47,875         | 54,946                  |                     |      |                      |                   |                  |                |
|                                                                                                                                                                                                                                     |                  | LG에너지솔루션                                                                                                              | 54%                 | 246,822              |              | 37,449         | 114,037                 |                     |      |                      |                   |                  |                |
|                                                                                                                                                                                                                                     |                  | 2026년 추가 차입금                                                                                                          | 100%                | 40,000               |              |                | 40,000                  |                     |      |                      |                   |                  |                |
|                                                                                                                                                                                                                                     |                  | 소 계                                                                                                                   |                     | 396,548              | 11,524       | 85,324         | 208,983                 |                     |      |                      |                   |                  |                |
| (-) 탄소부채 (억원)                                                                                                                                                                                                                       | 34,368           | 총탄소발생량<br>(톤/년)                                                                                                       | 탄소가격<br>(\$/톤)      | 환율<br>(원/달러)         | 연간비용<br>(억원) | WACC           | 총사회비용<br>(억원)           |                     |      |                      |                   |                  |                |
|                                                                                                                                                                                                                                     |                  | 8,201,000                                                                                                             | 20                  | 1,450                | 2,378.3      | 6.9%           | 34,368                  |                     |      |                      |                   |                  |                |
|                                                                                                                                                                                                                                     |                  | 주) 총사회비용은 연간비용에 대한 무한등비급수의 합계로 계산함                                                                                    |                     |                      |              |                |                         |                     |      |                      |                   |                  |                |
| 보통주가치 (억원)                                                                                                                                                                                                                          | 306,692          |                                                                                                                       |                     |                      |              |                |                         |                     |      |                      |                   |                  |                |
| 발행주식수 (주)                                                                                                                                                                                                                           | 70,592,341       | 총발행주식수 70,592,343주 - 자기주식수 2주                                                                                         |                     |                      |              |                |                         |                     |      |                      |                   |                  |                |
| 보통주 1주당가치 (원/주)                                                                                                                                                                                                                     | 430,000          | ※ 적정주가 하향 배경(기존 47만원 → 43만원) : ① 2026년 외부 자금조달 규모 증액(기존 3조원 → 4조원)<br>② 2026년 탄소가격 상승으로, 탄소부채 증가 반영(기존 1.6조원 → 3.4조원) |                     |                      |              |                |                         |                     |      |                      |                   |                  |                |
| (직전 적정가, 원/주)                                                                                                                                                                                                                       | 470,000          |                                                                                                                       |                     |                      |              |                |                         |                     |      |                      |                   |                  |                |

자료: 유안타증권 리서치센터

LG화학 (051910) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서       |        |        |        |        |        | (단위: 십억원) |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 결산 (12월)    | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |           |
| 매출액         | 48,700 | 45,932 | 47,933 | 59,851 | 60,288 |           |
| 매출원가        | 41,247 | 38,123 | 38,671 | 47,623 | 47,892 |           |
| 매출총이익       | 7,452  | 7,809  | 9,261  | 12,228 | 12,396 |           |
| 판매비         | 8,057  | 8,275  | 8,516  | 10,318 | 10,393 |           |
| 영업이익        | 875    | 1,181  | 745    | 1,911  | 2,003  |           |
| EBITDA      | 4,077  | 4,792  | 6,626  | 7,709  | 7,761  |           |
| 영업외손익       | -1,184 | -2,961 | -1,259 | -685   | -859   |           |
| 외환관련손익      | -537   | 332    | -404   | 546    | 307    |           |
| 이자손익        | -598   | -889   | -1,090 | -1,202 | -1,174 |           |
| 관계기업관련손익    | -25    | -118   | -29    | -36    | 0      |           |
| 기타          | -24    | -2,286 | 264    | 8      | 8      |           |
| 법인세비용차감전순손익 | -310   | -1,780 | -514   | 1,226  | 1,144  |           |
| 법인세비용       | 53     | 16     | 228    | 300    | 277    |           |
| 계속사업순손익     | -362   | -1,796 | -742   | 926    | 867    |           |
| 중단사업순손익     | 877    | 819    | 0      | 0      | 0      |           |
| 당기순이익       | 515    | -977   | -742   | 926    | 867    |           |
| 지배지분순이익     | -691   | -1,819 | -337   | 706    | 657    |           |
| 포괄순이익       | 3,949  | -701   | 1,249  | 926    | 867    |           |
| 지배지분포괄이익    | 1,369  | -1,443 | 1,063  | 706    | 657    |           |

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       | 7,012   | 8,234   | 4,069  | 3,336  | 6,373  |           |
| 당기순이익           | 515     | -977    | -742   | 926    | 867    |           |
| 감가상각비           | 4,200   | 4,694   | 5,300  | 5,308  | 5,345  |           |
| 외환손익            | 0       | 0       | -114   | -546   | -307   |           |
| 충족, 관계기업관련손익    | 25      | 118     | 29     | 36     | 0      |           |
| 자산부채의 증감        | 1,012   | 1,522   | -1,716 | -3,179 | -222   |           |
| 기타현금흐름          | 1,260   | 2,876   | 1,314  | 790    | 690    |           |
| 투자활동 현금흐름       | -13,663 | -12,471 | -4,170 | -5,254 | -5,479 |           |
| 투자자산            | -431    | 122     | 20     | -10    | 5      |           |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -14,615 | -13,661 | -7,790 | -7,790 | -7,790 |           |
| 유형자산 감소         | 122     | 158     | 2,026  | 2,000  | 2,000  |           |
| 기타현금흐름          | 1,261   | 910     | 1,574  | 546    | 307    |           |
| 재무활동 현금흐름       | 4,821   | 6,243   | 1,721  | -1,938 | -1,463 |           |
| 단기차입금           | -235    | 1,787   | 1,766  | 492    | 25     |           |
| 사채 및 장기차입금      | 5,454   | 4,935   | 1,775  | -2,430 | -1,488 |           |
| 자본              | -3      | 1,085   | 1,036  | 0      | 0      |           |
| 현금배당            | -367    | -227    | 0      | -196   | -196   |           |
| 기타현금흐름          | -27     | -1,337  | -2,856 | 196    | 196    |           |
| 연결범위변동 등 기타     | 600     | 39      | -709   | 406    | -719   |           |
| 현금의 증감          | -1,230  | 2,045   | 911    | -3,450 | -1,288 |           |
| 기초 현금           | 9,085   | 7,855   | 9,900  | 10,811 | 7,361  |           |
| 기말 현금           | 7,855   | 9,900   | 10,811 | 7,361  | 6,073  |           |
| NOPLAT          | 1,024   | 1,192   | 1,076  | 1,911  | 2,003  |           |
| FCF             | -7,603  | -5,427  | -3,721 | -4,454 | -1,417 |           |

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         | 27,816 | 32,527  | 35,838  | 37,962  | 36,807  |           |
| 현금및현금성자산     | 7,855  | 9,900   | 10,811  | 7,361   | 6,073   |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 9,070  | 7,524   | 8,758   | 10,762  | 10,843  |           |
| 재고자산         | 8,847  | 8,177   | 8,997   | 11,169  | 11,198  |           |
| 비유동자산        | 66,042 | 68,535  | 69,753  | 69,754  | 69,781  |           |
| 유형자산         | 54,570 | 56,458  | 57,922  | 58,404  | 58,849  |           |
| 관계기업등 지분관련자산 | 898    | 353     | 348     | 348     | 348     |           |
| 기타투자자산       | 2,728  | 2,994   | 2,441   | 2,451   | 2,446   |           |
| 자산총계         | 93,858 | 101,062 | 105,591 | 107,716 | 106,588 |           |
| 유동부채         | 21,086 | 26,137  | 25,638  | 26,932  | 26,463  |           |
| 매입채무 및 기타채무  | 11,552 | 11,107  | 10,818  | 13,730  | 13,443  |           |
| 단기차입금        | 1,812  | 3,273   | 4,989   | 5,307   | 5,330   |           |
| 유동성장기부채      | 5,809  | 8,465   | 7,137   | 4,830   | 4,726   |           |
| 비유동부채        | 24,777 | 27,819  | 31,822  | 31,923  | 30,594  |           |
| 장기차입금        | 5,997  | 6,180   | 7,041   | 7,466   | 7,877   |           |
| 사채           | 12,984 | 15,003  | 17,231  | 16,684  | 14,888  |           |
| 부채총계         | 45,862 | 53,956  | 57,460  | 58,855  | 57,056  |           |
| 지배지분         | 33,284 | 32,846  | 34,872  | 35,382  | 35,844  |           |
| 자본금          | 391    | 391     | 391     | 391     | 391     |           |
| 자본잉여금        | 11,569 | 12,654  | 13,690  | 13,690  | 13,690  |           |
| 이익잉여금        | 18,592 | 16,999  | 16,623  | 17,133  | 17,594  |           |
| 비지배지분        | 14,711 | 14,260  | 13,258  | 13,479  | 13,688  |           |
| 자본총계         | 47,995 | 47,106  | 48,131  | 48,861  | 49,532  |           |
| 순차입금         | 20,483 | 25,751  | 28,652  | 30,164  | 29,988  |           |
| 총차입금         | 28,771 | 36,899  | 40,900  | 38,963  | 37,499  |           |

| Valuation 지표 |         |         |         |         |         | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|
| 결산 (12월)     | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |               |
| EPS          | -9,901  | -25,997 | -5,056  | 9,726   | 9,036   |               |
| BPS          | 425,221 | 419,617 | 445,507 | 452,023 | 457,918 |               |
| EBITDAPS     | 52,085  | 61,215  | 84,641  | 98,478  | 99,144  |               |
| SPS          | 622,113 | 586,759 | 612,316 | 764,571 | 770,152 |               |
| DPS          | 1,000   | 2,000   | 2,500   | 2,500   | 2,500   |               |
| PER          | -36.7   | -10.6   | -51.5   | 26.8    | 28.8    |               |
| PBR          | 0.9     | 0.7     | 0.6     | 0.6     | 0.6     |               |
| EV/EBITDA    | 15.4    | 12.6    | 9.2     | 8.2     | 8.1     |               |
| PSR          | 0.6     | 0.5     | 0.4     | 0.3     | 0.3     |               |

| 재무비율          |       |       |       |       |       | (단위: 배, %) |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| 결산 (12월)      | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |            |
| 매출액 증가율 (%)   | -11.9 | -5.7  | 4.4   | 24.9  | 0.7   |            |
| 영업이익 증가율 (%)  | -65.4 | 35.0  | -36.9 | 156.5 | 4.8   |            |
| 지배순이익 증가율 (%) | 적전    | 적지    | 적지    | 흑전    | -6.9  |            |
| 매출총이익률 (%)    | 15.3  | 17.0  | 19.3  | 20.4  | 20.6  |            |
| 영업이익률 (%)     | 1.8   | 2.6   | 1.6   | 3.2   | 3.3   |            |
| 지배순이익률 (%)    | -1.4  | -4.0  | -0.7  | 1.2   | 1.1   |            |
| EBITDA 마진 (%) | 8.4   | 10.4  | 13.8  | 12.9  | 12.9  |            |
| ROIC          | 1.8   | 1.8   | 1.4   | 2.1   | 2.0   |            |
| ROA           | -0.8  | -1.9  | -0.3  | 0.7   | 0.6   |            |
| ROE           | -2.1  | -5.5  | -1.0  | 2.0   | 1.8   |            |
| 부채비율 (%)      | 95.6  | 114.5 | 119.4 | 120.5 | 115.2 |            |
| 순차입금/자기자본 (%) | 61.5  | 78.4  | 82.2  | 85.3  | 83.7  |            |
| 영업이익/금융비용 (배) | 0.9   | 1.0   | 0.5   | 1.3   | 1.5   |            |

# 대한유화 (006650) : 4분기 대규모 정기보수를 지나야...

정유/화학



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

|             |              |
|-------------|--------------|
| 투자 의견       | BUY (M)      |
| 목표주가        | 180,000원 (D) |
| 현재주가 (7/13) | 105,500원     |
| 상승여력        | 70%          |

|             |                     |
|-------------|---------------------|
| 시가총액        | 6,864억원             |
| 총발행주식수      | 6,500,000주          |
| 60일 평균 거래대금 | 72억원                |
| 60일 평균 거래량  | 50,279주             |
| 52주 고       | 190,700원            |
| 52주 저       | 95,800 원            |
| 외인지분율       | 13.61%              |
| 주요주주        | 이순규 외 17 인 39.06%   |
| 주가수익률(%)    | 1개월 3개월 12개월        |
| 절대          | (15.3) (30.3) 1.3   |
| 상대          | 1.1 (40.5) (52.7)   |
| 절대(달러환산)    | (14.4) (30.9) (7.3) |

- **2026년 2분기 Pre-View** : 분기 예상 매출액 9,864억원, 영업이익 185억원(영업이익률 1.9%), 지배주주 순이익 74억원. 영업실적은 전분기 736억원 대비 △75% 급감하는 수치임. 이란 전쟁 중에서도 본사 NCC(나프타분해설비) 90만톤 설비 가동률은 70% 내외 가동률을 유지했음. 4 ~ 5월 초까지 주력제품 스프레드 개선으로 견조한 실적을 유지했지만, 5월 말부터 나프타 가격 급락으로 역래깅 부담(고가 나프타가 생산과정에 투입되면서 적자가 발생하는 현상)이 발생하기 시작했음. 한주(주) LNG발전소의 경우, 2분기 일부 정기 보수 등으로 실적이 감소하는 비수기 었음. 부문별 영업이익 추정치는 ‘본사 화학부문 △77억원(전분기 377억원), 한주(발전소+소금) 249억원(전분기 338원)’ 등
- **2026년 하반기 변수** : 2가지 악재와 1가지 호재가 혼재되어 있음. ① 에틸렌 스프레드는 2분기 240\$에서 하반기 200\$ 전후로 약세가 불가피함. 아시아 석화업체 생산이 7월부터 회복되기 시작한 반면, IT/자동차/건축 전방업체에서 수요 회복이 더디기 때문. ② 10 ~ 12월 초 대규모 정기보수가 예정되어 있음. 특히, 온산 지역 인근에 위치한 S-Oil(주)에서 사힌프로젝트가 가동되기 시작하면서, S-Oil(주)로부터 나프타 공급이 영구히 중단됨. 나프타 조달 문제가 부각될 전망. 반면, ③ 분리막용 PE(폴리에틸렌) 생산설비 20만톤 풀가동으로, 2027년 실적 기대감을 높일질 전망임. 여기에, 이익률 20%를 넘는 커패시티 용 PP(콘텐서용 폴리프로필렌)도 추가 동력으로 자리잡기 시작할 것
- **2026년 실적 및 Valuation** : 이란 전쟁 수해 후 급락 현상을 반영한 추정 실적은 ‘매출액 3.2조원, 영업이익 1,073억원(영업이익률 3.4%, 전년 526억원), 지배주주 순이익 684억원’ 등임. 2026년 적정주가를 18만원(기존 20만원)으로 하향조정 함. ① 스페셜티 화학제품(분리막 PE 및 커패시티 PP) 호조보다 ② 연말 탄소 배출권 가격 상승(20\$/톤)으로 우발부채가 커지기 때문. 다음 주가 회복은 4분기 정기보수를 지나야...

## Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액         | 2,800  | 3,348  | 3,190  | 3,720  | 3,979  |
| 매출액증가율      | 12.0   | 19.6   | -4.7   | 16.6   | 7.0    |
| 영업이익        | -60    | 53     | 107    | 165    | 192    |
| 영업이익률       | -2.1   | 1.6    | 3.4    | 4.4    | 4.8    |
| 지배주주귀속순이익   | -9     | 32     | 68     | 99     | 129    |
| 지배주주 귀속 EPS | -1,312 | 4,878  | 10,520 | 15,285 | 19,856 |
| 증가율         | -70.6  | -471.8 | 115.7  | 45.3   | 29.9   |
| PER         | -92.1  | 21.7   | 10.0   | 6.9    | 5.3    |
| PBR         | 0.4    | 0.4    | 0.3    | 0.3    | 0.3    |
| EV/EBITDA   | 7.0    | 4.5    | 3.0    | 2.4    | 1.8    |
| ROA         | -0.4   | 1.3    | 2.6    | 3.6    | 4.3    |
| ROE         | -0.5   | 1.7    | 3.7    | 5.1    | 6.3    |

자료: 유안타증권 리서치센터

# 2026년 예상 영업이익 1,073억원(전년 526억원)

## 대한유화 (006650) 추정 실적

|                        |  | 2025                     |       |       |       | 2026                             |       |       |        | 연간실적   |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
|------------------------|--|--------------------------|-------|-------|-------|----------------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                        |  | 1Q25                     | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  | 1Q26                             | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E  | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026E  | 2027E  |
| 생산 Capa                |  |                          |       |       |       |                                  |       |       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 에틸렌 (만톤)               |  | 22.5                     | 22.5  | 22.5  | 22.5  | 22.5                             | 22.5  | 22.5  | 22.5   | 47.0   | 63.5   | 80.0   | 80.0   | 80.0   | 80.0   | 82.5   | 90.0   | 90.0   | 90.0   | 90.0   | 114.5  |
| 일반 HDPE (만톤)           |  | 12.3                     | 12.3  | 12.3  | 12.3  | 12.3                             | 12.3  | 12.3  | 12.3   | 53.0   | 43.0   | 49.0   | 49.0   | 49.0   | 49.0   | 49.0   | 49.0   | 49.0   | 49.0   | 49.0   | 89.8   |
| 분리막용 Ultra PE (만톤)     |  | 4.5                      | 4.5   | 4.5   | 4.5   | 4.5                              | 4.5   | 4.5   | 4.5    | 54.0   | 12.0   | 12.0   | 12.0   | 12.0   | 12.0   | 12.3   | 13.0   | 13.0   | 18.0   | 18.0   | 13.5   |
| PP (만톤)                |  | 13.3                     | 13.3  | 13.3  | 13.3  | 13.3                             | 13.3  | 13.3  | 13.3   | 47.0   | 48.5   | 53.0   | 53.0   | 53.0   | 53.0   | 53.0   | 53.0   | 53.0   | 53.0   | 53.0   | 86.8   |
| 공업용가스(산소,질소 등) (만톤)    |  | 16.5                     | 16.5  | 16.5  | 16.5  | 16.5                             | 16.5  | 16.5  | 16.5   | 20.4   | 20.4   | 20.4   | 21.3   | 31.8   | 57.6   | 65.4   | 66.1   | 66.1   | 66.1   | 66.1   | 49.6   |
| 한주(주) 발전소 MW/h         |  |                          | 280   | 280   | 280   |                                  | 280   | 280   | 280    |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 280.0  | 280.0  | 280.0  |
|                        |  | 2025.5월부터 한주(주) 발전소 연결반영 |       |       |       | 2026년 분리막용 PP제품은 철수. 캐패시터용 PP 확장 |       |       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 주요제품 가격                |  |                          |       |       |       |                                  |       |       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| HDPE(스팟+수출 평균) \$/MT   |  | 996                      | 989   | 965   | 932   | 987                              | 1,413 | 1,123 | 1,185  | 1,202  | 1,209  | 1,335  | 1,045  | 905    | 1,162  | 1,153  | 1,043  | 1,027  | 971    | 1,177  | 1,131  |
| 분리막용 Ultra PE \$/MT    |  | 1,382                    | 1,462 | 1,388 | 1,334 | 1,341                            | 1,797 | 1,523 | 1,610  |        | 1,350  | 1,309  | 1,936  | 1,175  | 1,641  | 1,771  | 1,533  | 1,401  | 1,391  | 1,568  | 1,526  |
| PP(스팟+수출 평균) \$/MT     |  | 1,030                    | 1,036 | 1,008 | 948   | 1,009                            | 1,430 | 1,168 | 1,215  | 1,170  | 1,261  | 1,376  | 1,229  | 1,097  | 1,267  | 1,167  | 1,028  | 1,020  | 1,005  | 1,205  | 1,161  |
| 나프타(원료) \$/MT          |  | 663                      | 578   | 591   | 562   | 737                              | 910   | 713   | 760    | 406    | 497    | 614    | 527    | 383    | 651    | 789    | 647    | 683    | 598    | 780    | 696    |
| (참고) Dubai 원유가격 \$/MT  |  | 70                       | 67    | 70    | 64    | 87                               | 98    | 75    | 80     | 40     | 53     | 69     | 63     | 43     | 70     | 97     | 82     | 80     | 68     | 85     | 80     |
| 울산 전기판매가격 원/kwh        |  |                          |       | 180   | 180   | 180                              | 180   | 180   | 180    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 180    | 180    |
| 주요제품 스프레드 \$/MT        |  | 339                      | 365   | 348   | 304   | 363                              | 378   | 372   | 391    | 608    | 654    | 603    | 453    | 430    | 478    | 310    | 340    | 346    | 339    | 376    | 369    |
| 스팟 스프레드 \$/MT          |  | 339                      | 381   | 346   | 315   | 247                              | 433   | 370   | 379    | 608    | 646    | 604    | 453    | 454    | 468    | 323    | 343    | 346    | 345    | 357    | 380    |
| 나프타 도입 시차 \$/MT        |  | -                        | 0     | 16    | -     | 3                                | 12    | -     | 12     | -      | 0      | 8      | 1      | 25     | 10     | 13     | 3      | 0      | 6      | 19     | 11     |
|                        |  |                          |       |       |       |                                  |       |       |        | 정기보수   |        |        |        | 정기보수   |        |        |        | 정기보수   |        |        |        |
| 매출액 억 원                |  | 7,416                    | 8,468 | 9,099 | 8,495 | 8,471                            | 9,864 | 8,924 | 4,644  | 15,964 | 17,794 | 25,540 | 20,743 | 18,827 | 25,149 | 22,221 | 25,000 | 28,001 | 33,478 | 31,903 | 37,196 |
| 본사 화학부문 억 원            |  | 7,361                    | 7,118 | 7,069 | 6,739 | 6,563                            | 8,297 | 6,894 | 2,997  | 15,837 | 17,690 | 25,396 | 20,592 | 18,650 | 24,933 | 22,046 | 24,813 | 27,795 | 28,287 | 24,751 | 29,648 |
| 코리아에어텍(공업용가스,100%) 억 원 |  | 55                       | 65    | 63    | 60    | 63                               | 64    | 62    | 58     | 127    | 104    | 144    | 151    | 137    | 239    | 175    | 187    | 206    | 243    | 247    | 244    |
| 한주(전기/소금, 자본율 50.1%)   |  |                          | 1,285 | 1,967 | 1,696 | 1,845                            | 1,503 | 1,968 | 1,589  |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 4,948  | 6,905  | 7,304  |
| 영업이익 억 원               |  | -99                      | -46   | 428   | 243   | 736                              | 185   | 362   | -210   | 3,430  | 2,842  | 3,188  | 1,138  | 1,702  | 1,794  | -2,146 | -623   | -599   | 527    | 1,073  | 1,653  |
| 본사 화학부문 억 원            |  | -115                     | -205  | 96    | 25    | 377                              | -77   | 0     | -464   | 3,401  | 2,830  | 3,138  | 1,091  | 1,680  | 1,781  | -2,123 | -654   | -651   | -199   | -164   | 608    |
| 코리아에어텍(공업용가스,100%) 억 원 |  | 16                       | 8     | 19    | 3     | 21                               | 13    | 2     | 17     | 29     | 12     | 50     | 47     | 22     | 12     | -23    | 31     | 52     | 47     | 53     | 99     |
| 한주(전기/소금, 자본율 50.1%)   |  |                          | 151   | 313   | 215   | 338                              | 249   | 360   | 237    |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 679    | 1,184  | 946    |
| 영업이익률 %                |  | -1.3%                    | -0.5% | 4.7%  | 2.9%  | 8.7%                             | 1.9%  | 4.1%  | -4.5%  | 21.5%  | 16.0%  | 12.5%  | 5.5%   | 9.0%   | 7.1%   | -9.7%  | -2.5%  | -2.1%  | 1.6%   | 3.4%   | 4.4%   |
| 본사 화학부문 %              |  | -1.6%                    | -2.9% | 1.4%  | 0.4%  | 5.7%                             | -0.9% | 0.0%  | -15.5% | 21.5%  | 16.0%  | 12.4%  | 5.3%   | 9.0%   | 7.1%   | -9.6%  | -2.6%  | -2.3%  | -0.7%  | -0.7%  | 2.1%   |
| 코리아에어텍(공업용가스,100%) %   |  | 29.5%                    | 12.4% | 30.9% | 4.8%  | 33.3%                            | 20.3% | 3.2%  | 29.3%  | 22.8%  | 11.5%  | 34.8%  | 31.4%  | 15.7%  | 5.1%   | -13.3% | 16.5%  | 25.2%  | 19.2%  | 21.5%  | 40.6%  |
| 한주(전기/소금, 자본율 50.1%) % |  |                          | 11.8% | 15.9% | 12.7% | 18.3%                            | 16.6% | 18.3% | 14.9%  |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 13.7%  | 17.1%  | 13.0%  |
|                        |  |                          |       |       |       |                                  |       |       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 지배주주 순이익 억 원           |  | 30                       | 14    | 299   | -26   | 545                              | 74    | 120   | -55    | 2,721  | 2,145  | 2,574  | 1,063  | 1,272  | 1,499  | -1,491 | -290   | -85    | 317    | 684    | 994    |

자료: 유안타증권 리서치센터

# 대한유화(주) 적정주가 20만원 → 18만원으로 하향

대한유화(주) 적정주가 20만원 → 18만원으로 하향

| 구분                                 | 기준일<br>(2026.7월) | 주요 내역                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |        |                                      |                 |                  |                 |                   |               |  |
|------------------------------------|------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|--------------------------------------|-----------------|------------------|-----------------|-------------------|---------------|--|
| (+) 영업자산가치(억원)                     | 18,334           | 사업 부문                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | 실효지배율  | 평균영업이익<br>(억원)                       | 평균감가상각비<br>(억원) | 평균EBITDA<br>(억원) | 적정배율<br>(배)     | 가치 적용율<br>(비상장여부) | 적정사업가치(억원)    |  |
|                                    |                  | ▶본사 NCC 및 일반 석화제품                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 100%   | 948                                  | 1,138           | 2,086            | 3.2             | 100%              | 6,675         |  |
|                                    |                  | ▶분리막용 PE/커패시티용 PP<br>[자회사]                                                                                                                                                                                                                                                                                   | 100%   | 835                                  | 56              | 891              | 8.5             | 100%              | 7,575         |  |
|                                    |                  | ▶코리아에어                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 100%   | 39                                   | 15              | 54               | 5               | 80%               | 216           |  |
|                                    |                  | ▶한주                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 50.1%  | 1,009                                | 278             | 1,287            | 7.5             | 80%               | 3,868         |  |
|                                    |                  | 합 계(지분율 반영후)                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |        | 2,328                                | 1,348           | 3,676            | 5.0             |                   | 18,334        |  |
|                                    |                  | 주1) 평균 영업이익 = 미래 3개년 간 예상 매출액 x 과거 평균 영업이익률. 석유화학 업황 사이클에 상관없이 얻을 수 있는 평균 수익을 계산하는데 유용함<br>주2)*비상장계열사 적정가치 계산할 때, EBITDA × 배율 × 지분율 × 비상장 적용율 80%로 계산함<br>주3) 본사 일반 석화제품 EV/EBITDA 4.5배로 적자에서 일부 회복을 가정함 (참고로, 불황 2.5~3.5배, 평균업황 6.5배, 호황 7.5 ~8.5배)<br>분리막용 PE 부문은 캐파 20만톤에 영업이익률 20% 호조를 반영해, 호황 8.5배를 적용함 |        |                                      |                 |                  |                 |                   |               |  |
| (+) 투자자산가치(억원)                     | 521              | 투자자산 구성                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 지분율    | 순자산(지분율 반영)                          | PBR(배)          | 적정가치(억원)         | 비 고             |                   |               |  |
|                                    |                  | 오드펠터미널코리아                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 43.60% | 444                                  | 0.5x            | 222              | 석화제품 보관         |                   |               |  |
|                                    |                  | KPIC Dawn Polymer                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 50%    | 290                                  | 0.5x            | 145              | 중국 폴리머 컴파운딩 자회사 |                   |               |  |
|                                    |                  | 투자부동산                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |        | 154                                  | 1.0x            | 154              |                 |                   |               |  |
|                                    |                  | 합 계                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |        | 888                                  | 0.6             | 521              |                 |                   |               |  |
|                                    |                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |        |                                      |                 |                  |                 |                   |               |  |
| (-) 순차입금(억원)                       | 8,019            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |        |                                      |                 |                  |                 |                   |               |  |
|                                    |                  | (-) 현금성자산                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 2,382  | 대한유화 현금 2,350억원 + 한주(주) 64억원*50%     |                 |                  |                 |                   |               |  |
|                                    |                  | (+) 총차입금                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | 2,264  | 대한유화 차입금 1,759억원 + 한주(주) 1,009억원*50% |                 |                  |                 |                   |               |  |
|                                    |                  | (+) 탄소배출량 우발채무                                                                                                                                                                                                                                                                                               | 8,138  | 연간 탄소배출량<br>(톤/년)                    | 배출권가격<br>(달러/톤) | 환율<br>(원/달러)     | 연간비용<br>(억원)    | 할인율               | 총사회비용<br>(억원) |  |
|                                    |                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |        | 2,963,349                            | 20              | 1,450            | 859             | 10.6%             | 8,138         |  |
| 주) 총사회비용은 연간비용에 대한 무한등비급수의 합계로 계산함 |                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |        |                                      |                 |                  |                 |                   |               |  |
| 보통주 주주가치(A, 억원)                    | 10,836           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |        |                                      |                 |                  |                 |                   |               |  |
| 발행주식수(B)                           | 6,176,100주       | 총발행주식수 6,500,000주 - 자사주 323,900주                                                                                                                                                                                                                                                                             |        |                                      |                 |                  |                 |                   |               |  |
| 보통주 가치(A/B, 원/주)                   | 180,000          | ※ 적정주가 하향 배경(기존 20만원 → 18만원) : ① 분리막용 PE 설비 및 커패시티용 PP 설비 20만톤 가동에 따른 사업가치 상승(3,900억원 → 7,600억원)<br>② 탄소가격 상승(10\$ → 20\$)을 반영해, 탄소부채규모를 3,072억원에서 8,100억원으로 상향                                                                                                                                              |        |                                      |                 |                  |                 |                   |               |  |
| (직전 적정주가)                          | 200,000          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |        |                                      |                 |                  |                 |                   |               |  |

자료: 유안타증권 리서치센터

대한유화 (006650) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서       |       |       |       |       |       | (단위: 십억원) |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |           |
| 매출액         | 2,800 | 3,348 | 3,190 | 3,720 | 3,979 |           |
| 매출원가        | 2,809 | 3,227 | 2,998 | 3,445 | 3,669 |           |
| 매출총이익       | -9    | 121   | 192   | 275   | 309   |           |
| 판매비         | 51    | 68    | 85    | 110   | 117   |           |
| 영업이익        | -60   | 53    | 107   | 165   | 192   |           |
| EBITDA      | 120   | 222   | 250   | 296   | 313   |           |
| 영업외손익       | 27    | 19    | 16    | 18    | 20    |           |
| 외환관련손익      | 6     | 0     | 0     | -2    | 0     |           |
| 이자손익        | -4    | -5    | -10   | -13   | -13   |           |
| 관계기업관련손익    | 23    | 19    | 0     | 5     | 3     |           |
| 기타          | 1     | 5     | 26    | 27    | 30    |           |
| 법인세비용차감전순손익 | -33   | 72    | 124   | 183   | 212   |           |
| 법인세비용       | -24   | 16    | 26    | 44    | 51    |           |
| 계속사업순손익     | -9    | 56    | 97    | 140   | 161   |           |
| 중단사업순손익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 1     |           |
| 당기순이익       | -9    | 56    | 97    | 140   | 162   |           |
| 지배지분순이익     | -9    | 32    | 68    | 99    | 129   |           |
| 포괄순이익       | -11   | 58    | 99    | 140   | 162   |           |
| 지배지분포괄이익    | -11   | 33    | 70    | 99    | 129   |           |

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       | 133   | 203   | 369   | 137   | 265   |           |
| 당기순이익           | -9    | 56    | 97    | 140   | 162   |           |
| 감가상각비           | 180   | 166   | 138   | 127   | 117   |           |
| 외환손익            | 2     | 2     | -3    | 2     | 0     |           |
| 충족,관계기업관련손익     | -23   | -19   | 0     | -5    | -3    |           |
| 자산부채의 증감        | -3    | -38   | 132   | -120  | -5    |           |
| 기타현금흐름          | -14   | 36    | 4     | -6    | -6    |           |
| 투자활동 현금흐름       | -91   | -143  | -206  | -355  | -342  |           |
| 투자자산            | -32   | -69   | 16    | -14   | -1    |           |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -59   | -77   | -62   | -88   | -88   |           |
| 유형자산 감소         | 0     | 1     | 0     | 0     | 0     |           |
| 기타현금흐름          | 0     | 2     | -159  | -254  | -253  |           |
| 재무활동 현금흐름       | 32    | -16   | -29   | 3     | -9    |           |
| 단기차입금           | -4    | 62    | -52   | 12    | 1     |           |
| 사채 및 장기차입금      | 46    | 48    | 42    | 0     | 0     |           |
| 자본              | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 현금배당            | -6    | -6    | -8    | -9    | -9    |           |
| 기타현금흐름          | -4    | -120  | -11   | 0     | 0     |           |
| 연결범위변동 등 기타     | 0     | -1    | -37   | 42    | 15    |           |
| 현금의 증감          | 75    | 42    | 96    | -174  | -70   |           |
| 기초 현금           | 34    | 109   | 151   | 248   | 74    |           |
| 기말 현금           | 109   | 151   | 248   | 74    | 4     |           |
| NOPLAT          | -60   | 53    | 107   | 165   | 192   |           |
| FCF             | 74    | 126   | 307   | 49    | 177   |           |

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         | 628   | 764   | 813   | 1,123 | 1,315 |           |
| 현금및현금성자산     | 109   | 151   | 248   | 74    | 4     |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 237   | 291   | 160   | 279   | 284   |           |
| 채고자산         | 240   | 228   | 135   | 234   | 239   |           |
| 비유동자산        | 1,592 | 1,937 | 1,835 | 1,806 | 1,773 |           |
| 유형자산         | 1,261 | 1,665 | 1,590 | 1,551 | 1,522 |           |
| 관계기업등 지분관련자산 | 254   | 73    | 76    | 76    | 76    |           |
| 기타투자자산       | 13    | 34    | 19    | 33    | 33    |           |
| 자산총계         | 2,220 | 2,700 | 2,648 | 2,928 | 3,088 |           |
| 유동부채         | 307   | 427   | 336   | 456   | 491   |           |
| 매입채무 및 기타채무  | 189   | 221   | 138   | 239   | 244   |           |
| 단기차입금        | 88    | 149   | 97    | 109   | 110   |           |
| 유동성장기부채      | 22    | 28    | 83    | 79    | 108   |           |
| 비유동부채        | 105   | 192   | 151   | 180   | 152   |           |
| 장기차입금        | 85    | 127   | 113   | 118   | 89    |           |
| 사채           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 부채총계         | 412   | 619   | 487   | 636   | 643   |           |
| 자배지분         | 1,808 | 1,835 | 1,897 | 1,987 | 2,107 |           |
| 자본금          | 41    | 41    | 41    | 41    | 41    |           |
| 자본잉여금        | 264   | 264   | 264   | 264   | 264   |           |
| 이익잉여금        | 1,505 | 1,532 | 1,592 | 1,682 | 1,802 |           |
| 비지배지분        | 0     | 247   | 264   | 305   | 337   |           |
| 자본총계         | 1,808 | 2,081 | 2,161 | 2,292 | 2,444 |           |
| 순차입금         | 50    | 66    | -200  | -266  | -447  |           |
| 총차입금         | 198   | 307   | 300   | 312   | 312   |           |

| Valuation 지표 |         |         |         |         |         | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|
| 결산 (12월)     | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |               |
| EPS          | -1,312  | 4,878   | 10,520  | 15,285  | 19,856  |               |
| BPS          | 292,683 | 297,102 | 307,159 | 321,745 | 341,143 |               |
| EBITDAPS     | 18,474  | 34,190  | 38,425  | 45,609  | 48,195  |               |
| SPS          | 430,785 | 515,050 | 490,809 | 572,250 | 612,112 |               |
| DPS          | 1,000   | 1,300   | 1,500   | 1,500   | 1,500   |               |
| PER          | -92.1   | 21.7    | 10.0    | 6.9     | 5.3     |               |
| PBR          | 0.4     | 0.4     | 0.3     | 0.3     | 0.3     |               |
| EV/EBITDA    | 7.0     | 4.5     | 3.0     | 2.4     | 1.8     |               |
| PSR          | 0.3     | 0.2     | 0.2     | 0.2     | 0.2     |               |

| 재무비율          |       |       |       |       |       | (단위: 배, %) |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| 결산 (12월)      | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |            |
| 매출액 증가율 (%)   | 12.0  | 19.6  | -4.7  | 16.6  | 7.0   |            |
| 영업이익 증가율 (%)  | 적지    | 적지    | 103.7 | 54.1  | 16.1  |            |
| 지배순이익 증가율 (%) | 적지    | 적지    | 115.7 | 45.3  | 29.9  |            |
| 매출총이익률 (%)    | -0.3  | 3.6   | 6.0   | 7.4   | 7.8   |            |
| 영업이익률 (%)     | -2.1  | 1.6   | 3.4   | 4.4   | 4.8   |            |
| 지배순이익률 (%)    | -0.3  | 0.9   | 2.1   | 2.7   | 3.2   |            |
| EBITDA 마진 (%) | 4.3   | 6.6   | 7.8   | 8.0   | 7.9   |            |
| ROIC          | -1.0  | 2.3   | 3.4   | 7.9   | 7.7   |            |
| ROA           | -0.4  | 1.3   | 2.6   | 3.6   | 4.3   |            |
| ROE           | -0.5  | 1.7   | 3.7   | 5.1   | 6.3   |            |
| 부채비율 (%)      | 22.8  | 29.7  | 22.5  | 27.8  | 26.3  |            |
| 순차입금/자기자본 (%) | 2.8   | 3.6   | -10.5 | -13.4 | -21.2 |            |
| 영업이익/금융비용 (배) | -8.3  | 5.1   | 10.9  | 12.8  | 14.6  |            |

# 금호석유 (011780) : 부타디엔에 종속된 주가 흐름 이어져...

정유/화학



**황규원** 정유/화학  
kyuwon.hwang@yuantaikorea.com

**서석준** Research Assistant  
seokjun.seo@yuantaikorea.com

|             |              |
|-------------|--------------|
| 투자 의견       | BUY (M)      |
| 목표주가        | 170,000원 (D) |
| 현재주가 (7/13) | 117,400원     |
| 상승여력        | 45%          |

|             |                   |        |        |
|-------------|-------------------|--------|--------|
| 시가총액        | 29,535억원          |        |        |
| 총발행주식수      | 28,180,811주       |        |        |
| 60일 평균 거래대금 | 146억원             |        |        |
| 60일 평균 거래량  | 108,693주          |        |        |
| 52주 고       | 153,400원          |        |        |
| 52주 저       | 103,600원          |        |        |
| 외인지분율       | 27.66%            |        |        |
| 주요주주        | 박철완 외 13 인 30.19% |        |        |
| 주가수익률(%)    | 1개월               | 3개월    | 12개월   |
| 절대          | (4.7)             | (12.5) | (6.6)  |
| 상대          | 13.7              | (25.3) | (56.4) |
| 절대(달러환산)    | (3.7)             | (13.3) | (14.6) |

- 2026년 2분기 Pre-View** : 분기 예상 매출액 2.1조원, 영업이익 1,729억원(영업이익률 8.3%), 지배주주 순이익 1,589억원. 영업실적은 전분기 594억원 대비 191% 급증하는 수치임. 이란 전쟁 영향으로 합성고무 가동률이 65% 수준으로 낮아졌지만, 원료 래깅 수혜(저가 원료로 생산한 제품을 판매하면서 발생하는 차익)를 얻었음. 핵심 원료인 부타디엔 가격은 2026년 1월 1,260\$에서 4월 2,400\$로 상승함. 4 ~ 5월 이익 회복이 컸던 반면, 6월 부타디엔 가격이 급락하기 시작하면서 오히려 역래깅이 발생되기 시작했음. 부문별 영업이익 추정치는 ‘합성고무/EPDM 1,398억원(전분기 460억원), 페놀유도체/합성수지 △25억원(전분기 △108억원), 유틸리티/기타 356억원(전분기 242억원)’ 등
- 2026년 하반기 변수** : 1가지 악재와 1가지 호재가 혼재되어 있음. ① 7 ~ 9월 부타디엔 급락에 따른 역래깅 위험에 노출이 불가피함. 4월 2,400\$에서 3분기 1,100\$로 급락했기 때문. 전쟁으로 멈췄던 아시아 NCC업체 생산이 7월부터 회복되고 있어, 부타디엔 공급 부담이 이어지기 때문. 반면, ② 연말 S-Oil(주)의 대형 석화 설비인 사힌 프로젝트 가동으로, 수혜가 예상됨. 사힌프로젝트에서 부타디엔 20만톤을 구매하는 계약이 진행되고 있음. 계약이 순조로우면, 연간 사용량 80만톤 가운데 수입하던 40만톤 일부를 저렴하게 대체할 수 있음
- 2026년 실적 및 Valuation** : 이란 전쟁 전후 부타디엔 가격 급등락을 반영한 추정 실적은 ‘매출액 8.0조원, 영업이익 3,450억원(영업이익률 4.3%, 전년 2,718억원), 지배주주 순이익 3,918억원’ 등임. 2026년 적정주가를 17만원(기존 18만원)으로 하향조정 함. 고무 본업 가치에는 큰 변화가 없지만, 연말 탄소 배출권 가격 상승(20\$/톤)으로 우발부채 부담이 커지는 것을 반영함. 주가 반등을 위해서는 또다시 부타디엔 가격 상승이라는 천수답이 필요해!

## Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액         | 7,155  | 6,915  | 7,999  | 8,381  | 7,669  |
| 매출액증가율      | 13.2   | -3.4   | 15.7   | 4.8    | -8.5   |
| 영업이익        | 273    | 272    | 345    | 341    | 305    |
| 영업이익률       | 3.8    | 3.9    | 4.3    | 4.1    | 4.0    |
| 지배주주귀속순이익   | 349    | 291    | 392    | 374    | 370    |
| 지배주주 귀속 EPS | 12,308 | 10,766 | 15,213 | 14,622 | 14,466 |
| 증가율         | -18.0  | -12.5  | 41.3   | -3.9   | -1.1   |
| PER         | 10.9   | 10.6   | 7.7    | 8.0    | 8.1    |
| PBR         | 0.6    | 0.5    | 0.4    | 0.4    | 0.4    |
| EV/EBITDA   | 7.5    | 5.3    | 4.1    | 3.6    | 3.2    |
| ROA         | 4.3    | 3.5    | 4.5    | 4.0    | 3.9    |
| ROE         | 5.9    | 4.7    | 6.0    | 5.4    | 5.1    |

자료: 유안타증권 리서치센터

# 2026년 예상 영업이익 3,450억원(전년 2,718억원)

## 금호석유 (011780) 추정 실적

|                       |  |  | 2025  |        |        |        | 2026   |        |        |        | 연간 실적  |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
|-----------------------|--|--|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---|-------|---|----|---|----|----|---|----|----|---|
|                       |  |  | 1Q25  | 2Q25   | 3Q25   | 4Q25   | 1Q26   | 2Q26E  | 3Q26E  | 4Q26E  | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026E  | 2027E  |        |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| 생산capa                |  |  |       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| SBR/SSBR (만톤)         |  |  | 10    | 10     | 10     | 11     | 11     | 11     | 11     | 11     | 54     | 42     | 42     | 42     | 35     | 32     | 32     | 34     | 39     | 39     | 39     | 42     | 42     |        |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| BR (만톤)               |  |  | 9     | 9      | 9      | 9      | 9      | 9      | 9      | 9      | 34     | 34     | 34     | 34     | 34     | 34     | 34     | 34     | 35     | 35     | 35     | 35     | 35     |        |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| NB/SB Latex (만톤)      |  |  | 24    | 24     | 24     | 24     | 24     | 24     | 24     | 24     | 28     | 40     | 43     | 43     | 51     | 60     | 66     | 71     | 71     | 83     | 95     | 95     | 95     |        |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| EPDM (만톤)             |  |  | 8     | 8      | 8      | 8      | 8      | 8      | 8      | 8      | 19     | 22     | 22     | 22     | 22     | 22     | 23     | 24     | 24     | 24     | 31     | 31     | 31     |        |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| 전기 (MWH)              |  |  | 300   | 300    | 300    | 300    | 300    | 300    | 300    | 300    | 155    | 300    | 300    | 300    | 300    | 300    | 300    | 300    | 300    | 300    | 300    | 300    | 300    |        |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| 금호P&B㈜ BPA (만톤)       |  |  | 11    | 11     | 11     | 11     | 11     | 11     | 11     | 11     | 45     | 45     | 45     | 45     | 45     | 45     | 45     | 45     | 45     | 45     | 45     | 45     | 45     |        |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| 금호미쓰이㈜ MDI (만톤)       |  |  | 15    | 15     | 15     | 15     | 15     | 15     | 15     | 15     | 25     | 25     | 28     | 35     | 37     | 41     | 41     | 41     | 41     | 51     | 61     | 61     | 71     |        |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| 주요제품 가격               |  |  |       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| SBR(타이어고무) \$/MT      |  |  | 2,058 | 2,041  | 1,935  | 1,790  | 1,845  | 2,624  | 2,294  | 2,362  | 1,544  | 1,676  | 1,649  | 1,862  | 1,596  | 1,308  | 1,911  | 2,076  | 1,835  | 2,055  | 1,956  | 2,281  | 2,312  |        |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| BR(타이어고무) \$/MT       |  |  | 2,104 | 2,040  | 1,925  | 1,790  | 1,871  | 2,796  | 2,163  | 2,160  | 1,486  | 1,601  | 1,765  | 1,849  | 1,587  | 1,229  | 1,856  | 2,043  | 1,729  | 2,055  | 1,965  | 2,247  | 2,110  |        |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| NB-Latex(고무장갑) \$/MT  |  |  | 816   | 740    | 703    | 656    | 734    | 1,485  | 1,113  | 960    | 910    | 852    | 987    | 1,106  | 985    | 1,054  | 1,803  | 931    | 737    | 828    | 729    | 1,073  | 960    |        |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| 부타디엔(원재료) \$/MT       |  |  | 1,462 | 1,166  | 1,112  | 927    | 1,597  | 1,892  | 1,313  | 1,360  | 861    | 1,099  | 1,322  | 1,413  | 1,053  | 711    | 1,014  | 1,109  | 1,009  | 1,443  | 1,167  | 1,540  | 1,460  |        |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| 나프타 가격(참고) \$/MT      |  |  | 663   | 578    | 591    | 563    | 794    | 910    | 713    | 760    | 497    | 406    | 577    | 728    | 653    | 442    | 651    | 789    | 654    | 683    | 599    | 794    | 760    |        |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| Dubai 원유가격(참고) \$/배럴  |  |  | 76    | 67     | 70     | 64     | 87     | 98     | 75     | 80     | 52     | 40     | 53     | 71     | 63     | 42     | 70     | 97     | 82     | 80     | 69     | 85     | 80     |        |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| 화학 스프레드               |  |  | 491   | 490    | 535    | 520    | 575    | 786    | 402    | 595    | 311    | 359    | 469    | 643    | 515    | 675    | 1,459  | 906    | 579    | 448    | 509    | 589    | 515    |        |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| 합성고무 스프레드 \$/MT       |  |  | 316   | 453    | 410    | 446    | 79     | 653    | 610    | 514    | 311    | 445    | 363    | 366    | 237    | 334    | 931    | 563    | 433    | 312    | 406    | 464    | 446    |        |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| 합성수지 스프레드 \$/MT       |  |  | 118   | 285    | 282    | 355    | 36     | 115    | 260    | 260    | 326    | 241    | 352    | 472    | 407    | 815    | 1,335  | 550    | 315    | 100    | 260    | 150    | 225    |        |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| 금호P&B 스프레드 \$/MT      |  |  | 970   | 1,114  | 1,041  | 1,064  | 1,038  | 990    | 852    | 882    | 304    | 277    | 724    | 1,235  | 1,071  | 1,234  | 2,558  | 1,777  | 967    | 865    | 1,047  | 941    | 832    |        |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| ※원료(BD/SM) 도입시차 \$/MT |  |  | 32    | -      | 113    | -      | 23     | -      | 74     | 262    | 123    | -      | 221    | 21     | -      | 1,100  | -      | 1,040  | -      | 1,163  | -      | 1,470  | -      | 1,471  | - | 2,181 | - | 32 | 5 | 22 | 28 | - | 44 | 46 | - |
| 전기판매 스프레드 원/kwh       |  |  | 91    | 99     | 90     | 66     | 74     | 88     | 117    | 85     | 96     | 80     | 66     | 75     | 72     | 49     | 55     | 161    | 138    | 100    | 86     | 91     | 69     |        |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| 금호미쓰이 스프레드 \$/MT      |  |  | 1,623 | 1,518  | 1,512  | 1,437  | 1,395  | 1,684  | 1,550  | 1,500  | 1,230  | 1,120  | 1,916  | 2,297  | 1,523  | 1,279  | 1,670  | 1,254  | 1,075  | 951    | 1,522  | 1,532  | 1,350  |        |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| 매출액                   |  |  | 역원    | 19,082 | 17,734 | 16,438 | 15,897 | 17,800 | 20,763 | 21,704 | 19,726 | 39,345 | 39,704 | 50,648 | 55,849 | 49,779 | 48,095 | 84,618 | 79,756 | 63,225 | 71,550 | 69,151 | 79,993 | 83,807 |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| 합성고무/EPDM             |  |  | 역원    | 9,450  | 8,551  | 8,078  | 7,929  | 9,303  | 11,082 | 11,013 | 10,193 | 15,535 | 15,592 | 20,681 | 20,154 | 19,070 | 18,376 | 34,015 | 33,598 | 28,077 | 34,631 | 34,008 | 41,591 | 42,622 |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| 합성수지                  |  |  | 역원    | 3,360  | 2,982  | 2,725  | 2,662  | 3,018  | 3,570  | 3,818  | 3,702  | 10,795 | 10,356 | 12,058 | 12,254 | 11,676 | 11,540 | 18,297 | 15,965 | 12,501 | 12,739 | 11,729 | 14,109 | 15,287 |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| 금호P&B                 |  |  | 역원    | 4,367  | 4,326  | 3,787  | 3,645  | 3,992  | 4,376  | 4,478  | 3,652  | 7,904  | 8,598  | 11,809 | 17,562 | 13,503 | 13,770 | 29,173 | 21,628 | 14,844 | 16,352 | 16,125 | 16,498 | 16,722 |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| 유틸리티/기타               |  |  | 역원    | 1,905  | 1,875  | 1,848  | 1,661  | 1,487  | 1,735  | 2,395  | 2,179  | 5,111  | 5,158  | 6,100  | 5,879  | 5,530  | 4,409  | 3,133  | 8,565  | 7,803  | 7,828  | 7,289  | 7,796  | 9,176  |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| 영업이익                  |  |  | 역원    | 1,206  | 652    | 844    | 16     | 594    | 1,729  | 706    | 421    | 1,640  | 1,571  | 2,626  | 5,546  | 3,678  | 7,422  | 24,068 | 11,477 | 3,590  | 2,728  | 2,718  | 3,450  | 3,407  |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| 합성고무/EPDM             |  |  | 역원    | 699    | 235    | 514    | 356    | 460    | 1,398  | 367    | 493    | 182    | 303    | 526    | 1,037  | 1,443  | 3,516  | 9,250  | 4,717  | 1,832  | 1,709  | 1,804  | 2,717  | 1,967  |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| 합성수지                  |  |  | 역원    | 52     | 53     | 44     | 95     | 22     | 13     | 27     | 134    | 487    | 353    | 622    | 372    | 485    | 1,189  | 3,385  | 747    | 60     | 184    | 54     | 170    | 37     |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| 금호P&B                 |  |  | 역원    | 19     | 23     | 144    | 223    | 86     | 38     | 77     | 139    | 125    | 169    | 269    | 2,551  | 464    | 2,104  | 10,087 | 3,062  | 28     | 179    | 371    | 340    | 33     |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| 유틸리티/기타               |  |  | 역원    | 436    | 387    | 430    | 22     | 242    | 356    | 444    | 201    | 847    | 746    | 1,209  | 1,586  | 1,286  | 613    | 1,346  | 2,951  | 1,790  | 1,382  | 1,231  | 1,243  | 1,319  |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| 지분법이익(금호미쓰이㈜ 등)       |  |  |       | 306    | 299    | 374    | 332    | 368    | 318    | 333    | 298    | 431    | 276    | 891    | 1,350  | 387    | 564    | 1,886  | 1,162  | 1,111  | 935    | 1,311  | 1,316  | 1,319  |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |
| 지배주주 순이익              |  |  | 억원    | 1,250  | 577    | 1,069  | 14     | 963    | 1,589  | 806    | 560    | 1,189  | 732    | 2,136  | 4,912  | 2,946  | 5,829  | 19,655 | 10,254 | 4,468  | 3,486  | 2,909  | 3,918  | 3,740  |   |       |   |    |   |    |    |   |    |    |   |

자료: 유안타증권 리서치센터

# 금호석유(주) 적정주가 18만원 → 17만원으로 하향

## 금호석유(주) 적정주가 18만원 → 17만원으로 하향

| 구분                                 | 기준일<br>(2026.7월) | 주요 내역                                                                                                                                                                                                                               |        |                                                                                           |                    |                   |             |                  |         |                |
|------------------------------------|------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|-------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------|-------------------|-------------|------------------|---------|----------------|
| (+) 영업자산가치 (억원)                    | 44,989           | 사업 부문                                                                                                                                                                                                                               | 실효 지분율 | 영업이익<br>(억원)                                                                              | 감가상각비<br>(억원)      | 평균 EBITDA<br>(억원) | 적정배율<br>(배) | (참고)             | 비상장 적용율 | 적정사업가치<br>(억원) |
|                                    |                  | ▶ 합성고무/EPDM 부문                                                                                                                                                                                                                      | 100%   | 1,981                                                                                     | 1,275              | 3,256             | 4.8         | ← 호황사이클로 전환 지연   | 100%    | 15,675         |
|                                    |                  | ▶ 합성수지 부문                                                                                                                                                                                                                           | 100%   | 347                                                                                       | 580                | 927               | 4.5         | ← 업황 회복 지연       | 100%    | 4,169          |
|                                    |                  | ▶ 금호P&B 부문                                                                                                                                                                                                                          | 100%   | 643                                                                                       | 536                | 1,179             | 3.5         | ← 불황 사이클 반영      | 80%     | 3,301          |
|                                    |                  | ▶ 발전소/금호리조트/기타 부문                                                                                                                                                                                                                   | 100%   | 2,458                                                                                     | 555                | 3,013             | 7.3         | ← 발전소 호황 반영      | 100%    | 21,844         |
|                                    |                  | 사업가치 합산                                                                                                                                                                                                                             |        |                                                                                           | 5,428              | 2,946             | 8,374       | 5.4              |         | 44,989         |
|                                    |                  | 주1) 사업가치 = 평균적인 EBITDA 창출 규모 x 업황판단 EV/EBITDA배율 x 비상장 할인율 x 실효 지배율<br>주2) 평균적인 영업이익 = 최근 3개년 매출액 x 과거 평균 영업이익률. 사이클에 상관없이 평균적으로 얻을 수 있는 이익 규모를 의미함<br>주3) 업황 판단 EV/EBITDA는 적자 불황 2.5배, 불황 4.5배, 평균 업황 6.5배, 호황 8.5배, 초호황 10배 등을 적용함 |        |                                                                                           |                    |                   |             |                  |         |                |
| (+) 투자자산가치 (억원)                    | 8,788            | 투자자산 구성                                                                                                                                                                                                                             |        | 보유 지분율                                                                                    | 순자산(지분 적용후) PBR(배) |                   | 적정가치(억원)    | 비 고              |         |                |
|                                    |                  | 금호미쓰이화학                                                                                                                                                                                                                             |        | 50.0%                                                                                     | 6,543              | 0.5               | 3,272       | MDI 생산업체         |         |                |
|                                    |                  | 아시아항공                                                                                                                                                                                                                               |        | 4.0%                                                                                      | 644                | 1.0               | 644         | 국내 항공 운송         |         |                |
|                                    |                  | 대우건설                                                                                                                                                                                                                                |        | 2.4%                                                                                      | 302                | 1.0               | 302         | 건설업체             |         |                |
|                                    |                  | OCI홀딩스                                                                                                                                                                                                                              |        | 1.8%                                                                                      | 390                | 1.0               | 390         | 태양광 소재업체         |         |                |
|                                    |                  | 투자부동산                                                                                                                                                                                                                               |        |                                                                                           | 1,136              | 1.0               | 1,136       |                  |         |                |
|                                    |                  | 기타                                                                                                                                                                                                                                  |        |                                                                                           | 6,088              | 0.5               | 3,044       |                  |         |                |
|                                    |                  | 합 계                                                                                                                                                                                                                                 |        |                                                                                           | 15,103             | 0.6               | 8,788       |                  |         |                |
| (-) 순차입금 (억원)                      | 14,976           | 현금성자산 7,887 ※ 2026년 초 현금자산 - M&A 대기 자금 3,000억원                                                                                                                                                                                      |        |                                                                                           |                    |                   |             |                  |         |                |
|                                    |                  | (-) 총차입금 8,798 ※ 2026년 초 차입금                                                                                                                                                                                                        |        |                                                                                           |                    |                   |             |                  |         |                |
|                                    |                  | (-) 우선주 1,512 ※ 우선주 3,023,486주 x 주가 5만원                                                                                                                                                                                             |        |                                                                                           |                    |                   |             |                  |         |                |
|                                    |                  | (-) 탄소배출부담 12,553                                                                                                                                                                                                                   |        |                                                                                           |                    |                   |             |                  |         |                |
|                                    |                  | 연간 탄소배출량<br>(톤/년)                                                                                                                                                                                                                   |        | 탄소가격<br>(\$/톤)                                                                            | 환율<br>(원/달러)       | 연간 사회적부담액<br>(억원) | WACC        | 현재가치 환산액<br>(억원) |         |                |
|                                    |                  | 4,675,006                                                                                                                                                                                                                           |        | 20                                                                                        | 1,450              | 1,356             | 10.8%       | 12,553           |         |                |
| 주) 총사회비용은 연간비용에 대한 무한등비급수의 합계로 계산함 |                  |                                                                                                                                                                                                                                     |        |                                                                                           |                    |                   |             |                  |         |                |
| 보통주 주주가치(A, 억원)                    |                  | 38,801                                                                                                                                                                                                                              |        |                                                                                           |                    |                   |             |                  |         |                |
| 유통 주식수(B, 주)                       |                  | 22,532,908                                                                                                                                                                                                                          |        | ※ 2026년 초 발행주식수 26,031,742주 - 자사주 3,498,834주<br>※ 2026년 자사주 소각 계획 8,74,417주               |                    |                   |             |                  |         |                |
| 보통주 가치(A/B, 원/주)                   |                  | 170,000                                                                                                                                                                                                                             |        | ※ 목표주가 하향 배경(기존 18만원 → 17만원) : ①탄소가격 상승(10\$ → 20\$)을 반영해, 탄소부채 부담규모를 0.6조원에서 1.2조원으로 상향함 |                    |                   |             |                  |         |                |
| (직전 적정주가)                          |                  | 180,000                                                                                                                                                                                                                             |        |                                                                                           |                    |                   |             |                  |         |                |

자료: 유안타증권 리서치센터

금호석유 (011780) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서       |       |       |       |       |       | (단위: 십억원) |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |           |
| 매출액         | 7,155 | 6,915 | 7,999 | 8,381 | 7,669 |           |
| 매출원가        | 6,569 | 6,311 | 7,376 | 7,780 | 7,104 |           |
| 매출총이익       | 586   | 604   | 623   | 600   | 565   |           |
| 판매비         | 313   | 332   | 278   | 260   | 260   |           |
| 영업이익        | 273   | 272   | 345   | 341   | 305   |           |
| EBITDA      | 548   | 589   | 660   | 635   | 582   |           |
| 영업외손익       | 135   | 77    | 148   | 132   | 160   |           |
| 외환관련손익      | 31    | 0     | 13    | -6    | -3    |           |
| 이자손익        | 0     | -14   | -7    | 5     | 25    |           |
| 관계기업관련손익    | 93    | 131   | 132   | 132   | 138   |           |
| 기타          | 10    | -40   | 10    | 0     | 0     |           |
| 법인세비용차감전순손익 | 408   | 349   | 493   | 472   | 465   |           |
| 법인세비용       | 59    | 58    | 101   | 98    | 95    |           |
| 계속사업순손익     | 349   | 291   | 392   | 374   | 370   |           |
| 중단사업순손익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 당기순이익       | 349   | 291   | 392   | 374   | 370   |           |
| 지배지분순이익     | 349   | 291   | 392   | 374   | 370   |           |
| 포괄순이익       | 335   | 315   | 510   | 374   | 370   |           |
| 지배지분포괄이익    | 335   | 315   | 510   | 374   | 370   |           |

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       | 322   | 715   | 377   | 633   | 828   |           |
| 당기순이익           | 349   | 291   | 392   | 374   | 370   |           |
| 감가상각비           | 267   | 308   | 306   | 288   | 272   |           |
| 외환손익            | -15   | 3     | -6    | 6     | 3     |           |
| 중속,관계기업관련손익     | -93   | -124  | -132  | -132  | -138  |           |
| 자산부채의 증감        | -297  | 84    | -339  | -57   | 149   |           |
| 기타현금흐름          | 113   | 154   | 155   | 154   | 172   |           |
| 투자활동 현금흐름       | -259  | -373  | -120  | -217  | -212  |           |
| 투자자산            | -14   | -80   | -3    | -1    | 2     |           |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -436  | -194  | -187  | -210  | -210  |           |
| 유형자산 감소         | 2     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 기타현금흐름          | 190   | -98   | 70    | -6    | -3    |           |
| 재무활동 현금흐름       | -91   | -121  | -98   | -88   | -182  |           |
| 단기차입금           | -2    | -56   | -85   | -37   | -131  |           |
| 사채 및 장기차입금      | 62    | 123   | -10   | 0     | 0     |           |
| 자본              | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 현금배당            | -77   | -58   | 0     | -51   | -51   |           |
| 기타현금흐름          | -73   | -130  | -2    | 0     | 0     |           |
| 연결범위변동 등 기타     | 4     | 0     | 141   | 28    | -124  |           |
| 현금의 증감          | -23   | 221   | 300   | 357   | 310   |           |
| 기초 현금           | 452   | 429   | 650   | 950   | 1,307 |           |
| 기말 현금           | 429   | 650   | 950   | 1,307 | 1,617 |           |
| NOPLAT          | 273   | 272   | 345   | 341   | 305   |           |
| FCF             | -114  | 521   | 190   | 423   | 618   |           |

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

| 재무상태표        |       |       |       |       |        | (단위: 십억원) |
|--------------|-------|-------|-------|-------|--------|-----------|
| 결산 (12월)     | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F  |           |
| 유동자산         | 2,711 | 2,742 | 3,412 | 3,829 | 3,939  |           |
| 현금및현금성자산     | 429   | 650   | 950   | 1,307 | 1,617  |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 896   | 748   | 959   | 992   | 897    |           |
| 재고자산         | 958   | 859   | 1,064 | 1,089 | 990    |           |
| 비유동자산        | 5,629 | 5,733 | 5,701 | 5,617 | 5,550  |           |
| 유형자산         | 4,102 | 3,927 | 3,805 | 3,727 | 3,666  |           |
| 관계기업등 지분관련자산 | 994   | 1,175 | 1,197 | 1,197 | 1,197  |           |
| 기타투자자산       | 219   | 235   | 336   | 337   | 335    |           |
| 자산총계         | 8,340 | 8,474 | 9,112 | 9,446 | 9,488  |           |
| 유동부채         | 1,534 | 1,366 | 1,656 | 1,719 | 1,432  |           |
| 매입채무 및 기타채무  | 1,003 | 842   | 1,019 | 1,051 | 951    |           |
| 단기차입금        | 346   | 288   | 200   | 162   | 32     |           |
| 유동성장기부채      | 109   | 145   | 324   | 388   | 342    |           |
| 비유동부채        | 764   | 861   | 744   | 692   | 702    |           |
| 장기차입금        | 328   | 292   | 205   | 96    | 87     |           |
| 사채           | 100   | 155   | 55    | 100   | 155    |           |
| 부채총계         | 2,298 | 2,228 | 2,400 | 2,410 | 2,134  |           |
| 자배지분         | 6,038 | 6,245 | 6,711 | 7,034 | 7,354  |           |
| 자본금          | 167   | 167   | 167   | 167   | 167    |           |
| 자본잉여금        | 404   | 403   | 403   | 403   | 403    |           |
| 이익잉여금        | 5,571 | 5,743 | 6,094 | 6,417 | 6,736  |           |
| 비지배지분        | 4     | 1     | 1     | 1     | 1      |           |
| 자본총계         | 6,042 | 6,247 | 6,713 | 7,036 | 7,355  |           |
| 순차입금         | 160   | -77   | -416  | -810  | -1,252 |           |
| 총차입금         | 945   | 1,012 | 916   | 879   | 748    |           |

| Valuation 지표 |         |         |         |         |         | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|
| 결산 (12월)     | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |               |
| EPS          | 12,308  | 10,766  | 15,213  | 14,622  | 14,466  |               |
| BPS          | 232,363 | 244,373 | 264,023 | 276,732 | 289,286 |               |
| EBITDAPS     | 17,797  | 19,939  | 23,281  | 22,549  | 20,641  |               |
| SPS          | 232,347 | 233,965 | 281,962 | 297,391 | 272,141 |               |
| DPS          | 2,200   | 1,700   | 2,000   | 2,000   | 2,000   |               |
| PER          | 10.9    | 10.6    | 7.7     | 8.0     | 8.1     |               |
| PBR          | 0.6     | 0.5     | 0.4     | 0.4     | 0.4     |               |
| EV/EBITDA    | 7.5     | 5.3     | 4.1     | 3.6     | 3.2     |               |
| PSR          | 0.6     | 0.5     | 0.4     | 0.4     | 0.4     |               |

| 재무비율          |       |       |       |       |       | (단위: 배, %) |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| 결산 (12월)      | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |            |
| 매출액 증가율 (%)   | 13.2  | -3.4  | 15.7  | 4.8   | -8.5  |            |
| 영업이익 증가율 (%)  | -24.0 | -0.4  | 26.9  | -1.2  | -10.4 |            |
| 지배순이익 증가율 (%) | -22.0 | -16.5 | 34.7  | -4.5  | -1.1  |            |
| 매출총이익률 (%)    | 8.2   | 8.7   | 7.8   | 7.2   | 7.4   |            |
| 영업이익률 (%)     | 3.8   | 3.9   | 4.3   | 4.1   | 4.0   |            |
| 지배순이익률 (%)    | 4.9   | 4.2   | 4.9   | 4.5   | 4.8   |            |
| EBITDA 마진 (%) | 7.7   | 8.5   | 8.3   | 7.6   | 7.6   |            |
| ROIC          | 4.9   | 4.7   | 6.8   | 5.7   | 4.9   |            |
| ROA           | 4.3   | 3.5   | 4.5   | 4.0   | 3.9   |            |
| ROE           | 5.9   | 4.7   | 6.0   | 5.4   | 5.1   |            |
| 부채비율 (%)      | 38.0  | 35.7  | 35.7  | 34.3  | 29.0  |            |
| 순차입금/자기자본 (%) | 2.7   | -1.2  | -6.2  | -11.5 | -17.0 |            |
| 영업이익/금융비용 (배) | 8.2   | 6.2   | 7.5   | 7.7   | 7.9   |            |

# 코오롱인더 (120110) : 3대장으로 레벨업 성공 구간 진입...

정유/화학



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

|             |             |
|-------------|-------------|
| 투자 의견       | BUY (M)     |
| 목표주가        | 96,000원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 53,400원     |
| 상승여력        | 80%         |

|             |                      |
|-------------|----------------------|
| 시가총액        | 15,991억원             |
| 총발행주식수      | 32,713,892주          |
| 60일 평균 거래대금 | 271억원                |
| 60일 평균 거래량  | 345,919주             |
| 52주 고       | 100,900원             |
| 52주 저       | 34,000원              |
| 외인지분율       | 18.93%               |
| 주요주주        | 코오롱 외 11 인 31.99%    |
| 주가수익률(%)    | 1개월 3개월 12개월         |
| 절대          | (27.6) (39.2) 15.7   |
| 상대          | (13.6) (48.2) (46.0) |
| 절대(달러환산)    | (26.9) (39.8) 5.9    |

• **2026년 2분기 Pre-View** : 분기 예상 매출액 1.4조원, 영업이익 791억원(영업이익률 5.6%), 지배주주 순이익 622억원. 영업실적은 전분기 619억원과 전년동기 453억원 대비 각각 28%와 75% 동시에 성장하는 수치임. 화학부문에서 400억원 이상 이익이 이어지는 가운데, 산업자재도 회복되기 시작함. 타이어코드 이익률은 5~6% 수준으로 회복되었으며, 아라미드(초강력 섬유)도 증설 이후 2년 만에 풀 가동되기 시작하면서 손익 분기점에 근접하고 하기 시작했음. 국내 패션부문은 정체 되었지만, 중국 아웃도어 판매 자회사 외형은 50% 이상 성장하고 있음. 부문별 영업이익 추정치는 '화학 435억원(전분기 439억원), 산업자재 268억원(전분기 195억원), 패션 82억원(전분기 33억원)' 등

• **2026년 하반기 변수** : 3가지 호재가 대기하고 있음. ① 7월부터 m-PPO(용도 : AI가속기용 동박적층판 접착절연재료) 2,000톤 규모의 신규 양산설비가 가동되기 시작함. 대만 위주로 판매한 후, 연말에 국내 CCL업체에 신규 납품이 결정될 것으로 보임. ② 하반기 투명PI필름(Colorless PI, 용도 : 폴더블폰 커버글라스 상단에 접착하는 보강필름, 생산캐파 100만㎡) 성장이 본격화될 전망. 코오롱인더(주) CPI가 공급된 글로벌 빅테크업체에서 폴더블폰 출시가 예정되어 있음. ③ 아웃도어 중국 판매 자회사인 코오롱스포츠 차이나(주) 매출액이 1.4조원으로, 국내 판매액 1.2조원을 넘어서기 시작함

• **2026년 실적 및 Valuation** : 3가지 호재를 반영한 실적 추정치는 '매출액 5.3조원, 영업이익 2,233억원(영업이익률 4.2%, 전년 1,089억원), 지배주주 순이익 2,099억원' 등임. 2026년 적정주가를 9.6만원으로 유지함. 상반기에 최대 이슈가 m-PPO 증설과 신규 거래처 확보였다면, 하반기에 8년 만에 투명PI 성장을 기대해도 좋을 듯!

## Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 4,843 | 4,873 | 5,285 | 5,287 | 5,212 |
| 매출액증가율      | 2.3   | 0.6   | 8.4   | 0.0   | -1.4  |
| 영업이익        | 159   | 109   | 223   | 239   | 252   |
| 영업이익률       | 3.3   | 2.2   | 4.2   | 4.5   | 4.8   |
| 지배주주귀속순이익   | 99    | 38    | 210   | 231   | 278   |
| 지배주주 귀속 EPS | 3,447 | 1,255 | 7,010 | 7,578 | 9,129 |
| 증가율         | 143.1 | -63.6 | 458.6 | 8.1   | 20.5  |
| PER         | 10.5  | 28.4  | 7.6   | 7.0   | 5.8   |
| PBR         | 0.3   | 0.3   | 0.4   | 0.4   | 0.4   |
| EV/EBITDA   | 8.0   | 9.3   | 8.4   | 7.9   | 7.3   |
| ROA         | 1.5   | 0.5   | 2.7   | 2.8   | 3.4   |
| ROE         | 3.1   | 1.0   | 5.1   | 5.3   | 6.1   |

자료: 유안타증권 리서치센터



# 코오롱인더(주) 적정주가 9.6만원 유지

## 코오롱인더(주) 적정주가 9.6만원 유지

| 구분               | 기준일<br>(2026년 7월) | 주요 내역                                                                                                                                                                                                                                                              |                      |                      |             |                  |                                  |            |              |
|------------------|-------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|----------------------|-------------|------------------|----------------------------------|------------|--------------|
| (+ ) 영업자산가치(억원)  | 42,383            | 사업 부문                                                                                                                                                                                                                                                              | 실효지배율                | 영업이익(억원)             | 감가상각비(억원)   | EBITDA(억원)       | 적정배율(배)                          | 적정사업가치(억원) |              |
|                  |                   | ▶ 연결 화학부문                                                                                                                                                                                                                                                          | 100%                 | 1,209                | 304         | 1,513            | 6.5                              | 9,834      |              |
|                  |                   | ▶ 연결 산업자재부문                                                                                                                                                                                                                                                        | 100%                 | 1,763                | 1,289       | 3,052            | 6.6                              | 20,163     |              |
|                  |                   | ▶ 연결 패션부문                                                                                                                                                                                                                                                          | 100%                 | 285                  | 483         | 767              | 7.5                              | 5,755      |              |
|                  |                   | ▶ m-PPO(변성 PPO)                                                                                                                                                                                                                                                    | 100%                 | 241                  | 17          | 258              | 12.0                             | 3,091      |              |
|                  |                   | ▶ CPI(투명 폴리아미드)                                                                                                                                                                                                                                                    | 100%                 | 225                  | 70          | 295              | 12.0                             | 3,540      |              |
|                  |                   | 합 계                                                                                                                                                                                                                                                                |                      | 3,722                | 2,163       | 5,885            | 7.2                              | 42,383     |              |
|                  |                   | 주) 연결 부문별 사업가치를 'EBITDA x 업황판단을 적용한 배율'로 계산함                                                                                                                                                                                                                       |                      |                      |             |                  |                                  |            |              |
|                  |                   | 주) 화학부문은 석유수지 등 경쟁 지속을 반영해 평균 업황 배율 6.5배를 적용.<br>산업자재는 타이어코드 평균이하 업황 5.5배와 아라미드 회복업황 8.5배를 가중평균함<br>패션부문은 골프웨어 호황 종료로 반영해, 업황 둔화 수준인 7.5배를 적용함(최저 5.5 ~ 최고 9.5배 적정)<br>m-PPO 부문은 차세대 동박적층수요 성장성을 반영해, 12.0배를 적용함.<br>CPI사업부문은 100만㎡ 폴가동과 폴더블론 성장성을 가정해, 12.0배를 적용함 |                      |                      |             |                  |                                  |            |              |
|                  |                   | (+ ) 투자자산가치(억원)                                                                                                                                                                                                                                                    | 12,522               | 투자자산 구성              | 지분율         | 순자산              | PBR(배)                           | 적정가치(억원)   | 비 고          |
| 코오롱스포츠험이아나       | 25.0%             |                                                                                                                                                                                                                                                                    |                      | 1,275                | 1.2         | 1,488            | 중국 패션부문. 연간 지분법 600억원            |            |              |
| 코오롱바스프이노름        | 50.0%             |                                                                                                                                                                                                                                                                    |                      | 679                  | 0.5         | 340              | POM 플라스틱 제조                      |            |              |
| SK마이크로 웨스        | 18.0%             |                                                                                                                                                                                                                                                                    |                      | 1,005                | 0.5         | 503              | PET필름 JV                         |            |              |
| 투자부동산            |                   |                                                                                                                                                                                                                                                                    |                      | 5,635                | 0.8         | 4,508            | 2025년 코오롱 스포텍스(서초) 인수 4,300억원 반영 |            |              |
| 우리금융지주           | 2.1%              |                                                                                                                                                                                                                                                                    |                      | 4,286                | 0.6         | 2,478            | 보유주식수 : 15,306,000주, 수입배당 208억원  |            |              |
| 하나금융지주           | 1.5%              |                                                                                                                                                                                                                                                                    |                      | 3,990                | 0.5         | 2,071            | 보유주식수 : 4,239,000주, 수입배당 174억원   |            |              |
| 기타               |                   |                                                                                                                                                                                                                                                                    |                      | 2,270                | 0.5         | 1,135            |                                  |            |              |
| 합 계              |                   |                                                                                                                                                                                                                                                                    |                      | 19,139               | 0.7         | 12,522           |                                  |            |              |
| (-) 순차입금(억원)     | 24,758            |                                                                                                                                                                                                                                                                    |                      |                      |             |                  |                                  |            |              |
|                  |                   | (+)총차입금                                                                                                                                                                                                                                                            | 26,520               | 총차입금 구성 금 액(억원)      |             |                  |                                  |            |              |
|                  |                   |                                                                                                                                                                                                                                                                    |                      | 코오롱인더㈜ 연결 차입금 26,000 |             |                  |                                  |            |              |
|                  |                   |                                                                                                                                                                                                                                                                    |                      | 코오롱인더㈜ 우선주 520       |             |                  |                                  |            |              |
|                  |                   |                                                                                                                                                                                                                                                                    |                      | 합 계 26,520           |             |                  |                                  |            |              |
|                  |                   | (-)현금성자산                                                                                                                                                                                                                                                           | 3,734                |                      |             |                  |                                  |            |              |
|                  |                   | (+)탄소배출 사회적 비용                                                                                                                                                                                                                                                     | 1,972                | 2025년 연간배출량 (톤/년)    | 탄소가격 (\$/톤) | 환율 (원/달러)        | 연간비용 (억원)                        | WACC       | 총사회적 비용 (억원) |
|                  |                   |                                                                                                                                                                                                                                                                    |                      | 571,196              | 20          | 1,450            | 166                              | 8.4%       | 1,972        |
|                  |                   | 주) 총사회비용은 연간비용에 대한 무한등비급수의 합계로 계산함                                                                                                                                                                                                                                 |                      |                      |             |                  |                                  |            |              |
|                  |                   | 보통주 주주가치(A, 10원)<br>발행주식수(B, 주)                                                                                                                                                                                                                                    | 30,147<br>31,286,244 |                      |             |                  |                                  |            |              |
| 유효발행주식수 구성       |                   |                                                                                                                                                                                                                                                                    |                      | 주식수(주)               |             | 비 고              |                                  |            |              |
| 총발행주식수           |                   |                                                                                                                                                                                                                                                                    |                      | 29,949,217           |             |                  |                                  |            |              |
| BW주식 전환가능주식수     |                   |                                                                                                                                                                                                                                                                    |                      | 1,343,987            |             | 행사가격 : 15,268원/주 |                                  |            |              |
| 자사주              |                   |                                                                                                                                                                                                                                                                    |                      | 6,960                |             |                  |                                  |            |              |
| 순 발행 주식수         |                   |                                                                                                                                                                                                                                                                    |                      | 31,286,244           |             |                  |                                  |            |              |
|                  |                   |                                                                                                                                                                                                                                                                    |                      |                      |             |                  |                                  |            |              |
| 보통주 가치(A/B, 원/주) | 96,000<br>96,000  |                                                                                                                                                                                                                                                                    |                      |                      |             |                  |                                  |            |              |
|                  |                   | (기존 적정가)                                                                                                                                                                                                                                                           |                      |                      |             |                  |                                  |            |              |

자료: 유안타증권 리서치센터

코오롱인더 (120110) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서       |       |       |       |       |       | (단위: 십억원) |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |           |
| 매출액         | 4,843 | 4,873 | 5,285 | 5,287 | 5,212 |           |
| 매출원가        | 3,519 | 3,596 | 3,844 | 3,831 | 3,760 |           |
| 매출총이익       | 1,324 | 1,277 | 1,441 | 1,456 | 1,452 |           |
| 판매비         | 1,165 | 1,168 | 1,217 | 1,217 | 1,199 |           |
| 영업이익        | 159   | 109   | 223   | 239   | 252   |           |
| EBITDA      | 419   | 368   | 465   | 456   | 449   |           |
| 영업외손익       | -37   | -68   | 33    | 53    | 96    |           |
| 외환관련손익      | 19    | -3    | 0     | -11   | 0     |           |
| 이자손익        | -95   | -104  | -96   | -87   | -74   |           |
| 관계기업관련손익    | 32    | 59    | 98    | 117   | 140   |           |
| 기타          | 7     | -20   | 31    | 34    | 30    |           |
| 법인세비용차감전순손익 | 121   | 41    | 256   | 292   | 349   |           |
| 법인세비용       | 11    | -11   | 40    | 59    | 69    |           |
| 계속사업순손익     | 111   | 52    | 217   | 233   | 279   |           |
| 중단사업순손익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 당기순이익       | 111   | 52    | 217   | 233   | 279   |           |
| 지배지분순이익     | 99    | 38    | 210   | 231   | 278   |           |
| 포괄순이익       | 669   | 384   | 387   | 233   | 279   |           |
| 지배지분포괄이익    | 653   | 371   | 380   | 231   | 278   |           |

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       | 291   | 355   | 219   | 306   | 395   |           |
| 당기순이익           | 111   | 52    | 217   | 233   | 279   |           |
| 감가상각비           | 252   | 253   | 235   | 210   | 190   |           |
| 외환손익            | -4    | -3    | 0     | 11    | 0     |           |
| 중속,관계기업관련손익     | 0     | 0     | -69   | -117  | -140  |           |
| 자산부채의 증감        | -126  | -27   | -157  | -38   | 59    |           |
| 기타현금흐름          | 58    | 81    | -7    | 7     | 6     |           |
| 투자활동 현금흐름       | -584  | -204  | -99   | -100  | -89   |           |
| 투자자산            | -9    | -28   | -2    | 0     | 1     |           |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -256  | -160  | -100  | -100  | -100  |           |
| 유형자산 감소         | 5     | 4     | 3     | 0     | 0     |           |
| 기타현금흐름          | -323  | -20   | -1    | 0     | 11    |           |
| 재무활동 현금흐름       | 360   | -145  | -206  | -210  | -406  |           |
| 단기차입금           | 37    | 52    | -76   | -6    | -26   |           |
| 사채 및 장기차입금      | 300   | 47    | 41    | -50   | -232  |           |
| 자본              | 2     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 현금배당            | -42   | -60   | -30   | -49   | -49   |           |
| 기타현금흐름          | 64    | -184  | -141  | -105  | -99   |           |
| 연결범위변동 등 기타     | 12    | 5     | 181   | 186   | 170   |           |
| 현금의 증감          | 78    | 11    | 95    | 181   | 70    |           |
| 기초 현금           | 174   | 252   | 264   | 359   | 541   |           |
| 기말 현금           | 252   | 264   | 359   | 541   | 611   |           |
| NOPLAT          | 159   | 138   | 223   | 239   | 252   |           |
| FCF             | 35    | 195   | 119   | 206   | 295   |           |

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

| 재무상태표        |       |       |       |       |       | (단위: 십억원) |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 결산 (12월)     | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |           |
| 유동자산         | 2,402 | 2,376 | 2,715 | 2,970 | 3,008 |           |
| 현금및현금성자산     | 252   | 264   | 359   | 541   | 611   |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 772   | 727   | 803   | 819   | 791   |           |
| 채고자산         | 1,173 | 1,127 | 1,267 | 1,290 | 1,248 |           |
| 비유동자산        | 4,846 | 5,306 | 5,406 | 5,289 | 5,192 |           |
| 유형자산         | 3,056 | 2,936 | 2,816 | 2,706 | 2,616 |           |
| 관계기업등 지분관련자산 | 246   | 293   | 329   | 329   | 329   |           |
| 기타투자자산       | 780   | 1,245 | 1,450 | 1,450 | 1,450 |           |
| 자산총계         | 7,248 | 7,683 | 8,121 | 8,258 | 8,199 |           |
| 유동부채         | 2,357 | 2,246 | 2,360 | 2,614 | 2,650 |           |
| 매입채무 및 기타채무  | 635   | 587   | 680   | 686   | 667   |           |
| 단기차입금        | 1,152 | 1,201 | 1,120 | 1,114 | 1,089 |           |
| 유동성장기부채      | 421   | 302   | 386   | 639   | 724   |           |
| 비유동부채        | 1,118 | 1,372 | 1,359 | 1,059 | 734   |           |
| 장기차입금        | 716   | 556   | 572   | 581   | 168   |           |
| 사채           | 179   | 504   | 452   | 140   | 237   |           |
| 부채총계         | 3,475 | 3,618 | 3,719 | 3,674 | 3,384 |           |
| 자배지분         | 3,646 | 3,928 | 4,259 | 4,441 | 4,670 |           |
| 자본금          | 151   | 151   | 164   | 164   | 164   |           |
| 자본잉여금        | 991   | 991   | 979   | 979   | 979   |           |
| 이익잉여금        | 1,525 | 1,468 | 1,629 | 1,811 | 2,039 |           |
| 비지배지분        | 127   | 137   | 142   | 143   | 145   |           |
| 자본총계         | 3,773 | 4,065 | 4,401 | 4,585 | 4,815 |           |
| 순차입금         | 2,185 | 2,232 | 2,086 | 1,815 | 1,447 |           |
| 총차입금         | 2,550 | 2,649 | 2,614 | 2,558 | 2,300 |           |

| Valuation 지표 |         |         |         |         |         | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|
| 결산 (12월)     | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |               |
| EPS          | 3,447   | 1,255   | 7,010   | 7,578   | 9,129   |               |
| BPS          | 120,405 | 129,709 | 130,221 | 135,786 | 142,772 |               |
| EBITDAPS     | 13,850  | 12,166  | 14,485  | 13,939  | 13,719  |               |
| SPS          | 159,904 | 160,908 | 164,630 | 161,600 | 159,325 |               |
| DPS          | 1,300   | 1,300   | 1,500   | 1,500   | 1,500   |               |
| PER          | 10.5    | 28.4    | 7.6     | 7.0     | 5.8     |               |
| PBR          | 0.3     | 0.3     | 0.4     | 0.4     | 0.4     |               |
| EV/EBITDA    | 8.0     | 9.3     | 8.4     | 7.9     | 7.3     |               |
| PSR          | 0.2     | 0.2     | 0.3     | 0.3     | 0.3     |               |

| 재무비율          |       |       |       |       |       | (단위: 배, %) |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| 결산 (12월)      | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |            |
| 매출액 증가율 (%)   | 2.3   | 0.6   | 8.4   | 0.0   | -1.4  |            |
| 영업이익 증가율 (%)  | -20.5 | -31.4 | 105.1 | 7.0   | 5.6   |            |
| 지배순이익 증가율 (%) | 130.6 | -61.2 | 448.3 | 10.2  | 20.1  |            |
| 매출총이익률 (%)    | 27.3  | 26.2  | 27.3  | 27.5  | 27.9  |            |
| 영업이익률 (%)     | 3.3   | 2.2   | 4.2   | 4.5   | 4.8   |            |
| 지배순이익률 (%)    | 2.0   | 0.8   | 4.0   | 4.4   | 5.3   |            |
| EBITDA 마진 (%) | 8.7   | 7.6   | 8.8   | 8.6   | 8.6   |            |
| ROIC          | 3.4   | 3.1   | 5.0   | 4.5   | 4.7   |            |
| ROA           | 1.5   | 0.5   | 2.7   | 2.8   | 3.4   |            |
| ROE           | 3.1   | 1.0   | 5.1   | 5.3   | 6.1   |            |
| 부채비율 (%)      | 92.1  | 89.0  | 84.5  | 80.1  | 70.3  |            |
| 순차입금/자기자본 (%) | 59.9  | 56.8  | 49.0  | 40.9  | 31.0  |            |
| 영업이익/금융비용 (배) | 1.5   | 0.9   | 2.1   | 2.3   | 2.6   |            |



김용민

조선/자동차

yongmin.kim@yuantakorea.com

조선

아쉬웠던 상반기, 하반기에 더 기대를

# 한화오션 (042660): 2Q26 Pre: 보다 중요한 이벤트, CPSP

## 조선



김용민 조선/자동차  
yongmin.kim@yuantaskorea.com

|             |              |
|-------------|--------------|
| 투자의견        | BUY (M)      |
| 목표주가        | 179,000원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 78,800원      |
| 상승여력        | 127%         |

|             |                           |        |        |
|-------------|---------------------------|--------|--------|
| 시가총액        | 241,454억원                 |        |        |
| 총발행주식수      | 306,413,394주              |        |        |
| 60일 평균 거래대금 | 2,434억원                   |        |        |
| 60일 평균 거래량  | 2,077,103주                |        |        |
| 52주 고       | 149,900원                  |        |        |
| 52주 저       | 76,600원                   |        |        |
| 외인지분율       | 9.53%                     |        |        |
| 주요주주        | 한화에어로스페이스 외 1 인<br>37.68% |        |        |
| 주가수익률(%)    | 1개월                       | 3개월    | 12개월   |
| 절대          | (30.1)                    | (34.4) | 1.7    |
| 상대          | (16.6)                    | (44.0) | (52.6) |
| 절대(달러환산)    | (29.3)                    | (35.0) | (7.0)  |

- **2Q26P 매출 3.6조, 영업이익 5,860억 추정:** 전분기 대비 조업일수 +7% 증가, 1Q26 중 FY22 수주물량 9척 인도되며 고선가 물량 매출인식 비중 증가하며 매출 3.6조, 영업이익 5,860억 추정. 원화 약세로 인한 매출 +780억 qoq, 영업이익 +270억 qoq 추정. 전분기 대비 LNGC의 매출비중은 하락하나 (71%▶62% 추정), FY22 수주분 매출비중 하락 (37%▶22%)과 FY24-25 수주분 매출비중 증가 (48%▶63%)가 이를 상쇄하며 상선부문 호실적을 이어갈 것.
- **실적보다는 숙원사업 CPSP를 기다리는 상황, 먼 길 왔다:** 7월, 동사의 주가는 실적발표 보다는 2023년 처음 출범함 캐나다 초계 잠수함 프로젝트 (CPSP)의 성패 여부에 따라 갈릴 것. 경쟁사 TKMS의 경우 25년 8월 숏리스트에 선정된 이후에 사업 협력을 확대했지만, 동사는 그룹 차원에서 지속적으로 협력 사업부문을 제시.
- **CPSP, 된다면 PER 20배 기준 8조 밸류의 사업:** CPSP 사업 수주가 확정될 경우 해당 사업에서 FY32-43F 연평균 5천억원, FY44F 이후 MRO로 인한 연평균 3천억 원 이상의 영업이익이 발생할 수 있다고 예상하며, 20배의 P/E multiple 적용시 약 8조 수준의 사업가치 도출이 가능. TKMS의 수주가 확정되어 단기 주가가 하락한다 해도, 기존의 밸류에이션에는 CPSP 사업가치가 반영되지 않았기 때문에 저가매수의 기회가 될 것이라 예상.
- **투자의견 BUY, 목표주가 179,000원으로 유지:** 동사의 현재 주가는 CPSP 수주 여부에 대한 불확실성으로 인해 연중 변동성이 확대되는 모습을 보임. 그러나 CPSP를 제외하여도 하반기 발생 가능한 MASGA 관련 업데이트와 동사의 지속적인 실적 개선세에 대한 가시성 확대의 긍정적 측면이 아직 주가에 반영되지 않은 상황이라 판단.

## Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액         | 10,776 | 12,784 | 13,968 | 15,614 | 16,245 |
| 매출액증가율      | 45.5   | 18.6   | 9.3    | 11.8   | 4.0    |
| 영업이익        | 238    | 1,168  | 2,183  | 2,474  | 2,405  |
| 영업이익률       | 2.2    | 9.1    | 15.6   | 15.8   | 14.8   |
| 지배주주귀속순이익   | 528    | 1,246  | 2,794  | 3,243  | 3,342  |
| 지배주주 귀속 EPS | 1,724  | 4,066  | 9,120  | 10,584 | 10,907 |
| 증가율         | 127.7  | 135.8  | 124.3  | 16.1   | 3.1    |
| PER         | 17.3   | 20.3   | 8.9    | 7.7    | 7.5    |
| PBR         | 1.9    | 4.1    | 2.8    | 2.0    | 1.6    |
| EV/EBITDA   | 33.4   | 21.6   | 11.0   | 8.3    | 7.4    |
| ROA         | 3.3    | 6.6    | 13.4   | 14.4   | 13.7   |
| ROE         | 11.5   | 22.6   | 36.9   | 30.5   | 24.0   |

자료: 유안타증권 리서치센터

#### 한화오션: 분기별 및 연간 실적 전망

| (단위: 십억 원) | 1Q25   | 2Q25  | 3Q25    | 4Q25  | 1Q26  | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F  | 2025   | 2026F  | 2027F  |
|------------|--------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출         | 3,143  | 3,294 | 3,023   | 3,323 | 3,210 | 3,631 | 3,460 | 3,667  | 12,784 | 13,968 | 15,614 |
| yoy        | 37.6%  | 29.9% | 11.8%   | 2.1%  | 2.1%  | 10.2% | 14.4% | 10.3%  | 18.6%  | 9.3%   | 11.8%  |
| 영업이익       | 259    | 372   | 290     | 248   | 441   | 586   | 551   | 605    | 1,168  | 2,183  | 2,474  |
| yoy        | 388.5% | n.a.  | 1032.8% | 46.4% | 70.6% | 57.6% | 90.3% | 144.3% | 390.8% | 87.0%  | 13.4%  |
| 영업이익률      | 8.2%   | 11.3% | 9.6%    | 7.4%  | 13.7% | 16.1% | 15.9% | 16.5%  | 9.1%   | 15.6%  | 15.8%  |

자료: 유안타증권 리서치센터

#### 한화오션: 분기별 매출선종 추정

|      | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26 | 4Q26 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| LNG  | 82%  | 78%  | 75%  | 76%  | 71%  | 62%  | 56%  | 52%  |
| 가스   | 4%   | 4%   | 5%   | 7%   | 9%   | 10%  | 8%   | 7%   |
| 컨테이너 | 11%  | 10%  | 9%   | 3%   | 3%   | 8%   | 14%  | 20%  |
| 유조선  | 3%   | 8%   | 11%  | 15%  | 17%  | 20%  | 21%  | 21%  |

자료: 유안타증권 리서치센터 추정, Clarksons

#### 한화오션: 분기별 매출내 수주연도 추정

|      | 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%  | 12%  |
| 2024 | 7%   | 14%  | 21%  | 26%  | 33%  | 40%  | 44%  | 41%  |
| 2025 | 0%   | 0%   | 2%   | 6%   | 15%  | 23%  | 30%  | 38%  |

자료: 유안타증권 리서치센터 추정, Clarksons

한화오션: 선박 인도 스케줄

|                 | 환율    | 신조선가 지수 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26 | 4Q26 | 1Q27 | 2Q27 | 3Q27 | 4Q27 | 1Q28 | 2Q28 | 3Q28 | 4Q28 | 1Q29 | 2Q29 | 3Q29 | 4Q29 |
|-----------------|-------|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 1Q21            | 1,114 | 130     | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 2Q21            | 1,121 | 139     | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 3Q21            | 1,160 | 151     | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 4Q21            | 1,183 | 154     | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 1Q22            | 1,206 | 156     | 4    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 2Q22            | 1,261 | 162     | 1    | 2    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 3Q22            | 1,341 | 162     | 2    | 1    | 2    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 4Q22            | 1,358 | 162     | 2    | 2    | 1    | 3    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 1Q23            | 1,276 | 166     | 0    | 0    | 0    | 0    | 2    | 1    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 2Q23            | 1,315 | 171     | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 1    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 3Q23            | 1,313 | 175     | 0    | 0    | 0    | 0    | 1    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 4Q23            | 1,321 | 178     | 0    | 2    | 1    | 0    | 1    | 1    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 1Q24            | 1,330 | 183     | 0    | 0    | 3    | 1    | 2    | 2    | 2    | 1    | 1    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 2Q24            | 1,371 | 187     | 0    | 0    | 1    | 3    | 3    | 2    | 1    | 0    | 0    | 1    | 2    | 1    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 3Q24            | 1,356 | 190     | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 1    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 4Q24            | 1,399 | 189     | 0    | 0    | 1    | 1    | 0    | 0    | 2    | 2    | 1    | 2    | 1    | 2    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 1Q25            | 1,454 | 187     | 0    | 0    | 0    | 0    | 2    | 2    | 3    | 2    | 2    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 2Q25            | 1,401 | 187     | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 2    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 3Q25            | 1,388 | 186     | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 2    | 2    | 2    | 3    | 2    | 1    | 2    | 2    | 0    | 0    |
| 4Q25            | 1,450 | 185     | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 2    | 4    | 5    | 1    | 2    | 0    | 0    |
| 1Q26            | 1,469 | 182     | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 1    | 0    | 0    | 3    | 6    | 0    | 0    |
| 2Q26            | 1,504 | 185     | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 1    | 0    | 1    | 4    | 3    | 3    |
| 평균매출인식지수        |       |         | 175  | 179  | 182  | 183  | 184  | 186  | 186  | 186  | 185  | 185  | 185  | 185  | 184  | 184  | 185  | 185  |
| 평균매출인식지수 (환율보정) |       |         | 234  | 244  | 249  | 252  | 256  | 259  | 262  | 263  | 265  | 266  | 268  | 269  | 270  | 272  | 278  | 278  |

자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

한화오션(042660) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서       |        |        |        |        |        | (단위: 십억원) |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 결산 (12월)    | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |           |
| 매출액         | 10,776 | 12,784 | 13,968 | 15,614 | 16,245 |           |
| 매출원가        | 10,092 | 10,943 | 11,046 | 12,320 | 12,959 |           |
| 매출총이익       | 684    | 1,840  | 2,922  | 3,294  | 3,287  |           |
| 판매비         | 446    | 673    | 739    | 820    | 882    |           |
| 영업이익        | 238    | 1,168  | 2,183  | 2,474  | 2,405  |           |
| EBITDA      | 418    | 1,401  | 2,407  | 2,693  | 2,619  |           |
| 영업외손익       | -57    | -325   | 146    | 396    | 634    |           |
| 외환관련손익      | 134    | -72    | 131    | 137    | 143    |           |
| 이자손익        | -108   | -120   | -16    | 228    | 460    |           |
| 관계기업관련손익    | 15     | -77    | 77     | 77     | 77     |           |
| 기타          | -98    | -56    | -46    | -46    | -46    |           |
| 법인세비용차감전순손익 | 181    | 842    | 2,329  | 2,870  | 3,039  |           |
| 법인세비용       | -347   | -404   | -466   | -373   | -304   |           |
| 계속사업순손익     | 528    | 1,246  | 2,795  | 3,243  | 3,342  |           |
| 중단사업순손익     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |           |
| 당기순이익       | 528    | 1,246  | 2,795  | 3,243  | 3,342  |           |
| 지배지분순이익     | 528    | 1,246  | 2,794  | 3,243  | 3,342  |           |
| 포괄순이익       | 568    | 1,266  | 2,815  | 3,264  | 3,363  |           |
| 지배지분포괄이익    | 568    | 1,266  | 2,815  | 3,264  | 3,363  |           |

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       | -2,905 | 1,315  | 2,937  | 3,371  | 3,457  |           |
| 당기순이익           | 528    | 1,246  | 2,795  | 3,243  | 3,342  |           |
| 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 | -232   | -245   | -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    | -42    | -44    | -38    |           |
| 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     | 514    | 648    | -282   |           |
| 현금의 증감          | -1,211 | 190    | 2,129  | 2,689  | 1,848  |           |
| 기초 현금           | 1,799  | 588    | 778    | 2,908  | 5,597  |           |
| 기말 현금           | 588    | 778    | 2,908  | 5,597  | 7,446  |           |
| NOPLAT          | 694    | 1,727  | 2,620  | 2,796  | 2,645  |           |
| FCF             | -3,278 | 605    | 2,757  | 3,181  | 3,257  |           |

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

| 재무상태표        |        |        |        |        |        | (단위: 십억원) |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 결산 (12월)     | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |           |
| 유동자산         | 11,246 | 12,082 | 13,615 | 15,493 | 17,368 |           |
| 현금및현금성자산     | 588    | 778    | 2,908  | 5,597  | 7,446  |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 892    | 962    | 1,051  | 1,175  | 1,223  |           |
| 채고자산         | 2,780  | 3,040  | 3,071  | 3,102  | 3,133  |           |
| 비유동자산        | 6,598  | 8,059  | 8,025  | 8,008  | 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 | 21,640 | 23,501 | 25,373 |           |
| 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  | 2,481  | 2,201  | 1,912  |           |
| 장기차입금        | 1,929  | 2,093  | 1,793  | 1,493  | 1,193  |           |
| 사채           | 100    | 253    | 253    | 253    | 253    |           |
| 부채총계         | 12,980 | 13,966 | 12,650 | 11,247 | 9,756  |           |
| 자배지분         | 4,859  | 6,170  | 8,985  | 12,249 | 15,612 |           |
| 자본금          | 1,537  | 1,537  | 1,537  | 1,537  | 1,537  |           |
| 자본잉여금        | 119    | 182    | 182    | 182    | 182    |           |
| 이익잉여금        | 236    | 1,552  | 4,346  | 7,589  | 10,932 |           |
| 비지배지분        | 5      | 5      | 5      | 5      | 5      |           |
| 자본총계         | 4,863  | 6,175  | 8,990  | 12,254 | 15,617 |           |
| 순차입금         | 4,814  | 5,001  | 1,564  | -2,436 | -5,588 |           |
| 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  | 9,120  | 10,584 | 10,907 |               |
| BPS          | 15,857 | 20,138 | 29,325 | 39,977 | 50,952 |               |
| EBITDAPS     | 1,363  | 4,571  | 7,856  | 8,788  | 8,548  |               |
| SPS          | 35,171 | 41,720 | 45,585 | 50,958 | 53,018 |               |
| DPS          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |               |
| PER          | 17.3   | 20.3   | 8.9    | 7.7    | 7.5    |               |
| PBR          | 1.9    | 4.1    | 2.8    | 2.0    | 1.6    |               |
| EV/EBITDA    | 33.4   | 21.6   | 11.0   | 8.3    | 7.4    |               |
| PSR          | 0.8    | 2.0    | 1.8    | 1.6    | 1.5    |               |

| 재무비율          |       |       |       |       |       | (단위: 배, %) |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| 결산 (12월)      | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |            |
| 매출액 증가율 (%)   | 45.5  | 18.6  | 9.3   | 11.8  | 4.0   |            |
| 영업이익 증가율 (%)  | 흑전    | 390.8 | 87.0  | 13.4  | -2.8  |            |
| 지배순이익 증가율 (%) | 230.3 | 135.9 | 124.3 | 16.1  | 3.1   |            |
| 매출총이익률 (%)    | 6.3   | 14.4  | 20.9  | 21.1  | 20.2  |            |
| 영업이익률 (%)     | 2.2   | 9.1   | 15.6  | 15.8  | 14.8  |            |
| 지배순이익률 (%)    | 4.9   | 9.7   | 20.0  | 20.8  | 20.6  |            |
| EBITDA 마진 (%) | 3.9   | 11.0  | 17.2  | 17.2  | 16.1  |            |
| ROIC          | 10.7  | 19.6  | 29.9  | 34.6  | 33.8  |            |
| ROA           | 3.3   | 6.6   | 13.4  | 14.4  | 13.7  |            |
| ROE           | 11.5  | 22.6  | 36.9  | 30.5  | 24.0  |            |
| 부채비율 (%)      | 266.9 | 226.2 | 140.7 | 91.8  | 62.5  |            |
| 순차입금/자기자본 (%) | 99.1  | 81.1  | 17.4  | -19.9 | -35.8 |            |
| 영업이익/금융비용 (배) | 1.4   | 6.0   | 12.5  | 18.9  | 27.5  |            |

# 삼성중공업 (010140): 2Q26 Pre: 보다 중요한 하반기 FDC

조선



김용민 조선/자동차  
yongmin.kim@yuantaskorea.com

|             |             |
|-------------|-------------|
| 투자 의견       | BUY (M)     |
| 목표주가        | 38,000원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 22,050원     |
| 상승여력        | 72%         |

|             |                     |
|-------------|---------------------|
| 시가총액        | 194,040억원           |
| 총발행주식수      | 880,114,845주        |
| 60일 평균 거래대금 | 1,843억원             |
| 60일 평균 거래량  | 6,347,476주          |
| 52주 고       | 34,400원             |
| 52주 저       | 17,440원             |
| 외인지분율       | 29.00%              |
| 주요주주        | 삼성전자 외 9인 20.84%    |
| 주가수익률(%)    | 1개월 3개월 12개월        |
| 절대          | (18.0) (20.1) 25.7  |
| 상대          | (2.2) (31.8) (41.3) |
| 절대(달러환산)    | (17.1) (20.9) 15.0  |

- **2Q26 매출 3.3조, 영업이익 3,460억 추정:** 매출 상승은 조업일수 증가로 인한 생산시간 확대 뿐만 아니라, FY22 수주한 저선가 물량 6척의 1Q26 인도로 인해 FY23-24 수주한 물량의 매출인식 비중 확대 또한 긍정적. 영업이익 3,460억 (OPM 10.4%, +2.8% pts yoy)의 경우 글로벌 오퍼레이션의 전선 건조 초기의 비용 부담이 작용. 연중 상선과 해양-토건의 매출비중은 75:25 정도의 비율을 꾸준히 유지하며, 상선부문의 외주+선가상승 효과와 해양부문의 FLNG 매출인식 확대가 동반.
- **윤곽이 잡히는 FDC, 확인해야 할 것은 경쟁력과 매출 규모:** 동사의 50MW급 부유식 데이터센터 (FDC)는 ABS선급으로부터 AIP 취득을 완료한 상황. 2Q28F 서비스를 목표로 한다면 하반기 중 수주 소식을 접할 수 있을 것인데, 이에 대해 살펴볼 것은 1) 향후 FDC 사업에서 동사의 경쟁력 프리미엄 여부와 2) 사업 자체의 매출 규모에 대한 방향성. 신조 바지선 설계의 방식을 선택할 경우 단순 바지선 Hull 건조능력을 넘어서 계류, 해수냉각, 설비통합 측면의 동사의 경험치가 어느 정도의 프리미엄으로 작용할 수 있는지 확인해야 하며, 해당 사업에서 발생하는 매출 규모에 대한 가늠 또한 필요함.
- **투자 의견 BUY, 목표주가 38,000원 유지:** 1) 환헛지 100%로 인해 과거 수주시점의 환율에 매출이 고정되어 있으며 2) 외주 건조의 착수로 인한 영업이익률 상방의 제한이 있는 것은 다소 아쉬운 부분. 그러나 하반기 FDC 관련 수주 공시를 통해 향후 신사업의 적정가치를 구할 수 있게 된다면 이는 동사의 과거 (현대, 한화 대비) 제한되었던 계열사간 시너지를 극대화할 수 있는 계기가 될 것이라 예상. 바지선 형식이 아닌 수중침하형 FDC에 대한 수주 가시성이 확대될 경우, 동사의 해양플랜트 경쟁력이 부각되며 시장내 독점적 지위를 확보하게 될 것.

## Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액         | 9,903  | 10,650 | 12,904 | 13,790 | 14,354 |
| 매출액증가율      | 23.6   | 7.5    | 21.2   | 6.9    | 4.1    |
| 영업이익        | 503    | 862    | 1,349  | 1,822  | 2,116  |
| 영업이익률       | 5.1    | 8.1    | 10.5   | 13.2   | 14.7   |
| 지배주주귀속이익    | 64     | 546    | 1,157  | 1,528  | 1,764  |
| 지배주주 귀속 EPS | 73     | 620    | 1,314  | 1,737  | 2,004  |
| 증가율         | -143.5 | 749.3  | 111.9  | 32.2   | 15.4   |
| PER         | 132.0  | 26.3   | 16.8   | 12.7   | 11.0   |
| PBR         | 2.2    | 3.4    | 3.7    | 2.9    | 2.3    |
| EV/EBITDA   | 14.9   | 13.9   | 12.3   | 9.0    | 7.4    |
| ROA         | 0.4    | 3.4    | 7.7    | 10.0   | 11.1   |
| ROE         | 1.8    | 13.7   | 25.0   | 26.4   | 24.4   |

자료: 유안타증권 리서치센터

### 삼성중공업: 분기별 및 연간 실적 전망

| (단위: 십억 원) | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  | 1Q26   | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출         | 2,494 | 2,683 | 2,635 | 2,838 | 2,902  | 3,321 | 3,171 | 3,510 | 10,650 | 12,904 | 13,790 |
| yoy        | 6.2%  | 6.0%  | 13.4% | 5.1%  | 16.4%  | 23.8% | 20.3% | 23.7% | 7.5%   | 21.2%  | 6.9%   |
| 영업이익       | 123   | 205   | 238   | 296   | 273    | 346   | 310   | 419   | 862    | 1,349  | 1,822  |
| yoy        | 58.1% | 56.7% | 98.6% | 70.0% | 121.9% | 69.2% | 30.1% | 41.5% | 71.5%  | 56.4%  | 35.1%  |
| 영업이익률      | 4.9%  | 7.6%  | 9.0%  | 10.4% | 9.4%   | 10.4% | 9.8%  | 11.9% | 8.1%   | 10.5%  | 13.2%  |

자료: 유안타증권 리서치센터

### 삼성중공업: 목표주가 및 밸류에이션

|    | (단위: 십억 원)              | FY26F  |
|----|-------------------------|--------|
| 상선 | 수주잔고                    | 32,000 |
|    | Target P/O multiple (x) | 0.9    |
|    | 적정가치                    | 28,800 |
| 해양 | Annual NOPAT            | 430    |
|    | Target P/E multiple (x) | 10     |
|    | 적정가치                    | 4,297  |
| 전체 | 적정가치                    | 33,097 |
|    | 주식수 (백만 주)              | 880    |
|    | 목표주가                    | 38,000 |

자료: 유안타증권 리서치센터

### 삼성중공업: 2Q26 컨센서스 비교

| (단위: 십억 원, %, %p) | 당사 추정 |       |       | 컨센서스  |       |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                   | 2Q25  | 2Q26F | yoy   | 2Q26F | yoy   |
| 매출                | 2,683 | 3,321 | 23.8% | 3,253 | 21.2% |
| 영업이익              | 205   | 346   | 69.2% | 390   | 90.4% |
| OPM               | 7.6%  | 10.4% | 2.8%  | 12.0% | 4.4%  |

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성중공업: 인도 스케줄

|                 | 환율    | 신조선가 지수 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26 | 4Q26 | 1Q27 | 2Q27 | 3Q27 | 4Q27 | 1Q28 | 2Q28 | 3Q28 | 4Q28 | 1Q29 | 2Q29 | 3Q29 | 4Q29 |
|-----------------|-------|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 1Q22            | 1,206 | 156     | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 2Q22            | 1,261 | 162     | 4    | 2    | 2    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 3Q22            | 1,341 | 162     | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 4Q22            | 1,358 | 162     | 2    | 0    | 0    | 0    | 2    | 1    | 1    | 1    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 1Q23            | 1,276 | 166     | 0    | 0    | 1    | 2    | 1    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 2Q23            | 1,315 | 171     | 1    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 1    | 1    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 3Q23            | 1,313 | 175     | 2    | 2    | 2    | 2    | 1    | 1    | 3    | 3    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 4Q23            | 1,321 | 178     | 0    | 0    | 1    | 0    | 1    | 1    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 1Q24            | 1,330 | 183     | 0    | 2    | 2    | 1    | 2    | 1    | 1    | 3    | 1    | 3    | 1    | 1    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 2Q24            | 1,371 | 187     | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 1    | 2    | 1    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 3Q24            | 1,356 | 190     | 0    | 0    | 0    | 0    | 1    | 1    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 4Q24            | 1,399 | 189     | 0    | 0    | 0    | 0    | 1    | 3    | 3    | 5    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 1Q25            | 1,454 | 187     | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 1    | 1    | 2    | 2    | 1    | 2    | 3    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 2Q25            | 1,401 | 187     | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 1    | 2    | 1    | 1    | 1    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 3Q25            | 1,388 | 186     | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 1    | 2    | 2    | 2    | 1    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 4Q25            | 1,450 | 185     | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 2    | 3    | 7    | 1    | 2    | 1    |
| 1Q26            | 1,469 | 182     | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 1    | 2    | 2    | 4    | 4    | 2    | 1    | 0    |
| 2Q26            | 1,504 | 185     | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 2    | 0    | 0    | 1    | 4    | 3    | 1    | 1    |
| 평균매출인식지수        |       |         | 173  | 177  | 179  | 181  | 182  | 183  | 184  | 184  | 185  | 185  | 184  | 184  | 184  | 184  | 184  | 185  |
| 평균매출인식지수 (환율보정) |       |         | 229  | 237  | 242  | 248  | 251  | 255  | 258  | 261  | 265  | 266  | 268  | 270  | 271  | 272  | 271  | 273  |

자료: 유안타증권 리서치센터, Clarksons

삼성중공업(010140) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서       |       |        |        |        |        | (단위: 십억원) |
|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |           |
| 매출액         | 9,903 | 10,650 | 12,904 | 13,790 | 14,354 |           |
| 매출원가        | 8,983 | 9,276  | 11,036 | 11,385 | 11,621 |           |
| 매출총이익       | 921   | 1,374  | 1,868  | 2,404  | 2,732  |           |
| 판매비         | 418   | 512    | 519    | 582    | 616    |           |
| 영업이익        | 503   | 862    | 1,349  | 1,822  | 2,116  |           |
| EBITDA      | 792   | 1,146  | 1,630  | 2,100  | 2,392  |           |
| 영업외손익       | -818  | -212   | 187    | 206    | 225    |           |
| 외환관련손익      | 109   | -125   | 100    | 100    | 100    |           |
| 이자손익        | -192  | -115   | -74    | -55    | -36    |           |
| 관계기업관련손익    | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |           |
| 기타          | -735  | 29     | 161    | 161    | 161    |           |
| 법인세비용차감전순손익 | -316  | 650    | 1,535  | 2,028  | 2,341  |           |
| 법인세비용       | -369  | 115    | 399    | 527    | 609    |           |
| 계속사업순손익     | 54    | 536    | 1,136  | 1,501  | 1,732  |           |
| 중단사업순손익     | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |           |
| 당기순이익       | 54    | 536    | 1,136  | 1,501  | 1,732  |           |
| 지배지분순이익     | 64    | 546    | 1,157  | 1,528  | 1,764  |           |
| 포괄순이익       | 340   | 346    | 946    | 1,311  | 1,542  |           |
| 지배지분포괄이익    | 355   | 354    | 970    | 1,344  | 1,581  |           |

주영업이익 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  | 2,425  | 2,628  | 2,757  |           |
| 당기순이익           | 54     | 536    | 1,136  | 1,501  | 1,732  |           |
| 감가상각비           | 286    | 279    | 277    | 274    | 272    |           |
| 외환손익            | 3      | 20     | -100   | -100   | -100   |           |
| 중속, 관계기업관련손익    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |           |
| 자산부채의 증감        | 118    | 577    | 1,051  | 892    | 792    |           |
| 기타현금흐름          | 194    | 151    | 61     | 61     | 60     |           |
| 투자활동 현금흐름       | 311    | -480   | -505   | -318   | -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   | -296   | -122   | -80    |           |
| 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      | -2,661 | -2,699 | -2,714 |           |
| 현금의 증감          | 372    | -183   | 6      | 499    | 760    |           |
| 기초 현금           | 584    | 956    | 773    | 779    | 1,277  |           |
| 기말 현금           | 956    | 773    | 779    | 1,277  | 2,038  |           |
| NOPLAT          | 503    | 862    | 1,349  | 1,822  | 2,116  |           |
| FCF             | 481    | 1,347  | 2,175  | 2,378  | 2,507  |           |

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

| 재무상태표        |        |        |        |        |        | (단위: 십억원) |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 결산 (12월)     | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |           |
| 유동자산         | 9,370  | 7,407  | 7,578  | 8,151  | 9,058  |           |
| 현금및현금성자산     | 956    | 773    | 779    | 1,277  | 2,038  |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 1,186  | 1,422  | 1,420  | 1,468  | 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 | 15,047 | 15,539 | 16,356 |           |
| 유동부채         | 12,029 | 9,422  | 8,739  | 8,081  | 7,545  |           |
| 매입채무 및 기타채무  | 946    | 1,023  | 1,239  | 1,324  | 1,378  |           |
| 단기차입금        | 1,776  | 1,454  | 1,289  | 1,105  | 902    |           |
| 유동성장기부채      | 926    | 277    | -19    | -187   | -227   |           |
| 비유동부채        | 1,416  | 1,432  | 1,267  | 1,107  | 917    |           |
| 장기차입금        | 62     | 17     | 6      | -2     | -7     |           |
| 사채           | 75     | 299    | 284    | 265    | 242    |           |
| 부채총계         | 13,445 | 10,854 | 10,007 | 9,187  | 8,462  |           |
| 자배지분         | 3,795  | 4,149  | 5,115  | 6,454  | 8,027  |           |
| 자본금          | 880    | 880    | 880    | 880    | 880    |           |
| 자본잉여금        | 4,496  | 4,496  | 4,496  | 4,496  | 4,496  |           |
| 이익잉여금        | -2,136 | -1,603 | -446   | 1,082  | 2,846  |           |
| 비지배지분        | -45    | -54    | -75    | -102   | -134   |           |
| 자본총계         | 3,749  | 4,095  | 5,041  | 6,351  | 7,894  |           |
| 순차입금         | 3,407  | 1,688  | 764    | -338   | -1,564 |           |
| 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    | 1,314  | 1,737  | 2,004  |               |
| BPS          | 4,443  | 4,857  | 5,989  | 7,555  | 9,398  |               |
| EBITDAPS     | 900    | 1,302  | 1,851  | 2,386  | 2,718  |               |
| SPS          | 11,252 | 12,101 | 14,661 | 15,668 | 16,309 |               |
| DPS          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |               |
| PER          | 132.0  | 26.3   | 17.0   | 12.9   | 11.1   |               |
| PBR          | 2.2    | 3.4    | 3.7    | 3.0    | 2.4    |               |
| EV/EBITDA    | 14.9   | 13.9   | 12.5   | 9.2    | 7.5    |               |
| PSR          | 0.9    | 1.3    | 1.5    | 1.4    | 1.4    |               |

| 재무비율          |       |       |       |       |       | (단위: 배, %, ) |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|
| 결산 (12월)      | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |              |
| 매출액 증가율 (%)   | 23.6  | 7.5   | 21.2  | 6.9   | 4.1   |              |
| 영업이익 증가율 (%)  | 115.4 | 71.5  | 56.4  | 35.1  | 16.1  |              |
| 지배순이익 증가율 (%) | 흑전    | 754.1 | 112.0 | 32.1  | 15.4  |              |
| 매출총이익률 (%)    | 9.3   | 12.9  | 14.5  | 17.4  | 19.0  |              |
| 영업이익률 (%)     | 5.1   | 8.1   | 10.5  | 13.2  | 14.7  |              |
| 지배순이익률 (%)    | 0.6   | 5.1   | 9.0   | 11.1  | 12.3  |              |
| EBITDA 마진 (%) | 8.0   | 10.8  | 12.6  | 15.2  | 16.7  |              |
| ROIC          | -1.8  | 17.5  | 27.9  | 35.9  | 38.3  |              |
| ROA           | 0.4   | 3.4   | 7.7   | 10.0  | 11.1  |              |
| ROE           | 1.8   | 13.7  | 25.0  | 26.4  | 24.4  |              |
| 부채비율 (%)      | 358.6 | 265.0 | 198.5 | 144.6 | 107.2 |              |
| 순차입금/자기자본 (%) | 89.8  | 40.7  | 14.9  | -5.2  | -19.5 |              |
| 영업이익/금융비용 (배) | 2.4   | 6.1   | 14.0  | 22.5  | 30.6  |              |

# HD현대마린솔루션 (443060): 2Q26 Pre: 보다 중요한 하반기 DC향 수주

조선



김용민 조선/자동차  
yongmin.kim@yuantaskorea.com

|             |              |
|-------------|--------------|
| 투자의견        | BUY (M)      |
| 목표주가        | 412,000원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 193,600원     |
| 상승여력        | 113%         |

|             |                        |        |        |
|-------------|------------------------|--------|--------|
| 시가총액        | 86,798억원               |        |        |
| 총발행주식수      | 44,833,460주            |        |        |
| 60일 평균 거래대금 | 749억원                  |        |        |
| 60일 평균 거래량  | 323,197주               |        |        |
| 52주 고       | 280,500원               |        |        |
| 52주 저       | 159,100원               |        |        |
| 외인지분율       | 29.66%                 |        |        |
| 주요주주        | 에이치디현대 외 3 인<br>55.33% |        |        |
| 주가수익률(%)    | 1개월                    | 3개월    | 12개월   |
| 절대          | (21.8)                 | 4.9    | 2.7    |
| 상대          | (6.6)                  | (10.5) | (52.1) |
| 절대(달러환산)    | (20.9)                 | 3.9    | (6.1)  |

- **2Q26 매출 5,400억, 영업이익 1,030억 추정:** 매출과 영업이익의 기존 예상치 대비 하향 근거는 1) 벙커링 사업부문 물량 하락으로 인한 외형 감소 (영업이익 영향은 제한적), 2) 싱가포르 물류센터 운영비, 팔란티어와의 수요예측 고도화 관련 컨설팅 비용과 AIDC향 사업 전략 수립 컨설팅 비용 등으로 인한 100억 수준의 판관비 증가. 핵심사업의 경우 1) 비엔진부문 1Q26말 수주잔고 +50% yoy, 2) 육상발전부문 벌크성 100억 매출 발생 + 5,600만불 규모 에콰도르 전력공사 계약분 매출인식으로 견조한 성장세 기록 추정.
- **DC향 사업: 육상이든 해상이든, 엔진이든 시설이든:** HD현대중공업의 AIDC향 HiMSEN 중속엔진 수주는 동사의 AM부문 매출과 이익에 중장기적인 (그러나 연간 규모는 OEM대비 제한적인) 기여를 하지만, 해상 FDC의 경우에는 동사의 개조사업 부문 실적을 단기간에 개선시킬 수 있는 요인. 수중침하형 FDC가 아닌 바지선형이나 선박 개조형 모두 동사의 개조사업 매출로 인식될 수 있으며, HD현대 그룹사 단위의 패키지 수주 (전력기기, 엔진, 선박개조 통합)를 통해 현실화될 것이라 예상.
- **투자의견 BUY, 목표주가 412,000원으로 유지:** 판관비의 반영구적 증가에 따른 손익 변경을 반영. 1) 기회와 위기가 공존하는 방산사업에 노출되지 않았음에도, 상반기 해양방산 협력 지연에 따른 업종 투자심리 악화가 반영되었으며, 2) AIDC 관련 사업에서 육상으로는 HD현대중공업의 엔진 AM사업을, 해상으로는 기존 선박 개조사업의 기회를 보유하고, 3) 제조시설이 없는 Asset-light 사업구조를 유지함으로써 Capex에 대한 부담이 적음. 밸류에이션 멀티플 상으로는 FY26F P/E 26x 수준으로 업종 평균 대비 높아 보일 수 있지만, 중장기 이익의 보장된 성장과 높은 배당성향을 감안한다면 오히려 글로벌 AM 사업자 peer 대비 매우 저렴한 상황.

## Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액         | 1,745 | 1,983 | 2,266 | 2,587 | 3,134  |
| 매출액증가율      | 22.0  | 13.6  | 14.3  | 14.2  | 21.1   |
| 영업이익        | 272   | 350   | 422   | 565   | 752    |
| 영업이익률       | 15.6  | 17.7  | 18.6  | 21.8  | 24.0   |
| 지배주주귀속이익    | 228   | 270   | 338   | 440   | 579    |
| 지배주주 귀속 EPS | 5,302 | 6,013 | 7,541 | 9,804 | 12,923 |
| 증가율         | 40.3  | 13.4  | 25.4  | 30.0  | 31.8   |
| PER         | 24.8  | 30.8  | 26.2  | 20.1  | 15.3   |
| PBR         | 7.6   | 10.1  | 9.0   | 8.1   | 7.2    |
| EV/EBITDA   | 19.0  | 21.4  | 18.6  | 14.0  | 10.6   |
| ROA         | 25.2  | 22.2  | 24.8  | 29.0  | 34.7   |
| ROE         | 45.0  | 33.7  | 37.4  | 42.5  | 50.1   |

자료: 유안타증권 리서치센터

#### HD현대마린솔루션: 분기별 및 연간 실적 전망

| (단위: 십억 원) | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  | 1Q26  | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2025  | 2026F | 2027F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출         | 486   | 468   | 513   | 516   | 575   | 541   | 565   | 585   | 1,983 | 2,266 | 2,587 |
| yoy        | 26.8% | 6.8%  | 11.3% | 11.4% | 18.3% | 15.7% | 10.2% | 13.2% | 13.6% | 14.3% | 14.2% |
| 영업이익       | 83    | 83    | 94    | 91    | 93    | 103   | 108   | 117   | 350   | 422   | 565   |
| yoy        | 61.3% | 16.9% | 12.3% | 37.5% | 12.5% | 24.4% | 15.6% | 29.6% | 28.9% | 20.6% | 33.8% |
| 영업이익률      | 17.1% | 17.7% | 18.2% | 17.5% | 16.3% | 19.1% | 19.1% | 20.1% | 17.7% | 18.6% | 21.8% |

자료: 유안타증권 리서치센터

#### HD현대마린솔루션: 목표주가 및 밸류에이션

| 기존사업                    | FY26F   | FY27F | FY28F  |
|-------------------------|---------|-------|--------|
| 지배주주순이익                 | 338     | 440   | 579    |
| Target P/E              | 30      |       |        |
| FY26-28F 평균 순이익 기반 적정가치 |         |       | 13,569 |
| 데이터센터향 엔진 AM            |         |       |        |
| 30년간 명목배당금              | 9,697   |       |        |
| 7% 할인율 적용한 배당금의 현재가치    | 2,576   |       |        |
| Terminal Value의 현재가치    | 2,339   |       |        |
| 데이터센터 엔진 AM 사업가치        | 4,915   |       |        |
| 기존사업 가치 + 신사업 가치        | 18,484  |       |        |
| 발행주식수 (천 주)             | 44,831  |       |        |
| 목표주가                    | 412,000 |       |        |

자료: 유안타증권 리서치센터 주: (단위: 십억 원)

HD현대마린솔루션(443060) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 (단위: 십억원) |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월)        | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| 매출액             | 1,745 | 1,983 | 2,266 | 2,587 | 3,134 |
| 매출원가            | 1,383 | 1,528 | 1,697 | 1,861 | 2,213 |
| 매출총이익           | 362   | 455   | 569   | 726   | 921   |
| 판매비             | 90    | 105   | 147   | 161   | 169   |
| 영업이익            | 272   | 350   | 422   | 565   | 752   |
| EBITDA          | 284   | 363   | 441   | 583   | 760   |
| 영업외손익           | 25    | 5     | 35    | 29    | 31    |
| 외환관련손익          | 21    | -7    | 20    | 12    | 12    |
| 이자손익            | 7     | 15    | 18    | 20    | 22    |
| 관계기업관련손익        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타              | -3    | -3    | -3    | -3    | -3    |
| 법인세비용차감전순이익     | 297   | 355   | 457   | 594   | 783   |
| 법인세비용           | 69    | 85    | 119   | 154   | 204   |
| 계속사업순손익         | 228   | 270   | 338   | 440   | 579   |
| 중단사업순손익         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익           | 228   | 270   | 338   | 440   | 579   |
| 지배지분순이익         | 228   | 270   | 338   | 440   | 579   |
| 포괄순이익           | 238   | 266   | 335   | 436   | 576   |
| 지배지분포괄이익        | 238   | 266   | 335   | 436   | 576   |

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       | 247   | 324   | 347   | 468   | 595   |
| 당기순이익           | 228   | 270   | 338   | 440   | 579   |
| 감가상각비           | 12    | 13    | 18    | 18    | 8     |
| 외환손익            | -6    | 3     | -20   | -12   | -12   |
| 중속, 관계기업관련손익    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자산부채의 증감        | -6    | 20    | 12    | 23    | 21    |
| 기타현금흐름          | 18    | 19    | -1    | -1    | -1    |
| 투자활동 현금흐름       | -196  | -21   | -33   | -36   | -20   |
| 투자자산            | -3    | -1    | 0     | 0     | 0     |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -10   | -17   | -23   | -18   | 0     |
| 유형자산 감소         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타현금흐름          | -183  | -4    | -9    | -18   | -19   |
| 재무활동 현금흐름       | 149   | -223  | -201  | -356  | -458  |
| 단기차입금           | -126  | 0     | 1     | 1     | 2     |
| 사채 및 장기차입금      | 1     | -3    | 0     | 0     | 0     |
| 자본              | 367   | 20    | 0     | 0     | 0     |
| 현금배당            | -100  | -215  | -177  | -332  | -435  |
| 기타현금흐름          | 7     | -26   | -26   | -26   | -26   |
| 연결범위변동 등 기타     | 3     | 0     | -30   | -35   | -30   |
| 현금의 증감          | 203   | 79    | 84    | 41    | 88    |
| 기초 현금           | 96    | 298   | 378   | 462   | 503   |
| 기말 현금           | 298   | 378   | 462   | 503   | 591   |
| NOPLAT          | 272   | 350   | 422   | 565   | 752   |
| FCF             | 237   | 307   | 324   | 450   | 595   |

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, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

| 재무상태표 (단위: 십억원) |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월)        | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| 유동자산            | 1,076 | 1,187 | 1,361 | 1,491 | 1,680 |
| 현금및현금성자산        | 298   | 378   | 462   | 503   | 591   |
| 매출채권 및 기타채권     | 263   | 318   | 374   | 434   | 504   |
| 채고자산            | 273   | 271   | 292   | 301   | 310   |
| 비유동자산           | 77    | 86    | 90    | 90    | 83    |
| 유형자산            | 20    | 30    | 34    | 34    | 26    |
| 관계기업등 지분관련자산    | 3     | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 기타투자자산          | 0     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 자산총계            | 1,152 | 1,272 | 1,451 | 1,581 | 1,763 |
| 유동부채            | 343   | 409   | 432   | 458   | 493   |
| 매입채무 및 기타채무     | 184   | 214   | 253   | 293   | 339   |
| 단기차입금           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 유동성장기부채         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 비유동부채           | 36    | 39    | 37    | 37    | 42    |
| 장기차입금           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 사채              | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 부채총계            | 379   | 448   | 469   | 494   | 535   |
| 자배지분            | 774   | 825   | 982   | 1,087 | 1,228 |
| 자본금             | 22    | 22    | 22    | 22    | 22    |
| 자본잉여금           | 385   | 404   | 404   | 404   | 404   |
| 이익잉여금           | 324   | 377   | 538   | 646   | 790   |
| 비지배지분           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본총계            | 774   | 825   | 982   | 1,087 | 1,228 |
| 순차입금            | -461  | -546  | -638  | -696  | -800  |
| 총차입금            | 21    | 18    | 19    | 21    | 23    |

| Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) |        |        |        |        |        |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 결산 (12월)                   | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
| EPS                        | 5,302  | 6,013  | 7,541  | 9,804  | 12,923 |
| BPS                        | 17,255 | 18,396 | 21,912 | 24,240 | 27,388 |
| EBITDAPS                   | 6,595  | 8,093  | 9,831  | 13,011 | 16,943 |
| SPS                        | 40,599 | 44,228 | 50,540 | 57,716 | 69,909 |
| DPS                        | 3,150  | 3,950  | 7,400  | 9,700  | 0      |
| PER                        | 24.8   | 30.8   | 26.2   | 20.1   | 15.3   |
| PBR                        | 7.6    | 10.1   | 9.0    | 8.1    | 7.2    |
| EV/EBITDA                  | 19.0   | 21.4   | 18.6   | 14.0   | 10.6   |
| PSR                        | 3.2    | 4.2    | 3.9    | 3.4    | 2.8    |

| 재무비율 (단위: 배, %) |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월)        | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| 매출액 증가율 (%)     | 22.0  | 13.6  | 14.3  | 14.2  | 21.1  |
| 영업이익 증가율 (%)    | 34.9  | 28.9  | 20.6  | 33.8  | 33.0  |
| 지배순이익 증가율 (%)   | 50.8  | 18.3  | 25.4  | 30.0  | 31.8  |
| 매출총이익률 (%)      | 20.7  | 22.9  | 25.1  | 28.1  | 29.4  |
| 영업이익률 (%)       | 15.6  | 17.7  | 18.6  | 21.8  | 24.0  |
| 지배순이익률 (%)      | 13.1  | 13.6  | 14.9  | 17.0  | 18.5  |
| EBITDA 마진 (%)   | 16.2  | 18.3  | 19.5  | 22.5  | 24.2  |
| ROIC            | 76.3  | 98.5  | 108.4 | 121.8 | 143.6 |
| ROA             | 25.2  | 22.2  | 24.8  | 29.0  | 34.7  |
| ROE             | 45.0  | 33.7  | 37.4  | 42.5  | 50.1  |
| 부채비율 (%)        | 49.0  | 54.3  | 47.8  | 45.5  | 43.6  |
| 순차입금/자기자본 (%)   | -59.6 | -66.2 | -65.0 | -64.0 | -65.2 |
| 영업이익/금융비용 (배)   | 59.8  | 330.2 | 411.9 | 516.6 | 630.2 |



백종민

방산/우주/AI/로보틱스

[jongmin.baik@yuantakorea.com](mailto:jongmin.baik@yuantakorea.com)

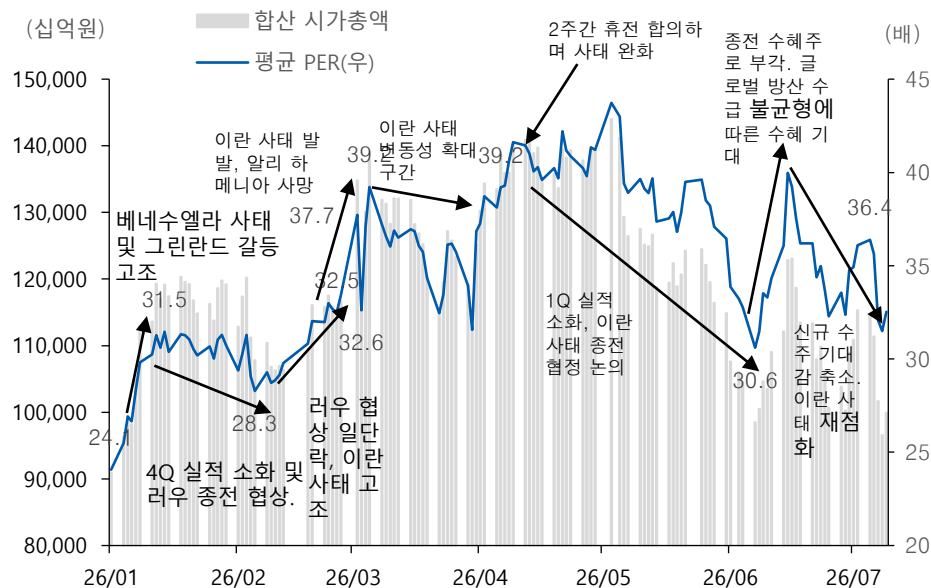
방산/우주

# 인고의 시간, 선별적 접근 권고

## 인고의 시간, 선별적 접근 권고

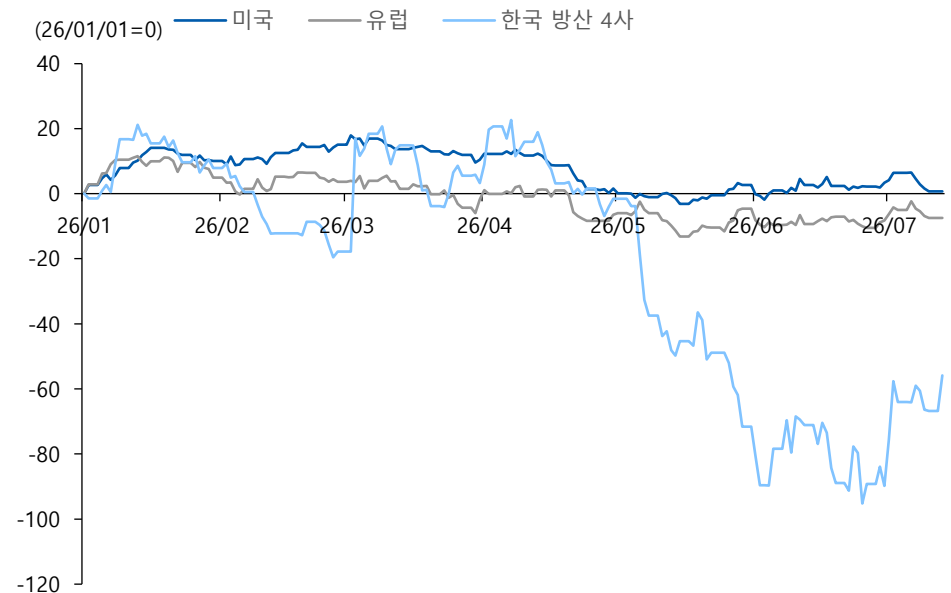
- 5월 이후 이란 사태가 Peak-out하면서 글로벌 방산 주가는 지수 대비 공통적으로 조정 받는 모양세. 그 중 한국 방산업체들의 조정 폭이 두드러지는 편
- 이는 지정학적 리스크가 대규모 신규 수주로 이어진다는 방산업종 성장 방정식에서  
1)기존 논의 중인 사업이 지연되고, 2)코스피 변동성이 확대되며 신규 수주에 대한 단기 기대감 부각과 실망이 반복되기 때문으로 해석  
EX)한화에어로스페이스 사우디 MNG 사업 지연, 현대로템 이라크 K2전차 사업 지연 등
- 한편, 동일 기간 동안 미국은 대규모 국방 예산 증액 예고, 유럽은 EU SAFE 자금을 활용한 프로젝트 발주로 관련 업체들의 직간접 수혜 지속  
EX)4조원 규모 루마니아 차세대 IFV 사업 내 라인메탈 수주(한화에어로스페이스 실주)
- 당분간 인고의 시간이 지속될 전망. 일단락되어 가던 이란 사태 역시 최근 재점화되는 중. 한국 주요 방산 기업들이 논의 중인 중동향 파이프라인이 다수 존재하기 때문
- 중장기적인 관점에서 선별적 접근 권고. 1)러·우, 이란 전쟁에서 확인한 현대전의 양상 변화 및 2)미국의 탈 세계화에 따른 대응 전략이 TAM을 결정  
1)드론과 미사일의 전략적 가치 부상에 따른 방공시스템 재평가 및 재고 보충 대응과, 2)현지 생산에서 공동 개발까지 이어지는 현지화 전략이 유효할 것으로 전망

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



자료: 에프앤가이드 Quantivise, 유안타증권 리서치센터  
주: 평균 PER은 주요 방산 4사 '26 PER 단순 평균

지수 대비 상승 폭 추이



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

중동 사태에 따른 양상 변화 및 글로벌 방산 업체와의 주요 협력 내용

| 기업명       | 중동 수주 파이프라인 변화                | 글로벌 업체와의 협력 내용                                                   |
|-----------|-------------------------------|------------------------------------------------------------------|
| LIG D&A   | 천궁-II 조기 인도 및 신규 고객 다수 논의 중   | 라인메탈과 합작 법인 설립. 동사의 중장거리 방공망과 라인메탈의 초단거리 방공망 결합                  |
| 한화에어로스페이스 | 천궁-II, L-SAM 관련 수혜. 사우디 사업 지연 | 탈레스와 MOU. 탈레스의 차세대 발사대 X-Fire에 동사의 천무 유도미사일 통합하는 무기체계 개량 사업 진행 중 |
| 한화시스템     | 천궁-II, L-SAM 관련 수혜            | 노스롭그루먼, 딜리펜스의 방공시스템에 동사의 MFR 결합 추진                               |
| 한국항공우주    | 중동 회전익 수주 지연                  | GE 아비오, 텍스트론 등과 회전익 공동 개발. UAE EDGE 그룹과 미래 항공우주 분야 MOU           |
| 현대로템      | 이라크 K2전차 수주 지연                | 안두릴과 AI 기반 지휘통제체계 및 대드론 방어 시스템 구축 MOU. 동사의 무인 차량에 안두릴 AI시스템 탑재   |

자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터

블룸버그 컨센서스 기준 지역별 영업이익 성장률 비교

|                   | 한국            |            |       |         | 미국                 |      |                     |                     | 유럽          |                |      |          |        |        |      |
|-------------------|---------------|------------|-------|---------|--------------------|------|---------------------|---------------------|-------------|----------------|------|----------|--------|--------|------|
| (%)               | 한화에어로<br>스페이스 | 한국항공우<br>주 | 현대로템  | LIG D&A | Lockheed<br>martin | RTX  | General<br>Dynamics | Northrop<br>Grumman | Rheinmetall | BAE<br>Systems | RTX  | Leonardo | Thales | Safran | Saab |
| '25년 영업<br>이익 성장률 | 78.4          | 11.8       | 120.3 | 43.0    | 16.5               | 15.3 | 11.7                | -2.1                | 26.3        | 6.6            | 15.3 | 28.1     | 23.4   | 9.1    | 35.4 |
| 평균                | 63.4          |            |       |         | 10.4               |      |                     |                     | 20.6        |                |      |          |        |        |      |
| '26년 영업<br>이익 성장률 | 41.6          | 73.2       | 19.7  | 46.6    | 52.6               | 7.2  | 8.3                 | 8.5                 | 50.1        | 23.4           | 7.2  | 6.7      | 34.3   | 34.2   | 37.2 |
| 평균                | 45.3          |            |       |         | 19.2               |      |                     |                     | 27.6        |                |      |          |        |        |      |
| '27년 영업<br>이익 성장률 | 28.5          | 43.7       | 42.7  | 37.9    | 5.2                | 9.9  | 8.5                 | 7.5                 | 44.8        | 11.4           | 9.9  | 17.4     | 12.0   | 11.9   | 25.8 |
| 평균                | 38.2          |            |       |         | 7.8                |      |                     |                     | 19.0        |                |      |          |        |        |      |

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주요 방산 기업 2Q26E Preview

| (단위: 십억원) |      | 추정치     | 컨센서스    | 차이(%)  | 부합여부 | YoY(%) |
|-----------|------|---------|---------|--------|------|--------|
| 한화에어로스페이스 | 매출   | 7,403.6 | 7,311.3 | 1.3    | 부합   | 17.3   |
|           | 영업이익 | 962.6   | 1,007.7 | (4.5)  | 하회   | 11.4   |
| 한국항공우주    | 매출   | 1,122.6 | 1,261.6 | (11.0) | 하회   | 35.5   |
|           | 영업이익 | 50.7    | 98.0    | (48.3) | 하회   | (40.5) |
| 현대로템      | 매출   | 1,812.6 | 1,704.1 | 6.4    | 상회   | 27.9   |
|           | 영업이익 | 200.1   | 276.8   | (27.7) | 하회   | (22.3) |
| LIG D&A   | 매출   | 1,124.6 | 1,166.5 | (3.6)  | 부합   | 19.0   |
|           | 영업이익 | 128.4   | 104.9   | 22.4   | 상회   | 65.5   |
| 한화시스템     | 매출   | 1,022.3 | 946.0   | 8.1    | 상회   | 33.1   |
|           | 영업이익 | 64.1    | 59.6    | 7.6    | 상회   | 91.3   |

자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

# LIG디펜스앤에어로스페이스 (079550): 2Q26 Pre, OPM 가이드نس 상향 전망

## 방산/우주



백종민 방산/우주/AI/로봇틱스

jongmin.baik@yuanta.com

신승우

Research Assistant

seungwoo.shin@yuanta.com

|             |                |
|-------------|----------------|
| 투자 의견       | BUY (M)        |
| 목표주가        | 1,050,000원 (U) |
| 현재주가 (7/13) | 725,000원       |
| 상승여력        | 45%            |

|             |                    |
|-------------|--------------------|
| 시가총액        | 159,500억원          |
| 총발행주식수      | 22,876,153주        |
| 60일 평균 거래대금 | 2,364억원            |
| 60일 평균 거래량  | 268,983주           |
| 52주 고       | 1,020,000원         |
| 52주 저       | 364,500원           |
| 외인지분율       | 25.30%             |
| 주요주주        | 엘아이지 외 8 인 38.21%  |
| 주가수익률(%)    | 1개월 3개월 12개월       |
| 절대          | (6.1) (22.8) 27.2  |
| 상대          | 12.1 (34.1) (40.7) |
| 절대(달러환산)    | (4.9) (23.4) 16.5  |

- 2Q26E 영업이익 컨센서스 상회 전망:** LIG디펜스앤에어로스페이스의 2Q26E 연결기준 실적은 매출액 1조 1,246억원(YoY +19.0%), 영업이익 1,284억원(YoY +65.4%, OPM 11.4%)으로 컨센서스 대비 매출액(1조 1,665억원)은 부합, 영업이익(1,049억원)은 상회할 전망. 수익성은 UAE항 3번째 포대 납품에 따른 진행률 매출 인식 지속과 우호적인 환율 효과에 기인. 전분기와 유사한 30% 수준의 수출 OPM 기대. 또한 내수 사업 역시 양산 비중 증가에 따라 전분기 대비 개선된 6% 수준의 OPM 전망. 고스트로보틱스는 전분기 대비 소폭 개선된 100억원(1Q26 130억원)의 적자를 반영. **연속된 서프라이즈로 기존 OPM 가이드نس 상향 가능성이 높다고 판단.** 2H25 영업이익에서 성장이 없다고 반영해도 8% 이상의 OPM 산출되기 때문. 1분기 실적 발표 당시, 시장에서 실망했던 포인트 중 일부가 해소될 전망
- CAPA 증설에 힌트가 있다:** 잇따른 전쟁으로 PAC-3 인도 지연 등 글로벌 방공 미사일 쇼티지 상황이 지속될 전망. 이번 중동 전쟁에서 천궁-II의 실전 능력이 입증. 기존 고객(UAE, 사우디, 이라크)들의 조기 인도 및 추가 구매, 카타르, 쿠웨이트 등 중동 신규 지역 뿐 아니라 인니(천궁 2개 포대 LOI 발송), 말레이시아(4.6억 달러 규모 중거리 공중 방어 사업 추진) 등 중동 외 지역에서도 협상이 진행되는 것으로 파악. 산업 특성상, 물 밑에서 논의 중인 수주의 가시성을 판단하기 어려움. 힌트는 CAPA 증설에 있다고 판단. 동사는 올해와 내년 각각 약 3,500억원의 시설 투자를 통해 '29E까지 10조원(가동률 70~80% 기준) 매출 규모의 생산 능력을 확보할 계획. **통상 4~5년 생산할 물량을 수주잔고로 확보한다는 점을 고려했을 때, 25.3조원의 수주잔고(1Q26 말 기준) 외에도 논의 중인 신규 수주가 있을 것으로 유추 가능.** 천궁-II 외에도 비공, 해공 등 다수의 잠재 사업들이 점차 가시화될 것으로 기대. 다만, 보다 긴 호흡으로 접근할 것을 권고
- 목표주가 1,050,000원으로 상향:** 투자 의견 Buy 유지, 목표주가 1,050,000원으로 상향. 적정주가 산정 시점을 중동 3개국향 천궁-II 매출이 오버랩되는 '28년으로 변경하고, 연중 P/E 멀티플 상단인 35.0배 적용. 연중 상단 멀티플을 적용한 이유는 당시 기대했던 신규 수주들의 가시성이 높아졌다고 판단했기 때문. 또한 신규 수주 사업의 인도 스케줄에 따라 적정주가 산정 기간 내 EPS 추정치 상향 가능성을 고려

## Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액         | 3,276 | 4,307  | 5,143  | 6,113  | 7,551  |
| 매출액증가율      | 41.9  | 31.5   | 19.4   | 18.8   | 23.5   |
| 영업이익        | 223   | 319    | 453    | 632    | 833    |
| 영업이익률       | 6.8   | 7.4    | 8.8    | 10.3   | 11.0   |
| 지배주주귀속이익    | 219   | 253    | 366    | 517    | 701    |
| 지배주주 귀속 EPS | 9,974 | 11,516 | 16,626 | 23,483 | 31,869 |
| 증가율         | 25.4  | 15.5   | 44.4   | 41.2   | 35.7   |
| PER         | 18.6  | 35.6   | 43.6   | 30.9   | 22.7   |
| PBR         | 3.3   | 6.3    | 7.1    | 5.9    | 4.9    |
| EV/EBITDA   | 13.2  | 22.4   | 28.7   | 22.1   | 16.8   |
| ROA         | 4.4   | 3.6    | 4.0    | 4.5    | 5.0    |
| ROE         | 19.4  | 19.2   | 19.9   | 21.0   | 23.7   |

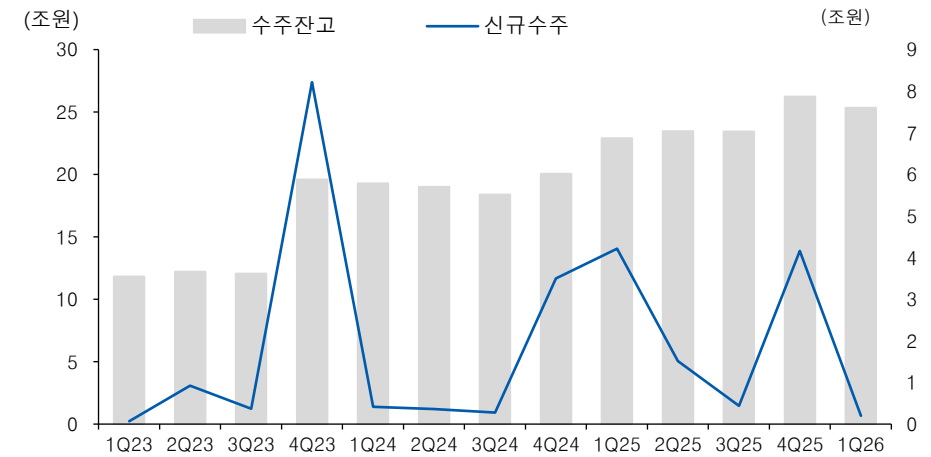
자료: 유안타증권 리서치센터

## 2Q26E 실적 Preview

|        | 2Q26E   |         |       |        |
|--------|---------|---------|-------|--------|
| (십억원)  | 당사 추정치  | 컨센서스    | 차이(%) | YoY(%) |
| 매출액    | 1,124.6 | 1,166.5 | -3.6  | 19.0   |
| 영업이익   | 128.4   | 104.9   | 22.4  | 65.4   |
| OPM(%) | 11.4    | 9.0     | 2.4   | 3.3    |

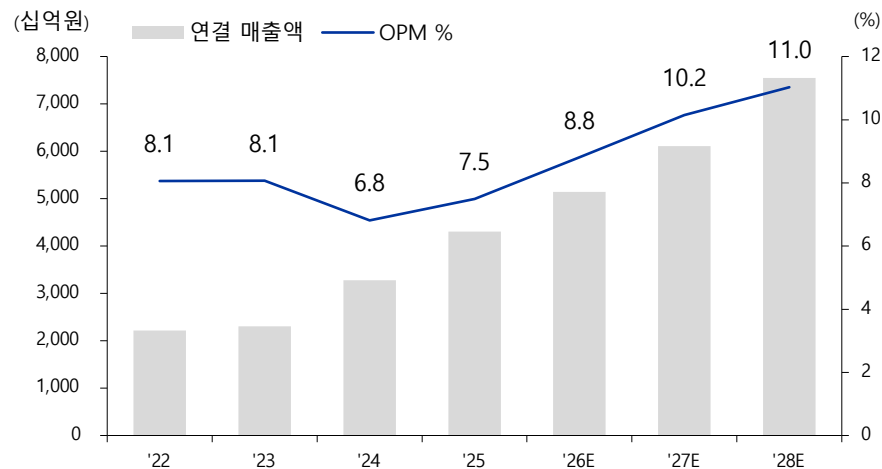
자료: 유안타증권 리서치센터

## 분기별 수주잔고 및 신규 수주 추이



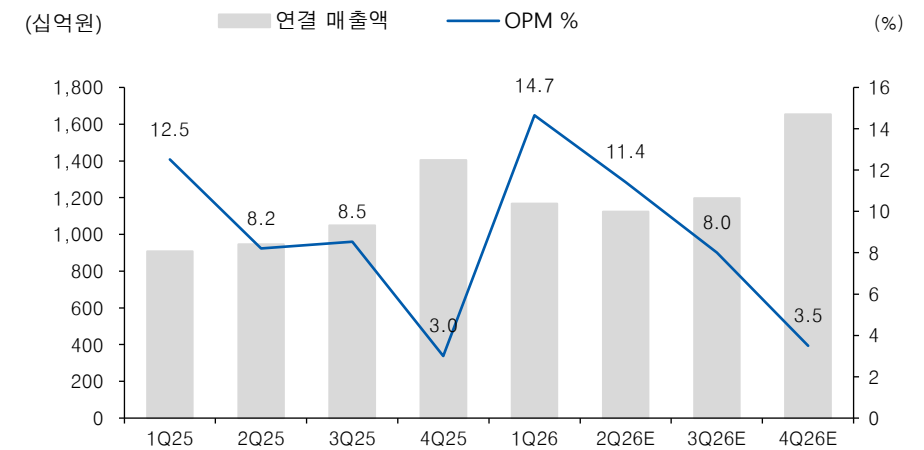
자료: 유안타증권 리서치센터

## 연간 실적 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

## 분기 실적 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

## 실적 테이블

| (십억원)  | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25    | 4Q25    | 1Q26E   | 2Q26E   | 3Q26E   | 4Q26E   | '25     | '26E    | '27E    | '28E    |
|--------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 연결 매출액 | 907.6 | 945.4 | 1,049.2 | 1,404.9 | 1,167.9 | 1,124.6 | 1,196.9 | 1,653.8 | 4,307.1 | 5,143.2 | 6,112.6 | 7,551.4 |
| YoY %  | 18.9  | 56.3  | 41.7    | 20.3    | 28.7    | 19.0    | 14.1    | 17.7    | 31.5    | 19.4    | 18.8    | 23.5    |
| 내수     | 722.6 | 780.7 | 862.1   | 1,019.9 | 762.7   | 824.1   | 917.2   | 1,328.5 | 3,385.3 | 3,832.6 | 4,247.7 | 4,924.6 |
| 수출     | 185.0 | 164.7 | 187.1   | 385.0   | 405.2   | 300.5   | 279.6   | 325.3   | 921.8   | 1,310.6 | 1,864.9 | 2,626.8 |
| 수출비중 % | 20.4  | 17.4  | 17.8    | 27.4    | 34.7    | 26.7    | 23.4    | 19.7    | 21.4    | 25.5    | 30.5    | 34.8    |
| 영업이익   | 113.6 | 77.6  | 89.6    | 42.1    | 171.1   | 128.4   | 95.7    | 57.9    | 322.9   | 453.1   | 620.5   | 833.0   |
| YoY %  | 69.6  | 58.0  | 72.6    | -23.9   | 50.6    | 65.4    | 6.9     | 37.5    | 44.6    | 40.3    | 36.9    | 34.2    |
| OPM %  | 12.5  | 8.2   | 8.5     | 3.0     | 14.7    | 11.4    | 8.0     | 3.5     | 7.5     | 8.8     | 10.2    | 11.0    |

자료: 유안타증권 리서치센터

## LIG D&A 밸류에이션 테이블

| 구분            | 내용        | 비고             |
|---------------|-----------|----------------|
| 당기순이익(십억원)    | 657       | (a) 2028년 순이익  |
| Target PER(배) | 35.0      | (b) 26년 P/E 상단 |
| 기업가치(십억원)     | 22,995    | (c)=(a)*(b)    |
| 주식수(천주)       | 22,000    | (d)            |
| 주당가치(원)       | 1,045,227 | (e)=(c)/(d)    |
| 목표주가(원)       | 1,050,000 |                |
| 현재주가(원)       | 725,000   | 7월 13일 종가      |
| 상승여력(%)       | 44.8      |                |

자료: 유안타증권 리서치센터

# Peer Valuation Table

## 국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

|           |       | LIG디펜스엔에어<br>로스페이스 | 한화에어로<br>스페이스 | 현대로템 | LIG넥스원 | RTX   | Leonardo | Hindustan<br>Aeronautics | Elbit Systems | GE Aerospace |
|-----------|-------|--------------------|---------------|------|--------|-------|----------|--------------------------|---------------|--------------|
| 시가총액(조원)  |       | 15.8               | 48.2          | 13.9 | 18.5   | 395.2 | 114.8    | 80.1                     | 77.9          | 52.8         |
| 매출액       | 2025  | 4.3                | 26.7          | 3.7  | 5.8    | 126.0 | 59.7     | 16.0                     | 35.6          | 11.3         |
|           | 2026F | 5.2                | 30.5          | 5.6  | 6.9    | 142.0 | 66.4     | 24.3                     | 40.8          | 14.0         |
|           | 2027F | 6.2                | 34.7          | 6.7  | 8.4    | 151.9 | 70.8     | 32.7                     | 44.2          | 15.7         |
|           | 2028F | 7.3                | 37.6          | 7.4  | 9.9    | 161.5 | 75.3     | 43.3                     | 48.3          | 17.3         |
| 영업이익      | 2025  | 0.3                | 3.1           | 0.3  | 1.0    | 13.2  | 6.4      | 2.6                      | 3.3           | 1.0          |
|           | 2026F | 0.5                | 4.4           | 0.5  | 1.2    | 18.7  | 7.0      | 4.4                      | 5.2           | 1.4          |
|           | 2027F | 0.6                | 5.6           | 0.7  | 1.7    | 20.5  | 7.5      | 6.3                      | 5.8           | 1.7          |
|           | 2028F | 0.9                | 6.4           | 0.8  | 2.2    | 22.4  | 8.2      | 8.6                      | 6.5           | 2.0          |
| 순이익       | 2025  | 7.4                | 11.6          | 7.3  | 17.2   | 10.5  | 10.8     | 16.5                     | 9.3           | 8.5          |
|           | 2026F | 9.0                | 14.3          | 8.3  | 17.5   | 13.1  | 10.6     | 18.0                     | 12.7          | 10.2         |
|           | 2027F | 10.5               | 16.2          | 10.1 | 20.3   | 13.5  | 10.6     | 19.3                     | 13.1          | 10.9         |
|           | 2028F | 11.9               | 17.0          | 10.7 | 22.2   | 13.9  | 10.8     | 20.0                     | 13.4          | 11.3         |
| PER       | 2025  | 0.3                | 1.4           | 0.2  | 0.8    | 9.6   | 5.9      | 1.1                      | 2.7           | 0.8          |
|           | 2026F | 0.4                | 2.3           | 0.3  | 1.0    | 14.3  | 6.0      | 2.8                      | 3.7           | 1.2          |
|           | 2027F | 0.5                | 2.9           | 0.5  | 1.4    | 15.7  | 6.5      | 4.1                      | 4.3           | 1.4          |
|           | 2028F | 0.7                | 3.3           | 0.6  | 1.8    | 17.2  | 7.0      | 5.7                      | 4.8           | 1.6          |
| PBR       | 2025  | 19.2               | 19.1          | 10.5 | 30.1   | 10.7  | 26.2     | 15.4                     | 21.6          | 14.4         |
|           | 2026F | 24.3               | 21.8          | 17.1 | 27.3   | 13.7  | 22.3     | 29.7                     | 24.8          | 15.9         |
|           | 2027F | 27.0               | 22.6          | 21.5 | 29.3   | 14.2  | 21.4     | 34.4                     | 24.9          | 16.7         |
|           | 2028F | 29.0               | 21.4          | 22.0 | 27.6   | 14.9  | 21.2     | 36.7                     | 24.1          | 19.6         |
| ROE       | 2025  | 36.6               | 33.4          | 59.9 | 26.8   | 29.2  | 22.7     | 68.1                     | 28.2          | 49.2         |
|           | 2026F | 41.4               | 21.1          | 41.1 | 19.1   | 28.3  | 19.3     | 27.3                     | 21.2          | 47.6         |
|           | 2027F | 29.8               | 16.4          | 27.5 | 13.5   | 25.4  | 17.9     | 18.6                     | 18.3          | 40.5         |
|           | 2028F | 22.0               | 14.8          | 22.7 | 10.7   | 23.1  | 16.5     | 13.4                     | 16.2          | 35.9         |
| EV/EBITDA | 2025  | 6.5                | 5.1           | 6.1  | 6.7    | 3.8   | 4.9      | 14.3                     | 5.9           | 6.5          |
|           | 2026F | 9.2                | 4.1           | 6.6  | 4.6    | 3.8   | 4.1      | 7.3                      | 5.1           | 7.4          |
|           | 2027F | 7.4                | 3.4           | 5.5  | 3.5    | 3.7   | 3.7      | 5.7                      | 4.5           | 6.5          |
|           | 2028F | 5.8                | 2.8           | 4.6  | 2.7    | 3.6   | 3.4      | 4.4                      | 3.9           | 6.2          |

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 / 단위: 조원, %, 배

주: 1) 국내 단위, 해외 단위 모두 조원으로 통일, 2) 2026/07/13 종가기준

LIG디펜스앤에어로스페이스(079550) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서       |       |       |       |       |       | (단위: 십억원) |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |           |
| 매출액         | 3,276 | 4,307 | 5,143 | 6,113 | 7,551 |           |
| 매출원가        | 2,824 | 3,644 | 4,205 | 4,857 | 5,913 |           |
| 매출총이익       | 453   | 663   | 939   | 1,256 | 1,639 |           |
| 판매비         | 229   | 343   | 485   | 623   | 806   |           |
| 영업이익        | 223   | 319   | 453   | 632   | 833   |           |
| EBITDA      | 309   | 444   | 601   | 801   | 995   |           |
| 영업외손익       | -20   | -41   | -50   | -63   | -61   |           |
| 외환관련손익      | 37    | 2     | 26    | 30    | 30    |           |
| 이자손익        | -2    | -8    | -18   | -25   | -23   |           |
| 관계기업관련손익    | 0     | 1     | 1     | 1     | 1     |           |
| 기타          | -55   | -37   | -58   | -68   | -68   |           |
| 법인세비용차감전순손익 | 203   | 278   | 403   | 570   | 772   |           |
| 법인세비용       | -10   | 41    | 61    | 85    | 115   |           |
| 계속사업순손익     | 213   | 237   | 343   | 484   | 657   |           |
| 중단사업순손익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 당기순이익       | 213   | 237   | 343   | 484   | 657   |           |
| 지배지분순이익     | 219   | 253   | 366   | 517   | 701   |           |
| 포괄순이익       | 198   | 242   | 347   | 489   | 661   |           |
| 지배지분포괄이익    | 199   | 261   | 374   | 526   | 713   |           |

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       | 952   | -584   | 178   | 369   | 465   |           |
| 당기순이익           | 213   | 237    | 343   | 484   | 657   |           |
| 감가상각비           | 68    | 89     | 115   | 138   | 134   |           |
| 외환손익            | -30   | -6     | -26   | -30   | -30   |           |
| 충족,관계기업관련손익     | 0     | -1     | -1    | -1    | -1    |           |
| 자산부채의 증감        | 605   | -1,105 | -454  | -421  | -492  |           |
| 기타현금흐름          | 96    | 201    | 201   | 199   | 196   |           |
| 투자활동 현금흐름       | -975  | -276   | -383  | -385  | -141  |           |
| 투자자산            | -3    | -4     | -5    | -6    | -8    |           |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -497  | -170   | -350  | -350  | -100  |           |
| 유형자산 감소         | 0     | 4      | 0     | 0     | 0     |           |
| 기타현금흐름          | -475  | -106   | -28   | -29   | -33   |           |
| 재무활동 현금흐름       | 120   | 439    | 782   | 304   | 292   |           |
| 단기차입금           | 65    | 463    | 425   | 479   | 493   |           |
| 사채 및 장기차입금      | 130   | 96     | -5    | -5    | 0     |           |
| 자본              | 0     | 11     | 505   | 0     | 0     |           |
| 현금배당            | -42   | -52    | -64   | -92   | -122  |           |
| 기타현금흐름          | -33   | -79    | -79   | -79   | -79   |           |
| 연결범위변동 등 기타     | 5     | -1     | -29   | -22   | -6    |           |
| 현금의 증감          | 102   | -422   | 548   | 265   | 610   |           |
| 기초 현금           | 445   | 547    | 125   | 673   | 938   |           |
| 기말 현금           | 547   | 125    | 673   | 938   | 1,548 |           |
| NOPLAT          | 234   | 319    | 453   | 632   | 833   |           |
| FCF             | 455   | -754   | -172  | 19    | 365   |           |

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

자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

| 재무상태표        |       |       |        |        |        | (단위: 십억원) |
|--------------|-------|-------|--------|--------|--------|-----------|
| 결산 (12월)     | 2024A | 2025A | 2026F  | 2027F  | 2028F  |           |
| 유동자산         | 3,895 | 5,622 | 7,698  | 9,647  | 12,587 |           |
| 현금및현금성자산     | 547   | 125   | 673    | 938    | 1,548  |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 425   | 553   | 671    | 798    | 985    |           |
| 재고자산         | 364   | 593   | 708    | 842    | 1,040  |           |
| 비유동자산        | 2,297 | 2,443 | 2,650  | 2,837  | 2,783  |           |
| 유형자산         | 1,371 | 1,533 | 1,768  | 1,980  | 1,946  |           |
| 관계기업등 지분관련자산 | 3     | 10    | 11     | 14     | 17     |           |
| 기타투자자산       | 77    | 78    | 81     | 84     | 90     |           |
| 자산총계         | 6,192 | 8,065 | 10,348 | 12,484 | 15,370 |           |
| 유동부채         | 4,617 | 6,216 | 7,705  | 9,438  | 11,767 |           |
| 매입채무 및 기타채무  | 727   | 1,418 | 1,693  | 2,032  | 2,510  |           |
| 단기차입금        | 163   | 568   | 968    | 1,418  | 1,868  |           |
| 유동성장기부채      | 41    | 35    | 35     | 35     | 35     |           |
| 비유동부채        | 311   | 373   | 379    | 386    | 403    |           |
| 장기차입금        | 51    | 163   | 158    | 153    | 153    |           |
| 사채           | 137   | 92    | 92     | 92     | 92     |           |
| 부채총계         | 4,928 | 6,589 | 8,084  | 9,823  | 12,171 |           |
| 자배지분         | 1,209 | 1,430 | 2,241  | 2,670  | 3,253  |           |
| 자본금          | 110   | 110   | 114    | 114    | 114    |           |
| 자본잉여금        | 142   | 153   | 654    | 654    | 654    |           |
| 이익잉여금        | 905   | 1,106 | 1,407  | 1,832  | 2,411  |           |
| 비지배지분        | 55    | 46    | 23     | -9     | -53    |           |
| 자본총계         | 1,264 | 1,476 | 2,264  | 2,661  | 3,200  |           |
| 순차입금         | -75   | 896   | 1,285  | 1,721  | 836    |           |
| 총차입금         | 494   | 1,053 | 1,473  | 1,947  | 2,440  |           |

| Valuation 지표 |         |         |         |         |         | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|
| 결산 (12월)     | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |               |
| EPS          | 9,974   | 11,516  | 16,626  | 23,483  | 31,869  |               |
| BPS          | 55,488  | 65,465  | 102,581 | 122,224 | 148,913 |               |
| EBITDAPS     | 14,048  | 20,163  | 27,296  | 36,391  | 45,241  |               |
| SPS          | 148,925 | 195,770 | 233,781 | 277,846 | 343,247 |               |
| DPS          | 2,400   | 2,950   | 4,200   | 5,600   | 5,600   |               |
| PER          | 18.6    | 35.6    | 43.6    | 30.9    | 22.7    |               |
| PBR          | 3.3     | 6.3     | 7.1     | 5.9     | 4.9     |               |
| EV/EBITDA    | 13.2    | 22.4    | 28.7    | 22.1    | 16.8    |               |
| PSR          | 1.2     | 2.1     | 3.1     | 2.6     | 2.1     |               |

| 재무비율          |       |       |       |       |       | (단위: 배, %, ) |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|
| 결산 (12월)      | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |              |
| 매출액 증가율 (%)   | 41.9  | 31.5  | 19.4  | 18.8  | 23.5  |              |
| 영업이익 증가율 (%)  | 19.9  | 43.0  | 41.8  | 39.5  | 31.7  |              |
| 지배순이익 증가율 (%) | 25.4  | 15.5  | 44.4  | 41.2  | 35.7  |              |
| 매출총이익률 (%)    | 13.8  | 15.4  | 18.2  | 20.5  | 21.7  |              |
| 영업이익률 (%)     | 6.8   | 7.4   | 8.8   | 10.3  | 11.0  |              |
| 지배순이익률 (%)    | 6.7   | 5.9   | 7.1   | 8.5   | 9.3   |              |
| EBITDA 마진 (%) | 9.4   | 10.3  | 11.7  | 13.1  | 13.2  |              |
| ROIC          | 26.0  | 16.9  | 15.7  | 17.4  | 19.8  |              |
| ROA           | 4.4   | 3.6   | 4.0   | 4.5   | 5.0   |              |
| ROE           | 19.4  | 19.2  | 19.9  | 21.0  | 23.7  |              |
| 부채비율 (%)      | 389.9 | 446.4 | 357.1 | 369.2 | 380.4 |              |
| 순차입금/자기자본 (%) | -6.2  | 62.6  | 57.3  | 64.5  | 25.7  |              |
| 영업이익/금융비용 (배) | 18.7  | 25.3  | 22.0  | 22.7  | 23.3  |              |

# 한화에어로스페이스 (012450): 2Q26 Pre, 하반기 기대되는 실적과 수주

## 방산/우주



백종민 방산/우주/AI/로보틱스

jongmin.baik@yuantaikorea.com

신승우

Research Assistant

sungwoo.shin@yuantaikorea.com

|             |                |
|-------------|----------------|
| 투자 의견       | BUY (M)        |
| 목표주가        | 1,480,000원 (D) |
| 현재주가 (7/13) | 936,000원       |
| 상승여력        | 58%            |

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 시가총액        | 482,633억원       |
| 총발행주식수      | 51,563,401주     |
| 60일 평균 거래대금 | 2,785억원         |
| 60일 평균 거래량  | 231,043주        |
| 52주 고       | 1,537,000원      |
| 52주 저       | 806,000원        |
| 외인지분율       | 45.35%          |
| 주요주주        | 한화 외 6 인 35.78% |

|          |        |        |        |
|----------|--------|--------|--------|
| 주가수익률(%) | 1개월    | 3개월    | 12개월   |
| 절대       | (13.2) | (38.8) | 16.1   |
| 상대       | 3.6    | (47.8) | (45.8) |
| 절대(달러환산) | (12.2) | (39.4) | 6.2    |

- **2Q26E 영업이익 컨센서스 대비 하회:** 2Q26E 연결기준 실적은 매출액 7조 4,036억원(YoY +17.3%), 영업이익 9,626억원(YoY +11.4%, OPM 11.1%)으로 컨센서스 대비 매출액(7.3조원)은 부합, 영업이익(1.0조원)은 소폭 하회 전망. 지상방산 부문 매출액 1조 8,816억원(YoY +6.1%), 영업이익 4,199억원(YoY -19.6%, OPM 22.3%)을 예상. 실적 부진은 전년 대비 뚜렷한 상저하고 계절성에 기인. 전분기 대비 폴란드 천무 매출이 가세하며, 수출 비중과 마진이 개선되겠지만, 전년 동기 대비는 아쉬울 전망. 7월부터 폴란드향 K9PL 물량 인도가 시작되는 등 예정된 스케줄에 차질 없이 인도가 진행 중인 것으로 파악. **2H26E 지상방산 매출액과 영업이익은 각각 6조 7,486억원(YoY +29.7%), 1조 8,536억원(YoY +56.0%, OPM 27.5%) 기록할 전망**
- **3Q부터 해소될 부진의 원인:** 3Q26E부터 다수의 수주 파이프라인이 구체화될 전망. 7월 중 미국 K9 사업의 숏리스트 발표, 3분기 중 스페인 K9 사업(궤도형 128문, 약 1~2조원 추정) 계약 체결, 연말 폴란드 EC3(잔여 308문 중 100~150문 예상, 3~4조원) 계약 체결, 사우디 MNG(약 10조원) 우선협상대상자 선정 등이 예상됨. 이 밖에도 인도 K9+비호복합, 탈레스와의 천무 현지화 협력 등 잠재 파이프라인 가세
- **투자 의견 Buy 유지, 목표주가 1,480,000원으로 하향:** 목표주가 1,480,000원(기존 1,820,000원)으로 하향 조정. SOTP 방식의 산정 방식에서 1)주요 자회사 지분 가치 하락 및 2)글로벌 Peer의 평균 EV/NOPLAT 멀티플 하향 조정에 따른 지상방산, 항공/우주 부문 영업가치 하락에 기인. 그럼에도 지상방산 부문에서 약 40조원 규모의 수주잔고를 바탕으로 향후 4~5년간 안정적인 실적 성장세는 지속될 전망. 글로벌 Peer 대비 절대적인 수주잔고가 높다고 보기에는 어렵지만, 이미 입증된 생산능력을 바탕으로 실적 가시성 측면에서는 우위. 한편, 최근 국내외 방산 주가의 부진은 잇따른 지정학적 분쟁 발생으로 인한 신규 수주 지연에 있다고 판단. 3분기부터 미국 K9 숏리스트, 스페인 K9 등 대형 수주 계약 논의가 본격화되며 주가 부진의 원인이 점차 해소될 것으로 예상. 투자 의견 Buy 유지

### Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액         | 11,240 | 26,703 | 31,171 | 35,803 | 40,130 |
| 매출액증가율      | 42.5   | 137.6  | 16.7   | 14.9   | 12.1   |
| 영업이익        | 1,732  | 3,089  | 4,313  | 5,227  | 6,619  |
| 영업이익률       | 15.4   | 11.6   | 13.8   | 14.6   | 16.5   |
| 지배주주귀속순이익   | 2,299  | 1,405  | 2,166  | 2,760  | 3,421  |
| 지배주주 귀속 EPS | 46,183 | 28,573 | 42,015 | 53,533 | 66,336 |
| 증가율         | 190.7  | -38.1  | 47.0   | 27.4   | 23.9   |
| PER         | 5.5    | 28.4   | 22.3   | 17.5   | 14.1   |
| PBR         | 2.4    | 4.3    | 4.2    | 3.4    | 2.8    |
| EV/EBITDA   | 12.8   | 13.1   | 11.7   | 10.0   | 8.3    |
| ROA         | 7.3    | 2.9    | 3.8    | 4.2    | 4.6    |
| ROE         | 53.9   | 19.1   | 20.4   | 21.5   | 21.8   |

자료: 유안타증권 리서치센터

## 2Q26E 추정치 변경 내역

|         | 변경 전  | 변경 후  | 차이(%) |
|---------|-------|-------|-------|
| 연결 영업이익 | 960.7 | 962.6 | 0.2   |
| YoY %   | 11.1  | 11.4  | -     |
| OPM %   | 13.7  | 13.0  | -0.7  |
| 항공우주    | 16.4  | 16.4  | 0.0   |
| 지상방산    | 457.6 | 419.9 | -8.2  |
| 한화시스템   | 73.3  | 64.1  | -12.5 |
| 한화오션    | 476.4 | 525.2 | 10.2  |
| 세트렉아이   | 2.4   | 2.4   | 0.0   |

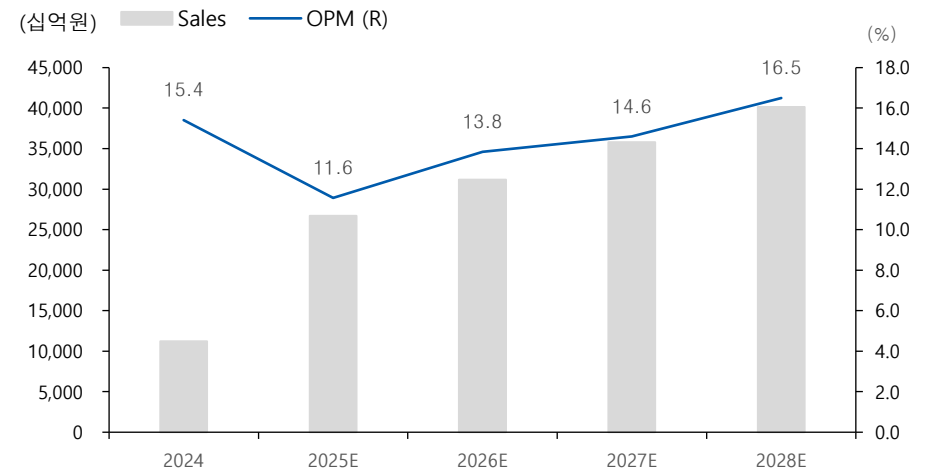
자료: 유안타증권 리서치센터

## 2Q26E 실적 Preview

|        | 2Q26E   |         |       |        |
|--------|---------|---------|-------|--------|
| (십억원)  | 당사 추정치  | 컨센서스    | 차이(%) | YoY(%) |
| 매출액    | 7,403.6 | 7,249.7 | 2.1   | 17.3   |
| 영업이익   | 962.6   | 1,013.6 | -5.0  | 11.4   |
| OPM(%) | 13.0    | 14.0    | -1.0  | -0.7   |

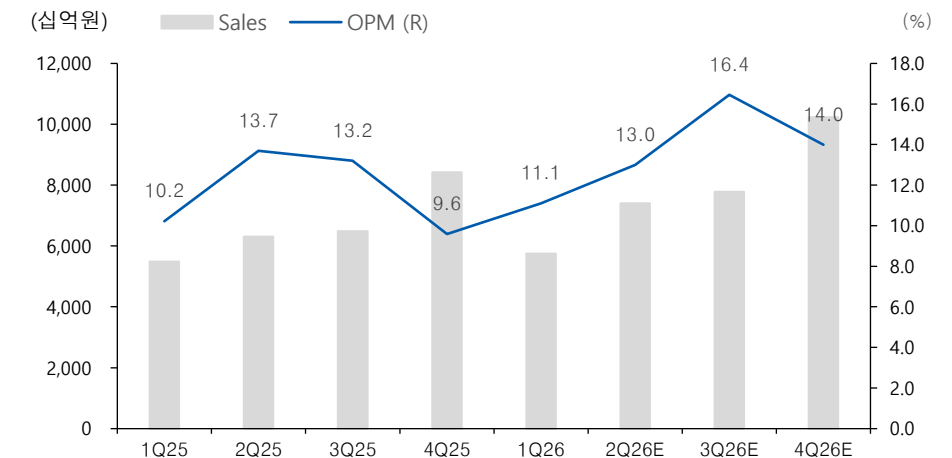
자료: 유안타증권 리서치센터

## 연간 실적 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

## 분기 실적 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

## 실적 테이블

| (십억원)      | 1Q25    | 2Q25    | 3Q25    | 4Q25    | 1Q26    | 2Q26E   | 3Q26E   | 4Q26E    | '25      | '26E     | '27E     | '28E     |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 연결 매출액     | 5,484.2 | 6,311.0 | 6,486.5 | 8,421.2 | 5,751.0 | 7,403.6 | 7,784.8 | 10,231.9 | 26,702.9 | 31,171.3 | 35,803.3 | 40,129.8 |
| YoY %      | 278.4   | 170.3   | 146.5   | 74.5    | 4.9     | 17.3    | 20.0    | 21.5     | 137.6    | 16.7     | 14.9     | 12.1     |
| 항공우주       | 530.9   | 648.9   | 604.0   | 729.3   | 661.2   | 794.8   | 755.7   | 1,030.1  | 2,513.1  | 3,241.8  | 3,736.1  | 4,105.3  |
| 지상방산       | 1,157.5 | 1,773.2 | 2,109.8 | 3,092.6 | 1,221.1 | 1,881.6 | 2,708.8 | 4,039.9  | 8,133.1  | 9,851.4  | 11,923.3 | 13,580.0 |
| 한화시스템      | 690.1   | 768.2   | 807.7   | 1,398.1 | 807.1   | 1,022.3 | 1,112.6 | 1,651.2  | 3,664.1  | 4,593.2  | 5,403.9  | 6,428.1  |
| 한화오션       | 3,143.1 | 3,294.1 | 3,023.4 | 3,323.0 | 3,209.9 | 3,885.6 | 3,343.2 | 3,617.1  | 12,783.6 | 14,055.9 | 15,528.8 | 17,580.4 |
| 세트렉아이      | 40.0    | 44.5    | 50.4    | 72.0    | 37.2    | 57.4    | 60.8    | 80.8     | 206.9    | 236.3    | 283.5    | 311.9    |
| 연결<br>영업이익 | 560.8   | 864.4   | 856.4   | 807.6   | 638.9   | 962.6   | 1,280.2 | 1,431.3  | 3,089.2  | 4,313.0  | 5,227.4  | 6,619.4  |
| YoY %      | 3,060.1 | 156.3   | 79.5    | - 10.2  | 13.9    | 11.4    | 49.5    | 77.2     | 78.4     | 39.6     | 21.2     | 26.6     |
| OPM %      | 10.2    | 13.7    | 13.2    | 9.6     | 11.1    | 13.0    | 16.4    | 14.0     | 11.6     | 13.8     | 14.6     | 16.5     |

자료: 유안타증권 리서치센터

## 지상방산 부문 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q25    | 2Q25    | 3Q25    | 4Q25    | 1Q26E   | 2Q26E   | 3Q26E   | 4Q26E   | '25     | '26E    | '27E     | '28E     |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 매출액   | 1,157.5 | 1,773.2 | 2,109.8 | 3,092.6 | 1,221.1 | 1,881.6 | 2,708.8 | 4,039.9 | 8,133.1 | 9,851.4 | 11,923.3 | 13,580.0 |
| 영업이익  | 301.9   | 522.5   | 572.6   | 616.0   | 208.7   | 419.9   | 774.3   | 1,079.4 | 1,565.9 | 2,013.0 | 2,482.3  | 3,031.8  |
| OPM % | 26.1    | 29.5    | 27.1    | 19.9    | 17.1    | 22.3    | 28.6    | 26.7    | 19.3    | 20.4    | 20.8     | 22.3     |

자료: 유안타증권 리서치센터

한화에어로스페이스 밸류에이션 테이블

| 영업가치      | 구분         | 산정가치       | 비고          |                                                          |       |           |
|-----------|------------|------------|-------------|----------------------------------------------------------|-------|-----------|
| 지상방산/항공우주 | NOPLAT     | 2,580      | (a)         | 26E~28E 평균, 법인세율 15% 적용<br>글로벌 Peer 26E~28E 평균 EV/NOPLAT |       |           |
|           | 적용 멀티플     | 27.9       | (b)         |                                                          |       |           |
|           | 적용 가치(십억원) | 72,024     | (c)=(a)*(b) |                                                          |       |           |
| 비영업가치     | 주요 상장 자회사  | 전체 시가총액    | 지분율         | 할인율(%)                                                   | 적용 가치 | 비고        |
|           | 한화오션       | 24,145     | 30.4        | 50                                                       | 3,670 | 7월 13일 증가 |
|           | 한화시스템      | 12,563     | 46.7        | 50                                                       | 2,933 | 7월 13일 증가 |
|           | 세트렉아이      | 854        | 33.63       | 50                                                       | 144   | 7월 13일 증가 |
|           | 소계         | 6,747      | (d)         | 자회사 적용 가치 합산                                             |       |           |
|           | 구분         | 산정가치       | 비고          |                                                          |       |           |
|           | 합계(십억원)    | 78,771     | (e)=(c)+(d) | 별도 기준 순차입금                                               |       |           |
|           | 순차입금(b)    | 2,436      | (f)         |                                                          |       |           |
|           | 적정 시가총액    | 76,335     | (h)=(e)-(f) | 자사주 제외(114,613주)                                         |       |           |
|           | 발행주식 수     | 51,563,401 |             |                                                          |       |           |
|           | 적정 주가(원)   | 1,480,409  |             | 7월 13일 증가                                                |       |           |
|           | 목표 주가(원)   | 1,480,000  |             |                                                          |       |           |
|           | 현재 주가(원)   | 936,000    |             |                                                          |       |           |
|           | 상승 여력(%)   | 58.1       |             |                                                          |       |           |

자료: 유안타증권 리서치센터

지상방산 주요 수출 파이프라인(~2031E)

|       | 국가      | 규모 (십억원) | 대수  | 25 | 26E | 27E | 28E | 29E | 30E | 31E |
|-------|---------|----------|-----|----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| K9    | 호주      | 794      | 30  |    | 양산  |     |     |     |     |     |
|       | 이집트     | 1,995    | 200 |    | 양산  |     |     |     |     |     |
|       | 폴란드 1차  | 3,204    | 212 |    |     |     |     |     |     |     |
|       | 폴란드 2차  | 3,448    | 152 |    |     |     | 양산  |     |     |     |
|       | 루마니아    | 1,383    | 54  |    |     | 양산  |     |     |     |     |
|       | 인도      | 371      | 100 |    |     |     |     |     |     |     |
|       | 베트남     | 352      | 25  |    |     |     |     |     |     |     |
|       | 폴란드 차체  | 403      |     |    |     |     |     |     |     |     |
|       | 핀란드     | 941      | 112 |    |     |     |     |     |     |     |
| 천무    | 폴란드 1차  | 5,048    | 218 |    |     |     |     |     |     |     |
|       | 폴란드 2차  | 2,253    | 72  |    |     |     |     |     |     |     |
|       | 폴란드 3차  | 5,600    |     |    |     |     |     |     |     |     |
|       | 노르웨이    | 1,316    | 16  |    |     | 양산  |     |     |     |     |
|       | 에스토니아   | 437      | 6   |    |     |     | 양산  |     |     |     |
|       | 사우디     | 402      |     |    |     |     |     |     |     |     |
| 레드백   | 호주      | 3,165    | 129 |    |     | 양산  |     |     |     |     |
| 천궁-II | UAE 발사대 | 389      |     | 양산 |     |     |     |     |     |     |
|       | 사우디 발사대 | 628      |     |    | 양산  |     |     |     |     |     |
|       | 이라크 발사대 | 388      |     |    |     | 양산  |     |     |     |     |
|       | 사우디 구성품 | 318      |     |    |     |     |     |     |     |     |

자료: 유안타증권 리서치센터

# Peer Valuation Table

## 국내외 Peer 기업 밸류에이션 비교

|           |       | 한화에어로<br>스페이스 | 한국항공우주 | 현대로템 | LIG D&A | Lockheed martin | BAE Systems | Rheinmetall | GE Aerospace | Elbit Systems |
|-----------|-------|---------------|--------|------|---------|-----------------|-------------|-------------|--------------|---------------|
| 시가총액(조원)  |       | 48.2          | 13.9   | 18.5 | 15.8    | 180.7           | 111.3       | 80.1        | 561.5        | 52.8          |
| 매출액       | 2025  | 26.7          | 3.7    | 5.8  | 4.3     | 106.7           | 53.1        | 16.0        | 65.2         | 11.3          |
|           | 2026F | 30.5          | 5.6    | 6.9  | 5.2     | 119.4           | 66.9        | 24.3        | 73.3         | 14.0          |
|           | 2027F | 34.7          | 6.7    | 8.4  | 6.2     | 125.7           | 72.3        | 32.7        | 81.1         | 15.7          |
|           | 2028F | 37.6          | 7.4    | 9.9  | 7.3     | 132.3           | 78.3        | 43.3        | 88.4         | 17.3          |
| 영업이익      | 2025  | 3.1           | 0.3    | 1.0  | 0.3     | 11.0            | 5.5         | 2.6         | 12.2         | 1.0           |
|           | 2026F | 4.4           | 0.5    | 1.2  | 0.5     | 14.5            | 7.3         | 4.4         | 15.7         | 1.4           |
|           | 2027F | 5.6           | 0.7    | 1.7  | 0.6     | 15.2            | 8.1         | 6.3         | 17.8         | 1.7           |
|           | 2028F | 6.4           | 0.8    | 2.2  | 0.9     | 16.1            | 8.9         | 8.6         | 19.8         | 2.0           |
| 순이익       | 2025  | 11.6          | 7.3    | 17.2 | 7.4     | 10.3            | 10.3        | 16.5        | 18.7         | 8.5           |
|           | 2026F | 14.3          | 8.3    | 17.5 | 9.0     | 12.1            | 10.9        | 18.0        | 21.4         | 10.2          |
|           | 2027F | 16.2          | 10.1   | 20.3 | 10.5    | 12.1            | 11.2        | 19.3        | 21.9         | 10.9          |
|           | 2028F | 17.0          | 10.7   | 22.2 | 11.9    | 12.2            | 11.3        | 20.0        | 22.4         | 11.3          |
| PER       | 2025  | 1.4           | 0.2    | 0.8  | 0.3     | 7.1             | 3.9         | 1.1         | 12.4         | 0.8           |
|           | 2026F | 2.3           | 0.3    | 1.0  | 0.4     | 10.4            | 4.9         | 2.8         | 12.0         | 1.2           |
|           | 2027F | 2.9           | 0.5    | 1.4  | 0.5     | 11.1            | 5.6         | 4.1         | 13.7         | 1.4           |
|           | 2028F | 3.3           | 0.6    | 1.8  | 0.7     | 11.8            | 6.2         | 5.7         | 15.2         | 1.6           |
| PBR       | 2025  | 19.1          | 10.5   | 30.1 | 19.2    | 76.9            | 17.6        | 15.4        | 45.8         | 14.4          |
|           | 2026F | 21.8          | 17.1   | 27.3 | 24.3    | 82.8            | 19.5        | 29.7        | 43.7         | 15.9          |
|           | 2027F | 22.6          | 21.5   | 29.3 | 27.0    | 68.8            | 20.8        | 34.4        | 49.2         | 16.7          |
|           | 2028F | 21.4          | 22.0   | 27.6 | 29.0    | 65.9            | 22.2        | 36.7        | 51.8         | 19.6          |
| ROE       | 2025  | 33.4          | 59.9   | 26.8 | 36.6    | 29.5            | 24.9        | 68.1        | 48.8         | 49.2          |
|           | 2026F | 21.1          | 41.1   | 19.1 | 41.4    | 17.5            | 22.2        | 27.3        | 47.5         | 47.6          |
|           | 2027F | 16.4          | 27.5   | 13.5 | 29.8    | 16.3            | 19.3        | 18.6        | 41.3         | 40.5          |
|           | 2028F | 14.8          | 22.7   | 10.7 | 22.0    | 15.3            | 17.4        | 13.4        | 36.2         | 35.9          |
| EV/EBITDA | 2025  | 5.1           | 6.1    | 6.7  | 6.5     | 16.5            | 4.4         | 14.3        | 17.3         | 6.5           |
|           | 2026F | 4.1           | 6.6    | 4.6  | 9.2     | 11.8            | 4.4         | 7.3         | 20.6         | 7.4           |
|           | 2027F | 3.4           | 5.5    | 3.5  | 7.4     | 10.1            | 3.9         | 5.7         | 19.7         | 6.5           |
|           | 2028F | 2.8           | 4.6    | 2.7  | 5.8     | 8.5             | 3.8         | 4.4         | 18.3         | 6.2           |

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 / 단위: 조원, %, 배  
 주: 1)국내 단위, 해외 단위 모두 조원으로 통일, 2)2026/07/13 종가기준

한화에어로스페이스(012450) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서       |        |        |        |        |        | (단위: 십억원) |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 결산 (12월)    | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |           |
| 매출액         | 11,240 | 26,703 | 31,171 | 35,803 | 40,130 |           |
| 매출원가        | 8,370  | 21,252 | 23,943 | 27,097 | 29,480 |           |
| 매출총이익       | 2,870  | 5,450  | 7,228  | 8,706  | 10,650 |           |
| 판매비         | 1,138  | 2,361  | 2,915  | 3,479  | 4,031  |           |
| 영업이익        | 1,732  | 3,089  | 4,313  | 5,227  | 6,619  |           |
| EBITDA      | 2,063  | 3,962  | 5,183  | 6,125  | 7,550  |           |
| 영업외손익       | 916    | -879   | -310   | -205   | -176   |           |
| 외환관련손익      | 92     | -66    | -59    | -62    | -65    |           |
| 이자손익        | -173   | -267   | -208   | -185   | -153   |           |
| 관계기업관련손익    | 105    | -83    | 83     | 83     | 83     |           |
| 기타          | 890    | -464   | -126   | -41    | -41    |           |
| 법인세비용차감전순손익 | 2,647  | 2,210  | 4,003  | 5,022  | 6,443  |           |
| 법인세비용       | 136    | 8      | 607    | 696    | 1,082  |           |
| 계속사업순손익     | 2,511  | 2,202  | 3,395  | 4,326  | 5,361  |           |
| 중단사업순손익     | 29     | 0      | 0      | 0      | 0      |           |
| 당기순이익       | 2,540  | 2,202  | 3,395  | 4,326  | 5,361  |           |
| 지배지분순이익     | 2,299  | 1,405  | 2,166  | 2,760  | 3,421  |           |
| 포괄순이익       | 2,598  | 2,306  | 3,499  | 4,430  | 5,465  |           |
| 지배지분포괄이익    | 2,376  | 1,437  | 2,181  | 2,761  | 3,406  |           |

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

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

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

자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

| 재무상태표        |        |        |        |        |        | (단위: 십억원) |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 결산 (12월)     | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |           |
| 유동자산         | 22,982 | 30,705 | 37,836 | 45,012 | 53,917 |           |
| 현금및현금성자산     | 2,968  | 7,713  | 9,701  | 11,639 | 13,568 |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 3,365  | 3,448  | 3,665  | 3,892  | 4,362  |           |
| 채고자산         | 6,404  | 7,742  | 9,290  | 11,148 | 13,378 |           |
| 비유동자산        | 20,580 | 23,248 | 23,508 | 24,202 | 24,927 |           |
| 유형자산         | 8,386  | 9,524  | 9,883  | 10,500 | 11,143 |           |
| 관계기업등 지분관련자산 | 966    | 2,190  | 2,409  | 2,767  | 3,102  |           |
| 기타투자자산       | 1,454  | 1,958  | 1,980  | 2,003  | 2,025  |           |
| 자산총계         | 43,562 | 53,954 | 61,344 | 69,214 | 78,844 |           |
| 유동부채         | 25,516 | 29,976 | 33,046 | 35,452 | 38,569 |           |
| 매입채무 및 기타채무  | 4,270  | 6,041  | 7,052  | 8,100  | 9,079  |           |
| 단기차입금        | 5,153  | 5,371  | 5,721  | 5,571  | 5,271  |           |
| 유동성장기부채      | 965    | 1,611  | 1,611  | 1,611  | 1,611  |           |
| 비유동부채        | 6,554  | 7,189  | 8,371  | 9,764  | 11,173 |           |
| 장기차입금        | 2,458  | 3,114  | 3,114  | 3,114  | 3,114  |           |
| 사채           | 1,707  | 2,298  | 3,298  | 4,498  | 5,698  |           |
| 부채총계         | 32,070 | 37,165 | 41,417 | 45,216 | 49,742 |           |
| 지배지분         | 4,995  | 9,685  | 11,595 | 14,099 | 17,264 |           |
| 자본금          | 240    | 270    | 270    | 270    | 270    |           |
| 자본잉여금        | 207    | 3,604  | 3,604  | 3,604  | 3,604  |           |
| 이익잉여금        | 4,747  | 5,983  | 7,789  | 10,189 | 13,250 |           |
| 비지배지분        | 6,497  | 7,103  | 8,332  | 9,898  | 11,839 |           |
| 자본총계         | 11,492 | 16,788 | 19,927 | 23,997 | 29,102 |           |
| 순차입금         | 7,505  | 4,717  | 4,083  | 3,259  | 2,192  |           |
| 총차입금         | 11,190 | 13,010 | 14,393 | 15,477 | 16,409 |           |

| Valuation 지표 |         |         |         |         |         | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|
| 결산 (12월)     | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |               |
| EPS          | 46,183  | 28,573  | 42,015  | 53,533  | 66,336  |               |
| BPS          | 108,088 | 188,251 | 225,373 | 274,045 | 335,549 |               |
| EBITDAPS     | 41,440  | 80,579  | 100,520 | 118,785 | 146,429 |               |
| SPS          | 225,800 | 543,072 | 604,524 | 694,355 | 778,262 |               |
| DPS          | 3,443   | 7,000   | 7,000   | 7,000   | 7,000   |               |
| PER          | 5.5     | 28.4    | 22.3    | 17.5    | 14.1    |               |
| PBR          | 2.4     | 4.3     | 4.2     | 3.4     | 2.8     |               |
| EV/EBITDA    | 12.8    | 13.1    | 11.7    | 10.0    | 8.3     |               |
| PSR          | 1.1     | 1.5     | 1.5     | 1.3     | 1.2     |               |

| 재무비율          |       |       |       |       |       | (단위: 배, %) |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| 결산 (12월)      | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |            |
| 매출액 증가율 (%)   | 42.5  | 137.6 | 16.7  | 14.9  | 12.1  |            |
| 영업이익 증가율 (%)  | 191.4 | 78.4  | 39.6  | 21.2  | 26.6  |            |
| 지배순이익 증가율 (%) | 181.2 | -38.9 | 54.2  | 27.4  | 23.9  |            |
| 매출총이익률 (%)    | 25.5  | 20.4  | 23.2  | 24.3  | 26.5  |            |
| 영업이익률 (%)     | 15.4  | 11.6  | 13.8  | 14.6  | 16.5  |            |
| 지배순이익률 (%)    | 20.5  | 5.3   | 7.0   | 7.7   | 8.5   |            |
| EBITDA 마진 (%) | 18.4  | 14.8  | 16.6  | 17.1  | 18.8  |            |
| ROIC          | 16.5  | 18.6  | 20.5  | 21.9  | 22.9  |            |
| ROA           | 7.3   | 2.9   | 3.8   | 4.2   | 4.6   |            |
| ROE           | 53.9  | 19.1  | 20.4  | 21.5  | 21.8  |            |
| 부채비율 (%)      | 279.1 | 221.4 | 207.8 | 188.4 | 170.9 |            |
| 순차입금/자기자본 (%) | 150.3 | 48.7  | 35.2  | 23.1  | 12.7  |            |
| 영업이익/금융비용 (배) | 7.1   | 6.3   | 7.8   | 8.6   | 10.3  |            |

# 한화시스템 (272210): 2Q26 Pre, 확인될 미래 가치

## 방산/우주



**백종민** 방산/우주/AI/로봇틱스  
jongmin.baik@yuantaikorea.com

**신승우** Research Assistant  
sungwoo.shin@yuantaikorea.com

|             |              |
|-------------|--------------|
| 투자 의견       | BUY (M)      |
| 목표주가        | 136,000원 (D) |
| 현재주가 (7/13) | 66,500원      |
| 상승여력        | 105%         |

|             |                          |
|-------------|--------------------------|
| 시가총액        | 125,631억원                |
| 총발행주식수      | 188,919,389주             |
| 60일 평균 거래대금 | 880억원                    |
| 60일 평균 거래량  | 860,925주                 |
| 52주 고       | 162,700원                 |
| 52주 저       | 45,350원                  |
| 외인지분율       | 9.99%                    |
| 주요주주        | 한화에어로스페이스 외 3인<br>59.53% |
| 주가수익률(%)    | 1개월 3개월 12개월             |
| 절대          | (30.7) (49.6) 22.7       |
| 상대          | (17.3) (57.0) (42.8)     |
| 절대(달러환산)    | (30.0) (50.1) 12.2       |

- 2Q26E 실적 컨센서스 상회:** 한화시스템의 2Q26E 매출액 1조 223억원(YoY +33.1%), 영업이익 641억원(YoY +91.3%, OPM 6.3%)으로 컨센서스 대비 매출액(9,460억원)과 영업이익(596억원) 모두 상회할 전망. 상반기 중 예정되었던 필리핀조선소의 NSMV 인도(현재 진수 상태)가 일부 지연되었지만, 6월부터 흑자선종(CV) 건조가 시작된 것으로 파악됨에 따라 1Q 대비 적자폭 축소 기대. 방산 부문에서는 UAE항 천궁2 MFR 매출과 폴란드항 K2전차 EC2 구성품 매출 진행률 확대 등에 따라 양호한 실적 기록한 것으로 파악. 한편, 연중 전 사업부문에서 매출 성장세 지속될 전망. 사우디항 천궁2 MFR 매출 인식 확대 및 국내 KF-21 양산 본격화에 기인. 전년대비 300~600억원 이상의 자체 연구개발비 투자 확대되겠지만, 외형 성장 및 QoQ 필리핀조선소 적자폭 축소세에 따라 견조한 이익 성장 전망
- 확인될 미래 가치:** 동사의 강점은 우주+방산+조선으로 구성된 사업 포트폴리오라고 판단. 최근 방산 부문에서 CPSP 사업 잠수함 CMS 공급은 불발되었지만, 동사가 체계종합을 담당하는 대드론 레이저 무기체계 천광의 국내 실전 배치 및 블록2(고출력+기동성 확보) 사업 진행 중. 천광의 최대 강점은 수천원에 불과한 발사 가격. 드론의 전략적 가치가 부상함에 따라 가성비 대공 무기로 부각될 전망. 6월에는 레이저발진기 국산화 완료. 국산화율 90% 달성과 함께 향후 수출 논의 시 높은 수익성 예상. 또한 3Q에는 초소형 위성체계 사업(1.4조원 규모) 사업자 선정 예정. 동사는 작년 말 준공된 제주우주센터를 통해 경쟁력 확보. 이 밖에도 우주관련 비닉 사업 다수 존재. 3Q부터 우주+방산을 필두로, 포트폴리오의 미래 가치가 확인될 전망
- 투자 의견 Buy, 목표주가 136,000원으로 하향:** 목표주가를 136,000원(기존 169,000원)으로 하향. '28E EPS 3,884원(기존 4,229원)과 Target PER 35배(기존 40배) 적용. '28E EPS와 Target PER 하향은 자체 연구개발비 확대 추세와 필리핀조선소 인도 지연 해소 불확실성에 따른 EPS 하향 조정 가능성을 반영. 올해 우주+방산의 미래 잠재 가치 확인을 시작으로, 내년 초에는 美 군수지원함 양산 사업자 선정 등에 따른 조선의 잠재 가치를 확인할 수 있을 전망. 이는 104.5%의 성장여력을 정당화하는 요소라고 판단. 투자 의견 Buy 유지

### Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 2,804 | 3,664 | 4,593 | 5,404 | 6,428 |
| 매출액증가율      | 14.3  | 30.7  | 25.4  | 17.7  | 19.0  |
| 영업이익        | 219   | 120   | 249   | 511   | 716   |
| 영업이익률       | 7.8   | 3.3   | 5.4   | 9.5   | 11.1  |
| 지배주주귀속이익    | 454   | 242   | 252   | 531   | 734   |
| 지배주주 귀속 EPS | 2,405 | 1,282 | 1,333 | 2,811 | 3,884 |
| 증가율         | 30.1  | -46.7 | 4.0   | 110.9 | 38.2  |
| PER         | 7.9   | 36.1  | 49.9  | 23.7  | 17.1  |
| PBR         | 1.4   | 1.8   | 1.7   | 1.3   | 1.0   |
| EV/EBITDA   | 11.1  | 33.4  | 29.7  | 18.4  | 14.0  |
| ROA         | 8.8   | 3.0   | 2.1   | 3.4   | 3.8   |
| ROE         | 19.6  | 6.6   | 4.2   | 6.2   | 6.5   |

자료: 유안타증권 리서치센터

## 2Q26E 실적 Preview

|        | 2Q26E   |       |       |        |
|--------|---------|-------|-------|--------|
| (십억원)  | 당사 추정치  | 컨센서스  | 차이(%) | YoY(%) |
| 매출액    | 1,022.3 | 946.0 | 8.1   | 33.1   |
| 영업이익   | 64.1    | 59.6  | 7.6   | 91.3   |
| OPM(%) | 6.3     | 6.3   | 0.0   | 1.9    |

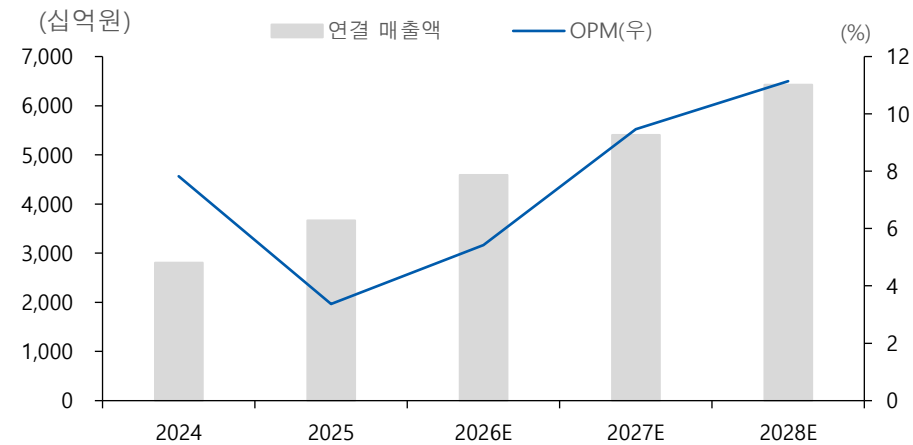
자료: 유안타증권 리서치센터

## 연간 추정치 변경 내역

|        | 변경 전    |         |         | 변경 후    |         |         | 차이(%) |       |       |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| (십억원)  | 2026E   | 2027E   | 2028E   | 2026E   | 2027E   | 2028E   | 2026E | 2027E | 2028E |
| 매출액    | 4,593.2 | 5,403.9 | 6,428.1 | 4,593.2 | 5,403.9 | 6,428.1 | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 영업이익   | 304.2   | 553.1   | 778.0   | 249.2   | 511.3   | 716.2   | -18.1 | -7.6  | -7.9  |
| OPM(%) | 6.6     | 10.2    | 12.1    | 5.4     | 9.5     | 11.1    | -1.2  | -0.8  | -1.0  |

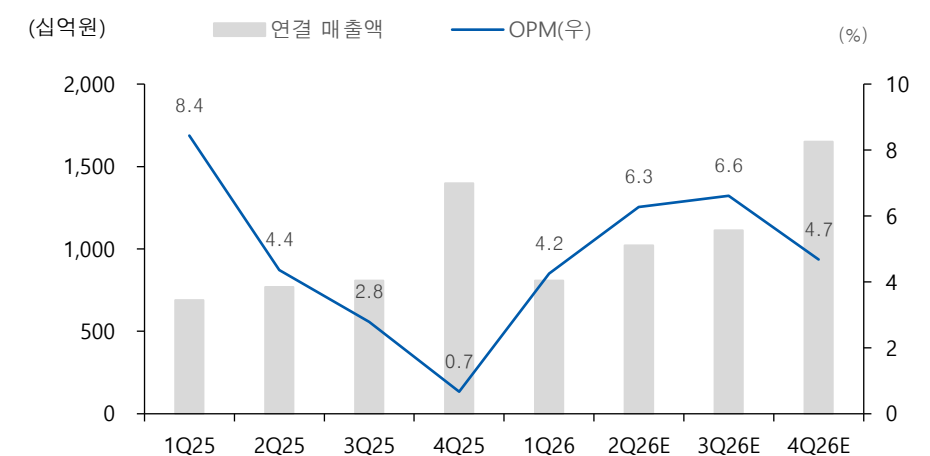
자료: 유안타증권 리서치센터

## 연간 실적 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

## 분기 실적 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

## 실적 테이블

| (십억원)    | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25    | 1Q26  | 2Q26E   | 3Q26E   | 4Q26E   | '25     | '26E    | '27E    | '28E    |
|----------|-------|-------|-------|---------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 연결 매출액   | 690.1 | 768.2 | 807.7 | 1,398.1 | 807.1 | 1,022.3 | 1,112.6 | 1,651.2 | 3,664.1 | 4,593.2 | 5,403.9 | 6,428.1 |
| YoY %    | 26.8  | 11.8  | 26.4  | 49.8    | 17.0  | 33.1    | 37.7    | 18.1    | 30.7    | 25.4    | 17.7    | 19.0    |
| 방산       | 430.3 | 470.2 | 481.4 | 1,056.9 | 531.1 | 715.0   | 789.5   | 1,092.0 | 2,438.8 | 3,127.6 | 3,622.4 | 4,303.8 |
| ICT      | 141.5 | 147.0 | 155.7 | 431.1   | 145.5 | 162.0   | 170.3   | 294.8   | 652.6   | 772.6   | 953.4   | 1,129.8 |
| 기타(필리 등) | 118.3 | 151.0 | 170.6 | 379.5   | 130.5 | 145.3   | 152.8   | 264.4   | 572.7   | 693.0   | 828.1   | 994.5   |
| 연결 영업이익  | 58.2  | 33.5  | 22.5  | 9.4     | 34.3  | 64.1    | 73.6    | 77.3    | 123.6   | 249.2   | 511.3   | 716.2   |
| YoY %    | 27.9  | -60.3 | -62.7 | -67.7   | -41.1 | 91.3    | 227.0   | 721.8   | -43.6   | 101.6   | 105.2   | 40.1    |
| OPM %    | 8.4   | 4.4   | 2.8   | 0.7     | 4.2   | 6.3     | 6.6     | 4.7     | 3.4     | 5.4     | 9.5     | 11.1    |

자료: 유안타증권 리서치센터

## 한화시스템 밸류에이션 테이블

|               | 내용      | 비고       |
|---------------|---------|----------|
| 적용 EPS(원)     | 3,884   | 2028E 기준 |
| Target P/E(배) | 35      |          |
| 주당 가치(원)      | 135,949 |          |
| 목표 주가(원)      | 136,000 |          |
| 현재 주가(원)      | 66,500  | 7/13일 종가 |
| 상승 여력(%)      | 104.5   |          |

자료: 유안타증권 리서치센터

한화시스템(272210) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서       |       |       |       |       |       | (단위: 십억원) |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |           |
| 매출액         | 2,804 | 3,664 | 4,593 | 5,404 | 6,428 |           |
| 매출원가        | 2,388 | 3,272 | 4,017 | 4,491 | 5,225 |           |
| 매출총이익       | 416   | 392   | 577   | 913   | 1,203 |           |
| 판매비         | 196   | 272   | 327   | 402   | 487   |           |
| 영업이익        | 219   | 120   | 249   | 511   | 716   |           |
| EBITDA      | 333   | 300   | 417   | 669   | 865   |           |
| 영업외손익       | 362   | -5    | 7     | 28    | 29    |           |
| 외환관련손익      | 16    | 3     | 0     | 0     | 0     |           |
| 이자손익        | -8    | -25   | -21   | 0     | 1     |           |
| 관계기업관련손익    | -13   | -5    | 5     | 5     | 5     |           |
| 기타          | 366   | 22    | 22    | 22    | 22    |           |
| 법인세비용차감전순손익 | 581   | 115   | 256   | 539   | 745   |           |
| 법인세비용       | 104   | -86   | 38    | 81    | 112   |           |
| 계속사업순손익     | 477   | 201   | 217   | 459   | 634   |           |
| 중단사업순손익     | -32   | 8     | 0     | 0     | 0     |           |
| 당기순이익       | 445   | 209   | 217   | 459   | 634   |           |
| 지배지분순이익     | 454   | 242   | 252   | 531   | 734   |           |
| 포괄순이익       | 411   | 2,397 | 2,405 | 2,646 | 2,821 |           |
| 지배지분포괄이익    | 420   | 2,398 | 2,407 | 2,648 | 2,823 |           |

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       | 133   | 79     | 34    | 297   | 404   |           |
| 당기순이익           | 445   | 209    | 217   | 459   | 634   |           |
| 감가상각비           | 92    | 141    | 134   | 129   | 124   |           |
| 외환손익            | -22   | 2      | 0     | 0     | 0     |           |
| 중속,관계기업관련손익     | 16    | 5      | -5    | -5    | -5    |           |
| 자산부채의 증감        | -218  | -211   | -368  | -336  | -395  |           |
| 기타현금흐름          | -182  | -68    | 56    | 51    | 47    |           |
| 투자활동 현금흐름       | -442  | -1,170 | 1,307 | -367  | -413  |           |
| 투자자산            | -101  | -838   | 1,541 | -139  | -175  |           |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -240  | -299   | -100  | -100  | -100  |           |
| 유형자산 감소         | 0     | 2      | 0     | 0     | 0     |           |
| 기타현금흐름          | -102  | -35    | -134  | -128  | -138  |           |
| 재무활동 현금흐름       | 35    | 1,237  | 392   | 341   | 42    |           |
| 단기차입금           | -102  | 266    | 156   | 155   | -93   |           |
| 사채 및 장기차입금      | 245   | 876    | 200   | 150   | 100   |           |
| 자본              | -8    | 31     | 0     | 0     | 0     |           |
| 현금배당            | -52   | -65    | -93   | -93   | -93   |           |
| 기타현금흐름          | -47   | 129    | 129   | 129   | 129   |           |
| 연결범위변동 등 기타     | -2    | -20    | 15    | 3     | 31    |           |
| 현금의 증감          | -276  | 126    | 1,748 | 273   | 64    |           |
| 기초 현금           | 476   | 200    | 325   | 2,074 | 2,347 |           |
| 기말 현금           | 200   | 325    | 2,074 | 2,347 | 2,411 |           |
| NOPLAT          | 219   | 209    | 249   | 511   | 716   |           |
| FCF             | -107  | -220   | -66   | 197   | 304   |           |

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,ROA의 경우,

자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

| 재무상태표        |       |        |        |        |        | (단위: 십억원) |
|--------------|-------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 결산 (12월)     | 2024A | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |           |
| 유동자산         | 2,286 | 2,929  | 8,146  | 11,744 | 15,390 |           |
| 현금및현금성자산     | 200   | 325    | 2,074  | 2,347  | 2,411  |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 313   | 452    | 568    | 668    | 795    |           |
| 채고자산         | 610   | 811    | 1,016  | 1,196  | 1,422  |           |
| 비유동자산        | 3,524 | 7,399  | 5,790  | 5,871  | 5,997  |           |
| 유형자산         | 636   | 823    | 788    | 760    | 736    |           |
| 관계기업등 지분관련자산 | 25    | 548    | 688    | 809    | 962    |           |
| 기타투자자산       | 1,878 | 5,090  | 3,410  | 3,428  | 3,450  |           |
| 자산총계         | 5,810 | 10,327 | 13,936 | 17,615 | 21,387 |           |
| 유동부채         | 2,677 | 3,335  | 4,229  | 5,028  | 5,748  |           |
| 매입채무 및 기타채무  | 436   | 722    | 905    | 1,065  | 1,267  |           |
| 단기차입금        | 30    | 301    | 451    | 601    | 501    |           |
| 유동성장기부채      | 50    | 100    | 100    | 100    | 100    |           |
| 비유동부채        | 678   | 1,991  | 2,395  | 2,722  | 3,046  |           |
| 장기차입금        | 0     | 226    | 326    | 376    | 426    |           |
| 사채           | 249   | 848    | 948    | 1,048  | 1,098  |           |
| 부채총계         | 3,355 | 5,326  | 6,623  | 7,750  | 8,793  |           |
| 자배지분         | 2,490 | 4,849  | 7,195  | 9,821  | 12,649 |           |
| 자본금          | 945   | 945    | 945    | 945    | 945    |           |
| 자본잉여금        | 1,092 | 1,123  | 1,123  | 1,123  | 1,123  |           |
| 이익잉여금        | 589   | 709    | 867    | 1,305  | 1,945  |           |
| 비지배지분        | -34   | 152    | 117    | 45     | -55    |           |
| 자본총계         | 2,456 | 5,001  | 7,313  | 9,866  | 12,594 |           |
| 순차입금         | 152   | 1,128  | -305   | -309   | -412   |           |
| 총차입금         | 473   | 1,616  | 1,972  | 2,278  | 2,284  |           |

| Valuation 지표 |        |        |        |        |        | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| 결산 (12월)     | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |               |
| EPS          | 2,405  | 1,282  | 1,333  | 2,811  | 3,884  |               |
| BPS          | 13,316 | 25,933 | 38,480 | 52,520 | 67,645 |               |
| EBITDAPS     | 1,765  | 1,590  | 2,209  | 3,540  | 4,579  |               |
| SPS          | 14,841 | 19,395 | 24,313 | 28,604 | 34,026 |               |
| DPS          | 350    | 500    | 500    | 500    | 500    |               |
| PER          | 7.9    | 36.1   | 49.9   | 23.7   | 17.1   |               |
| PBR          | 1.4    | 1.8    | 1.7    | 1.3    | 1.0    |               |
| EV/EBITDA    | 11.1   | 33.4   | 29.7   | 18.4   | 14.0   |               |
| PSR          | 1.3    | 2.4    | 2.7    | 2.3    | 2.0    |               |

| 재무비율          |       |       |       |       |       | (단위: 배, %, %) |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|
| 결산 (12월)      | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |               |
| 매출액 증가율 (%)   | 14.3  | 30.7  | 25.4  | 17.7  | 19.0  |               |
| 영업이익 증가율 (%)  | 78.9  | -45.3 | 107.8 | 105.2 | 40.1  |               |
| 지배순이익 증가율 (%) | 30.1  | -46.7 | 4.0   | 110.8 | 38.2  |               |
| 매출총이익률 (%)    | 14.8  | 10.7  | 12.6  | 16.9  | 18.7  |               |
| 영업이익률 (%)     | 7.8   | 3.3   | 5.4   | 9.5   | 11.1  |               |
| 지배순이익률 (%)    | 16.2  | 6.6   | 5.5   | 9.8   | 11.4  |               |
| EBITDA 마진 (%) | 11.9  | 8.2   | 9.1   | 12.4  | 13.5  |               |
| ROIC          | 27.8  | 22.9  | 15.1  | 11.3  | 10.1  |               |
| ROA           | 8.8   | 3.0   | 2.1   | 3.4   | 3.8   |               |
| ROE           | 19.6  | 6.6   | 4.2   | 6.2   | 6.5   |               |
| 부채비율 (%)      | 136.6 | 106.5 | 90.6  | 78.6  | 69.8  |               |
| 순차입금/자기자본 (%) | 6.1   | 23.3  | -4.2  | -3.1  | -3.3  |               |
| 영업이익/금융비용 (배) | 9.8   | 3.2   | 3.8   | 6.6   | 8.6   |               |



이승웅



통신/지주

seungwoong.lee@yuantakorea.com

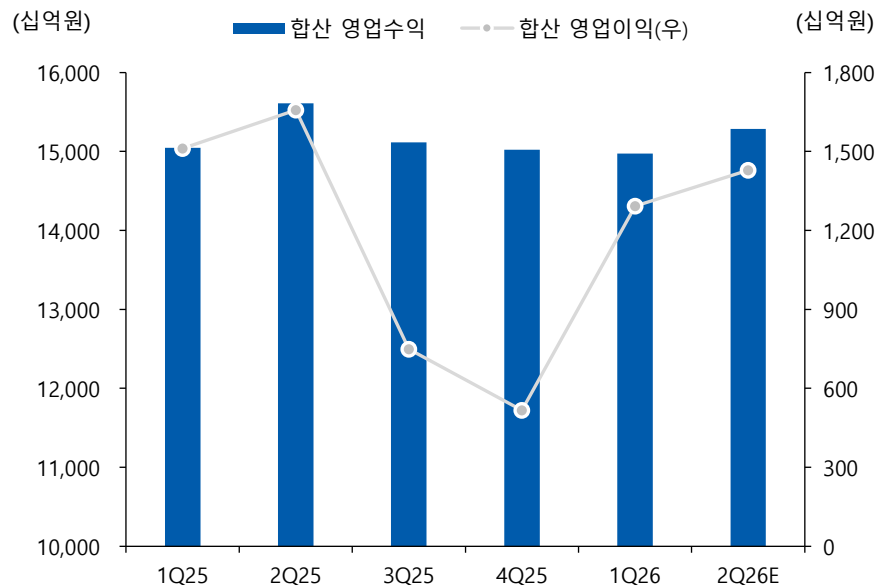
통신

답은 듯 다른

## 통신 2Q26 Preview: 시장 컨센서스 부합 전망

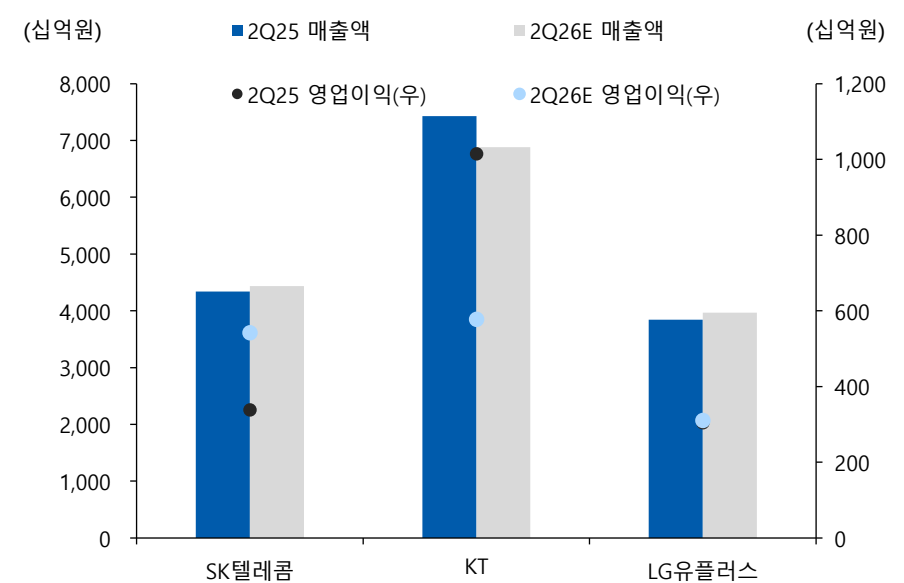
- 2Q26 통신 3사 합산 연결 영업수익은 15.3조원(-2.1% YoY), 영업이익은 1.4조원(-13.8% YoY)으로 시장 컨센서스 (15.2조원, 1.4조원)를 부합할 전망
- 2Q25 사이버 침해 사고, 부동산이익 등 통신사별 기저 효과에서 차이 존재
  - SK텔레콤: 2Q25 사이버 침해 사고 영향으로 이익 부진, 따라서 영업이익은 QoQ, YoY 증가 예상
  - KT: 2Q25 유무선 가입자 유입, 인력 구조조정 효과, 부동산 분양이익(3,800억원) 등 역기저 부담 존재
  - LGU+: 특별한 기저 효과 없이 이익 증가 추세 유지할 전망

통신3사 합산 연결 영업수익, 영업이익 추이



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

통신사별 영업수익, 영업이익 비교

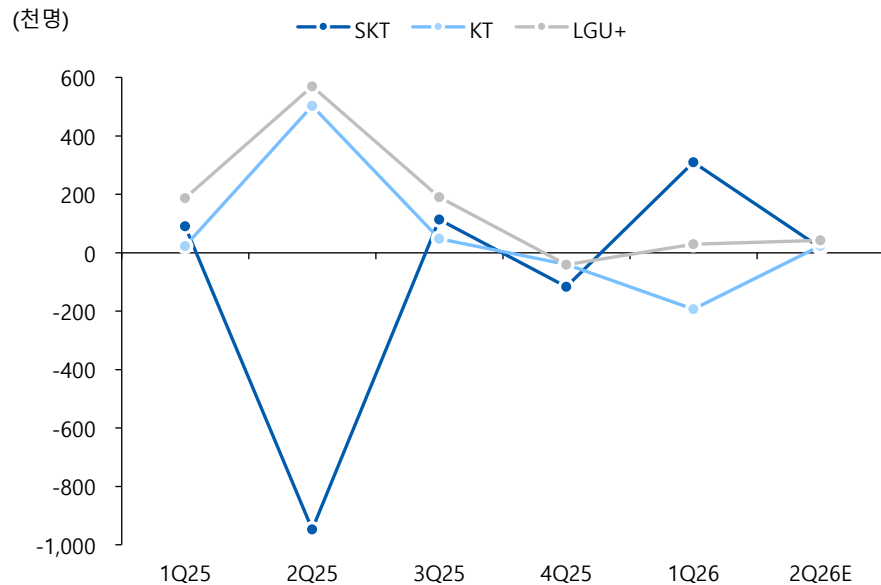


자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

## 가입자 순증 기초, 마케팅비는 안정화 국면 진입

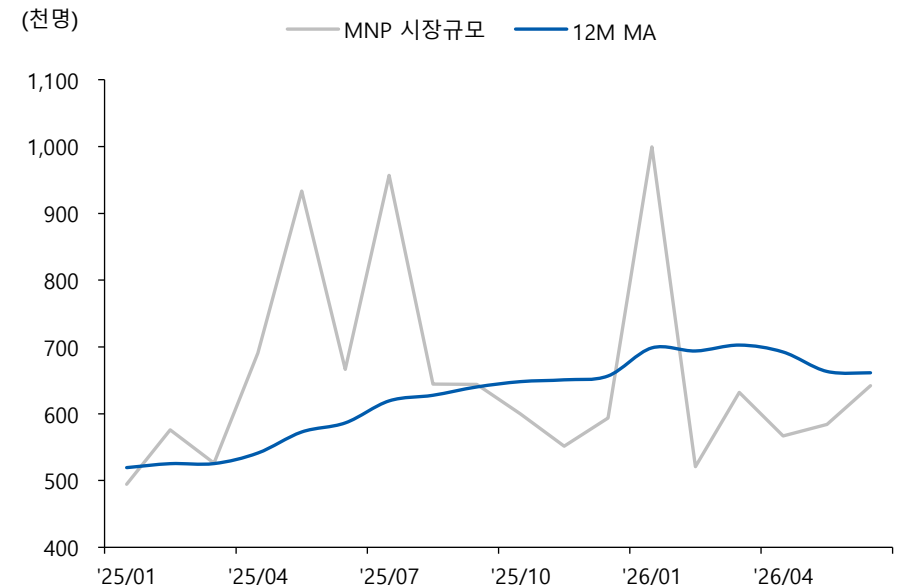
- 무선 가입자는 완만한 순증세 유지, 다만 ARPU 상승은 제한적으로 3Q26부터 다시 반등 예상
  - SKT: 핸드셋 ARPU는 전분기 종량과금 기저 효과로 소폭 하락할 전망
  - KT: 25년 가입자 증가 효과 소멸 국면 진입, 고객 보답프로그램(100GB)에 따른 요금제 하향 영향 지속, 7월 종료 후 하반기부터 핸드셋 ARPU 회복 예상
  - LGU+: 가입자 순증폭은 소폭 둔화되나, 순증 내 MNO 비중 확대된 것으로 파악, ARPU 상승에 긍정적으로 해석
- 마케팅비는 전반적으로 안정화 국면, 26년 1월 이후 월별 번호이동 규모는 50~60만명 수준 유지 중
  - 25년 증가한 마케팅비는 안분인식에 따른 회계상 증가 영향이 존재하지만, 집행 기준 마케팅비는 감소한 것으로 파악돼 추가적인 증가 가능성은 낮은 것으로 판단

통신사별 무선가입자수(MVNO 포함) 순증 추이



자료: KTOA, 유안타증권 리서치센터

월별 번호이동 시장 추이

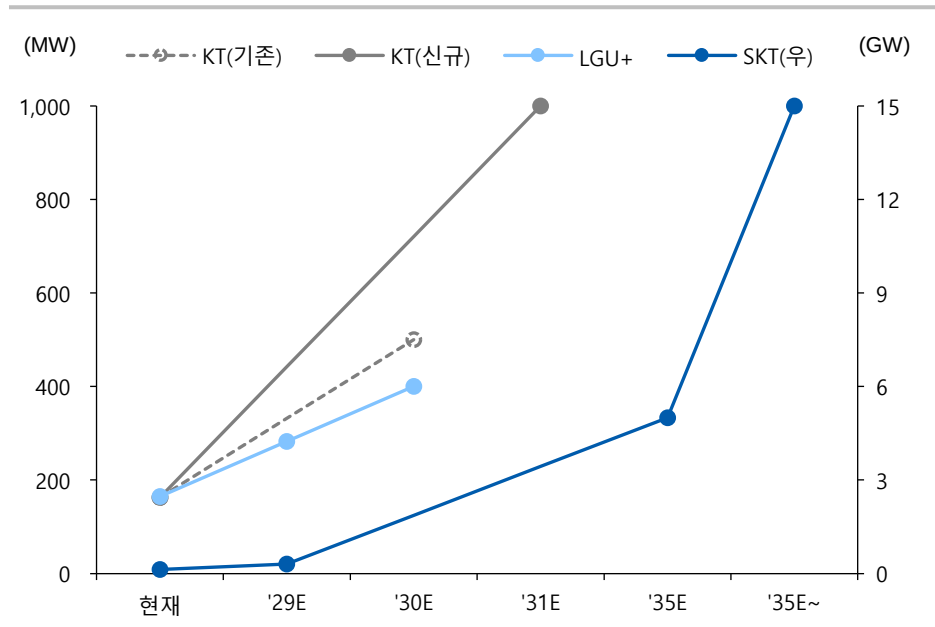


자료: KTOA, 유안타증권 리서치센터

## 통신3사의 핵심 성장동력인 AIDC 용량 목표에 주목

- 통신3사 공통으로 AIDC를 향후 중장기 핵심 성장동력으로 제시, AIDC 용량 목표를 2배 이상으로 상향했다는 점에서 수요 급증 추세는 지속될 전망
- 투자 방식은 코로케이션, 임차, 지분투자를 혼합해 단계적으로 확장하는 램프업 구조. 다만, 구축 전략에서 차별화되는 중
  - SKT: 최근 15GW(수전용량 기준) 규모의 AIDC 장기 투자 계획 발표, 대형 거점 4~5곳 중심 전략. '29년부터 울산, 수도권 2곳에서 시작해 단계적으로 5GW까지 확장하고, '35년 이후에는 10GW를 추가로 구축할 계획
  - KT: '31년까지 1GW(수전용량 기준) 구축 목표(기존 목표 '30년 500MW), 투자 규모 약 5조원. 중형 AIDC 중심으로 용량을 빠르게 확장할 계획
  - LGU+: '30년까지 400MW(IT로드 기준) 확보를 목표로 제시. 파주 부지와 DBO 확대 계획을 감안하면 실현 가능성이 높은 것으로 판단. 평촌·파주를 중심으로 수도권 최대 규모의 전력 인프라를 이미 확보해 입지 경쟁력을 강화할 것으로 예상

통신사별 AIDC 구축 목표 비교



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

\*SKT, KT는 수전용량 기준, LGU+는 IT로드 기준

통신사별 AIDC 전략 비교

| 구분           | SK텔레콤                        | KT                                | LG유플러스                      |
|--------------|------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------|
| AI 전략        | Full Stack AI Infrastructure | Enterprise AX (AI Transformation) | Everyday AI + AIDC Operator |
| 대표 AIDC 프로젝트 | 울산 AI Data Center            | KT Cloud AI DC                    | 파주 AI Data Center           |
| AIDC 용량 목표   | 5GW(29년~)<br>10GW(35년~)      | 1GW(~31년)                         | 400MW(~30년)                 |
| 현재 주요 프로젝트   | 울산 AI DC<br>→ 영남 AI Cluster  | 가산·목동 AI DC 확대                    | 파주 200MW AI DC              |
| 냉각 기술        | Liquid Cooling 확대            | AI 최적화 냉각                         | Direct Liquid Cooling (DLC) |

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

# SK텔레콤 (017670): 리부트 완료

## 통신



**이승웅** 통신/지주  
seungwoong.joo@yuantaikorea.com  
**김고은** Research Assistant  
kosun2.kim@yuantaikorea.com

|             |              |
|-------------|--------------|
| 투자의견        | BUY (M)      |
| 목표주가        | 118,000원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 85,700원      |
| 상승여력        | 38%          |

|             |                     |
|-------------|---------------------|
| 시가총액        | 184,075억원           |
| 총발행주식수      | 214,790,053주        |
| 60일 평균 거래대금 | 1,465억원             |
| 60일 평균 거래량  | 1,433,405주          |
| 52주 고       | 125,200원            |
| 52주 저       | 52,100원             |
| 외인지분율       | 38.36%              |
| 주요주주        | SK 외 9 인 30.60%     |
| 주가수익률(%)    | 1개월 3개월 12개월        |
| 절대          | (16.8) (7.4) 53.9   |
| 상대          | (0.7) (20.9) (28.2) |
| 절대(달러환산)    | (15.8) (8.1) 40.9   |

- **2Q26 Preview - 완전한 회복세를 확인하는 분기:** 2Q26 연결 영업수익은 4.4조원(+2.2% YoY), 영업이익은 5,414억원(+60.1% YoY)으로 시장 컨센서스(4.4조원, 5,411억원)에 부합할 전망. 별도 영업수익은 3.1조원(+0.2% YoY), 영업이익은 4,174억원(+66.4% YoY)으로 추정. 2Q25 사이버 침해에 따른 일회성 비용 기저 효과로 이익이 큰 폭으로 개선되는 가운데, SK브로드밴드의 성장도 이익 개선에 기여할 전망. 데이터센터와 유선 사업의 견조한 외형 성장, 그리고 인건비 감소 효과도 지속되고 있는 것으로 파악
- **가시화된 이익 회복과 성장 동력:** 26년 연결 영업수익은 17.8조원(+4.2% YoY), 영업이익은 2.0조원(+82.6% YoY, OPM 11.0%)으로 예년 수준의 실적을 회복할 전망. 전년도 일회성 비용 기저에서 벗어나며 이익이 정상화되고, 인건비 등에서 비용 절감 효과도 본격적으로 나타나는 중. SK브로드밴드의 실적 성장이 확인되는 가운데, 데이터센터 사업이 외형 성장을 견인할 전망. 이중 AIDC는 새로운 성장 동력으로 부상. 최근 15GW 규모의 AIDC 장기 투자 계획을 발표. 29년부터 울산, 수도권 2곳에서 시작해 단계적으로 5GW까지 확장하고, 35년 이후에는 10GW를 추가로 구축한다는 계획
- **투자의견 BUY, 목표주가 11.8만원 유지:** 25년 사이버 침해 영향에서 벗어나 완전한 이익 회복 구간에 진입한 것으로 판단. 이에 따른 주주환원 정상화도 1Q26 분기 배당을 통해 확인. 장기적으로는 AIDC 투자를 통한 새로운 성장 동력도 확보할 예정. 올해 동사 주가를 견인해온 엔트로픽의 기업가치는 1.0조달러까지 상승했으며, 글로벌 투자 수요와 실적 성장을 감안하면 지분가치의 추가적인 상승도 기대. 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 118,000원을 유지

## Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액         | 17,941 | 17,099 | 17,816 | 18,003 | 18,227 |
| 매출액증가율      | 1.9    | -4.7   | 4.2    | 1.0    | 1.2    |
| 영업이익        | 1,823  | 1,073  | 1,960  | 2,012  | 2,042  |
| 영업이익률       | 10.2   | 6.3    | 11.0   | 11.2   | 11.2   |
| 지배주주귀속순이익   | 1,250  | 408    | 1,426  | 1,457  | 1,481  |
| 지배주주 귀속 EPS | 5,810  | 1,901  | 6,639  | 6,785  | 6,894  |
| 증가율         | 16.3   | -67.3  | 249.2  | 2.2    | 1.6    |
| PER         | 9.2    | 28.9   | 12.9   | 12.6   | 12.4   |
| PBR         | 1.0    | 0.9    | 1.3    | 1.3    | 1.2    |
| EV/EBITDA   | 3.7    | 4.5    | 4.8    | 4.7    | 4.6    |
| ROA         | 4.1    | 1.3    | 4.7    | 4.7    | 4.7    |
| ROE         | 10.8   | 3.3    | 10.7   | 10.3   | 10.0   |

자료: 유안타증권 리서치센터

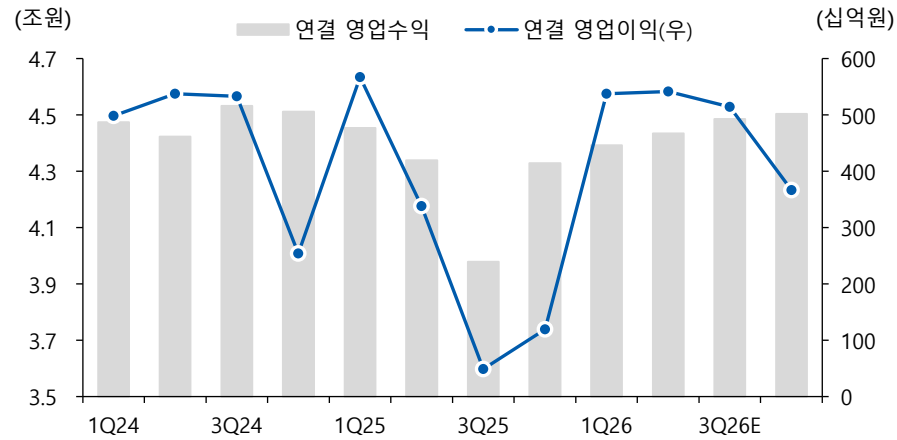
# SK텔레콤 연결실적 추이 및 전망

SK텔레콤 연결실적 추이 및 전망

| (십억원)           | 1Q25         | 2Q25         | 3Q25         | 4Q25         | 1Q26         | 2Q26E        | 3Q26E        | 4Q26E        | 2025          | 2026E         |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>연결 영업수익</b>  | <b>4,454</b> | <b>4,339</b> | <b>3,978</b> | <b>4,329</b> | <b>4,392</b> | <b>4,435</b> | <b>4,485</b> | <b>4,504</b> | <b>17,099</b> | <b>17,816</b> |
| 별도 영업수익         | 3,167        | 3,135        | 2,665        | 3,084        | 3,106        | 3,142        | 3,150        | 3,170        | 12,051        | 12,568        |
| 이동전화수익          | 2,661        | 2,623        | 2,124        | 2,538        | 2,581        | 2,609        | 2,614        | 2,619        | 9,946         | 10,424        |
| 망접속정산수익         | 97           | 94           | 95           | 94           | 91           | 98           | 96           | 89           | 380           | 374           |
| 기타              | 409          | 419          | 446          | 452          | 433          | 434          | 440          | 463          | 1,725         | 1,770         |
| <b>연결 영업비용</b>  | <b>3,886</b> | <b>4,001</b> | <b>3,930</b> | <b>4,210</b> | <b>3,855</b> | <b>3,893</b> | <b>3,971</b> | <b>4,137</b> | <b>16,026</b> | <b>15,856</b> |
| 별도 영업비용         | 2,685        | 2,884        | 2,717        | 2,953        | 2,696        | 2,724        | 2,737        | 2,906        | 11,239        | 11,064        |
| 인건비             | 278          | 225          | 237          | 362          | 278          | 235          | 237          | 266          | 1,103         | 1,016         |
| 지급수수료           | 1,142        | 1,223        | 1,197        | 1,247        | 1,183        | 1,237        | 1,241        | 1,316        | 4,808         | 4,977         |
| 광고선전비           | 21           | 23           | 24           | 57           | 19           | 27           | 30           | 62           | 125           | 138           |
| 감가상각비           | 661          | 653          | 652          | 667          | 649          | 629          | 621          | 629          | 2,634         | 2,527         |
| 기타              | 409          | 419          | 446          | 452          | 433          | 434          | 440          | 463          | 1,725         | 1,770         |
| <b>연결 영업이익</b>  | <b>567</b>   | <b>338</b>   | <b>48</b>    | <b>119</b>   | <b>538</b>   | <b>541</b>   | <b>514</b>   | <b>367</b>   | <b>1,073</b>  | <b>1,960</b>  |
| 별도 영업이익         | 11           | -44          | 적전           | -27          | -15          | 66           | 흑전           | 102          | -47           | 85            |
| <b>YoY %</b>    |              |              |              |              |              |              |              |              |               |               |
| <b>연결 영업수익</b>  | <b>-0.5</b>  | <b>-1.9</b>  | <b>-12.2</b> | <b>-4.1</b>  | <b>-1.4</b>  | <b>2.2</b>   | <b>12.7</b>  | <b>4.0</b>   | <b>-4.7</b>   | <b>4.2</b>    |
| 별도 영업수익         | -0.7         | -1.8         | -16.8        | -3.3         | -1.9         | 0.2          | 18.2         | 2.8          | -5.7          | 4.3           |
| 이동전화수익          | -0.1         | -1.9         | -20.5        | -4.6         | -3.0         | -0.5         | 23.1         | 3.2          | -6.8          | 4.8           |
| 망접속정산수익         | -13.7        | -13.6        | -10.9        | 9.3          | -6.4         | 4.8          | 1.6          | -6.0         | -8.2          | -1.6          |
| 기타              | -0.7         | 2.2          | 4.9          | 1.9          | 6.0          | 3.7          | -1.4         | 2.4          | 2.1           | 2.6           |
| <b>연결 영업비용</b>  | <b>-2.3</b>  | <b>3.0</b>   | <b>-1.7</b>  | <b>-1.1</b>  | <b>-0.8</b>  | <b>-2.7</b>  | <b>1.1</b>   | <b>-1.7</b>  | <b>-0.6</b>   | <b>-1.1</b>   |
| <b>연결 영업이익</b>  | <b>13.8</b>  | <b>-37.1</b> | <b>-90.9</b> | <b>-53.1</b> | <b>-5.3</b>  | <b>60.1</b>  | <b>961.6</b> | <b>207.6</b> | <b>-41.1</b>  | <b>82.6</b>   |
| 별도 영업이익         | 10.5         | -44.3        | 적전           | -27.1        | -15.1        | 66.4         | 흑전           | 101.9        | -46.7         | 85.2          |
| <b>연결 OPM %</b> | <b>12.7</b>  | <b>7.8</b>   | <b>1.2</b>   | <b>2.8</b>   | <b>12.2</b>  | <b>12.2</b>  | <b>11.5</b>  | <b>8.1</b>   | <b>6.3</b>    | <b>11.0</b>   |
| 별도 OPM %        | 15.2         | 8.0          | -2.0         | 4.2          | 13.2         | 13.3         | 13.1         | 8.3          | 6.7           | 12.0          |

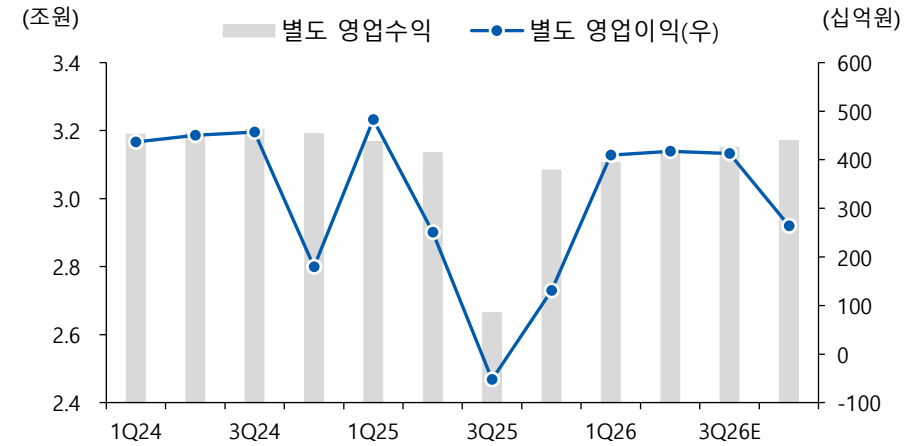
자료: 유안타증권 리서치센터

### SK텔레콤 분기별 연결 매출액 및 영업이익 추이



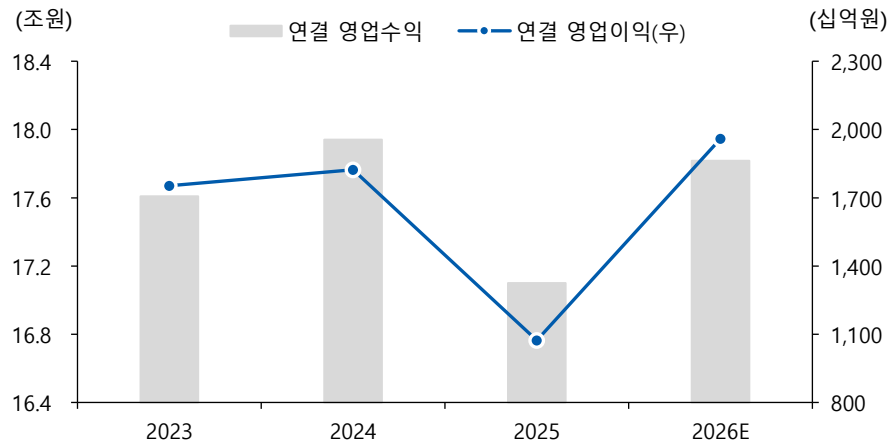
자료: SK텔레콤, 유안타증권 리서치센터

### SK텔레콤 분기별 별도 매출액 및 영업이익 추이



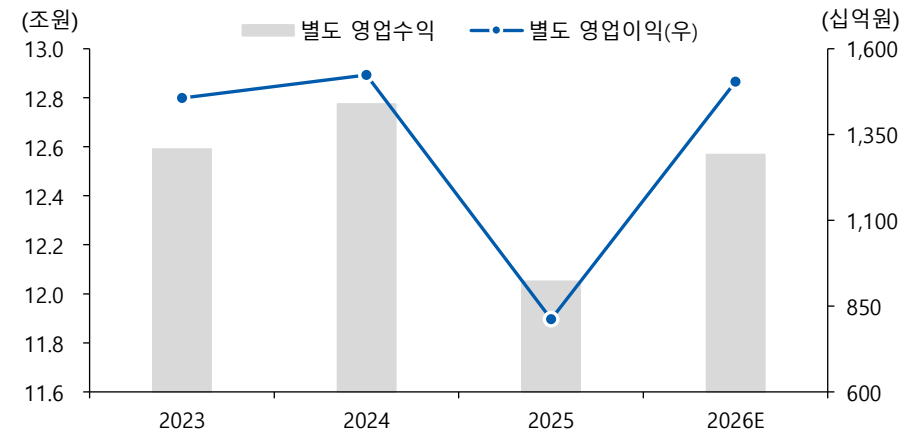
자료: SK텔레콤, 유안타증권 리서치센터

### SK텔레콤 연간 연결 매출액 및 영업이익 추이



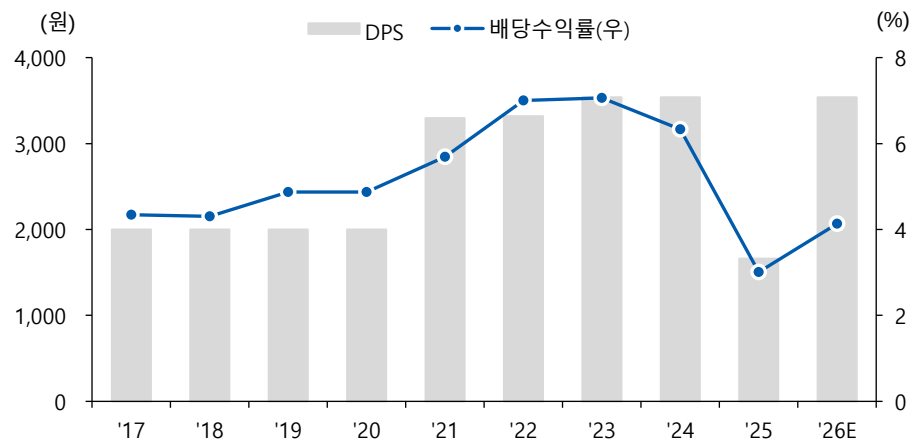
자료: SK텔레콤, 유안타증권 리서치센터

### SK.텔레콤 연간 별도 매출액 및 영업이익 추이



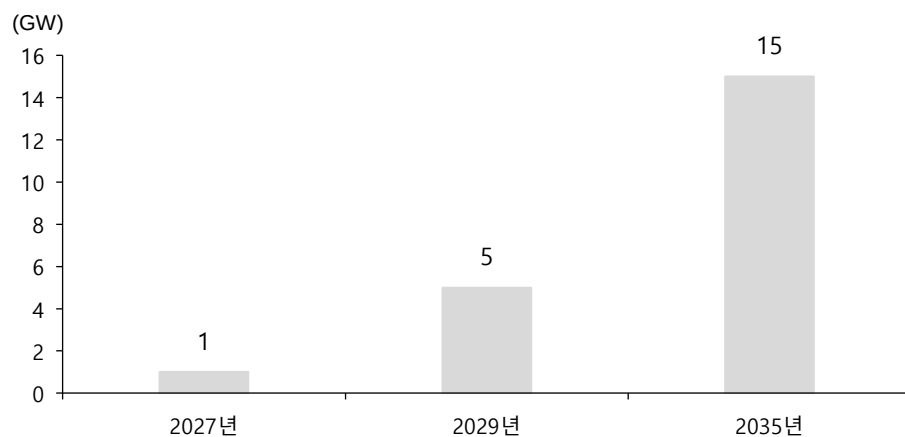
자료: SK텔레콤, 유안타증권 리서치센터

### SK텔레콤 DPS 및 배당수익률 추이



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

### SK텔레콤 AIDC 구축 로드맵



자료: SK텔레콤, 유안타증권 리서치센터

### SK텔레콤 AIDC 관련 역량

| 구분             | 내용                                                         |
|----------------|------------------------------------------------------------|
| GPUaaS 상용화     | H100 기반 GPU 서비스 서울 가산 AIDC 기반 운영 중                         |
| 1,000 GPU 클러스터 | Blackwell B200 1,000장 이상 활용,<br>국내 최대급 Sovereign AI 인프라 운영 |
| ITU 국제표준(AIDC) | AIDC 아키텍처를 국제표준(ITU-T)으로 제안 및 채택                           |
| 운영 신뢰성         | SLA-NOC 기반 24×365 Carrier-grade 운영                         |

자료: SK텔레콤, 유안타증권 리서치센터

SK텔레콤(017670) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서       |        |        |        |        |        | (단위: 십억원) |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 결산 (12월)    | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |           |
| 매출액         | 17,941 | 17,099 | 17,816 | 18,003 | 18,227 |           |
| 매출원가        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |           |
| 매출총이익       | 17,941 | 17,099 | 17,816 | 18,003 | 18,227 |           |
| 판매비         | 16,117 | 16,026 | 15,856 | 15,991 | 16,184 |           |
| 영업이익        | 1,823  | 1,073  | 1,960  | 2,012  | 2,042  |           |
| EBITDA      | 5,523  | 4,663  | 5,514  | 5,531  | 5,526  |           |
| 영업외손익       | -62    | -351   | -108   | -119   | -119   |           |
| 외환관련손익      | 7      | -3     | 2      | 4      | 4      |           |
| 이자손익        | -316   | -310   | -309   | -308   | -308   |           |
| 관계기업관련손익    | 322    | -64    | 0      | 0      | 0      |           |
| 기타          | -75    | 26     | 199    | 186    | 186    |           |
| 법인세비용차감전순손익 | 1,762  | 722    | 1,852  | 1,893  | 1,923  |           |
| 법인세비용       | 375    | 347    | 426    | 435    | 442    |           |
| 계속사업순손익     | 1,387  | 375    | 1,426  | 1,457  | 1,481  |           |
| 중단사업순손익     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |           |
| 당기순이익       | 1,387  | 375    | 1,426  | 1,457  | 1,481  |           |
| 지배지분순이익     | 1,250  | 408    | 1,426  | 1,457  | 1,481  |           |
| 포괄순이익       | 1,548  | 1,905  | 1,426  | 1,457  | 1,481  |           |
| 지배지분포괄이익    | 1,409  | 1,938  | 1,451  | 1,483  | 1,506  |           |

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  | 4,726  | 4,782  | 4,766  |           |
| 당기순이익           | 1,387  | 375    | 1,426  | 1,457  | 1,481  |           |
| 감가상각비           | 3,700  | 3,590  | 3,554  | 3,519  | 3,484  |           |
| 외환손익            | -6     | -1     | -2     | -4     | -4     |           |
| 충족, 관계기업관련손익    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |           |
| 자산부채의 증감        | -109   | -144   | -520   | -459   | -463   |           |
| 기타현금흐름          | 115    | 103    | 268    | 268    | 268    |           |
| 투자활동 현금흐름       | -2,712 | -1,737 | -2,244 | -2,133 | -2,093 |           |
| 투자자산            | 70     | 20     | -108   | -28    | -34    |           |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -2,487 | -2,207 | -2,347 | -2,323 | -2,277 |           |
| 유형자산 감소         | 47     | 240    | 0      | 0      | 0      |           |
| 기타현금흐름          | -342   | 209    | 211    | 218    | 217    |           |
| 재무활동 현금흐름       | -1,810 | -2,712 | -2,501 | -2,795 | -2,566 |           |
| 단기차입금           | 79     | 92     | 17     | 5      | 5      |           |
| 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     | 496    | 618    | 530    |           |
| 현금의 증감          | 569    | -534   | 478    | 471    | 637    |           |
| 기초 현금           | 1,455  | 2,024  | 1,490  | 1,968  | 2,439  |           |
| 기말 현금           | 2,024  | 1,490  | 1,968  | 2,439  | 3,076  |           |
| NOPLAT          | 1,823  | 1,073  | 1,960  | 2,012  | 2,042  |           |
| FCF             | 2,600  | 1,717  | 2,380  | 2,459  | 2,489  |           |

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  | 7,367  | 7,894  | 8,598  |           |
| 현금및현금성자산     | 2,024  | 1,490  | 1,968  | 2,439  | 3,076  |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 2,482  | 2,369  | 2,491  | 2,517  | 2,548  |           |
| 재고자산         | 210    | 168    | 175    | 176    | 179    |           |
| 비유동자산        | 23,039 | 23,381 | 23,401 | 23,265 | 23,205 |           |
| 유형자산         | 12,617 | 11,902 | 12,083 | 12,070 | 12,070 |           |
| 관계기업등 지분관련자산 | 2,342  | 2,238  | 2,332  | 2,357  | 2,386  |           |
| 기타투자자산       | 2,134  | 3,524  | 3,538  | 3,542  | 3,546  |           |
| 자산총계         | 30,515 | 30,108 | 30,768 | 31,159 | 31,803 |           |
| 유동부채         | 9,224  | 6,530  | 6,524  | 6,451  | 6,380  |           |
| 매입채무 및 기타채무  | 5,377  | 4,046  | 4,070  | 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 | 10,164 |           |
| 장기차입금        | 203    | 300    | 300    | 300    | 300    |           |
| 사채           | 6,364  | 7,294  | 7,264  | 7,226  | 7,226  |           |
| 부채총계         | 18,688 | 17,152 | 16,917 | 16,605 | 16,544 |           |
| 자배지분         | 11,699 | 12,863 | 13,759 | 14,462 | 15,167 |           |
| 자본금          | 30     | 30     | 30     | 30     | 30     |           |
| 자본잉여금        | 1,771  | 1,771  | 1,771  | 1,771  | 1,771  |           |
| 이익잉여금        | 22,976 | 22,938 | 23,834 | 24,537 | 25,242 |           |
| 비지배지분        | 129    | 92     | 92     | 92     | 92     |           |
| 자본총계         | 11,828 | 12,955 | 13,851 | 14,554 | 15,259 |           |
| 순차입금         | 8,604  | 8,995  | 8,233  | 7,413  | 6,678  |           |
| 총차입금         | 11,136 | 10,748 | 10,473 | 10,128 | 10,033 |           |

| Valuation 지표 |        |        |        |        |        | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| 결산 (12월)     | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |               |
| EPS          | 5,810  | 1,901  | 6,639  | 6,785  | 6,894  |               |
| BPS          | 54,952 | 60,395 | 64,579 | 67,880 | 71,190 |               |
| EBITDAPS     | 25,669 | 21,712 | 25,672 | 25,750 | 25,727 |               |
| SPS          | 83,376 | 79,609 | 82,946 | 83,816 | 84,858 |               |
| DPS          | 3,540  | 1,660  | 3,540  | 3,640  | 3,740  |               |
| PER          | 9.2    | 28.9   | 12.9   | 12.6   | 12.4   |               |
| PBR          | 1.0    | 0.9    | 1.3    | 1.3    | 1.2    |               |
| EV/EBITDA    | 3.7    | 4.5    | 4.8    | 4.7    | 4.6    |               |
| PSR          | 0.6    | 0.7    | 1.0    | 1.0    | 1.0    |               |

| 재무비율          |       |       |       |       |       | (단위: 배, %) |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| 결산 (12월)      | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |            |
| 매출액 증가율 (%)   | 1.9   | -4.7  | 4.2   | 1.0   | 1.2   |            |
| 영업이익 증가율 (%)  | 4.0   | -41.1 | 82.6  | 2.7   | 1.5   |            |
| 지배순이익 증가율 (%) | 14.3  | -67.3 | 249.1 | 2.2   | 1.6   |            |
| 매출총이익률 (%)    | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |            |
| 영업이익률 (%)     | 10.2  | 6.3   | 11.0  | 11.2  | 11.2  |            |
| 지배순이익률 (%)    | 7.0   | 2.4   | 8.0   | 8.1   | 8.1   |            |
| EBITDA 마진 (%) | 30.8  | 27.3  | 31.0  | 30.7  | 30.3  |            |
| ROIC          | 8.5   | 3.5   | 9.3   | 9.4   | 9.6   |            |
| ROA           | 4.1   | 1.3   | 4.7   | 4.7   | 4.7   |            |
| ROE           | 10.8  | 3.3   | 10.7  | 10.3  | 10.0  |            |
| 부채비율 (%)      | 158.0 | 132.4 | 122.1 | 114.1 | 108.4 |            |
| 순차입금/자기자본 (%) | 73.5  | 69.9  | 59.8  | 51.3  | 44.0  |            |
| 영업이익/금융비용 (배) | 4.5   | 2.8   | 4.9   | 5.0   | 5.1   |            |

# KT (030200): 단단한 본질과 확실한 성장

통신



이승웅 통신/지주

seungwoong.lee@yuantaikorea.com

김고은

Research Assistant

kosun2.kim@yuantaikorea.com

|             |             |
|-------------|-------------|
| 투자의견        | BUY (M)     |
| 목표주가        | 73,000원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 52,700원     |
| 상승여력        | 39%         |

|             |                     |
|-------------|---------------------|
| 시가총액        | 132,815억원           |
| 총발행주식수      | 252,021,685주        |
| 60일 평균 거래대금 | 266억원               |
| 60일 평균 거래량  | 464,342주            |
| 52주 고       | 68,900원             |
| 52주 저       | 48,250원             |
| 외인지분율       | 49.00%              |
| 주요주주        | 현대자동차 외 1 인 8.07%   |
| 주가수익률(%)    | 1개월 3개월 12개월        |
| 절대          | (3.8) (16.3) (9.3)  |
| 상대          | 14.8 (28.6) (57.7)  |
| 절대(달러환산)    | (2.7) (17.0) (16.9) |

- **2Q26 Preview – 저점 통과 중:** 2Q26 연결 영업수익은 6.9조원(-7.4% YoY), 영업이익은 5,770억원(-43.1% YoY, OPM 8.4%)으로 시장 컨센서스(6.9조원, 5,865억원)를 부합할 전망. 영업이익 감소는 전년도 일회성 이익 기저 효과와 마케팅비 증가에 기인. 기저 효과에 따른 이익 감소분은 부동산 3,800억원. 무선 가입자수는 2월 이후 증가세를 유지하고 있으나 7월까지 진행되는 고객 보답 프로그램의 영향으로 무선 서비스 매출은 2Q26이 저점일 것. 그룹사 이익기여는 전년과 유사한 1,700억원으로 추정. 에스테이트는 호텔 부문 호조와 분양 매출 호실적이 이어지고, 클라우드도 고성장세를 지속할 전망. BC카드는 여신 부문을 중심으로 실적 개선이 예상되며, 나스미디어 역시 옥외광고 중심의 성장이 기대
- **26년 실적은 상저하고, 확실한 성장에 투자:** 26년 연결 영업수익은 27.8조원(-1.5% YoY), 영업이익 2.1조원(-15.6% YoY, OPM 7.5%)으로 전망한다. 대전 부동산 분양수익 3,200억원 등이 반영되며 기저 효과를 일부 상쇄할 것으로 예상. 마케팅 경쟁 강도는 평년 수준으로 완화된 상태가 유지되는 것으로 파악. 고객 보답 프로그램이 종료되는 8월부터 유무선 통신의 외형 성장세 회복과 비용 부담이 완화가 맞물려 하반기 이익 개선이 본격화될 전망. 최근 발표한 AIDC 및 해저케이블 투자 계획은 동사의 경쟁력 강화와 새로운 성장동력으로 부상할 것. 5년간 5조원을 투자해 AIDC 수전용량을 1GW까지 확대하고, 해저케이블에도 1조원을 투자할 계획. 기존 목표(30년 500MW)에서 31년 1GW로 대폭 상향된 점을 감안하면 AIDC 수요 급증 추세가 지속되는 것으로 판단. 이는 AIDC에 의한 데이터 트래픽 증가로 이어지며 해저케이블을 비롯한 네트워크 인프라 수요 확대 수반할 것으로 예상. 실수요 기반의 투자를 통해 동사의 네트워크 인프라 경쟁력이 한층 더 부각될 전망
- **투자의견 BUY, 목표주가 73,000원 유지:** 하반기 해킹 사태 영향에서 벗어나 이익 정상화 구간에 들어설 것으로 판단. 현재 진행 중인 2,500억원의 자사주 매입은 67% 완료된 상황으로 당분간 주가의 하방을 지지하는 요인으로 작용할 전망. 동사에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 73,000원을 유지

## Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액         | 26,431 | 28,244 | 27,807 | 28,253 | 28,677 |
| 매출액증가율      | 0.2    | 6.9    | -1.5   | 1.6    | 1.5    |
| 영업이익        | 809    | 2,469  | 2,084  | 2,209  | 2,372  |
| 영업이익률       | 3.1    | 8.7    | 7.5    | 7.8    | 8.3    |
| 지배주주귀속순이익   | 470    | 1,731  | 1,375  | 1,426  | 1,579  |
| 지배주주 귀속 EPS | 1,850  | 6,869  | 5,456  | 5,658  | 6,267  |
| 증가율         | -52.4  | 271.3  | -20.6  | 3.7    | 10.8   |
| PER         | 21.0   | 7.4    | 9.7    | 9.3    | 8.4    |
| PBR         | 0.6    | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.6    |
| EV/EBITDA   | 4.1    | 3.6    | 3.4    | 3.2    | 3.1    |
| ROA         | 1.1    | 4.1    | 3.2    | 3.3    | 3.5    |
| ROE         | 2.9    | 10.2   | 7.6    | 7.6    | 8.0    |

자료: 유안타증권 리서치센터

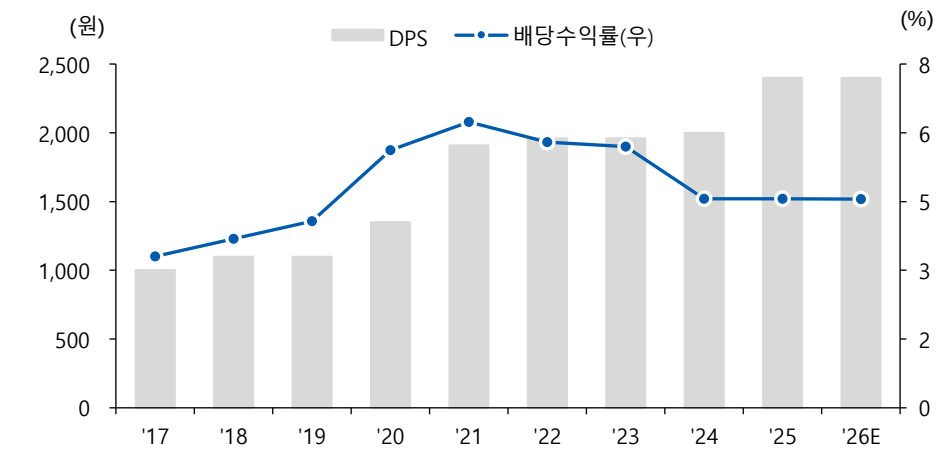
# KT 연결실적 추이 및 전망

KT 연결실적 추이 및 전망

| (십억원)   | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  | 1Q26  | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025   | 2026E  |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 연결 영업수익 | 6,845 | 7,427 | 7,127 | 6,845 | 6,778 | 6,881 | 7,080 | 7,068 | 28,244 | 27,807 |
| 연결 영업이익 | 689   | 1,015 | 538   | 227   | 483   | 577   | 565   | 460   | 2,469  | 2,084  |
| 세전이익    | 712   | 975   | 593   | 138   | 513   | 562   | 544   | 378   | 2,418  | 1,996  |
| 당기순익    | 567   | 733   | 445   | 92    | 388   | 427   | 414   | 287   | 1,837  | 1,516  |
| 지배주주순이익 | 540   | 688   | 392   | 112   | 352   | 387   | 375   | 260   | 1,731  | 1,375  |
| YoY(우)  |       |       |       |       |       |       |       |       |        |        |
| 연결 영업수익 | 2.9   | 13.5  | 7.1   | 4.1   | -1.0  | -7.4  | -0.7  | 3.3   | 6.9    | -1.5   |
| 연결 영업이익 | 36.0  | 105.4 | 16.0  | 흑전    | -29.9 | -43.1 | 5.0   | 102.2 | 205.0  | -15.6  |
| 세전이익    | 34.6  | 75.1  | 16.6  | 흑전    | -28.0 | -42.4 | -8.3  | 173.8 | 291.5  | -17.4  |
| 당기순익    | 44.2  | 78.6  | 16.2  | 흑전    | -31.5 | -41.8 | -7.1  | 213.6 | 308.1  | -17.5  |
| 지배주주순이익 | 43.8  | 75.0  | 9.6   | 흑전    | -34.8 | -43.7 | -4.2  | 133.0 | 268.1  | -20.6  |
| OPM(%)  | 10.1  | 13.7  | 7.6   | 3.3   | 7.1   | 8.4   | 8.0   | 6.5   | 8.7    | 7.5    |

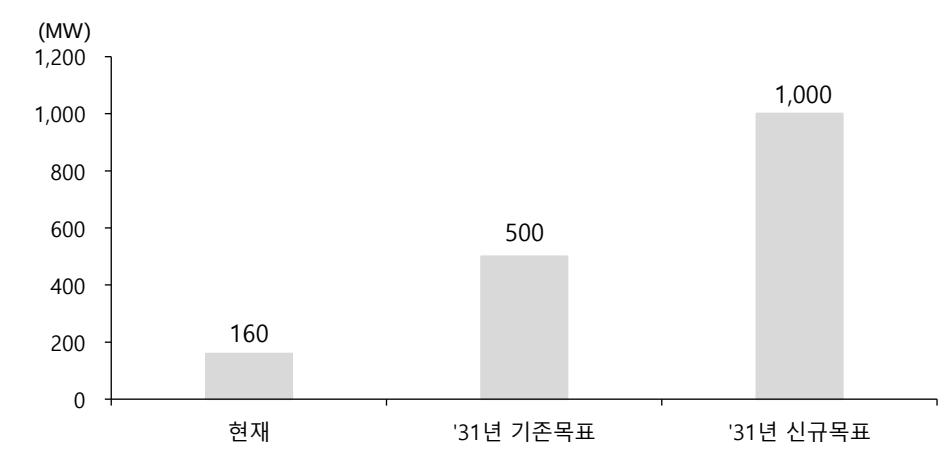
자료: 유안타증권 리서치센터

## KT 주당배당금 및 배당수익률 추이



자료: KT, 유안타증권 리서치센터

## KT AIDC 구축 로드맵



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 | 27,807 | 28,253 | 28,677 |
| 매출원가            | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 매출총이익           | 26,431 | 28,244 | 27,807 | 28,253 | 28,677 |
| 판매비             | 25,622 | 25,775 | 25,722 | 26,044 | 26,304 |
| 영업이익            | 809    | 2,469  | 2,084  | 2,209  | 2,372  |
| EBITDA          | 4,739  | 6,407  | 6,484  | 6,581  | 6,636  |
| 영업외손익           | -225   | -51    | -88    | -113   | -108   |
| 외환관련손익          | -405   | 84     | -334   | -297   | -297   |
| 이자손익            | -71    | -107   | -97    | -112   | -112   |
| 관계기업관련손익        | 9      | 18     | -12    | -22    | -17    |
| 기타              | 243    | -46    | 355    | 318    | 318    |
| 법인세비용차감전순손익     | 585    | 2,418  | 1,996  | 2,096  | 2,264  |
| 법인세비용           | 168    | 581    | 480    | 524    | 566    |
| 계속사업순손익         | 417    | 1,837  | 1,516  | 1,572  | 1,698  |
| 중단사업순손익         | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 당기순이익           | 417    | 1,837  | 1,516  | 1,572  | 1,698  |
| 지배지분순이익         | 470    | 1,731  | 1,375  | 1,426  | 1,579  |
| 포괄순이익           | 327    | 2,327  | 1,516  | 1,572  | 1,698  |
| 지배지분포괄이익        | 354    | 2,243  | 1,461  | 1,515  | 1,637  |

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  | 4,554  | 4,456  | 4,477  |
| 당기순이익           | 417    | 1,837  | 1,516  | 1,572  | 1,698  |
| 감가상각비           | 3,278  | 3,330  | 3,857  | 3,843  | 3,743  |
| 외환손익            | 383    | -12    | 334    | 297    | 297    |
| 충속,관계기업관련손익     | 0      | 0      | 12     | 22     | 17     |
| 자산부채의 증감        | 69     | -1,775 | -2,424 | -2,522 | -2,514 |
| 기타현금흐름          | 919    | 1,563  | 1,258  | 1,245  | 1,236  |
| 투자활동 현금흐름       | -2,845 | -4,518 | -3,807 | -3,998 | -4,039 |
| 투자자산            | 405    | -704   | 27     | -28    | -26    |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -2,909 | -3,597 | -3,600 | -3,632 | -3,673 |
| 유형자산 감소         | 103    | 58     | 0      | 0      | 0      |
| 기타현금흐름          | -444   | -276   | -235   | -338   | -339   |
| 재무활동 현금흐름       | -1,390 | -631   | -1,802 | -1,785 | -1,628 |
| 단기차입금           | 87     | 464    | -14    | -9     | -4     |
| 사채 및 장기차입금      | 94     | 209    | -234   | -223   | -70    |
| 자본              | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 현금배당            | -872   | -578   | -577   | -576   | -576   |
| 기타현금흐름          | -698   | -727   | -977   | -977   | -977   |
| 연결범위변동 등 기타     | 7      | -2     | 2,056  | 2,158  | 2,184  |
| 현금의 증감          | 837    | -210   | 1,001  | 831    | 995    |
| 기초 현금           | 2,880  | 3,717  | 3,507  | 4,508  | 5,339  |
| 기말 현금           | 3,717  | 3,507  | 4,508  | 5,339  | 6,333  |
| NOPLAT          | 809    | 2,469  | 2,084  | 2,209  | 2,372  |
| FCF             | 2,156  | 1,345  | 954    | 824    | 804    |

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 | 14,839 | 15,671 | 16,665 |
| 현금및현금성자산        | 3,717  | 3,507  | 4,508  | 5,339  | 6,333  |
| 매출채권 및 기타채권     | 6,147  | 5,845  | 5,755  | 5,772  | 5,788  |
| 재고자산            | 940    | 416    | 410    | 416    | 423    |
| 비유동자산           | 27,628 | 28,971 | 28,643 | 28,529 | 28,566 |
| 유형자산            | 14,826 | 14,258 | 14,001 | 13,790 | 13,720 |
| 관계기업등 지분관련자산    | 1,562  | 1,564  | 1,540  | 1,564  | 1,588  |
| 기타투자자산          | 2,759  | 3,363  | 3,360  | 3,363  | 3,366  |
| 자산총계            | 41,880 | 42,949 | 43,482 | 44,201 | 45,230 |
| 유동부채            | 13,875 | 11,693 | 11,550 | 11,496 | 11,452 |
| 매입채무 및 기타채무     | 7,395  | 6,869  | 6,762  | 6,695  | 6,633  |
| 단기차입금           | 450    | 710    | 710    | 710    | 710    |
| 유동성장기부채         | 3,445  | 1,790  | 1,790  | 1,790  | 1,790  |
| 비유동부채           | 10,009 | 11,798 | 11,535 | 11,312 | 11,264 |
| 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 | 23,085 | 22,808 | 22,716 |
| 자배지분            | 16,211 | 17,656 | 18,454 | 19,303 | 20,306 |
| 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 | 16,612 | 17,615 |
| 비지배지분           | 1,786  | 1,802  | 1,943  | 2,089  | 2,208  |
| 자본총계            | 17,997 | 19,458 | 20,397 | 21,393 | 22,515 |
| 순차입금            | 7,593  | 8,194  | 6,947  | 5,882  | 4,811  |
| 총차입금            | 12,654 | 13,327 | 13,079 | 12,848 | 12,773 |

| Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) |         |         |         |         |         |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 결산 (12월)                   | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
| EPS                        | 1,850   | 6,869   | 5,456   | 5,658   | 6,267   |
| BPS                        | 65,942  | 73,231  | 76,848  | 80,386  | 84,563  |
| EBITDAPS                   | 18,643  | 25,420  | 25,729  | 26,114  | 26,329  |
| SPS                        | 103,976 | 112,070 | 110,334 | 112,106 | 113,787 |
| DPS                        | 2,000   | 2,400   | 2,400   | 2,400   | 2,400   |
| PER                        | 21.0    | 7.4     | 9.7     | 9.3     | 8.4     |
| PBR                        | 0.6     | 0.7     | 0.7     | 0.7     | 0.6     |
| EV/EBITDA                  | 4.1     | 3.6     | 3.4     | 3.2     | 3.1     |
| PSR                        | 0.4     | 0.5     | 0.5     | 0.5     | 0.5     |

| 재무비율 (단위: 배, %, ) |       |       |       |       |       |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월)          | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| 매출액 증가율 (%)       | 0.2   | 6.9   | -1.5  | 1.6   | 1.5   |
| 영업이익 증가율 (%)      | -50.9 | 205.0 | -15.6 | 6.0   | 7.4   |
| 지배순이익 증가율 (%)     | -53.4 | 268.1 | -20.6 | 3.7   | 10.8  |
| 매출총이익률 (%)        | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 영업이익률 (%)         | 3.1   | 8.7   | 7.5   | 7.8   | 8.3   |
| 지배순이익률 (%)        | 1.8   | 6.1   | 4.9   | 5.0   | 5.5   |
| EBITDA 마진 (%)     | 17.9  | 22.7  | 23.3  | 23.3  | 23.1  |
| ROIC              | 3.3   | 11.4  | 9.7   | 10.4  | 11.4  |
| ROA               | 1.1   | 4.1   | 3.2   | 3.3   | 3.5   |
| ROE               | 2.9   | 10.2  | 7.6   | 7.6   | 8.0   |
| 부채비율 (%)          | 132.7 | 120.7 | 113.2 | 106.6 | 100.9 |
| 순차입금/자기자본 (%)     | 46.8  | 46.4  | 37.6  | 30.5  | 23.7  |
| 영업이익/금융비용 (배)     | 2.2   | 6.7   | 5.3   | 5.4   | 5.8   |

# LG유플러스 (032640): 가성비 성장

통신



이승웅 통신/지주

seungwoong.lee@yuantaakorea.com

김고은

Research Assistant

kosun2.kim@yuantaakorea.com

|             |             |
|-------------|-------------|
| 투자의견        | BUY (M)     |
| 목표주가        | 21,000원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 14,530원     |
| 상승여력        | 45%         |

|             |                 |        |        |
|-------------|-----------------|--------|--------|
| 시가총액        | 61,669억원        |        |        |
| 총발행주식수      | 424,427,732주    |        |        |
| 60일 평균 거래대금 | 208억원           |        |        |
| 60일 평균 거래량  | 1,324,246주      |        |        |
| 52주 고       | 17,810원         |        |        |
| 52주 저       | 13,900원         |        |        |
| 외인지분율       | 41.75%          |        |        |
| 주요주주        | LG 외 3 인 38.75% |        |        |
| 주가수익률(%)    | 1개월             | 3개월    | 12개월   |
| 절대          | (8.9)           | (16.3) | (3.1)  |
| 상대          | 8.7             | (28.5) | (54.8) |
| 절대(달러환산)    | (7.8)           | (16.9) | (11.2) |

- **2Q26 Preview: 기업인프라 중심의 성장 지속:** 2Q26 연결 영업수익은 4.0조원(+3.2% YoY), 영업이익은 3,098억원(+1.7% YoY, OPM 7.8%)으로 시장 컨센서스(3.9조원, 2,955억원)를 상회할 전망. 서비스수익(LGHV 제외)은 2.9조원(+4.3% YoY)으로 추정. 유무선 가입자 순증과 기업 인프라 부문의 고성장(+13.0% YoY)을 바탕으로 견조한 외형 성장이 예상. 기업 인프라 내 성장동력인 AIDC 매출액은 1,266억원(+31.5% YoY)으로 추정. 기존 데이터센터의 가동률 상승에 더해 신규 DBO 및 구축 사업이 성장을 견인한 것으로 파악. 인건비 절감 효과도 지속되며 이익 성장세를 유지한 것으로 판단
- **현실적인 AIDC 목표 제시:** 26년 연결 영업수익은 15.7조원(+1.7% YoY), 영업이익은 1.1조원(+25.6% YoY, OPM 7.1%)으로 전망. 유무선 가입자 증가에 따른 본업의 안정적 성장과 AIDC 중심 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. 지난 6월 AIDC 목표로 30년 400MW(IT load 기준) 확보, 누적 수주 5조원을 제시. 현재 용량 165MW 대비 235MW를 추가 확장하는 것으로, 파주 부지와 DBO 확대 계획을 감안하면 실현 가능성이 높은 것으로 판단. 평촌·파주를 중심으로 수도권 최대 규모의 전력 인프라를 이미 확보해 입지 경쟁력을 기반으로 중장기적 매출 성장이 기대
- **투자의견 BUY, 목표주가 21,000원 유지:** 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 21,000원을 유지. 안정적인 외형성장과 비용 효율화를 통해 수익성 중심의 성과가 나타나는 중. 하반기에는 전년(800억원) 대비 확대된 규모의 자사주 매입도 실시할 것으로 예상. 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 | 15,710 | 15,950 | 16,161 |
| 매출액증가율      | 1.8    | 5.7    | 1.7    | 1.5    | 1.3    |
| 영업이익        | 863    | 892    | 1,120  | 1,160  | 1,197  |
| 영업이익률       | 5.9    | 5.8    | 7.1    | 7.3    | 7.4    |
| 지배주주귀속순이익   | 374    | 524    | 723    | 813    | 868    |
| 지배주주 귀속 EPS | 858    | 1,208  | 1,696  | 1,915  | 2,044  |
| 증가율         | -39.8  | 40.8   | 40.4   | 12.9   | 6.7    |
| PER         | 11.7   | 11.0   | 8.6    | 7.6    | 7.1    |
| PBR         | 0.5    | 0.6    | 0.7    | 0.6    | 0.6    |
| EV/EBITDA   | 3.1    | 3.4    | 3.1    | 3.0    | 2.8    |
| ROA         | 1.9    | 2.7    | 3.6    | 4.0    | 4.2    |
| ROE         | 4.4    | 6.0    | 8.0    | 8.5    | 8.6    |

자료: 유안타증권 리서치센터

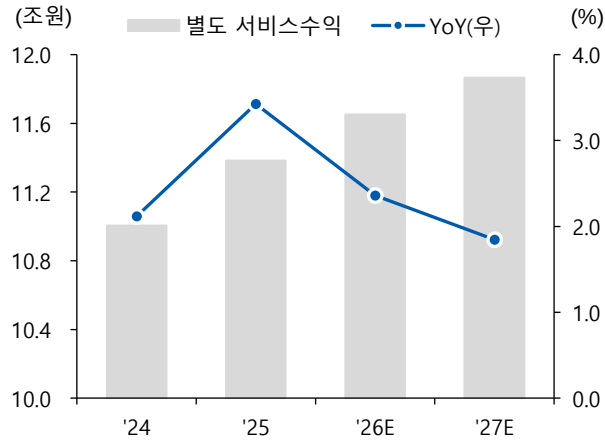
# LG유플러스 연결실적 추이 및 전망

LG유플러스 연결실적 추이 및 전망

| (십억원)    | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  | 1Q26  | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025   | 2026E  |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 연결 영업수익  | 3,748 | 3,844 | 4,011 | 3,848 | 3,804 | 3,969 | 4,024 | 3,913 | 15,452 | 15,710 |
| 별도 서비스수익 | 2,729 | 2,798 | 2,893 | 2,963 | 2,834 | 2,917 | 2,905 | 2,995 | 11,383 | 11,651 |
| 모바일      | 1,601 | 1,645 | 1,702 | 1,679 | 1,653 | 1,692 | 1,693 | 1,704 | 6,667  | 6,742  |
| 스마트홈     | 631   | 637   | 673   | 649   | 656   | 663   | 667   | 670   | 2,590  | 2,656  |
| 전화수익     | 84    | 85    | 85    | 87    | 85    | 84    | 83    | 83    | 340    | 334    |
| 기업인프라    | 410   | 428   | 428   | 542   | 436   | 483   | 467   | 543   | 1,808  | 1,929  |
| 연결 영업비용  | 3,493 | 3,540 | 3,849 | 3,678 | 3,531 | 3,659 | 3,725 | 3,673 | 14,560 | 14,590 |
| 연결 영업이익  | 255   | 305   | 162   | 171   | 272   | 310   | 298   | 240   | 892    | 1,120  |
| YoY %    |       |       |       |       |       |       |       |       |        |        |
| 연결 영업수익  | 4.8   | 10.0  | 5.5   | 2.5   | 1.5   | 3.2   | 0.3   | 1.7   | 5.7    | 1.7    |
| 별도 서비스수익 | 1.5   | 2.4   | 3.8   | 5.8   | 3.9   | 4.3   | 0.4   | 1.1   | 3.6    | 2.4    |
| 모바일      | 1.3   | 3.3   | 5.0   | 2.8   | 3.2   | 2.8   | -0.5  | 1.5   | 3.7    | 1.1    |
| 스마트홈     | 2.5   | 2.7   | 3.5   | 4.8   | 4.1   | 4.2   | -1.0  | 3.2   | 3.3    | 2.6    |
| 전화수익     | -6.3  | -6.6  | -2.3  | -5.3  | 1.1   | -0.7  | -1.5  | -5.1  | -5.2   | -1.6   |
| 기업인프라    | 2.1   | -0.3  | -0.1  | 19.3  | 6.3   | 13.0  | 9.1   | 0.1   | 5.5    | 6.7    |
| 연결 영업비용  | 4.1   | 9.3   | 8.3   | 1.9   | 1.1   | 3.4   | -3.2  | -0.1  | 5.8    | 0.2    |
| 연결 영업이익  | 15.6  | 19.9  | -34.3 | 20.0  | 6.6   | 1.7   | 84.6  | 40.6  | 3.4    | 25.6   |
| OPM %    | 6.8   | 7.9   | 4.0   | 4.4   | 7.2   | 7.8   | 7.4   | 6.1   | 5.8    | 7.1    |

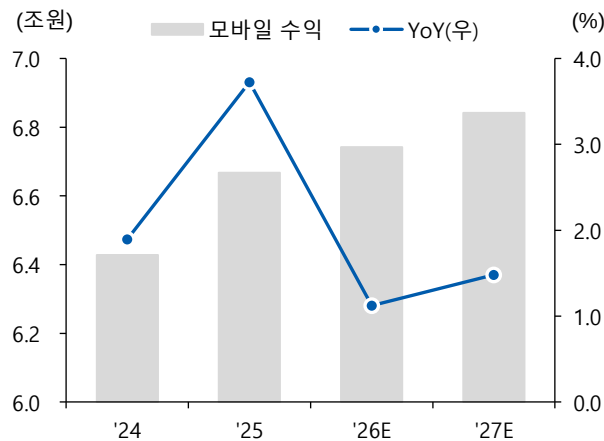
자료: 유안타증권 리서치센터

### LG유플러스 서비스수익(LGHV 제외) 추이



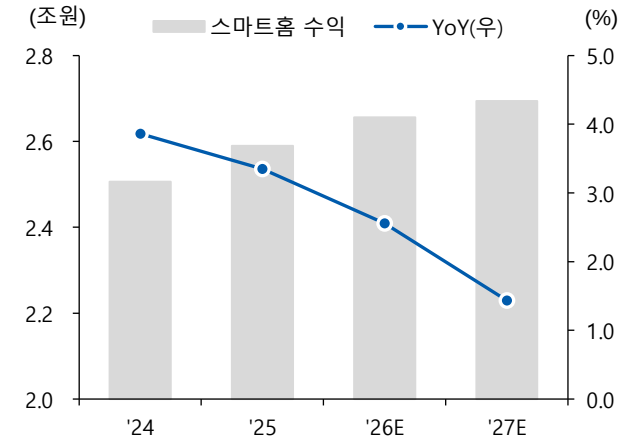
자료: LG유플러스, 유안타증권 리서치센터

### LG유플러스 모바일 수익 추이



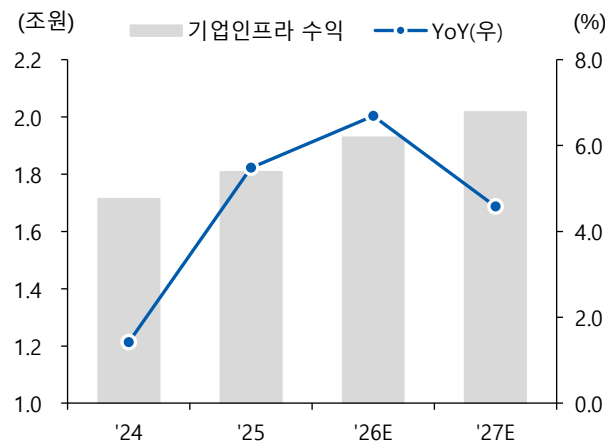
자료: LG유플러스, 유안타증권 리서치센터

### LG유플러스 스마트홈 수익 추이



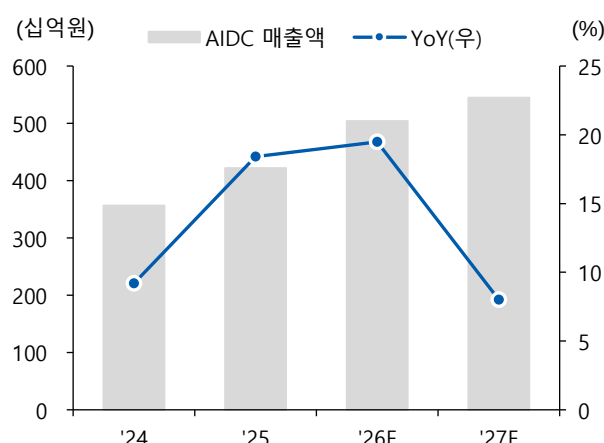
자료: LG유플러스, 유안타증권 리서치센터

### LG유플러스 기업인프라 수익 추이



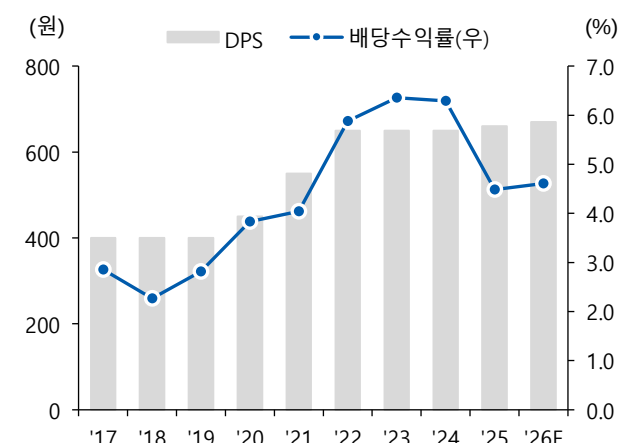
자료: LG유플러스, 유안타증권 리서치센터

### LG유플러스 AIDC 매출액 추이



자료: LG유플러스, 유안타증권 리서치센터

### LG유플러스 DPS 및 배당수익률 추이



자료: LG유플러스, 유안타증권 리서치센터

LG유플러스(032640) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서       |       |       |       |       |       | (단위: 십억원) |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |           |
| 매출액         | 334   | 502   | 693   | 885   | 1,057 |           |
| 매출원가        | 190   | 268   | 367   | 456   | 544   |           |
| 매출총이익       | 144   | 234   | 327   | 429   | 513   |           |
| 판매비         | 34    | 55    | 68    | 84    | 100   |           |
| 영업이익        | 109   | 179   | 259   | 345   | 413   |           |
| EBITDA      | 112   | 183   | 264   | 349   | 417   |           |
| 영업외손익       | -4    | 12    | 15    | 19    | 25    |           |
| 외환관련손익      | 11    | -1    | 2     | 2     | 2     |           |
| 이자손익        | 0     | 5     | 7     | 11    | 17    |           |
| 관계기업관련손익    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 기타          | -15   | 8     | 6     | 6     | 6     |           |
| 법인세비용차감전순손익 | 105   | 191   | 274   | 364   | 437   |           |
| 법인세비용       | 22    | 42    | 39    | 69    | 80    |           |
| 계속사업순손익     | 84    | 149   | 235   | 295   | 357   |           |
| 중단사업순손익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 당기순이익       | 84    | 149   | 235   | 295   | 357   |           |
| 지배지분순이익     | 84    | 149   | 235   | 295   | 357   |           |
| 포괄순이익       | 83    | 149   | 235   | 295   | 357   |           |
| 지배지분포괄이익    | 83    | 149   | 235   | 295   | 357   |           |

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       | 16    | 115   | 159   | 219   | 289   |           |
| 당기순이익           | 84    | 149   | 235   | 295   | 357   |           |
| 감가상각비           | 3     | 4     | 4     | 4     | 4     |           |
| 외환손익            | -6    | 3     | -2    | -2    | -2    |           |
| 중속,관계기업관련손익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 자산부채의 증감        | -86   | -69   | -92   | -92   | -85   |           |
| 기타현금흐름          | 21    | 29    | 14    | 14    | 14    |           |
| 투자활동 현금흐름       | -173  | -54   | -40   | -40   | -18   |           |
| 투자자산            | -33   | -55   | 0     | 0     | 0     |           |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -90   | -15   | -25   | -25   | -5    |           |
| 유형자산 감소         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 기타현금흐름          | -51   | 16    | -15   | -15   | -13   |           |
| 재무활동 현금흐름       | 198   | -13   | -30   | -44   | -62   |           |
| 단기차입금           | 11    | -8    | 1     | 1     | 1     |           |
| 사채 및 장기차입금      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 자본              | 245   | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 현금배당            | -5    | -13   | -38   | -52   | -70   |           |
| 기타현금흐름          | -54   | 8     | 8     | 8     | 8     |           |
| 연결범위변동 등 기타     | 0     | -1    | 28    | 15    | 23    |           |
| 현금의 증감          | 41    | 47    | 117   | 151   | 231   |           |
| 기초 현금           | 21    | 62    | 109   | 226   | 377   |           |
| 기말 현금           | 62    | 109   | 226   | 377   | 608   |           |
| NOPLAT          | 109   | 179   | 259   | 345   | 413   |           |
| FCF             | -74   | 100   | 134   | 194   | 284   |           |

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

| 재무상태표        |       |       |       |       |       | (단위: 십억원) |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 결산 (12월)     | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |           |
| 유동자산         | 305   | 437   | 657   | 910   | 1,235 |           |
| 현금및현금성자산     | 62    | 109   | 226   | 377   | 608   |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 96    | 137   | 186   | 238   | 284   |           |
| 재고자산         | 60    | 91    | 126   | 161   | 193   |           |
| 비유동자산        | 187   | 245   | 259   | 285   | 280   |           |
| 유형자산         | 168   | 179   | 200   | 221   | 221   |           |
| 관계기업등 지분관련자산 | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 기타투자자산       | 12    | 42    | 42    | 42    | 42    |           |
| 자산총계         | 493   | 682   | 916   | 1,195 | 1,515 |           |
| 유동부채         | 53    | 90    | 125   | 159   | 190   |           |
| 매입채무 및 기타채무  | 17    | 51    | 70    | 90    | 107   |           |
| 단기차입금        | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     |           |
| 유동성장기부채      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 비유동부채        | 6     | 6     | 8     | 10    | 12    |           |
| 장기차입금        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 사채           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 부채총계         | 58    | 96    | 133   | 169   | 202   |           |
| 지배지분         | 434   | 585   | 783   | 1,026 | 1,313 |           |
| 자본금          | 15    | 15    | 15    | 15    | 15    |           |
| 자본잉여금        | 230   | 230   | 230   | 230   | 230   |           |
| 이익잉여금        | 148   | 284   | 481   | 725   | 1,012 |           |
| 비지배지분        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 자본총계         | 434   | 585   | 783   | 1,026 | 1,313 |           |
| 순차입금         | -130  | -198  | -328  | -492  | -735  |           |
| 총차입금         | 11    | 3     | 4     | 4     | 5     |           |

| Valuation 지표 |        |        |        |        |        | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| 결산 (12월)     | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |               |
| EPS          | 858    | 1,208  | 1,696  | 1,915  | 2,044  |               |
| BPS          | 19,906 | 20,826 | 22,221 | 23,491 | 24,882 |               |
| EBITDAPS     | 8,078  | 8,273  | 8,842  | 8,804  | 8,756  |               |
| SPS          | 33,497 | 35,616 | 36,842 | 37,580 | 38,078 |               |
| DPS          | 650    | 660    | 670    | 680    | 680    |               |
| PER          | 11.7   | 11.0   | 8.6    | 7.6    | 7.1    |               |
| PBR          | 0.5    | 0.6    | 0.7    | 0.6    | 0.6    |               |
| EV/EBITDA    | 3.1    | 3.4    | 3.1    | 3.0    | 2.8    |               |
| PSR          | 0.3    | 0.4    | 0.4    | 0.4    | 0.4    |               |

| 재무비율          |       |          |          |          |          | (단위: 배, %) |
|---------------|-------|----------|----------|----------|----------|------------|
| 결산 (12월)      | 2024A | 2025A    | 2026F    | 2027F    | 2028F    |            |
| 매출액 증가율 (%)   | 0.0   | 50.3     | 38.1     | 27.6     | 19.5     |            |
| 영업이익 증가율 (%)  | na    | 63.5     | 45.1     | 33.1     | 19.7     |            |
| 지배순이익 증가율 (%) | na    | 78.0     | 58.0     | 25.4     | 21.1     |            |
| 매출총이익률 (%)    | 43.0  | 46.6     | 47.1     | 48.5     | 48.6     |            |
| 영업이익률 (%)     | 32.7  | 35.6     | 37.4     | 39.0     | 39.1     |            |
| 지배순이익률 (%)    | 25.1  | 29.7     | 33.9     | 33.4     | 33.8     |            |
| EBITDA 마진 (%) | 33.5  | 36.5     | 38.0     | 39.5     | 39.5     |            |
| ROIC          | 29.9  | 45.0     | 62.2     | 62.0     | 67.5     |            |
| ROA           | 17.0  | 25.4     | 29.5     | 28.0     | 26.4     |            |
| ROE           | 19.3  | 29.2     | 34.4     | 32.6     | 30.6     |            |
| 부채비율 (%)      | 13.5  | 16.5     | 17.0     | 16.5     | 15.4     |            |
| 순차입금/자기자본 (%) | -30.0 | -33.8    | -42.0    | -48.0    | -56.0    |            |
| 영업이익/금융비용 (배) | 54.9  | 18,239.1 | 56,973.1 | 61,951.6 | 63,222.8 |            |



이창영

인터넷/SW

changyoung.lee@yuantakorea.com

인터넷/SW

# 인터넷/SI 2Q26 Preview

# NAVER(035420): 2Q26 Preview : 매출은 견조. 이익률은 둔화

## 인터넷/SW



**이창영** 인터넷/SW  
changyoung.lee@yuantakorea.com

|             |              |
|-------------|--------------|
| 투자의견        | BUY (M)      |
| 목표주가        | 290,000원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 188,000원     |
| 상승여력        | 54%          |

|             |              |        |        |
|-------------|--------------|--------|--------|
| 시가총액        | 295,055억원    |        |        |
| 총발행주식수      | 156,944,242주 |        |        |
| 60일 평균 거래대금 | 4,710억원      |        |        |
| 60일 평균 거래량  | 1,974,500주   |        |        |
| 52주 고       | 287,000원     |        |        |
| 52주 저       | 184,400원     |        |        |
| 외인지분율       | 35.00%       |        |        |
| 주요주주        | 국민연금공단 8.21% |        |        |
| 주가수익률(%)    | 1개월          | 3개월    | 12개월   |
| 절대          | (23.9)       | (5.5)  | (25.7) |
| 상대          | (9.2)        | (19.4) | (65.3) |
| 절대(달러환산)    | (23.0)       | (6.3)  | (31.9) |

- **2Q26 Preview** : 영업수익 3조 3,911억원 YoY 16.3%, 영업이익 5,564억원 YoY 6.7%, 영업이익률 16.4%. 컨센서스 하회 전망  
[광고] 기존 검색광고, DA, 쇼핑광고를 포함한 전체 광고매출은 전분기와 유사한 매출 성장 전망. 월드컵 특수는 전체 매출 대비 미미하지만, 쇼핑광고는 여전히 높은 성장 유지하고 있는 것으로 추정. 3분기 부터 시작될 생성형 AI 광고는 기존 광고 대비 CTR이 높아 광고단가도 높게 형성될 것으로 보이나 광고 인벤토리가 작아 기존 검색어 대비 광고쿼리가 확대되는 효과가 얼마나 커질 수 있는지 여부에 따라 광고매출 성장여부가 달라질 것으로 예상됨
- **[커머스]** 고환율, 전쟁 등으로 여행 거래액은 감소하였으나 마켓컬리 전분기 대비 두배 성장. KREAM 고성장 지속, '치지직' 통한 멤버십 증가, 커머스 전체 수수료율 증가(25년 6월) 효과 등 거래액 성장 유지
- **[파이낸셜]** 스마트스토어 거래액 성장 지속, 외부결제 확대 지속, '두나무' 공정위 승인 대기 중
- **[글로벌]** '포쉬마크', 'SODA' 고성장 지속. 일본 웹툰 시장 여전히 저성장. 경쟁심화
- **투자의견 BUY, 목표주가 29만원 유지** : CapEx 투자 증가, 무료 배송 비용 부담 증가 등 매출 증가율을 앞서는 비용 증가로 이익률 하락 전망. 다만, 장기적으로 국내외 데이터센터 및 컴퓨팅 수요 증가에 부합하는 AI 팩토리 신사업 진출에 대한 사업화가 가시화되면 장기성장성 증가 및 이에 따른 멀티플 개선이 가능할 것으로 전망됨

## Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액         | 10,738 | 12,035 | 13,761 | 14,865 | 15,596 |
| 증가율         | 11.0   | 12.1   | 14.3   | 8.0    | 4.9    |
| 영업이익        | 1,979  | 2,208  | 2,277  | 2,546  | 2,640  |
| 영업이익률       | 18.4   | 18.3   | 16.5   | 17.1   | 16.9   |
| 지배주주귀속 순이익  | 1,923  | 1,953  | 1,790  | 2,320  | 2,460  |
| 지배주주 귀속 EPS | 11,913 | 12,376 | 11,409 | 14,789 | 15,678 |
| EPS증가율      | 92.8   | 3.9    | -7.8   | 29.6   | 6.0    |
| PER         | 15.5   | 18.3   | 16.2   | 12.5   | 11.8   |
| PBR         | 1.1    | 1.2    | 0.7    | 0.6    | 0.5    |
| EV/EBITDA   | 10.6   | 11.0   | 6.4    | 4.2    | 2.4    |
| ROA         | 5.2    | 4.9    | 3.8    | 4.0    | 3.6    |
| ROE         | 7.9    | 7.4    | 5.5    | 5.6    | 4.9    |

자료: 유안타증권 리서치센터

## 2Q26 실적전망

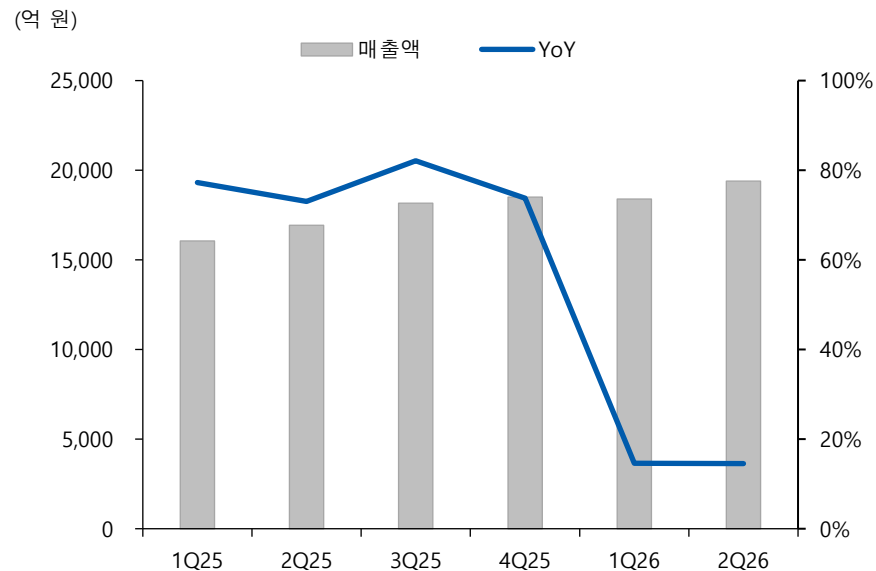
| (단위 : 억 원) | 1Q25   | 2Q25   | 3Q25   | 4Q25   | 1Q26   | 2Q26E  | 3Q26E  | 4Q26E  | 2025    | 2026E   | 2027E   |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 영업수익       | 27,868 | 29,151 | 31,381 | 31,951 | 32,411 | 33,911 | 35,124 | 36,162 | 120,350 | 137,607 | 148,653 |
| YoY        | 10.3%  | 11.7%  | 15.6%  | 10.7%  | 16.3%  | 16.3%  | 11.9%  | 13.2%  | 12.1%   | 14.3%   | 8.0%    |
| 네이버플랫폼     | 16,047 | 16,931 | 18,166 | 18,503 | 18,398 | 19,399 | 19,342 | 20,067 | 69,647  | 77,205  | 79,924  |
| YoY        |        |        |        |        | 14.7%  | 14.6%  | 6.5%   | 8.5%   |         | 10.9%   | 3.5%    |
| 광고         | 12,762 | 13,466 | 13,981 | 14,153 | 13,945 | 14,947 | 14,680 | 15,139 | 54,362  | 58,710  | 61,059  |
| YoY        |        |        |        |        | 9.3%   | 11.0%  | 5.0%   | 7.0%   |         | 8.0%    | 4.0%    |
| 서비스        | 3,285  | 3,466  | 4,186  | 4,349  | 4,453  | 4,452  | 4,662  | 4,928  | 15,285  | 18,495  | 18,865  |
| YoY        | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 35.6%  | 28.5%  | 11.4%  | 13.3%  |         | 21.0%   | 2.0%    |
| 파이낸셜 플랫폼   | 3,867  | 4,056  | 4,273  | 4,486  | 4,597  | 4,765  | 4,961  | 5,197  | 16,682  | 19,518  | 21,861  |
| YoY        |        |        |        |        | 18.9%  | 17.5%  | 16.1%  | 15.8%  |         | 17.0%   | 12.0%   |
| 글로벌도전      | 7,954  | 8,164  | 8,941  | 8,962  | 9,416  | 9,748  | 10,822 | 10,898 | 34,021  | 40,884  | 46,869  |
| C2C        | 2,227  | 2,275  | 2,506  | 2,857  | 3,511  | 3,653  | 4,100  | 4,522  | 9,865   | 15,785  | 20,204  |
| YoY        |        |        |        |        | 57.7%  | 60.5%  | 63.6%  | 58.3%  |         | 60.0%   | 28.0%   |
| 콘텐츠        | 4,462  | 4,621  | 4,982  | 4,449  | 4,401  | 4,577  | 4,967  | 4,383  | 18,513  | 18,328  | 18,878  |
| YoY        |        |        |        |        | -1.4%  | -1.0%  | -0.3%  | -1.5%  |         | -1.0%   | 3.0%    |
| 엔터프라이즈     | 1,266  | 1,267  | 1,453  | 1,656  | 1,505  | 1,518  | 1,755  | 1,994  | 5,642   | 6,771   | 7,787   |
| YoY        |        |        |        |        | 18.8%  | 19.8%  | 20.8%  | 20.4%  |         | 20.0%   | 15.0%   |
| 영업비용       | 22,815 | 23,935 | 25,674 | 25,844 | 26,993 | 28,347 | 29,397 | 30,102 | 98,269  | 114,839 | 123,195 |
| 인건비        | 5,739  | 5,833  | 6,322  | 6,357  | 6,498  | 6,550  | 6,581  | 6,690  | 24,251  | 26,318  | 27,379  |
| YoY        |        |        |        |        | 13%    | 12%    | 4%     | 5%     |         | 8.5%    | 4.0%    |
| 기타         | 972    | 998    | 1,005  | 1,080  | 991    | 1,088  | 1,039  | 1,100  | 4,056   | 4,218   | 4,429   |
| 파트너        | 9,909  | 10,302 | 11,141 | 11,298 | 11,880 | 12,619 | 13,025 | 12,925 | 42,650  | 50,448  | 53,220  |
| YoY        |        |        |        |        | 20%    | 22%    | 17%    | 14%    |         | 18%     | 5%      |
| 인프라        | 1,893  | 1,977  | 2,186  | 2,052  | 2,508  | 2,736  | 3,146  | 3,529  | 8,109   | 11,919  | 14,065  |
| YoY        |        |        |        |        | 32%    | 38%    | 44%    | 72%    |         | 47%     | 18%     |
| 마케팅        | 4,302  | 4,824  | 5,020  | 5,057  | 5,117  | 5,356  | 5,605  | 5,858  | 19,203  | 21,936  | 24,103  |
| 영업이익       | 5,053  | 5,216  | 5,706  | 6,106  | 5,418  | 5,564  | 5,727  | 6,060  | 22,081  | 22,768  | 25,458  |
| 영업이익률      | 18.1%  | 17.9%  | 18.2%  | 19.1%  | 16.7%  | 16.4%  | 16.3%  | 16.8%  | 18.3%   | 16.5%   | 17.1%   |
| YoY        | 15.1%  | 10.3%  | 8.6%   | 12.6%  | 7.2%   | 6.7%   | 0.4%   | -0.8%  | 11.6%   | 3.1%    | 11.8%   |

자료: 유안타증권 리서치센터

## NAVER 플랫폼 & 글로벌 성장률

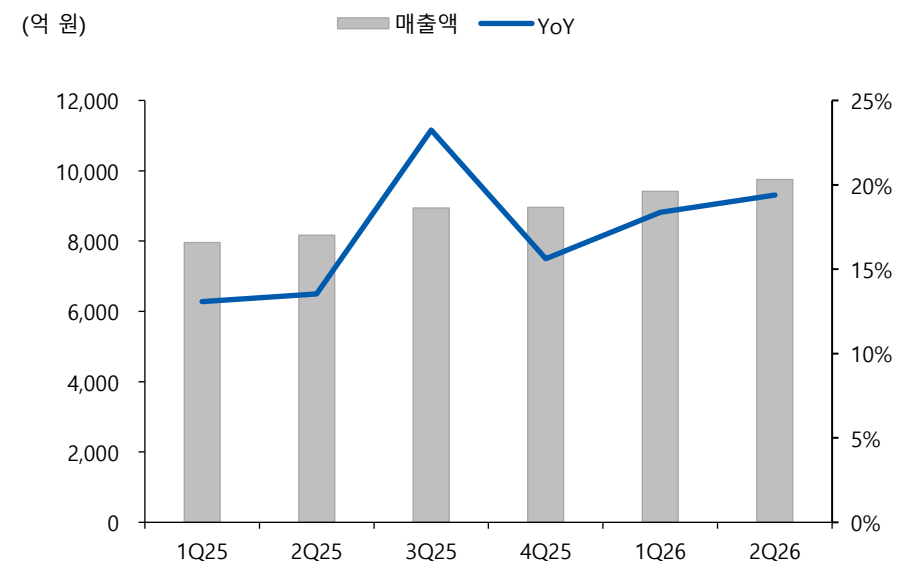
- NAVER 광고(검색DA쇼핑) 2Q26E 11.0%로 두 자릿수 성장 전망. 광고경기 회복 둔화. 플랫폼 경쟁 심화에도 커머스 광고 고성장 유지
- 서비스 매출 (커머스플레이스 등) 은 28.5%의 고성장 예상. 25년 6월 수수료 인상 기저효과가 하반기부터 감소로 성장률 둔화 예상
- 고물가에 따른 '포쉬마크' 성장회복, 엔터프라이즈 매출 고성장 중이나 일본 웹툰시장 둔화로 글로벌 매출 YoY19.4% 성장 전망

NAVER 광고(검색DA쇼핑) & 서비스(커머스플레이스 등) 매출액 & 성장률 (1Q25~2Q26E)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

글로벌 도전 (C2C콘텐츠엔터프라이즈) 매출액 & 성장률 (1Q25~2Q26E)

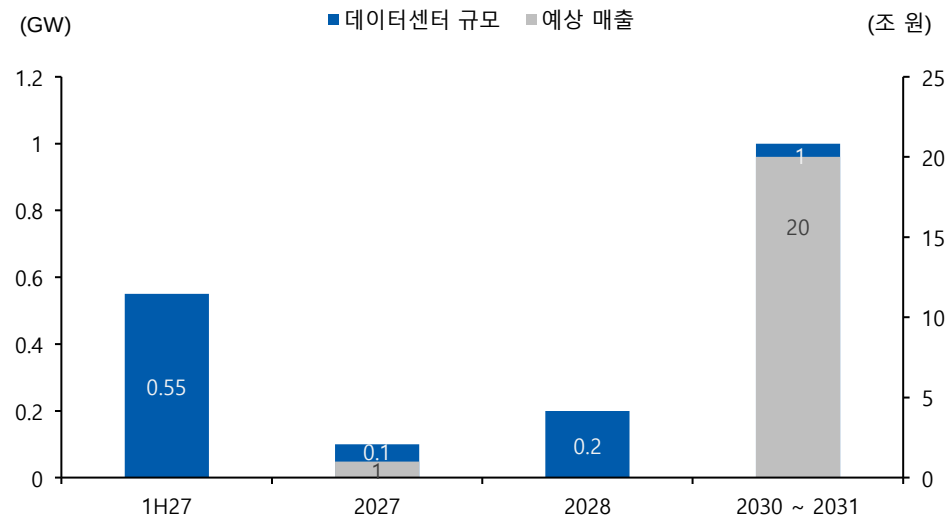


자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

## NAVER 글로벌 AI 팩토리 사업 계획

- 예상 투자금액 : 200MW 기준 NAVER가 약 10억 달러(내부현금조달계획), 1GW 기준 500억달러 소요. 전략적파트너(추후 공개 예정) 약 10억 달러를 투자하고 나머지는 외부 투자자로부터 조달할 계획. 세부 계약 조건 협의 중으로 추후 확정시 공시 예정서비스 매출 (커머스플레이스 등)은 28.5%의 고성장 예상. 25년 6월 수수료 인상 기저효과가 하반기부터 감소로 성장률 둔화 예상
- 매출 발생 시점 : 27년 후반부터 시작 예상. 미국, 중국 외 수요가 아직 미진하지만 현재 논의 중인 1단계 고객이 200MW 전체를 인수 예정이어서 초기 매출(1조원 전후) 및 마진은 안정적인 것으로 예상. 영업이익률은 초반 20%초에서 20% 후반 예상. 1GW급 데이터센터 완성 시(2030~2031) 연간 예상 매출액(회사측 발표) 약 20조원. 매출 코어워브(CRWV)가 850MW 기준 10조원 수준대비 목표매출이 높을 수 있는데 GPU서비스 외에 소버린 AI 등 커스트마이징 서비스 등에서 추가 수익 가정
- 전망 : 현재 AI 관련 컴퓨팅 수요는 미국중심(약 75%)으로 이루어지고 있으나, AI 에이전트, 자율주행, 피지컬 AI 등 AI 컴퓨팅 수요는 한국은 물론 전세계적으로 지속적으로 증가할 가능성이 높은 상황. 일단 기본적으로 1단계 200MW 고객과의 27년 후반부터 1조원 전후 규모의 데이터센터 매출 기대. 동사의 기존 국내 검색, 쇼핑 중심의 수익모델의 성장한계에서 동사에게 새로운 글로벌 성장이 가능한 수익모델이 될 수 있다는 판단. 다만, 1GW급 데이터센터 구축에 필요한 (1) 투자 자원 조달 (2) 각국의 인허가/규제 등의 불확실성 (3) 한국 및 각 국의 AI 수요(AI 컴퓨팅 수요) 증가 속도차이 등에 따른 매출과 비용의 불일치(MisMatching) 등의 불확실성 (4) 현재 엔비디아 GPU를 대체할 새로운 기술 또는 고효율 AI모델 개발 등은 동사가 계획한 목표 수익에 도달하는 장애요인이 될 수 있음

### NAVER 네오 클라우드 데이터센터 규모 및 매출 계획



NAVER (035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 (단위: 십억원) |        |        |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 결산 (12월)        | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
| 매출액             | 10,738 | 12,035 | 13,761 | 14,865 | 15,596 |
| 매출원가            | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 매출총이익           | 10,738 | 12,035 | 13,761 | 14,865 | 15,596 |
| 판매비             | 8,758  | 9,827  | 11,484 | 12,320 | 12,956 |
| 영업이익            | 1,979  | 2,208  | 2,277  | 2,546  | 2,640  |
| EBITDA          | 2,653  | 2,953  | 3,494  | 3,864  | 4,038  |
| 영업외손익           | 343    | 212    | 163    | 610    | 705    |
| 외환관련손익          | -147   | 3      | -22    | 32     | -20    |
| 이자손익            | 69     | 114    | 148    | 268    | 427    |
| 관계기업관련손익        | 145    | 495    | -132   | 20     | 22     |
| 기타              | 277    | -400   | 169    | 290    | 276    |
| 법인세비용차감전순손익     | 2,322  | 2,420  | 2,440  | 3,155  | 3,345  |
| 법인세비용           | 390    | 601    | 614    | 789    | 836    |
| 계속사업순손익         | 1,932  | 1,819  | 1,826  | 2,367  | 2,509  |
| 중단사업순손익         | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 당기순이익           | 1,932  | 1,819  | 1,826  | 2,367  | 2,509  |
| 지배지분순이익         | 1,923  | 1,953  | 1,790  | 2,320  | 2,460  |
| 포괄순이익           | 2,631  | 1,938  | 8,703  | 9,069  | 9,054  |
| 지배지분포괄이익        | 2,561  | 2,087  | 8,573  | 8,934  | 8,919  |

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

| 현금흐름표 (단위: 십억원) |        |        |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 결산 (12월)        | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
| 영업활동 현금흐름       | 2,590  | 3,096  | 4,257  | 5,307  | 5,597  |
| 당기순이익           | 1,932  | 1,819  | 1,826  | 2,367  | 2,509  |
| 감가상각비           | 609    | 680    | 947    | 1,058  | 1,146  |
| 외환손익            | 117    | -15    | 22     | -32    | 20     |
| 충속,관계기업관련손익     | -145   | -495   | 0      | -20    | -22    |
| 자산부채의 증감        | 152    | 462    | 503    | 1,003  | 1,019  |
| 기타현금흐름          | -75    | 645    | 959    | 930    | 925    |
| 투자활동 현금흐름       | -1,340 | -744   | -6,426 | -4,957 | -4,436 |
| 투자자산            | 1,280  | 169    | -3,697 | -2,362 | -1,915 |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -554   | -1,235 | -1,317 | -1,500 | -1,500 |
| 유형자산 감소         | 32     | 14     | 14     | 0      | 0      |
| 기타현금흐름          | -2,098 | 308    | -1,425 | -1,095 | -1,021 |
| 재무활동 현금흐름       | -770   | -524   | 689    | -507   | -509   |
| 단기차입금           | -224   | 21     | 2,201  | 40     | 40     |
| 사채 및 장기차입금      | -153   | 350    | -1,215 | 125    | 126    |
| 자본              | 180    | 164    | 18     | 0      | 0      |
| 현금배당            | -119   | -168   | 0      | -393   | -393   |
| 기타현금흐름          | -454   | -891   | -314   | -278   | -281   |
| 연결범위변동 등 기타     | 140    | -39    | 5,753  | 6,248  | 5,996  |
| 현금의 증감          | 619    | 1,788  | 4,273  | 6,091  | 6,648  |
| 기초 현금           | 3,576  | 4,196  | 5,984  | 10,257 | 16,348 |
| 기말 현금           | 4,196  | 5,984  | 10,257 | 16,348 | 22,996 |
| NOPLAT          | 1,979  | 2,208  | 2,277  | 2,546  | 2,640  |
| FCF             | 2,036  | 1,861  | 2,940  | 3,807  | 4,097  |

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            | 9,375  | 10,928 | 15,848 | 22,286  | 29,190  |
| 현금및현금성자산        | 4,196  | 5,984  | 10,257 | 16,348  | 22,996  |
| 매출채권 및 기타채권     | 1,588  | 1,617  | 1,830  | 1,896   | 1,990   |
| 재고자산            | 22     | 20     | 23     | 25      | 26      |
| 비유동자산           | 28,793 | 30,156 | 38,099 | 40,869  | 43,119  |
| 유형자산            | 2,910  | 3,608  | 3,789  | 4,232   | 4,585   |
| 관계기업등 지분관련자산    | 17,406 | 16,649 | 19,892 | 21,881  | 23,412  |
| 기타투자자산          | 3,504  | 4,745  | 7,300  | 7,673   | 8,056   |
| 자산총계            | 38,168 | 41,084 | 53,947 | 63,155  | 72,309  |
| 유동부채            | 6,092  | 8,019  | 10,644 | 11,023  | 11,415  |
| 매입채무 및 기타채무     | 3,866  | 4,238  | 3,253  | 3,415   | 3,586   |
| 단기차입금           | 135    | 132    | 2,326  | 2,356   | 2,386   |
| 유동성장기부채         | 200    | 1,597  | 321    | 351     | 381     |
| 비유동부채           | 5,075  | 4,113  | 4,596  | 4,750   | 4,851   |
| 장기차입금           | 863    | 902    | 902    | 932     | 962     |
| 사채              | 2,007  | 382    | 218    | 248     | 278     |
| 부채총계            | 11,167 | 12,131 | 15,240 | 15,773  | 16,266  |
| 자배지분            | 25,460 | 27,582 | 37,211 | 45,841  | 54,453  |
| 자본금             | 16     | 16     | 16     | 16      | 16      |
| 자본잉여금           | 1,423  | 1,586  | 1,604  | 1,604   | 1,604   |
| 이익잉여금           | 25,965 | 27,626 | 29,022 | 30,949  | 33,015  |
| 비지배지분           | 1,541  | 1,371  | 1,495  | 1,541   | 1,591   |
| 자본총계            | 27,001 | 28,953 | 38,707 | 47,382  | 56,043  |
| 순차입금            | -3,157 | -4,411 | -7,949 | -14,101 | -20,698 |
| 총차입금            | 4,378  | 4,609  | 5,738  | 5,931   | 6,127   |

| Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) |         |         |         |         |         |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 결산 (12월)                   | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
| EPS                        | 11,913  | 12,376  | 11,409  | 14,789  | 15,678  |
| BPS                        | 170,953 | 184,396 | 248,714 | 306,392 | 363,952 |
| EBITDAPS                   | 16,432  | 18,714  | 22,272  | 24,629  | 25,737  |
| SPS                        | 66,511  | 76,258  | 87,717  | 94,751  | 99,410  |
| DPS                        | 1,130   | 2,630   | 2,630   | 2,630   | 2,630   |
| PER                        | 15.5    | 18.3    | 16.2    | 12.5    | 11.8    |
| PBR                        | 1.1     | 1.2     | 0.7     | 0.6     | 0.5     |
| EV/EBITDA                  | 10.6    | 11.0    | 6.4     | 4.2     | 2.4     |
| PSR                        | 2.8     | 3.0     | 2.1     | 1.9     | 1.9     |

| 재무비율 (단위: 배, %, ) |       |       |       |       |       |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월)          | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| 매출액 증가율 (%)       | 11.0  | 12.1  | 14.3  | 8.0   | 4.9   |
| 영업이익 증가율 (%)      | 32.9  | 11.6  | 3.1   | 11.8  | 3.7   |
| 지배순이익 증가율 (%)     | 90.0  | 1.6   | -8.4  | 29.6  | 6.0   |
| 매출총이익률 (%)        | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 영업이익률 (%)         | 18.4  | 18.3  | 16.5  | 17.1  | 16.9  |
| 지배순이익률 (%)        | 17.9  | 16.2  | 13.0  | 15.6  | 15.8  |
| EBITDA 마진 (%)     | 24.7  | 24.5  | 25.4  | 26.0  | 25.9  |
| ROIC              | 49.2  | 49.3  | 52.0  | 54.1  | 55.2  |
| ROA               | 5.2   | 4.9   | 3.8   | 4.0   | 3.6   |
| ROE               | 7.9   | 7.4   | 5.5   | 5.6   | 4.9   |
| 부채비율 (%)          | 41.4  | 41.9  | 39.4  | 33.3  | 29.0  |
| 순차입금/자기자본 (%)     | -12.4 | -16.0 | -21.4 | -30.8 | -38.0 |
| 영업이익/금융비용 (배)     | 18.9  | 20.3  | 16.8  | 16.6  | 16.7  |

# 카카오(035720): 2Q26 Preview : 실적은 여전히 좋 은데

인터넷/SW



**이창영** 인터넷/SW  
changyoung.lee@yuantakorea.com

|             |             |
|-------------|-------------|
| 투자 의견       | BUY (M)     |
| 목표주가        | 80,000원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 34,750원     |
| 상승여력        | 130%        |

|             |                   |        |        |
|-------------|-------------------|--------|--------|
| 시가총액        | 153,936억원         |        |        |
| 총발행주식수      | 442,981,070주      |        |        |
| 60일 평균 거래대금 | 899억원             |        |        |
| 60일 평균 거래량  | 2,159,176주        |        |        |
| 52주 고       | 67,700원           |        |        |
| 52주 저       | 33,150원           |        |        |
| 외인지분율       | 28.52%            |        |        |
| 주요주주        | 김범수 외 76 인 24.08% |        |        |
| 주가수익률(%)    | 1개월               | 3개월    | 12개월   |
| 절대          | (16.3)            | (26.1) | (42.1) |
| 상대          | (0.1)             | (36.9) | (73.0) |
| 절대(달러환산)    | (15.4)            | (26.8) | (47.0) |

- **2Q26 Preview** : 영업수익 2조 756억원 YoY 8%, 영업이익 2,463억원 YoY 21%. 영업이익률 11.9%. 컨센서스 상회 전망 **[플랫폼] <광고>** 특·광고 지면 확대, 다양한 광고주 유입 등 특DA YoY 두 자릿수 성장 지속, 금융업종 메시지 발송량 증가 등 비즈니스 메시지 고성장 지속 등 특 광고 전체 두 자릿수 성장 지속 전망 **<커머스(선물하기)>** 나에게 선물하기 수요 증가, 스타벅스 상품권 감소분 이상 다른 상품권 증가. 기저효과로 전분기 대비 감소하지만 전년 동기 대비로는 증가 예상 **<모빌리티>** 택시, 대리, 주차의 고른 성장과 라스트마일서비스(퀵서비스) 고성장으로 성장 지속 **<페이>** 증권 부문 호조, 결제 부문 안정 성장 등 매출, 이익 모두 안정 성장. 카카오증권 100% 자회사 편입
- **[콘텐츠] <뮤직>** '에스파', 'NCT' 활동 앨범, 'IVE' 글로벌 투어 등 SM 실적개선 **<스토리>** 피코마 유저 락인 프로모션 무료 코인 증정으로 매출, 이익 모두 감소 전망 **<미디어>** 매출 인식되는 작품 수 증가로 매출 증가 예상
- **AI for 카카오** : 피코마 등 마케팅비 증가되나 보수적인 AI CapEx 투자로 매출 증가에 따른 영업이익률 개선 기대. 현재 '카나나 인 톡'을 통해 사용자들간 카카오톡 대화를 이해하고 먼저 말을 걸어(Proactive AI) 필요한 정보(일정, 지식, 정보 등)를 제공. 3분기 중 '카나나 in 카카오톡' 외부 파트너와 사용자 취향분석, 선물추천, 가격비교, 구매, 결제까지 완결되는 AI Agent 기능 선보일 예정. '카나나 검색'을 통해 호텔, 맛집, 모빌리티 예약 계획. 또한, 다양한 기능 추가, 파트너(외부 대형 Vertical App, 커머스, OTA, 로컬서비스 등) 추가로 트래픽 증가 및 수익 증가 계획

## Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A  | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 7,864  | 8,099 | 8,197 | 8,533 | 8,738 |
| 매출액증가율      | 4.1    | 3.0   | 1.2   | 4.1   | 2.4   |
| 영업이익        | 495    | 732   | 977   | 1,132 | 1,194 |
| 영업이익률       | 6.3    | 9.0   | 11.9  | 13.3  | 13.7  |
| 지배주주귀속순이익   | 55     | 491   | 639   | 827   | 694   |
| 지배주주 귀속 EPS | 124    | 1,110 | 1,443 | 1,867 | 1,567 |
| 증가율         | -105.4 | 795.2 | 30.0  | 29.4  | -16.1 |
| PER         | 358.2  | 46.6  | 23.3  | 18.0  | 21.5  |
| PBR         | 1.9    | 2.0   | 1.3   | 1.2   | 1.1   |
| EV/EBITDA   | 14.4   | 13.0  | 5.3   | 4.7   | 4.6   |
| ROA         | 0.2    | 1.8   | 2.1   | 2.5   | 2.0   |
| ROE         | 0.6    | 4.6   | 5.5   | 6.8   | 5.3   |

자료: 유안타증권 리서치센터

## 2Q26 실적전망

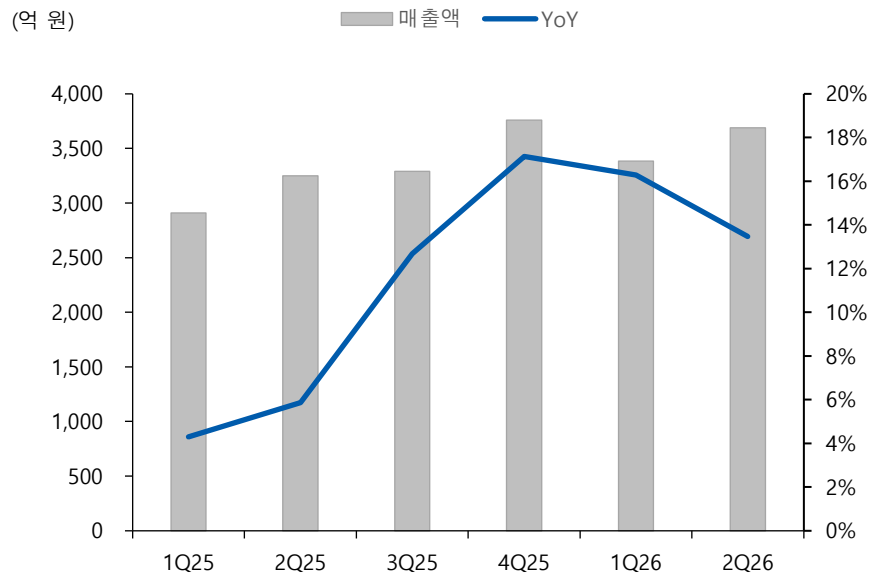
| (단위: 억 원) | 1Q25   | 2Q25   | 3Q25   | 4Q25   | 1Q26   | 2Q26E  | 3Q26E  | 4Q26E  | 2024   | 2025   | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 총매출       | 17,479 | 19,175 | 19,622 | 20,419 | 19,421 | 20,756 | 20,475 | 21,315 | 78,640 | 76,695 | 81,967 | 85,334 |
| YoY       | -12%   | -4%    | 2%     | 5%     | 11%    | 8%     | 4%     | 4%     | 4%     | -2%    | 7%     | 4%     |
| 플랫폼부문     | 10,223 | 10,870 | 10,900 | 12,292 | 11,827 | 12,514 | 12,297 | 13,216 | 38,933 | 44,285 | 49,853 | 53,017 |
| 특비즈       | 5,585  | 5,458  | 5,381  | 6,300  | 6,086  | 6,097  | 5,883  | 6,554  | 20,816 | 22,724 | 24,619 | 25,757 |
| 특광고       | 2,910  | 3,250  | 3,290  | 3,760  | 3,384  | 3,688  | 3,623  | 3,914  | 11,990 | 13,210 | 14,609 | 15,947 |
| 커머스       | 2,675  | 2,208  | 2,091  | 2,540  | 2,702  | 2,409  | 2,260  | 2,639  | 8,826  | 9,514  | 10,011 | 9,810  |
| YoY       | 13%    | 10%    | 0%     | 8%     | 1%     | 9%     | 8%     | 4%     | 2%     | 8%     | 5%     | -2%    |
| 포털비즈      | 743    | 785    | 729    | 718    | 676    | 714    | 686    | 573    | 3,322  | 2,976  | 2,649  | 2,328  |
| 플랫폼 기타    | 3,895  | 4,626  | 4,790  | 5,274  | 5,065  | 5,703  | 5,728  | 6,089  | 14,795 | 18,585 | 22,585 | 24,932 |
| 콘텐츠부문     | 7,256  | 8,305  | 8,722  | 8,127  | 7,594  | 8,242  | 8,178  | 8,099  | 39,707 | 32,410 | 32,114 | 32,317 |
| 뮤직        | 4,379  | 5,172  | 5,645  | 5,251  | 4,846  | 5,426  | 5,434  | 5,537  | 19,200 | 20,447 | 21,243 | 21,631 |
| 에스엠       | 2,314  | 3,029  | 3,216  | 3,190  | 2,791  | 3,347  | 3,248  | 3,420  | 9,900  | 11,749 | 12,806 | 13,447 |
| 스토리       | 2,126  | 2,191  | 2,119  | 1,919  | 1,824  | 1,799  | 1,833  | 1,733  | 8,640  | 8,354  | 7,189  | 6,894  |
| 카카오엔터매출액  | 888    | 915    | 850    | 802    | 707    | 678    | 676    | 637    | 3,885  | 3,455  | 2,699  | 2,564  |
| 피코마매출액    | 1,238  | 1,276  | 1,268  | 1,116  | 1,117  | 1,121  | 1,157  | 1,096  | 4,758  | 4,899  | 4,490  | 4,330  |
| 미디어       | 751    | 942    | 958    | 958    | 924    | 1,017  | 910    | 829    | 3,134  | 3,609  | 3,681  | 3,792  |
| 영업비용      | 16,205 | 17,136 | 17,384 | 18,259 | 17,307 | 18,294 | 18,207 | 18,394 | 73,688 | 68,074 | 72,201 | 74,016 |
| 인건비       | 4,256  | 4,389  | 4,286  | 4,551  | 4,449  | 4,417  | 4,464  | 4,481  | 18,915 | 17,482 | 17,810 | 18,161 |
| 매출연동비     | 6,587  | 6,785  | 6,980  | 7,397  | 7,012  | 7,468  | 7,345  | 7,537  | 30,110 | 27,749 | 29,362 | 30,023 |
| 외주/인프라    | 1,902  | 2,178  | 2,452  | 2,379  | 2,082  | 2,269  | 2,427  | 2,400  | 8,755  | 8,910  | 9,177  | 9,535  |
| 마케팅비      | 748    | 789    | 916    | 1,092  | 725    | 1,245  | 1,017  | 947    | 4,043  | 3,545  | 3,934  | 4,020  |
| 상각비       | 1,935  | 2,090  | 1,949  | 1,924  | 1,968  | 1,988  | 2,008  | 2,028  | 69,362 | 68,977 | 54,542 | 56,178 |
| 기타        | 579    | 598    | 662    | 652    | 565    | 602    | 643    | 656    | 3,271  | 2,490  | 2,466  | 2,542  |
| 영업이익      | 1,274  | 2,039  | 2,238  | 2,160  | 2,114  | 2,463  | 2,268  | 2,921  | 4,952  | 8,621  | 9,766  | 11,318 |
| 영업이익률     | 7.3%   | 10.6%  | 11.4%  | 10.6%  | 10.9%  | 11.9%  | 11.1%  | 13.7%  | 6.3%   | 11.2%  | 11.9%  | 13.3%  |
| YoY       | -1%    | 44%    | 61%    | 151%   | 66%    | 21%    | 1%     | 35%    | 7%     | 74%    | 13%    | 16%    |

자료: 유안타증권 리서치센터 주: 카카오게임즈의 라인아후 매각에 따른 연결 제외의 영향으로 2025년 공시 총매출과 차이 존재

## 카카오 광고 매출액 & 성장률, 카카오 모빌리티&페이 영업이익 추이

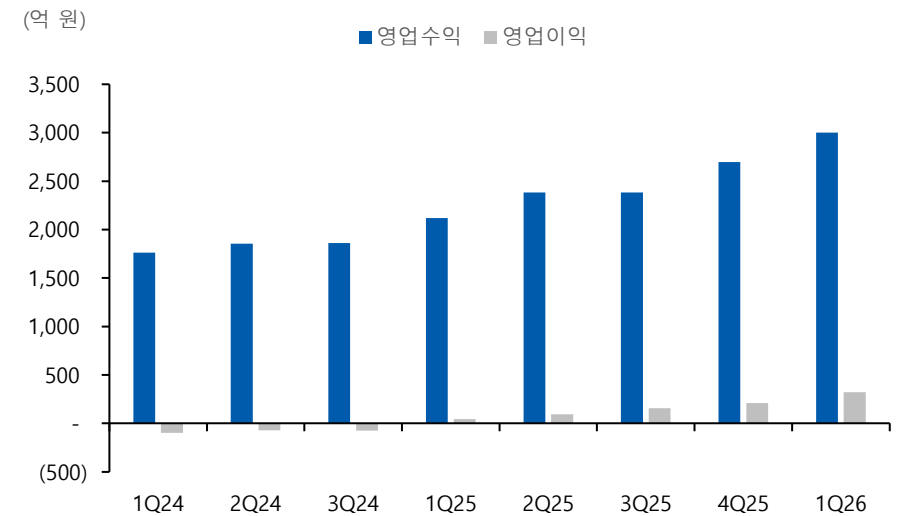
- 카카오 특광고 24,25년 전년 대비 성장률이 각각 7.1%, 8.9% 였으나, 특개편에 따른 체류시간 증가, 광고 인벤토리 증가로 4Q25 17%에 이어 1Q26 16% 증가
- 카카오 모빌리티는 매출 성장에 따른 고정비 레버리지 효과로 2025년 매출액 7,393억원 YoY 9.5%, 영업이익 1,155억원 YoY 24.2% 기록
- 카카오 페이도 매출 성장에 따른 고정비 레버리지 효과로 2025년 부터 매분기 영업이익(률)을 개선. 2Q26에도 이익 개선 폭 증가 전망

### 카카오 특광고 매출액 & 성장률 추이



자료: 카카오, 유안타증권리서치센터

### 카카오 페이 매출액&영업이익(손실) 분기별 추이



자료: DART

카카오(035720) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서       |       |       |       |       |       | (단위: 십억원) |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |           |
| 매출액         | 7,864 | 8,099 | 8,197 | 8,533 | 8,738 |           |
| 매출원가        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 매출총이익       | 7,864 | 8,099 | 8,197 | 8,533 | 8,738 |           |
| 판매비         | 7,369 | 7,367 | 7,220 | 7,402 | 7,544 |           |
| 영업이익        | 495   | 732   | 977   | 1,132 | 1,194 |           |
| EBITDA      | 1,331 | 1,572 | 1,786 | 1,923 | 1,974 |           |
| 영업외손익       | -446  | -111  | 179   | 94    | -166  |           |
| 외환관련손익      | 25    | -4    | 0     | 0     | 0     |           |
| 이자손익        | 2     | 1     | 212   | 262   | 266   |           |
| 관계기업관련손익    | 56    | 90    | 162   | 206   | 215   |           |
| 기타          | -530  | -197  | -195  | -374  | -647  |           |
| 법인세비용차감전순손익 | 50    | 622   | 1,156 | 1,225 | 1,028 |           |
| 법인세비용       | 160   | 95    | 252   | 306   | 257   |           |
| 계속사업순손익     | -111  | 527   | 904   | 919   | 771   |           |
| 중단사업순손익     | -51   | -9    | -60   | 0     | 0     |           |
| 당기순이익       | -162  | 518   | 844   | 919   | 771   |           |
| 지배지분순이익     | 55    | 491   | 639   | 827   | 694   |           |
| 포괄순이익       | 197   | 1,306 | 895   | 942   | 772   |           |
| 지배지분포괄이익    | 387   | 1,324 | 781   | 822   | 674   |           |

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

| 현금흐름표           |       |       |        |        |        | (단위: 십억원) |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|--------|-----------|
| 결산 (12월)        | 2024A | 2025A | 2026F  | 2027F  | 2028F  |           |
| 영업활동 현금흐름       | 1,250 | 1,405 | 3,381  | 3,000  | 2,843  |           |
| 당기순이익           | -162  | 518   | 844    | 919    | 771    |           |
| 감가상각비           | 576   | 583   | 579    | 558    | 542    |           |
| 외환손익            | -22   | 4     | -17    | 0      | 0      |           |
| 충족,관계기업관련손익     | -54   | -90   | -158   | -206   | -215   |           |
| 자산부채의 증감        | -4    | -106  | 1,434  | 1,018  | 1,027  |           |
| 기타현금흐름          | 917   | 496   | 698    | 711    | 718    |           |
| 투자활동 현금흐름       | 10    | -478  | -1,852 | -2,747 | -2,788 |           |
| 투자자산            | 129   | 343   | -43    | -608   | -689   |           |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -380  | -479  | -541   | -500   | -500   |           |
| 유형자산 감소         | 32    | 14    | 4      | 0      | 0      |           |
| 기타현금흐름          | 229   | -355  | -1,272 | -1,639 | -1,599 |           |
| 재무활동 현금흐름       | -521  | -708  | 1,642  | -722   | -777   |           |
| 단기차입금           | 563   | -598  | 3,062  | 42     | -14    |           |
| 사채 및 장기차입금      | -598  | 194   | -518   | -34    | -33    |           |
| 자본              | 71    | -108  | -158   | 0      | 0      |           |
| 현금배당            | -43   | -39   | -46    | -33    | -33    |           |
| 기타현금흐름          | -513  | -158  | -697   | -697   | -697   |           |
| 연결범위변동 등 기타     | 41    | -14   | 1,866  | 772    | 718    |           |
| 현금의 증감          | 781   | 204   | 5,037  | 303    | -3     |           |
| 기초 현금           | 5,389 | 6,170 | 6,374  | 11,410 | 11,713 |           |
| 기말 현금           | 6,170 | 6,374 | 11,410 | 11,713 | 11,710 |           |
| NOPLAT          | 495   | 732   | 977    | 1,132  | 1,194  |           |
| FCF             | 871   | 926   | 2,840  | 2,500  | 2,343  |           |

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

| 재무상태표        |        |        |        |        |         | (단위: 십억원) |
|--------------|--------|--------|--------|--------|---------|-----------|
| 결산 (12월)     | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F   |           |
| 유동자산         | 10,722 | 12,374 | 18,085 | 18,645 | 18,753  |           |
| 현금및현금성자산     | 6,170  | 6,374  | 11,410 | 11,713 | 11,710  |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 1,255  | 1,396  | 1,403  | 1,459  | 1,494   |           |
| 재고자산         | 81     | 77     | 77     | 80     | 82      |           |
| 비유동자산        | 15,051 | 15,409 | 14,663 | 15,441 | 16,280  |           |
| 유형자산         | 1,363  | 1,557  | 1,546  | 1,488  | 1,446   |           |
| 관계기업등 지분관련자산 | 2,923  | 2,517  | 2,530  | 2,707  | 2,924   |           |
| 기타투자자산       | 2,827  | 3,549  | 3,526  | 3,957  | 4,430   |           |
| 자산총계         | 25,773 | 27,784 | 32,748 | 34,085 | 35,033  |           |
| 유동부채         | 8,545  | 8,780  | 13,622 | 14,021 | 14,217  |           |
| 매입채무 및 기타채무  | 5,310  | 6,193  | 6,112  | 6,363  | 6,515   |           |
| 단기차입금        | 1,458  | 938    | 930    | 830    | 730     |           |
| 유동성장기부채      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       |           |
| 비유동부채        | 3,285  | 3,779  | 3,201  | 3,230  | 3,242   |           |
| 장기차입금        | 328    | 991    | 354    | 304    | 254     |           |
| 사채           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       |           |
| 부채총계         | 11,830 | 12,559 | 16,823 | 17,251 | 17,459  |           |
| 자배지분         | 10,141 | 11,276 | 11,845 | 12,662 | 13,324  |           |
| 자본금          | 44     | 44     | 44     | 44     | 44      |           |
| 자본잉여금        | 8,911  | 8,803  | 8,645  | 8,645  | 8,645   |           |
| 이익잉여금        | 1,943  | 2,685  | 3,390  | 4,184  | 4,845   |           |
| 비지배지분        | 3,802  | 3,949  | 4,081  | 4,173  | 4,250   |           |
| 자본총계         | 13,943 | 15,225 | 15,925 | 16,835 | 17,574  |           |
| 순차입금         | -4,434 | -6,349 | -9,507 | -9,980 | -10,085 |           |
| 총차입금         | 4,472  | 4,068  | 6,611  | 6,620  | 6,573   |           |

| Valuation 지표 |        |        |        |        |        | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| 결산 (12월)     | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |               |
| EPS          | 124    | 1,110  | 1,443  | 1,867  | 1,567  |               |
| BPS          | 23,100 | 25,625 | 26,801 | 28,650 | 30,148 |               |
| EBITDAPS     | 2,997  | 3,552  | 4,032  | 4,342  | 4,456  |               |
| SPS          | 17,710 | 18,296 | 18,511 | 19,264 | 19,726 |               |
| DPS          | 68     | 75     | 75     | 75     | 75     |               |
| PER          | 358.2  | 46.6   | 23.3   | 18.0   | 21.5   |               |
| PBR          | 1.9    | 2.0    | 1.3    | 1.2    | 1.1    |               |
| EV/EBITDA    | 14.4   | 13.0   | 5.3    | 4.7    | 4.6    |               |
| PSR          | 2.5    | 2.8    | 1.8    | 1.7    | 1.7    |               |

| 재무비율          |       |       |        |       |       | (단위: 배, %) |
|---------------|-------|-------|--------|-------|-------|------------|
| 결산 (12월)      | 2024A | 2025A | 2026F  | 2027F | 2028F |            |
| 매출액 증가율 (%)   | 4.1   | 3.0   | 1.2    | 4.1   | 2.4   |            |
| 영업이익 증가율 (%)  | 7.5   | 47.8  | 33.4   | 15.9  | 5.5   |            |
| 지배순이익 증가율 (%) | 흑전    | 789.1 | 30.0   | 29.5  | -16.1 |            |
| 매출총이익률 (%)    | 100.0 | 100.0 | 100.0  | 100.0 | 100.0 |            |
| 영업이익률 (%)     | 6.3   | 9.0   | 11.9   | 13.3  | 13.7  |            |
| 지배순이익률 (%)    | 0.7   | 6.1   | 7.8    | 9.7   | 7.9   |            |
| EBITDA 마진 (%) | 16.9  | 19.4  | 21.8   | 22.5  | 22.6  |            |
| ROIC          | -40.3 | 34.2  | -236.1 | -39.7 | -38.5 |            |
| ROA           | 0.2   | 1.8   | 2.1    | 2.5   | 2.0   |            |
| ROE           | 0.6   | 4.6   | 5.5    | 6.8   | 5.3   |            |
| 부채비율 (%)      | 84.8  | 82.5  | 105.6  | 102.5 | 99.3  |            |
| 순차입금/자기자본 (%) | -43.7 | -56.3 | -80.3  | -78.8 | -75.7 |            |
| 영업이익/금융비용 (배) | 2.4   | 4.1   | 0.0    | 0.0   | 0.0   |            |

# 삼성에스디에스(018260): 2Q26 Preview : 성장 회복

인터넷/SW



**이창영** 인터넷/SW  
changyoung.lee@yuantakorea.com

|             |              |
|-------------|--------------|
| 투자 의견       | BUY (M)      |
| 목표주가        | 290,000원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 190,200원     |
| 상승여력        | 52%          |

|             |                    |
|-------------|--------------------|
| 시가총액        | 147,173억원          |
| 총발행주식수      | 77,377,800주        |
| 60일 평균 거래대금 | 1,588억원            |
| 60일 평균 거래량  | 690,909주           |
| 52주 고       | 362,000원           |
| 52주 저       | 145,900원           |
| 외인지분율       | 18.25%             |
| 주요주주        | 삼성전자 외 10 인 48.90% |
| 주가수익률(%)    | 1개월 3개월 12개월       |
| 절대          | (19.7) 27.9 3.4    |
| 상대          | (4.2) 9.1 (51.8)   |
| 절대(달러환산)    | (18.9) 26.7 (5.4)  |

- **2Q26 Preview** : 매출액 3조 7,013억원 YoY 5.4%, 영업이익 2,421억원 YoY 5.2%. 영업이익률 6.5%. 컨센서스 상회 전망 [IT서비스] 기 수주되었지만 지연되었던 프로젝트들의 매출 본격 인식. 기업들의 AI 수요 증가, MSP 대외확장 증가 등 클라우드 매출 고성장세 회복 (YoY 16.3% 추정) 등으로 IT서비스 매출액 YoY 5.6%로 성장세 회복 전망
- **[물류]** 중동전쟁으로 인한 해상, 항공운임 증가, 해상봉쇄에 따른 항공물류 증가, 삼성전자 미국 물동량 증가 등으로 플러스 성장 전환 전망
- **하반기 전망** : 1분기 예상치 못했던 퇴직충당금 반영으로 영업이익 급감했으나, 클라우드 및 공공, 금융 중심으로 매출 성장세가 회복되며, 하반기에도 매출, 영업이익 개선흐름은 이어질 것으로 예상. 특히, 그룹사 전체적으로 외부 AI 모델도입이 적극 진행될 것으로 예상되는 바, 동사의 수혜가 기대됨
- **투자 의견 BUY, 목표주가 29만원 유지** : 동사는 최근 국내외 AI DC 수요 증가에 대한 로드맵을 제시. 26년 동탄 DC 20MW, 28년 해남 국가 AI DC 40MW, 29년 구미 DC 60MW 등 29년까지 총 235MW 규모(기존 114MW 포함)의 AI DC 를 갖출 계획임. 이는 대부분 그룹계열사 수요에 필요한 용량으로 매출 규모는 약 2조원이 예상됨. 또한 2031년 까지 AIDC 인프라를 800MW 이상 확보하고, 관련 매출액을 6.6조원 달성하겠다는 목표를 제시함. AIDC는 6.5조원에 달하는 동사 내부 현금의 좋은 활용처이자, 동사의 새로운 성장원이 될 것으로 기대됨

## Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액         | 13,828 | 13,930 | 14,264 | 14,770 | 15,397 |
| 매출액증가율      | 4.2    | 0.7    | 2.4    | 3.5    | 4.2    |
| 영업이익        | 911    | 957    | 850    | 1,052  | 1,117  |
| 영업이익률       | 6.6    | 6.9    | 6.0    | 7.1    | 7.3    |
| 지배주주귀속순이익   | 757    | 760    | 645    | 789    | 793    |
| 지배주주 귀속 EPS | 9,783  | 9,816  | 8,335  | 10,196 | 10,248 |
| 증가율         | 9.2    | 0.3    | -15.1  | 22.3   | 0.5    |
| PER         | 15.6   | 15.1   | 22.6   | 18.5   | 18.4   |
| PBR         | 1.3    | 1.2    | 1.3    | 1.2    | 1.2    |
| EV/EBITDA   | 4.7    | 3.9    | 6.2    | 5.6    | 5.4    |
| ROA         | 5.9    | 5.7    | 4.4    | 4.9    | 4.7    |
| ROE         | 8.4    | 7.9    | 6.2    | 7.0    | 6.6    |

자료: 유안타증권 리서치센터

## 2Q26 실적전망

| (단위: 억 원) | 1Q 25  | 2Q 25  | 3Q 25  | 4Q25   | 1Q26   | 2Q26E  | 3Q26E  | 4Q26E  | 2024    | 2025    | 2026E   | 2027E   |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액       | 34,898 | 35,120 | 33,913 | 35,368 | 33,529 | 37,013 | 35,623 | 36,480 | 138,283 | 139,299 | 142,645 | 147,703 |
| YoY       | 7.5%   | 4.2%   | -5.0%  | -2.9%  | -3.9%  | 5.4%   | 5.0%   | 3.1%   | 4.2%    | 0.7%    | 2.4%    | 3.5%    |
| IT 서비스    | 16,004 | 16,784 | 15,957 | 16,690 | 16,105 | 17,263 | 17,060 | 18,279 | 64,015  | 65,435  | 68,707  | 72,280  |
| YoY       | 4.9%   | 4.7%   | 4.6%   | 2.3%   | 0.6%   | 2.9%   | 6.9%   | 9.5%   | 4.8%    | 2.2%    | 5.0%    | 5.2%    |
| SI        | 2,356  | 3,181  | 2,414  | 2,463  | 2,427  | 3,129  | 2,462  | 2,500  | 10,786  | 10,414  | 10,518  | 10,655  |
| YoY       | -18.2% | 18.8%  | 2.0%   | -7.5%  | 3.0%   | -1.6%  | 2.0%   | 1.5%   | -6.3%   | -3.4%   | 1.0%    | 1.3%    |
| ITO       | 7,119  | 6,951  | 6,797  | 7,351  | 6,769  | 6,861  | 6,681  | 7,239  | 29,994  | 28,218  | 27,550  | 26,701  |
| YoY       | -3.1%  | -8.9%  | -4.0%  | -4.0%  | -4.9%  | -1.3%  | -1.7%  | -1.5%  | -2.4%   | -5.9%   | -2.4%   | -3.1%   |
| 클라우드      | 6,529  | 6,652  | 6,746  | 6,876  | 6,909  | 7,733  | 7,985  | 8,012  | 23,235  | 26,803  | 30,639  | 34,923  |
| YoY       | 23.0%  | 19.6%  | 10.0%  | 14.7%  | 5.8%   | 16.3%  | 18.4%  | 16.5%  | 23.5%   | 15.4%   | 14.3%   | 14.0%   |
| 영업이익      | 2,259  | 2,037  | 1,972  | 2,002  | 630    | 2,074  | 2,055  | 2,407  | 7,726   | 8,270   | 7,166   | 8,754   |
| 영업이익률     | 14.1%  | 12.1%  | 12.3%  | 12.0%  | 3.9%   | 11.7%  | 12.0%  | 13.6%  | 12.1%   | 12.6%   | 10.4%   | 12.1%   |
| 물류        | 18,894 | 18,336 | 17,956 | 18,678 | 17,424 | 19,289 | 18,495 | 18,730 | 74,268  | 73,864  | 73,938  | 75,424  |
| YoY       | 11.6%  | 2.9%   | -5.0%  | -7.1%  | -7.8%  | 5.2%   | 3.0%   | 0.3%   | 3.6%    | -0.5%   | 0.1%    | 2.0%    |
| 영업이익      | 426    | 265    | 351    | 259    | 153    | 347    | 388    | 442    | 1,385   | 1,301   | 1,331   | 1,765   |
| 영업이익률     | 2.3%   | 1.4%   | 1.7%   | 1.4%   | 0.9%   | 1.8%   | 2.1%   | 2.4%   | 1.9%    | 1.8%    | 1.8%    | 2.3%    |
| 매출원가      | 29,441 | 29,891 | 28,939 | 30,229 | 29,589 | 30,231 | 30,232 | 30,233 | 118,160 | 118,452 | 122,070 | 124,465 |
| 원가율       | 86.0%  | 85.7%  | 85.5%  | 85.5%  | 88.2%  | 81.7%  | 84.9%  | 82.9%  | 85.4%   | 85.0%   | 85.6%   | 84.3%   |
| 판매비와관리비   | 2,772  | 2,927  | 2,651  | 2,878  | 3,157  | 4,361  | 2,947  | 3,398  | 11,012  | 11,276  | 12,078  | 12,720  |
| 전체 영업이익   | 2,685  | 2,302  | 2,323  | 2,261  | 783    | 2,421  | 2,444  | 2,849  | 9,111   | 9,571   | 8,497   | 10,519  |
| YoY       | 18.9%  | 4.2%   | -8.1%  | 6.9%   | -70.8% | 5.2%   | 5.2%   | 26.0%  | 12.7%   | 5.0%    | -11.2%  | 23.8%   |
| 영업이익률     | 7.7%   | 6.6%   | 6.8%   | 6.4%   | 2.3%   | 6.5%   | 6.9%   | 7.8%   | 6.6%    | 6.9%    | 6.0%    | 7.1%    |

자료: 유안타증권 리서치센터

## Capacity Expansion Roadmap



자료: 삼성에스디에스 주: Capacity는 IT Load 기준

삼성에스디에스(018260) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서       |        |        |        |        |        | (단위: 십억원) |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 결산 (12월)    | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |           |
| 매출액         | 13,828 | 13,930 | 14,264 | 14,770 | 15,397 |           |
| 매출원가        | 11,816 | 11,850 | 12,029 | 12,446 | 12,926 |           |
| 매출총이익       | 2,012  | 2,080  | 2,236  | 2,324  | 2,471  |           |
| 판매비         | 1,101  | 1,123  | 1,386  | 1,272  | 1,354  |           |
| 영업이익        | 911    | 957    | 850    | 1,052  | 1,117  |           |
| EBITDA      | 1,518  | 1,587  | 1,636  | 2,021  | 2,227  |           |
| 영업외손익       | 192    | 119    | 63     | 47     | -6     |           |
| 외환관련손익      | 41     | -18    | 11     | 20     | 4      |           |
| 이자손익        | 133    | 136    | 101    | 85     | 59     |           |
| 관계기업관련손익    | 3      | 6      | 4      | 5      | 6      |           |
| 기타          | 15     | -6     | -53    | -63    | -74    |           |
| 법인세비용차감전순손익 | 1,103  | 1,076  | 912    | 1,099  | 1,111  |           |
| 법인세비용       | 313    | 293    | 257    | 297    | 305    |           |
| 계속사업순손익     | 790    | 783    | 656    | 802    | 806    |           |
| 중단사업순손익     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |           |
| 당기순이익       | 790    | 783    | 656    | 802    | 806    |           |
| 지배지분순이익     | 757    | 760    | 645    | 789    | 793    |           |
| 포괄순이익       | 934    | 821    | 1,234  | 983    | 1,021  |           |
| 지배지분포괄이익    | 902    | 806    | 1,229  | 978    | 1,017  |           |

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

| 현금흐름표           |        |       |        |        |        | (단위: 십억원) |
|-----------------|--------|-------|--------|--------|--------|-----------|
| 결산 (12월)        | 2024A  | 2025A | 2026F  | 2027F  | 2028F  |           |
| 영업활동 현금흐름       | 1,238  | 1,203 | 1,018  | 1,445  | 1,601  |           |
| 당기순이익           | 790    | 783   | 656    | 802    | 806    |           |
| 감가상각비           | 553    | 599   | 751    | 927    | 1,062  |           |
| 외환손익            | -32    | 13    | 0      | -20    | -4     |           |
| 중속,관계기업관련손익     | -3     | -6    | -4     | -5     | -6     |           |
| 자산부채의 증감        | -252   | -347  | -658   | -584   | -595   |           |
| 기타현금흐름          | 182    | 162   | 273    | 324    | 337    |           |
| 투자활동 현금흐름       | -1,069 | -824  | -629   | -1,685 | -1,622 |           |
| 투자자산            | -1     | -2    | -453   | -864   | -716   |           |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -475   | -315  | -1,369 | -1,500 | -1,500 |           |
| 유형자산 감소         | 2      | 2     | 1      | 0      | 0      |           |
| 기타현금흐름          | -595   | -508  | 1,192  | 679    | 594    |           |
| 재무활동 현금흐름       | -423   | -509  | 1,224  | -309   | -328   |           |
| 단기차입금           | 0      | 0     | 0      | 0      | 0      |           |
| 사채 및 장기차입금      | 116    | -167  | 1,315  | 30     | 10     |           |
| 자본              | 0      | 0     | 0      | 0      | 0      |           |
| 현금배당            | -216   | -233  | 0      | -247   | -247   |           |
| 기타현금흐름          | -323   | -109  | -92    | -92    | -92    |           |
| 연결범위변동 등 기타     | 135    | 20    | 304    | 197    | 234    |           |
| 현금의 증감          | -119   | -110  | 1,916  | -352   | -116   |           |
| 기초 현금           | 1,788  | 1,669 | 1,559  | 3,475  | 3,123  |           |
| 기말 현금           | 1,669  | 1,559 | 3,475  | 3,123  | 3,007  |           |
| NOPLAT          | 911    | 957   | 850    | 1,052  | 1,117  |           |
| FCF             | 763    | 888   | -351   | -55    | 101    |           |

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,ROA의 경우,

자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

| 재무상태표        |        |        |        |        |        | (단위: 십억원) |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 결산 (12월)     | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |           |
| 유동자산         | 9,004  | 9,406  | 9,971  | 9,041  | 8,522  |           |
| 현금및현금성자산     | 1,669  | 1,559  | 3,475  | 3,123  | 3,007  |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 2,534  | 2,595  | 2,676  | 2,758  | 2,875  |           |
| 재고자산         | 19     | 15     | 16     | 17     | 17     |           |
| 비유동자산        | 4,235  | 4,048  | 5,789  | 7,567  | 8,973  |           |
| 유형자산         | 1,774  | 1,752  | 2,442  | 3,014  | 3,452  |           |
| 관계기업등 지분관련자산 | 111    | 113    | 573    | 1,432  | 2,148  |           |
| 기타투자자산       | 45     | 52     | 49     | 54     | 54     |           |
| 자산총계         | 13,238 | 13,454 | 15,760 | 16,608 | 17,495 |           |
| 유동부채         | 2,495  | 2,332  | 2,391  | 2,476  | 2,579  |           |
| 매입채무 및 기타채무  | 1,703  | 1,603  | 1,654  | 1,712  | 1,785  |           |
| 단기차입금        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |           |
| 유동성장기부채      | 267    | 262    | 280    | 290    | 300    |           |
| 비유동부채        | 1,037  | 859    | 2,072  | 2,099  | 2,109  |           |
| 장기차입금        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |           |
| 사채           | 0      | 0      | 1,200  | 1,200  | 1,200  |           |
| 부채총계         | 3,533  | 3,191  | 4,463  | 4,575  | 4,687  |           |
| 자배지분         | 9,333  | 9,916  | 10,959 | 11,682 | 12,443 |           |
| 자본금          | 39     | 39     | 39     | 39     | 39     |           |
| 자본잉여금        | 1,297  | 1,297  | 1,297  | 1,297  | 1,297  |           |
| 이익잉여금        | 7,995  | 8,530  | 8,928  | 9,471  | 10,017 |           |
| 비지배지분        | 372    | 347    | 338    | 351    | 364    |           |
| 자본총계         | 9,705  | 10,263 | 11,297 | 12,033 | 12,807 |           |
| 순차입금         | -5,040 | -5,563 | -4,718 | -3,661 | -2,995 |           |
| 총차입금         | 984    | 817    | 2,132  | 2,162  | 2,172  |           |

| Valuation 지표 |         |         |         |         |         | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|
| 결산 (12월)     | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |               |
| EPS          | 9,783   | 9,816   | 8,335   | 10,196  | 10,248  |               |
| BPS          | 120,661 | 128,198 | 141,683 | 151,027 | 160,869 |               |
| EBITDAPS     | 19,619  | 20,511  | 21,142  | 26,114  | 28,778  |               |
| SPS          | 178,711 | 180,024 | 184,348 | 190,886 | 198,981 |               |
| DPS          | 2,900   | 3,190   | 3,190   | 3,190   | 3,190   |               |
| PER          | 15.6    | 15.1    | 22.6    | 18.5    | 18.4    |               |
| PBR          | 1.3     | 1.2     | 1.3     | 1.2     | 1.2     |               |
| EV/EBITDA    | 4.7     | 3.9     | 6.2     | 5.6     | 5.4     |               |
| PSR          | 0.9     | 0.8     | 1.0     | 1.0     | 0.9     |               |

| 재무비율          |       |       |       |       |       | (단위: 배, %) |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| 결산 (12월)      | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |            |
| 매출액 증가율 (%)   | 4.2   | 0.7   | 2.4   | 3.5   | 4.2   |            |
| 영업이익 증가율 (%)  | 12.7  | 5.0   | -11.2 | 23.8  | 6.2   |            |
| 지배순이익 증가율 (%) | 9.2   | 0.3   | -15.1 | 22.3  | 0.5   |            |
| 매출총이익률 (%)    | 14.6  | 14.9  | 15.7  | 15.7  | 16.0  |            |
| 영업이익률 (%)     | 6.6   | 6.9   | 6.0   | 7.1   | 7.3   |            |
| 지배순이익률 (%)    | 5.5   | 5.5   | 4.5   | 5.3   | 5.2   |            |
| EBITDA 마진 (%) | 11.0  | 11.4  | 11.5  | 13.7  | 14.5  |            |
| ROIC          | 20.7  | 20.3  | 14.7  | 14.4  | 13.4  |            |
| ROA           | 5.9   | 5.7   | 4.4   | 4.9   | 4.7   |            |
| ROE           | 8.4   | 7.9   | 6.2   | 7.0   | 6.6   |            |
| 부채비율 (%)      | 36.4  | 31.1  | 39.5  | 38.0  | 36.6  |            |
| 순차입금/자기자본 (%) | -54.0 | -56.1 | -43.1 | -31.3 | -24.1 |            |
| 영업이익/금융비용 (배) | 18.2  | 18.9  | 8.5   | 9.8   | 10.3  |            |

# LG씨엔에스(064400): 2Q26 Preview : 안정 성장 지속

## 인터넷/SW



**이창영** 인터넷/SW  
changyoung.lee@yuantakorea.com

|             |              |
|-------------|--------------|
| 투자의견        | BUY (M)      |
| 목표주가        | 125,000원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 68,200원      |
| 상승여력        | 83%          |

|             |                     |
|-------------|---------------------|
| 시가총액        | 66,076억원            |
| 총발행주식수      | 96,885,948주         |
| 60일 평균 거래대금 | 1,985억원             |
| 60일 평균 거래량  | 2,107,707주          |
| 52주 고       | 143,700원            |
| 52주 저       | 55,400원             |
| 외인지분율       | 5.84%               |
| 주요주주        | LG 외 5 인 47.09%     |
| 주가수익률(%)    | 1개월 3개월 12개월        |
| 절대          | (26.5) 12.0 (16.6)  |
| 상대          | (12.3) (4.4) (61.1) |
| 절대(달러환산)    | (25.7) 10.9 (23.7)  |

- **2Q26 Preview** : 매출액 1조 5,574억원 YoY 6.7%, 영업이익 1,220억원 YoY -13.3%. 영업이익률 7.8%. 매출액은 컨센서스 부합 전망이나 AX 관련 투자 비용 증가로 영업이익(률) 감소. 시장 컨센 하회 예상  
[Digital Business Service] 기수주된 대규모 금융프로젝트의 매출 인식으로 전년 대비 두 자릿수 성장 전망, 상반기에도 대형 수주 지속되며 하반기에도 고성장 유지 예상
- **[Cloud & AI]** 클라우드 기업 수요의 지속적인 증가. 금융권 데이터 센터 위탁 운영 수주 및 매출 인식으로 성장 지속
- **[Smart Engineering]** : 방산, 조선, 식품, 제약 등 Non Captive 매출 증가로 Captive 매출 감소 보완. 그룹사 중 SI 없는 그룹 대상 AX 및 RX 수주 및 매출 증가.
- **투자의견 BUY, 목표주가 125,000원 유지** : 국내 기업들의 AX, RX에 대한 투자 및 실제 생산라인에 대한 도입이 아직은 미흡한 상황인 것으로 판단. 이에 따라 동사도 현재 한자릿수 수준의 성장을 유지하는 수준. 그러나, AI 기술 발달에 의한 AI 에이전트 등 B2B, B2C 영역에서의 AI사용량의 폭발적인 증가, 로봇 도입 확산 가능성이 높은 가운데, LG계열사를 비롯 다양한 산업, 제조 분야에서 AX 및 RX 경험을 축적한 동사의 수혜가 기대됨

## Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 5,983 | 6,130 | 6,543 | 6,850 | 7,150 |
| 매출액증가율      | 6.7   | 2.5   | 6.7   | 4.7   | 4.4   |
| 영업이익        | 513   | 552   | 541   | 628   | 651   |
| 영업이익률       | 8.6   | 9.0   | 8.3   | 9.2   | 9.1   |
| 지배주주귀속순이익   | 365   | 438   | 399   | 468   | 482   |
| 지배주주 귀속 EPS | 4,180 | 4,548 | 4,117 | 4,829 | 4,975 |
| 증가율         | 9.7   | 8.8   | -9.5  | 17.3  | 3.0   |
| PER         | -     | 13.6  | 16.6  | 14.1  | 13.7  |
| PBR         | -     | 2.0   | 2.0   | 1.8   | 1.7   |
| EV/EBITDA   | -     | 7.4   | 7.6   | 6.5   | 6.1   |
| ROA         | 8.5   | 8.9   | 7.4   | 8.2   | 7.8   |
| ROE         | 18.3  | 17.3  | 12.9  | 13.7  | 12.8  |

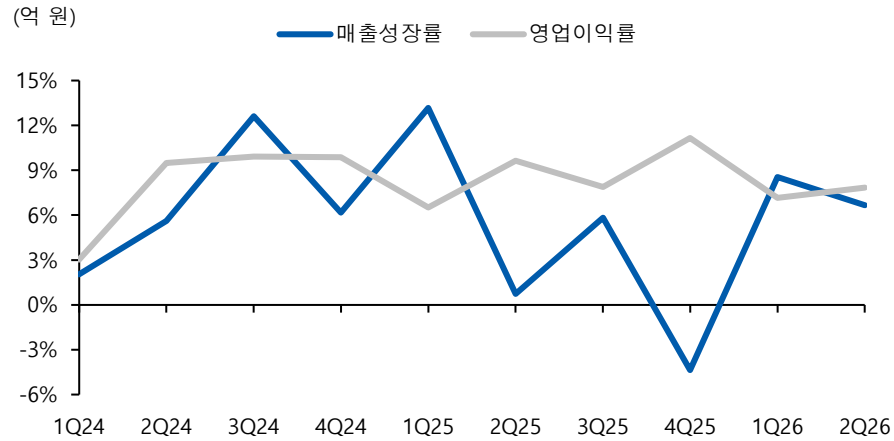
자료: 유안타증권 리서치센터

## 2Q26 실적전망

| (단위: 십억 원)                      | 1Q25    | 2Q25    | 3Q25    | 4Q25    | 1Q26    | 2Q26E   | 3Q26E   | 4Q26E   | 2024    | 2025    | 2026E   | 2027E   |
|---------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 전체 매출액                          | 1,211.4 | 1,460.2 | 1,522.3 | 1,935.7 | 1,315.0 | 1,557.4 | 1,634.6 | 2,035.9 | 5,982.6 | 6,129.6 | 6,542.8 | 6,850.4 |
| YoY                             | 13.2%   | 0.7%    | 5.8%    | -4.4%   | 8.6%    | 6.7%    | 7.4%    | 5.2%    | 6.7%    | 2.5%    | 6.7%    | 4.7%    |
| Digital Businss Service (SI/SM) | 287.7   | 321.0   | 336.5   | 403.5   | 321.9   | 367.6   | 380.9   | 426.8   | 1,393.8 | 1,348.7 | 1,497.1 | 1,574.9 |
| YoY                             | -2.9%   | -6.9%   | -8.2%   | 4.5%    | 11.9%   | 14.5%   | 13.2%   | 5.8%    | -8.2%   | -3.2%   | 11.0%   | 5.2%    |
| 매출비중                            | 24%     | 22%     | 22%     | 21%     | 24%     | 24%     | 23%     | 21%     | 23%     | 22%     | 23%     | 23%     |
| Cloud & AI                      | 717.3   | 872.4   | 879.5   | 1,118.1 | 765.4   | 920.4   | 943.9   | 1,186.7 | 3,351.8 | 3,587.3 | 3,816.4 | 4,035.8 |
| YoY                             | 30.1%   | 8.2%    | 10.6%   | -6.8%   | 6.7%    | 5.5%    | 7.3%    | 6.1%    | 15.8%   | 7.0%    | 6.4%    | 5.7%    |
| 매출비중                            | 59%     | 60%     | 58%     | 58%     | 58%     | 59%     | 58%     | 58%     | 56%     | 59%     | 58%     | 59%     |
| Smart Engineering               | 206.3   | 266.7   | 306.4   | 414.1   | 227.8   | 269.4   | 309.8   | 422.3   | 1,237.0 | 1,193.5 | 1,229.3 | 1,239.7 |
| YoY                             | -7.3%   | -10.7%  | 10.6%   | -5.6%   | 10.4%   | 1.0%    | 1.1%    | 2.0%    | 3.7%    | -3.5%   | 3.0%    | 0.8%    |
| 매출비중                            | 17%     | 18%     | 20%     | 21%     | 17%     | 17%     | 19%     | 21%     | 21%     | 19%     | 19%     | 18%     |
| 매출원가                            | 1,053.2 | 1,221.1 | 1,310.0 | 1,592.9 | 1,133.7 | 1,339.3 | 1,407.2 | 1,715.8 | 5,051.4 | 5,177.2 | 5,596.0 | 5,815.5 |
| 매출원가율                           | 86.9%   | 83.6%   | 86.1%   | 82.3%   | 86.2%   | 86.0%   | 86.1%   | 84.3%   | 84.4%   | 84.5%   | 85.5%   | 84.9%   |
| 판관비                             | 79.3    | 98.2    | 92.2    | 126.8   | 87.1    | 96.0    | 97.5    | 125.1   | 418.4   | 396.5   | 405.8   | 407.1   |
| 영업이익                            | 78.9    | 140.8   | 120.2   | 216.0   | 94.2    | 122.0   | 129.8   | 195.0   | 512.9   | 555.8   | 541.0   | 627.8   |
| 영업이익률                           | 6.5%    | 9.6%    | 7.9%    | 11.2%   | 7.2%    | 7.8%    | 7.9%    | 9.6%    | 8.6%    | 9.1%    | 8.3%    | 9.2%    |
| YoY                             | 144.3%  | 2.3%    | -15.8%  | 7.9%    | 19.4%   | -13.3%  | 8.1%    | -9.7%   | 10.5%   | 8.4%    | -2.7%   | 16.0%   |

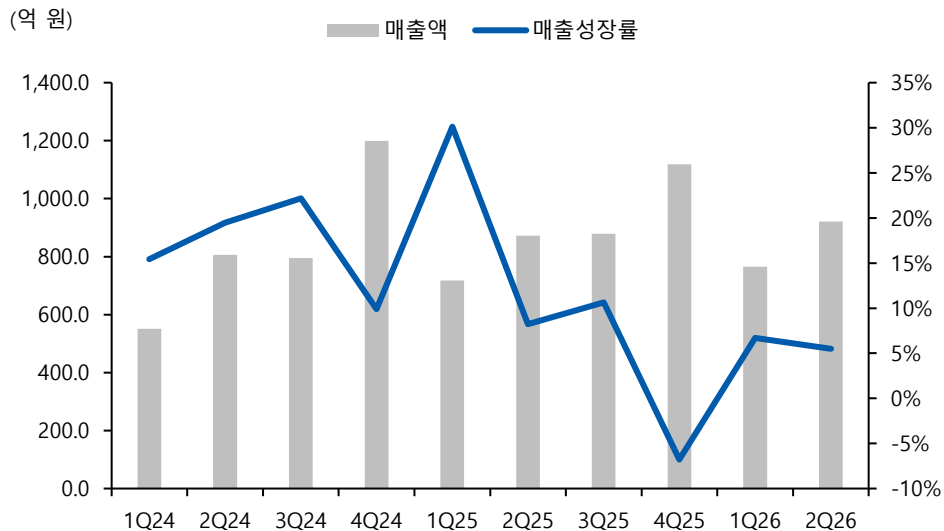
자료: 유안타증권 리서치센터

### LG CNS 분기별매출성장률& 영업이익률(1Q24~2Q26E)



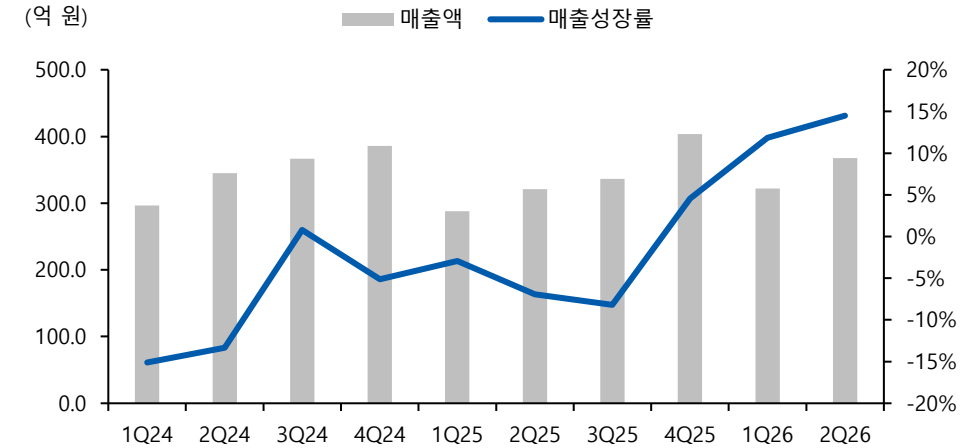
자료: LG씨엔에스, 유안타증권리서치센터

### Cloud & AI 부문매출액& 매출성장률(YoY) (1Q24~2Q26E)



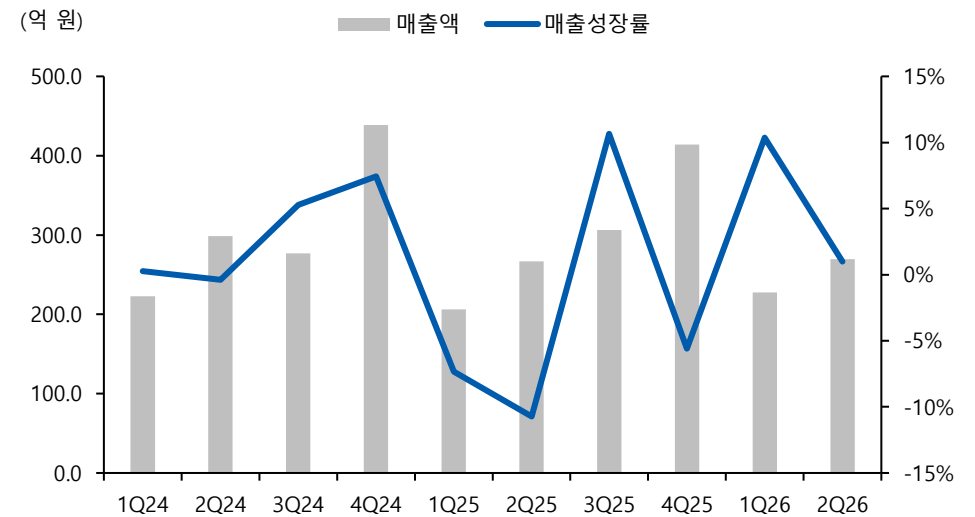
자료: LG씨엔에스, 유안타증권리서치센터

### Digital Business Service 매출액& 매출성장률(YoY) (1Q24~2Q26E)



자료: LG씨엔에스, 유안타증권리서치센터

### Smart Engineering부문매출액& 매출성장률(YoY) (1Q24~2Q26E)



자료: LG씨엔에스, 유안타증권리서치센터

LG씨엔에스(064400) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서       |       |       |       |       |       | (단위: 십억원) |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |           |
| 매출액         | 5,983 | 6,130 | 6,543 | 6,850 | 7,150 |           |
| 매출원가        | 5,051 | 5,177 | 5,596 | 5,816 | 6,091 |           |
| 매출총이익       | 931   | 952   | 947   | 1,035 | 1,059 |           |
| 판매비         | 418   | 400   | 406   | 407   | 408   |           |
| 영업이익        | 513   | 552   | 541   | 628   | 651   |           |
| EBITDA      | 617   | 686   | 703   | 776   | 789   |           |
| 영업외손익       | -27   | 41    | 4     | 6     | 4     |           |
| 외환관련손익      | 35    | -9    | -1    | -5    | -9    |           |
| 이자손익        | 5     | 18    | 27    | 37    | 45    |           |
| 관계기업관련손익    | 5     | 16    | 6     | 7     | 8     |           |
| 기타          | -72   | 16    | -28   | -33   | -39   |           |
| 법인세비용차감전순손익 | 485   | 593   | 545   | 634   | 655   |           |
| 법인세비용       | 121   | 154   | 144   | 163   | 171   |           |
| 계속사업순손익     | 365   | 439   | 401   | 470   | 485   |           |
| 중단사업순손익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 당기순이익       | 365   | 439   | 401   | 470   | 485   |           |
| 지배지분순이익     | 365   | 438   | 399   | 468   | 482   |           |
| 포괄순이익       | 385   | 443   | 478   | 534   | 538   |           |
| 지배지분포괄이익    | 384   | 442   | 476   | 532   | 535   |           |

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

| 현금흐름표           |       |       |       |       |       | (단위: 십억원) |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 결산 (12월)        | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |           |
| 영업활동 현금흐름       | 715   | 418   | -141  | -97   | -81   |           |
| 당기순이익           | 365   | 439   | 401   | 470   | 485   |           |
| 감가상각비           | 86    | 119   | 146   | 134   | 124   |           |
| 외환손익            | 0     | 0     | 17    | 5     | 9     |           |
| 충족, 관계기업관련손익    | -5    | -16   | -6    | -7    | -8    |           |
| 자산부채의 증감        | 121   | -206  | -722  | -757  | -747  |           |
| 기타현금흐름          | 148   | 82    | 23    | 57    | 56    |           |
| 투자활동 현금흐름       | -13   | -530  | -23   | -14   | -15   |           |
| 투자자산            | -25   | -16   | -41   | -22   | -24   |           |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -31   | -44   | -68   | -100  | -100  |           |
| 유형자산 감소         | 0     | 1     | 0     | 0     | 0     |           |
| 기타현금흐름          | 42    | -470  | 86    | 109   | 109   |           |
| 재무활동 현금흐름       | -141  | 174   | -289  | -152  | -149  |           |
| 단기차입금           | 24    | -30   | 0     | 0     | 0     |           |
| 사채 및 장기차입금      | 81    | 84    | -187  | 56    | 60    |           |
| 자본              | 0     | 594   | 0     | 0     | 0     |           |
| 현금배당            | -133  | -219  | -73   | -179  | -179  |           |
| 기타현금흐름          | -114  | -255  | -29   | -29   | -29   |           |
| 연결범위변동 등 기타     | 11    | 3     | 615   | 575   | 557   |           |
| 현금의 증감          | 572   | 64    | 163   | 311   | 312   |           |
| 기초 현금           | 505   | 1,077 | 1,141 | 1,304 | 1,615 |           |
| 기말 현금           | 1,077 | 1,141 | 1,304 | 1,615 | 1,928 |           |
| NOPLAT          | 513   | 552   | 541   | 628   | 651   |           |
| FCF             | 685   | 374   | -209  | -197  | -181  |           |

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, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

| 재무상태표        |       |       |        |        |        | (단위: 십억원) |
|--------------|-------|-------|--------|--------|--------|-----------|
| 결산 (12월)     | 2024A | 2025A | 2026F  | 2027F  | 2028F  |           |
| 유동자산         | 3,435 | 3,965 | 4,274  | 4,724  | 5,172  |           |
| 현금및현금성자산     | 1,077 | 1,141 | 1,304  | 1,615  | 1,928  |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 1,714 | 1,708 | 1,797  | 1,880  | 1,963  |           |
| 재고자산         | 46    | 61    | 64     | 67     | 70     |           |
| 비유동자산        | 1,069 | 1,320 | 1,208  | 1,230  | 1,267  |           |
| 유형자산         | 545   | 536   | 477    | 443    | 419    |           |
| 관계기업등 지분관련자산 | 124   | 145   | 152    | 159    | 166    |           |
| 기타투자자산       | 79    | 108   | 160    | 175    | 192    |           |
| 자산총계         | 4,505 | 5,285 | 5,482  | 5,954  | 6,440  |           |
| 유동부채         | 1,852 | 1,861 | 1,718  | 1,806  | 1,902  |           |
| 매입채무 및 기타채무  | 1,255 | 1,119 | 1,177  | 1,213  | 1,256  |           |
| 단기차입금        | 6     | 0     | 0      | 0      | 0      |           |
| 유동성장기부채      | 202   | 333   | 111    | 141    | 171    |           |
| 비유동부채        | 529   | 483   | 521    | 549    | 581    |           |
| 장기차입금        | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |           |
| 사채           | 389   | 160   | 160    | 155    | 150    |           |
| 부채총계         | 2,382 | 2,344 | 2,239  | 2,355  | 2,483  |           |
| 자배지분         | 2,115 | 2,933 | 3,233  | 3,585  | 3,941  |           |
| 자본금          | 47    | 52    | 52     | 52     | 52     |           |
| 자본잉여금        | 35    | 624   | 624    | 624    | 624    |           |
| 이익잉여금        | 2,003 | 2,221 | 2,440  | 2,728  | 3,031  |           |
| 비지배지분        | 8     | 9     | 11     | 13     | 16     |           |
| 자본총계         | 2,123 | 2,941 | 3,244  | 3,599  | 3,957  |           |
| 순차입금         | -447  | -908  | -1,285 | -1,567 | -1,846 |           |
| 총차입금         | 718   | 772   | 585    | 642    | 701    |           |

| Valuation 지표 |        |        |        |        |        | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| 결산 (12월)     | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |               |
| EPS          | 4,180  | 4,548  | 4,117  | 4,829  | 4,975  |               |
| BPS          | 24,257 | 30,270 | 33,370 | 37,007 | 40,678 |               |
| EBITDAPS     | 7,073  | 7,123  | 7,257  | 8,008  | 8,141  |               |
| SPS          | 68,610 | 63,667 | 67,531 | 70,706 | 73,801 |               |
| DPS          | 1,672  | 1,850  | 1,850  | 1,850  | 1,850  |               |
| PER          | -      | 13.6   | 17.3   | 14.7   | 14.3   |               |
| PBR          | -      | 2.0    | 2.1    | 1.9    | 1.7    |               |
| EV/EBITDA    | -      | 7.4    | 8.0    | 6.9    | 6.4    |               |
| PSR          | -      | 1.0    | 1.1    | 1.0    | 1.0    |               |

| 재무비율          |       |       |       |       |       | (단위: 배, %) |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| 결산 (12월)      | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |            |
| 매출액 증가율 (%)   | 6.7   | 2.5   | 6.7   | 4.7   | 4.4   |            |
| 영업이익 증가율 (%)  | 10.5  | 7.6   | -2.0  | 16.0  | 3.7   |            |
| 지배순이익 증가율 (%) | 9.7   | 20.1  | -8.9  | 17.3  | 3.0   |            |
| 매출총이익률 (%)    | 15.6  | 15.5  | 14.5  | 15.1  | 14.8  |            |
| 영업이익률 (%)     | 8.6   | 9.0   | 8.3   | 9.2   | 9.1   |            |
| 지배순이익률 (%)    | 6.1   | 7.1   | 6.1   | 6.8   | 6.7   |            |
| EBITDA 마진 (%) | 10.3  | 11.2  | 10.7  | 11.3  | 11.0  |            |
| ROIC          | 28.1  | 31.4  | 32.8  | 34.2  | 34.8  |            |
| ROA           | 8.5   | 8.9   | 7.4   | 8.2   | 7.8   |            |
| ROE           | 18.3  | 17.3  | 12.9  | 13.7  | 12.8  |            |
| 부채비율 (%)      | 112.2 | 79.7  | 69.0  | 65.4  | 62.7  |            |
| 순차입금/자기자본 (%) | -21.2 | -31.0 | -39.8 | -43.7 | -46.8 |            |
| 영업이익/금융비용 (배) | 19.2  | 21.3  | 22.5  | 28.9  | 27.4  |            |



하현수

제약/바이오

hyunsoo.ha@yuantakorea.com

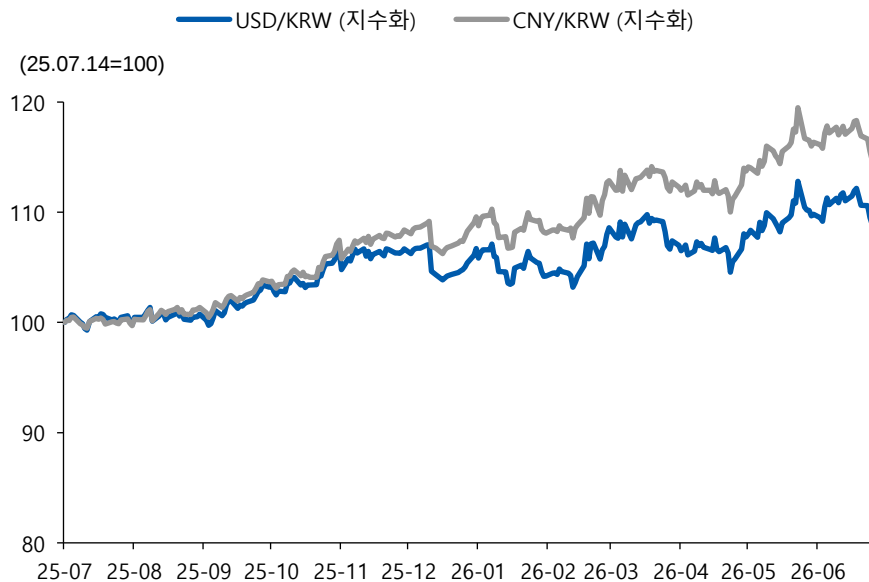
제약/바이오

수출 비중이 클수록 유리

## 고환율 지속, 수출 중심 기업 수혜 기대

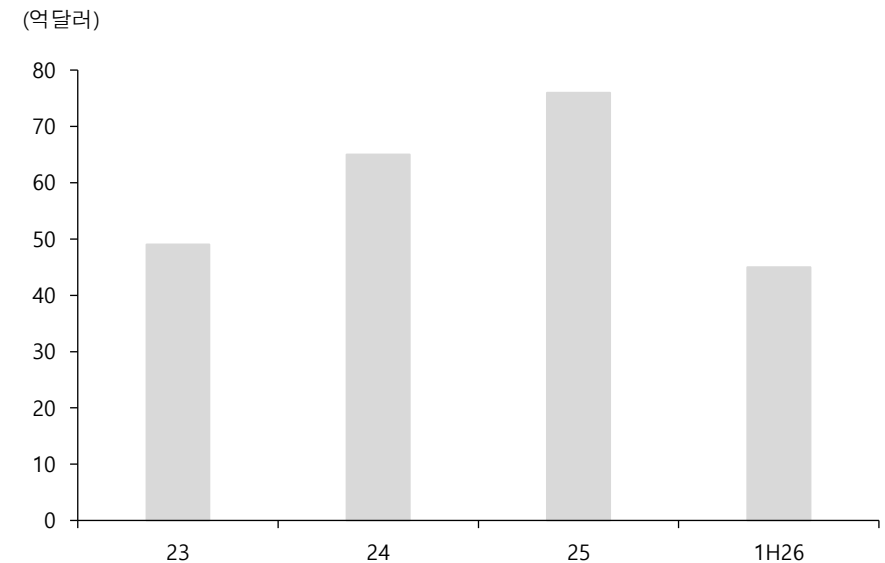
- 2Q26 원달러 평균 환율은 1501.6원으로 달러 강세가 지속되며, 해외 매출 비중이 큰 CDMO와 바이오시밀러 기업들의 수혜 전망.
- 특히 CDMO 기업은 국내 생산으로 비용 결제에서 원화가 차지하는 비중이 큰 반면, 매출에서는 달러 결제 비중이 크다는 점에서 수익성 개선이 가장 클 것으로 예상.
- 국내 바이오 의약품 수출액도 23년 49억 달러에서 25년 76억 달러로 증가. 1H26에도 45억 달러를 기록하며 달러 기준으로 가파른 성장을 지속하고 있으며 달러 강세로 더욱 극대화될 것.
- 해외 기업과 기술 이전 시 바이오테크들에서도 환율 효과를 기대할 수 있으나 글로벌 임상 비용 증가 등으로 인해 환율로 인한 긍정적인 효과는 제한적일 것으로 판단.

원/달러 환율 및 원/위안 환율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

바이오 의약품 수출액 추이

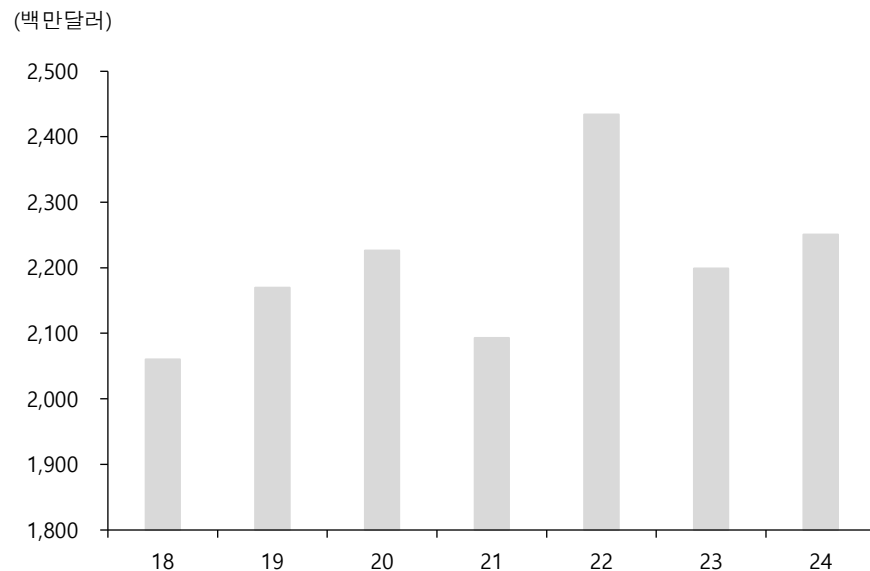


자료: 식품의약품안전처, 유안타증권 리서치센터

## 국내 제약사는 원가율 높아질 것

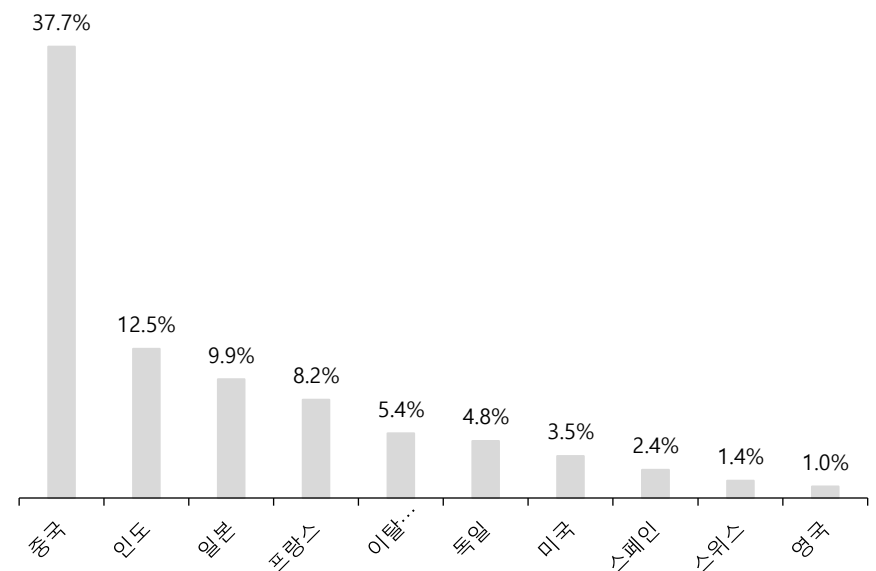
- 반면, 국내 제약사들은 중국, 인도 등 해외 생산 원료 의약품 수입 비중이 높으며 원화 약세는 수입 원가 상승으로 이어질 것으로 전망.
- 8월부터 개편된 약가 제도 시행 예정으로, 제네릭 의약품의 상한 금액은 오리지널 의약품의 45%(기존 53.55%)로 낮아질 예정으로 원가율 상승과 함께 수익성 악화로 이어질 것으로 판단.
- 다만 이미 급여 중인 기등재 품목의 경우 약가 인하는 단계적으로 이루어질 예정이며, 13년 이후 등재 품목의 경우에는 30년부터 인하가 시작됨에 따라 단기적인 매출 영향은 제한적일 것으로 판단.

원료 의약품 수입액



자료: 한국보건산업진흥원, 유안타증권 리서치센터

국가별 원료 의약품 수입 비중(2022년)



자료: 식품의약품안전처, 유안타증권 리서치센터

# 삼성바이오로직스 (207940): 단기 영향 없으나 남아있는 불확실성

## 제약/바이오



하현수 제약/바이오  
hyunsoo.ha@yuantaikorea.com

|             |                |
|-------------|----------------|
| 투자 의견       | BUY (M)        |
| 목표주가        | 2,100,000원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 1,400,000원     |
| 상승여력        | 50%            |

|             |                    |
|-------------|--------------------|
| 시가총액        | 648,073억원          |
| 총발행주식수      | 46,290,951주        |
| 60일 평균 거래대금 | 900억원              |
| 60일 평균 거래량  | 63,773주            |
| 52주 고       | 1,965,000원         |
| 52주 저       | 996,000원           |
| 외인지분율       | 12.76%             |
| 주요주주        | 삼성물산 외 5인 74.30%   |
| 주가수익률(%)    | 1개월 3개월 12개월       |
| 절대          | 8.1 (9.7) (10.0)   |
| 상대          | 29.0 (22.9) (58.0) |
| 절대(달러환산)    | 9.4 (10.4) (17.6)  |

- **2Q26Pre:** 매출액 1조 3,174억원(+29.9%YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 5,981억원(+25.4%, OPM 45.4%)로 컨센서스에 부합할 것으로 예상. 5월 파업으로 인한 영향은 3Q 실적에 반영될 것으로 보이며, 파업으로 인한 이연 배치는 연내 생산 예정으로 연간 실적에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 전망하며, 연간 가이던스(매출액 기준 +15~20%)도 유지. 또한 원달러 환율 강세가 지속되고 있어 가이던스 달성은 충분할 것으로 판단. GSK로부터 인수한 Rockville 공장도 2Q부터 운영을 시작해 3Q부터 매출 반영될 예정으로 가동률에 따라 가이던스 상향도 가능할 것으로 기대.
- **불확실성은 지속:** 2Q26 실적에 파업이 미치는 영향은 제한적일 것으로 보이나, 향후 노사 합의에 따른 인건비 상승 부담과 성과급 확정 시 관련 총당금 반영 등으로 인한 수익성 하락은 불가피할 것으로 예상. 또한 CDMO 산업 특성상 수주 계약 시 안정적인 공급이 중요해, 이번 파업으로 인한 향후 수주에 대한 우려 존재. 대규모 신규 수주 시 파업 영향에 대한 우려는 상당 부분 해소할 수 있을 것으로 판단.
- **투자 의견 Buy, 목표 주가 210만원 유지:** 매수 의견과 목표 주가 210만원을 유지. 6공장 착공 지연과 파업 리스크 등의 우려가 있으나, 우호적인 원달러 환율이 지속되고 있으며, 6월 경쟁사인 우시애펙이 국방부 1260H 목록에 포함되면서 연내 발표 예정인 생물보안법의 우려 바이오기업 명단에 포함될 것으로 예상. 우시 애펙 지정으로 관계사인 우시 바이오 등도 포함될 가능성이 있으며, 명단 포함시 동사 수혜에 대한 기대 높아질 것.

## Forecasts and Valuation (K-IFRS 별도)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액         | 3,497  | 4,557  | 5,274  | 6,000  | 6,622  |
| 매출액증가율      | 19.0   | 30.3   | 15.7   | 13.8   | 10.4   |
| 영업이익        | 1,321  | 2,068  | 2,379  | 2,722  | 3,081  |
| 영업이익률       | 37.8   | 45.4   | 45.1   | 45.4   | 46.5   |
| 지배주주귀속이익    | 1,051  | 1,586  | 1,882  | 2,169  | 2,512  |
| 지배주주 귀속 EPS | 14,766 | 23,621 | 40,645 | 46,848 | 54,272 |
| 증가율         | 11.1   | 60.0   | 72.1   | 15.3   | 15.8   |
| PER         | 87.0   | 67.0   | 34.4   | 29.9   | 25.8   |
| PBR         | 9.8    | 9.9    | 7.0    | 5.6    | 4.6    |
| EV/EBITDA   | 38.2   | 31.0   | 22.7   | 19.6   | 16.9   |
| ROA         | 8.4    | 13.0   | 15.6   | 15.1   | 14.7   |
| ROE         | 12.0   | 19.0   | 22.5   | 20.9   | 19.8   |

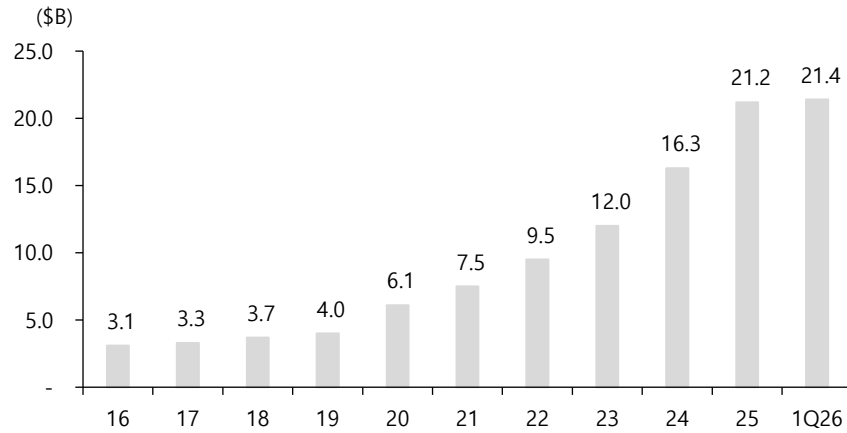
자료: 유안타증권 리서치센터

삼성바이오로직스 실적 추이 및 전망

| (십억원)     | 1Q25  | 2Q25   | 3Q25   | 4Q25   | 1Q26   | 2Q26E  | 3Q26E  | 4Q26E  | 2025   | 2026E  | 2027E  |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 999.5 | 1014.2 | 1257.5 | 1285.7 | 1257.1 | 1317.4 | 1280.2 | 1419.7 | 4556.9 | 5274.4 | 6000.0 |
| YoY (%)   | 49.3  | 25.2   | 17.8   | 35.3   | 25.8   | 29.9   | 1.8    | 10.4   | 30.3   | 8.9    | 9.3    |
| 1공장       | 95.0  | 92.7   | 100.8  | 112.6  | 115.7  | 108.9  | 107.1  | 113.6  | 401.0  | 445.3  | 475.6  |
| 2공장       | 244.7 | 239.9  | 259.2  | 259.2  | 274.1  | 280.7  | 274.2  | 295.8  | 1003.0 | 1124.8 | 1221.2 |
| 3공장       | 318.3 | 307.2  | 357.3  | 356.5  | 335.5  | 370.5  | 342.0  | 387.3  | 1339.3 | 1435.4 | 1565.3 |
| 4공장       | 296.2 | 327.0  | 474.4  | 490.5  | 467.2  | 468.7  | 443.3  | 469.3  | 1588.1 | 1848.4 | 1889.8 |
| 5공장       | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      | 25.4   | 50.8   | 69.9   | 0      | 146.2  | 524.7  |
| 기타/분석서비스  | 45.4  | 47.4   | 65.8   | 66.9   | 64.6   | 63.2   | 62.7   | 83.7   | 225.5  | 274.3  | 323.4  |
| 영업이익      | 430.2 | 477.0  | 633.4  | 528.3  | 580.8  | 598.1  | 564.6  | 636.0  | 2068.9 | 2379.5 | 2721.6 |
| YoY (%)   | 84.9  | 44.9   | 42.4   | 67.9   | 35.0   | 25.4   | -10.9  | 20.4   | 56.6   | 15.0   | 14.4   |
| 영업이익률 (%) | 43.0  | 47.0   | 50.4   | 41.1   | 46.2   | 45.4   | 44.1   | 44.8   | 45.4   | 45.1   | 45.4   |

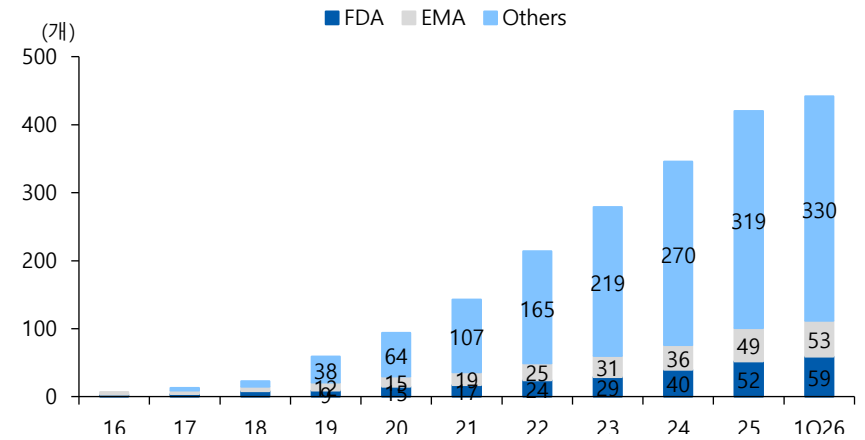
자료: 유안타증권 리서치센터

## CMO 수주 금액



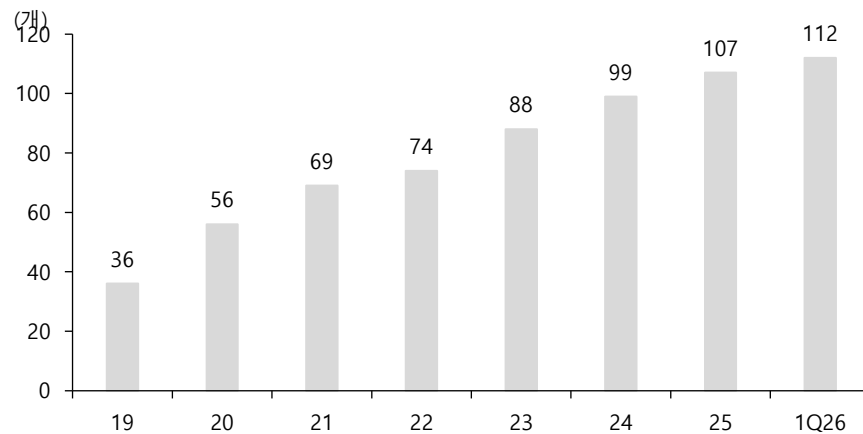
자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

## CMO 승인 현황



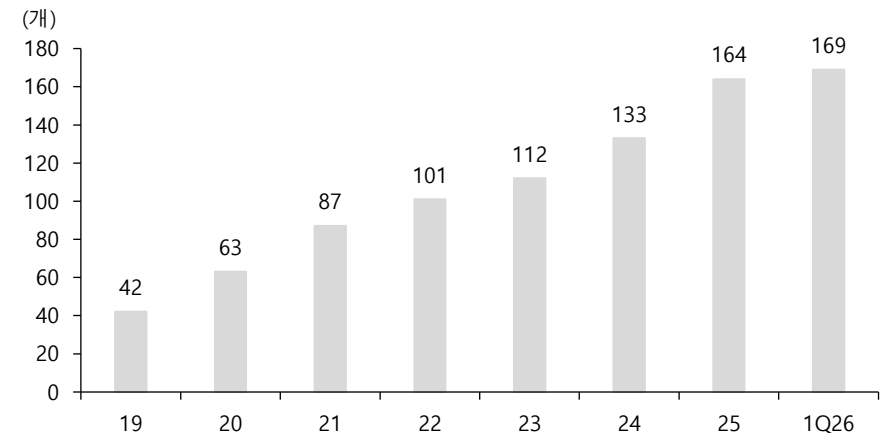
자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

## CMO 수주 제품 수



자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

## CDO 수주 제품 수



자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

삼성바이오로직스(207940) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

| 손익계산서       |       |       |       |       |       | (단위: 십억원) |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |           |
| 매출액         | 3,497 | 4,557 | 5,274 | 6,000 | 6,622 |           |
| 매출원가        | 1,784 | 2,040 | 2,437 | 2,752 | 3,013 |           |
| 매출총이익       | 1,713 | 2,517 | 2,838 | 3,248 | 3,609 |           |
| 판매비         | 392   | 449   | 458   | 526   | 528   |           |
| 영업이익        | 1,321 | 2,068 | 2,379 | 2,722 | 3,081 |           |
| EBITDA      | 1,620 | 2,437 | 2,746 | 3,062 | 3,396 |           |
| 영업외손익       | 81    | 11    | 120   | 145   | 239   |           |
| 외환관련손익      | 42    | -7    | 56    | 0     | 0     |           |
| 이자손익        | 20    | 16    | 55    | 136   | 229   |           |
| 관계기업관련손익    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 기타          | 19    | 2     | 10    | 10    | 10    |           |
| 법인세비용차감전순손익 | 1,402 | 2,079 | 2,499 | 2,867 | 3,319 |           |
| 법인세비용       | 351   | 493   | 618   | 698   | 807   |           |
| 계속사업순손익     | 1,051 | 1,586 | 1,882 | 2,169 | 2,512 |           |
| 중단사업순손익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 당기순이익       | 1,051 | 1,586 | 1,882 | 2,169 | 2,512 |           |
| 지배지분순이익     | 1,051 | 1,586 | 1,882 | 2,169 | 2,512 |           |
| 포괄순이익       | 1,042 | 1,583 | 1,878 | 2,165 | 2,509 |           |
| 지배지분포괄이익    | 1,042 | 1,583 | 1,878 | 2,165 | 2,509 |           |

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

| 현금흐름표           |        |        |       |       |       | (단위: 십억원) |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|-------|-----------|
| 결산 (12월)        | 2024A  | 2025A  | 2026F | 2027F | 2028F |           |
| 영업활동 현금흐름       | 1,383  | 1,953  | 2,553 | 2,972 | 3,377 |           |
| 당기순이익           | 1,051  | 1,586  | 1,882 | 2,169 | 2,512 |           |
| 감가상각비           | 286    | 354    | 352   | 328   | 306   |           |
| 외환손익            | -47    | 5      | -36   | 0     | 0     |           |
| 충족, 관계기업관련손익    | 0      | 0      | 0     | 0     | 0     |           |
| 자산부채의 증감        | -65    | -108   | 172   | 241   | 234   |           |
| 기타현금흐름          | 158    | 116    | 182   | 234   | 324   |           |
| 투자활동 현금흐름       | -1,181 | -1,770 | -832  | -232  | -231  |           |
| 투자자산            | -613   | 17     | -75   | -71   | -70   |           |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -1,297 | -1,376 | -85   | 0     | 0     |           |
| 유형자산 감소         | 0      | 0      | 0     | 0     | 0     |           |
| 기타현금흐름          | 729    | -412   | -672  | -161  | -160  |           |
| 재무활동 현금흐름       | -154   | -337   | 0     | 1     | 1     |           |
| 단기차입금           | -225   | -130   | 1     | 1     | 1     |           |
| 사채 및 장기차입금      | 61     | -11    | 0     | 0     | 0     |           |
| 자본              | 0      | -2,343 | 0     | 0     | 0     |           |
| 현금배당            | 0      | 0      | 0     | 0     | 0     |           |
| 기타현금흐름          | 10     | 2,146  | -1    | 0     | 0     |           |
| 연결범위변동 등 기타     | 21     | -4     | -57   | -498  | -583  |           |
| 현금의 증감          | 69     | -158   | 1,663 | 2,243 | 2,563 |           |
| 기초 현금           | 231    | 300    | 141   | 1,804 | 4,047 |           |
| 기말 현금           | 300    | 141    | 1,804 | 4,047 | 6,611 |           |
| NOPLAT          | 1,321  | 2,068  | 2,379 | 2,722 | 3,081 |           |
| FCF             | 86     | 577    | 2,468 | 2,972 | 3,377 |           |

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         | 3,992  | 4,393  | 6,538  | 9,290  | 12,359 |           |
| 현금및현금성자산     | 300    | 141    | 1,804  | 4,047  | 6,611  |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 786    | 677    | 696    | 771    | 845    |           |
| 채고자산         | 1,883  | 2,128  | 2,440  | 2,702  | 2,963  |           |
| 비유동자산        | 9,325  | 6,630  | 6,628  | 6,358  | 6,114  |           |
| 유형자산         | 5,048  | 6,028  | 5,748  | 5,420  | 5,114  |           |
| 관계기업등 지분관련자산 | 3,328  | 46     | 648    | 717    | 786    |           |
| 기타투자자산       | 24     | 11     | 12     | 13     | 14     |           |
| 자산총계         | 13,317 | 11,024 | 13,166 | 15,648 | 18,473 |           |
| 유동부채         | 2,679  | 2,533  | 2,768  | 3,031  | 3,292  |           |
| 매입채무 및 기타채무  | 1,135  | 497    | 554    | 614    | 673    |           |
| 단기차입금        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |           |
| 유동성장기부채      | 0      | 320    | 320    | 320    | 320    |           |
| 비유동부채        | 1,357  | 1,076  | 1,105  | 1,159  | 1,213  |           |
| 장기차입금        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |           |
| 사채           | 918    | 599    | 599    | 599    | 599    |           |
| 부채총계         | 4,036  | 3,609  | 3,873  | 4,190  | 4,505  |           |
| 자배지분         | 9,281  | 7,415  | 9,293  | 11,459 | 13,967 |           |
| 자본금          | 178    | 116    | 116    | 116    | 116    |           |
| 자본잉여금        | 5,672  | 3,392  | 3,392  | 3,392  | 3,392  |           |
| 이익잉여금        | 3,450  | 5,036  | 6,918  | 9,086  | 11,598 |           |
| 비지배지분        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |           |
| 자본총계         | 9,281  | 7,415  | 9,293  | 11,459 | 13,967 |           |
| 순차입금         | -157   | -544   | -2,345 | -4,745 | -7,464 |           |
| 총차입금         | 1,067  | 926    | 927    | 927    | 928    |           |

| Valuation 지표 |         |         |         |         |         | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|
| 결산 (12월)     | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |               |
| EPS          | 14,766  | 23,621  | 40,645  | 46,848  | 54,272  |               |
| BPS          | 130,397 | 160,370 | 200,984 | 247,808 | 302,064 |               |
| EBITDAPS     | 22,768  | 36,297  | 59,329  | 66,140  | 73,361  |               |
| SPS          | 49,135  | 67,861  | 113,940 | 129,615 | 143,050 |               |
| DPS          | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |               |
| PER          | 87.0    | 67.0    | 34.4    | 29.9    | 25.8    |               |
| PBR          | 9.8     | 9.9     | 7.0     | 5.6     | 4.6     |               |
| EV/EBITDA    | 38.2    | 31.0    | 22.7    | 19.6    | 16.9    |               |
| PSR          | 26.1    | 23.3    | 12.3    | 10.8    | 9.8     |               |

| 재무비율          |       |       |       |       |       | (단위: 배, %, %) |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|
| 결산 (12월)      | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |               |
| 매출액 증가율 (%)   | 19.0  | 30.3  | 15.7  | 13.8  | 10.4  |               |
| 영업이익 증가율 (%)  | 9.7   | 56.5  | 15.0  | 14.4  | 13.2  |               |
| 지배순이익 증가율 (%) | 11.1  | 50.9  | 18.6  | 15.3  | 15.8  |               |
| 매출총이익률 (%)    | 49.0  | 55.2  | 53.8  | 54.1  | 54.5  |               |
| 영업이익률 (%)     | 37.8  | 45.4  | 45.1  | 45.4  | 46.5  |               |
| 지배순이익률 (%)    | 30.1  | 34.8  | 35.7  | 36.1  | 37.9  |               |
| EBITDA 마진 (%) | 46.3  | 53.5  | 52.1  | 51.0  | 51.3  |               |
| ROIC          | 21.8  | 26.0  | 26.5  | 31.6  | 37.2  |               |
| ROA           | 8.4   | 13.0  | 15.6  | 15.1  | 14.7  |               |
| ROE           | 12.0  | 19.0  | 22.5  | 20.9  | 19.8  |               |
| 부채비율 (%)      | 43.5  | 48.7  | 41.7  | 36.6  | 32.3  |               |
| 순차입금/자기자본 (%) | -1.7  | -7.3  | -25.2 | -41.4 | -53.4 |               |
| 영업이익/금융비용 (배) | 38.8  | 71.0  | 81.3  | 92.7  | 104.6 |               |

# 한미약품 (128940): 2Q26는 R&D가 책임질 전망

## 제약/바이오



하현수 제약/바이오  
hyunsoo.ha@yuantaikorea.com

|             |              |
|-------------|--------------|
| 투자 의견       | BUY (M)      |
| 목표주가        | 600,000원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 381,500원     |
| 상승여력        | 57%          |

|             |                        |
|-------------|------------------------|
| 시가총액        | 48,874억원               |
| 총발행주식수      | 12,810,991주            |
| 60일 평균 거래대금 | 658억원                  |
| 60일 평균 거래량  | 141,932주               |
| 52주 고       | 626,000원               |
| 52주 저       | 270,000원               |
| 외인지분율       | 13.54%                 |
| 주요주주        | 한미사이언스 외 4 인<br>50.09% |
| 주가수익률(%)    | 1개월 3개월 12개월           |
| 절대          | (7.2) (25.2) 33.6      |
| 상대          | 10.8 (36.2) (37.7)     |
| 절대(달러환산)    | (6.2) (25.9) 22.2      |

• **2Q26Pre:** 연결 기준 매출액 4,967억원(+37.5%YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 1,355억원(+124.3%, OPM 27.3%)를 기록할 것으로 예상. 매출과 영업이익 모두 큰 폭의 성장이 예상되나 이는 Sonepeglutide(LAPS GLP-2 analogue)의 L/O 관련 계약금 수령에 기인. 7,500만 달러(약 1,129억원)를 계약금으로 수령했으며, 2Q26 실적에 일시 반영될 예정. 한미약품 별도로 매출액 4,072억원(+47.3%)를 기록할 것으로 예상되나, 대부분 Sonepeglutide 계약금의 일시 반영 효과 영향. 로수젯을 제외한 제품 성장이 둔화되고 있으며, 아조비(Teva), 오보덴스(삼성바이오에피스) 등 도입 품목 기여가 아직까지 크지 않으며, 하반기부터 제네릭 약가 인하가 시행됨에 따라 매출 성장은 제한적일 것으로 전망. 북경 한미는 계절적 비수기 영향과 집중구매제도 영향으로 위안화 강세에도 불구하고 매출액 883억원(+1.9%)로 부진할 것으로 전망.

• **Sonepeglutide 경쟁력 기대:** 장기 지속형 플랫폼인 LASCOVERY를 활용해 월 1회 투약하는 GLP-2 agonist로 개발 중. GLP-2는 GLP-1과 달리 장 점막의 기능을 강화시키며, 영양분 흡수를 증가 시키는 역할을 하는 물질로 현재 승인된 약물로 다케다의 Gattex가 유일. Gattex는 선천적 기형 또는 수술 등으로 소장 길이가 짧은 단장증후군을 적응증으로 승인되었으며 매일 투약이 필요. Sonepeglutide는 투약 기간에서 경쟁력이 높을 것으로 예상되며, GLP-2 agonist는 장 점막 기능 강화와 염증 억제 효과 등으로 IBD 질환으로도 개발이 가능.

• **투자 의견 Buy, 목표주가 60만원 유지:** 매수 의견과 목표 주가 60만원을 유지. 하반기 Efteglenatide의 국내 허가 및 출시가 예상되며, HM17321(UCN2 agonist)도 1상 SAD를 완료했으며 하반기 데이터 공개 기대.

### Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액         | 1,496 | 1,548  | 1,728  | 1,655  | 1,697  |
| 매출액증가율      | 0.3   | 3.5    | 11.7   | -4.3   | 2.6    |
| 영업이익        | 216   | 258    | 324    | 280    | 292    |
| 영업이익률       | 14.4  | 16.7   | 18.8   | 16.9   | 17.2   |
| 지배주주귀속이익    | 121   | 170    | 264    | 243    | 269    |
| 지배주주 귀속 EPS | 9,470 | 13,235 | 20,645 | 18,969 | 21,012 |
| 증가율         | -17.0 | 39.8   | 56.0   | -8.1   | 10.8   |
| PER         | 32.7  | 23.6   | 18.5   | 20.1   | 18.2   |
| PBR         | 3.6   | 3.2    | 3.0    | 2.5    | 2.0    |
| EV/EBITDA   | 14.1  | 12.4   | 11.9   | 12.5   | 11.2   |
| ROA         | 6.2   | 8.2    | 11.4   | 9.0    | 8.6    |
| ROE         | 11.9  | 14.5   | 18.6   | 13.6   | 12.4   |

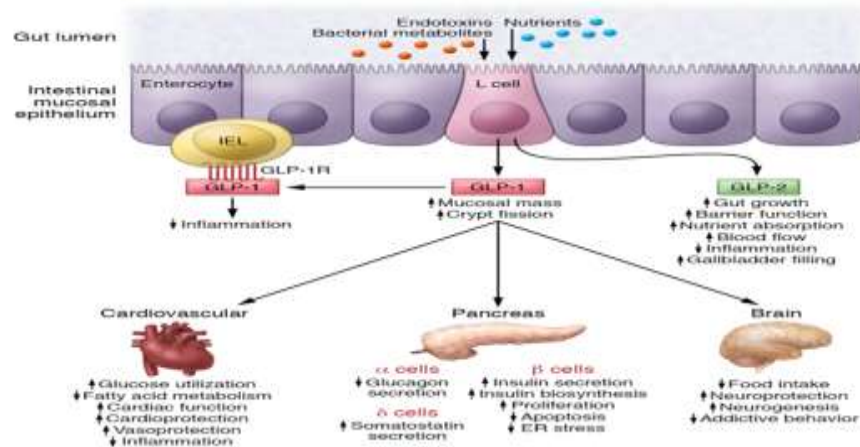
자료: 유안타증권 리서치센터

## 한미약품 실적 추이 및 전망

| (십억원)     | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  | 1Q26  | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025   | 2026E  | 2027E  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 390.9 | 361.3 | 362.3 | 433.0 | 392.9 | 496.7 | 398.4 | 440.4 | 1547.5 | 1728.4 | 1654.6 |
| YoY (%)   | -3.2  | -4.4  | 0.1   | 23.2  | 0.5   | 37.5  | 10.0  | 1.7   | 3.5    | 11.7   | -4.3   |
| 한미약품 별도   | 295.0 | 276.4 | 269.1 | 306.1 | 285.2 | 407.2 | 301.3 | 312.7 | 1146.6 | 1306.3 | 1224.4 |
| 북경 한미     | 96.5  | 86.7  | 94.1  | 125.1 | 106.4 | 88.3  | 96.0  | 126.4 | 402.4  | 417.1  | 425.2  |
| 한미 정밀화학   | 22.8  | 23.0  | 17.2  | 28.3  | 21.7  | 23.9  | 21.5  | 27.5  | 91.3   | 94.6   | 97.4   |
| 연결 조정     | -23.4 | -24.8 | -18.1 | -26.5 | -20.4 | -22.7 | -20.4 | -26.1 | -92.8  | -89.6  | -92.5  |
| 영업이익      | 59.0  | 60.4  | 55.1  | 83.3  | 53.6  | 135.5 | 63.0  | 72.2  | 257.8  | 324.3  | 279.7  |
| YoY (%)   | -23.0 | 4.0   | 8.0   | 173.1 | -9.2  | 124.3 | 14.4  | -13.4 | 19.2   | 25.8   | -13.8  |
| 영업이익률 (%) | 15.1  | 16.7  | 15.2  | 19.2  | 13.6  | 27.3  | 15.8  | 16.4  | 16.7   | 18.8   | 16.9   |

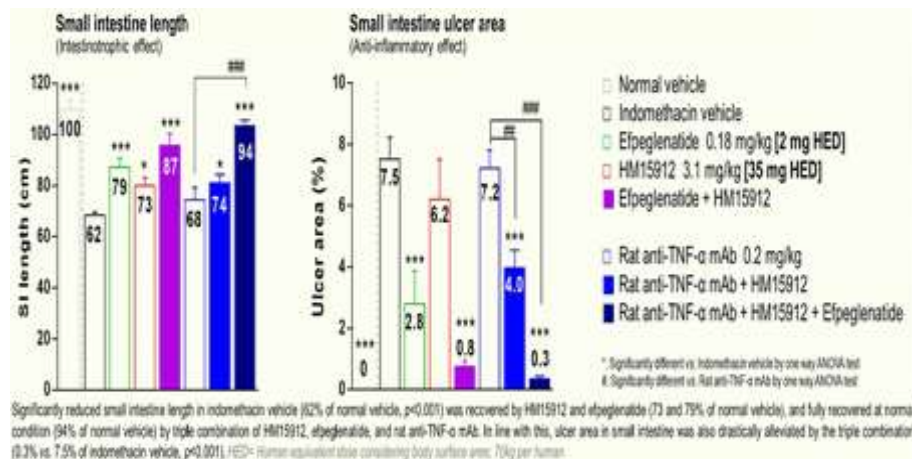
자료: 유안타증권 리서치센터

## GLP-1과 GLP-2 작용 효과



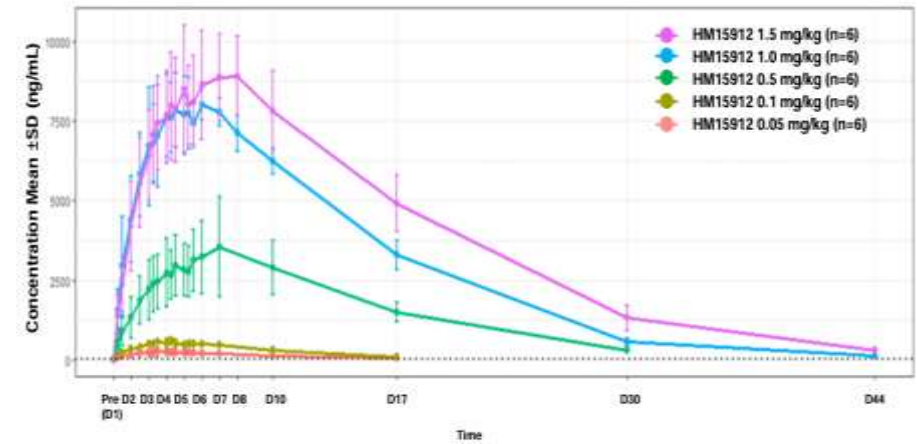
자료: The journal of clinical investigation, 유안타증권 리서치센터

## IBD 모델에서 효과(Indomethacin 유도)



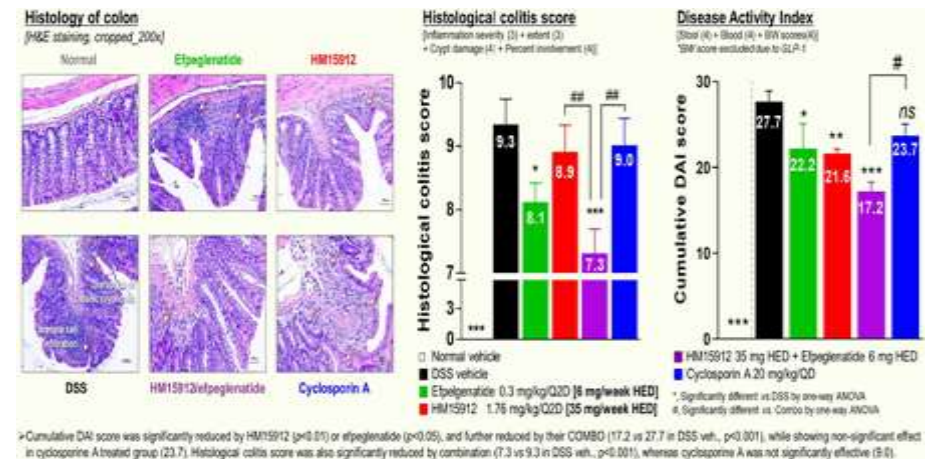
자료: 한미약품, 유안타증권 리서치센터

## Sonepegptide(HM15912) PK 데이터



자료: 한미약품, 유안타증권 리서치센터

## IBD 모델에서 효과(DSS 유도)



자료: 한미약품, 유안타증권 리서치센터

한미약품(128940) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서       |       |       |       |       |       | (단위: 십억원) |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |           |
| 매출액         | 1,496 | 1,548 | 1,728 | 1,655 | 1,697 |           |
| 매출원가        | 678   | 663   | 728   | 716   | 732   |           |
| 매출총이익       | 817   | 884   | 1,000 | 938   | 966   |           |
| 판매비         | 601   | 627   | 676   | 659   | 674   |           |
| 영업이익        | 216   | 258   | 324   | 280   | 292   |           |
| EBITDA      | 314   | 357   | 418   | 361   | 363   |           |
| 영업외손익       | -45   | -44   | 4     | 21    | 42    |           |
| 외환관련손익      | 9     | 1     | 8     | 0     | 0     |           |
| 이자손익        | -19   | -10   | 1     | 21    | 42    |           |
| 관계기업관련손익    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 기타          | -36   | -36   | -5    | 0     | 0     |           |
| 법인세비용차감전순손익 | 171   | 213   | 328   | 301   | 333   |           |
| 법인세비용       | 31    | 26    | 31    | 28    | 31    |           |
| 계속사업순손익     | 140   | 187   | 297   | 273   | 302   |           |
| 중단사업순손익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 당기순이익       | 140   | 187   | 297   | 273   | 302   |           |
| 지배지분순이익     | 121   | 170   | 264   | 243   | 269   |           |
| 포괄순이익       | 175   | 194   | 457   | 433   | 462   |           |
| 지배지분포괄이익    | 142   | 173   | 379   | 359   | 383   |           |

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   | 488   | 527   | 570   |           |
| 당기순이익           | 140   | 187   | 297   | 273   | 302   |           |
| 감가상각비           | 86    | 86    | 81    | 70    | 61    |           |
| 외환손익            | -6    | -1    | -7    | 0     | 0     |           |
| 충족,관계기업관련손익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 자산부채의 증감        | -90   | -150  | 39    | 71    | 74    |           |
| 기타현금흐름          | 64    | 51    | 78    | 113   | 133   |           |
| 투자활동 현금흐름       | 25    | -159  | 9     | 145   | 145   |           |
| 투자자산            | 104   | -54   | -2    | -3    | -3    |           |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -39   | -43   | -15   | 0     | 0     |           |
| 유형자산 감소         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 기타현금흐름          | -40   | -63   | 25    | 148   | 148   |           |
| 재무활동 현금흐름       | -94   | -97   | -17   | -25   | -25   |           |
| 단기차입금           | 35    | -50   | -15   | 0     | 0     |           |
| 사채 및 장기차입금      | -111  | -13   | -1    | 0     | 0     |           |
| 자본              | 0     | 0     | 1     | 0     | 0     |           |
| 현금배당            | -13   | -31   | 0     | -25   | -25   |           |
| 기타현금흐름          | -5    | -4    | -3    | 0     | 0     |           |
| 연결범위변동 등 기타     | 13    | 0     | -220  | -176  | -200  |           |
| 현금의 증감          | 137   | -84   | 260   | 471   | 490   |           |
| 기초 현금           | 55    | 192   | 108   | 368   | 839   |           |
| 기말 현금           | 192   | 108   | 368   | 839   | 1,329 |           |
| NOPLAT          | 216   | 258   | 324   | 280   | 292   |           |
| FCF             | 154   | 130   | 474   | 527   | 570   |           |

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         | 746   | 894   | 1,316 | 1,809 | 2,322  |           |
| 현금및현금성자산     | 192   | 108   | 368   | 839   | 1,329  |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 239   | 342   | 362   | 372   | 381    |           |
| 재고자산         | 301   | 339   | 395   | 406   | 416    |           |
| 비유동자산        | 1,275 | 1,244 | 1,190 | 1,112 | 1,044  |           |
| 유형자산         | 796   | 760   | 703   | 633   | 572    |           |
| 관계기업등 지분관련자산 | 2     | 2     | 2     | 2     | 2      |           |
| 기타투자자산       | 170   | 122   | 130   | 133   | 136    |           |
| 자산총계         | 2,021 | 2,138 | 2,506 | 2,921 | 3,365  |           |
| 유동부채         | 683   | 605   | 594   | 602   | 609    |           |
| 매입채무 및 기타채무  | 213   | 198   | 201   | 207   | 212    |           |
| 단기차입금        | 371   | 320   | 305   | 305   | 305    |           |
| 유동성장기부채      | 31    | 14    | 13    | 13    | 13     |           |
| 비유동부채        | 97    | 110   | 109   | 109   | 110    |           |
| 장기차입금        | 86    | 92    | 91    | 91    | 91     |           |
| 사채           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |           |
| 부채총계         | 780   | 715   | 704   | 711   | 719    |           |
| 자배지분         | 1,085 | 1,250 | 1,597 | 1,974 | 2,378  |           |
| 자본금          | 32    | 32    | 32    | 32    | 32     |           |
| 자본잉여금        | 411   | 411   | 413   | 413   | 413    |           |
| 이익잉여금        | 681   | 836   | 1,076 | 1,293 | 1,537  |           |
| 비지배지분        | 156   | 173   | 206   | 236   | 269    |           |
| 자본총계         | 1,241 | 1,423 | 1,803 | 2,210 | 2,646  |           |
| 순차입금         | 303   | 233   | -128  | -601  | -1,093 |           |
| 총차입금         | 497   | 434   | 418   | 418   | 418    |           |

| Valuation 지표 |         |         |         |         |         | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|
| 결산 (12월)     | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |               |
| EPS          | 9,470   | 13,235  | 20,645  | 18,969  | 21,012  |               |
| BPS          | 85,575  | 98,560  | 125,839 | 155,578 | 187,379 |               |
| EBITDAPS     | 24,473  | 27,836  | 32,642  | 28,202  | 28,316  |               |
| SPS          | 116,736 | 120,797 | 134,914 | 129,151 | 132,498 |               |
| DPS          | 1,250   | 2,000   | 2,000   | 2,000   | 2,000   |               |
| PER          | 32.7    | 23.6    | 18.5    | 20.1    | 18.2    |               |
| PBR          | 3.6     | 3.2     | 3.0     | 2.5     | 2.0     |               |
| EV/EBITDA    | 14.1    | 12.4    | 11.9    | 12.5    | 11.2    |               |
| PSR          | 2.6     | 2.6     | 2.8     | 3.0     | 2.9     |               |

| 재무비율          |       |       |       |       |       | (단위: 배, %) |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| 결산 (12월)      | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |            |
| 매출액 증가율 (%)   | 0.3   | 3.5   | 11.7  | -4.3  | 2.6   |            |
| 영업이익 증가율 (%)  | -2.0  | 19.2  | 25.8  | -13.8 | 4.3   |            |
| 지배순이익 증가율 (%) | -17.0 | 39.8  | 56.0  | -8.1  | 10.8  |            |
| 매출총이익률 (%)    | 54.6  | 57.1  | 57.9  | 56.7  | 56.9  |            |
| 영업이익률 (%)     | 14.5  | 16.7  | 18.8  | 16.9  | 17.2  |            |
| 지배순이익률 (%)    | 8.1   | 11.0  | 15.3  | 14.7  | 15.9  |            |
| EBITDA 마진 (%) | 21.0  | 23.0  | 24.2  | 21.8  | 21.4  |            |
| ROIC          | 15.2  | 18.3  | 21.9  | 19.9  | 21.8  |            |
| ROA           | 6.2   | 8.2   | 11.4  | 9.0   | 8.6   |            |
| ROE           | 11.9  | 14.5  | 18.6  | 13.6  | 12.4  |            |
| 부채비율 (%)      | 62.9  | 50.2  | 39.0  | 32.2  | 27.2  |            |
| 순차입금/자기자본 (%) | 28.0  | 18.6  | -8.0  | -30.4 | -46.0 |            |
| 영업이익/금융비용 (배) | 8.9   | 15.2  | 24.1  | 20.9  | 21.8  |            |

# 종근당 (185750): 도입 품목 증가로 낮은 수익성 지속

## 제약/바이오



하현수 제약/바이오  
hyunsoo.ha@yuantaakorea.com

|             |              |
|-------------|--------------|
| 투자 의견       | BUY (M)      |
| 목표주가        | 120,000원 (D) |
| 현재주가 (7/13) | 70,400원      |
| 상승여력        | 70%          |

|             |                        |        |        |
|-------------|------------------------|--------|--------|
| 시가총액        | 9,717억원                |        |        |
| 총발행주식수      | 13,802,780주            |        |        |
| 60일 평균 거래대금 | 25억원                   |        |        |
| 60일 평균 거래량  | 32,266주                |        |        |
| 52주 고       | 97,700 원               |        |        |
| 52주 저       | 64,100 원               |        |        |
| 외인지분율       | 16.15 %                |        |        |
| 주요주주        | 종근당홀딩스 외 5 인<br>40.15% |        |        |
| 주가수익률(%)    | 1개월                    | 3개월    | 12개월   |
| 절대          | (0.6)                  | (19.5) | (16.7) |
| 상대          | 18.7                   | (31.3) | (61.1) |
| 절대(달러환산)    | 0.5                    | (20.3) | (23.8) |

- **2Q26Pre:** 매출액 4,741억원(+10.4%YoY), 영업이익 185억원(-16.6%, OPM 3.9%)로 영업이익은 컨센서스를 하회할 것으로 전망. 고텍스, 펙수클루, 위고비 등 도입 품목 확대 및 매출 증가에 따라 외형 성장이 지속되고 있으나, 전체 매출에서 도입 품목이 차지하는 비중이 증가함에 따라 2Q26 원가율은 73.3%로 높아질 것으로 추정. 자누비아, 프롤리아 등 주요 품목의 약가 인하 및 코프로모션 종료 이후 외부 품목 도입을 통해 외형 성장을 이어가고 있어 높은 원가율은 지속될 것으로 전망.
- **콜린알포세레이트 재평가 결과 제출 :** 21년부터 진행 중인 콜린알포세레이트(종근당 품목명은 글리아티린)의 경도인지장애 관련 임상 결과를 지난 6월 확인했으며 식약처 제출 완료. 1차 평가 지표에서 통계적 유의성 확보에 실패했으나, 복약 순응도 높은 환자군 대상 하위 분석에서 위약군 대비 유의미한 인지 능력 유지 및 개선 비율(67.83% vs 60.07%)를 달성했으며 48주라는 짧은 투약 기간으로 진행된 임상 시험이라는 점에서 적응증 유지 가능성 존재. 또 다른 적응증인 알츠하이머 관련 임상은 대웅바이오가 진행 중으로 2H27 종료 예정. 콜린알포세레이트 관련 동사는 건강보험공단과 적응증 삭제 시 재평가 기간 내 급여 처방액의 20%를 환급하는 계약을 체결했으며, 분기 50억 내외의 관련 충당금을 회계에 반영 중으로 적응증 유지시 환입 기대.
- **투자 의견 Buy, 목표 주가 12만원으로 하향:** 매수 의견을 유지하나 도입 품목 증가에 따른 수익성 하락으로 인한 EBITDA 하락을 반영해 목표 주가를 기존 13만원에서 12만원으로 하향. 노바티스에 기술 이전한 CKD510(HDAC6i, PKN605)의 임상 2상은 27년 9월 종료 예정으로 임상 진행 등에 따라 주가 모멘텀으로 작용할 것으로 전망.

## Forecasts and Valuation (K-IFRS 별도)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 1,559 | 1,681 | 1,897 | 1,933 | 1,973 |
| 매출액증가율      | -5.5  | 7.8   | 12.8  | 1.9   | 2.1   |
| 영업이익        | 88    | 80    | 73    | 75    | 79    |
| 영업이익률       | 5.6   | 4.8   | 3.8   | 3.9   | 4.0   |
| 지배주주귀속순이익   | 108   | 87    | 60    | 64    | 70    |
| 지배주주 귀속 EPS | 7,803 | 6,289 | 4,356 | 4,604 | 5,074 |
| 증가율         | -48.4 | -19.4 | -30.7 | 5.7   | 10.2  |
| PER         | 13.1  | 13.2  | 16.2  | 15.3  | 13.9  |
| PBR         | 1.5   | 1.1   | 0.8   | 0.7   | 0.7   |
| EV/EBITDA   | 10.2  | 9.4   | 8.1   | 7.1   | 5.8   |
| ROA         | 7.7   | 5.4   | 3.2   | 3.1   | 3.2   |
| ROE         | 12.7  | 9.2   | 5.5   | 5.2   | 5.2   |

자료: 유안타증권 리서치센터

종근당 실적 추이 및 전망

| (십억원)     | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  | 1Q26  | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025    | 2026E   | 2027E   |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 매출액       | 399.1 | 429.6 | 427.4 | 425.1 | 447.7 | 474.1 | 481.8 | 493.3 | 1,681.2 | 1,896.9 | 1,932.9 |
| YoY (%)   | 12.9  | 11.6  | 4.6   | 3.1   | 12.2  | 10.4  | 12.7  | 16.0  | 7.8     | 12.8    | 1.9     |
| 자누비아/자누메트 | 18.2  | 18.8  | 19.0  | 18.3  | 17.1  | 18.1  | 18.2  | 17.7  | 74.3    | 71.1    | 69.5    |
| 프롤리아      | 45.0  | 37.2  | 33.0  | 31.6  | 30.0  | 30.1  | 30.4  | 29.7  | 146.7   | 120.2   | 115.1   |
| 고텍스       | 17.1  | 19.2  | 18.0  | 17.5  | 18.5  | 20.1  | 19.4  | 19.0  | 71.8    | 77.1    | 80.0    |
| 팩수클루      | 18.9  | 18.8  | 19.0  | 20.0  | 17.9  | 19.2  | 20.0  | 21.2  | 76.8    | 78.3    | 79.7    |
| 글리아티린     | 21.0  | 23.1  | 23.2  | 13.4  | 14.8  | 14.1  | 13.4  | 12.8  | 80.6    | 55.2    | 46.9    |
| 아토젯       | 26.6  | 28.0  | 28.2  | 27.0  | 26.1  | 27.7  | 29.1  | 27.8  | 109.8   | 110.7   | 108.5   |
| 딜라트렌      | 12.0  | 16.5  | 14.6  | 13.0  | 14.2  | 15.3  | 14.0  | 13.4  | 56.1    | 57.0    | 53.7    |
| 이모튼       | 12.9  | 12.1  | 14.8  | 14.3  | 14.5  | 14.3  | 16.3  | 15.7  | 54.1    | 60.8    | 63.0    |
| 타크로벨      | 11.3  | 12.4  | 12.7  | 12.5  | 12.0  | 13.0  | 13.6  | 13.5  | 48.9    | 52.0    | 53.1    |
| 위고비       | 0     | 0     | 0     | 0     | 48.8  | 44.9  | 46.6  | 43.9  | 0       | 184.2   | 171.0   |
| 기타        | 216.1 | 243.5 | 244.9 | 257.6 | 233.8 | 257.3 | 260.8 | 278.5 | 962.1   | 1,030.4 | 1,092.5 |
| 영업이익      | 12.8  | 22.2  | 20.5  | 24.6  | 17.6  | 18.5  | 17.8  | 19.2  | 80.1    | 73.1    | 74.6    |
| YoY (%)   | -52.0 | -21.9 | -18.7 | 216.7 | 36.9  | -16.6 | -13.1 | -21.7 | -9.1    | -8.7    | 2.0     |
| 영업이익률 (%) | 3.2   | 5.2   | 4.8   | 5.8   | 3.9   | 3.7   | 3.9   | 3.4   | 4.8     | 3.9     | 3.9     |

자료: 유안타증권 리서치센터

종근당(185750) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

| 손익계산서       |       |       |       |       |       | (단위: 십억원) |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |           |
| 매출액         | 1,559 | 1,681 | 1,897 | 1,933 | 1,973 |           |
| 매출원가        | 1,045 | 1,161 | 1,386 | 1,412 | 1,441 |           |
| 매출총이익       | 515   | 520   | 511   | 521   | 533   |           |
| 판매비         | 427   | 440   | 438   | 446   | 454   |           |
| 영업이익        | 88    | 80    | 73    | 75    | 79    |           |
| EBITDA      | 127   | 124   | 116   | 110   | 109   |           |
| 영업외손익       | 8     | 10    | -2    | 3     | 6     |           |
| 외환관련손익      | 3     | -2    | 0     | 0     | 0     |           |
| 이자손익        | 5     | 1     | -1    | 2     | 6     |           |
| 관계기업관련손익    | 5     | 0     | -1    | 0     | 0     |           |
| 기타          | -6    | 11    | 1     | 1     | 1     |           |
| 법인세비용차감전순손익 | 96    | 90    | 71    | 78    | 85    |           |
| 법인세비용       | -12   | 4     | 11    | 14    | 15    |           |
| 계속사업순손익     | 108   | 87    | 60    | 64    | 70    |           |
| 중단사업순손익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 당기순이익       | 108   | 87    | 60    | 64    | 70    |           |
| 지배지분순이익     | 108   | 87    | 60    | 64    | 70    |           |
| 포괄순이익       | 106   | 127   | 125   | 129   | 135   |           |
| 지배지분포괄이익    | 106   | 127   | 125   | 129   | 135   |           |

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       | 54    | 70    | 130   | 244   | 250   |           |
| 당기순이익           | 108   | 87    | 60    | 64    | 70    |           |
| 감가상각비           | 35    | 37    | 33    | 27    | 22    |           |
| 외환손익            | -3    | 0     | -1    | 0     | 0     |           |
| 충속,관계기업관련손익     | -5    | 0     | 1     | 0     | 0     |           |
| 자산부채의 증감        | -75   | -67   | 3     | 116   | 118   |           |
| 기타현금흐름          | -5    | 13    | 33    | 38    | 40    |           |
| 투자활동 현금흐름       | 3     | -249  | -91   | 2     | 2     |           |
| 투자자산            | -3    | -34   | -4    | 0     | 0     |           |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -38   | -140  | -57   | 0     | 0     |           |
| 유형자산 감소         | 0     | 1     | 0     | 0     | 0     |           |
| 기타현금흐름          | 44    | -74   | -30   | 2     | 2     |           |
| 재무활동 현금흐름       | -59   | 169   | -1    | -7    | -7    |           |
| 단기차입금           | -27   | 27    | 0     | 0     | 0     |           |
| 사채 및 장기차입금      | -2    | 155   | 0     | 0     | 0     |           |
| 자본              | 0     | 8     | 0     | 0     | 0     |           |
| 현금배당            | -13   | -14   | 0     | -7    | -7    |           |
| 기타현금흐름          | -17   | -7    | -1    | 0     | 0     |           |
| 연결범위변동 등 기타     | 3     | 0     | 7     | -91   | -96   |           |
| 현금의 증감          | 2     | -10   | 45    | 148   | 149   |           |
| 기초 현금           | 213   | 215   | 205   | 250   | 398   |           |
| 기말 현금           | 215   | 205   | 250   | 398   | 546   |           |
| NOPLAT          | 99    | 80    | 73    | 75    | 79    |           |
| FCF             | 16    | -70   | 72    | 244   | 250   |           |

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         | 939   | 1,073 | 1,254 | 1,421 | 1,589 |           |
| 현금및현금성자산     | 215   | 205   | 250   | 398   | 546   |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 298   | 302   | 351   | 358   | 365   |           |
| 재고자산         | 350   | 424   | 492   | 502   | 511   |           |
| 비유동자산        | 491   | 714   | 763   | 728   | 698   |           |
| 유형자산         | 306   | 419   | 439   | 412   | 390   |           |
| 관계기업등 지분관련자산 | 6     | 9     | 11    | 11    | 11    |           |
| 기타투자자산       | 42    | 108   | 130   | 130   | 130   |           |
| 자산총계         | 1,430 | 1,787 | 2,017 | 2,149 | 2,287 |           |
| 유동부채         | 358   | 510   | 566   | 574   | 582   |           |
| 매입채무 및 기타채무  | 255   | 273   | 317   | 323   | 329   |           |
| 단기차입금        | 62    | 88    | 88    | 88    | 88    |           |
| 유동성장기부채      | 0     | 70    | 70    | 70    | 70    |           |
| 비유동부채        | 187   | 273   | 286   | 287   | 289   |           |
| 장기차입금        | 10    | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 사채           | 100   | 191   | 192   | 192   | 192   |           |
| 부채총계         | 546   | 783   | 852   | 862   | 871   |           |
| 자배지분         | 885   | 1,004 | 1,165 | 1,287 | 1,416 |           |
| 자본금          | 33    | 35    | 35    | 35    | 35    |           |
| 자본잉여금        | 262   | 268   | 268   | 268   | 268   |           |
| 이익잉여금        | 662   | 740   | 794   | 851   | 915   |           |
| 비지배지분        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 자본총계         | 885   | 1,004 | 1,165 | 1,287 | 1,416 |           |
| 순차입금         | -111  | 24    | -38   | -188  | -339  |           |
| 총차입금         | 177   | 359   | 360   | 360   | 360   |           |

| Valuation 지표 |         |         |         |         |         | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|
| 결산 (12월)     | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |               |
| EPS          | 7,803   | 6,289   | 4,356   | 4,604   | 5,074   |               |
| BPS          | 67,347  | 76,353  | 88,428  | 97,701  | 107,467 |               |
| EBITDAPS     | 9,232   | 9,011   | 8,393   | 7,991   | 7,891   |               |
| SPS          | 112,973 | 121,801 | 137,430 | 140,038 | 142,965 |               |
| DPS          | 1,050   | 500     | 500     | 500     | 500     |               |
| PER          | 13.1    | 13.2    | 16.2    | 15.3    | 13.9    |               |
| PBR          | 1.5     | 1.1     | 0.8     | 0.7     | 0.7     |               |
| EV/EBITDA    | 10.2    | 9.4     | 8.1     | 7.1     | 5.8     |               |
| PSR          | 0.9     | 0.7     | 0.5     | 0.5     | 0.5     |               |

| 재무비율          |       |       |       |       |       | (단위: 배, %) |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| 결산 (12월)      | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |            |
| 매출액 증가율 (%)   | -5.5  | 7.8   | 12.8  | 1.9   | 2.1   |            |
| 영업이익 증가율 (%)  | -63.4 | -9.1  | -8.7  | 2.0   | 5.9   |            |
| 지배순이익 증가율 (%) | -48.4 | -19.4 | -30.7 | 5.7   | 10.2  |            |
| 매출총이익률 (%)    | 33.0  | 31.0  | 26.9  | 26.9  | 27.0  |            |
| 영업이익률 (%)     | 5.7   | 4.8   | 3.9   | 3.9   | 4.0   |            |
| 지배순이익률 (%)    | 6.9   | 5.2   | 3.2   | 3.3   | 3.5   |            |
| EBITDA 마진 (%) | 8.2   | 7.4   | 6.1   | 5.7   | 5.5   |            |
| ROIC          | 14.7  | 9.3   | 6.8   | 6.2   | 6.7   |            |
| ROA           | 7.7   | 5.4   | 3.2   | 3.1   | 3.2   |            |
| ROE           | 12.7  | 9.2   | 5.5   | 5.2   | 5.2   |            |
| 부채비율 (%)      | 61.7  | 78.0  | 73.1  | 66.9  | 61.5  |            |
| 순차입금/자기자본 (%) | -12.6 | 2.4   | -3.2  | -14.6 | -24.0 |            |
| 영업이익/금융비용 (배) | 12.0  | 13.4  | 8.6   | 8.7   | 9.2   |            |

# HK이노엔 (195940): 케이캡은 성장은 계속

## 제약/바이오



하현수 제약/바이오  
hyunsoo.ha@yuantaikorea.com

|             |             |
|-------------|-------------|
| 투자의견        | BUY (M)     |
| 목표주가        | 68,000원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 39,150원     |
| 상승여력        | 74%         |

|             |                     |
|-------------|---------------------|
| 시가총액        | 11,091억원            |
| 총발행주식수      | 28,329,891주         |
| 60일 평균 거래대금 | 82억원                |
| 60일 평균 거래량  | 180,506주            |
| 52주 고       | 57,600원             |
| 52주 저       | 38,000원             |
| 외인지분율       | 14.01%              |
| 주요주주        | 한국콜마 외 9 인 43.11%   |
| 주가수익률(%)    | 1개월 3개월 12개월        |
| 절대          | (6.1) (19.3) (8.1)  |
| 상대          | 20.9 11.1 (8.0)     |
| 절대(달러환산)    | (5.1) (20.0) (15.9) |

• **2Q26Pre:** 매출액 2,690억원(+2.2%YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 296억원(+51.6%, OPM 11.0%)로 컨센서스에 부합하는 실적을 기록할 것으로 예상. 2Q26 국내 케이캡 매출액은 423억원(-5.0%)으로 예상하며, 1Q와 마찬가지로 사용량-약가 연동 계약 관련 환급금에 대한 회계 인식 변경에 따른 영향으로 실제 케이캡 성장과는 무관. 2Q 케이캡 처방액은 615억원(+15.4%)로 높은 성장 추이 지속. 수액 매출액은 기초 수액과 영양/특수 수액의 고른 성장으로 385억원(+14.0%)로 전망. 순환기계, 항생제/항암제 등은 전년과 유사한 매출 수준을 보일 것으로 예상. 반면, 당뇨 부문은 AZ와의 직류오 코프로모션 계약 종료 영향으로 매출액은 209억원(-23.0%)로 역성장 전망. H&B 사업부는 컨디션 광고 모델 변경으로 인한 점유율 확대 등으로 매출액 218억원(+8.9%)을 기록할 것으로 예상되나 광고 비용 증가로 이익 개선은 어려울 것으로 전망.

• **케이캡 해외 성장도 견조:** 출시 국가 확대가 계속되면서 2Q26 케이캡 수출액은 45억원(+310.2%)로 전망. 중동/북아프리카 지역에서도 허가 심사/준비 중으로 수출 규모는 더욱 확대될 전망. 중국에서도 NRDL 급여 적응증으로 헬리코박터 제균 요법 추가되는 등 매출 성장을 지속하고 있으며, 분기 기술료도 증가 추세. 미국과 브라질에서 허가 심사 중으로 케이캡 기술 이전으로 인한 기술료 수익도 점차 증가할 것으로 예상. 미국 허가가 가시화됨에 따라 유럽 지역에 대한 기술 이전도 속도를 낼 것으로 기대.

• **투자의견 Buy, 목표 주가 6.8만원 유지:** 매수 의견 및 목표 주가 6.8만원을 유지. 케이캡은 복수의 P-CAB 약물의 국내 출시 이후에도 견조한 국내 처방 실적 성장을 이어가고 있으며, 글로벌 판매 지역도 확대됨에 따라 동사 성장 기여는 더욱 커질 전망.

### Forecasts and Valuation (K-IFRS 별도)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 897   | 1,063 | 1,094 | 1,123 | 1,156 |
| 매출액증가율      | 8.2   | 18.5  | 2.9   | 2.6   | 2.9   |
| 영업이익        | 88    | 111   | 135   | 141   | 154   |
| 영업이익률       | 9.8   | 10.4  | 12.3  | 12.6  | 13.3  |
| 지배주주귀속순이익   | 62    | 76    | 111   | 117   | 127   |
| 지배주주 귀속 EPS | 2,174 | 2,672 | 3,901 | 4,124 | 4,494 |
| 증가율         | 30.9  | 22.9  | 46.0  | 5.7   | 9.0   |
| PER         | 18.7  | 16.1  | 10.0  | 9.5   | 8.7   |
| PBR         | 0.9   | 0.9   | 0.8   | 0.7   | 0.7   |
| EV/EBITDA   | 11.8  | 10.1  | 10.1  | 9.1   | 7.8   |
| ROA         | 3.3   | 3.8   | 5.2   | 5.3   | 5.5   |
| ROE         | 5.0   | 5.9   | 8.1   | 8.1   | 8.3   |

자료: 유안타증권 리서치센터

## HK이노엔 실적 추이 및 전망

| (십억원)            | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  | 1Q26  | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025   | 2026E  | 2027E  |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액              | 247.4 | 263.1 | 260.8 | 291.9 | 258.7 | 269.0 | 275.0 | 291.6 | 1063.2 | 1094.3 | 1122.9 |
| YoY (%)          | 16.3  | 20.0  | 13.6  | 23.8  | 4.6   | 2.2   | 5.4   | -0.1  | 18.5   | 2.9    | 2.6    |
| 의약품 사업           | 225.9 | 243.1 | 245.7 | 270.6 | 239.1 | 247.2 | 252.9 | 269.9 | 985.3  | 1009.1 | 1037.7 |
| 소화기계<br>(케이캡 포함) | 48.8  | 50.4  | 47.7  | 53.8  | 47.0  | 48.4  | 49.0  | 50.5  | 200.7  | 194.9  | 202.5  |
| 케이캡(수출 포함)       | 47.5  | 49.2  | 46.4  | 52.6  | 45.6  | 46.8  | 47.4  | 48.9  | 195.7  | 188.7  | 196.1  |
| 순환기계             | 66.5  | 68.8  | 69.8  | 64.8  | 73.0  | 72.2  | 70.5  | 70.6  | 269.9  | 286.4  | 280.6  |
| 당뇨/신장            | 21.3  | 27.2  | 25.3  | 23.5  | 20.2  | 20.9  | 21.8  | 22.1  | 97.3   | 85.0   | 90.3   |
| 항암제/항생제          | 33.2  | 44.0  | 44.7  | 41.5  | 40.5  | 44.4  | 46.0  | 42.3  | 163.4  | 173.3  | 180.2  |
| 수액제제             | 33.5  | 33.9  | 38.8  | 35.5  | 37.1  | 38.5  | 39.4  | 37.9  | 141.7  | 152.9  | 162.9  |
| 기타               | 22.6  | 18.9  | 19.4  | 51.5  | 21.3  | 22.7  | 26.2  | 46.5  | 112.4  | 116.6  | 121.3  |
| H&B              | 21.4  | 20.0  | 15.1  | 21.2  | 19.6  | 21.8  | 22.1  | 21.7  | 77.7   | 85.2   | 85.2   |
| 컨디션시리즈           | 14.0  | 13.1  | 10.4  | 14.5  | 13.9  | 14.3  | 14.1  | 14.9  | 52.0   | 57.3   | 56.7   |
| 기타               | 7.4   | 6.8   | 4.8   | 6.7   | 5.7   | 7.5   | 8.0   | 6.8   | 25.7   | 27.9   | 28.4   |
| 영업이익             | 25.4  | 19.5  | 25.8  | 40.1  | 33.2  | 29.6  | 31.3  | 41.1  | 110.8  | 135.3  | 140.9  |
| YoY (%)          | 46.6  | -19.7 | 16.0  | 64.8  | 30.9  | 51.6  | 21.4  | 2.5   | 25.6   | 22.0   | 4.2    |
| 영업이익률 (%)        | 10.3  | 7.4   | 9.9   | 13.7  | 12.8  | 11.0  | 11.4  | 14.1  | 10.4   | 12.4   | 12.5   |

자료: 유안타증권 리서치센터

HK이노엔(195940) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

| 손익계산서       |       |       |       |       |       | (단위: 십억원) |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |           |
| 매출액         | 897   | 1,063 | 1,094 | 1,123 | 1,156 |           |
| 매출원가        | 462   | 576   | 595   | 609   | 620   |           |
| 매출총이익       | 435   | 488   | 499   | 514   | 536   |           |
| 판매비         | 347   | 377   | 364   | 373   | 382   |           |
| 영업이익        | 88    | 111   | 135   | 141   | 154   |           |
| EBITDA      | 128   | 157   | 135   | 141   | 154   |           |
| 영업외손익       | -16   | -20   | -2    | 0     | 0     |           |
| 외환관련손익      | 1     | -1    | 0     | 0     | 0     |           |
| 이자손익        | -12   | -13   | 0     | 0     | 0     |           |
| 관계기업관련손익    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 기타          | -5    | -6    | -2    | 0     | 0     |           |
| 법인세비용차감전순손익 | 72    | 91    | 133   | 141   | 153   |           |
| 법인세비용       | 10    | 16    | 23    | 24    | 26    |           |
| 계속사업순손익     | 62    | 76    | 111   | 117   | 127   |           |
| 중단사업순손익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 당기순이익       | 62    | 76    | 111   | 117   | 127   |           |
| 지배지분순이익     | 62    | 76    | 111   | 117   | 127   |           |
| 포괄순이익       | 53    | 87    | 89    | 95    | 106   |           |
| 지배지분포괄이익    | 53    | 87    | 89    | 95    | 106   |           |

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   | 149   | 148   | 159   |           |
| 당기순이익           | 62    | 76    | 111   | 117   | 127   |           |
| 감가상각비           | 29    | 35    | 0     | 0     | 0     |           |
| 외환손익            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 중속, 관계기업관련손익    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 자산부채의 증감        | -19   | 6     | 63    | 55    | 57    |           |
| 기타현금흐름          | 34    | 45    | -25   | -24   | -26   |           |
| 투자활동 현금흐름       | -130  | -171  | 11    | -2    | -2    |           |
| 투자자산            | -7    | -53   | 31    | 0     | 0     |           |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -117  | -75   | -5    | 0     | 0     |           |
| 유형자산 감소         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 기타현금흐름          | -6    | -44   | -15   | -2    | -2    |           |
| 재무활동 현금흐름       | -38   | 55    | -27   | -12   | -12   |           |
| 단기차입금           | 11    | 60    | -27   | 0     | 0     |           |
| 사채 및 장기차입금      | -23   | 23    | 8     | 0     | 0     |           |
| 자본              | -50   | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 현금배당            | -6    | -10   | 0     | -12   | -12   |           |
| 기타현금흐름          | 30    | -18   | -8    | 0     | 0     |           |
| 연결범위변동 등 기타     | 0     | 0     | -45   | -55   | -55   |           |
| 현금의 증감          | -62   | 46    | 88    | 79    | 90    |           |
| 기초 현금           | 108   | 45    | 91    | 179   | 258   |           |
| 기말 현금           | 45    | 91    | 179   | 258   | 348   |           |
| NOPLAT          | 88    | 111   | 135   | 141   | 154   |           |
| FCF             | -11   | 87    | 144   | 148   | 159   |           |

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   | 574   | 665   | 766   |           |
| 현금및현금성자산     | 45    | 91    | 179   | 258   | 348   |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 124   | 157   | 157   | 161   | 166   |           |
| 재고자산         | 177   | 168   | 168   | 173   | 178   |           |
| 비유동자산        | 1,504 | 1,611 | 1,581 | 1,581 | 1,581 |           |
| 유형자산         | 378   | 404   | 399   | 399   | 399   |           |
| 관계기업등 지분관련자산 | 2     | 7     | 7     | 7     | 7     |           |
| 기타투자자산       | 22    | 93    | 71    | 71    | 71    |           |
| 자산총계         | 1,890 | 2,097 | 2,155 | 2,246 | 2,347 |           |
| 유동부채         | 464   | 593   | 566   | 573   | 580   |           |
| 매입채무 및 기타채무  | 177   | 213   | 213   | 220   | 226   |           |
| 단기차입금        | 250   | 310   | 283   | 283   | 283   |           |
| 유동성장기부채      | 23    | 53    | 53    | 53    | 53    |           |
| 비유동부채        | 174   | 176   | 183   | 184   | 184   |           |
| 장기차입금        | 0     | 45    | 50    | 50    | 50    |           |
| 사채           | 150   | 99    | 99    | 99    | 99    |           |
| 부채총계         | 638   | 769   | 749   | 756   | 764   |           |
| 자배지분         | 1,251 | 1,328 | 1,406 | 1,490 | 1,584 |           |
| 자본금          | 14    | 14    | 14    | 14    | 14    |           |
| 자본잉여금        | 466   | 466   | 466   | 466   | 466   |           |
| 이익잉여금        | 208   | 275   | 379   | 484   | 600   |           |
| 비지배지분        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 자본총계         | 1,251 | 1,328 | 1,406 | 1,490 | 1,584 |           |
| 순차입금         | 357   | 363   | 255   | 174   | 83    |           |
| 총차입금         | 439   | 522   | 503   | 503   | 503   |           |

| Valuation 지표 |        |        |        |        |        | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| 결산 (12월)     | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |               |
| EPS          | 2,174  | 2,672  | 3,901  | 4,124  | 4,494  |               |
| BPS          | 44,172 | 46,890 | 49,623 | 52,580 | 55,906 |               |
| EBITDAPS     | 4,517  | 5,529  | 4,774  | 4,974  | 5,420  |               |
| SPS          | 31,668 | 37,528 | 38,628 | 39,637 | 40,805 |               |
| DPS          | 350    | 410    | 410    | 410    | 410    |               |
| PER          | 18.7   | 16.1   | 10.0   | 9.5    | 8.7    |               |
| PBR          | 0.9    | 0.9    | 0.8    | 0.7    | 0.7    |               |
| EV/EBITDA    | 11.8   | 10.1   | 10.1   | 9.1    | 7.8    |               |
| PSR          | 1.3    | 1.1    | 1.0    | 1.0    | 1.0    |               |

| 재무비율          |       |       |       |       |       | (단위: 배, %, %) |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|
| 결산 (12월)      | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |               |
| 매출액 증가율 (%)   | 8.2   | 18.5  | 2.9   | 2.6   | 2.9   |               |
| 영업이익 증가율 (%)  | 33.8  | 25.7  | 22.0  | 4.2   | 9.0   |               |
| 지배순이익 증가율 (%) | 30.5  | 22.9  | 46.0  | 5.7   | 9.0   |               |
| 매출총이익률 (%)    | 48.5  | 45.9  | 45.6  | 45.7  | 46.4  |               |
| 영업이익률 (%)     | 9.8   | 10.4  | 12.4  | 12.5  | 13.3  |               |
| 지배순이익률 (%)    | 6.9   | 7.1   | 10.1  | 10.4  | 11.0  |               |
| EBITDA 마진 (%) | 14.3  | 14.7  | 12.4  | 12.5  | 13.3  |               |
| ROIC          | 5.0   | 5.9   | 7.2   | 7.5   | 8.1   |               |
| ROA           | 3.3   | 3.8   | 5.2   | 5.3   | 5.5   |               |
| ROE           | 5.0   | 5.9   | 8.1   | 8.1   | 8.3   |               |
| 부채비율 (%)      | 51.0  | 57.9  | 53.3  | 50.8  | 48.2  |               |
| 순차입금/자기자본 (%) | 28.5  | 27.3  | 18.2  | 11.7  | 5.2   |               |
| 영업이익/금융비용 (배) | 6.0   | 7.1   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |               |



손현정



유틸리티/음식료

hyunjeong.son@yuantakorea.com

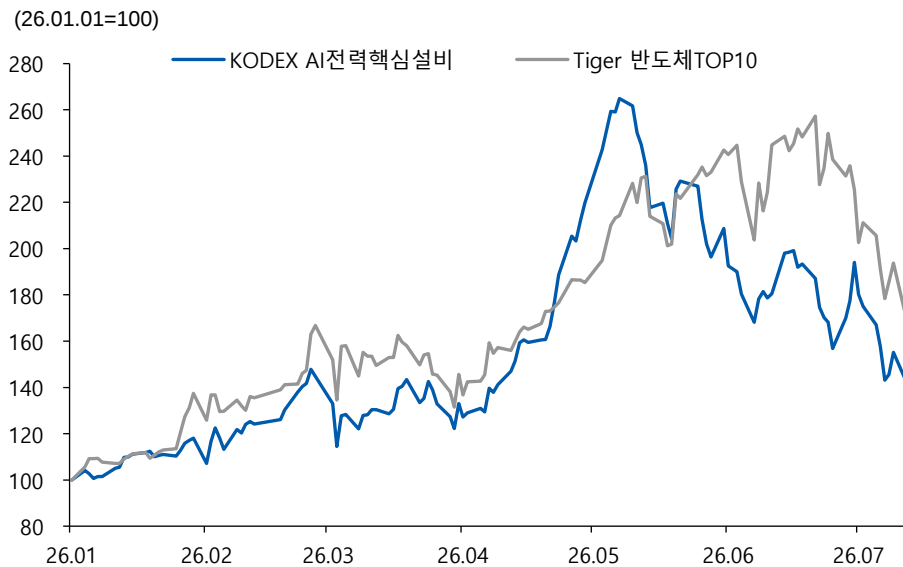
전력기기

## 2Q26 Preview: 흔들리지 않는 수주 확인

## 주가는 쉬었지만, 수주는 쉬지 않았다

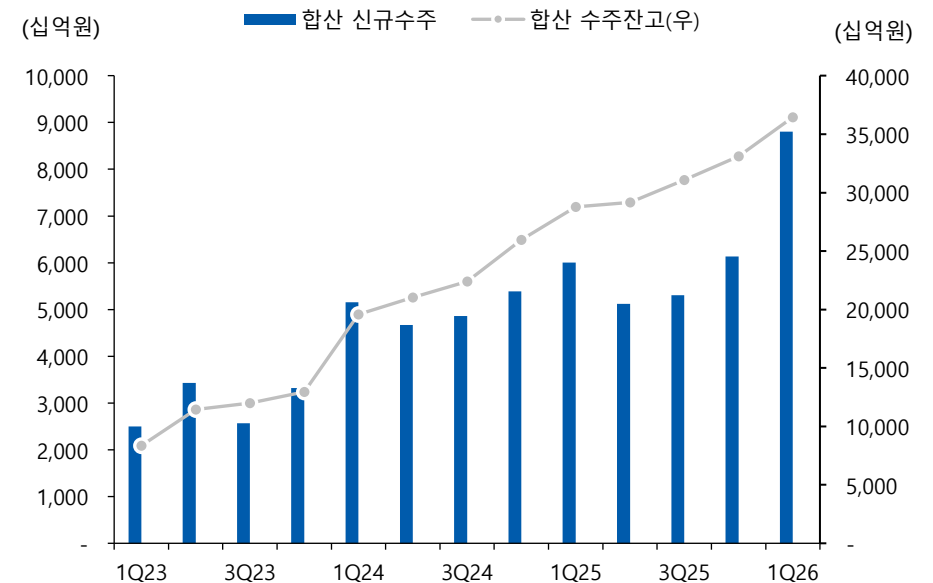
- 최근 전력기기 업체들의 주가 조정은 수급성 이슈. 수급 이동의 원인은 1) 반도체 대형주로의 AI 테마 내 자금 이동 상황, 2) ETF 구조가 주가 조정폭을 확대
- 하반기 전력기기 업종의 핵심은 신규수주와 EPS 상향. 2Q26 내 업체별 신규수주 가이드스 상향 가능성 기대. 주가는 쉬었지만 고객사 발주는 오히려 레벨업
- 하반기 신규수주 내 고마진 프로젝트 비중이 높아질 것으로 전망. 이는 단순 외형 성장 요인이 아닌 EPS 상향으로 연결되는 변수

AI 테마 내 수급 로테이션: ETF 구조에 따른 자금 이동



자료: KRX, 유안타증권 리서치센터, 주) 종가는 26.07.13 기준

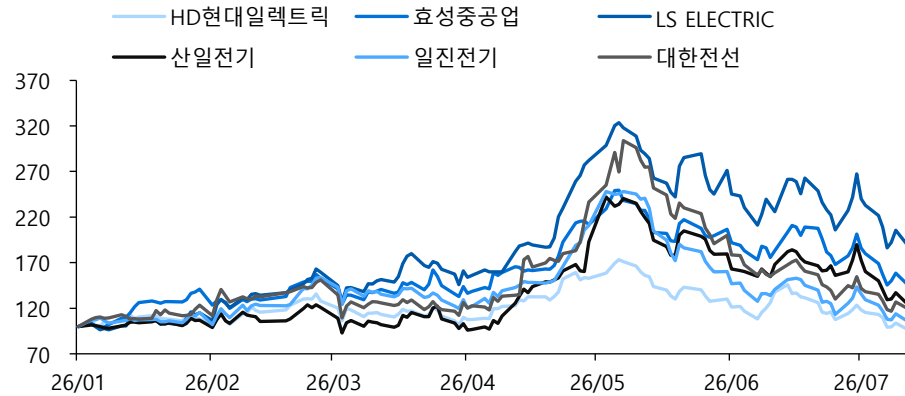
당사 커버리지 6개 전력기기 기업 합산 신규수주 및 수주잔고



자료: 유안타증권 리서치센터

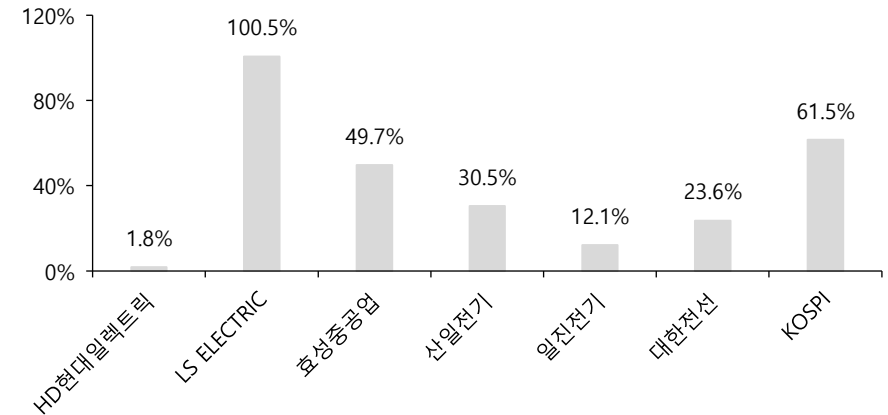
## 전력기기 6개사 주가 지수화 추이

(2026.01.01=100)



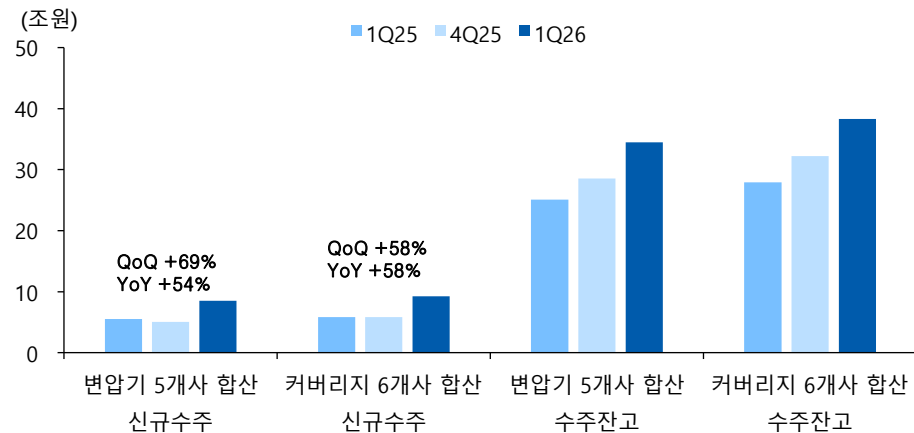
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터, 주) 종가는 26.07.13 기준

## 전력기기 YTD 주가 상승률



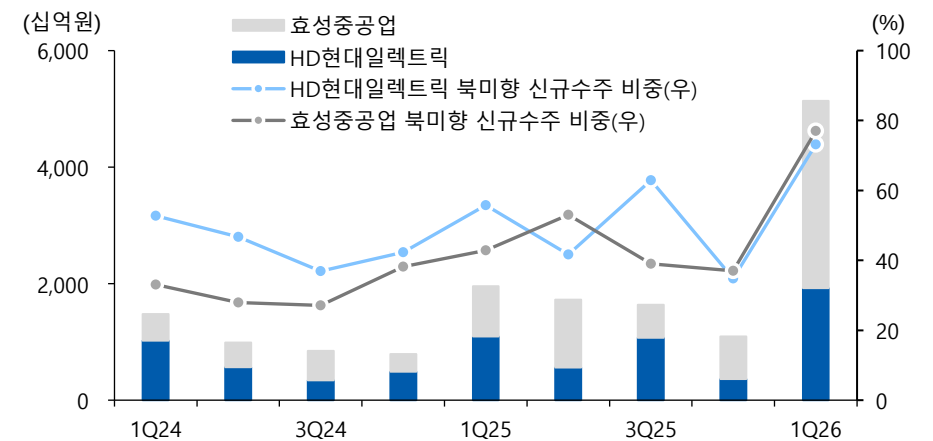
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터, 주) 종가는 26.07.13 기준

## 전력기기 신규수주 및 수주잔고 증감률



자료: 유안타증권 리서치센터

## HD현대일렉트릭, 효성중공업 북미향 신규수주 합산

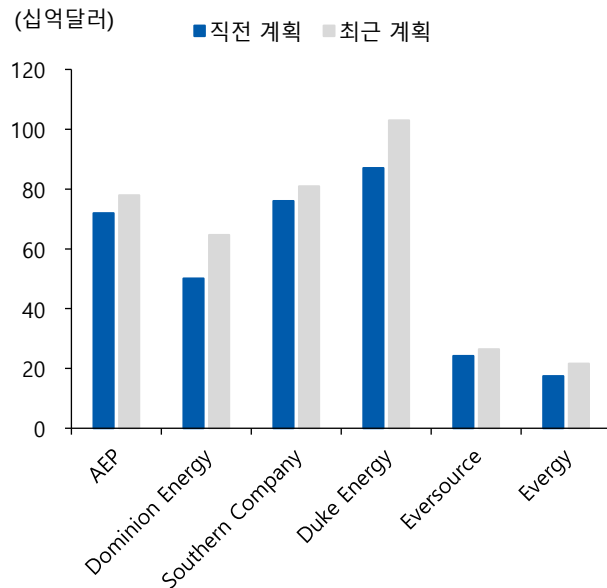


자료: 유안타증권 리서치센터

## 고객이 더 산다: 빅테크 CapEx 상향

- 전력기기 수요의 출발점은 빅테크 CapEx. 이번 사이클의 차별점은 전방 수요가 과거보다 구체적으로 확인되고 있다는 점
- 전력기기 업종을 판단할 때의 핵심은 세 가지. 1) 빅테크 CapEx가 과거 대비 상향되었는가, 2) CapEx가 유틸리티 계약 부하와 장비 발주로 전환되고 있는가, 3) 국내 업체가 그 밸류체인 안에 들어가 있는가. 현재 확인되는 데이터는 모두 같은 방향을 가리키는 중
- Bloom Energy는 2026년 매출 성장률 전망을 기존 약 60%에서 약 80%로 상향했고, 매출의 70~80%가 기존 고객 반복 매출로 구성. 최근 국내 전력기기 업체들의 Bloom Energy와의 신규수주 기록. 향후 반복 수주로의 전환 여부에 주목할 필요

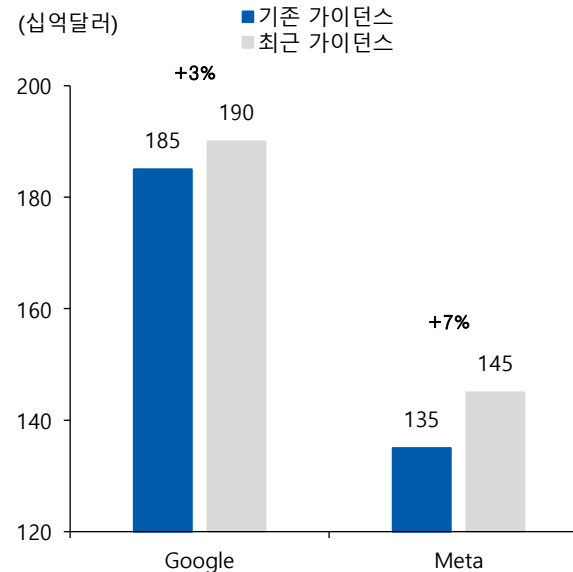
전방 유틸리티 업체 5개년 CapEx 상향 조정



자료: 유안타증권 리서치센터

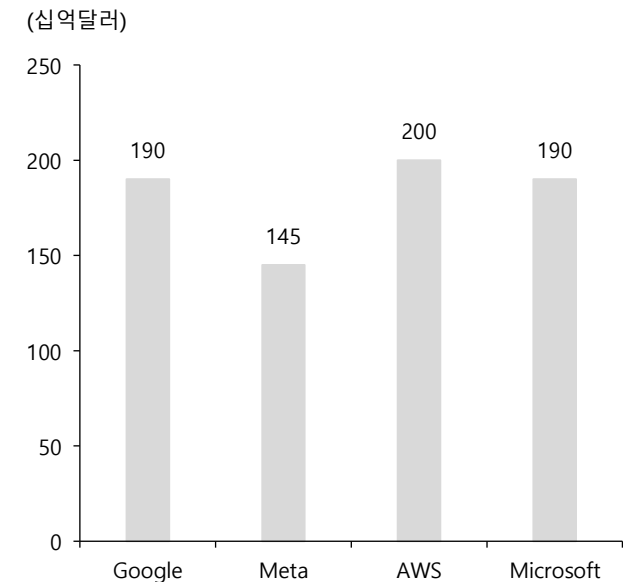
주) 최근 계획은 각사가 제시한 2026~2030년 5개년 CapEx 기준. 직전 계획은 회사별 직전 5개년 계획 또는 이전 업데이트 기준으로, 비교 기간이 완전히 동일하지 않을 수 있음.

빅테크 2026년 CapEx 가이드선 상향 사례



자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

빅테크 2026년 CapEx 전망



자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

# 신규수주는 어디까지 올라갈 수 있나

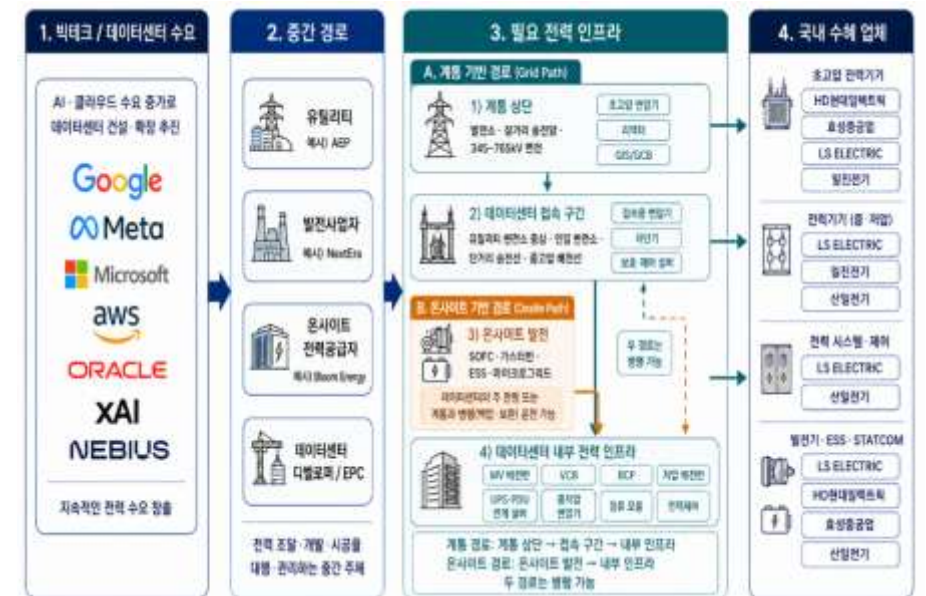
- AEP, Duke Energy, Dominion, Bloom Energy 등에서 확인되는 GW 단위 전력 수요는 전방 시장의 크기를 보여주는 지표
- 빅테크의 데이터센터 전력 수요는 유틸리티, 발전사업자, 온사이트 전력공급자, 데이터센터 디벨로퍼와 EPC를 거쳐 실제 장비 발주로 전환
- 데이터센터 접속 구간은 계통 상단과 데이터센터 부지를 연결하는 영역. 765kV 프로젝트의 핵심은 변압기 단품 수요가 아니라는 점
- 765kV는 2026~2028년 효성중공업과 HD현대일렉트릭의 신규수주 가이드스 상향을 설명하는 핵심 전방 변수

## 전방 업체 수주가 전력기기 수요를 검증

| 전방 업체        | 확인 지표              | 최근 변화                     | 국내 연결 의미                |
|--------------|--------------------|---------------------------|-------------------------|
| GE Vernova   | Electrification 수주 | 1Q26 71억달러, YoY 약 2배      | 변압기·스위치기어·HVDC 수요 검증    |
|              | 데이터센터 관련 수주        | 1Q26 24억달러, 2025년 연간 초과   | 데이터센터 전력망 장비 발주 현실화     |
|              | 가스터빈 계약            | 83GW → 100GW              | 발전연계 변압기·계통연계 장비 수요     |
| Bloom Energy | 제품 매출              | 1Q26 6.53억달러, YoY +208.4% | 온사이트 발전 장비 수요 검증        |
|              | 2026 매출 가이드스       | 34억~38억달러, 성장률 중간값 약 80%  | Bloom향 배전반·특수변압기 반복 가능성 |
| Vertiv       | TTM organic orders | YoY +81%                  | 데이터센터 내부 인프라 수요 검증      |
|              | 백로그                | 150억달러, YoY +109%         | 내부 전기실·전력관리 장비 수요 지속    |

자료: 각 사 1Q26 IR 내용 및 언론 보도 참고, 유안타증권 리서치센터

## 데이터센터 전력인프라 밸류체인



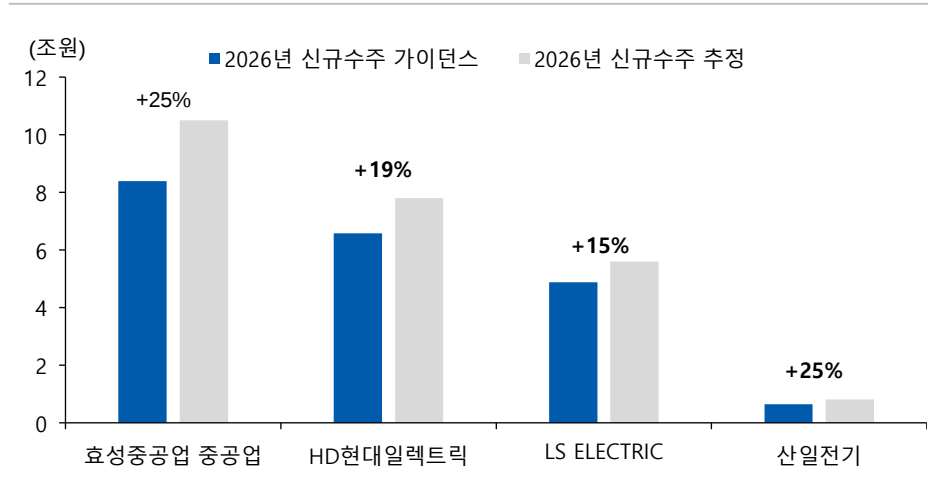
자료: 유안타증권 리서치센터

### Bloom Energy 프로젝트 규모별 국내 수주 민감도

| (억원)                  | 용량    | LS ELECTRIC<br>전력 인프라 패키지 | 산일전기<br>특수변압기 | 합산     |
|-----------------------|-------|---------------------------|---------------|--------|
| 100MW 프로젝트            | 100MW | 266                       | 42            | 308    |
| 1GW 프로젝트              | 1GW   | 2,658                     | 419           | 3,077  |
| Bloom 2026년 말<br>CAPA | 2GW   | 5,316                     | 838           | 6,154  |
| Oracle 계약 기준          | 2.8GW | 7,442                     | 1,173         | 8,615  |
| Bloom 잠재 CAPA         | 5GW   | 13,290                    | 2,096         | 15,386 |

자료: 유안타증권 리서치센터, 주) 실제 수주액은 벤더 배분, 공급 범위, 인증 여부에 따라 달라질 수 있음

### 주요 전력기기 2026년 신규수주 가이드스 대비 상황 여력



자료: 유안타증권 리서치센터

### 데이터센터 전력 블록당 전력기기 공급 수량

| 구분      | 50MW 블록 기준 | 1GW 기준   |
|---------|------------|----------|
| 전력 블록 수 | 1개         | 20개      |
| 중압 변압기  | 2~4대       | 40~80대   |
| 배전반     | 12~20면     | 240~400면 |
| 정류 모듈   | 5식         | 100식     |

자료: 유안타증권 리서치센터

### 전방 수요와 연결되는 전력기기 제품군

| 전방 수요               | 수주로 연결되는 방식                                    | 연결되는 제품군                                                      | 주요 수혜 업체                                 |
|---------------------|------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|------------------------------------------|
| 계통 상단 / 765kV 송전망   | GW급 부하를 장거리로 연결하기 위한 초고압 송전망·변전소 투자            | 초고압 변압기, 리액터, GIS/GCB, 보호·제어 설비                               | HD현대일렉트릭, 효성중공업, LS ELECTRIC, 일진전기       |
| 데이터센터 접속 구간         | 유틸리티 변전소 증설, 데이터센터 인입 변전소, 단거리 송전선·중고압 배전선 구축  | 접속용 변압기, 차단기, 중압 배전반, 보호·제어 설비, 특수변압기                         | HD현대일렉트릭, 효성중공업, LS ELECTRIC, 일진전기, 산일전기 |
| 온사이트 발전 / SOFC      | 데이터센터 인근에서 전력을 직접 확보하거나 계통 전력과 병행 운전           | 전력 인프라 패키지, 배전반, 전력제어 설비, 특수변압기, ESS-STATCOM                  | LS ELECTRIC, 산일전기, HD현대일렉트릭, 효성중공업       |
| 데이터센터 내부 전력 인프라     | 40~60MW 전력 블록 단위로 내부 전기실·배전 설비 반복 발주           | MV 배전반, VCB, BCP, 저압 배전반, UPS-PDU 연계 설비, 중저압 변압기, 정류 모듈, 전력제어 | LS ELECTRIC, 산일전기                        |
| 차세대 DC 배전 / 800V DC | AI 랙 고밀도화에 따라 AC 배전 중심에서 DC 배전·정류·보호·제어 설비로 확장 | 800V DC 정류 장치, DC 배전반, DC 보호기기, 버스웨이, ESS 연계 설비, 전력 모니터링      | LS ELECTRIC 중심, 중장기 옵션                   |
| 전선·해저케이블·HVDC PJT   | 송전망 확장, 장거리 송전, 해상풍력·HVDC 프로젝트 발주              | 고전압 전선, 해저케이블, HVDC 케이블, 접속재, 전력망 기자재                         | 대한전선, 일진전기                               |

자료: 유안타증권 리서치센터

## 수주 상향은 EPS 상향으로 연결된다

- HD현대일렉트릭 26F 신규수주 가이드نس 22.8% 상향, 효성중공업, LS ELECTRIC도 신규수주 가이드نس 상향 가능성 높다고 판단. 전력기기 3사 2026년 신규수주는 기존 가이드نس 대비 중간값 기준 약 20% 상회 가능.
- EPS 상향의 관건은 단순 수주 증가율이 아니라, 신규수주가 얼마나 빨리 EPS로 연결되는 지의 속도. EPS 상향 경로는 세 단계. 첫째, 신규수주 증가가 수주잔고를 확대. 둘째, 수주잔고 내 고마진 프로젝트 비중이 높아지면서 매출 전환 시 영업이익률 확대. 셋째, 2027년 이후 CAPA 증설 효과가 더해지면 매출 인식 가능 물량이 늘어나며 이익 레버리지가 발생. 즉, 수주 상향은 단순 외형 성장 요인이 아니라 EPS 상향으로 연결되는 변수
- 효성중공업은 1Q26에 이미 연간 가이드نس의 약 50%를 달성. LS ELECTRIC은 4월 이후 확인된 데이터센터 및 Bloom향 수주를 감안 시 기존 가이드نس는 보수적이라고 판단
- HD현대일렉트릭은 북미 초고압 변압기-배전변압기 패키지 딜, 효성중공업은 초고압 변압기 + 차단기(GCB) 패키지, LS ELECTRIC은 빅테크향 배전반, 산일전기는 Bloom향 특수변압기 반복 발주 구조와 더불어 154kV 제품군 확장, 일진전기는 북미 초고압 변압기, 대한전선은 해저케이블, HVDC 프로젝트를 중심 모멘텀 접근할 필요

### 전력기기 리레이팅의 핵심



자료: 유안타증권 리서치센터

### 전력기기 업체별 신규수주 상향 여력 및 중장기 레벨업 추정

| 기업             | 2026년<br>가이드نس | 2026E<br>신규수주   | 가이드نس대비<br>상향 여력 | 2027E<br>신규수주   | 2028E<br>신규수주   | 핵심 상향<br>요인                                         |
|----------------|----------------|-----------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------------------------------------------|
| 효성중공업<br>중공업   | 8.39조원         | 9.6~10.5조원      | +1.2~2.1조원       | 10.5~12.0조<br>원 | 11.0~13.0조<br>원 | 765kV, GIS/GC<br>B, 북미 반복 수<br>주,<br>HVDC/SST       |
| HD현대<br>일렉트릭   | 51.85억달러       | 55~60억달러        | +3~8억달러          | 60~68억달러        | 65~70억달러        | 북미 초고압 변<br>압기, 765kV, 발<br>전연계 변압기                 |
| LS<br>ELECTRIC | 4조 880억원       | 5.0~5.6조원       | +0.9~1.5조원       | 5.8~6.8조원       | 6.3~7.5조원       | 데이터센터 접<br>속 구간, 내부 전<br>력 인프라,<br>Bloom 전력 패<br>키지 |
| 산일전기           | 0.6~0.7조원      | 0.69~0.81조<br>원 | +0.0~0.21조<br>원  | 0.9~1.1조원       | 1.1~1.4조원       | Bloom 특수변<br>압기, 후속 단계<br>발주, 154kV 제<br>품군 확장      |
| 일진전기<br>중전기    | 공식 가이드نس<br>부재 | 1.6~1.8조원       | -                | 1.8~2.2조원       | 2.0~2.5조원       | 북미 LTA 잔여<br>물량, 고전압 변<br>압기, 전선 믹스                 |

자료: 유안타증권 리서치센터

### 효성중공업 신규수주 상황 가능 시나리오

| 구분                  | 수치 / 상향분    | 근거                              |
|---------------------|-------------|---------------------------------|
| 2026년 중공업 신규수주 가이던스 | 8.39조원      | 회사 가이던스                         |
| 1Q26 중공업 신규수주       | 4.17조원      | 전력기기 본업 기준, 가이던스 달성률 49.8%      |
| 가이던스 달성 필요 2~4Q 평균  | 1.41조원      | 잔여 4.22조원 / 3개 분기               |
| 당사 추정 2~4Q 평균       | 1.8~2.1조원   | 765kV, GIS/GCB, 북미 반복 수주 반영     |
| 2026E 신규수주          | 9.6~10.5조원  | 가이던스 대비 +1.2~2.1조원              |
| 2027E 신규수주          | 10.5~12.0조원 | 765kV 프로젝트 발주 확대, GIS/GCB 동반 수주 |
| 2028E 신규수주          | 11.0~13.0조원 | HVDC/SST 제품군 확장, CAPA 대응능력 확대   |

자료: 유안타증권 리서치센터

### 산일전기 신규수주 상황 가능 시나리오

| 구분                | 수치 / 상향분       | 근거                          |
|-------------------|----------------|-----------------------------|
| 2026년 신규수주 목표     | 6,000억~7,000억원 | 회사 가이던스                     |
| 1Q26 신규수주         | 1,790억원        | 목표 대비 26~30% 달성             |
| 1Q26 수주잔고         | 약 4,800억원      | 약 1년치 매출 수준                 |
| Bloom Project A   | 약 503억원        | 공시된 데이터센터용 특수변압기 수주         |
| Bloom Project B   | 약 250억원        | 공시 기준 미만 추가 수주              |
| 최근 Bloom향 누적 수주   | 약 750억원        | Project A+B 합산              |
| Project A/B 후속 물량 | 2.3단계 추가 가능    | 현재 1단계 수주만 반영               |
| 2026E 신규수주        | 6,900억~8,100억원 | 1Q 수주 + Bloom 후속 + 특수변압기 수요 |
| 2027E 신규수주        | 9,000억~1.1조원   | Bloom 반복 수주, 데이터센터 고객 확대    |
| 2028E 신규수주        | 1.1조~1.4조원     | 특수변압기 CAPA 활용, 154kV 제품군 확장 |

자료: 유안타증권 리서치센터

### HD현대일렉트릭 신규수주 상황 가능 시나리오

| 구분              | 수치 / 상향분 | 근거                         |
|-----------------|----------|----------------------------|
| 2026년 신규수주 가이던스 | 42.22억달러 | 회사 가이던스                    |
| 1Q26 신규수주       | 17.97억달러 | 분기 최대 수준, 가이던스 달성률 약 43%   |
| 북미 수주잔고 비중      | 약 69%    | 고마진 매출 전환 가시성              |
| 2026E 신규수주      | 51.85억달러 | 가이던스 대비 9.6억달러 (+22.8%) 상향 |
| 2027E 신규수주      | 50~58억달러 | 765kV·발전허브 발주 전환           |
| 2028E 신규수주      | 55~65억달러 | 북미 CAPA 증설 및 대형 프로젝트 확대    |

자료: 유안타증권 리서치센터

### 일진전기 신규수주 상황 가능 시나리오

| 구분         | 추정        | 근거                                   |
|------------|-----------|--------------------------------------|
| 2026E 신규수주 | 1.6~1.8조원 | 북미 LTA 잔여 물량, 고전압 변압기 수주             |
| 2027E 신규수주 | 1.8~2.2조원 | 북미 전력망 투자 장기화, 고전압 제품 확대             |
| 2028E 신규수주 | 2.0~2.5조원 | 변압기 CAPA 활용, 전선 수주잔고 확대              |
| 핵심 변수      | -         | LTA 잔여 물량 약 3,300억원, 중전기 마진, 전선 수주잔고 |

자료: 유안타증권 리서치센터

### LS ELECTRIC 상황 가능 시나리오

| 구분                   | 수치 / 상향분   | 근거                                    |
|----------------------|------------|---------------------------------------|
| 2026년 신규수주 가이던스      | 4조 880억원   | 회사 가이던스                               |
| 1Q26 전력 신규수주         | 1.09조원     | 연간 가이던스 대비 26.7% 달성                   |
| 4월 이후 확인 수주          | 약 0.8조원    | DC 초고압 변압기, Bloom, VCB, 마이크로그리드 배전반 등 |
| 2Q26E 신규수주           | 1.5~2.0조원  | 4월 이후 확인 수주 + 추가 프로젝트                 |
| 1H26E 누적 신규수주        | 2.5~3.0조원  | 연간 가이던스 대비 61~73% 달성 가능               |
| Bloom향 전력 인프라 패키지    | +0.32조원    | 1.2GW 기준 3,190억원 확인 수주                |
| 데이터센터 내부 배전 패키지      | +0.4~0.8조원 | 1GW당 1,000억~3,000억원 수주 가능액 적용         |
| 데이터센터 접속 구간 / 신규 EPC | +0.3~0.6조원 | 인입 변전소, 중압 배전반, 보호·제어 설비 수요           |
| 2026E 신규수주           | 5.0~5.6조원  | 기존 가이던스 대비 +0.9~1.5조원 상향 가능           |
| 2027E 신규수주           | 5.8~6.8조원  | Bloom 반복 수주, 데이터센터 내부 전력 인프라 확대       |
| 2028E 신규수주           | 6.3~7.5조원  | BCP·전력제어·온사이트 패키지 확대, 800V DC 옵션      |

자료: 유안타증권 리서치센터

### 대한전선 신규수주 상황 가능 시나리오

| 구분         | 추정        | 근거                            |
|------------|-----------|-------------------------------|
| 2026E 신규수주 | 3.0~3.3조원 | 북미 송전망, 초고압 케이블 프로젝트          |
| 2027E 신규수주 | 3.3~3.8조원 | 송전망 보강, 해저케이블 프로젝트 확대         |
| 2028E 신규수주 | 3.8~4.5조원 | 해저케이블 2공장, HVDC 프로젝트 반영       |
| 핵심 변수      | -         | 북미 송전망, 해저케이블, HVDC, 프로젝트 수익성 |

자료: 유안타증권 리서치센터

## Valuation – 초고압 변압기 Peer Table

초고압 변압기 업체 밸류에이션 테이블

| (십억원, 백만달러,<br>십억JPY, 백만EUR) |       | HD현대<br>일렉트릭 | 효성중공업  | LS ELECTRIC | 산일전기  | 일진전기  | PWR    | GEV     | HUBB   | Hitachi | Siemens |
|------------------------------|-------|--------------|--------|-------------|-------|-------|--------|---------|--------|---------|---------|
| 시가총액                         |       | 28,405       | 24,859 | 27,675      | 5,199 | 2,909 | 98,824 | 293,327 | 25,942 | 21,390  | 130,991 |
| 매출액                          | 2025  | 4,080        | 5,969  | 4,966       | 502   | 2,045 | 28,480 | 38,068  | 5,845  | 10,587  | 39,077  |
|                              | 2026F | 4,593        | 7,235  | 6,245       | 693   | 2,295 | 35,024 | 45,507  | 6,534  | 11,314  | 43,992  |
|                              | 2027F | 5,309        | 9,786  | 7,532       | 885   | 2,521 | 39,862 | 52,000  | 7,027  | 12,070  | 50,166  |
|                              | 2028F | 6,446        | 12,647 | 9,297       | 1,057 | 2,803 | 44,955 | 59,256  | 7,588  | 12,939  | 56,675  |
| 영업이익                         | 2025  | 995          | 747    | 426         | 179   | 151   | 1,612  | 1,388   | 1,209  | 1,132   | 2,149   |
|                              | 2026F | 1,225        | 1,137  | 708         | 259   | 208   | 2,256  | 4,605   | 1,495  | 1,345   | 4,994   |
|                              | 2027F | 1,608        | 1,781  | 1,036       | 345   | 253   | 2,708  | 7,618   | 1,655  | 1,571   | 6,946   |
|                              | 2028F | 2,056        | 2,483  | 1,348       | 413   | 302   | 3,237  | 10,520  | 1,815  | 1,765   | 8,947   |
| 영업이익률                        | 2025  | 24.4%        | 12.5%  | 8.6%        | 35.6% | 7.4%  | 5.7%   | 3.6%    | 20.7%  | 10.7%   | 5.5%    |
|                              | 2026F | 26.7%        | 15.7%  | 11.3%       | 37.4% | 9.1%  | 6.4%   | 10.1%   | 22.9%  | 11.9%   | 11.4%   |
|                              | 2027F | 30.3%        | 18.2%  | 13.8%       | 39.0% | 10.1% | 6.8%   | 14.6%   | 23.6%  | 13.0%   | 13.8%   |
|                              | 2028F | 31.9%        | 19.6%  | 14.5%       | 39.1% | 10.8% | 7.2%   | 17.8%   | 23.9%  | 13.6%   | 15.8%   |
| 당기순이익<br>(지배)                | 2025  | 733          | 520    | 287         | 149   | 104   | 1,028  | 4,884   | 887    | 802     | 1,414   |
|                              | 2026F | 1,009        | 826    | 570         | 235   | 142   | 2,142  | 6,487   | 1,056  | 900     | 3,791   |
|                              | 2027F | 1,275        | 1,357  | 869         | 295   | 189   | 2,518  | 6,492   | 1,167  | 1,055   | 5,202   |
|                              | 2028F | 1,556        | 1,986  | 1,081       | 357   | 227   | 2,990  | 8,847   | 1,274  | 1,204   | 6,608   |
| PER                          | 2025  | 38.1         | 31.9   | 48.2        | 26.6  | 25.0  | 57.3   | 35.9    | 26.3   | 25.8    | 61.0    |
|                              | 2026F | 28.1         | 30.1   | 48.6        | 22.1  | 20.5  | 46.1   | 45.2    | 24.6   | 23.8    | 34.6    |
|                              | 2027F | 22.3         | 18.3   | 31.8        | 17.6  | 15.4  | 39.3   | 45.2    | 22.2   | 20.3    | 25.2    |
|                              | 2028F | 17.1         | 12.5   | 25.6        | 14.5  | 12.8  | 33.1   | 33.2    | 20.4   | 17.8    | 19.8    |

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 시가총액은 26.07.13 기준

## Valuation – 배전 Peer Table

배전 Peer 밸류에이션 테이블

| (십억원, 백만달러,<br>백만EUR, 백만TWD) |       | LS ELECTRIC | 산일전기  | 제룡전기  | Eaton (ETN) | VERTIV<br>(VRT) | Schneider<br>Electric SE (SU) | ABB (ABBN) | Fortune Electric |
|------------------------------|-------|-------------|-------|-------|-------------|-----------------|-------------------------------|------------|------------------|
| 시가총액                         |       | 27,675      | 5,199 | 684   | 158,147     | 122,477         | 155,621                       | 188,332    | 229,645          |
| 매출액                          | 2025  | 4,966       | 502   | 224   | 27,448      | 10,230          | 40,152                        | 33,220     | 24,423           |
|                              | 2026F | 6,245       | 693   | 226   | 31,880      | 13,882          | 43,537                        | 37,501     | 28,704           |
|                              | 2027F | 7,532       | 885   | -     | 35,203      | 17,815          | 47,432                        | 41,012     | 37,003           |
|                              | 2028F | 9,297       | 1,057 | -     | 38,315      | 21,635          | 51,495                        | 44,387     | 44,736           |
| 영업이익                         | 2025  | 426         | 179   | 67    | 5,209       | 1,830           | 6,699                         | 6,047      | 5,227            |
|                              | 2026F | 708         | 259   | 78    | 6,377       | 3,238           | 7,908                         | 7,351      | 7,133            |
|                              | 2027F | 1,036       | 345   | -     | 7,493       | 4,381           | 9,078                         | 8,258      | 10,131           |
|                              | 2028F | 1,348       | 413   | -     | 8,412       | 5,602           | 10,352                        | 9,146      | 12,809           |
| 영업이익률                        | 2025  | 8.6%        | 35.6% | 29.9% | 19.0%       | 17.9%           | 16.7%                         | 18.2%      | 21.4%            |
|                              | 2026F | 11.3%       | 37.4% | 34.5% | 20.0%       | 23.3%           | 18.2%                         | 19.6%      | 24.9%            |
|                              | 2027F | 13.8%       | 39.0% | -     | 21.3%       | 24.6%           | 19.1%                         | 20.1%      | 27.4%            |
|                              | 2028F | 14.5%       | 39.1% | -     | 22.0%       | 25.9%           | 20.1%                         | 20.6%      | 28.6%            |
| 당기순이익(지배)                    | 2025  | 287         | 149   | 59    | 4,087       | 1,333           | 4,163                         | 4,734      | 4,419            |
|                              | 2026F | 570         | 235   | 62    | 5,119       | 2,488           | 5,601                         | 6,138      | 6,236            |
|                              | 2027F | 869         | 295   | -     | 6,038       | 3,344           | 6,521                         | 6,254      | 8,488            |
|                              | 2028F | 1,081       | 357   | -     | 6,980       | 4,348           | 7,449                         | 6,873      | 10,202           |
| PER                          | 2025  | 48.2        | 26.6  | 9.6   | 28.7        | 44.2            | 31.7                          | 29.9       | 65.0             |
|                              | 2026F | 48.6        | 22.1  | 11.0  | 30.9        | 49.2            | 27.8                          | 30.7       | 36.8             |
|                              | 2027F | 31.8        | 17.6  | -     | 26.2        | 36.6            | 23.9                          | 30.1       | 27.1             |
|                              | 2028F | 25.6        | 14.5  | -     | 22.7        | 28.2            | 20.9                          | 27.4       | 22.5             |

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 시가총액은 26.07.13 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                   |       | 5,547 | 2,909 | 1,312   | 4,094 | 40,446             | 5,862        | 6,730         | 7,895                                    |
| 매출액                    | 2025  | 3,636 | 2,045 | 960     | 2,546 | 19,650             | 7,810        | 3,565         | 5,290                                    |
|                        | 2026F | 4,115 | 2,295 | 1,186   | 2,604 | 21,900             | 6,967        | 3,499         | 5,635                                    |
|                        | 2027F | 4,834 | 2,521 | 1,344   | -     | 23,751             | 7,662        | 4,086         | 6,017                                    |
|                        | 2028F | 5,533 | 2,803 | 1,475   | -     | 25,536             | 8,348        | 4,777         | 6,522                                    |
| 영업이익                   | 2025  | 129   | 151   | 67      | 79    | 1,909              | 376          | 257           | 457                                      |
|                        | 2026F | 192   | 208   | 81      | 104   | 2,172              | 516          | 258           | 558                                      |
|                        | 2027F | 217   | 253   | 93      | -     | 2,587              | 652          | 365           | 662                                      |
|                        | 2028F | 291   | 302   | 105     | -     | 2,947              | 740          | 537           | 780                                      |
| 영업이익률                  | 2025  | 3.5%  | 7.4%  | 7.0%    | 3.1%  | 9.7%               | 4.8%         | 7.2%          | 8.6%                                     |
|                        | 2026F | 4.7%  | 9.1%  | 6.8%    | 4.0%  | 9.9%               | 7.4%         | 7.4%          | 9.9%                                     |
|                        | 2027F | 4.5%  | 10.1% | 6.9%    | -     | 10.9%              | 8.5%         | 8.9%          | 11.0%                                    |
|                        | 2028F | 5.3%  | 10.8% | 7.1%    | -     | 11.5%              | 8.9%         | 11.2%         | 12.0%                                    |
| 당기순이익 (지배)             | 2025  | 84    | 104   | 49      | 52    | 1,270              | 352          | 275           | 342                                      |
|                        | 2026F | 71    | 142   | 52      | 71    | 1,434              | 307          | 213           | 416                                      |
|                        | 2027F | 149   | 189   | 61      | -     | 1,855              | 401          | 288           | 491                                      |
|                        | 2028F | 232   | 227   | 69      | -     | 2,261              | 490          | 420           | 579                                      |
| PER                    | 2025  | 50.7  | 25.0  | 25.2    | 25.6  | 20.0               | 25.6         | 21.8          | 9.9                                      |
|                        | 2026F | 78.1  | 20.5  | 25.1    | 58.3  | 28.2               | 19.1         | 31.6          | 19.0                                     |
|                        | 2027F | 37.2  | 15.4  | 21.5    | -     | 21.8               | 14.6         | 23.4          | 16.1                                     |
|                        | 2028F | 23.9  | 12.8  | 19.0    | -     | 17.9               | 12.0         | 16.0          | 13.6                                     |
| PBR                    | 2025  | 2.7   | 4.4   | 5.0     | 2.8   | 4.5                | 2.3          | 2.7           | 3.2                                      |
|                        | 2026F | 3.4   | 4.4   | 5.4     | 13.1  | 5.1                | 2.7          | 3.0           | 2.5                                      |
|                        | 2027F | 3.0   | 3.6   | 4.5     | -     | 4.4                | 2.4          | 2.7           | 2.3                                      |
|                        | 2028F | 2.7   | 3.0   | 3.8     | -     | 3.7                | 2.1          | 2.4           | 2.0                                      |

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주) 시가총액은 26.07.13 기준

# 효성중공업 (298040): 과도한 주가 조정, 확인되는 이익 체력

## 전력기기



**손현정** 음식료/전력기기  
hyunjeong.son@yuantakorea.com  
**김고은** Research Assistant  
kosun2.kim@yuantakorea.com

|             |                |
|-------------|----------------|
| 투자 의견       | BUY (M)        |
| 목표주가        | 5,000,000원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 2,666,000원     |
| 상승여력        | 88%            |

|             |                     |
|-------------|---------------------|
| 시가총액        | 248,592억원           |
| 총발행주식수      | 9,324,548주          |
| 60일 평균 거래대금 | 2,166억원             |
| 60일 평균 거래량  | 59,956주             |
| 52주 고       | 4,601,000원          |
| 52주 저       | 978,000원            |
| 외인지분율       | 26.44%              |
| 주요주주        | 효성 외 12 인 43.99%    |
| 주가수익률(%)    | 1개월 3개월 12개월        |
| 절대          | (21.0) (12.8) 172.6 |
| 상대          | (5.8) (25.6) 27.2   |
| 절대(달러환산)    | (20.1) (13.5) 149.7 |

## • 2Q26 Preview: 컨센서스 부합 전망

효성중공업은 2Q26 매출액 1조 7,417억원(YoY +14.2%), 영업이익 2,722억원(YoY +65.7%, OPM 15.6%)을 기록하며 컨센서스에 부합할 것으로 전망한다. 1Q26 일부 이익 인식이 지연됐던 미국향 물량이 반영되고, 북미 초고압 변압기 중심의 고마진 수주잔고가 매출로 전환되며 이익 개선 폭이 확대될 것으로 판단한다. 다만 중동 지역 일부 프로젝트의 매출 인식 지연 가능성을 감안해 기존 추정 대비 조정했다.

사업부별로는 중공업 매출액 1조 2,415억원(YoY +17.0%), 영업이익 2,612억원(YoY +55.0%, OPM 21.0%)을 예상한다. 건설은 매출액 5,003억원(YoY +8.0%), 영업이익 110억원(YoY 흑전, OPM 2.2%)으로 추정한다. 중공업 부문은 북미향 고부가 제품 믹스 효과가 나타나고 있으며, 건설 부문은 전년 동기 적자 기저에서 벗어나며 연결 실적 안정성에 기여할 것으로 판단한다.

## • 강한 수주 가시성, 초고압 차단기로 확장

수주 흐름은 여전히 강하다. 1Q26 중공업 신규수주는 4조원 이상으로 분기 기준 최대치를 기록했고, 2Q26에도 2조원 이상의 신규수주가 예상된다. 상반기 누적 신규수주가 기존 연간 가이드언스의 상당 부분을 이미 달성할 가능성이 높다는 점에서, 이번 2Q26 실적 발표 시 중공업 신규수주 가이드언스 상향 가능성이 높다고 판단한다. 765kV 초고압 변압기 수주 확대를 통해 수주잔고의 질적 개선도 이어지고 있다.

북미 전력망 투자와 데이터센터 전력 수요가 맞물리며 초고압 중심의 수주 확대 흐름은 지속될 전망이다. 특히 최근 콤팩트서비스와의 초고압 차단기 합작법인 설립은 새로운 투자포인트다. 합작법인은 오는 10월부터 미국에서 72.5kV~800kV급 초고압 차단기(GCB)를 생산할 예정이다. 효성중공업은 국내 전력기기 업체 중 미국 현지에서 초고압 변압기와 초고압 차단기 생산 기반을 동시에 확보한 유일한 업체로, 북미 초고압 패키지 수주 경쟁력이 강화될 전망이다.

특히 콤팩트는 미국 최대 전력·에너지 인프라 EPC 기업으로, 유틸리티와 데이터센터 고객망을 보유하고 있다. 이번 JV는 효성중공업이 빅테크 데이터센터향 초고압 차단기 수요까지 접근할 수 있는 채널을 확보했다는 점에서 2027~2028년 EPS 상향 요인으로 판단한다. 최근 주가 조정에도 이익 체력과 수주 가시성은 훼손되지 않았다. 투자 의견 '매수', 목표주가 5,000,000원을 유지한다.

## Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F   | 2028F   |
|-------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 매출액         | 4,895  | 5,969  | 7,235  | 9,786   | 12,647  |
| 매출액증가율      | 13.8   | 21.9   | 21.2   | 35.3    | 29.2    |
| 영업이익        | 362    | 747    | 1,137  | 1,781   | 2,483   |
| 영업이익률       | 7.4    | 12.5   | 15.7   | 18.2    | 19.6    |
| 지배주주귀속이익    | 223    | 520    | 826    | 1,357   | 1,986   |
| 지배주주 귀속 EPS | 23,876 | 55,755 | 88,622 | 145,514 | 212,993 |
| 증가율         | 92.0   | 133.5  | 58.9   | 64.2    | 46.4    |
| PER         | 13.4   | 18.7   | 30.1   | 18.3    | 12.5    |
| PBR         | 1.6    | 4.1    | 8.0    | 5.6     | 3.9     |
| EV/EBITDA   | 8.9    | 12.5   | 20.2   | 12.6    | 8.4     |
| ROA         | 4.1    | 7.7    | 10.4   | 13.4    | 14.9    |
| ROE         | 14.9   | 24.4   | 30.2   | 36.1    | 37.1    |

# 효성중공업 실적 전망

효성중공업 실적 추이 및 전망

| (십억원)        | 1Q25    | 2Q25    | 3Q25    | 4Q25    | 1Q26    | 2Q26F   | 3Q26F   | 4Q26F   | 2025    | 2026F   | 2027F   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액          | 1,076.1 | 1,525.3 | 1,624.1 | 1,743.0 | 1,358.2 | 1,741.7 | 1,899.7 | 2,235.4 | 5,968.5 | 7,235.0 | 9,785.6 |
| 중공업          | 730.8   | 1,061.1 | 1,143.7 | 1,212.7 | 880.7   | 1,241.5 | 1,372.4 | 1,637.1 | 4,148.3 | 5,131.8 | 7,543.0 |
| 건설           | 344.2   | 463.2   | 479.3   | 529.4   | 476.7   | 500.3   | 527.2   | 598.2   | 1,816.1 | 2,102.4 | 2,242.6 |
| 기타 및<br>연결조정 | 1.1     | 1.0     | 1.1     | 0.9     | 0.8     | 1.0     | 1.0     | 0.9     | 4.1     | 3.7     | 3.7     |
| % YoY        | 9.3%    | 27.8%   | 41.8%   | 10.9%   | 26.2%   | 14.2%   | 17.0%   | 28.3%   | 21.9%   | 21.2%   | 35.3%   |
| 중공업          | 25.5%   | 42.5%   | 60.9%   | 14.1%   | 20.5%   | 17.0%   | 20.0%   | 35.0%   | 33.8%   | 23.7%   | 47.0%   |
| 건설           | -14.4%  | 3.1%    | 10.6%   | 4.2%    | 38.5%   | 8.0%    | 10.0%   | 13.0%   | 1.3%    | 15.8%   | 6.7%    |
| % 매출비중       |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 중공업          | 67.9%   | 69.6%   | 70.4%   | 69.6%   | 64.8%   | 71.3%   | 72.2%   | 73.2%   | 69.5%   | 70.9%   | 77.1%   |
| 건설           | 32.0%   | 30.4%   | 29.5%   | 30.4%   | 35.1%   | 28.7%   | 27.8%   | 26.8%   | 30.4%   | 29.1%   | 22.9%   |
| 영업이익         | 102.4   | 164.3   | 219.8   | 260.5   | 152.3   | 272.2   | 336.9   | 375.9   | 747.0   | 1,137.3 | 1,781.5 |
| % YoY        | 82.3%   | 162.1%  | 97.3%   | 97.0%   | 48.8%   | 65.7%   | 53.3%   | 44.3%   | 106.1%  | 52.3%   | 56.6%   |
| % OPM        | 9.5%    | 10.8%   | 13.5%   | 14.9%   | 11.2%   | 15.6%   | 17.7%   | 16.8%   | 12.5%   | 15.7%   | 18.2%   |
| 중공업          | 90.1    | 168.5   | 195.7   | 244.5   | 117.7   | 261.2   | 313.1   | 354.5   | 698.8   | 1,046.5 | 1,710.4 |
| 건설           | 12.1    | -4.2    | 24.0    | 15.8    | 34.4    | 11.0    | 23.8    | 21.4    | 47.7    | 90.5    | 71.1    |

자료: 유안타증권 리서치센터

효성중공업(298040) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서       |       |       |       |       |        | (단위: 십억원) |
|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|-----------|
| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F  |           |
| 매출액         | 4,895 | 5,969 | 7,235 | 9,786 | 12,647 |           |
| 매출원가        | 4,103 | 4,716 | 5,532 | 7,230 | 9,166  |           |
| 매출총이익       | 792   | 1,253 | 1,703 | 2,556 | 3,482  |           |
| 판매비         | 429   | 506   | 565   | 775   | 999    |           |
| 영업이익        | 362   | 747   | 1,137 | 1,781 | 2,483  |           |
| EBITDA      | 435   | 833   | 1,232 | 1,889 | 2,593  |           |
| 영업외손익       | -139  | -121  | -138  | -141  | -81    |           |
| 외환관련손익      | 19    | -11   | -1    | -1    | 1      |           |
| 이자손익        | -26   | -21   | 4     | 63    | 163    |           |
| 관계기업관련손익    | -2    | -3    | 3     | 3     | 3      |           |
| 기타          | -130  | -86   | -145  | -207  | -249   |           |
| 법인세비용차감전순손익 | 224   | 626   | 999   | 1,640 | 2,401  |           |
| 법인세비용       | 1     | 123   | 200   | 328   | 480    |           |
| 계속사업순손익     | 223   | 503   | 799   | 1,312 | 1,921  |           |
| 중단사업순손익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |           |
| 당기순이익       | 223   | 503   | 799   | 1,312 | 1,921  |           |
| 지배지분순이익     | 223   | 520   | 826   | 1,357 | 1,986  |           |
| 포괄순이익       | 852   | 473   | 806   | 1,315 | 1,924  |           |
| 지배지분포괄이익    | 852   | 490   | 805   | 1,314 | 1,922  |           |

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   | 882   | 1,000 | 1,510 |           |
| 당기순이익           | 223   | 503   | 799   | 1,312 | 1,921 |           |
| 감가상각비           | 59    | 69    | 82    | 98    | 103   |           |
| 외환손익            | -20   | 5     | 1     | 1     | -1    |           |
| 중속,관계기업관련손익     | 2     | 3     | -3    | -3    | -3    |           |
| 자산부채의 증감        | 44    | -281  | -159  | -568  | -667  |           |
| 기타현금흐름          | 105   | 193   | 163   | 160   | 157   |           |
| 투자활동 현금흐름       | -215  | -213  | -338  | -524  | -457  |           |
| 투자자산            | -97   | -20   | -66   | -132  | -148  |           |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -84   | -163  | -210  | -260  | -160  |           |
| 유형자산 감소         | 2     | 1     | 0     | 0     | 0     |           |
| 기타현금흐름          | -35   | -30   | -63   | -132  | -149  |           |
| 재무활동 현금흐름       | -228  | -313  | -213  | -103  | -100  |           |
| 단기차입금           | -131  | -68   | 34    | 69    | 77    |           |
| 사채 및 장기차입금      | 84    | -110  | -88   | -5    | 0     |           |
| 자본              | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 현금배당            | -23   | -47   | -70   | -77   | -88   |           |
| 기타현금흐름          | -158  | -89   | -89   | -89   | -89   |           |
| 연결범위변동 등 기타     | 2     | 0     | 217   | 622   | 793   |           |
| 현금의 증감          | -29   | -32   | 548   | 995   | 1,746 |           |
| 기초 현금           | 278   | 249   | 217   | 765   | 1,759 |           |
| 기말 현금           | 249   | 217   | 765   | 1,759 | 3,506 |           |
| NOPLAT          | 362   | 747   | 1,137 | 1,781 | 2,483 |           |
| FCF             | 328   | 330   | 672   | 740   | 1,350 |           |

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 | 5,053 | 7,560  | 11,002 |           |
| 현금및현금성자산     | 249   | 217   | 765   | 1,759  | 3,506  |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 1,330 | 1,626 | 1,991 | 2,693  | 3,480  |           |
| 채고자산         | 885   | 1,278 | 1,549 | 2,095  | 2,707  |           |
| 비유동자산        | 3,182 | 3,490 | 3,621 | 3,956  | 4,154  |           |
| 유형자산         | 2,172 | 2,307 | 2,435 | 2,597  | 2,654  |           |
| 관계기업등 지분관련자산 | 36    | 47    | 57    | 78     | 100    |           |
| 기타투자자산       | 320   | 329   | 385   | 497    | 622    |           |
| 자산총계         | 6,219 | 7,228 | 8,675 | 11,516 | 15,156 |           |
| 유동부채         | 3,093 | 3,561 | 4,245 | 5,623  | 7,169  |           |
| 매입채무 및 기타채무  | 1,437 | 1,652 | 2,002 | 2,708  | 3,500  |           |
| 단기차입금        | 332   | 272   | 272   | 272    | 272    |           |
| 유동성장기부채      | 165   | 66    | 66    | 66     | 66     |           |
| 비유동부채        | 1,070 | 1,177 | 1,203 | 1,429  | 1,687  |           |
| 장기차입금        | 511   | 434   | 434   | 434    | 434    |           |
| 사채           | 52    | 30    | 30    | 30     | 30     |           |
| 부채총계         | 4,163 | 4,738 | 5,449 | 7,052  | 8,856  |           |
| 자배지분         | 1,909 | 2,352 | 3,115 | 4,398  | 6,300  |           |
| 자본금          | 47    | 47    | 47    | 47     | 47     |           |
| 자본잉여금        | 892   | 892   | 892   | 892    | 892    |           |
| 이익잉여금        | 353   | 829   | 1,586 | 2,865  | 4,764  |           |
| 비지배지분        | 147   | 138   | 111   | 66     | 1      |           |
| 자본총계         | 2,056 | 2,490 | 3,226 | 4,464  | 6,301  |           |
| 순차입금         | 728   | 597   | -73   | -1,142 | -2,965 |           |
| 총차입금         | 1,313 | 1,136 | 1,082 | 1,146  | 1,223  |           |

| Valuation 지표 |         |         |         |           |           | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|---------------|
| 결산 (12월)     | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F     | 2028F     |               |
| EPS          | 23,876  | 55,755  | 88,622  | 145,514   | 212,993   |               |
| BPS          | 204,958 | 252,555 | 334,571 | 472,305   | 676,512   |               |
| EBITDAPS     | 46,688  | 89,326  | 132,094 | 202,590   | 278,064   |               |
| SPS          | 524,956 | 640,086 | 775,908 | 1,049,444 | 1,356,346 |               |
| DPS          | 5,000   | 7,500   | 8,300   | 9,400     | 10,000    |               |
| PER          | 13.4    | 18.7    | 30.1    | 18.3      | 12.5      |               |
| PBR          | 1.6     | 4.1     | 8.0     | 5.6       | 3.9       |               |
| EV/EBITDA    | 8.9     | 12.5    | 20.2    | 12.6      | 8.4       |               |
| PSR          | 0.6     | 1.6     | 3.4     | 2.5       | 2.0       |               |

| 재무비율          |       |       |       |       |       | (단위: 배, %) |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| 결산 (12월)      | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |            |
| 매출액 증가율 (%)   | 13.8  | 21.9  | 21.2  | 35.3  | 29.2  |            |
| 영업이익 증가율 (%)  | 40.6  | 106.1 | 52.3  | 56.6  | 39.4  |            |
| 지배순이익 증가율 (%) | 92.0  | 133.5 | 58.9  | 64.2  | 46.4  |            |
| 매출총이익률 (%)    | 16.2  | 21.0  | 23.5  | 26.1  | 27.5  |            |
| 영업이익률 (%)     | 7.4   | 12.5  | 15.7  | 18.2  | 19.6  |            |
| 지배순이익률 (%)    | 4.5   | 8.7   | 11.4  | 13.9  | 15.7  |            |
| EBITDA 마진 (%) | 8.9   | 14.0  | 17.0  | 19.3  | 20.5  |            |
| ROIC          | 18.9  | 24.6  | 35.1  | 51.6  | 67.5  |            |
| ROA           | 4.1   | 7.7   | 10.4  | 13.4  | 14.9  |            |
| ROE           | 14.9  | 24.4  | 30.2  | 36.1  | 37.1  |            |
| 부채비율 (%)      | 202.5 | 190.3 | 168.9 | 158.0 | 140.6 |            |
| 순차입금/자기자본 (%) | 38.2  | 25.4  | -2.3  | -26.0 | -47.1 |            |
| 영업이익/금융비용 (배) | 4.1   | 12.7  | 21.3  | 33.2  | 43.6  |            |

# LS ELECTRIC (010120): 수주 모멘텀 가속, 이익 레벨 상향

## 전력기기



**손현정** 음식료/전력기기  
hyunjeong.son@yuantakorea.com  
**김고은** Research Assistant  
kosun2.kim@yuantakorea.com

|             |              |
|-------------|--------------|
| 투자 의견       | BUY (M)      |
| 목표주가        | 300,000원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 184,500원     |
| 상승여력        | 63%          |

|             |                  |        |       |
|-------------|------------------|--------|-------|
| 시가총액        | 276,750억원        |        |       |
| 총발행주식수      | 150,000,000주     |        |       |
| 60일 평균 거래대금 | 3,263억원          |        |       |
| 60일 평균 거래량  | 1,322,451주       |        |       |
| 52주 고       | 318,500원         |        |       |
| 52주 저       | 51,900원          |        |       |
| 외인지분율       | 17.99%           |        |       |
| 주요주주        | LS 외 10 인 48.48% |        |       |
| 주가수익률(%)    | 1개월              | 3개월    | 12개월  |
| 절대          | (17.1)           | 3.0    | 247.5 |
| 상대          | (1.0)            | (12.1) | 62.1  |
| 절대(달러환산)    | (16.1)           | 2.1    | 218.3 |

## • 2Q26 Preview: 컨센서스 소폭 상회

LS ELECTRIC은 2Q26 매출액 1조 4,884억원(YoY +24.8%), 영업이익 1,654억원(YoY +52.3%, OPM 11.1%)을 기록하며 영업이익 기준 컨센서스를 소폭 상회할 것으로 전망한다. 전력인프라 중심의 외형 성장과 제품 믹스 개선이 동시에 나타나는 구간이다.

**실적 개선의 핵심은 전력인프라다.** 전력 사업 매출액은 1조 575억원(YoY +30.2%), 영업이익은 1,366억원(YoY +50.0%, OPM 12.9%)으로 추정한다. 이 중 전력인프라 매출액은 7,284억원(YoY +43.9%), 영업이익은 919억원(YoY +65.0%, OPM 12.6%)으로 예상한다. 배전반과 초고압변압기 매출 확대가 전사 이익 개선을 견인할 것으로 기대한다.

## • 수주 가이드스 상향 가능성 높다

수주 흐름은 실적보다 더 강하다. 2026년 신규수주 가이드스는 4.1조원 수준이나, 1Q26 신규수주 1.09조원에 이어 2Q26에도 대규모 수주가 이어졌다. 4월 이후 북미 데이터센터 전력설비, Bloom Energy형 전력설비, VCB, 마이크로그리드 배전반 등 데이터센터·온사이트 발전 관련 수주가 연속적으로 확인됐다. 이를 감안하면 **2Q26 실적 발표에서 연간 신규수주 가이드스가 상향될 가능성이 높다고 판단한다.**

**수주 증가가 실적 성장으로 연결되는 속도도 빠르다.** 동사는 배전반 중심의 단납기 제품 구조를 보유하고 있어 수주 물량이 비교적 빠르게 매출로 반영된다. 특히 데이터센터형 배전반은 접속 구간뿐 아니라 내부 전력 인프라까지 대응 가능한 제품군으로, 빅테크 고객 확보 이후 반복 수주 가능성이 높아지고 있다.

결론적으로 LS ELECTRIC은 수주 확대 → 매출 전환 → 이익 성장으로 이어지는 선순환 구조가 가장 빠르게 확인되는 업체다. 2Q26 실적은 컨센서스를 소폭 상회하고, 신규수주 가이드스 상향 가능성까지 감안하면 **2026~2027년 EPS 상향 여지는 여전히 크다.** 투자 의견 ‘매수’, 목표주가 300,000원을 유지한다.

## Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 4,552 | 4,966 | 6,245 | 7,532 | 9,297 |
| 매출액증가율      | 7.6   | 9.1   | 25.8  | 20.6  | 23.4  |
| 영업이익        | 390   | 426   | 708   | 1,036 | 1,348 |
| 영업이익률       | 8.6   | 8.6   | 11.3  | 13.8  | 14.5  |
| 지배주주귀속순이익   | 239   | 287   | 570   | 869   | 1,081 |
| 지배주주 귀속 EPS | 1,591 | 1,911 | 3,800 | 5,795 | 7,209 |
| 증가율         | 15.9  | 20.1  | 98.8  | 52.5  | 24.4  |
| PER         | 18.3  | 30.5  | 48.6  | 31.8  | 25.6  |
| PBR         | 2.4   | 4.2   | 10.8  | 8.3   | 6.4   |
| EV/EBITDA   | 10.2  | 17.0  | 33.6  | 23.8  | 18.5  |
| ROA         | 5.8   | 6.1   | 10.6  | 13.8  | 14.3  |
| ROE         | 13.4  | 14.7  | 24.7  | 29.7  | 28.5  |

자료: 유안타증권 리서치센터

# LS ELECTRIC 실적 전망

LS ELECTRIC 실적 추이 및 전망

| (십억원)      | 1Q25    | 2Q25    | 3Q25    | 4Q25    | 1Q26    | 2Q26F   | 3Q26F   | 4Q26F   | 2025    | 2026F   | 2027F   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액        | 1,032.1 | 1,193.0 | 1,216.3 | 1,524.4 | 1,376.6 | 1,488.4 | 1,589.2 | 1,790.6 | 4,965.8 | 6,244.9 | 7,532.5 |
| 전력 사업      | 661.3   | 812.3   | 736.7   | 918.9   | 958.4   | 1,057.5 | 1,103.2 | 1,175.1 | 3,129.2 | 4,294.3 | 5,322.0 |
| 1) 전력기기    | 231.2   | 241.4   | 232.4   | 242.3   | 267.7   | 277.6   | 260.3   | 278.6   | 947.2   | 1,084.2 | 1,213.2 |
| 2) 전력인프라   | 373.0   | 506.0   | 458.7   | 573.1   | 643.2   | 728.4   | 805.6   | 810.4   | 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   | 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   | 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   | 381.3   | 721.1   | 1,114.2 |
| 배전변압기      | 43.5    | 90.6    | 80.2    | 76.2    | 73.2    | 54.6    | 88.2    | 87.6    | 290.5   | 303.6   | 351.9   |
| 기타         | 41.3    | 44.4    | 43.4    | 75.6    | 49.5    | 80.0    | 80.2    | 105.8   | 204.7   | 315.5   | 387.5   |
| 3) 전력신재생   | 57.1    | 64.9    | 45.7    | 103.5   | 47.5    | 51.5    | 37.3    | 86.1    | 271.2   | 222.5   | 191.1   |
| 자동차 사업     | 76.9    | 86.3    | 87.9    | 82.4    | 82.1    | 77.7    | 74.7    | 70.0    | 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   | 1,499.5 | 1,646.0 | 1,945.6 |
| % YoY      | -0.6%   | 5.4%    | 19.1%   | 12.1%   | 33.4%   | 24.8%   | 30.7%   | 17.5%   | 9.1%    | 25.8%   | 20.6%   |
| 전력 사업      | 0.0%    | 14.5%   | 15.1%   | 21.8%   | 44.9%   | 30.2%   | 49.8%   | 27.9%   | 13.2%   | 37.2%   | 23.9%   |
| 1) 전력기기    | -4.0%   | 3.7%    | 5.9%    | 15.2%   | 15.8%   | 15.0%   | 12.0%   | 15.0%   | 4.9%    | 14.5%   | 11.9%   |
| 2) 전력인프라   | 8.9%    | 32.0%   | 27.2%   | 34.2%   | 72.4%   | 43.9%   | 75.6%   | 41.4%   | 26.2%   | 56.4%   | 31.1%   |
| 배전반        | 26.9%   | 23.7%   | 16.1%   | 37.8%   | 79.4%   | 40.0%   | 83.0%   | 45.0%   | 26.1%   | 59.3%   | 25.3%   |
| 변압기        | 13.1%   | 44.4%   | 39.5%   | 23.6%   | 78.4%   | 41.2%   | 62.5%   | 36.4%   | 29.7%   | 52.5%   | 43.1%   |
| 초고압변압기     | 30.6%   | -1.1%   | 3.4%    | -3.8%   | 83.3%   | 130.0%  | 110.0%  | 50.0%   | 5.0%    | 89.1%   | 54.5%   |
| 배전변압기      | -11.4%  | 148.9%  | 127.2%  | 124.8%  | 68.3%   | -39.8%  | 10.0%   | 15.0%   | 87.8%   | 4.5%    | 15.9%   |
| 기타         | -39.6%  | 46.3%   | 59.5%   | 52.2%   | 19.9%   | 80.0%   | 85.0%   | 40.0%   | 16.6%   | 54.1%   | 22.8%   |
| 3) 전력신재생   | -26.7%  | -30.3%  | -23.9%  | -11.4%  | -16.9%  | -20.6%  | -18.2%  | -16.8%  | -22.1%  | -18.0%  | -14.1%  |
| 자동차 사업     | -13.3%  | -12.8%  | 13.5%   | 5.2%    | 6.8%    | -10.0%  | -15.0%  | -15.0%  | -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%    | 3.9%    | 9.8%    | 18.2%   |
| 영업이익       | 87.3    | 108.6   | 100.8   | 129.7   | 126.6   | 165.4   | 190.4   | 226.0   | 426.4   | 708.4   | 1,036.2 |
| 전력 사업      | 71.0    | 91.1    | 73.9    | 116.7   | 105.6   | 136.6   | 153.3   | 198.0   | 352.7   | 593.5   | 945.6   |
| 1) 전력기기    | 46.3    | 44.4    | 40.4    | 45.8    | 36.5    | 49.7    | 56.5    | 64.1    | 176.9   | 206.8   | 302.5   |
| 2) 전력인프라   | 31.0    | 55.7    | 45.0    | 70.5    | 78.1    | 91.9    | 101.3   | 141.0   | 202.1   | 412.2   | 665.6   |
| 3) 전력신재생   | -6.3    | -9.0    | -11.5   | 0.5     | -8.9    | -5.0    | -4.5    | -7.0    | -26.4   | -25.4   | -22.5   |
| 자동차 사업     | 3.4     | 4.5     | 2.4     | -0.7    | 2.7     | 4.7     | 4.1     | -1.1    | 9.6     | 10.4    | 13.8    |
| 자회사 및 연결조정 | 13.0    | 13.0    | 24.5    | 14.2    | 18.3    | 24.0    | 33.0    | 29.1    | 64.7    | 104.5   | 76.9    |
| % YoY      | -6.9%   | -0.9%   | 51.7%   | 8.2%    | 45.0%   | 52.3%   | 88.9%   | 74.3%   | 9.4%    | 66.1%   | 46.3%   |
| 전력 사업      | -6.2%   | -15.0%  | 37.5%   | 55.0%   | 48.8%   | 50.0%   | 107.4%  | 69.7%   | 13.1%   | 68.3%   | 59.3%   |
| 1) 전력기기    | -21.2%  | -14.5%  | 4.5%    | 39.0%   | -21.3%  | 12.0%   | 40.0%   | 40.0%   | -3.0%   | 16.9%   | 46.3%   |
| 2) 전력인프라   | 40.5%   | -8.1%   | 132.0%  | 59.0%   | 152.2%  | 65.0%   | 125.0%  | 100.0%  | 38.1%   | 103.9%  | 61.5%   |
| 3) 전력신재생   | 적지      | 적지      | 적지      | 흑전      | 적지      | 적지      | 적지      | 적지      | 56.9%   | -3.5%   | -11.6%  |
| 자동차 사업     | 1677.3% | -12.0%  | 흑전      | 적자축소    | -20.2%  | 5.0%    | 70.0%   | 적지      | 1097.4% | 8.6%    | 32.2%   |
| 자회사 및 연결조정 | -27.6%  | -586.9% | 85.6%   | -70.8%  | 41.2%   | 84.7%   | 34.9%   | 105.0%  | -16.1%  | 61.6%   | -26.4%  |
| % 영업이익률    | 8.5%    | 9.1%    | 8.3%    | 8.5%    | 9.2%    | 11.1%   | 12.0%   | 12.6%   | 8.6%    | 11.3%   | 13.8%   |
| 전력 사업      | 10.7%   | 11.2%   | 10.0%   | 12.7%   | 11.0%   | 12.9%   | 13.9%   | 16.9%   | 11.3%   | 13.8%   | 17.8%   |
| 자동차 사업     | 4.4%    | 5.2%    | 2.7%    | -0.8%   | 3.3%    | 6.1%    | 5.5%    | -1.6%   | 2.9%    | 3.4%    | 5.2%    |
| 자회사 및 연결조정 | 4.4%    | 4.4%    | 6.3%    | 2.7%    | 5.4%    | 6.8%    | 8.0%    | 5.3%    | 4.3%    | 6.3%    | 4.0%    |

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 | 6,245 | 7,532 | 9,297 |           |
| 매출원가        | 3,644 | 3,914 | 4,752 | 5,589 | 6,825 |           |
| 매출총이익       | 908   | 1,051 | 1,493 | 1,944 | 2,471 |           |
| 판매비         | 518   | 625   | 784   | 907   | 1,124 |           |
| 영업이익        | 390   | 426   | 708   | 1,036 | 1,348 |           |
| EBITDA      | 503   | 559   | 843   | 1,173 | 1,487 |           |
| 영업외손익       | -56   | -16   | 60    | 41    | -7    |           |
| 외환관련손익      | 64    | -1    | 50    | 50    | 35    |           |
| 이자손익        | -22   | -30   | -29   | -22   | -11   |           |
| 관계기업관련손익    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 기타          | -98   | 15    | 38    | 13    | -32   |           |
| 법인세비용차감전순손익 | 333   | 410   | 768   | 1,078 | 1,341 |           |
| 법인세비용       | 91    | 126   | 203   | 216   | 268   |           |
| 계속사업순손익     | 242   | 284   | 565   | 862   | 1,072 |           |
| 중단사업순손익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 당기순이익       | 242   | 284   | 565   | 862   | 1,072 |           |
| 지배지분순이익     | 239   | 287   | 570   | 869   | 1,081 |           |
| 포괄순이익       | 213   | 322   | 562   | 859   | 1,069 |           |
| 지배지분포괄이익    | 208   | 310   | 541   | 826   | 1,028 |           |

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   | 401   | 699   | 821   |           |
| 당기순이익           | 242   | 284   | 565   | 862   | 1,072 |           |
| 감가상각비           | 102   | 116   | 122   | 126   | 129   |           |
| 외환손익            | -43   | 1     | -50   | -50   | -35   |           |
| 중속,관계기업관련손익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 자산부채의 증감        | -225  | -175  | -329  | -331  | -437  |           |
| 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   | -83   | -23   | -58   |           |
| 재무활동 현금흐름       | 82    | 59    | -50   | -59   | -66   |           |
| 단기차입금           | 203   | -126  | 14    | 15    | 20    |           |
| 사채 및 장기차입금      | 133   | 242   | 0     | 0     | 0     |           |
| 자본              | -11   | 6     | 0     | 0     | 0     |           |
| 현금배당            | -83   | -87   | -89   | -98   | -110  |           |
| 기타현금흐름          | -160  | 24    | 24    |       | 24    |           |
| 연결범위변동 등 기타     | 20    | -7    | -32   | -34   | -60   |           |
| 현금의 증감          | 76    | 103   | 79    | 375   | 427   |           |
| 기초 현금           | 584   | 660   | 763   | 841   | 1,216 |           |
| 기말 현금           | 660   | 763   | 841   | 1,216 | 1,643 |           |
| NOPLAT          | 390   | 426   | 708   | 1,036 | 1,348 |           |
| FCF             | 85    | 99    | 251   | 499   | 621   |           |

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 | 4,094 | 5,133 | 6,470 |           |
| 현금및현금성자산     | 660   | 763   | 841   | 1,216 | 1,643 |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 1,070 | 1,036 | 1,300 | 1,569 | 1,936 |           |
| 채고자산         | 510   | 553   | 695   | 839   | 1,035 |           |
| 비유동자산        | 1,433 | 1,600 | 1,672 | 1,733 | 1,819 |           |
| 유형자산         | 861   | 979   | 1,008 | 1,082 | 1,153 |           |
| 관계기업등 지분관련자산 | 4     | 18    | 22    | 27    | 33    |           |
| 기타투자자산       | 147   | 205   | 208   | 211   | 215   |           |
| 자산총계         | 4,485 | 4,957 | 5,766 | 6,866 | 8,289 |           |
| 유동부채         | 1,846 | 1,865 | 2,191 | 2,520 | 2,970 |           |
| 매입채무 및 기타채무  | 638   | 707   | 889   | 1,072 | 1,323 |           |
| 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 | 3,152 | 3,490 | 3,954 |           |
| 자배지분         | 1,839 | 2,070 | 2,548 | 3,316 | 4,284 |           |
| 자본금          | 150   | 150   | 150   | 150   | 150   |           |
| 자본잉여금        | -24   | -18   | -18   | -18   | -18   |           |
| 이익잉여금        | 1,743 | 1,939 | 2,420 | 3,191 | 4,162 |           |
| 비지배지분        | 51    | 72    | 67    | 60    | 51    |           |
| 자본총계         | 1,890 | 2,141 | 2,614 | 3,375 | 4,335 |           |
| 순차입금         | 719   | 665   | 573   | 185   | -261  |           |
| 총차입금         | 1,449 | 1,566 | 1,580 | 1,595 | 1,615 |           |

| Valuation 지표 |        |        |        |        |        | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| 결산 (12월)     | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |               |
| EPS          | 1,591  | 1,911  | 3,800  | 5,795  | 7,209  |               |
| BPS          | 12,382 | 13,920 | 17,122 | 22,284 | 28,792 |               |
| EBITDAPS     | 3,357  | 3,725  | 5,622  | 7,823  | 9,914  |               |
| SPS          | 30,346 | 33,105 | 41,632 | 50,217 | 61,979 |               |
| DPS          | 580    | 600    | 660    | 740    | 820    |               |
| PER          | 18.3   | 30.5   | 48.6   | 31.8   | 25.6   |               |
| PBR          | 2.4    | 4.2    | 10.8   | 8.3    | 6.4    |               |
| EV/EBITDA    | 10.2   | 17.0   | 33.6   | 23.8   | 18.5   |               |
| PSR          | 1.0    | 1.8    | 4.4    | 3.7    | 3.0    |               |

| 재무비율          |       |       |       |       |       | (단위: 배, %, %) |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|
| 결산 (12월)      | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |               |
| 매출액 증가율 (%)   | 7.6   | 9.1   | 25.8  | 20.6  | 23.4  |               |
| 영업이익 증가율 (%)  | 20.0  | 9.4   | 66.1  | 46.3  | 30.1  |               |
| 지배순이익 증가율 (%) | 15.9  | 20.1  | 98.9  | 52.5  | 24.4  |               |
| 매출총이익률 (%)    | 19.9  | 21.2  | 23.9  | 25.8  | 26.6  |               |
| 영업이익률 (%)     | 8.6   | 8.6   | 11.3  | 13.8  | 14.5  |               |
| 지배순이익률 (%)    | 5.2   | 5.8   | 9.1   | 11.5  | 11.6  |               |
| EBITDA 마진 (%) | 11.1  | 11.3  | 13.5  | 15.6  | 16.0  |               |
| ROIC          | 14.2  | 12.7  | 20.3  | 28.1  | 31.7  |               |
| ROA           | 5.8   | 6.1   | 10.6  | 13.8  | 14.3  |               |
| ROE           | 13.4  | 14.7  | 24.7  | 29.7  | 28.5  |               |
| 부채비율 (%)      | 137.3 | 131.5 | 120.6 | 103.4 | 91.2  |               |
| 순차입금/자기자본 (%) | 39.1  | 32.1  | 22.5  | 5.6   | -6.1  |               |
| 영업이익/금융비용 (배) | 8.9   | 8.2   | 13.0  | 18.8  | 24.3  |               |

# 산일전기 (062040): 낮아진 주가, 변하지 않은 성장성

## 전력기기



**손현정** 음식료/전력기기  
hyunjeong.son@yuantakorea.com  
**김고은** Research Assistant  
kosun2.kim@yuantakorea.com

|             |              |
|-------------|--------------|
| 투자의견        | BUY (M)      |
| 목표주가        | 360,000원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 169,800원     |
| 상승여력        | 112%         |

|             |                  |        |        |
|-------------|------------------|--------|--------|
| 시가총액        | 51,986억원         |        |        |
| 총발행주식수      | 30,615,850주      |        |        |
| 60일 평균 거래대금 | 1,146억원          |        |        |
| 60일 평균 거래량  | 460,488주         |        |        |
| 52주 고       | 333,500원         |        |        |
| 52주 저       | 91,300원          |        |        |
| 외인지분율       | 17.45%           |        |        |
| 주요주주        | 박동석 외 2 인 45.07% |        |        |
| 주가수익률(%)    | 1개월              | 3개월    | 12개월   |
| 절대          | (26.7)           | (1.8)  | 85.8   |
| 상대          | (12.5)           | (16.2) | (13.3) |
| 절대(달러환산)    | (25.8)           | (2.6)  | 70.2   |

## • 2Q26 Preview: 컨센서스 부합 전망

산일전기는 2Q26 매출액 1,602억원(YoY +24.9%), 영업이익 597억원(YoY +29.2%, OPM 37.3%)을 기록하며 컨센서스에 부합할 것으로 전망한다. 신재생·데이터센터향 특수변압기 매출 확대가 외형 성장을 견인하고, 30% 후반의 높은 이익률도 유지될 것으로 판단한다.

사업부별 매출액은 신재생/데이터센터 특수변압기 1,207억원(YoY +38.3%), 전력망 배전변압기 395억원(YoY +3.1%)으로 추정한다. 특수변압기는 미국 데이터센터와 신재생 프로젝트향 수요가 지속되며 성장세를 이어갈 전망이다. 전력망 배전변압기는 하반기부터 완만한 회복 흐름을 예상한다.

## • Bloom 이후 확대되는 수주 모멘텀

Bloom Energy향 수주는 단발성이 아니라 반복 수주 구조 진입으로 판단한다. 지난 4월 데이터센터 배전용 특수변압기 503억원 수주 이후 후속 수주가 추가로 확보된 것으로 파악되며, Project A/B 모두 1단계 물량만 반영된 만큼 2·3단계 후속 발주 가능성도 남아 있다. Bloom 레퍼런스는 향후 데이터센터·온사이트 발전향 고객 확장으로 이어질 수 있다.

CAPA 대응 여력도 충분하다. 기존 안산 1·2공장은 운영 효율화 시 최대 1조원 수준까지 대응 가능하며, 154kV 전용 공장은 2028년 본격 양산될 예정이다. 특수변압기 반복 수주와 154kV 제품군 확장이 더해지며 2027년 이후 신규수주 1조원대 진입 가능성이 높다고 판단한다. 최근 주가 조정에도 하반기 전력망 수요 회복, Bloom Energy향 후속 수주, 154kV 제품군 확장이라는 성장 축은 훼손되지 않았다. 투자의견 '매수', 목표주가 360,000원을 유지한다.

## Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액         | 334   | 502   | 693   | 885   | 1,057  |
| 매출액증가율      | na    | 50.3  | 38.1  | 27.6  | 19.5   |
| 영업이익        | 109   | 179   | 259   | 345   | 413    |
| 영업이익률       | 32.6  | 35.7  | 37.4  | 39.0  | 39.1   |
| 지배주주귀속이익    | 84    | 149   | 235   | 295   | 357    |
| 지배주주 귀속 EPS | 3,214 | 4,891 | 7,689 | 9,640 | 11,672 |
| 증가율         | na    | 52.2  | 57.2  | 25.4  | 21.1   |
| PER         | 15.7  | 19.4  | 22.1  | 17.6  | 14.5   |
| PBR         | 3.5   | 4.9   | 6.6   | 5.1   | 4.0    |
| EV/EBITDA   | 12.6  | 14.7  | 18.5  | 13.5  | 10.7   |
| ROA         | 17.0  | 25.4  | 29.5  | 28.0  | 26.4   |
| ROE         | 19.3  | 29.2  | 34.4  | 32.6  | 30.6   |

자료: 유안타증권 리서치센터

# 산일전기 실적 전망

## 산일전기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

|               |        | 1Q25   | 2Q25   | 3Q25   | 4Q25   | 1Q26   | 2Q26F   | 3Q26F  | 4Q26F   | 2025F  | 2026F  | 2027F   |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|---------|
| 매출액           |        | 98.8   | 128.3  | 132.7  | 142.1  | 150.3  | 160.2   | 187.7  | 195.3   | 502.0  | 693.4  | 884.5   |
| 전력망           |        | 45.0   | 38.3   | 26.2   | 53.8   | 39.3   | 39.5    | 47.2   | 64.1    | 163.3  | 190.0  | 251.0   |
|               | 미국     | 42.0   | 38.0   | 26.2   | 52.8   | 38.9   | 39.2    | 47.1   | 63.3    | 159.0  | 188.6  | 249.6   |
|               | 유럽, 기타 | 3.0    | 0.2    | 0.1    | 1.0    | 0.4    | 0.3     | 0.1    | 0.8     | 4.3    | 1.5    | 1.3     |
| 신재생<br>/데이터센터 |        | 50.0   | 87.3   | 101.7  | 82.8   | 106.7  | 120.7   | 140.5  | 131.1   | 321.8  | 499.0  | 633.6   |
|               | 미국     | 25.6   | 64.0   | 63.5   | 67.5   | 94.9   | 92.7    | 88.9   | 101.3   | 220.6  | 377.9  | 481.4   |
|               | 유럽, 기타 | 24.5   | 23.3   | 38.2   | 15.3   | 11.8   | 28.0    | 51.6   | 29.8    | 101.2  | 121.1  | 152.2   |
| 기타<br>(지역별)   |        | 3.8    | 2.7    | 4.8    | 5.5    | 4.3    | 2.1     | 3.9    | 4.4     | 16.8   | 14.8   | 16.3    |
| 내수            |        | 4.2    | 2.4    | 2.4    | 4.4    | 4.2    | 2.5     | 2.5    | 4.5     | 13.5   | 13.7   | 14.1    |
| 수출            |        | 94.6   | 125.8  | 130.3  | 137.7  | 146.1  | 157.7   | 185.2  | 190.8   | 488.5  | 679.7  | 870.4   |
|               | 미국     | 65.4   | 100.0  | 88.1   | 116.7  | 128.9  | 131.9   | 136.1  | 164.7   | 370.2  | 561.5  | 731.0   |
|               | 유럽     | 23.3   | 18.7   | 35.8   | 13.8   | 8.5    | 26.2    | 37.6   | 20.7    | 91.6   | 93.0   | 134.5   |
|               | 일본     | 1.4    | 3.1    | 3.8    | 2.9    | 4.7    | 4.1     | 6.0    | 6.0     | 11.2   | 20.8   | 40.0    |
| 기타            |        | 4.5    | 3.9    | 2.7    | 4.3    | 4.1    | -4.6    | 5.4    | -0.5    | 15.4   | 4.4    | -35.2   |
|               | 미국     | 3.0    | 2.5    | 2.0    | 3.0    | 2.8    | -3.0    | 4.0    | -0.5    | 10.0   | 3.0    | -25.0   |
|               | 유럽     | 1.0    | 1.0    | 0.5    | 1.0    | 1.0    | -1.0    | 1.0    | 0.0     | 5.0    | 1.0    | -10.0   |
|               | 일본     | 0.5    | 0.4    | 0.2    | 0.3    | 0.3    | -0.4    | 0.4    | 0.0     | 0.4    | 0.4    | -0.2    |
| % YoY         |        | 39.8%  | 70.5%  | 66.5%  | 31.1%  | 52.1%  | 24.9%   | 41.4%  | 37.4%   | 50.3%  | 38.1%  | 27.6%   |
| 전력망           |        | 98.1%  | 15.7%  | -28.5% | -10.9% | -12.7% | 3.1%    | 79.8%  | 19.2%   | 6.8%   | 16.4%  | 32.0%   |
|               | 미국     | 117.0% | 31.4%  | -25.6% | -5.9%  | -7.3%  | 3.0%    | 80.0%  | 20.0%   | 13.9%  | 18.6%  | 32.4%   |
|               | 유럽, 기타 | -10.5% | -94.9% | -96.4% | -76.3% | -88.1% | 25.0%   | 2.0%   | -20.4%  | -67.8% | -65.3% | -10.6%  |
| 신재생<br>/데이터센터 |        | 24.2%  | 142.8% | 158.4% | 130.3% | 113.3% | 38.3%   | 38.1%  | 58.3%   | 112.4% | 55.1%  | 27.0%   |
|               | 미국     | 12.8%  | 186.0% | 185.8% | 138.0% | 271.3% | 45.0%   | 40.0%  | 50.0%   | 207.3% | 71.3%  | 27.4%   |
|               | 유럽, 기타 | 38.9%  | 71.6%  | 122.9% | -51.4% | -51.9% | 20.0%   | 35.0%  | 95.0%   | 27.0%  | 19.6%  | 25.7%   |
| 기타<br>(지역별)   |        | -50.3% | -56.4% | 32.1%  | -54.1% | 13.1%  | -23.1%  | -17.7% | -20.0%  | -43.0% | -12.3% | 10.0%   |
| 내수            |        | -60.9% | -68.6% | -62.1% | -43.5% | -1.0%  | 3.5%    | 4.0%   | 2.0%    | -58.8% | 1.7%   | 3.1%    |
| 수출            |        | 58.3%  | 86.4%  | 77.5%  | 36.9%  | 54.5%  | 25.3%   | 42.1%  | 38.5%   | 62.1%  | 39.2%  | 28.1%   |
|               | 미국     | 55.8%  | 94.5%  | 53.4%  | 69.8%  | 96.9%  | 31.9%   | 54.4%  | 41.2%   | 68.6%  | 51.7%  | 30.2%   |
|               | 유럽     | 79.4%  | 41.0%  | 183.8% | -47.5% | -63.6% | 40.0%   | 5.0%   | 50.0%   | 40.7%  | 1.5%   | 44.6%   |
|               | 일본     | -54.3% | 174.2% | 123.8% | -7.2%  | 229.6% | 30.0%   | 60.0%  | 106.5%  | 24.0%  | 85.0%  | 92.6%   |
| 기타            |        | 171.3% | 140.8% | 62.1%  | 69.8%  | -9.9%  | -217.9% | 98.9%  | -112.4% | 106.1% | -71.5% | -898.5% |
|               | 미국     | 160.0% | 130.0% | 50.0%  | 60.0%  | -10.0% | -210.0% | 90.0%  | -100.0% | 100.0% | -60.0% | -800.0% |
|               | 유럽     | 110.0% | 110.0% | 110.0% | 110.0% | 110.0% | 110.0%  | 110.0% | 110.0%  | 110.0% | 110.0% | 110.0%  |
|               | 일본     | 110.0% | 110.0% | 110.0% | 110.0% | 110.0% | 110.0%  | 110.0% | 110.0%  | 110.0% | 110.0% | 110.0%  |
| % 매출비중        |        |        |        |        |        |        |         |        |         |        |        |         |
| 전력망           |        | 45.5%  | 29.8%  | 19.8%  | 37.9%  | 26.1%  | 24.6%   | 25.1%  | 32.9%   | 32.5%  | 27.4%  | 28.4%   |
|               | 미국     | 42.5%  | 29.7%  | 19.7%  | 37.1%  | 25.9%  | 24.5%   | 25.1%  | 32.4%   | 31.7%  | 27.2%  | 28.2%   |
|               | 유럽, 기타 | 3.0%   | 0.2%   | 0.0%   | 0.7%   | 0.2%   | 0.2%    | 0.0%   | 0.4%    | 0.9%   | 0.2%   | 0.2%    |
| 신재생<br>/데이터센터 |        | 50.6%  | 68.1%  | 76.6%  | 58.3%  | 71.0%  | 75.4%   | 74.9%  | 67.1%   | 64.1%  | 72.0%  | 71.6%   |
|               | 미국     | 25.9%  | 49.9%  | 47.9%  | 47.5%  | 63.2%  | 57.9%   | 47.4%  | 51.9%   | 43.9%  | 54.5%  | 54.4%   |
|               | 유럽, 기타 | 24.7%  | 18.2%  | 28.8%  | 10.7%  | 7.8%   | 17.5%   | 27.5%  | 15.3%   | 20.2%  | 17.5%  | 17.2%   |
| 기타<br>(지역별)   |        | 3.9%   | 2.1%   | 3.6%   | 3.9%   | 2.9%   | 1.3%    | 2.1%   | 2.3%    | 3.4%   | 2.1%   | 1.8%    |
| 내수            |        | 4.3%   | 1.9%   | 1.8%   | 3.1%   | 2.8%   | 1.6%    | 1.3%   | 2.3%    | 2.7%   | 2.0%   | 1.6%    |
| 수출            |        | 95.7%  | 98.1%  | 98.2%  | 96.9%  | 97.2%  | 98.4%   | 98.7%  | 97.7%   | 97.3%  | 98.0%  | 98.4%   |
|               | 미국     | 69.2%  | 79.5%  | 67.6%  | 84.7%  | 88.2%  | 83.7%   | 73.5%  | 86.3%   | 75.8%  | 82.6%  | 84.0%   |
|               | 유럽     | 24.6%  | 14.9%  | 27.5%  | 10.0%  | 5.8%   | 16.6%   | 20.3%  | 10.8%   | 18.8%  | 13.7%  | 15.5%   |
|               | 일본     | 1.5%   | 2.5%   | 2.9%   | 2.1%   | 3.2%   | 2.6%    | 3.3%   | 3.1%    | 2.3%   | 3.1%   | 4.6%    |
| 기타            |        | 4.8%   | 3.1%   | 2.1%   | 3.1%   | 2.8%   | -2.9%   | 2.9%   | -0.3%   | 3.2%   | 0.6%   | -4.0%   |
|               | 미국     | 3.0%   | 2.5%   | 2.0%   | 3.0%   | 2.8%   | -3.0%   | 4.0%   | -0.5%   | 10.0%  | 3.0%   | -25.0%  |
|               | 유럽     | 1.0%   | 1.0%   | 0.5%   | 1.0%   | 1.0%   | -1.0%   | 1.0%   | 0.0%    | 5.0%   | 1.0%   | -10.0%  |
|               | 일본     | 0.5%   | 0.4%   | 0.2%   | 0.3%   | 0.3%   | -0.4%   | 0.4%   | 0.0%    | 0.4%   | 0.4%   | -0.2%   |
| 영업이익          |        | 37.5   | 46.2   | 42.6   | 52.4   | 55.5   | 59.7    | 71.7   | 72.3    | 178.6  | 259.1  | 344.8   |
| % YoY         |        | 61.4%  | 88.5%  | 53.1%  | 55.4%  | 47.9%  | 29.2%   | 68.5%  | 38.0%   | 63.5%  | 45.1%  | 33.1%   |
| % 영업이익률       |        | 38.0%  | 36.0%  | 32.1%  | 36.8%  | 36.9%  | 37.3%   | 38.2%  | 37.0%   | 35.6%  | 37.4%  | 39.0%   |

자료: 유안타증권 리서치센터

산일전기(062040) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서       |       |       |       |       |       | (단위: 십억원) |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |           |
| 매출액         | 334   | 502   | 693   | 885   | 1,057 |           |
| 매출원가        | 190   | 268   | 367   | 456   | 544   |           |
| 매출총이익       | 144   | 234   | 327   | 429   | 513   |           |
| 판매비         | 34    | 55    | 68    | 84    | 100   |           |
| 영업이익        | 109   | 179   | 259   | 345   | 413   |           |
| EBITDA      | 112   | 183   | 264   | 349   | 417   |           |
| 영업외손익       | -4    | 12    | 15    | 19    | 25    |           |
| 외환관련손익      | 11    | -1    | 2     | 2     | 2     |           |
| 이자손익        | 0     | 5     | 7     | 11    | 17    |           |
| 관계기업관련손익    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 기타          | -15   | 8     | 6     | 6     | 6     |           |
| 법인세비용차감전순손익 | 105   | 191   | 274   | 364   | 437   |           |
| 법인세비용       | 22    | 42    | 39    | 69    | 80    |           |
| 계속사업순손익     | 84    | 149   | 235   | 295   | 357   |           |
| 중단사업순손익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 당기순이익       | 84    | 149   | 235   | 295   | 357   |           |
| 지배지분순이익     | 84    | 149   | 235   | 295   | 357   |           |
| 포괄순이익       | 83    | 149   | 235   | 295   | 357   |           |
| 지배지분포괄이익    | 83    | 149   | 235   | 295   | 357   |           |

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       | 16    | 115   | 159   | 219   | 289   |           |
| 당기순이익           | 84    | 149   | 235   | 295   | 357   |           |
| 감가상각비           | 3     | 4     | 4     | 4     | 4     |           |
| 외환손익            | -6    | 3     | -2    | -2    | -2    |           |
| 중속,관계기업관련손익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 자산부채의 증감        | -86   | -69   | -92   | -92   | -85   |           |
| 기타현금흐름          | 21    | 29    | 14    | 14    | 14    |           |
| 투자활동 현금흐름       | -173  | -54   | -40   | -40   | -18   |           |
| 투자자산            | -33   | -55   | 0     | 0     | 0     |           |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -90   | -15   | -25   | -25   | -5    |           |
| 유형자산 감소         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 기타현금흐름          | -51   | 16    | -15   | -15   | -13   |           |
| 재무활동 현금흐름       | 198   | -13   | -30   | -44   | -62   |           |
| 단기차입금           | 11    | -8    | 1     | 1     | 1     |           |
| 사채 및 장기차입금      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 자본              | 245   | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 현금배당            | -5    | -13   | -38   | -52   | -70   |           |
| 기타현금흐름          | -54   | 8     | 8     | 8     | 8     |           |
| 연결범위변동 등 기타     | 0     | -1    | 28    | 15    | 23    |           |
| 현금의 증감          | 41    | 47    | 117   | 151   | 231   |           |
| 기초 현금           | 21    | 62    | 109   | 226   | 377   |           |
| 기말 현금           | 62    | 109   | 226   | 377   | 608   |           |
| NOPLAT          | 109   | 179   | 259   | 345   | 413   |           |
| FCF             | -74   | 100   | 134   | 194   | 284   |           |

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         | 305   | 437   | 657   | 910   | 1,235 |           |
| 현금및현금성자산     | 62    | 109   | 226   | 377   | 608   |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 96    | 137   | 186   | 238   | 284   |           |
| 재고자산         | 60    | 91    | 126   | 161   | 193   |           |
| 비유동자산        | 187   | 245   | 259   | 285   | 280   |           |
| 유형자산         | 168   | 179   | 200   | 221   | 221   |           |
| 관계기업등 지분관련자산 | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 기타투자자산       | 12    | 42    | 42    | 42    | 42    |           |
| 자산총계         | 493   | 682   | 916   | 1,195 | 1,515 |           |
| 유동부채         | 53    | 90    | 125   | 159   | 190   |           |
| 매입채무 및 기타채무  | 17    | 51    | 70    | 90    | 107   |           |
| 단기차입금        | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     |           |
| 유동성장기부채      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 비유동부채        | 6     | 6     | 8     | 10    | 12    |           |
| 장기차입금        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 사채           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 부채총계         | 58    | 96    | 133   | 169   | 202   |           |
| 자배지분         | 434   | 585   | 783   | 1,026 | 1,313 |           |
| 자본금          | 15    | 15    | 15    | 15    | 15    |           |
| 자본잉여금        | 230   | 230   | 230   | 230   | 230   |           |
| 이익잉여금        | 148   | 284   | 481   | 725   | 1,012 |           |
| 비지배지분        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 자본총계         | 434   | 585   | 783   | 1,026 | 1,313 |           |
| 순차입금         | -130  | -198  | -328  | -492  | -735  |           |
| 총차입금         | 11    | 3     | 4     | 4     | 5     |           |

| Valuation 지표 |        |        |        |        |        | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| 결산 (12월)     | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |               |
| EPS          | 3,214  | 4,891  | 7,689  | 9,640  | 11,672 |               |
| BPS          | 14,553 | 19,269 | 25,621 | 33,581 | 42,979 |               |
| EBITDAPS     | 4,302  | 6,013  | 8,613  | 11,407 | 13,632 |               |
| SPS          | 12,828 | 16,487 | 22,660 | 28,891 | 34,524 |               |
| DPS          | 420    | 1,250  | 1,700  | 2,300  | 3,000  |               |
| PER          | 15.7   | 19.4   | 22.1   | 17.6   | 14.5   |               |
| PBR          | 3.5    | 4.9    | 6.6    | 5.1    | 4.0    |               |
| EV/EBITDA    | 12.6   | 14.7   | 18.5   | 13.5   | 10.7   |               |
| PSR          | 3.9    | 5.8    | 7.5    | 5.9    | 4.9    |               |

| 재무비율          |       |          |          |          |          | (단위: 배, %) |
|---------------|-------|----------|----------|----------|----------|------------|
| 결산 (12월)      | 2024A | 2025A    | 2026F    | 2027F    | 2028F    |            |
| 매출액 증가율 (%)   | 0.0   | 50.3     | 38.1     | 27.6     | 19.5     |            |
| 영업이익 증가율 (%)  | na    | 63.5     | 45.1     | 33.1     | 19.7     |            |
| 지배순이익 증가율 (%) | na    | 78.0     | 58.0     | 25.4     | 21.1     |            |
| 매출총이익률 (%)    | 43.0  | 46.6     | 47.1     | 48.5     | 48.6     |            |
| 영업이익률 (%)     | 32.7  | 35.6     | 37.4     | 39.0     | 39.1     |            |
| 지배순이익률 (%)    | 25.1  | 29.7     | 33.9     | 33.4     | 33.8     |            |
| EBITDA 마진 (%) | 33.5  | 36.5     | 38.0     | 39.5     | 39.5     |            |
| ROIC          | 29.9  | 45.0     | 62.2     | 62.0     | 67.5     |            |
| ROA           | 17.0  | 25.4     | 29.5     | 28.0     | 26.4     |            |
| ROE           | 19.3  | 29.2     | 34.4     | 32.6     | 30.6     |            |
| 부채비율 (%)      | 13.5  | 16.5     | 17.0     | 16.5     | 15.4     |            |
| 순차입금/자기자본 (%) | -30.0 | -33.8    | -42.0    | -48.0    | -56.0    |            |
| 영업이익/금융비용 (배) | 54.9  | 18,239.1 | 56,973.1 | 61,951.6 | 63,222.8 |            |

# HD현대일렉트릭 (267260): 성장 축 확장, 실적 가시성 유효

## 전력기기



**손현정** 음식료/전력기기  
hyunjeong.son@yuantakorea.com

**김고은** Research Assistant  
kosun2.kim@yuantakorea.com

|             |                |
|-------------|----------------|
| 투자 의견       | BUY (M)        |
| 목표주가        | 1,450,000원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 788,000원       |
| 상승여력        | 84%            |

|             |                        |
|-------------|------------------------|
| 시가총액        | 284,051억원              |
| 총발행주식수      | 36,047,135주            |
| 60일 평균 거래대금 | 2,159억원                |
| 60일 평균 거래량  | 197,805주               |
| 52주 고       | 1,420,000원             |
| 52주 저       | 442,500원               |
| 외인지분율       | 34.41%                 |
| 주요주주        | 에이치디현대 외 4 인<br>37.08% |
| 주가수익률(%)    | 1개월 3개월 12개월           |
| 절대          | (30.3) (21.7) 78.1     |
| 상대          | (16.8) (33.2) (16.9)   |
| 절대(달러환산)    | (29.4) (22.4) 63.1     |

## • 2Q26 Preview: 컨센서스 부합 전망

HD현대일렉트릭은 2Q26 매출액 1조 1,077억원(YoY +22.2%), 영업이익 2,903억원(YoY +38.8%, OPM 26.2%)으로 컨센서스에 부합할 것으로 전망한다. 사업부별 매출액은 전력기기 6,292억원(YoY +30.0%), 회전기기 1,621억원(YoY +11.0%), 배전기기 2,115억원(YoY +10.0%)으로 예상된다. 전력기기는 북미향 초고압 변압기 매출 확대와 고부가 제품 믹스가 실적 성장을 견인할 것으로 판단한다. 배전기기는 2Q26 실적 기여보다는 청주 배전캠퍼스 가동을 상순에 따른 중장기 외형 성장 기여도 확대에 주목할 필요가 있다. 이익률은 구조적으로 높은 수준을 유지할 전망이다. 분기별 물량 집중도에 따라 변동성은 발생할 수 있으나, 고단가 수주잔고의 매출 전환과 전력기기 중심의 제품 믹스를 감안할 때 2Q26에도 26%대 OPM 달성이 가능할 것으로 예상된다.

## • 실적보다 강해진 수주 가시성

최근 동사는 7/6 청주 배전캠퍼스 투어 및 사장 간담회를 통해 신규수주 확대에 대한 자신감을 나타냈다. 2026년 신규수주 가이던스를 기존 42.22억달러에서 51.85억달러로 22.8% 상향했다. 이는 단순 수요 호조가 아니라 한국과 앨라배마 공장의 인력 확보, 표준화 물량 증가, 반복 생산 비중 확대에 따른 생산 램프업 가시성이 높아졌기 때문으로 판단한다.

또한 지난 7/2 공시된 북미 빅테크향 1.1조원 규모 데이터센터 전력 인프라 계약도 주목할 필요가 있다. 제품 구성은 초고압 변압기와 배전 제품이 약 5:5 수준으로, 기존 초고압 중심의 수주 범위가 배전기기까지 확장되고 있음을 보여준다. 해당 물량은 2027년부터 매출 반영이 본격화되며, 2029년까지 실적 성장에 기여할 것으로 판단한다. 북미 빅테크향 패키지 수주 레퍼런스를 확보했다는 점에서도 긍정적이다.

결론적으로, 중요한 변화는 수주 가이던스 상향과 데이터센터 패키지 수주를 통해 2027~2028년 매출 성장 가시성이 높아졌다는 점이다. 고단가 수주잔고 기반의 실적 구조는 유지되고 있으며, 초고압 변압기에서 배전기기·회전기기까지 성장 축이 확장되고 있다. 투자 의견 '매수', 목표주가 1,450,000원을 유지한다.

## Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액         | 3,322  | 4,079  | 4,593  | 5,309  | 6,446  |
| 매출액증가율      | 22.9   | 22.8   | 12.6   | 15.6   | 21.4   |
| 영업이익        | 669    | 995    | 1,225  | 1,608  | 2,056  |
| 영업이익률       | 20.1   | 24.4   | 26.7   | 30.3   | 31.9   |
| 지배주주귀속순이익   | 502    | 733    | 1,009  | 1,275  | 1,659  |
| 지배주주 귀속 EPS | 13,914 | 20,324 | 28,004 | 35,373 | 46,035 |
| 증가율         | 93.5   | 46.1   | 37.8   | 26.3   | 30.1   |
| PER         | 18.6   | 25.1   | 28.1   | 22.3   | 17.1   |
| PBR         | 6.2    | 9.0    | 10.2   | 7.5    | 5.6    |
| EV/EBITDA   | 12.5   | 16.5   | 20.8   | 15.4   | 11.6   |
| ROA         | 15.0   | 17.1   | 19.0   | 19.5   | 20.1   |
| ROE         | 39.3   | 41.5   | 41.9   | 38.9   | 37.4   |

# HD현대일렉트릭 실적 전망

HD현대일렉트릭 실적 추이 및 전망

| (십억원)          | 1Q25           | 2Q25         | 3Q25         | 4Q25           | 1Q26           | 2Q26F          | 3Q26F          | 4Q26F          | 2025           | 2026F          | 2027F          |
|----------------|----------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>     | <b>1,014.7</b> | <b>906.2</b> | <b>995.4</b> | <b>1,163.2</b> | <b>1,036.5</b> | <b>1,107.7</b> | <b>1,161.1</b> | <b>1,287.3</b> | <b>4,079.5</b> | <b>4,592.6</b> | <b>5,308.8</b> |
| 전력기기           | 463.7          | 484.0        | 587.8        | 525.0          | 564.0          | 629.2          | 705.4          | 603.8          | 2,060.5        | 2,502.3        | 2,877.7        |
| 회전기기           | 166.8          | 146.0        | 143.4        | 132.5          | 184.8          | 162.1          | 160.6          | 148.4          | 588.7          | 655.9          | 731.9          |
| 배전기기           | 179.2          | 192.3        | 175.0        | 185.4          | 135.9          | 211.5          | 192.5          | 182.8          | 731.9          | 722.8          | 916.4          |
| 종속법인 및<br>연결조정 | 205.0          | 83.9         | 89.2         | 320.3          | 151.8          | 104.9          | 102.6          | 352.3          | 698.4          | 711.6          | 782.8          |
| <b>% YoY</b>   | <b>26.7%</b>   | <b>-1.2%</b> | <b>26.2%</b> | <b>42.6%</b>   | <b>2.2%</b>    | <b>22.2%</b>   | <b>16.6%</b>   | <b>10.7%</b>   | <b>22.8%</b>   | <b>12.6%</b>   | <b>15.6%</b>   |
| 전력기기           | 46.1%          | 28.2%        | 87.7%        | -9.6%          | 21.6%          | 30.0%          | 20.0%          | 15.0%          | 29.7%          | 21.4%          | 15.0%          |
| 회전기기           | 17.1%          | 4.2%         | 9.2%         | 7.5%           | 10.8%          | 11.0%          | 12.0%          | 12.0%          | 9.6%           | 11.4%          | 11.6%          |
| 배전기기           | -24.9%         | -24.4%       | 0.1%         | -7.3%          | -24.2%         | 10.0%          | 10.0%          | -1.4%          | -15.7%         | -1.2%          | 26.8%          |
| 종속법인<br>및 연결조정 | 99.8%          | -42.1%       | -47.3%       | 흑전             | -25.9%         | 25.0%          | 15.0%          | 10.0%          | 112.5%         | 1.9%           | 10.0%          |
| <b>% 매출비중</b>  |                |              |              |                |                |                |                |                |                |                |                |
| 전력기기           | 45.7%          | 53.4%        | 59.0%        | 45.1%          | 54.4%          | 56.8%          | 60.8%          | 46.9%          | 50.5%          | 54.5%          | 54.2%          |
| 회전기기           | 16.4%          | 16.1%        | 14.4%        | 11.4%          | 17.8%          | 14.6%          | 13.8%          | 11.5%          | 14.4%          | 14.3%          | 13.8%          |
| 배전기기           | 17.7%          | 21.2%        | 17.6%        | 15.9%          | 13.1%          | 19.1%          | 16.6%          | 14.2%          | 17.9%          | 15.7%          | 17.3%          |
| 종속법인 및<br>연결조정 | 20.2%          | 9.3%         | 9.0%         | 27.5%          | 14.6%          | 9.5%           | 8.8%           | 27.4%          | 17.1%          | 15.5%          | 14.7%          |
| <b>영업이익</b>    | <b>218.2</b>   | <b>209.1</b> | <b>247.1</b> | <b>320.9</b>   | <b>258.3</b>   | <b>290.3</b>   | <b>315.0</b>   | <b>361.1</b>   | <b>995.3</b>   | <b>1,224.7</b> | <b>1,608.4</b> |
| <b>% YoY</b>   | <b>69.4%</b>   | <b>-0.4%</b> | <b>50.8%</b> | <b>93.0%</b>   | <b>18.4%</b>   | <b>38.8%</b>   | <b>27.5%</b>   | <b>12.5%</b>   | <b>48.8%</b>   | <b>23.1%</b>   | <b>31.3%</b>   |
| <b>% OPM</b>   | <b>21.5%</b>   | <b>23.1%</b> | <b>24.8%</b> | <b>27.6%</b>   | <b>24.9%</b>   | <b>26.2%</b>   | <b>27.1%</b>   | <b>28.0%</b>   | <b>24.4%</b>   | <b>26.7%</b>   | <b>30.3%</b>   |

자료: 유안타증권 리서치센터

HD현대일렉트릭(267260) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서       |       |       |       |       |       | (단위: 십억원) |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |           |
| 매출액         | 3,322 | 4,079 | 4,593 | 5,309 | 6,446 |           |
| 매출원가        | 2,278 | 2,687 | 2,934 | 3,189 | 3,733 |           |
| 매출총이익       | 1,045 | 1,393 | 1,659 | 2,119 | 2,713 |           |
| 판매비         | 376   | 398   | 434   | 511   | 657   |           |
| 영업이익        | 669   | 995   | 1,225 | 1,608 | 2,056 |           |
| EBITDA      | 734   | 1,069 | 1,300 | 1,695 | 2,134 |           |
| 영업외손익       | -19   | -39   | 53    | 38    | 80    |           |
| 외환관련손익      | 85    | -30   | 50    | 20    | 20    |           |
| 이자손익        | -16   | 8     | 28    | 53    | 90    |           |
| 관계기업관련손익    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 기타          | -88   | -17   | -25   | -35   | -30   |           |
| 법인세비용차감전순손익 | 650   | 956   | 1,278 | 1,646 | 2,136 |           |
| 법인세비용       | 152   | 225   | 269   | 373   | 478   |           |
| 계속사업순손익     | 498   | 732   | 1,008 | 1,274 | 1,658 |           |
| 중단사업순손익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 당기순이익       | 498   | 732   | 1,008 | 1,274 | 1,658 |           |
| 지배지분순이익     | 502   | 733   | 1,009 | 1,275 | 1,659 |           |
| 포괄순이익       | 522   | 748   | 1,038 | 1,276 | 1,660 |           |
| 지배지분포괄이익    | 526   | 748   | 1,038 | 1,276 | 1,660 |           |

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

| 현금흐름표           |       |       |       |       |       | (단위: 십억원) |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 결산 (12월)        | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |           |
| 영업활동 현금흐름       | 1,034 | 960   | 1,107 | 1,334 | 1,544 |           |
| 당기순이익           | 498   | 732   | 1,008 | 1,274 | 1,658 |           |
| 감가상각비           | 57    | 65    | 68    | 80    | 72    |           |
| 외환손익            | 0     | 0     | -50   | -20   | -20   |           |
| 중속, 관계기업관련손익    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 자산부채의 증감        | 361   | 193   | 57    | -23   | -188  |           |
| 기타현금흐름          | 117   | -31   | 24    | 24    | 23    |           |
| 투자활동 현금흐름       | -143  | -226  | -126  | -204  | -20   |           |
| 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    | -7    | -9    |           |
| 재무활동 현금흐름       | -518  | -350  | -275  | -302  | -318  |           |
| 단기차입금           | -274  | -28   | 4     | 6     | 9     |           |
| 사채 및 장기차입금      | -71   | -98   | 5     | -10   | 0     |           |
| 자본              | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 현금배당            | -76   | -221  | -281  | -295  | -324  |           |
| 기타현금흐름          | -97   | -3    | -3    | -3    | -3    |           |
| 연결범위변동 등 기타     | 21    | -3    | -11   | 45    | 243   |           |
| 현금의 증감          | 394   | 381   | 696   | 872   | 1,449 |           |
| 기초 현금           | 176   | 570   | 951   | 1,647 | 2,519 |           |
| 기말 현금           | 570   | 951   | 1,647 | 2,519 | 3,968 |           |
| NOPLAT          | 669   | 995   | 1,225 | 1,608 | 2,056 |           |
| FCF             | 912   | 726   | 987   | 1,137 | 1,534 |           |

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

자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

| 재무상태표        |       |       |        |        |        | (단위: 십억원) |
|--------------|-------|-------|--------|--------|--------|-----------|
| 결산 (12월)     | 2024A | 2025A | 2026F  | 2027F  | 2028F  |           |
| 유동자산         | 2,764 | 3,426 | 4,432  | 5,739  | 7,878  |           |
| 현금및현금성자산     | 570   | 951   | 1,647  | 2,519  | 3,968  |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 831   | 772   | 868    | 1,003  | 1,218  |           |
| 채고자산         | 1,081 | 1,267 | 1,426  | 1,648  | 2,001  |           |
| 비유동자산        | 1,032 | 1,344 | 1,414  | 1,517  | 1,409  |           |
| 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 | 5,846  | 7,255  | 9,287  |           |
| 유동부채         | 2,001 | 2,549 | 2,852  | 3,275  | 3,947  |           |
| 매입채무 및 기타채무  | 501   | 608   | 684    | 791    | 961    |           |
| 단기차입금        | 20    | 19    | 19     | 19     | 19     |           |
| 유동성장기부채      | 107   | 120   | 120    | 120    | 120    |           |
| 비유동부채        | 287   | 188   | 204    | 209    | 233    |           |
| 장기차입금        | 30    | 0     | 0      | 0      | 0      |           |
| 사채           | 137   | 47    | 62     | 67     | 72     |           |
| 부채총계         | 2,288 | 2,737 | 3,055  | 3,484  | 4,179  |           |
| 자배지분         | 1,502 | 2,029 | 2,787  | 3,770  | 5,108  |           |
| 자본금          | 180   | 180   | 180    | 180    | 180    |           |
| 자본잉여금        | 402   | 402   | 402    | 402    | 402    |           |
| 이익잉여금        | 816   | 1,323 | 2,051  | 3,031  | 4,367  |           |
| 비지배지분        | 6     | 4     | 3      | 2      | 0      |           |
| 자본총계         | 1,508 | 2,033 | 2,790  | 3,772  | 5,108  |           |
| 순차입금         | -204  | -700  | -1,390 | -2,271 | -3,717 |           |
| 총차입금         | 400   | 274   | 283    | 279    | 288    |           |

| Valuation 지표 |        |         |         |         |         | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------------|
| 결산 (12월)     | 2024A  | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |               |
| EPS          | 13,914 | 20,324  | 28,004  | 35,373  | 46,035  |               |
| BPS          | 41,725 | 56,366  | 77,438  | 104,739 | 141,917 |               |
| EBITDAPS     | 20,368 | 29,656  | 36,065  | 47,029  | 59,204  |               |
| SPS          | 92,167 | 113,171 | 127,404 | 147,274 | 178,826 |               |
| DPS          | 5,350  | 7,100   | 8,100   | 8,700   | 9,500   |               |
| PER          | 18.6   | 25.1    | 28.1    | 22.3    | 17.1    |               |
| PBR          | 6.2    | 9.0     | 10.2    | 7.5     | 5.6     |               |
| EV/EBITDA    | 12.5   | 16.5    | 20.8    | 15.4    | 11.6    |               |
| PSR          | 2.8    | 4.5     | 6.2     | 5.4     | 4.4     |               |

| 재무비율          |       |       |       |       |       | (단위: 배, %, %) |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|
| 결산 (12월)      | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |               |
| 매출액 증가율 (%)   | 22.9  | 22.8  | 12.6  | 15.6  | 21.4  |               |
| 영업이익 증가율 (%)  | 112.2 | 48.8  | 23.1  | 31.3  | 27.9  |               |
| 지배순이익 증가율 (%) | 93.5  | 46.1  | 37.8  | 26.3  | 30.1  |               |
| 매출총이익률 (%)    | 31.4  | 34.1  | 36.1  | 39.9  | 42.1  |               |
| 영업이익률 (%)     | 20.1  | 24.4  | 26.7  | 30.3  | 31.9  |               |
| 지배순이익률 (%)    | 15.1  | 18.0  | 22.0  | 24.0  | 25.7  |               |
| EBITDA 마진 (%) | 22.1  | 26.2  | 28.3  | 31.9  | 33.1  |               |
| ROIC          | 40.1  | 68.5  | 86.1  | 104.8 | 131.2 |               |
| ROA           | 15.0  | 17.1  | 19.0  | 19.5  | 20.1  |               |
| ROE           | 39.3  | 41.5  | 41.9  | 38.9  | 37.4  |               |
| 부채비율 (%)      | 151.8 | 134.6 | 109.5 | 92.4  | 81.8  |               |
| 순차입금/자기자본 (%) | -13.6 | -34.5 | -49.9 | -60.2 | -72.8 |               |
| 영업이익/금융비용 (배) | 22.6  | 59.3  | 88.3  | 115.0 | 145.8 |               |

# 일진전기 (103590): 이익 구조는 견조, 눈높이는 조정

## 전력기기



**손현정** 음식료/전력기기  
hyunjeong.son@yuantakorea.com  
**김고은** Research Assistant  
kosun2.kim@yuantakorea.com

|             |              |
|-------------|--------------|
| 투자 의견       | BUY (M)      |
| 목표주가        | 125,000원 (D) |
| 현재주가 (7/13) | 61,000원      |
| 상승여력        | 105%         |

|             |                    |        |        |
|-------------|--------------------|--------|--------|
| 시가총액        | 29,088억원           |        |        |
| 총발행주식수      | 47,685,390주        |        |        |
| 60일 평균 거래대금 | 579억원              |        |        |
| 60일 평균 거래량  | 560,246주           |        |        |
| 52주 고       | 144,100원           |        |        |
| 52주 저       | 33,900원            |        |        |
| 외인지분율       | 10.44%             |        |        |
| 주요주주        | 일진홀딩스 외 2 인 43.79% |        |        |
| 주가수익률(%)    | 1개월                | 3개월    | 12개월   |
| 절대          | (25.4)             | (26.5) | 59.7   |
| 상대          | (11.0)             | (37.3) | (25.5) |
| 절대(달러환산)    | (24.5)             | (27.1) | 46.3   |

## • 2Q26 Preview: 컨센서스 부합 전망

일진전기는 2Q26 매출액 5,755억원(YoY +10.1%), 영업이익 529억원(YoY +40.6%, OPM 9.2%)을 기록하며 컨센서스에 부합할 것으로 전망한다. 중전기 부문의 고수익 프로젝트 매출 반영이 이어지며 전사 이익 성장을 견인할 것으로 판단한다.

사업부별로는 중전기 매출액 1,652억원(YoY +25.0%), 영업이익 406억원(YoY +42.0%, OPM 24.6%)을 예상한다. 전선은 매출액 4,093억원(YoY +5.0%), 영업이익 96억원(YoY -5.0%, OPM 2.4%)으로 추정한다. 매출 비중은 여전히 전선이 높지만, 영업이익 기여도는 중전기 중심으로 재편되고 있다.

## • 중전기 중심 이익 구조는 유지

핵심은 중전기 수익성이다. 북미향 고마진 변압기 수주잔고가 매출로 전환되며 중전기 부문은 20% 중반의 OPM을 유지할 전망이다. 전선 부문은 수익성 변동성이 존재하나, 중전기 이익 비중 확대가 전사 이익률을 지지할 것으로 판단한다.

다만 목표주가는 125,000원으로 하향 조정한다. 2Q26 실적은 컨센서스에 부합하고 중전기 중심의 이익 구조 개선은 유효하나, 전선 부문 수익성 눈높이와 최근 전력기기 업종 밸류에이션 조정을 반영했다. 현재 주가는 2027F 기준 15배 수준까지 낮아져 밸류에이션 부담은 크게 완화됐다. 국내 전력망 투자 확대와 북미 변압기 수주잔고 매출 전환을 감안하면 중장기 이익 성장 방향성은 유효하다. 투자 의견 '매수'를 유지한다.

## Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 1,577 | 2,045 | 2,295 | 2,521 | 2,803 |
| 매출액증가율      | 26.5  | 29.6  | 12.3  | 9.8   | 11.2  |
| 영업이익        | 80    | 151   | 208   | 253   | 302   |
| 영업이익률       | 5.1   | 7.4   | 9.1   | 10.0  | 10.8  |
| 지배주주귀속순이익   | 46    | 104   | 142   | 189   | 227   |
| 지배주주 귀속 EPS | 992   | 2,179 | 2,982 | 3,963 | 4,757 |
| 증가율         | 13.9  | 119.7 | 36.9  | 32.9  | 20.0  |
| PER         | 21.1  | 17.2  | 20.5  | 15.4  | 12.8  |
| PBR         | 2.0   | 3.0   | 4.1   | 3.4   | 2.8   |
| EV/EBITDA   | 10.7  | 10.4  | 12.1  | 9.5   | 7.5   |
| ROA         | 4.2   | 7.5   | 8.7   | 10.1  | 10.6  |
| ROE         | 10.6  | 19.1  | 22.0  | 24.2  | 23.9  |

자료: 유안타증권 리서치센터

# 일진전기 실적 전망

## 일진전기 실적 추이 및 전망

| (십억원) |                  | 1Q25   | 2Q25   | 3Q25   | 4Q25    | 1Q26  | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2025    | 2026F   | 2027F   |
|-------|------------------|--------|--------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 매출액   | 전체               | 457.4  | 522.8  | 450.2  | 614.2   | 506.1 | 575.5 | 544.3 | 669.2 | 2,044.6 | 2,295.1 | 2,520.9 |
|       | 중전기              | 75.2   | 132.2  | 111.5  | 162.2   | 120.7 | 165.2 | 161.7 | 194.6 | 481.1   | 642.3   | 786.5   |
|       | 전선               | 381.5  | 389.8  | 337.7  | 450.9   | 384.7 | 409.3 | 381.6 | 473.4 | 1,559.9 | 1,649.0 | 1,730.2 |
|       | 기타 및<br>연결조정     | 0.8    | 0.8    | 0.9    | 1.1     | 0.7   | 1.0   | 0.9   | 1.1   | 3.6     | 3.8     | 4.2     |
| % YoY | 전체               | 34.0%  | 20.5%  | 35.8%  | 30.4%   | 10.6% | 10.1% | 20.9% | 9.0%  | 29.6%   | 12.3%   | 9.8%    |
|       | 중전기              | 31.6%  | 137.8% | 121.2% | 73.0%   | 60.6% | 25.0% | 45.0% | 20.0% | 87.3%   | 33.5%   | 22.5%   |
|       | 전선               | 34.7%  | 3.3%   | 20.6%  | 19.9%   | 0.8%  | 5.0%  | 13.0% | 5.0%  | 18.5%   | 5.7%    | 4.9%    |
| 영업이익  | 전체               | 34.0   | 37.6   | 35.3   | 44.2    | 50.8  | 52.9  | 49.5  | 55.2  | 151.2   | 208.3   | 253.4   |
|       | 중전기<br>(연결조정 포함) | 16.1   | 28.6   | 18.8   | 44.8    | 29.2  | 40.6  | 29.2  | 56.0  | 108.3   | 154.9   | 193.6   |
|       | 전선               | 17.7   | 10.2   | 16.5   | -0.1    | 21.1  | 9.6   | 17.8  | 2.0   | 44.2    | 50.5    | 58.4    |
|       | 기타               | 0.3    | -0.5   | 0.1    | -0.4    | 0.5   | 2.7   | 2.5   | -2.8  | -0.6    | 2.8     | 1.4     |
| YoY   | 전체               | 86.4%  | 53.4%  | 140.7% | 98.6%   | 49.1% | 40.6% | 39.9% | 24.8% | 89.6%   | 43.9%   | 20.6%   |
|       | 중전기<br>(연결조정 포함) | 54.5%  | 154.5% | 171.5% | 300.8%  | 81.7% | 42.0% | 55.0% | 25.0% | 179.7%  | 43.1%   | 24.9%   |
|       | 전선               | 122.8% | -32.1% | 171.7% | -101.0% | 19.5% | -5.0% | 8.0%  | 흑전    | 8.2%    | 14.4%   | 15.6%   |
| OPM   | 전체               | 7.4%   | 7.2%   | 7.9%   | 7.2%    | 10.0% | 9.2%  | 9.1%  | 8.3%  | 7.4%    | 9.1%    | 10.1%   |
|       | 중전기<br>(연결조정 포함) | 21.4%  | 21.6%  | 16.9%  | 27.6%   | 24.2% | 24.6% | 18.0% | 28.8% | 22.5%   | 24.1%   | 24.6%   |
|       | 전선               | 4.6%   | 2.6%   | 4.9%   | 0.0%    | 5.5%  | 2.4%  | 4.7%  | 0.4%  | 2.8%    | 3.1%    | 3.4%    |
| 당기순이익 | 전체               | 22.9   | 26.3   | 27.6   | 27.2    | 35.9  | 34.9  | 30.0  | 41.4  | 103.9   | 142.2   | 189.0   |
|       | YoY              | 81.2%  | 57.8%  | 256.9% | 195.8%  | 57.0% | 32.8% | 8.7%  | 52.4% | 124.9%  | 36.9%   | 32.9%   |
|       | NPM (%)          | 5.0%   | 5.0%   | 6.1%   | 4.4%    | 7.1%  | 6.1%  | 5.5%  | 6.2%  | 5.1%    | 6.2%    | 7.5%    |

일진전기(062040) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서       |       |       |       |       |       | (단위: 십억원) |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |           |
| 매출액         | 1,577 | 2,045 | 2,295 | 2,521 | 2,803 |           |
| 매출원가        | 1,422 | 1,764 | 1,938 | 2,101 | 2,314 |           |
| 매출총이익       | 156   | 280   | 357   | 420   | 489   |           |
| 판매비         | 76    | 129   | 148   | 167   | 187   |           |
| 영업이익        | 80    | 151   | 208   | 253   | 302   |           |
| EBITDA      | 93    | 168   | 224   | 268   | 315   |           |
| 영업외손익       | -16   | -9    | -18   | 4     | 6     |           |
| 외환관련손익      | 11    | -5    | 1     | 10    | 10    |           |
| 이자손익        | -5    | -3    | -2    | -1    | 1     |           |
| 관계기업관련손익    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 기타          | -21   | 0     | -17   | -5    | -5    |           |
| 법인세비용차감전순손익 | 64    | 142   | 190   | 257   | 308   |           |
| 법인세비용       | 18    | 39    | 48    | 68    | 81    |           |
| 계속사업순손익     | 46    | 104   | 142   | 189   | 227   |           |
| 중단사업순손익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 당기순이익       | 46    | 104   | 142   | 189   | 227   |           |
| 지배지분순이익     | 46    | 104   | 142   | 189   | 227   |           |
| 포괄순이익       | 44    | 101   | 140   | 186   | 224   |           |
| 지배지분포괄이익    | 44    | 101   | 140   | 186   | 224   |           |

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    | 160   | 191   | 210   |           |
| 당기순이익           | 46    | 104   | 142   | 189   | 227   |           |
| 감가상각비           | 13    | 16    | 15    | 14    | 13    |           |
| 외환손익            | -8    | 0     | -1    | -10   | -10   |           |
| 충족,관계기업관련손익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 자산부채의 증감        | 17    | -104  | -28   | -24   | -33   |           |
| 기타현금흐름          | 37    | 70    | 32    | 22    | 13    |           |
| 투자활동 현금흐름       | -69   | -35   | -13   | -12   | -14   |           |
| 투자자산            | 0     | -2    | -1    | 0     | -1    |           |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -69   | -25   | 0     | 0     | 0     |           |
| 유형자산 감소         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 기타현금흐름          | 1     | -9    | -12   | -12   | -13   |           |
| 재무활동 현금흐름       | 46    | -53   | -29   | -29   | -28   |           |
| 단기차입금           | -5    | 66    | 7     | 7     | 8     |           |
| 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    | 33    | 21    | 31    |           |
| 현금의 증감          | 83    | -2    | 152   | 171   | 199   |           |
| 기초 현금           | 57    | 140   | 138   | 289   | 460   |           |
| 기말 현금           | 140   | 138   | 289   | 460   | 658   |           |
| NOPLAT          | 80    | 151   | 208   | 253   | 302   |           |
| FCF             | 36    | 62    | 160   | 191   | 210   |           |

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         | 702   | 967   | 1,202 | 1,463 | 1,773 |           |
| 현금및현금성자산     | 140   | 138   | 289   | 460   | 658   |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 248   | 395   | 425   | 466   | 519   |           |
| 재고자산         | 245   | 336   | 377   | 414   | 460   |           |
| 비유동자산        | 547   | 559   | 543   | 529   | 517   |           |
| 유형자산         | 437   | 442   | 427   | 413   | 401   |           |
| 관계기업등 지분관련자산 | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 기타투자자산       | 9     | 15    | 15    | 16    | 16    |           |
| 자산총계         | 1,249 | 1,526 | 1,745 | 1,992 | 2,290 |           |
| 유동부채         | 607   | 835   | 928   | 1,012 | 1,117 |           |
| 매입채무 및 기타채무  | 270   | 369   | 415   | 455   | 506   |           |
| 단기차입금        | 22    | 52    | 52    | 52    | 52    |           |
| 유동성장기부채      | 56    | 20    | 20    | 20    | 20    |           |
| 비유동부채        | 142   | 103   | 113   | 122   | 134   |           |
| 장기차입금        | 64    | 18    | 18    | 18    | 18    |           |
| 사채           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 부채총계         | 749   | 937   | 1,041 | 1,135 | 1,251 |           |
| 자배지분         | 500   | 589   | 704   | 857   | 1,039 |           |
| 자본금          | 48    | 48    | 48    | 48    | 48    |           |
| 자본잉여금        | 219   | 219   | 219   | 219   | 219   |           |
| 이익잉여금        | 232   | 320   | 438   | 594   | 778   |           |
| 비지배지분        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 자본총계         | 500   | 589   | 704   | 857   | 1,039 |           |
| 순차입금         | 12    | -39   | -190  | -360  | -557  |           |
| 총차입금         | 168   | 150   | 157   | 164   | 172   |           |

| Valuation 지표 |        |        |        |        |        | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| 결산 (12월)     | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |               |
| EPS          | 992    | 2,179  | 2,982  | 3,963  | 4,757  |               |
| BPS          | 10,494 | 12,347 | 14,775 | 17,985 | 21,789 |               |
| EBITDAPS     | 1,994  | 3,532  | 4,699  | 5,617  | 6,611  |               |
| SPS          | 33,869 | 42,876 | 48,130 | 52,865 | 58,776 |               |
| DPS          | 300    | 500    | 700    | 900    | 1,100  |               |
| PER          | 21.1   | 17.2   | 20.5   | 15.4   | 12.8   |               |
| PBR          | 2.0    | 3.0    | 4.1    | 3.4    | 2.8    |               |
| EV/EBITDA    | 10.7   | 10.4   | 12.1   | 9.5    | 7.5    |               |
| PSR          | 0.6    | 0.9    | 1.3    | 1.2    | 1.0    |               |

| 재무비율          |       |       |       |       |       | (단위: 배, %) |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| 결산 (12월)      | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |            |
| 매출액 증가율 (%)   | 26.5  | 29.6  | 12.3  | 9.8   | 11.2  |            |
| 영업이익 증가율 (%)  | 31.2  | 89.6  | 37.7  | 21.7  | 19.2  |            |
| 지배순이익 증가율 (%) | 33.7  | 124.9 | 36.9  | 32.9  | 20.0  |            |
| 매출총이익률 (%)    | 9.9   | 13.7  | 15.5  | 16.7  | 17.4  |            |
| 영업이익률 (%)     | 5.1   | 7.4   | 9.1   | 10.1  | 10.8  |            |
| 지배순이익률 (%)    | 2.9   | 5.1   | 6.2   | 7.5   | 8.1   |            |
| EBITDA 마진 (%) | 5.9   | 8.2   | 9.8   | 10.6  | 11.2  |            |
| ROIC          | 12.1  | 21.6  | 30.8  | 37.8  | 45.8  |            |
| ROA           | 4.2   | 7.5   | 8.7   | 10.1  | 10.6  |            |
| ROE           | 10.6  | 19.1  | 22.0  | 24.2  | 23.9  |            |
| 부채비율 (%)      | 149.7 | 159.2 | 147.8 | 132.3 | 120.4 |            |
| 순차입금/자기자본 (%) | 2.4   | -6.6  | -27.0 | -41.9 | -53.6 |            |
| 영업이익/금융비용 (배) | 10.4  | 31.1  | 44.3  | 51.6  | 58.8  |            |

# 대한전선 (001440): 단기 부담은 완화, 해저·HVDC 레퍼런스 확대

## 전력기기



**손현정** 음식료/전력기기  
hyunjeong.son@yuantakorea.com  
**김고은** Research Assistant  
kosun2.kim@yuantakorea.com

|             |             |
|-------------|-------------|
| 투자 의견       | BUY (M)     |
| 목표주가        | 60,000원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 28,300원     |
| 상승여력        | 112%        |

|             |                      |
|-------------|----------------------|
| 시가총액        | 55,466억원             |
| 총발행주식수      | 195,992,596주         |
| 60일 평균 거래대금 | 4,258억원              |
| 60일 평균 거래량  | 8,679,844주           |
| 52주 고       | 72,300원              |
| 52주 저       | 14,840원              |
| 외인지분율       | 13.48%               |
| 주요주주        | 호반산업 외 2 인 39.93%    |
| 주가수익률(%)    | 1개월 3개월 12개월         |
| 절대          | (25.2) (11.6) 77.9   |
| 상대          | (10.8) (24.5) (17.0) |
| 절대(달러환산)    | (24.3) (12.3) 62.9   |

## • 2Q26 Preview: 컨센서스 소폭 하회

대한전선은 2Q26 매출액 1조 609억원(YoY +15.8%), 영업이익 393억원(YoY +37.7%, OPM 3.7%)을 기록하며 컨센서스 대비 소폭 하회할 것으로 전망한다. 1Q26 수익성이 일시적으로 높았던 점을 감안하면 2Q26 영업이익률은 QoQ 하락하겠으나, 전년 대비로는 초고압·해저케이블 매출 확대에 따른 이익 개선 흐름이 이어질 것으로 판단한다.

사업부별 매출액은 초고압/해저케이블 2,027억원(YoY +35.0%), 산업전선 1,374억원(YoY +7.0%), 소재 및 기타 5,393억원(YoY +10.0%), 통신 176억원(YoY +6.8%)으로 추정한다. 소재 및 기타 매출 비중이 여전히 높아 전사 OPM 개선 속도는 완만하겠으나, 초고압/해저케이블 비중 확대가 중장기 수익성 개선을 견인할 전망이다.

## • 해저·HVDC 레퍼런스 확대

중장기 성장 모멘텀에 무게를 둘 필요가 있다. 대한전선은 6월 500kV 동해안~동서울 HVDC 프로젝트를 수주하며 국내 HVDC 시장 진입 레퍼런스를 확보했다. 계약 규모는 1,463억원이며, 케이블 및 부속 자재 제조·공급부터 시공까지 턴키 방식으로 수행할 예정이다. 이는 향후 서해안 에너지고속도로 등 국내 대형 전력망 프로젝트 대응력 강화로 이어질 수 있다.

해저케이블 사업 확장성도 강화되고 있다. 정부는 2035년까지 55GW 규모 해상풍력 입찰 물량을 제시했으며, 대한전선은 당진 해저케이블 공장, HVDC 테스트센터, 포설선 확보를 통해 생산·시험·시공 밸류체인을 확대하고 있다. 최근 유럽 해양 인프라 기업과의 해저케이블 사업 협력, 포설선 인수를 위한 금융 조달도 해저 턴키 역량 강화 측면에서 긍정적이다.

최근 주가 조정 과정에서 기술유출 수사, 블록딜, 유럽 입찰 불확실성 등 단기 변수는 상당 부분 반영됐다고 판단한다. 호주 AI 데이터센터 전력망 수주까지 확인되며 초고압·해저·데이터센터로 수주 축이 확장되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 투자 의견 '매수', 목표주가 60,000원을 유지한다.

## Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 3,291 | 3,636 | 4,115 | 4,834 | 5,533 |
| 매출액증가율      | 15.7  | 10.5  | 13.2  | 17.5  | 14.5  |
| 영업이익        | 115   | 129   | 192   | 217   | 291   |
| 영업이익률       | 3.5   | 3.5   | 4.7   | 4.5   | 5.3   |
| 지배주주귀속순이익   | 70    | 84    | 71    | 149   | 232   |
| 지배주주 귀속 EPS | 409   | 452   | 368   | 761   | 1,184 |
| 증가율         | -19.8 | 10.5  | -18.6 | 106.8 | 55.6  |
| PER         | 30.2  | 35.2  | 77.0  | 37.2  | 23.9  |
| PBR         | 1.6   | 1.8   | 3.4   | 3.0   | 2.7   |
| EV/EBITDA   | 14.6  | 19.7  | 25.8  | 23.5  | 18.1  |
| ROA         | 3.1   | 2.7   | 2.0   | 3.8   | 5.3   |
| ROE         | 5.8   | 5.5   | 4.3   | 8.2   | 11.3  |

# 대한전선 실적 전망

## 대한전선 실적 추이 및 전망

| (십억원)           | 1Q25         | 2Q25          | 3Q25         | 4Q25           | 1Q26           | 2Q26F          | 3Q26F        | 4Q26F          | 2025           | 2026F          | 2027F          |
|-----------------|--------------|---------------|--------------|----------------|----------------|----------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>      | <b>855.5</b> | <b>916.4</b>  | <b>855.0</b> | <b>1,009.2</b> | <b>1,083.4</b> | <b>1,060.9</b> | <b>935.0</b> | <b>1,035.4</b> | <b>3,636.0</b> | <b>4,114.6</b> | <b>4,834.0</b> |
| 초고압/해저케이블       | 114.4        | 150.2         | 176.0        | 252.8          | 206.2          | 202.7          | 193.6        | 265.4          | 693.4          | 867.9          | 1,233.3        |
| 산업전선(MV/LV)     | 113.8        | 128.4         | 112.1        | 104.1          | 133.3          | 137.4          | 123.3        | 109.3          | 458.4          | 503.3          | 507.1          |
| 소재 및 기타         | 488.0        | 490.3         | 440.2        | 482.1          | 558.5          | 539.3          | 462.2        | 506.2          | 1,900.6        | 2,066.2        | 2,278.4        |
| 통신              | 15.8         | 16.5          | 15.1         | 18.3           | 16.2           | 17.6           | 16.4         | 19.2           | 65.7           | 69.4           | 73.7           |
| 종속법인 및<br>연결 조정 | 123.5        | 131.0         | 111.6        | 151.9          | 169.2          | 163.8          | 139.5        | 135.2          | 518.0          | 607.7          | 741.5          |
| <b>% YoY</b>    | <b>8.5%</b>  | <b>6.0%</b>   | <b>6.3%</b>  | <b>21.0%</b>   | <b>26.6%</b>   | <b>15.8%</b>   | <b>9.4%</b>  | <b>2.6%</b>    | <b>10.5%</b>   | <b>13.2%</b>   | <b>17.5%</b>   |
| 초고압/해저케이블       | -17.1%       | 5.0%          | -8.5%        | 20.3%          | 80.2%          | 35.0%          | 10.0%        | 5.0%           | 1.4%           | 25.2%          | 42.1%          |
| 산업전선(MV/LV)     | -20.0%       | -14.6%        | -21.3%       | -21.0%         | 17.1%          | 7.0%           | 10.0%        | 5.0%           | -19.1%         | 9.8%           | 0.8%           |
| 소재 및 기타         | 13.9%        | 4.1%          | 5.3%         | 23.3%          | 14.4%          | 10.0%          | 5.0%         | 5.0%           | 11.2%          | 8.7%           | 10.3%          |
| 통신              | -13.2%       | 0.6%          | -1.9%        | 26.2%          | 2.5%           | 6.8%           | 8.4%         | 5.0%           | 1.9%           | 5.7%           | 6.1%           |
| 종속법인 및<br>연결 조정 | 100.6%       | 56.9%         | 208.0%       | 75.0%          | 37.1%          | 25.0%          | 25.0%        | -11.0%         | 93.2%          | 17.3%          | 22.0%          |
| <b>% 매출비중</b>   |              |               |              |                |                |                |              |                |                |                |                |
| 초고압/해저케이블       | 13.4%        | 16.4%         | 20.6%        | 25.0%          | 19.0%          | 19.1%          | 20.7%        | 25.6%          | 19.1%          | 21.1%          | 25.5%          |
| 산업전선 (MV/LV)    | 13.3%        | 14.0%         | 13.1%        | 10.3%          | 12.3%          | 13.0%          | 13.2%        | 10.6%          | 12.6%          | 12.2%          | 10.5%          |
| 소재 및 기타         | 57.0%        | 53.5%         | 51.5%        | 47.8%          | 51.6%          | 50.8%          | 49.4%        | 48.9%          | 52.3%          | 50.2%          | 47.1%          |
| 통신              | 1.8%         | 1.8%          | 1.8%         | 1.8%           | 1.5%           | 1.7%           | 1.8%         | 1.9%           | 1.8%           | 1.7%           | 1.5%           |
| 종속법인 및<br>연결 조정 | 14.4%        | 14.3%         | 13.1%        | 15.1%          | 15.6%          | 15.4%          | 14.9%        | 13.1%          | 14.2%          | 14.8%          | 15.3%          |
| <b>영업이익</b>     | <b>27.1</b>  | <b>28.6</b>   | <b>29.5</b>  | <b>43.4</b>    | <b>60.4</b>    | <b>39.3</b>    | <b>42.6</b>  | <b>50.1</b>    | <b>128.6</b>   | <b>192.5</b>   | <b>217.5</b>   |
| <b>% YoY</b>    | <b>-5.8%</b> | <b>-23.6%</b> | <b>8.5%</b>  | <b>99.1%</b>   | <b>122.9%</b>  | <b>37.7%</b>   | <b>44.4%</b> | <b>15.4%</b>   | <b>11.7%</b>   | <b>49.7%</b>   | <b>13.0%</b>   |
| <b>% 영업이익률</b>  | <b>3.2%</b>  | <b>3.1%</b>   | <b>3.5%</b>  | <b>4.3%</b>    | <b>5.6%</b>    | <b>3.7%</b>    | <b>4.6%</b>  | <b>4.8%</b>    | <b>3.5%</b>    | <b>4.7%</b>    | <b>4.5%</b>    |

자료: 유안타증권 리서치센터

대한전선(001440) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서       |       |       |       |       |       | (단위: 십억원) |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 결산 (12월)    | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |           |
| 매출액         | 3,291 | 3,636 | 4,115 | 4,834 | 5,533 |           |
| 매출원가        | 3,028 | 3,353 | 3,732 | 4,391 | 4,978 |           |
| 매출총이익       | 263   | 283   | 382   | 443   | 554   |           |
| 판매비         | 148   | 155   | 190   | 226   | 263   |           |
| 영업이익        | 115   | 129   | 192   | 217   | 291   |           |
| EBITDA      | 144   | 167   | 228   | 251   | 322   |           |
| 영업외손익       | -39   | -92   | -108  | -30   | 19    |           |
| 외환관련손익      | 16    | 0     | 2     | 6     | 5     |           |
| 이자손익        | -15   | -27   | -40   | -41   | -41   |           |
| 관계기업관련손익    | -1    | -1    | -1    | -1    | -1    |           |
| 기타          | -40   | -64   | -69   | 6     | 56    |           |
| 법인세비용차감전순손익 | 76    | 37    | 84    | 187   | 310   |           |
| 법인세비용       | 2     | -53   | 8     | 28    | 62    |           |
| 계속사업순손익     | 74    | 90    | 76    | 159   | 248   |           |
| 중단사업순손익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 당기순이익       | 74    | 90    | 76    | 159   | 248   |           |
| 지배지분순이익     | 70    | 84    | 71    | 149   | 232   |           |
| 포괄순이익       | 83    | 137   | 122   | 206   | 294   |           |
| 지배지분포괄이익    | 77    | 129   | 115   | 194   | 278   |           |

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       | 7     | -171  | 99    | 108   | 201   |           |
| 당기순이익           | 74    | 90    | 76    | 159   | 248   |           |
| 감가상각비           | 29    | 38    | 35    | 33    | 31    |           |
| 외환손익            | -20   | -2    | -2    | -6    | -5    |           |
| 충족,관계기업관련손익     | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     |           |
| 자산부채의 증감        | -97   | -342  | -105  | -172  | -166  |           |
| 기타현금흐름          | 20    | 44    | 94    | 94    | 94    |           |
| 투자활동 현금흐름       | -387  | -167  | -144  | -147  | -135  |           |
| 투자자산            | -263  | -8    | -3    | -4    | -4    |           |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -129  | -155  | -100  | -80   | -70   |           |
| 유형자산 감소         | 0     | 1     | 0     | 0     | 0     |           |
| 기타현금흐름          | 4     | -5    | -42   | -63   | -61   |           |
| 재무활동 현금흐름       | 411   | 440   | -78   | -68   | -69   |           |
| 단기차입금           | 52    | 390   | 21    | 31    | 30    |           |
| 사채 및 장기차입금      | 57    | 146   | 0     | 0     | 0     |           |
| 자본              | 460   | 1     | 0     | 0     | 0     |           |
| 현금배당            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 기타현금흐름          | -158  | -99   | -99   | -99   | -99   |           |
| 연결범위변동 등 기타     | 13    | 4     | 84    | 72    | 60    |           |
| 현금의 증감          | 44    | 105   | -40   | -34   | 58    |           |
| 기초 현금           | 289   | 333   | 439   | 399   | 364   |           |
| 기말 현금           | 333   | 439   | 399   | 364   | 422   |           |
| NOPLAT          | 115   | 315   | 192   | 217   | 291   |           |
| FCF             | -122  | -326  | -1    | 28    | 131   |           |

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 추가 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         | 1,776 | 2,423 | 2,634 | 2,987 | 3,421 |           |
| 현금및현금성자산     | 333   | 439   | 399   | 364   | 422   |           |
| 매출채권 및 기타채권  | 491   | 676   | 758   | 890   | 1,019 |           |
| 채고자산         | 597   | 856   | 969   | 1,138 | 1,303 |           |
| 비유동자산        | 867   | 1,071 | 1,107 | 1,147 | 1,190 |           |
| 유형자산         | 712   | 848   | 913   | 960   | 999   |           |
| 관계기업등 지분관련자산 | 4     | 4     | 4     | 5     | 6     |           |
| 기타투자자산       | 28    | 40    | 42    | 45    | 48    |           |
| 자산총계         | 2,643 | 3,493 | 3,741 | 4,134 | 4,611 |           |
| 유동부채         | 920   | 1,684 | 1,806 | 1,991 | 2,170 |           |
| 매입채무 및 기타채무  | 458   | 540   | 612   | 718   | 822   |           |
| 단기차입금        | 142   | 460   | 460   | 460   | 460   |           |
| 유동성장기부채      | 20    | 210   | 210   | 210   | 210   |           |
| 비유동부채        | 226   | 177   | 179   | 183   | 186   |           |
| 장기차입금        | 210   | 155   | 155   | 155   | 155   |           |
| 사채           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |           |
| 부채총계         | 1,147 | 1,861 | 1,986 | 2,174 | 2,356 |           |
| 자배지분         | 1,473 | 1,602 | 1,719 | 1,915 | 2,194 |           |
| 자본금          | 186   | 186   | 186   | 186   | 186   |           |
| 자본잉여금        | 1,154 | 1,155 | 1,155 | 1,155 | 1,155 |           |
| 이익잉여금        | 385   | 470   | 541   | 690   | 922   |           |
| 비지배지분        | 23    | 31    | 35    | 46    | 61    |           |
| 자본총계         | 1,496 | 1,632 | 1,755 | 1,961 | 2,255 |           |
| 순차입금         | -80   | 288   | 306   | 308   | 218   |           |
| 총차입금         | 532   | 1,069 | 1,089 | 1,120 | 1,150 |           |

| Valuation 지표 |        |        |        |        |        | (단위: 원, 배, %) |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| 결산 (12월)     | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |               |
| EPS          | 409    | 452    | 368    | 761    | 1,184  |               |
| BPS          | 7,934  | 8,622  | 8,803  | 9,805  | 11,233 |               |
| EBITDAPS     | 838    | 894    | 1,181  | 1,280  | 1,643  |               |
| SPS          | 19,092 | 19,502 | 21,306 | 24,664 | 28,229 |               |
| DPS          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |               |
| PER          | 30.2   | 35.2   | 77.0   | 37.2   | 23.9   |               |
| PBR          | 1.6    | 1.8    | 3.4    | 3.0    | 2.7    |               |
| EV/EBITDA    | 14.6   | 19.7   | 25.8   | 23.5   | 18.1   |               |
| PSR          | 0.6    | 0.8    | 1.3    | 1.1    | 1.0    |               |

| 재무비율          |       |       |       |       |       | (단위: 배, %) |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| 결산 (12월)      | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |            |
| 매출액 증가율 (%)   | 15.7  | 10.5  | 13.2  | 17.5  | 14.5  |            |
| 영업이익 증가율 (%)  | 44.3  | 11.7  | 49.7  | 13.0  | 33.8  |            |
| 지배순이익 증가율 (%) | -0.2  | 19.6  | -15.7 | 110.0 | 55.7  |            |
| 매출총이익률 (%)    | 8.0   | 7.8   | 9.3   | 9.2   | 10.0  |            |
| 영업이익률 (%)     | 3.5   | 3.5   | 4.7   | 4.5   | 5.3   |            |
| 지배순이익률 (%)    | 2.1   | 2.3   | 1.7   | 3.1   | 4.2   |            |
| EBITDA 마진 (%) | 4.4   | 4.6   | 5.5   | 5.2   | 5.8   |            |
| ROIC          | 10.0  | 20.9  | 11.2  | 9.7   | 10.5  |            |
| ROA           | 3.1   | 2.7   | 2.0   | 3.8   | 5.3   |            |
| ROE           | 5.8   | 5.5   | 4.3   | 8.2   | 11.3  |            |
| 부채비율 (%)      | 76.6  | 114.0 | 113.2 | 110.9 | 104.5 |            |
| 순차입금/자기자본 (%) | -5.4  | 18.0  | 17.8  | 16.1  | 10.0  |            |
| 영업이익/금융비용 (배) | 3.7   | 3.0   | 3.4   | 3.7   | 4.8   |            |



우도형



금융

dohyeong.woo@yuantakorea.com

은행

금리 인상 최대 수혜주

# KB금융 (105560): 단기 변동성 확대 예상

## 금융



우도형 금융

dohyong.woo@yuantaskorea.com

|             |              |
|-------------|--------------|
| 투자 의견       | BUY (M)      |
| 목표주가        | 225,000원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 186,200원     |
| 상승여력        | 21%          |

|             |              |      |        |
|-------------|--------------|------|--------|
| 시가총액        | 660,429억원    |      |        |
| 총발행주식수      | 354,687,734주 |      |        |
| 60일 평균 거래대금 | 2,386억원      |      |        |
| 60일 평균 거래량  | 1,480,521주   |      |        |
| 52주 고       | 186,200원     |      |        |
| 52주 저       | 106,000원     |      |        |
| 외인지분율       | 79.50%       |      |        |
| 주요주주        | 국민연금공단 9.33% |      |        |
| 주가수익률(%)    | 1개월          | 3개월  | 12개월   |
| 절대          | 15.5         | 18.9 | 58.7   |
| 상대          | 37.9         | 1.5  | (25.9) |
| 절대(달러환산)    | 16.9         | 17.9 | 45.4   |

- **2Q26 순이익 컨센서스 부합 전망:** KB금융의 2분기 지배주주순이익은 1조 8,306억원으로 컨센서스에 부합할 것으로 판단. 이자이익은 전분기 대비 0.8% 증가할 것으로 전망되며 원화대출 전분기 대비 0.9% 증가, 은행 NIM은 전분기와 동일한 1.77% 예상. 비이자이익은 전분기 대비 소폭 감소할 것으로 판단되는데 증시 거래대금 상승으로 수수료 수익은 증가할 것으로 판단되나 금리 상승에 따라 채권평가손실 발생하며 기타비이자이익은 소폭 감소가 예상되기 때문. 영업외손익은 특이사항을 반영하지 않았지만 향후 빠르면 2분기나 3분기에 ELS 과징금 환입이 500~1,000억원 수준으로 발생할 것으로 판단
- **2분기 자사주 매입률 34.3%, 남은 영업일 수 14일:** KB금융은 2분기 자사주 6,000억원 매입을 발표하였는데 현재 자사주는 2,056억원 매입한 상황으로 자사주 매입 종료시점인 7월 20일까지 나머지 3,943억원을 매입할 예정. 자사주 매입이 미뤄진 이유는 최근 환율상승으로 6월 말 CET-1 비율을 관리하기 위함으로 판단. 따라서 7월 1일부터 20일까지 매일 280억원의 자사주를 매입할 것으로 판단되며 이는 최근 거래량의 10% 수준이 될 것으로 판단
- **2분기 CET-1 비율 13.72% 전망:** 2분기 CET-1비율은 1분기 13.63대비 9bp 상승한 13.72%가 전망. 2분기 CET-1비율은 당기순이익 +50bp 상승, RWA성장 -19.0bp (QoQ +1.4%), 배당 4,000억원+자사주 2,000억원 -16.4bp, 원달러 환율 20원 상승에 따른 -6bp를 감안하여 산출. KB금융은 2분기 CET-1비율 13.5% 이상을 하반기 자사주 매입을 진행하고 있으며 하반기는 위험가중자산 370조원의 0.22%인 8,000억원의 자사주 매입이 기대. 26년 총주주환원율은 54.1%가 예상되며 12M Fwd TSR은 6.3% 수준 (2분기 실적발표 7/23)
- **투자 의견 Buy, 목표주가 225,000원:** 7월 20일까지 자사주 매입 후 2분기 실적이 23일 발표되는 만큼 주가 변동성 확대 예상

## Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 순영업수익    | 17,028 | 17,945 | 19,393 | 20,105 | 20,685 |
| 영업이익     | 8,045  | 8,518  | 9,566  | 9,953  | 10,380 |
| 지배순이익    | 5,078  | 5,833  | 6,697  | 7,012  | 7,321  |
| PER (배)  | 6.1    | 7.7    | 8.3    | 7.7    | 7.3    |
| PBR (배)  | 0.59   | 0.82   | 0.96   | 0.88   | 0.83   |
| ROE (%)  | 8.9    | 10.0   | 11.1   | 11.2   | 11.1   |
| ROA (%)  | 0.69   | 0.75   | 0.81   | 0.81   | 0.80   |

자료: 유안타증권 리서치센터

# KB금융 실적 전망

## KB금융 실적 추이 및 전망

| (십억원, %, %p)       | 1Q25    | 2Q25    | 3Q25    | 4Q25    | 1Q26    | 2Q26F   | 3Q26F   | 4Q26F   | 2025    | 2026F   |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 순영업이익              | 4,554   | 4,538   | 4,352   | 4,501   | 4,986   | 4,987   | 4,982   | 4,438   | 17,945  | 19,393  |
| 순이자이익              | 3,262   | 3,107   | 3,336   | 3,368   | 3,335   | 3,362   | 3,407   | 3,452   | 13,073  | 13,557  |
| 비이자이익              | 1,292   | 1,431   | 1,016   | 1,133   | 1,651   | 1,625   | 1,575   | 985     | 4,872   | 5,836   |
| 수수료손익              | 934     | 1,032   | 986     | 1,146   | 1,359   | 1,405   | 1,345   | 1,285   | 4,098   | 5,394   |
| 기타비이자이익            | 358     | 399     | 29      | -13     | 292     | 220     | 230     | -300    | 774     | 442     |
| 판매비와관리비            | 1,606   | 1,750   | 1,652   | 2,057   | 1,765   | 1,847   | 1,750   | 2,198   | 7,065   | 7,560   |
| 충전영업이익             | 2,949   | 2,788   | 2,700   | 2,444   | 3,221   | 3,140   | 3,232   | 2,240   | 10,881  | 11,833  |
| 충당금전입액             | 656     | 655     | 365     | 688     | 493     | 545     | 557     | 672     | 2,363   | 2,267   |
| 영업이익               | 2,293   | 2,133   | 2,335   | 1,757   | 2,728   | 2,595   | 2,675   | 1,568   | 8,518   | 9,566   |
| 영업외손익              | 14      | 210     | -74     | -485    | -96     | -40     | -40     | -40     | -335    | -216    |
| 세전이익               | 2,307   | 2,343   | 2,262   | 1,272   | 2,631   | 2,555   | 2,635   | 1,528   | 8,183   | 9,350   |
| 연결기준 당기순이익         | 1,699   | 1,748   | 1,655   | 739     | 1,917   | 1,853   | 1,911   | 1,108   | 5,841   | 6,787   |
| 연결순이익(지배)          | 1,697   | 1,738   | 1,686   | 712     | 1,892   | 1,831   | 1,889   | 1,086   | 5,833   | 6,697   |
| 원화대출성장률 (은행)       | 0.9     | 1.4     | 0.9     | 0.5     | 0.4     | 0.9     | 2.5     | 0.6     | 3.8     | 4.5     |
| 비이자이익비중            | 28.4    | 31.5    | 23.3    | 25.2    | 33.1    | 32.6    | 31.6    | 22.2    | 27.1    | 30.1    |
| NIM (은행)           | 1.76    | 1.73    | 1.74    | 1.75    | 1.77    | 1.77    | 1.77    | 1.77    | 1.75    | 1.77    |
| CIR                | 35.3    | 38.6    | 38.0    | 45.7    | 35.4    | 37.0    | 35.1    | 49.5    | 39.4    | 39.0    |
| CCR                | 0.56    | 0.55    | 0.30    | 0.57    | 0.40    | 0.44    | 0.44    | 0.53    | 0.49    | 0.44    |
| NPL비율              | 0.76    | 0.72    | 0.70    | 0.63    | 0.73    | 0.72    | 0.71    | 0.70    | 0.6     | 0.7     |
| NPL coverage ratio | 133.1   | 138.5   | 133.4   | 148.3   | 127.1   | 138.7   | 140.4   | 142.2   | 148.3   | 142.2   |
| CET-1              | 13.67   | 13.77   | 13.83   | 13.82   | 13.63   | 13.72   | 13.73   | 13.81   | 13.82   | 13.81   |
| ROE                | 11.7    | 11.9    | 11.4    | 4.8     | 12.8    | 12.2    | 12.4    | 7.1     | 10.0    | 11.1    |
| ROA                | 0.9     | 0.9     | 0.9     | 0.4     | 0.9     | 0.9     | 0.9     | 0.5     | 0.7     | 0.8     |
| 자본총계               | 58,235  | 59,069  | 59,582  | 59,048  | 59,349  | 60,811  | 61,109  | 61,816  | 59,048  | 61,816  |
| 자산총계               | 770,309 | 780,623 | 796,063 | 797,923 | 829,741 | 837,649 | 849,596 | 859,704 | 797,923 | 859,704 |

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

KB금융 (105560) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 (단위: 십억원) |        |        |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 결산 (12월)        | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
| 순이자이익           | 12,827 | 13,073 | 13,557 | 13,998 | 14,277 |
| 이자이익            | 30,491 | 29,156 | 29,955 | 32,261 | 32,938 |
| 이자비용            | 17,665 | 16,083 | 16,398 | 18,263 | 18,660 |
| 비이자이익           | 4,202  | 4,872  | 5,836  | 6,107  | 6,407  |
| 순수수료이익          | 3,850  | 4,098  | 5,394  | 5,664  | 5,947  |
| 기타비이자이익         | 352    | 774    | 442    | 443    | 460    |
| 순영업수익           | 17,028 | 17,945 | 19,393 | 20,105 | 20,685 |
| 판매비             | 6,939  | 7,065  | 7,560  | 7,829  | 8,044  |
| 총전영업이익          | 10,090 | 10,881 | 11,833 | 12,276 | 12,641 |
| 충당금전입액          | 2,044  | 2,363  | 2,267  | 2,323  | 2,261  |
| 영업이익            | 8,045  | 8,518  | 9,566  | 9,953  | 10,380 |
| 영업외손익           | -1,060 | -335   | -216   | -160   | -160   |
| 세전이익            | 6,985  | 8,183  | 9,350  | 9,793  | 10,220 |
| 법인세             | 1,957  | 2,342  | 2,562  | 2,693  | 2,810  |
| 세율              | 28     | 29     | 27     | 28     | 28     |
| 연결순이익           | 5,029  | 5,841  | 6,787  | 7,100  | 7,409  |
| 지배주주순이익         | 5,078  | 5,833  | 6,697  | 7,012  | 7,321  |
| 비지배지분이익         | -50    | 8      | 90     | 88     | 88     |

| 성장성지표 (단위: 십억원) |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월)        | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| NIM             | 1.79  | 1.75  | 1.77  | 1.74  | 1.70  |
| ROE             | 8.9   | 10.0  | 11.1  | 11.2  | 11.1  |
| ROA             | 0.7   | 0.7   | 0.8   | 0.8   | 0.8   |
| CIR             | 40.7  | 39.4  | 39.0  | 38.9  | 38.9  |
| 자산증가율           | 5.9   | 5.3   | 7.7   | 4.9   | 4.4   |
| 대출증가율           | 6.1   | 4.2   | 4.5   | 4.5   | 4.6   |
| 순이익증가율          | 10.5  | 14.9  | 14.8  | 4.7   | 4.4   |

| 적정성지표 (단위: %, 배) |       |       |       |       |       |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월)         | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| BIS비율            | 16.4  | 16.2  | 15.7  | 15.6  | 15.6  |
| 기본자본비율           | 15.2  | 15.2  | 14.9  | 14.8  | 14.8  |
| CET1             | 13.5  | 13.8  | 13.8  | 13.8  | 13.8  |

| 재무상태표 (단위: 십억원) |         |         |         |         |         |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 결산 (12월)        | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
| 현금 및 예치금        | 29,869  | 34,777  | 33,713  | 35,374  | 36,940  |
| 유가증권            | 222,190 | 233,027 | 250,597 | 262,937 | 274,582 |
| 대출채권            | 472,072 | 491,978 | 514,245 | 537,448 | 562,364 |
| 유무형자산           | 11,253  | 10,237  | 10,226  | 10,226  | 10,226  |
| 기타자산            | 22,462  | 27,904  | 50,922  | 56,053  | 57,877  |
| 자산총계            | 757,846 | 797,923 | 859,704 | 902,038 | 941,989 |
| 예수부채            | 435,688 | 462,397 | 485,349 | 508,876 | 535,821 |
| 차입부채            | 144,249 | 150,778 | 156,064 | 164,519 | 166,723 |
| 기타부채            | 118,094 | 123,918 | 154,654 | 161,632 | 169,125 |
| 부채총계            | 698,030 | 737,093 | 796,067 | 835,027 | 871,668 |
| 지배주주자본          | 57,889  | 59,048  | 61,816  | 65,150  | 68,419  |
| 자본금             | 2,091   | 2,091   | 2,091   | 2,091   | 2,091   |
| 신종자본증권          | 5,083   | 4,359   | 3,940   | 3,940   | 3,940   |
| 자본잉여금           | 16,647  | 16,634  | 9,103   | 9,103   | 9,103   |
| 이익잉여금           | 34,808  | 38,334  | 48,850  | 52,186  | 55,455  |
| 기타포괄손익          | -739    | -2,369  | -2,168  | -2,169  | -2,170  |
| 비지배주주자본         | 1,926   | 1,782   | 1,821   | 1,861   | 1,901   |
| 자본총계            | 59,815  | 60,830  | 63,637  | 67,011  | 70,320  |

| Valuation 지표 (단위: 원, %, 배) |         |         |         |         |         |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 결산 (12월)                   | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
| EPS                        | 13,593  | 16,267  | 19,224  | 20,723  | 21,798  |
| BPS                        | 141,344 | 152,512 | 166,128 | 180,891 | 191,971 |
| DPS                        | 3,174   | 4,367   | 4,606   | 4,911   | 5,240   |
| PER                        | 6.1     | 7.7     | 8.3     | 7.7     | 7.3     |
| PBR                        | 0.6     | 0.8     | 1.0     | 0.9     | 0.8     |
| 배당성향                       | 23.6    | 27.1    | 24.2    | 24.0    | 24.0    |
| 배당수익률                      | 3.8     | 3.5     | 2.9     | 3.1     | 3.3     |

| 건전성지표 (단위: %, 배) |       |       |       |       |       |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월)         | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| 고정이하여신비율         | 0.6   | 0.6   | 0.7   | 0.7   | 0.6   |
| NPL커버리지비율        | 150.9 | 148.3 | 142.2 | 148.5 | 155.8 |
| CCR              | 0.44  | 0.49  | 0.44  | 0.44  | 0.41  |

# 기업은행 (024110): Valuation Gap 축소 기대

금융



우도형 금융  
dohyoung.woo@yuantaikorea.com

|             |             |
|-------------|-------------|
| 투자 의견       | BUY (M)     |
| 목표주가        | 25,500원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 21,150원     |
| 상승여력        | 21%         |

|             |                              |
|-------------|------------------------------|
| 시가총액        | 168,656억원                    |
| 총발행주식수      | 797,425,869주                 |
| 60일 평균 거래대금 | 309억원                        |
| 60일 평균 거래량  | 1,456,248주                   |
| 52주 고       | 28,550원                      |
| 52주 저       | 18,650원                      |
| 외인지분율       | 13.78%                       |
| 주요주주        | 대한민국정부(기획재정부) 외<br>2인 68.54% |
| 주가수익률(%)    | 1개월 3개월 12개월                 |
| 절대          | (3.0) (4.9) 0.7              |
| 상대          | 15.8 (18.9) (53.0)           |
| 절대(달러환산)    | (1.8) (5.7) (7.7)            |

- 2Q26 Preview 순이익 컨센서스 하회 전망:** 기업은행의 2분기 지배주주순이익은 6,502억원으로 컨센서스 7,091억원 대비 8.3% 하회할 것으로 판단. 컨센서스 하회는 생각보다 더딘 NIM 개선 속도와 계절적 요인으로 인한 판관비 증가에 기인. 2분기 이자이익은 전분기 대비 1.2% 증가할 것으로 예상되는데 은행 원화대출은 전분기 대비 1.8% 증가가 예상되며 NIM은 코리보 금리 연동 비중이 높아 전분기와 동일한 1.60%가 기대되기 때문. 비이자이익은 2분기 환율 상승에 따른 환차손 370억원 반영에도 1분기 환차손 910억원 반영의 기저효과로 1분기 대비 개선될 것으로 판단. 판관비는 2분기 계절적 요인으로 업적 성과급 인식했으며 1분기 대비 천억원 증가한 수준이 예상. CCR은 부진한 매크로 환경으로 인한 중소기업 재무제표 악화로 1분기 대비 증가한 수준이 예상. 중앙그룹 관련 익스포저는 225억원이며 담보를 제외한 신용대출 150억원에 대해서는 3분기에 충당금으로 쌓을 예정
- 분기배당 실시, 주주친화적 주주환원정책 첫 걸음:** 26년은 7월 배당 및 결산배당 총 2번의 배당을 실시할 예정이며 27년에는 매분기 배당을 실시할 것으로 추정. 배당소득 분리과세 및 비과세 배당을 실시하지 못하는 점은 아쉽지만 분기배당 실시로 투자자 수급 개선에는 긍정적 요인으로 작용할 전망. 기업은행은 CET-1 비율 12.0% 이내에서는 별도기준 배당성향 35%의 주주환원정책을 시행 중이며 7월 DPS 180원 결산배당 900원으로 연간 DPS는 1080원이 예상되며 배당수익률은 5.2%
- 투자 의견 Buy, 목표주가 25,500원:** 기재부와 협의의 문제로 배당성향 상승에 대한 불확실성은 여전히 존재하나 분기배당을 실시를 통해 주주친화적 배당에 대한 의지는 확인됐다고 판단. 또한 업황 개선으로 시중은행들의 PBR이 전 고점 수준으로 회복됐다는 점에서 기업은행 역시 전고점인 0.6배 수준에 충분히 도달할 수 있다고 판단

## Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 순영업수익    | 8,128 | 8,588 | 8,745 | 9,257 | 9,708 |
| 영업이익     | 3,594 | 3,656 | 3,714 | 4,070 | 4,386 |
| 지배순이익    | 2,645 | 2,711 | 2,762 | 2,946 | 3,176 |
| PER (배)  | 4.3   | 6.2   | 6.0   | 5.7   | 5.3   |
| PBR (배)  | 0.39  | 0.53  | 0.49  | 0.46  | 0.44  |
| ROE (%)  | 8.1   | 7.7   | 7.3   | 7.3   | 7.5   |
| ROA (%)  | 0.57  | 0.56  | 0.53  | 0.53  | 0.55  |

자료: 유안타증권 리서치센터

# 기업은행 실적 전망

## 기업은행 실적 추이 및 전망

| (십억원, %, %p)       | 1Q25    | 2Q25    | 3Q25    | 4Q25    | 1Q26    | 2Q26F   | 3Q26F   | 4Q26F   | 2025    | 2026F   |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 순영업이익              | 2,091   | 2,221   | 2,088   | 2,188   | 2,090   | 2,184   | 2,219   | 2,252   | 8,588   | 8,745   |
| 순이자이익              | 1,921   | 1,883   | 1,953   | 1,993   | 1,992   | 2,015   | 2,062   | 2,093   | 7,749   | 8,161   |
| 비이자이익              | 170     | 338     | 135     | 195     | 98      | 168     | 158     | 159     | 839     | 583     |
| 수수료손익              | 94      | 107     | 110     | 102     | 99      | 101     | 104     | 104     | 413     | 408     |
| 기타비이자이익            | 76      | 232     | 25      | 93      | -1      | 67      | 54      | 55      | 426     | 175     |
| 판매비와관리비            | 748     | 848     | 772     | 815     | 780     | 868     | 799     | 852     | 3,183   | 3,299   |
| 총전영업이익             | 1,343   | 1,373   | 1,317   | 1,373   | 1,310   | 1,316   | 1,421   | 1,400   | 5,406   | 5,446   |
| 총당금전입액             | 319     | 446     | 340     | 646     | 377     | 417     | 438     | 500     | 1,750   | 1,732   |
| 영업이익               | 1,024   | 927     | 977     | 727     | 933     | 898     | 983     | 900     | 3,656   | 3,714   |
| 영업외손익              | 25      | 3       | 35      | -54     | 41      | 5       | 5       | 5       | 9       | 56      |
| 세전이익               | 1,049   | 931     | 1,012   | 673     | 974     | 903     | 988     | 905     | 3,665   | 3,770   |
| 연결기준 당기순이익         | 814     | 694     | 751     | 459     | 753     | 655     | 716     | 656     | 2,719   | 2,781   |
| 연결순이익(지배)          | 809     | 693     | 747     | 463     | 749     | 650     | 711     | 652     | 2,711   | 2,762   |
| 원화대출성장률 (은행)       | 2.2     | 1.5     | 0.7     | 0.4     | 0.7     | 1.8     | 1.6     | 0.8     | 5.0     | 5.1     |
| 비이자이익비중            | 8.1     | 15.2    | 6.5     | 8.9     | 4.7     | 7.7     | 7.1     | 7.1     | 9.8     | 6.7     |
| NIM (은행)           | 1.63    | 1.55    | 1.57    | 1.57    | 1.60    | 1.60    | 1.62    | 1.63    | 1.58    | 1.61    |
| CIR                | 35.8    | 38.2    | 36.9    | 37.3    | 37.3    | 39.7    | 36.0    | 37.8    | 37.1    | 37.7    |
| CCR                | 0.39    | 0.54    | 0.41    | 0.77    | 0.45    | 0.49    | 0.50    | 0.57    | 0.53    | 0.50    |
| NPL비율              | 1.34    | 1.37    | 1.35    | 1.28    | 1.28    | 1.27    | 1.26    | 1.25    | 1.3     | 1.2     |
| NPL coverage ratio | 111.3   | 105.7   | 106.0   | 107.7   | 105.2   | 105.1   | 105.3   | 106.0   | 107.7   | 106.0   |
| CET-1              | 11.40   | 11.73   | 11.72   | 11.48   | 11.44   | 11.68   | 11.79   | 11.53   | 11.48   | 11.53   |
| ROE                | 9.5     | 8.1     | 8.5     | 5.1     | 8.2     | 7.0     | 7.5     | 6.7     | 7.7     | 7.3     |
| ROA                | 0.7     | 0.6     | 0.6     | 0.4     | 0.6     | 0.5     | 0.5     | 0.5     | 0.6     | 0.5     |
| 자본총계               | 34,021  | 34,880  | 35,440  | 36,455  | 36,798  | 37,850  | 38,418  | 39,069  | 36,455  | 39,069  |
| 자산총계               | 483,422 | 489,479 | 490,109 | 500,693 | 511,251 | 521,106 | 531,478 | 538,798 | 500,693 | 538,798 |

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

기업은행 (024110) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 (단위: 십억원) |        |        |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 결산 (12월)        | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
| 순이자이익           | 7,892  | 7,749  | 8,161  | 8,602  | 9,022  |
| 이자이익            | 18,955 | 17,776 | 17,056 | 17,637 | 18,169 |
| 이자비용            | 11,063 | 10,061 | 8,910  | 9,035  | 9,147  |
| 비이자이익           | 236    | 839    | 583    | 655    | 686    |
| 순수수료이익          | 472    | 413    | 408    | 428    | 447    |
| 기타비이자이익         | -236   | 426    | 175    | 227    | 239    |
| 순영업수익           | 8,128  | 8,588  | 8,745  | 9,257  | 9,708  |
| 판매비             | 2,813  | 3,183  | 3,299  | 3,440  | 3,582  |
| 총전영업이익          | 5,314  | 5,406  | 5,446  | 5,818  | 6,126  |
| 총당금전입액          | 1,720  | 1,750  | 1,732  | 1,747  | 1,739  |
| 영업이익            | 3,594  | 3,656  | 3,714  | 4,070  | 4,386  |
| 영업외손익           | -27    | 9      | 56     | 20     | 20     |
| 세전이익            | 3,568  | 3,665  | 3,770  | 4,090  | 4,406  |
| 법인세             | 913    | 946    | 989    | 1,125  | 1,212  |
| 세율              | 26     | 26     | 26     | 28     | 28     |
| 연결순이익           | 2,654  | 2,719  | 2,781  | 2,965  | 3,195  |
| 지배주주순이익         | 2,645  | 2,711  | 2,762  | 2,946  | 3,176  |
| 비지배지분이익         | 10     | 8      | 19     | 19     | 19     |

| 성장성지표 (단위: 십억원) |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월)        | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| NIM             | 1.70  | 1.58  | 1.61  | 1.63  | 1.63  |
| ROE             | 8.1   | 7.7   | 7.3   | 7.3   | 7.5   |
| ROA             | 0.6   | 0.6   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| CIR             | 34.6  | 37.1  | 37.7  | 37.2  | 36.9  |
| 자산증가율           | 5.3   | 6.0   | 7.6   | 5.0   | 5.3   |
| 대출증가율           | 8.9   | 4.0   | 7.2   | 5.1   | 5.1   |
| 순이익증가율          | (0.9) | 2.5   | 1.9   | 6.7   | 7.8   |

| 적정성지표 (단위: %, 배) |       |       |       |       |       |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월)         | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| BIS비율            | 14.7  | 14.8  | 15.0  | 14.9  | 14.9  |
| 기본자본비율           | 13.0  | 13.3  | 13.4  | 13.4  | 13.4  |
| CET1             | 11.3  | 11.5  | 11.5  | 11.6  | 11.7  |

| 재무상태표 (단위: 십억원) |         |         |         |         |         |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 결산 (12월)        | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
| 현금 및 예치금        | 18,083  | 24,259  | 16,910  | 17,764  | 18,713  |
| 유가증권            | 94,706  | 101,194 | 111,489 | 117,119 | 123,376 |
| 대출채권            | 343,900 | 357,806 | 383,746 | 403,335 | 423,825 |
| 유무형자산           | 2,828   | 2,863   | 2,861   | 2,861   | 2,861   |
| 기타자산            | 12,702  | 14,571  | 23,791  | 24,926  | 27,467  |
| 자산총계            | 472,220 | 500,693 | 538,798 | 566,004 | 596,241 |
| 예수부채            | 158,256 | 168,163 | 175,314 | 183,909 | 193,766 |
| 차입부채            | 237,928 | 253,771 | 270,095 | 283,705 | 298,934 |
| 기타부채            | 41,805  | 41,903  | 54,319  | 57,092  | 59,993  |
| 부채총계            | 437,989 | 463,837 | 499,729 | 524,706 | 552,693 |
| 지배주주자본          | 33,947  | 36,455  | 39,069  | 41,298  | 43,549  |
| 자본금             | 4,211   | 4,211   | 4,211   | 4,211   | 4,211   |
| 신종자본증권          | 4,313   | 4,683   | 5,182   | 5,182   | 5,182   |
| 자본잉여금           | 1,170   | 1,179   | 1,179   | 1,179   | 1,179   |
| 이익잉여금           | 23,593  | 25,396  | 27,533  | 29,761  | 32,012  |
| 기타포괄손익          | 659     | 986     | 964     | 964     | 964     |
| 비지배주주자본         | 284     | 401     | 402     | 402     | 402     |
| 자본총계            | 34,231  | 36,856  | 39,471  | 41,700  | 43,950  |

| Valuation 지표 (단위: 원, %, 배) |        |        |        |        |        |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 결산 (12월)                   | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
| EPS                        | 3,316  | 3,400  | 3,463  | 3,695  | 3,983  |
| BPS                        | 37,161 | 39,843 | 42,496 | 45,291 | 48,113 |
| DPS                        | 1,065  | 1,048  | 1,080  | 1,160  | 1,260  |
| PER                        | 4.3    | 6.2    | 6.0    | 5.7    | 5.3    |
| PBR                        | 0.4    | 0.5    | 0.5    | 0.5    | 0.4    |
| 배당성향                       | 35.0   | 34.7   | 35.1   | 35.0   | 35.0   |
| 배당수익률                      | 7.4    | 5.0    | 5.2    | 5.5    | 6.0    |

| 건전성지표 (단위: %, 배) |       |       |       |       |       |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월)         | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| 고정이하여신비율         | 1.3   | 1.3   | 1.2   | 1.2   | 1.2   |
| NPL커버리지비율        | 114.0 | 107.7 | 106.0 | 108.1 | 110.5 |
| CCR              | 0.55  | 0.54  | 0.50  | 0.48  | 0.46  |

# 신한지주 (055550): 실적과 주주환원 모두 양호

## 금융



우도형 금융

dohyong.woo@yuantaskorea.com

|             |              |
|-------------|--------------|
| 투자의견        | BUY (M)      |
| 목표주가        | 129,000원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 108,600원     |
| 상승여력        | 19%          |

|             |              |
|-------------|--------------|
| 시가총액        | 515,475억원    |
| 총발행주식수      | 469,450,239주 |
| 60일 평균 거래대금 | 1,467억원      |
| 60일 평균 거래량  | 1,469,986주   |
| 52주 고       | 109,200원     |
| 52주 저       | 64,000원      |
| 외인지분율       | 61.50%       |
| 주요주주        | 국민연금공단 8.97% |

| 주가수익률(%) | 1개월  | 3개월   | 12개월   |
|----------|------|-------|--------|
| 절대       | 9.0  | 10.5  | 56.7   |
| 상대       | 30.1 | (5.7) | (26.9) |
| 절대(달러환산) | 10.2 | 9.4   | 43.4   |

- **2Q26 순이익 컨센서스 부합 전망:** 신한지주의 2분기 지배주주순이익은 1조 6,944억원으로 컨센서스에 부합할 것으로 판단. 이자이익은 전분기 대비 1.2% 증가할 것으로 전망되며 원화대출 전분기 대비 0.4% 증가, 은행 NIM은 전분기 대비 1bp 상승한 1.61%가 예상. 비이자이익은 전분기 대비 7.8% 증가가 예상되며 수수료 및 기타비이자이익 모두 양호한 수준 예상. 판관비는 슈퍼 SoI 런칭으로 소폭 증가 예상. 대손비용은 중앙그룹 총당금 50억원 반영에도 1분기 철도 관련 기업 총당금 330억원 인식의 기고효과로 소폭 감소 예상. 영업외손익은 ELS 과징금 환입 700억원이 반영될 전망
- **CET-1비율 13% 수준 관리:** 금융당국의 자본규제 합리화 방안 실시로 1분기 CET-1은 13.19%였지만 구조적 외화포지션 11bp 개선을 반영하며 2분기는 13.30%로 시작할 예정. 환율 민감도는 10원당 1.3bp이며 2분기 5bp 하락 영향 예상. 2분기 이익증가를 감안 시 배당 (3,400억원 수준) 및 자사주 매입 (8,000억원 수준)으로 하락하는 CET-1비율 영향은 제한적으로 생각. 신한지주는 롯데손해보험 인수를 추진 중이며 언론보도 기준 매각가격 1조원의 CET-1 비율 영향은 27bp 수준. CET-1 비율은 13% 이상에서 지속 관리될 예정
- **2026년 총주주환원율 51.7% 전망:** 신한지주의 26년 총주주환원율은 51.7%가 전망. 상반기 자사주 매입규모는 7천억원이며 하반기는 추가적으로 8천억원 자사주 매입 발표 예상. 이에 따른 26년 말 기대되는 총주주환원수익률은 5.7%
- **투자의견 Buy, 목표주가 129,000원:** 신한지주에 대해 투자의견 Buy 목표주가 129,000원을 제시

## Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 순영업수익    | 14,674 | 15,439 | 16,596 | 17,194 | 17,634 |
| 영업이익     | 6,459  | 7,023  | 7,758  | 8,234  | 8,571  |
| 지배순이익    | 4,450  | 4,972  | 5,617  | 5,846  | 6,090  |
| PER (배)  | 5.3    | 7.4    | 9.0    | 8.4    | 7.8    |
| PBR (배)  | 0.46   | 0.69   | 0.90   | 0.82   | 0.76   |
| ROE (%)  | 8.1    | 8.7    | 9.4    | 9.3    | 9.3    |
| ROA (%)  | 0.62   | 0.65   | 0.69   | 0.67   | 0.67   |

자료: 유안타증권 리서치센터

# 신한지주 실적 전망

## 신한지주 실적 추이 및 전망

| (십억원, %, %p)       | 1Q25    | 2Q25    | 3Q25    | 4Q25    | 1Q26    | 2Q26F   | 3Q26F   | 4Q26F   | 2025    | 2026F   |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 순영업이익              | 3,794   | 4,129   | 3,912   | 3,603   | 4,212   | 4,341   | 4,225   | 3,818   | 15,439  | 16,596  |
| 순이자이익              | 2,855   | 2,864   | 2,948   | 3,028   | 3,024   | 3,060   | 3,108   | 3,134   | 11,694  | 12,326  |
| 비이자이익              | 939     | 1,265   | 965     | 575     | 1,188   | 1,281   | 1,117   | 684     | 3,744   | 4,270   |
| 수수료손익              | 678     | 762     | 768     | 713     | 941     | 996     | 910     | 784     | 2,921   | 3,631   |
| 기타비이자이익            | 261     | 503     | 197     | -138    | 247     | 285     | 207     | -100    | 823     | 639     |
| 판매비와관리비            | 1,414   | 1,486   | 1,518   | 1,984   | 1,545   | 1,578   | 1,595   | 2,088   | 6,402   | 6,807   |
| 충전영업이익             | 2,380   | 2,643   | 2,394   | 1,619   | 2,667   | 2,763   | 2,630   | 1,730   | 9,036   | 9,790   |
| 충당금전입액             | 436     | 629     | 440     | 509     | 513     | 489     | 480     | 549     | 2,013   | 2,031   |
| 영업이익               | 1,944   | 2,014   | 1,955   | 1,110   | 2,154   | 2,274   | 2,150   | 1,180   | 7,023   | 7,758   |
| 영업외손익              | 61      | 58      | -4      | -210    | 67      | 100     | 30      | -115    | -94     | 82      |
| 세전이익               | 2,006   | 2,072   | 1,951   | 901     | 2,221   | 2,374   | 2,180   | 1,065   | 6,929   | 7,840   |
| 연결기준 당기순이익         | 1,517   | 1,577   | 1,452   | 538     | 1,649   | 1,721   | 1,580   | 772     | 5,085   | 5,723   |
| 연결순이익(지배)          | 1,488   | 1,549   | 1,424   | 511     | 1,623   | 1,694   | 1,554   | 746     | 4,972   | 5,617   |
| 원화대출성장률 (은행)       | 0.4     | 0.4     | 2.7     | 0.8     | 1.4     | 0.4     | 2.0     | 0.6     | 4.4     | 4.5     |
| 비이자이익비중            | 24.8    | 30.6    | 24.7    | 16.0    | 28.2    | 29.5    | 26.4    | 17.9    | 24.3    | 25.7    |
| NIM (은행)           | 1.55    | 1.55    | 1.56    | 1.58    | 1.60    | 1.61    | 1.62    | 1.63    | 1.56    | 1.61    |
| CIR                | 37.3    | 36.0    | 38.8    | 55.1    | 36.7    | 36.3    | 37.8    | 54.7    | 41.5    | 41.0    |
| CCR                | 0.41    | 0.59    | 0.40    | 0.46    | 0.45    | 0.43    | 0.41    | 0.47    | 0.45    | 0.43    |
| NPL비율              | 0.81    | 0.80    | 0.76    | 0.72    | 0.81    | 0.81    | 0.79    | 0.78    | 0.7     | 0.8     |
| NPL coverage ratio | 128.8   | 126.9   | 124.1   | 126.0   | 113.6   | 113.5   | 115.4   | 116.3   | 126.0   | 116.3   |
| CET-1              | 13.27   | 13.62   | 13.56   | 13.35   | 13.19   | 13.46   | 13.50   | 13.34   | 13.35   | 13.34   |
| ROE                | 10.5    | 10.9    | 9.9     | 3.5     | 11.1    | 11.3    | 10.2    | 4.9     | 8.7     | 9.4     |
| ROA                | 0.8     | 0.8     | 0.7     | 0.3     | 0.8     | 0.8     | 0.7     | 0.4     | 0.7     | 0.7     |
| 자본총계               | 56,818  | 57,190  | 57,871  | 57,959  | 59,059  | 60,435  | 60,973  | 61,402  | 57,959  | 61,402  |
| 자산총계               | 746,222 | 752,691 | 782,940 | 786,013 | 816,712 | 826,757 | 841,453 | 848,949 | 786,013 | 848,949 |

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

신한지주 (055550) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 (단위: 십억원) |        |        |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 결산 (12월)        | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
| 순이자이익           | 11,402 | 11,694 | 12,326 | 12,662 | 12,799 |
| 이자이익            | 29,209 | 27,989 | 28,841 | 30,278 | 30,754 |
| 이자비용            | 17,807 | 16,294 | 16,515 | 17,615 | 17,954 |
| 비이자이익           | 3,272  | 3,744  | 4,270  | 4,532  | 4,834  |
| 순수수료이익          | 2,715  | 2,921  | 3,631  | 3,813  | 4,041  |
| 기타비이자이익         | 557    | 823    | 639    | 719    | 793    |
| 순영업수익           | 14,674 | 15,439 | 16,596 | 17,194 | 17,634 |
| 판매비             | 6,116  | 6,402  | 6,807  | 7,026  | 7,240  |
| 총전영업이익          | 8,558  | 9,036  | 9,790  | 10,168 | 10,393 |
| 충당금전입액          | 2,099  | 2,013  | 2,031  | 1,934  | 1,822  |
| 영업이익            | 6,459  | 7,023  | 7,758  | 8,234  | 8,571  |
| 영업외손익           | -430   | -94    | 82     | -25    | -25    |
| 세전이익            | 6,029  | 6,929  | 7,840  | 8,209  | 8,546  |
| 법인세             | 1,471  | 1,844  | 2,117  | 2,258  | 2,350  |
| 세율              | 24     | 27     | 27     | 28     | 28     |
| 연결순이익           | 4,558  | 5,085  | 5,723  | 5,952  | 6,196  |
| 지배주주순이익         | 4,450  | 4,972  | 5,617  | 5,846  | 6,090  |
| 비지배지분이익         | 108    | 113    | 106    | 106    | 106    |

| 성장성지표 (단위: 십억원) |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월)        | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| NIM             | 1.58  | 1.56  | 1.61  | 1.60  | 1.56  |
| ROE             | 8.1   | 8.7   | 9.4   | 9.3   | 9.3   |
| ROA             | 0.6   | 0.7   | 0.7   | 0.7   | 0.7   |
| CIR             | 41.7  | 41.5  | 41.0  | 40.9  | 41.1  |
| 자산증가율           | 6.9   | 6.3   | 8.0   | 4.8   | 4.4   |
| 대출증가율           | 9.1   | 3.3   | 6.1   | 4.5   | 4.5   |
| 순이익증가율          | 1.9   | 11.7  | 13.0  | 4.1   | 4.2   |

| 적정성지표 (단위: %, 배) |       |       |       |       |       |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월)         | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| BIS비율            | 15.8  | 15.9  | 15.5  | 15.5  | 15.5  |
| 기본자본비율           | 14.8  | 15.0  | 14.6  | 14.7  | 14.7  |
| CET1             | 13.1  | 13.4  | 13.3  | 13.5  | 13.6  |

| 재무상태표 (단위: 십억원) |         |         |         |         |         |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 결산 (12월)        | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
| 현금 및 예치금        | 40,561  | 39,783  | 41,827  | 43,815  | 45,733  |
| 유가증권            | 70,231  | 76,597  | 80,118  | 83,926  | 87,600  |
| 대출채권            | 451,175 | 466,189 | 494,504 | 516,708 | 539,860 |
| 유무형자산           | 10,278  | 10,046  | 10,122  | 10,127  | 10,127  |
| 기타자산            | 167,495 | 193,397 | 222,378 | 234,722 | 244,915 |
| 자산총계            | 739,741 | 786,013 | 848,949 | 889,297 | 928,236 |
| 예수부채            | 422,781 | 447,649 | 482,089 | 505,670 | 527,598 |
| 차입부채            | 49,920  | 55,395  | 58,622  | 61,490  | 64,156  |
| 기타부채            | 208,242 | 222,597 | 244,361 | 255,333 | 266,773 |
| 부채총계            | 680,943 | 725,641 | 785,072 | 822,492 | 858,527 |
| 지배주주자본          | 56,054  | 57,959  | 61,402  | 64,250  | 67,073  |
| 자본금             | 2,970   | 2,970   | 2,970   | 2,970   | 2,970   |
| 신종자본증권          | 4,600   | 4,750   | 4,720   | 4,720   | 4,720   |
| 자본잉여금           | 12,095  | 12,099  | 2,233   | 2,233   | 2,233   |
| 이익잉여금           | 39,021  | 41,796  | 54,360  | 57,207  | 60,031  |
| 기타포괄손익          | -2,632  | -3,655  | -2,880  | -2,880  | -2,880  |
| 비지배주주자본         | 2,767   | 2,413   | 2,475   | 2,555   | 2,635   |
| 자본총계            | 58,821  | 60,372  | 63,878  | 66,805  | 69,708  |

| Valuation 지표 (단위: 원, %, 배) |         |         |         |         |         |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 결산 (12월)                   | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
| EPS                        | 8,921   | 10,419  | 12,067  | 13,035  | 14,082  |
| BPS                        | 103,142 | 111,513 | 121,780 | 132,745 | 144,186 |
| DPS                        | 2,160   | 2,590   | 2,990   | 3,300   | 3,640   |
| PER                        | 5.3     | 7.4     | 9.0     | 8.4     | 7.8     |
| PBR                        | 0.5     | 0.7     | 0.9     | 0.8     | 0.8     |
| 배당성향                       | 24.5    | 25.2    | 25.0    | 25.7    | 26.2    |
| 배당수익률                      | 4.5     | 3.4     | 2.7     | 3.0     | 3.3     |

| 건전성지표 (단위: %, 배) |       |       |       |       |       |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월)         | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| 고정이하여신비율         | 0.7   | 0.7   | 0.8   | 0.8   | 0.8   |
| NPL커버리지비율        | 142.9 | 126.0 | 116.3 | 113.5 | 115.4 |
| CCR              | 0.51  | 0.46  | 0.44  | 0.42  | 0.40  |

# BNK금융지주 (138930): 3분기에는 좋 아진다

## 금융



우도형 금융

dohyong.woo@yuantaskorea.com

|             |             |
|-------------|-------------|
| 투자 의견       | BUY (M)     |
| 목표주가        | 24,500원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 18,160원     |
| 상승여력        | 35%         |

|             |                   |
|-------------|-------------------|
| 시가총액        | 56,355억원          |
| 총발행주식수      | 310,327,033주      |
| 60일 평균 거래대금 | 219억원             |
| 60일 평균 거래량  | 1,239,600주        |
| 52주 고       | 22,650원           |
| 52주 저       | 13,810원           |
| 외인지분율       | 39.41%            |
| 주요주주        | 롯데쇼핑 외 6 인 10.82% |

| 주가수익률(%) | 1개월  | 3개월    | 12개월   |
|----------|------|--------|--------|
| 절대       | 2.8  | (1.7)  | 18.6   |
| 상대       | 22.7 | (16.1) | (44.7) |
| 절대(달러환산) | 3.9  | (2.6)  | 8.5    |

- **2Q26 순이익 컨센서스 하회 전망:** BNK금융지주의 2분기 지배주주순이익은 2,192억원으로 컨센서스 2,605억원을 15.9% 하회할 것으로 판단. 컨센서스 하회는 조달비용 상승에 따른 NIM 하락과 총당금 증가에 기인. 이자이익은 전분기 대비 2.0% 증가할 것으로 전망되며 원화대출 전분기 대비 3.6% 증가, 양행 합산 NIM은 조달비용 증가로 전분기 대비 3bp 감소한 1.85%가 예상. 비이자이익은 전분기 대비 4.7% 증가가 예상. 수수료 수익은 전분기와 유사한 수준이 예상되며 기타비이자이익은 1분기 대비 시중금리 상승 폭 축소로 채권평가손실은 제한적으로 판단. 대손비용은 주요하게 경상 총당금 증가로 전분기 대비 18.1% 증가 예상. 중앙그룹 관련 총당금 70억원이 반영될 예정이나 삼정 관련 PF 총당금 100억원 환입이 이를 상쇄할 전망
- **2026년 총주주환원율 47.0% 전망:** BNK금융지주의 26년 총주주환원율은 47.0% 전망. 상반기 자사주 매입규모는 600억원이며 하반기는 추가적으로 600억원 자사주 매입이 기대되며 3분기에 발표가 예상. 이에 따른 26년 말 기대되는 총주주환원수익률은 6.9% (배당 4.7%, 자사주 2.2%). BNK금융의 주주환원정책은 배당총액 전년대비 10% 증액이며 27년 총주주환원율은 49.7%가 기대
- **투자 의견 Buy, 목표주가 24,500원 :** 목표주가 24,500원은 12M Fwd BPS 39,015원에 PBR 0.63배 (향후 3개년 12M fwd ROE 평균 8.0%, COE 10.4%)를 적용하여 산출. 3분기부터 NIM 개선 및 총당금 감소로 실적 개선이 나타날 것으로 판단되며, 또한 3분기 새로운 기업가치제고 계획 발표가 예상되며 투자심리 개선에 긍정적 요인으로 작용할 전망

## Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 순영업수익    | 3,334 | 3,370 | 3,562 | 3,791 | 3,924 |
| 영업이익     | 876   | 903   | 1,038 | 1,209 | 1,307 |
| 지배순이익    | 729   | 815   | 796   | 938   | 1,013 |
| PER (배)  | 4.5   | 6.0   | 6.5   | 5.4   | 4.8   |
| PBR (배)  | 0.33  | 0.47  | 0.48  | 0.44  | 0.41  |
| ROE (%)  | 6.9   | 7.6   | 7.3   | 8.2   | 8.4   |
| ROA (%)  | 0.49  | 0.52  | 0.48  | 0.53  | 0.55  |

자료: 유안타증권 리서치센터

# BNK금융지주 실적 전망

## BNK금융지주 실적 추이 및 전망

| (십억원, %, %p)       | 1Q25    | 2Q25    | 3Q25    | 4Q25    | 1Q26    | 2Q26F   | 3Q26F   | 4Q26F   | 2025    | 2026F   |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 순영업이익              | 854     | 817     | 894     | 804     | 867     | 887     | 938     | 871     | 3,370   | 3,562   |
| 순이자이익              | 736     | 708     | 741     | 768     | 763     | 778     | 799     | 800     | 2,953   | 3,140   |
| 비이자이익              | 119     | 109     | 154     | 36      | 104     | 109     | 139     | 70      | 417     | 422     |
| 수수료손익              | 50      | 38      | 50      | 41      | 69      | 69      | 64      | 55      | 180     | 257     |
| 기타비이자이익            | 68      | 71      | 104     | -6      | 35      | 40      | 75      | 15      | 237     | 165     |
| 판매비와관리비            | 377     | 399     | 378     | 536     | 423     | 421     | 399     | 554     | 1,690   | 1,797   |
| 충전영업이익             | 478     | 419     | 516     | 268     | 444     | 466     | 539     | 316     | 1,680   | 1,765   |
| 충당금전입액             | 272     | 163     | 136     | 207     | 160     | 189     | 181     | 196     | 778     | 728     |
| 영업이익               | 206     | 256     | 380     | 61      | 283     | 277     | 358     | 120     | 903     | 1,038   |
| 영업외손익              | 22      | 142     | 21      | 8       | 0       | 10      | 13      | 10      | 192     | 33      |
| 세전이익               | 228     | 398     | 401     | 69      | 283     | 287     | 371     | 130     | 1,095   | 1,071   |
| 연결기준 당기순이익         | 172     | 314     | 300     | 50      | 217     | 224     | 277     | 99      | 836     | 817     |
| 연결순이익(지배)          | 167     | 309     | 294     | 45      | 211     | 219     | 272     | 93      | 815     | 796     |
| 원화대출성장률 (은행)       | 0.7     | 0.5     | 1.6     | 1.4     | 1.9     | 3.6     | 0.3     | 0.1     | 4.2     | 5.9     |
| 비이자이익비중            | 13.9    | 13.3    | 17.2    | 4.4     | 12.0    | 12.3    | 14.8    | 8.1     | 12.4    | 11.9    |
| NIM (은행)           | 1.84    | 1.86    | 1.80    | 1.81    | 1.88    | 1.85    | 1.86    | 1.86    | 1.83    | 1.86    |
| CIR                | 44.1    | 48.8    | 42.3    | 66.7    | 48.8    | 47.5    | 42.5    | 63.7    | 50.1    | 50.5    |
| CCR                | 0.93    | 0.55    | 0.45    | 0.68    | 0.52    | 0.59    | 0.56    | 0.61    | 0.65    | 0.57    |
| NPL비율              | 1.69    | 1.62    | 1.46    | 1.42    | 1.57    | 1.55    | 1.53    | 1.51    | 1.4     | 1.5     |
| NPL coverage ratio | 84.5    | 85.3    | 90.0    | 84.9    | 76.7    | 81.6    | 82.1    | 84.3    | 84.9    | 84.3    |
| CET-1              | 12.26   | 12.56   | 12.59   | 12.34   | 12.30   | 12.45   | 12.60   | 12.25   | 12.34   | 12.25   |
| ROE                | 6.3     | 11.7    | 11.0    | 1.7     | 7.9     | 8.1     | 9.8     | 3.3     | 7.6     | 7.3     |
| ROA                | 0.4     | 0.8     | 0.7     | 0.1     | 0.5     | 0.5     | 0.6     | 0.2     | 0.5     | 0.5     |
| 자본총계               | 10,509  | 10,610  | 10,724  | 10,724  | 10,724  | 10,984  | 11,155  | 11,207  | 10,724  | 11,207  |
| 자산총계               | 153,915 | 155,535 | 158,409 | 161,095 | 163,099 | 166,169 | 169,260 | 171,164 | 161,095 | 171,164 |

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

BNK금융지주 (138930) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 (단위: 십억원) |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월)        | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| 순이자이익           | 2,977 | 2,953 | 3,140 | 3,287 | 3,374 |
| 이자이익            | 6,949 | 6,473 | 6,515 | 6,890 | 7,075 |
| 이자비용            | 3,972 | 3,519 | 3,375 | 3,603 | 3,701 |
| 비이자이익           | 357   | 417   | 422   | 504   | 550   |
| 순수수료이익          | 220   | 180   | 257   | 252   | 274   |
| 기타비이자이익         | 137   | 237   | 165   | 252   | 277   |
| 순영업수익           | 3,334 | 3,370 | 3,562 | 3,791 | 3,924 |
| 판매비             | 1,567 | 1,690 | 1,797 | 1,860 | 1,921 |
| 총전영업이익          | 1,767 | 1,680 | 1,765 | 1,931 | 2,003 |
| 충당금전입액          | 891   | 778   | 728   | 722   | 697   |
| 영업이익            | 876   | 903   | 1,038 | 1,209 | 1,307 |
| 영업외손익           | 116   | 192   | 33    | 48    | 48    |
| 세전이익            | 992   | 1,095 | 1,071 | 1,257 | 1,355 |
| 법인세             | 242   | 258   | 254   | 299   | 321   |
| 세율              | 24    | 24    | 24    | 24    | 24    |
| 연결순이익           | 750   | 836   | 817   | 959   | 1,034 |
| 지배주주순이익         | 729   | 815   | 796   | 938   | 1,013 |
| 비지배지분이익         | 21    | 21    | 21    | 21    | 21    |

| 성장성지표 (단위: 십억원) |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월)        | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| NIM             | 1.87  | 1.82  | 1.86  | 1.84  | 1.80  |
| ROE             | 6.9   | 7.6   | 7.3   | 8.2   | 8.4   |
| ROA             | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.6   |
| CIR             | 47.0  | 50.1  | 50.5  | 49.1  | 49.0  |
| 자산증가율           | 4.6   | 5.7   | 6.3   | 4.8   | 4.8   |
| 대출증가율           | 2.8   | 4.9   | 5.8   | 5.9   | 5.8   |
| 순이익증가율          | 13.9  | 11.9  | (2.4) | 17.8  | 8.0   |

| 적정성지표 (단위: %, 배) |       |       |       |       |       |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월)         | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| BIS비율            | 14.1  | 13.7  | 13.0  | 12.9  | 13.0  |
| 기본자본비율           | 13.6  | 13.3  | 12.7  | 12.6  | 12.7  |
| CET1             | 12.3  | 12.3  | 12.2  | 12.2  | 12.3  |

| 재무상태표 (단위: 십억원) |         |         |         |         |         |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 결산 (12월)        | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
| 현금 및 예치금        | 5,818   | 7,143   | 5,761   | 6,036   | 6,325   |
| 유가증권            | 28,219  | 29,960  | 32,929  | 34,501  | 36,152  |
| 대출채권            | 113,946 | 119,565 | 126,468 | 133,925 | 141,741 |
| 유무형자산           | 1,534   | 1,545   | 1,570   | 1,572   | 1,572   |
| 기타자산            | 2,954   | 2,882   | 4,436   | 3,302   | 2,125   |
| 자산총계            | 152,471 | 161,095 | 171,164 | 179,336 | 187,915 |
| 예수부채            | 107,855 | 113,478 | 119,039 | 125,047 | 131,397 |
| 차입부채            | 25,423  | 27,891  | 31,536  | 33,128  | 34,810  |
| 기타부채            | 8,044   | 8,485   | 8,932   | 8,960   | 8,962   |
| 부채총계            | 141,323 | 149,854 | 159,508 | 167,136 | 175,169 |
| 지배주주자본          | 10,773  | 10,724  | 11,207  | 11,752  | 12,297  |
| 자본금             | 1,630   | 1,630   | 1,630   | 1,630   | 1,630   |
| 신종자본증권          | 728     | 349     | 349     | 349     | 349     |
| 자본잉여금           | 771     | 754     | 754     | 754     | 754     |
| 이익잉여금           | 7,679   | 8,074   | 8,557   | 9,101   | 9,646   |
| 기타포괄손익          | -34     | -82     | -82     | -82     | -82     |
| 비지배주주자본         | 449     | 449     | 449     | 449     | 449     |
| 자본총계            | 11,148  | 11,242  | 11,656  | 12,201  | 12,746  |

| Valuation 지표 (단위: 원, %, 배) |        |        |        |        |        |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 결산 (12월)                   | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
| EPS                        | 2,288  | 2,626  | 2,619  | 3,169  | 3,542  |
| BPS                        | 31,551 | 33,434 | 35,737 | 38,545 | 41,800 |
| DPS                        | 650    | 735    | 830    | 940    | 1,070  |
| PER                        | 4.5    | 6.0    | 6.5    | 5.4    | 4.8    |
| PBR                        | 0.3    | 0.5    | 0.5    | 0.4    | 0.4    |
| 배당성향                       | 28.5   | 28.2   | 31.9   | 30.0   | 30.6   |
| 배당수익률                      | 6.3    | 4.6    | 4.9    | 5.5    | 6.3    |

| 건전성지표 (단위: %, 배) |       |       |       |       |       |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월)         | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| 고정이하여신비율         | 1.3   | 1.4   | 1.5   | 1.4   | 1.3   |
| NPL커버리지비율        | 106.8 | 84.9  | 84.3  | 87.6  | 89.8  |
| CCR              | 0.78  | 0.65  | 0.58  | 0.54  | 0.50  |

# 하나금융지주 (086790): 총당금 우려 크지 않다

## 금융



우도형 금융  
dohyoong.woo@yuantaikorea.com

|             |              |
|-------------|--------------|
| 투자 의견       | BUY (M)      |
| 목표주가        | 170,000원 (M) |
| 현재주가 (7/13) | 132,600원     |
| 상승여력        | 28%          |

|             |              |       |        |
|-------------|--------------|-------|--------|
| 시가총액        | 363,812억원    |       |        |
| 총발행주식수      | 274,367,748주 |       |        |
| 60일 평균 거래대금 | 1,114억원      |       |        |
| 60일 평균 거래량  | 916,638주     |       |        |
| 52주 고       | 132,600원     |       |        |
| 52주 저       | 81,200원      |       |        |
| 외인지분율       | 68.28%       |       |        |
| 주요주주        | 국민연금공단 8.80% |       |        |
| 주가수익률(%)    | 1개월          | 3개월   | 12개월   |
| 절대          | 9.6          | 10.5  | 42.3   |
| 상대          | 30.8         | (5.7) | (33.6) |
| 절대(달러환산)    | 10.8         | 9.5   | 30.2   |

- **2Q26 순이익 컨센서스 부합 전망:** 하나금융지주의 2분기 지배주주순이익은 1조 2,227억원으로 컨센서스에 부합할 것으로 판단. 이자이익은 전분기 대비 1.2% 증가할 것으로 전망되며 원화대출 전분기 대비 1.3% 증가, 은행 NIM은 전분기 대비 3bp 상승한 1.61%가 예상. 비이자이익은 전분기 대비 11.4% 증가가 예상. 수수료 수익은 전분기 대비 양호할 것으로 전망되나 기타비이자이익은 환율 상승 및 유가증권 하락으로 전분기와 유사한 수준 예상. 판관비는 특이사항은 없으나 3분기 ERP가 반영될 전망. 대손비용은 중앙그룹 관련 총당금 500억원 반영이 예상. 중앙그룹 관련 익스포저는 그룹 4,000억원으로 은행 3,500억원, 캐피탈 500억원. 총당금 500억원은 은행 비담보 금액 500억원과 캐피탈 500억원의 익스포저에 대해 50% 총당금을 가정한 금액. 대손비용률은 연간 30bp 수준이 예상되며 2분기 중앙그룹 총당금 3분기 경상 총당금 증가로 매분기 점진적 상승 흐름 예상. ELS 과징금 환입은 3분기에 반영될 것으로 판단.
- **CET-1비율 13% 수준 관리:** 금융당국의 자본규제 합리화 방안 실시로 1분기 잠정 CET-1은 13.09%였지만 구조적 외화포지션 12bp 개선을 반영하며 2분기는 13.23%로 시작하였으며 두나무 투자로 11bp 하락하며 13.12%를 기록할 예정. 환율 민감도는 10원당 2.2bp 수준. 운영리스크 완화 반영 시점은 3분기가 될 것으로 판단되며 10bp 초중반 개선이 예상
- **2026년 총주주환원율 50.6% 전망:** 하나금융지주의 26년 총주주환원율은 50.6%가 전망. 상반기 자사주 매입규모는 4천억원이며 하반기는 추가적으로 6천억원 자사주 매입 발표가 예상. 이에 따른 26년 말 기대되는 총주주환원수익률은 6.9% (배당 3.7%, 자사주 3.1%)
- **투자 의견 Buy, 목표주가 170,000원 :** 신한지주에 대해 투자 의견 Buy 목표주가 170,000원을 제시

## Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 순영업수익    | 10,687 | 11,377 | 12,492 | 13,186 | 13,675 |
| 영업이익     | 4,855  | 5,351  | 6,150  | 6,434  | 6,675  |
| 지배순이익    | 3,739  | 4,003  | 4,517  | 4,727  | 4,902  |
| PER (배)  | 4.3    | 6.4    | 6.1    | 5.6    | 5.2    |
| PBR (배)  | 0.41   | 0.63   | 0.64   | 0.59   | 0.54   |
| ROE (%)  | 9.1    | 9.2    | 9.8    | 9.8    | 9.7    |
| ROA (%)  | 0.61   | 0.61   | 0.66   | 0.66   | 0.65   |

자료: 유안타증권 리서치센터

# 하나금융지주 실적 전망

## 하나금융지주 실적 추이 및 전망

| (십억원, %, %p)       | 1Q25    | 2Q25    | 3Q25    | 4Q25    | 1Q26    | 2Q26F   | 3Q26F   | 4Q26F   | 2025    | 2026F   |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 순영업이익              | 2,935   | 2,954   | 2,917   | 2,570   | 3,089   | 3,185   | 3,291   | 2,927   | 11,377  | 12,492  |
| 순이자이익              | 2,273   | 2,216   | 2,291   | 2,383   | 2,505   | 2,535   | 2,582   | 2,595   | 9,163   | 10,218  |
| 비이자이익              | 663     | 738     | 626     | 187     | 584     | 650     | 709     | 332     | 2,213   | 2,275   |
| 수수료손익              | 522     | 559     | 570     | 576     | 668     | 710     | 653     | 632     | 2,226   | 2,663   |
| 기타비이자이익            | 141     | 179     | 56      | -389    | -84     | -60     | 56      | -300    | -13     | -388    |
| 판매비와관리비            | 1,143   | 1,124   | 1,146   | 1,274   | 1,198   | 1,198   | 1,237   | 1,387   | 4,688   | 5,020   |
| 충전영업이익             | 1,792   | 1,830   | 1,771   | 1,296   | 1,891   | 1,988   | 2,054   | 1,540   | 6,689   | 7,472   |
| 충당금전입액             | 304     | 336     | 293     | 406     | 237     | 323     | 345     | 417     | 1,338   | 1,322   |
| 영업이익               | 1,489   | 1,493   | 1,478   | 890     | 1,654   | 1,665   | 1,709   | 1,123   | 5,351   | 6,150   |
| 영업외손익              | 47      | 53      | 53      | -45     | 57      | 50      | 50      | 50      | 108     | 207     |
| 세전이익               | 1,535   | 1,547   | 1,531   | 846     | 1,711   | 1,715   | 1,759   | 1,173   | 5,459   | 6,358   |
| 연결기준 당기순이익         | 1,138   | 1,185   | 1,136   | 578     | 1,231   | 1,243   | 1,275   | 850     | 4,037   | 4,600   |
| 연결순이익(지배)          | 1,128   | 1,173   | 1,132   | 569     | 1,210   | 1,223   | 1,255   | 829.8   | 4,003   | 4,517   |
| 원화대출성장률 (은행)       | 0.5     | 2.1     | 2.6     | 0.0     | 0.9     | 1.3     | 1.5     | 0.8     | 5.2     | 4.5     |
| 비이자이익비중            | 22.6    | 25.0    | 21.5    | 7.3     | 18.9    | 20.4    | 21.5    | 11.3    | 19.5    | 18.2    |
| NIM (은행)           | 1.48    | 1.48    | 1.50    | 1.52    | 1.58    | 1.61    | 1.61    | 1.61    | 1.49    | 1.60    |
| CIR                | 38.9    | 38.1    | 39.3    | 49.6    | 38.8    | 37.6    | 37.6    | 47.4    | 41.2    | 40.2    |
| CCR                | 0.29    | 0.32    | 0.27    | 0.37    | 0.21    | 0.28    | 0.30    | 0.36    | 0.30    | 0.28    |
| NPL비율              | 0.70    | 0.75    | 0.73    | 0.72    | 0.80    | 0.79    | 0.78    | 0.77    | 0.7     | 0.8     |
| NPL coverage ratio | 115.2   | 106.2   | 105.0   | 109.8   | 95.6    | 96.1    | 97.0    | 98.0    | 109.8   | 98.0    |
| CET-1              | 13.23   | 13.39   | 13.33   | 13.37   | 13.09   | 13.26   | 13.48   | 13.35   | 13.37   | 13.35   |
| ROE                | 10.5    | 10.8    | 10.4    | 5.1     | 10.8    | 10.7    | 10.8    | 7.1     | 9.2     | 9.8     |
| ROA                | 0.7     | 0.7     | 0.7     | 0.3     | 0.7     | 0.7     | 0.7     | 0.5     | 0.6     | 0.7     |
| 자본총계               | 43,466  | 43,195  | 43,936  | 44,580  | 45,361  | 46,255  | 46,785  | 47,289  | 44,580  | 47,289  |
| 자산총계               | 644,359 | 642,043 | 659,078 | 674,591 | 685,368 | 692,779 | 695,803 | 703,374 | 674,591 | 703,374 |

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

하나금융지주 (086790) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 (단위: 십억원) |        |        |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 결산 (12월)        | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
| 순이자이익           | 8,761  | 9,163  | 10,218 | 10,575 | 10,815 |
| 이자이익            | 24,117 | 22,460 | 22,938 | 24,512 | 25,213 |
| 이자비용            | 15,356 | 13,296 | 12,721 | 13,938 | 14,399 |
| 비이자이익           | 1,926  | 2,213  | 2,275  | 2,611  | 2,860  |
| 순수수료이익          | 2,070  | 2,226  | 2,663  | 2,711  | 2,820  |
| 기타비이자이익         | -144   | -13    | -388   | -100   | 40     |
| 순영업수익           | 10,687 | 11,377 | 12,492 | 13,186 | 13,675 |
| 판매비             | 4,530  | 4,688  | 5,020  | 5,426  | 5,645  |
| 총전영업이익          | 6,157  | 6,689  | 7,472  | 7,760  | 8,029  |
| 충당금전입액          | 1,302  | 1,338  | 1,322  | 1,327  | 1,354  |
| 영업이익            | 4,855  | 5,351  | 6,150  | 6,434  | 6,675  |
| 영업외손익           | 197    | 108    | 207    | 200    | 200    |
| 세전이익            | 5,052  | 5,459  | 6,358  | 6,634  | 6,875  |
| 법인세             | 1,284  | 1,422  | 1,758  | 1,824  | 1,891  |
| 세율              | 25     | 26     | 28     | 28     | 28     |
| 연결순이익           | 3,769  | 4,037  | 4,600  | 4,809  | 4,985  |
| 지배주주순이익         | 3,739  | 4,003  | 4,517  | 4,727  | 4,902  |
| 비지배지분이익         | 30     | 34     | 82     | 82     | 82     |

| 성장성지표 (단위: 십억원) |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월)        | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| NIM             | 1.47  | 1.49  | 1.60  | 1.59  | 1.55  |
| ROE             | 9.1   | 9.2   | 9.8   | 9.8   | 9.7   |
| ROA             | 0.6   | 0.6   | 0.7   | 0.7   | 0.7   |
| CIR             | 42.4  | 41.2  | 40.2  | 41.1  | 41.3  |
| 자산증가율           | 7.8   | 5.8   | 4.3   | 4.8   | 4.3   |
| 대출증가율           | 5.8   | 7.6   | 1.2   | 4.5   | 4.5   |
| 순이익증가율          | 9.3   | 7.1   | 12.8  | 4.6   | 3.7   |

| 적정성지표 (단위: %, 배) |       |       |       |       |       |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월)         | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| BIS비율            | 15.6  | 15.6  | 15.4  | 15.3  | 15.2  |
| 기본자본비율           | 14.8  | 14.9  | 14.8  | 14.7  | 14.6  |
| CET1             | 13.2  | 13.4  | 13.4  | 13.3  | 13.3  |

| 재무상태표 (단위: 십억원) |         |         |         |         |         |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 결산 (12월)        | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
| 현금 및 예치금        | 40,405  | 43,340  | 47,149  | 49,413  | 51,538  |
| 유가증권            | 152,823 | 154,498 | 163,366 | 171,208 | 178,572 |
| 대출채권            | 403,384 | 434,223 | 439,284 | 459,234 | 479,678 |
| 유무형자산           | 9,906   | 10,218  | 10,370  | 10,380  | 10,380  |
| 기타자산            | 31,329  | 32,312  | 43,204  | 46,903  | 48,674  |
| 자산총계            | 637,848 | 674,591 | 703,374 | 737,137 | 768,842 |
| 예수부채            | 390,209 | 409,385 | 410,849 | 430,883 | 449,292 |
| 차입부채            | 111,023 | 123,269 | 125,969 | 132,112 | 137,757 |
| 기타부채            | 93,039  | 96,291  | 118,186 | 123,553 | 129,053 |
| 부채총계            | 594,271 | 628,945 | 655,004 | 686,548 | 716,102 |
| 지배주주자본          | 42,701  | 44,580  | 47,289  | 49,507  | 51,658  |
| 자본금             | 1,501   | 1,501   | 1,501   | 1,501   | 1,501   |
| 신종자본증권          | 4,140   | 4,270   | 4,270   | 4,270   | 4,270   |
| 자본잉여금           | 10,579  | 10,576  | 3,176   | 3,176   | 3,176   |
| 이익잉여금           | 27,640  | 29,691  | 39,877  | 42,175  | 44,406  |
| 기타포괄손익          | -1,159  | -1,458  | -1,535  | -1,615  | -1,695  |
| 비지배주주자본         | 876     | 1,066   | 1,081   | 1,081   | 1,081   |
| 자본총계            | 43,577  | 45,646  | 48,371  | 50,588  | 52,739  |

| Valuation 지표 (단위: 원, %, 배) |         |         |         |         |         |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 결산 (12월)                   | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
| EPS                        | 13,291  | 14,795  | 17,400  | 18,938  | 20,460  |
| BPS                        | 137,082 | 148,995 | 165,717 | 181,241 | 197,783 |
| DPS                        | 3,600   | 4,105   | 4,680   | 5,355   | 6,135   |
| PER                        | 4.3     | 6.4     | 6.1     | 5.6     | 5.2     |
| PBR                        | 0.4     | 0.6     | 0.6     | 0.6     | 0.5     |
| 배당성향                       | 27.2    | 28.0    | 27.4    | 28.8    | 30.6    |
| 배당수익률                      | 6.3     | 4.4     | 4.4     | 5.0     | 5.8     |

| 건전성지표 (단위: %, 배) |       |       |       |       |       |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월)         | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| 고정이하여신비율         | 0.6   | 0.7   | 0.8   | 0.7   | 0.7   |
| NPL커버리지비율        | 128.7 | 109.8 | 98.0  | 102.2 | 106.8 |
| CCR              | 0.30  | 0.31  | 0.29  | 0.28  | 0.27  |

### 삼성전기 (009150) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

### LG전자 (066570) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

### LG이노텍 (011070) 투자등급 및 목표주가 추이



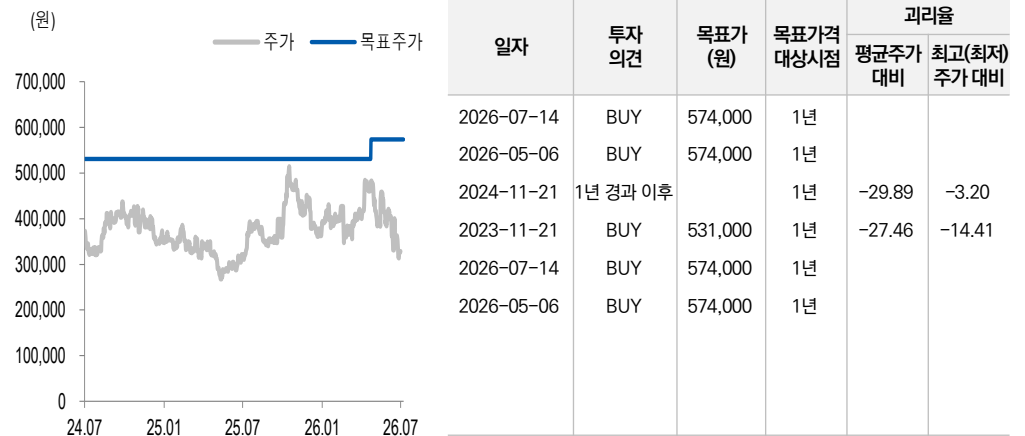
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

### LG에너지솔루션 (373220) 투자등급 및 목표주가 추이



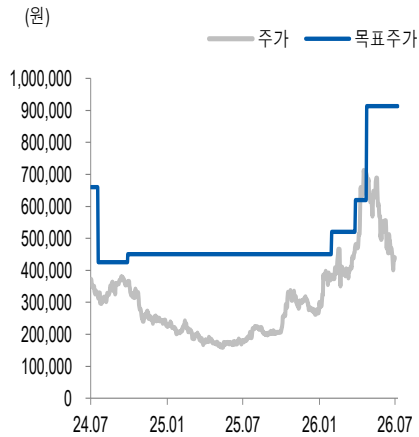
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## 삼성SDI (006400) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율     |              |
|------------|-------|---------|-----------|---------|--------------|
|            |       |         |           | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2026-07-14 | BUY   | 913,000 | 1년        |         |              |
| 2026-05-06 | BUY   | 913,000 | 1년        |         |              |
| 2026-04-09 | BUY   | 620,000 | 1년        | -4.92   | 14.84        |
| 2026-02-11 | BUY   | 520,000 | 1년        | -21.21  | -9.33        |
| 2025-04-21 | BUY   | 450,000 | 1년        | -46.75  | -11.89       |
| 2024-10-10 | BUY   | 450,000 | 1년        | -46.83  | -18.85       |
| 2024-07-31 | BUY   | 425,000 | 1년        | -20.00  | -10.74       |
| 2023-11-21 | BUY   | 660,000 | 1년        | -39.45  | -27.91       |

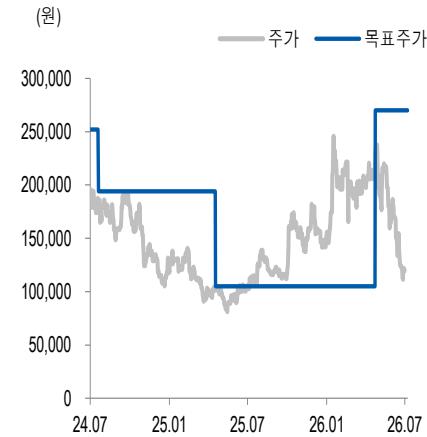
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## 에코프로비엠 (247540) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자 의견    | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율     |              |
|------------|----------|---------|-----------|---------|--------------|
|            |          |         |           | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2026-07-14 | BUY      | 270,000 | 1년        |         |              |
| 2026-05-06 | BUY      | 270,000 | 1년        |         |              |
| 2026-04-30 | 1년 경과 이후 |         | 1년        | 105.24  | 105.24       |
| 2025-04-30 | HOLD     | 105,000 | 1년        | 41.26   | 134.29       |
| 2024-08-01 | HOLD     | 194,000 | 1년        | -28.62  | -0.52        |
| 2023-11-30 | HOLD     | 252,000 | 1년        | -5.20   | -30.95       |

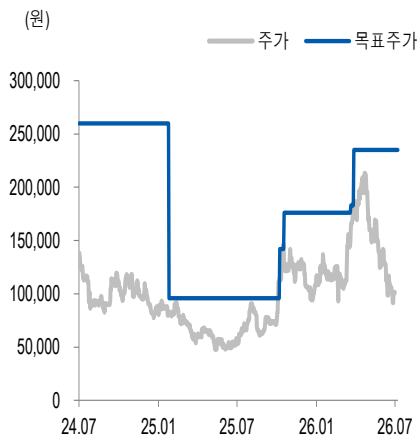
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## 엘앤에프 (066970) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율     |              |
|------------|-------|---------|-----------|---------|--------------|
|            |       |         |           | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2026-07-14 | BUY   | 235,000 | 1년        |         |              |
| 2026-04-09 | BUY   | 235,000 | 1년        |         |              |
| 2026-04-02 | BUY   | 183,000 | 1년        | -3.54   | 1.09         |
| 2025-10-30 | BUY   | 176,000 | 1년        | -31.99  | -11.42       |
| 2025-10-20 | BUY   | 142,000 | 1년        | -8.33   | 3.52         |
| 2025-02-06 | BUY   | 96,000  | 1년        | -30.16  | 15.63        |
| 2024-05-07 | BUY   | 260,000 | 1년        | -56.48  | -34.00       |

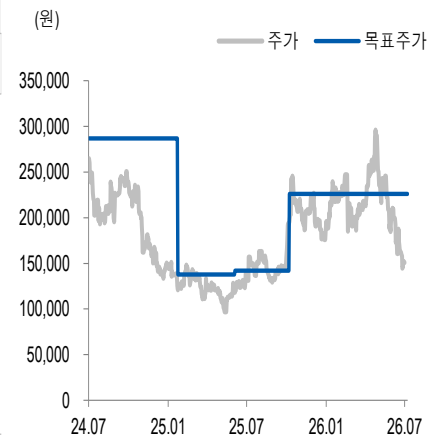
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## 포스코퓨처엠 (003670) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율     |              |
|------------|-------|---------|-----------|---------|--------------|
|            |       |         |           | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2026-07-14 | BUY   | 226,000 | 1년        |         |              |
| 2025-10-20 | BUY   | 226,000 | 1년        |         |              |
| 2025-06-16 | HOLD  | 142,000 | 1년        | 0.33    | 36.27        |
| 2025-02-04 | HOLD  | 137,643 | 1년        | -10.14  | 7.75         |
| 2024-05-07 | HOLD  | 286,917 | 1년        | -26.33  | -3.38        |

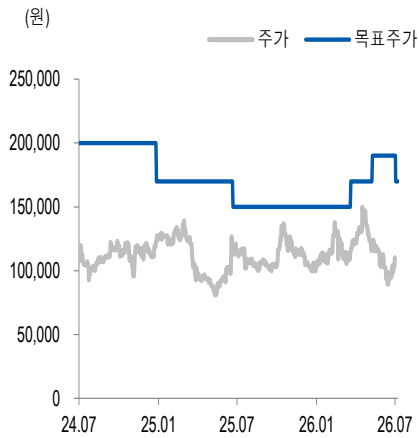
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## SK이노베이션 (096770) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율     |              |
|------------|-------|---------|-----------|---------|--------------|
|            |       |         |           | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2026-07-14 | BUY   | 170,000 | 1년        |         |              |
| 2026-05-22 | BUY   | 190,000 | 1년        | -44.74  | -35.95       |
| 2026-04-02 | BUY   | 170,000 | 1년        | -24.14  | -11.88       |
| 2025-07-04 | BUY   | 150,000 | 1년        | -25.12  | -8.20        |
| 2025-01-08 | BUY   | 170,000 | 1년        | -35.31  | -18.12       |
| 2024-06-04 | BUY   | 200,000 | 1년        | -44.32  | -38.50       |

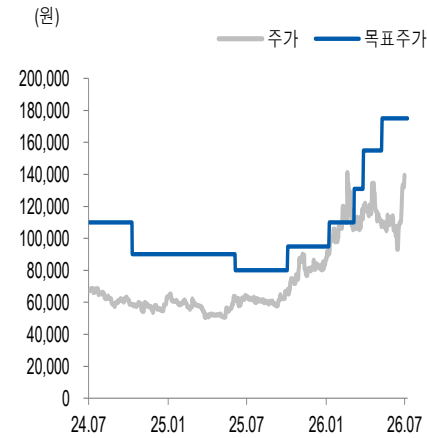
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## S-Oil (010950) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자 의견    | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율     |              |
|------------|----------|---------|-----------|---------|--------------|
|            |          |         |           | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2026-07-14 | BUY      | 175,000 | 1년        |         |              |
| 2026-05-22 | BUY      | 175,000 | 1년        |         |              |
| 2026-04-09 | BUY      | 155,000 | 1년        | -24.09  | -13.23       |
| 2026-03-19 | BUY      | 131,000 | 1년        | -15.33  | -9.85        |
| 2026-01-20 | BUY      | 110,000 | 1년        | -0.43   | 28.45        |
| 2025-10-16 | BUY      | 95,000  | 1년        | -14.90  | -3.37        |
| 2025-06-17 | BUY      | 80,000  | 1년        | -23.32  | -16.50       |
| 2024-10-22 | BUY      | 90,000  | 1년        | -36.71  | -27.44       |
| 2024-07-18 | 1년 경과 이후 |         | 1년        | -42.79  | -37.45       |

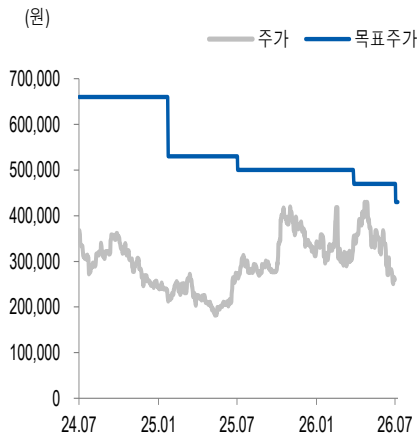
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## LG화학 (051910) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율     |              |
|------------|-------|---------|-----------|---------|--------------|
|            |       |         |           | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2026-07-14 | BUY   | 430,000 | 1년        |         |              |
| 2026-04-09 | BUY   | 470,000 | 1년        | -26.60  | -8.62        |
| 2025-07-15 | BUY   | 500,000 | 1년        | -34.51  | -16.10       |
| 2025-02-04 | BUY   | 530,000 | 1년        | -57.49  | -48.30       |
| 2024-07-09 | BUY   | 660,000 | 1년        | -54.61  | -44.32       |

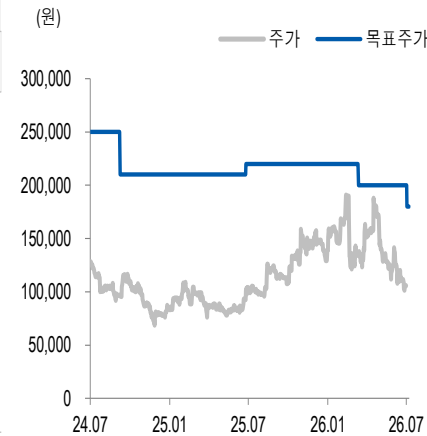
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## 대한유화 (006650) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율     |              |
|------------|-------|---------|-----------|---------|--------------|
|            |       |         |           | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2026-07-14 | BUY   | 180,000 | 1년        |         |              |
| 2026-03-25 | BUY   | 200,000 | 1년        | -31.85  | -6.00        |
| 2025-07-08 | BUY   | 220,000 | 1년        | -40.25  | -13.32       |
| 2024-09-20 | BUY   | 210,000 | 1년        | -56.76  | -44.52       |
| 2024-01-31 | BUY   | 250,000 | 1년        | -47.84  | -36.76       |

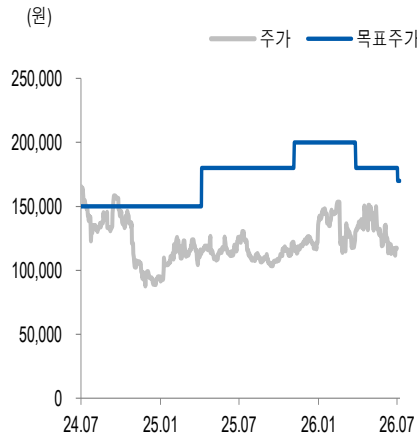
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## 금호석유 (011780) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자 의견    | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율     |              |
|------------|----------|---------|-----------|---------|--------------|
|            |          |         |           | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2026-07-14 | BUY      | 170,000 | 1년        |         |              |
| 2026-04-09 | BUY      | 180,000 | 1년        | -27.37  | -16.22       |
| 2025-11-18 | BUY      | 200,000 | 1년        | -35.39  | -23.30       |
| 2025-04-18 | BUY      | 180,000 | 1년        | -36.48  | -27.61       |
| 2024-08-22 | 1년 경과 이후 |         | 1년        | -21.37  | 5.40         |
| 2023-08-22 | HOLD     | 150,000 | 1년        | -9.70   | 10.13        |

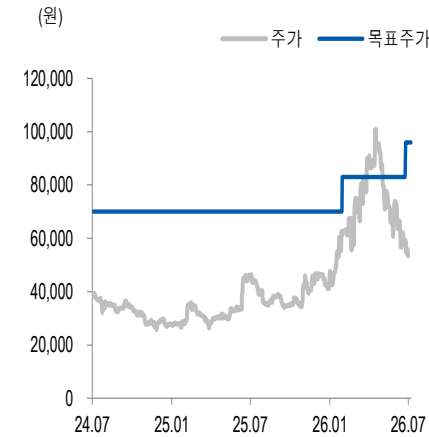
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## 코오롱인더 (120110) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자 의견    | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율     |              |
|------------|----------|---------|-----------|---------|--------------|
|            |          |         |           | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2026-07-14 | BUY      | 96,000  | 1년        |         |              |
| 2026-07-07 | BUY      | 96,000  | 1년        |         |              |
| 2026-02-11 | BUY      | 83,000  | 1년        | -10.18  | 21.57        |
| 2024-12-05 | 1년 경과 이후 |         | 1년        | -47.74  | -10.57       |
| 2023-12-05 | BUY      | 70,000  | 1년        | -46.74  | -35.36       |

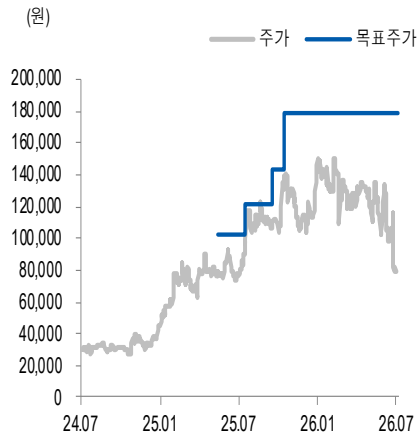
자료: 유안타증권

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



| 일자         | 투자 의견     | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율     |              |
|------------|-----------|---------|-----------|---------|--------------|
|            |           |         |           | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2026-07-14 | BUY       | 179,000 | 1년        |         |              |
| 2025-10-28 | BUY       | 179,000 | 1년        |         |              |
| 2025-10-01 | BUY       | 143,000 | 1년        | -17.63  | -2.31        |
| 2025-07-30 | BUY       | 121,000 | 1년        | -7.73   | 1.82         |
| 2025-05-28 | BUY       | 102,000 | 1년        | -19.59  | -4.31        |
| 2025-05-15 | Not Rated | -       | 1년        |         |              |

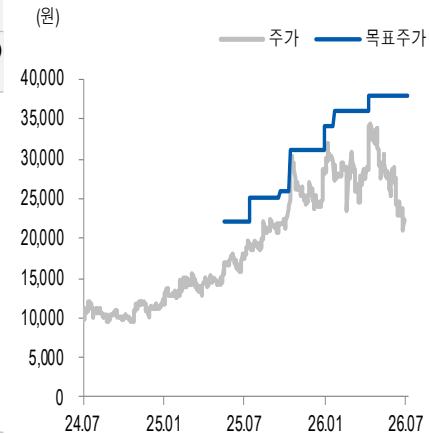
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## 삼성중공업 (010140) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율     |              |
|------------|-------|---------|-----------|---------|--------------|
|            |       |         |           | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2026-07-14 | BUY   | 38,000  | 1년        |         |              |
| 2026-04-23 | BUY   | 38,000  | 1년        |         |              |
| 2026-02-02 | BUY   | 36,000  | 1년        | -22.09  | -11.67       |
| 2026-01-12 | BUY   | 34,000  | 1년        | -11.64  | -6.32        |
| 2025-10-24 | BUY   | 31,000  | 1년        | -16.09  | -2.26        |
| 2025-10-01 | BUY   | 26,000  | 1년        | -13.15  | -7.31        |
| 2025-07-25 | BUY   | 25,000  | 1년        | -18.32  | -10.60       |
| 2025-05-28 | BUY   | 22,000  | 1년        | -20.95  | -11.05       |

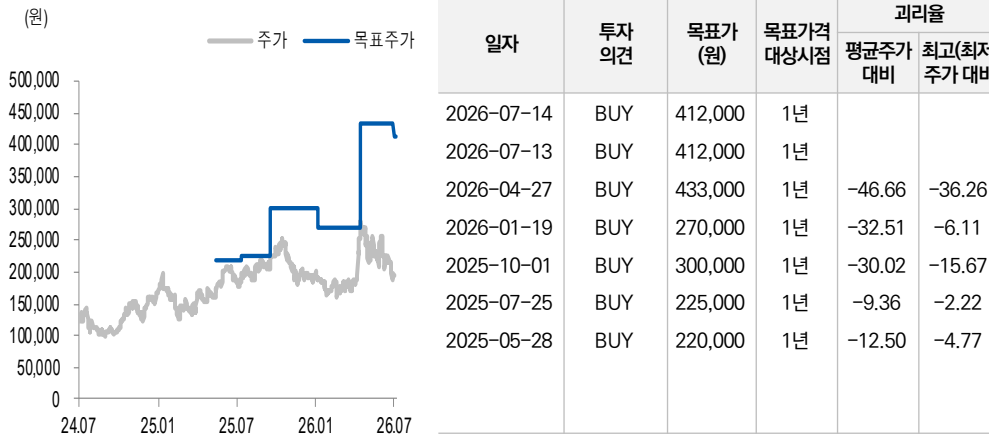
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## HD현대마린솔루션 (443060) 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"

## LIG디펜스엔에어로스페이스 (079550) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## 한화에어로스페이스(012450) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## 한화시스템 (272210) 투자등급 및 목표주가 추이



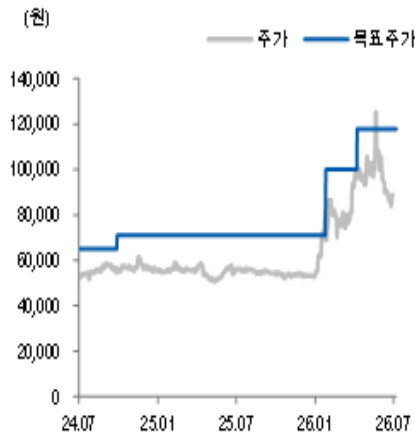
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## SK텔레콤 (017670) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자 의견    | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율     |              |
|------------|----------|---------|-----------|---------|--------------|
|            |          |         |           | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2026-07-14 | BUY      | 118,000 | 1년        |         |              |
| 2026-04-20 | BUY      | 118,000 | 1년        |         |              |
| 2026-02-06 | BUY      | 100,000 | 1년        | -18.85  | -1.70        |
| 2025-10-10 | 1년 경과 이후 |         | 1년        | -21.04  | 9.72         |
| 2024-10-10 | BUY      | 71,000  | 1년        | -21.53  | -13.38       |
| 2023-10-12 | BUY      | 65,000  | 1년        | -19.85  | -10.15       |

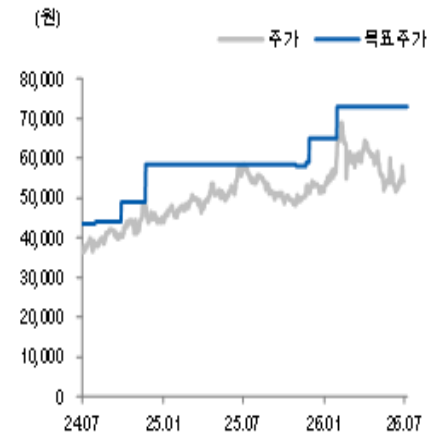
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## KT (030200) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율     |              |
|------------|-------|---------|-----------|---------|--------------|
|            |       |         |           | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2026-07-14 | BUY   | 73,000  | 1년        |         |              |
| 2026-02-11 | BUY   | 73,000  | 1년        |         |              |
| 2025-12-10 | BUY   | 65,000  | 1년        | -16.68  | -6.62        |
| 2025-12-03 | BUY   | 59,000  | 1년        | -11.31  | -10.00       |
| 2025-11-10 | BUY   | 58,000  | 1년        | -13.86  | -12.59       |
| 2024-12-04 | BUY   | 58,500  | 1년        | -14.10  | -0.17        |
| 2024-10-10 | BUY   | 49,000  | 1년        | -10.56  | 0.00         |
| 2024-08-12 | BUY   | 44,000  | 1년        | -8.70   | -4.43        |
| 2023-10-12 | BUY   | 43,500  | 1년        | -17.59  | -2.99        |

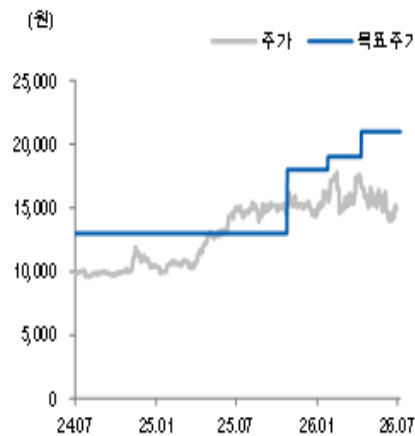
자료: 유안타증권

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



| 일자         | 투자 의견    | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율     |              |
|------------|----------|---------|-----------|---------|--------------|
|            |          |         |           | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2026-07-14 | BUY      | 21,000  | 1년        |         |              |
| 2026-04-23 | BUY      | 21,000  | 1년        |         |              |
| 2026-02-06 | BUY      | 19,000  | 1년        | -14.88  | -6.26        |
| 2025-11-06 | BUY      | 18,000  | 1년        | -14.97  | -9.33        |
| 2024-10-12 | 1년 경과 이후 |         | 1년        | -4.78   | 18.46        |
| 2023-10-12 | BUY      | 13,000  | 1년        | -23.10  | -19.23       |

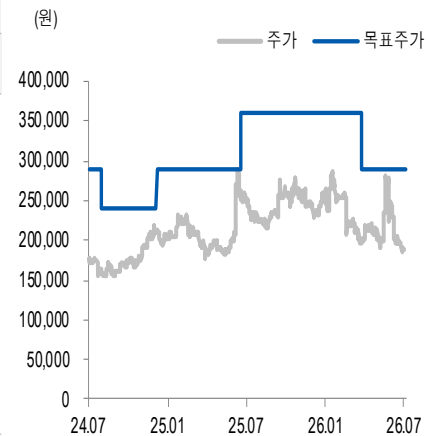
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자 의견    | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율     |              |
|------------|----------|---------|-----------|---------|--------------|
|            |          |         |           | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2026-07-14 | BUY      | 290,000 | 1년        |         |              |
| 2026-04-09 | BUY      | 290,000 | 1년        |         |              |
| 2025-06-30 | BUY      | 360,000 | 1년        | -32.77  | -20.28       |
| 2024-12-18 | BUY      | 290,000 | 1년        | -28.75  | 0.17         |
| 2024-08-12 | BUY      | 240,000 | 1년        | -26.11  | -9.17        |
| 2024-07-24 | 1년 경과 이후 |         | 1년        | -41.81  | -38.62       |
| 2023-07-24 | BUY      | 290,000 | 1년        | -31.76  | -19.14       |

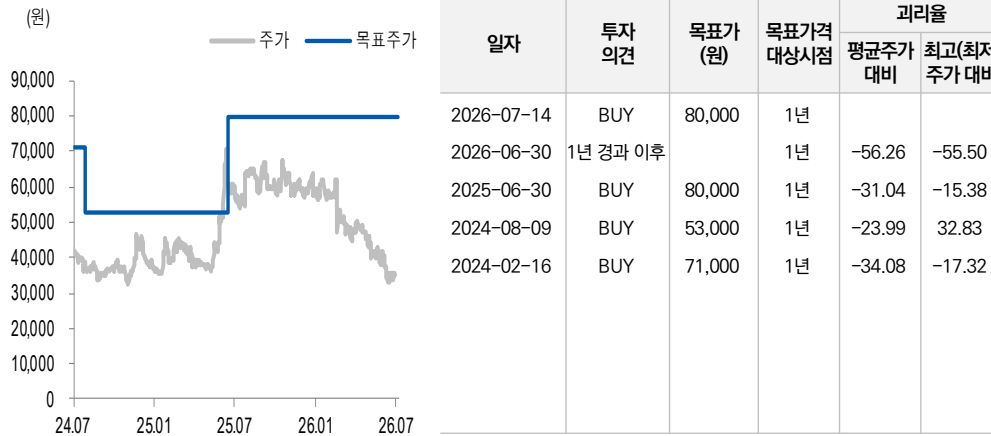
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## 카카오 (035720) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## 삼성에스디에스 (018260) 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"

## LG씨엔에스 (064400) 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"

## 삼성바이오로직스 (207940) 투자등급 및 목표주가 추이



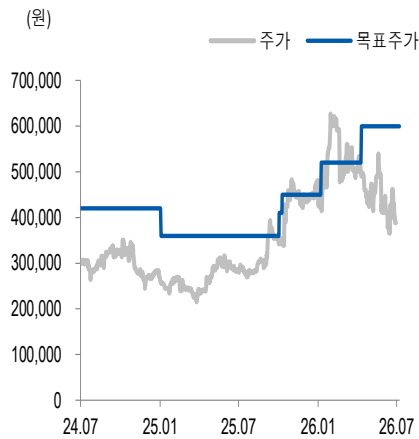
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## 한미약품 (128940) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자 의견    | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율     |              |
|------------|----------|---------|-----------|---------|--------------|
|            |          |         |           | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2026-07-14 | BUY      | 600,000 | 1년        |         |              |
| 2026-04-23 | BUY      | 600,000 | 1년        |         |              |
| 2026-01-20 | BUY      | 520,000 | 1년        | 1.27    | 20.38        |
| 2025-10-22 | BUY      | 450,000 | 1년        | -2.03   | 7.33         |
| 2025-10-15 | BUY      | 410,000 | 1년        | -15.52  | -13.78       |
| 2025-01-15 | BUY      | 360,000 | 1년        | -22.49  | 9.17         |
| 2025-01-12 | 1년 경과 이후 |         | 1년        | -37.98  | -37.98       |
| 2024-01-12 | BUY      | 420,000 | 1년        | -26.96  | -16.55       |

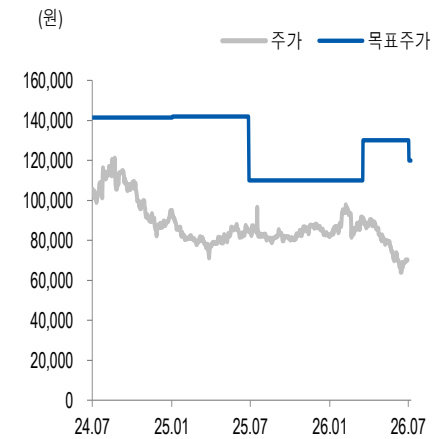
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## 종근당 (185750) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율     |              |
|------------|-------|---------|-----------|---------|--------------|
|            |       |         |           | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2026-07-14 | BUY   | 120,000 | 1년        |         |              |
| 2026-03-31 | BUY   | 130,000 | 1년        | -39.41  | -30.00       |
| 2025-07-10 | BUY   | 110,000 | 1년        | -22.81  | -11.18       |
| 2025-01-15 | BUY   | 142,000 | 1년        | -42.45  | -35.21       |
| 2024-02-06 | BUY   | 141,380 | 1년        | -28.55  | -14.32       |

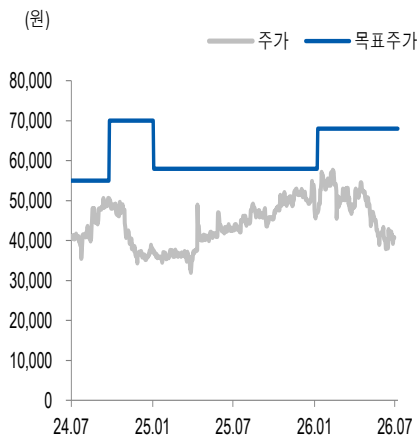
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## HK이노엔 (195940) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자 의견    | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율     |              |
|------------|----------|---------|-----------|---------|--------------|
|            |          |         |           | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2026-07-14 | BUY      | 68,000  | 1년        |         |              |
| 2026-01-20 | BUY      | 68,000  | 1년        |         |              |
| 2026-01-15 | 1년 경과 이후 |         | 1년        | -19.01  | -18.97       |
| 2025-01-15 | BUY      | 58,000  | 1년        | -24.82  | -5.52        |
| 2024-10-07 | BUY      | 70,000  | 1년        | -40.70  | -28.71       |
| 2023-11-16 | BUY      | 55,000  | 1년        | -26.87  | -8.18        |

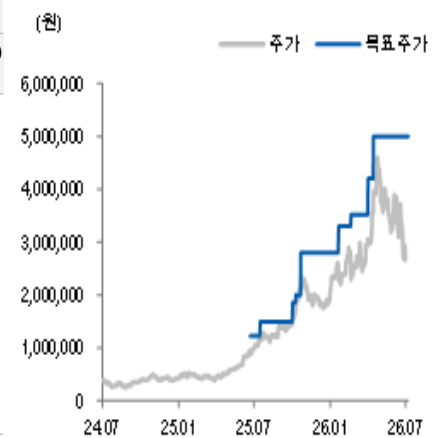
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## 효성중공업 (298040) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자 의견     | 목표가 (원)   | 목표가격 대상시점 | 과리율     |              |
|------------|-----------|-----------|-----------|---------|--------------|
|            |           |           |           | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2026-07-14 | BUY       | 5,000,000 | 1년        |         |              |
| 2026-04-27 | BUY       | 5,000,000 | 1년        |         |              |
| 2026-04-14 | BUY       | 4,200,000 | 1년        | -26.04  | -15.43       |
| 2026-03-04 | BUY       | 3,520,000 | 1년        | -24.54  | -13.13       |
| 2026-02-02 | BUY       | 3,300,000 | 1년        | -23.52  | -12.18       |
| 2025-11-03 | BUY       | 2,800,000 | 1년        | -26.54  | -7.04        |
| 2025-10-22 | BUY       | 2,000,000 | 1년        | -1.26   | 6.75         |
| 2025-10-14 | BUY       | 1,860,000 | 1년        | -12.10  | -9.62        |
| 2025-07-28 | BUY       | 1,500,000 | 1년        | -14.24  | -0.13        |
| 2024-05-10 | Not Rated | -         | 1년        |         |              |

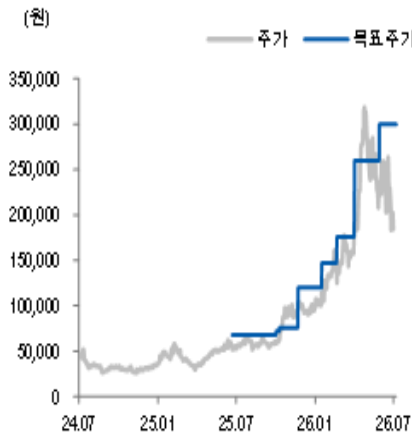
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## LS ELECTRIC (010120) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자<br>의견 | 목표가<br>(원) | 목표가격<br>대상시점 | 과리율        |                 |
|------------|----------|------------|--------------|------------|-----------------|
|            |          |            |              | 평균주가<br>대비 | 최고(최저)<br>주가 대비 |
| 2026-07-14 | BUY      | 300,000    | 1년           |            |                 |
| 2026-06-11 | BUY      | 300,000    | 1년           |            |                 |
| 2026-04-14 | BUY      | 260,000    | 1년           | -3.79      | 22.50           |
| 2026-03-04 | BUY      | 176,000    | 1년           | -11.19     | 1.82            |
| 2026-01-28 | BUY      | 147,000    | 1년           | -9.61      | 9.25            |
| 2025-12-04 | BUY      | 120,000    | 1년           | -17.45     | -10.17          |
| 2025-10-22 | BUY      | 76,000     | 1년           | 18.45      | 33.16           |
| 2025-10-14 | BUY      | 72,000     | 1년           | -14.28     | -11.25          |
| 2025-07-04 | BUY      | 68,000     | 1년           | -14.46     | -3.24           |

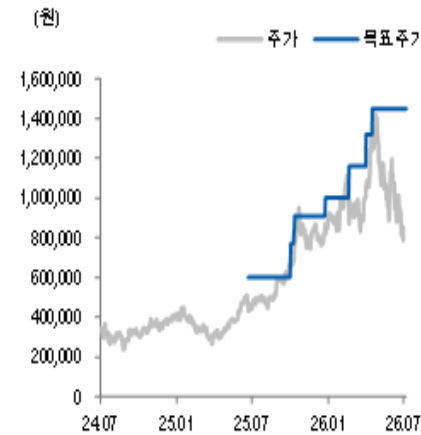
자료: 유안타증권

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



| 일자         | 투자<br>의견 | 목표가<br>(원) | 목표가격<br>대상시점 | 과리율        |                 |
|------------|----------|------------|--------------|------------|-----------------|
|            |          |            |              | 평균주가<br>대비 | 최고(최저)<br>주가 대비 |
| 2026-07-14 | BUY      | 1,450,000  | 1년           |            |                 |
| 2026-04-29 | BUY      | 1,450,000  | 1년           |            |                 |
| 2026-04-14 | BUY      | 1,320,000  | 1년           | -13.80     | -1.06           |
| 2026-03-04 | BUY      | 1,160,000  | 1년           | -19.42     | -13.19          |
| 2026-01-06 | BUY      | 1,000,000  | 1년           | -7.10      | 11.10           |
| 2025-10-24 | BUY      | 910,000    | 1년           | -9.47      | 4.29            |
| 2025-10-22 | BUY      | 830,000    | 1년           | -10.12     | -10.12          |
| 2025-10-14 | BUY      | 770,000    | 1년           | -12.23     | -11.04          |
| 2025-07-04 | BUY      | 600,000    | 1년           | -13.90     | 11.00           |

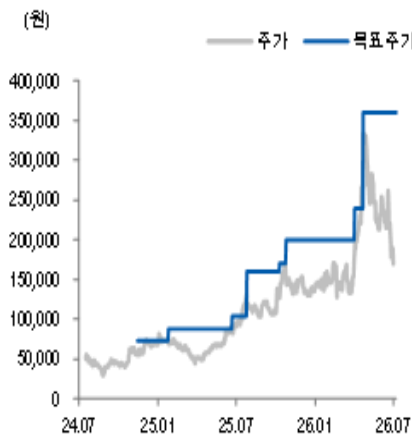
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## 산일전기 (062040) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자<br>의견 | 목표가<br>(원) | 목표가격<br>대상시점 | 과리율        |                 |
|------------|----------|------------|--------------|------------|-----------------|
|            |          |            |              | 평균주가<br>대비 | 최고(최저)<br>주가 대비 |
| 2026-07-14 | BUY      | 360,000    | 1년           |            |                 |
| 2026-05-04 | BUY      | 360,000    | 1년           |            |                 |
| 2026-04-14 | BUY      | 239,000    | 1년           | -10.24     | 11.30           |
| 2025-11-06 | BUY      | 200,000    | 1년           | -27.46     | -13.55          |
| 2025-10-22 | BUY      | 170,000    | 1년           | -8.50      | -0.76           |
| 2025-08-07 | BUY      | 160,000    | 1년           | -28.08     | -13.44          |
| 2025-07-04 | BUY      | 104,000    | 1년           | -0.99      | 25.10           |
| 2025-02-06 | BUY      | 87,500     | 1년           | -26.25     | 1.71            |
| 2024-11-26 | BUY      | 73,000     | 1년           | -6.44      | 11.78           |

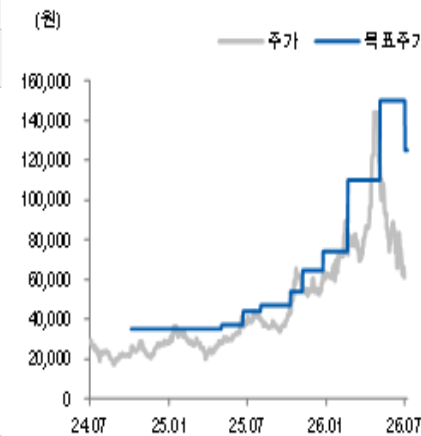
자료: 유안타증권

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<br>의견 | 목표가<br>(원) | 목표가격<br>대상시점 | 과리율        |                 |
|------------|----------|------------|--------------|------------|-----------------|
|            |          |            |              | 평균주가<br>대비 | 최고(최저)<br>주가 대비 |
| 2026-07-14 | BUY      | 125,000    | 1년           |            |                 |
| 2026-05-18 | BUY      | 150,000    | 1년           | -44.91     | -26.40          |
| 2026-03-04 | BUY      | 110,000    | 1년           | -14.94     | 31.00           |
| 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           |

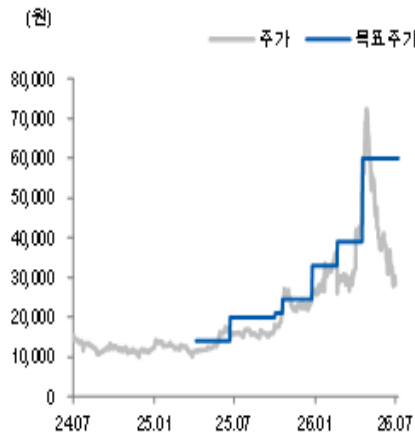
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## 대한전선 (001440) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자 의견     | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율     |              |
|------------|-----------|---------|-----------|---------|--------------|
|            |           |         |           | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2026-07-14 | BUY       | 60,000  | 1년        |         |              |
| 2026-04-30 | BUY       | 60,000  | 1년        |         |              |
| 2026-03-04 | BUY       | 39,000  | 1년        | -14.71  | 31.28        |
| 2026-01-06 | BUY       | 33,000  | 1년        | -10.39  | 9.09         |
| 2025-10-31 | BUY       | 24,500  | 1년        | -3.76   | 10.61        |
| 2025-10-14 | BUY       | 21,000  | 1년        | -10.99  | 3.33         |
| 2025-07-04 | BUY       | 20,000  | 1년        | -20.32  | -9.30        |
| 2025-04-18 | BUY       | 14,000  | 1년        | -1.24   | 25.50        |
| 2024-05-10 | Not Rated | -       | 1년        |         |              |

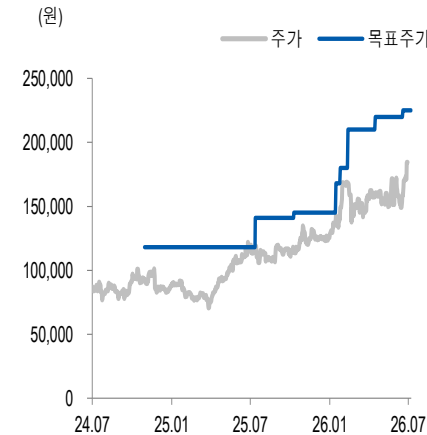
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## KB금융 (105560) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율     |              |
|------------|-------|---------|-----------|---------|--------------|
|            |       |         |           | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2026-07-14 | BUY   | 225,000 | 1년        |         |              |
| 2026-07-01 | BUY   | 225,000 | 1년        |         |              |
| 2026-04-28 | BUY   | 220,000 | 1년        | -28.58  | -21.82       |
| 2026-02-24 | BUY   | 210,000 | 1년        | -27.26  | -20.14       |
| 2026-02-06 | BUY   | 180,000 | 1년        | -8.90   | -6.22        |
| 2026-01-27 | BUY   | 168,000 | 1년        | -17.94  | -15.42       |
| 2025-10-22 | BUY   | 145,000 | 1년        | -13.40  | -5.66        |
| 2025-07-25 | BUY   | 141,000 | 1년        | -20.01  | -15.18       |
| 2024-11-11 | BUY   | 118,000 | 1년        | -22.04  | 3.39         |

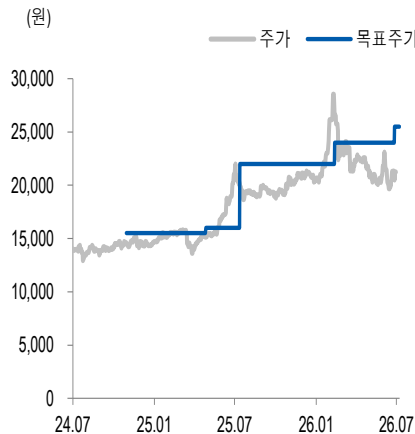
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## 기업은행 (024110) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율     |              |
|------------|-------|---------|-----------|---------|--------------|
|            |       |         |           | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2026-07-14 | BUY   | 25,500  | 1년        |         |              |
| 2026-07-09 | BUY   | 25,500  | 1년        |         |              |
| 2026-02-24 | HOLD  | 24,000  | 1년        | -8.54   | -18.08       |
| 2025-07-25 | HOLD  | 22,000  | 1년        | -7.13   | 29.77        |
| 2025-05-09 | HOLD  | 16,000  | 1년        | 10.65   | 37.50        |
| 2024-11-11 | HOLD  | 15,500  | 1년        | -3.89   | 1.94         |
| 2024-03-11 | 담당자변경 |         |           |         |              |
|            | BUY   | 17,000  | 1년        | -17.95  | -7.65        |

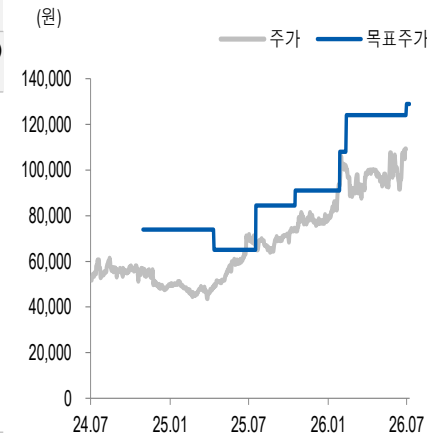
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## 신한지주 (055550) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율     |              |
|------------|-------|---------|-----------|---------|--------------|
|            |       |         |           | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2026-07-14 | BUY   | 129,000 | 1년        |         |              |
| 2026-07-13 | BUY   | 129,000 | 1년        |         |              |
| 2026-02-24 | BUY   | 124,000 | 1년        | -21.81  | -11.94       |
| 2026-02-09 | BUY   | 108,000 | 1년        | -5.90   | -1.85        |
| 2025-10-29 | BUY   | 91,000  | 1년        | -12.73  | 2.86         |
| 2025-07-30 | BUY   | 84,500  | 1년        | -18.39  | -11.83       |
| 2025-04-24 | BUY   | 65,000  | 1년        | -7.63   | 10.46        |
| 2024-11-11 | BUY   | 74,000  | 1년        | -33.45  | -23.65       |
| 담당자변경      |       |         |           |         |              |

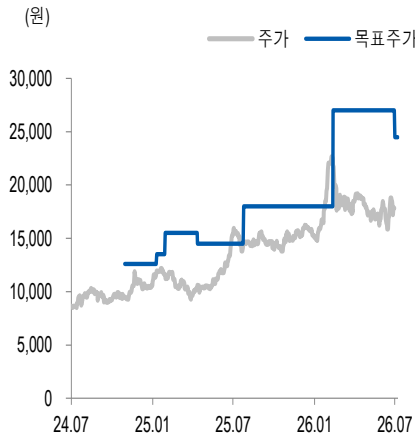
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## BNK금융지주 (138930) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자<br>의견 | 목표가<br>(원) | 목표가격<br>대상시점 | 과리율        |                 |
|------------|----------|------------|--------------|------------|-----------------|
|            |          |            |              | 평균주가<br>대비 | 최고(최저)<br>주가 대비 |
| 2026-07-14 | BUY      | 24,500     | 1년           |            |                 |
| 2026-07-13 | BUY      | 24,500     | 1년           |            |                 |
| 2026-02-24 | BUY      | 27,000     | 1년           | -33.37     | -19.44          |
| 2025-08-06 | BUY      | 18,000     | 1년           | -13.87     | 25.83           |
| 2025-04-24 | BUY      | 14,500     | 1년           | -14.07     | 10.00           |
| 2025-02-10 | BUY      | 15,500     | 1년           | -31.34     | -23.81          |
| 2025-01-22 | BUY      | 13,500     | 1년           | -11.81     | -9.93           |
| 2024-11-11 | BUY      | 12,600     | 1년           | -16.10     | -5.71           |

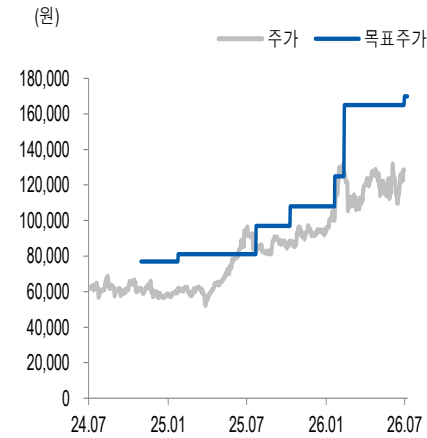
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## 하나금융지주 (086790) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자<br>의견 | 목표가<br>(원) | 목표가격<br>대상시점 | 과리율        |                 |
|------------|----------|------------|--------------|------------|-----------------|
|            |          |            |              | 평균주가<br>대비 | 최고(최저)<br>주가 대비 |
| 2026-07-14 | BUY      | 170,000    | 1년           |            |                 |
| 2026-07-13 | BUY      | 170,000    | 1년           |            |                 |
| 2026-02-24 | BUY      | 165,000    | 1년           | -28.39     | -20.00          |
| 2026-02-02 | BUY      | 125,000    | 1년           | -2.50      | 5.04            |
| 2025-10-22 | BUY      | 108,000    | 1년           | -13.26     | -2.78           |
| 2025-08-04 | BUY      | 97,000     | 1년           | -11.64     | -6.29           |
| 2025-02-05 | BUY      | 81,000     | 1년           | -13.45     | 19.14           |
| 2024-11-11 | BUY      | 77,000     | 1년           | -22.64     | -14.29          |

담당자변경

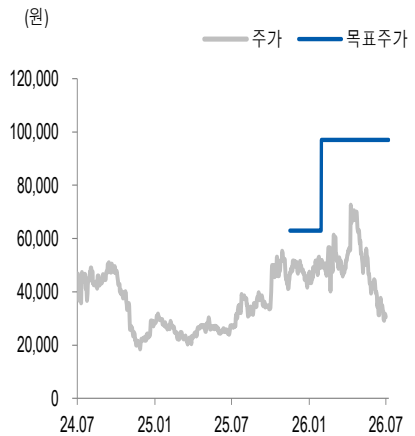
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

## 한중엔시에스 (066970) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자<br>의견  | 목표가<br>(원) | 목표가격<br>대상시점 | 과리율        |                 |
|------------|-----------|------------|--------------|------------|-----------------|
|            |           |            |              | 평균주가<br>대비 | 최고(최저)<br>주가 대비 |
| 2026-07-14 | BUY       | 97,000     | 1년           |            |                 |
| 2026-02-11 | BUY       | 97,000     | 1년           |            |                 |
| 2025-11-28 | BUY       | 63,000     | 1년           | -23.36     | -15.87          |
| 2025-06-04 | 1년 경과 이후  |            | 1년           |            |                 |
| 2024-06-04 | Not Rated | -          | 1년           |            |                 |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분             | 투자의견 비율 (%) |
|----------------|-------------|
| Strong Buy(매수) | 0           |
| Buy(매수)        | 95.6        |
| Hold(중립)       | 4.4         |
| Sell(비중축소)     | 0           |
| 합계             | 100.0       |

주: 기준일 2026-07-13

※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: 고선영, 이안나, 황규원, 김용민, 백종민, 이승웅, 이창영, 하현수, 손현정, 우도형)
- 본 조사분석 자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 이승웅은 (주)KT 의 기업설명회 등에 (주)KT 의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 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       | 만병규 | 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      | jiyeon.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    |
| 스물캡                | 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              | 이승웅 | 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/우주/AI/로보틱스      | 백종민 | 5598      | jongmin.baik@yuantakorea.com    |
| 운송/게임              | 최지운 | 3640      | jiyun.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    |
| Research Assistant | 김영민 | 5602      | yeongmin.kim@yuantakorea.com    |
| Research Assistant | 조계철 | 2665      | gyecheol.jo@yuantakorea.com     |

## 유안타 2Q26 Preview:

컨센 상회 부합 하회 한눈에 보기

