리서치본부
2025.11

Taking off into a New Era

NH RESEARCH FORUM 2026

산업전망



NH투자증권

2026년 전망

NH RESEARCH FORUM

산업전망

2026년 산업전망

Tech/자동차

I. 반도체: 조연에서 주연으로 007
II. IT하드웨어: 낙수효과 027
III. 2차전지: EV와 ESS의 줄다리기 043
IV. 자동차: 반격의 서막 061

인터넷/게임/통신/미디어/엔터

I. 인터넷/게임: AI 기업 여기에도 있습니다 085
II. 통신서비스: 우호적 업황 지속 107
III. 미디어/엔터: 트리토노믹스의 시대 127

유통/음식료/화장품/패션/제약바이오

I. 유통: 이제는 주가가 움직일 차례 151
II. 음식료: 해외 성장에 더해지는 국내 회복 169
III. 화장품/패션: 한국 소프트파워 강화 수혜 집중 187
IV. 제약바이오: 빅파마의 생각 읽기: 트렌드에 탑승하라 205

Heavy Industry

I. 건설/리츠: 펴보는 기지개 227
II. 유틸리티: 길어지는 공급 부족 247
III. 운송: 어둠 속 한줄기 빛 269
IV. 조선: 높아진 기대에 부응하라 289
V. 정유/화학: 지속될 겨울 311
VI. 항공우주/방위: 방위사업 주도의 성장은 지속될 것 329
VII. 철강/비철금속: 불황에도 투자 기회는 있다 347

지주/금융

I. 지주회사: 거버넌스 개선은 지속된다 367
II. 은행: 2026년, 은행주는 국민주 387
III. 보험: 고요한 새벽, 밝아지는 동녘 409
IV. 증권/STO: 내년에도 주식투자 하시죠? 427

미드스몰캡

미드스몰캡: 미운 오리가 백조로 거듭날 2026년 447

2026년 산업전망

Tech/자동차

I. 반도체: 조연에서 주연으로

II. IT하드웨어: 낙수효과

III. 2차전지: EV와 ESS의 줄다리기

IV. 자동차: 반격의 서막

류영호 (반도체)
황지현 (IT하드웨어)
주민우 (2차전지)
하 늘 (자동차)

반도체

조연에서 주연으로

I. 이번에는 다르다, 2026년 수요 점검

II. 공급자 우위의 시장이 펼쳐진다

III. 2026년 주요 트렌드

IV. 투자유망종목

Analyst: 류영호
Tel 02)768-4138 | e-mail youngryu@nhsec.com

반도체: 조연에서 주연으로

관세 대응 목적으로 기업들이 선제적인 메모리 재고를 확보에 나서며 당초 하반기 수요 약세 예상에 힘이 실렸다. 더불어 중국 CXMT가 생산라인을 DDR5로 전환할 것을 예고하며 우려가 커졌다. 하지만 시장은 예상과는 다르게 움직였다. 1) DDR4 생산중단 영향에 따른 재고 확보, 2) 견조한 PC 교체 수요, 3) 폭발적인 일반 서버 수요 증가로 긍정적인 상황이 이어지고 있다. 공급은 이미 낮은 DDR5 재고와 CXMT의 진입 지연으로 인해 부족한 상황이다. 추가적으로 AI가 기존의 모델 학습에서 벗어나 데이터 수집과 업데이트를 진행하고 서비스화를 진행하는 단계로 발전하며 추론의 시대가 펼쳐지고 있다. 추론 시장의 확대는 일반 데이터센터 투자 강세의 원동력이 될 것이다.

2026년 메모리 시장은 제한적인 공급 증가 속 견조한 성장세를 유지할 것으로 예상된다. 이번 메모리 사이클은 HBM과 같은 연간 계약 물량 비중이 확대되었다는 점과 제한적인 공간으로 공급 확대가 어렵다는 점에서 과거와는 다르다. AI 발전과 함께 메모리의 중요성이 높아지고 있다. 연산을 담당하는 컴퓨팅보다 이제 메모리를 기능별/워크로드에 최적화된 조합으로 사용하는 방법이 더욱 강조될 것이다. 메모리는 이제 조연이 아닌 주연으로 거듭날 것으로 판단된다. 업종에 대한 비중 확대 의견을 유지한다. 전반적인 메모리 산업 환경 개선에 따른 삼성전자와 SK하이닉스 모두의 수혜가 예상된다. 2026년은 업종 밸류에이션이 리레이팅되는 변곡점이 될 것이라 판단한다.

I. 이번에는 다르다, 2026년 수요 점검

현재 공급사들의 재고는 매우 낮은 상황이고 CXMT도 수율이 아직 의미 있는 수준에 도달하지 못하고 있는 것으로 판단된다. 2026년 일부 물량은 이미 판매가 완료된 만큼 우호적인 환경이 지속될 것으로 예상된다. 메모리 업체들이 투자 확대와 더불어 HBM/선단공정 전환에도 집중하며 공급 증가 역시 제한적인 상황이다. PC/스마트폰의 경우 메모리 가격 인상으로 일부 수요가 다소 축소될 수 있으나 대당 탑재량 증가에 힘입어 일정 수준 이상의 수요는 유지될 것으로 예상된다. 2026년에도 서버 수요 강세가 지속되며 서버향 디램이 전반적인 수요 증가를 계속 이끌 전망이다.

II. 공급자 우위의 시장이 펼쳐진다

2026년 수요의 중심은 여전히 데이터센터이다. AI 투자는 단순한 훈련에서 추론 영역으로 확대되며 이제는 HBM뿐만 아니라 다양한 형태의 메모리를 요구하고 있는 상황이다. 다양한 메모리와 높은 용량에 대한 수요가 증가하며 계약의 형태도 바뀌고 있다. HBM의 경우 연간 단위로 물량/가격을 확정하지만 일반 메모리는 분기단위로 고객사와 계약하는 하는 것이 일반적이다. 하지만 최근 메모리를 포함한 스토리지 업황에서 공급 부족 현상이 확대되며 LTA(Long Term Agreement)보다 결속력이 강한 확정 주문 형태가 늘어나고 있는 상황이다.

반도체: 조연에서 주연으로

III. 2026년 주요 트렌드

2026년 반도체 시장의 트렌드는 크게 3가지로 나눌 수 있을 것으로 예상된다. ① Made in America. 바이든 정부 때 부터 시작된 자국 내 반도체 생산 확대 전략이 2026년에도 지속될 것이라 판단한다. 그 중심에는 인텔이 있다. ② 전력반도체. 기존 시스템으로는 전력 수요를 감당하기 어렵고 향후 출시될 제품들은 더 많은 전력을 소비할 것인 바, 전력반도체 개발은 필수이다. ③ Network. 데이터센터 Scale up/out에서 핵심이며 추론 시대에 꼭 필요한 기술이다.

IV. 투자유망종목

2025년 가을로 접어들며 메모리 업체들에 대한 관심이 그 어느 때보다 커지고 있다. 2026년은 메모리 산업이 여전히 사이클 산업인지 아니면 AI라는 새로운 성장 동력에 기반해 재평가할 수 있는 산업인지를 가늠하는 한 해가 될 것이다. 전반적인 환경 개선으로 삼성전자와 SK하이닉스 모두 수혜를 입을 것으로 판단된다. 메모리 기술력 측면에서는 아직 SK하이닉스가 경쟁 우위를 가지고 있는 만큼 SK하이닉스를 최선호주, 삼성전자를 차선호주로 제시한다.

Shortage



2026년 제품의 상당부분 확정 계약 완료

제한적인 공급 속 수요 증가

AI



학습에서 추론/Agentic AI로 확산

2026년 하반기 Rubin 출시 전망

Trend

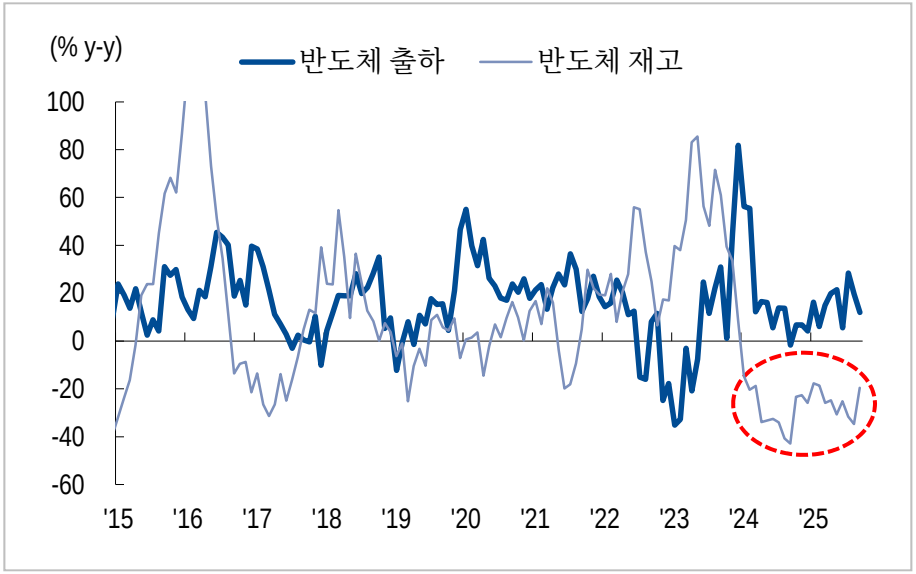


미국의 Made in America
AI의 Scale out과 네트워크
전력의 중요성 증가로 부각되는 전력반도체

이번에는 다르다?

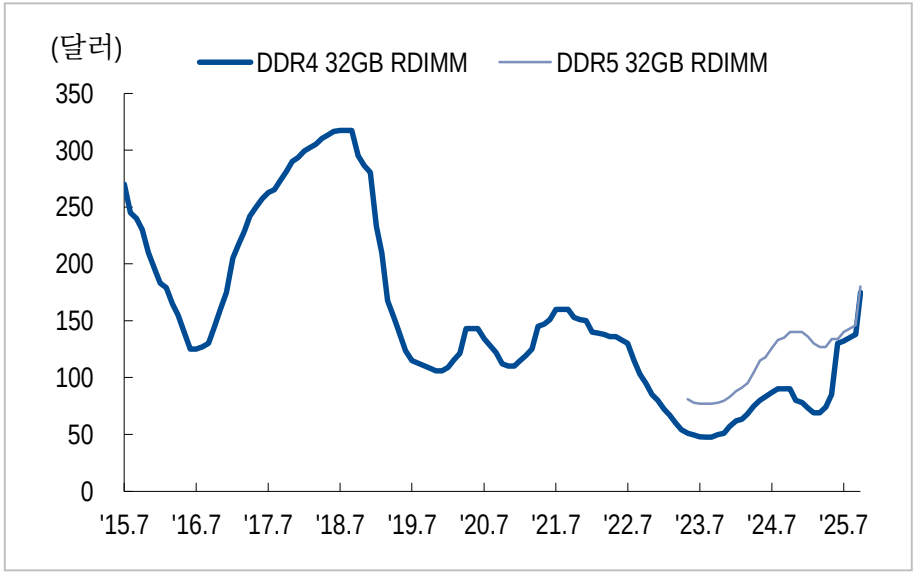
- 관세 대응을 위한 기업들의 선출하 영향으로 하반기 저조한 수요가 예상되었으나 서버 수요 강세와 DDR4 생산 중단으로 강한 가격 상승 발생
- 공급사들의 재고가 일반 수준보다 낮은 상황 이어지고 있으며, 중국 CXMT도 아직 의미 있는 수준의 수율에 도달하지 못하고 있는 것으로 판단
- 통상적인 반도체 사이클은 긍정적인 업황과 함께 출하 증가 → 공급사 생산 확대 → 재고감소 이후 증가 → 공급 과잉
- 현재 상황은 강력한 수요 하에 출하와 수요 모두 증가 중이나 제한적인 생산 능력으로 인해 재고도 지속적으로 감소하는 상황
- 2026년 메모리 업체들의 투자 확대에도 HBM/선단공정 전환으로 실제 공급도 제한적인 상황
- 메모리 산업이 과거와 같은 사이클 산업이 아닌 AI에 기반한 성장 산업으로 리레이팅 될 수 있는 변곡점이라 판단

월간 반도체 출하/재고 전년대비 증감률 추이



자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

서버 DDR4, DDR5 32GB RDIMM 고정가격 추이

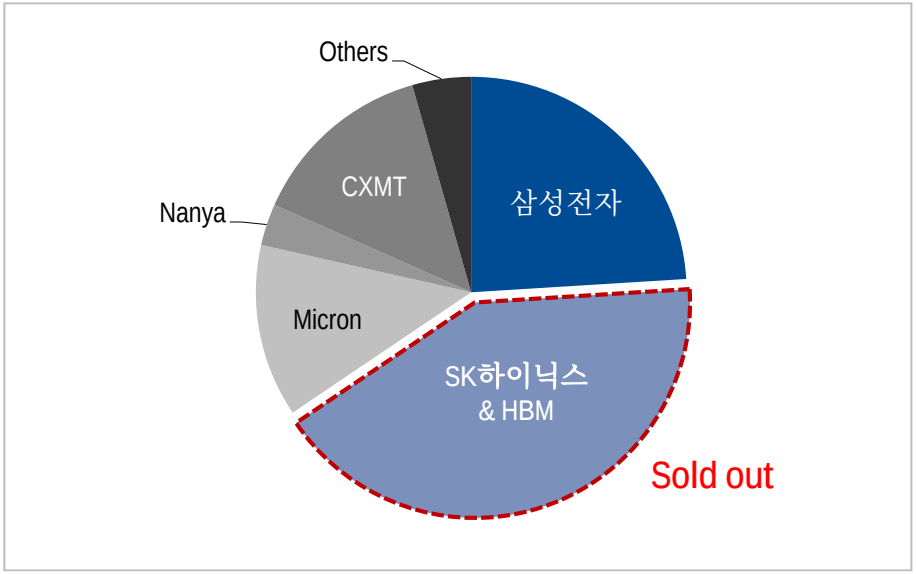


자료: TrendForce, NH투자증권 리서치본부

2026년 일부 물량은 이미 Sold Out

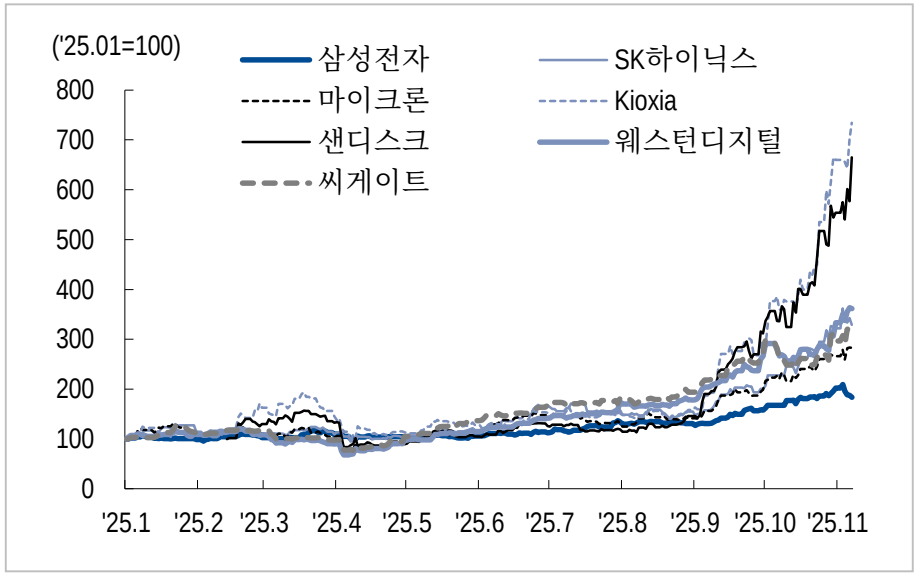
- HBM의 경우 연간 단위로 물량/가격을 확정하지만 일반 메모리는 분기 단위로 고객사와 계약하는 것이 일반적
- 공급 부족 현상이 극심한 경우 LTA(Long Term Agreement)와 같은 장기 계약을 맺게 되나 강제성은 크지 않음
- 최근 메모리를 포함한 전반적인 스토리지의 공급 부족 현상이 확대되며 LTA보다 결속력이 강한 확정 주문 형태가 늘어나고 있는 상황
- HDD: 2026년 물량을 선주문 후생산(Build-To-Order) 또는 사전확정계약(Firm Pre-Order)로 확약, 일부 고객사는 2027년까지 계약
- DRAM: 주요 3사 2026년 HBM 공급계약 완료. SK하이닉스의 경우 물량 모두 판매
- NAND: 일부 공급사는 내년 계약 완료. 분기에서 2-3개 분기로 가격/물량 계약 단위 변경. 일부 고객사는 2027년 물량 논의

2026년 DRAM 생산능력 중 42% 판매완료



자료: TrendForce, NH투자증권 리서치본부 전망

메모리/스토리지 기업 YTD 주가 추이

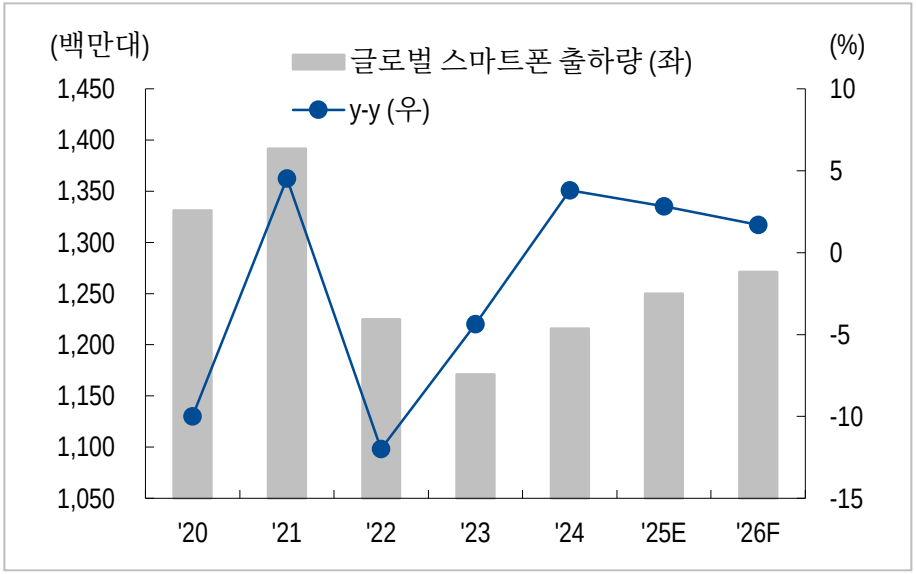


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

스마트폰 – AI 기능 확대에 따른 메모리 수요 증가

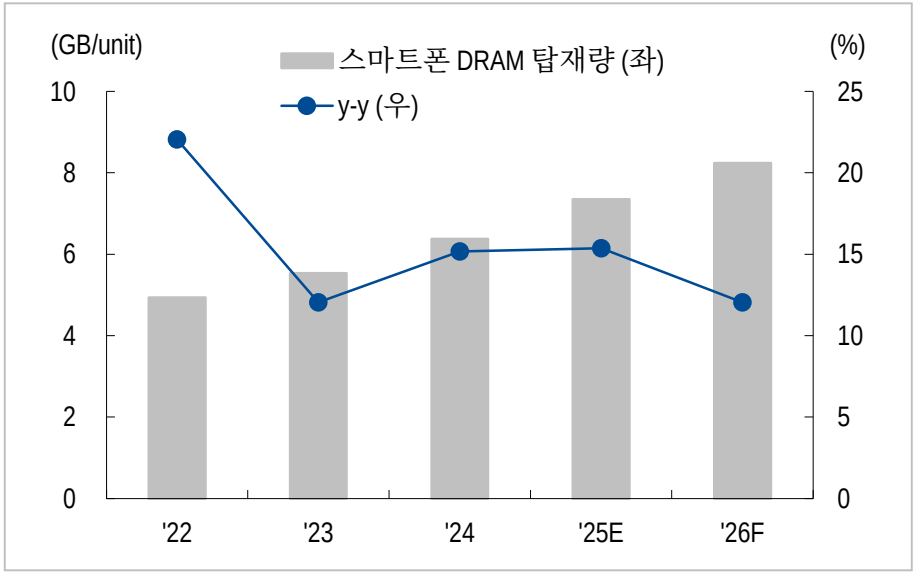
- 당사는 2026년 글로벌 스마트폰 출하량이 12.7억대로 1.7% y-y 성장할 것이라 예상. 교체주기 장기화와 하드웨어 혁신이 부진한 만큼 더 이상 과거와 같은 큰 폭의 성장은 기대하기 어려움
- 2026년 iPhone 폴더블 출시는 일부 교체 수요를 자극할 것이나 높은 출시 가격을 고려한다면 효과는 미미할 것으로 전망
- On-Device AI 스마트폰이 보편화되기 시작하였으나 아직 시장의 수요를 이끌어 내지는 못하고 있는 상황. 그럼에도 스마트폰 AI 탑재가 중요한 이유는 On-Device AI의 도입으로 대당 탑재되는 메모리의 용량 증가와 고성능 메모리 탑재 전환이 가속화될 것이기 때문
- 최근 모바일 프로세서, 메모리와 같은 부품들의 가격 인상으로 핸드셋 업체들은 가격 인상 단행. 부품 가격 상승이 지속 중인 만큼 추가적인 가격 인상이 필요할 것으로 예상되며 이에 따른 수요 감소 가능성 존재

글로벌 스마트폰 출하량 전망



자료: Counterpoint, NH투자증권 리서치본부 전망

스마트폰 DRAM 탑재량 전망

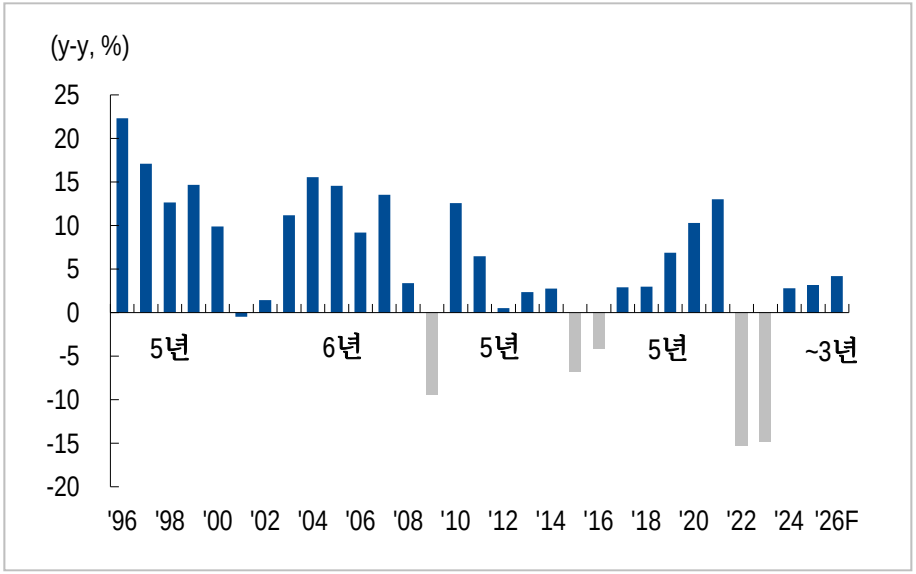


자료:Trendforce, NH투자증권 리서치본부 전망

PC – 윈도우 서비스 종료 효과 지속

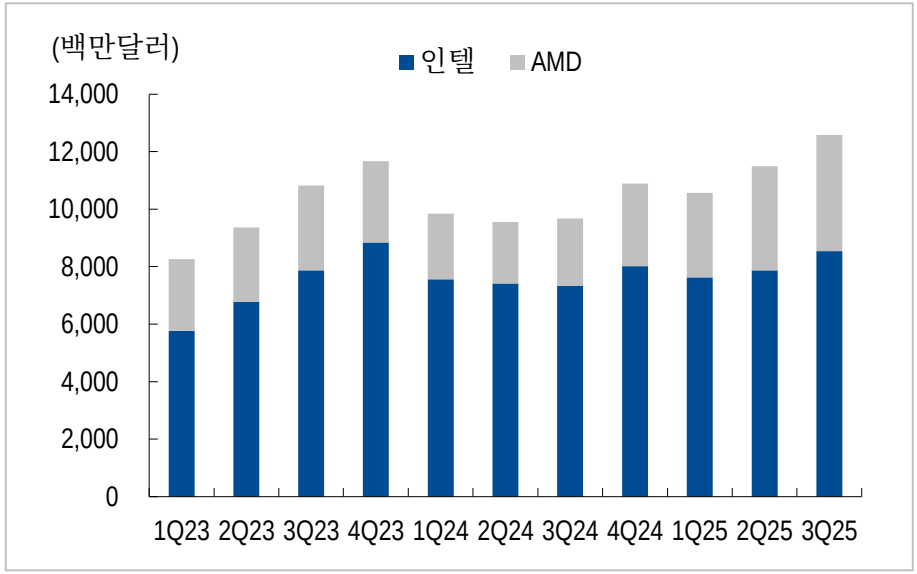
- 2025년 PC 시장은 상반기 선출하 영향으로 상고하저의 흐름이 예상되었음
- 하지만 윈도우 서비스 종료에 따른 B2B PC 교체와 펜데믹 기간 당시 PC를 구매한 소비자들의 교체 수요가 예상보다 견조
- 2026년 PC 시장은 2025년에 이어 윈도우 10 서비스 종료에 따른 B2B 교체수요가 지속되며 전년대비 1.8% 성장 예상
- B2B 교체수요 지속에도 낮은 성장률이 예상되는 이유는 1) 가격/호환성/애플리케이션 부재로 인한 AI PC 확산 지연, 2) 중저가형 CPU 공급 부족, 3) 메모리/스토리지 가격 인상에 따른 수요 감소 가능성 때문
- 애플이 저가형 제품 출시를 계획하고 있으나 PC 시장 전체 출하량이 증가하기보다는 Chromebook의 점유율을 확보하는 수준에 그칠 것

B2B PC 시장의 전년 대비 성장률로 보는 교체주기 사이클



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부 전망

Intel/AMD PC(Client) 부문 매출액 추이

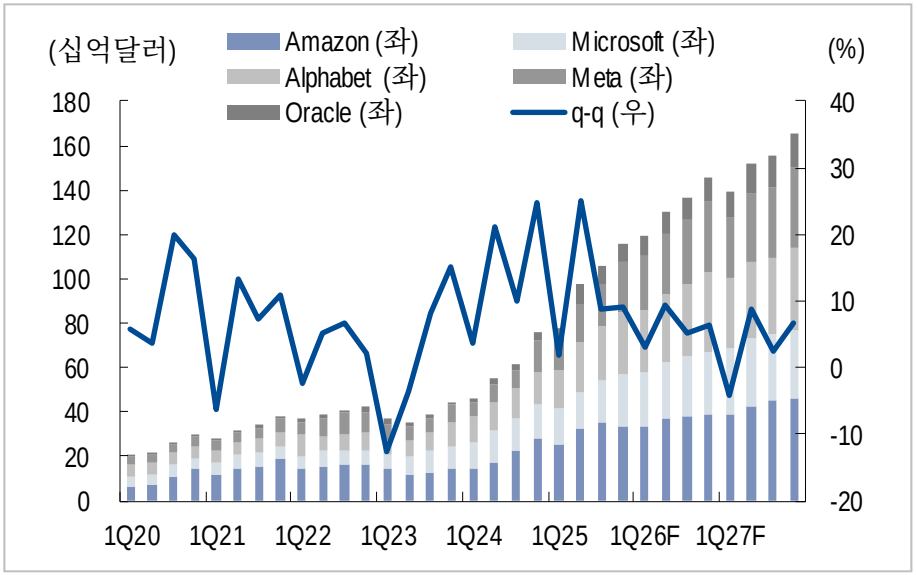


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

서버 – Rubin과 추론 시장이 온다

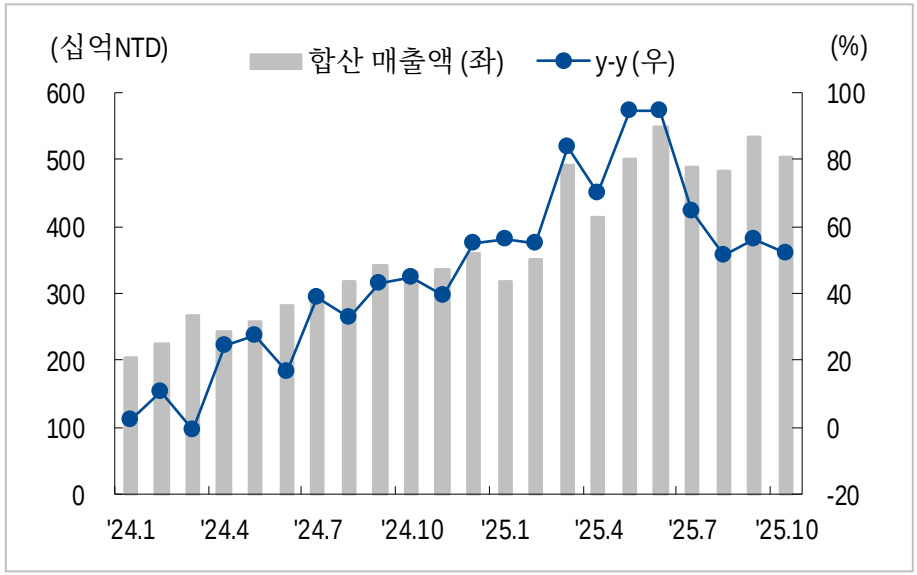
- 일부 AI훈련/추론 수요가 안정화되며 CAPEX 감소 가능성이 제기됨. 하지만 빅테크 업체들은 CAPEX 목표를 유지하거나 상향하는 추세
- 주요 클라우드 서비스 업체들은 공통적으로 여전히 수요 대비 공급이 부족하다는 점을 지적
- 2026년에는 클라우드 업체 이외에도 Stargate 프로젝트/Sovereign AI 투자 등이 확대될 예정
- 하반기 엔비디아의 Rubin 출시도 예정되어 있어 AI 투자는 지속될 가능성
- AI 투자가 감소한다면 수요 감소보다는 전력과 같은 인프라 부족의 영향이 더 클 것으로 예상

주요 클라우드 업체 분기별 CAPEX 추이 및 전망



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

대만 주요 서버 OEM 월별 실적 추이

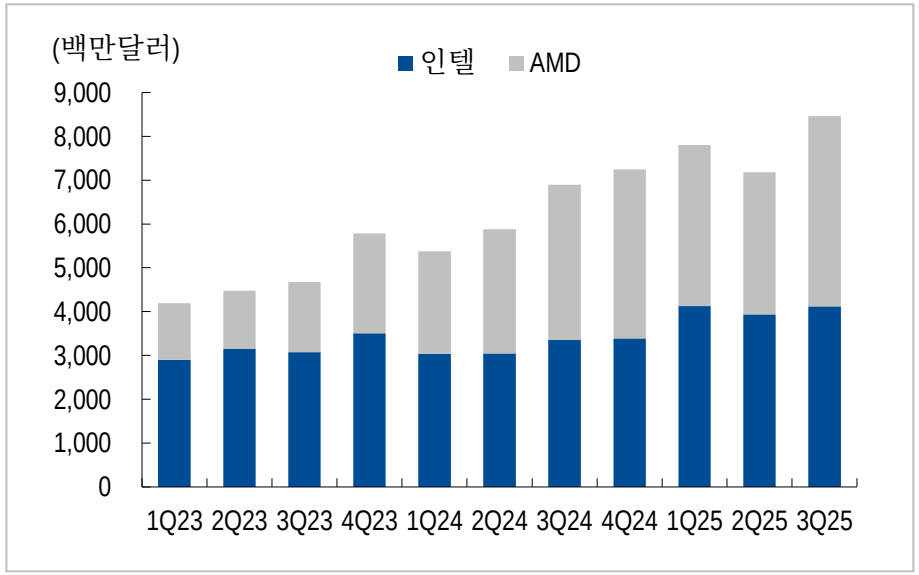


주: Inventec, Wiwynn, Quanta, Wistron
자료: Mops, NH투자증권 리서치본부

서버 – Rubin과 추론 시장이 온다

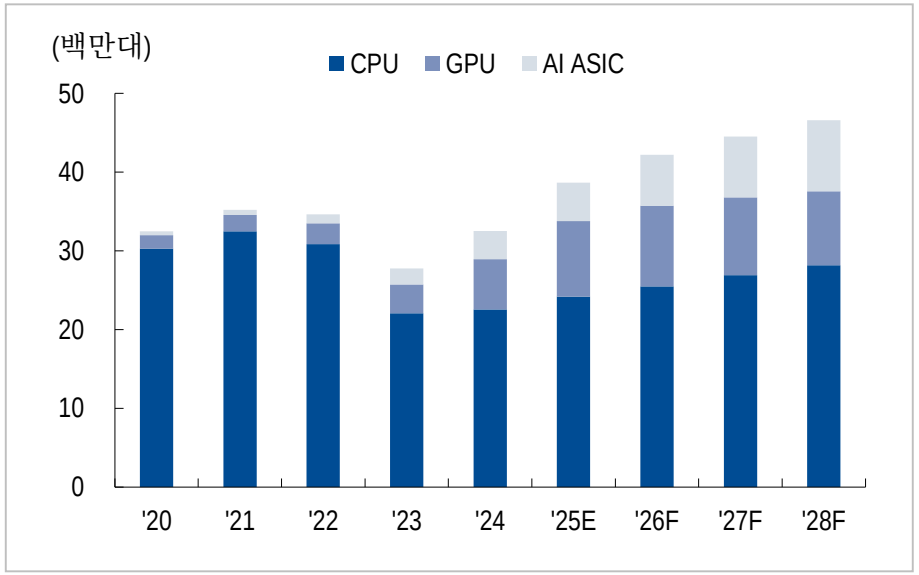
- 서버 시장은 AI 투자가 중심이었으나 추론 시장의 확대와 효율성을 고려한 기업들의 일반 서버투자 확대
- 기업들은 TCO(Total Cost of Ownership, 총 소유 비용)와 AI 환경을 고려한 투자 집행
- 내용연수를 더 이상 늘리기 힘든 상황 속에 TCO를 고려한다면 일반서버도 교체가 필요한 상황
- 일반서버는 2026년에도 투자가 확대될 것으로 예상. 1) 내용연수의 한계점 도달, 2) 추론 연산 확대와 함께 일반서버의 중요도 상승, 3) TCO 개선을 위한 업그레이드 수요 때문
- SK하이닉스는 2026년 전체 서버 세트 출하량 증가율이 전년 대비 10% 후반일 것이라 예상. 서버향 디램이 일반 디램 수요 증가를 이끌 전망

AMD/Intel 데이터센터 분기 매출 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

데이터센터 프로세서 출하량 추이 및 전망

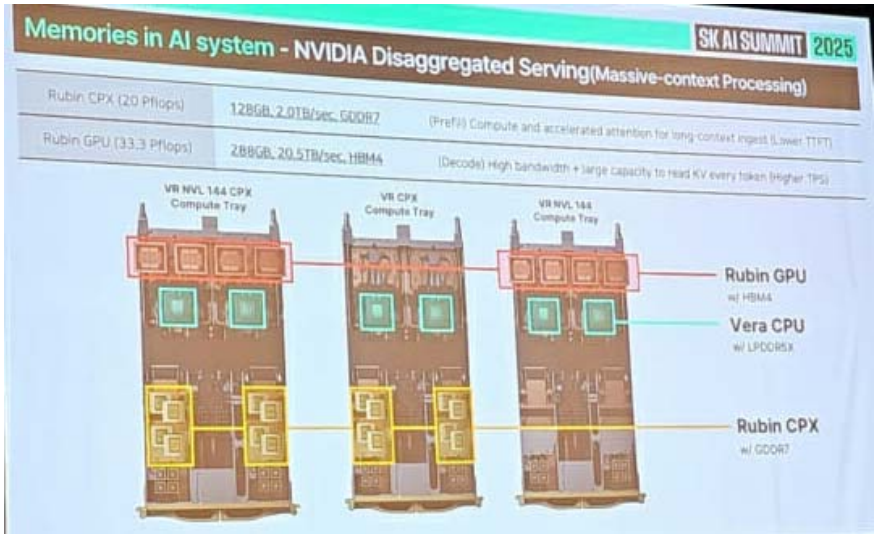


자료: Yole, NH투자증권 리서치본부 전망

서버 – 추론 시장과 메모리

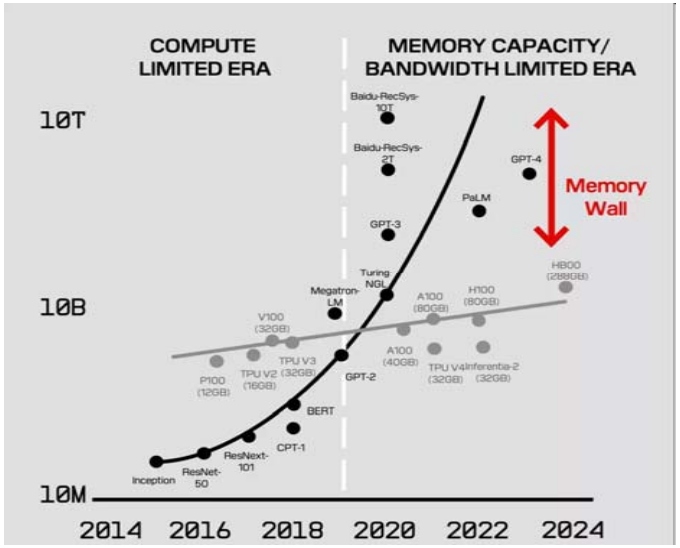
- AI 추론은 이미 학습된 모델을 활용하여 새로운 데이터에 대한 예측, 분류 또는 생성을 수행. 과거에는 AI 모델을 만드는 학습 단계가 중요했다면, 이제는 훈련된 모델을 사용자에게 실시간으로 서비스하는 추론의 비중이 커지고 있음
- 그동안 모델 학습에 집중하였다면 이제는 데이터 수집과 업데이트를 진행하고 서비스화를 진행하는 단계
- 데이터센터도 집중화에서 수평적 확장(Scale-out) 단계로 접어들며 일반서버/메모리 용량/네트워크의 중요성이 부각되기 시작
- 전체 시스템 내 가용 메모리의 성능 및 용량, 구성 방식이 AI 추론의 효율을 결정짓는 요소가 될 것
- 메모리 병목 현상도 심화되며 HBM에만 집중하는 단계에서 벗어나 SOCAMM/NAND/GDDR 등 다양한 메모리의 조합의 중요성 부각

향후 AI 메모리는 기능별/워크로드에 최적화된 조합 필요



자료: 언론보도, SK AI Summit 2025, NH투자증권 리서치본부

메모리 병목 현상 심화, 메모리 병목 현상 해결이 주요 포인트

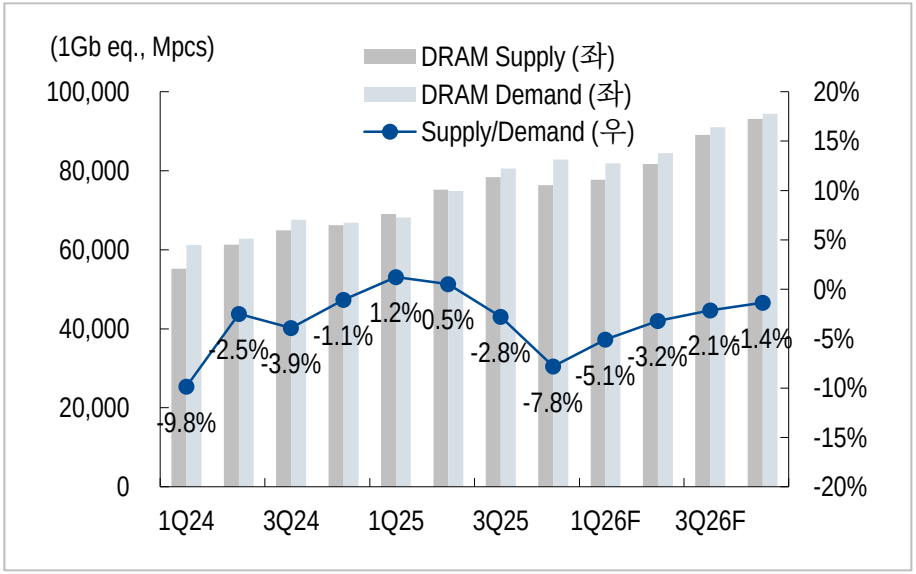


자료: IEEE Micro Journal, NH투자증권 리서치본부

DRAM – AI의 핵심 자원으로 부각

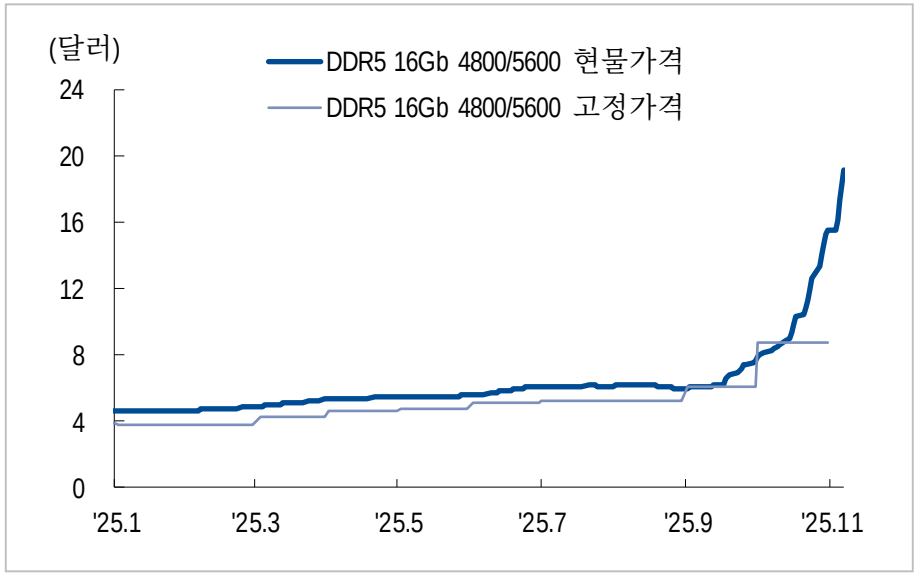
- 현재 공급사들의 재고는 극도로 낮은 상황. 실제 메모리 업체들의 4분기 DRAM 출하 가이던스로 재고가 없음을 확인 가능
- 2026년 DRAM 시장은 공급 증가가 제한적이고 다양한 메모리에 대한 요구가 증가 중인 바 과거와 같은 하락 사이클 발생은 어렵다 판단
- 2026년 수요의 중심은 여전히 데이터센터. 다만 AI 투자는 단순한 훈련에서 추론으로 영역이 확대되며 이제는 HBM뿐만 아니라 다양한 형태의 메모리를 요구하고 있는 상황
- 주요 3사의 2026년 DRAM 투자는 전년대비 14% 증가할 것으로 예상되나 대부분 HBM용 제품과 1c(10nm급 6세대)와 같은 선단 공정 전환 투자에 집중될 것. 투자규모 상향 가능성도 존재하나 충분한 공간 확보가 우선시되어야 한다고 판단

글로벌 DRAM 수요/공급 추이 및 전망



자료: Trendforce, NH투자증권 리서치본부 전망

DDR5 16Gb 4800/5600 현물, 고정가격 추이

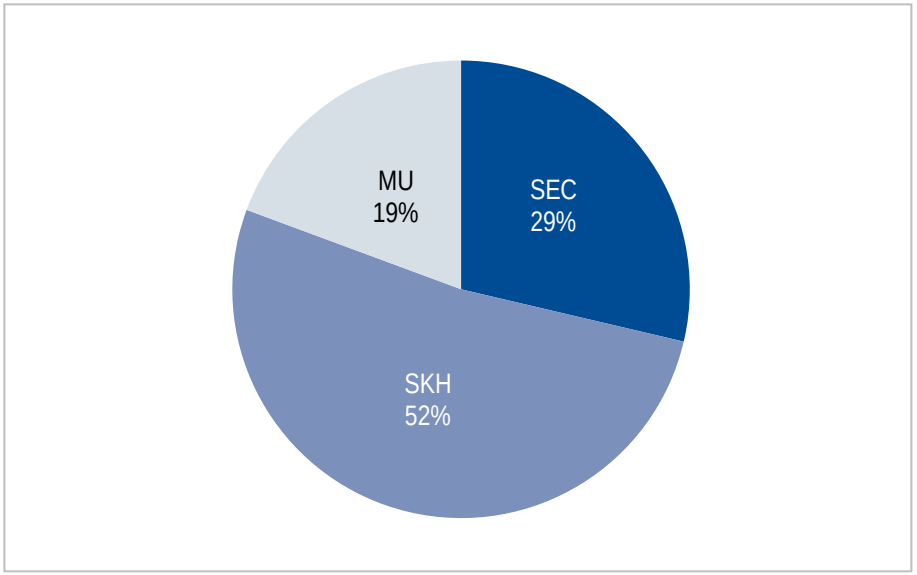


자료: DrameXchange, NH투자증권 리서치본부

DRAM - HBM

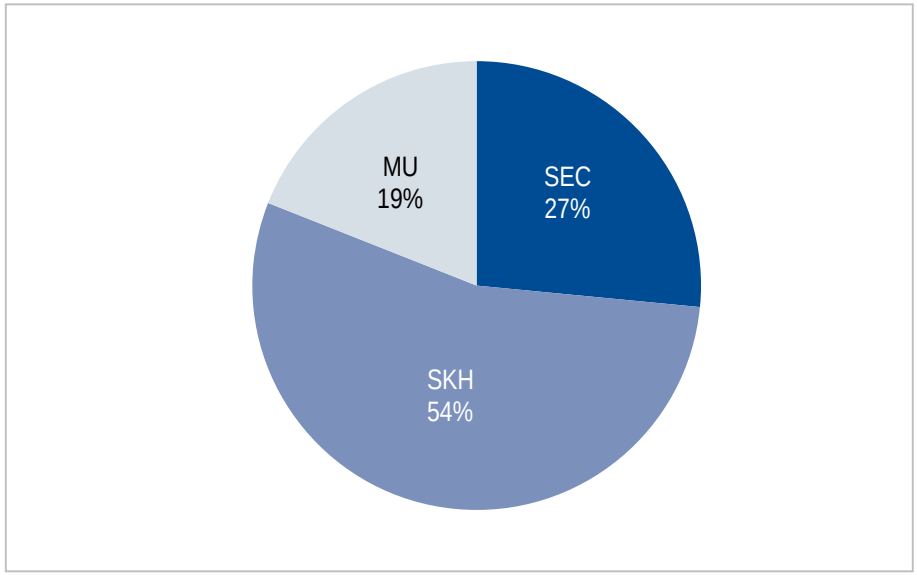
- 2026년 HBM 시장은 우려와 달리 공급 계약이 마무리되며 우호적인 분위기 지속. HBM4는 SK하이닉스, Micron, 삼성전자 순으로 인증 절차가 시작된 만큼 여전히 SK하이닉스가 우위를 점할 것으로 판단
- 2026년 HBM 시장 점유율은 용량 기준 SK하이닉스 52%, 삼성전자 29%, Micron 19%를 기록할 것으로 예상. 삼성전자는 전년대비 매출액/출하량 모두 3사 중 가장 높은 성장률을 기록하며 약진 예상
- 삼성전자의 엔비디아 HBM 진입으로 공급 과잉 우려가 증가. 하지만 주문형 반도체(ASIC)의 수요도 증가해 여전히 공급자가 유리한 상황
- 현재 레거시 메모리 강세로 HBM에 대한 관심은 감소. 2027년에는 HBM 탑재량이 2배로 증가하는 엔비디아의 R300과 ASIC 시장도 빠르게 성장하며 다시 한 번 HBM에 대한 관심이 커질 것으로 기대

2026년 HBM 용량 기준 점유율



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

2026년 HBM 매출 기준 점유율

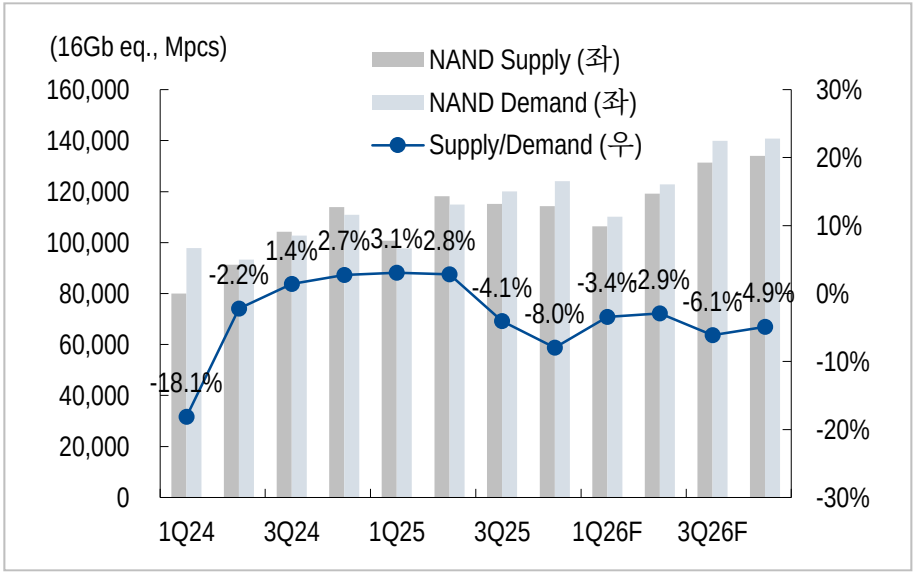


자료: NH투자증권 리서치본부 전망

NAND - 새로운 패러다임?

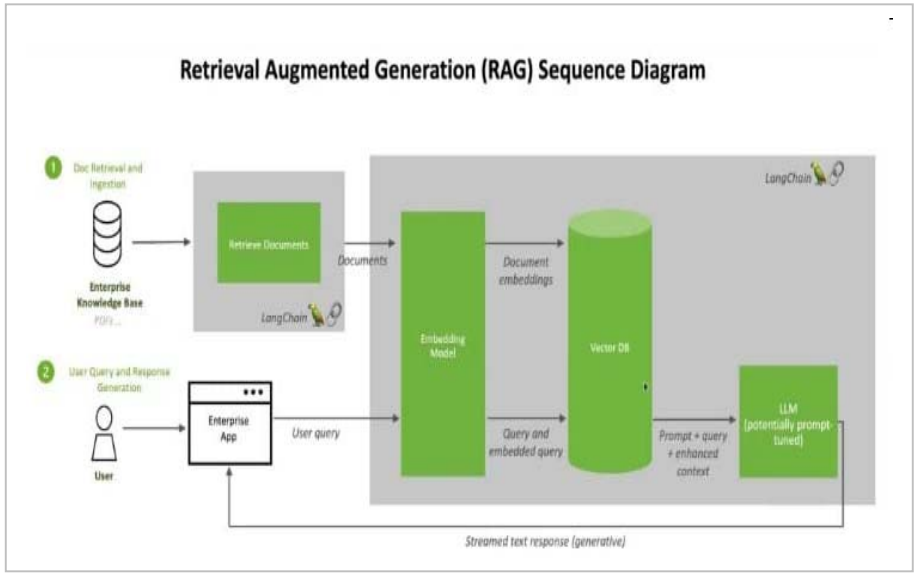
- NAND는 기업들이 신규 라인 투자보다는 공정 전환에 집중하고 있는 만큼 자연적인 공급 감소 지속
- Kioxia는 2025년부터 2029년까지 NAND 시장이 연평균 20%의 성장률을 기록할 것이며 중요한 동력은 AI 분야라고 강조. 2029년까지 NAND 수요의 약 절반을 AI 관련이 차지할 것으로 전망
- 추론의 고도화로 LLM 방식의 한계 극복 필요. 이에 검색 증강 생성(Retrieval Augmented Generation, RAG)의 중요성 부각. 답변을 하기 전 외부 데이터베이스에서 질문과 관련된 문서를 검색한 후 답변 생성
- LLM에 RAG 적용하기 위해선 외부 데이터베이스(벡터 데이터베이스) 추가 구축 필요. 이 때, 빠른 검색을 위해 eSSD 적용이 필수

글로벌 NAND 수요/공급 추이 및 전망



자료: Trendforce, NH투자증권 리서치본부 전망

추론의 고도화로 검색 증강 생성의 중요성 부각

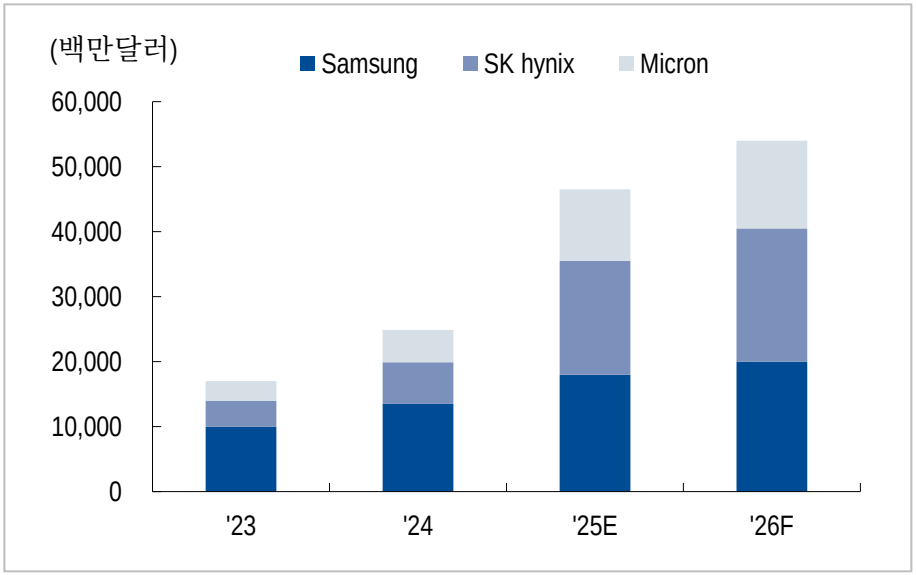


자료: Nvidia, NH투자증권 리서치본부

CAPEX UP? 효과는 미미했다

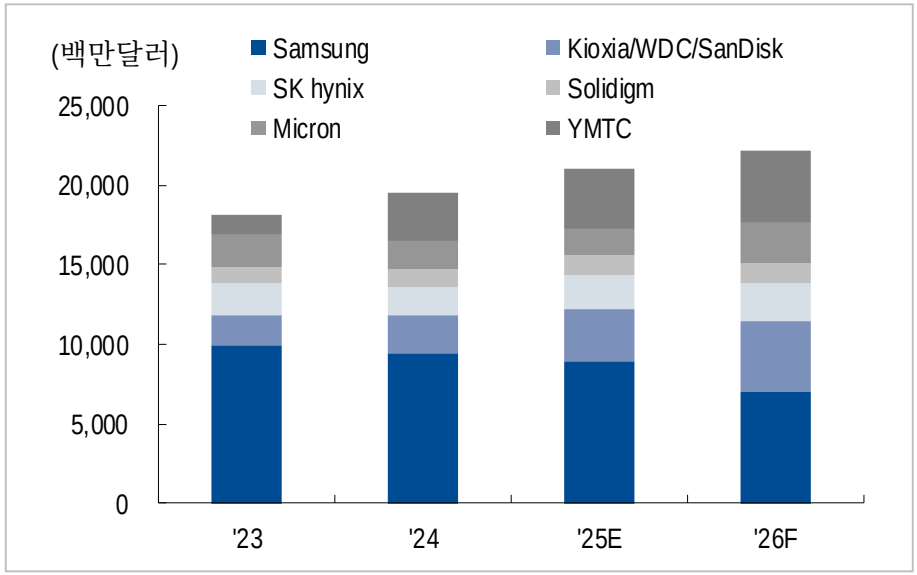
- 2026년 메모리 시장에서는 DRAM을 중심으로 투자가 확대될 것으로 예상
- 삼성전자의 평택 P4/미국 테일러와 SK하이닉스의 M15X 등 신규 라인 투자와 1c 전환 투자가 집행될 것
- NAND는 대부분 공급 부족 현상에도 공격적인 투자보다는 유지보수와 선단 공정에 집중. 투자 규모는 2025년과 유사한 수준 전망
- 지난 몇 년간 공격적으로 생산 라인을 확대한 CXMT는 신규 라인보다 DDR5로의 전환과 HBM에 집중할 것으로 예상
- HBM용 공간을 제외하면 신규 라인에 투자할 공간이 부족. 공급 부족은 지속될 가능성이 높은 만큼 이번 투자 사이클이 다년간 진행될 전망

DRAM 주요 3사 연간 CAPEX 추이 및 전망



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

NAND 연간 CAPEX 추이 및 전망



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Issue Trend – Made in America

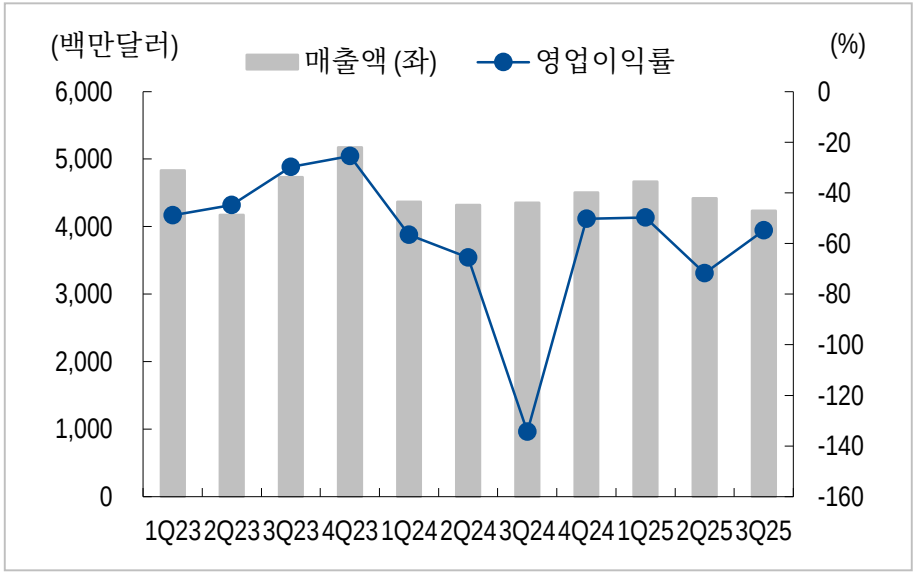
- 바이든 정부에 이어 트럼프 정부는 반도체 자국 생산 확대에 집중
- 최근 미국 정부는 인텔에 대한 89억달러 규모의 투자를 발표하며, 기존의 보조금 지원 방식이 아닌 정부가 인텔의 지분 약 10%를 인수하는 방식을 제시. 이는 단순한 재정 지원이 아닌 미국 반도체 산업의 회복을 위한 트럼프 정부의 노력
- 미국 정부의 인텔 지원 본격화는 고객사 확보에 긍정적인 역할을 할 것으로 기대
- 현재 인텔은 CEO 교체 이후 내부정비와 18A 공정 생산에 집중. 18A 기반의 Panther Lake가 턴어라운드 변곡점이 될 것
- 현재 파운드리 사업 내 패키징 사업은 확실한 경쟁력을 기반으로 다수 고객사 확보. 향후 전공정과 함께 시너지 기대

인텔 EMIB-T(TSV) 첨단 패키징 기술



자료: Intel, NH투자증권 리서치본부

인텔 파운드리 분기 실적 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Issue Trend – 전력반도체

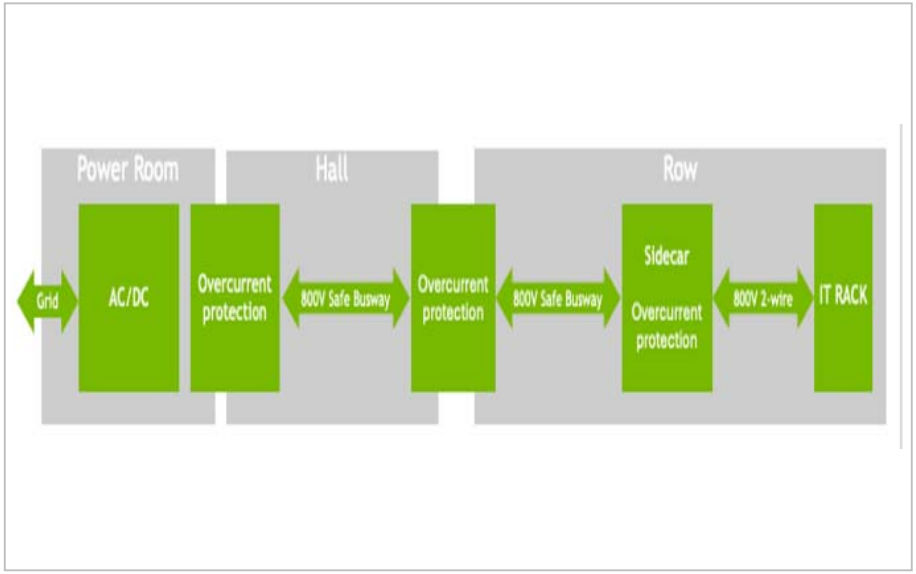
- 최근 시장에서 주목하고 있는 것은 HVDC(고전압직류) 공급. 엔비디아는 800V HVDC 아키텍처가 차세대 AI 데이터센터의 중심이 될 것이라 언급하며 관련 공급망을 구축
- HVDC를 도입하는 이유는 기존 시스템으로는 전력 수요를 감당하기 어렵기 때문
- 800V HVDC 도입 시 1) 전압이 높아져 전반적인 전력 손실이 감소하고, 2) 케이블에 흐르는 전류의 감소로 구리 사용량이 감소하며, 3) 고밀도 전력을 안정적으로 공급할 수 있고, 4) 전력공급장치를 서버 랙 외부로 옮겨 유지보수가 용이하고 서버 공간 최적화 가능
- 공식적인 도입까지는 시간이 남은 만큼 단기적인 관점보다는 중장기 관점에서 접근이 필요하지만, 잠재력이 높은 시장

NVIDIA의 HVDC 글로벌 공급망

분류	기업
반도체	Texas Instruments, Infineon, Navitas, On Semi, Innoscience
전력 부품	Delta, Lite-On, Flex Power, Lead Wealth, Megmeet 등
수동부품	Murata
시스템	Eaton, Schneider Electric, Vertiv 등

자료: NVIDIA, 언론종합, NH투자증권 리서치본부

NVIDIA 800 VDC 구조

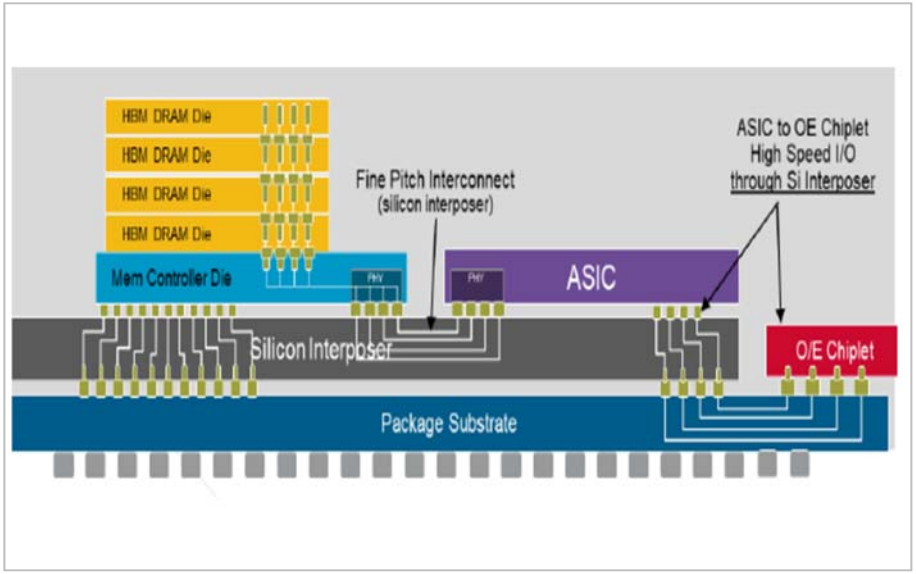


자료: NVIDIA, NH투자증권 리서치본부

Issue Trend - Network

- 통상 네트워크의 요구 수준이 100Gbm/s를 초과하면 광통신이 비용면에서 효율적인 선택지
- 데이터센터 클러스터를 상호 연결하는 원거리부터 광통신이 채택. 이후 근거리인 랙 네트워크에서 요구 대역폭이 높아지며 포토닉스의 채택 범위가 랙 단위로 확대
- CPO(Co-Packaged Optics)의 부상. CPO는 Switch ASIC와 광 엔진를 동일한 기판에 실장한 패키징
- CPO 도입으로 소비 전력과 지연시간의 개선이 가능하여 Scale-up 가능. HBF(High Bandwidth Flash)와 같은 차세대 메모리와도 결합하여 사용 가능할 것. 2026년 CPO 관련 많은 발전과 적용 사례를 볼 수 있을 것. 엔비디아가 CPO 기반의 포토닉스 솔루션을 서버 랙에 탑재할 계획

CPO with XPU



자료: Broadcom, NH투자증권 리서치본부

TSMC의 SiPh, CPO 로드맵



자료: TSMC, NH투자증권 리서치본부

반도체

투자유망종목 1: SK하이닉스(000660.KS) - 목표주가 860,000원

- 2026년 매출액 144.1조원(+56.0% y-y), 영업이익 80.3조원(+90.7% y-y) 전망. 2026년 전도 제품 완판되어 수요 가시성 확보
- 경쟁사의 HBM 선단제품 진입 우려가 존재했으나, 최근 2026년도 공급 계약을 최종 확정했고 수익성 역시 현재 수준 유지 가능함을 확인. HBM 시장 내 강력한 경쟁 우위를 기반으로 2026년 HBM 시장에서도 선두 지위 유지할 것
- AI 추론이 확산되는 과정에서 메모리 수요 증가. 하지만 제한된 공간으로 투자 확대에도 공급 부족한 상황 지속될 전망
- 메모리 산업은 선주문~후판매의 구조적인 전환점을 맞이했으며 메모리가 AI 기술 발전의 병목이 되는 시점. 업종 Top-pick 의견 유지

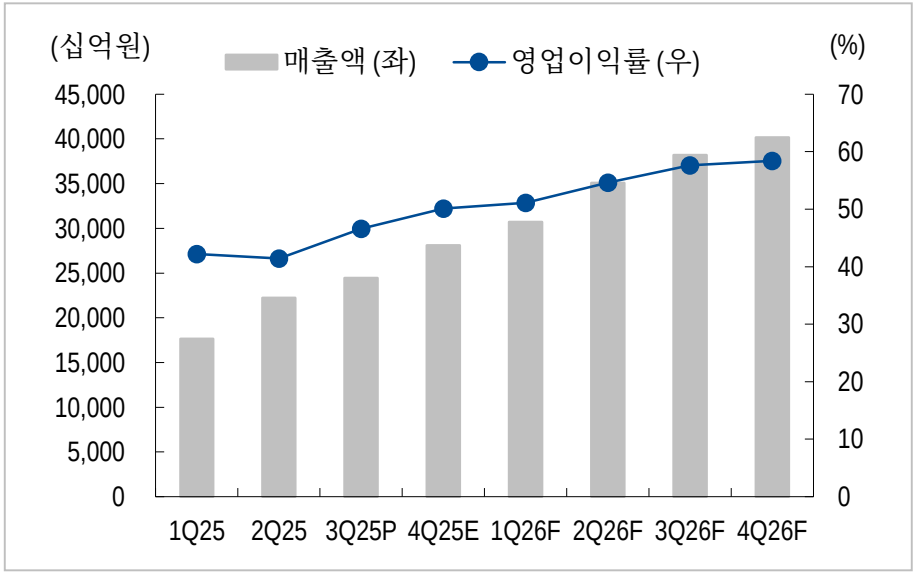
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	66,193	92,426	144,141	149,186
영업이익	23,467	42,112	80,288	83,941
영업이익률 (%)	*35.5*	*45.6*	*55.7*	*56.3*
EBITDA	36,049	55,758	94,648	97,864
순이익	19,797	36,765	65,365	70,588
지배지분 순이익	19,789	36,712	65,270	70,486
EPS (원)	27,182	50,429	89,657	96,822
PER (배)	6.4	12.0	6.8	6.3
PBR (배)	1.7	4.0	2.5	1.8
ROE (%)	31.1	39.9	45.9	33.8
Net Debt(-Cash)	9,038	-12,823	-63,506	-129,965

현재가(11/11, 원)	619,000	외국인지분율	53.7%
시가총액(십억원)	450,633.5	배당수익률('25E)	0.1%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

SK하이닉스 분기별 실적 전망



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

반도체

투자유망종목 2: 삼성전자(005930.KS) - 목표주가 145,000원

- 2026년 매출액 358.0조원(+11.0% y-y), 영업이익 83.6조원(+121.3% y-y) 전망. 공급자 우위의 긍정적인 업황 지속되며 실적 성장
- HBM3E의 전 고객사 대상 납품 시작과 더불어 HBM4 진행도 긍정적인 상황
- 삼성전자의 2026년 HBM은 매출액/출하량 전년대비 성장률이 모두 3사 중 가장 높은 수준을 기록하며 약진할 것으로 예상
- CSP CAPEX 전망치 상향, AI 추론 및 에이전트 확산으로 일반 메모리 수요 확인. 디램, 낸드 모두 긍정적 업황 기대
- 파운드리 부문은 HPC향 선단제품 수주를 비롯한 가동률 상승 및 원가 개선으로 적자 축소 지속될 전망
- 삼성전자의 경우 현재까지도 메모리 업체 중 밸류에이션 매력도가 가장 높음

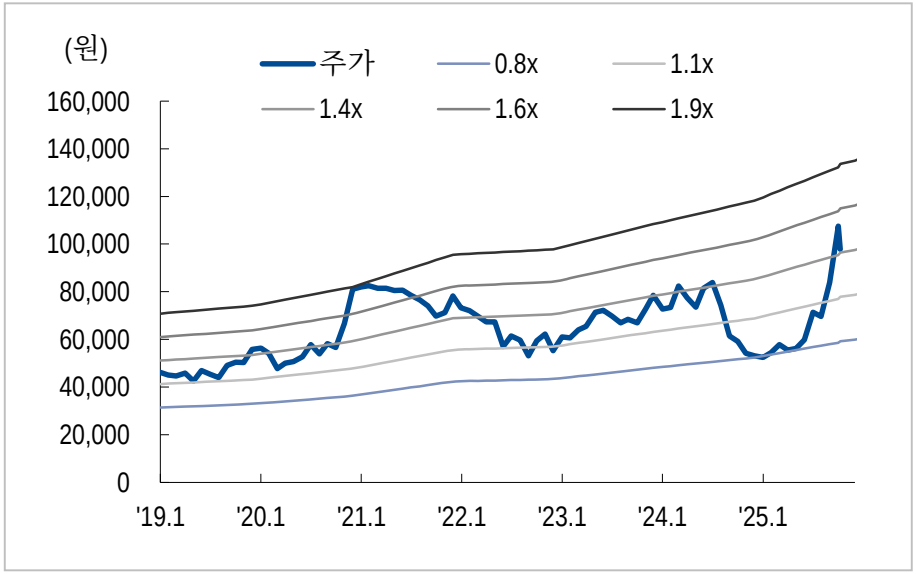
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	300,871	322,492	358,018	370,548
영업이익	32,726	37,897	83,644	88,345
영업이익률 (%)	*10.9*	*11.8*	*23.4*	*23.8*
EBITDA	75,357	79,174	128,217	136,439
순이익	34,451	40,512	69,190	74,038
지배지분 순이익	33,621	38,892	67,806	72,557
EPS (원)	5,433	6,367	11,259	12,061
PER (배)	9.8	15.4	8.7	8.1
PBR (배)	0.9	1.6	1.4	1.2
ROE (%)	9.0	9.5	15.0	14.1
Net Debt(-Cash)	-97,214	-121,488	-152,157	-205,382

현재가(11/7, 원)	97,900	외국인지분율	52.3%
시가총액(십억원)	579,532.6	배당수익률('25E)	1.5%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

삼성전자 12MF PBR Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

낙수효과

I. IT세트 overview

II. 메모리 반도체 기판, MLCC에도 확산되는 AI 온기

III. 미래 기술 엿보기

IV. 투자유망종목

Analyst: 황지현

Tel 02)768-7774 | e-mail jh.whang@nhsec.com

IT하드웨어: 낙수효과

국내 IT하드웨어 업종은 그동안 AI 수혜로부터 소외되면서 부진한 주가 흐름이 부진했으나 AI 온기가 점차 확산되면서 낙수효과를 누리기 시작했다. 무대 조명은 지금까지는 서버 밸류체인에 강점을 갖는 대만에 머물러 있었지만, AI 추론 시장이 개화되면서 메모리 반도체 강자인 우리나라를 비추고 있다. 이러한 흐름은 반도체 공급 제약으로 인해 2026년에도 지속될 것으로 전망한다.

가장 먼저 낙수효과를 누린 기업은 반도체 기판 업체들이다. 서버용 모듈 기판을 만드는 업체들은 그 어느 때보다 높은 수주잔고를 기록하는 등 호황을 누리고 있다. 서버 노출도가 낮은 업체들도 그동안 모든 자원이 High-end 기판에 편중되면서 전방 재고 레벨이 낮아진 덕에 회복세에 진입했다. 기판 업체들 대부분 2025년 2분기 실적 턴어라운드에 성공했고 가동률은 2026년 말까지 꾸준히 상승할 것으로 예상하는 바, 2026년으로 갈수록 실적 개선세는 더욱 뚜렷해질 것으로 판단한다.

향후 낙수효과를 누릴 산업은 MLCC(Multi-Layer Ceramic Capacitor)로 전망한다. AI 서버에 탑재되는 MLCC 개수가 늘어나면서 우호적인 수급환경이 조성되고 있다. 특히 high-end 초소형·고용량 제품은 적층 수가 많아 생산능력 손실로 이어지는 바, 병목 현상이 심해지며 공급자 우위 국면 진입 가능성이 높다고 판단한다.

I. IT세트 overview

서버는 전년도에 이어 전례 없는 성장률을 시현 중이다. 2026년에는 랙(rack) 솔루션을 기반으로 또 한 번 폭발적인 성장세를 보일 것으로 전망한다. 한편 스마트폰은 연초 관세 정책에 의해 부진할 것이라는 우려와 달리 양호한 성장세를 기록했다. 다만 2026년에는 AP(Application Processor), 메모리 반도체 가격 상승에 따른 스마트폰 가격 인상이 불가피할 것으로 보이는 바 수요 및 마진 압박이 강해질 가능성이 높다. 다만 스펙 업그레이드가 예정된 카메라 모듈 기업의 경우 단가 상승이 이를 완화시킬 것으로 예상한다.

II. 메모리 반도체 기판, MLCC에도 확산되는 AI 온기

PCB 기판은 서버 노출도가 높아 수요가 좋고, 대면적화·고다층화 트렌드에 따라 ASP(Average Selling Price)가 상승 중이다. 이에 관련 업체들은 가장 큰 수혜를 누리고 있다. 패키지 기판은 High-end 제품에서 촉발된 공급 제약이 레거시 제품으로 확산되면서 낙수효과를 누리고 있다. AI 온기가 기판에서 MLCC까지도 확산될 것으로 기대한다. AI 서버에 탑재되는 MLCC 수와 용량이 기하급수적으로 늘어나는 가운데, 용량 확대를 위해 내부 적층 수를 늘리는 과정에서 생산능력 손실이 불가피하기 때문에 공급자 우위 시장이 형성될 것으로 전망한다.

IT하드웨어: 낙수효과

III. 미래 기술 엿보기

유리기판은 열팽창계수가 낮아 기판 대형화에 유리하고, 우수한 전기적 성능을 갖기 때문에 차세대 기판으로 주목받고 있다. 주요 업체들의 유리기판 양산 일정이 1~2년 앞으로 다가오며 2026년에는 양산 라인에 대한 투자가 이루어질 것으로 예상된다. 밸류체인의 윤곽이 드러나면서 기대감은 점차 높아질 것으로 전망한다.

스마트 글래스는 멀티모달 AI의 등장과 Agentic AI의 융합으로 새로운 전환점을 맞이했다. 초기 출하량은 400만대 수준이지만, 스마트폰을 대체할 가능성이 있는 신규 폼팩터라는 점에 주목할 필요가 있다.

IV. 투자유망종목

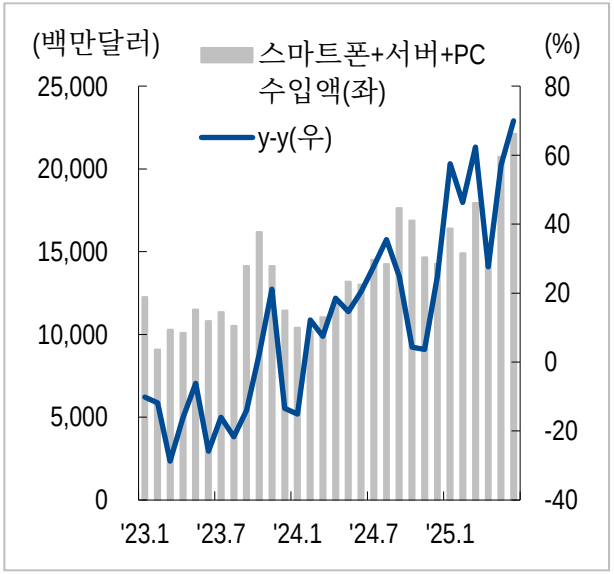
IT하드웨어 업종에 대한 투자의견 Positive를 제시한다. 2025년 AI 온기 확산에 대한 기대감으로 주가가 많이 올랐다면, 2026년에는 실제 실적으로 이를 증명할 수 있을 것으로 예상한다. MLCC 상승 사이클 도래로 수혜가 기대되는 삼성전기, 가격(P)과 물량(Q)이 동반 상승하는 국면에 진입한 PCB 업체 티엘비를 투자유망 종목으로 추천한다.



더할 나위 없었던 서버, 우려 대비 양호했던 스마트폰과 PC

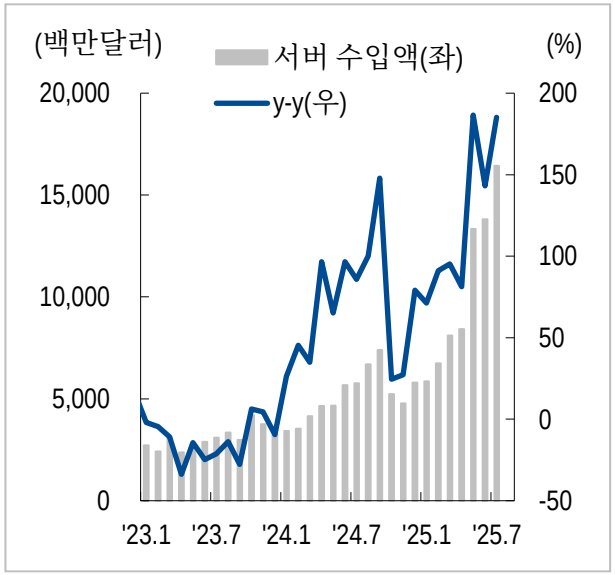
- 서버는 전년도에 이어 전례 없는 성장률 시현 중. IT세트 시장의 중심 축이 과거 스마트폰과 PC에서 서버로 이동했음이 또 한 번 증명된 해
- 스마트폰 출하량은 관세 정책에 의해 부진할 것이라는 연초의 우려와 달리 2025년 3분기 4% y-y 증가. 주요 스마트폰 OEM 업체 애플, 삼성, 화웨이 판매량은 9월까지 누적 y-y 증가율 각각 9.0%, 5.1%, 8.5%. 교체주기 도래가 주요 요인으로 작용
- PC 출하량은 2025년 3분기 8.1% y-y 증가. 2025년 10월 윈도10 종료 및 교체주기 도래 등으로 높은 성장률 달성

미국 IT set 수입액



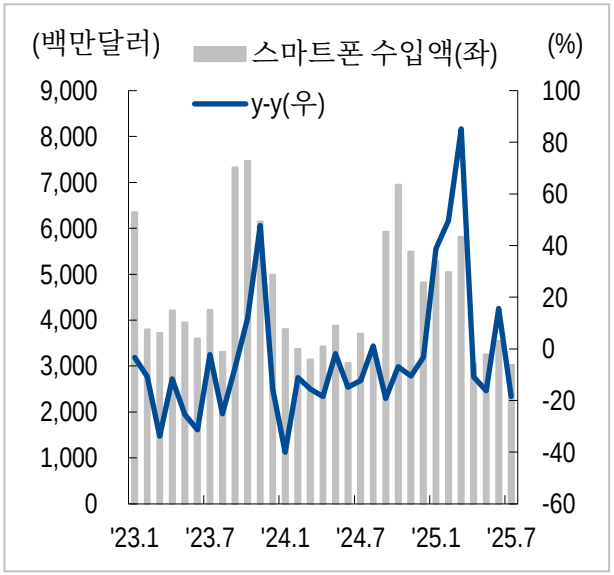
자료: KITA, NH투자증권 리서치본부

미국 서버 수입액



자료: KITA, NH투자증권 리서치본부

미국 스마트폰 수입액

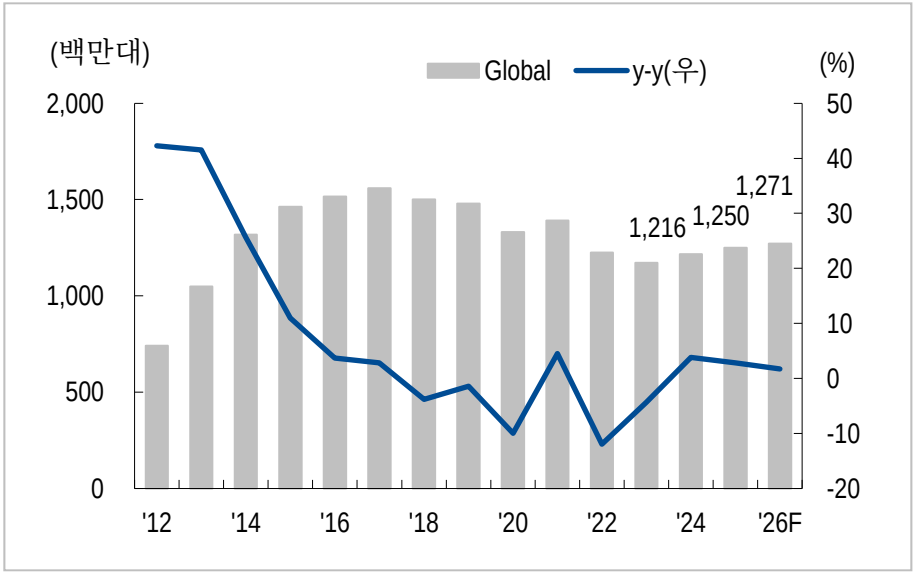


자료: KITA, NH투자증권 리서치본부

가격 인상이 불가피할 스마트폰

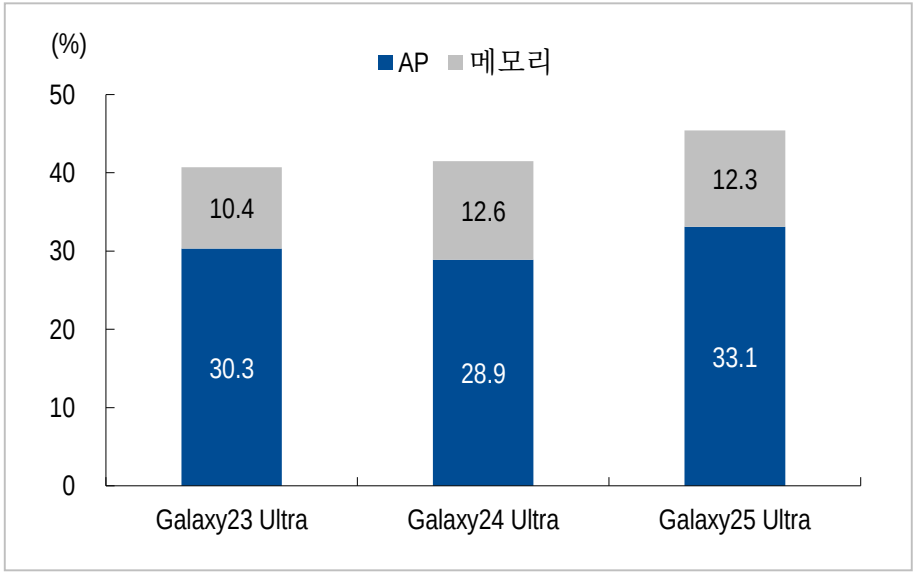
- 2025년 스마트폰 출하량은 우려 대비 양호한 12.5억대(+2.8% y-y)로 마무리될 것으로 예상
- 2026년에는 12.7억대(+1.7% y-y)로 증가폭이 둔화될 것으로 전망. 스마트폰 ASP 상승이 불가피할 것으로 예상되기 때문
- AP(Application Processor), 메모리 반도체 가격 상승이 주된 원인. A20(애플), E2600(삼성전자), 스냅드래곤8 Gen6(퀄컴) 등 2026년 출시 예정인 대부분 AP에 2nm 공정이 도입되면서 가격 인상 전망. 최근 메모리 반도체 가격 상승까지 더해져 가격 인상 압박이 강해질 것
- 다만, 가격 민감도가 낮은 High-end 스마트폰은 상대적으로 영향 미미

2026년 스마트폰 출하량 증가폭 둔화 전망



자료: Counterpoint, NH투자증권 리서치본부 전망

Galaxy 시리즈 비용 구조 내 AP, 메모리 반도체 비중 상승



자료: Counterpoint, NH투자증권 리서치본부

스마트폰 하드웨어 스펙 변화는 가뭄에 단비

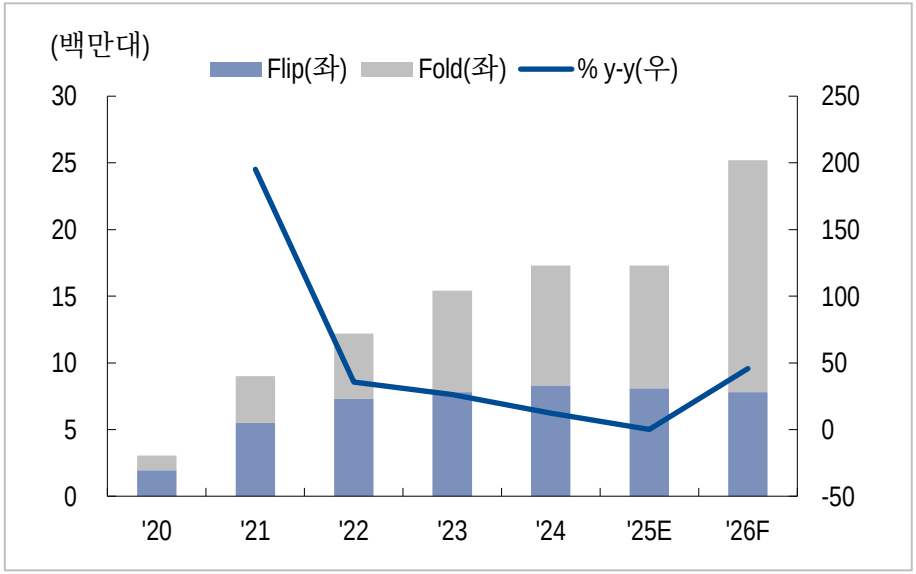
- 오랜만에 이루어지는 하드웨어 스펙 변화는 일부 밸류체인에 긍정 요소로 작용
- 2026년은 카메라 스펙 업그레이드의 해가 될 것. 애플은 Pro·Pro Max 모델에 가변조리개를 탑재할 예정이며 카메라 모듈 단가 상승 예상
- 한편 2026년 하반기 애플 폴더블폰 출시 예정. 신규 폼팩터는 교체주기를 자극한다는 점에서 긍정적. 초기 출하량 800만~1,000만대 수준 전망
- 2025년은 스마트폰의 예상 외 판매 호조세에 힘입은 판매량(Q) 성장이 주효했다면, 2026년은 스펙 업그레이드로 인한 가격(P) 성장 기대

애플 폴더블폰 콘셉트 사진



자료: 언론보도, NH투자증권 리서치본부

폴더블 스마트폰 출하량 전망

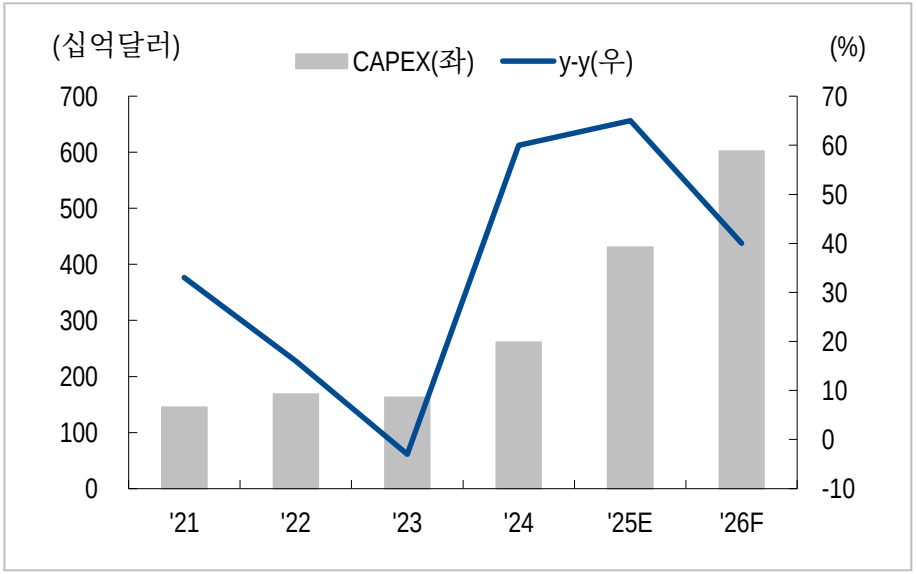


자료: Omdia, NH투자증권 리서치본부 전망

서버 랙(rack) 솔루션 기반 성장 가속화

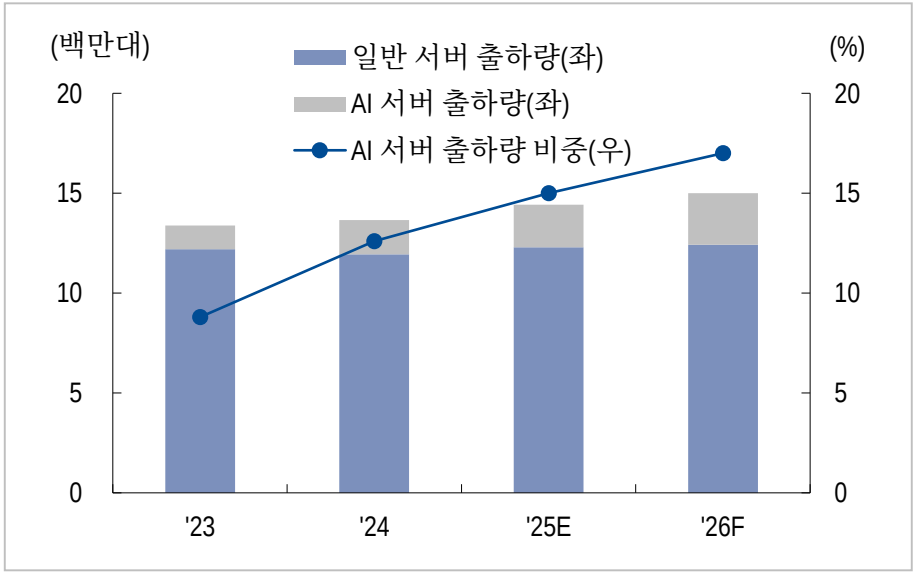
- 글로벌 빅테크의 AI 인프라 투자가 확대되며 상위 8개 CSP(Cloud Service Provider)의 2026년 CAPEX는 6,000억달러를 돌파할 전망. 이로 인해 GPU·ASIC(주문형 반도체)·메모리·패키징·냉각·전력 시스템 등 AI 서버 밸류체인 전반의 수혜가 지속될 것
- 특히 2026년에는 NVIDIA에 이어 AMD도 풀 랙(full-rack) 플랫폼 출하를 본격화하며 투자가 가속화될 전망
- AMD는 최근 Venice CPU와 MI400 GPU를 탑재한 헬리오스 랙 솔루션을 공개했으며, 메타와 오라클에 납품할 것으로 기대
- 한편 엔비디아도 2026년 하반기에 차세대 랙 솔루션 VR200 출시 예정

8대 CSP 업체들의 CAPEX 추이



주: Google, AWS, Meta, Microsoft, Oracle, Tencent, Alibaba, Baidu 합산
자료: TrendForce, NH투자증권 리서치본부

글로벌 서버 출하량 추이

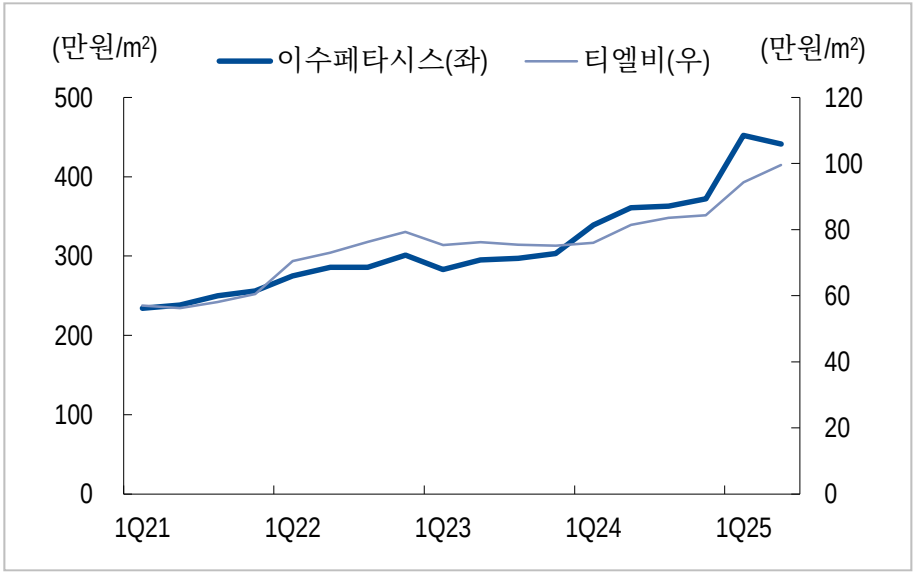


자료: TrendForce, NH투자증권 리서치본부

구조적 특이점에 직면한 PCB 기판

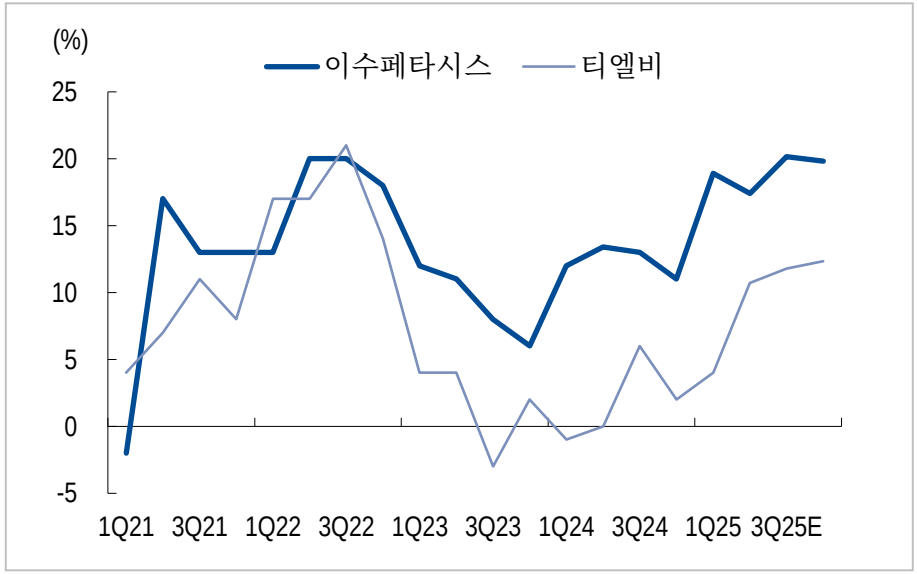
- PCB 기판이 구조적인 변화에 직면하면서 업체들의 ASP(Average Selling Price, 평균 판매 단가) 상승 및 수익성 증가로 이어지는 중
- 서버용 고다층 기판은 과거 단순히 여러 원재료를 차례대로 쌓고 한 번에 누르는 방식으로 제조했지만, 최근 기판에 대한 요구 성능 고도화되면서 제조 공정 복잡해짐. 기존처럼 기판을 한 번에 만들기 어려워 상판과 하판을 따로 제작한 후 합치는 과정을 거치게 됨
- 이 같은 공정 난도 증가로 인해 ASP가 두 배씩 증가. 한편 중간 공정을 2~3번 반복해야 하기 때문에 투입한 자원 대비 생산량이 줄어드는 생산능력 손실 발생. 전방 서버용 기판 수요는 강한 상황에서 생산능력 손실에 기인한 공급 제약은 기판 업체들에 우호적

이수페타시스, 티엘비 Blended ASP



자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

이수페타시스, 티엘비 분기별 영업이익률 추이



자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부 전망

낙수효과로 가격이 상승하는 패키지 기판

- 패키지 기판은 High-end 제품에서 촉발된 공급제약이 레거시 제품으로 확산되면서 낙수효과 누리는 중. 주요 업체들은 3분기 실적 발표에서 원재료 가격 상승이 판가에 전이되고 있다고 언급. 향후에는 주요 원재료인 T-glass 유리섬유 쇼티지가 판가의 추가 인상으로 이어질 수 있음
- T-glass는 일본 Nitto Boseki社가 과점하는 주요 원재료로, 저유전율(Low CTE) 특성이 중요한 ABF 기판에 주로 사용. 최근 AI 서버용 패키지 기판 수요 급증이 쇼티지로 이어지고 있으며 신규 Capa가 2027년에야 가동될 예정이기에 그 전까지는 병목 현상이 지속될 것
- 한편 메모리 반도체에 사용되는 BT 기판은 T-glass보다 저손실률(Low Dk) 특성이 높은 NE/NER-glass가 주로 사용되어 T-glass 쇼티지 영향은 상대적으로 제한적이지만, 전반적으로 전방 고객사의 선제적인 기판 확보 움직임이 감지되면서 낙수효과 누릴 가능성 존재

기업별 기판 가동률, 가격 관련 코멘트

기업	3Q25 가동률	4Q25 가격 전망
Ibiden	FC-BGA 65~70%	
Unimicron	Substrate 75~80%, HDI/PCB 85~90%	두 자릿수 인상
Kinsus	ABF 85%, BT 75%	3~5% 인상
Nanya PCB	ABF 60%, BT 95%	
Shennan	BT 90%	T-glass 가격 상승이 BT 기판 가격 상승으로 이어질 수 있음을 언급

자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

CPU·GPU·ASIC는 T-glass, 메모리 반도체는 NER-glass 사용

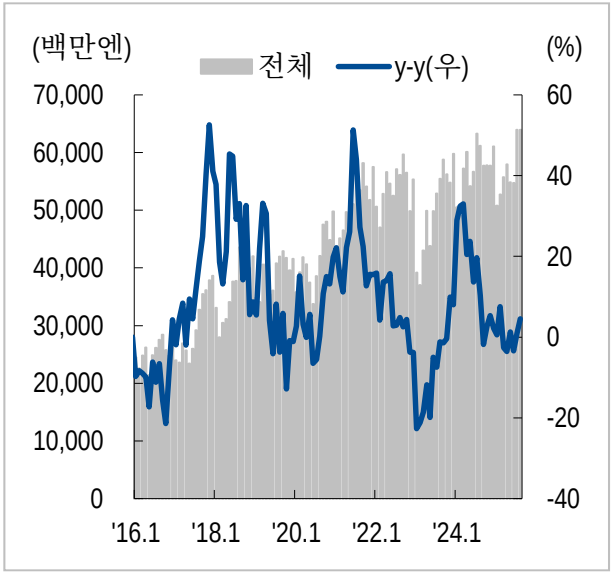
적용처	부품	기판 종류		요구 성능	유리섬유
AI 서버	프로세서·컨트롤러	패키지 기판	CPU·GPU·ASIC	Low CTE	T-glass
			NAND	Low CTE	T-glass
			DDR	Low Dk	NE/NER-glass
	서버	마더보드		Low Dk	NE/NER/NEZ-glass
	스위치			Low Dk	NE/NER-glass
	NIC			Low Dk	NE/NER-glass

자료: Nitto Boseki, NH투자증권 리서치본부

AI 서버가 촉발한 새로운 사이클

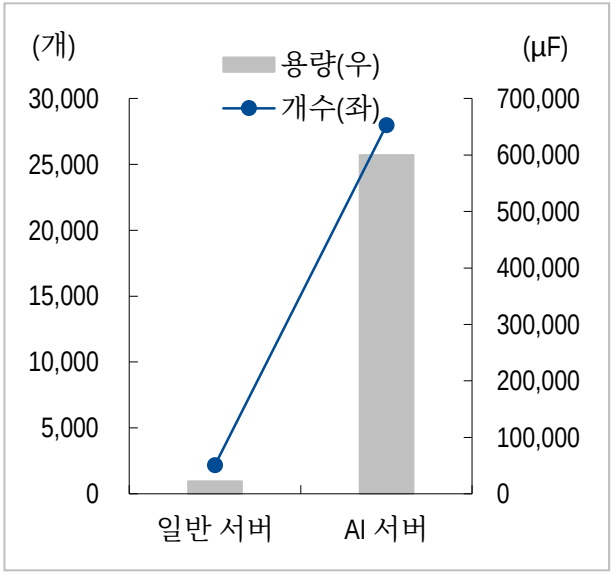
- MLCC(Multi-Layer Ceramic Capacitor)는 2017~2018년 전장, 2020~2021년 5G 사이클 이후 2025년부터는 AI 서버가 촉발한 새로운 상승 국면에 진입했다고 판단
- AI 서버는 소비전력이 일반 서버의 8배에 달하기 때문에, 전력 안정성 확보에 필요한 MLCC 탑재 수량은 10배 넘는 수준까지 증가
- 하나의 기판 내 수만개의 MLCC를 실장해야 하기 때문에 High-end 제품에 해당하는 초소형·고용량 MLCC 시장 커지는 중. 해당 시장에서 Murata와 삼성전기가 시장 점유율 각각 45%, 40% 차지하며 우위를 점함
- 한편 AI 서버에 사용되던 탄탈륨 커패시터는 수급 불안정성에 의해 MLCC로의 대체 가능성 대두. 대체 시 High-end MLCC 업체들에 우호적인 환경이 형성될 것으로 전망

일본 MLCC 수출액 추이



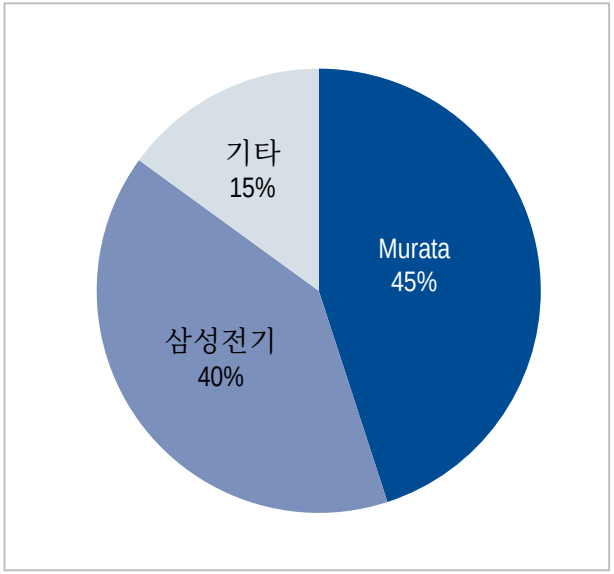
자료: KETI, NH투자증권 리서치본부

일반 대비 AI 서버 MLCC 탑재 13배 증가



자료: 삼성전기, NH투자증권 리서치본부

AI 서버용 MLCC 시장 점유율(2025년)

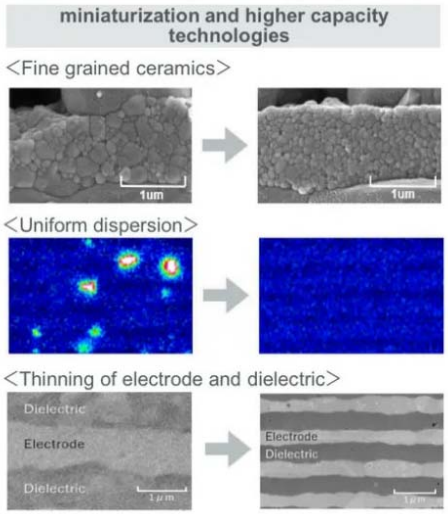


자료: NH투자증권 리서치본부

타이트한 MLCC 공급 상황

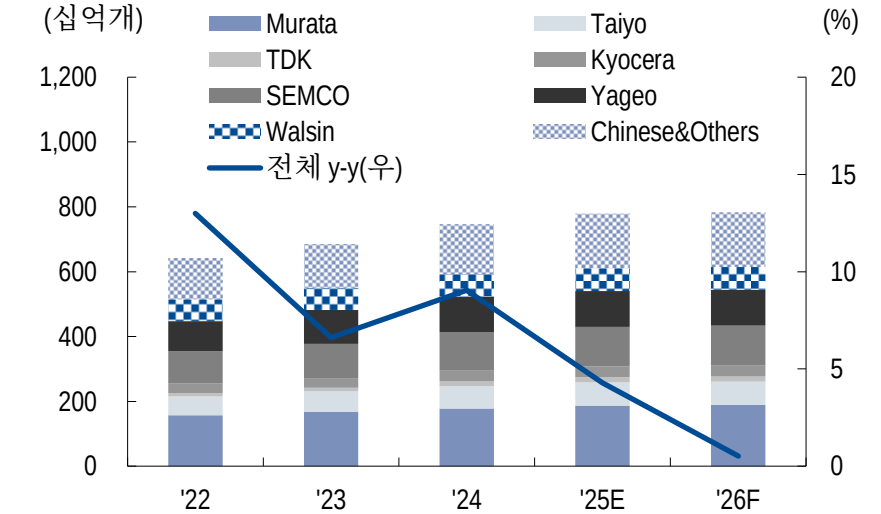
- MLCC(Multi-Layer Ceramic Capacitor) 용량 확대를 위해 내부 적층 수를 늘리는 과정에서 Capa-loss 불가피
- 이로 인해 High-end MLCC를 생산하는 삼성전기와 Murata 위주로 MLCC 가동률이 90% 중후반대로 올라서며 가파른 성장세를 보임
- 한편 MLCC 업체들은 최근까지 보수적인 CAPEX 투자 기조를 유지. 또한 차량용 품질 인증이 요구되는 전장용 MLCC는 IT용과 생산라인 호환이 불가해 공급 제약이 심화됨
- 이처럼 공급 여력이 제한되는 상황은 향후 MLCC 가격 인상으로 이어질 개연성을 높임

MLCC 내부 적층 수 증가가 Capa-loss 유발



자료: Murata, NH투자증권 리서치본부

기업별 MLCC Capa 추이

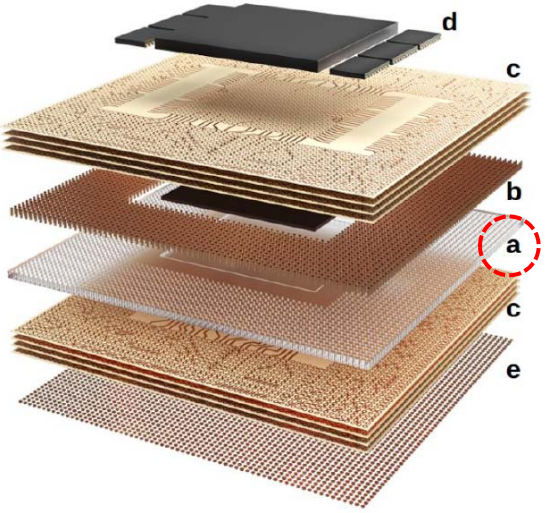


자료: TrendForce, NH투자증권 리서치본부

점차 선명해질 유리기판

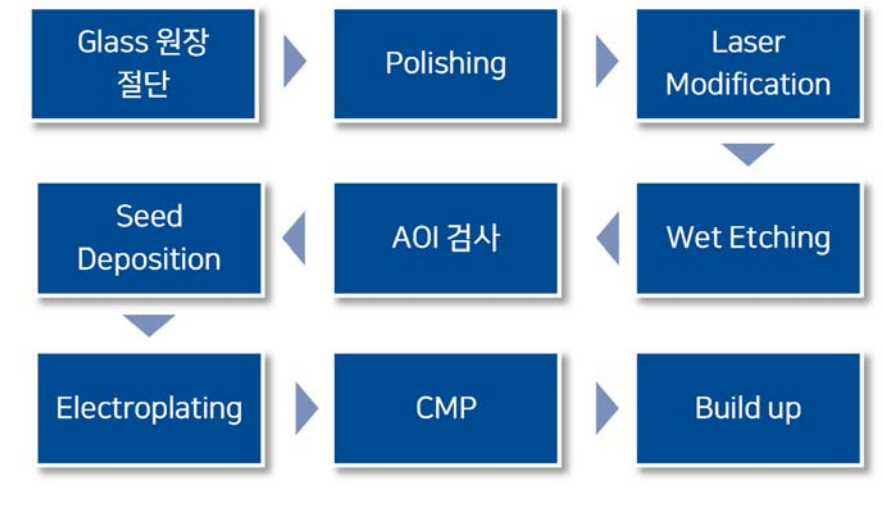
- 유리기판은 열팽창계수가 낮아 휘어짐이 적기 때문에 기판 대형화에 유리함. 또한 유전 손실 및 유전상수 측면에서 모두 우수한 전기적 성능을 가져 데이터 손실 및 지연 최소화가 가능한 바 차세대 대안으로 주목받고 있음
- 주요 업체들의 유리기판 양산 개시 일정이 1~2년 앞으로 다가오며 2026년에는 양산 라인에 대한 투자가 이루어질 것으로 예상
- Build up 공정(한 층씩 도체층을 쌓는 과정)은 기판 제조 업체들이 직접 할 것으로 예상되나, 그 전 단계인 CMP(Chemical Mechanical Polishing) 공정까지는 대부분 외주화할 가능성이 높음. 밸류체인의 윤곽이 드러나면서 기대감 점차 높아질 것으로 전망

유리기판 구조도



주: a)유리기판, b) 금속 도금, c) RDL(재배선층), d) 반도체칩, e) BGA
자료: IMAPS, NH투자증권 리서치본부

유리기판 제조 공정



자료: 켐트로닉스, NH투자증권 리서치본부

Agentic AI와 함께 개화하는 AR 글래스 시장

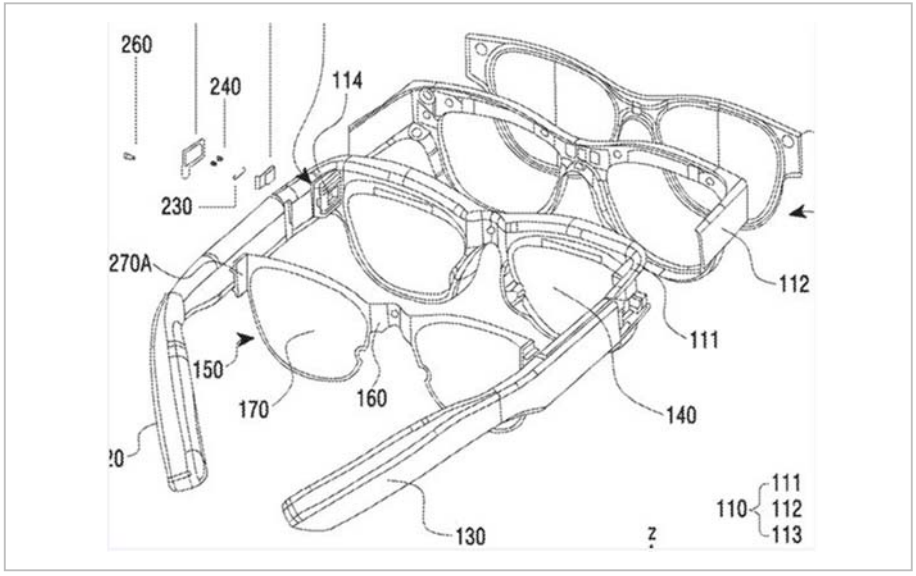
- 최근 스마트 글래스는 텍스트, 음성, 영상, 이미지 등 다양한 형태의 데이터를 통합적으로 처리하는 멀티모달 AI의 등장과, 스스로 판단, 계획, 행동할 수 있는 Agentic AI의 융합으로 새로운 전환점을 맞이함
- 메타는 지난 메타 커넥트 2025를 통해 최신형 스마트 글래스 공개
- 삼성은 올해 VR기기 '무한'을 출시했고, 내년에는 XR기기 '해안'을 공개 예정
- 초기 출하량은 400만대 수준이지만, 스마트폰을 대체할 가능성이 있는 새로운 폼팩터라는 점에서 주목할 필요

메타 커넥트 2025에서 공개된 최신형 스마트 글래스



자료: 언론보도, NH투자증권 리서치본부

삼성전자 스마트 안경 관련 특허 도면



자료: 특허청, NH투자증권 리서치본부

IT하드웨어

투자유망종목 1: 삼성전기(009150.KS) - 목표주가 290,000원

- 서버 및 전장용 고용량 제품 중심의 수요 증가가 수급 불균형을 심화시켰고, 이에 따라 MLCC(Multi-Layer Ceramic Capacitor) 가동률 2Q25 90%→3Q25 90% 후반대로 상승
- 과거 밸류에이션이 확장되던 시기(2017~2018년, 2020~2021년)는 모두 MLCC 상승 사이클과 맞물렸는데, AI 서버가 촉발한 수요가 새로운 상승 사이클을 본격화했다고 판단
- 최근 반도체와 기판 산업에서 High-end에 대한 자원 집중이 생산능력 손실을 유발해 레거시 제품에 대한 공급 부족으로 확산되었듯이, MLCC 역시 고용량 제품의 적층 수 증가가 공급 여력을 제한시키는 상황. 이는 향후 가격 인상으로 이어질 개연성을 높이며, 현실화될 경우 밸류에이션 상단까지 부여할 수 있을 전망

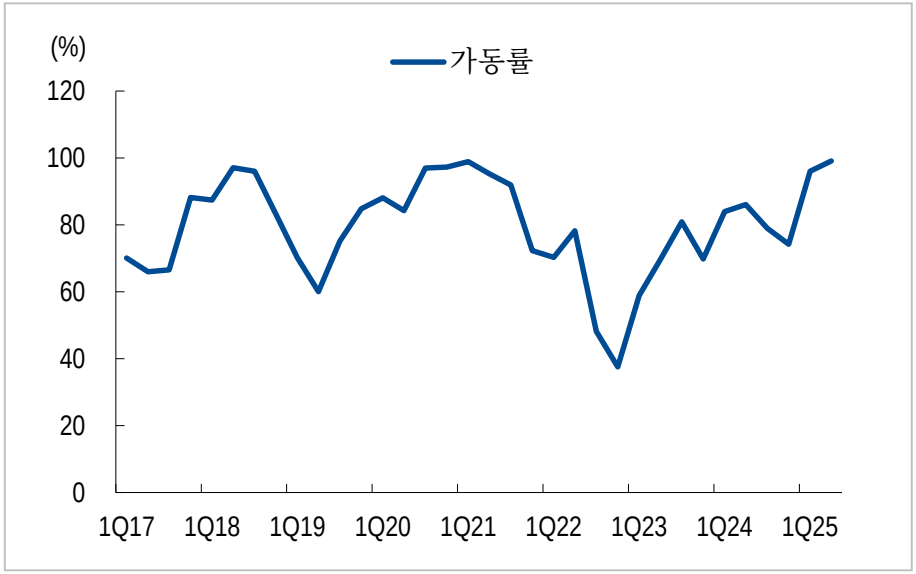
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	10,294	11,222	12,430	13,688
영업이익	735	890	1,132	1,396
영업이익률 (%)	*7.1*	*7.9*	*9.1*	*10.2*
EBITDA	1,575	1,784	1,977	2,201
순이익	703	662	924	1,168
지배지분 순이익	679	640	892	1,128
EPS (원)	9,022	8,491	11,872	15,032
PER (배)	13.7	26.2	18.7	14.8
PBR (배)	1.1	1.9	1.7	1.6
ROE (%)	8.2	7.1	9.2	10.7
Net Debt(-Cash)	-448	-577	-849	-1,274

현재가(11/7, 원)	222,500	외국인지분율	38.9%
시가총액(십억원)	16,619.3	배당수익률('25E)	0.8%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

삼성전기 컴포넌트 부문 가동률 추이



자료: 삼성전기, NH투자증권 리서치본부

IT하드웨어

투자유망종목 2: 티엘비(356860.KQ) – 목표주가 81,000원

- 2025년 초 본격 양산을 시작한 DDR5-6400 제품부터는 기판을 2장 이상의 붙이는 BVH(Blind Via Hole) 공법이 적용되어 Blended ASP가 빠르게 상승 중. DDR5 내 고마진 제품(6400/7200)의 합산 매출 비중은 2분기 48%에서 3분기 60%까지 확대될 전망
- 향후 두 가지에 기반한 믹스 개선 고려 시 추가적인 실적 추정치 상향도 가능

① SOCAMM(System On Chip Advanced Memory Module) 비중의 가파른 상승. 공정이 3번 반복되는 DDR5 High-end 제품의 마진이 High-teen 수준으로 추정되는데, SOCAMM은 공정이 5번 반복되는 바 ASP 및 수익성이 더 높을 것으로 예상

② eSSD에의 BVH 공법 확대. BVH 공법 적용이 확대되는 가운데, 과거 16층에서 20층 이상으로 층수도 늘어나면서 마진 높아질 것으로 기대

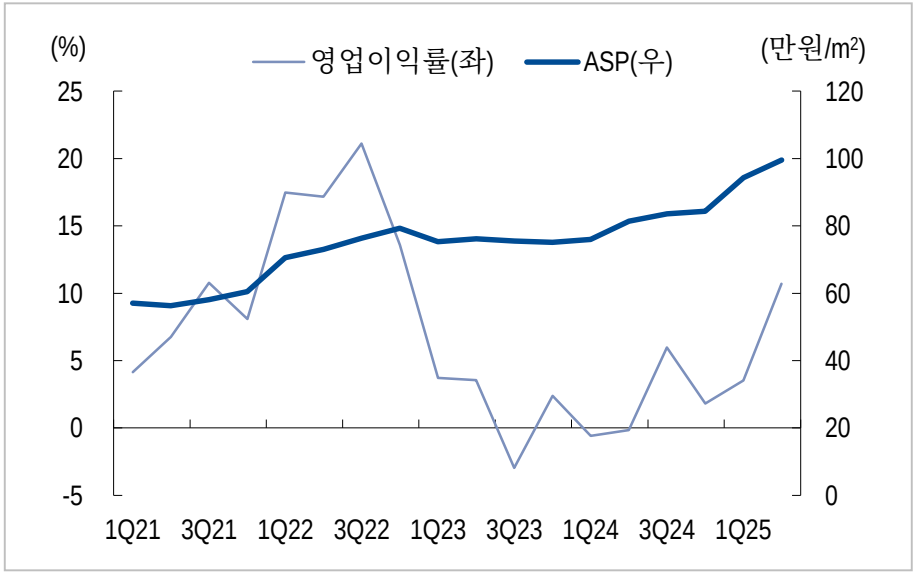
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	180	256	334	367
영업이익	3.4	25	44	53
영업이익률 (%)	*1.9*	*9.9*	*13.2*	*14.4*
EBITDA	10	34	53	63
순이익	4	19	35	41
지배지분 순이익	4	19	35	41
EPS (원)	368	1,886	3,523	4,211
PER (배)	35.5	34.5	18.5	15.4
PBR (배)	1.1	5.0	4.0	3.2
ROE (%)	3.3	15.4	23.9	22.9
Net Debt(-Cash)	31.9	28.2	13.3	-11.0

현재가(11/11, 원)	65,000	외국인지분율	18.3%
시가총액(십억원)	639.1	배당수익률('25E)	0.3%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

ASP 상승하며 마진도 개선되는 중



자료: 티엘비, NH투자증권 리서치본부

2차전지

EV와 ESS의 줄다리기

I. 상반된 시그널

II. 더 가파른 성장을 보여줄 ESS

III. 위기와 기회가 공존할 EV

IV. 투자유망종목

Analyst: 주민우
Tel 02)2229-6167 | e-mail minwoo.ju@nhsec.com

2차전지: EV와 ESS의 줄다리기

2026년 2차전지 산업은 EV(전기차) 둔화 및 ESS(에너지 저장 시스템) 성장 가속화로 양극화가 예상된다. EV 부진으로 2026년 실적 추정치는 추가 하향, ESS 수요 강세로 2027년 추정치는 상향 조정을 전망한다. EV에 의한 주가 조정 발생 시 매수를 권고하며 소재보다는 셀을 선호한다.

2026년 ESS 수요는 글로벌 387GWh(+40.4% y-y), 미국 117GWh(+39.7% y-y)를 전망한다. 보조금 일몰을 앞두고 2026~2027년 신재생 연계형 ESS 수요가 집중될 것으로 보인다. 2027년부터는 AI 데이터센터향 수요가 본격화 될 것으로 기대한다. ESS 보조금과 관세를 감안하면 중국 셀 보다는 한국 셀에 대한 선호가 높을 수밖에 없다. 빅테크발 수주 확대를 기대한다.

2026년 EV는 위기와 기회가 공존한다. 미국은 전기차 보조금 폐지 여파로 판매 -15.0% y-y를 예상한다. 일부 OEM들은 가동 중단 및 생산 축소를 계획하고 있어 EV 배터리 출하는 생각보다 더 부진할 것이다. 유럽과 기타지역의 수요는 견조할 전망이다. 다만 중저가 중심의 수요로 수혜는 LG에너지솔루션에 국한될 것으로 보인다.

최선호주는 LG에너지솔루션이다. 미국 여유 Capa가 많아 데이터센터향 대규모 수요에 적기 대응 가능한 바 2027년 실적 상향 조정이 가능하다.

I. 상반된 시그널

2026년 2차전지 산업은 ESS 성장 가속화와 EV 수요 둔화로 양극화가 예상된다. EV 수요 둔화로 2026년 실적 전망치는 추가 하향 조정, ESS 성장 가속화로 2027년 전망치는 상향 조정을 전망한다. 따라서 EV 부진 심화로 추정치와 주가에 조정이 발생하면 매수 기회로 활용할 필요가 있다. 다만 ESS 실적 비중이 유의미한 LG에너지솔루션, 삼성SDI 중심의 선별적 매수를 권고한다. 소재 업체는 OBBB(One Big Beautiful Bill) 법안상(2025년 6월 이전 조달 계약은 PFE 예외) ESS 낙수효과를 셀 업체에 비해 다소 늦게 체감할 것이다.

II. 더 가파른 성장을 보여줄 ESS

2026년 ESS 수요는 글로벌 387GWh(+40.4% y-y), 미국 117GWh (+39.7% y-y)를 예상한다. OBBB 법안상(2026년 7월 이전 착공, 2027년 내 가동이 신재생 발전 보조금 조건) 2026~2027년 신재생 연계형 ESS 수요가 집중될 것으로 보이고, 2027년부터는 엔비디아의 예고대로 AI 데이터센터가 수요를 견인할 전망이다. AI 데이터센터용 ESS 수요는 2027년 29GWh(전체 ESS 수요 내 비중 6.0%)에서 2030년 312 GWh(비중 32.8%)로의 가파른 성장을 예상한다. ESS 보조금과 관세를 감안 시 중국 셀보다는 한국 셀의 선호도가 높을 수밖에 없다.

2차전지: EV와 ESS의 줄다리기

III. 위기와 기회가 공존할 EV

미국은 전기차 보조금 폐지 이후 10월부터 본격적인 수요 둔화가 시작됐다. 미국 OEM들은 각자 전략에 따라 가격 인하를 통한 판매 촉진 혹은 생산 축소에 돌입해 EV 배터리 출하는 생각보다 더 부진할 것이다. 2026년 미국 xEV 판매 -15.0% y-y를 예상한다. 유럽과 기타지역의 수요는 견조하게 유지될 것으로 보인다. 다만 중저가 중심의 수요로 수혜는 LG에너지솔루션에 국한될 것으로 보인다. 테슬라 사이버캡이 2026년 4월부터 생산에 들어간다. 저렴한 요금과 우수한 성능으로 수요가 뒷받침되며 테슬라 밸류체인에 대한 기대감이 형성될 것으로 예상한다.

IV. 투자유망종목

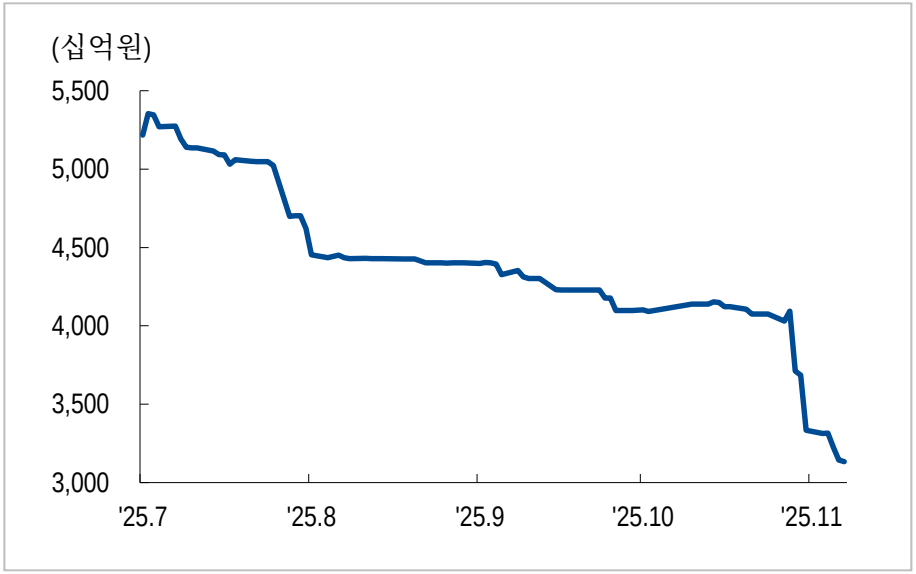
2차전지 업종에 대한 투자의견을 Positive로 상향한다. EV 부진 여파가 생각보다 크겠지만 2027년부터 본격화될 AI 데이터센터발 ESS 수요 강세가 더 중요하다. 최선호주는 LG에너지솔루션, 차선호주는 삼성SDI로 제시한다. LG에너지솔루션은 여유 Capa가 많아 대규모 ESS 수요에 대한 적기 대응이 가능한 바 2027년 이후 실적의 탄력적인 상향 조정이 가능하다. 삼성SDI는 여유 Capa가 제한적이나 탈중국 ESS의 필요성이 대두되는 가운데 낙수효과를 기대할 수 있다.



내려가는 EV와 올라가는 ESS

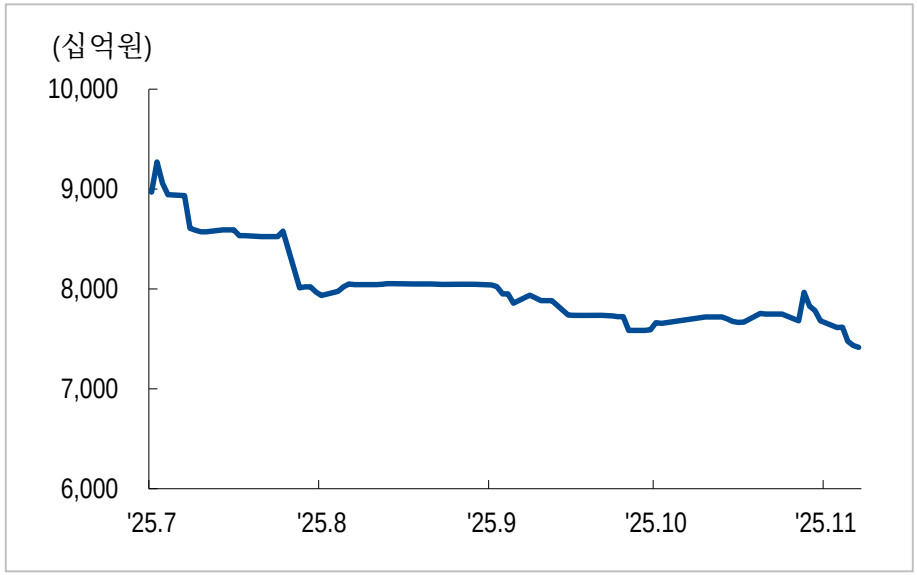
- 2026년 2차전지 산업은 ESS 성장 가속화와 EV 수요 둔화로 양극화 예상
- EV 수요 둔화로 2026년 실적 전망치는 추가 하향 조정이 예상되나, 2026년 이후 실적은 ESS 성장 가속화로 상향 조정 전망
- 따라서 xEV(BEV/PHEV) 부진 심화로 추정치와 주가에 조정이 발생하면 매수 기회로 활용할 필요
- **다만 ESS 실적 비중이 유의미한 LG에너지솔루션, 삼성SDI 중심의 선별적 매수 전략을 권고**
- 소재 업체들은 OBBB 법안상 2025년 6월 이전 조달 계약을 맺은 소재에 한해 계약기간 동안 PFE(외국금지집단) 규제가 적용되지 않아 ESS 낙수효과를 셀업체에 비해 다소 늦게 체감할 것으로 보임(=기계약된 중국 소재를 계약기간 동안 규제 없이 사용 가능)

2026년 2차전지 기업 영업이익 합산 컨센서스 추이



주: LG에너지솔루션, 삼성SDI, 포스코퓨처엠, 에코프로비엠, 엘앤에프, SKIET, 롯데에너지머티, 천보
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

2027년 2차전지 기업 영업이익 합산 컨센서스 추이

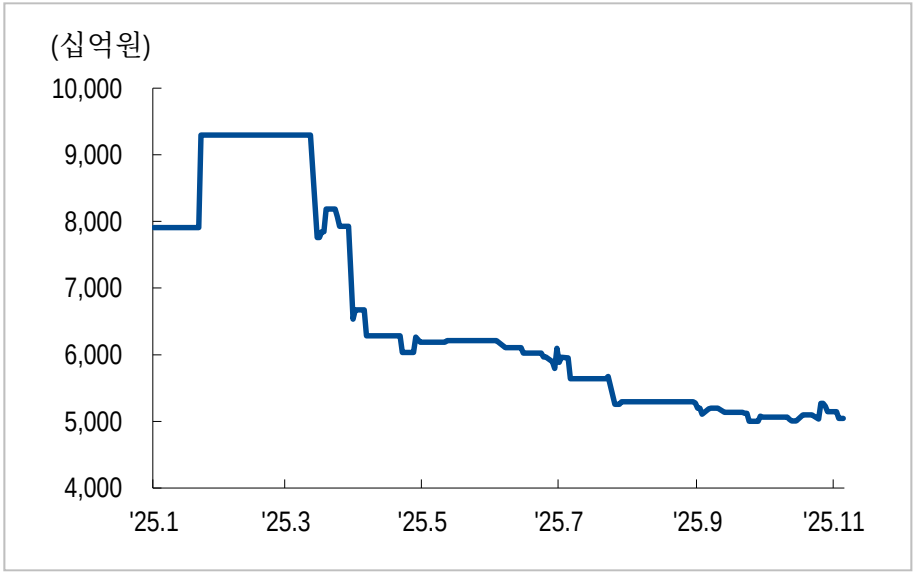


주: LG에너지솔루션, 삼성SDI, 포스코퓨처엠, 에코프로비엠, 엘앤에프, SKIET, 롯데에너지머티, 천보
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

반전은 2027년 실적에서 나올 것

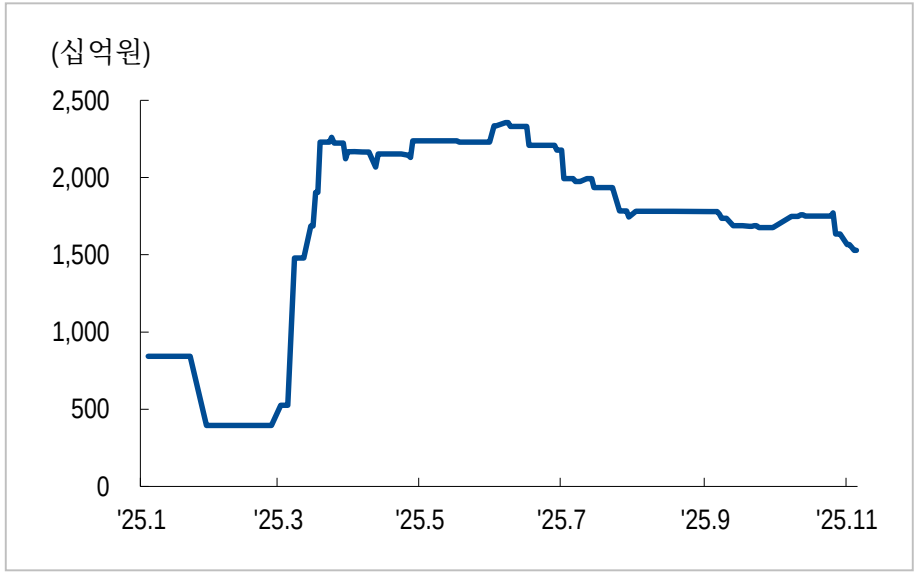
- 2026년 미국 EV 수요가 바닥을 치고, 2027년부터 AI 데이터센터 중심의 ESS 설치가 본격화되는 과정에서 실적 반전이 나타날 전망
- **현재 대부분의 수주는 신재생 연계형 ESS로 추정되나, 빅테크향 AI 데이터센터 수주 본격화가 실적 리레이팅의 트리거가 될 것**
- 미국 잉여 Capa가 많은 LG에너지솔루션은 이런 기대감을 반영해 최근 2027년 추정치가 소폭이지만 반등하기 시작
- 삼성SDI는 미국 내 잉여 Capa가 제한적이므로 명확한 수주 확보가 선행되어야 추정치 상향이 가능할 전망
- 소재 업체 중에서는 LFP(리튬인산철) 양극재 대응이 가능할 엘앤에프(3Q26 양산), 에코프로비엠(4Q27 양산)의 낙수효과 기대

LG에너지솔루션 2027년 영업이익 컨센서스 추이



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

삼성SDI 2027년 영업이익 컨센서스 추이



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

달라질 ESS의 속도

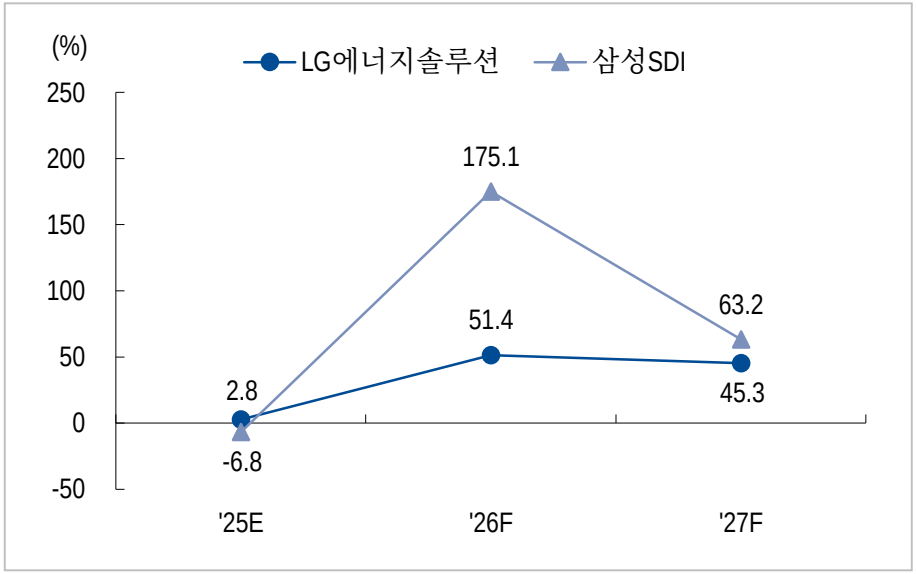
- 2026년 ESS 수요는 글로벌 387GWh(+40.4% y-y), 미국 117GWh(+39.7% y-y)로 전망
- BNEF(블룸버그)는 최근 2025~2030년 ESS 수요 연평균성장률을 기존 10% → 14%로 상향했지만 당사는 더 가파른 성장(+28.1%) 예상
- 단기적으로는 미국 OBBB 법안 시행으로 태양광/풍력 발전에 대해 2026년 7월 이전 착공하고, 2027년 내 가동해야 세액공제(ITC, PTC)를 받을 수 있어 2026~2027년 신재생 연계 ESS 수요가 집중될 것으로 보임
- 2027년부터는 발전원과 상관없이 AI 데이터센터 내 부하 안정을 위해 ESS 설치가 확대될 것으로 보여 성장 모멘텀이 이어질 전망
- 국내 셀 업체들의 ESS 실적 비중도 가파르게 상승할 전망

중대형전지(EV/ESS) 수요 전망

	2024	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
ESS(GWh)	224	276	387	488	615	769	952
미국	58	84	117	158	199	250	315
ESS(y-y)		*23.0%*	*40.4%*	*26.0%*	*26.0%*	*25.0%*	*23.9%*
미국		*43.8%*	*39.7%*	*34.4%*	*26.0%*	*26.0%*	*26.0%*
xEV(GWh)	867	1,095	1,300	1,466	1,613	1,749	1,944
판매대수(만대)	1,777	2,181	2,514	2,751	2,939	3,094	3,339
대당탑재량(KWh)	49	50	52	53	55	57	58

주: xEV=BEV/PHEV
자료: BNEF, EV Volumes, NH투자증권 리서치본부 전망

LG에너지솔루션, 삼성SDI 영업이익 내 ESS 비중

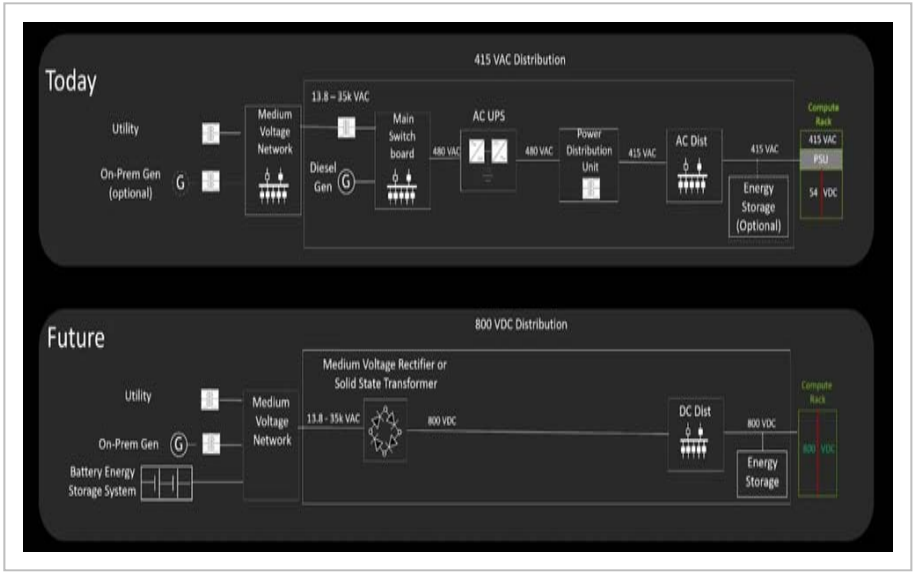


자료: LG에너지솔루션, 삼성SDI, NH투자증권 리서치본부 전망

진짜는 2027년부터

- 하반기 2차전지 반등의 본격적인 트리거는 10월 13일 엔비디아 2025 OCP Summit에서 발표한 AI데이터센터 전력 구조 변화 였음
- 기존 AI데이터센터 랙은 400V급 교류 기반이었으나 2027년부터는 800V 직류기반에 ESS가 결합된 형태로 변화. ESS는 단순 백업장치가 아니라 비용, 효율, 전력품질을 동시에 관리하는 핵심장비가 될 전망
- AI 데이터센터는 부하 변동성이 극심(밀리초 단위로 발생)해 peak 기준으로 장비를 과대 설치할 수밖에 없지만 ESS를 설치하면 절약 가능
- AI 데이터센터용 ESS 수요는 2027년 29GWh(전체 ESS 수요 내 비중 6.0%) 에서 2030년 312GWh(비중 32.8%)로 가파른 성장 예상
- 샘 알트먼은 Open AI에만 2033년까지 250GW의 데이터센터 인프라가 필요하다고 언급한 바 있음

엔비디아 800V DC 전력 아키텍처 (2025 OCP Summit)



자료: Nvidia, NH투자증권 리서치본부

AI 데이터센터 수요 전망

	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
AI 데이터센터 (GW)	44	62	83	102	124	156
800V+ESS 침투율 가정			7%	14%	28%	40%
AI 데이터센터 ESS (GWh)			29	71	174	312

자료: Mckinsey, NH투자증권 리서치본부 전망

관세, 보조금 둘 다 우리편

- 미국 ESS 시장은 사실상 중국 LFP 배터리가 지배하고 있지만 2026년부터 국내 업체가 진입하며 본격적인 다변화 시작
- 2026년부터 중국산 배터리 수입에 대한 부담이 커지고, 국내 배터리 업체들의 LFP 배터리 현지 생산이 본격화되며 대안이 생기기 때문
- ① 발전 사업자가 ESS 설치 시 투자세액공제를 받기 위해서는 2026년부터 Non PFE(외국금지집단) 재료 조달 비중을 55%로 맞춰야 함 (해당 조달 비중은 매년 +5%p씩 증가해 탈중국 배터리 니즈는 더욱 커질 것)
- ② 중국에서 수입되는 ESS 배터리는 2025년 30.9%의 관세를 부담하지만 2026년부터 48.4%로 인상돼 중국산 배터리 가격 매력 감소

LFP배터리 재료비 비중 추정

	KWh당 재료비(달러)	셀 내 비중	모듈 내 비중	팩 내 비중
양극재(LFP)	18.4	31%	26%	22%
음극재	4.0	7%	6%	5%
분리막	4.8	8%	7%	6%
전해액	5.0	8%	7%	6%
동박	7.2	12%	10%	9%
알박	3.0	5%	4%	4%
기타	17.5~39.9	29%	40%	49%
셀 재료비	59.8			
모듈 재료비	71.0			
팩	82.2			

주: 2026년 Non-PFE 재료비 의무 조달 비중은 ESS ITC 55%, AMPC 60%
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

관세를 감안한 배터리 가격 비교

	(달러/KWh)	관세 전	관세 후
2025년	중국 LFP 팩	70	92
	한국 LFP 팩	116	116
	한국 삼원계 팩	139	139
2026년	(달러/KWh)	관세 전	관세 후
	중국 LFP 팩	70	104
	한국 LFP 팩	116	116
	한국 삼원계 팩	139	139

주1: 중국 → 미국 ESS 수출 관세는 2025년 30.9%에서 2026년 48.4%로 인상
주2: 한국 배터리는 미국 현지 생산 가정(관세 0%)
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

EV에서 ESS로의 전환 가속화

- 북미 EV 수요 부진으로 낮아진 EV 라인 가동률을 회복하고, ESS 수요에도 대응하기 위한 EV → ESS 라인 전환 가속화 전망
- LG에너지솔루션은 스텔란티스, 토요타, GM향 EV 라인 일부를 ESS로 전환해 북미 기준 2026년 말 37GWh, 2027년 말 77GWh Capa 확보 예상
- 삼성SDI는 스텔란티스 합작 공장 대부분을 ESS로 전환해 북미 기준 2026년 말 29GWh Capa 확보 계획
- 미국 내 여유 Capa가 많은 LG에너지솔루션과 달리 삼성SDI는 해당 전환투자 완료 후에는 신규 투자가 필요
- 여유 Capa가 있는 LG에너지솔루션이 더 탄력적인 대응 가능할 전망

LG에너지솔루션 북미 ESS 생산능력

(GWh)	2025E	2026F	2027F	
미시건 (ESS)	17	17	17	
캐나다 (EV→ESS)		20	20	스텔란티스 라인 일부 전환
랜싱 (EV→ESS)			20	토요타 라인 일부 전환
얼티엄2 (EV→ESS)			20	GM라인 일부 전환
북미 전체	**17**	**37**	**77**	

자료: LG에너지솔루션, NH투자증권 리서치본부 전망

삼성SDI 북미 ESS 생산능력

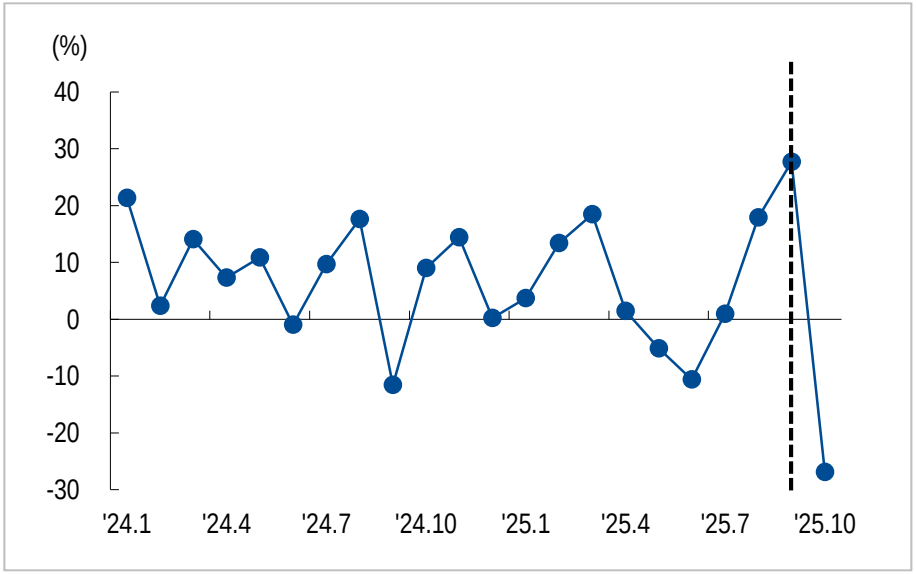
(GWh)	2025E	2026F	2027F	
인디애나2 (EV→ESS)	7	7	7	스텔란티스 라인 전환
인디애나3 (EV→ESS)		12	12	스텔란티스 라인 전환
인디애나4 (EV→ESS)		10	10	스텔란티스 라인 전환
북미 전체	**7**	**29**	**29**	

자료: 삼성SDI, NH투자증권 리서치본부 전망

미국 전기차 수요, 생각보다 더 부진

- 9월 말 미국 전기차 보조금 전면 폐지 이후 10월 xEV(BEV/PHEV) 판매량은 9만대(-26.9% y-y, -43.3% m-m)로 둔화 국면에 접어듦
- 9월 말 계약물량까지는 보조금을 지급 했다는 점을 감안하면 10월 이후 판매는 더 악화될 전망
- 독일은 2023년 12월 전기차 보조금(최대 4,500유로) 폐지 이후 다음해 판매량 증가율 -18% y-y를 기록한 바 있음
- 2026년 미국 xEV 수요는 136만대(-15.0% y-y)로 컨센서스(+1% y-y)보다 둔화폭 확대될 것. 이에 전방의 보수적인 배터리 재고관리가 예상됨
- 역성장이 심화될 월 판매 데이터를 확인하며 국내 2차전지 업체들의 컨센서스 역시 단계적으로 하향 조정될 것으로 예상

미국 xEV(BEV/PHEV) 성장률 추이(2025년 10월 1일 폐지)



자료: Omdia, NH투자증권 리서치본부

2026년 xEV(BEV/PHEV) 판매 전망

(만대, %)	2023	2024	2025E	2026F	2027F
미국	145	157	160	136	143
y-y	*48.0%*	*8.9%*	*1.6%*	*-15.0%*	*5.0%*
유럽	301	294	367	430	472
y-y	*20.0%*	*-2.2%*	*24.7%*	*17.0%*	*10.0%*
중국	777	1,108	1,349	1,551	1,660
y-y	*36.8%*	*42.5%*	*21.8%*	*15.0%*	*7.0%*
기타	196	218	305	397	476
y-y	*65.0%*	*11.5%*	*40.0%*	*30.0%*	*20.0%*
글로벌	1,419	1,777	2,181	2,514	2,751
y-y	*35.0%*	*25.3%*	*22.7%*	*15.2%*	*9.5%*
침투율	*16.3%*	*20.0%*	*23.9%*	*26.9%*	*29.5%*

자료: EV Volumes, NH투자증권 리서치본부 전망

겨울을 준비하는 미국 OEM

- 보조금 폐지에 따른 본격적인 수요 위축을 앞두고 미국 OEM(완성차 제조사)들은 대응에 나서기 시작
- 테슬라와 현대차는 저가 모델 출시 및 가격 인하를 통해 판매 촉진에 나섰음
- 테슬라의 미국 내 주력 배터리 공급사 Panasonic은 최근 FY2026(25.4~26.3) 생산량 목표를 기존 46GWh → 40GWh로 13.0% 하향
- GM, Ford, Stellantis 등 후발업체들은 가동 중단 및 생산 축소에 나설 계획. 이들의 보수적인 배터리 재고 관리 영향으로 배터리 및 소재업체들의 판매량에 미칠 부정적 영향은 불가피

보조금 폐지에 대한 대응 1: 가격 인하 통한 판매 촉진



자료: 언론 종합, NH투자증권 리서치본부

보조금 폐지에 대한 대응 2: 가동 중단 및 생산 축소

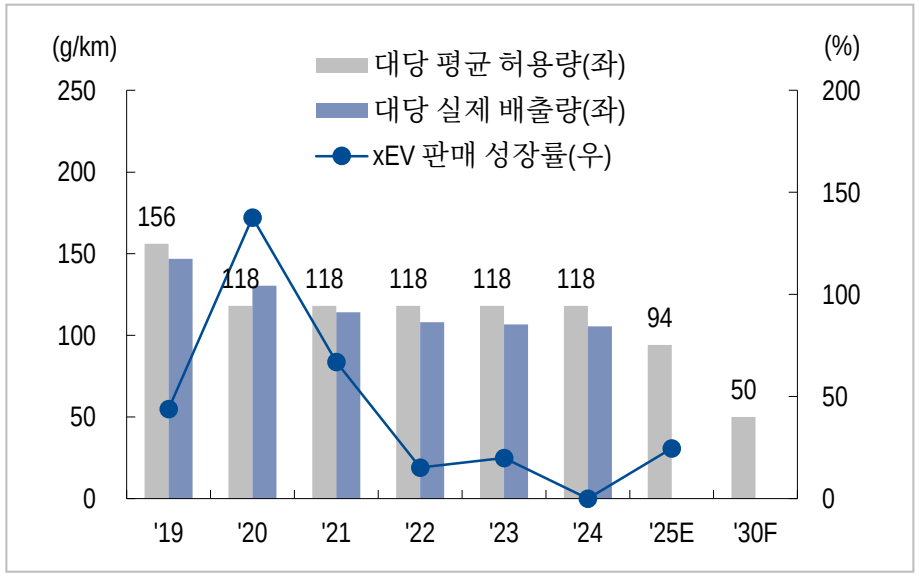


자료: 언론 종합, NH투자증권 리서치본부

유럽은 2027년까지 좋다

- 유럽은 2025년부터 CO2 배출 규제가 강화. 향후 3년(2025~2027년)간 평균 CO2 배출량이 94g/km보다 낮아야 함 (벌금 부과 시점은 2027년)
- 최대 판매국 독일의 2025 YTD 평균 CO2 배출량은 108g/km로 아직 요구치(94g) 대비 높아 2026~2027년 전기차 판매 비중을 늘려야 함
- 2025년 하반기 들어 영국, 프랑스, 이탈리아는 보조금 지급 정책을 발표. 이에 수요 진작 기대
- 2026년 유럽 xEV 판매는 430만대(+17% y-y)로 견조한 성장 이어갈 전망
- 단 중저가 중심의 수요 확대가 예상돼 중저가(고전압미드니켈, 리튬인산철 셀) 대응이 가능한 LG에너지솔루션이 수혜를 누릴 것으로 보임

유럽 CO2 배출 허용량 vs xEV 판매 성장률



자료: EEA, EV Volumes, NH투자증권 리서치본부

유럽 주요 국가별 전기차 보조금 정책

국가	내용	조건
독일	- 신차 구매 시 구매비용의 최대 40% 세액 공제 혜택	- 2024년 7월 ~ 2028년 12월 사이 구매한 95,000유로 이하 상업용 BEV
프랑스	- 신규 구매 시 최대 4,000유로의 보조금 지급. (소득에 따라 차등 지급)	- 47,000유로 이하 및 차량 무게 2.4t 미만의 BEV
	- 저소득 근로자에게 차량 한 대당 최대 7,000유로의 보조금을 리스 제도 통해 지급	- 연간 과세 기준 소득이 15,400유로 미만이며 근로 활동을 위한 개인 차량이 필요한 근로자 - 2025년 9월 30일부터 접수
영국	- 신규 구매 시 구매비용의 최대 35%(최대 3,750파운드) 보조금 지급	- 37,000파운드 미만의 ZEV(Zero Emission Vehicle) - 탄소 배출량을 기준으로 차등 지급 - 2025년 7월 16일 시행
이탈리아	- 최대 2만유로의 보조금 지급 - 개인은 0.9만~1.1만유로(소득에 따라 차등 지급), 소규모 기업은 구매가격의 최대 30%(최대 2만유로) 지원	- 2015년 이전에 생산된 노후 내연기관차량 폐차. 2025년 9월부터 2026년 6월까지 시행

자료: 언론 종합, NH투자증권 리서치본부

유럽도 현지 생산을 요구

- 유럽연합과 영국은 2021년 자유 무역 및 협력 관계를 규정한 TCA(Trade and Cooperation Agreement)를 발표
- TCA는 완성차와 배터리(셀, 모듈, 팩 모두)에 대해 최소한의 역내(유럽+영국) 생산 및 조달 비중을 요구 → 미충족 시 10% 관세 부과
- 해당 비중은 **2027년부터 강화되는 바 현지 생산 필요성 증대. 이에 2026년부터 공급 계약이 구체화될 것으로 기대**
- 국내 배터리 업체들의 경우 대부분 현지 생산을 하고 있지만 국내 양극재의 현지화 비중은 상대적으로 낮아 현지 생산업체의 수혜가 예상됨
- 중국 양극재 업체들의 유럽 현지 진출은 양호한 상황이나 국내 배터리 업체들이 중국 양극재에 100% 의존하기는 어렵기 때문에 현지 공장을 운영하는 유일 업체인 에코프로비엠의 반사수혜 가능

TCA에 따른 현지 조달 의무 비중

	2021~2023년	2024~2026년	2027년 이후
ICE(내연기관차)	55%	55%	55%
BEV	40%	40%	55%
Pack	30%	30%	70%
Cell/Module	30%	30%	65%

자료: EU Commission, NH투자증권 리서치본부

유럽 내 중국 소재업체들의 현지 생산능력(2027년 기준)

기업	생산능력	소재	위치
Ronbay	2.0만톤	NCM	폴란드
XTC	4.0만톤	NCM	프랑스
Easpring	6.0만톤	NCM	핀란드
Hunan Yuneng	5.0만톤	LFP	스페인
ShanShan	10.0만톤	인조흑연	핀란드
Semcorp	8.0만톤	습식분리막	헝가리
Senior	14.0억m^2	습식분리막	스웨덴
Sinoma	6.4억m^2	습식분리막	헝가리
Capchem	4.0만톤	전해액	폴란드
GTHR	2.5만톤	전해액	폴란드

자료: 각 사, 언론 종합, NH투자증권 리서치본부

기타지역의 강한 성장세

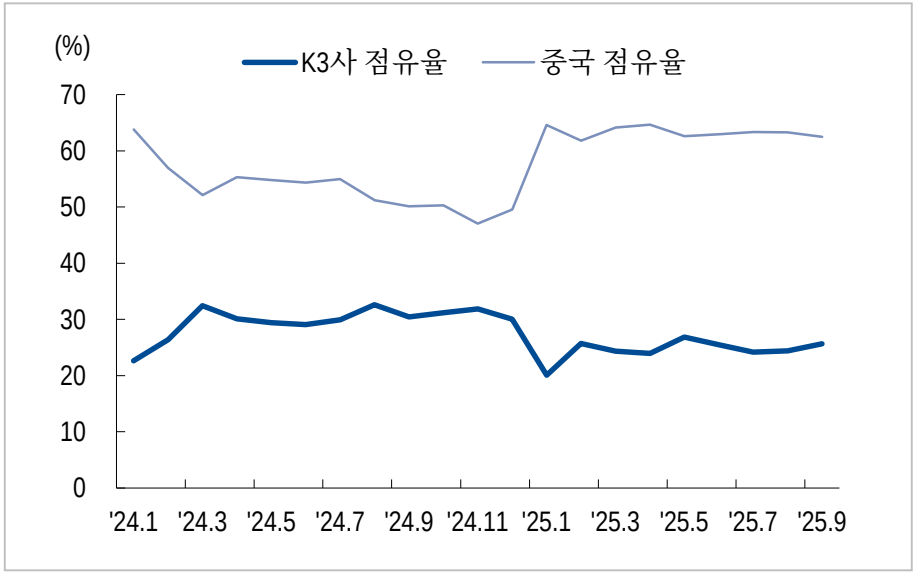
- 2025년 YTD 기준 미국, 유럽, 중국을 제외한 기타지역 xEV 판매는 142만대(+42.9% y-y)로 강한 성장세를 보임
- 기타지역의 xEV 판매 강세는 대부분 중국산 전기차의 수출 확대에 따른 결과였음
- 따라서 배터리 점유율 역시 중국 62.5%, 한국 25.6%로 중국 점유율이 압도적. 규모와 성장률 감안 시 국내 업체도 낙수효과는 기대 가능
- 단, 기타지역은 선진시장에 비해 가격 경쟁력이 요구되기에 중저가 세그먼트 대응이 가능한 LG에너지솔루션의 수혜가 예상됨

미국, 유럽, 중국을 제외한 기타지역 xEV 판매량

	2025년 YTD 판매량(만대)	y-y
글로벌	1,567	30.6%
미국, 유럽, 중국을 제외한 기타지역	**142**	**42.9%**
한국	18	62.5%
인도	13	88.3%
인도네시아	6	103.4%
베트남	10	278.0%
태국	10	65.1%
브라질	12	38.2%
멕시코	7	203.8%
말레이시아	4	105.5%
UAE	3	52.3%
사우디아라비아	2	88.8%
필리핀	1	629.1%

주: 2025년 1~9월 판매량
자료: EV Volumes, NH투자증권 리서치본부

기타지역 내 중국 vs 한국 셀 업체 점유율 추이

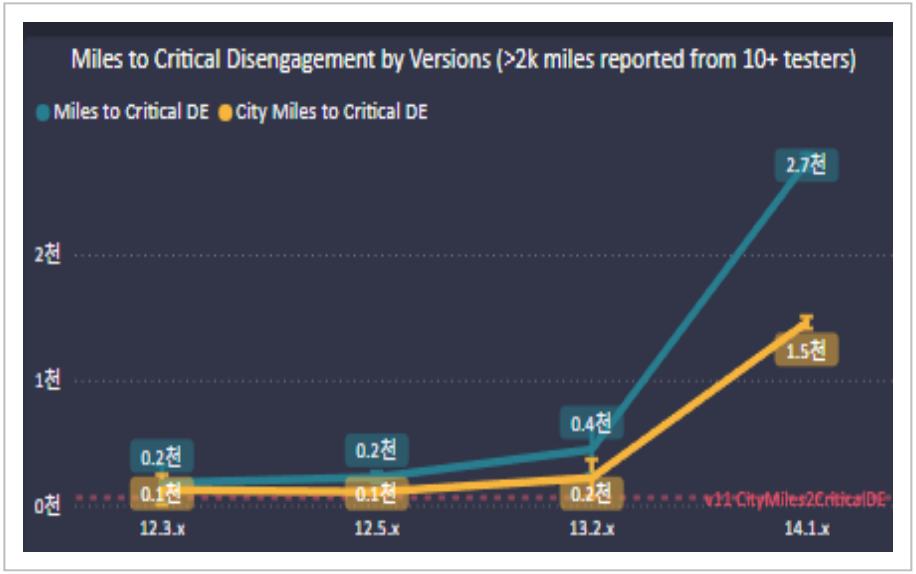


자료: EV Volumes, NH투자증권 리서치본부

EV에도 AI가 결합되면

- 2026년 4월 테슬라의 로보택시 전용모델 사이버캡이 양산에 돌입. 상업운영 면허를 가진 지역(텍사스)과 테스트 면허를 가진 지역(캘리포니아, 네바다, 애리조나)에 점진적 배치 예상
- 2025년 9월 FSD V14 출시 이후 Mile to Critical DE(무개입 주행거리)가 2,700마일(4,300km)까지 비약적으로 증가
- 운행 데이터 증가와 컴퓨팅 성능 향상으로 FSD 성능은 더 빠르게 개선될 것이며 운전자 제거 및 하드웨어(사이버캡) 원가 절감을 통한 운행 요금(1마일당 요금)의 혁신적 인하가 예상됨
- 현재 테슬라 로보택시 운행요금은 1달러/마일로 추정되나 0.4달러/마일까지 낮아지며 자가용(0.7~0.8달러/마일)보다 저렴한 이동수단이 될 것으로 예상 → 사이버캡의 수요 증가는 필연적으로 테슬라 밸류체인의 낙수효과로 이어짐

FSD V14 출시 이후 비약적인 성능 향상



자료: Teslafsdtracker, NH투자증권 리서치본부

미국 이동수단별 1마일당 요금 비교

	1마일당 요금
웨이모(무인)	2.5~5.5달러
우버(유인)	2달러 내외
자가용(유인)	0.7~0.8달러
버스(유인)	0.3달러 내외
테슬라 로보택시(무인)	**0.4~1.0달러(추정)**
테슬라 로보밴(무인)	**0.1~1.0달러(추정)**

자료: 언론 종합, Tesla, ChatGPT, NH투자증권 리서치본부

2차전지

투자유망종목 1: LG에너지솔루션(373220.KS) - 목표주가 640,000원

- GM의 과잉재고(3Q25 말 9GWh 추정)가 정리되고, 일시적 생산 중단 및 Capa 축소로 2026년 영업이익은 2.4조원 기록할 전망. 컨센서스(2.8조원) 하회 불가피
- 반면 ESS 신규 수주 확보가 이어지며 2027년 영업이익은 5.8조원으로 컨센서스(5.1조원) 상회 전망
- **향후 수주는 빅테크향 AI 데이터센터용이 주를 이룰 것으로 보이며 미국 내 여유 Capa가 많은 동사가 유리**
- 글로벌 ESS 생산능력은 2025년 17GWh, 2026년 49GWh(북미 37GWh), 2027년 89GWh(북미 77GWh)로 확대 예상
- 영업이익 내 ESS가 차지하는 비중은 2026년 51.4%, 2027년 45.3%로 과반 가까이를 유지할 전망

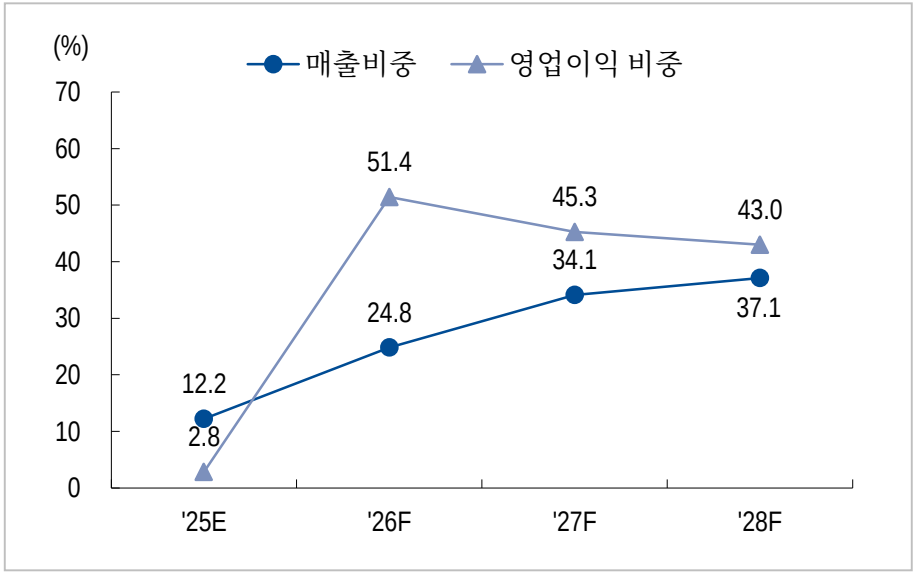
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	25,620	23,435	25,007	30,195
영업이익	575	1,324	2,360	5,811
영업이익률 (%)	*2.2*	*5.6*	*9.4*	*19.2*
EBITDA	3,621	4,645	6,270	9,889
순이익	339	987	2,437	5,012
지배지분 순이익	-1,019	-153	1,490	3,131
EPS (원)	-4,354	-655	6,369	13,382
PER (배)	N/A	N/A	73.8	35.1
PBR (배)	3.9	5.4	4.8	4.0
ROE (%)	-4.9	-0.7	6.9	12.4
Net Debt(-Cash)	11,233	17,718	20,060	14,263

현재가(11/7, 원)	463,500	외국인지분율	4.7%
시가총액(십억원)	108,459.0	배당수익률('25E)	0.0%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

ESS 매출/영업이익 비중 전망



자료: LG에너지솔루션, NH투자증권 리서치본부 전망

2차전지

투자유망종목 2: 삼성SDI(006400.KS) - 목표주가 410,000원

- 미국 스텔란티스 EV 수요 부진과 유럽 고객사 내 점유율 회복 지연으로 자동차 전지 부문은 2026년에도 적자 지속(-4,620억원) 예상
- 반면 북미 ESS 2라인 가동으로 2026년 전사 영업이익은 3,200억원(흑자전환 y-y) 기대
- 글로벌 ESS 생산능력은 2025년 19GWh(북미 7GWh), 2026년 41GWh(북미 29GWh), 2027년 41GWh(북미 29GWh) 전망
- 경쟁사와 달리 북미 여유 Capa가 제한적이므로 명확한 수주 확보 시 2027년 이후 실적 추정치 상향 가능
- 2027년부터 북미 AI 데이터센터 내 ESS 수요 확대 가시성이 뚜렷해진 만큼 향후 수주 가능성 높다고 판단
- 영업이익 내 ESS가 차지하는 비중은 2026년 175.1%, 2027년 63.2%로 과반 이상을 유지할 전망

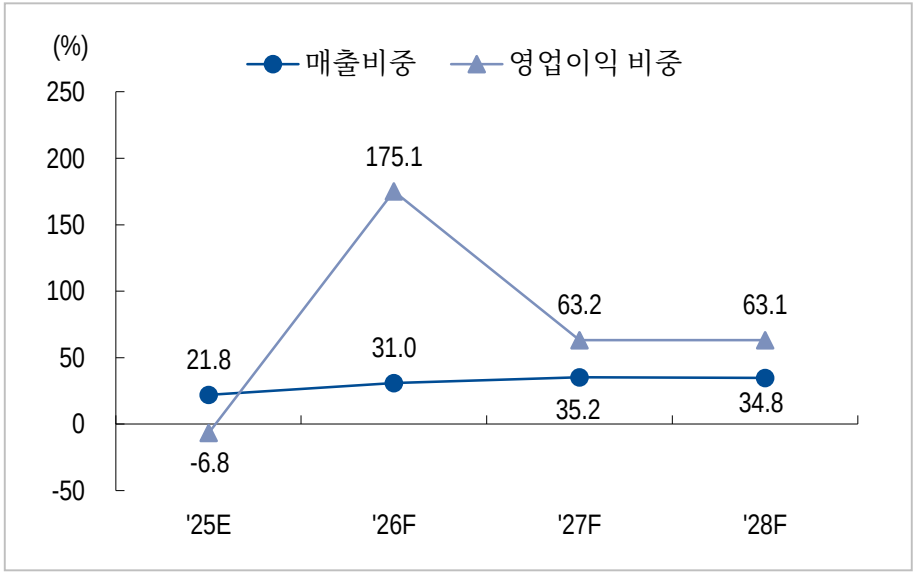
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	16,592	12,969	14,936	18,941
영업이익	363	-1,644	320	1,877
영업이익률 (%)	*2.2*	*-12.7*	*2.1*	*9.9*
EBITDA	2,238	440	2,508	4,153
순이익	576	-557	365	1,452
지배지분 순이익	599	-496	346	1,367
EPS (원)	8,457	-5,371	3,739	14,793
PER (배)	28.7	N/A	81.8	20.7
PBR (배)	0.9	1.4	1.4	1.3
ROE (%)	3.1	-2.5	1.7	6.3
Net Debt(-Cash)	9,517	8,451	9,778	10,340

현재가(11/7, 원)	306,000	외국인지분율	24.7%
시가총액(십억원)	24,659.2	배당수익률('25E)	0.0%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

ESS 매출/영업이익 비중 전망



자료: 삼성SDI, NH투자증권 리서치본부 전망

반격의 서막

I. 완성차 업체들의 어려운 영업환경

II. 지역별 파워트레인 차별화 강화

III. 현대차그룹에 긍정적인 환경

IV. 투자유망종목

Analyst: 하늘
Tel 02)768-7308 | e-mail neul.ha@nhsec.com

자동차: 반격의 서막

글로벌 자동차 시장 내 ICE(내연기관차)의 비중은 점점 줄어드는 추세다. 2019년 95.1%였던 전체 자동차 판매 내 ICE 비중은 EV(전기차) 판매 성장이 본격화한 2020년부터 급락해 2025년 67.1%를 기록하고 있다. EV와 HEV(하이브리드차) 수요 증가로 ICE 판매 비중은 2030년 50%를 유지하기 힘들 것으로 전망한다.

지역별 자동차 수요는 다변화되고 있다. EV 비중이 가장 높은 중국은 이제 PHEV 판매까지 줄어들며 순수 전기차 시대로 진입하고 있다. 유럽은 CO_2 배출량 규제로 BEV와 PHEV 판매가 확대되고 있으며, 충전의 불편함이 적은 PHEV 수요 증가세가 강하다. 미국은 IRA 세제 혜택 종료 이후 HEV가 EV 수요 공백을 채울 것으로 예상한다.

2026년은 한국 자동차 업체들이 부각될 수 있는 환경이 펼쳐질 전망이다. 경쟁사들은 높은 비용 부담으로 본업의 미래 성장성에 집중하기 어려운 상황이다. ICE뿐만 아니라 HEV와 EV까지 모두 잘 만드는 업체가 글로벌 시장 점유율을 확대하기 수월한 환경이 펼쳐지고 있다. 일찍부터 EV 개발 및 출시에 나서 경쟁력을 보유하고 있으며, HEV 기술력을 보유한 국내 업체들의 수혜가 기대된다.

I. 완성차 업체들의 어려운 영업환경

환경 규제 변화, 미국 관세 부과, EV 보조금 정책 변경 등 외부 요인으로 비용 지출 증가를 경험중인 완성차 업체들은 중장기 전략을 수정하고 있다. 관세 부과로 상반기 자동차 업체들의 수익성이 급락했다. 완성차 업체들은 비용 절감을 우선순위로 사업을 전개하고 있다. 유럽 자동차 시장에서는 EV 판매 비중을 높이기 위한 인센티브 확대 경쟁이 강화되고 있다. 대부분 EV 판매에서 흑자전환 하지 못했기 때문에 무리한 EV 판매 비중 확대는 완성차 업체들의 수익성을 점점 더 악화시킬 전망이다.

II. 지역별 파워트레인 차별화 강화

글로벌 자동차 시장에서 ICE의 비중은 점점 줄어드는 추세다. 미국을 제외한 글로벌 지역에서는 EV 판매가 견조한 성장세를 보이고 있다. 중국은 EV 시장이 성숙기에 접어들며 BEV 중심의 성장이 나타나고 있다. 유럽은 CO_2 배출량 규제로 EV 성장세가 가장 가파르다. 2026년 유일하게 EV 판매 역성장이 예상되는 미국에서는 HEV 수요가 빠르게 늘어나고 있다. 지역별로 다른 파워트레인 수요 형태는 유연한 수요 대응이 가능한 업체들에 유리한 환경을 조성하고 있다.

자동차: 반격의 서막

III. 현대차그룹에 긍정적인 환경

현대차그룹에 유리한 환경이 펼쳐지고 있다. 글로벌 자동차 판매 순위가 한 계단 상승할 시점이 머지않아 보인다. 현대차그룹은 경쟁사 대비 전기차 수익성이 높으며 발빠르게 저가형 EV 출시로 대응한 업체인 바 글로벌 EV 판매량 확대가 예상된다. 미국에서는 중대형 HEV 시장에 진출해 점유율을 확대할 계획이다. 대형 차종에도 탑재할 수 있는 차세대 하이브리드 시스템 TMED-2를 무기로 지속적인 HEV 모델을 출시해 일본이 독점하고 있는 미국 HEV 점유율을 가져올 계획이다.

IV. 투자유망종목

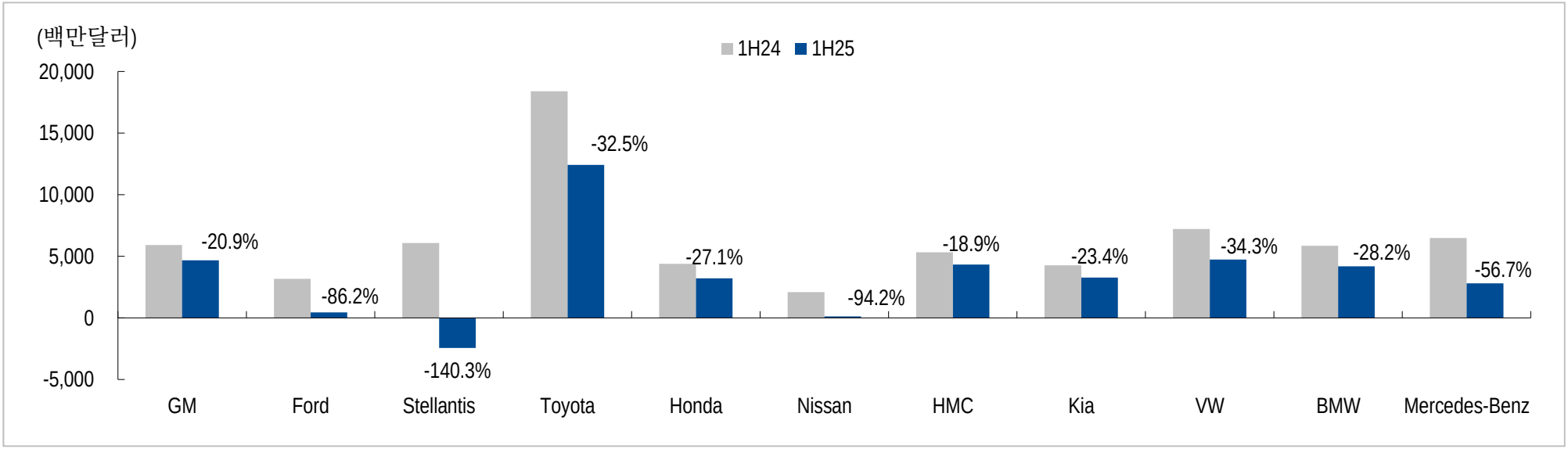
25% 관세 부담과 관세 불확실성이 동시에 완화되며 한국 자동차 업종의 주가가 다시 움직이기 시작했다. 자동차 업종에 대한 투자의견 Positive를 제시한다. 2026년 글로벌 자동차 업종 내에서도 현대차그룹에게 긍정적인 영업 환경이 펼쳐질 것으로 예상한다. 경쟁 업체들이 힘든 시간을 보내며 미래를 위한 준비를 잠시 멈추고 있을 때, 현대차그룹은 글로벌 판매량 확대와 미래 기술 투자에 집중하며 앞서나갈 것이다. 현대차, 기아를 Top-picks로 추천한다.



어려움을 겪고 있는 완성차 업체들

- 완성차 업체들은 유럽의 환경 규제 강화, 저가 중국 업체들의 글로벌 진출 확대, 미국 관세 부과 등 여러 요인을 고려해 중장기 전략 수정. EV 공장과 배터리 생산에 투자한 업체들은 전동화 프로젝트를 중단하고 저가형 EV 출시, 생산 Capa 축소 등으로 전환
- 완성차 업체들은 미리 집행된 비용 관련 부담을 줄이기 위해 2026년까지 비용 절감에 집중할 전망
- 미국의 관세 부과는 완성차 업체들의 비용 절감 기조를 더욱 가속화시키는 이벤트. 관세 부과로 인해 상반기 완성차 업체들의 수익성 급락. 글로벌 완성차 업체들은 실적 발표에서 비용 절감을 우선순위로 놓고 사업을 전개하고 있다고 언급
- 경쟁 업체들의 비용 축소 구간에서 상대적으로 영업이익률이 높은 현대차그룹은 시장 점유율 확대에 집중할 예정. 유럽 전기차 경쟁 심화, 미국 관세 등은 위협 요인이나 경쟁사 대비 높은 전기차 수익성과 미국 관세 인하 기대감 등을 감안하면 유리한 영업 환경

2025년 상반기 완성차 업체들의 순이익 큰 폭 감소

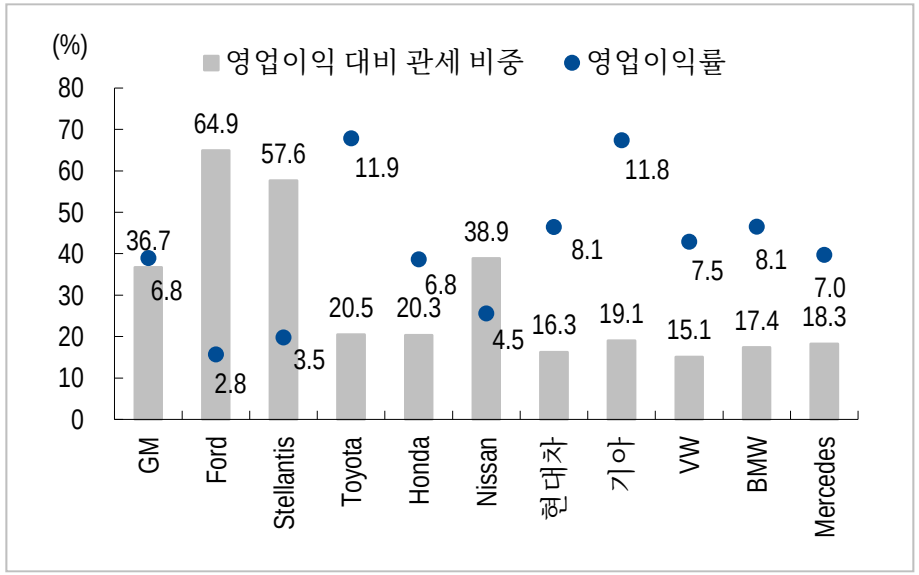


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

관세는 부담스러우나 영향은 점점 희미해질 것

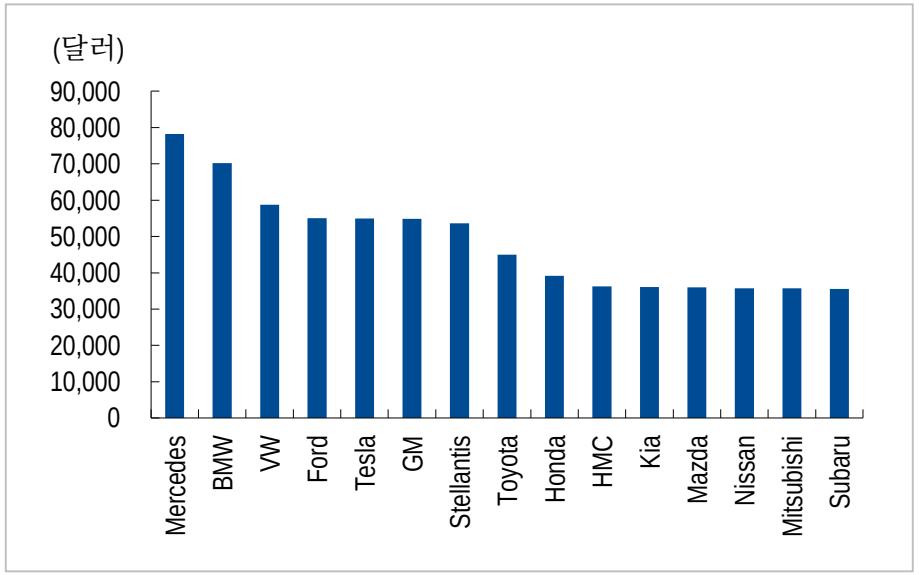
- 25%로 시작된 자동차, 부품 관세는 유럽, 일본, 한국에서 15%로 축소되며 부담이 완화되고 있으나 여전히 업체들 입장에서는 부담
- 관세 영향을 소비자에게 전가하기 위한 판매 가격 인상이 서서히 진행될 예정. 올해 자동차 판매 가격 인상은 0.5~1% 수준으로 예상
- 가격 인상에 따른 관세 부담 전가에는 시간이 소요될 것으로 예상. 관세 영향을 줄이기 위한 생산지 조정, 공급망 재편 등 노력 지속
- MSRP(Manufacturer's Suggested Retail Price, 제조업체 권장소비자가격)의 15%까지 관세를 면제하도록 하는 관세 보전금 수령 기간이 2030년까지로 연장되어 완성차 업체들의 부담은 더욱 줄어들 것으로 예상
- 미국에서 자동차 생산량이 많으며 평균 MSRP가 높은 업체들의 관세 부담이 축소될 전망

영업이익 대비 관세 민감도



자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

미국 자동차 시장의 완성차 업체별 평균 판매가격

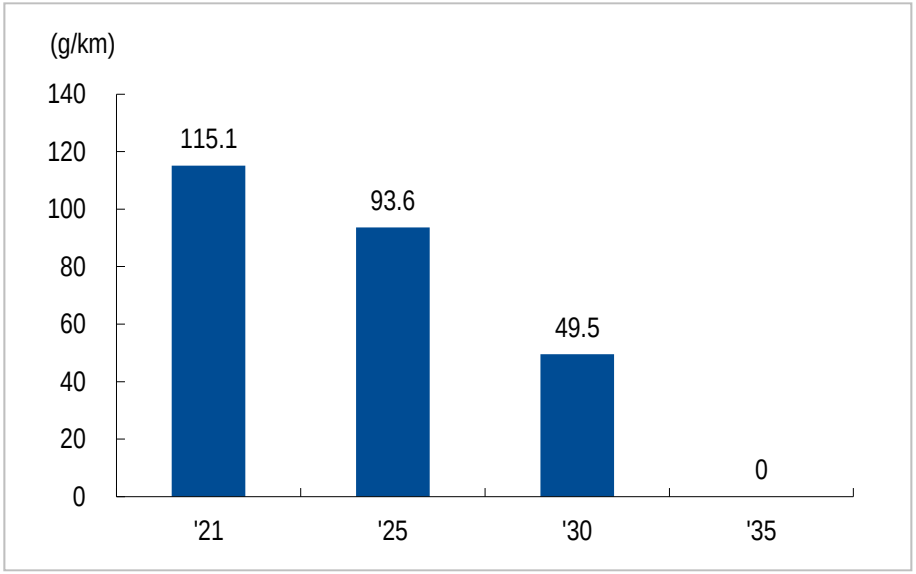


자료: 산업자료, NH투자증권 리서치본부

유럽 CO_2 배출량 규제로 산업 전반적인 수익성 둔화

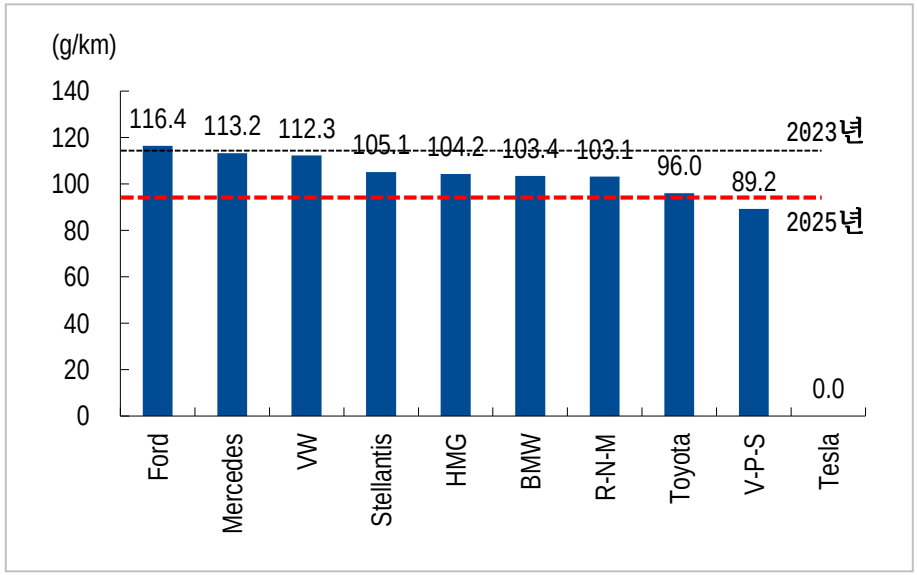
- EU는 2025년 CO_2 배출량 규제를 기존 115.1g/km에서 93.6g/km로 강화. 완성차 업체들은 판매한 자동차의 연간 평균 배출량이 규제를 넘게 되면 g/km당 벌금을 부담
- 유럽 내 ICE 판매 비중이 높은 업체들은 벌금 부담 확대에 직면, 이를 최소화하기 위한 EV 판매 비중 확대 전략 강화
- 유럽 자동차 시장에서는 CO_2 배출량이 낮은 EV 판매 비중을 높이기 위해 중국 자동차 시장에서와 같이 인센티브 확대 중이며 이에 경쟁 심화
- EV 판매에서 흑자전환 하지 못한 업체들이 대부분인 바 수익성 낮은 EV 판매 비중 확대를 위해 무리하게 경쟁하는 과정에서 유럽 완성차 업체들의 수익성은 점점 더 악화

EU의 CO_2 배출량 목표는 갈수록 강화



자료: EU, NH투자증권 리서치본부

유럽 대부분의 업체들이 CO_2 배출량 규제를 맞추기 어려움

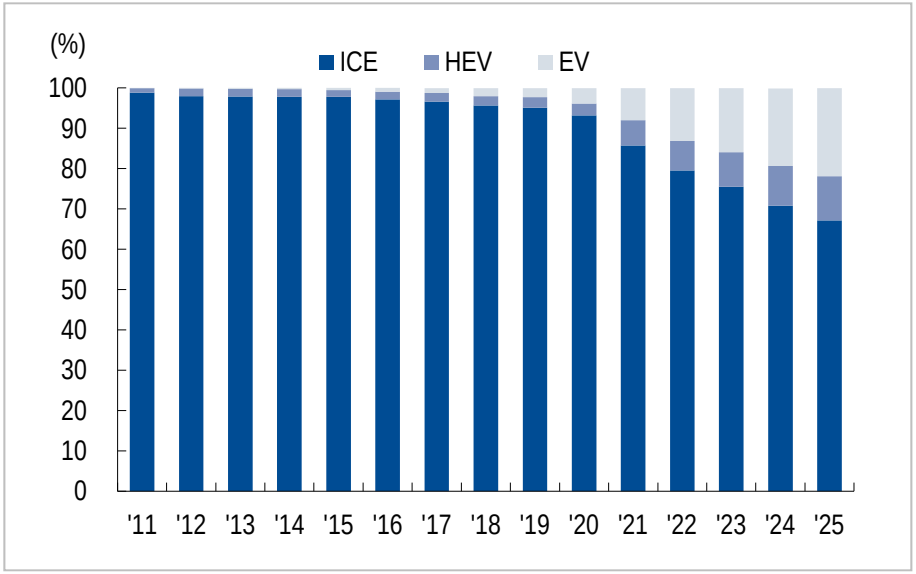


주: 점선은 CO_2배출규제 상한선; V-P-S: Volvo-Polestar-Suzuki
자료: NH투자증권 리서치본부

글로벌 자동차 시장에서 ICE 비중 하락세

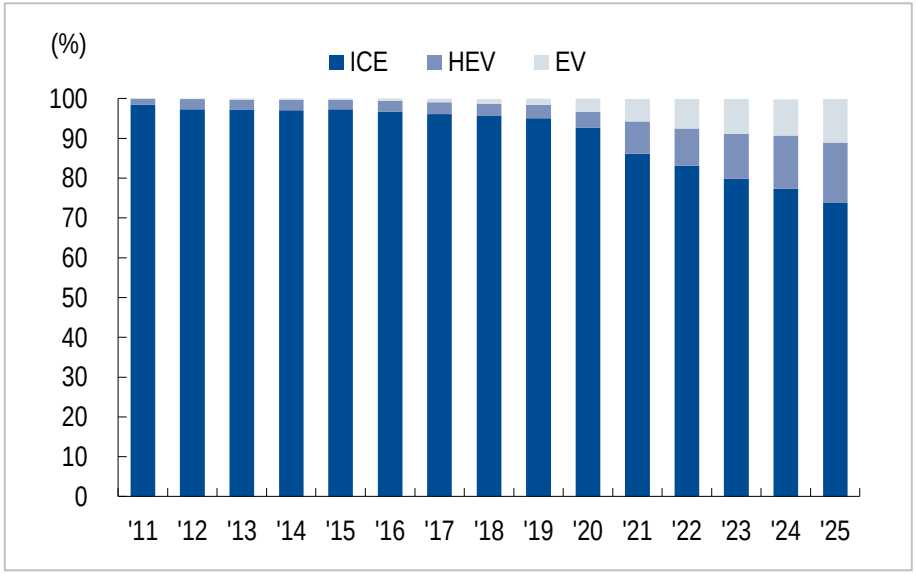
- 글로벌 자동차 시장에서 ICE의 비중은 점점 줄어드는 추세
- 2019년 95.1%였던 전체 자동차 판매 내 ICE 비중은 EV 판매의 성장이 본격화한 2020년부터 급락해 2025년 67.1%를 기록
- 최근 EV와 HEV 수요 증가세가 강화되고 있어 ICE 판매 비중은 2030년 50%를 유지하기 힘들 것으로 전망
- 2022년 이후 EV 수요가 둔화하며 EV 시장 성장성에 대한 우려가 불거졌으나, 중장기적으로 ICE에서 EV로의 전환이라는 큰 방향성은 견고
- ICE에서 EV로의 대전환 속에서 HEV는 당분간 EV 전환 수요를 흡수하는 중간다리 역할을 하며 견조한 성장세를 유지할 것으로 예상

글로벌 자동차 시장 파워트레인 비중 추이



자료: Marklines, NH투자증권 리서치본부

중국 제외 글로벌 자동차 시장 파워트레인 비중 추이

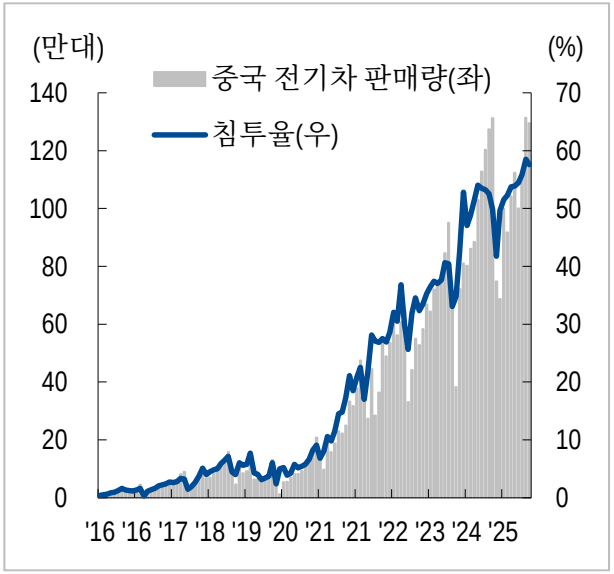


자료: Marklines, NH투자증권 리서치본부

중국의 EV 시장은 성숙기

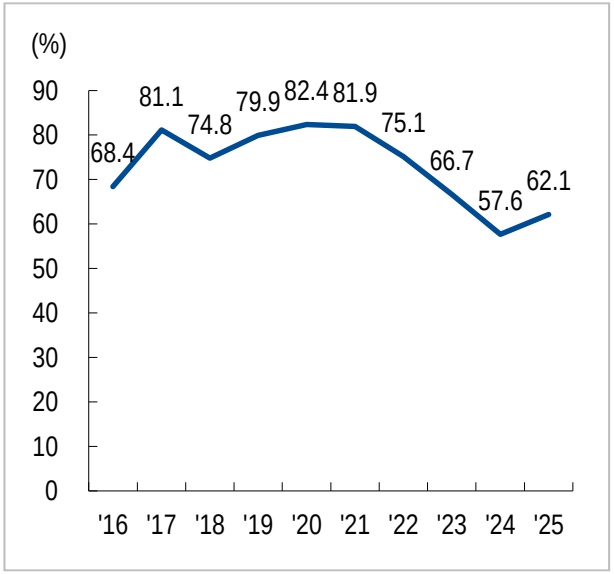
- 중국은 2020년부터 글로벌 EV 시장의 성장을 주도해온 지역. 중국의 EV 침투율은 2020년 5.8%에서 2025년 9월 58.5%까지 빠르게 확대. 2025년 연말까지 중국의 EV 침투율은 60%를 상회할 것으로 예상
- 중국 정부는 2026~2030년 대상 제15차 5개년 계획에서 EV 산업을 전략적 신흥산업 목록에서 제외. 중국의 EV 산업은 침투율이 60%에 육박할 정도로 이미 포화 상태이며, 이에 EV 시장의 과도한 공급과 가격 인하 경쟁을 통제할 것으로 예상
- 중국 EV 시장 내 종착지인 BEV 수요 확대. 최근 중국 내 충전 인프라 확대로 충전 관련 불편이 많이 줄고, 중국 내 배터리 업체들의 기술 개발로 인한 배터리 가격 하락으로 PHEV의 상대 매력도가 떨어지면서 BEV의 수요가 늘어나는 추세

중국 전기차 침투율 60% 근접



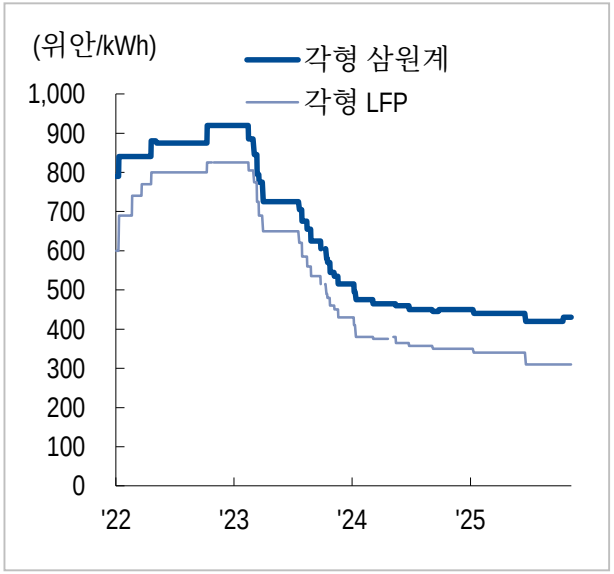
자료: CPCA, NH투자증권 리서치본부

중국 전기차 판매 내 BEV 비중 반등



자료: CPCA, NH투자증권 리서치본부

배터리 가격은 고점 대비 -53.3%

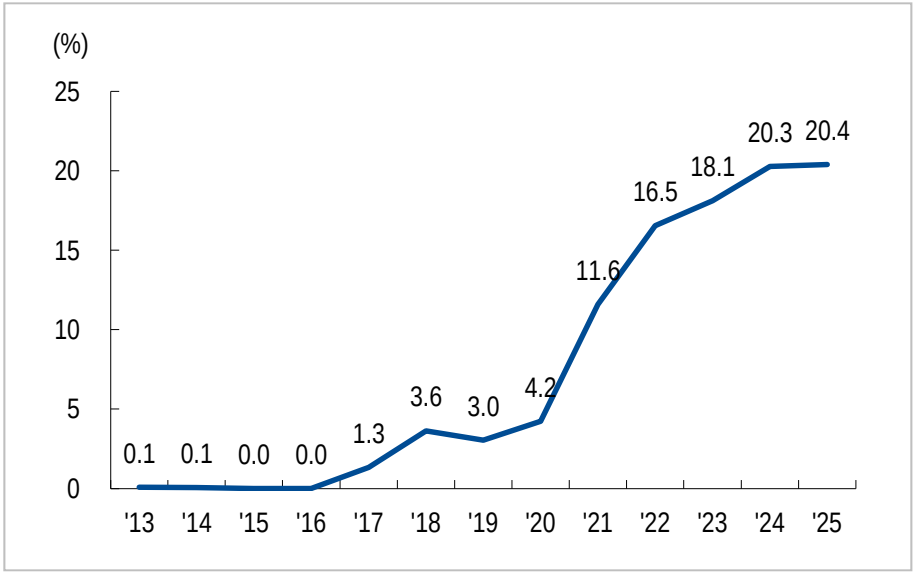


자료: ICCSINO, NH투자증권 리서치본부

중국의 공격적인 글로벌 확장 속도는 다소 둔화될 전망

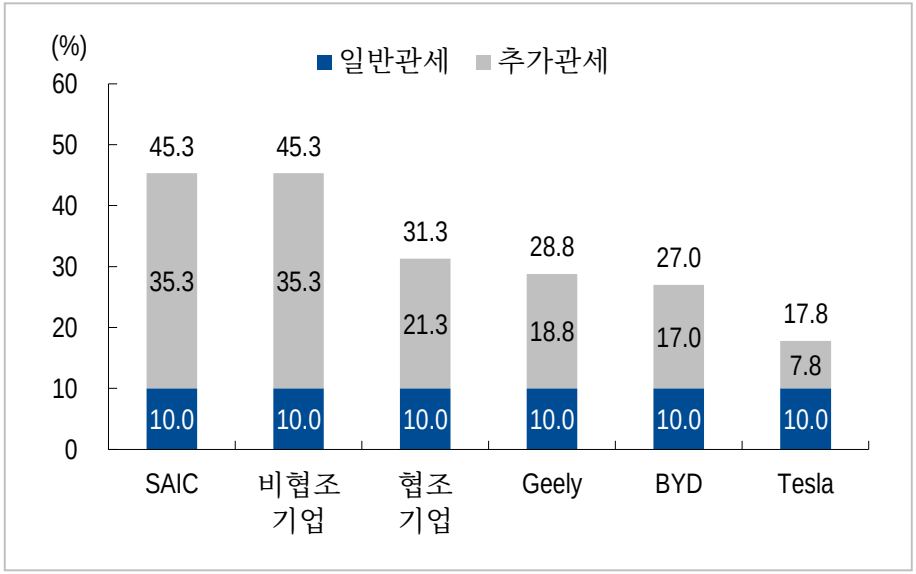
- 유럽 내 가장 강력한 경쟁 업체인 중국 완성차 기업들의 전기차 시장 점유율 확대 추세는 소강 상태
- 2020년 이후 가팔랐던 유럽 전기차 시장 내 중국 전기차 비중 성장세는 2025년 들어 다소 둔화
- 1) 이미 20% 이상으로 확대된 유럽 전기차 시장 점유율, 2) 2024년 10월부터 시작된 중국산 전기차 추가 관세 부과 조치 영향
- 글로벌 완성차 업체들은 전기차 판매가격 인하 및 저가형 EV 출시로 점점 중국산 EV와의 가격 격차를 축소
- 또한, 중국 정부는 무분별한 해외 수출 확대로 인한 중국산 자동차 품질 이슈 발생을 우려, 2026년 1월 1일부터 EV 수출 시 수출 허가 취득 의무제를 시행할 계획

유럽 전기차 시장 내 중국산 EV 비중 추이



자료: EV Volumes, NH투자증권 리서치본부

중국산 EV 관세 부과율

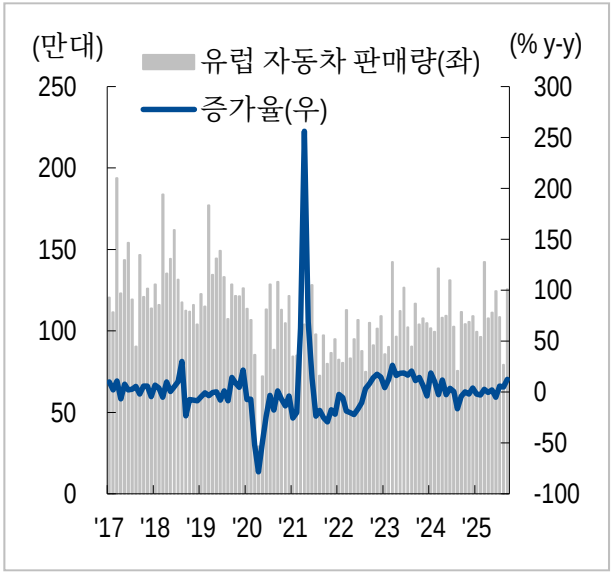


자료: EU, NH투자증권 리서치본부

유럽은 EV 판매가 가장 빠르게 증가하는 지역

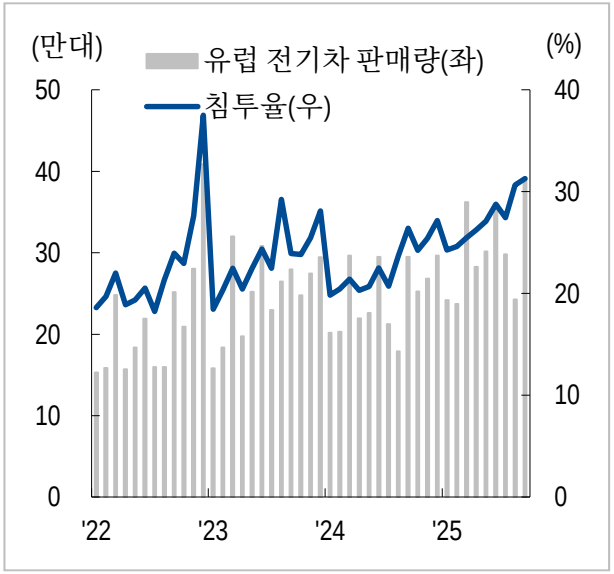
- 9월 누적 유럽 자동차 판매는 99.5만대(+1.7% y-y) 기록. 산업 수요 성장은 타 지역 대비 다소 부진
- EU의 CO_2 배출량 규제 강화가 실제로 잘 작동하며 유럽 내 2025년부터 EV 중심의 성장이 강화
- 2025년 유럽 파워트레인별 판매량 전년대비 증가율은 9월 누적 기준 BEV +25.5%, PHEV +32.1%, HEV +15.1%, Petrol -19.3%, Diesel -24.3%를 기록. 9월 판매량 기준 유럽 전기차 판매 침투율은 31.3%로 30%를 초과
- 충전 인프라가 부족한 유럽에서는 특히 PHEV의 판매가 강세, 유럽의 전기차 시장 발전 양상은 중국을 따라가는 모습
- 중국도 충전 인프라가 부족한 시기에는 PHEV의 성장이 두드러졌으나 이후 다시 BEV 성장으로 귀결

유럽 자동차 판매량 및 증가율



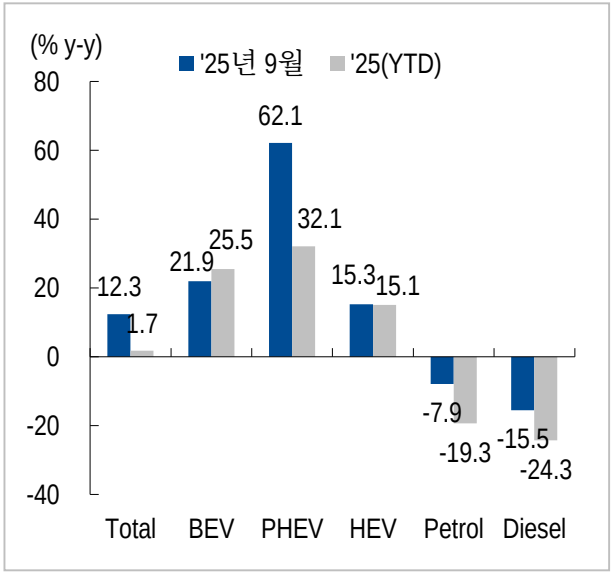
자료: Acea, NH투자증권 리서치본부

유럽 EV 판매량 및 침투율 추이



자료: Acea, NH투자증권 리서치본부

유럽은 PHEV 판매 강세



자료: Acea, NH투자증권 리서치본부

유럽의 EV 시장은 대중화로 전환 중

- 유럽의 EV 시장은 프리미엄 중심에서 대중화로 전환
- EU의 CO_2 배출 규제는 2030년, 2035년 더욱 강화. 현재 유럽 완성차 업체들의 주요 과제는 저가형 전기차 출시
- 판매되는 차량의 대당 판매가격과 수익성을 고려하는 것보다는 절대적인 전기차 판매 대수를 늘려 배출량 규제를 준수하는 것이 더 중요
- 완성차 업체들은 유럽 내 전기차 판매를 늘리기 위해 규제에 대응할 수 있는 저가형 전기차를 앞다투어 출시할 예정

유럽에서 출시 예정인 저가형 전기차

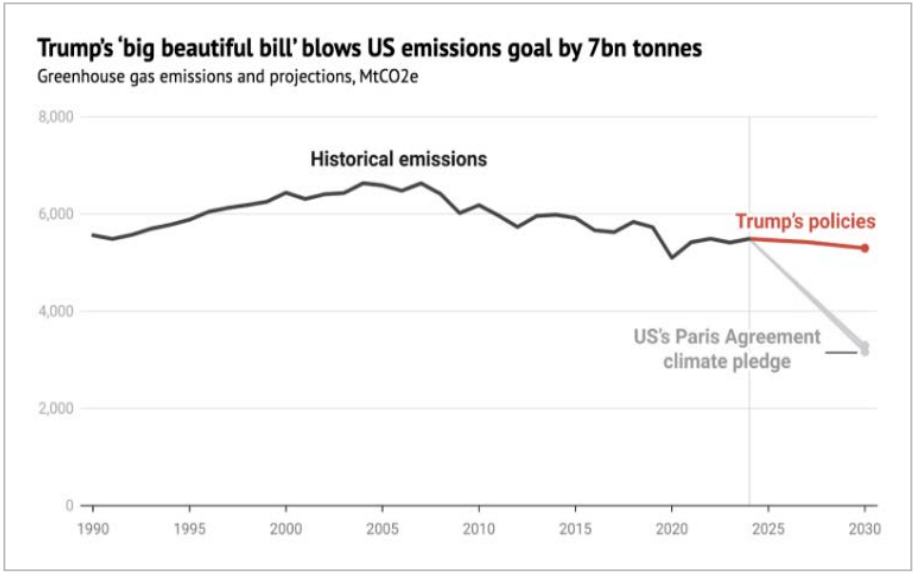
OEM	브랜드	모델	세그먼트	가격(유로)
VW	VW	ID.EVERY 1	Hatchback B	20,000
VW	VW	ID.Cross	SUV-B	28,000
VW	VW	ID.Polo	Hatchback B	25,000
VW	SEAT	Cupra Raval	Hatchback	27,000
VW	SKODA	Epiq	SUV-B	25,000
VW	Audi	Q2 e-tron	SUV-B	35,000
Renault	Renault	Twingo E-Tech	Hatchback A	20,000
Stellantis	Peugeot	E-208	Hatchback B	28,000
Stellantis	Opel	Corsa Electric	Hatchback B	30,000
HMG	HMC	Ioniq3	SUV-C	36,000
HMG	Kia	EV2	SUV-B	30,000
HMG	Kia	EV4	Hatchback C	38,000

자료: NH투자증권 리서치본부

미국의 EV 시장은 잠시 영업 중단

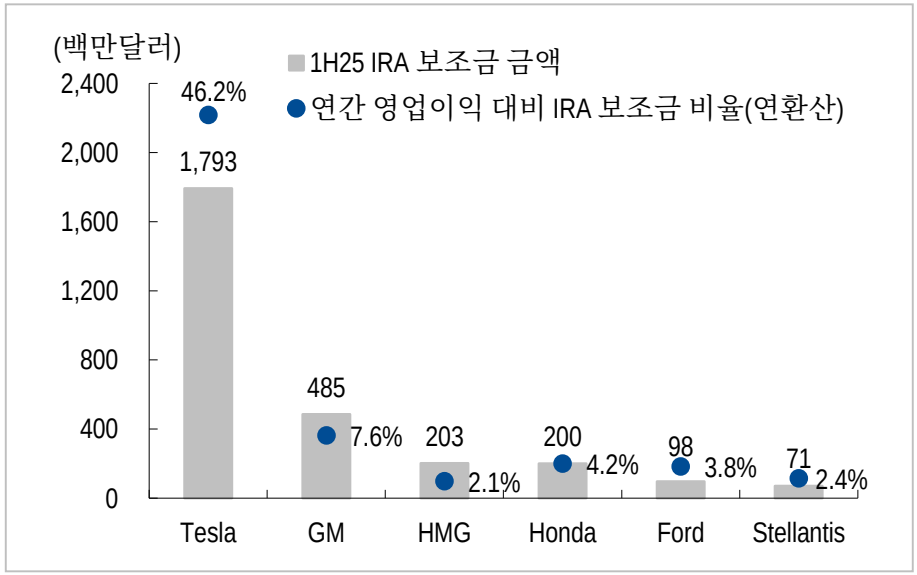
- 미국은 친환경차 도입이 가장 느린 국가. 2024년 기준 전기차 판매량은 157.4만대(+8.8% y-y)로 침투율이 9.8%에 불과
- 트럼프 정부가 재집권한 2025년 전기차 의무화 폐지, 기업평균연비(Corporate Average Fuel Economy, 이하 CAFE) 규제 폐지, 온실가스 배출 규제 완화 등으로 미국의 전기차 도입은 더 느려질 것으로 예상
- IRA 세제 혜택 3분기 말 종료. 업체별로 기존 EV 수요 유지를 위해 필요한 금액은 영업이익 기준 Tesla 46.2%, GM 7.6%, HMG 2.1% 등
- IRA 세제 혜택이 종료된 이후 10월 미국 전기차 판매량은 83,954대(-37.5% y-y)를 기록. 우려보다는 감소폭이 적었으나 2026년 상반기까지 월별 판매량 전년대비 증가율은 -25~-20%를 기록할 것으로 예상

OBBBA로 2030년까지 70억톤의 온실가스 추가 배출



자료: REPEAT Project, US nationally determined contribution, NH투자증권 리서치본부

IRA 보조금 중단으로 전기차 판매 큰 폭 감소 전망

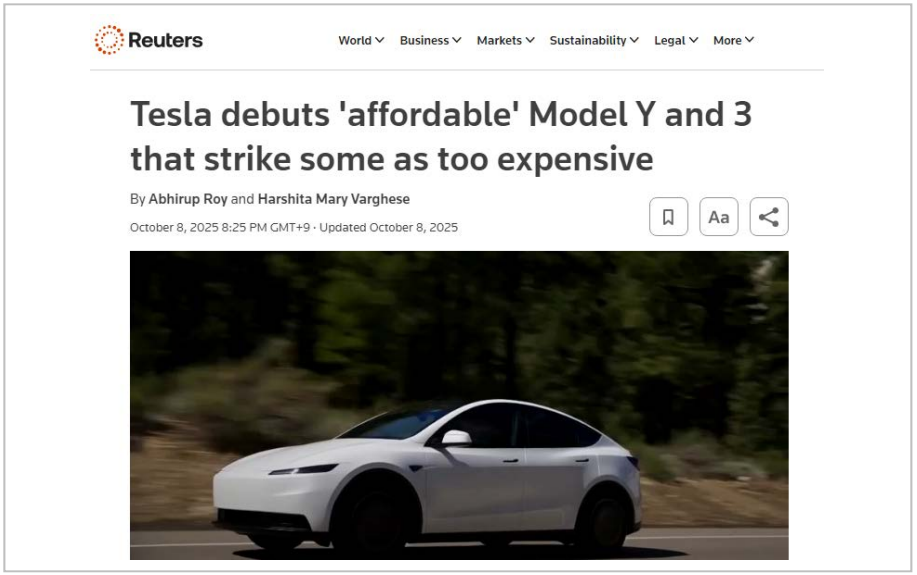


자료: NH투자증권 리서치본부 전망

미국 전동화 전략은 갈림길 구간

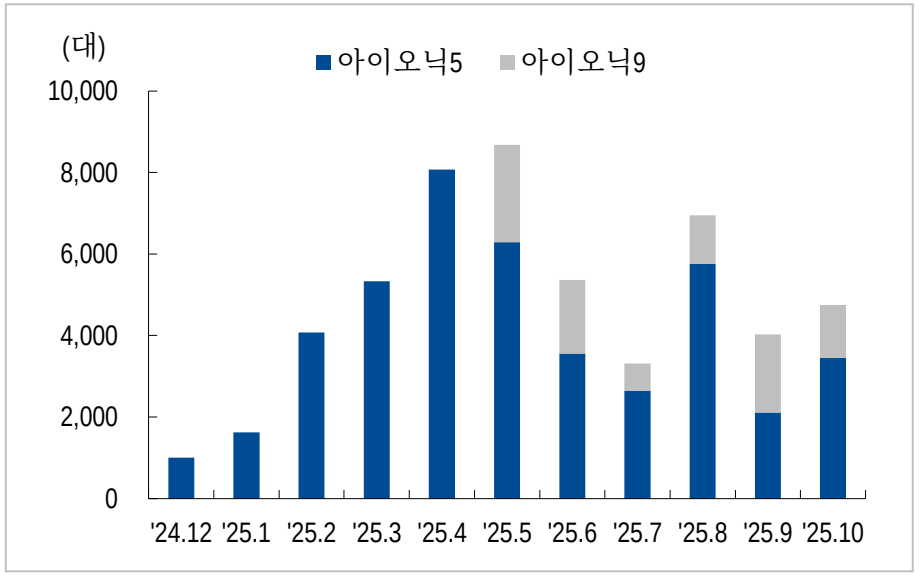
- 환경 규제 완화와 EV 보조금 중단에 직면한 완성차 업체들은 전동화 전략을 수정
- 미국에 미리 EV 전용공장을 지은 업체의 전략은 크게 강행 돌파(EV 가격 인하)와 우회(EV 판매 축소)로 구분
- 100% EV 판매 업체인 Tesla는 EV 제조비용을 절감해 10월부터 기존 대비 약 5,000달러 할인 판매. 현대차는 아이오닉 5의 판매가격을 약 9,500달러 인하해 차량 판매. ICE, HEV 등 모든 파워트레인을 판매하는 현대차는 EV 시장 내 점유율 확대를 위한 공격적 행보 감행
- GM과 Ford도 미국에 EV 전용공장을 건설했지만, 당분간 EV 생산량 축소 계획 발표. GM은 향후 EV 판매 둔화가 예상되며, EV 과잉 Capa 해소로 수익성을 개선하겠다고 언급. Ford는 배출가스 규제 완화로 향후 파워트레인 믹스 변동이 있을 것으로 예상된다고 언급. EV 비중을 줄이고 ICE와 HEV 판매 비중을 확대할 것으로 예상

Tesla의 저가형 모델 출시



자료: Reuters, NH투자증권 리서치본부

현대차 미국 메타플랜트 생산량 추이

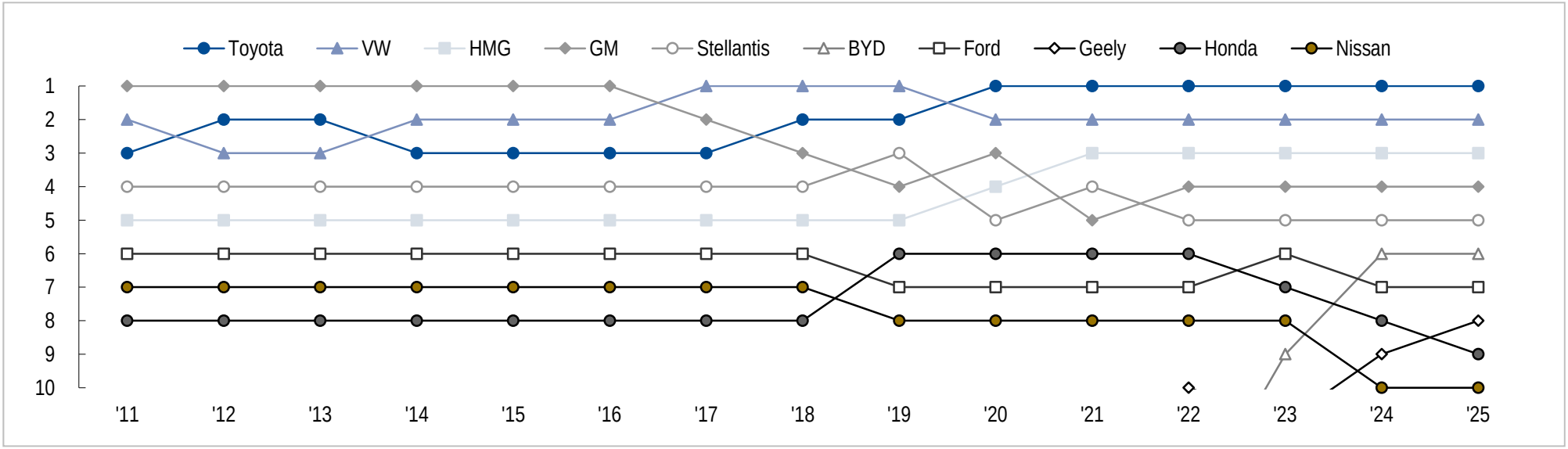


자료: 현대차, NH투자증권 리서치본부

현대차그룹의 도약 기대

- 현대차그룹은 중국 업체를 제외하면 2020년 이후 글로벌 판매량 순위가 상승한 유일한 그룹사. 코로나19 당시 모든 완성차 업체가 겪었던 반도체/부품 수급 이슈로 인한 생산 차질을 잘 극복해 나가며 글로벌 판매량 확대
- 2024년 글로벌 판매량 1위는 Toyota로 1,016만대(-4.5% y-y). Volkswagen 그룹이 859만대(-1.6% y-y)로 2위, 현대차그룹이 695만대(+0.1% y-y)로 3위 기록. Volkswagen은 중국 내 판매 부진으로 3위로 하락, 유럽에서는 무리한 전동화 전환으로 높은 비용 감당 중
- 2026년에는 현대차그룹이 다시 한 번 도약할 수 있는 환경이 펼쳐질 것으로 예상. 경쟁사들은 점유율 확대보다는 비용 구조 개선에 집중
- 글로벌 자동차 수요 측면에서도 현대차그룹의 강점이 부각되는 환경이 펼쳐질 것으로 예상. 현재 글로벌 자동차 시장은 지역별로 선호하는 파워트레인이 명확히 다른 상황. 시장 수요 변화에 따라 유연하게 공급할 수 있는 현대차그룹에 유리한 환경

완성차 그룹사의 연도별 판매량 순위

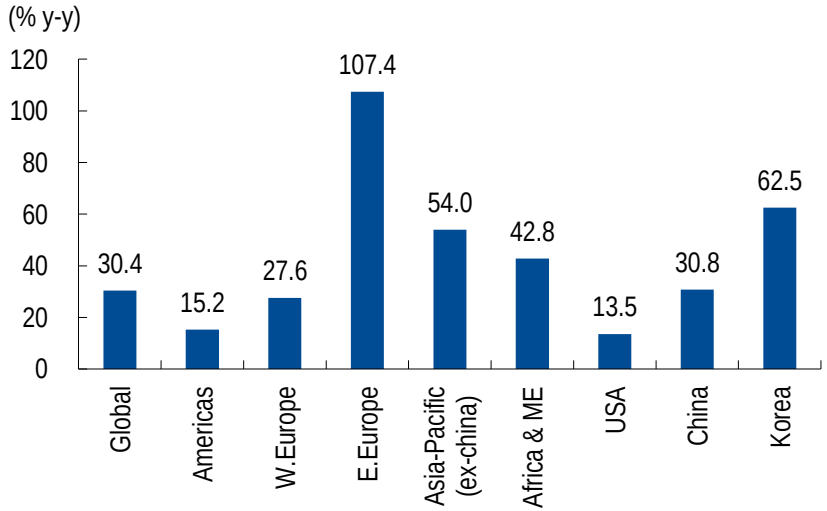


자료: Marklines, NH투자증권 리서치본부

미국을 제외하면 EV 성장세는 견조

- EV는 미국을 제외하면 여전히 글로벌 전 지역에서 가장 빠르게 성장. 유럽을 필두로 기타지역에서도 EV 침투율 확대가 진행 중
- EV 판매 확대는 긍정적이나 완성차 업체들의 입장에서 EV는 수익성이 낮은 품목. 현대차그룹은 EV 수익성이 낮은 한 자릿수 수준이지만 경쟁 업체 대부분은 아직 흑자전환도 못했으며 EV 판매 비중이 확대될수록 적자폭 확대되는 구조
- 현대차그룹은 경쟁사 대비 EV 수익성도 높으며 발빠르게 저가형 EV 출시로 대응한 업체로 글로벌 판매량 확대 전망
- 현대차는 아이오닉 5(준중형), 6(중형), 9(대형) 라인업을 구축. 저가형 아이오닉 3(소형 해치백) 출시 예정
- 기아는 EV6, EV9, EV3을 성공적으로 출시한 이후 유럽에 EV4, EV2를 출시해 유럽 내 EV 판매를 확대할 계획

지역별 전기차 판매 성장세는 미국을 제외하면 여전히 견조



주: 2025년 9월 누적
자료: EV Volumes, NH투자증권 리서치본부

기아 EV4

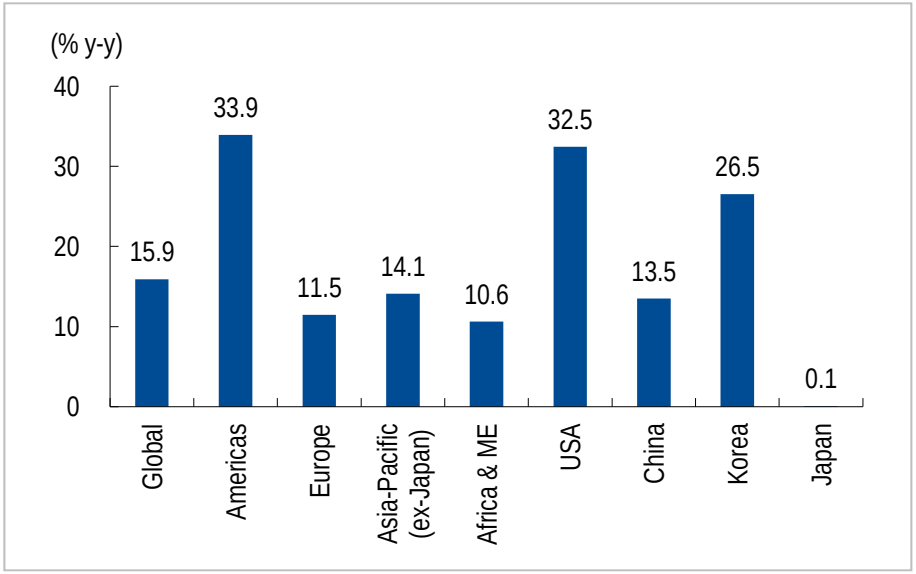


자료: 기아, NH투자증권 리서치본부

미국은 HEV로 공략

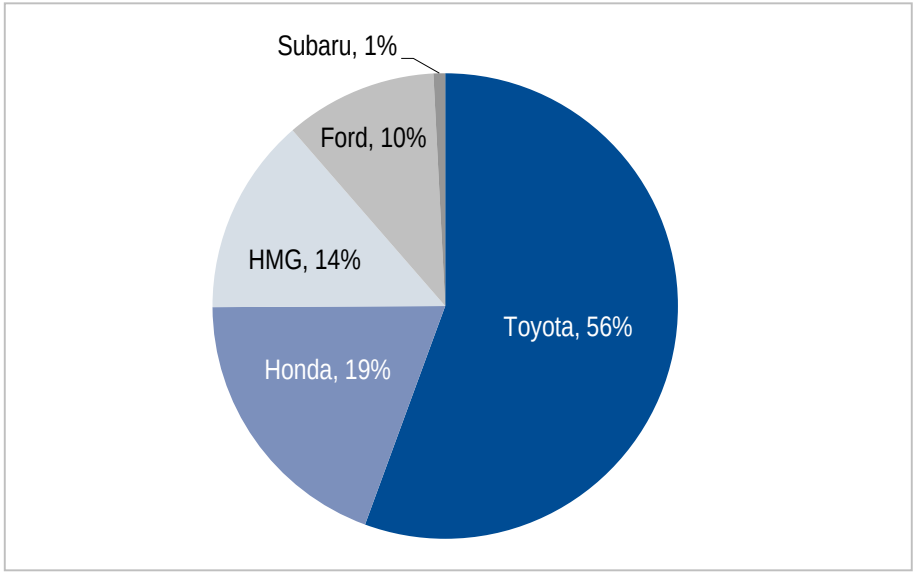
- 2026년 글로벌 EV 시장에서 유일하게 역성장할 것으로 예상되는 미국은 HEV 중심으로 수요가 확대
- 2024년 미국 HEV 차량 판매량은 227.4만대(+20.5% y-y)를 기록했으며, 2025년 9월 누적 판매는 150.1만대(+32.5% y-y)까지 확대
- 미국에서 HEV를 판매하는 업체는 5개 업체뿐(Toyota, Honda, 현대차, 기아, Ford)이며 미국에서 판매되는 약 330여종의 모델 중 HEV 모델은 42종에 불과
- HEV는 일본의 Toyota와 Honda가 시장을 주도. Toyota의 Camry, RAV4, Sienna, Honda의 CR-V, Civic, Accord는 판매 비중 50%를 차지
- 일본 업체들의 점유율이 높은 이유는 일찍부터 HEV 경쟁력을 강화했고, 판매되고 있는 모델이 많기 때문

HEV는 미국에서 가장 빠르게 성장



주: 2025년 9월 누적
자료: EV Volumes, NH투자증권 리서치본부

미국 HEV 판매 점유율

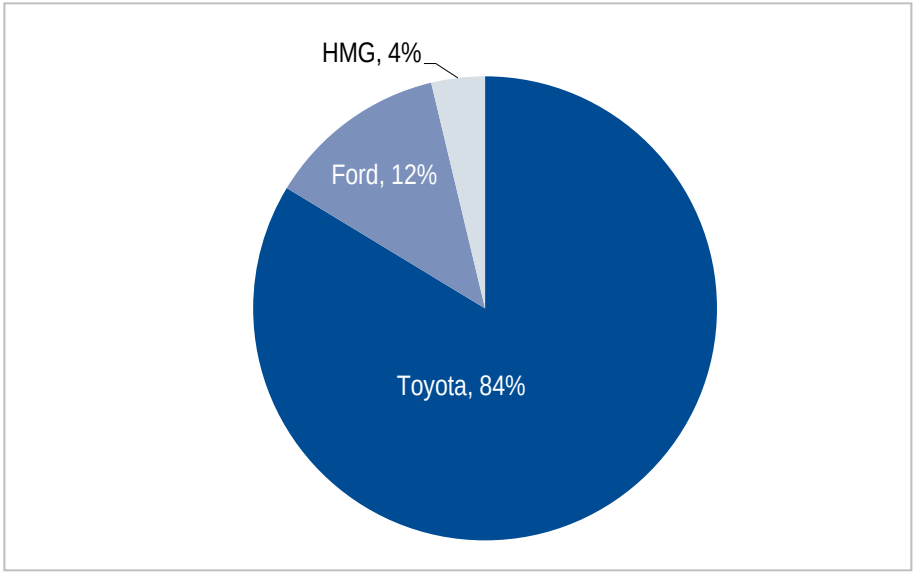


주: 2025년 9월 누적
자료: EV Volumes, NH투자증권 리서치본부

현대차 그룹의 미국 HEV 공략 시작

- 미국 HEV 전체 판매량의 43%를 차지하는 중대형(E, F 세그먼트) HEV 시장을 Toyota가 독점, 전체 HEV 42개의 모델 중 중대형 모델은 19종인데, Toyota가 14종을 보유. 대형 차종의 하이브리드 시스템 탑재는 높은 기술력을 필요로 하기 때문
- 현대차그룹은 대형 차종에도 탑재할 수 있는 차세대 하이브리드 시스템 TMED-2(Transmission Mounted Electric Device) 개발. 풀사이즈 트럭에 맞춰 설계된 Toyota와 Ford의 하이브리드 시스템과 달리 중대형 SUV에 최적화된 설계로 실제 연비 개선 우수
- 현대차는 팰리세이드에 먼저 TMED-2를 탑재해 2025년 10월 미국 출시. 기아는 2026년 1분기 텔루라이드에 탑재해 미국 판매 시작할 계획. 이를 시작으로 제네시스 GV80 HEV, G80 HEV 등 하이브리드 모델을 지속 출시해 HEV 시장에서 점유율을 확보해나갈 계획

미국 중대형(E, F 세그먼트) HEV 판매 점유율



주: 2025년 9월 누적
자료: EV Volumes, NH투자증권 리서치본부

현대차의 첫 중대형 HEV 모델인 팰리세이드 HEV



자료: 현대차, NH투자증권 리서치본부

엔비디아와의 협력으로 앞서 나갈 SDV(Software Defined Vehicle)

- 2026년부터는 완성차 업체들의 SDV 출시가 시작될 전망
- 현대차그룹은 2026년 자율주행 기술 개발 목적의 SDV 페이스카 'XP2' 출시 예정, 이후 2027년에는 자율주행 기술을 탑재한 차량 출시 목표
- 엔비디아와 Physical AI 생태계 구축을 위한 협력도 강화. 블랙웰 GPU 5만장을 확보하며 AI 모델을 강화해 나갈 예정. 현대차그룹은 엔비디아와 자율주행차, 스마트팩토리, 로보틱스 분야에서 공동 혁신을 추진할 계획
- 현대차그룹은 SDV에 탑재될 소프트웨어 플랫폼인 Pleos를 발표, 차량의 지속연결성 강화와 OTA 업데이트를 가능하게 하는 차량용 OS 및 인포테인먼트 시스템 개발. SDV라는 새로운 시장에서 앞서 나가기 위해 외부 업체들과 협력을 지속 강화해 나갈 예정

SDV에 필수적인 전기/전자 아키텍처



자료: 현대차, NH투자증권 리서치본부

SDV에 필수적인 차량용 OS



자료: 현대차, NH투자증권 리서치본부

2026년 로보택시 비즈니스 확대 전망

- 2026년 미국과 중국을 중심으로 로보택시의 서비스 지역 확대, 규제 완화, 파트너십 강화 등이 더 활발해질 것으로 예상
- 글로벌 로보택시 1위 업체인 Waymo는 2026년부터 현대차의 아이오닉5 기반의 6세대 로보택시를 확장할 계획
- 현대차그룹은 Waymo에 단순히 차량을 공급하는 것을 넘어 Waymo와 AI 기반 자율주행 알고리즘을 공동 개발 중
- Tesla는 2025년 6월 미국에서 로보택시 운행을 시작. 운행대수 및 서비스 지역을 점차 확대해 나가며 일반 승용차에도 기술 확대 적용할 계획
- 그 외 Uber, Lyft, Grab 등 승차공유 플랫폼 업체들은 플랫폼 내 로보택시 운행 대수 확대를 위한 지분투자 및 협력 강화
- 중국의 로보택시 업체인 Pony.ai는 제조비용 및 운영 비용을 획기적으로 절감한 7세대 로보택시 상용화를 개시. 향후 서비스 지역 확대 계획

Waymo에 탑재된 현대차 아이오닉5



자료: 현대차, NH투자증권 리서치본부

Tesla의 Cybercab



자료: Tesla, NH투자증권 리서치본부

투자유망종목 1: 현대차(005380.KS) - 목표주가 330,000원

- 현대차는 1) 미국 내 HEV 판매 비중 확대를 통한 점유율 확대 및 수익성 개선, 2) 유럽 내 저가형 EV 출시에 따른 규제 충족 및 판매량 증대, 3) 기타 지역 내 신흥시장 전용 모델 출시 및 HEV, SUV 등 고수익모델 출시 비중 확대의 성장 스토리 기대
- 2026년의 관전 포인트는 미국 내 일본 업체들의 높은 HEV 점유율을 얼마나 가져올 수 있는지가 중요. 중대형 차량용 HEV 시스템인 TMED-2를 개발, 10월부터 이를 탑재한 팰리세이드 HEV 모델 판매로 시장 점유율 확대 중
- 유럽 시장을 공략하기 위해 아이오닉 소형 EV 콘셉트카인 '콘셉트 쓰리' 공개. 현재까지 아이오닉은 5(준중형), 6(중형), 9(대형) 라인업 구축. '콘셉트 쓰리'는 유럽 선호도가 높은 소형 해치백으로 현재 유럽 내 판매 중인 Casper EV를 이은 저가형 전기차 모델로 2026년 9월 출시 예정

실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	175,231	186,062	181,920	188,576
영업이익	14,240	12,150	12,403	13,171
영업이익률 (%)	8.1	6.5	6.8	7.0
EBITDA	18,527	17,109	17,958	19,319
순이익	13,230	11,938	12,556	13,193
지배지분 순이익	12,527	10,864	11,142	11,708
EPS (원)	56,300	48,838	50,559	53,321
PER (배)	3.8	5.5	5.3	5.0
PBR (배)	0.5	0.6	0.6	0.5
ROE (%)	12.4	9.6	9.2	9.0
Net Debt(-Cash)	128,542	129,069	130,811	132,564

현재가(11/11, 원)	269,000	외국인지분율	35.6%
시가총액(십억원)	55,079.8	배당수익률('25E)	5.0%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

저가형 전기차 '콘셉트 쓰리'



자료: 현대차, NH투자증권 리서치본부

투자유망종목 2: 기아(000270.KS) - 목표주가 150,000원

- 2025년 4분기부터 신차 모멘텀이 시작되며 그동안 부진했던 판매 부진 우려는 해소될 전망
- 유럽에서는 4분기 스포티지 PE, 스토닉 PE, K4, EV4, EV5, 2026년 1분기 EV2 등 신차 출시 예정
- 슬로바키아 공장은 Ceed 생산을 중단하고 EV4, EV2 생산을 위한 전동화 전환 작업 진행 중. 향후 슬로바키아 공장 Capa 35만대 중 50% 이상을 EV 생산에 할당할 계획. 2026년 신규 EV 모델 중심 판매량 확대 전망
- 미국은 2025년 12월 텔루라이드 2세대(ICE) 출시 계획. 2세대 HEV 모델은 2026년 2월 판매 개시 예정, 4분기에는 셀토스 HEV도 출시 계획
- 미국 내 EV 생산 축소 및 HEV 생산 확대 계획. 2026년은 판매량 증가, 믹스 개선 및 인센티브 절감에 힘입어 수익성 개선될 전망

실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	107,449	115,233	116,359	128,106
영업이익	12,667	9,223	10,117	11,238
영업이익률 (%)	11.8	8.0	8.7	8.8
EBITDA	15,216	12,012	13,514	15,202
순이익	9,773	7,498	8,185	9,012
지배지분 순이익	9,773	7,498	8,185	9,012
EPS (원)	24,413	18,952	20,965	23,082
PER (배)	4.1	6.1	5.5	5.0
PBR (배)	0.7	0.7	0.7	0.6
ROE (%)	19.1	12.9	12.9	12.9
Net Debt(-Cash)	-15,708	-16,444	-18,862	-20,587

현재가(11/11, 원)	116,100	외국인지분율	39.6%
시가총액(십억원)	45,679.6	배당수익률('25E)	5.6%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

기아의 미국 전용 SUV 텔루라이드



자료: 기아, NH투자증권 리서치본부

2026년 산업전망

인터넷/게임/통신/미디어/엔터

I. 인터넷/게임: AI 기업 여기에도 있습니다

II. 통신서비스: 우호적 업황 지속

III. 미디어/엔터: 트리토노믹스의 시대

안재민 (인터넷/게임/통신)

이화정 (엔터테인먼트/미디어)

AI 기업 여기에도 있습니다

I. 인터넷: 대한민국의 AI 시대는 이제 시작

II. 인터넷: 실적마저 좋다

III. 게임: 대형사 중심의 시장 재편

IV. 투자유망종목

Analyst: 안재민

Tel 02)768-7647 | **e-mail** jaemin.ahn@nhsec.com

인터넷/게임: AI 기업 여기에도 있습니다

인터넷 기업 및 게임 회사들은 모바일로 인해 2019~2021년까지 고성장했지만, 2024년 이후 AI 시대에 접어들면서 주도권을 글로벌 빅테크 업체들에게 빼앗긴 양상이다. 하지만, 인터넷 기업들은 로컬 데이터와 이용자 플랫폼의 우위를 기반으로 AI 서비스와 Agent AI 시장에 주목하기 시작했다. 게임 회사들은 모바일을 넘어 콘솔/PC 플랫폼에의 도전을 시작했다. 2025년 이렇듯 서서히 반등의 발판을 마련한 이들이 2026년에는 본격적인 성장세에 진입할 것으로 기대한다. 인터넷 기업과 게임 회사 역시 AI 산업의 일부이다. 더 이상 소외될 이유가 없다.

인터넷 기업들은 포털 및 메신저에 AI 서비스를 본격적으로 적용하고, Agent AI 시대에 대비하는 모습을 보일 것으로 예상한다. 2025년 하반기부터 온라인 쇼핑 거래액이 다시 증가하는 등 경기 회복 시그널도 조금씩 나타나고 있어 cashcow인 광고와 커머스 사업의 성장이 기대되며, 전체 영업이익도 큰 폭 성장할 것으로 기대한다.

게임 산업은 대형 게임 개발사 중심으로 재편되고 있다. M&A 증가, 프랜차이즈 IP 중심의 게임 개발에 기인한 현상이다. 국내 모바일 게임 시장을 중심으로 성장해왔던 국내 업체들은 위기에 봉착했다. AI로 효율을 극대화하고, 멀티플랫폼에 대응하며, IP를 활용하는 전략이 필요하다.

I. 인터넷: 대한민국의 AI 시대는 이제 시작

글로벌 빅테크와의 AI 경쟁에서 국내 업체들이 뒤처질 것이라는 우려가 팽배한 상황이지만, 네이버와 카카오는 보유 중인 로컬 데이터와 이용자를 활용하여 AI 서비스 개발에 주력하며 AI 플랫폼으로서의 경쟁력을 이어나갈 것이다. 네이버는 최근 NVIDIA로부터 6만장의 GPU를 확보했고, 2026년 1조원의 GPU 투자 확대를 발표했다. 본격적인 AI 사업 확대에 나설 것으로 보인다. 카카오는 ChatGPT와의 제휴를 통해 일반 사용자의 AI 활용성을 극대화하고, Kanana를 활용하여 Agent AI 시장에 대응할 예정이다.

II. 인터넷: 실적마저 좋다

AI 모멘텀도 있지만, 2026년 네이버, 카카오는 실적 성장기대감도 남아 있다. 온라인 쇼핑 거래액이 2025년 7월부터 빠르게 반등하며 2026년 경기 회복 기대감이 커지고 있다. 이에 광고, 커머스 매출 성장에 힘입어 2026년 큰 폭의 영업이익 증가를 전망한다. AI를 적용한 네이버의 'AI브리핑', 카카오의 'ChatGPT for Kakao'가 매출 성장에 기여하며, AI에 기반해 본격적인 매출 성장이 나타나는 모습을 보여줄 것으로 기대한다.

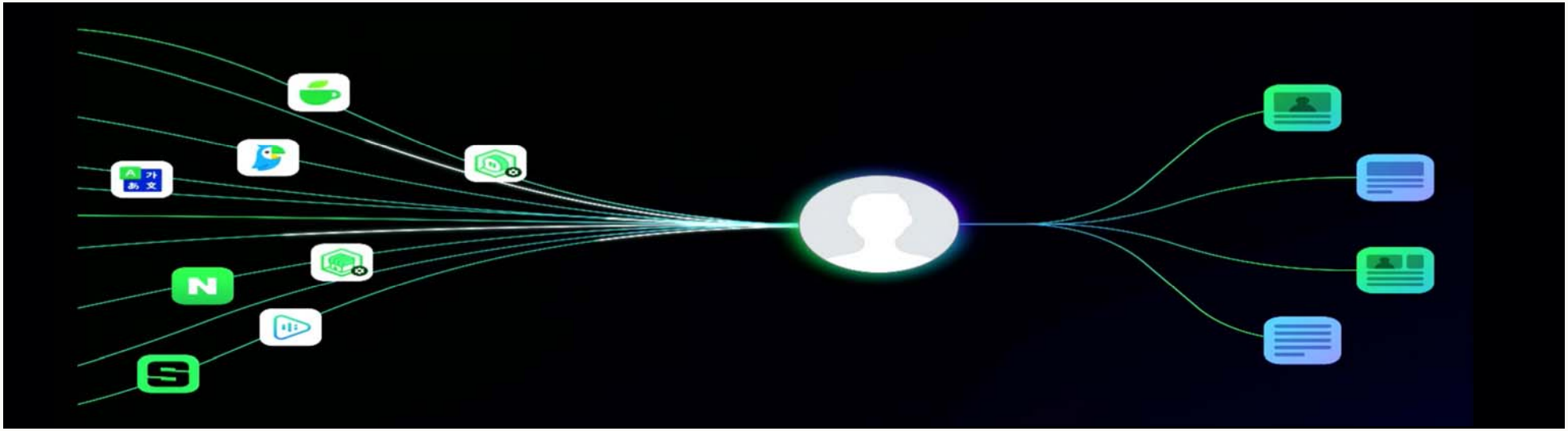
인터넷/게임: AI 기업 여기에도 있습니다

III. 게임: 대형사 중심의 시장 재편

글로벌 게임 시장이 대형 게임사 중심으로 재편되고 있다. 글로벌 업체들과 경쟁력 격차를 좁히고, 뒤쫓아오는 중국 업체의 견제에서 벗어나기 위해서는 1) IP 프랜차이즈를 진행하고 있고, 2) 콘솔을 포함한 멀티 플랫폼에 대응할 수 있으며, 3) AI를 활용하여 효율을 극대화할 수 있어야 한다. 이에 해당하는 업체가 국내 게임 시장에서도 중장기적으로 winner가 될 수 있을 것으로 판단한다.

IV. 투자유망종목

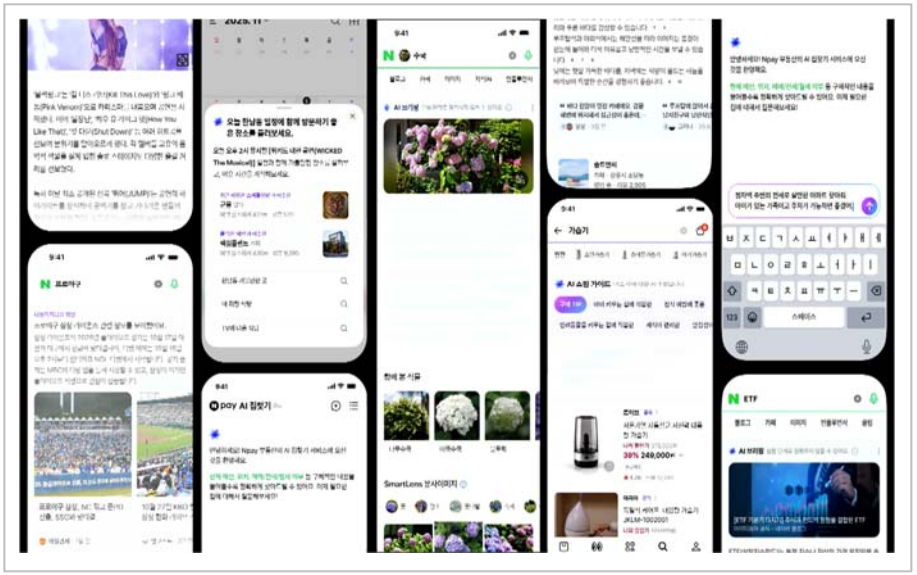
인터넷/게임 산업은 AI와 밀접하게 연관되어 있으나, 주가 상승 측면에서 만큼은 소외되어 왔다. AI로 인해 돈을 벌 수 있는 기회가 포착되고 있고, 관련 서비스 확장이 본격화되면서 주가에도 반영될 것으로 기대한다. 인터넷 업종에서는 AI 시대 각자 확실한 경쟁력을 보유하고 있는 네이버와 카카오를, 게임 업종에서는 대형 게임사 중심의 시장 재편을 감안하여 넷마블, 크래프톤을 투자유망종목으로 추천한다.



국내 플랫폼의 AI 경쟁력은 충분하다

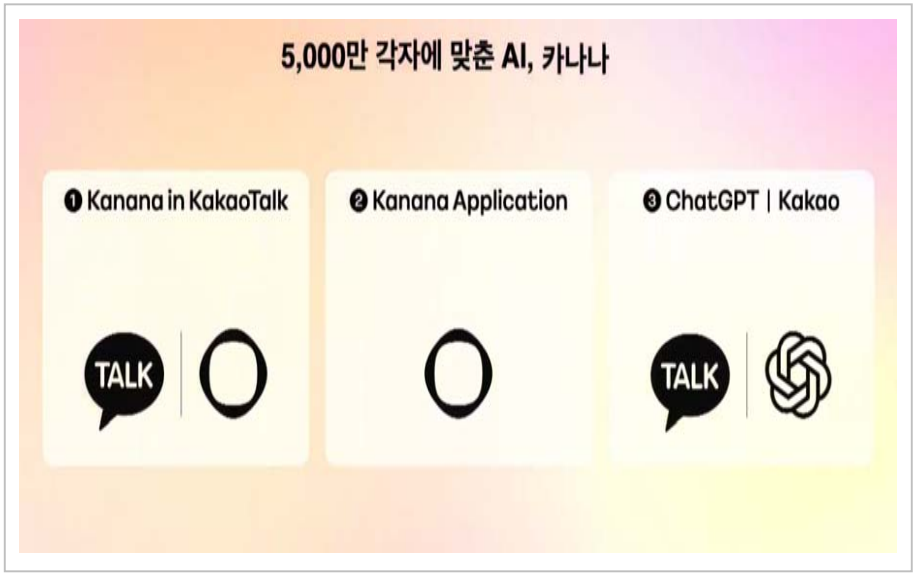
- 글로벌 빅테크와의 AI 경쟁에서 국내 업체들이 뒤처질 것이라는 우려가 팽배한 상황. 하지만, 네이버와 카카오는 **보유 중인 로컬 데이터와 이용자를 활용하여 AI 서비스 개발에 주력**하고 있음. **AI 플랫폼으로서 경쟁력을 이어나갈 것**
- 네이버: NVIDIA로부터 확보한 6만장의 GPU를 활용하여 본격적인 AI 사업 확대에 나설 것. 1)On-Service AI, 2)Agent AI, 3)소버린 AI, 4)로봇을 주축으로 네이버의 로컬 데이터와 서비스를 접목시킬 것
- 카카오: 'ChatGPT for Kakao'와 'Kanana in Kakao'의 두 축으로 AI를 활용한 사업 확대 본격화. Agent AI를 통해 카카오 플랫폼의 다양한 서비스를 의미있게 활용하고 외부 플랫폼과 제휴해 진화한 AI 메신저 플랫폼으로 거듭나며 영향력 확대할 전망

AI를 적용한 네이버의 다양한 서비스



자료: 네이버, NH투자증권 리서치본부

카카오의 'ChatGPT for Kakao'와 'Kanana in Kakao'

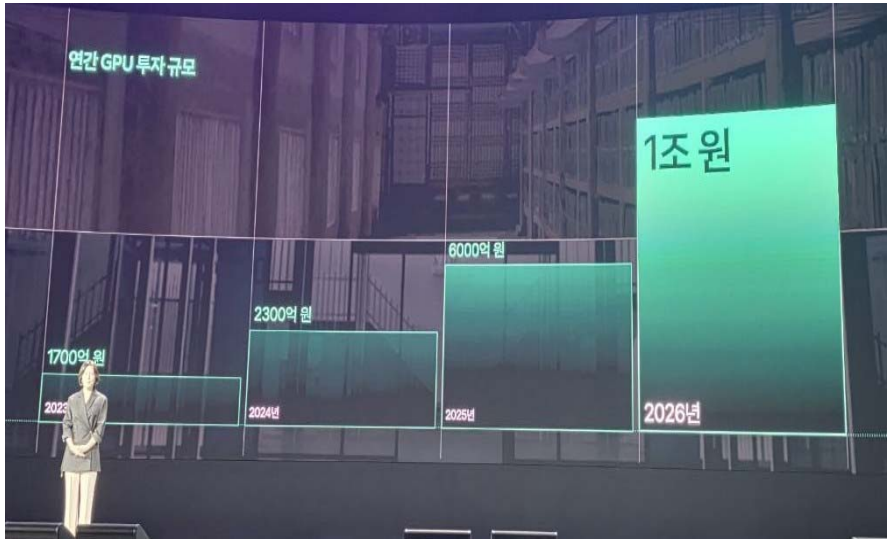


자료: 카카오, NH투자증권 리서치본부

네이버가 확보한 GPU 6만장의 의미

- 네이버는 최근 NVIDIA로부터 6만장의 GPU를 확보했고, 2026년 1조원의 GPU 투자 확대를 발표. 본격적인 AI 사업 확대에 나설 것
- 1) On-Service AI: 개인화의 본격적 적용에 따른 이용자 체류시간증대 및 커머스 거래액, 광고 매출 증가 기대
- 2) Agent AI: 'Agent N'을 통해 네이버의 버티컬 서비스와 결합. 2026년 상반기 중 쇼핑 AI Agent를 시작으로 통합 Agent AI 출시 준비
- 3) 소버린 AI: 정부가 주도하는 세계 AI 3대 강국으로의 도약을 위해 Full Stack AI 생태계 구축할 것. 한국은행, 한수원, 대동(농기계)을 비롯해 한화에어로스페이스(방산), HD현대(중공업), 롯데(유통), 현대차(모빌리티)와도 협력. 사우디아라비아, 태국 등 글로벌 소버린 AI 시장도 공략
- 4) 로봇: 네이버는 오랜 기간 로봇에 대한 연구를 진행해 옴. 로봇 OS 시장 점유율 30% 이상 기대

NVIDIA로 부터 확보한 GPU 6만장으로 AI인프라 본격 투자



자료: 네이버, NH투자증권 리서치본부

Physical AI 시대를 준비하는 네이버의 로봇 기술력

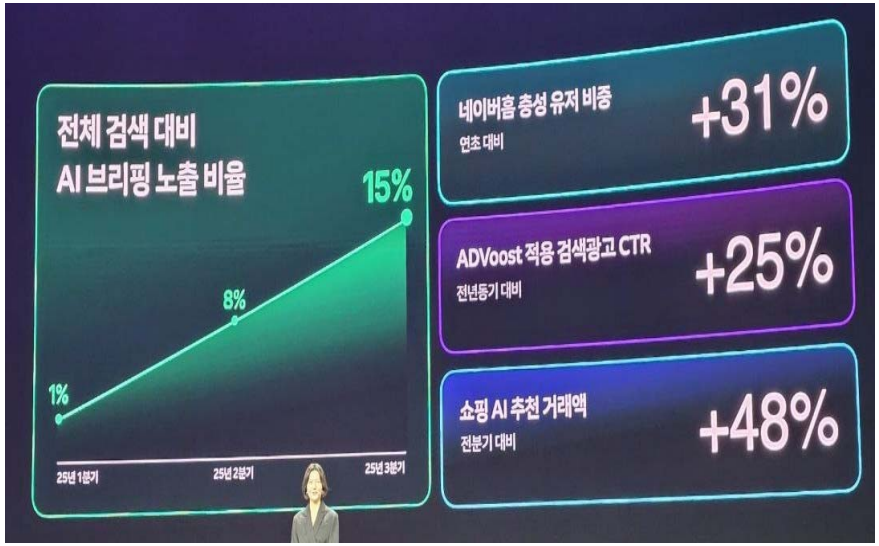


자료: 네이버, NH투자증권 리서치본부

네이버의 On-Service AI

- AI 적용에 따라 개인화가 본격적으로 진행되면서 이용자들의 체류시간 증대. 이 과정에서 커머스 거래액, 광고 매출이 증가하고 있음을 확인. AI로 인한 긍정적 트래픽 변화가 감지된 만큼 2026년에는 더 많은 영역에 AI를 적용할 전망
- 2026년 상반기 중 쇼핑 AI Agent 출시로 원하는 상품을 편리하게 구매하고 배송 받을 수 있는 등 고객 쇼핑 경험을 업그레이드할 것
- 장기적으로 네이버가 보유하고 있는 다양한 버티컬 서비스를 연결하는 통합 Agent AI로의 확장 예정. 네이버가 보유하고 있는 정보를 활용해 사용자를 더 깊이 이해하고, 서비스에 자연스럽게 사용 경험을 녹여 실행으로 이어지게 만들 것

AI브리핑 적용 이후 빠르게 늘어난 유저, 광고 매출, 쇼핑 거래액



자료: 네이버, NH투자증권 리서치본부

AI가 적용된 광고, AI Tab, 쇼핑

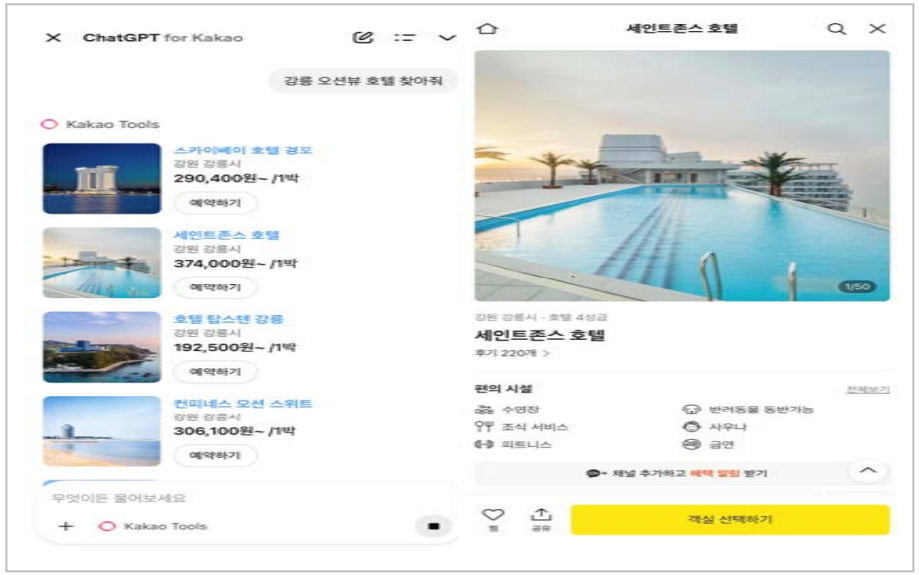


자료: 네이버, NH투자증권 리서치본부

카카오가 꿈꾸는 Agent AI 시대

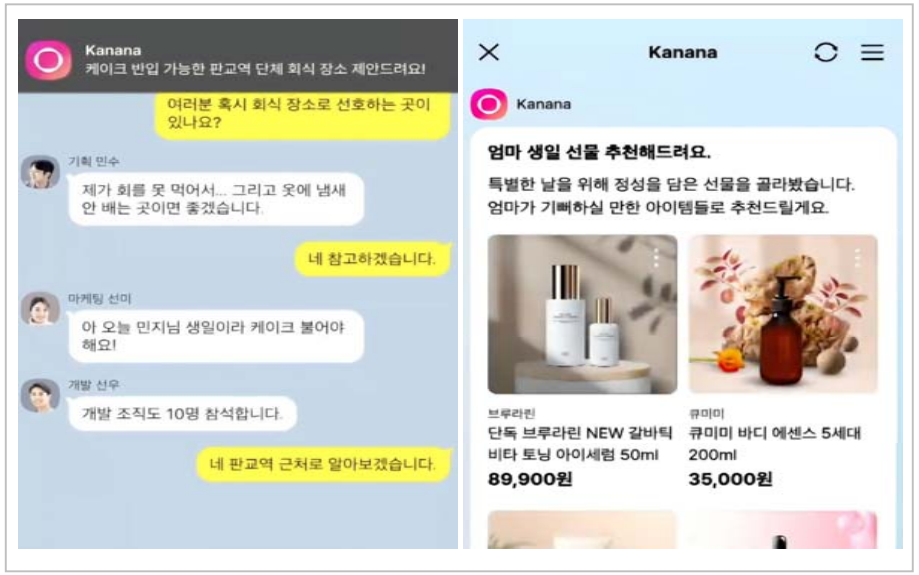
- 카카오는 파운데이션 모델의 개발보다는 AI 서비스를 확대하는 오케스트레이션 전략을 채택. 카카오톡이 메신저로서 지닌 높은 영향력을 활용하여 AI 대중화라는 콘셉트 하에 검색, 예약, 추천 등 다양한 AI 서비스를 톡 내에서 제공. 나아가 Agent AI로의 확장까지 기대
- 카카오톡 내 ChatGPT를 제공해 일반 사용자의 AI 활용성을 극대화할 것. 톡방에서 궁금한 점을 ChatGPT를 통해 물어보고, 이를 편리하게 단톡방에 공유. 카카오톡 유저들의 체류시간과 트래픽 증가가 이미 감지됨. 나아가 검색 및 배너광고 활용으로 매출에도 기여할 것
- ChatGPT와 자체 LLM(거대언어모델) Kanana를 활용하여 Agent AI 시장에 대응. 카카오맵, 예약하기, 멜론, 선물하기를 시작으로 모빌리티, 뱅크, 페이와 연결을 확대하고, 궁극적으로 외부 파트너와도 제휴해 서비스를 연결할 것. 대화만으로 서비스가 실행되는 Agent AI를 만들 것

‘ChatGPT for Kakao’를 통해 서비스 확장



자료: 카카오, NH투자증권 리서치본부

‘Kanana in Kakao’를 활용한 다양한 추천 기능

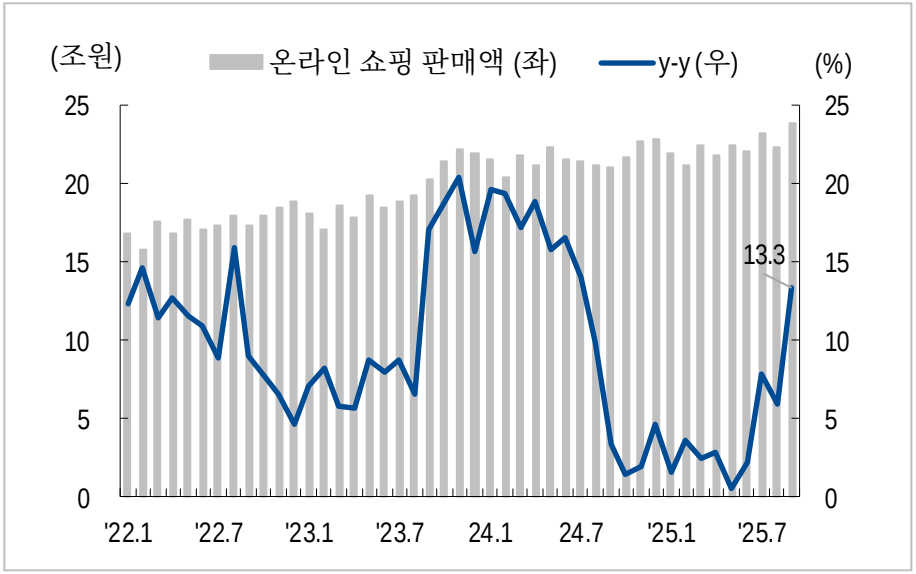


자료: 카카오, NH투자증권 리서치본부

온라인 쇼핑 판매액 반등 시작, 경기 회복의 신호일까?

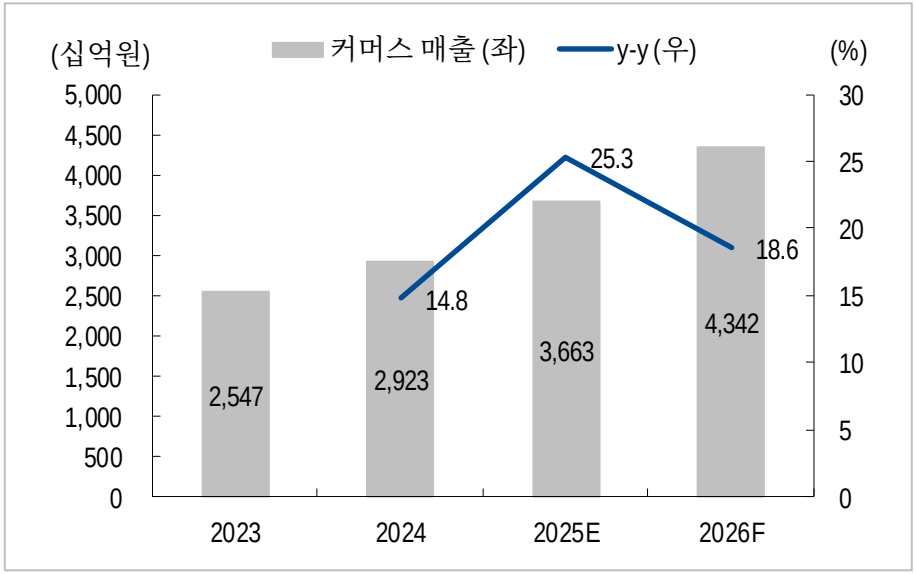
- 온라인 쇼핑 판매액은 민생회복 소비쿠폰이 지급된 7월부터 반등을 시작함. 주식 및 부동산 자산 가치의 상승에 힘입어 커머스 시장이 조금씩 회복세를 보이고 있음. 월별 매출액 증가율은 7월 +7.8% y-y , 8월 5.9% y-y, 9월 +13.3% y-y로 완연한 반등세 기록
- 네이버의 커머스는 2025년 3분기 매출액 증가율이 +35.9% y-y를 기록하며 빠르게 반등 중. 9월 시작한 컬리와의 제휴로 신선식품 및 배송 경쟁력을 제고했고, 넷플릭스, 스포티파이, 마이크로소프트, 우버 등 멤버십 제휴 효과로 거래액 증가. 쿠팡과의 격차를 줄이기 위해 노력 중
- 카카오는 선물하기의 성장이 이어지고 있고, '나를 위한 선물하기'가 빠르게 성장하고 있음

이제 진짜 경기가 좋아지는 걸까? 반등한 온라인 쇼핑 판매액



자료: 통계청, NH투자증권 리서치본부

네이버 커머스 매출 전망

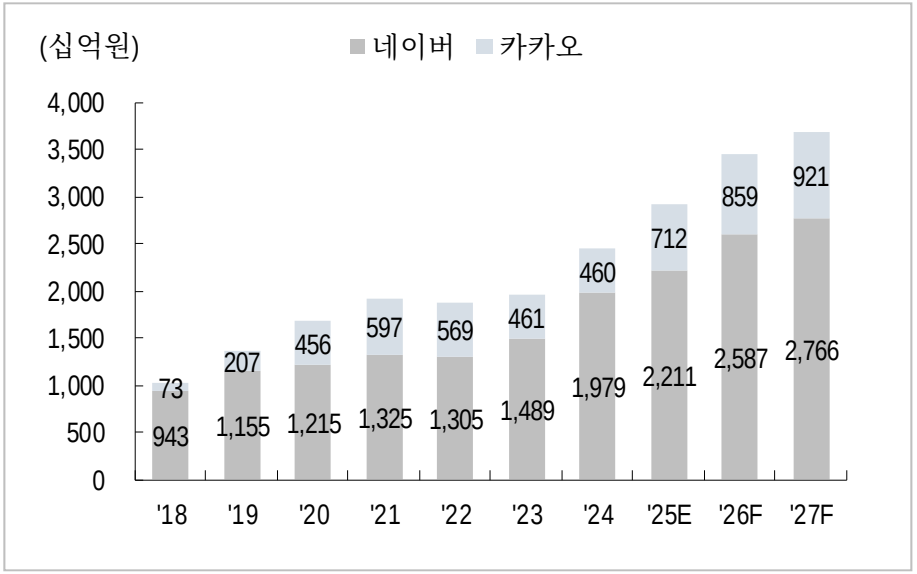


자료: 네이버, NH투자증권 리서치본부

기대되는 2026년 영업이익 성장

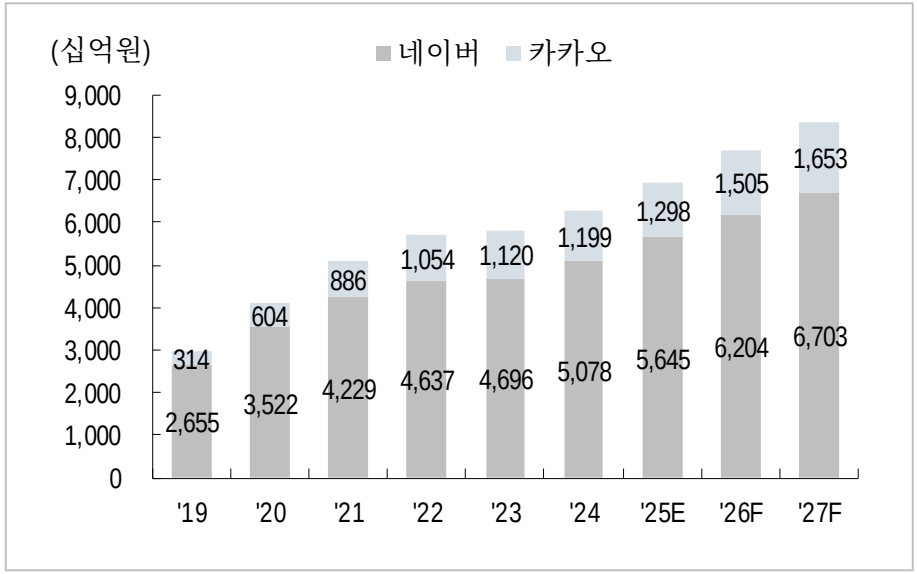
- AI 모멘텀도 있지만, 2026년 네이버, 카카오와 관련해서는 실적 성장 기대감도 상존. 경기 회복과 광고, 커머스 매출 성장에 따른 2026년 큰 폭의 영업이익 증가 예상
- 네이버: 2026년 영업이익 2.6조원(+17.0% y-y) 전망. 커머스사업(매출액 4.3조원, +18.6% y-y)은 컬리와의 제휴와 넷플릭스, 스포티파이, 우버 등 멤버십 제휴 효과로 거래액 증가 중. 2025년 수수료 인상으로 수익성도 개선. AI브리핑 적용에 따른 광고 사업 매출 성장 기대
- 카카오: 2026년 영업이익 8,589억원(+20.6% y-y) 전망. 비즈니스메시지의 영향력 확대로 광고 매출(1.5조원, 16.0% y-y) 성장이 예상되는 가운데, ChatGPT 적용에 따른 검색 및 배너 광고 매출 발생 기대. 모빌리티, 페이, 에스엠의 실적은 꾸준한 가운데, 미디어, 게임즈 회복 예상

우상향하고 있는 네이버, 카카오의 영업이익



자료: 네이버, 카카오, NH투자증권 리서치본부

마진율이 높은 광고 매출 성장은 영업이익 성장과 직결



자료: 네이버, 카카오, NH투자증권 리서치본부

글로벌 게임회사들의 Big Deal 증가

- 지난 40여년간 FIFA, MLB, NBA, NFL 등 출시하며 스포츠 게임의 강자로 자리매김한 EA가 PIF(사우디국부펀드)에 매각됨. 550억달러 규모로 매각되며 상장 폐지 후 Private company로 전환될 예정
- PIF 외에도 텐센트, 소니, 마이크로소프트 등 대형 게임사를 중심으로 프랜차이즈 IP 확보를 위한 M&A가 활발하게 이루어지고 있음. 이는 신규 게임 IP 성공 확률이 낮아지며 중소형 개발사들의 생존이 어려워지고 있음을 보여주는 현상
- 모바일 게임 중심으로 성장해왔던 국내 게임 회사들은 위기에 봉착. 모바일 게임 시장은 유튜브, 인스타그램, 넷플릭스, 웹툰 등 경쟁 콘텐츠가 많아졌고, 가볍게 게임을 즐기는 light 유저는 중국발 양산형 게임에 익숙해짐. 이를 타개할 수 있는 업체들만 성장을 이어갈 것

대형 게임사 중심의 업계 재편



자료: NH투자증권 리서치본부

어려운 환경 속 게임 회사들의 효율성 극대화 필요성 증대

- 어려운 시장 환경 속 게임 회사들이 효율성을 극대화할 수 있는 전략의 필요성 증대
  1) 게임 IP의 프랜차이즈화: 새로운 IP의 성공 확률이 낮은 반면, IP 프랜차이즈 게임은 성공이 수월한 편
  2) 멀티 플랫폼에 대응할 수 있는 수준의 역량 확보: 모바일 이외에 콘솔, PC 시장에의 노출 필요
  3) AI의 적극적 활용: AI 활용을 통한 비용 절감과 효율성 제고 필요
- 프랜차이즈화된 IP는 강력한 팬덤을 보유하고 있고, 게임의 세계관을 계승해나가는 전략을 통해 게이머에게 손쉽게 다가갈 수 있다는 강점을 지님. 반면 새로운 IP 게임은 개발 과정에서 인건비, 마케팅비 등 각종 비용이 늘어날 수밖에 없고 치열한 경쟁 속에서 성공할 확률이 낮음
- 2025년 콘솔 게임 판매량 상위권을 차지한 작품들은 '몬스터헌터:와일즈', '배틀필드6' 등 게이머들에게 오랫동안 사랑받아온 IP의 후속작

2025년 출시된 콘솔 게임 판매량 상위

게임명	장르	개발사	출시시기
몬스터헌터: 와일즈	1,050만장 이상	캡콤	2025년 2월 28일
EA Sports FC 26	1,000만장 이상	EA	2025년 7월 07일
배틀필드6	700만장 이상	배틀필드 스튜디오	2025년 10월 10일
마리오카트 월드	560만장 이상	닌텐도	2025년 6월 05일
엘든링: 나이트레인	500만장 이상	프롬 소프트웨어	2025년 5월 30일
클레르 옵스퀴르: 33원정대	500만장 이상	샌드폴 인터랙티브	2025년 4월 24일
할로우나이트: 실크송	600만장 이상	팀 체리	2025년 9월 04일
스플릿 픽션	400만장 이상	헤이즈라이트 스튜디오	2025년 3월 06일
어쌔신크리드: 섀도우스	300만장 이상	유비소프트	2025년 3월 20일
킹덤컴: 딜러버런스 II	300만장 이상	워호스 스튜디오	2025년 2월 04일
고스트 오브 요테이	200만장 이상	서커펀치 스튜디오	2025년 10월 02일
Madden NFL 26	140만장 이상	EA	2025년 8월 14일
메탈기어솔리드 델타: Snake Eater	100만장 이상	플래티넘 게임즈	2025년 8월 26일
사일런트힐 f	100만장 이상	네오바즈 엔터테인먼트	2025년 9월 25일

자료: 각사 자료, Alinea analytics, NH투자증권 리서치본부

2026년 게임 시장을 흔들 Take Two의 대표 IP인 'GTA 6'



자료: T2, NH투자증권 리서치본부

게임 IP의 프랜차이즈화

- 넷마블: 국내회사 중 IP를 가장 잘 활용하고 있는 업체. 2025년 출시한 'RF온라인넥스트'와 '세븐나이츠리버스' 모두 과거 흥행했던 게임 IP를 잘 활용하여 빅히트록. 2026년에도 '몬길:스타다이브', '일곱개의 대죄:오리진', '나 혼자만 레벨업: 카르마' 등 IP 활용 게임 출시 예정
- 크래프톤: PUBG는 출시 8년이 지난 지금까지도 꾸준한 매출 성장세를 보이는 글로벌 Big IP. PUBG IP의 프랜차이즈화를 본격적으로 추진. 'PUBG: Blindspot', 'PUBG: Black Budget', 'Valor' 중 1~2개 게임은 2026년 하반기 출시 예상
- 엔씨소프트: 리니지는 한국에서 가장 유명한 IP 중 하나로 독보적인 존재감 보유. MZ세대를 중심으로 숏폼과 같은 짧은 콘텐츠가 소비 형태로 자리잡으면서 높은 몰입도와 장시간 플레이를 요구하는 MMORPG의 매력 약화. 이러한 시대적 변화 속 '아이온2'의 성패가 중요

넷마블이 올해 성공한 2개의 IP 게임과 곧 출시할 2개의 IP 게임



자료: 넷마블, NH투자증권 리서치본부

크래프톤의 'Blindspot'과 'Black Budget'

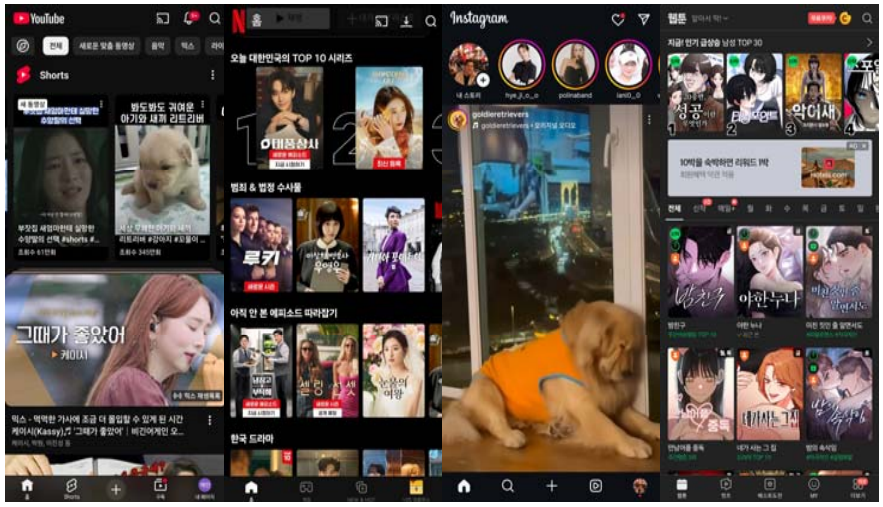


자료: 크래프톤, NH투자증권 리서치본부

두드러지는 콘솔 시장 성장세

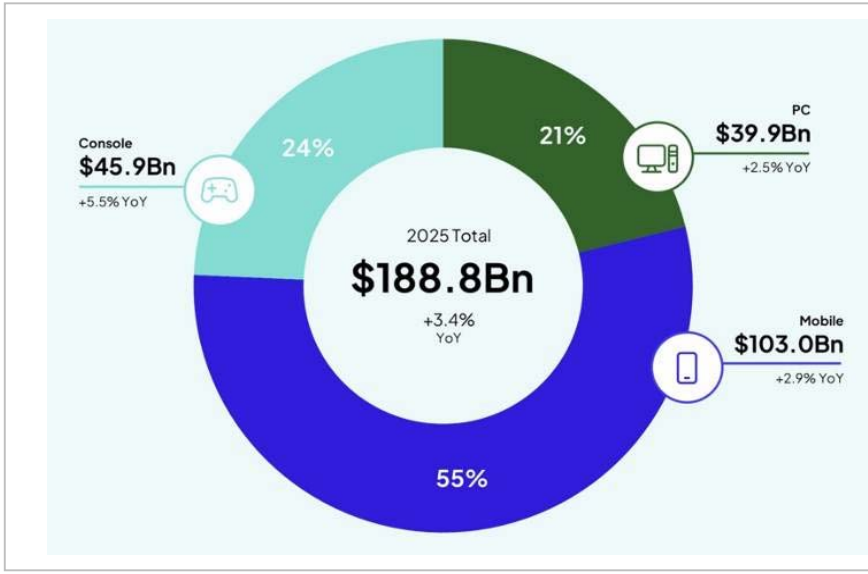
- 모바일 게임 시장 성장세는 2020~2021년 코로나19 기간 peak를 기록한 이후 정체. OTT, 유튜브, 숏폼 등 다양한 대체 콘텐츠의 인기가 상승하면서 이용자의 체류시간과 집중도가 감소하고 있는 상황. 이에 따라 모바일 시장에 집중한 국내 게임 회사의 부진도 이어짐
- 반면, 콘솔 게임 시장은 안정적인 성장세를 이어가는 중. PC/콘솔 게임은 컴퓨터를 구동하거나 TV를 콘솔에 연결해야 하는 등 의도적으로 시간을 마련한 환경에서 소비. 이러한 몰입형 특성 덕분에 콘솔 게임을 즐기는 이용자는 지속적으로 성장
- Newzoo는 2025년 콘솔 시장이 +5.5% y-y 성장한 459억달러, 모바일 게임 시장이 +2.5% y-y 성장한 1,030억달러를 기록할 것으로 예상

유튜브, 넷플릭스, 인스타그램, 웹툰은 모바일 게임의 경쟁자



자료: NH투자증권 리서치본부

모바일 게임 시장이 가장 크지만, 성장률은 콘솔이 돋보임

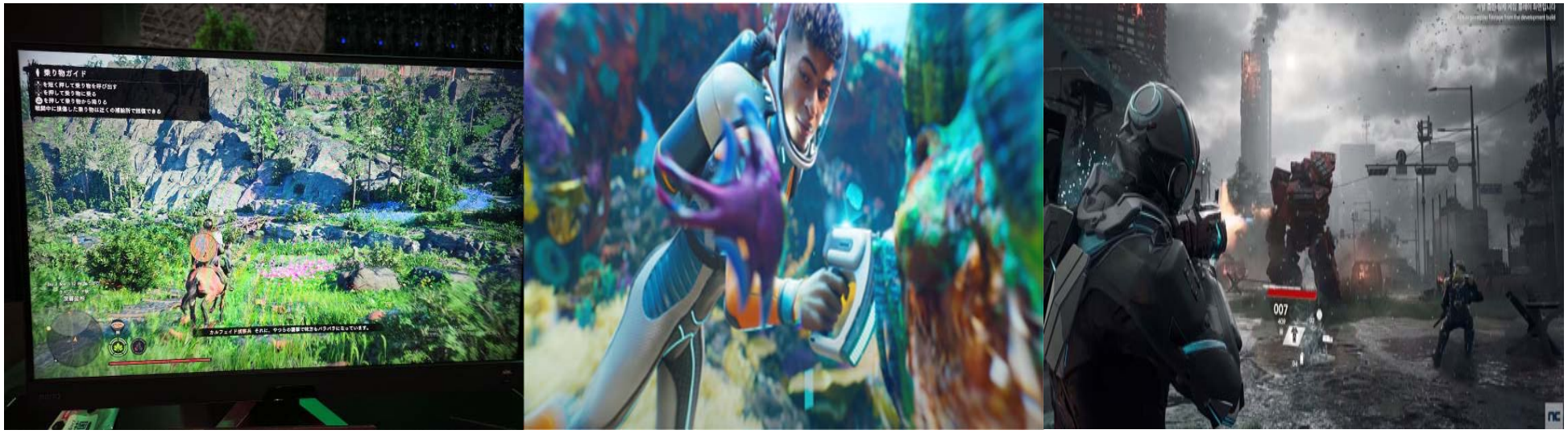


자료: Newzoo, NH투자증권 리서치본부

멀티 플랫폼에 대응할 수 있는 수준의 역량 확보 (1) 콘솔

- 모바일 게임 시장 성장이 둔화 국면에 접어들면서 국내 게임 회사들은 콘솔과 PC 시장에 진출하기 시작. 콘솔 시장은 글로벌 시장 내 국내 업체 인지도가 0에 가깝다는 점을 고려하면 작은 성과만으로도 점유율을 빠르게 높일 수 있을 것
- 그래픽 퀄리티나 스토리라인이 중요한 콘솔 게임 시장에서는 미국과 일본 업체들이 강세. 하지만, 한국 게임 회사도 게임 개발 퀄리티 측면에서는 충분히 경쟁력이 있어 빠르게 따라잡을 수 있을 것
- 국내 1세대 콘솔 게임인 'P의 거짓'과 '스텔라블레이드'의 경우 누적 판매량이 300만장을 넘어서며 첫 시도치고 상당히 양호한 성과를 기록
- 2026년에는 2세대 콘솔 게임 출시가 본격화될 예정. 펄어비스의 '붉은사막', 엔씨소프트의 '신더시티', 크래프톤의 '서브노티카2', 네오위즈의 '라이프 시뮬레이션 신작', '서바이벌 액션 어드벤처 신작', 'P의 거짓 차기작' 등 출시될 것

2026년 이후 국내 개발사가 출시할 콘솔 게임 (붉은사막, 서브노티카2, 신더시티)

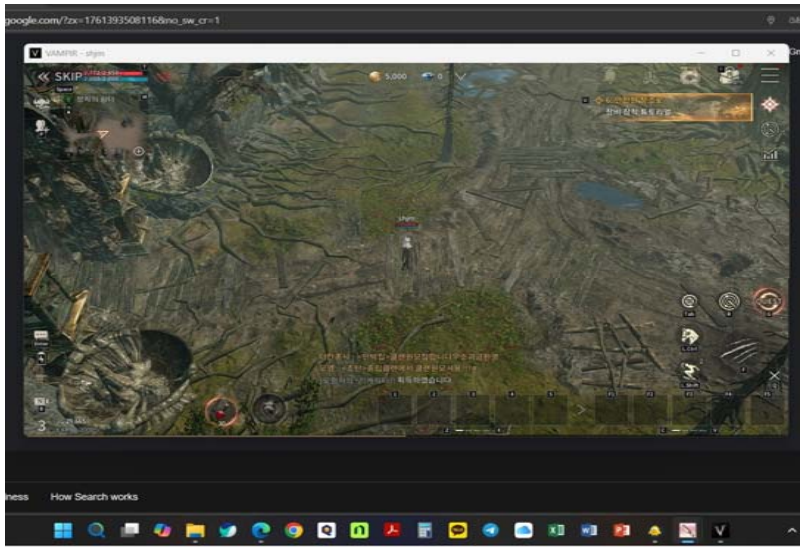


자료: 각사 자료, NH투자증권 리서치본부

멀티 플랫폼에 대응할 수 있는 수준의 역량 확보 (2) PC

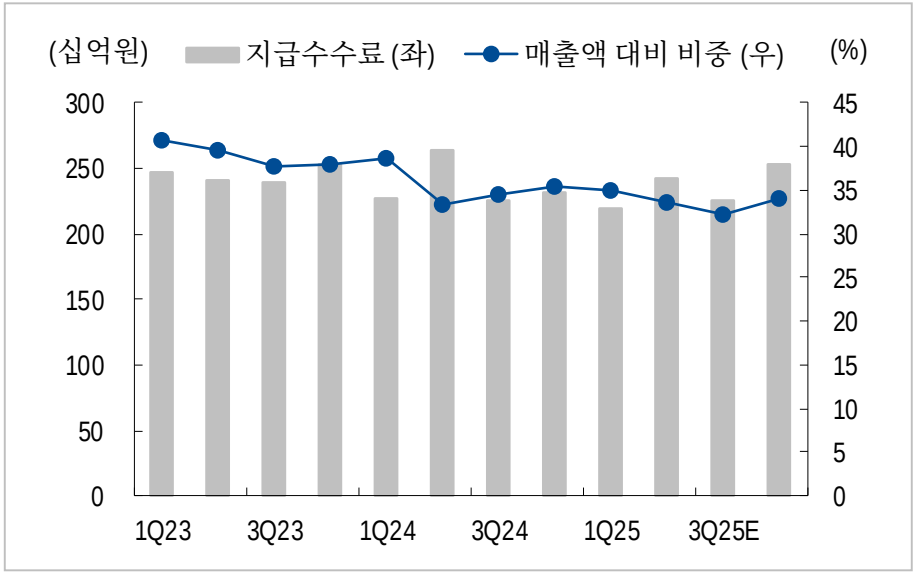
- PC 게임 시장은 최근 Steam 플랫폼의 영향력이 커지면서 그 중요성과 비중이 다시 높아지고 있음. Steam 플랫폼이 구글이나 애플의 앱스토어와 유사한 기능을 하며 영향력을 확대하고 있고 VPN을 이용하여 Steam 플랫폼을 이용하는 중국 게이머들도 많아지고 있음
- PC 런처의 활용 필요도 역시 증대 중. 작은 화면, 배터리 이슈 등 모바일의 단점을 보완하고 큰 화면으로 게임 몰입도를 높인 결과 모바일 게임을 PC 런처로 플레이하는 이용자들이 늘어나는 추세
- 무엇보다 PC 런처는 외부 결제 시스템 도입으로 구글/애플에 지불하는 수수료 30%를 절감할 수 있음. 넷마블은 최근 출시한 대부분의 게임을 PC 런처에서 구동할 수 있게 만들어 수익성을 개선했고 엔씨소프트도 '아이온2'에 PC 런처와 외부 결제 시스템 도입할 예정

넷마블의 PC 런처로 구동한 '뱀피르'



자료: 넷마블, NH투자증권 리서치본부

낮아지고 있는 넷마블의 매출액 대비 지급수수료 비중



자료: 넷마블, NH투자증권 리서치본부

AI의 적극적 활용

- AI 활용을 통한 비용 절감과 효율성 제고가 게임 산업 내 중요한 이슈로 부각될 것. 게임 회사들은 AI 도입을 통한 개발 과정 및 소요 시간 단축, 개발 인력 최소화로 수익성 개선할 것. 반복적인 작업을 줄여 개발자들이 창작 영역에 집중할 수 있다면 게임 퀄리티는 상승
- 게임 개발 막바지 버그 발견과 검수 과정 등 노동집약적인 작업에 AI를 활용해 인건비를 절감할 수 있고 게임 내 치트, 핵, 매크로 봇 문제도 최소화 가능. 또한 아트 제작 시 캐릭터 외형, 지형 등을 다양하게 제작할 수 있고 멀티모달 기술로 NPC 지능을 높여 재미를 더할 수 있음
- 크래프톤과 엔씨소프트는 이미 AI 기반 게임 개발을 진행 중이며, 정부 주도의 AI 파운데이션 모델 사업에도 참여
- 다만, 범용 AI 툴의 남용은 콘텐츠 획일화를 초래할 수 있어 고유 데이터 기반의 커스텀 모델 구축 필요. 중소 개발사에는 비용 부담으로 작용

크래프톤의 AI 기술을 접목한 효율성 증대 사례



자료: 크래프톤, NH투자증권 리서치본부

The Future of AI In Gaming

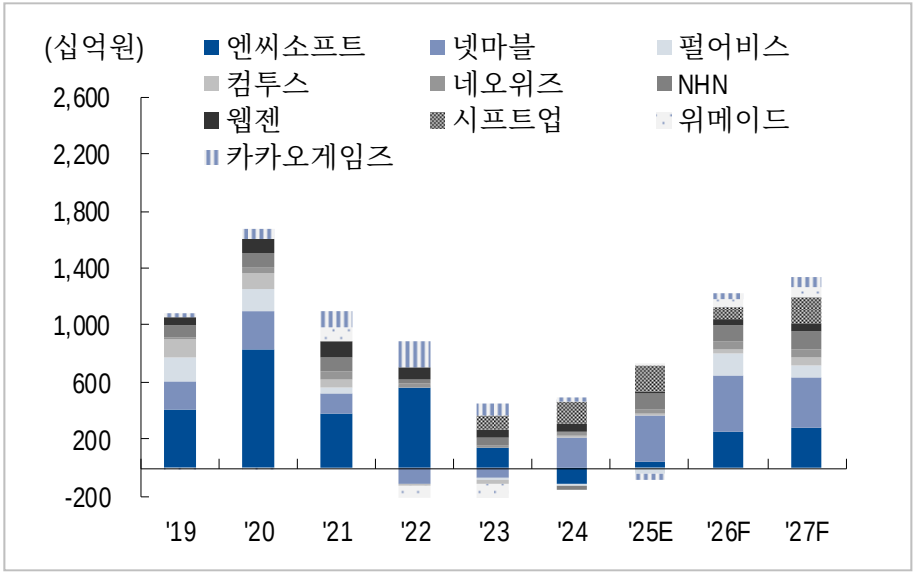


자료: Calibraint, NH투자증권 리서치본부

변화의 결실을 보여줄 2026~2027년

- 2023년부터 시작된 게임 산업 부진 타개를 위한 여러 변화가 시도되었고, 상당수의 게임 회사들은 1) 글로벌 시장 공략, 2) 콘솔에 대한 도전, 3) 장르 다변화를 주요 전략으로 방향성 전환. 이러한 전략하에 만들어진 게임들이 출시 중. 2026~2027년 결과가 드러날 것
- 당사 커버리지 10개사(크래프톤 제외)의 합산 영업이익은 지난 10년간 업황이 가장 좋았던 2020년 1.67조원에서 2023년 2,218억원으로 감소하였고, 그 결과 시가총액도 2021년 88조원에서 2023년 25조원까지 감소
- 하지만, 게임 회사들의 영업이익은 신작이 출시되며 2024년부터 조금씩 반등하기 시작했고, 주력 게임이 출시되는 2026년에는 2020년 전후 레벨인 1.22조원 수준까지 다시 증가할 것으로 기대

크래프톤 제외한 게임업체 연도별 영업이익



주: 당사 커버리지 10개 종목 기준(크래프톤 제외)
자료: 각사 자료, NH투자증권 리서치본부

2026년 주요 신작 라인업

기업명	넷마블	크래프톤	엔씨소프트	펄어비스
게임명	- 일곱 개의 대죄: Origin - SOL: 인챈트 - 몬길: 스타다이브 - 나 혼자만 레벨업: 카르마 - 프로젝트 이블베인	- 서브노티카2 - 팰월드 모바일 - PUBG 블랙버짓 - PUBG Blindspot - Valor	- Breakers: Unlock the World - Time Takers - 신더시티 - Bonfire	- 붉은사막
기업명	**카카오게임즈**	**컴투스**	**NHN**	**네오위즈**
게임명	- 프로젝트 Q - 프로젝트 C - 프로젝트 OQ - 갓 세이브 버밍엄 - 아키에이지: 크로니클 - 크로노오디세이	- 프로젝트M - 데스티니차일드 IP게임 - 프로젝트ES - 도원암귀 Crimson Inferno - 프로젝트MAIDEN	- 프로젝트 STAR - 토파즈 - 디시디아듀엘룸 파이널판타지 - 프로젝트 G	- 라이프 시뮬레이션 신작 - 킹덤2

자료: 각사 자료, NH투자증권 리서치본부

투자유망종목 1: NAVER(035420.KS) - 목표주가 380,000원

- AI에 이어 로봇으로까지 사업 영역 확대. NVIDIA로부터 확보한 6만장의 GPU를 활용하여 AI 소프트웨어는 물론 피지컬 AI로까지 영역 다변화
- AI브리핑, AD Boost, 커머스 상품 추천 등 AI 기능을 접목해 이용자들의 체류시간을 늘리는 동시에 활동성을 높이고 있음
- 정부가 공을 들이고 있는 소버린 AI 사업관련 네이버의 역할도 두드러질 전망. 파운데이션 모델 사업 및 GPU 임차 사업에서 수주를 따내면서 경쟁력을 이미 검증함
- 두나무와의 주식 교환 이벤트도 주가에 긍정적. 네이버페이의 생태계에 기반해 스테이블 코인 사업이 확장된다면 핀테크 시장의 판도를 바꿀 수 있을 전망

실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	10,738	12,139	13,536	14,516
영업이익	1,979	2,211	2,587	2,766
영업이익률 (%)	*18.4*	*18.2*	*19.1*	*19.1*
EBITDA	2,445	2,774	3,243	3,529
순이익	1,862	2,212	2,280	2,438
지배지분 순이익	1,903	2,189	2,252	2,409
EPS (원)	11,913	13,867	14,359	15,355
PER (배)	16.7	18.7	18.1	16.9
PBR (배)	1.2	1.5	1.4	1.3
ROE (%)	7.9	8.2	7.8	7.7
Net Debt(-Cash)	-3,917	-5,625	-7,085	-8,685

현재가(11/7, 원)	260,000	외국인지분율	39.5%
시가총액(십억원)	40,781.7	배당수익률('25E)	0.54%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

2026년 상반기 중 출시될 쇼핑 AI 에이전트



자료: NAVER, NH투자증권 리서치본부

인터넷/게임

투자유망종목 2: 카카오(035720.KS) - 목표주가 87,000원

- 2019~2021년 실적 고성장 시기가 2026년 재현될 전망. 실적뿐 아니라, AI 플랫폼으로서의 영향력도 본격적으로 확대하는 2026년이 될 것
- 2026년 광고 매출 1.5조원(+16.0% y-y) 전망. 비즈니스메시지의 영향력 확대, 경기 회복, 커머스 성장에 기반한 양호한 실적이 예상되는 가운데, 'ChatGPT for Kakao' 도입에 따른 체류시간 증대와 검색 광고 시장 침투에 따른 매출 레벨 업도 기대
- 'ChatGPT for Kakao'와 'Kanana in Kakao'를 통해 AI 활용 사업 확대 본격화. Agent AI를 통해 카카오 플랫폼의 다양한 서비스를 의미있게 활용하고 외부 플랫폼과 제휴해 진화한 AI 플랫폼으로 거듭나며 영향력 확대할 전망

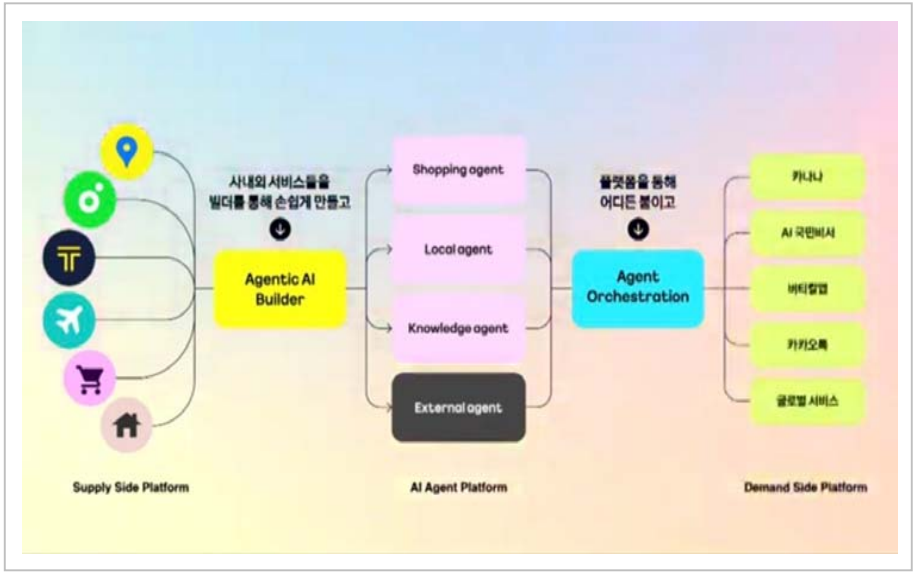
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	7,872	8,098	8,959	9,422
영업이익	460	712	859	921
영업이익률 (%)	*5.8*	*8.8*	*9.6*	*9.8*
EBITDA	1,322	1,558	1,716	1,769
순이익	-162	753	788	841
지배지분 순이익	55	611	616	655
EPS (원)	124	1,381	1,392	1,481
PER (배)	306.9	43.3	43.0	40.4
PBR (배)	1.7	2.5	2.3	2.2
ROE (%)	0.6	5.9	5.6	5.6
Net Debt(-Cash)	-5,599	-6,526	-7,480	-8,704

현재가(11/7, 원)	62,800	외국인지분율	29.8%
시가총액(십억원)	27,777.6	배당수익률('25E)	0.11%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

카카오 Agent AI 사업 전략



자료: 카카오, NH투자증권 리서치본부

투자유망종목 3: 넷마블(251270.KS) - 목표주가 80,000원

- 2026년에도 다수의 신작으로 2025년의 상승세 이어갈 전망. 기존 IP의 프랜차이즈화 전략과 함께 뱀피르와 같은 신규 IP의 성공도 이어짐. 국내뿐만 아니라, 미국, 일본 등 해외 매출 비중이 높은 것도 동사의 장점
- 2026년 1분기 중 '일곱개의 대죄:오리진(오픈월드)', 'SOL: enchant(MMORPG)', '몬길:스타다이브(액션)'를 시작으로 '이블베인(협동 액션)', '나 혼자만 레벨업: 카르마(액션)', '스톤에이지키우기(방치형)' 등 다수의 게임을 출시해 실적을 끌어올릴 것
- 영업이익 성장세도 좋지만, 보유하고 있는 코웨이, 하이브, 엔씨소프트의 지분가치 2.2조원(할인율 30% 적용)을 제외하면 2026년 PER(주가수익비율)은 6.9배 수준에 불과해 밸류에이션 매력도 있음

실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	2,664	2,779	3,100	3,072
영업이익	216	324	398	353
영업이익률 (%)	*8.1*	*11.7*	*12.9*	*11.5*
EBITDA	370	449	525	482
순이익	3	356	365	346
지배지분 순이익	26	346	349	331
EPS (원)	298	4,064	3,850	3,901
PER (배)	173.3	12.5	13.2	13.0
PBR (배)	0.8	0.7	0.7	0.7
ROE (%)	0.5	6.2	5.9	5.3
Net Debt(-Cash)	950	577	322	10

현재가(11/7, 원)	50,900	외국인지분율	27.4%
시가총액(십억원)	4,375.0	배당수익률('25E)	0.39%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

넷마블 출시 예상 게임 라인업

게임명	장르	개발사	출시 시기
나 혼자만 레벨업: 어라이즈 오버드라이브	액션 RPG	넷마블네오	2025년 11월 25일 2026년(콘솔)
일곱 개의 대죄: 오리진	오픈월드 액션 RPG	넷마블에프엔씨	2026년 1월 28일
SOL: enchant	MMORPG	알트나인	2026년 2월
몬길: 스타다이브	액션 RPG	넷마블몬스터	2026년 1분기
나 혼자만 레벨업: KARMA	액션 RPG	넷마블네오	2026년
스톤에이지 키우기	방치형 RPG	-	2026년
샹그릴라 프론티어: 일곱 최강종	수집형 RPG	넷마블	2026년
프로젝트 옥토퍼스	캐주얼 액션 로그라이크 RPG	콩스튜디오	2026년
이블베인	협동 액션	넷마블몬스터	2026년

자료: 넷마블, NH투자증권 리서치본부

투자유망종목 4: 크래프톤(259960.KS) - 목표주가 440,000원

- PUBG는 다양한 모드 적용과 성공적으로 안착하고 있는 컬래버레이션을 통해 꾸준한 성장세를 시현할 것. 2026년은 새로운 신작을 통해 라인업 다변화도 본격적으로 보여주는 한 해가 될 전망
- PUBG는 2026년 중 언리얼엔진5 적용, PayDay 및 UGC 모드 도입으로 변화를 꾀하고 있으며, 다양한 브랜드와의 컬래버레이션은 계속 진행해 매출 성장을 지속할 전망
- 지스타2025에서 공개될 '팰월드모바일'와 2025년에서 출시가 지연된 '서브노티카2'는 2026년 출시될 예정이며, PUBG IP를 활용한 'PUBG: Blindspot', 'PUBG: Black Budget', 'Valor' 중 1~2개 게임은 테스트를 통해 출시 가능할 것으로 예상. 신작 성과에 기반한 실적 성장 기대

실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	2,710	3,120	3,452	3,883
영업이익	1,182	1,275	1,420	1,595
영업이익률 (%)	*43.6*	*40.9*	*41.2*	*41.1*
EBITDA	1,289	1,394	1,536	1,713
순이익	1,303	966	1,273	1,422
지배지분 순이익	1,306	963	1,271	1,414
EPS (원)	27,162	20,226	26,816	29,828
PER (배)	11.5	12.8	9.6	8.6
PBR (배)	2.2	1.6	1.3	1.2
ROE (%)	21.1	13.2	15.1	14.5
Net Debt(-Cash)	-704	-1,527	-2,291	-2,945

현재가(11/7, 원)	258,000	외국인지분율	42.4%
시가총액(십억원)	12,227.6	배당수익률('25E)	0.00%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

크래프톤 출시 예상 게임 라인업

게임명	장르	개발사	출시 시기
딩컴 투게더	시뮬레이션 RPG	5민랩	2026년
서브노티카2	어드밴처	언노운월즈	2026년
PUBG: Black Budget	Extraction 슈터	펍지스튜디오	2026년
PUBG: Blindspot	슈팅	펍지스튜디오	2026년
Valor	배틀로얄	-	2026년
팰월드 모바일	오픈월드 생존형 크래프팅	펍지스튜디오	2026년
프로젝트 윈드리스 (눈물을 마시는 새)	액션 RPG	크래프톤 몬트리올	미정

자료: 크래프톤, NH투자증권 리서치본부

통신서비스

우호적 업황 지속

I. 급증하는 데이터센터 수요. 국내 통신사는?

II. 2026년 부각될 위험 요소

III. 2029년까지 통신 본업의 우호적 환경 지속

IV. 투자유망종목

Analyst: 안재민
Tel 02)768-7647 | **e-mail** jaemin.ahn@nhsec.com

통신서비스: 우호적 업황 지속

꽃길만 걸을 것 같았던 2025년이었지만 통신서비스 업체들에게는 힘든 한 해였다. SK텔레콤의 사이버침해사고를 시작으로 KT와 LG유플러스까지도 유사한 상황을 겪으며 통신 3사 모두 정보 보안이라는 이슈에 더욱 집중할 수밖에 없는 환경이 조성되었다.

그럼에도 불구하고 통신사들의 본업은 2029년까지 안정적인 성장세를 이어갈 것으로 전망한다. 최근 과학기술정보통신부 장관이 제4이동통신 사업자의 진입 장벽을 낮추겠다고 언급하였으나, 이미 제4이동통신의 출범이 쉽지 않음을 수차례 경험한 만큼 큰 우려 요인으로 부각되지는 않을 것으로 판단한다. 5G SA (Stand alone, 단독) 투자 역시 단기간에 큰 금액이 집행되지 않을 것인 바, 하락세로 접어든 CAPEX, 낮아진 휴대폰 교체 수요, 마케팅 비용 감소, 영업이익 증가라는 통신서비스 산업을 둘러싼 우호적 환경은 지속될 것이다.

다만, 국내 주식시장이 강세장에 진입해 방어주 성격인 통신사들의 주가 매력도 약화되고 있는 것이 통신주 주가 상승의 가장 큰 걸림돌이 될 것이다.

I. 급증하는 데이터센터 수요, 국내 통신사는?

NVIDIA의 CEO 젠슨 황이 한국을 방문했고, 26만개의 GPU(Graphics Processing Unit)를 한국에 공급하기로 했다. 우리나라는 전 세계에서 3번째로 많은 GPU를 보유한 나라가 될 예정이다. AI 생태계 역량 강화는 한 기업의 이슈를 넘어 국가 경쟁력과도 직결될 것으로 전망한다. AI 모델이 '프로그램'이라면 GPU는 이 프로그램을 실행하는 '두뇌'이고, IDC(Internet Data Center)는 이러한 GPU가 최적의 성능으로 작동할 수 있게 하는 '시설'이다. 결국 AI 산업 확장에 데이터센터는 필수불가결한 존재임이 분명하다.

II. 2026년 부각될 위험 요소

과학기술정보통신부 장관이 제4이동통신 사업자의 진입 장벽을 낮추겠다고 언급하였으나, 이미 제4이동통신 출범이 쉽지 않음을 수차례 경험한 만큼 시장의 큰 우려 요인으로 부각되지는 않을 것으로 판단한다. 5G SA(Standalone) 전환도 예상되는데 SA 방식으로 전환하기 위해서는 기존 네트워크의 재설계, 이동통신망의 제어신호 방식 변경, 단말 업데이트 등이 필요하며, 이 과정에서 일부 비용 증가는 불가피하다. 하지만, 이미 SA 장비가 어느 정도 구축된 것으로 알려져 있어 CAPEX 부담은 크지 않을 것으로 판단한다.

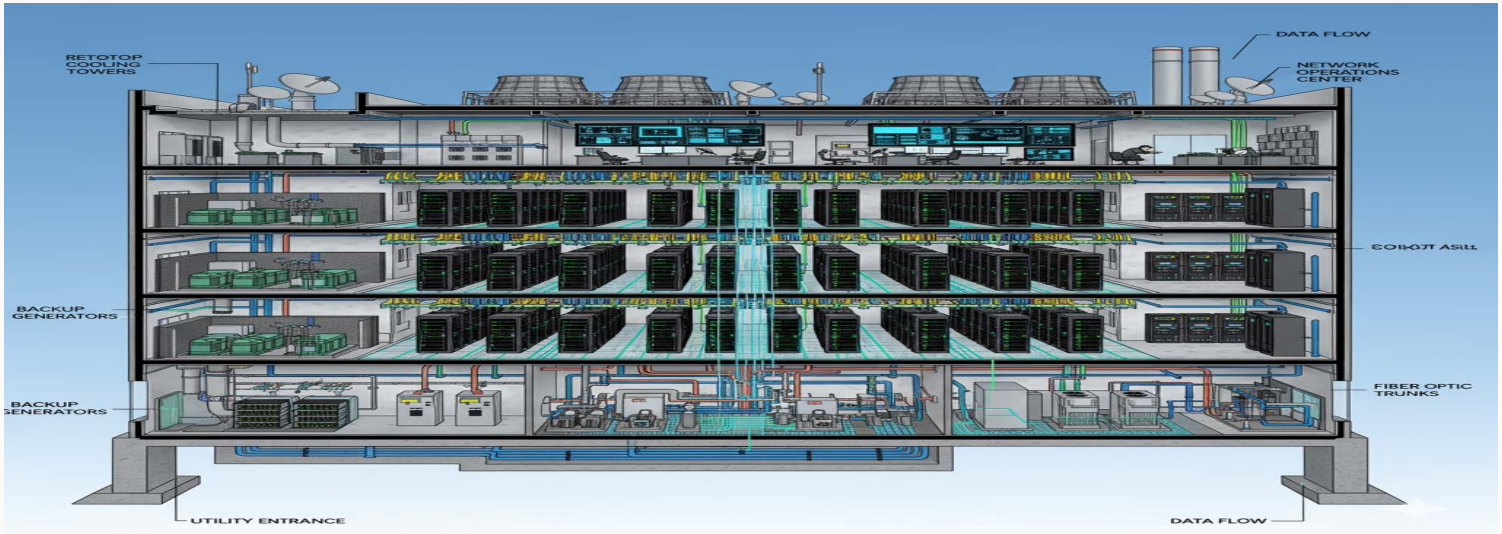
통신서비스: 우호적 업황 지속

III. 2029년까지 통신 본업의 우호적 환경 지속

통신사들의 본업은 2029년까지 안정적인 성장세를 이어갈 것으로 전망한다. 이미 하락세에 접어든 CAPEX, 낮아진 휴대폰 교체 수요, 마케팅 비용 감소에 따른 영업이익 증가라는 통신서비스 산업을 둘러싼 우호적 환경은 지속될 것이다. 통신사 투자 관련 주요 포인트인 주주환원은 2026년에도 계속된다. 2026년 배당수익률은 KT 5.4%, SK텔레콤 5.2%, LG유플러스 4.5%로 여전히 높은 수준을 예상하며, KT와 LG유플러스는 자사주 매입도 기대된다.

IV. 투자유망종목

KT를 2026년 Top-pick으로 추천한다. 통신 본업의 안정적인 성장 외에도 유선 사업의 강자로서 IDC 시장 내 높은 점유율과 성장성을 기대한다. 마이크로소프트와 팔란티어 등 글로벌 빅테크 업체와의 제휴를 통한 국내 AI 및 클라우드 시장 공략도 가시화될 전망이다. 2026년 주당배당금 2,600원(배당수익률 5.4%) 및 2025년 소각하지 못한 자사주 2,500억원, 2026년에 추가 매입할 2,500억원을 감안하면 주주환원율은 약 9.5%로 상승해 낮아진 배당수익률을 만회해 줄 것으로 판단한다.



26만개의 NVIDA의 GPU가 한국에 들어온다

- 엔비디아의 CEO 젠슨 황이 APAC CEO 서밋과 지포스 그래픽 카드 한국 출시 25주년 행사에 참석하기 위해 한국을 방문했고 한국에 26만개의 GPU를 공급하기로 결정. 이에 따라 한국은 전 세계에서 3번째로 많은 GPU를 보유한 나라가 될 것으로 전망
- AI미래 기획 수석 비서관 하정우 수석은 30만장(기존 4만장 보유)의 GPU를 확보하면 AI 모델뿐만 아니라, SDE(Software Defined Everything)로 공장, 건설, 조선, 문화 등 분야에서 핵심 원천 기술이 될 AI 기술을 만들어 낼 수 있다며 GPU의 중요성을 강조
- AI 생태계 역량 강화는 한 기업의 이슈 일 뿐만 아니라, 국가 경쟁력과도 연계될 것으로 전망. 향후 수많은 산업이 AI를 활용해 비즈니스를 하게 될 것이며, 오히려 AI를 제대로 활용하지 못하면 경쟁력이 뒤처질 수밖에 없을 것

APAC 기간 동안 이재명 대통령과 함께한 젠슨 황



자료: 과학기술정보통신부, NH투자증권 리서치본부

AI 인프라 수요 대응을 위한 엔비디아 GPU 26만장 확보

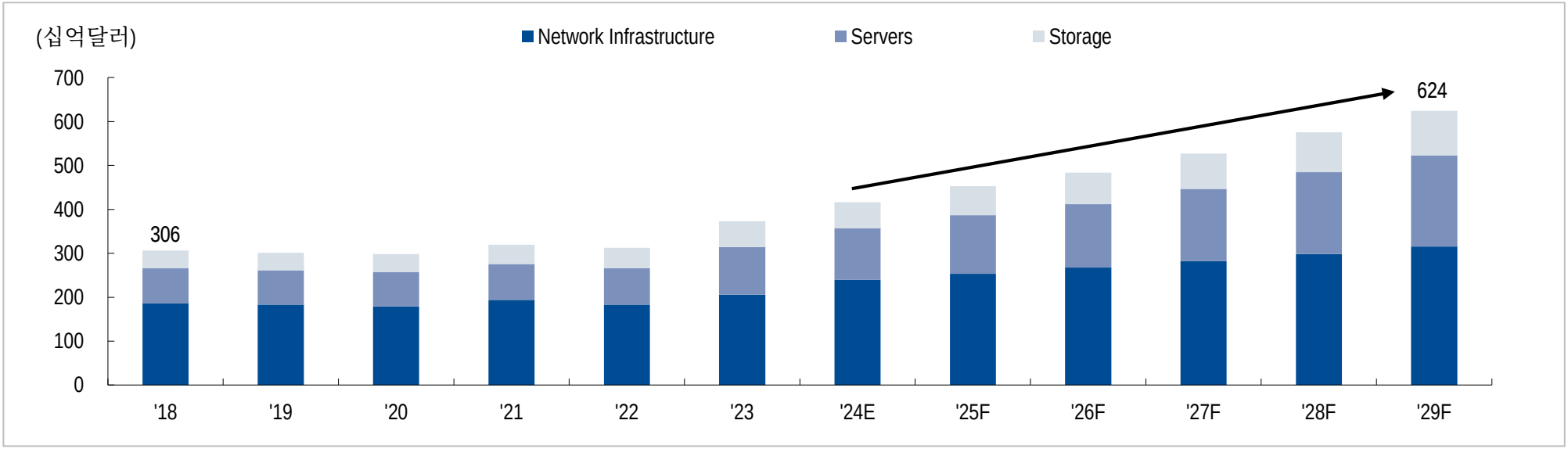


자료: 과학기술정보통신부, NH투자증권 리서치본부

AI는 Software, GPU는 Brain, IDC는 Hardware

- AI 모델이 '프로그램'이라면 GPU는 이 프로그램을 실행하는 '두뇌'이고, IDC는 이러한 GPU가 최적의 성능으로 작동할 수 있게 하는 '시설'
- AI 연산에 사용되는 고성능 GPU는 대규모 클러스터 단위로 작동해 대규모의 전력 소모, 냉각 기술, 그리고 초고속 네트워크가 필수적
- AI 산업 확장에 데이터센터가 필수불가결한 존재임은 분명
- 글로벌 데이터센터 시장 규모는 당분간 지속적인 성장세를 이어갈 것이라는 것에는 이견이 없는 상황

글로벌 데이터 센터 시장 규모는 당분간 지속 성장할 전망



자료: Statistia, NH투자증권 리서치본부

글로벌 빅테크 기업들의 투자 열풍

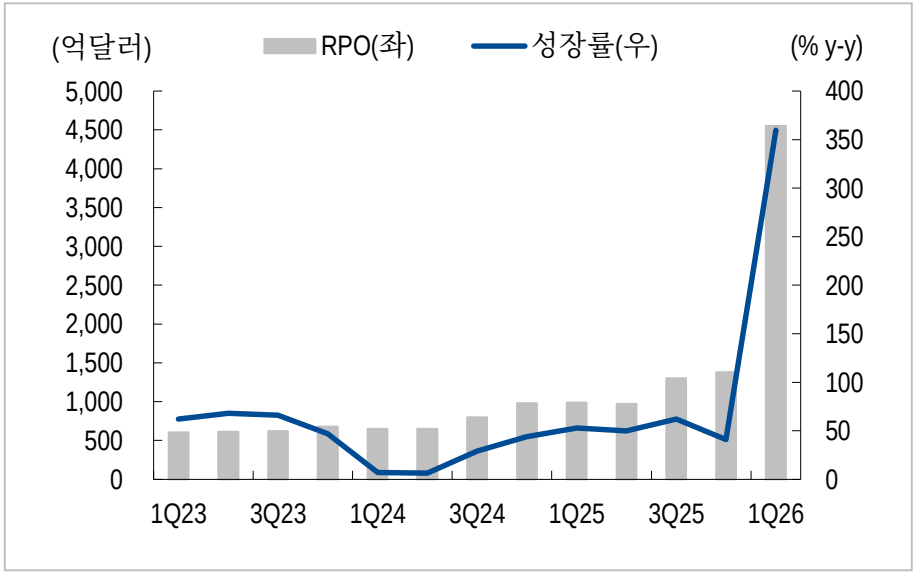
- 향후 본격적으로 성장할 AI 시장에서 주도권을 확보하기 위해 글로벌 빅테크 업체들은 경쟁적으로 데이터센터와 관련된 인프라 투자에 열을 올리고 있음. 이미 발표된 프로젝트의 투자 규모만 9,400억달러에 육박하며, 중소형 업체들의 투자까지 감안하면 1조달러는 넘어설 것
- AI CAPEX 투자 영향으로 오라클은 RPO(Remaining Performance Obligations, 잔여이행의무)가 4,550억달러로 증가하였고, 클라우드 인프라 매출이 2025년 102억달러에서 2030년 1,440억달러까지 10배 이상 상승할 것으로 전망
- 최근 데이터센터 투자에 필요한 자금을 조달하기 위해 메타는 250억달러, 오라클은 180억달러, 구글은 30억유로 규모의 회사채를 발행하기로 결정

빅테크의 AI 인프라 투자는 지속 중

기업	발표일	투자금액 (십억달러)	개요
Stargate (OpenAI-MS-Oracle-Softbank)	2025.01	500	4년간 5천억달러. 미국 전역 데이터센터 투자
OpenAI-Oracle	2025.07	300	5년간 3천억달러, 최대 4.5GW 규모 데이터센터
BlackRock-Nvidia-MS	2025.10	40	현재 5GW 규모의 데이터센터를 인수
Microsoft	2025.09	30	영국에 4년간 300억달러 규모의 AI인프라 투자
	2025.09	4	위스콘신주 Mount Pleasant 데이터센터에 투자
Amazon	2025.06	20	펜실베니아 200억달러 규모로 데이터센터 2개 건설
	2025.06	10	노스캐롤라이나주에 100억달러 데이터센터 투자
	2025.01	11	조지아주에 110억달러 클라우드 및 AI 인프라 투자
Google	2025.10	9	27년까지 90억달러. 버클리카운티 데이터센터 확장
	2025.05	7	2년간 70억 달러. Cedar Rapids 데이터센터 투자
Meta	2025.07	5	5GW 데이터센터 프로젝터 Hyperion 건설 계획
	2025.10	1.5	텍사스주 엘파소에 1GW 데이터센터 투자
	2024.12	1	루이지애나주에 2GW 데이터센터 투자
	2025.09	0.7	앨라배마주 몽고메리 데이터센터 확장. 2개 추가

주: 아마존, 마이크로소프트, 구글, 메타, 오라클, 테슬라 합산
자료: 각사자료, NH투자증권 리서치본부

오라클의 RPO(Remaining Performance Obligations)

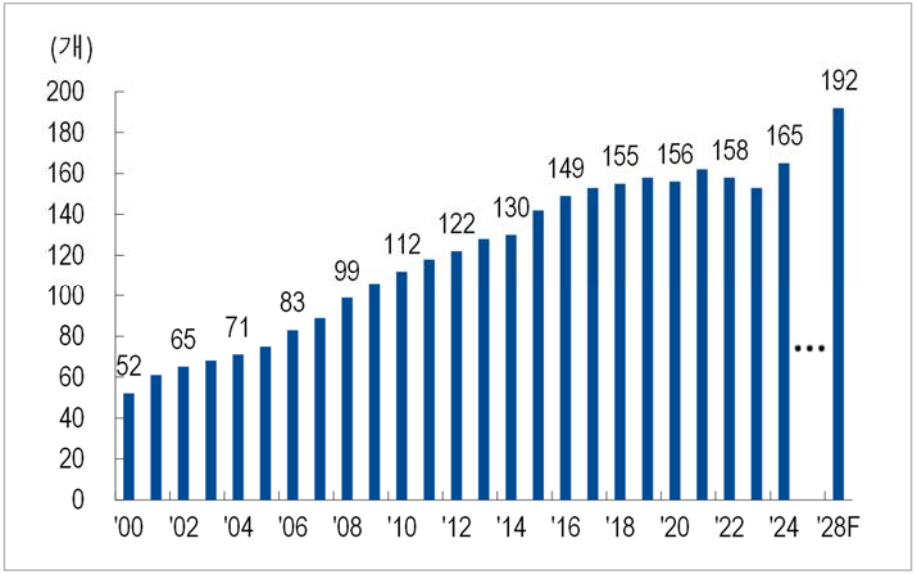


자료: Oracle, NH투자증권 리서치본부

AI 데이터센터 시장에서도 통신사들이 강자일 수밖에 없는 이유

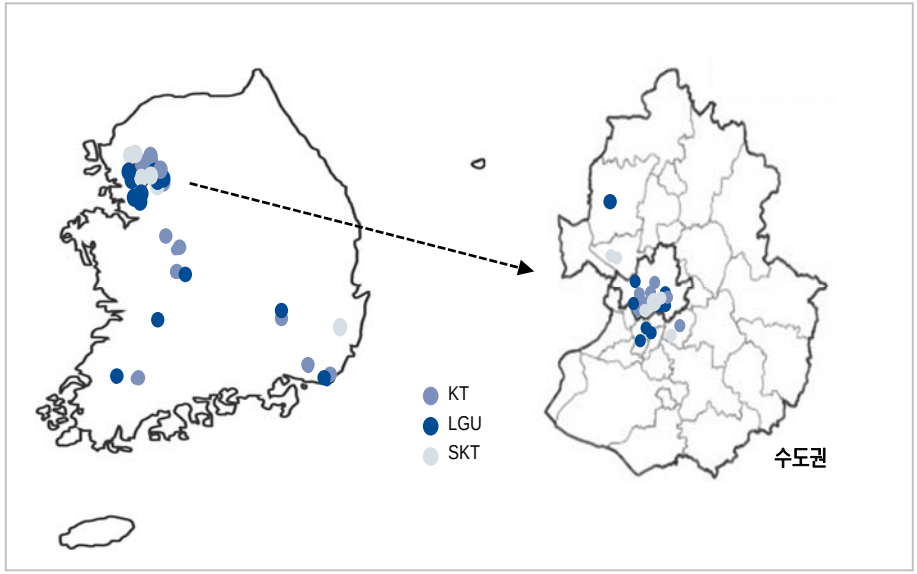
- 국내 통신 3사는 이미 한국 데이터센터 시장을 주도하고 있음. 국내 전체 데이터센터 용량을 2025년 기준 1,109MW 수준(IT Load 기준)으로 예상하는데, 이 중 통신 3사가 보유하고 있는 용량이 435MW로 비중이 40%에 육박
- 통신사들이 데이터센터 시장에서도 강자일 수밖에 없는 이유
  1) 망 안정성과 네트워크 인프라에서 통신사들이 절대적인 우위를 점하고 있음
  2) 1년 365일 24시간 끊임없이 통신 서비스를 제공해 온 경험을 바탕으로 데이터센터 보안 및 관제에서도 탁월한 운영 노하우를 발휘
  3) 데이터센터 건립에는 막대한 자금이 필요한데 통신사들은 자본력에서 강점을 보유
  4) 이미 수십년간 데이터센터를 안정적으로 운영해 온 경험

국내 데이터센터 개수 추이 및 전망



자료: KDCC, NH투자증권 리서치본부

수도권에 집중되어 있는 국내 통신사들의 IDC 현황

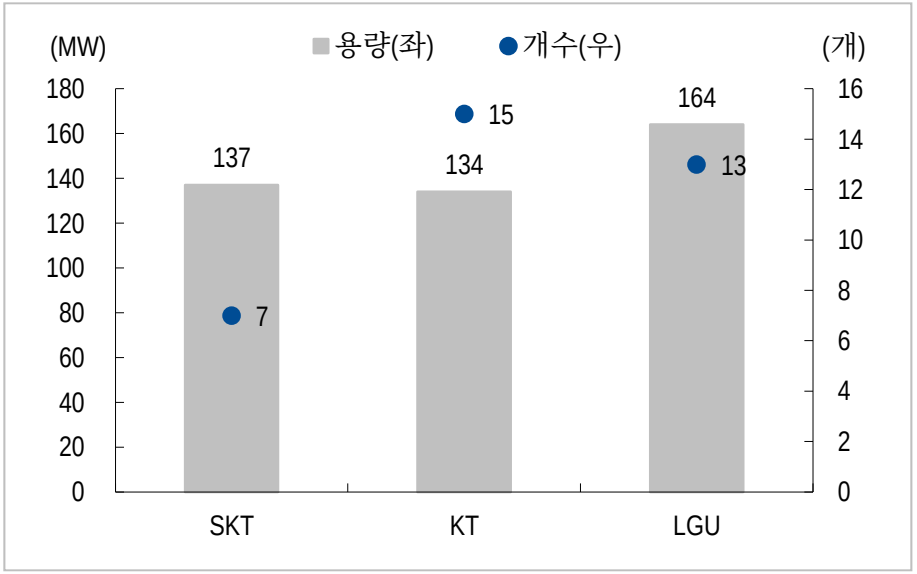


자료: 각사 자료, NH투자증권 리서치본부

통신 3사 현재 용량 435MW, IDC 35개 보유 중

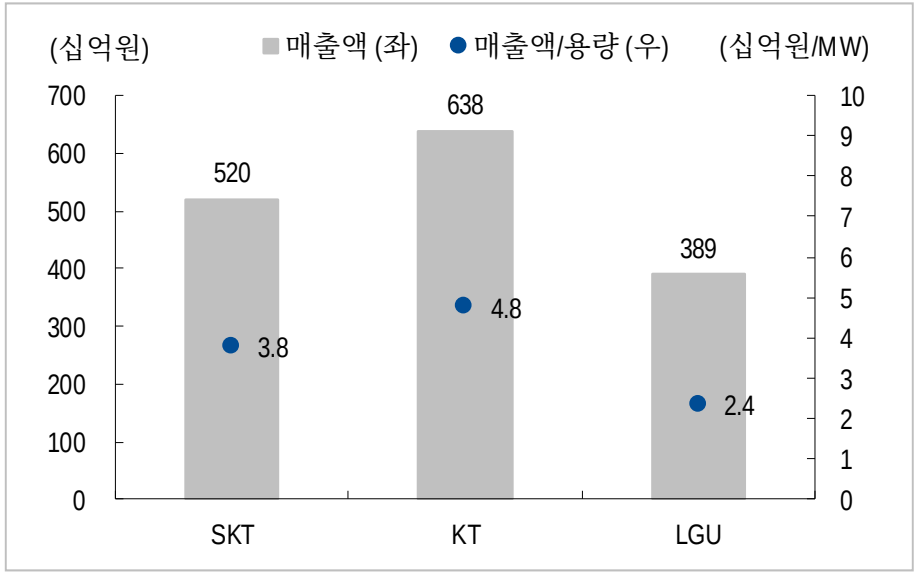
- 국내 통신사의 IDC 보유 개수는 현재 KT 15개, LG유플러스 13개, SK텔레콤 7개
- 빠르게 늘어나고 있는 AI 및 클라우드 서비스 수요에 대응하기 위해 데이터센터 확충이 시작되고 있으며, 최근에는 AI 데이터센터로의 전환 및 신규 건립에 주력
- 통신 3사 모두 AI 및 데이터센터 수요가 급증하는 2028년까지 100MW 이상의 데이터센터 확충 계획을 가지고 있어 관련 IDC 매출액도 현재의 2배 이상으로 증가할 것으로 기대
- 2025년 현재 IT Load 기준 통신 3사의 IDC 용량은 KT 134MW, LG유플러스 164MW, SK브로드밴드 137MW 수준

2025년 현재 통신3사 IDC 개수 및 용량



자료: 각사 자료, NH투자증권 리서치본부

2025년 통신3사 IDC 매출 예상치



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

통신 3사의 IDC, 2028년 현재의 2배 이상으로 성장 예상

- KT: 2025년 8월 26MW의 가산 IDC가 완공되었고, 2026년 중 48MW의 부천 IDC 완공 예정. 경쟁사들의 IDC 확충으로 현재 통신 3사 중 가장 작은 용량의 데이터센터를 보유하고 있으나, 통신 3사 중 매출은 가장 높아 IDC 가동률과 효율성은 가장 높은 것으로 판단
- LG유플러스: 단일 최대 규모인 평촌 IDC 2개 센터(138MW)를 중심으로 사업 성장을 꾀하는 중. 파주 IDC는 부지면적 7.4만제곱미터로 평촌2센터의 9.7배에 달하며 2027년 말 완공을 목표로 하고 있음. 파주IDC는 LG디스플레이의 공장 부지를 활용한 만큼 전력 인프라를 갖춤
- SK텔레콤: SKC&C가 운영하고 있던 판교 데이터센터를 인수하며 IDC 용량을 137MW로 확장. 판교 IDC 인수를 통해 그룹 내 IDC 사업을 SK텔레콤을 중심으로 일원화. 2025년 착공한 울산 IDC는 100MW로 국내에서 가장 큰 AI 데이터센터가 될 것. 아마존과 협력을 통해 건설 중

SK텔레콤이 100MW 규모로 건설하는 울산 AI 데이터센터



자료: 언론보도 재인용, NH투자증권 리서치본부

파주 IDC가 건설될 LG디스플레이 파주 클러스터 전경



자료: 언론보도 재인용, NH투자증권 리서치본부

해킹 사건으로 시끄러웠던 2025년

- 2025년 4월 SK텔레콤의 사이버 침해 사고로 통신서비스 산업 전체가 위기에 처함
- SK텔레콤: 사이버 침해 사고로 인한 비용 발생은 8월 전 고객 요금 50% 할인에 따른 매출 감소 5천억원, 유심 교체 비용을 포함한 각종 비용 2,500억원, 과징금 1,347억원 등 약 1조원에 가까움. 이로 인해 연초 2조원을 예상했던 영업이익 추정치는 1조원으로 낮아짐
- KT: 단순 개인정보 탈취 목적이 아닌 불법 결제를 통한 금전 갈취라는 점에서 더욱 심각. 해커들은 KT의 펨토셀을 경로로 이용자의 휴대전화에 접속해 모바일 상품권을 구매하는 등 소액 결제를 시도
- 글로벌 해커들의 개인정보 탈취 행위는 지속적으로 늘어나고 있어 통신사들은 정보 보안 관련 투자를 늘릴 수밖에 없을 것

SK텔레콤의 사이버 침해 사고 보상 프로그램



자료: SK텔레콤, NH투자증권 리서치본부

또 다시 언급된 제4이동통신 사업자?

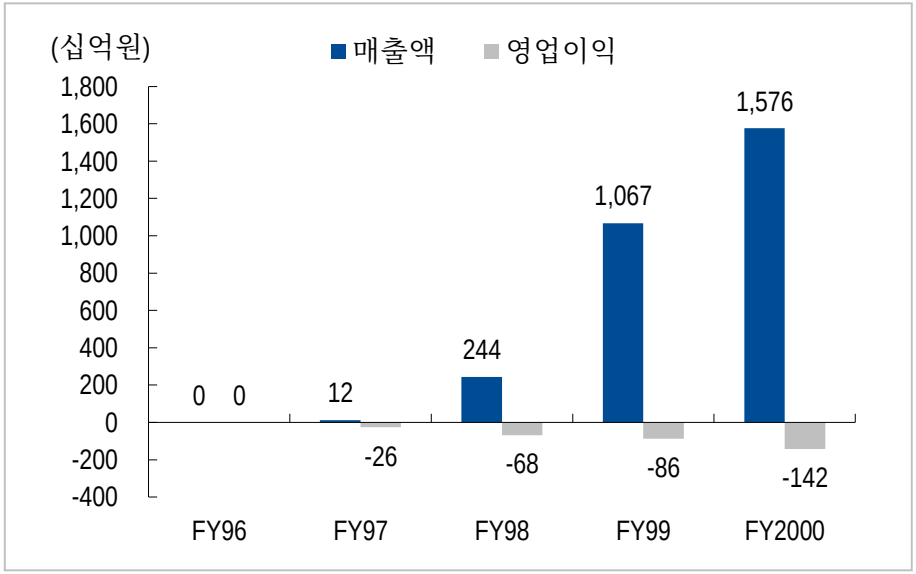
- 과학기술정보통신부 장관은 국정감사에서 제4이동통신의 진입장벽을 낮추겠다고 언급. 새로운 제4이동통신 모집 공고 시 9번째 도전이 될 것. 2023년 스테이지엑스라는 사업자를 선정하고도 주파수 할당 취소 결정을 내리며 제4이동통신 사업은 실패로 돌아간 바 있음
- 제4이동통신 사업자 탄생이 쉽지 않은 이유
  1) 시장 포화와 자금력 부족: 무선통신 가입자 보급률 112%로 포화. 기존 통신 3사보다 더 많은 마케팅 비용 집행 필요
  2) 요금제 차별화와 수익성 확보가 쉽지 않음: 통신 3사보다 저렴한 요금제인데, MVNO(알뜰폰)보다는 높을 수밖에 없는 구조적 한계
  3) 유무선 결합 상품 경쟁력 열위: 유무선 결합 상품으로 묶여 있는 소비자
- 제4이동통신 사업자는 살아남기 어려울 뿐만 아니라 탄생 시 기존 통신 3사의 수익성 훼손으로 이어져 통신 산업 생태계 훼손이 불가피

MVNO 가입자에 대응하는 통신 3사의 자급제 전용 요금제

	요금제	가격	데이터
SKT	Air 무제한	58,000원	무제한
	Air 7GB	29,000원	7GB
KT	요고61	61,000원	무제한
	요고30	30,000원	5GB
LGU	너겟59	59,000원	무제한
	너겟26	26,000원	6GB

자료: 각사 자료, NH투자증권 리서치본부

매출 성장에도 불구하고 적자폭이 크게 늘어난 '한솔엠닷컴'



주: 6월 결산법인
자료: DART, NH투자증권 리서치본부

5G SA(Standalone) 투자, 감내 가능한 수준

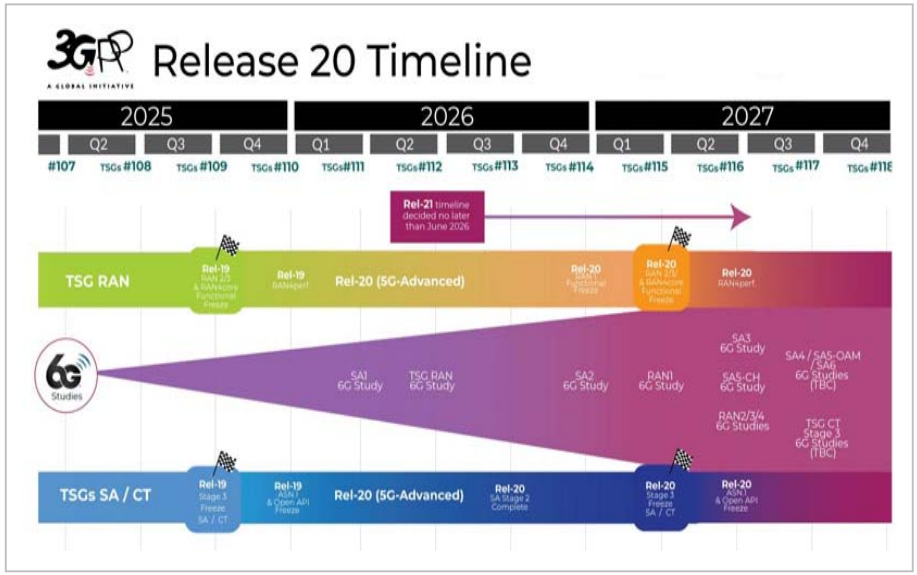
- 과학기술정보통신부 장관은 통신사의 5G SA(Standalone) 도입 필요성을 강조하며 사업자들과 논의 중이라고 언급
- 현재 5G 서비스는 LTE망과 병행 사용 중인 5G NSA(Non-Standalone) 방식. NSA 방식을 채택했던 이유는 5G 서비스 초기에 기지국이 충분히 구축되지 않아 음영 지역이 존재했고 이를 보완하기 위해 LTE와 혼용되는 네트워크 기술로 5G 망을 구성하였기 때문
- NSA 방식을 SA로 바꾸려면 기존 네트워크의 재설계, 이동통신망의 제어신호 방식 변경, 단말 업데이트가 필요하며, 이에 따른 비용 증가는 불가피하나 금액이 크지 않을 것

이미 5G SA를 지원하고 있는 단말기(아이폰17)



자료: 애플, NH투자증권 리서치본부

3GPP의 6G Timeline

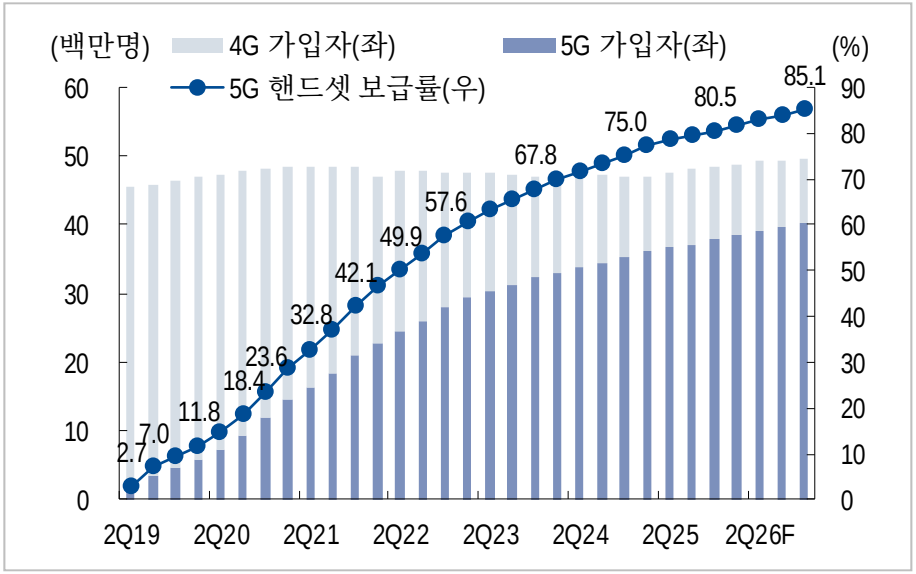


자료: 3GPP, NH투자증권 리서치본부

통신사, 안정화된 비용 구조로 수익성 개선 전망

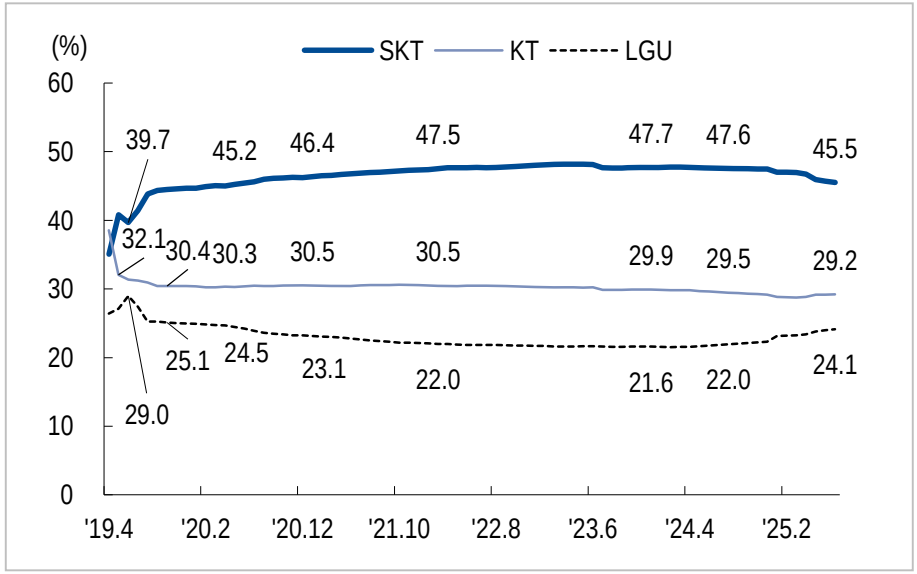
- 2003년 3G, 2011년 4G LTE, 2019년 5G 서비스 상용화 등 무선 통신의 세대 교체는 약 8년을 주기로 했으나 이번에는 길어질 전망
- **그동안 5G 서비스를 운영 중인 통신사들은 본격적인 이익 회수기에 들어갈 것으로 판단**. 2029년까지 특별히 투자비를 늘릴 계획은 없고, 비용 집행의 안정화가 이어지면서 수익성이 개선되는 구간에 진입했기 때문
- 2026년 말 5G 보급률은 85%, 5G 가입자는 4,019만명까지 상승할 것으로 전망. 5G 서비스는 이미 성장기를 넘어서 성숙기에 접어듦. 빠르게 늘어나고 있는 AI에 대한 수요가 무선 통신 네트워크의 확장을 이끌 수 있겠지만, 아직은 시간적 여유가 있어 보임

2026년 말 5G 보급률 85.1% 전망



자료: 각사 자료, NH투자증권 리서치본부

해킹사건 이후 조금씩 변화한 5G 가입자 점유율 추이

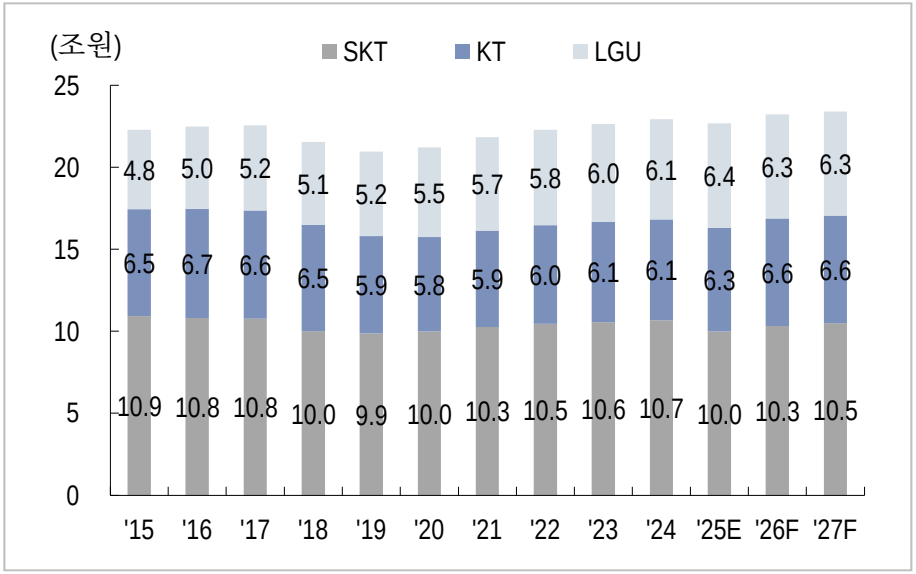


자료: 과학기술정보통신부, NH투자증권 리서치본부

여전히 안정적으로 상승하는 매출

- 5G 보급률 상승에 힘입어 통신 3사 무선 매출액은 지속 성장. 2026년 통신 3사 합산 무선 매출액은 23.3조원(+2.9% y-y) 성장 전망. SKT의 2025년 무선 매출이 해킹 사건의 여파로 감소하였는데, 이를 제외하면 5G 상용화 이후 매출은 해마다 1~2%씩 꾸준히 성장
- 통신사의 ARPU(가입자당 평균매출)는 하락세를 보이고 있으나, MNO(모바일회선) 가입자의 APRU가 꾸준히 우상향하고 있고, LTE 가입자의 5G 전환이 지속되면서 매출은 증가세를 유지. 다만, 5G 보급률이 80%를 넘어서면서 MNO ARPU도 2026년 하반기부터 감소세로 전환할 것
- 요금에 민감하고, 디지털 플랫폼 사용에 익숙하며, 통신사들의 각종 혜택이 불필요한 고객을 중심으로 저렴한 MVNO(알뜰폰)로의 가입자 이동이 나타나고 있음. 이에 대응하기 위해 통신 3사는 저가형 다이렉트 요금제를 출시하여 가입자 이탈 방어와 매출 성장을 동시에 도모

5G를 상용화한 2019년 이후로 줄곧 성장하고 있는 무선 매출



자료: 각사 자료, NH투자증권 리서치본부

MVNO 고객을 잡기 위한 다이렉트 요금제

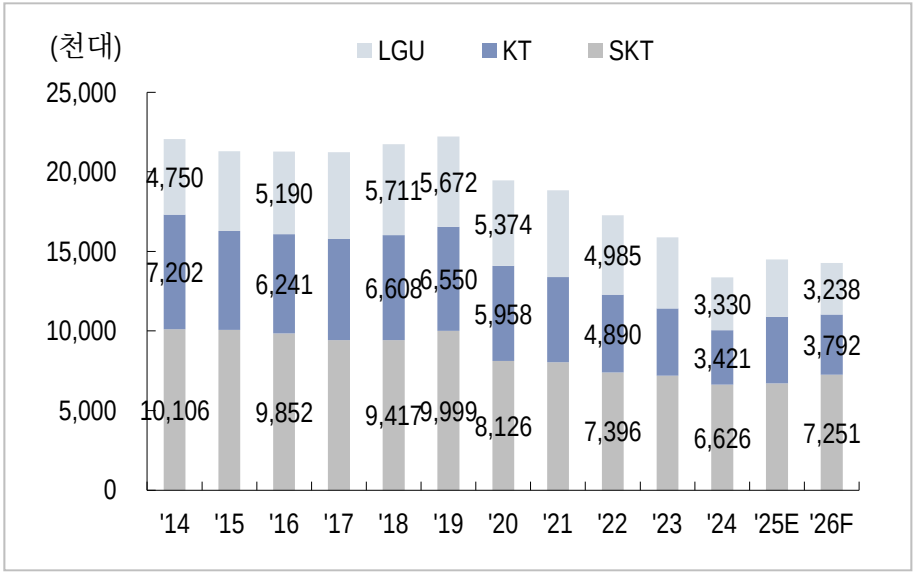
요고 40	40,000원	30GB+다 쓰면 최대 1Mbps
요고 38	38,000원	25GB+다 쓰면 최대 1Mbps
요고 36	36,000원	20GB+다 쓰면 최대 1Mbps
요고 34	34,000원	15GB+다 쓰면 최대 400Kbps
요고 32	32,000원	10GB+다 쓰면 최대 400Kbps
요고 30	30,000원	5GB+다 쓰면 최대 400Kbps

자료: KT, NH투자증권 리서치본부

2025년 늘어났던 마케팅 비용, 2026년 제자리로 선회할 것

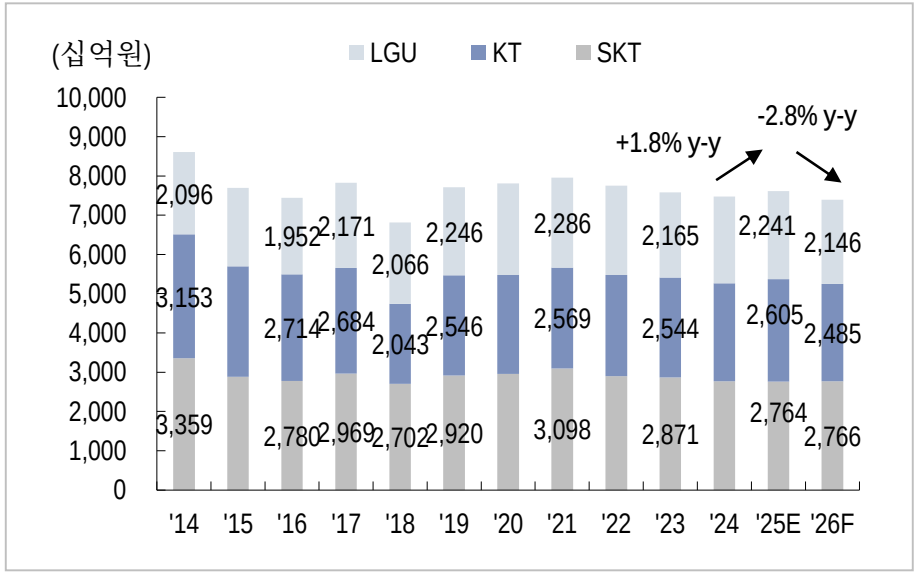
- 6G 서비스 상용화 시점까지 안정적일 것으로 보였던 마케팅 비용은 2025년 SK텔레콤의 해킹 사건 이후 변수 발생
- 이 사건으로 실망한 가입자 88만명이 2025년 2분기 중 SK텔레콤을 이탈했으며, 이를 기회로 KT와 LG유플러스가 공격적인 마케팅을 전개하며 경쟁 심화됨. 이후 7월부터는 SK텔레콤이 이탈 고객을 되찾기 위해 마케팅 경쟁에 뛰어들면서 시장 내 경쟁이 다시 한 번 격화
- 마케팅 경쟁이 증가하며 저렴해진 단말기의 구매 수요가 늘어나, 통신 3사의 단말 판매량은 2025년 1,450만대로 전년 대비 8.4% 증가. 그러나 2026년은 1,428만대로 1.5% 감소 전망. 휴대폰 폼팩터나 6G와 같은 큰 변화 없이 단말 판매량이 늘어나기는 쉽지 않아 보임
- 2026년 통신 3사 합산 마케팅 비용은 7.5조원(SK텔레콤 2.8조원, KT 2.5조원, LG유플러스 2.2조원)으로, 2025년 7.6조원 대비 2.8% 감소할 것

점진적으로 줄어들고 있는 휴대폰 판매량



자료: 각사 자료, NH투자증권 리서치본부

2025년 잠시 상승한 마케팅 비용은 다시 줄어들 것

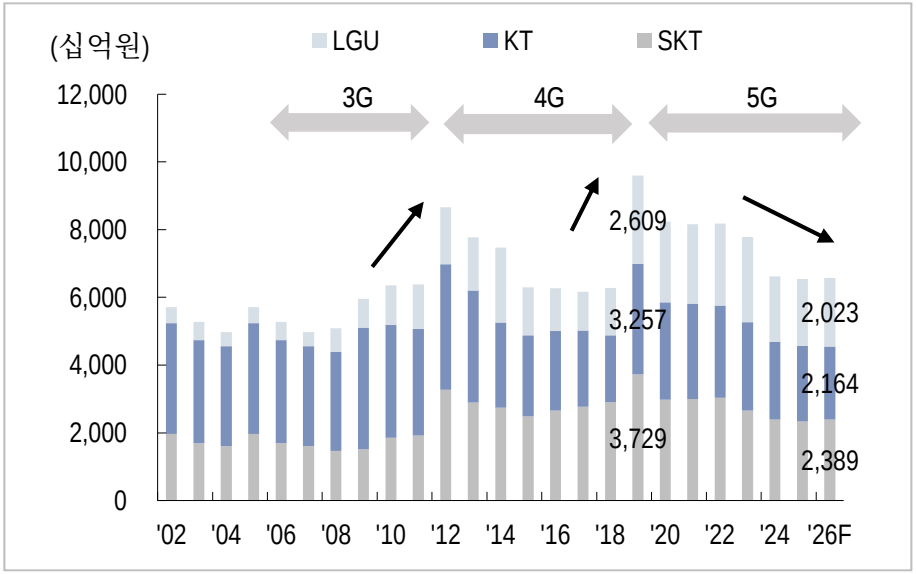


자료: 각사 자료, NH투자증권 리서치본부

무선 CAPEX는 안정화되겠지만, IDC 투자는 늘어날 것

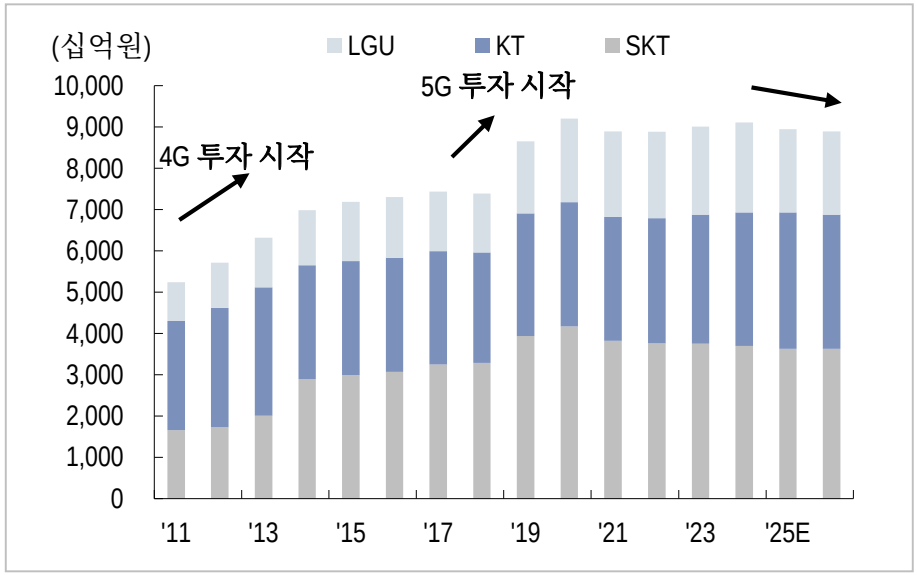
- 2026년 5G SA 서비스는 시작될 것. 5G 서비스 초기에 NSA(Non-Standalone) 방식으로 네트워크를 구성했기 때문에, SA 방식으로 전환하기 위해 업데이트가 필요하며, 이 과정에서 일부 비용 증가는 불가피
- 하지만, 이미 SA 장비가 어느 정도 구축되어 있는 것으로 알려진 바 CAPEX 부담은 크지 않을 것으로 판단
- AI의 등장으로 인해 데이터 사용량이 폭발적으로 증가하고 있으며 이로 인해 데이터센터 수요 역시 늘어날 것. 이에 따라 통신사들의 IDC 증설이 본격화. 2028년까지 IDC를 최소 100~200MW 추가할 계획이며, 관련 투자비는 1조원 단위를 넘어설 것
- 2026년 통신 3사 합산 CAPEX 6.6조원(SK텔레콤 2.39조원, KT 2.16조원, LG유플러스 2.02조원)으로 지난해와 유사할 것으로 전망

안정적으로 유지되는 CAPEX



자료: 각사 자료, NH투자증권 리서치본부

감소세로 전환한 감가상각비

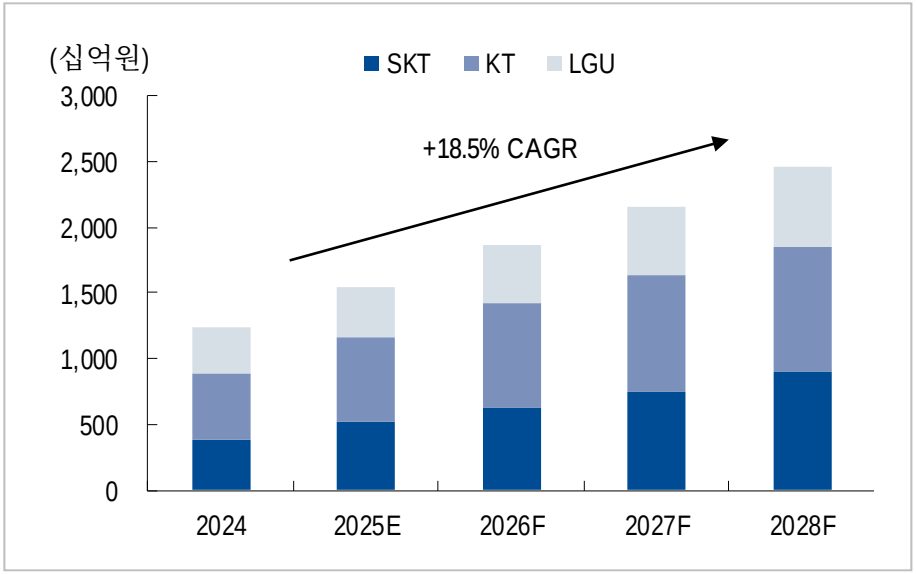


자료: 각사 자료, NH투자증권 리서치본부

2029년까지 꾸준한 영업이익 성장 기대

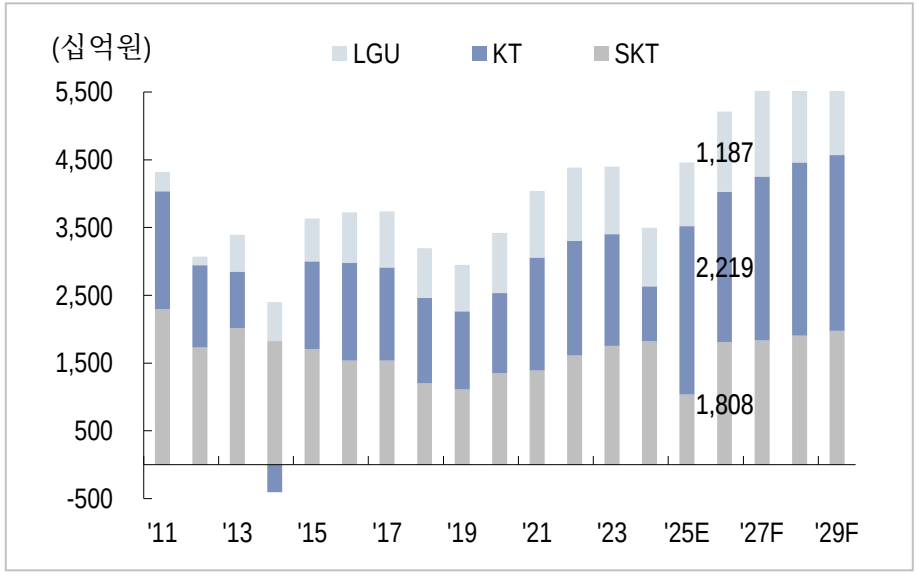
- 2025년에 통신사가 겪은 해킹 사고와 같은 일회성 변수만 없다면 통신사들의 영업이익은 6G가 시작되기 전인 2029년까지 꾸준히 성장할 것
- 무선 사업의 매출 성장은 더뎌지겠지만, IDC와 클라우드를 중심으로 한 AI 관련 매출은 빠른 성장이 예상됨. 특히 현재 보유한 IDC 용량이 2028년까지 2배 이상 커짐에 따라 관련 매출과 클라우드 매출이 큰 폭 동반 성장할 것
- 2025년 통신사의 IDC 매출액은 1.55조원(SK텔레콤 5,200억원, KT 6,382억원, LG유플러스 3,892억원)에서 2028년 2.46조원(SK텔레콤 8,986억원, KT 9,491억원, LG유플러스 6,151억원)으로 연평균 18.5% 성장할 전망
- 통신 3사의 2026년 영업이익은 5.2조원(SK텔레콤 1.8조원, KT 2.2조원, LG유플러스 1.2조원)으로 2025년 4.5조원 대비 16.9% 성장할 것

2028년까지 IDC 매출 고성장 기대



자료: 각사 자료, NH투자증권 리서치본부

2029년까지 지속적인 영업이익 성장 전망

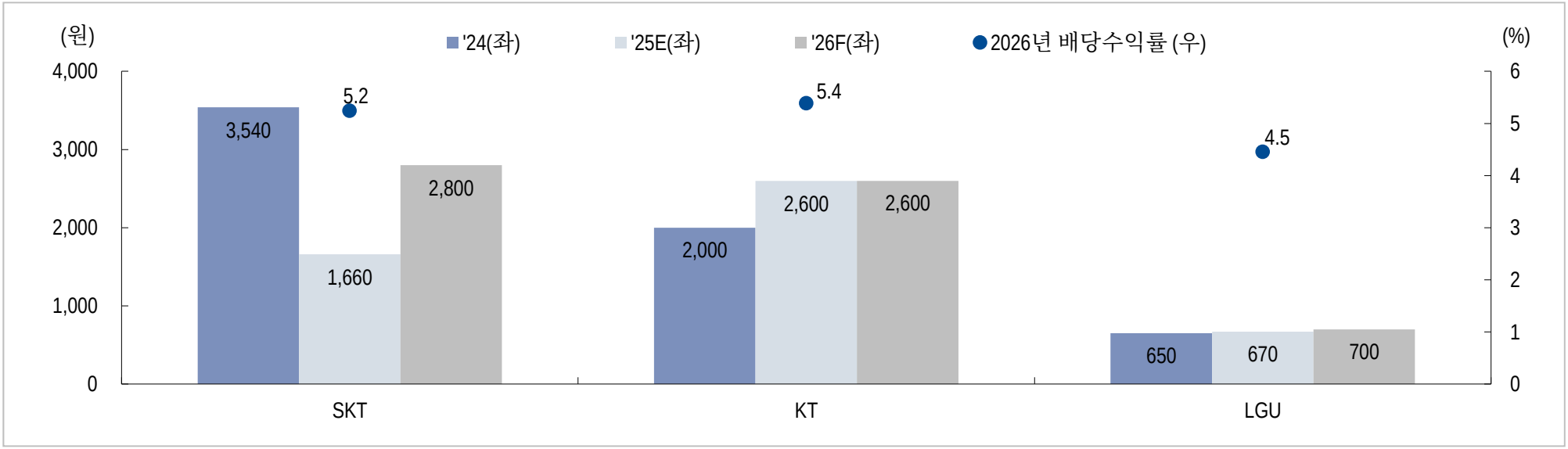


자료: 각사 자료, NH투자증권 리서치본부

여전히 매력적인 주주환원율

- 2024~2025년 주가 상승으로 인하여 배당수익률이 과거 대비 다소 낮아졌으나, 2026년에도 5% 내외의 배당수익률 기대. KT와 LG유플러스의 경우, 자사주 매입 가능성이 높아 주주환원율로 계산하면 7~9% 수준으로 상승
- KT: 2028년까지 자사주 1조원 매입을 발표함에 따라 2026년에도 2,500억원 규모의 자사주 매입 예상. 외국인 지분율 한도로 인해 2025년 매입분 2,500억원을 아직 소각하지 못했고, 2026년 추가로 매입한다면 자사주 소각은 5,000억원으로 늘어남. 이 경우 주주환원율은 9.5%
- SK텔레콤: 2025년 사이버 침해 사고로 인하여 당기순이익이 큰 폭 감소했고, 상반기까지 지급한 주당배당금 1,660원 이외에 지급은 어려워 보임. 2026년 주당배당금 2,800원으로 2024년의 3,540원만큼의 지급은 어려울 것. 현재 재무구조로는 자사주 매입도 쉽지 않음

통신 3사 2026년 예상 주당배당금과 배당수익률



자료: 각사 자료, NH투자증권 리서치본부

투자유망종목 1: KT(030200.KS) - 목표주가 67,000원

- 통신 3사 중 통신과 비통신 사업의 조화가 가장 잘 되어 있는 회사. 통신 본업의 안정적인 성장 이외에 유선 사업의 강자로서 IDC 시장 내 높은 점유율과 성장성을 기대. 마이크로소프트와 팔란티어 등 글로벌 빅테크 업체와의 제휴를 통한 국내 AI 및 클라우드 시장 공략도 가시화될 것
- 2026년 주당배당금 2,600원(배당수익률 5.4%) 및 2025년 소각하지 못한 자사주 2,500억원, 2026년에 추가 매입할 2,500억원을 감안하면 주주환원율은 약 9.5%로 상승해 낮아진 배당수익률을 만회해 줄 것
- 다만, 해킹 사건으로 인하여 현재 김영섭 CEO가 연임을 포기. 새로운 CEO 취임으로 전략이 변화한다면 이는 변수로 작용할 전망
- 2026년 영업이익은 2.22조원(+17.7% y-y, 2025년 부동산 관련 일회성 이익 제외) 예상. 통신 3사 중 가장 높은 성장률 기대

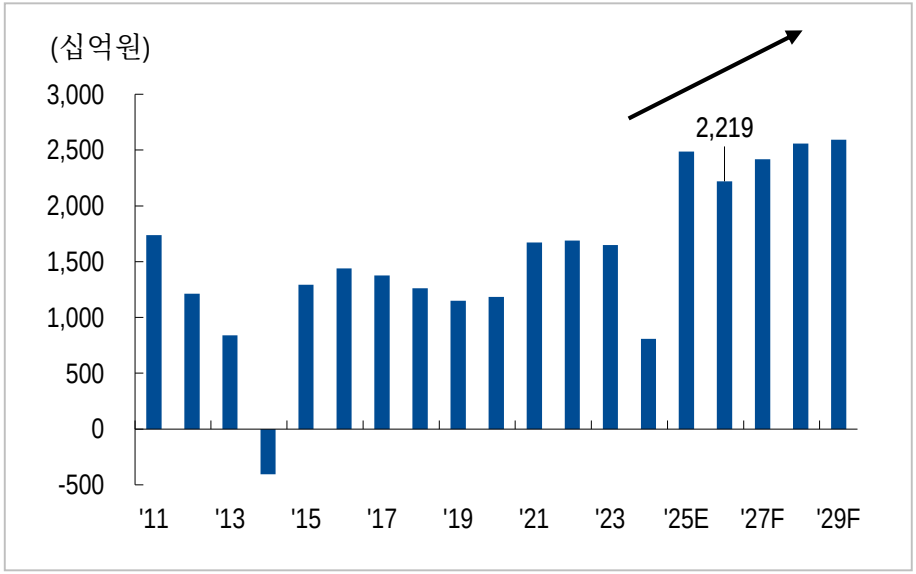
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	26,431	28,005	26,554	26,967
영업이익	809	2,486	2,219	2,418
영업이익률 (%)	*3.1*	*8.9*	*8.4*	*9.0*
EBITDA	4,739	6,394	6,074	6,227
순이익	417	1,870	1,573	1,728
지배지분 순이익	470	1,732	1,434	1,573
EPS (원)	1,850	6,874	5,690	6,240
PER (배)	23.7	7.0	8.5	7.7
PBR (배)	0.7	0.7	0.7	0.6
ROE (%)	2.9	10.3	8.1	8.5
Net Debt(-Cash)	6,620	6,394	6,276	4,687

현재가(11/7, 원)	48,250	외국인지분율	49.0%
시가총액(십억원)	12,160.0	배당수익률('25E)	5.4%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

2029년까지 영업이익 우상향 기대



자료: KT, NH투자증권 리서치본부 전망

미디어/엔터

트리토노믹스의 시대

I. 필요보다 감정이 만드는 소비

II. 수혜 강도: 엔터>카지노>미디어

III. 다시 살아난 중국 모멘텀

IV. 투자유망종목

Analyst: 이화정
Tel 02)768-7585 | e-mail hzl.lee@nhsec.com

미디어/엔터: 트리토노믹스의 시대

2026년에도 미디어/엔터 산업은 견조한 수요 기반의 안정적 성장이 기대된다. 이러한 수요의 뒤에는 소비의 유인이 단순 필요가 아닌 감정 보상의 형태로 전환되는 현상을 가리키는 트리토노믹스(Treatonomics) 트렌드가 있다. 미디어/엔터 산업의 경우 주요 상품이 감정 보상을 제공하는 형태인 만큼, 해당 트렌드의 핵심 수혜 영역이다. 다만 동일한 트리토노믹스 소비 안에서도 보상과 비용 구조가 상이한 만큼 산업별 수혜 강도도 차별화된다. 보상에 수반되는 비용이 높을 수록 경제적 효과가 클 것이며, 이에 엔터>카지노>미디어 순의 수혜를 기대한다. 당사의 섹터 내 선호도 역시 동일한 바, 엔터 산업을 가장 선호한다. 투자유망종목으로는 하이브와 롯데관광개발을 제시한다.

[엔터] 주요 상품들의 희소성과 경험적 가치가 커 대표적인 고비용 보상 영역에 해당하는 만큼, 트리토노믹스 트렌드발 수혜가 가장 클 것으로 기대된다. 중국 공연 재개 가능성은 알파로 작용할 것이며, 서구권 TAM(잠재시장) 확대에 따른 음원 매출 성장 등 중장기 성장성도 풍부하다.

[카지노] 방문객 확대가 이어지는 가운데, 하이롤러 수요가 실적 차별화를 이끌 것이다. 하이롤러 유인을 위한 콤프 제공 여력이 주요 변수다.

[미디어/광고] 저비용 보상 영역에 속하는 만큼 수혜가 제한적이다. 예능, 리테일미디어 등 신사업을 통한 개별 성장 여력 확보가 필수적이다.

I. 필요보다 감정이 만드는 소비

트리토노믹스(Treatonomics)란 Treat(보상)에 Economics(경제)를 붙인 신조어로, 불확실한 미래 환경 속에서 실용보다 감정 보상을 중시하는 소비 경향을 설명하고자 만들어진 개념이다. 립스틱 효과의 확장판으로 볼 수 있는데, 달라진 점은 소비가 단순한 심리적 위안 도구가 아닌 자기 표현의 도구로 진화했다는 것이다. 미디어/엔터 산업의 주요 상품은 실용보다는 감정 보상에 초점을 두고 있어, 트리토노믹스 흐름과 가장 밀접하게 닿아있다. 2026년 트리토노믹스 트렌드 지속될 것으로 기대되는 만큼, 미디어/엔터 산업 전반의 견조한 수요가 기대된다.

II. 수혜 강도: 엔터>카지노>미디어

동일한 트리토노믹스 소비 안에서도 제공되는 보상의 형태와 수반되는 비용 수준에 따라 기대 가능한 경제 효과가 차별화된다. 이를 감안할 때, 산업 내 수혜 강도는 엔터>카지노>미디어 순으로 예상된다. 엔터 산업은 팬덤화된 수요층이 있는 만큼 가격 저항이 낮고, 주요 상품들의 희소성과 경험적 가치가 커 대표적인 고비용 보상 영역에 속한다. 이러한 특성이 엔터 산업의 뚜렷한 성장세를 이끌 것이다. 카지노 산업은 프리미엄 경험을 추구하는 하이롤러 수요 중심의 성장세 견인이 예상된다. 미디어 산업의 상품들은 저비용 보상 영역에 속해, 수혜가 제한적이다.

미디어/엔터: 트리토노믹스의 시대

III. 다시 살아난 중국 모멘텀

한중정상회담 만찬장에서 K팝 공연 재개와 관련한 긍정적 언급이 오간 것으로 파악된다. 이번 언급은 정책적 해제보다 분위기 해빙의 신호로 해석되는데, 한한령이 명문화된 제재가 아니었던 만큼 향후 K팝 공연 재개의 실질적 전환점이 될 가능성이 높다. 현재 중국 정부는 내수 소비 진작과 관광객 유입을 위해 공연을 적극 활용 중이다. 공연이 지역 경제에 미치는 낙수 효과가 크기 때문이다. K팝 공연은 팬덤 수요를 기반으로 하기에 판매율이 높고, 중국 내 K팝 팝업스토어에서도 그 수요가 확인되고 있다. 2026년 중국 내 K팝 공연 재개 가능성이 유효하다고 판단된다.

IV. 투자유망종목

미디어/엔터 업종에 대해 투자의견 Positive를 제시한다. 2026년에도 트리토노믹스 트렌드에 힘입은 안정적인 실적 성장을 이어갈 것으로 예상된다. 다만 보상에 수반되는 비용에 따라 산업 내 수혜 강도는 차별화될 것이며, 수혜 노출도에 따라 사업자별 실적 및 주가 흐름이 분화될 전망이다. 투자유망종목으로는 BTS 투어 중심의 트리토노믹스 소비가 두드러질 하이브, 콤프 제공을 통한 하이롤러 모객에 강점을 지닌 롯데관광개발을 제시한다. 하이브는 중국 공연 재개와 서구권 TAM 확장, 롯데관광개발은 일본 고객 확대라는 중장기 성장 모멘텀도 갖추고 있다.





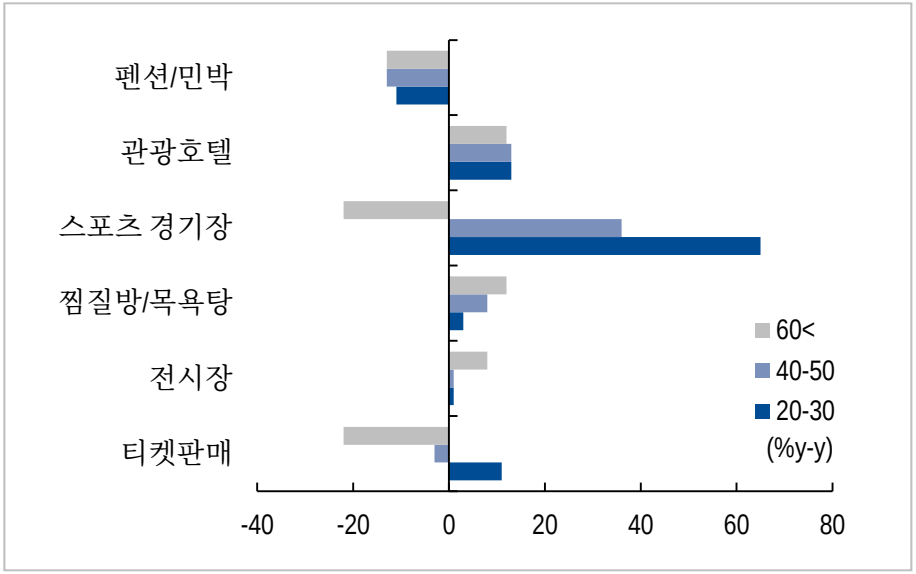


트리토노믹스 - Treat(보상) + Economics(경제)

- 최근 불확실한 미래 환경(금리, 인플레, 경기요소)으로 인해, 필요 기반 소비가 아닌 감정 기반 소비를 확대하는 추세가 확인됨
- 감정 기반 소비의 대상은 과거 립스틱으로 대표되던 저가 사치품에서 확실하고 즉각적인 감정을 보장하는 물품 및 경험으로 확대 중
- 이처럼 2030세대에서 늘어나는 감정 보상 목적의 물품 및 경험에 대한 소비 현상을 트리토노믹스(Treatonomics)라 지칭
- 트리토노믹스 기반 소비가 이루어지는 상품군은 K콘텐츠 등 저비용 상품에서, K팝 콘서트·한정판 MD 등 고비용 상품까지 다양
- 나아가 프리미엄 경험을 목적으로 한 상품군도 확대 중. 선예매·선구매를 위한 유료 멤버십 및 하이롤링에 따른 콤프 등이 이에 해당

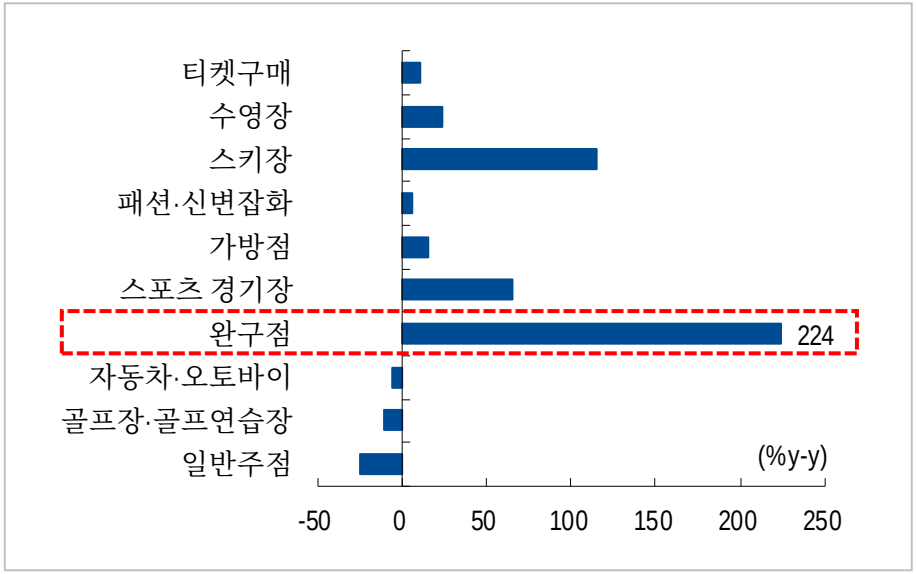
주1) 하이롤링: 카지노에서 큰 돈을 베팅하는 행위, 주2) 콤프: 카지노가 고객에게 제공하는 서비스 (사용금에 비례하는 포인트 혹은 숙박, F&B, 항공권 등의 서비스)

2025년 상반기 연령대별/업종별 소비 건수 증감률



주: 2024년 상반기 대비
자료: NH농협은행, NH투자증권 리서치본부

2025년 상반기 2030 세대 부문별 결제액 증감률

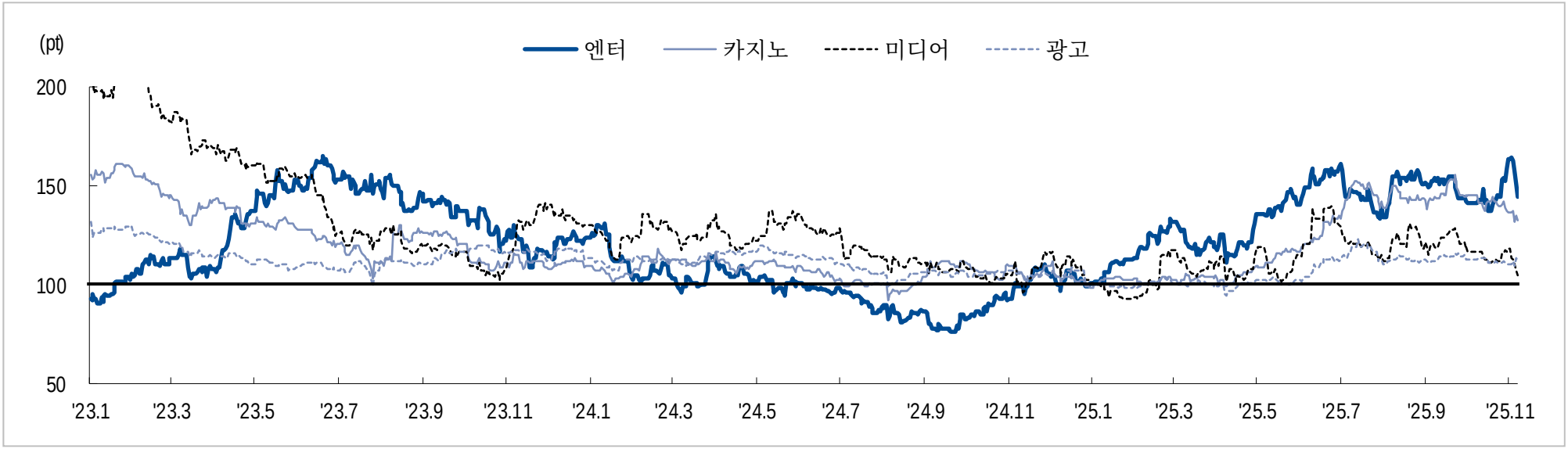


주: 2024년 상반기 대비
자료: NH농협은행, NH투자증권 리서치본부

2025년 돌아보기 – 엔터 및 카지노 산업 중심 선방

- 2025년 상반기에서 중순까지 업종 수익률은 시장 대비 아웃퍼폼했으나, 9월 이후 모멘텀이 둔화되며 조정기에 들어선 상황
- **[엔터]** 상반기 MD 매출 성장 및 한한령 해제 기대감으로 주가가 강세를 보였으나, 이후 모멘텀 공백으로 조정 국면 거치고 있음
- **[카지노]** 중순 이후 중국인 단체관광객 무비자 입국 기대감으로 우상향 했던 주가는 9월 말 재료 노출 이후 탄력 약화
- **[미디어]** 한한령 해제 기대감으로 단기 상승했으나 엔터 대비 상승 탄력 제한적. 실적 부진 지속에 따른 투자심리 악화 영향
- **[광고]** 연중 주가 흐름 부진. 대선 이후 정치적 불확실성 완화에 따른 광고 경기 개선 기대했으나, 실질 개선세는 확인되지 않음

섹터별 연간 주가 흐름: 엔터 및 카지노 선방, 미디어 및 광고 부진



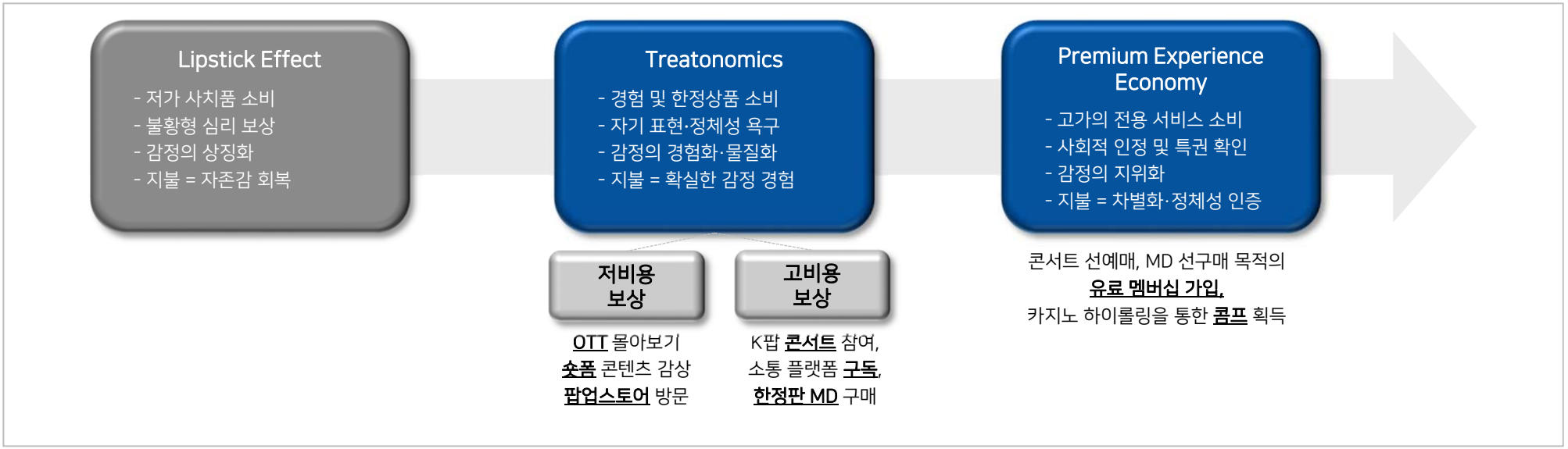
주: 2025년 1월 2일 종가를 100으로 가정
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

2026년 미리 보기 - 섹터 내 차별화된 흐름 이어질 것

- 2026년의 경우 트리토노믹스 트렌드 하 섹터 내 차별화된 흐름 예상. 고비용 보상 제공 여부 및 시장 확장세가 성장의 키워드가 될 것
- **[엔터]** 공연 및 MD 중심의 규모의 경제, 그리고 서구권 중심 스트리밍 확대 여부가 실적 성장을 가를 것. 중국 공연은 덤
- **[카지노]** 프리미엄 익스피리언스, 즉 유의미한 콤프를 제공할 수 있는 사업자들 중심의 하이롤러 기반 성장 기대
- **[미디어]** 방송광고 둔화로 드라마 슬롯 확대 여지 제한적. 차세대 성장축은 팬덤 및 확장을 통한 사업화가 용이한 예능
- **[광고]** 광고주의 ROAS주) 중시로 기존 매체가 아닌 리테일 및 미디어 및 팝업스토어向 지출 커질 것. 관련 노출도 높은 사업자에 주목

주) ROAS(Return on Ad-spending): 광고 비용 대비 수익률의 약자. 광고에 지출한 비용 대비 얼마의 매출을 올렸는지를 통해 광고 캠페인 효율성을 측정하는 지표

감정 기반 소비의 진화

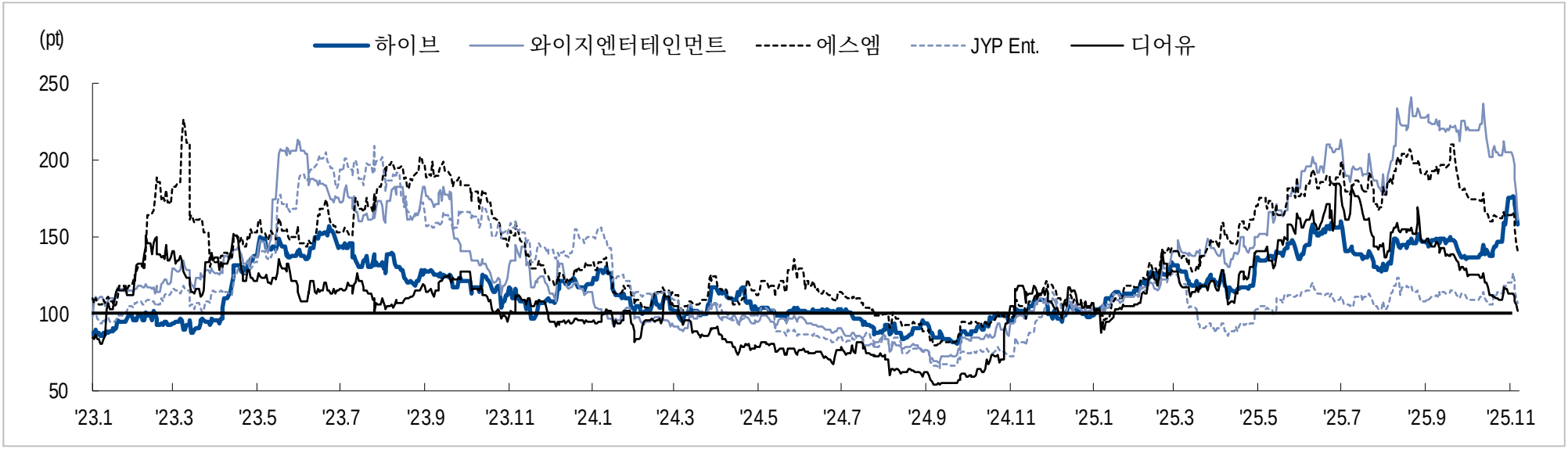


자료: NH투자증권 리서치본부

[엔터] 트리토노믹스 트렌드 최대 수혜 + 시장 확대

- 2025년 상반기 MD 서프라이즈와 중국 기대감으로 아웃퍼폼했던 엔터 사업자 주가는 9월 이후 모멘텀 약화로 조정 국면 진입
- 2026년 트리토노믹스 트렌드가 MD 및 공연의 수요층 확대(코어팬→라이트팬)의 촉매가 되어 MD 및 공연 중심 실적 성장 이어질 것
- MD 및 공연 특유의 희소성과 현장감이 주는 감정적 보상으로 가격 저항이 낮은 만큼, 가격 상승 효과까지 기대해볼 만
- 풍부한 모멘텀까지 더해질 것. 상반기 BTS 월드투어 재개에 따른 관심 환기, 하반기 빅뱅 월드투어 재개에 따른 K팝 장기 성장성 재확인
- 또한 2026년은 TAM 확대의 원년. 현지화 아티스트 중심의 서구권 음원 매출 증가, 한중 관계 개선에 따른 중국 공연 재개를 기대

엔터 업종 연간 주가 흐름

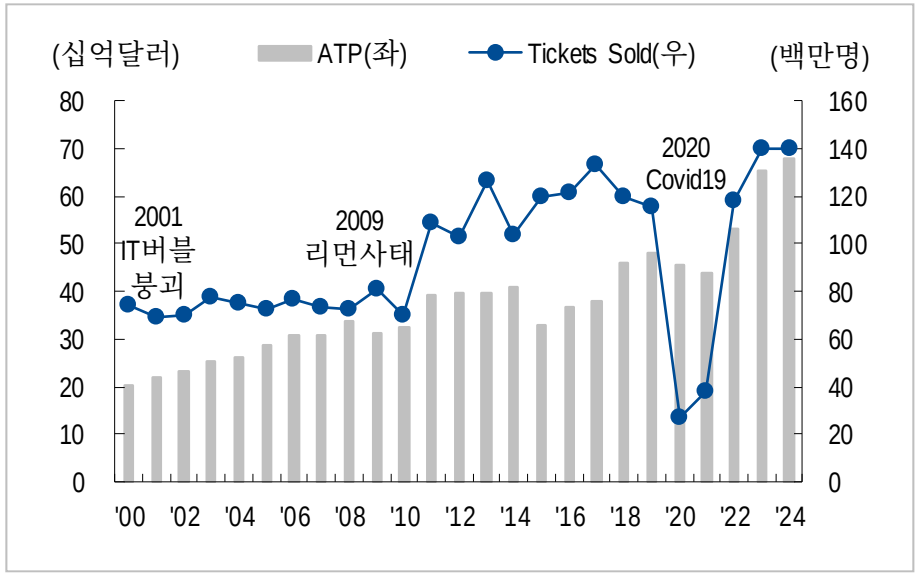


주: 2025년 1월 2일 종가를 100으로 가정
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

[엔터] 공연 - 트리토노믹스의 대표 수혜 항목

- 공연은 경기 민감도가 낮은 소비 항목으로 트리토노믹스 소비의 특성을 가장 잘 보여줌
- 2000년 이후 글로벌 Top100 공연을 기준으로 보면, ATP(평균 티켓 가격)와 수요(판매 티켓 수) 양쪽이 동반 성장 중
- ATP와 수요의 일시적 하락은 경기 요인보다 대체로 신규 아티스트 공연 개시 혹은 신흥시장 공연 확대에 따른 희석 영향이 큼
- 2026년 상반기 시작될 BTS 월드투어는 직전 투어 대비 회당 관객 및 ATP, 횟수 모두 확대되며 전례 없는 규모의 경제를 보여줄 것
- 하반기 진행될 빅뱅 월드투어의 경우 K팝 아티스트 수명 장기화의 상징적 이벤트가 될 전망. 아시아 기준 스타디움 규모도 가능할 것

글로벌 Top100 공연 기준 ATP 및 티켓 판매량 추이



자료: Pollstar, NH투자증권 리서치본부

글로벌 주요 아티스트 월드투어별 모객 현황

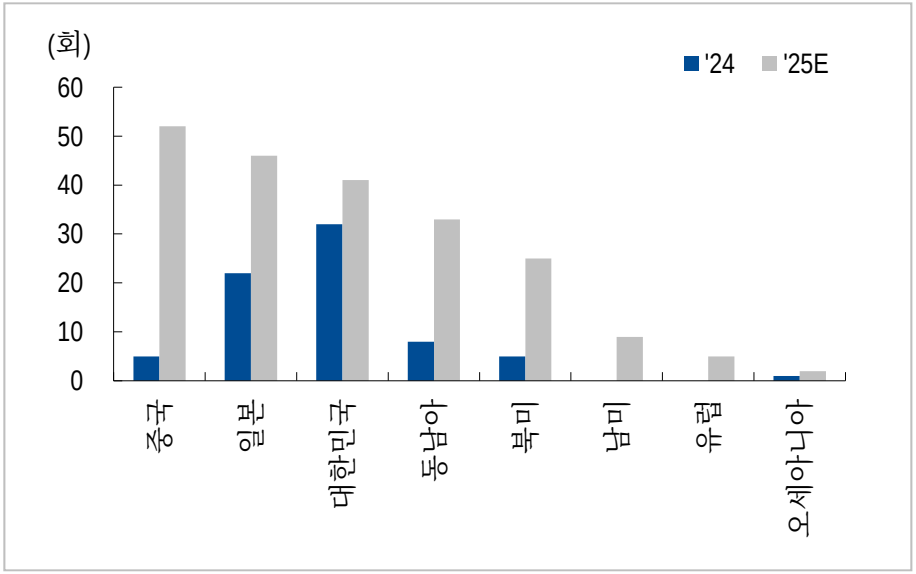
(단위: 백만달러, 만명, 회, 달러)			매출	관객	횟수	ATP	회당 매출	회당 관객
Taylor Swift	Reputation (2018)	북미	277.3	216.9	40	128	6.9	5.4
		유럽	27.0	35.4	6	76	4.5	5.9
		오세아니아	26.5	26.6	5	102	5.3	5.3
		아시아	14.9	10.0	2	148	7.4	5.0
		TOTAL	**345.7**	**28.9**	**53**	**120**	**6.5**	**5.5**
	The Eras Tour (2023-24)	북미	-	-	71			
		남미	-	-	13			
		유럽	-	-	48			
		오세아니아	-	-	7			
		아시아	-	-	10			
		TOTAL	**2,077.6**	**10.2**	**149**	**204**	**13.9**	**6.8**
BTS	Love Yourself (2018-19)	아시아	83.0	64.9	20	128	4.2	3.2
		북미	31.7	20.7	15	153	2.1	1.4
		유럽	10.1	9.8	7	164	2.3	1.4
		TOTAL	130.8	95.4	42	137	3.1	2.3
	Speak Yourself (2019)	아시아	36.8	37.0	8	100	4.6	4.6
		북미	44.0	30.0	6	147	7.3	5.0
		유럽	27.3	22.2	4	123	6.8	5.5
		남미	7.7	8.5	2	91	3.9	4.2
		TOTAL	**115.7**	**97.6**	**20**	**119**	**5.8**	**4.9**

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

[엔터] MD – 판매처와 품목이 모두 확장 중

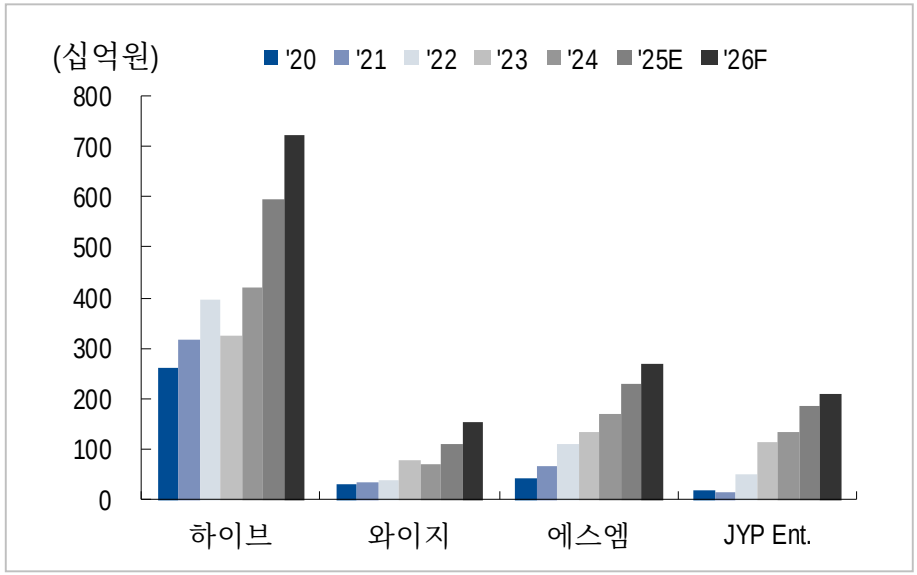
- MD는 대표적인 트리토노믹스형 소비 항목. 한정판 MD가 주는 소유의 희소성, 팝업스토어가 주는 경험의 즉시성이 주된 감정 보상
- 팝업스토어 개최 횟수가 2024년 73회에서 2025년 213회로 대폭 증가. 이와 동시에 엔터 4사의 MD 매출도 증가하는 흐름
- 2026년에도 팝업스토어 개최 횟수는 지속 증가할 것으로 보이며, 특히 북미 중심의 팝업스토어 개최 사례가 눈에 띌 것
- MD 매출과 가장 상관관계가 높은 요소는 여전히 공연이지만, 팝업스토어는 기획MD라는 신규 영역을 확장한다는 점에서 의미가 있음
- 2026년에는 서구권 팝업스토어 개최 증가 및 기획MD 품목 확대에 따른 MD 매출의 2차 성장세가 이어질 것

국가별 K팝 팝업스토어 개최 횟수



주: 4분기 횟수는 10월 말 발표된 일정에 한함
자료: 언론자료, NH투자증권 리서치본부

엔터 4사 연간 MD 매출 추이

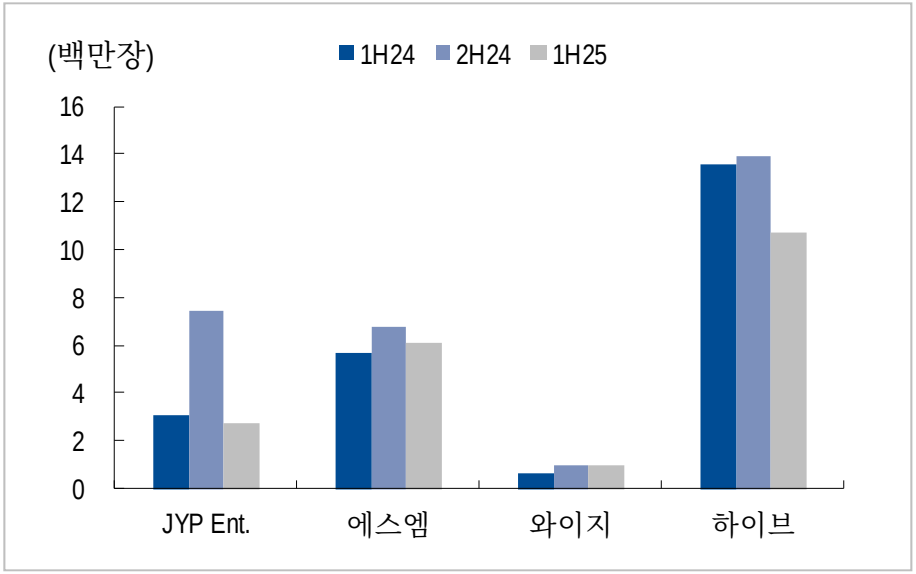


주: MD 관련 로열티 매출은 포함되지 않음
자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부 전망

[엔터] 음반 - MD와의 경계가 흐려진다

- 음반 역시 실용보다 감정에 기반한 구매가 이루어지는 경향. 대표적인 트리토노믹스 소비 항목 중 하나
- 2025년 상반기 음반 판매량 둔화는 아티스트 투어 장기화에 따른 음반 발매 빈도 하락 및 MD 품목 다양화에 따른 수집 수요 분산 영향
- 고연차 아티스트들의 신보 발매 부재에도, 일부 저연차 아티스트들의 음반 판매량 고성장세가 하락세를 일부 방어한 모습은 긍정적 요인
- 수집 수요가 앨범에서 MD로 분산되자 최근 랜덤 인형이나 파우치 등을 포함한 MD형 음반이 등장. 음반과 MD 간 경계 약화 추세 확인
- 동일 음반의 반복 구매 구조(=양적 소비)에서 벗어나, 다양한 상품 소비로 전환(=질적 확장)되며 실적의 구조적 안정성과 지속 가능성 강화

엔터 4사 연간 앨범 판매량 추이



주: 판매량 기준 Top100 앨범에 한함
자료: 써클차트, NH투자증권 리서치본부

엔터 4사 주요 아티스트별 반기 음반 판매량 추이

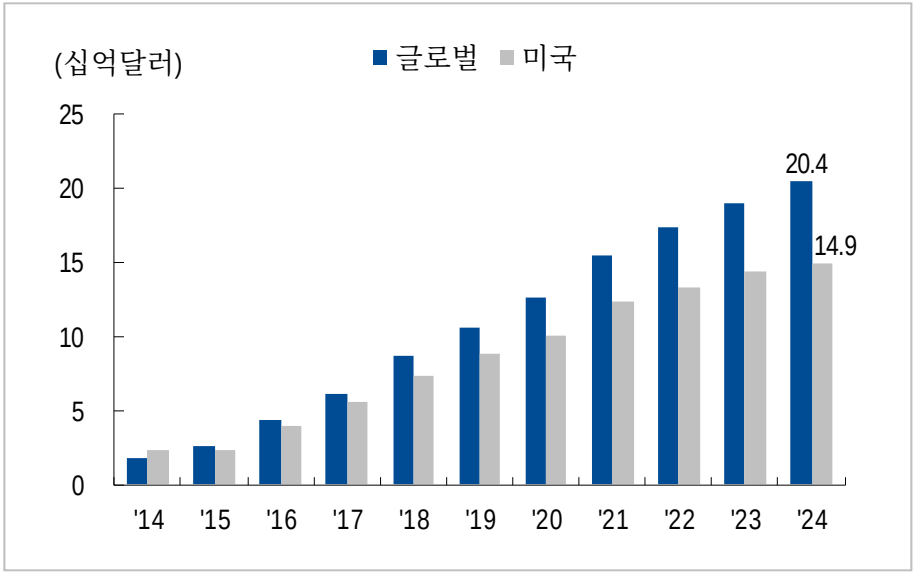
	아티스트 명	1H24	2H24	1H25
JYP Ent.	NMIXX	758,764	582,976	733,514
	Stray Kids	80,698	5,060,539	
	TWICE	1,240,924	749,121	
	기타	1,046,720	966,310	1,962,954
에스엠	aespa	1,100,907	1,221,384	889,776
	NCT드림	2,534,004	1,082,676	
	RIIZE	-	1,535,913	1,931,031
	NCT위시	359,533	1,170,054	1,334,779
	기타	1,676,804	1,807,746	1,954,103
와이지	Treasure	-	-	802,419
	베이비몬스터	626,260	976,219	175,818
	기타	-	-	-
하이브	엔하이픈	339,837	4,442,196	2,477,103
	르세라핌	1,184,965	655,891	668,339
	세븐틴	4,042,229	4,282,783	3,082,603
	TXT	1,841,737	1,540,103	
	NewJeans	2,222,700	326,196	
	BOYNEXTDOOR	745,035	-	1,368,582
	기타	3,175,885	2,640,134	3,067,259

주: 판매량 기준 Top100 앨범에 한함
자료: 써클차트, NH투자증권 리서치본부

[엔터] 음원 – 스트리밍 저변 확대

- 코로나 이후 K팝 주요 소비 지역이던 아시아와 남미의 스트리밍 이용률이 빠르게 높아지면서 K팝 음원 매출 규모도 확대되는 추세
- 다만 음원 매출이 유의미하게 확대되기 위해서는, 글로벌 최대 음원 시장(M/S 약 70%)인 북미 진입이 필수적
- 최근 케이팝데몬헌터스(이하 케데헌) OST와 캣츠아이의 현지 흥행으로 K팝 음원 매출의 성장을 이끌 출발점이 확인됨
- 케데헌 OST: 빌보드 Hot100 상위권에 연속 랭크되며, 한국어 가사를 포함한 K팝 음악이 북미 대중에게 자연스럽게 확산
- 캣츠아이: 발매 직후 정점을 찍고 하락하는 일반적인 K팝과 달리, 점진적으로 청취가 늘어나는 웨스턴팝형 트렌드를 형성 중

글로벌 및 북미 음원 시장 규모



자료: IFPI, RIAA, NH투자증권 리서치본부

아티스트별 빌보드 Hot100 관련 지표

Artists	Song	Launch Date	Debut Date	Peak Pos.	Peak Date	Weeks on Chart
캣츠아이	Gabriela	2025-06-20	2025-07-05	33	2025-11-15	16
	Gnarly	2025-04-30	2025-05-17	90	2025-06-21	11
블랙핑크	Pink Venom	2022-08-19	2022-09-03	22	2022-09-03	6
	Shut Down	2022-09-16	2022-10-01	25	2022-10-01	3
	뛰어!	2025-07-11	2025-07-26	28	2025-07-26	10
	How You Like That	2020-06-26	2020-07-11	33	2020-07-11	2
HUNTR/X	Golden	2025-06-20	2025-07-05	1	2025-08-16	19
Saja Boys	Your Idol	2025-06-20	2025-07-05	4	2025-08-23	18

자료: Billboard, NH투자증권 리서치본부

[엔터] 플랫폼 – 감정과 특권의 구독

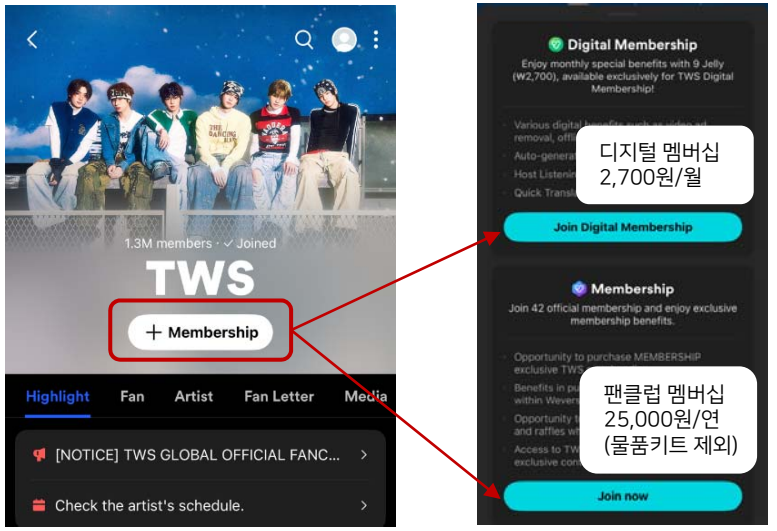
- 주요 K팝 플랫폼들(위버스, 버블, 프롬 등)의 핵심 수익원은 MD 판매, 광고 및 구독
- 구독 대상은 크게 두 가지. 아티스트와의 소통형 서비스 혹은 공연 및 MD 등의 선예매, 선구매 권리를 제공하는 팬클럽 멤버십
- 소통형 구독의 경우 관계에서 오는 감정적 보상을 제공하는 트리토노믹스형 소비. 구독자는 아티스트의 메시지를 실시간으로 받을 뿐 아니라, 자신의 메시지가 전해지는 경험을 통해 강한 소속감과 만족감을 느끼게 됨
- 멤버십형 구독은 차별화에 기반한 만족을 주는 프리미엄 익스피리언스형 소비. 구독 자체가 주는 직접적 서비스는 제한적이나, 선예매나 선구매 같은 특권을 통해 '남들보다 먼저 경험한다'는 감정적 가치를 제공함

위버스 플랫폼 서비스 분류 및 주요 상품

분류	상품	상세
유통	유형 음반	- 아티스트 음반 직접 판매 - 타 유통 플랫폼과 차별화되는 특전 제공
	유형 MD	- 아티스트 관련 기념품 전반 - 온라인 전용 MD - 오프라인 수령 예약 판매
	VOD	- 자체 예능 콘텐츠 - 콘서트 실황 VOD
구독	연간 팬클럽	- 아티스트별 상이(25,000원~ 30,000원/年) - 콘서트 선예매, 한정판 MD 구매 특전 - 멤버십 독점 콘텐츠 접근
	DM(프라이빗 메시지) (2024.3~)	- 멤버별 구독(4,500원/月) - 2025년 11월 초 기준 주요 이용 아티스트 : TXT, &TEAM, 아일릿, KATSEYE, Closeyoureyes
	디지털 멤버십 (2024.12~)	- 아티스트별 상이(2,700원/月~ 5,400원/月) - 광고 제거, 다운로드 및 자동 자막, 번역 기능 - 유튜브 프리미엄 및 멤버십 제도와 유사한 모델
광고	광고 (2024.9~)	- 영상 프리롤, 앱 실행광고, 페이지 중간 배너 등 - 라이브 생방송 및 다시보기 모두 광고 포함

자료: 위버스, NH투자증권 리서치본부

위버스 아티스트 페이지 내 멤버십 가입 안내

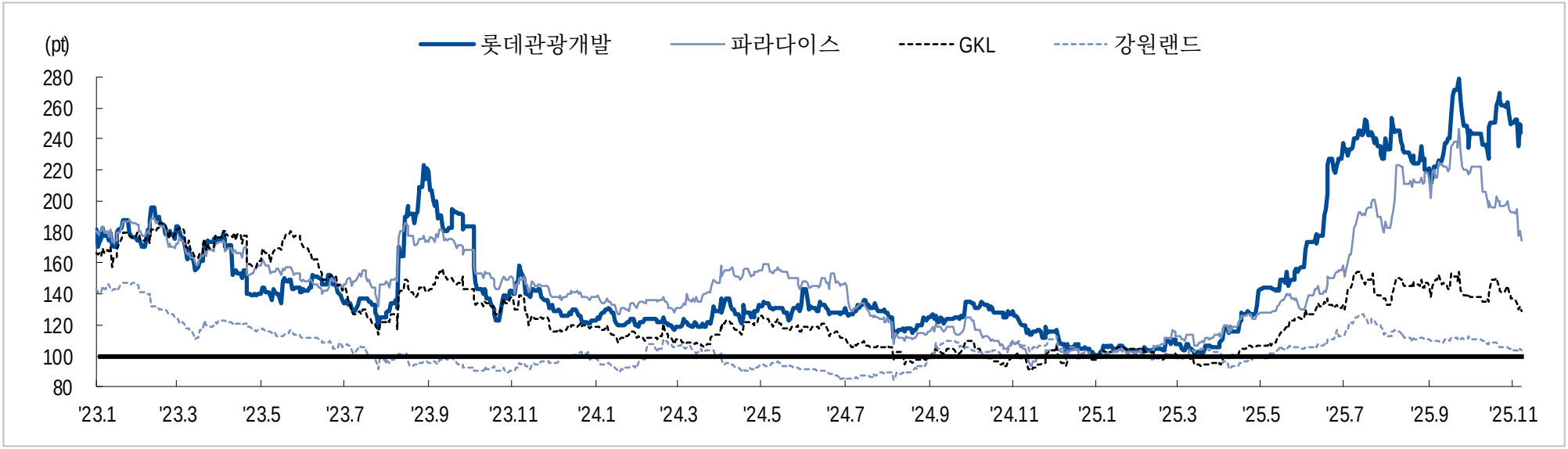


자료: 위버스, NH투자증권 리서치본부

[카지노] 프리미엄 익스피리언스의 전형

- 2025년 상반기 중국인 단체관광객 무비자 입국 허용에 따른 인바운드 확대 기대감이 주가에 선반영되었으나, 9월 말 재료 소멸로 조정
- 2026년 중국인 인바운드 확대 효과 온기 반영으로 방문객 증가세 이어질 전망. 다만 하이롤러 확보 여부에 따른 성장세 차별화 예상
- 카지노 고객의 하이롤링에 따라 제공되는 '콤프'는 숙박·항공 등 물질적 보상뿐 아니라 VIP 등급 인식, 전용 서비스 제공을 통한 지위 확인 및 차별화된 감정 보상까지 포함. 하이롤링 자체가 일종의 프리미엄 익스피리언스형 소비에 해당
- 하이롤러 전용 호텔 및 부대시설 보유 여부가 2026년 실적 성장 및 주가 흐름 차별화의 핵심 요인으로 작용할 전망

카지노 업종 연간 주가 흐름: 기대감이 선반영된 주가

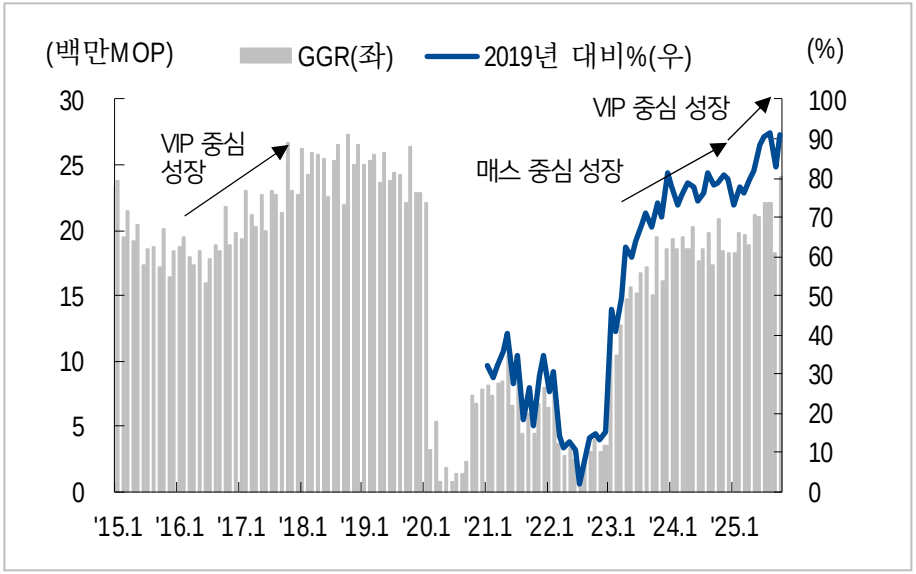


주: 2025년 1월 2일 종가를 100으로 가정
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

[카지노] 중국인 하이롤러가 돌아온다

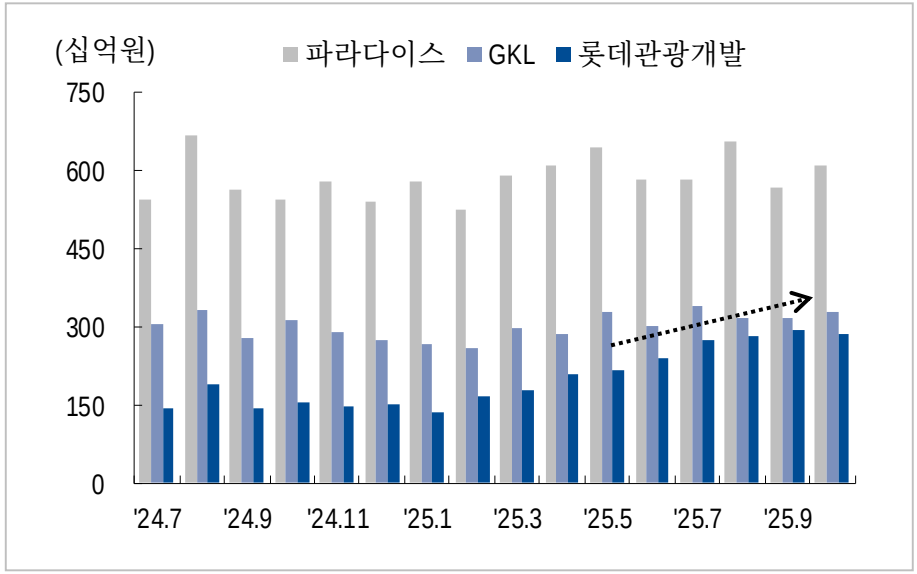
- 2025년 4월 이후 마카오 카지노 월별 GGR(총 게임 매출)이 20% 내외의 상승 지속. 특히 VIP 테이블 중심의 상승세 두드러짐
- 중국 내 하이롤러 관련 규제 완화 조짐이 나타나면서, 마카오를 비롯한 해외 카지노 전반에 하이롤러 자금 유입 재개되는 것으로 추정
- 국내 외국인 카지노 중에서는 롯데관광개발이 2025년 5월 이후 뚜렷한 드롭액 상승세를 보이는 중
- 롯데관광개발이 보유한 1,600객실 규모의 제주 그랜드하얏트 호텔은 대표적인 콤프 인프라. 하이롤러 유치에 직접적인 경쟁력으로 작용
- 파라다이스의 500객실 규모 인천 그랜드하얏트 호텔 확보 역시 콤프 인프라 개선 목적. 하이롤러 유치 경쟁력 강화 효과 기대

마카오 카지노 월별 GGR 추이



자료: DICJ, NH투자증권 리서치본부

국내 외국인 카지노 월별 드롭액 추이

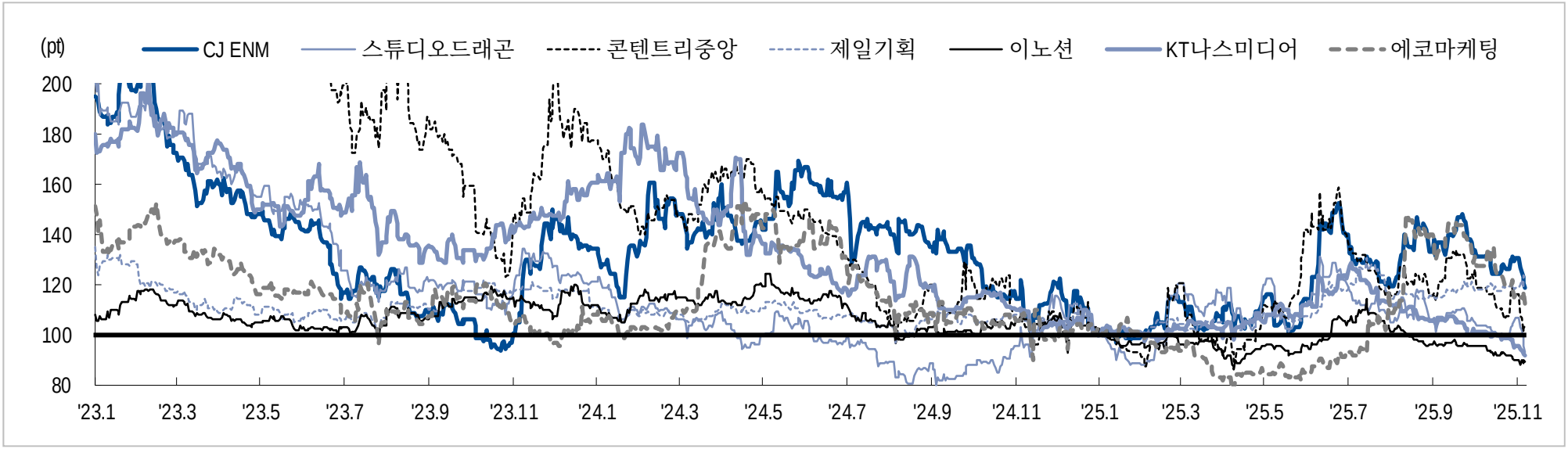


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

[미디어/광고] 밸류체인 전반의 정체 지속

- 2025년 대내외적 불확실성 장기화로 광고 경기 부진 이어지며 광고 대행사 및 미디어렙 전반의 실적 및 주가 흐름 정체. 특히 방송광고 부진은 드라마 슬롯 확대 지연으로 이어져 관련 밸류체인 내 업종인 방송사 및 콘텐츠 제작사 전반의 실적 및 주가 흐름 정체를 초래
- 2026년에도 리테일미디어 및 인플루언서 마케팅 등 신규 분야 성장은 두드러질 것이나, 전통 광고는 완만한 회복에 그칠 것. 방송광고 부진 지속 가능성 높은 만큼, 밸류체인 전반의 성장 동력은 제한적일 것. 단, 중국향 콘텐츠 수출 재개 관련 모멘텀은 여전히 유효함
- 참고로 콘텐츠의 경우 감정적 위로를 제공하는 항목이라는 점에서 일부 트리토노믹스형 소비 요소를 갖지만, 저비용 기반 보상 항목에 가까워 직접적인 수혜는 다소 제한될 것. 소비 단가가 낮아 경제 파급력이 제한적이기 때문

미디어/광고 업종 연간 주가 흐름: 부진을 딛고

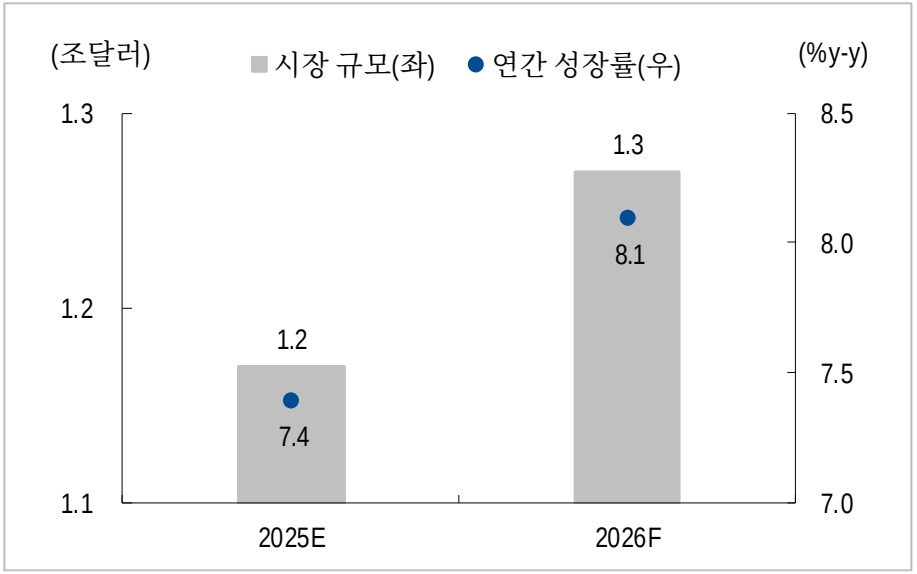


주: 2025년 1월 2일 종가를 100으로 가정
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

[미디어/광고] 구조 재편 속 생존법

- 2026년 광고 지출은 성장하겠지만, 주요 매체가 디지털 및 리테일 중심으로 재편될 것. ROAS의 중요도가 더욱 높아졌기 때문
- 이에 인플루언서 마케팅 및 AI 활용, 혹은 온/오프라인 융합 리테일 캠페인 수행 역량 보유 여부가 광고 사업자 중장기 성장의 변수
- 광고 지출의 신규 매체 쏠림 현상은, 결국 광고사업자(대행사, 미디어렙) 뿐 아니라 방송사의 수익 감소 압력으로 이어질 것
- 방송광고 부진에 따른 드라마 슬롯 회복 지연은 콘텐츠 사업자들의 Q 성장을 저해. 중국 수출 재개 없이는 Q 성장이 여의치 않음
- 향후 팬덤 확보 및 사업화가 용이한 포맷의 콘텐츠(숏폼, 예능) 제작 역량 보유 여부가 콘텐츠 사업자의 중장기 성장을 좌우할 것

글로벌 광고 시장 성장률



자료: WARC, NH투자증권 리서치본부

디지털 광고 시장 헤게모니 변화

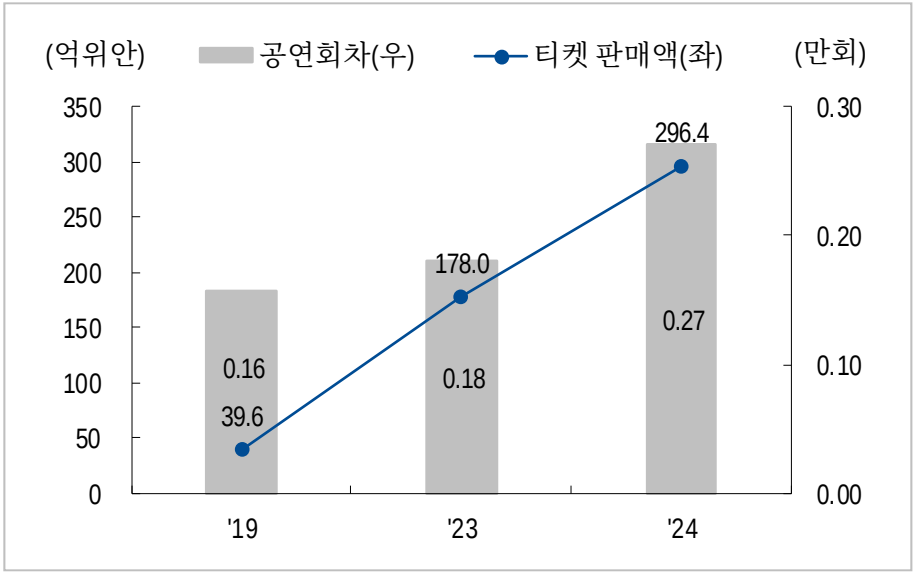


자료: NH투자증권 리서치본부

중국 공연 재개, 이번에는 될까?

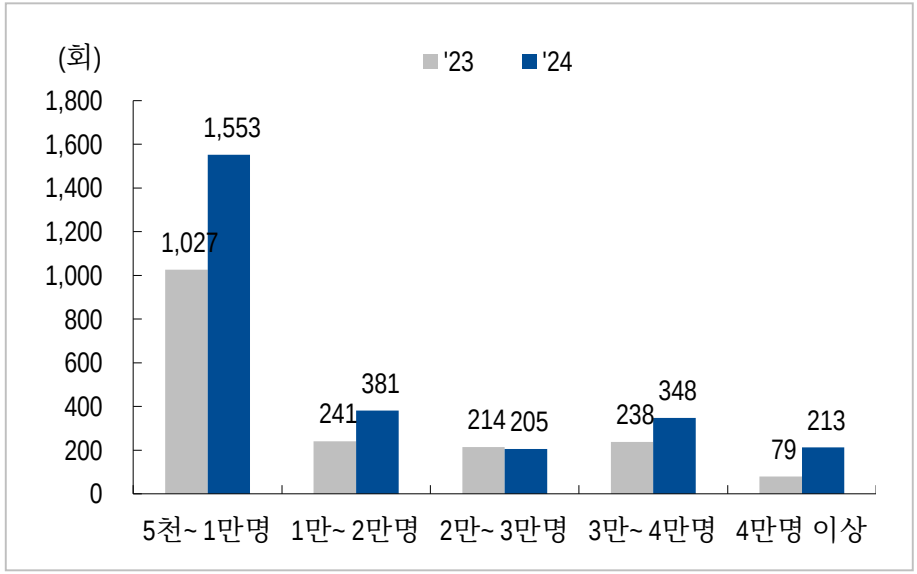
- 2026년 중국 내 K팝 공연 재개 기대감 커지는 구간. 2025년 11월 한중정상회담 만찬 자리에서 베이징 K팝 대형 공연 제안에 대한 긍정적 반응이 포착됨. 외교적 수준의 발언이었을 수 있으나 분위기 환기 효과는 충분. 실제 대형 공연 1~ 2건 성사될 가능성 존재
- 최근 중국 정부는 소비 진작 수단으로 공연 산업을 적극 활용 중. 2024년 6월부터 내수 활성화를 위한 소비 촉진 정책을 도입했고, 2025년 3월 양회에서도 문화 사업을 통한 경제 활성화 의지를 명확히 드러냄
- 참고로 대형 아티스트의 K팝 투어는 회차당 평균 95% 이상의 판매율 기록하는 등 매진율·수요 강도 측면에서 압도적
- 따라서 초대형 공연을 통한 경제 활성화 흐름에서 K팝 아티스트의 공연을 완전히 배제하기는 어려운 구조로 판단됨

중국 내 대형 상업공연 추이 – 코로나 이후 강한 성장세



주: 대형 상업공연의 경우 관객 수 5천명 이상 공연을 뜻함
자료: 중국공연산업협회, KOCCA, NH투자증권 리서치본부

중국 내 회당 모객 기준 공연 횟수 – 초대형 상업공연 확대 중

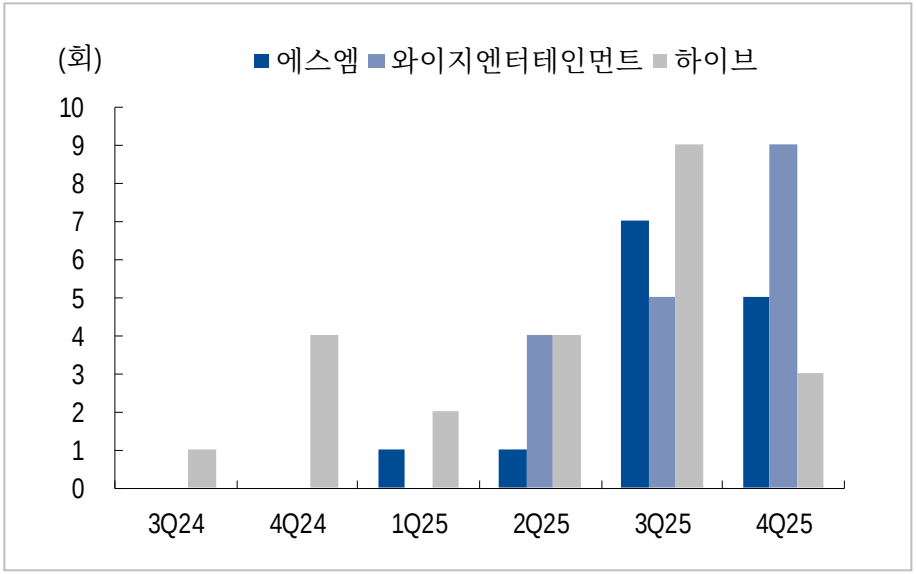


자료: 덩타프로버전, KOCCA, NH투자증권 리서치본부

공연 재개 시 수요는 충분할 것

- 중국 내 K팝 팝업스토어가 이미 성공적인 모객을 이어가고 있다는 점은 현지 수요가 여전히 견조함을 시사
- 또한 국내 K팝 공연의 암표 가격이 중국인 입국 재개 이후 급등한 점도 실제 수요 복원의 신호로 해석 가능
- 중국 공연 재개 시 아티스트당 연 5~ 6회 공연이 가능할 것으로 예상. 다만 공연장 규모, 티켓 단가에 따라 수익 편차 클 것
- 아레나급 공연의 경우 회당 이익 약 1억원 수준으로 제한적이나, 2, 3선 도시에서의 공연을 통해 공연 횟수 확대될 가능성 상존
- 반면 스타디움급 공연의 경우 회당 이익 자체가 크고, 티켓과 MD 매출 모두에서 규모의 경제 효과가 기대됨

중국 K팝 팝업스토어 개최 횟수: 하반기 유의미한 증가



주: 4분기 횟수는 10월 말 발표된 일정에 한함
자료: 언론자료, NH투자증권 리서치본부

2025년 중국 K팝 팝업스토어 아티스트별 개최 횟수



주: 10월 말 발표된 일정에 한함
자료: 언론자료, NH투자증권 리서치본부

미디어/엔터

투자유망종목 1: 하이브(352820.KS) - 목표주가 420,000원

- 2026년 BTS 활동 재개와 위버스 지표 개선으로 실적 성장 가시성 높아진 가운데, 서구권 TAM 확대에 따른 장기 스토리도 확보
- **BTS 활동 재개:** 3월 완전체 앨범 발매 이후 연간 월드 투어 이어갈 예정. 회당 모객은 5만명 이상, 총 공연 횟수는 연간 60회 내외로 추정. 활동 재개에 따른 음반 및 공연 매출 성장은 물론, MD 및 플랫폼 등 부가 매출 측면에서의 확대도 기대
- **위버스 흑자전환:** 디지털 멤버십 가입자 증가 및 광고 수요 성장으로 매출 기반 확충된 가운데, 운영 효율화를 통한 수익성 개선까지 더해지며 실적 체력 개선된 상황. 2026년 연간 흑자 달성에 힘입어, 드디어 투자에 따른 실적 효과가 확인될 전망
- **캣츠아이 수익화:** 북미 시장 내 인지도 상승에 힘입어 음원 흥행 지속 중. 롱테일 스트리밍 효과가 본격화되는 초입 구간에 진입

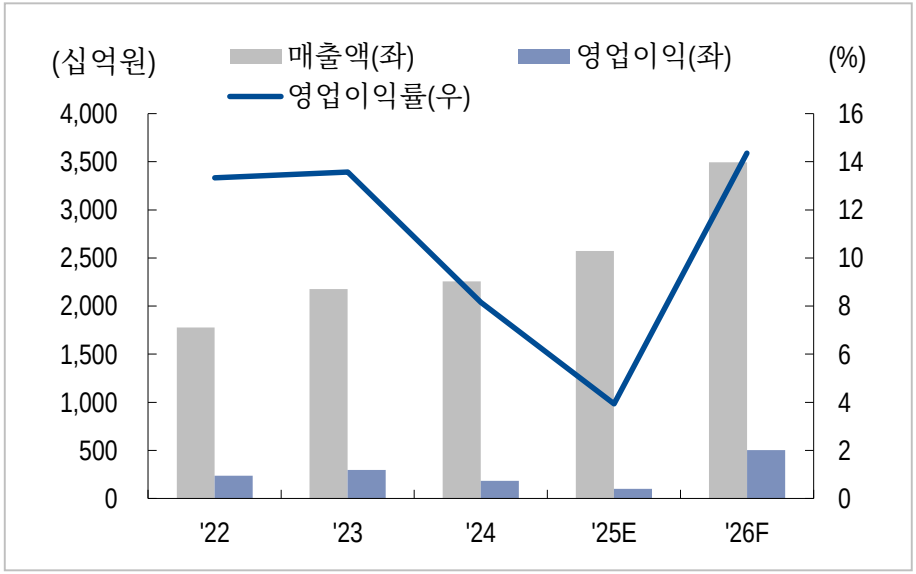
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	2,256	2,573	3,496	3,683
영업이익	184.0	101.1	501.7	586.9
영업이익률 (%)	*8.2*	*3.9*	*14.3*	*15.9*
EBITDA	330.2	178.2	571.5	650.2
순이익	-3.4	61.5	378.3	424.4
지배지분 순이익	9.4	70.1	382.1	428.7
EPS (원)	225	1,676	8,978	10,072
PER (배)	858.8	182.3	34.0	30.3
PBR (배)	2.5	3.3	3.1	2.8
ROE (%)	0.3	2.0	9.4	9.6
Net Debt(-Cash)	-373.8	-579.3	-1,432	-2,079

현재가(11/10, 원)	305,500	외국인지분율	20.9%
시가총액(십억원)	12,866.1	배당수익률('25E)	0.1%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

하이브 연간 매출 및 영업이익 추이

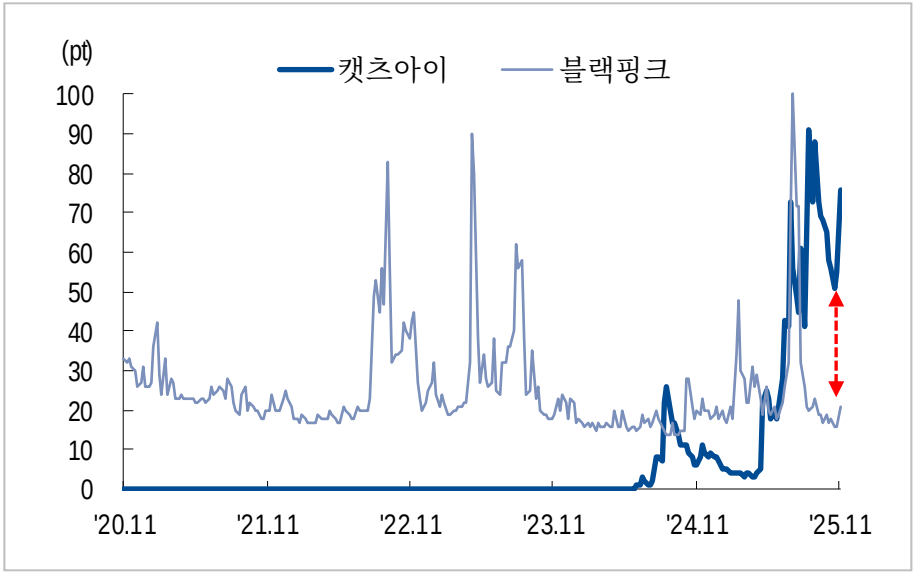


자료: 하이브, NH투자증권 리서치본부 전망

드디어 빛을 보는 투자 – 북미, 플랫폼

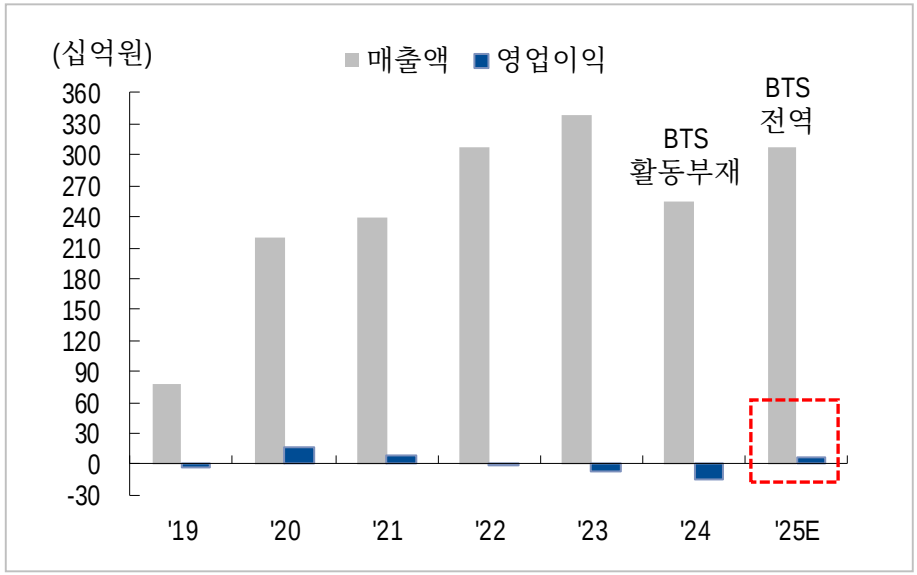
- 동사 상장 이후 플랫폼 및 북미 사업 중심의 투자를 이어왔으나, 그동안은 실적에의 기여가 거의 없었음
- 2026년은 드디어 해당 투자가 실적으로 연결되는 전환점이 될 전망
- **캣츠아이:** 북미 구글 트렌드 기준 블랙핑크를 상회하는 화제성 확보. 인지도 강화에 힘입은 음원 흥행 지속으로 Hot100 차트인 기간 역시 블랙핑크를 상회. 단순 K팝 아티스트가 아닌 현지 아티스트형 성공 모델로 자리잡는 중. 음원 중심의 새로운 수익 구조가 가시화되는 구간
- **위버스:** 장기간의 시행착오 끝에 분기 흑자 달성. 팬덤 니즈 중심의 서비스 제공과 멤버십, 구독형 매출원 확립으로 구조적 수익성 개선세 진입. 의미 있는 수익화가 확인된 만큼 외부 아티스트의 추가적인 입점 가능성도 높아짐

캣츠아이 북미 구글 트렌드 – 블랙핑크를 넘어선 캣츠아이



주: 북미, 웹 전체 기준
자료: Google Trend, NH투자증권 리서치본부

위버스 연간 실적 추이 – 2025년 흑자전환 예상



자료: 하이브, NH투자증권 리서치본부

미디어/엔터

투자유망종목 2: 롯데관광개발(032350.KS) - 목표주가 27,000원

- 2026년 방문객 증가 및 하이롤러 지표 개선이 이끄는 영업 실적 성장에, 재무구조 개선세까지 동반될 사업자
- 2025년 상반기까지 중국인 매스가 방문객의 대부분이었다면, 하반기부터는 중국인 하이롤러의 방문 더해지며 인당 지출액 상승 중
- 하이롤러 유치에 최적화된 콤프 인프라와, 마카오 시장에 견줄 수준의 마케팅 역량을 동시에 갖춘 점이 차별화된 상승세의 배경
- 변화하는 고객 믹스에 대응하여 2026년 상반기까지 테이블을 추가 확충할 계획(3Q25: 167대→ 1H26: 200대<). 매출 추가 성장 여력 확보
- CB(전환사채) 상환 부담 해소로 연간 이자비용이 감소하고, 오버행 우려도 완화. 또한 FCF(잉여현금흐름)의 플러스(+) 전환으로 재무구조 개선 속도도 한층 빨라질 전망

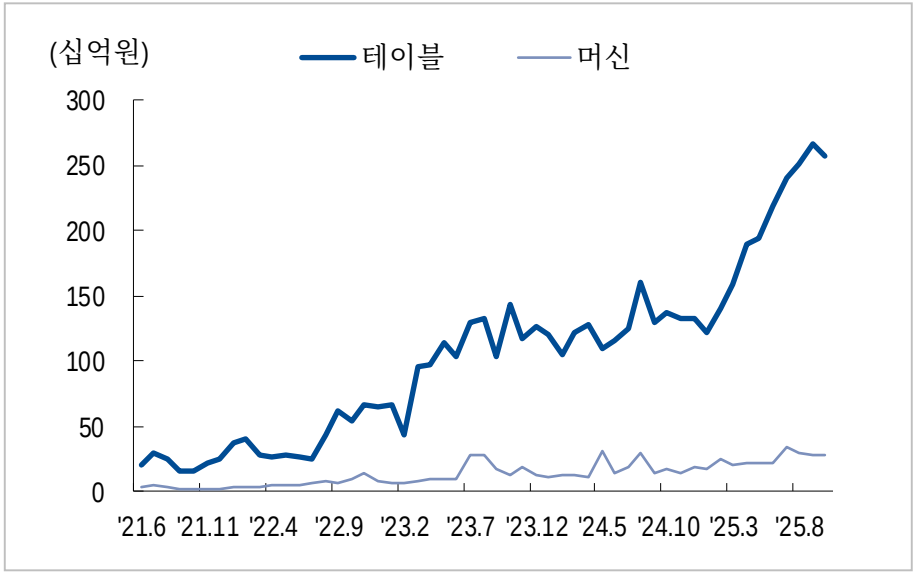
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	471.5	661.1	815.2	907.6
영업이익	39.0	132.8	179.4	221.5
영업이익률 (%)	*8.3*	*20.1*	*22.0*	*24.4*
EBITDA	124.0	227.1	265.3	299.7
순이익	-116.6	-6.1	71.2	111.3
지배지분 순이익	-116.6	-5.9	71.2	111.4
EPS (원)	-1,531	-76	895	1,400
PER (배)	N/A	N/A	19.8	12.6
PBR (배)	1.8	4.5	3.7	2.9
ROE (%)	-60.4	-1.9	20.6	25.4
Net Debt(-Cash)	893.8	830.6	698.7	559.2

현재가(11/7, 원)	17,710	외국인지분율	15.1%
시가총액(십억원)	1,408.6	배당수익률('25E)	0.0%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

롯데관광개발 월별 테이블 및 머신 드롭액 추이



자료: 롯데관광개발, NH투자증권 리서치본부

2026년 산업전망

유통/음식료/화장품/패션/제약바이오

I. 유통: 이제는 주가가 움직일 차례

II. 음식료: 해외 성장에 더해지는 국내 회복

III. 화장품/패션: 한국 소프트파워 강화 수혜 집중

IV. 제약바이오: 빅파마의 생각 읽기: 트렌드에 탑승하라

주영훈 (유통/음식료)

정지윤 (화장품/패션)

한승연 (제약/바이오)

유통

이제는 주가가 움직일 차례

I. 살아난 소비심리, 개선되는 매출

II. 실적 기반의 밸류에이션 회복 기대

III. 2026년 유통 업태별 전망

IV. 투자유망종목

Analyst: 주영훈
Tel 02)2229-6221 | e-mail jooyh@nhsec.com

유통: 이제는 주가가 움직일 차례

'내수 경기 침체, 소비 둔화에 따른 수요 감소'. 지난 몇 년간 유통 기업들의 실적 부진 원인을 설명할 때 자주 언급되던 말이다. 그러나 2026년 이러한 표현은 더 이상 어울리지 않을 것이다. 신정부 출범 이후 하반기 주요 지표들이 회복하고 있기 때문이다. 대표적 선행지표인 CCSI(소비자심리지수)는 2025년 8월 111.4를 기록하며 7년 7개월 만에 사상 최고치를 경신했다. 이후 소폭 조정을 받기는 했지만 여전히 낙관론이 크게 우세하다. 이러한 추세는 2026년에도 이어질 전망이며 전년 대비 한국 GDP는 1.8%, 민간소비는 1.8% 각각 성장할 전망이다.

유통 산업 매출 성장률 또한 2025년 상반기를 저점으로 강하게 반등하고 있다. 아쉬운 점은 실적 회복에도 불구하고 주가 상승이 동반되지 못하고 있다는 점이다. 아직까지는 내수 기업에 대한 저평가가 해소되지 않았기 때문으로 판단한다. 다만, 1) 기저효과 고려 시 2026년 상반기 실적 개선 속도가 더욱 가팔라질 전망이며, 2) 밸류에이션 정상화를 위한 노력들이 동반되고 있다는 점을 고려할 때 관심도를 높일 시점으로 판단한다.

투자유망종목으로는 신세계와 현대백화점을 제시한다. 신세계는 주요 점포 리뉴얼이 마무리되며 백화점 업종 내 가장 높은 매출 성장률을 보일 전망이며 자회사 면세점 수익성 개선 가능성이 높다. 현대백화점 또한 내수 소비 반등과 더불어 외국인 매출 비중 상승으로 실적 개선이 기대된다.

I. 살아난 소비심리, 개선되는 매출

소비자들의 경제상황에 대한 심리를 종합적으로 나타내는 CCSI상 현재 낙관론이 크게 우세한 상황이다. 신정부 출범에 따른 내수 회복 기대감이 반영된 결과로 해석된다. 내수 소비 선행지표 성격을 띠는 소비심리가 상승한 만큼 2026년 소비시장이 본격적으로 회복 국면에 진입할 가능성이 높다고 판단한다. 2025년 기저효과를 고려할 때 하반기보다는 상반기 민간소비 개선 효과가 더욱 도드라질 전망이며, 개별 유통 기업들의 실적 또한 강세를 보일 것이다.

II. 실적 기반의 밸류에이션 회복 기대

유통 업종 PER 밸류에이션은 불과 8.4배로 한국 주식시장 평균 대비 크게 낮은 수준이다. 물론 중장기 내수 시장 성장성 우려가 존재하며 이로 인한 내수 업종 밸류에이션 할인 자체를 부정할 수는 없다. 다만, 거시적 관점에서의 과도한 우려로 인해 현재의 실적 개선이 지나치게 평가절하되고 있다는 판단이다. 1) 2026년 강한 실적 모멘텀이 기대되는 가운데, 2) 밸류에이션 저평가 해소를 위한 개별 기업들의 주주환원 확대 노력 등이 동반되고 있는 만큼 기업가치 반등을 기대한다.

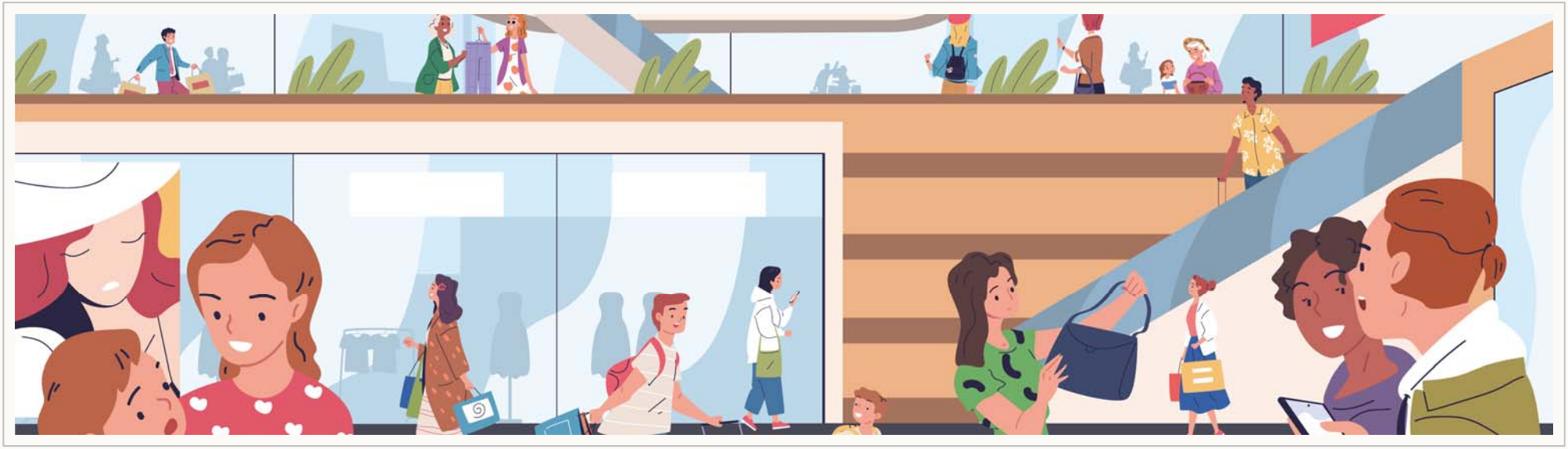
유통: 이제는 주가가 움직일 차례

III. 2026년 유통 업태별 전망

민간소비 회복과 함께 주요 유통 업태들의 매출 또한 개선될 것이며, 기저효과를 고려할 때 상반기 실적 모멘텀이 강할 전망이다. 그중에서도 가장 눈여겨보아야하는 분야는 백화점이다. 명품 성장률이 여전히 높게 유지되고 있는 가운데 수년간 부진하던 의류 카테고리의 회복까지 시작되었기 때문이다. 이에 따라 주요 오프라인 업태 중 가장 높은 기존점 매출 성장률을 기록할 것으로 예상된다. 할인점 또한 상위사업자 시장 점유율 확대가 본격화됨에 따른 영업 상황 개선을 기대해볼 만하다.

IV. 투자유망종목

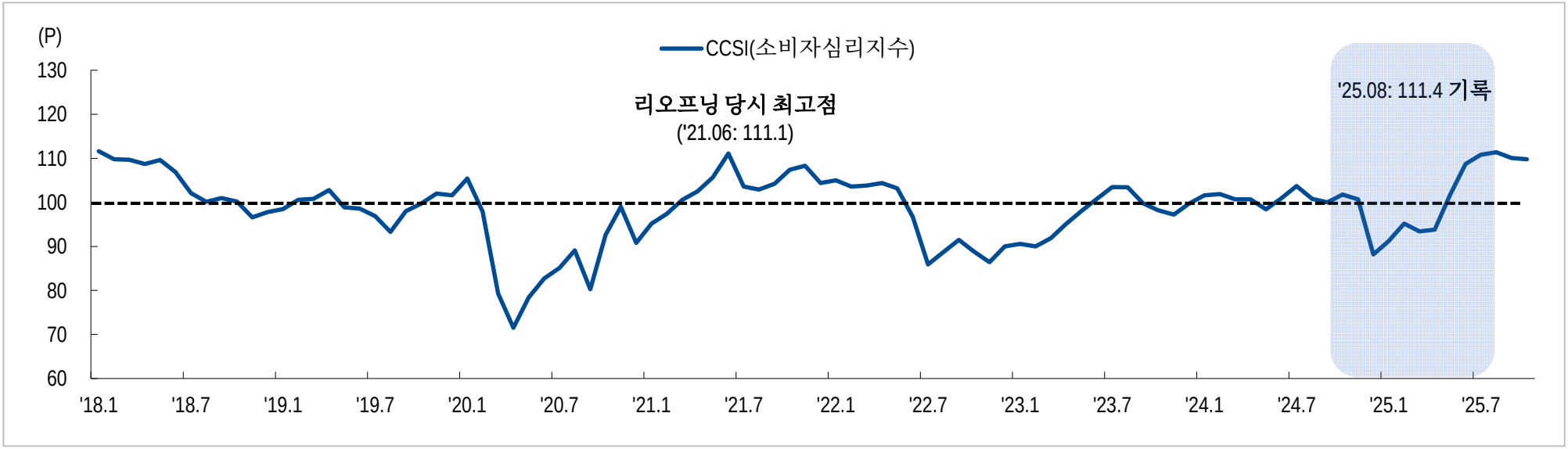
유통 업종에 대해 Positive 의견을 제시하며 투자유망종목으로는 신세계와 현대백화점을 제시한다. 신세계는 주요 점포 리뉴얼 효과가 본격화되며 백화점 기업들 중 가장 높은 매출 성장률을 기록할 것으로 전망한다. 면세점을 포함한 자회사 수익성 또한 개선되며 연결 실적 성장을 이끌 예정이다. 현대백화점 또한 내수 소비 반등과 더불어 방한 외국인 증가에 따른 실적 개선이 기대된다. 2019년 1.5%에 불과했던 현대백화점 외국인 매출 비중은 2026년 7.0%까지 상승할 것으로 추정한다.



쇼핑하러 가고 싶은 마음

- 소비자들의 경제상황에 대한 심리를 종합적으로 나타내는 CCSI는 2025년 8월 111.4를 기록. 신정부 출범에 따른 내수 회복 기대감이 반영되며 7년 7개월 만에 사상 최고치를 경신. 이후 소폭 조정을 받기는 했지만 여전히 낙관론이 크게 우세한 상황
- 소비자심리지수는 구성지수 6개 중 4개 항목이 현재와 비교한 6개월 후 전망치에 해당하는 만큼 소비시장 선행 지표로 볼 수 있음. 즉, 개선된 소비심리를 기반으로 2026년 상반기 내수 소비시장이 본격적으로 상승 국면에 진입할 가능성 높다고 판단
- 유통 업종과 가장 관련이 높은 소비지출전망CSI 또한 110으로 낙관론이 우세함. 특히 고정비성 비용에 대한 지출 전망뿐 아니라 그동안 부진하던 내구재 및 의류비 지출 전망도 동반 상승 중이라는 점이 긍정적

소비자심리지수상 낙관론 우세

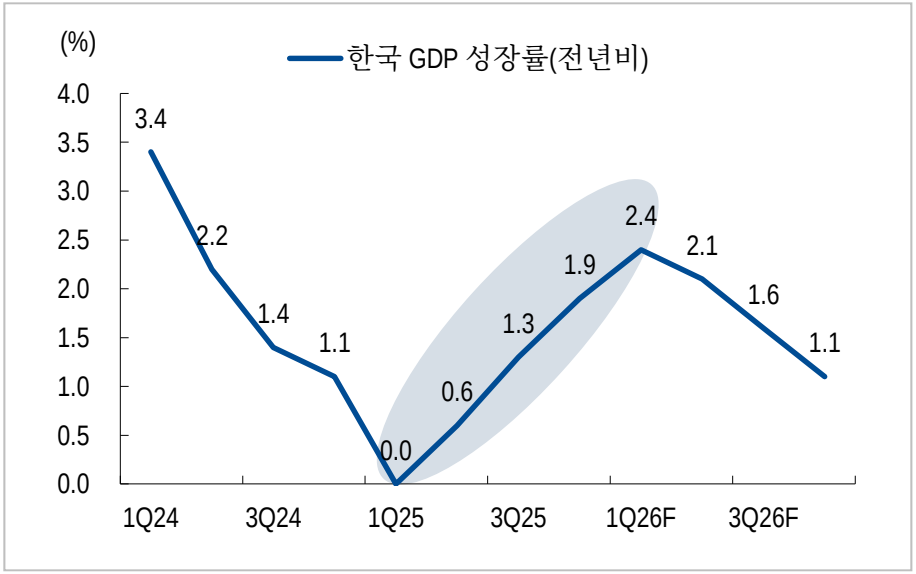


자료: 한국은행, NH투자증권 리서치본부
주: 소비자심리지수: 장기평균치(2003년 1월 ~ 2024년 12월)를 기준값 100으로 하여 100보다 크면 장기평균보다 낙관적임을, 100보다 작으면 비관적임을 의미

민간소비, 상반기가 더욱 강하다

- 2026년 한국 GDP는 전년 대비 1.8% 증가하며 회복세를 보일 전망. 유통산업과 관련이 큰 민간소비 또한 동일하게 1.8% 성장 추정
- 2025년 기저효과를 고려할 때 하반기보다는 **상반기 민간소비 개선 효과가 더욱 도드라질 것으로 추정(상반기: +2.3%, 하반기: +1.4%)**
- 민간소비 회복은 개별 유통 기업들의 기존점 매출 회복으로 이어질 것으로 기대함. 2025년 상반기 탄핵 여파 등으로 인해 주요 오프라인 유통 기업들의 매출 기저가 낮다는 점을 함께 고려할 때 모든 2026년 상반기 유통 채널에서 강한 매출 반등이 나타날 확률이 높다는 판단
- 하반기는 '민생회복 소비쿠폰' 지급이 있었던 만큼 반대로 부담 요인 존재. 종합적으로 고려할 때 2026년 유통산업 실적은 상고하저 흐름을 보일 것으로 전망하며 상반기 업종에 대한 비중 확대 전략 제시

한국 GDP 성장률은 상반기 강세를 보일 전망



자료: 통계청, NH투자증권 리서치본부

하반기는 소비쿠폰 관련 기저부담 존재

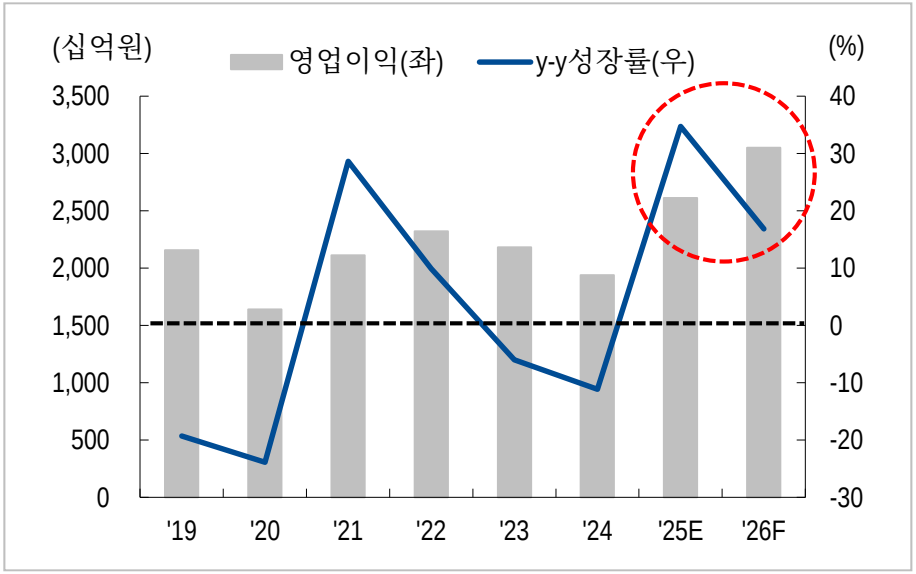
구분	내용
지원금액	- 1인당 15~55만원, 소득별 맞춤형 지원 및 단계적 지급
지원방식	- 1차: 전국민 1인당 15만~40만원 우선 지급 - 2차: 전국민 90%(상위 10% 제외)에게 1인당 10만원 지급
신청 및 지급 기간	- 1차: 2025.07.21(월)~2025.09.12(금) - 2차: 2025.09.22(월)~2025.10.31(금)
사용처	- 지역사랑상품권: 지역사랑상품권 가맹점 - 신용/체크/선불카드: 연 매출액 30억원 이하 매장
사용기한	- 2025.11.30(일)까지

자료: 행정안전부, NH투자증권 리서치본부

실적 기반의 밸류에이션 회복 기대

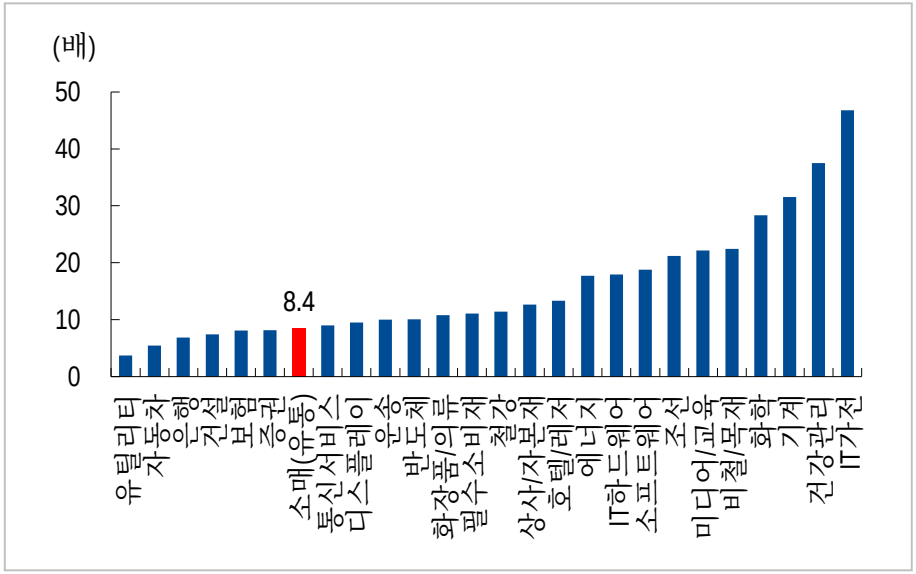
- 현재 유통 업종 PER 밸류에이션(2026년 기준)은 8.4배에 불과하며 이는 한국 주식시장 평균 대비 낮은 수준
- 인구 수 감소 등 사회구조적 요인으로 인해 중장기 내수 시장 성장성 우려가 존재하며 이에 따른 밸류에이션 할인 자체를 부정할 수는 없음
- 다만, 거시적 관점에서의 과도한 우려로 인해 현재의 실적 개선이 지나치게 평가절하되고 있다고 판단됨. 2025년 하반기부터 시작된 소비환경 개선 및 **개별 기업들의 실적 반등은 2026년에도 지속될 가능성이 높은 만큼 실적 기반의 밸류에이션 회복 기대**
- 특히, 앞서 언급한 바와 같이 실적 모멘텀이 더욱 강할 것으로 추정되는 상반기를 업종 투자 비중을 늘려야 하는 시점으로 제시

유통 업종, 2년 연속 두 자릿수 영업이익 성장 기대



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

유통 업종 PER은 낮은 편



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

저평가 해소를 위한 기업들의 노력도 동반되는 중

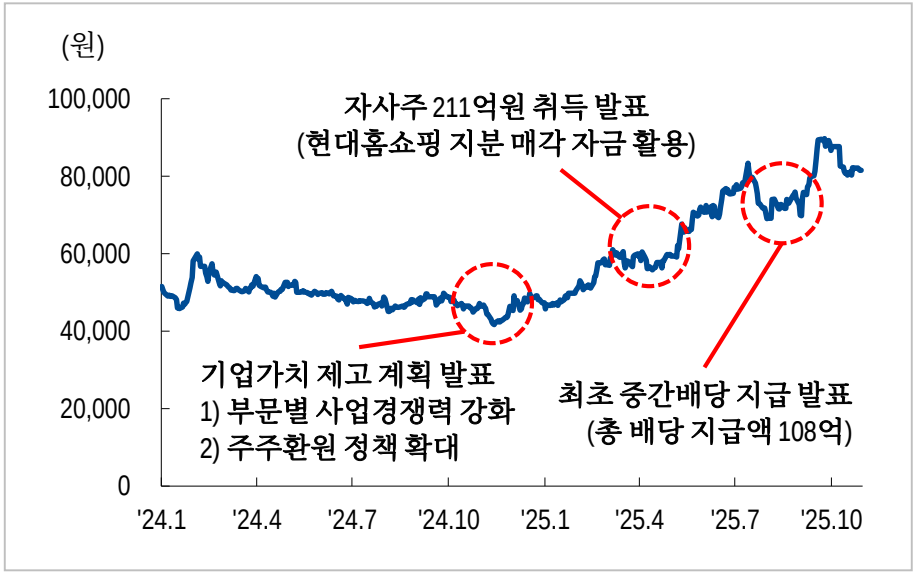
- 밸류에이션 저평가 해소를 위한 기업들의 노력 또한 동반되는 중. 과거 유통 기업들은 주주환원 관점에서 부족한 모습을 보였던 것이 사실이나 현재는 대부분 기업가치 제고를 위해 1) 정량화된 사업 목표 제시, 2) 배당 증가 및 자사주 소각 등을 추진하고 있음
- 주주환원 측면에서 가장 적극적인 모습을 보였던 현대백화점이 2025년 업종 내 주가 상승폭이 가장 컸다는 점에 주목해야 함. 물론, 실적 개선 등의 요인도 뒷받침되었지만 주주가치 확대를 위한 노력이 투자심리에 긍정적 영향을 미쳤기 때문으로 판단
- 주요 기업들의 구조조정 작업이 마무리되며 본격적인 실적 증가 국면으로 진입한 만큼 주주환원을 위한 재원 또한 증가할 것으로 기대

주요 유통기업들의 기업가치 제고 계획 발표 현황

기업	주요 내용
롯데쇼핑	- '30년 해외사업 매출액 3조원 - '24~'26년 주주환원율 ≥ 35% - 최소 DPS 3,500원
이마트	- '27년 매출 34조원, 영업이익 1조원 목표 - '25~'27년 최저배당 25% 상향 - '25~'26년 자사주 2% 이상 소각
신세계	- '30년 매출 10조원, '27년 ROE 7% 목표 - 향후 3년 자사주 매년 20만주 이상 소각, DPS 30% 이상 점진적 확대
현대백화점	- '27년 ROE 6% 이상 목표 - 반기 배당 최소 100억원 이상, 연간 배당 총액 500억원 수준으로 단계적 확대 지향
BGF리테일	- '28년 매출액 10조원, 영업이익 3,000억원 목표 - 주주환원율 40%

자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

현대백화점의 주주환원 확대와 주가 추이

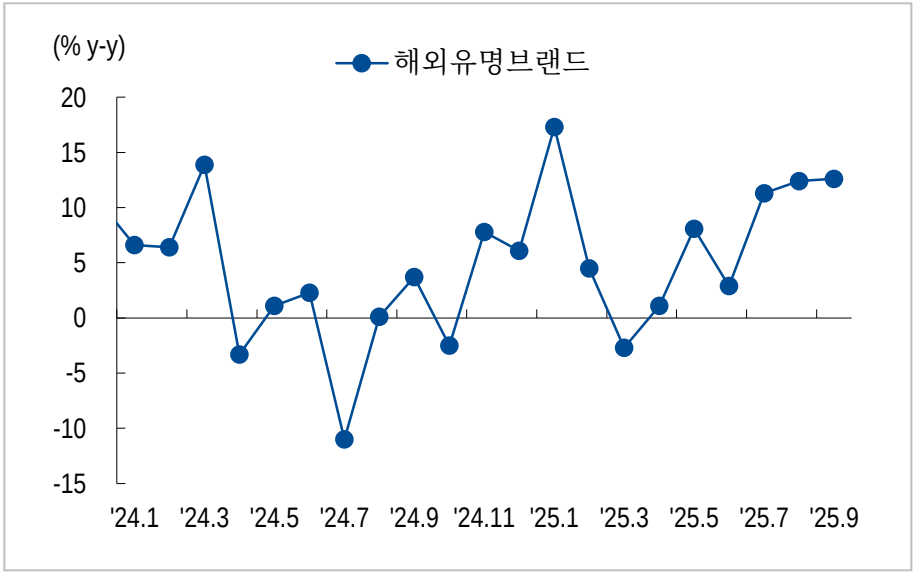


자료: 현대백화점, NH투자증권 리서치본부

백화점 – 소비심리 개선과 함께 간다

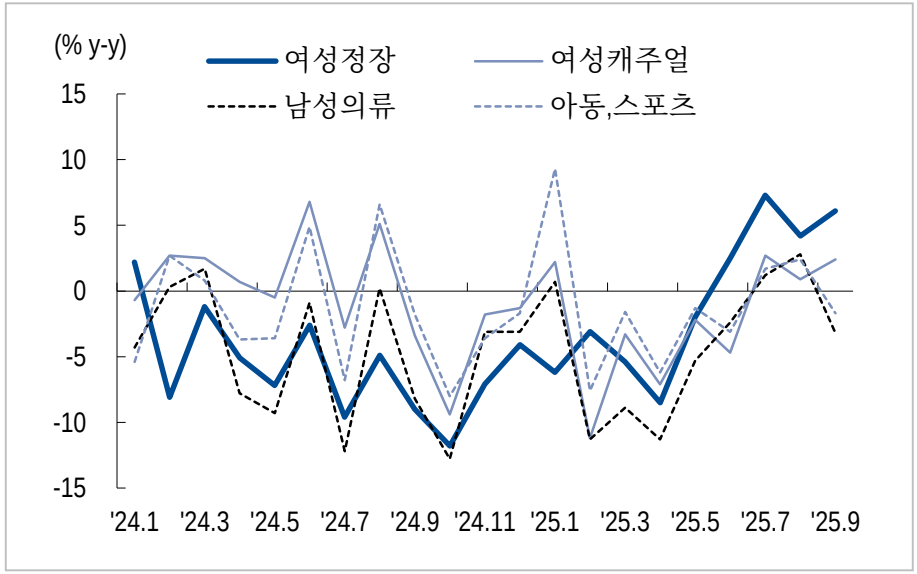
- 2026년 백화점 기존점 성장률은 +5% 전망. 소비심리 반등과 함께 매출 개선이 가장 빠르게 나타나고 있는 업종. '민생회복 소비쿠폰' 사용 불가 업종임에도 불구하고 매출 개선이 빠름. 개선된 소비심리가 백화점 소비에 긍정적 영향을 미치고 있다고 판단됨
- 명품 카테고리가 고성장을 지속하고 있는 가운데 수년간 부진이 지속되던 의류 매출마저 반등하고 있다는 점이 고무적. 의류는 가장 마진이 높은 카테고리에 해당하는 만큼 매출 뿐 아니라 수익성 지표 측면에서도 개선 요인에 해당
- 2025년 상반기는 정치적 불확실성 확대로 인해 백화점 산업 매출이 부진했던 시기인 바 기저 부담이 낮은 편. 종합적인 요인들을 고려할 때 백화점 기업들의 실적 또한 하반기보다는 상반기에 강세를 보일 것으로 추정

해외 유명 브랜드 성장률 추이



자료: 산업통상부, NH투자증권 리서치본부

백화점 비식품 주요 카테고리별 성장률 추이



자료: 산업통상부, NH투자증권 리서치본부

백화점 – 소비심리 개선과 함께 간다

- 주요 백화점 기업 중 **가장 높은 매출 성장률을 기록할 것으로 예상되는 기업은 신세계**. 주요 백화점 3개사 중 명품 구성비가 가장 높은 만큼 영업 환경이 유리하며 2025년 진행한 주요 점포 리뉴얼 효과가 본격적으로 반영되기 때문
- 신세계 강남점 식품 리뉴얼이 8월 마무리되었고 12년 만에 최대 규모 리뉴얼을 진행한 신세계 본점 또한 10월 공사 완료. 감가상각비 증가 영향이 존재하지만 이를 상쇄할 만큼의 매출 성장이 예상되는 만큼 영업이익 또한 전년 대비 증가 추세로 전환 가능할 것
- 현대백화점과 롯데백화점의 경우 리뉴얼 및 신규 출점 효과는 제한적이겠으나 외국인 방한 고객 증가에 따른 매출 성장 효과 기대

12년 만에 최대 규모 리뉴얼을 진행한 신세계 본점



자료: 신세계, NH투자증권 리서치본부

방한 외국인 카드 이용 건수 순위

순위	기업명	매장명
1	현대백화점	더현대 서울
2	CJ올리브영	CJ올리브영 명동타운
3	신세계	스타필드 코엑스몰
4	롯데쇼핑	롯데백화점 본점
5	홈플러스	홈플러스 안양점
6	신세계	신세계백화점 센텀시티
7	CJ올리브영	CJ올리브영 홍대타운
8	롯데물산	롯데월드몰
9	CJ올리브영	CJ올리브영 N성수

주: 2025년 1~4월 기준
자료: 하나카드, NH투자증권 리서치본부

면세점 – 최악의 구간은 지났다

- 2026년 면세점 업태는 **외형 성장이 제한적이겠으나 구조조정에 힘입은 수익성 회복이 본격적으로 나타날 전망**
- 대표적 면세점 사업자인 호텔신라는 인천공항점(DF1 권역)과 마카오 국제공항점의 영업 중단을 결정. 특히, 영업손실 규모가 컸던 인천공항점 철수에 따른 수익성 개선이 2026년 2분기부터 반영될 전망. 연간 기대 효과는 영업이익 기준 400억원 규모로 추정
- 신세계 또한 호텔신라에 이어 인천공항점(DF2 권역) 영업 중단 예정이며 영업이익 기준 연간 400억원 수준의 개선 효과가 있을 것
- 현대백화점의 경우 시내 면세점 효율화를 통해 2025년 하반기 흑자전환에 성공했으며 이와 같은 수익성 중심의 사업구조를 유지할 계획

호텔신라 인천공항 DF1권역 영업정지 내용 정리

구분		내용
영업정지 내용		인천공항점 DF1권역 영업 중단
영업정지 내역	영업정지금액(원)	429,273,373,780
	최근매출총액(원)	3,947,552,203,343
	매출액 대비(%)	10.9
영업정지사유		과도한 적자로 지속운영가치가 청산가치보다 적다고 판단
영업정지영향		단기적으로는 매출 감소 예상되나, 중장기적으로 재무개선 효과 기대
영업정지일자		2026년 03월17일

자료: 호텔신라, NH투자증권 리서치본부

신세계 인천공항 DF2권역 영업정지 내용 정리

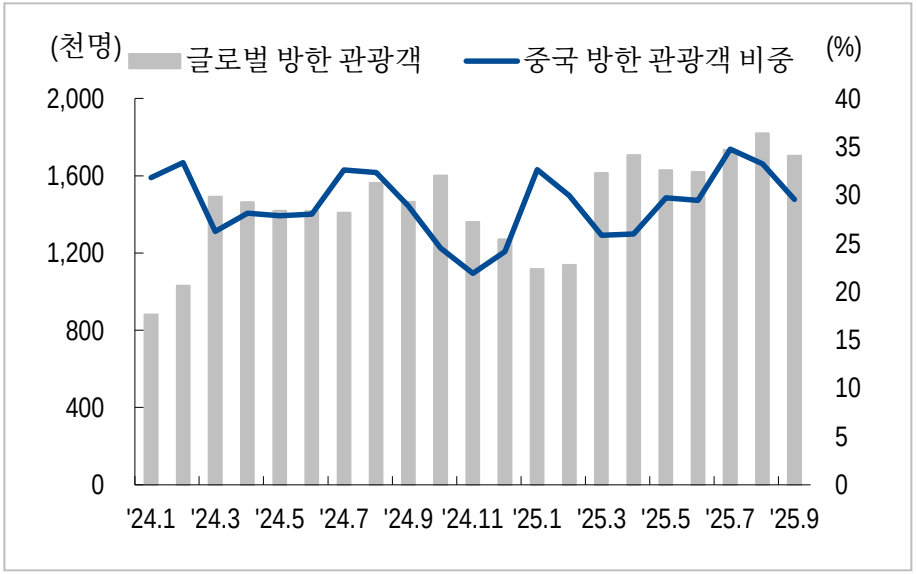
구분		내용
영업정지 내용		인천공항점 DF2권역 영업 중단
영업정지 내역	영업정지금액(원)	403,871,149,262
	최근매출총액(원)	6,570,412,728,809
	매출액 대비(%)	6.15
영업정지사유		영업 지속시 적자 증가 예상에 따라 수익성 제고를 위한 운영 효율화
영업정지영향		면세사업권 2권역 매출 감소 예상되나 중장기적으로 재무개선 효과 기대
영업정지일자		2026년 04월28일

자료: 신세계, NH투자증권 리서치본부

면세점 – 최악의 구간은 지났다

- 시내 면세점은 수익성이 낮은 다이공(보따리상) 비중을 낮추고 개별 여행객 중심의 영업을 통해 안정적인 수익 구조를 확보한 상황. 방한 외국인 증가 추세가 지속되고 있는 만큼 시내점의 영업 환경은 2025년 대비 개선될 것으로 추정
- 매출 성장을 위한 무리한 판촉비 및 알선수수료 경쟁이 재발할 가능성은 낮으며 **현재 수준의 수익성 구조를 유지하는데 주력할 것으로 보임**
- 중국 단체 관광객에 대한 한시적 무비자 정책 시행은 지켜보아야 할 변수. 단체 여행 상품에 면세점 방문 코스가 포함된 경우가 대부분인 만큼 개별 여행객의 소비보다는 시내 면세점에서의 소비 발생을 촉진할 가능성 높은 바 단체 관광 수요 증가가 확인될 경우 긍정적 영향 미칠 것

방한 외국인 추이



자료: 한국관광데이터랩, NH투자증권 리서치본부

외국인 관광객 유치 확대 정책

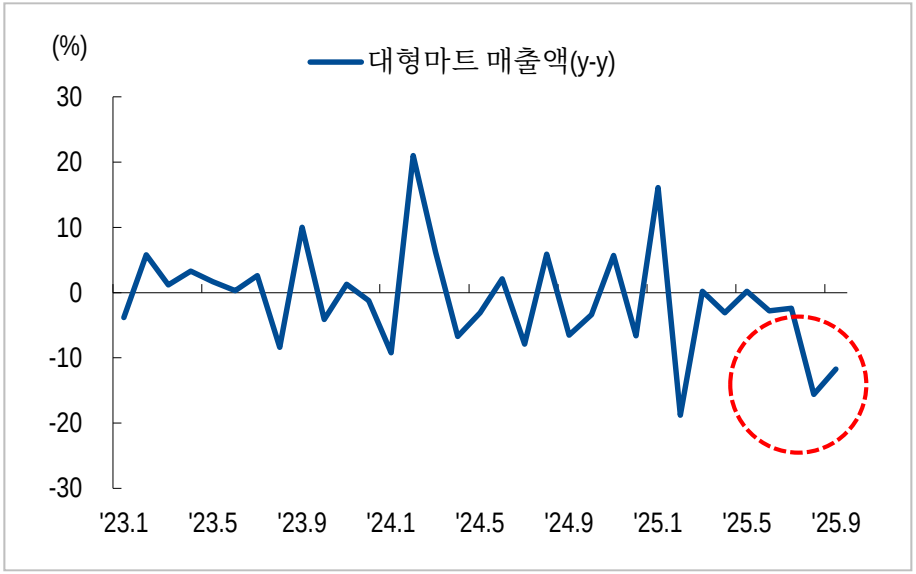
정책	내용
중국 단체 관광객 무비자 입국 허용	- '25.09.29~'25.06.30 중국 단체 관광객 대상 무비자 입국 허용 - 정책 시행을 통해 추가 방한 수요 유발하여 지역 경제 활성화하는 등 실질적 내수 진작 효과 기대
우대심사대 혜택 대상 확대	- 국제회의 등 MICE 행사 참가를 위해 방한하는 주요 외국인 대상 입국심사 간소화 제도 시범 운영('24.10~'25.12) - 우대심사대 적용 대상 외국인 참가자 기준 500명 이상에서 300명 이상으로 완화 - 2026년부터 정식적으로 제도화 계획

자료: 법무부, NH투자증권 리서치본부

할인점 – 상위사업자 시장 점유율 확대

- 2026년 할인점 기존점 성장률은 Flat 추정. 다만, 상위 사업자들은 산업 성장률 대비 +2~3%p 높은 성장률을 기록할 것으로 전망
- 할인점은 '민생회복 소비쿠폰' 관련 부정적 영향이 존재하는 유일한 업태. 지급액의 가장 큰 사용처가 외식이었던 만큼 관련 장보기 수요가 감소했기 때문. 이로 인해 2025년 기저 부담이 크지 않으며 특히 민생회복 소비쿠폰 지급이 있었던 하반기 실적 반등이 강할 전망
- 주요 할인점 기업들은 지난 수년에 걸친 구조조정으로 판관비를 효율화를 했으며 통합매입 등의 시행으로 매출총이익률 또한 개선
- 외부 변수로 인해 매출 회복이 동반되지 않다 보니 2025년에는 수익성 개선 효과가 두드러지지 않았지만, 2026년 기존점 매출 성장과 함께 본격적인 영업이익 증가 국면에 진입하며 기업가치 회복을 경험할 것으로 기대

장보기 수요 감소로 부진했던 할인점



자료: 통계청, NH투자증권 리서치본부

소비쿠폰 사용 불가 업종으로 부정적 영향 존재

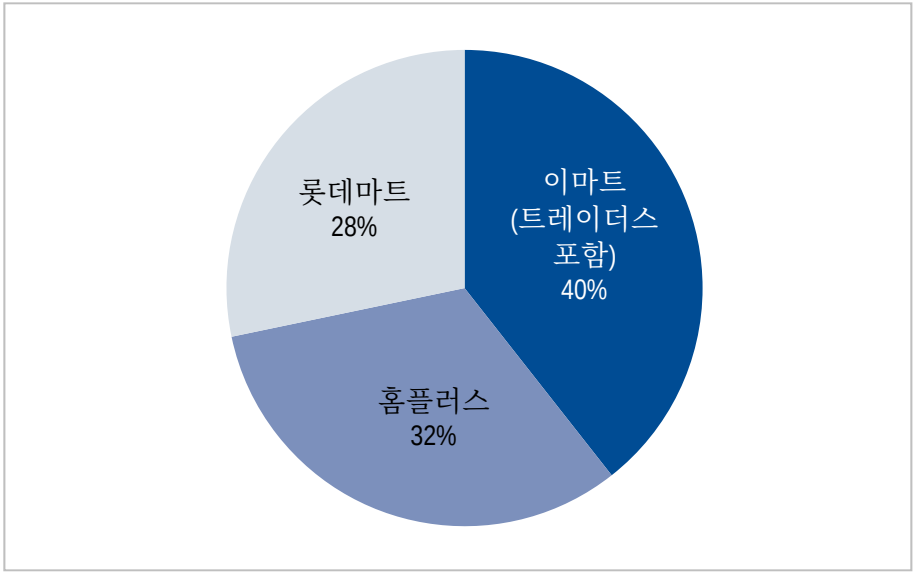
사용가능 업종 예시	사용불가 업종 예시
전통시장, 동네마트, 식당, 카페	대형마트, SSM(기업형 슈퍼마켓)
의류점, 미용실, 안경원	백화점, 면세점
교습소·학원, 약국	대형 외국계 매장, 대형 전자제품 판매장
소상공인이 독립적으로 운영하는 대형마트 및 백화점 임대매장	온라인 전자상거래(쇼핑몰, 배달앱 등)
프랜차이즈 가맹점(편의점, 치킨집 등)	유흥·사행업종, 환금성 업종, 보험업
읍·면지역 일부 하나로마트	조세·공공요금, 교통·통신요금 자동이체
일부 로컬푸드직영매장	프랜차이즈 직영점
지역소비자협동조합 매장	PG 결제 시스템을 사용하는 키오스크·테이블주문시스템

자료: 행정안전부, NH투자증권 리서치본부

할인점 – 상위사업자 시장 점유율 확대 전망

- 2026년은 할인점 업태 상위 사업자들의 시장 점유율 확대 현상이 본격화될 것으로 추정
- 기업회생절차를 신청 중인 홈플러스는 LOI(인수의향서) 접수 과정에서 2개 기업이 참여한 것으로 확인되나 실제 거래 종결까지는 다소 시간이 소요될 수밖에 없어 보임. 홈플러스는 2025년 15개 점포 폐점을 계획하였으나 매수자가 결정 되기 전까지 폐점을 잠정 중단하겠다고 밝힌 상황이며, 종합적으로 볼 때 **홈플러스 영업 상황이 단기간 내에 개선되기는 어렵다는 판단**
- 업계 3위에 해당하는 롯데마트 역시 외형 확대가 아닌 수익성 회복에 초점을 맞추는 전략을 펼치고 있는 상황. 즉, 상위 사업자인 **이마트의 경쟁 강도는 완화될 수밖에 없는 환경이며 산업 내 성과 차별화 통해 시장 지배력을 강화**할 가능성 높음

국내 할인점 업태 시장 점유율 현황



자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

홈플러스 점포 폐점 타임라인 및 매각 현황

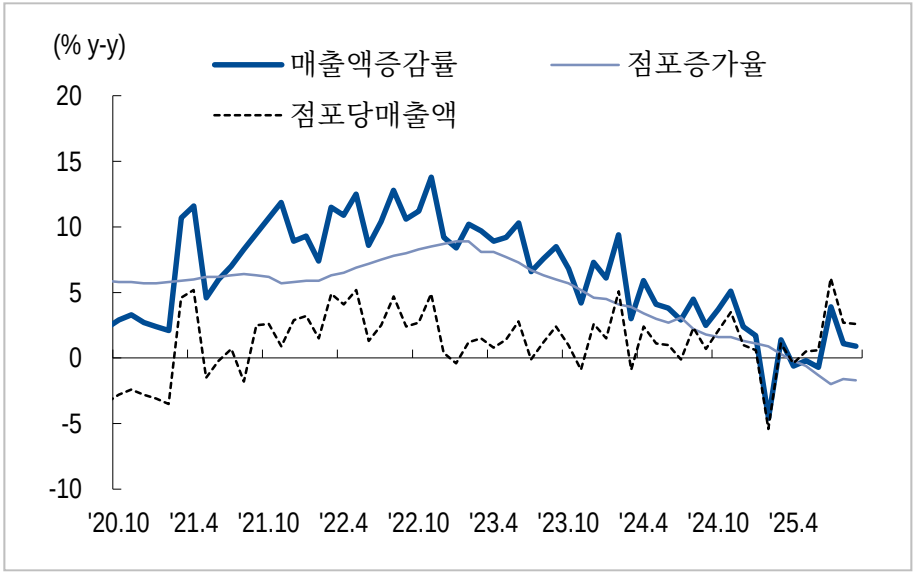
연도	내용	점포 수(개)
'21	대구점, 둔산점 등 총 5 곳 폐점	135
'22	동대전점, 가야점 총 2곳 폐점	133
'23	부산 연산점, 해운대점 총 2곳 폐점	131
'24	부산 서면점, 목동점 등 총 5곳 폐점	126
'25.11	부천 상동점, 대구 내당점 등 총 3곳 폐점	123
'25.11~'25.12	시흥점, 계산점 등 총 15곳 폐점 계획 (매수자 결정까지 보류)	108

자료: 언론보도, NH투자증권 리서치본부 정리

편의점 – 성장률 회복이 필요

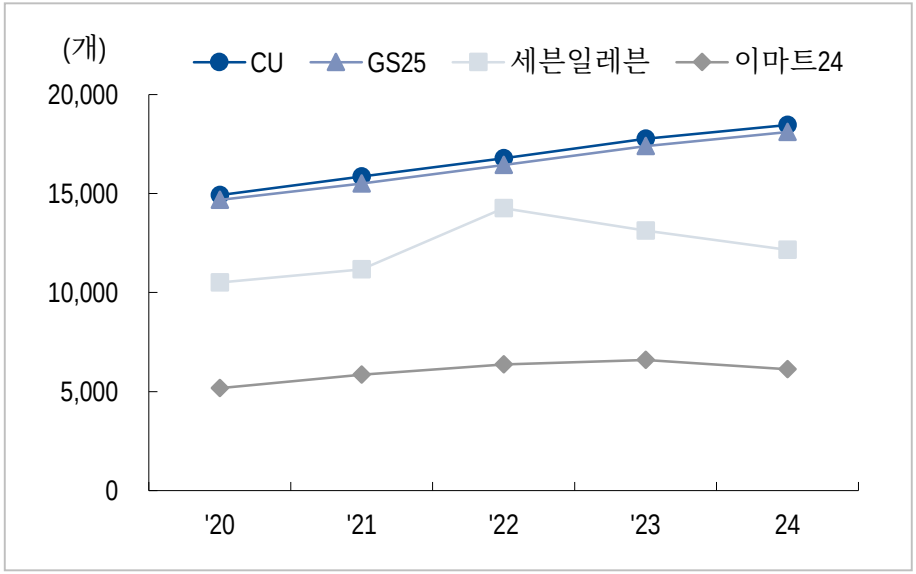
- 2026년 편의점 업태 성장률은 +4% 전망(기존점 성장률 +2%, 출점 효과 +2%)
- 편의점 업태 매출 성장률이 과거대비 큰 폭 낮아짐에 따라 중장기 성장 방안에 대한 고민이 깊어진 상황. BIG 2 사업자(CU, GS25)는 연간 200~300개 수준의 점포 순증을 이어 나가고 있지만 국내 편의점 시장 포화가 시작된 만큼 점포 출점 확대 여력은 크지 않음
- '민생회복 소비쿠폰' 관련 매출 수혜가 있었던 2025년과 달리 2026년에는 상품 차별화 등을 통한 자체적인 성장 방안 모색 필요
- 현재 편의점 기업들의 밸류에이션은 역대 최저 수준으로 하락해 있는 만큼 추가적인 하락 가능성은 제한적이겠으나 유의미한 **기업가치 반등을 위해서는 보다 구체적인 성장 전략이 제시되어야 할 것으로 판단**

소비쿠폰 효과로 매출 반등이 있었던 2025년 하반기



자료: 산업통상부, NH투자증권 리서치본부

국내 편의점 기업 점포 수 추이

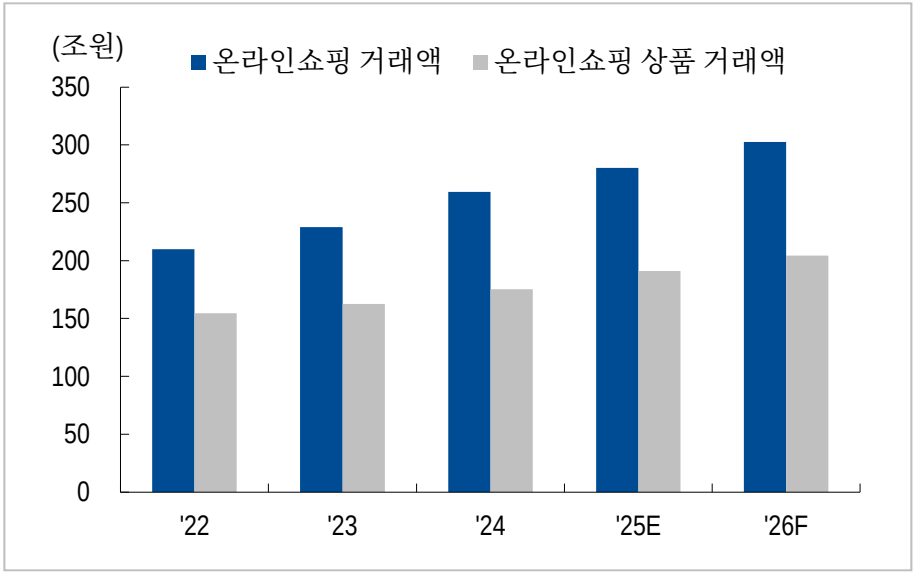


자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

온라인 – 온라인 침투율 30% 돌파 전망

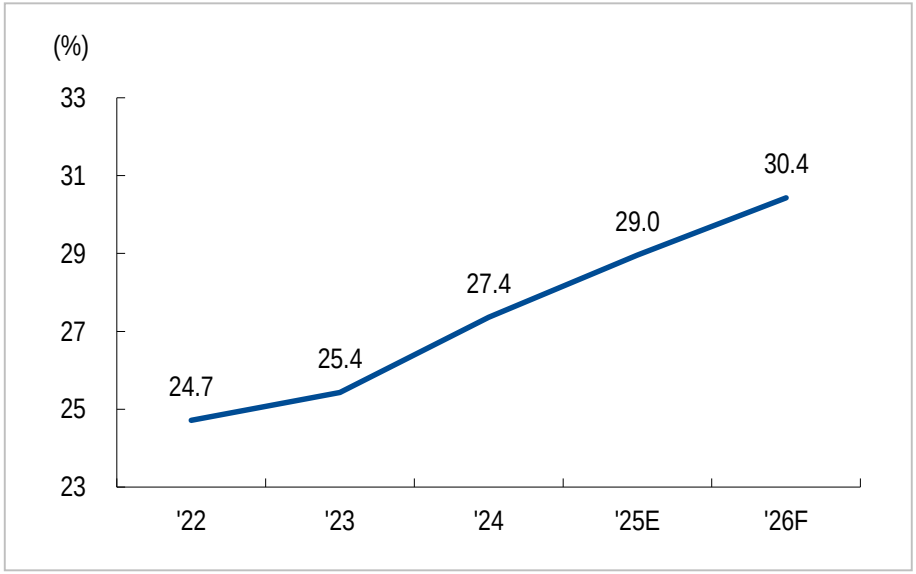
- 2026년 한국 온라인쇼핑 거래액은 303조원(+8% y-y), 온라인쇼핑 상품거래액은 204조원(+7% y-y)으로 추정. 소비심리 개선과 함께 온라인 쇼핑 시장도 회복세를 보이고 있으며 상반기 기저가 낮은 만큼 높은 성장률이 유지될 가능성 높다고 판단
- 이에 따른 온라인 침투율은 30.4%(+1.4%p y-y)로 **2023년 온라인쇼핑동향통계 개편 이후 처음으로 30%를 넘어설 것으로 전망**
- 산업 성장은 지속되고 있으나 개별 기업들은 명암이 갈릴 것. 쿠팡과 네이버로 대표되는 상위 사업자들은 압도적인 고객 수를 기반으로 시장 지배력을 확대해나가겠으나, 그 밖의 사업자들은 외형 성장보다는 수익성 개선에 초점을 맞춘 전략을 펼칠 수밖에 없을 것

2026년 온라인쇼핑 거래액 303조원 추정



자료: 통계청, NH투자증권 리서치본부

2026년 온라인 침투율 30.4%로 제시



자료: 통계청, NH투자증권 리서치본부

유통

투자유망종목 1: 신세계(004170.KS) - 목표주가 250,000원

- 2026년 연결 기준 매출액과 영업이익은 각각 6조9,111억원(-0.4% y-y), 5,419억원(+12.9% y-y) 전망. 매출 감소는 면세점의 인천공항점 2권역 사업권 반납에 따른 영향이며 이를 제외한 주요 사업 부문들은 외형 성장 이어갈 것
- 소비심리 회복 및 외국인 매출 증가에 힘입은 국내 백화점 고성장이 예상되는 가운데, 동사는 주요 점포(강남점 식품관, 본점 명품관) 리뉴얼 효과가 더해지며 산업 내에서 가장 높은 기존점 매출 성장률을 기록할 것으로 전망
- 2025년은 감가상각비 증가 영향으로 수익성 개선이 더뎠으나 기존점 매출 성장률이 확대됨에 따라 2026년에는 본격적으로 영업이익 또한 증가 국면에 진입할 것으로 기대. 실적 개선에 따른 밸류에이션 저평가 또한 해소될 것으로 제시

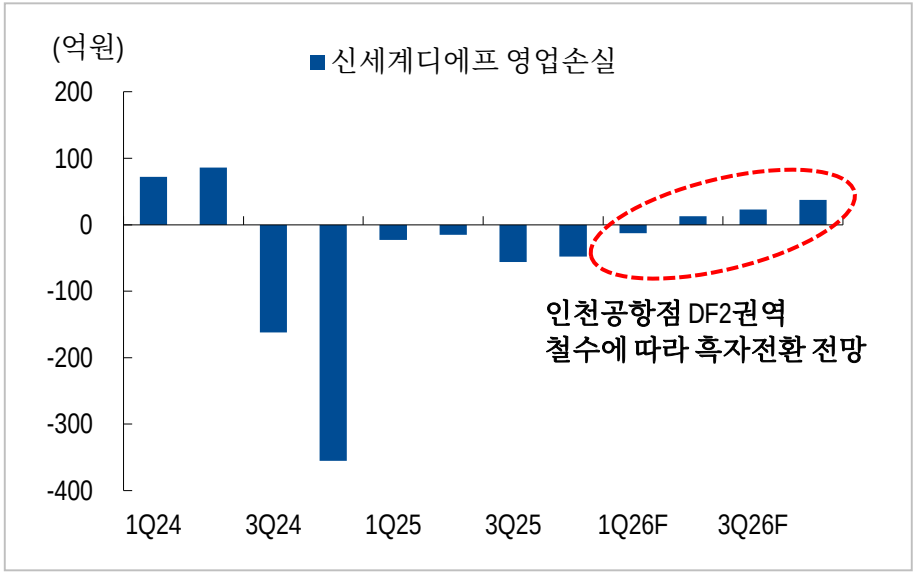
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	6,570	6,941	6,911	7,067
영업이익	477	480	542	602
영업이익률 (%)	*7.3*	*6.9*	*7.8*	*8.5*
EBITDA	958	978	1,036	1,095
순이익	187	135	311	338
지배지분 순이익	108	108	252	264
EPS (원)	10,948	11,179	26,142	27,348
PER (배)	12.1	17.2	7.3	7.0
PBR (배)	0.3	0.4	0.4	0.4
ROE (%)	2.5	2.5	5.7	5.7
Net Debt(-Cash)	3685	3685	3685	3685

현재가(11/7, 원)	192,000	외국인지분율	14.5%
시가총액(십억원)	1,851.9	배당수익률('25E)	2.3%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

인천공항 DF2권역 영업 종료에 따른 실적 개선 전망



자료: 신세계, NH투자증권 리서치본부 전망

유통

투자유망종목 2: 현대백화점(069960.KS) - 목표주가 110,000원

- 2026년 연결 기준 매출액과 영업이익은 각각 4조4,922억원(+3.1% y-y), 4,749억원(+18.1% y-y) 전망
- 본업인 **백화점 부문은 내수 소비 회복과 더불어 방한 외국인 증가 수혜가 예상됨**. 더현대서울(여의도)과 무역점(코엑스)를 중심으로 외국인 매출이 빠르게 증가하고 있으며 코로나19 발생 이전인 2019년 1.5% 수준에 불과했던 외국인 매출 비중은 2026년 7%를 넘어설 전망
- 면세점 부문은 시내점 운영 효율화(동대문점 폐점, 무역점 영업면적 축소)에 따른 매출 감소 불가피. 다만, 부진 사업장 축소에 따른 수익성 개선이 예상되는 만큼 연간 안정적인 흑자 기조를 이어갈 가능성이 높다고 판단
- 유통기업 중 주주환원 측면에서 가장 적극적이라는 점도 동사의 투자 매력을 높이는 요인

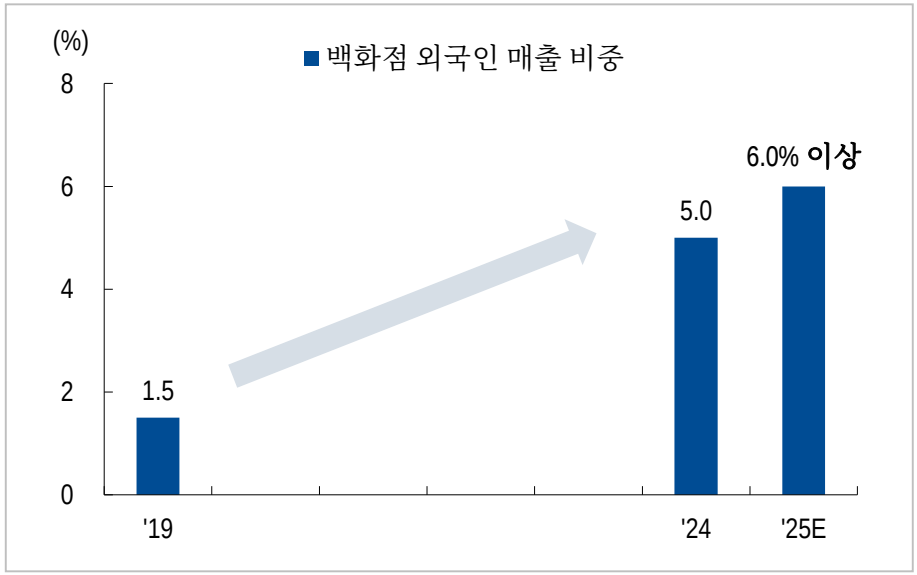
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	4,188	4,358	4,492	4,644
영업이익	284	402	475	513
영업이익률 (%)	*6.8*	*9.2*	*10.6*	*11.0*
EBITDA	712	828	900	945
순이익	-1	243	308	345
지배지분 순이익	-36	207	268	300
EPS (원)	-1,543	9,133	11,830	13,249
PER (배)	N/A	10.0	7.7	6.9
PBR (배)	0.2	0.5	0.4	0.4
ROE (%)	-0.8	4.6	5.7	6.1
Net Debt(-Cash)	1,702	1,519	1,227	1,190

현재가(11/7, 원)	91,400	외국인지분율	24.1%
시가총액(십억원)	2,068.3	배당수익률('25E)	2.1%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

현대백화점 외국인 매출 비중



자료: 현대백화점, NH투자증권 리서치본부 전망

음식료

해외 성장에 더해지는 국내 회복

I. 국내 가공식품 수요 회복 전망

II. 원자재 가격 부담 또한 완화된다

III. K-Food, 이제는 하나의 문화현상

IV. 투자유망종목

Analyst: 주영훈
Tel 02)2229-6221 | e-mail jooyh@nhsec.com

음식료: 해외 성장에 더해지는 국내 회복

2026년 국내 가공식품 수요 회복이 본격화될 전망이다. 2025년 하반기 소비심리 반등이 시작되었고 민생회복 소비쿠폰 지급되며 대다수의 내수 산업 매출이 반등한 것과 달리 음식료 산업은 웃지 못했다. 오히려 부정적 영향마저 존재했는데, 민생회복 소비쿠폰 지급액 상당분이 외식산업으로 유입되며 장보기 수요가 감소한 영향이다. 2026년에는 이러한 외부 요인들이 사라졌으며 기저 부담 또한 낮아져 있는 만큼 소비심리 개선에 따른 수요 회복을 예상한다. 제품 가격(P) 인상 가능성은 높지 않지만 수요(Q) 회복에 따른 매출 증가가 기대되는 한 해다.

K-Food 모멘텀은 이제 하나의 문화현상으로 자리매김했다. K-Food의 미디어 노출 증가에 따라 수요 또한 지속적으로 확대되고 있다. 음식료 기업들도 관련 컬래버 제품을 출시하는 등 과거에 비해 적극적인 마케팅에 나서며 성장에 박차를 가하고 있다. 이러한 현상은 단기간에 그칠 것으로 보이지 않으며 중장기적인 관점에서 음식료 산업 성장을 이끄는 요인으로 작용할 것이다.

투자유망종목으로는 삼양식품과 롯데웰푸드를 제시한다. 삼양식품은 불닭볶음면의 수요가 견조한 가운데 2025년 4분기 진행한 미국 가격인상 효과까지 더해질 전망이다. 롯데웰푸드는 국내외 수요 회복과 더불어 주요 원재료에 해당하는 카카오 가격 하락에 따른 수익성 개선이 기대된다.

I. 국내 가공식품 수요 회복 전망

신정부 출범 이후 소비심리 개선이 시작되었음에도 불구하고 음식료 사업은 그 수혜를 크게 보지 못했다. 민생회복 소비쿠폰 지급액 상당수가 외식에서 사용되면서 내식과 관련이 높은 가공식품 수요에 부정적 영향을 미쳤기 때문으로 추정된다. 다만, 2026년에는 이러한 변수들이 소멸되는 만큼 본격적인 수요 개선이 시작될 전망이다. 정부의 물가 안정 목표를 고려할 때 제품 가격 인상 효과는 크지 않겠으나 수요 회복 중심의 매출 성장을 기대해볼 수 있다는 판단이다.

II. 원자재 가격 부담 또한 완화된다

음식료 업종 원가 추정에 있어 가장 중요한 3대 곡물(소맥, 옥수수, 대두) 가격은 2025년 하반기 들어 하향 안정화된 상황이다. 원자재 가격이 개별 기업 원가에 반영되기까지 약 2개 분기가량이 소요된다는 점을 고려할 때 이는 2026년 상반기 원가 개선 요인으로 작용할 전망이다. 특히, 카카오 가격이 고점 대비 절반 수준까지 하락했다는 점에 주목할 필요가 있다. 초코 관련 제품을 만드는 기업들의 원가율이 가장 큰 폭 개선될 가능성이 높아 보인다.

음식료: 해외 성장에 더해지는 국내 회복

III. K-Food, 이제는 하나의 문화현상

K-Food는 K-콘텐츠 확산과 함께 빠르게 확대되고 있다. 보수적인 음식료 기업들도 이러한 변화에 발맞추어 컬래버레이션 제품 출시를 확대하는 등 적극적인 모습을 보이고 있다. K-Food의 글로벌 확대는 단기적인 변화가 아니라 중장기 관점에서 산업 성장을 이끌 것으로 기대한다. 높아진 해외 매출 비중은 내수 기업이라는 한계를 극복하게 하는 요인이라 밸류에이션 할증 요인에 해당하는 만큼 지속적으로 해외 사업에서 성과를 거두는 업체들에 주목해야 한다는 판단이다.

IV. 투자유망종목

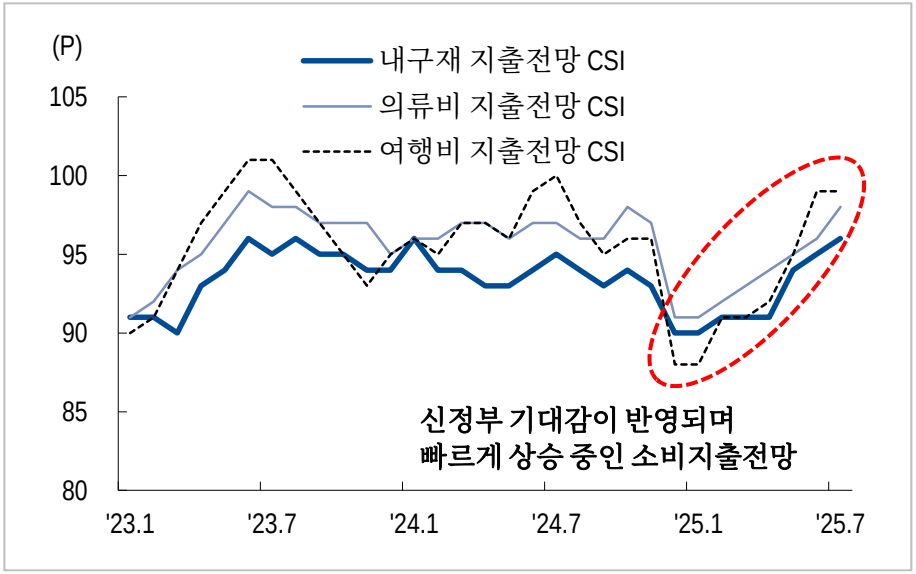
국내 수요 회복과 더불어 해외 사업 확대가 지속되고 있는 음식료 업종에 대해 Positive 의견을 제시한다. 투자유망종목은 삼양식품과 롯데웰푸드다. 삼양식품의 불닭볶음면은 K-Food 중에서 가장 압도적인 해외 성과를 이어 나가고 있다. 공장 증설 효과까지 더해지고 있는 만큼 2026년에도 실적 성장세는 멈추지 않을 것이다. 롯데웰푸드는 최근 급격하게 하락하고 있는 카카오 가격 관련 수혜가 예상된다. 실적 기저 부담이 낮은 만큼 2026년 상반기 영업이익 반등 폭 또한 클 것으로 기대한다.



소비심리 개선과 달리 회복되지 못했던 가공식품 수요

- 신정부 출범 이후 내수 시장 부양에 대한 기대감이 반영되며 CCSI(소비자심리지수)는 7년 7개월 만에 사상 최고치를 경신. 실제로 하반기 민간소비는 회복세를 보이기 시작했으며 의류, 가전 등 수년간 부진이 이어지던 품목들의 매출마저 반등하는 모습이 나타남
- 음식료 업종에서도 하반기 수요 부진 해소 기대감이 형성되었으나 아쉽게도 회복은 이루어지지 못함. 이는 소비 진작을 위해 시행되었던 민생회복 소비쿠폰 지급액 상당수가 외식에서 사용되면서 내식과 관련이 높은 가공식품 수요에 부정적 영향을 미쳤기 때문으로 추정
- 업종 내에서 민생회복 소비쿠폰과 관련되어 수혜가 있었던 항목은 담배, 음료, 빙과 등 외부 활동과 관련이 높은 일부 품목에 불과함

소비지출전망CSI



자료: 한국은행, NH투자증권 리서치본부

소비쿠폰 사용 통계

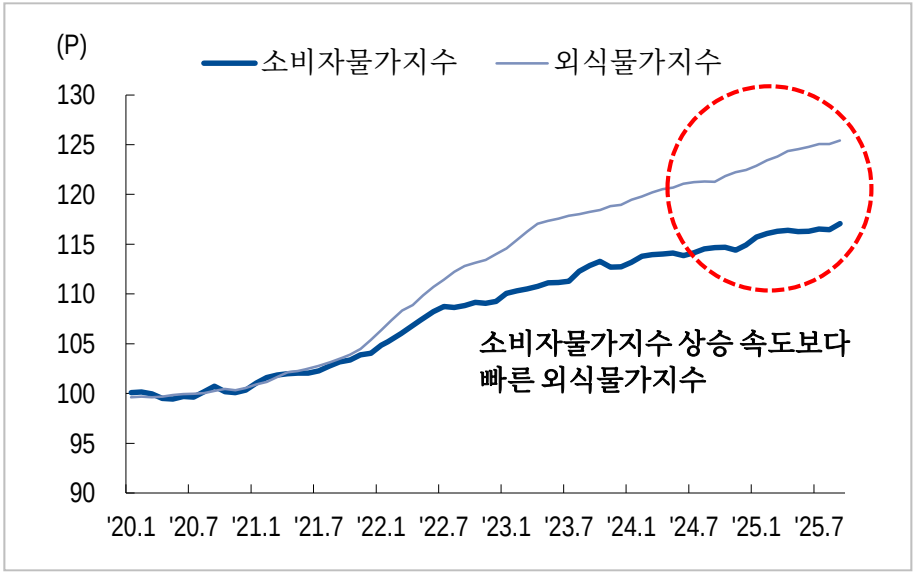
업종	사용액(억원)	비중(%)
대중음식점	10,989	41.4
마트/식료품	4,077	15.4
편의점	2,579	9.7
병원/약국	2,148	8.1
의류/잡화	1,060	4.0
학원	1,006	3.8
여가/레저	760	2.9
주유	407	1.5
기타	3,494	13.2

주: 7월 21일~8월 3일 기준
자료: 행정안전부, NH투자증권 리서치본부

2026년에는 수요 반등이 가능할 것으로 전망

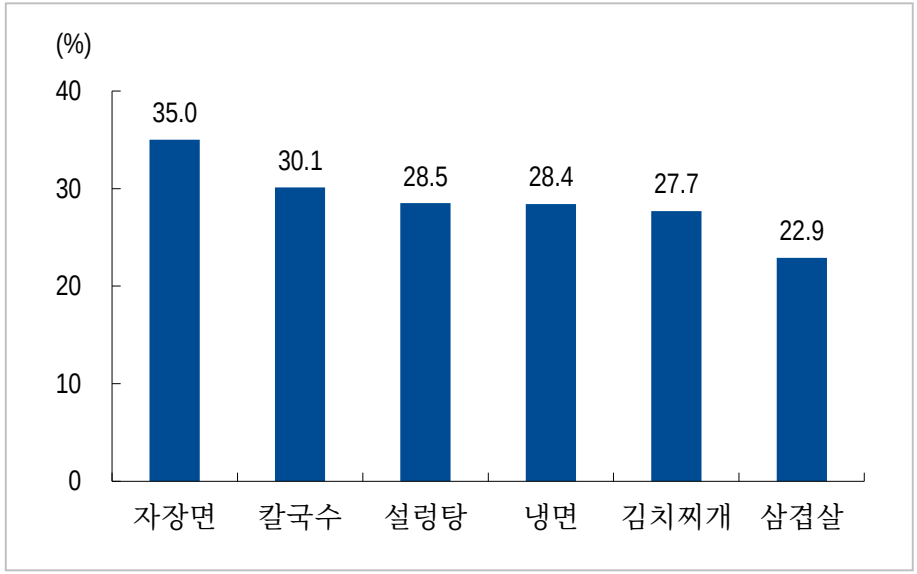
- 국내 가공식품 수요 회복을 전망하는 가장 큰 배경은 높아진 외식물가지수임. 소비자물가지수 자체의 상승세도 이어지고 있으나 외식물가 상승 속도가 훨씬 가파르다 보니 갈수록 격차가 커지고 있음. **소비자들 입장에서는 외식에 대한 부담이 심화될 수밖에 없는 구간**
- 민생회복 소비쿠폰으로 인해 2025년 하반기 외식관련 지출이 일시적으로 증가하였으나, 2026년에는 이와 같은 요인들이 소멸되는 만큼 재차 내식 수요가 회복될 가능성 높다고 판단함
- 투자자들의 관심은 해외 사업 성과에 집중되어 있지만 주요 음식료 기업들의 경우 여전히 80% 이상의 매출이 국내에서 발생하고 있음. 이러한 점을 고려할 때 국내 수요 회복은 음식료 기업들의 연결 실적 개선에 있어 긍정적으로 작용할 것

갈수록 높아지는 외식물가지수



주: 2020.1.1=100pt
자료: 통계청, NH투자증권 리서치본부

2020년 대비 주요 외식 품목 가격 20% 이상 상승



주: 2025년 9월 기준, 2020년 대비 상승률
자료: 통계청, NH투자증권 리서치본부

제품 가격 인상은 녹록지 않을 것

- 2025년 다수의 음식료 기업들은 가격 인상을 진행. 다만, 2026년 음식료 추가적인 제품 가격 인상 가능성은 높지 않다고 판단
- 정부는 현재 물가 안정을 목표로 내세우고 있는 상황. 소비자물가는 현재 2%대 수준으로 유지되고 있는 상황이나 일반 국민들이 체감하는 식료품 물가 상승 추세가 지속되고 있기 때문
- 최근 가격 담합, 음식 중량을 줄이거나 저렴한 부위로 원재료를 변경하며 소비자 체감 물가를 높이는 슈링크플레이션에 대한 점검에 나서고 있는 기조를 고려할 때 식품 기업들이 2년 연속 가격 인상에 나서기는 어려워 보임
- 주요 음식료 기업들의 가격 인상 시점을 고려할 때 상반기까지는 일부 기저 효과가 발생할 수 있겠지만, 종합적으로는 가격(P) 인상 효과보다는 수요(Q) 회복이 2026년 음식료 기업들의 매출 성장을 이끄는 핵심 요인이 될 전망

2025년 상반기에 집중되었던 가격 인상

날짜	식품기업	내용
'25.02	오뚜기	편의점 입고되는 카레, 짜장 분말 및 스프 등 가격 약 12% 인상
'25.02	롯데웰푸드	빼빼로 등 26종 가격 평균 9.5% 인상
'25.02	SPC 도넛	일부 메뉴 가격 평균 6% 인상
'25.03	CJ제일제당	대형마트 판매 비비고 20여종, 스팸 등 대표 제품 가격 인상
'25.03	농심	라면과 스낵 브랜드 중 17개 브랜드 출고가 평균 7.2% 인상
'25.03	OB맥주	주요 맥주제품(카스, 한맥 등) 출고가격 평균 2.9% 인상
'25.04	풀무원	동물복지 목초란 등 계란 가격 평균 6.3% 인상
'25.05	하이트진로	주요 맥주제품(테라, 켈리 등) 출고가격 평균 2.7% 인상
'25.05	빙그레	요플레와 닥터캡슐 등 발효유 제품 가격 인상
'25.05	동서식품	인스턴트 커피, 커피 믹스 등 제품의 출고가격 평균 7.7% 인상
'25.07	동원F&B	덴마크 우유 3종 가격 5% 인상
'25.07	한성기업	크래미 90g, 140g 제품가격 각각 6.7%, 4.5% 인상

자료: 언론종합, NH투자증권 리서치본부

슈링크플레이션(Shrinkflation)

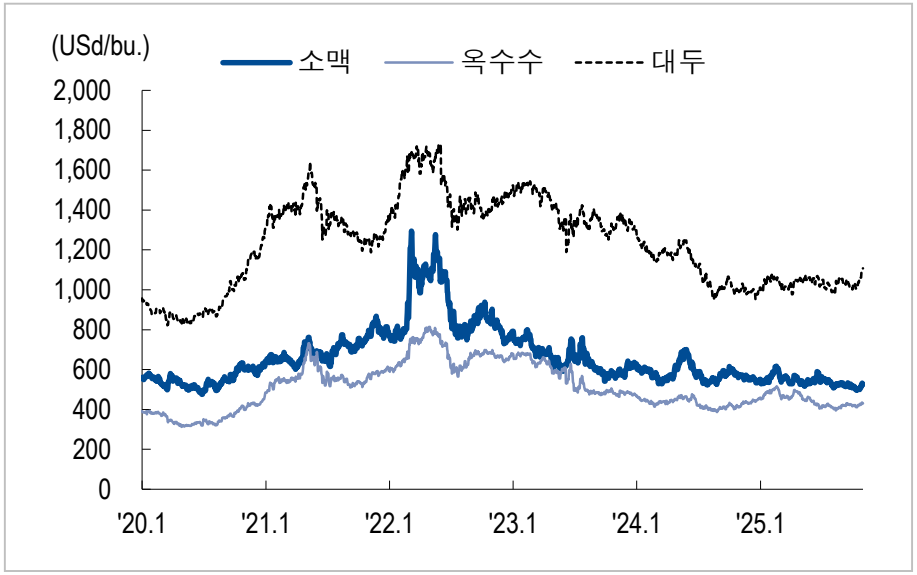


자료: NH투자증권 리서치본부

원가 상승 부담 완화 전망

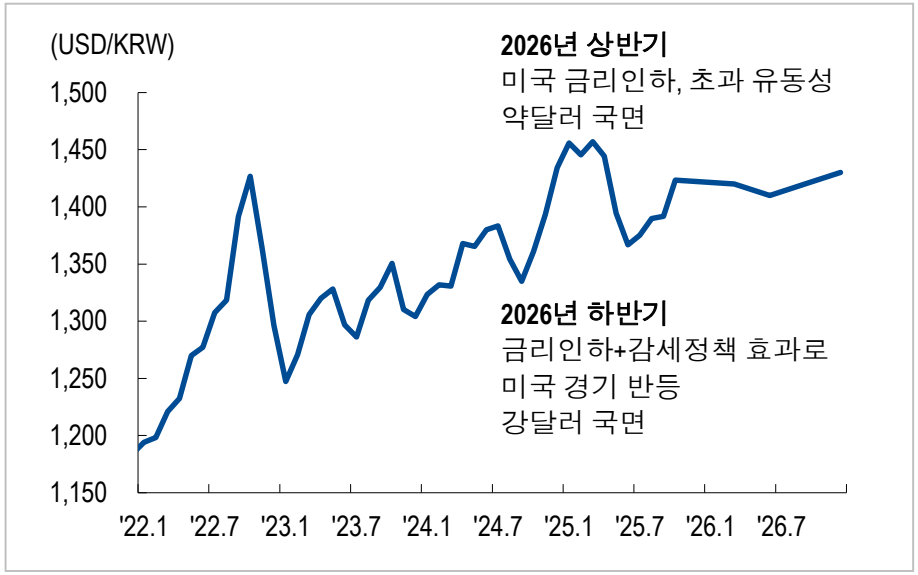
- 지난 몇 년간 음식료 기업들의 수익성 악화 원인으로 작용한 원가 상승 부담 또한 완화될 것으로 기대. 음식료 업종 원가 추정에 있어 가장 중요한 3대 곡물(소맥, 옥수수, 대두) 가격은 등락이 반복되는 모습을 보였으나 2025년 하반기 들어서는 하향 안정화된 상황
- 원자재 가격이 개별 기업들의 원가에 반영되기까지 약 2개 분기가량이 소요됨을 고려할 때 2026년 상반기 원가율 개선 가능하다는 판단
- 당사는 2026년 원/달러 환율 밴드를 1,390~1,500원으로 전망. 원자재를 수입하다 보니 환율 또한 주요 변수에 해당하는데 2025년 대비 달러 강세 현상이 심화될 것으로는 보지 않고 있다는 점도 음식료 기업 수익성 추정에 있어 긍정적 요인

3대 곡물 가격은 하향 안정화



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

2026년 원/달러 환율 전망

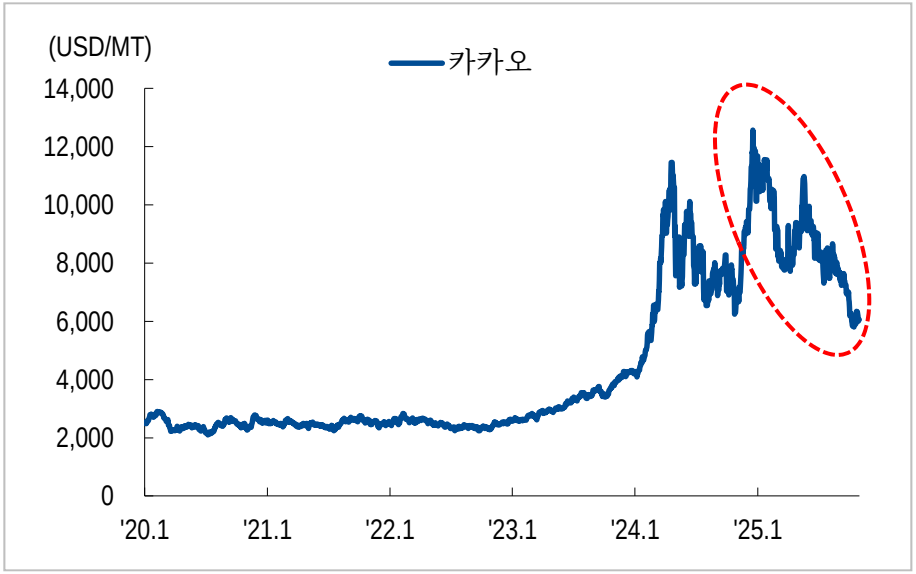


자료: NH투자증권 리서치본부 전망

카카오 가격 하락에 주목해야 함

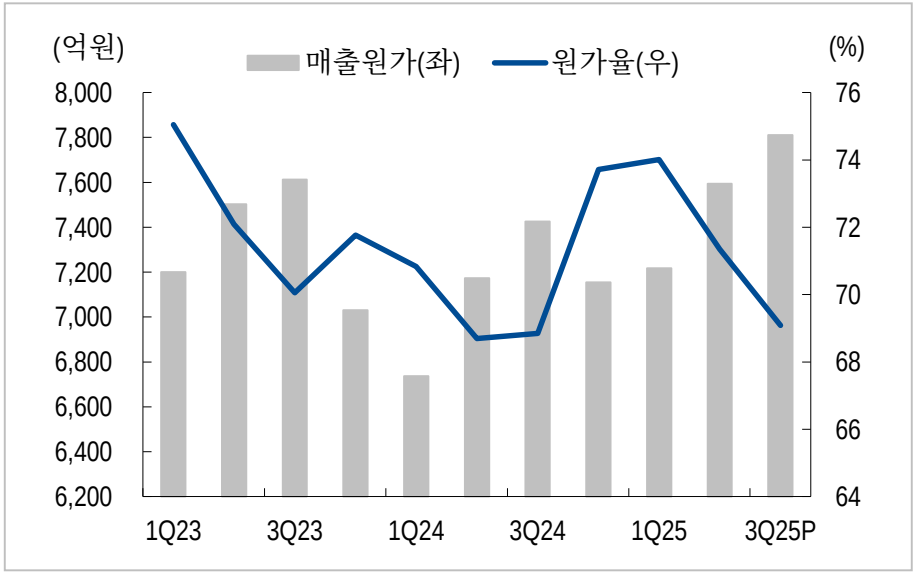
- 주요 농산물 가격 중에서 가장 큰 폭의 하락을 보이고 있는 카카오에 주목해야 함. 카카오 가격은 2024년 한 해 동안 원두와 더불어 가격 상승이 가장 크게 나타났던 품목이나 **현재는 고점 대비 절반 수준으로 가파른 가격 조정이 이루어짐**
- 카카오 가격 상승으로 인해 오리온, 롯데웰푸드 등 초코 관련 제품을 생산하는 기업들의 2024~2025년 수익성 지표가 크게 악화되었던 만큼 2026년에는 반대로 회복이 강하게 나타날 수 있다는 판단
- 물론, 평년 대비해서는 카카오 가격이 여전히 높다고 볼 수도 있으나 이미 가격 인상으로 대응한 만큼 충분히 상쇄 가능할 전망

2025년 하반기 급락하는 모습을 보인 카카오 가격



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

롯데웰푸드 매출원가율 추이

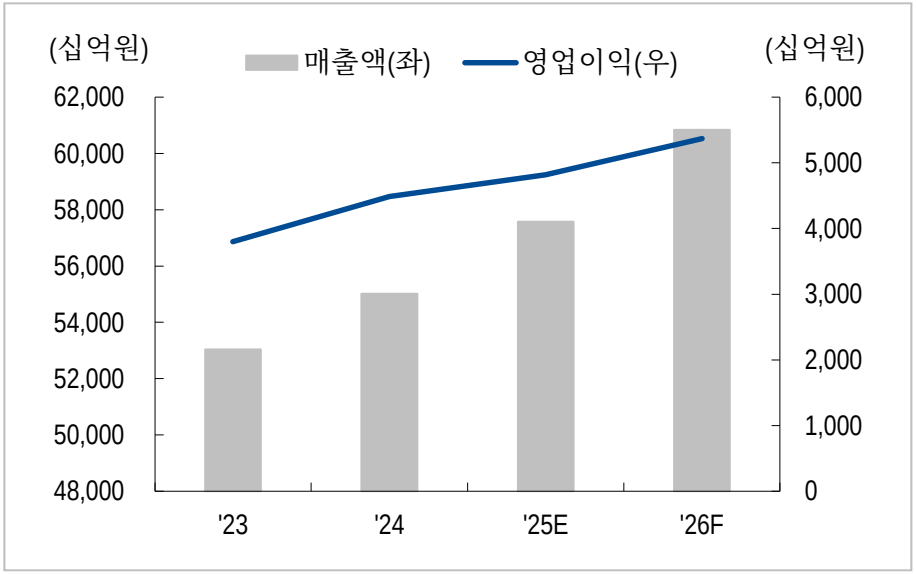


자료: 롯데웰푸드, NH투자증권 리서치본부

음식료 기업들의 2026년 영업이익 반등 전망

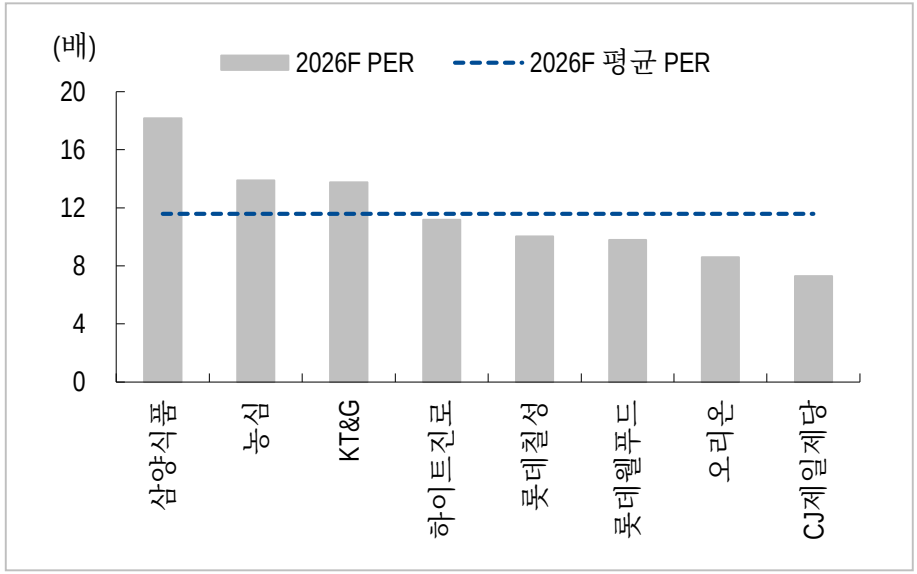
- 수요 회복 중심의 매출 반등이 예상되는 가운데 원가에 대한 부담이 낮아지는 만큼 음식료 기업들의 실적 반등 기대. 당사 커버리지 음식료 기업 8개사의 2026년 합산 매출액과 영업이익은 각각 +6% y-y, +11% y-y 증가 전망
- 2025년 기저 부담을 고려할 때 하반기보다는 상반기 실적 반등 폭이 더욱 클 것으로 기대함
- 음식료 업종 밸류에이션은 현재 11.4배 수준. 다만, 시총 상위 기업인 KT&G와 삼양식품을 제외할 경우 실질 밸류에이션은 이보다 낮으며 한국 주식시장 평균을 대부분 하회하고 있음. 실적 개선이 이루어질 경우 밸류에이션 할인폭 축소가 가능할 것으로 전망

커버리지 8개사 합산 매출액 및 영업이익 전망



주: 커버리지 8개사 (삼양식품, KT&G, 농심, 오리온, CJ제일제당, 롯데웰푸드, 롯데칠성, 하이트진로) 합산 기준
자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

주요 음식료 기업들의 2026년 예상 밸류에이션



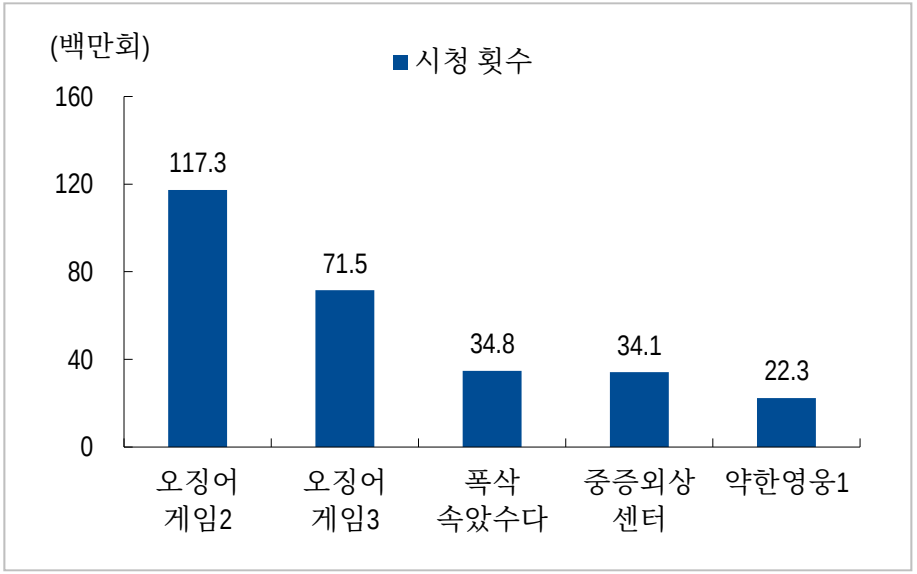
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

음식료

하나의 문화현상으로 자리잡은 K-Food

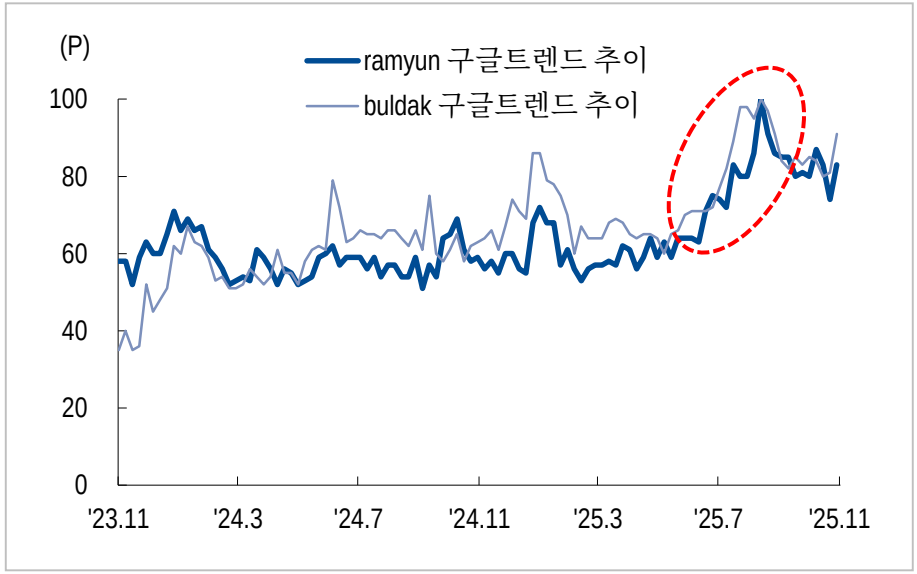
- 지난 몇 년 사이 K-Food에 대한 글로벌 시장 관심도는 가파르게 상승. 과거 K-Food에 대한 외국인들의 인식은 대부분 김치, 바비큐 정도에 머물고 있었으나 이제는 다양한 품목으로 확대됨과 동시에 수출 국가 또한 다변화되고 있음
- K-Food 미래를 밝게 만드는 배경 중 하나는 K-콘텐츠와 함께 확산하고 있다는 점. 흑백요리사, 케이팝데몬헌터스(케데헌) 등 한국을 소재로 한 콘텐츠들의 흥행이 지속되고 있으며, 이 과정에서 노출된 한국 식품들에 대한 관심도 또한 동반 상승하고 있음
- 이제는 K-Food 열풍은 하나의 문화현상으로 자리매김했다고 평가할 만하며 중장기적 관점에서 산업 성장을 이끌어갈 것으로 기대

넷플릭스에서 강세를 보이고 있는 K-콘텐츠



주: 2025년 상반기 기준
자료: 넷플릭스, NH투자증권 리서치본부

케데헌 방영 이후 구글 트렌드 라면, 불닭 키워드 검색 상승



주: 키워드별 검색기간 내 가장 높은 검색빈도 수=100pt
자료: Google Trends, NH투자증권 리서치본부

컬래버 제품 출시 등 적극적인 대응

- 보수적인 행보를 보이던 음식료 기업들이 시대 변화에 발맞추어 적극적인 대응에 나서고 있다는 점도 긍정적
- 농심은 케이팝데몬헌터스 흥행 직후 바로 관련 컬래버레이션 제품 출시. 컬래버레이션 제품은 2026년 1분기까지 판매 예정이며 매출 규모는 500억원 수준. 매출액이 3.6조원에 달하는 농심 입장에서 규모가 크다고 볼 수는 없으나, 이를 계기로 지금까지 라면을 접해보지 않았던 **신규 고객들이 유입될 수 있다는 점을 고려할 때 마케팅 효과는 훨씬 클 것으로 판단**
- 이 밖에도 오징어게임 출시 당시 관련 IP를 활용한 제품들이 대거 등장하는 등 콘텐츠와 식품의 시너지는 지속적으로 확대되고 있음

케데헌 컬래버레이션 제품



자료: 농심, NH투자증권 리서치본부

오징어게임 컬래버레이션 제품

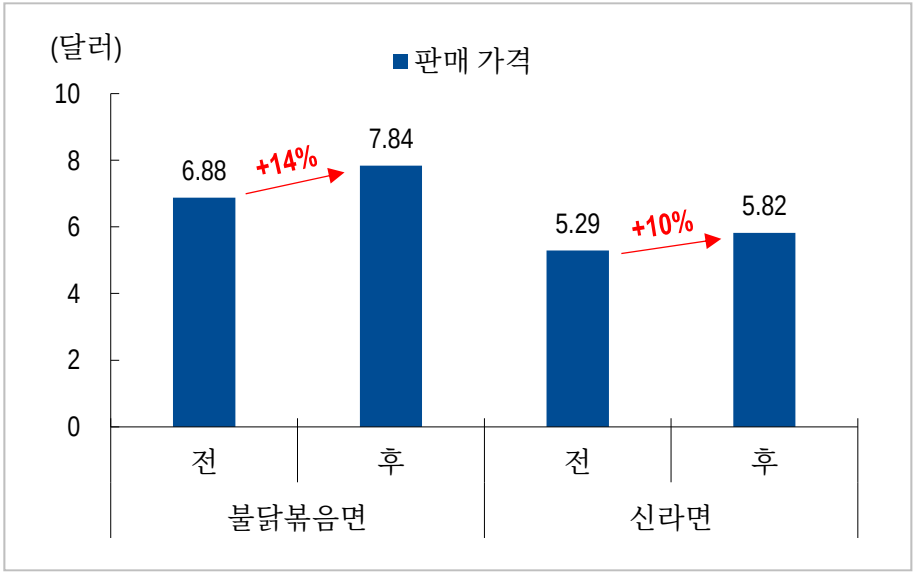


자료: CJ제일제당, NH투자증권 리서치본부

국내와 달리 가격 인상이 자유로운 해외

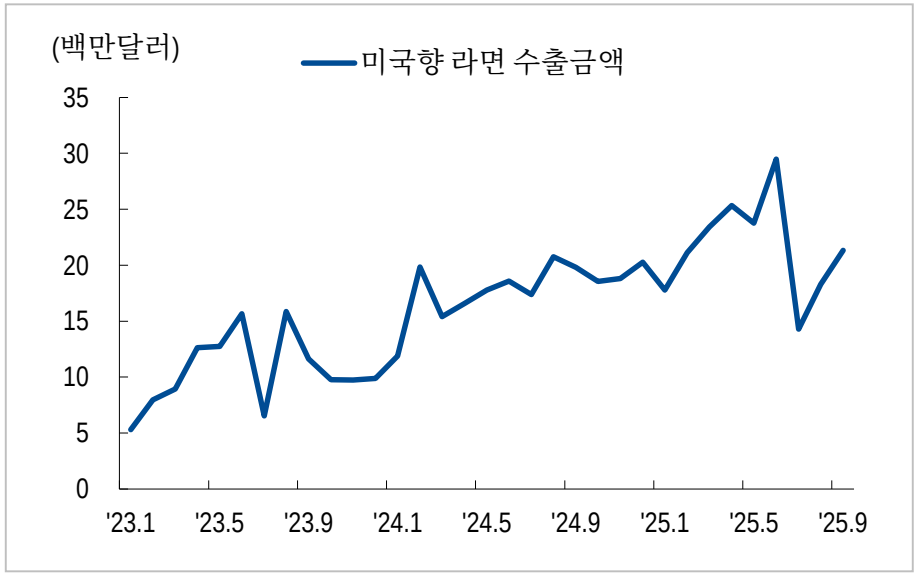
- 해외 사업 확대는 수익성 측면에서도 긍정적 요인. 국내의 경우 물가 안정화 문제 등으로 인해 식품 기업들이 자유롭게 가격 인상을 진행할 수 없는 환경이나 해외 시장의 경우 이러한 제약 조건이 크지 않은 편
- 즉, 해외 사업 비중이 높아지면 높아질수록 연결 수익성 측면에서도 긍정적으로 작용할 가능성 높음
- 실제로 삼양식품은 국내 제품 가격은 동결했으나 2025년 10월 미국 제품 가격 인상을 진행. 이는 미국 상호관세 시행에 따른 수익성 하락을 방어하기 위한 조치였음
- 물론, 가격 인상에 따른 수요 위축 우려가 있을 수 있겠으나, 불닭볶음면의 경우 고객 충성도가 높은 제품에 해당하는 만큼 현 시점에서 수요 감소를 우려할 필요는 없다고 판단하며 가격 인상 효과가 그대로 수익성 개선 요인으로 작용할 전망

농심과 삼양식품의 미국 판매제품 가격인상 진행



주: 5개입 묶음 제품 월마트 판매가 기준
자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

미국향 라면 수출 현황

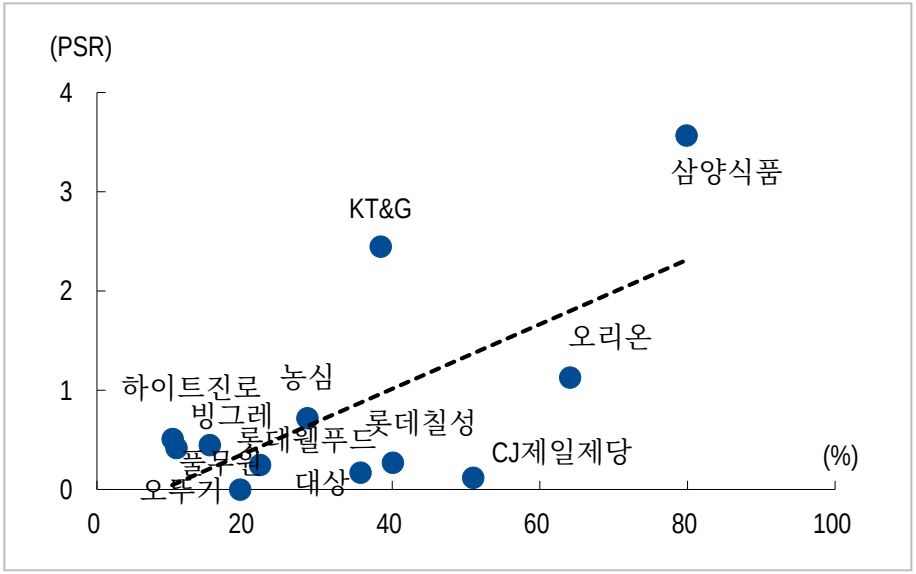


자료: 한국무역통계정보포털, NH투자증권 리서치본부

밸류에이션 프리미엄의 근거

- 해외 사업에 대한 중요성이 부각되며 주식시장에서도 높은 해외 사업 비중이 밸류에이션 상승 요인으로 작용하고 있음
- 일반적으로 연결 실적에서 해외 매출 비중이 20%를 넘어서는 구간부터 밸류에이션 프리미엄이 시작된다고 판단. 이에 따라 다수의 음식료 기업들이 해외 매출 비중 상승을 위해 노력 중이며 이 과정에서 해외 공장 증설, M&A 추진 등이 동반될 수 있어 관련 이슈들에 주목 필요
- 비핵심 사업에 대한 구조조정 또한 진행 중인데 대표적인 사례가 CJ제일제당
- CJ제일제당은 높은 해외 매출 비중에도 불구하고 비식품 사업의 비중이 높아 제대로 된 기업가치 평가를 받지 못하고 있었음. 이에 사료 및 축산 사업을 영위하는 F&C 사업부문의 매각을 발표하였으며, 이는 식품, 그중에서도 해외 식품에 집중하고자 하는 기업의 의지를 확인할 수 있는 결정이었다고 평가

해외 사업 비중과 밸류에이션의 상관관계



주1: 해외 사업 비중은 2025년 상반기 매출 기준, 주2: CJ제일제당은 식품사업부문만 해당
자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

CJ제일제당 F&C 사업부문 매각 발표

구분	내용
매도인	- CJ제일제당 주식회사 등 4개 社
매수인	- De Heus Animal Nutrition B.V. 등 4개 社
처분대상	- CJ피드앤케어 주식회사 등 14개 社
처분내용	- 2,109억원 처분(CJ피드앤케어 주식회사 등 매각대상 14개 社 지분 금액의 합) - 이 중 2,000억원은 거래종결일 이후 3년간 분할 지급 - Earn out 조건 충족 여부에 따라 0~3,500억원까지 지급 규모 조정 가능 - 최종 Earn out 지급 여부 및 금액은 2029년 중 결정 예정
거래종결일 (예상)	- 2026년 內

자료: CJ제일제당, NH투자증권 리서치본부

음식료

투자유망종목 1: 삼양식품(003230.KS) - 목표주가 1,880,000원

- 2026년 삼양식품의 연결 기준 매출액과 영업이익은 각각 2조9,054억원(+24.5% y-y), 6,898억원(+29.1% y-y) 전망
- 높아진 기저 부담에도 불구하고 업종 내 가장 강한 실적 모멘텀이 이어질 전망. 가격 인상(P) 및 물량 증가(Q) 효과가 동시에 나타날 것
- 동사는 **미국 관세 영향에 대한 대응으로 2025년 10월 미국 유통채널 공급 가격을 9% 인상**. 가격 인상 시점을 고려할 때 2026년에도 1~3분기 해당 효과가 반영될 것으로 보이는데, 이는 매출 성장률 확대 요소에 해당
- 불닭볶음면의 높은 고객 충성도를 고려할 때 가격 인상에 따른 수요 이탈은 크지 않을 것으로 추정. 밀양2공장 가동률이 상승함에 따라 물량 부족 이슈 또한 해결될 전망이며, 2027년 중국 공장 가동이 예상되어 있는 만큼 중장기 성장 동력 또한 확보

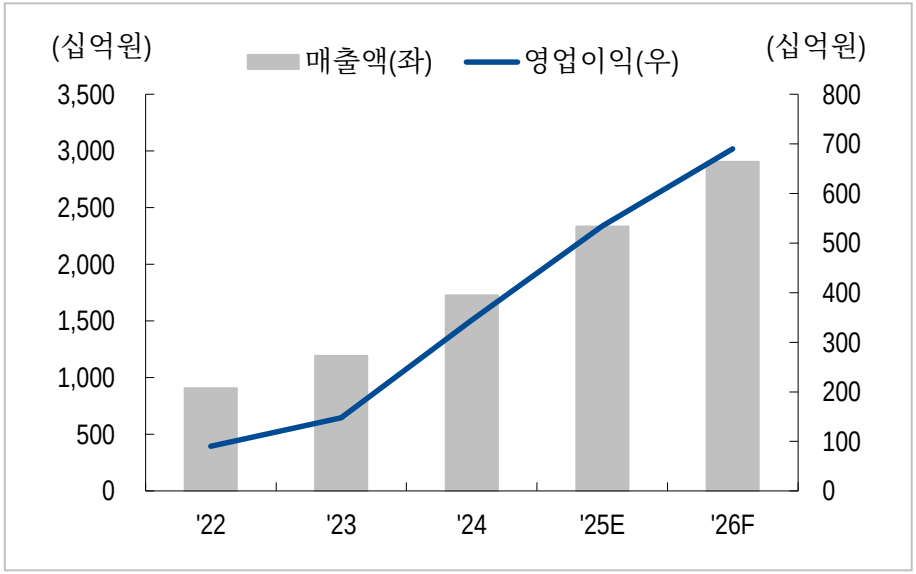
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	1,728	2,334	2,905	3,142
영업이익	345	534	690	791
영업이익률 (%)	*19.9*	*22.9*	*23.7*	*25.2*
EBITDA	391	594	758	875
순이익	271	412	529	610
지배지분 순이익	272	412	529	610
EPS (원)	36,106	54,642	70,165	81,040
PER (배)	21.2	23.7	18.5	16.0
PBR (배)	7.1	8.1	5.8	4.3
ROE (%)	39.4	40.8	36.5	30.8
Net Debt(-Cash)	-38	-332	-596	-943

현재가(11/7, 원)	1,296,000	외국인지분율	18.1%
시가총액(십억원)	9,762.8	배당수익률('25E)	0.3%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

삼양식품 연간 실적 추이 및 전망



자료: 삼양식품, NH투자증권 리서치본부 전망

음식료

불닭볶음면, 더욱 높아지는 인기

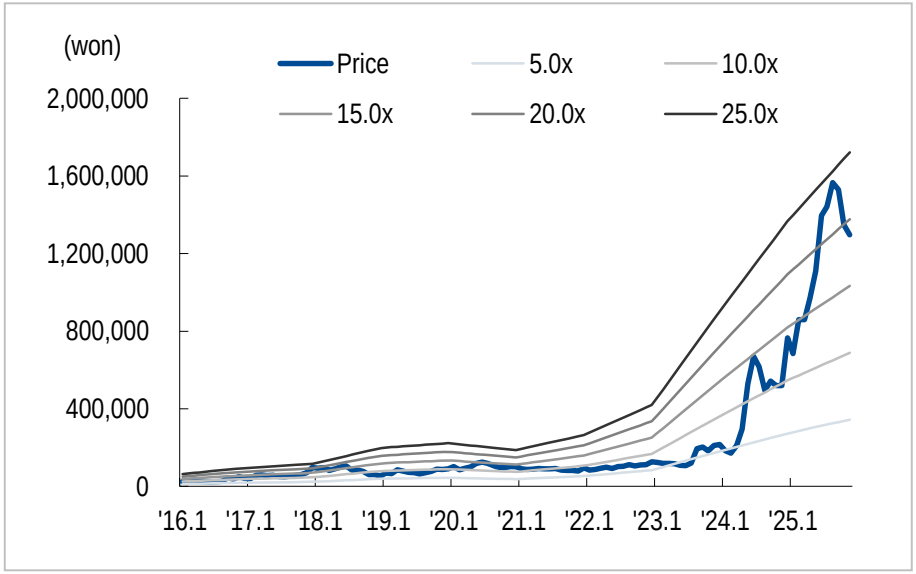
- 케이팝데몬헌터스가 글로벌 흥행을 이어가며 불닭볶음면 검색량 또한 동반 상승 중. 극중 캐릭터들이 매운맛 챌린지를 진행하며 불닭소스를 연상시키는 제품을 먹는 장면이 노출되었는데 이는 불닭볶음면이 이제 하나의 문화 현상으로 자리매김했음을 보여주는 사례라 판단함
- K-Food 해외 진출을 이끄는 선두주자인 만큼 지속적으로 업종 내 밸류에이션 프리미엄이 유지될 전망
- 여전히 **주가 상승보다 실적 개선이 더욱 빠른 상황**이며 2026년 기준 PER 또한 18.5배 수준에 불과해 밸류에이션 부담이 크지 않다고 판단. 일본 비교기업들(닛신, 도요수산)과 비교했을 때도 성장률 및 수익성 지표가 월등히 좋아 밸류에이션 매력이 높은 편

삼양식품 공장 증설 내역

구분	밀양 2공장	중국 공장
위치	경상남도 밀양시	중국 저장성 자싱시
준공 일자	2026년 6월 준공 완료	2027년 1월 준공 및 가동 시작 목표
규모	6개 생산라인	6개 생산라인
연간 CAPA	8억 3,000만개	8억 4,000만개
투자 규모	1,643억원	2,014억원
연면적	34,876㎡	58,378㎡

자료: 삼양식품, NH투자증권 리서치본부

삼양식품 12M Forward PER Band



자료: NH투자증권 리서치본부

음식료

투자유망종목 2: 롯데웰푸드(280360.KS) - 목표주가 160,000원

- 2026년 롯데웰푸드의 연결 기준 매출액과 영업이익은 각각 4조4,109억원(+4.3% y-y), 1,846억원(+25.7% y-y) 전망
- 동사는 2025년 상반기까지 부진한 실적을 기록했는데 1)카카오 가격 상승에 따른 원가율 악화, 2)소비 침체에 따른 수요 둔화, 3)조직효율화 과정에서 일회성 비용 발생 등 다수의 부정적 요인들이 중첩되었기 때문
- 그러나 해당 요인들이 해소되기 시작함에 따라 하반기 실적 턴어라운드 구간에 진입. 특히, 카카오 가격이 고점 대비 절반 수준으로 하락해 원가율 개선이 시작되고 있으며 이에 따른 효과는 2026년 상반기에 더욱 강하게 나타날 것으로 기대
- 칸쵸 '내 이름을 찾아라' 프로모션이 큰 성공을 거둠에 따라 2026년 1분기 시즌2 프로모션을 준비 중인 점도 긍정적

실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	4,044	4,228	4,411	4,613
영업이익	157	147	185	207
영업이익률 (%)	*3.9*	*3.5*	*4.2*	*4.5*
EBITDA	361	370	415	442
순이익	82	87	118	134
지배지분 순이익	85	90	118	134
EPS (원)	8,969	9,595	12,696	14,419
PER (배)	12.4	13.0	9.8	8.7
PBR (배)	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE (%)	4.0	4.2	5.4	5.9
Net Debt(-Cash)	852	830	842	824

현재가(11/7, 원)	124,900	외국인지분율	13.4%
시가총액(십억원)	1,162.1	배당수익률('25E)	3.2%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

유행을 이끈 칸쵸 '내 이름을 찾아라' 프로모션



자료: 롯데웰푸드, NH투자증권 리서치본부 전망

수익성 개선과 함께 턴어라운드 전망

- 국내 실적이 안정화되면 해외 사업 모멘텀이 재차 부각될 수 있다는 판단
- 해외 법인 매출 비중은 2025년 기준 23%로 업종 평균 대비 높은 편에 해당하며 2028년에는 35%까지 확대할 계획
- 특히, 동사는 성장 잠재력이 높은 인도 시장에서 국내 음식료 기업 중에서 가장 큰 규모의 사업을 전개하고 있음에 주목 필요. 2025년 9월 인도 GST(Goods and Services Tax) 제도 개편(18%→5%)에 따라 판가 및 용량 조정이 용이해진 만큼 추가적인 수익성 개선 또한 가능할 것
- 높아지는 해외 매출 비중은 음식료 업종 밸류에이션 상승의 핵심 요인. 동사 또한 밸류에이션 프리미엄 확대가 기대됨

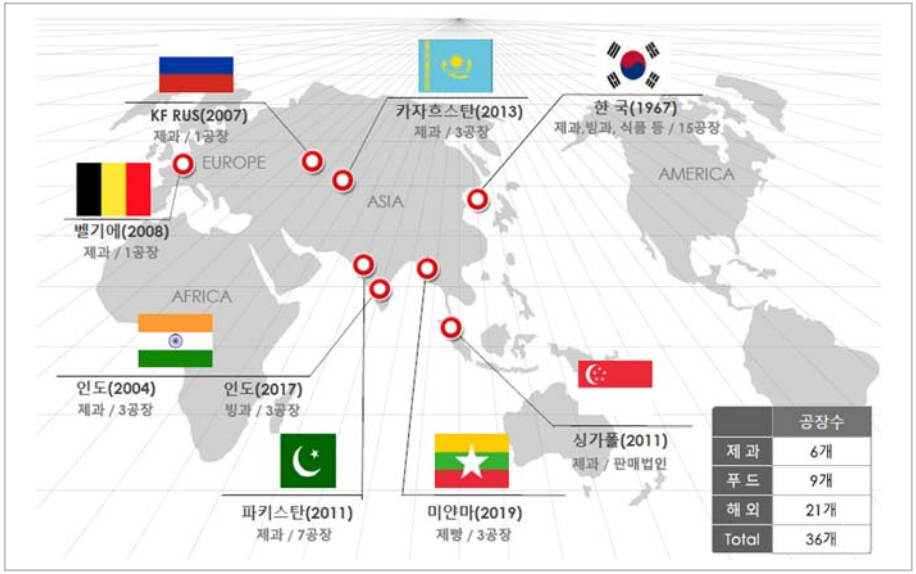
인도 GST 제도 개편

GST 변경 내용 정리	
개정안 적용 시점	2025년 09월 22일
변경점	기존의 복잡했던 세금 구조에서 5%, 18% 중심의 단순화된 세금 구조로 변경
기대효과	단순한 세율 감소뿐만 아니라, 성장의 선순환 창출

세부 항목별 세율 정리	
소비재(빵, 비누, 치약 등)	0% or 5%
필수의약품	0% or 5%
자동차, 가전, 내구재 등	18%
담배, 사치품 등 유해제품	40%

자료: 인도 PIB(Press Information Bureau), NH투자증권 리서치본부

롯데웰푸드 해외 사업 현황



자료: 롯데웰푸드, NH투자증권 리서치본부

화장품/패션

한국 소프트파워 강화 수혜 집중

I. 한국 소프트파워 강화, K-소비재 수혜 집중

II. 화장품: 성장에 대한 갈증을 해소할 필요

III. 패션: 길었던 조정, 완연한 회복의 시작

IV. 투자유망종목

Analyst: 정지윤

Tel 02)768-7705 | **e-mail** jiyoony@nhsec.com

화장품/패션: 한국 소프트 파워 강화 수혜 집중

한국 소프트파워가 한층 강화되면서 2026년 K-소비재 수혜는 지속될 전망이다. 2023년부터 한국의 소비재 수출 비중은 25년 만에 자본재 수출 비중을 넘어서며 구조적 성장 국면으로 진입했고, 현 정부는 국정 5개년 계획에서 'K-컬처 시장 300조원, 연관산업 수출 50조원, 방한 관광객수 3,000만명' 목표를 제시한 바 있다. K-콘텐츠 성장 모멘텀이 화장품, 식품 수출과 관광서비스 매출 확대를 견인할 것이다.

화장품 섹터는 성장에 대한 갈증을 해소할 필요가 있다. 2026년 한국 화장품 수출액은 전년 대비 12.5% 성장할 것으로 추정한다. 시장 우려와 달리, 온라인 채널 가속화+오프라인 입점 확대+수출 판로 다변화를 통해 K-뷰티 체력은 레벨 업 될 것이다. 월별 변동성과 계절성을 피하기는 어렵겠지만, 유럽, 중동, 중남미 권역으로 전방위적 확장이 나타나며, 우상향 국면 전망한다. 서구권 마케팅 적중률 상승, 스킨케어 강점을 기반으로 한 미용/의료기기, 프래그런스, 바디/헤어케어 등 카테고리 확장도 기대 포인트다. 관련하여 에이피알과 아모레퍼시픽을 최선호주로 제시한다.

패션 섹터 주가는 12M Fwd PER 6배로 밸류에이션과 수급 모두 편안한 상태다. 인디 패션 브랜드의 약진과 무신사의 해외 진출로 패션 업계도 이전 대비 활기를 띨 전망이다. 2022년 이후 줄곧 부진했던 내수 실적도 2025년 4분기부터 회복에 돌입한다. 관련하여 F&F를 최선호주로 제시한다.

I. 한국 소프트파워 강화, K-소비재 수혜 집중

한국 소프트파워 강화로 2026년 K-소비재 수혜는 지속될 전망이다. 2023년부터 한국의 소비재 수출 비중은 25년 만에 자본재 수출 비중을 넘어서며 구조적 성장 국면으로 진입했다. 컬처가 스며든 성장 모멘텀은 지속 가능하다고 판단한다. 특히, 화장품은 순수 소비재 중 수출규모 1위인 동시에 성장률이 가장 높은 품목 중 하나로 K-뷰티 글로벌 입지를 견고히 다져갈 전망이다. 과거 대비 다양한 국적의 외국인 관광객이 증가하며 내수 소비 시장도 전년 대비 활기를 띨 전망이다.

II. 화장품: 성장에 대한 갈증을 해소할 필요

화장품 섹터는 하반기 성장률에 대한 불확실성으로 주가 낙폭이 컸다. 시장의 과도한 우려와 달리, 2026년 한국 화장품 수출액은 전년 대비 12.5% 성장하며 견조할 것이다. Amazon, Tiktok 등 온라인 채널에서의 바이럴이 실제 글로벌 시장 점유율 확대로 연결, 오프라인 매장 입점도 가속화될 전망이라 주요 K-뷰티 브랜드 체력 향상 예상한다. 월별 수출 변동성과 계절성을 피하기는 어렵지만, 수입(수요) 관점에서 여전히 우상향 국면이다. 전방위적 지역 다변화 및 카테고리 확장 기대한다.

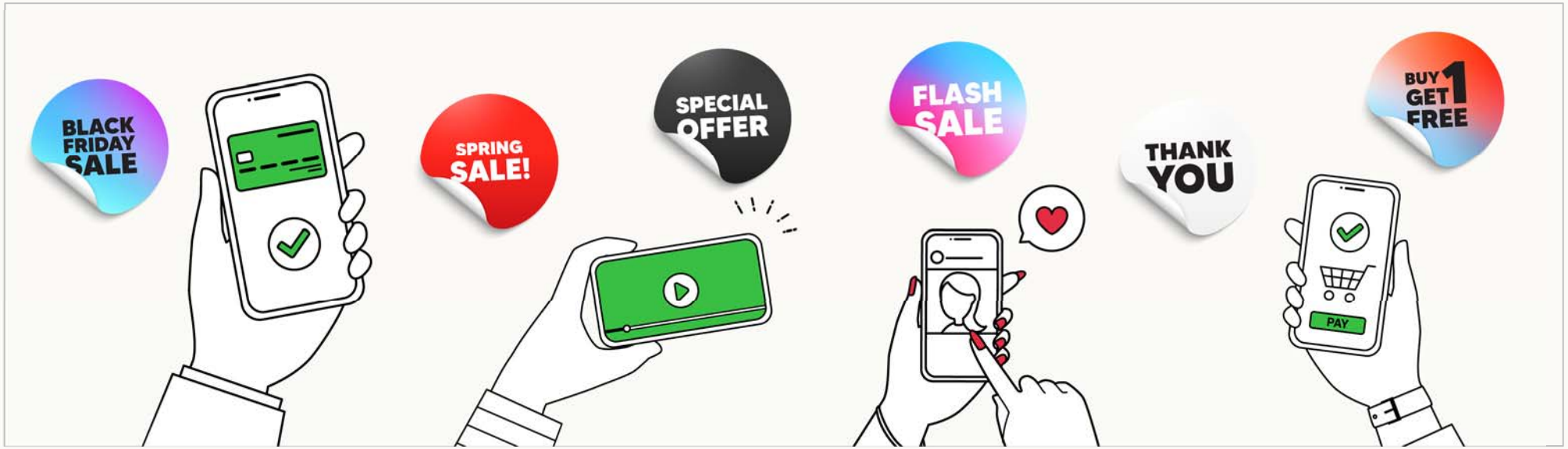
화장품/패션: 한국 소프트 파워 강화 수혜 집중

III. 패션: 길었던 조정, 완연한 회복의 시작

패션 섹터 주가는 12M Fwd PER 6배로 밸류에이션과 수급 모두 편안한 상태다. 2022년 이후 줄곧 감소세를 보인 내수 실적도 2025년 4분기부터 완만한 회복을 전망한다. 인디 패션 브랜드의 약진과 무신사의 해외 진출로 패션 업종도 과거 대비 성장세를 보일 전망이다. 투자심리 측면에서 미국 관세 불확실성은 최악은 지났다고 판단한다. 미국向 노출도가 높은 OEM사는 당분간 실적 변동성이 불가피하나, 2026년 하반기 강한 반등을 기대한다. 섹터 전반 하방보다 상방을 열어둘 필요가 있다.

IV. 투자유망종목

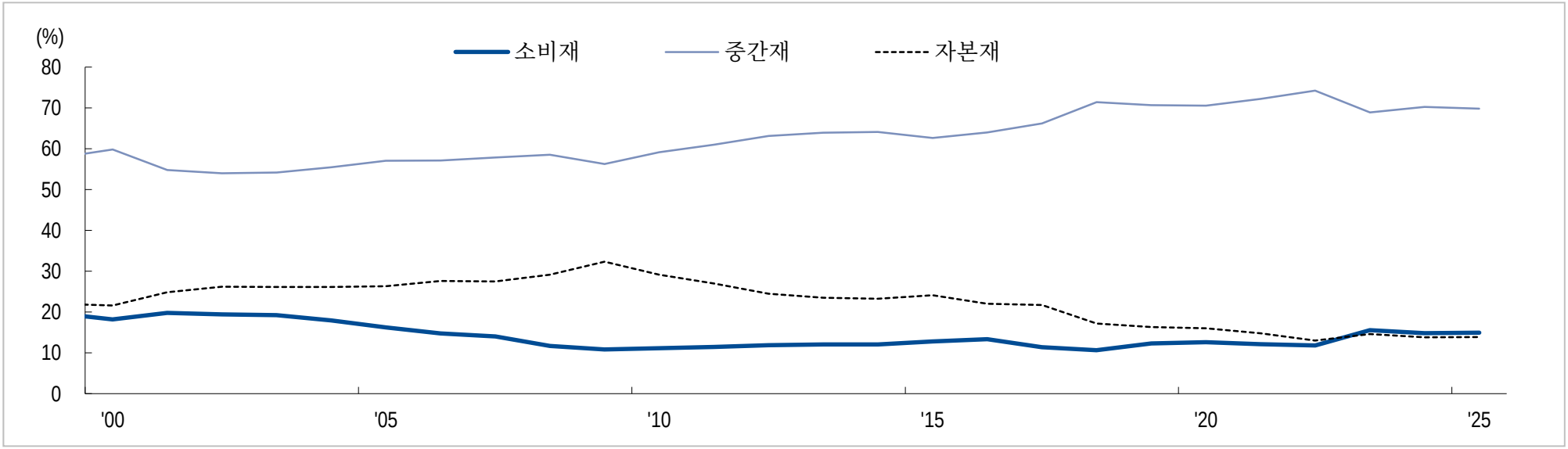
화장품 섹터는 지난 2년간 고성장을 보여왔기에 변동성을 돌파할 브랜드 파워에 집중할 필요가 있다. 서구권 마케팅 포인트를 적중하며 바이럴이 실제 시장 점유율로 직결될 에이피알과 바디/헤어케어, 프래그런스 등 카테고리 다변화가 기대되는 아모레퍼시픽을 최선호주로 제시한다. 패션 섹터는 무신사의 중국 진출과 다수 한국 디자이너 브랜드의 외형 확대로 업종 활기를 띨 전망이다. 2022년 이후 줄곧 부진했던 내수 실적도 완만한 회복을 이어갈 것이다. 관련하여 F&F를 최선호주로 제시한다.



한국 소프트파워 강화, K-소비재 수혜 집중

- 한국 소프트파워 강화가 한층 강화되면서 2026년 K-소비재 수출 확대가 두드러질 전망
- 실제 2023년부터 한국의 소비재 수출 비중은 25년 만에 자본재 수출 비중을 넘어서며 구조적 성장 국면으로 진입했고, 현 정부는 국정운영 5개년 계획에서 'K-컬처 시장 300조원, 연관산업 수출 50조원, 방한 관광객수 3,000만명' 목표를 제시한 바 있음
- K-콘텐츠(K-팝, K-드라마, K-웹툰) 성장 모멘텀이 K-화장품, K-식품 수출과 K-관광서비스 매출 확대를 견인할 것

2023년부터 한국 소비재 수출 비중이 자본재 수출 비중을 상회



자료: 한국무역협회, NH투자증권 리서치본부

꾸준한 K-소비재 글로벌 수출 모멘텀

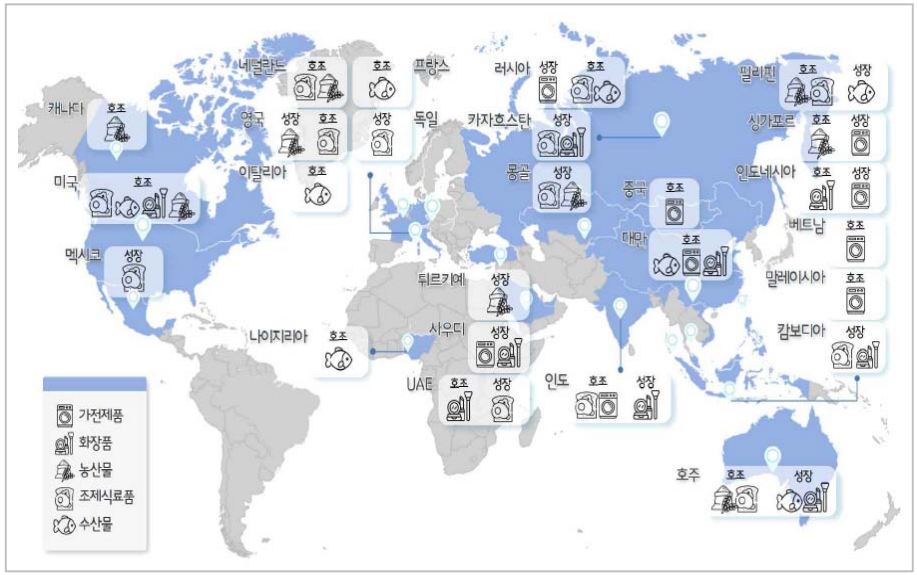
- 2024년 한국 소비재 수출액은 992억달러, 이 중 완성차를 제외한 소비재 수출액은 440억달러(+7.7% y-y) 기록. 동기간 화장품 수출액은 97.5억달러(+19.8% y-y)로 순수 소비재 중 수출 규모 1위인 동시에 성장률이 가장 높아, K-뷰티의 글로벌 입지 강화를 증명
- 화장품은 최근 3년간 소비재 중 시장 다변화가 가장 크게 진전된 품목. 미국, 인도네시아, 싱가포르, UAE(아랍에미리트) 등 주력 시장에서 인도, 카자흐스탄 등 시장 다변화를 통해 수출 신성장 동력을 확보
- 패션은 중국, 미국 등 외국인 관광객 유입이 본격화되면서 인디 디자이너 브랜드 중심으로 인기를 구가. 아직 화장품 대비 상대적 수출 강도는 약하지만, 중국, 일본, 동남아 위주의 수출 권역은 확대될 전망

2024년 한국 순수 소비재 수출액 규모 상위 10대 품목

순위	품목	수출액(십억달러)	전년 대비 증감률
1	**화장품**	**9.8**	**19.8%**
2	생활용품	7.1	18.0%
3	가전제품	6.2	-5.1%
4	조제식료품	4.1	14.9%
5	신발/가죽/고무제품	3.9	1.7%
6	수산물	2.4	-2.1%
7	의류	2.0	-7.5%
8	농산물	1.9	5.0%
9	담배	1.1	8.4%
10	생활용품(내구성)	0.8	1.6%

자료: 관세청, NH투자증권 리서치본부

소비재 품목별 유망시장 지도

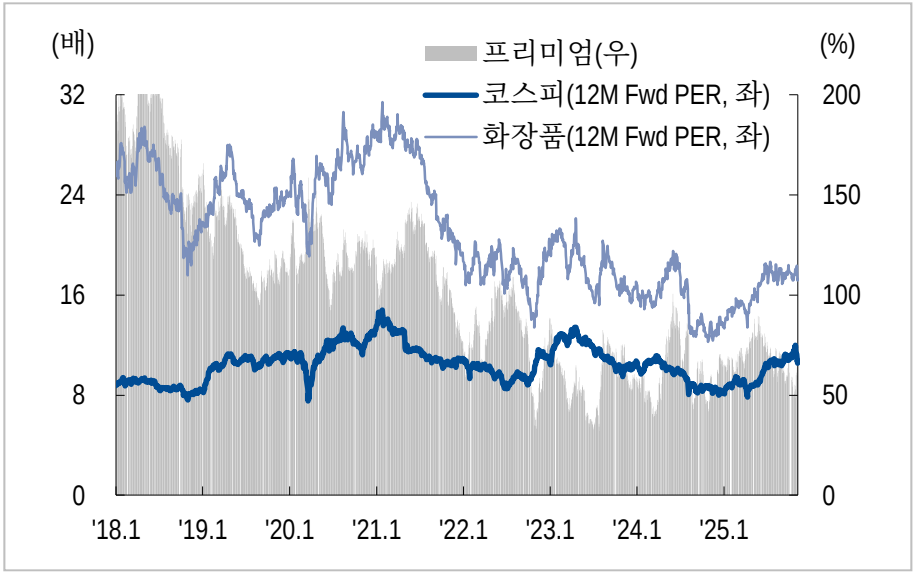


자료: KOTRA, NH투자증권 리서치본부

업종 밸류에이션 및 투자 전략 점검

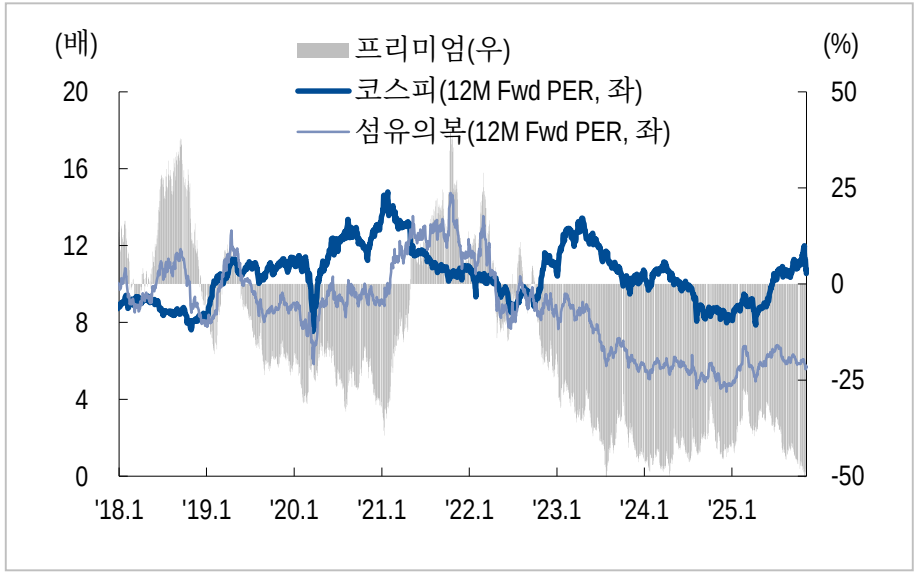
- 화장품 업종은 상고하저 흐름으로 2025년 하반기 주가 낙폭이 컸던 까닭에 밸류에이션 부담 하락, 비중 확대 유효
- 화장품 브랜드: 온라인 채널 가속화 + 오프라인 입점 확대 + 수출 판로 다변화를 통해 또 한 번 매출 레벨 업 전망
- 화장품 ODM: 유럽, 중동, 중남미 권역으로 확장이 전방위적으로 나타나며, 2026년 상반기 수출 성장률 회복 예상
- 패션 업종은 내수 매출 성장과 2026년 상반기 이후 관세 영향이 완화되며 EPS(주당순이익) 회복에 따른 주가 상승 기대
- 패션 브랜드: 부의 효과와 외국인 관광객 유입 등에 따른 내수 소비 회복을 예상하며, 마진 회복 및 매출 성장 전환 예상
- 패션 OEM: 미국 관세 부과에 따른 부정적 영향은 2026년 상반기 이후 완화될 것으로 판단. 하반기 실적&주가 반등 전망

화장품 섹터 밸류에이션 – 12M Fwd PER 17배



주: 2025년 11월 7일 기준
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

패션 섹터 밸류에이션 – 12M Fwd PER 6배

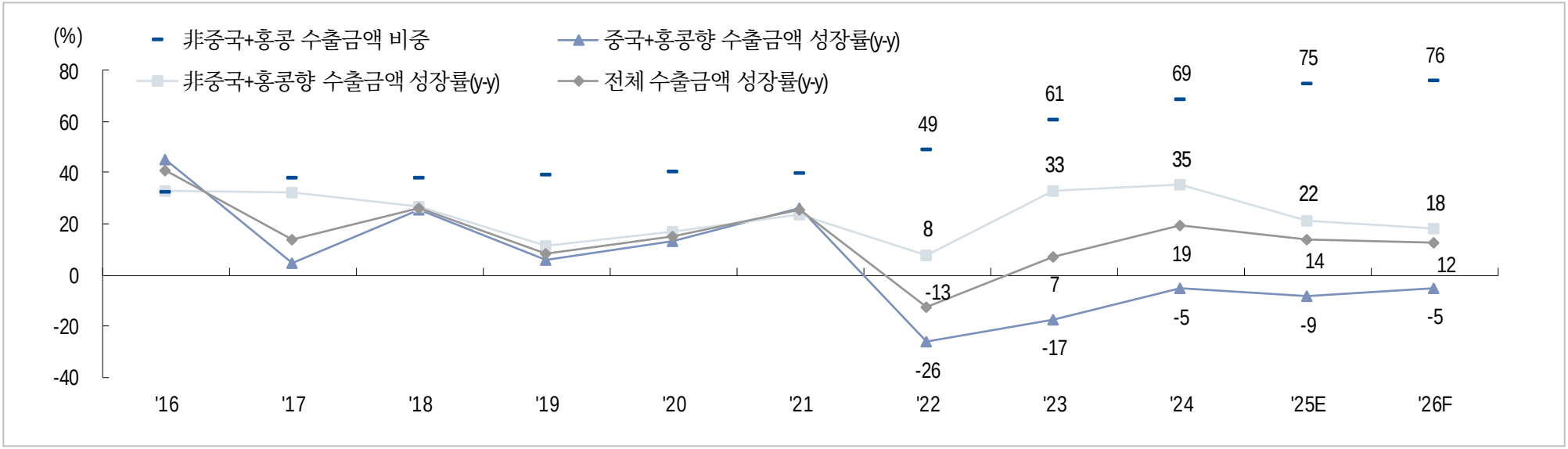


주: 2025년 11월 7일 기준
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

한국 화장품 수출(공급), 변동성 존재하나 우상향 추세

- 2026년 한국 전체 화장품 수출액 109.8억달러(+12.5% y-y) 전망. 중화권(중국+홍콩)향 -5.0% y-y, 그 외 +18.0% y-y 성장 추정
- 2025년 한국 전체 화장품 수출액 97.6억달러(+14.0% y-y) 예상. 중화권(중국+홍콩)향 -8.5%, 그 외 +21.5% y-y 성장 추정
- 2025년 8월 한국 전체 화장품 수출액이 +2.8% y-y 성장에 그치며 피크아웃 논란 재점화. 그러나 단기 변동성과 계절성이 주요인
- 시장의 과도한 우려와 달리 2026년 한국 화장품 수출액은 두 자릿수 성장을 지속하며, 소비재 내 견조한 수출 모멘텀을 이어갈 전망

한국 국가별 화장품 수출금액 및 성장률 추이

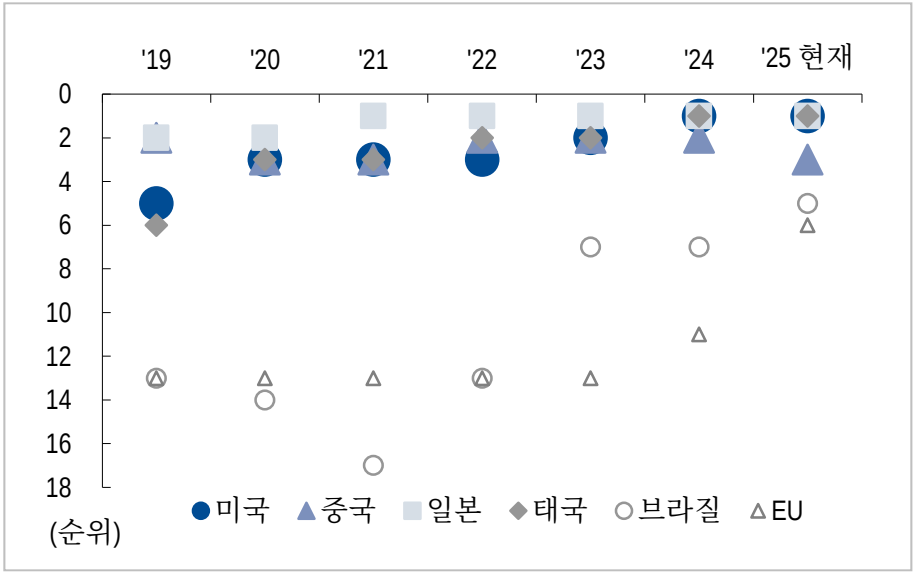


주: Hs Code 3304 카테고리 및 금액 기준
자료: KITA, NH투자증권 리서치본부 전망

한국 화장품 수요(수입), 전방위적인 확산 지속

- K-뷰티 브랜드 성장 모멘텀을 볼 때, 월별 공급(수출)의 관점이 아닌 수요(수입)의 관점에서 접근하면 여전히 업사이드 여력이 존재한다 판단
- 소비 상징성이 있는 국가에서 침투율이 강하다는 점이 중요. 미국, 일본, 태국에서 한국산 수입 비중은 각각 24%, 43%, 20%로 1위, 프랑스산 수입 비중은 각각 15%, 23%, 16%로 2위에 머무르는 상태
- K-뷰티 글로벌 확산은 속도의 문제일 뿐. 실제 그간 한국 화장품 브랜드가 적극적으로 진출하지 않았던 중남미(브라질, 멕시코 등), 유럽(독일, 프랑스, 영국 등) 지역에서 한국 화장품 수입 비중이 가파르게 상승하고 있는 모습. 중남미는 K-컬처 선호도가 높고, 트렌드 수용력이 빠름. Ulta beauty, 한국 유통 벤더사들도 멕시코 진출 시작. 호주, 중동, 러시아/CIS 권역의 K-뷰티 수요도 생각보다 커, 수출 볼륨 확대 전망

국가별 한국산 화장품 수입금액 순위



자료: KITA, NH투자증권 리서치본부

국가별 프랑스산 화장품 수입금액 순위

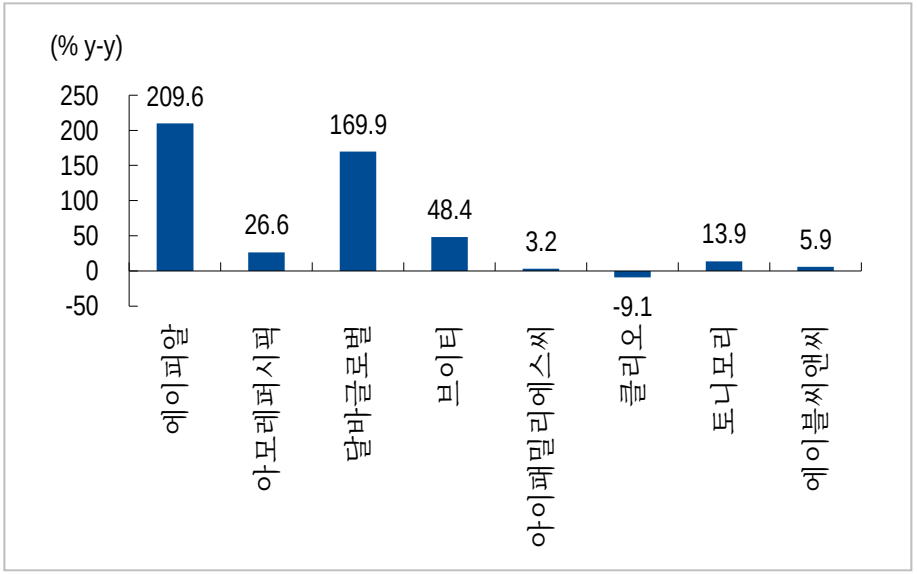


자료: KITA, NH투자증권 리서치본부

2025년 K-뷰티 글로벌 성과 점검

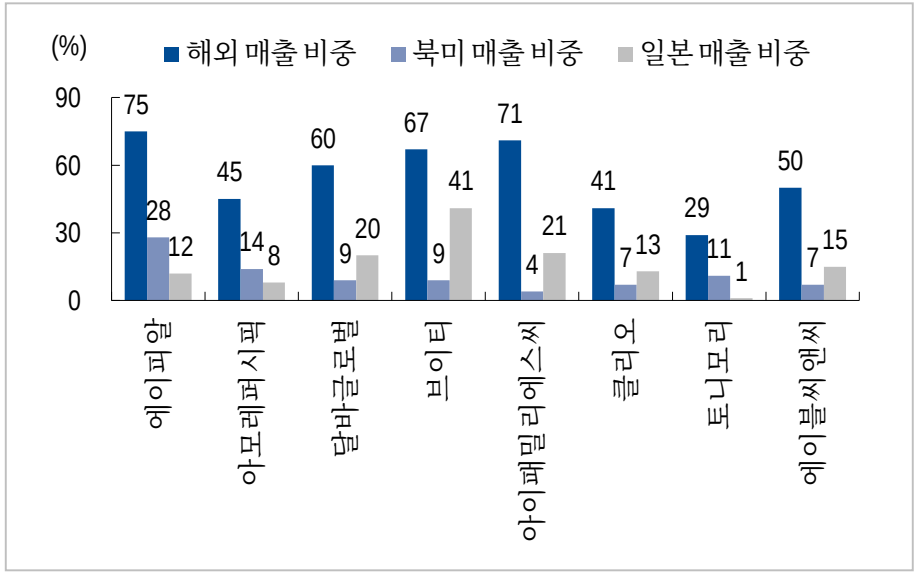
- 각기 전략은 다르지만, 브랜드사 해외 성과는 대체로 우수. 중장기 해외 타깃 브랜드사 확대될 전망
- 실제로 2025년 상반기 에이피알과 달바글로벌의 해외 매출액은 각각 +209.6% y-y, +169.9% y-y 성장 시현
- 동기간 에이피알, 달바글로벌, 브이티, 아이패밀리에스씨, 에이블씨앤씨의 해외 매출 비중 역시 50% 이상까지 상승
- 내수에 국한되지 않는 브랜드 파워를 증명하는 동시에 K-뷰티가 글로벌 단위로 확산되고 있음을 보여주는 수치

2025년 상반기 브랜드사 해외 매출액 성장률 비교



자료: 각사, NH투자증권 리서치본부

2025년 상반기 브랜드사 해외 매출액 비중 비교



자료: 각사, NH투자증권 리서치본부

일타쌍피: 온라인 가속화 + 오프라인 확장

- 지난 2~3년간 온라인 채널(Tiktok, Amazon, Qoo10 등)을 통해 특정 연령층이나 수요층을 기반으로 K-뷰티 브랜드가 확산되었다면, 2026년은 온라인 침투 가속화와 더불어 오프라인 채널 규모 확대가 두드러질 전망
- 서구권 대형 오프라인 리테일러(Ulta beauty, Sephora, Target, Costco, Boots, Douglass, Gold Apple 등)는 K-뷰티 조닝 지속 확장 중. 2025년 2~3분기부터 주요 상장사 브랜드(medicube, d'Alba, VT 등)의 미국 오프라인 초도 물량이 선적되기 시작했고, 하반기 리오더 물량 확대, 2026년 SKU 및 오프라인 입점 매장 수 증가 가속화 예상

이커머스 연계 강화, 서구권 마케팅 효율 증대

Step1. Tiktok 최적화
- ▶ 시각적 Before&After (메디큐브)
- ▶ 성분 스토리텔링 (아누아 어성초)
- ▶ 단순하고 반복적 메시지(믹순)

Step2. Google 키워드 장악
- ▶ 브랜드명+효능 키워드 조합
- ▶ 성분명과 브랜드 동반 검색 유도
- ▶ '저자극', '민감성' 등 니즈 기반 검색어

Step3. Amazon 최적화 전환
- ▶ 빠른 배송
- ▶ 알고리즘 최적화
- ▶ 후기와 평점 관리로 신뢰도 구축

자료: 언론보도, NH투자증권 리서치본부

K-뷰티 팬덤 확장으로 신규 고객 확대



자료: Amazon, NH투자증권 리서치본부

스킨케어 강점 기반 카테고리 확장

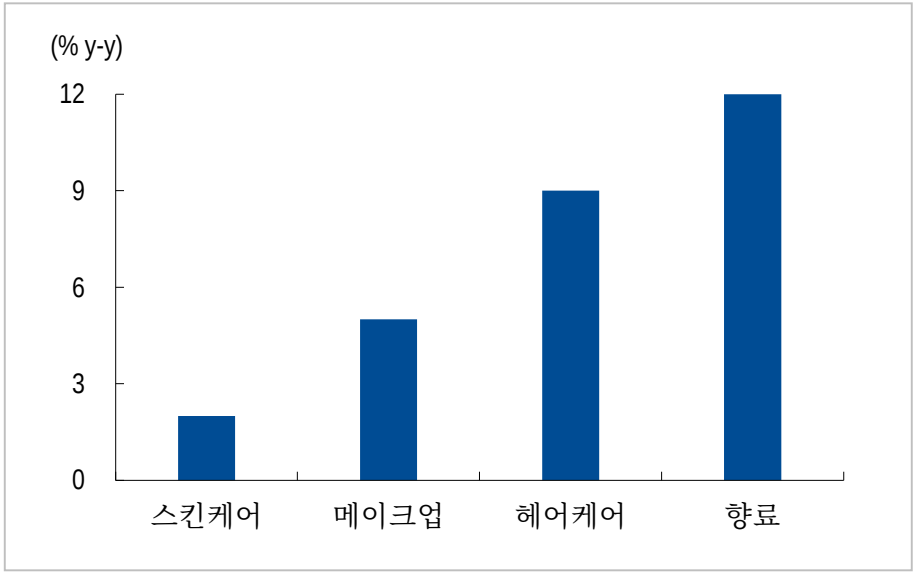
- K-뷰티가 스킨케어 제품을 주축으로 글로벌 포지셔닝을 하고 있는 만큼 중장기 '스킨케어+헤어케어', '바디+프래그런스', '뷰티+테크' 등 확장성 측면에서도 글로벌 Peer Group 대비 경쟁력 강화. 특히, '뷰티+테크' 모델 안착과 피부과용 전문 화장품, 스킨부스터 시장 발전 전망
- 로레알, 에스티로더 등 글로벌 MNC(Multi National Corporation)는 헤어케어, 향수, 웰니스 카테고리 다변화에 적극적. 최근 빠르게 성장하는 프래그런스(향)를 기반 바디/헤어 미스트/밤 등 멀티 포맷 기회의 장이 열리고 있기 때문. 아모레퍼시픽의 려, 미쟝센, 일리윤, LG생활건강의 닥터그루트, 와이어트의 어노브, 아로마티카 등 한국 뷰티 기업도 카테고리 다변화에 적극적

한국 화장품 제품별 수출액 및 성장률 추이

구분	2021	2022	2023	2024	'25.9 누계
기초 화장품 (백만달러)	7,315	6,080	6,394	7,654	6,332
(y-y)	*22.2%*	*-16.9%*	*5.2%*	*19.7%*	*14.8%*
색조 화장품 (백만달러)	1,101	1,171	1,292	1,570	1,319
(y-y)	*20.0%*	*6.4%*	*10.4%*	*21.5%*	*13.9%*
인체세정용 제품류 (백만달러)	278	249	306	417	410
(y-y)	*14.6%*	*-10.6%*	*22.9%*	*36.5%*	*35.2%*
두발용 제품류 (백만달러)	417	342	358	413	351
(y-y)	*16.5%*	*-17.9%*	*4.8%*	*15.3%*	*17.6%*

자료: KITA, NH투자증권 리서치본부

미국 럭셔리 뷰티시장 내 카테고리별 성장률 - 헤어케어, 향료

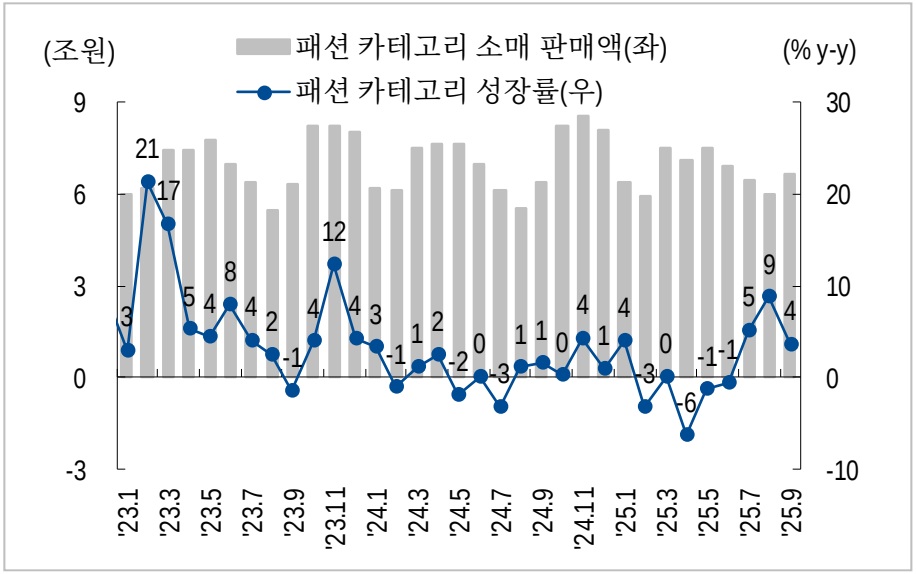


자료: 언론보도, 더뉴컨슈머, NH투자증권 리서치본부

내수 패션, 길었던 조정을 지나 회복의 시작

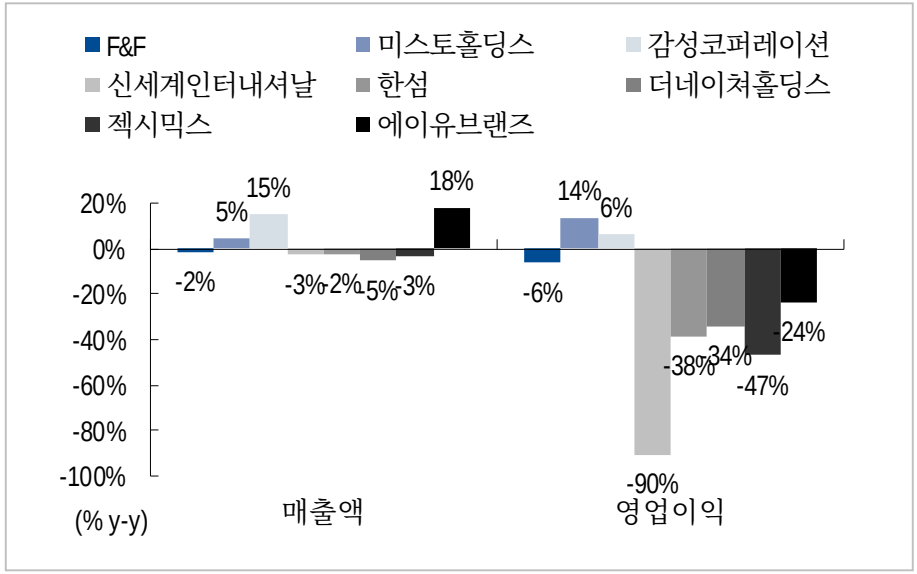
- 2026년 내수 패션 브랜드사의 실적은 완만한 회복 구간에 들어설 전망. 최근 부의 효과, 소비심리 개선에 따른 온기가 전반적으로 확산되며 그간 낙폭이 컸던 의류 수요 반등이 나타나고 있기 때문
- 리오프닝 국면 이후 재화 소비, 특히 의류 카테고리 소매판매액은 감소 추세. 2025년 상반기 상장 브랜드사의 매출액 역시 대체로 감소했고, 할인 판매와 재고평가손실 등으로 매출총이익률과 영업이익률 또한 동반 하락세 시현
- 향후 패션 업종 주가 하방 리스크는 제한적일 것으로 판단되는 만큼 실적 턴어라운드 관점에서 저가 매수 유효하다는 판단

한국 월별 패션 카테고리 소매판매액 및 성장률



주: 패션 카테고리는 의류+신발+가방 항목 합산 기준
자료: 통계청, NH투자증권 리서치본부

패션 브랜드사 2025년 상반기 매출액, 영업이익 증감률

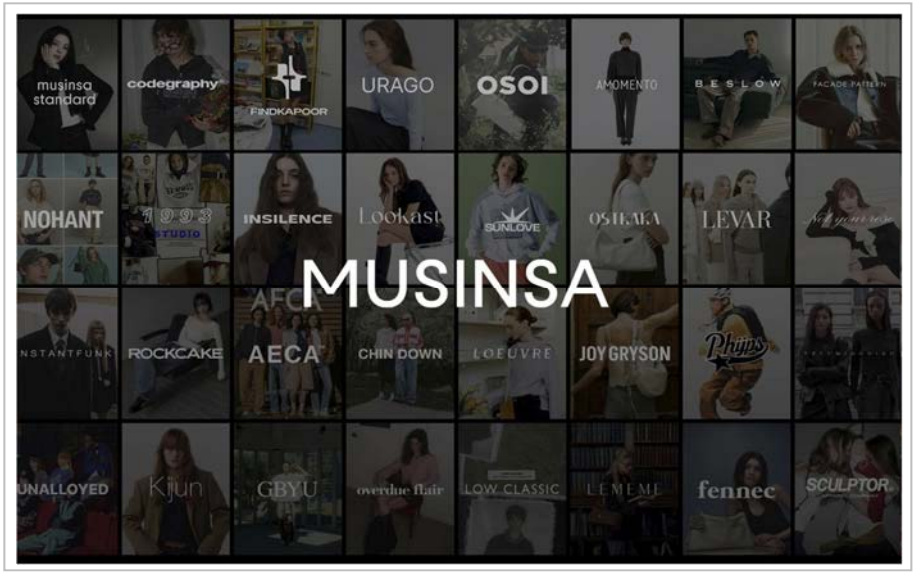


자료: 각사, NH투자증권 리서치본부

느슨했던 K-패션 판을 흔들 메기의 등장

- 패션 플랫폼 무신사의 적극적인 해외 판로 개척이 업종 전반에 긍정적 흐름을 가져다 줄 것. K-패션도 이제 시장 파이가 확대될 전망
- 국내에서 확인된 중국, 일본 소비자 수요 기반 현지 맞춤형 상품 전략이 주효. 실제 2025년 9월 중국 이커머스 플랫폼 티몰(Tmall)에 무신사 스탠다드 플래그십 스토어를 오픈한지 2주 만에 거래액 5억원을 돌파했고, 향후 5년 내 중국 내 매장 100개 이상 출점 계획
- 외국인 관광객들의 쇼핑 성지로 주목받는 성수동에서 나타나는 캐주얼 브랜드 강세에도 주목. 상장 기업의 연이은 실적 부진과 달리 K-인디 패션 브랜드 성과는 고무적. 마뗑킴, 레이어, 이미스 등이 온라인을 기반으로 시장에 진입. 팝업, 백화점, 해외로 외형 확장하며 점유율 확대

무신사, 중국 전자상거래 플랫폼 '티몰'(Tmall) 입점



자료: 무신사, NH투자증권 리서치본부

K-패션 신흥 강자, 캐주얼 브랜드 다수 출현

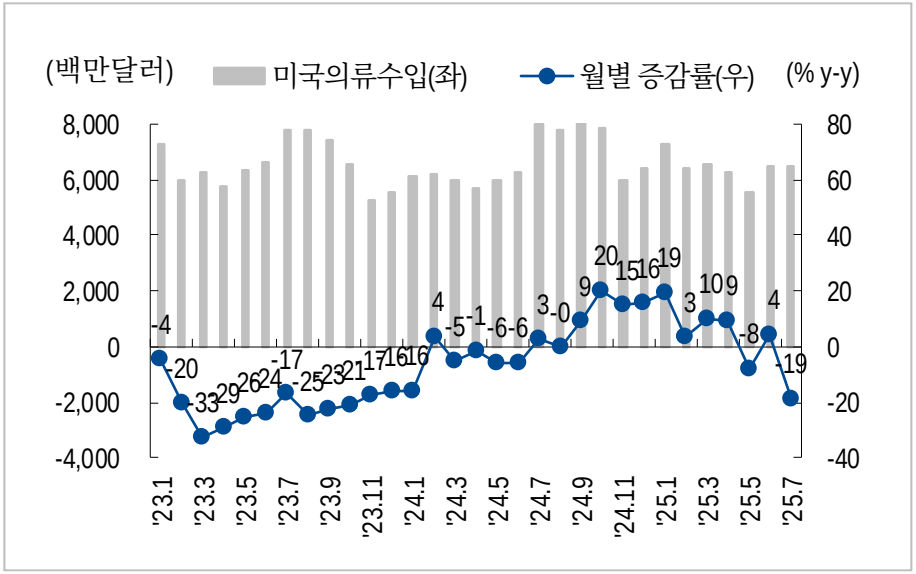
기업명	마뗑킴	레이어	이미스
브랜드	Matin Kim	MARITHÉ FRANÇOIS GIRBAUD PARIS	emis
매출액(십억원)	128.8	150.7	86.3
(y-y)	*65.3%*	*75.0%*	*154.9%*
매출총이익(십억원)	88.2	111.7	62.9
(y-y)	*73.4%*	*80.8%*	*174.6%*
매출총이익률	68.5%	74.1%	72.8%
영업이익(십억원)	38.7	33.5	42.9
(y-y)	*88.0%*	*86.2%*	*193.7%*
영업이익률	30.0%	22.2%	49.7%

주: 2024년 감사보고서 기준
자료: 각사, NH투자증권 리서치본부

OEM, 미국 관세 파고를 넘는 중

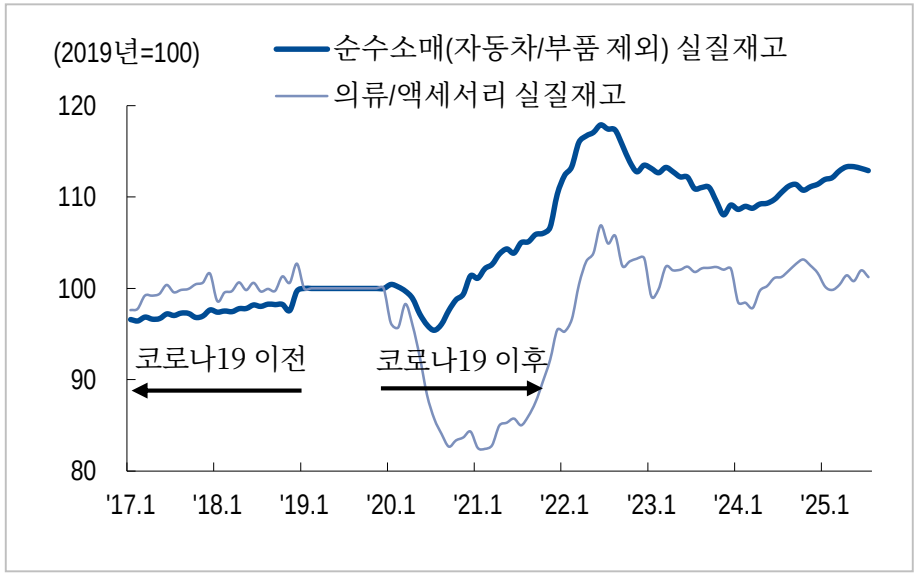
- 투자심리 측면에서 미국 관세 불확실성은 최악은 지났다고 판단. 미국向 노출도가 높은 OEM사는 상대적으로 실적 변동성이 2026년 상반기까지 이어질 수 있으나, 2026년 하반기 강한 실적 반등 전망
- 글로벌 패션 브랜드사는 2026년 완만한 재고 재축적(Re-stocking) 진행할 전망. 미국 재화 소비 전반은 둔화하는 모습을 보일 것으로 예상하나, 의류 카테고리 재고 사이클은 안정화 단계. 고객사 측면에서는 아웃도어 브랜드가 상대적 약진을 지속할 전망

미국 월별 의류 수입액 및 증감률 추이



주: HS Code 61+62 합산 기준
자료: KITA, NH투자증권 리서치본부

미국 순수소매 vs 의류/액세서리 실질 재고자산 추이



주: 2019년 1~12월 대비 상대재고 추이
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

투자유망종목 1: 에이피알(278470.KS) - 목표주가 330,000원

- 2026년 연결기준 매출액 2조원(+38.4% y-y), 영업이익 4,890억원(+41.2% y-y), 해외 매출 비중 83.8%(+5.8%p y-y) 추정
- 2025년 3분기 실적에서 광고판촉 비율이 17.5%(-2.6%p y-y)로 하락한 점에 주목할 필요. 최근 업종 내 미국, 유럽 등 적극적인 글로벌 진출이 브랜드 마케팅 비용 증가, 마진 하락으로 이어지는 경우가 다수 포착되는데, 동사는 이와 상반된 흐름
- 최대 강점인 마케팅 효율 증대로 이익 레버리지 효과 증명할 것. 미국 Tiktok, Amazon 채널을 통해 바이럴이 실제 시장 점유율 상승으로 직결, 글로벌 브랜드로서 입지 강화. 스킨케어 기반 가정용 미용기기, EBD(Energy Based Devices; 의료기기) 진출까지 아우루는 뷰티+테크 기업으로 도약 전망

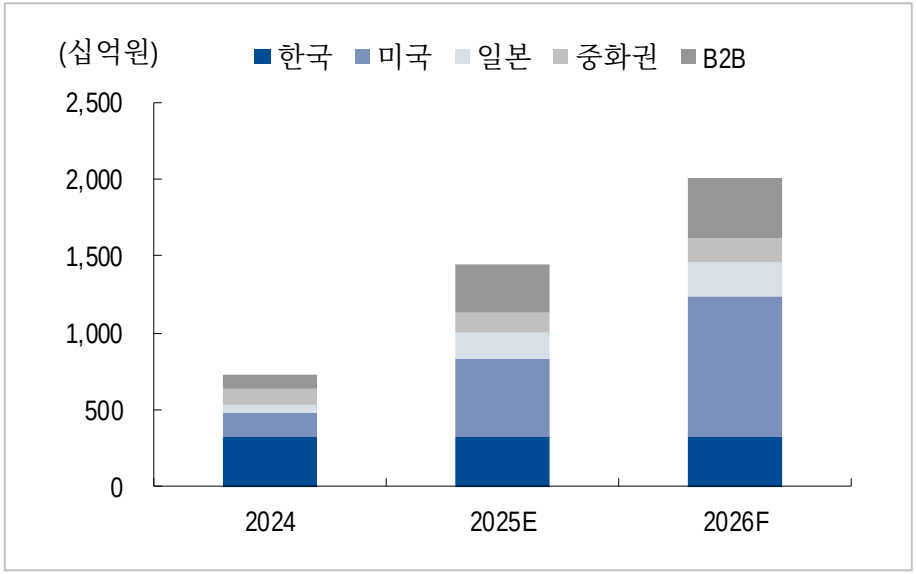
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	723	1,445	2,000	2,490
영업이익	123	346	489	609
영업이익률 (%)	*17.0*	*24.0*	*24.4*	*24.5*
EBITDA	145	376	520	637
순이익	108	282	396	492
지배지분 순이익	108	282	396	492
EPS (원)	2,842	7,510	10,580	13,153
PER (배)	17.6	31.2	22.1	17.8
PBR (배)	5.9	18.6	11.0	7.2
ROE (%)	41.3	71.0	62.5	49.1
Net Debt(-Cash)	-112	-228	-496	-859

현재가(11/7, 원)	234,000	외국인지분율	25.6%
시가총액(십억원)	8,758.8	배당수익률('25E)	1.5%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

에이피알 연간 국가별 해외 매출액 전망



주: B2B 매출은 유럽, 중동, 동남아向 포함
자료: 에이피알, NH투자증권 리서치본부 전망

화장품/패션

투자유망종목 2: 아모레퍼시픽(090430.KS) - 목표주가 175,000원

- 2026년 연결기준 매출액 4조 5,297억원(+6.7% y-y), 영업이익 4,680억원(+22.7% y-y), 영업이익률 10.3%(+1.3%p y-y) 추정
- 과거와 달리, 해외 진출 국가와 브랜드 다변화 속도가 민첩. 2025년 3분기 더마 브랜드 에스트라는 영국 세포라 입점, 마몽드는 유럽 8개국 진출하며 유럽 진출 확대, 미국에서 헤어/프래그런스 브랜드 미쟝센/일리윤이 양호한 성과를 달성하는 등 브랜드 다다익선 전략이 적중
- 코스알엑스 매출액은 2025년 4분기부터 역성장 폭이 크게 줄어들며, 2026년 1분기부터 성장 전환 가능할 전망. 글로벌 리밸런싱 가속화, 브랜드 경쟁력 강화로 BY2026(2025년 7월~2026년 6월) 실적과 밸류에이션 모두 저점을 통과했다고 판단하며, 비중 확대 유효

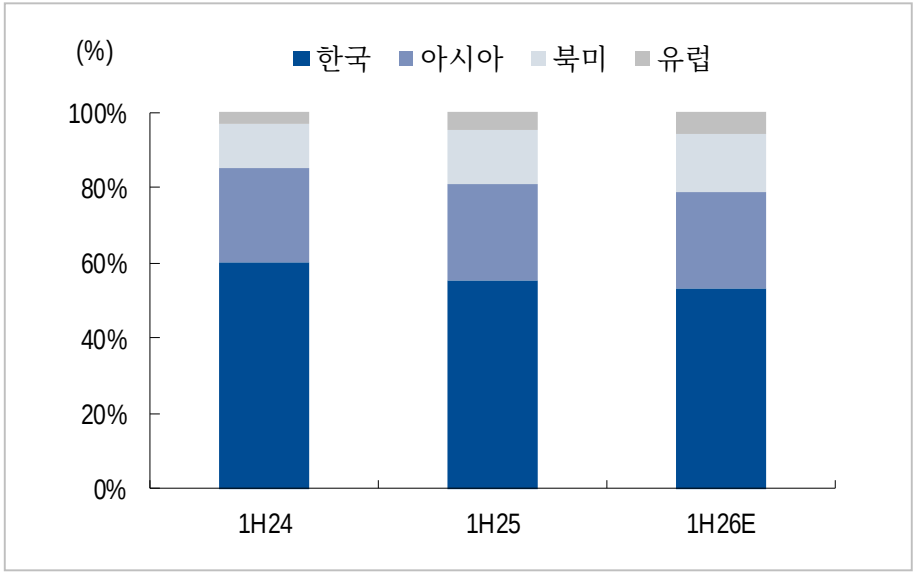
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	3,885	4,247	4,530	4,805
영업이익	220	383	468	525
영업이익률 (%)	*5.7*	*9.0*	*10.3*	*10.9*
EBITDA	478	653	730	770
순이익	602	302	384	433
지배지분 순이익	593	290	372	419
EPS (원)	9,937	4,757	6,162	6,966
PER (배)	10.5	26.6	20.5	18.2
PBR (배)	1.4	1.6	1.5	1.5
ROE (%)	11.7	5.4	6.7	7.1
Net Debt(-Cash)	-213	-609	-1,048	-1,483

현재가(11/7, 원)	126,500	외국인지분율	23.1%
시가총액(십억원)	7,399.3	배당수익률('25E)	0.9%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

아모레퍼시픽 국가별 매출 비중 전망



주: 면세 채널 매출은 한국에 포함
자료: 아모레퍼시픽, NH투자증권 리서치본부 전망

투자유망종목 3: F&F(383220.KS) - 목표주가 100,000원

- 2026년 연결기준 매출액 2조 222억원(+4.8% y-y), 영업이익 5,028억원(+8.0% y-y), 영업이익률 24.9%(+0.8%p y-y) 추정
- 2022년 이후 줄곧 부진했던 내수 매출은 2025년 하반기부터 역신장 폭을 축소 중이며, 2026년 완만한 회복과 수익성 개선 예상
- 중국은 안정적인 성장세 지속될 전망. MLB(캐주얼)에 더해, Discovery(아웃도어) 프리미엄 전략으로 2026년 매출 볼륨 확대 전망
- 밸류에이션은 여전히 12M Fwd PER 8배 미만에 불과한 저평가 상태이며, 내수 소비 회복 수혜주로 볼 만. 향후 글로벌 골프 브랜드 기업 테일러메이드 인수 건이 합리적 가격에 확정된다면 업사이드 리스크 역시 부각될 것

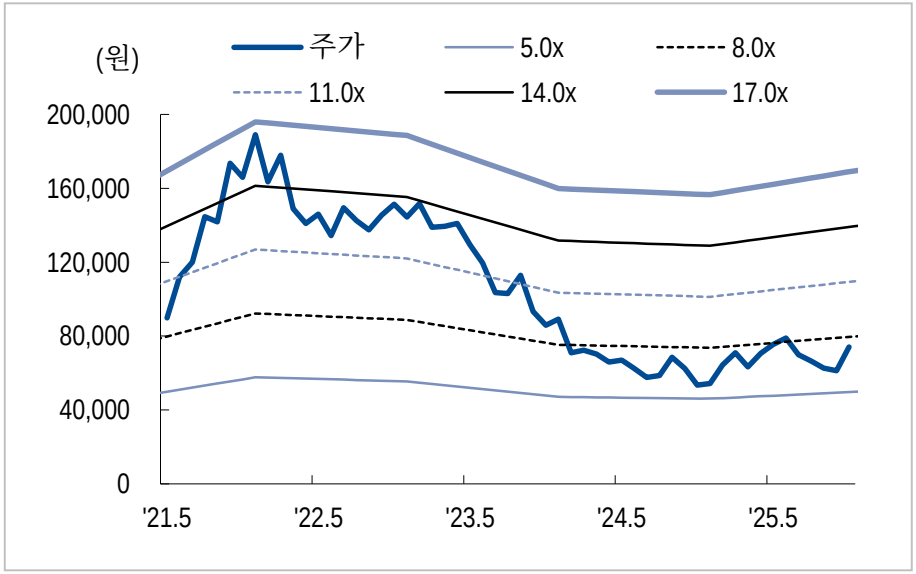
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	1,896	1,930	2,022	2,114
영업이익	451	466	503	539
영업이익률 (%)	*23.8*	*24.1*	*24.9*	*25.5*
EBITDA	552	576	609	641
순이익	356	352	383	406
지배지분 순이익	360	353	383	406
EPS (원)	9,408	9,208	10,005	10,597
PER (배)	5.8	8.0	7.4	7.0
PBR (배)	1.3	1.5	1.3	1.2
ROE (%)	25.3	20.8	19.4	17.9
Net Debt(-Cash)	19	-195	-487	-779

현재가(11/12, 원)	74,100	외국인지분율	11.2%
시가총액(십억원)	2,838.6	배당수익률('25E)	2.7%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

F&F 12M Fwd PER 밸류에이션 추이



자료: F&F, NH투자증권 리서치본부 전망

제약바이오

빅파마의 생각 읽기: 트렌드에 탑승하라

I. 트럼프 정책 수혜 국면 돌입

II. 빅파마 차세대 R&D 쇼핑처 주목

III. 2026년 주요 이벤트 Preview

IV. 투자유망종목

Analyst: 한승연
Tel 02)768-7802 | e-mail seungyeon.han@nhsec.com

제약바이오: 빅파마의 생각 읽기: 트렌드에 탑승하라

2025년은 제약바이오 전반적으로 아쉬운 흐름이었다. 트럼프의 헬스케어 규제 정책(American First)의 '피해 업종'으로 분류된 영향도 크다. 다만 2026년부터 트럼프 헬스케어 정책 핵심 아젠다는 중국 바이오 산업 규제로 넘어갈 것으로 전망한다. 중국 CDMO(위탁개발생산) 및 R&D(신약기술개발)를 모두 규제할 가능성이 높다. 이에 2026년 국내 헬스케어 업종은 트럼프 정책발 수혜가 예상된다.

2026년 빅파마의 차세대 신약개발 쇼핑처로 다음 네 가지 영역에 주목이 필요하다. 빅피마 니즈를 파악하며 투자 아이디어를 선제적으로 발굴해보자. 1)비만(편의성 개선 → 근육유지), 2)RNA(전달체 발전 및 RNA 편집), 3)항암(차세대 키트루다 PD-1xVEGF), 4)AI 신약(중장기 성장)

2026년 투자유망종목으로 한미약품과 에이비엘바이오를 제시한다. 한미약품은 비만 큰 그림 관점에서 가장 명확한 방향성을 제시한다. 향후 비만신약 개발 트렌드로 '근육유지' 부상을 예상하며, 2026년 데이터 및 기술수출 성과를 기대한다. 에이비엘바이오는 핵심 BBB셔틀 플랫폼 그랩바디B의 대형 기술수출 이벤트를 예상한다. 모달리티 관점 RNA 신약 확장에 주목이 필요하며, 타깃 관점 알츠하이머 영역 신규 딜을 기대한다.

I. 트럼프 정책 수혜 국면 돌입

2025년 제약바이오 전반적으로 아쉬운 흐름이었다. 바이오텍은 금리 인하 기대감으로 상대적으로 주가가 견조했으나, 제약사는 트럼프의 헬스케어 규제 정책(American First)의 '피해 업종'으로 분류되었다.

다만 2026년부터 트럼프 헬스케어 정책 핵심 아젠다는 중국 바이오 산업 규제로 넘어갈 것으로 전망한다. 중국 CDMO 및 R&D를 모두 규제할 가능성이 높다. 국내 CDMO 기업 및 신약개발사들은 반사 수혜 가능하며, 이에 2026년 국내 헬스케어 업종은 트럼프 정책발 수혜가 기대된다.

II. 빅파마 차세대 R&D 쇼핑처 주목

빅파마의 니즈를 선제 파악하고, 2026년 투자 아이디어 발굴해보자.

1) **비만**: 2026년에도 가장 중요한 신약 산업 예상. '편의성 개선'(경구용, 장기지속형) 성과 확인 구간, '근육유지' 측면의 투자 아이디어도 유효

2) **RNA**: 유전자치료제 구조적 성장기, 핵심은 전달체 기술 발전을 통한 대형 적응증 확장(심혈관 → 비만, CNS). 또한, RNA 편집 등 신기술 주목

3) **항암**: 차세대 키트루다 강력후보 이보네시맙(PD-1xVEGF) FDA 신약 승인 발표 기대(2H26). 향후 성과에 따라 빅파마 대형 M&A 영역될 것

4) **AI신약**: 빅테크 매출 확대 및 빅파마 비용절감 니즈. 구조적 성장 초입

제약바이오: 빅파마의 생각 읽기: 트렌드에 탑승하라

III. 2026년 주요 이벤트 Preview

글로벌: 2026년에도 비만에 주목하자. 2025년 12월 노보의 알츠하이머 3상(EVOKE), 2026년 1분기 릴리의 올포글리프론 출시를 기대한다.

국내: 2026년에도 다수의 신규 딜 기대감(SC 제형, BBB셔틀, ADC 플랫폼, 비만신약, RNA 등)이 유효하다. 다수의 주요 임상(한미약품-MASH, 한올바이오-FcRn, 리가켐-TROP2 등) 데이터도 발표 예정이다.

한편 코스닥 대장주 알테오젠의 코스피 이전상장을 위한 임시주총이 12월 8일 개최 예정이다. 이전상장 추정 시기는 2026년 2분기 말~3분기이다.

IV. 투자유망종목

한미약품: 비만의 큰 그림 관점에서 명확한 방향성을 제시한다는 점에서 제약사 투자유망종목으로 제시한다. 향후 비만 트렌드로 '근육유지' 부상을 예상하며, 한미약품은 2026년 4분기 차세대 근육유지 비만 신약 LA-UCN2 1상 발표 및 기술수출 성과를 기대한다. 또한 2026년 상반기 강력 모멘텀으로 파트너사 MSD의 MASH 2b상 데이터도 주목하자.

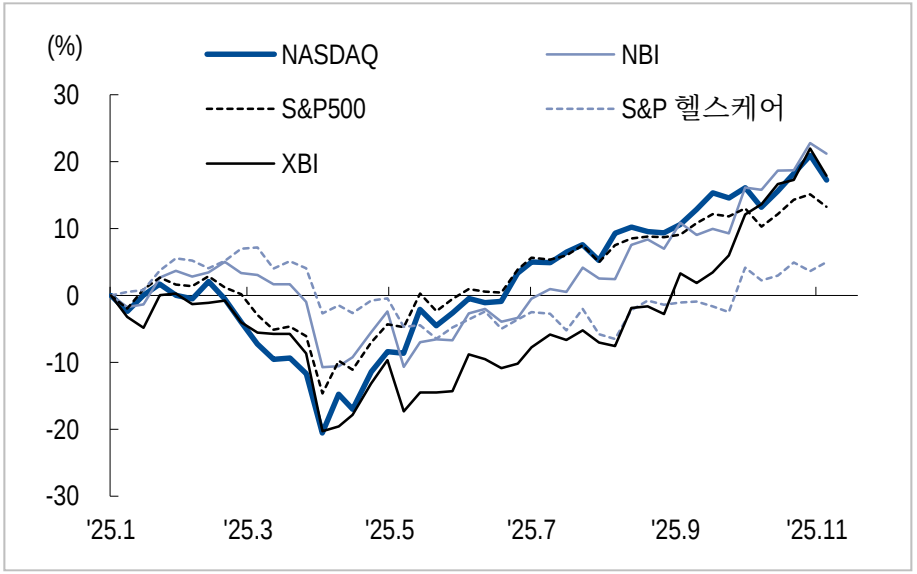
에이비엘바이오: 2026년 핵심 BBB셔틀 플랫폼 그랩바디B 대형 기술수출 이벤트를 기대하며 바이오텍 투자유망종목으로 제시한다. 모달리티 관점 RNA 신약 확장, 타깃 관점 알츠하이머 영역 신규 딜 기대한다.



2025년 제약바이오 리뷰: 전통 제약사 부진, 바이오텍은 견조

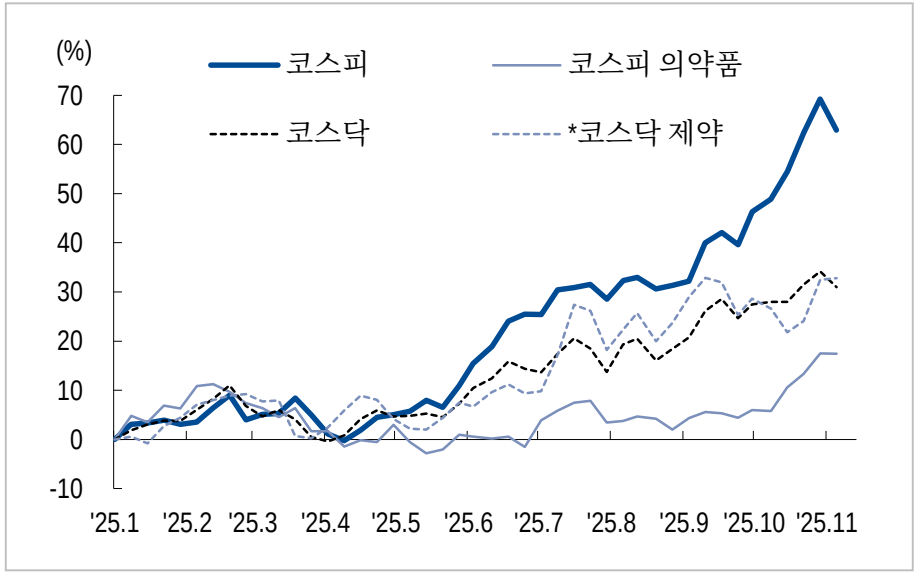
- 2025년 글로벌 헬스케어는 전반적으로 아쉬운 모습. 대형 S&P500 헬스케어(YTD +5.0%)는 트럼프 행정부의 규제 정책으로 부진. 다만, 나스닥 바이오텍(NBI, +21.2%)은 하반기 금리 인하 기대감 및 대형 M&A 딜 기대감으로 주가 상대적으로 견조
- 국내의 경우, 코스피가 역대급 강세를 보이는 사이 코스피 의약품(+17.4%)은 트럼프 정책 피해업종으로 분류되며 지수를 크게 하회. 최근 들어 미국 헬스케어 정책 불확실성 해소 등에 힘입어 소폭 반등
- 코스닥 바이오텍(+32.8%)은 코스닥과 유사한 모습. 특히 4분기 들어 기대했던 대형 라이선스 아웃 모멘텀 부재 속에 횡보하는 모습
- 요약하면 2025년 국내외 제약사 모두 언더퍼폼(트럼프 정책 피해 업종), 바이오텍은 마켓퍼폼(금리 인하 기대감)

2025년 미국 헬스케어 주가 추이



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

2025년 국내 헬스케어 주가 추이



주: *코스닥 제약에 알테오젠, 리가켐바이오 반영
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

트럼프 헬스케어 아젠다 ① American First(2025)

- 트럼프 2기 행정부의 헬스케어 아젠다는 1)American First(2025), 2)중국 바이오 산업 규제(2026~)로 구분
- American First는 미국 국민을 위한 헬스케어 정책으로, 트럼프 지지율 상승을 위한 정치적인 행보. 구체적으로 MFN(최혜국) 약가인하와 의약품 관세 정책이 있었음. 이는 기업의 마진(P-C) 축소로 이어진다는 점에서 글로벌 헬스케어 주가를 누르는 오버행 이슈였음
- 다만 2025년 4분기 American First 정책 노이즈 마무리 국면 진입. 실제로 정부와 빅파마 간 최혜국 약가인하 협상 개시(現 글로벌 제약사 17개社 중 4개 완료), 의약품 관세 국가별 협상 진행(최혜국 15% 부과). 오버행 이슈 해소에 따른 글로벌 헬스케어 증시 반등세 관측

트럼프 헬스케어 정책 ① American First(약가인하, 의약품 관세)

구분	타임라인	목표	내용	국내 영향
MFN 약가 인하	빅파마 협상 마무리 (4Q25~1Q26)	미국 국민 약가 부담 감소 (미국 1인 GDP 60% 국가 수준)	1) 기존 의약품: 메디케이드(공보험) 2) 신규 의약품: 공보험/사보험 둘다 추정 3) 일부: 美 정부 직판(TrumpRx) 4) 미국 외 약가 인상	신약개발사 측면 과도한 미국 약가 인하 우려 해소
의약품 관세	개별 국가 협상 마무리 (3Q25~4Q25)	의약품 공장 리쇼어링 → 미국 내 일자리 창출	- 브랜드 의약품 최대 관세율 100% 부과 (제네릭/API 제외) - 최혜국 대우 국가 관세 인하 (EU, 일본, 한국 등 15%)	미국 수출 제약사 마진 축소 우려 해소

자료: 언론 정리, NH투자증권 리서치본부

트럼프 헬스케어 아젠다 ② 중국 바이오 산업 견제(2026~)

- 2026년부터 트럼프 헬스케어 정책의 아젠다는 '중국 바이오 규제'로 넘어갈 것. 2025년 4월 美상원 NSCEB(생명공학 국가안보위원회)는 바이오 부흥 보고서 발간하며, 세 가지 핵심 방안 중 하나로 중국 바이오 규제 명시. 국내 바이오 산업 반사 수혜 가능하다는 점에서 긍정적
- [생물보안법안] 2026년 美국방수권법 개정안 상원 표결 완료, 중국 CDMO 기업을 규제하는 생물보안법안 내용도 포함. 2025년 12월 양원 조정 절차 및 대통령 서명 절차만 남았으며, 실제 시행시기는 2032년(5년 유예기간) 예상. 국내 CDMO 산업 반사 수혜 기대
- [신약 규제] 2025년 9월 트럼프 행정부 중국 신약 규제와 관련된 행정명령 초안을 빅파마와 글로벌 VC(벤처투자회사)에 전달. 기존 CDMO 뿐 아니라 신약 R&D 규제 가능성도 시사. 추후 구체화된 논의 지켜봐야 하나, 국내 신약개발사 관점에서는 긍정적인 뉴스

트럼프 헬스케어 정책 ② 중국 바이오 산업 견제

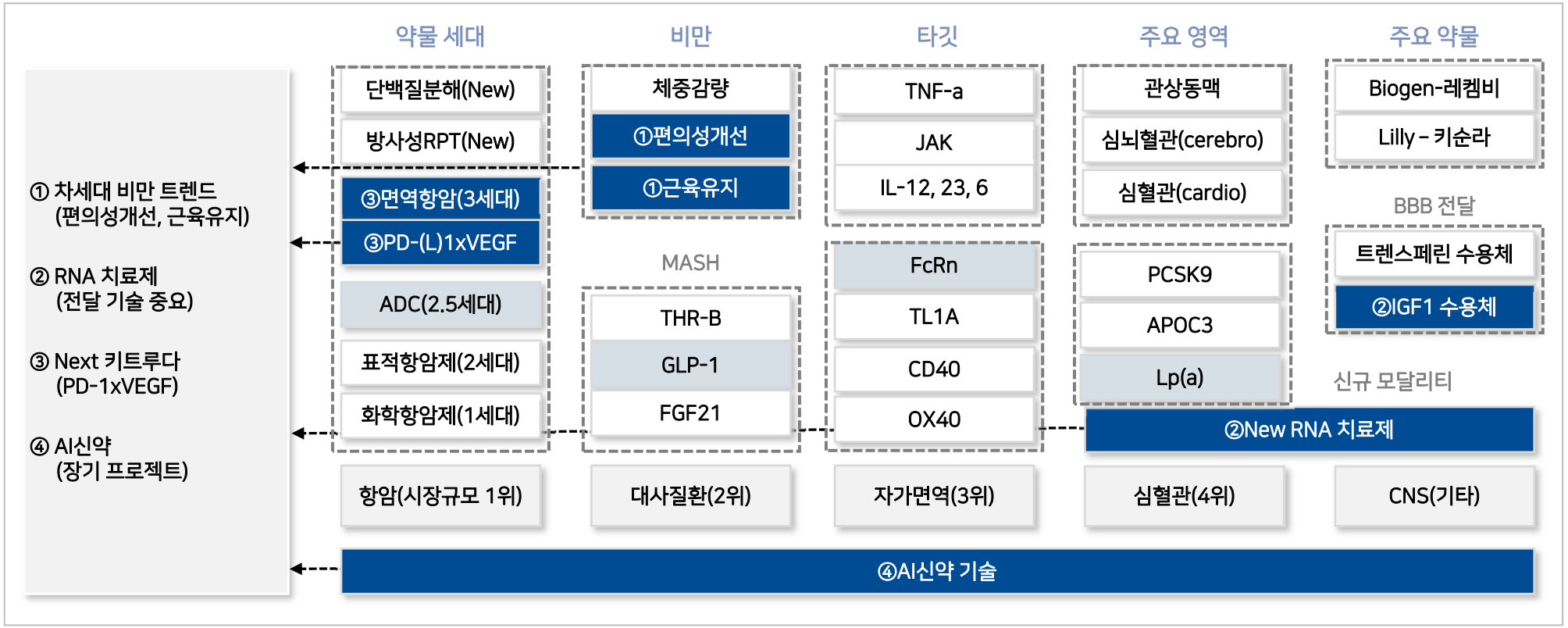
구분	타임라인	목표	내용	국내 영향
생물보안법안 (국방수권법안 2026)	2025.12 (최종승인)	**생산:** 중국 CDMO 산업 규제 (2032~)	미국 공보험 납품 및 정부 펀딩받은 **제약사는 중국 CDMO 기업과 사업 분리 요구** (구체적인 중국 CDMO 기업 명시 X, 추후 지정 가능)	국내 CDMO 긍정적
중국 신약 R&D 규제 (행정명령 초안)	불확실	**R&D**: 미국 신약개발 경쟁력 강화	1) **기술도입**: 미국 제약사의 중국 신약 기술도입 시, **정부 기관인 미국안보위원회로부터 평가 필요** 2) **신약허가**: FDA 신약허가 신청에 중국 임상 데이터 활용 시, **더욱 엄격한 검토 및 높은 비용 요구**	국내 바이오텍 긍정적

자료: US gov, NH투자증권 리서치본부

빅파마 차세대 신약개발 지도: 2026년 주목이 필요한 네 가지 영역

- 글로벌 신약개발의 핵심 축은 빅파마. 이들의 니즈를 선제적으로 파악하고 글로벌 대형 트렌드 속 투자 아이디어 선제 발굴 가능
- 2026년 관심이 필요한 신약개발 영역은 다음 네 가지로 제시: 1)비만(편의성 개선, 근육유지), 2)RNA 치료제(전달체 기술), 3)항암(차세대 키트루다, PD-1xVEGF), 4)AI 신약기술

빅파마 차세대 신약개발 지도

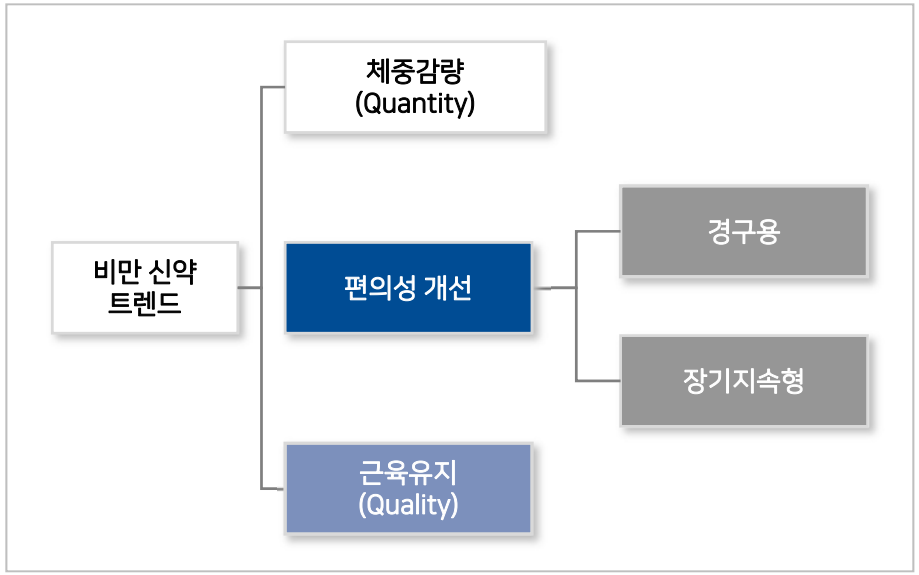


자료: NH투자증권 리서치본부

① 비만: 릴리의 올포글리프론 출시와 노보의 장기지속형 확대 주목

- 글로벌 비만 신약은 1)체중감량, 2)편의성 개선, 3)근육유지라는 세 가지 트렌드로 발전. 2025년부터 **두번째 편의성 개선(경구용, 장기지속형)** 트렌드 진입, 2026년은 본격 성과 국면 전망
- **[경구용]** 릴리의 첫 경구용 비만 신약 올포글리프론 2026년 상반기 미국 출시 예정. **올포글리프론 초기 매출은 비만 대장주 릴리의 2026년 주가 측면에서 가장 중요한 요인.** 2030년(출시 5년차) 릴리 비만 매출 내 비중 20%까지 고성장 기대
- **[장기지속형]** 화이자는 노보를 제치고 Metsera 최종 인수 완료 발표. 이에 글로벌 비만 경쟁은 기존 2강(릴리, 노보)에서, 향후 3강 체제(릴리, 노보, 화이자)로 재편 예상. 특히 **노보는 화이자(Metsera)에의 대응 목적 장기지속형에 대한 니즈 높아질 것**

글로벌 비만신약 개발 트렌드



자료: NH투자증권 리서치본부

글로벌 주요 비만 빅파마 파이프라인 현황

타깃	Lilly	Novo Nordisk	화이자	로슈
GLP-1	Orfo (1H26 출시)	**시판**	Metsera (2b상)	2상 (카뭇)
GLP-1/GIP	**시판**	-	**-**	3상예정(카뭇)
GLP-1/GIP/GCG	Reta, 3상	중국 1b상 완료	-	-
Amylin	2상	3상 예정	Metsera (1/2a상)	2b상 (Zealand)
Amylin + 다중	-	**3상 완료**	-	전임상
Activin	2상 완료	-	-	-
Myostatin	-	-	-	2상(Chugai)
UCN2	물질발굴	**-**	-	-

자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

① 비만: 근육유지라는 궁극적인 비만 신약의 꿈

- 기존 비만 치료제의 제지방(체중-체지방) 감소 비중 30~40%. 쉽게 말해 실제로 감소하는 체중의 30~40%가 근육
- 비만 선두 개발사들은 마지막 트렌드로 근육유지/강화 제시. 다만 여전히 임상 초기 단계이며, 대부분 주요 타깃(액티빈, 마이오스타틴) 중심. 릴리는 2023년 8월 Versanis Bio를 2조원에 인수하며 확보한 비마그루맙(액티빈)의 진행 중인 임상 2상 중단 발표(임상 2건 중 1건 중단)
- **차세대 근육유지 비만 파이프라인 가치 높아지는 구간.** 신규 타깃(UCN2) 혹은 RNA 치료제(INHBE 타깃) 성과 기대. **국내 한미약품 LA-UCN2** 파이프라인으로 글로벌 1상 진입(2025.11), 2026년 연말 1상 결과 및 기술이전 성과도 기대. 레거시와 후발 빅파마 모두 관심 있을 것

글로벌 비만 치료제(근육 유지) 주요 임상 파이프라인 정리

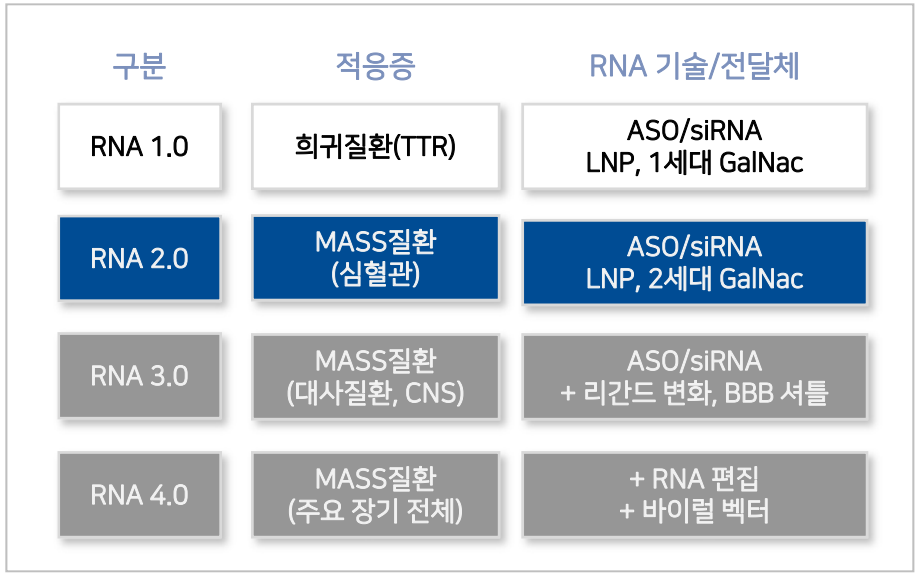
파이프라인	기업	모달리티	제형	타깃	임상 단계	내용	타임라인
Bimagrumab	Eli Lilly	**mAb**	**IV**	**activin type2**	**2상**	**Semaglutide 병용 임상(48주 + 26주)**	**ADA 발표 완료**
-		줄기세포	-	-	물질 발굴	AI 플랫폼 근육유지 개발(총 8.7억달러)	-
LX9851	Novo	저분자	경구용	ACSL5	전임상	Lexicon LX9851 L/O 계약 (총 10억 달러)	연내 1상 개시
Trev + Garetosmab	**리제네론**	**mAb**	**IV/SC**	**myo+ activin A**	**2상**	**Semaglutide 병용 임상(26주 + 26주)**	**EASD 2025**
apitegromab	Scholar Rock	mAb	IV	Myostatin	2상	Semaglutide / 터저페타이드 병용 (24주)	상세 결과(연말)
SRK-439		mAb		Myostatin	전임상	Semaglutide / 터저페타이드 병용 예상	3Q25 IND 제출
Taldefgrobep Alfa	**바이오헤븐**	**Fc-Fusion**	**SC**	**myo+ activin A**	**2상 디자인**	**GLP-1 타깃 병용 예정(18주 + 18주)**	**25.말~26.초 2상 발표 예정**
emugrobart	로슈	mAb	SC	Myostatin	2상	Tirzepatide 병용 임상	2Q25 2상 개시
HM17321	**한미약품**	**peptide**	**SC**	**UCN2**	**1상**	**단독 및 병용으로 개발 전략**	**2025.11 1상 개시**
GUB-UCN2	**Gubra**	**peptide**	**SC**	**UCN2**	**전임상**	**아밀린 / GLP-1와 병용 예상**	**1Q26 1상 개시**
XW4475	Sciwind	peptide	주사제	UCN2	전임상	ADA 2025 전임상 첫 발표: 근육 증대 확인	전임상

자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

② RNA 2.0: 희귀질환을 넘어 대중질환 첫 정복 시작

- 최근 글로벌 RNA(리보핵산) 딜 가장 활발. 실제로 RNA 1위 기업 앨라일람 글로벌 제약사 시가총액 20위 등극(2025년 YTD 89% 이상 상승)
- 2026~2027년 RNA 산업 성장 기울기 단기 변곡점 전망. 기존 희귀질환에서 MASS(대중질환)인 심혈관까지 나아가며 타깃 환자군 대형 확대
- 노바티스의 렉비오(PCSK9)는 2025년 8월 죽상경화성 심혈관(ASCVD) 1차 단독 치료제 라벨 확대. 2032년 추정 매출 43억달러의 첫 대중질환 블록버스터 RNA 신약 기대. 또한 아이오니스의 올라자르센(APOC3)은 중증도 고중성지방혈증(sHTG) 라벨 확장 FDA 신청(4Q25)
- 한편, 다수의 빅파마들 차세대 심혈관질환 파이프라인 관점 Lp(a) 타깃 RNA 신약 개발. 특히 노바티스 펠라카르센, 암젠 올파시란 2026년 3상 데이터 발표 예상, 2032년 매출 약 30억달러의 블록버스터 후보 약물. 이는 글로벌 올리고뉴클레오타이드 CDMO 관점 중요한 이벤트

글로벌 RNA 신약 개발 트렌드



자료: NH투자증권 리서치본부

주요 Lp(a) 타깃 주요 고지혈증 임상 파이프라인 현황

제품명	회사	기전	타임라인	출시 시기	주요 임상 데이터 (위약 대비 Lp(a) 감소율)
Olpa-siran	Amgen/ Arrowhead	RNAi	'26년 말 3상 완료	2027	2상 36주차 225mg 12주 간격 97.5% 225mg 24주 간격 96.9%
Lepo-disiran	Eli Lilly/ Dicerna	RNAi	29년 3상 완료	2030	2상 60~180일 평균 96mg(2회) 75.2% 400mg(1회, 2회 통합) 93.9%
Pela-Carsen	Novartis /Ionis	ASO	1H26 3상 발표 2H26 허가 신청	2027	2상 6개월 60mg 4주 간격 66% 20mg 매주 간격 72%
Zerla-siran	Silence	RNAi	3상 준비 완료, 파트너사 탐색	2030	2상 36주차 300mg 16주 간격 82.8% 450mg 24주 간격 85.6%

자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

② RNA 3.0~4.0: 새로운 전달체와 RNA 편집 기술

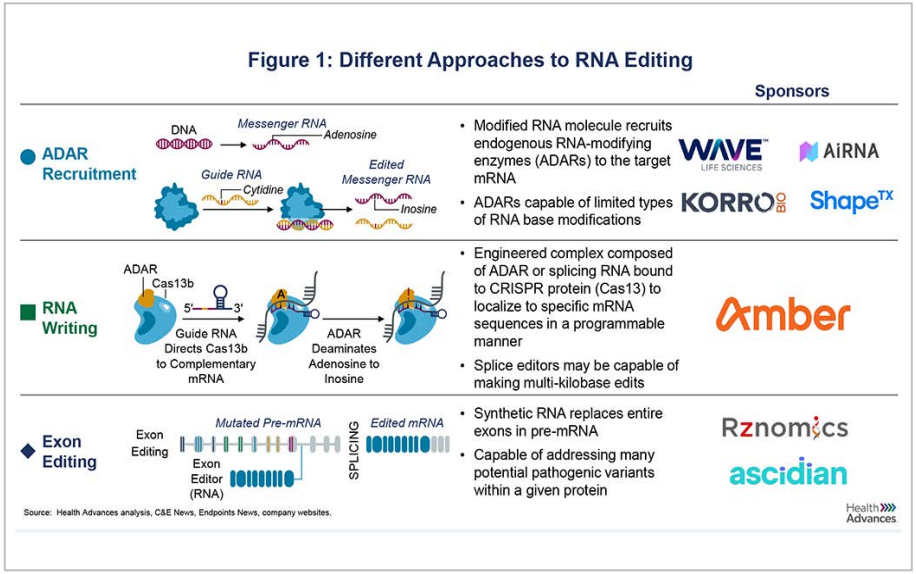
- RNA 치료제 발전 방향은 크게 1)체내 전달 기술(delivery platform)과 2)RNA 치료 기술(modality)로 구분 가능
- [RNA3.0] 다수 적응증 확대를 위해서는 체내 전달 기술 확대 중요. 실제로 앨라일람은 2030년까지 모든 주요 장기/조직에 RNA 치료제 전달이라는 목표 제시. 이를 위해서는 기존 RNA 2.0까지의 간 특이적 전달체(LNP, GalNac) 외 새로운 전달 기술(BBB셔틀, AOC, POC 등)의 등장이 필수
- RNA 치료제의 신규 CNS(중추신경계) 치료 관점, BBB 셔틀 활용 전달 니즈 상승. 실제로 2024년 아이오니스와 드날리의 OTV 플랫폼 공동 연구개발, 2025년 GSK와 국내 에이비엘바이오의 그랩바디B 기술도입 사례 주목. 한편, BBB 셔틀의 근육 전달 잠재력은 또 다른 관전 포인트
- [RNA4.0] 또한 RNA 치료 기술 관점 기존 mRNA 절단/스플라이싱 기반 ASO, siRNA에서 최근 RNA 편집 등 새로운 기술 확대 중

글로벌 RNA 전달체 기술 트렌드

벡터	세부	주요 타깃
Viral	AAV	CNS, 근육, 망막, 간
	Lenti	CAR-T
	Adeno	백신
	Retro	조혈모세포
Non Viral	LNP	간, 근육, 면역세포
	GalNAc	간
	AOC	근육, 심장, 등
	POC	근육, CNS, 등
	BBB셔틀	CNS, 근육

자료: NH투자증권 리서치본부

글로벌 RNA 편집기술 원천개발사



자료: Health Advances 2024, NH투자증권 리서치본부

③ 항암: PD-(L)1xVEGF이 이루어 줄 넥스트 키트루다라는 10년의 염원

- 글로벌 매출 1위 의약품은 MSD의 면역항암제인 키트루다(2024년 매출 300억달러). 경쟁사들은 지난 10년간 넥스트 키트루다 개발에 착수하였으나 모두 실패. 다만 최근 중국의 PD-(L)1xVEGF 이중항체(이보네시맙) 후기 임상에서 키트루다 뛰어넘는 데이터 공개되며 주목
- 빅파마들은 이미 PD-(L)1xVEGF 면역항암제 파이프라인을 빠르게 채워두었음. 현재 Summit Therapeutics(Akeso)를 선두권으로 뒤를 이어 BMS/바이오엔텍(글로벌 3상, Biotheus 인수), MSD(중국 1상, LaNova 기술도입), Pfizer(중국 2상, 3Sbio 기술 도입) 등 추격 중

글로벌 PD-(L)1xVEGF 면역항암제 개발 현황

파이프라인	개발사	원개발사	타깃	적응증	임상단계
Ivonescimab	**Summit / Akeso**	**Akeso**	**PD-1 × VEGF-A**	**NSCLC, TNBC 등**	**글로벌 3상 / 중국 승인**
BNT327 (PM8002)	**BioNTech / BMS**	**Biotheus**	**PD-L1 × VEGF-A**	**TNBC, SCLC 등**	**글로벌 3상 / 중국 2상**
SSGJ-707	Pfizer / 3SBio	3SBio	PD-1 × VEGF-A	비소세포폐암, 난소암	중국 2상
MK-2010 (LM-299)	MSD	LaNova Medicines	PD-1 × VEGF-A	진행성 고형암	중국 1/2상
palverafusp alfa (IMM2510)	Instil Bio / ImmuneOnco	ImmuneOnco	PD-L1 x VEGF	비소세포폐암 등	중국 2상
HB0025	Huabo (Huaota)	Huabo Biopharm	PD-L1 × VEGF	진행성 신세포암(RCC)	중국 1/2상, 미국 1상
RC148	RemeGen	RemeGen	PD-1 × VEGF-A	진행성 고형암	중국 2상
AI-081	OncoC4	OncoC4	PD-1 × VEGF	진행성 고형암	글로벌 1/2상
JS207	Junshi Bio	Junshi Bio	PD-1 × VEGF	비소세포폐암 등	중국 2상

자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

③ 항암: 이보네시맙, 주사위는 던져졌다, 2026년 신약 승인 가능성 주목

- 아직 이보네시맙 HARMONi(글로벌) 전체생존율(OS) 데이터 미성숙, 다만 Summit은 2025년 4분기 FDA에 신약 승인 신청 예정. 향후 성과에 따라 아스트라제네카, 로슈 등 전통 면역항암제 빅파마들의 Summit의 대형 M&A 가능성도 농후
- 2026년 HARMONi-3(비소세포폐암 1차치료제, 키트루다 병용요법 직접 비교) 글로벌 3상 중간 데이터 공개 가능성도 주목
- 한편, 국내에서는 셀트리온(머스트바이오)과 와이바이오로직스가 차세대 PD-1xVEGFxIL-2 기반 전임상 초기 파이프라인 개발 중

Summit/Akeso 진행 중인 이보네시맙 임상 현황

임상명	지역	단계	적응증	타임라인	기타
HARMONi	글로벌	3상	비소세포폐암 NSQ EGFRm 2L+ (ivonescimab+화학 vs 화학)	FDA BLA 예정 (4Q25)	FDA 패스트트랙 5월말 탑라인 PFS HR 0.52 (p<0.00001) OS HR 0.79 (p=0.057) 서구권: OS HR(0.78, p=0.03), PFS HR 0.67 (vs아시아 0.55)
HARMONi-3	글로벌	3상	비소세포폐암 1L(SQ + nonSQ) (Ivonescimab+화학 vs 키트루다+화학)	등록 진행 중 (1080명 목표)	2026년 중간 데이터 공개 기대
HARMONi-7	글로벌	3상	비소세포폐암 PD-L1 High 1L (ivonescimab 단독 vs pembrlizumab 단독)	등록 진행 중 (780명 목표)	2027년 중간 데이터 공개 기대
HARMONi-A	중국	승인 (24년 5월)	비소세포폐암 EGFRm 2L+ (ivonescimab+화학 vs 화학)	최종 OS 데이터 업데이트 완료 (2025 SITC)	'24년 5월 말 중국 승인 데이터: PFS 7.1개월 (HR 0.46, p<0.001) OS 17.1개월 (HR 0.8, 17.6개월 추적) → OS 16.8개월(HR 0.74, p=0.019, 32.5개월 추적)
HARMONi-2	중국	승인 (25년 4월)	비소세포폐암 PD-L1+ 1L (ivonescimab 단독 vs pembrolizumab 단독)	mOS 데이터 업데이트 예정	4월 말 중간결과 OS HR 0.777 (성숙도 39%), 통계적 만족 실패 '24년 9월 탑라인 PFS 11.14개월 (HR 0.51, p<0.0001) PD-L1 발현 정도와 무관하게 PFS 개선
HARMONi-6	중국	3상	비소세포폐암 SQ 1L (ivonescimab+화학 vs Tevimbra+화학)	PFS 업데이트 (2025 ESMO)	PFS HR 0.6, 아직 OS는 미성숙

자료: Summit Therapeutics, Akeso, NH투자증권 리서치본부

④ AI신약: 빅테크와 빅파마가 함께 꿈꾸는 중장기 프로젝트

- 빅테크는 헬스케어 산업 진입을 통한 '매출 확대', 빅파마는 AI 기술을 활용한 신약개발 '비용 절감'이 목표. 중장기 빅파마와 빅테크 협업 그림
- 2025년 10월 일라이 릴리는 엔비디아와 협업 통한 AI 팩토리 가동 공식 발표하며 중장기 AI 신약 개발 가속화 가능성 제시
- 또한 알파벳의 AI 신약 개발 자회사 Isomorphic Labs(알파폴드 개발사)의 AI 신약 2026년 첫 임상 1상 진입 기대

글로벌 AI신약개발 산업 핵심 구조도



자료: NH투자증권 리서치본부

2026년 글로벌 헬스케어 주요 이벤트 미리 보기

글로벌 주요 헬스케어 기업 2026년 모멘텀

구분	기업	타임라인	파이프라인	모멘텀	중요도
비만	Novo Nordisk	CTAD 학회(2025.12.3)	리벨서스	알츠하이머 3상	★★★
		2025.12.17	리벨서스 고용량	미국 FDA 승인 신청 결과	★
		4Q26	Cagrisema	미국 FDA 승인 신청 결과	★★★
	Eli Lilly	4Q25	Retatrutide	TRIUMPH-4 탑라인 (비만 +골관절염 3상)	★★
		1H26	Orfoglipron	미국 FDA 승인 신청 결과	★★★
		2H26	Retatrutide	TRIUMPH-1 탑라인 (순수 비만 3상)	★
	Pfizer(Metsera)	4Q25~1Q26	MET-097i 및 233i 병용	VESPER-3 (2b상, 월 1회 포함) 및 1/2a12주차	★
		4Q25~1Q26	MET-097o/224o	1상 4주차 데이터	★★
	Structure	4Q25	aleniglipron	경구용 2b상 데이터 2건 공개	★★
RNA	Novartis/Ionis	2026	Pelacarsen	Lp(a)-CVD 3상(1H26) 및 허가 신청(2H26)	★★★
	Amgen/Arrowhead	2H26	Olpasiran	ASCVD 3상 데이터	★★
	Ionis	2H26	Olezarsen	sHTG 적응증 확장 FDA 승인 신청 결과	★
PD-1xVEGF	Summit	1Q26	Ivonescimab	HARMONi-2 최종 OS 데이터	★★
		2H26~2027		HARMONi-3 중간 데이터	★★★
		4Q26		미국 FDA 승인 신청 결과	★★★
	BioNtech	4Q25~1H26	Pumitamig (BNT-327)	ROSETTA LUNG-02 2상 초기 데이터	★
AI	Recursion	2H25	REC-4881	1b/2상 TUPELO 데이터	★
	Isomorphic Labs	2026	신규 파이프라인	임상 1상 첫 진입	★★

자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

2026년 국내 헬스케어 주요 이벤트 미리보기

국내 주요 헬스케어 기업 2026년 모멘텀

구분	기업	타임라인	파이프라인	모멘텀	중요도
제약사	삼성바이오로직스	2025.11.24	-	인적분할 재상장(로직스, 에피스홀딩스)	-
	셀트리온	-	-	실적개선(원가율, 세컨드 시밀러)	-
	유한양행	4Q25~1H26	레이저티닙(Lazcluze)	1)리브리반트SC 허가, 2)마리포사 OS 확정값	★★
	SK바이오팜	4Q25~2026	세컨드 엑스코프리	세컨드 엑스코프리 기술도입	★★
	한미약품	1H26	듀얼 아고니스트(MSD)	2상 데이터 발표	★★★
		4Q26	LA-UCN2	1상 데이터 발표(기술수출 가능성)	★★
		4Q26	에페글레나타이드(비만)	국내 식약처 신약승인 및 판매개시	★
	HK이노엔	4Q25	케이캡	미국 FDA NDA 제출	★
		4Q25~2026		유럽 기술수출	★★
바이오텍	알테오젠	2Q26~3Q26	-	코스피 이전상장 가능성	★★
		2026	키트루다SC	침투율 및 매출 성과	★★★
		4Q25~2026	-	신규 기술수출(이중항체 면역항암제 등)	★★
	에이비엘바이오	4Q25~2026	그랩바디B	신규 기술수출(RNA, 알츠하이머 등)	★★★
		1Q26	ABL001	담도암 OS 및 PFS 데이터	★
	리가켐바이오	4Q25~2026	-	신규 기술수출(바이오베스트, 패키지, LCB71 등)	★★★
		2026	LCB84(TROP2)	1상 종료 및 2상 개시(1H26), JNJ 옵션행사	★★★
	한올바이오파마	1H26	IMVT-1401	TED 3상 발표	★
		2H26	IMVT-1402	첫 임상 발표(D2T RA Period1, CLE 탑라인)	★★
	디앤디파마텍	4Q25~1Q26	MET-097o/224o	파트너사 첫 경구용 비만 임상 발표(1상, 4주차)	★★
		2Q26	DD01	2상 최종 데이터 발표(기술수출 기대)	★★★
		1H26	신규 파이프라인	추가 글로벌 기술수출 기대	★★
	올릭스	2Q~3Q26	OLX702A	1상 발표 기대(파트너사 릴리)	★★
		2026	화장품	로레알 탈모 화장품 사업화	★★
	지투지바이오	2026	-	글로벌 제약사 공동연구개발/본계약	★★

자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

이슈: 알테오젠의 코스피 이전상장 가능성

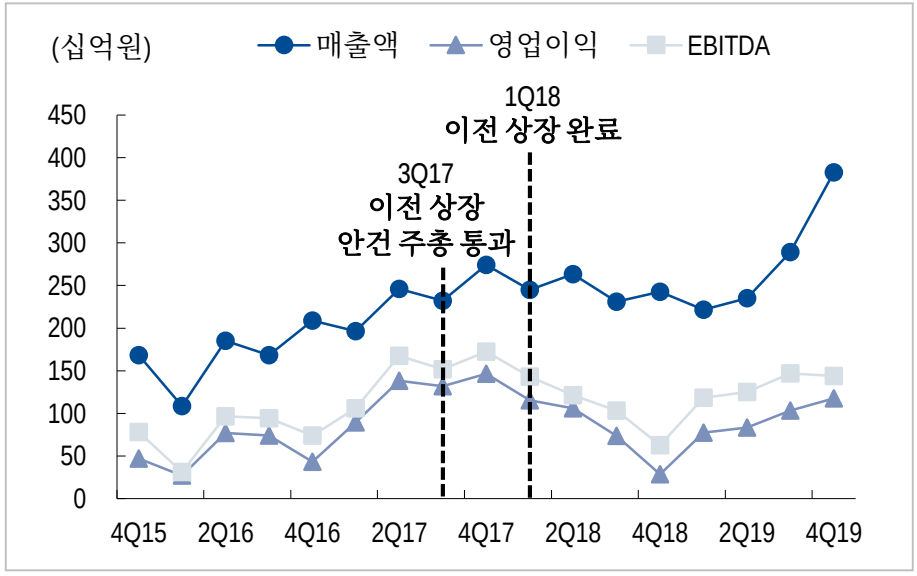
- 코스닥 시가총액 1위 **알테오젠은 코스피 이전상장을 위한 임시주주총회를 2025년 12월 8일 개최 예정**
- 과거 헬스케어 섹터에서 코스피 이전상장을 한 사례로는 셀트리온이 있음. 2017년 9월 이전상장 안건 주주총회 원안 가결되었으며, 2018년 2월 코스피 이전상장 완료(약 4~5개월 소요). **알테오젠 주주 동의 확보 시, 코스피 이전상장 시점은 2026년 2분기 말~3분기로 추정**
- 셀트리온은 주총 소집결의 공시 시점부터 코스피 이전 상장 완료될 때까지, 시가총액 약 161%, 코스피 이전 상장 이후 고점(2018년 3월 5일)까지 약 238% 상승. 다만 이전상장 이후 실적 부진 이어지며 고점 대비 2018년 말까지 39%, 2019년 말까지 약 48% 하락
- 코스피 이전상장 이전까지는 패시브 수급 유입 기대감 반영, 이후는 실적이 뒷받침되어야 시가총액 유지 가능할 것

셀트리온 2017년 이전 상장 당시 시가총액 추이



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

셀트리온 2017년 이전 상장 당시 실적 추이



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

투자유망종목 1: 한미약품(128940.KS) - 목표주가 560,000원

- 2026~2027년 글로벌 비만 대형 투자 아이디어는 '근육유지'로 전망. **2026년 4분기 한미약품은 차세대 근육유지 비만 신약 LA-UCN2 1상 결과 발표 및 기술수출 성과(레거시 비만 빅파마 가능성) 기대.** 비만 큰 그림 관점에서 매우 명확한 방향성 제시 중. **제약사 투자유망종목 유지**
- 2026년 기대되는 모멘텀은 1)MASH(MSD) 2b상 공개(1H26) 및 3상 진입, 2)국내 비만 신약(에페글레나타이드) 출시(4Q26), 3)에페거글루카곤 2상(1H26) 및 기술수출 기대, 4)MASH(트리플 아고니스트) 2상, 5)항암제(EZH1/2, IL-2, 4-1BBxPD-L1) 초기 데이터
- 특히 **파트너사 머크의 MASH(듀얼아고니스트) 2b상 발표 주목.** 한미약품 귀속의 파이프라인 가치를 1조원으로 추산하며, 성공 시 대형 업사이드 존재. 참고로 경쟁약물 서보듀타이드 2상 성공 당일(2024.2) 원개발사 질랜드 파마 시총 1.3조원 급등한 바 있음

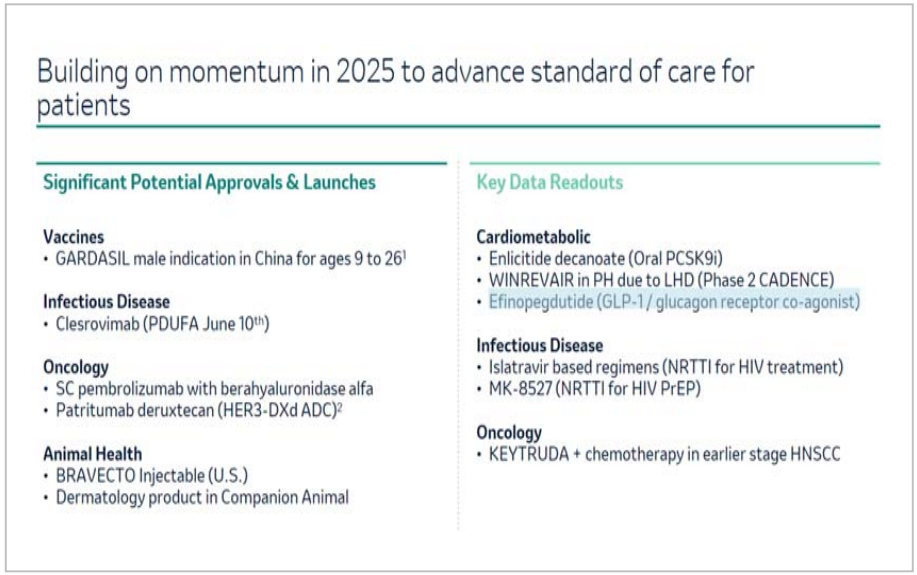
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	1,496	1,519	1,695	1,910
영업이익	216	236	269	327
영업이익률 (%)	*14.5*	*15.5*	*15.9*	*17.1*
EBITDA	314	334	368	436
순이익	140	178	198	254
지배지분 순이익	121	167	186	238
EPS (원)	9,470	13,029	14,548	18,595
PER (배)	29.6	34.8	31.2	24.4
PBR (배)	3.3	4.8	4.2	3.7
ROE (%)	11.9	14.5	14.3	16.1
Net Debt(-Cash)	295	166	19	-193

현재가(11/11, 원)	454,000	외국인지분율	11.0%
시가총액(십억원)	5,816.2	배당수익률('25E)	0.28%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

efinopegdutide, 파트너사 MSD 2025년 핵심 데이터 선정



자료: MSD, NH투자증권 리서치본부

투자유망종목 2: 에이비엘바이오(298380.KQ) – Not Rated

- 2026년 글로벌 핵심 신약개발 트렌드로 RNA 신약 부각 전망. RNA 치료제는 기존 희귀질환에서 대중질환으로 확장 중이며, 특히 CNS(중추신경계) 및 근육조직도 주요 타깃. RNA 신약 접합 가능한 새로운 전달체에 대한 구조적인 니즈 상향 국면
- **에이비엘바이오 바이오텍 Top Pick으로 제시.** 동사는 그랩바디B라는 차별화된 IGF1R 타깃 BBB셔틀 플랫폼 보유, 이미 두 건의 빅파마 기술수출 레퍼런스 확보(사노피, GSK). 특히 2025년 ABL301(사노피) 첫 1상 안전성 데이터 발표 및 GSK와 RNA 치료제 탑재 가능성 확인
- **2026년 핵심 투자 포인트는 그랩바디B의 추가 대형 기술수출 이벤트.** 1)모달리티 관점 기존 항체 외에 RNA 신약도 주목 필요, RNA 산업의 구조적인 성장 동반 수혜 기대. 2)타깃 관점 아밀로이드 베타 및 타우 등 대형 CNS 질환인 알츠하이머 신규 딜 가능성도 유효하다 판단

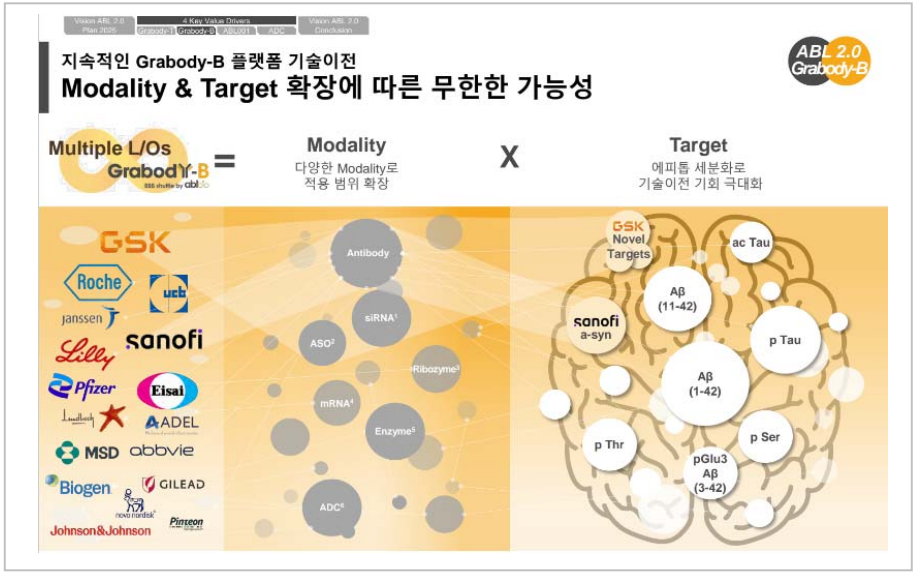
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2021	2022	2023	2024
매출액	5	67	66	33
영업이익	-52	1	-3	-59
영업이익률 (%)	*-981.0*	*1.3*	*-4.0*	*-177.8*
EBITDA	-50	3	0	-57
순이익	-44	3	-3	-56
지배지분 순이익	-44	3	-3	-56
EPS (원)	-927	67	-55	-1156
PER (배)	N/A	341.0	N/A	N/A
PBR (배)	18.6	15.8	15.9	9.7
ROE (%)	-77.8	5.1	-3.7	-46.0
Net Debt(-Cash)	-22	7	7	-94

현재가(11/12, 원)	126,700	외국인지분율	12.1%
시가총액(십억원)	6,984.4	배당수익률('25E)	0.0%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

2026년 그랩바디B의 모달리티 및 타깃 확장 대형 성과 기대



자료: 에이비엘바이오, NH투자증권 리서치본부

2026년 산업전망

Heavy Industry

I. 건설/리츠: 펴보는 기지개

II. 유틸리티: 길어지는 공급 부족

III. 운송: 어둠 속 한줄기 빛

IV. 조선: 높아진 기대에 부응하라

V. 정유/화학: 지속될 겨울

VI. 항공우주/방위: 방위사업 주도의 성장은 지속될 것

VII. 철강/비철금속: 불황에도 투자 기회는 있다

이은상 (건설/리츠)

이민재 (유틸리티)

정연승 (운송/조선/신재생에너지)

최영광 (정유/화학)

이재광 (항공우주/방위/철강)

펴보는 기지개

I. 건설/수출: 원전 모멘텀 재점화

II. 건설/내수: 공공 주도 착공 정상화 기대

III. 국내 리츠: 수급 불안 부담 속 선별적 접근 필요

IV. 투자유망종목

Analyst: 이은상

Tel 02)2229-6841 | e-mail eunsang.lee@nhsec.com

건설/리츠: 펴보는 기지개

건설 업종은 원전 수주, 주택 착공 모멘텀이 동시에 강화되며, 수출과 내수 모두 긍정적인 흐름을 이어갈 전망이다. 미국은 공격적인 원전 공급 목표를 이행하는 과정에서 시공 실적과 기술력을 보유한 현대건설과의 협력을 확대할 것으로 예상된다. 동시에 정부의 공공 주도 착공 확대 정책은 국내 건설 경기 회복의 핵심 변수로 작용할 전망이다. 공적 PF 보증을 통한 자금 조달 안정성이 확보되면서, 착공 정상화가 본격화될 것으로 보인다.

한편 국내 리츠는 불안정한 수급 여건이 지속되고 있어, 향후 예정된 유상증자에 대한 명확한 당위성 확보가 중요하다. 구조적으로 현금 유보가 어려운 특성상 자산 편입 시 유상증자는 불가피하다. 또한 지난 1년간 대부분의 기업들이 리파이낸싱을 통해 이미 금융비용을 절감했다. 이에 따라 향후에는 신용등급 상향, 사채 발행으로 추가적인 금리 인하가 가능한 종목에 주목할 필요가 있다.

투자의견은 건설 업종 Positive, 국내 리츠 업종 Neutral로 제시한다. 건설 업종 내에서는 원전 모멘텀이 강화되고 있는 현대건설과 착공 증가에 따른 실적 개선이 기대되는 아세아시멘트를 추천한다. 국내 리츠 업종 내에서는 신용등급 상향 및 사채 발행을 통한 유의미한 금리 인하가 가능한 신한알파리츠를 추천한다.

I. 건설/수출: 원전 모멘텀 재점화

미국의 공격적인 원전 공급 목표와 제한적인 시공 역량을 감안했을 때, 현대건설의 미국 원전 시장 진출 가능성은 높다고 판단된다. EPC(설계, 조달, 건설 및 시공)사의 수주 포지션 및 경쟁 구도를 고려할 때, 향후 5년간 예상 수주 규모는 약 10조원으로 추정된다. 특히 2025년 10월 Fermi 프로젝트의 FEED(기본설계)를 수주하며 미국 원전 시장 내 입지를 한 단계 강화했으며, 이후 팰리세이즈 SMR(소형모듈원전), 불가리아 대형원전 등 주요 수주 이벤트가 순차적으로 예정되어 있다. 홀텍과의 협력 관계에 기반한 추가 SMR 착공 역시 유효하다.

II. 건설/내수: 공공 주도 착공 정상화 기대

HUG(주택도시보증공사) 등을 통해 공적 PF(프로젝트파이낸싱) 보증을 제공하는 공공사업은 민간사업 대비 자금 조달이 원활해 정부의 착공 목표 달성은 가능할 것으로 판단된다. 택지개발사업은 LH(한국토지주택공사)의 직접 시행으로 전환되며, 적정 시공 마진만 확보된다면 착공은 원활히 진행될 전망이다. 정부 주도의 착공 확대는 건자재 업종 전반의 물량 회복으로 이어질 것으로 보인다. 특히 착공 물량 증가에 가장 직접적으로 반응하는 시멘트 업종의 실적 개선 가능성이 가장 높을 것으로 예상된다.

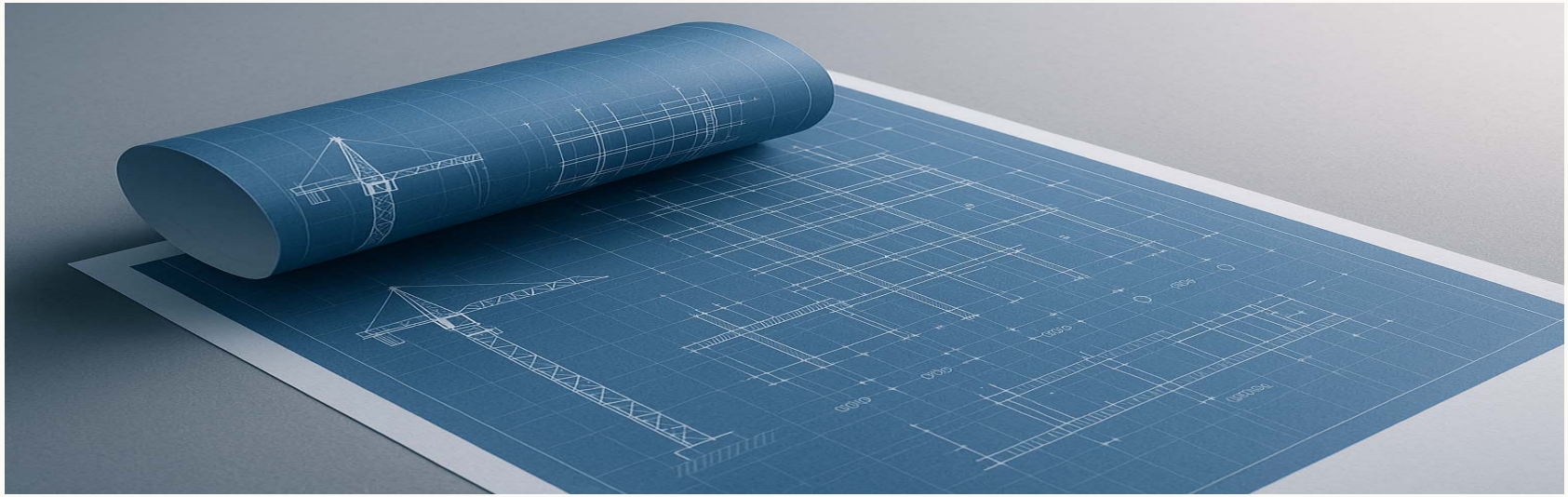
건설/리츠: 펴보는 기지개

III. 국내 리츠: 수급 불안 부담 속 선별적 접근 필요

2025년 국내 리츠 주가는 금리 인하 지연, 배당소득 분리과세 적용 배제 등으로 부진한 흐름을 보였다. 특히 다수의 리츠들이 신규 자산 편입을 검토하고 있어 잠재적인 유상증자 물량에 대한 시장의 우려가 확대된 상황이다. 불안정한 수급 여건이 지속되고 있는 만큼, 2026년 예정된 유상증자에 대한 명확한 당위성 확보가 중요하다고 판단된다. 지난 1년간 리파이낸싱을 통해 대부분의 종목들이 금융비용을 절감한 가운데, 향후 신용등급 상향 및 사채 발행으로 추가적인 금리 인하가 가능한 종목에 주목할 필요가 있다.

IV. 투자유망종목

투자의견은 건설 업종 Positive, 국내 리츠 업종 Neutral로 제시한다. 건설 업종 내에서는 미국 원전 시장 참여 가능성이 높고, 해외 현장 비용 이슈가 마무리 단계에 있는 현대건설과 착공 증가에 따른 직접적인 수혜가 기대되는 아세아시멘트를 추천 종목으로 제시한다. 한편 국내 리츠 업종 내에서는 신용등급 상향 및 사채 발행을 통한 조달 구조 개선이 가능한 신한알파리츠를 추천한다.



미국, 현대건설이 필요하다

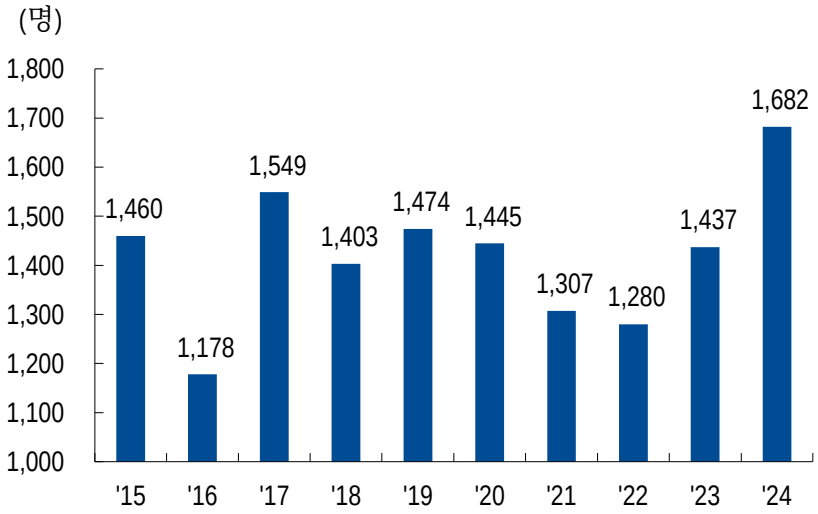
- 현대건설은 웨스팅하우스와의 협력 관계 및 미국 내 제한적인 시공 역량 등을 감안하면 미국 대형원전 시장으로의 참여 가능성 높다고 판단
- 한국은 MANuGa(Make America Nuclear cooperation Great Again)를 한미 원전 협력 카드로 검토 중이며, 양국 정부 간 논의가 본격화
- 미국 내 2030년 대형원전 10기 공급 목표는 용량 기준 12GW, 사업비 기준 120조원 규모. 이 중 EPC사의 수주 포지션을 30% 가정 시 36조원. 벡텔, 플루오르 등 미국 건설사와 경쟁해 현대건설이 이 중 약 30%를 수주할 수 있다고 가정 시, 동사의 수주 가능 금액은 10조원 수준
- 현재 원전 사업 관련 최대 가용 인력규모는 900명 내외. 이는 피크 타임 기준 불가리아 대형원전 2기, 신한울 2기, 팰리세이즈 SMR 2기에 필요한 인력과 유사. 원전 현장은 3~7년차에 공종 진행률이 높다는 점을 감안했을 때 추가 수주 시에도 현장 인력을 채용할 시간적 여유는 충분

ENR 10위 미국 건설사 중 원전 시공해본 곳은 Bechtel이 유일

Ranking	Contractor	2024 Revenue
1	Turner Construction	$20.2 billion
2	Bechtel	$15.9 billion
3	Kiewit Corp.	$14 billion
4	The Whiting-Turner Contracting Corp.	$13.3 billion
5	MasTec	$12.3 billion
6	STO Building Group	$12 billion
7	Fluor	$11.1 billion
8	DPR Construction	$10.8 billion
9	McDermott International	$8.9 billion
10	HITT Contracting	$8.7 billion

자료: ENR(Engineering News Record), NH투자증권 리서치본부

최근 10년간 현대건설 플랜트/뉴에너지 사업부 직원 수 추이



자료: 현대건설, NH투자증권 리서치본부

현대건설, Fermi 대형원전 FEED 수주

- 10월 24일 현대건설은 Fermi의 Matador 프로젝트 내 대형원전 4기 건설에 대한 FEED(기본설계) 계약을 수주, 이를 기반으로 '26년 중 본계약 체결 추진할 예정. Matador 프로젝트는 대형원전 4기(4GW), SMR 2기(2GW) 등을 포함한 총 11GW 규모의 전력 인프라 조성 사업
- 본 계약은 동사의 **미국 대형 원전 프로젝트 참여 가능성을 한 단계 높였다**는 점에서 의미가 큼. 2025년 9월 원전 기술 설명회에서 현대건설이 언급한 미국 내 동사가 FEED 및 EPC 참여를 협상하고 있는 대형원전 프로젝트는 총 4개(총 10기)
- 이번 Fermi FEED 수주를 시작으로 미국 팰리세이즈 SMR(4Q25), 불가리아 대형원전(1Q26) 등 주요 수주 및 착공 이벤트가 순차적으로 예정되어 있음. EPC 발주가 기자재 발주에 선행하는 특성상, 동사의 원전 밸류체인 내 수주 모멘텀 형성이 가장 빠를 가능성이 높음

현대건설 원전 수주 Timeline

- '24. 11 불가리아 코즐로두이 대형원전 설계계약 체결
- '24. 12 팀코리아(한수원, 현대건설, 삼성물산, 두산에너빌리티 등) 체르나보다 설비개선 수주
- '25.10 Fermi Matador 대형원전 4기 FEED 계약 체결
  → '26년 상반기 EPC 본계약 협상
- 4Q25(E) 미국 팰리세이즈 SMR-300 2기 착공 및 수주
- 1Q26(E) 불가리아 코즐로두이 대형원전 2기 착공 및 수주

자료: 현대건설, NH투자증권 리서치본부 정리

Fermi Matador 프로젝트 Timeline

'25.6	프로젝트 공식 발표
'25.9	NRC에 건설·운전 복합허가(COLA, Construction and Operating License Application) 신청서 접수 및 일부 수리
'25.10	부지 기초작업 및 지반정리 착수
'26년	원전 건설 착수, 태양광·가스복합·ESS 등 1GW급 非원전 설비 가동
'32년	원전 1호기 상업운전
'34~'36년	나머지 3기를 각각 '34년, '35년, '36년 가동 계획
'38년	전체 캠퍼스 완공, 총 설비용량 11GW 구현

자료: NuclearNewswire, NH투자증권 리서치본부

홀텍의 Mission 2030, 현대건설 SMR 가치 재평가의 출발점

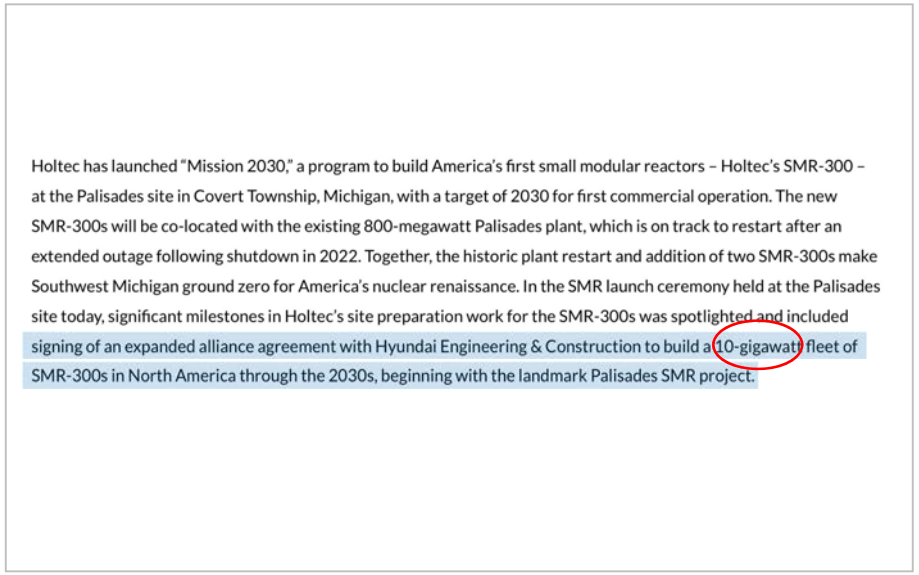
- 홀텍과의 협력 관계에 기반한 현대건설의 SMR 사업 성과 역시 주목할 필요 있음. 홀텍은 2025년 2월 'Mission 2030'이라는 로드맵을 통해 10GW 규모의 SMR-300 구축 목표를 현대건설과의 제휴를 통해 달성하겠다고 밝힌 바 있음
- 홀텍은 올해 SMR 착공에 들어가는 팰리세이즈 부지를 포함해 Oyster Creek(뉴저지), Pilgrim(메사추세츠), Indian Point(뉴욕) 등 원전 부지를 다수 보유. 이 중 Oyster Creek은 다음 SMR 설치 잠재 지역으로 거론되고 있어 추가 착공 및 현대건설의 참여 확대가 기대됨
- 또한 홀텍은 2026년 초 목표로 IPO(기업공개)를 준비 중. 현재 기업가치가 100억달러(약 14조원) 이상으로 거론되고 있음. 궁극적으로 NuScale, X-energy와의 기업가치 비교가 가능하며, 이를 통해 시장의 현대건설 SMR 사업 성장성 평가를 예측할 수 있을 것

3세대+ SMR 프로그램 1단계

정식 명칭	Generation III+ Small Modular Reactor Pathway to Deployment Program – Phase 1 ("First Mover")
예산 규모	총 9억달러 - 컨소시엄 최대 2곳 선정
지원 대상	SMR을 실제 상업부지에 최초로 건설, 운영하려는 컨소시엄 - 전력회사, 원자로 설계사/공급사, EPC, 연료 공급사, 오프테이커(전력구매자) 등
목적	SMR의 상업 운전 실현 가능성 검증
활동 내용	설계 및 라이선스 준비, 부지 인허가 및 건설 계획 구체화 사업 모델, 금융 구조 수립, 공급망, EPC 역량 점검
주요 신청자	Holtec – Palisades 재가동 + SMR-300 신설 계획 TVA – Clinch River 부지 + GE Hitachi BWRX – 300

자료: 언론보도, NH투자증권 리서치본부 정리

Holtec의 Mission 2030



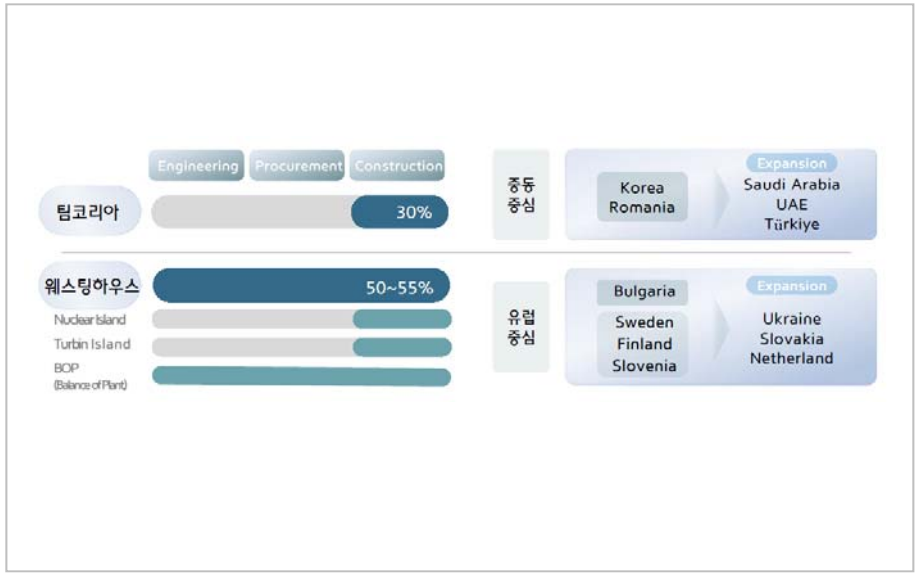
Holtec has launched "Mission 2030," a program to build America's first small modular reactors – Holtec's SMR-300 – at the Palisades site in Covert Township, Michigan, with a target of 2030 for first commercial operation. The new SMR-300s will be co-located with the existing 800-megawatt Palisades plant, which is on track to restart after an extended outage following shutdown in 2022. Together, the historic plant restart and addition of two SMR-300s make Southwest Michigan ground zero for America's nuclear renaissance. In the SMR launch ceremony held at the Palisades site today, significant milestones in Holtec's site preparation work for the SMR-300s was spotlighted and included signing of an expanded alliance agreement with Hyundai Engineering & Construction to build a 10-gigawatt fleet of SMR-300s in North America through the 2030s, beginning with the landmark Palisades SMR project.

자료: Holtec International, NH투자증권 리서치본부

유럽, 여전히 유효한 시장

- 원전 수주 대상국 북미, 체코를 제외한 EU 가입국, 영국, 일본, 우크라이나 시장 등에는 웨스팅하우스만 진출할 수 있는 상황으로 알려짐. 현재 웨스팅하우스-현대건설 컨소시엄이 추진 중인 유럽 대형원전 사업은 **한수원이 빠진 프랑스 EDF와의 2파전**
- 불가리아 코즐로두이 7, 8호기: 2024년 11월 현대건설-웨스팅하우스가 불가리아 원자력공사와 ESC(설계 계약) 체결. 웨스팅하우스 측이 2025년 11월 본계약 체결 가능성을 언급한 바 있음. 총 사업비는 약 20조원
- 핀란드 Fortum: 2025년 6월, 현대건설-웨스팅하우스가 핀란드 국영 에너지 기업 Fortum과 EWA(사전업무착수계약) 체결
- 슬로베니아 JEK2: 2025년 4월, 현대건설-웨스팅하우스 컨소시엄이 기술타당성 조사 대상자로 선정

현대건설 대형원전 사업: Two Track Collaboration



자료: 현대건설, NH투자증권 리서치본부

한수원·한전 – 웨스팅하우스 합의에 따른 원전 수주 대상지역

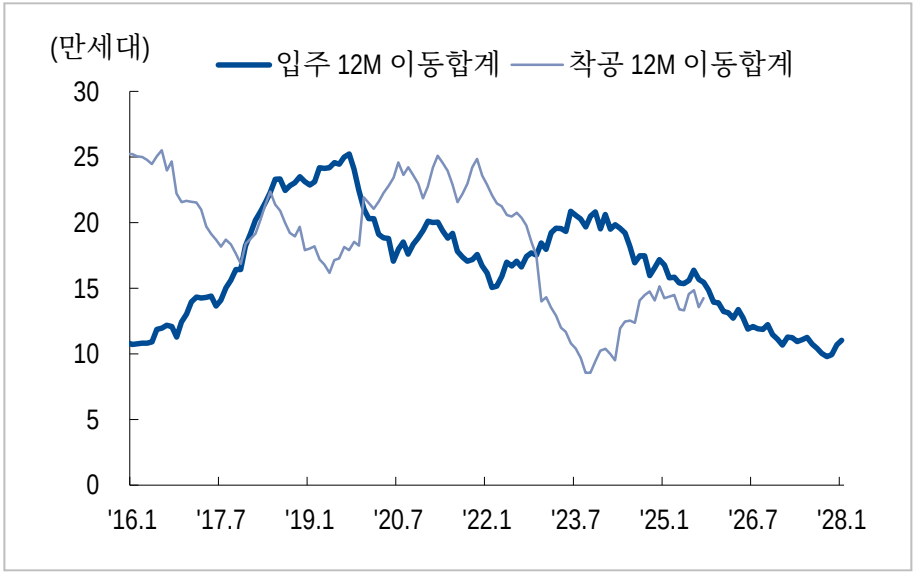


자료: 언론보도, NH투자증권 리서치본부

10/15 부동산 추가 대책, 계속되는 수요 억제

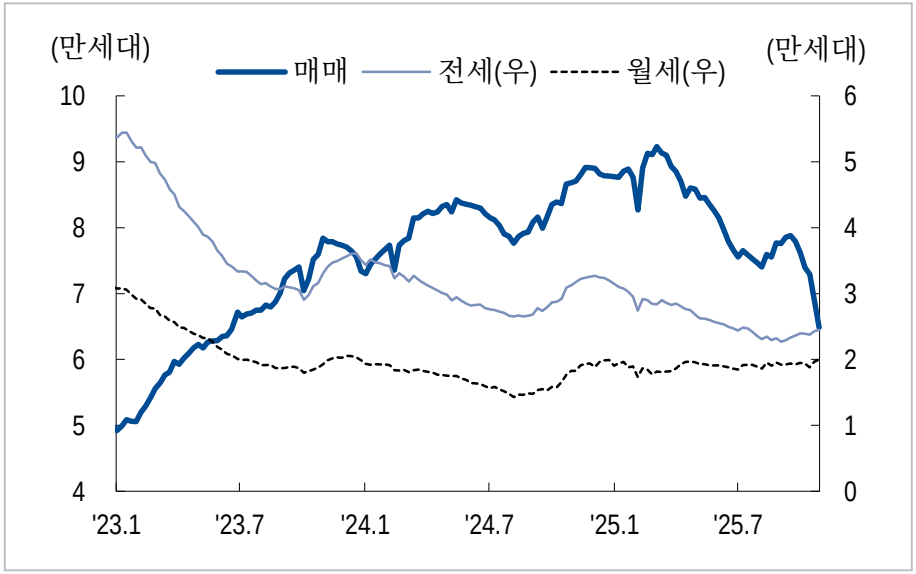
- 10월 15일 부동산 관련 추가 정책 발표가 있었음. 이번 대책에는 규제지역 확대와 대출 규제 강화가 포함된 반면, 세제 개편안은 최종적으로 제외되었음. 단기적으로는 아파트 거래량(Q)이 감소하겠으나, **향후 2년간 수도권 내 제한적인 입주물량, 부족한 전세 매물** 등을 고려할 때 가격(P) 조정 폭은 제한적일 전망. 수요 억제 기조가 이어지는 가운데 주택 공급 정책의 중요성이 더욱 부각될 것
- 건설사에 미치는 직접적 영향은 제한적. 커버리지 내 주요 건설사의 3분기 분양물량은 2분기 대비 유사하거나 증가. 현재 이주비 및 잔금 대출에도 6억원 한도가 동일하게 적용되고 있으나 수도권 아파트 신축 물량이 제한적인 점이 분양 시장에 긍정적으로 작용 중. 반면 주택 공급 정책의 중요도는 더욱 커짐. 정부 주도의 착공 확대는 건자재업 전반의 물량 회복을 이끌어낼 전망

착공 감소에 따라 향후 2년간 수도권 내 제한적인 입주물량



자료: 국토교통 통계누리, REPS 114, NH투자증권 리서치본부

서울 내 부족한 전세 매물

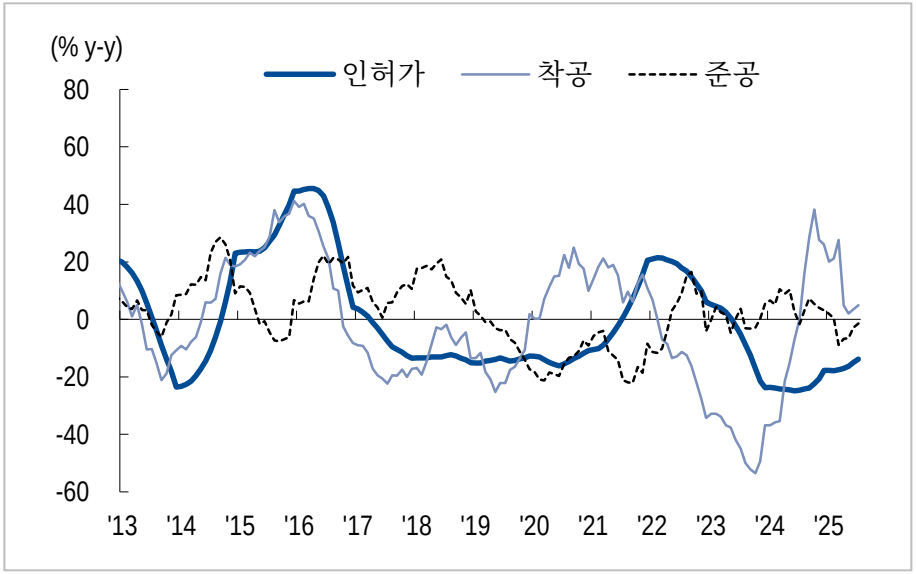


자료: 아실, NH투자증권 리서치본부

9/7 주택 공급 정책, 착공 기준으로 목표 제시

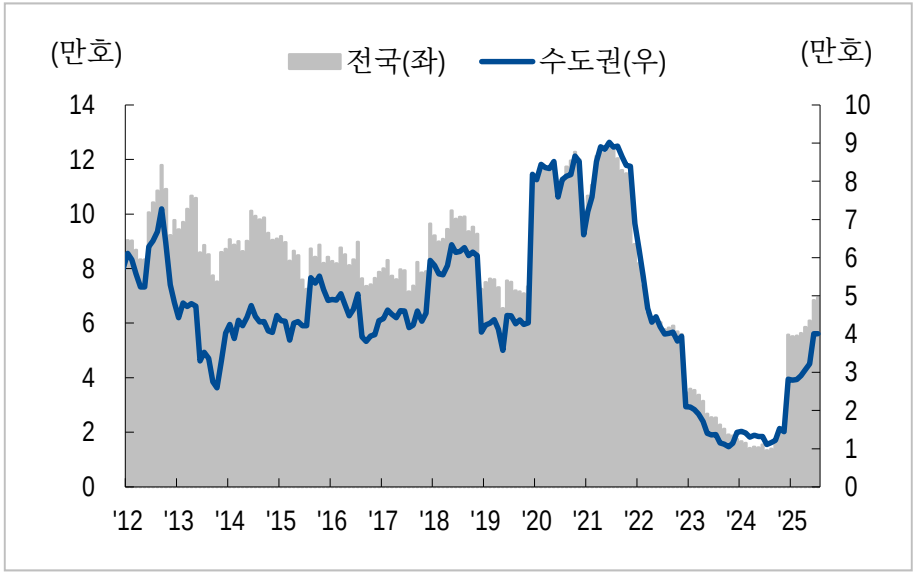
- 신정부 주택 공급 목표는 수도권 지역 연평균 27만호 착공. PF 평가 기준이 강화되고 절대적인 금리가 높은 점을 감안했을 때, 향후 2년 내 건설 경기 개선으로 회복 가능한 수도권 주택 착공물량은 연 20만호로 추정(2012년~현재 연평균 주택 착공의 80% 수준). 목표를 달성하기 위해 7만호 추가 착공이 필요하며 이는 공공 부문에서 실현 가능하다고 판단
- 최근 2년간 연평균 공공부문 주택 착공 물량은 3만호. 공공 부문의 7만호 추가 착공까지 약 10만호의 공공 부문 착공이 예상됨. 참고로 문재인 정부(2017~2022년) 시기 연평균 공공부문 주택 착공 물량이 10만호. 공급 정책 수단의 유사성 감안 시 달성 가능한 수준으로 판단
- HUG 등을 통한 공적 PF 보증을 제공하는 공공 사업의 진행 속도가 민간 사업 대비 빠를 수 있음

인허가→착공: 평균 1~3년 / 착공→준공: 평균 2~4년



주: 주택 인허가, 착공, 준공 실적의 12개월 이동합계로 연 증감률 계산
자료: 국토교통부, NH투자증권 리서치본부

공공부문 주택 착공 12M 이동합계 추이

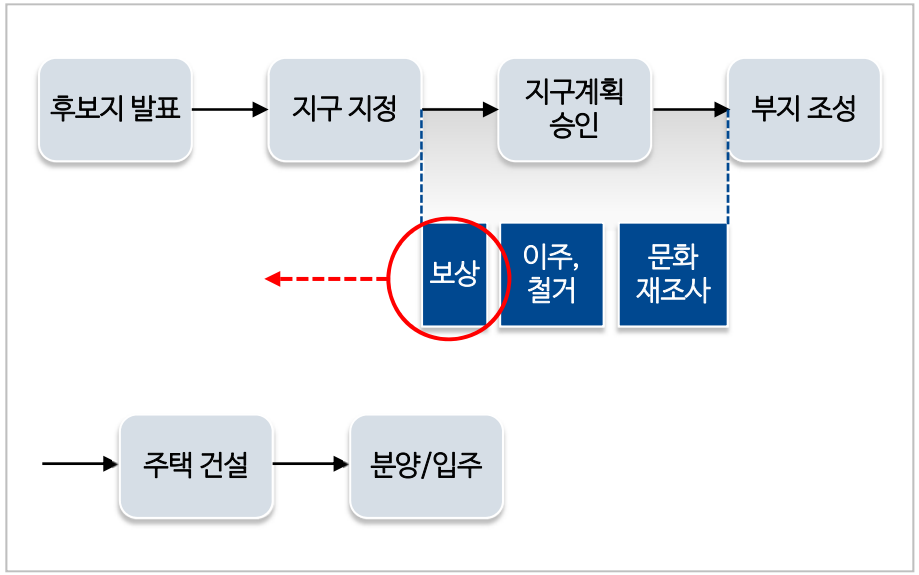


자료: KOSIS, NH투자증권 리서치본부

LH 직접 시행 + 도급형 민간참여

- 택지 개발 정책의 가장 큰 변화는 LH가 직접 시행자로 나선다는 점임. 향후 LH법 개정을 통해 LH가 조성한 공동주택용지에 대해 직접 시행을 의무화해 공급 속도를 높일 계획. 해당 물량은 건설사에 설계·시공을 맡기는 도급형 민간참여사업으로 추진될 예정. **적정 시공 마진만 확보된다면 착공은 원활히 진행될 것으로 판단됨**
- 한편 공공택지 개발 과정에서 대표적인 지연 요인은 토지 보상 지연. 한국은 싱가포르, 홍콩 등과 달리 정부 소유 토지가 제한적이기 때문에 사업 초기 수용 절차에서 지연이 빈번. 이를 개선하기 위해 토지보상 착수 시점을 지구 지정 후에서 지정 전으로 앞당기고, 수용 재결 절차도 단축할 예정. 수용 재결은 사업시행자가 토지를 강제 취득하고 보상금을 결정하는 행정 처분 과정으로, 기존에는 3번 이상 협의가 필요했음

지구 지정 전으로 앞당기는 토지 보상 절차



자료: LH, NH투자증권 리서치본부

해외 공공주택 직접 시행 사례

	LH (한국토지주택공사)	HDB(싱가포르 주택개발청)	UR(일본 도시재생기구)	HKHA(홍콩 주택위원회)
설립 배경	'09년 한국토지공사, 대한주택공사 통합	60년대 대규모 공공주택 공급 목적	'04년 주택공단 지역개발공단 통합	'73년 정부 주도 공공주택 공급 조직화
공급 규모	약 160만호	110만호 이상 (전체 주택 재고의 약 80% 커버)	임대주택 약 74만호	70만호 이상 (전체 주택 재고의 약 45%)
재원 조달	주택도시기금, 정부 출자, 채권 발행	CPF(국민연금) 적립금 활용, 국고보조, HDB 채권 발행	정부 출자금, 임대료 수익, 채권 발행	정부 보조금, 토지 임대료 수익
사업 기간	인허가, 보상 지연으로 공급 지연사례 빈번	토지 대부분 국유지 →신속, 안정적	도시재생형합의 절차 →사업 지연 많음	토지 부족, 고밀도 제약 → 속도 느림

자료: NH투자증권 리서치본부 정리

3기 신도시에 화력 집중

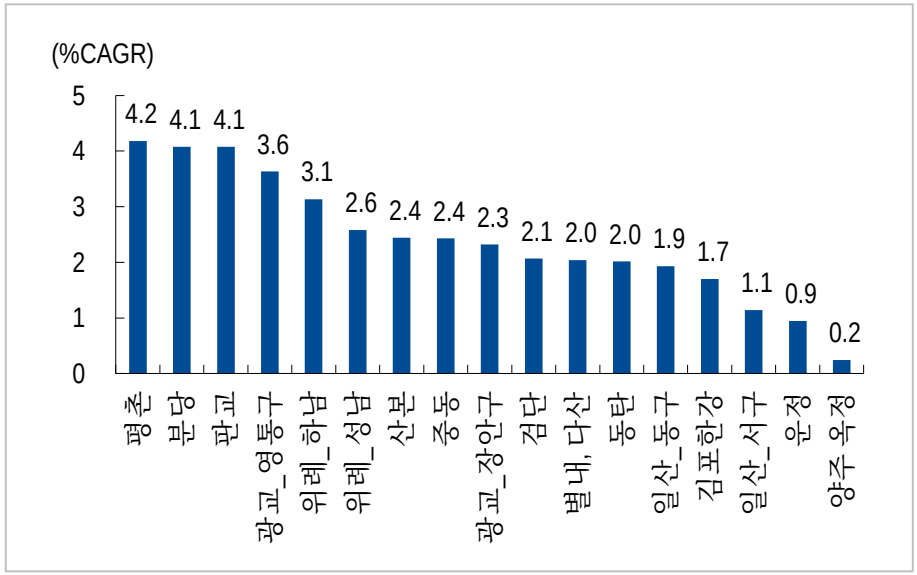
- 민간참여사업으로 공급될 주택은 3기 신도시에 집중될 것. 남양주 왕숙, 하남교산, 인천 계양 등 1차 3기 신도시로 지정된 5개 지구 내 미매각 용지, 2차 3기 신도시로 지정된 광명 시흥, 의왕·군포·안산 등 사업 초기 단계의 주택 용지 등이 대상지로 거론되고 있음
- 3기 신도시 공급 과정에서 GTX(수도권 광역급행철도)의 중요도는 큼. 3기 신도시는 1기 분당·일산, 2기 판교·광교 등에 비해 서울 도심과의 거리가 상대적으로 멀기 때문에 출퇴근 시간 단축이 필요. GTX는 서울 주요 도심까지 30분 내 접근을 가능하게 해주는 교통수단으로 설계됨
- 2013년 1월~현재(2025년 9월) 1, 2기 신도시의 지역별 아파트 가격 CAGR(연평균 성장률)을 살펴보면 평촌 4.2%, 분당 4.1%, 판교 4.1% 등. 강남과의 접근성, 자족 기능, 학군 등이 가격 차별화 요인으로 꼽힘. 3기 신도시의 수도권 집값 안정 효과 역시 상기 3가지 요인이 좌우할 것

3기 신도시 위치



자료: 3기 신도시 공식 홈페이지, NH투자증권 리서치본부

1, 2기 신도시 지역별 아파트 가격 CAGR('13~)

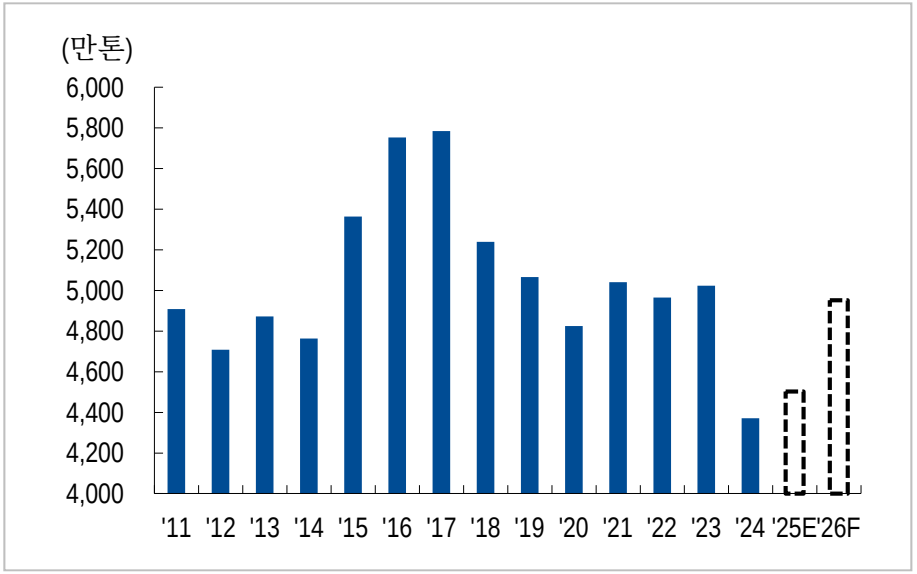


자료: 한국부동산원, NH투자증권 리서치본부

시멘트, 착공 물량 증가에 가장 직접적으로 반응하는 품목

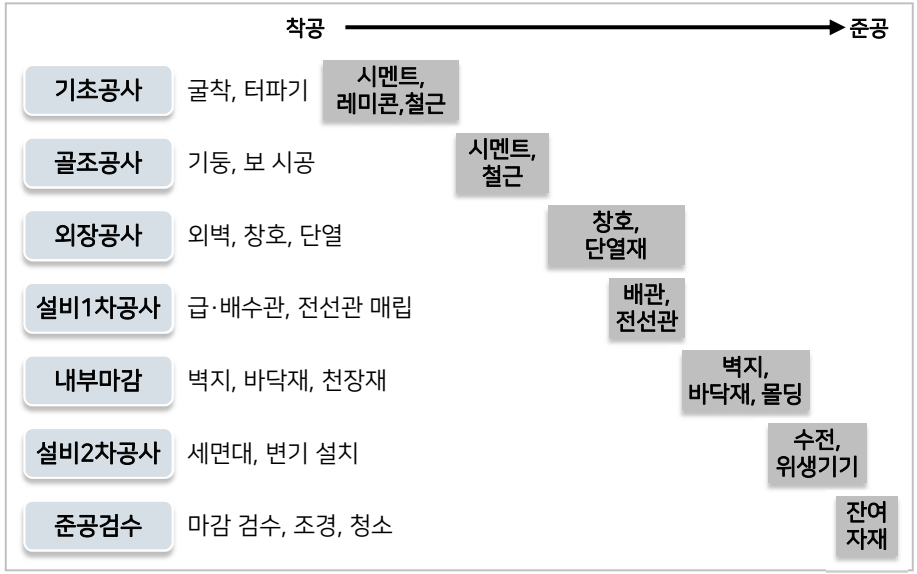
- 건자재 밸류체인 내에서는 시멘트 업종의 실적 개선 가능성이 가장 높다고 판단됨. 시멘트는 **주택 및 인프라 착공 물량 증가에 가장 직접적으로 반응**하는 품목. 내년 상반기까지 시멘트 중심의 볼륨 모멘텀이 유효할 것으로 예상됨
- 환경정책 수혜도 긍정적. 탄소배출권 거래제 4기(2026~2030년) 진입으로 유상할당 비율 확대 예상. 폐기물 대체연료 활용 확대는 배출권 매입 부담을 완화하는 동시에, 탄소 감축 성과를 통한 배출권 매각 수익 창출로 이어질 수 있음
- 더불어 수도권 매립지 내 생활폐기물 직매립 금지(2026년 1월 시행 예정)에 따라 폐기물의 대체 처리 수단으로 시멘트 소성로가 활용될 가능성 큼. 폐기물 처리 수수료 확대와 대체연료 원가 절감이 맞물리며, 중장기적으로 마진 개선이 병행될 가능성 있음

시멘트 연도별 출하량



자료: 한국시멘트협회, NH투자증권 리서치본부

주요 자재별 건설현장 투입 시기

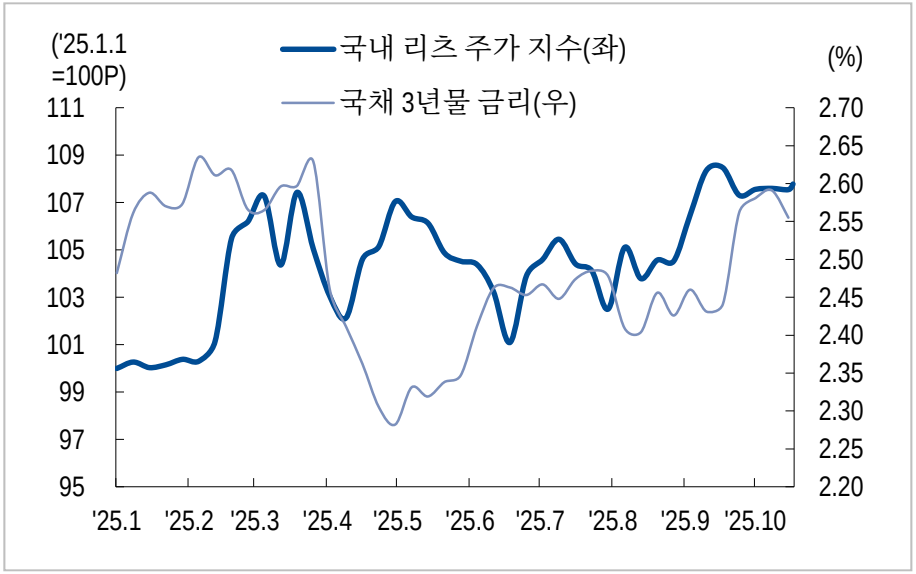


자료: 한국시멘트협회, KOSIS, NH투자증권 리서치본부

2025년 국내 리츠 주가 부진 원인

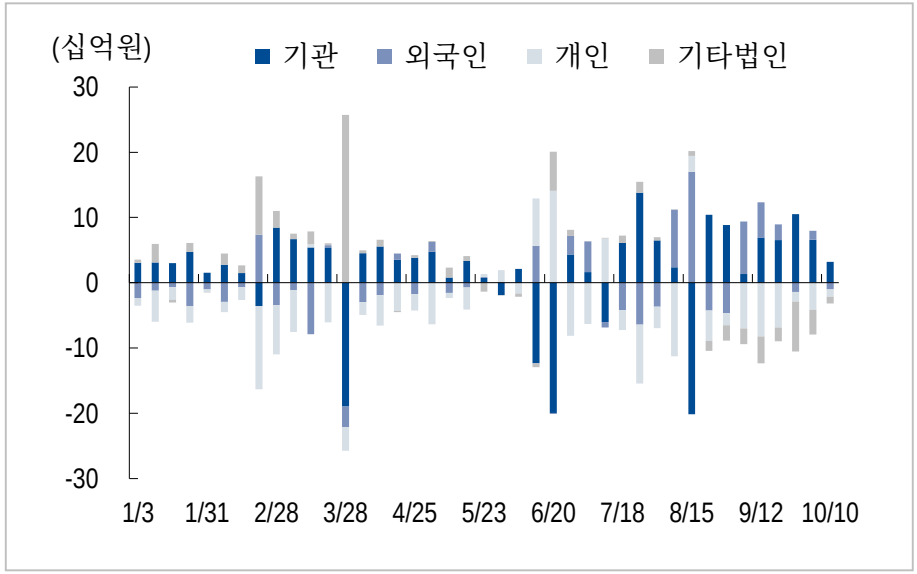
- 2025년 국내 리츠 지수 주가 부진 원인은 **① 금리 인하 지연, ② 배당소득 분리과세 적용 배제, ③ 유상증자 잠재 물량** 등 때문
- ① 금리: 집값과 가계 부채, 높은 원달러 환율이 금리 인하 지연 요인으로 작용하고 있음. 국내 리츠의 LTV(담보인정비율)는 약 60% 수준으로, 해외 리츠 및 타 섹터 대비 금리 민감도가 높은 편. 이에 금리 인하 지연될 경우, 주가 회복 속도는 상대적으로 더디게 나타나는 경향
- ② 배당소득 분리과세: 현재 세제 개편을 통해 배당소득 분리과세 도입을 추진 중. 당초 배당성향이 일정 수준 이상인 상장사에 혜택을 적용하되, 이미 배당성향이 높은 리츠는 분리과세 대상에서 제외
- ③ 유상증자 잠재 물량: 주요 종목들의 자산 편입 계획이 다수 존재. 차입 상환 목적의 유상증자 대기 물량이 주가 하방 요인으로 작용

연초 이후 리츠 주가 지수 추이



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

투자 주체별 순매수대금 추이

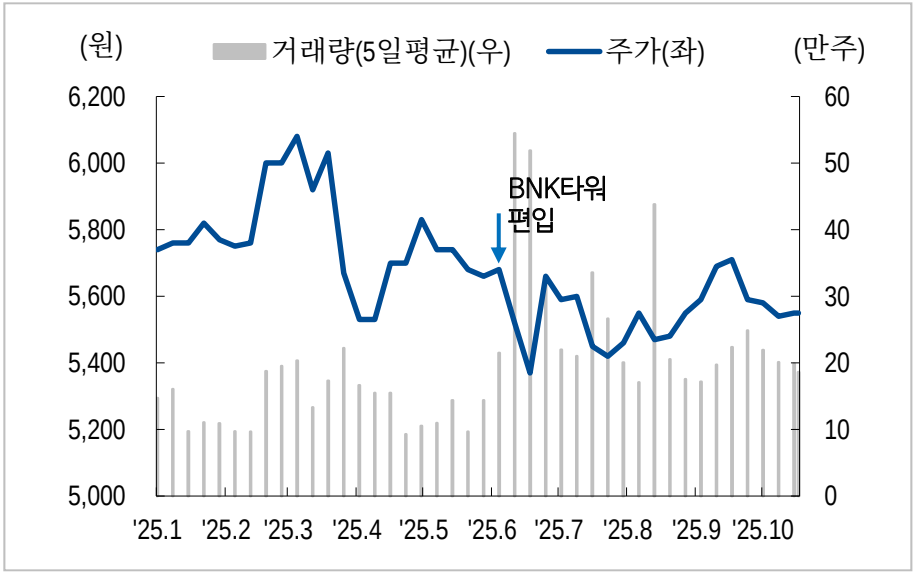


자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

'자산 편입=유상증자' 라는 인식의 형성

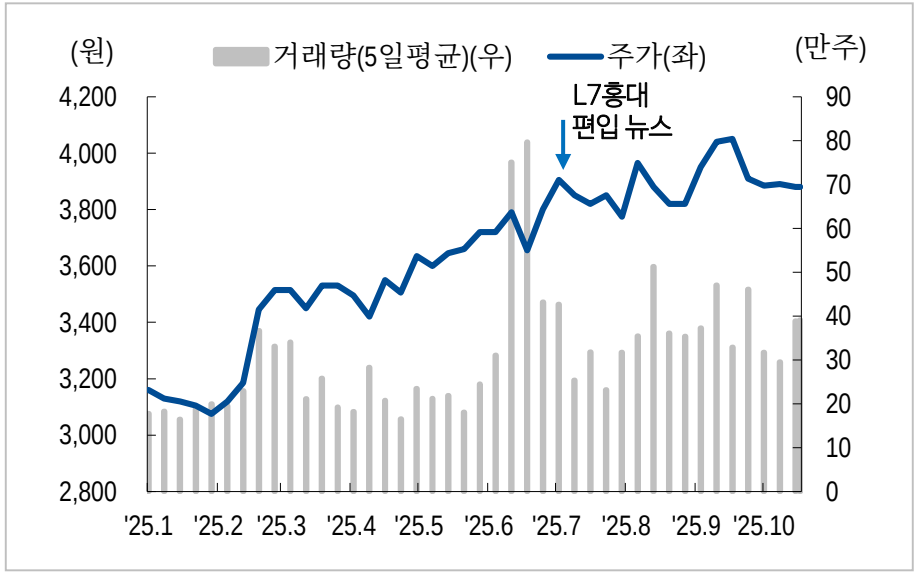
- '24년 하반기 다수의 유상증자 사례를 거치며, 시장 내 '자산 편입=유상증자'라는 인식 형성됨. 리츠는 구조적으로 현금 유보가 어렵고, 신용등급 유지를 위한 LTV 제한이 존재해 자산 편입 시 유상증자가 불가피
- 2025년 상반기 신한알파리츠의 강남BNK디지털타워(매입가 4,578억원) 편입이 있었고, SK리츠는 판교SK플래닛사옥(매입가 3,607억원)을 11월 중 편입 예정. 이 외에도 삼성FN리츠는 삼성생명 잠실빌딩(매입가 약 2,000억원), 롯데리츠는 L7홍대·안성물류센터(매입가 약 4,000억원)의 편입을 앞두고 있음. 각 종목별 잠재 유상증자 대기물량은 신한알파리츠 1,600억원(LTV 65% 가정), SK리츠 1,400억원(LTV 60% 가정), 삼성FN리츠 900억원(LTV 55% 가정), 롯데리츠 2,400억원(LTV 40% 가정)으로 합산 규모는 6,300억원 수준

신한알파리츠 주가 추이



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

롯데리츠 주가 추이

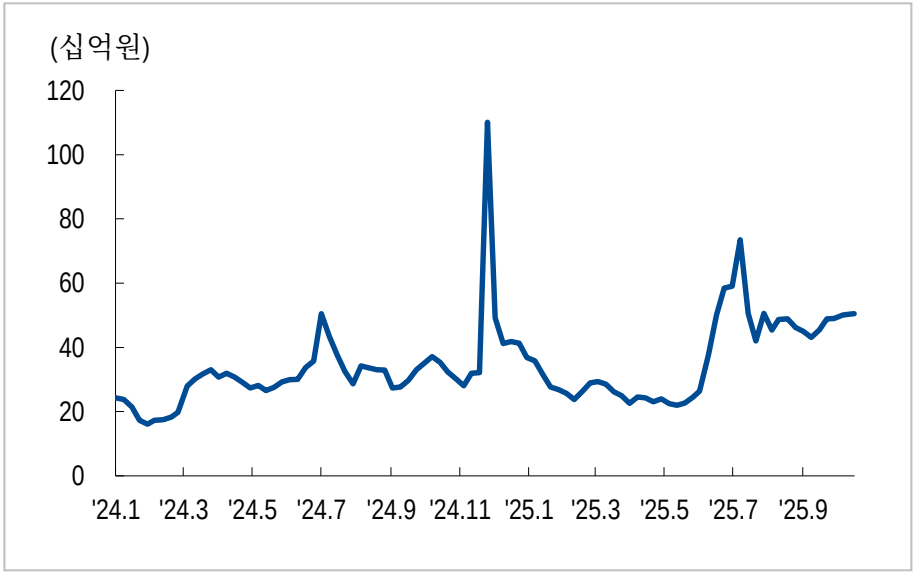


자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

2026년, 남아 있는 과제

- 2024년 하반기 유상증자 여파로 2025년 상대적으로 작았던 리츠의 유상증자 규모는 2026년에 다시금 증가할 가능성이 높다고 판단
- 불안정한 수급 상황이 계속되고 있어, 2026년 예정인 유상증자의 당위성 확보가 중요하다고 판단. 1) 시가 배당수익률 대비 높은 수익률 확보가 가능해 배당 상승을 이끌어낼 수 있거나, 2) 중장기적으로 가치 상승을 기대할 수 있는 성장성 높은 자산 편입이 중요
- 상장 리츠의 투자 섹터에서 오피스가 차지하는 비중이 절대적이기 때문에 오피스 리츠 간에 차별점을 만들어내기는 어려움. 시니어하우징, 데이터센터 등 신규 섹터 발굴 역시 중요한 과제

국내 상장 리츠 및 ETF 20일평균 거래대금 추이



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

시총 상위 10개 국내 상장 리츠의 투자 섹터

종목명	시가총액(십억원)	투자 섹터
SK리츠	1,457	오피스, 주유소, 수처리센터
롯데리츠	1,126	리테일, 물류센터, 호텔
ESR켄달스퀘어리츠	1,098	물류센터
한화리츠	718	오피스
신한알파리츠	669	오피스
제이알글로벌리츠	590	해외 오피스
코람코라이프인프라리츠	426	주유소, 물류센터, 리테일
KB스타리츠	405	국내외 오피스
삼성FN리츠	402	오피스
이리츠코크렙	300	리테일

자료: FnGuide, 각사, NH투자증권 리서치본부

신용등급 상향을 통한 금리 인하 여력

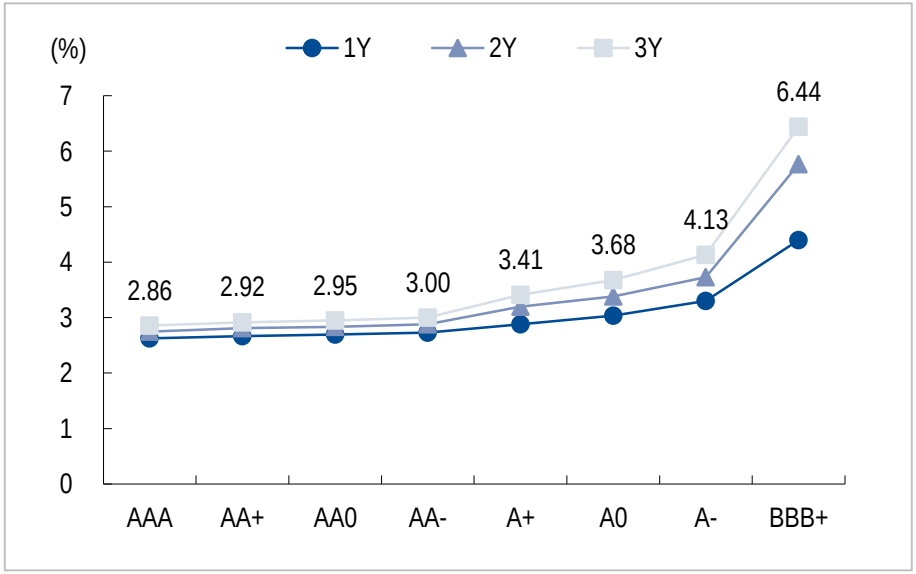
- 지난 1년간 리파이낸싱을 통해 대부분의 종목들이 충분히 금융비용을 절감한 가운데, 신한알파리츠는 **신용등급 상향, 사채 발행을 통한 추가적인 금리 인하 가능할 전망.** 신용등급 상향이 핵심 과제. 현 등급(A-)에서 한 등급 상향 시 약 50bp의 금리 인하 효과 발생
- 신용등급 평가의 주요 요소는 AUM(운용자산규모), 앵커 테넌트 유무, LTV 등. 다만, 타 스폰서리츠와 달리 앵커 테넌트가 부재하기 때문에 AUM의 추가 성장 추진과 부채 관리 병행할 필요가 있음. 참고로 신한알파리츠 현 AUM은 3.6조원 수준.
- 2025년 9월 400억원 규모의 사모 사채를 초도 발행했으며, 내년에는 1,000억~1,500억원 규모의 공모 회사채 발행을 추진할 계획. 상장 당시 편입했던 판교 크래프톤 리파이낸싱이 내년에 도래함에 따라, 자산 감평 이후 잔여 LTV를 활용할 것

국내 리츠의 회사채 신용등급 현황

종목명	채권 신용등급	AUM	앵커 테넌트 유무
SK리츠	AA-	4.9	O
롯데리츠		2.6	
한화리츠	A+	1.5	
제이알글로벌리츠	A-	3.1	X
이지스밸류플러스리츠		1.6	
이지스레지던스리츠		1.3	
디앤디플랫폼리츠		1.0	
KB스타리츠		1.0	

주: AUM은 최근 자산 감평가 기준, 단위는 조원
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

공모회사채 신용등급별 1~3년물 금리 차이



주: 채권평가사 5개사 평균 공모 회사채 기준
자료: KOFIA 채권정보센터, NH투자증권 리서치본부

투자유망종목 1: 현대건설(000720.KS) – 목표주가 97,000원

- 추진 중인 원전 사업들이 순차적으로 착공에 들어가며 **원전 모멘텀 지속될 전망.** 금번 FEED를 수주한 Fermi 대형원전 4기는 2026년 상반기 EPC 본계약 협상을 진행할 예정. 이 외에도 팰리세이즈 SMR, 불가리아 대형원전 등의 착공 및 수주 인식이 예정되어 있음. EPC 발주가 기자재 발주에 선행하는 특성상, 동사의 원전 밸류체인 내 수주 모멘텀이 가장 빠르게 형성될 것
- 본업 부문에서의 성과도 고무적. 3Q25 이라크 해수처리시설(4.4조원)을 수의계약으로 수주. 주택 부문에서는 개포주공 6·7단지(1.5조원) 수주와 압구정 2구역(2.7조원) 시공권을 확보. 서울 주요 입지의 정비사업에서도 브랜드 경쟁력을 기반으로 한 추가 수주 가능성 높음
- 사우디 마잔 및 자푸라 등 해외 현장에서의 비용 발생은 지속되고 있으나, 2026년 상반기 중 현장 준공과 함께 비용 반영 종료될 것

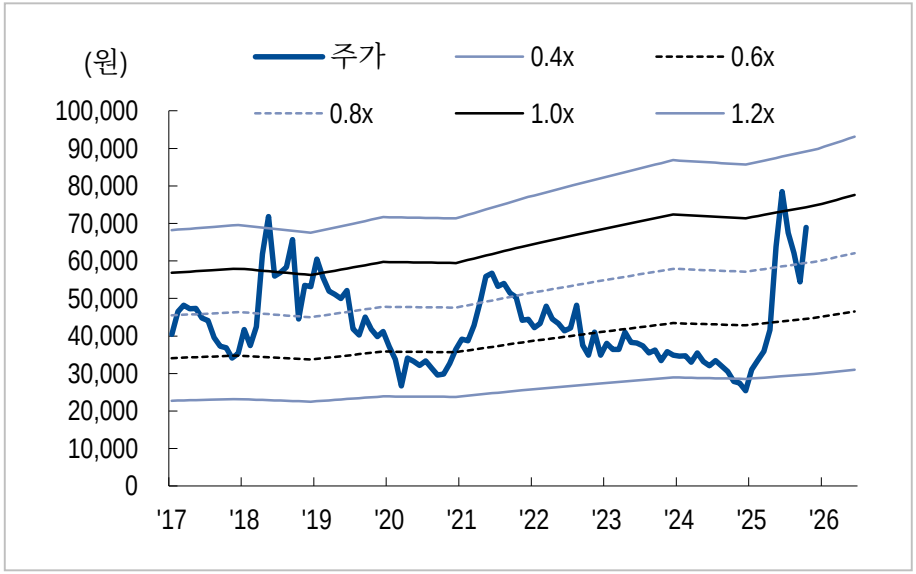
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	32,670	30,590	30,905	31,111
영업이익	-1,263	685.2	916.4	1,227
영업이익률 (%)	*-3.9*	*2.2*	*3.0*	*3.9*
EBITDA	-1,042	876.3	1,056	1,329
순이익	-766.2	594.9	839.2	1,110
지배지분 순이익	-168.7	487.3	687.3	909.3
EPS (원)	-1,521	4,370	6,166	8,160
PER (배)	-	14.2	10.0	7.6
PBR (배)	0.4	0.8	0.8	0.7
ROE (%)	-2.1	5.9	7.9	9.6
Net Debt(-Cash)	-2,565	-3,395	-4,257	-5,363

현재가(11/7, 원)	61,900	외국인지분율	19.8%
시가총액(십억원)	6,892.9	배당수익률('25E)	1.3%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

현대건설 12개월 Trailing PBR 밴드 차트



자료: 현대건설, NH투자증권 리서치본부 전망

건설/리츠

투자유망종목 2: 아세아시멘트(183190.KS) - 목표주가 18,000원

- 정부 주도의 착공 증가에 따른 시멘트 **출하량 회복 기대**. 2022년 이후 판가 인상으로 충분한 마진을 확보했고, 제조원가의 30%를 차지하는 유연탄 가격은 안정적. 연안·내륙에 공장을 모두 보유한 기업으로 안정적 납품이 가능
- 2026년 이후 수도권 매립지 직매립 금지로 가연성 폐기물 수급 안정화될 전망. 동사의 2024년 말 순환자원 연료 대체율은 37%(아세아·한라시멘트 가중평균 기준). 중장기적으로 50%까지 높아지며 유연탄 민감도 완화 기대. 연료 대체율 상승에 따른 유연탄 절감 효과는 310억원으로 영업이익률 3%p 개선 가능(유연탄 130달러/톤, 에너지 사용량 3만TJ 가정)
- 시멘트사 중 유일하게 주주환원정책을 공식화. 별도 순이익의 40%를 주주환원 재원으로 배정해 현금배당과 자사주 매입 및 소각 병행 구조

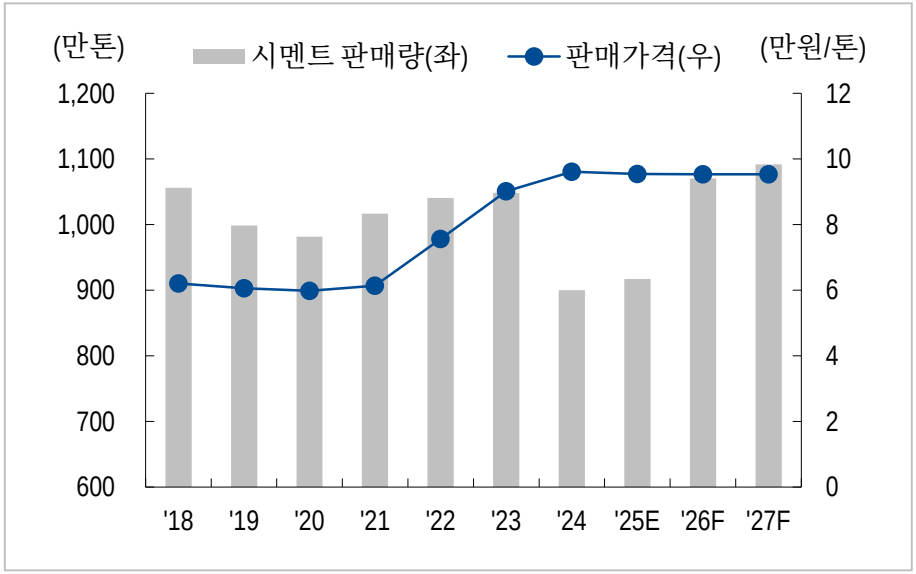
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	1,110	1,159	1,352	1,379
영업이익	140.8	135.7	181.5	190.4
영업이익률 (%)	*12.7*	*11.7*	*13.4*	*13.8*
EBITDA	225.3	225.8	270.8	279.0
순이익	80.1	85.9	122.6	131.4
지배지분 순이익	81.4	87.3	124.6	133.6
EPS (원)	2,112	2,332	3,337	3,578
PER (배)	4.9	5.2	3.7	3.4
PBR (배)	0.4	0.4	0.4	0.3
ROE (%)	7.6	7.7	10.1	9.9
Net Debt(-Cash)	487	392	270	140

현재가(11/7, 원)	12,190	외국인지분율	6.8%
시가총액(십억원)	455.3	배당수익률('25E)	2.1%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

아세아시멘트 시멘트 출하량과 가격 추이



주: 생산량은 아세아·한라시멘트 합산, 가격은 아세아·한라시멘트 평균
자료: NH투자증권 리서치본부

건설/리츠

투자유망종목 3: 신한알파리츠(293940.KS) - 목표주가 8,000원

- 사채 발행을 통한 조달 금리 인하 및 자금 조달 구조 개선 가능할 전망. 동사는 AUM 성장, LTV 관리 등을 통한 신용등급 상향 및 공모 사채 발행을 추진 중. 기존에는 사채 발행 차주와 그레이츠 판교(구 판교 크래프톤) 차입금 차주 간 계약상 충돌로 인해 다수의 동의를 받아야하는 제약이 존재했음. 다만 2026년 예정되어 있는 그레이츠 판교(차입금 4,850억원, 발행금리 2.7%)의 리파이낸싱 시점에 사채 발행을 병행해 자금 조달 구조를 다변화할 계획. 참고로 이미 지난 2년간 주요 리츠들의 리파이낸싱이 대부분 마무리되어 추가 금리 인하 효과는 제한적
- 올해 편입한 강남BNK디지털타워(매입가 4,578억원)는 CBD(도심업무권역) 오피스 비중을 낮추는 데 기여(자산 편입 전·후 CBD 오피스 비중 60%→52%). 인근 롯데 칠성부지 개발, 경부고속도로 지하화 추진도 해당 자산의 지가 상승에 긍정적으로 작용할 것으로 판단

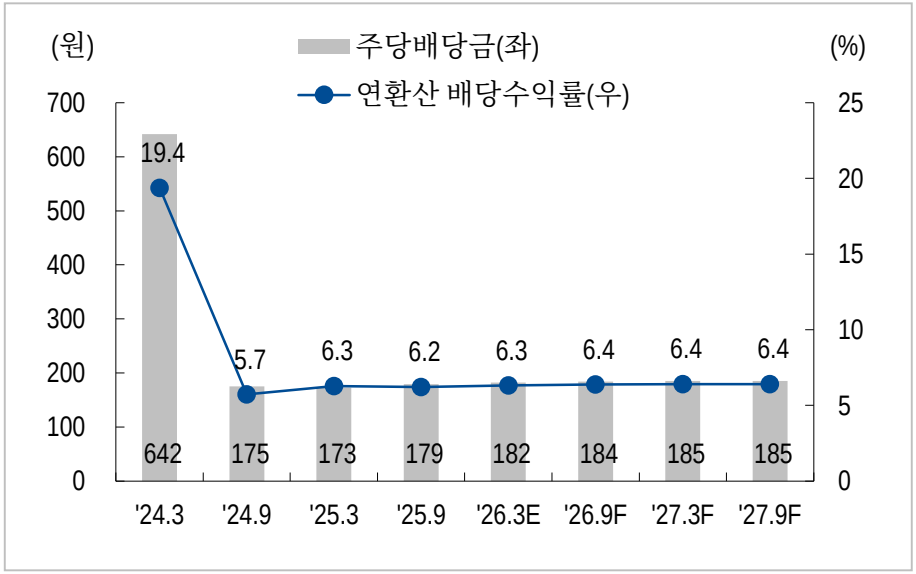
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024/9	2025/9E	2026/9F	2027/9F
영업수익	111.7	144.1	143.9	149.2
영업이익	66.0	85.4	73.5	78.8
영업이익률 (%)	*59.0*	*59.2*	*51.1*	*52.8*
EBITDA	78.7	100.9	89.7	95.0
순이익	14.3	18.7	4.8	12.8
총현금배당금	75.3	45.9	47.6	48.1
보통주 주당배당금 (원)	817	352	366	370
P/FFO (배)	20.0	19.8	32.1	23.2
P/NAV (배)	0.6	0.5	0.5	0.6
ROE (%)	2.7	2.3	0.6	1.8
Net Debt(-Cash)	1,491	2,037	2,058	2,073

현재가(11/7, 원)	5,580	외국인지분율	10.6%
시가총액(십억원)	674.9	배당수익률('25E)	6.3%

주1: 3월, 9월 결산 기업
주2: ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

신한알파리츠 예상 주당배당금 및 배당수익률



자료: 신한알파리츠, NH투자증권 리서치본부 전망

유틸리티

길어지는 공급 부족

I. 장기화될 구조적인 공급 부족

II. 해결책으로 주목해야 할 4세대 SMR

III. 중장기 수요 증가는 이어질 전망

IV. 투자유망종목

Analyst: 이민재
Tel 02)768-7895 | e-mail Minjae.lee@nhsec.com

유틸리티: 길어지는 공급 부족

현재 미국 내 공급 가능한 디스패처블 발전원(전력 부하 변화에 따라 발전량을 즉시 조절할 수 있는 발전원)과 초고압 변압기의 공급 부족은 장기화될 것으로 판단된다. 디스패처블 발전원은 모듈형 구조로 대량 생산 체계 구축이 가능한 4세대 SMR(소형 모듈 원전)의 등장으로 공급 부족을 해소할 수 있지만, 초고압 변압기는 고객마다 요구하는 바가 다르고, 숙련된 인력을 필요로 하기 때문에 공급 부족이 해소되기 어렵다.

센트러스 에너지는 DOE(미국 에너지부)의 지원으로 2023년 10월부터 미국 최초로 HALEU(고농도 저농축 우라늄) 생산을 시작했고, 점차 생산 규모를 확대할 계획이다. 이를 바탕으로 2035년 4세대 SMR은 최대 8GW 상업 운전이 가능할 전망이다. 두산에너빌리티는 3세대와 4세대 SMR 원자로 제작에 참여하는데, 2026년부터 전용 생산 라인을 구축할 예정이다.

미국 유틸리티 기업들은 데이터센터 투자 확대에 따른 중장기 부하 증가를 고려해 설비투자 계획도 확대할 전망이다. 한국도 AI 3대 강국 도약 정책 제시로 글로벌 기업들의 투자 계획이 늘고 있다. 전력기기 시장 내 상호관세 비용 상당 부분이 가격에 전가되고 있다. 따라서 국내사 중심으로 실적 개선세가 빠르다. 밸류에이션에 대한 고민보다 실적 성장에 대한 확신이 필요한 시점이다.

I. 장기화될 구조적인 공급 부족

미국 내 공급 가능한 디스패처블 발전원의 규모는 중장기 전력 부하 증가 속도를 따라잡지 못할 것으로 예상된다. 초고압 변압기도 마찬가지로 공급 부족이 장기화는 불가피하다 판단된다. 디스패처블 발전원 공급 부족은 대량 생산 체계를 갖춘다면 해소 가능하다. 모듈형 구조로 같은 제품을 생산해 건설 시간을 단축할 수 있는 4세대 SMR을 통해 해소할 수 있다. 반면, 초고압 변압기는 요구하는 바에 따라 설계 및 제작 방식이 달라지고, 숙련된 인력을 필요로 하기 때문에 공급 부족이 해소되기 어려울 전망이다.

II. 해결책으로 주목해야 할 4세대 SMR

4세대 SMR은 LEU보다 더 높은 농축 비율을 가진 HALEU를 연료로 사용한다. 센트러스 에너지는 DOE의 지원으로 2023년 10월부터 미국 최초로 HALEU 생산을 시작했고, 점차 생산 규모를 확대할 계획이다. 이를 바탕으로 2035년 4세대 SMR은 최대 8GW 상업 운전이 가능할 전망이다. 두산에너빌리티는 3세대와 4세대 SMR 원자로 제작에 참여하는데, 2026년부터 전용 생산 라인을 구축할 예정이다. 2030년까지 27조원 이상 수주가 가능할 전망이다.

유틸리티: 길어지는 공급 부족

III. 중장기 수요 증가는 이어질 전망

미국 유틸리티 대부분의 데이터센터 투자 확대로 중장기 부하가 빠르게 증가할 것으로 예상한다. 따라서 중장기 설비투자 역시 늘어날 전망이다. 한국 역시 AI 3대 강국 도약 정책 제시로 주요 글로벌 기업들의 국내 투자 계획이 증가하고 있다. 전력기기 시장 내 상호관세로 인한 비용 상당 부분이 가격에 전가되고 있다. 따라서 국내 기업들의 실적 개선 역시 빠르게 나타나고 있다. 밸류에이션에 대한 고민보다 실적 성장에 대한 확신이 필요한 시점이다.

IV. 투자유망종목

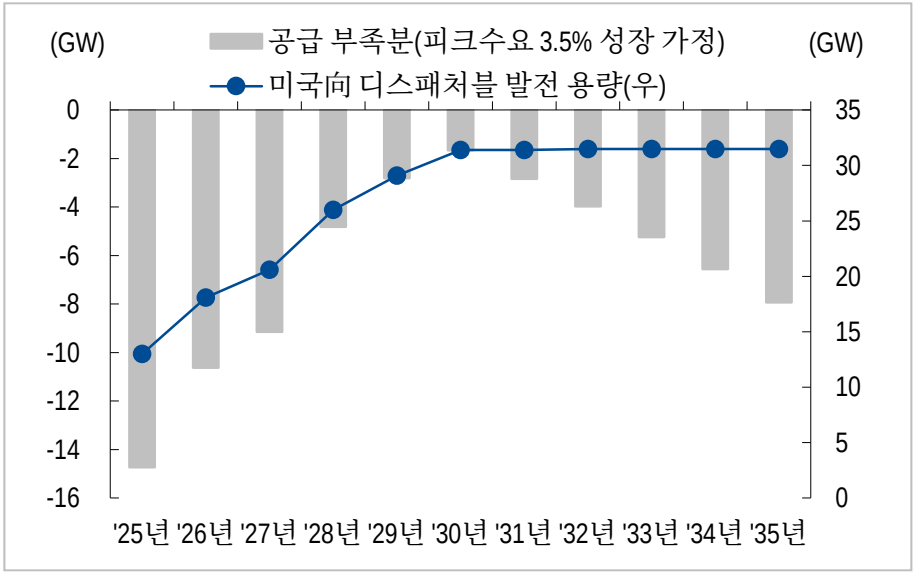
국내외 전력기기와 원전주는 2024년부터 이어진 데이터센터 기대감으로 높은 밸류에이션이 유지되고 있다. 시장 내 공급 부족은 심화되며 공급자 우위의 시장 상황도 이어지고 있다. 이에 유틸리티/전력기기/원전 업종에 대한 투자의견 Positive를 제시한다. 원전 업종에서는 4세대 SMR로 전환되며 수주 확대가 예상되는 두산에너빌리티를, 전력기기 업종에서는 실적 개선 가능성과 데이터센터 확대 수혜가 예상되는 효성중공업과 LS ELECTRIC을 투자유망종목으로 추천한다.



장기화될 수밖에 없는 공급 부족

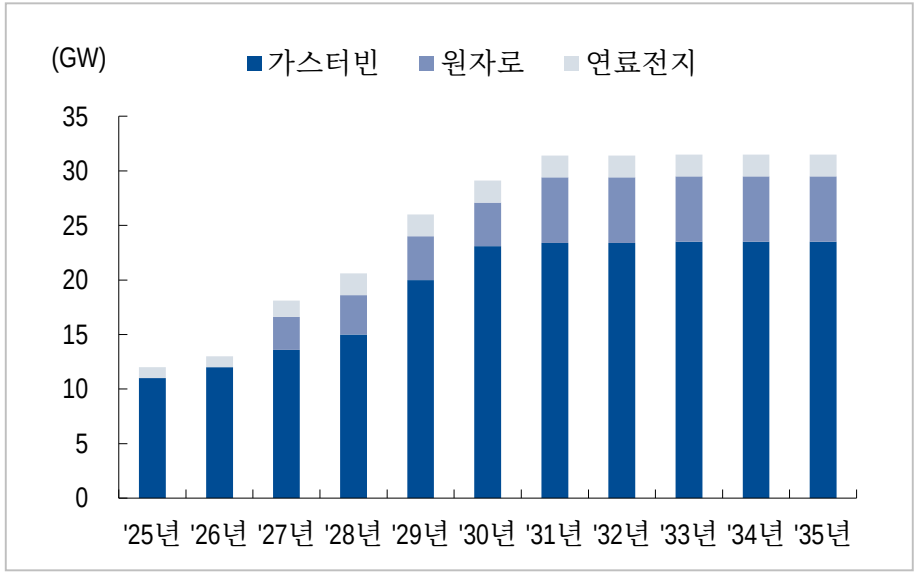
- 미국 내 디스패처블(Dispatchable) 발전원의 중장기 생산 능력은 연 평균 27GW로 추정. 그러나 이는 중장기 피크 부하(Load) 증가 속도를 따라잡지 못할 전망. 추가적인 데이터센터 부하까지 감안하면 미국 내 구조적인 공급 부족은 계속될 것
- 미국 내 향후 10년 내 생산 가능한 디스패처블 발전 용량은 최대 32GW. 이는 주요 제작사의 중장기 증설 계획을 반영한 생산 능력으로 중대형 가스터빈 20GW, 원자로 5GW, 연료전지 2GW 등
- 반면, 미국의 중장기 피크 부하 증가 속도는 이를 앞지를 전망. EIA, IEA는 2035년까지 미국 내 전력 부하를 연 평균 1.58~2.58%로 예상. 피크 부하 기준 2028년 이후부터 예상되는 디스패처블 발전원의 최대 생산 능력을 뛰어넘을 전망 (33GW vs 27GW)

구조적인 공급 부족이 불가피한 미국 전력 시장



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

디스패처블 발전원의 중장기 생산 능력은 연 평균 27GW

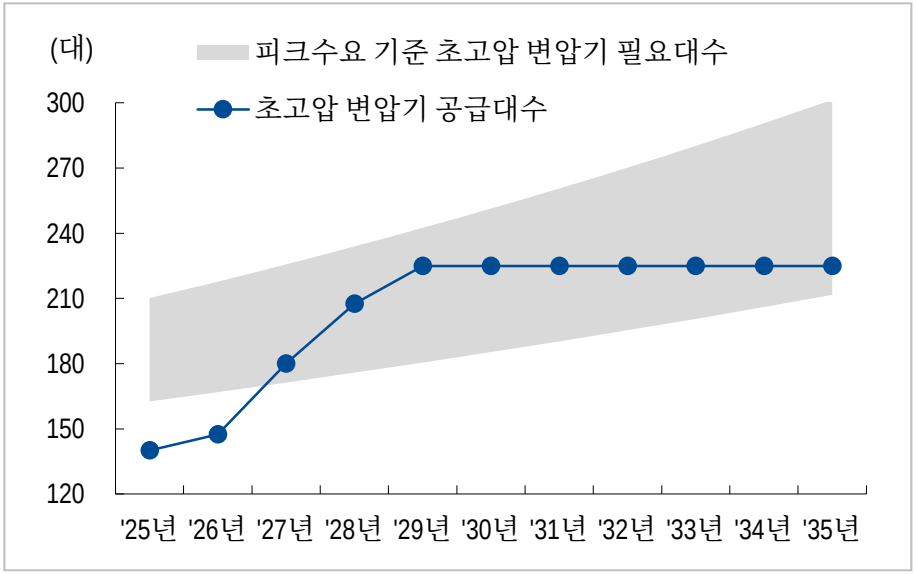


주1: GE 버노바, 지멘스 에너지, 미쓰비시 중공업이 2028년까지 가스터빈 증설 가정
주2: 두산에너빌리티는 2030년까지 원자로 증설(최대 10GW), 2032년까지 가스터빈 증설(10GW) 가정
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

초고압 변압기 역시 마찬가지 상황

- 미국의 중장기 피크 부하는 매년 33GW 이상 증가할 전망. 중장기 피크 부하와 345kV 계통연계 감안 시 미국 전력시장에는 연간 최대 300대의 초고압 변압기가 필요한 상황. 전력망의 신뢰성·복원력 강화 또는 노후화된 변압기의 교체 투자 등 감안하면 실제 수요는 이를 초과할 전망
- 글로벌 초고압 변압기 제작사인 HD현대일렉트릭, 효성중공업, GE 버노바, 지멘스 에너지, 히타치 등이 미국에 공급 가능한 물량은 최대 220대(600MVA 기준)로 대부분 제작사는 증설 투자를 진행 중이거나 검토 중
- 그러나 주요 부품의 조달 및 숙련된 인력 부족과 같은 문제가 남아 있어 공급 확대가 계획대로 될지는 미지수. **지금 초고압 변압기를 주문한다면 2029년 이후에나 인도받을 수 있기 때문에 공급 부족 장기화는 불가피한 상황**

초고압 변압기 시장은 중장기 지속적인 공급 부족에 시달릴 전망



주1: 피크수요 전망을 바탕으로 600MVA 초고압 변압기의 신규수주 기준. 다만, 전력망 신뢰성 강화 및 노후화된 변압기 교체는 전체 수요의 1% 내외
주2: 2030년까지 미국向 공급 규모로 HD현대일렉트릭 25%, 효성중공업 100%, 기타 80% 증설 가정
자료: NH투자증권 리서치본부 정리

2030년까지 전 세계 필요한 초고압 변압기는 최소 750대



자료: 히타치, NH투자증권 리서치본부

Energy Transition으로 증가하는 수요

- 발전소에서 생산된 전력을 수백 km 떨어진 수요처로 보낼 때, 전선의 저항으로 손실 발생. 변압기는 손실률을 줄이는 장비로, 기저발전 1GW에서 생산된 전기를 최소한의 손실로 보낼 때 600MVA급 3대 x 2 필요
- Energy Transition으로 재생에너지가 확대되면 기저발전 1GW를 대체하기 위해 태양광 최대 4.5GW, 육상풍력 최대 3.0GW 필요. 재생에너지는 기저발전에 비해 이용률이 낮기 때문
- 풍력은 터빈마다 터빈 변압기가 필요하고, 태양광은 인버터 블록마다 패드마운트 변압기를 설치해야 함. 또 순간적으로 많은 전력이 생기기 때문에 **기저발전보다 최대 5배 많은 초고압 변압기 필요**

Energy Transition은 더 많은 변전소, 변압기를 필요로 할 수밖에 없음



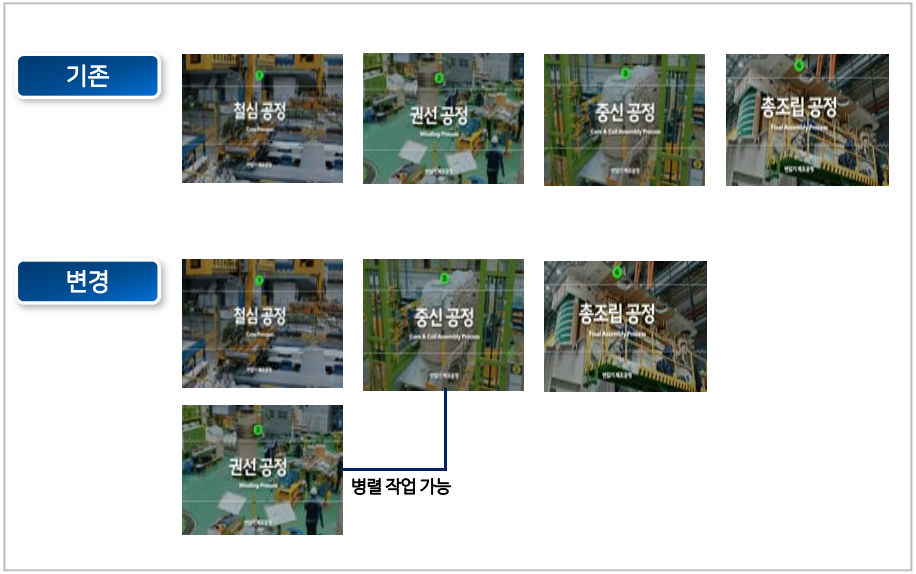
자료: NH투자증권 리서치본부 정리

유틸리티

공급 부족 해결 가능성은? 대량 생산 체계 구축 여부에 따라 달라질 전망

- 초고압 변압기 생산 공정은 철심 공정 - 권선 공정 - 중신 공정 - 총조립으로 구성. 최대한 자동화 제작 체계를 구축하고 있지만, 제품 특성상 고객사의 기술 사양과 계통연계 조건에 따라 설계 및 제작 방식이 달라지기 때문에 완전한 자동화는 불가능함. 특히 권선 공정은 정밀한 수작업이 요구되기 때문에 최소 3년 이상 경험을 가진 숙련된 인력이 필요. **공급 부족이 장기화될 수밖에 없는 상황**
- 반면, 뉴스케일 파워, 엑스 에너지와 테라파워는 2030년 목표로 상업운전 계획 중. 대형원전과 달리 모듈형 구조로 시공 기간이 짧기 때문에 **대량 생산 체계를 갖출 수 있음**. 두산에너빌리티의 역할이 중요한 상황. 2026년 상반기 SMR 전용 라인을 투자할 계획이고, 최대 20기 모듈 생산이 가능할 전망. 수요가 공급을 초과하는 시기 제작 기술 혁신(최대 14개월 단축) 및 업무 시간 확대로 생산 능력 확대하는 방안도 계획 중

초고압 변압기 제작 과정상 필요한 숙련된 인력



자료: HD현대일렉트릭, NH투자증권 리서치본부

기술 혁신으로 SMR 제작 기간 단축을 꾀하는 두산에너빌리티



주1: SAW(Submerged Arc Welding)란 분말 형태의 플럭스 아래에서 전극 와이어와 모재 사이에 아크를 발생시켜 용접하는 자동 아크 용접 방식
주2: PM-HIP(Powder Metallurgy-Hot Isostatic Pressing)란 금속분말(Powder Metallurgy, PM)과 열간등압프레스(Hot Isostatic Pressing, HIP)를 결합한 제조 공정
자료: 두산에너빌리티

HALEU 생산 계획, 미국 정부의 지원 방안 그리고 센트러스 에너지

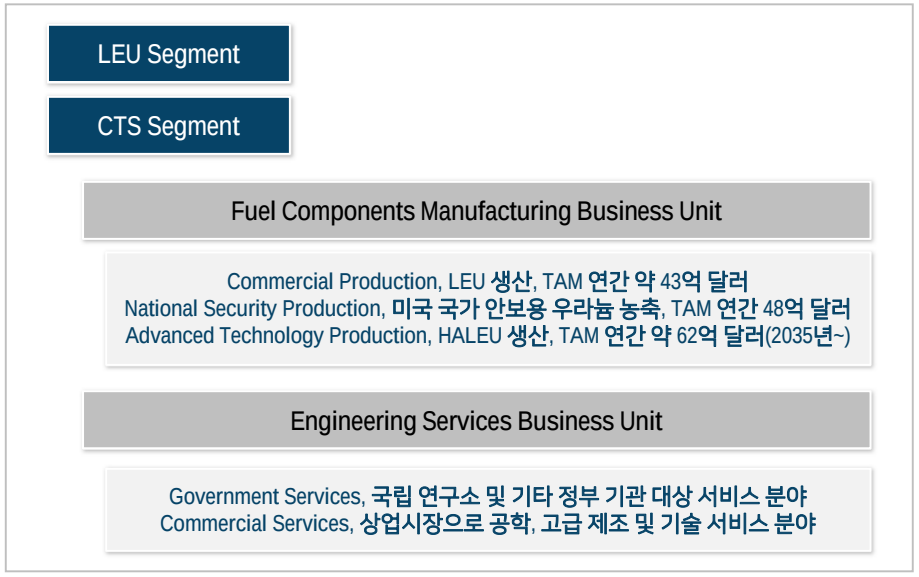
- 미국에서 개발 중인 4세대 원자로에는 전부 HALEU(고농축 저농축 우라늄, 5~19.75%까지 농축)를 사용할 계획. 우라늄 농축은 미국 정부의 관리 및 통제하에 진행 될 예정. 센트러스 에너지는 미국 에너지부와 협력해 관련 생산 시설을 확대하는 중
- **센트러스 에너지는 미국 내 국가 안보 및 상업용 원자력 공급망에서 핵심 역할을 수행하는 기업**으로 유일하게 우라늄 농축 기술을 보유하고 있음. LEU와 HALUE 모두 생산할 수 있는 역량을 확보하고 있으며 미국의 원자력 연료 자립 전략 상 핵심 파트너로 평가됨
- 2023년 10월, 센트러스 에너지는 미국 최초로 HALEU 생산을 시작했고, 2024년 3월 미국 DOE에게 HALEU 900kg 납품 완료. 이는 엑스에너지, 테라파워와 같은 4세대 원자로에 배분될 예정

첨단 핵연료 파일럿 프로그램과 핵연료 공급망 컨소시엄

프로그램	주요 내용	진행 상황
첨단 핵연료 파일럿 프로그램 (2025년 7월)	- 선진원자로 기술 검증 가속화 위한 시험로의 연료 공급망 구축 - 시험로 구축 완료 시점, 연료 공급 병목 발생 않게 연료 지원 - 신청자는 핵연료 제조 시설 설계·건설·운영·연료 등 자체 부담	- DOE는 첨단 핵연료 생산 라인 구축 위해 5개사 선정 - 핵연료 생산 시설 건설·운영·해체·조달 등 담당 - HALEU Availability Program 통해 HALEU 신청 가능
핵연료 공급망 컨소시엄 (2025년 8월)	- 원자력 발전에 필요한 농축우라늄과 핵심자재의 수입의존 탈피 및 국내 핵연료 생산능력 확대 - DOE와 미국 내 기업들이 자발적 합의로 컨소시엄 구축 - 핵연료 전 주기에 걸쳐 공급망 확보 위한 행동 계획 마련	- 2025년 10월 첫 DPA 컨소시엄 회의 개최

자료: DOE, NH투자증권 리서치본부 정리

센트러스 에너지의 주요 사업 부문



자료: 센트러스 에너지

센트러스 에너지 중심 HALEU 공급 계획

- 센트러스 에너지는 2035년까지 3단계 로드맵을 통해 HALEU 생산 설비를 확대할 계획. 2026년까지 DOE의 Phase 3 계약 이행으로 연간 900kg의 HALEU 생산을 유지할 예정. 이후 2030년까지 원심분리기(Cascade) 120기 구축을 통해 연간 HALUE 6MTU 생산능력을 확보할 계획. 자금 조달이 확정된다면 42개월 이내 생산 시설 구축, 상업 생산 가능. 마지막으로 2035년까지 동일 규모의 원심분리기 라인(120기)을 복수로 구축해 연간 최대 50MTU까지 생산능력 확대 목표. 추가 라인 구축 속도는 두 번째 라인 6개월, 이후 라인부터 2개월 간격으로 예상
- 연방 재정 34억 달러로 IRA에 포함된 HALEU 예산 약 7억 달러, 2024년 연방 예산안에 포함된 LEU·HALUE 예산 27억 달러 투입 계획
- DOE는 2035년까지 미국 내 HALEU 수요를 연간 약 50MTU로 예상, 이는 대부분 4세대 SMR 상업 운전에 쓰일 계획

미국 DOE와 센트러스 에너지 간 HALEU 생산 계약

항목	내역	주요 내용
개요	주요 내용	– 70년 만에 미국 기술 기반, 미국 내 우라늄 농축 공장이 생산하는 프로젝트로 국내 농축 역량 복원을 위한 핵심 단계 – 2.3억 달러 규모 기본 계약(Phase 1, 2기 기준, 2025년 6월까지) – DOE 계약 외 센트러스 에너지가 Piketon 시설 확대로 추가 HALEU 생산 가능
Phase 1	목표	– 원심분리기 설치 완료 및 HALUE 20kg 시험
	일정	– 일정보다 앞선 완공 및 예산 이하로 수행
	영향	– 센트러스 에너지 3,000만 달러 비용 분담, 미국 DOE 3,000만 달러 부담
Phase 2	목표	– 1년간 상업 생산 및 운영, HALEU 900kg 생산 목표
	일정	– Phase 2 생산 완료
	영향	– cost-plus-incentive-fee basis, 약 1.7억 달러 규모
Phase 3	목표	– DOE가 Phase 3 중 1차 옵션 실행
	일정	– 2026년 6월 30일까지, 미국 DOE 추가 옵션 실행 가능
	영향	– cost-plus-incentive-fee basis, 목표 비용 9,930만 달러, 목표 수수료 870만 달러
	기타	– Phase 2 기간은 계약 수정으로 8개월 연장, Phase 3 이후 확장 옵션을 위해 추가 협상 필요할 전망

자료: DOE, 센트러스 에너지, NH투자증권 리서치본부 정리

2035년까지 Xe-100 최대 100기 돌릴 수 있는 규모

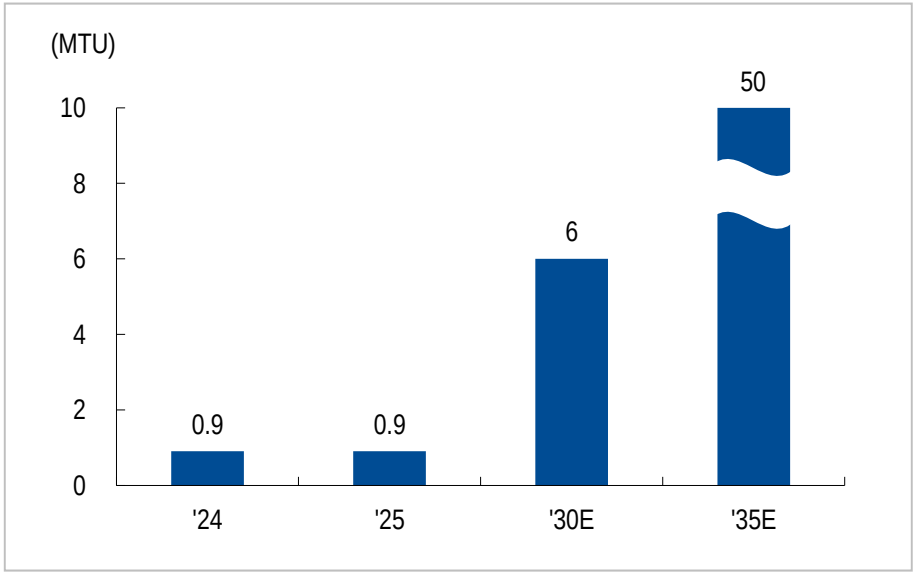
- 엑스 에너지가 건설 중인 TRISO-X 연료 공장은 연간 8MTU의 연료를 생산할 계획인데, 엑스 에너지의 4세대 SMR 모델인 Xe-100 (80MW) 약 12기 운전할 수 있는 수준(Oak Ridge National Laboratory)
- 센트러스 에너지는 2030년까지 HALUE 연간 6MTU의 생산능력을 확보할 예정이고, Xe-100 최대 10기(800MW) 운전 가능한 수준. 2035년까지 HALEU 연간 50MTU까지 생산능력 확대한다면 Xe-100 최대 100기 이상(8GW) 운전 가능한 규모
- 두산에너빌리티는 뉴스케일 파워를 비롯해 엑스 에너지, 테라파워 등 미국 정부가 지원하는 주요 3세대, 4세대 SMR의 원자로 제작에 참여할 예정. HALEU 공급 계획이 가시화되고 있는 만큼 두산에너빌리티는 2026년부터 본격적으로 SMR 주기기 제작에 돌입할 전망

TRISO-X 연료 시험, 13개월 동안 INL에서 진행 예정



자료: DOE

DOE 계획상 2035년까지 HALEU 50MTU 증설 계획



자료: DOE, 센트러스 에너지

두산에너빌리티는 4세대 SMR 주기기 제작으로 한 단계 도약할 전망

- 두산에너빌리티는 대형원전 생산라인 5개 중 1개 라인에서 SMR에 쓰일 원자로 최대 20기까지 제작 가능. 별도의 SMR 전용 라인은 2026년 상반기 착공해 2년 내 완공할 예정. 제작 기간은 약 35개월로 예상
- 2026년까지 PPA(전력구매계약) 체결 혹은 주기기 제작 가능성이 높은 SMR 프로젝트는 1) 뉴스케일 파워의 ① TVA 최대 72기(6.0GW), ② 루마니아 RoPower 6기(0.5GW), 2) 엑스 에너지의 ① AWS 최대 60기(5.0GW), ② Dow 4기(0.32GW), ③ Centrica 12기(1.0GW)
- 두산에너빌리티는 2030년까지 뉴스케일 파워로부터 102기(약 10조원), 엑스 에너지로부터 102기(약 14조원) 원자로 제작 수주 예상. 그 외에도 테라파워, 롤스로이스, GE 히타치 등과도 주기기 제작(원자로 중심)에 참여할 전망

연도별 뉴스케일 파워와 엑스 에너지 신규 수주 전망

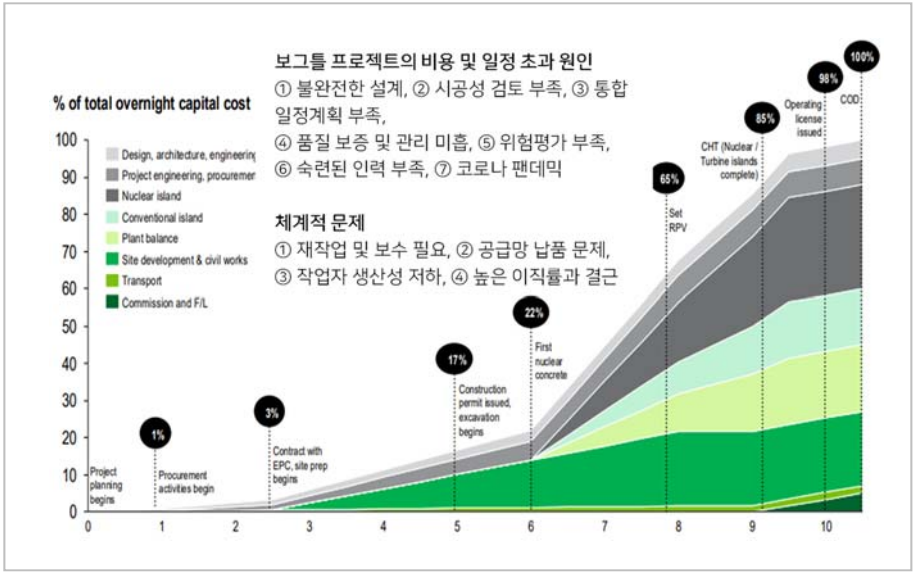
발주처	SMR	수주 시점	수주 대수	1H26	2H26	1H27	2H27	1H28	2H28	1H29	2H29	1H30	2H30
RoPower	뉴스케일 파워	1H26	6기										
TVA	뉴스케일 파워	2H26~	72기 중 12기										
		2H27~	72기 중 12기										
		2H28~	72기 중 12기										
Dow	엑스 에너지	1H26	4기										
AWS	엑스 에너지	2H26~	60기 중 12기										
		2H27~	60기 중 12기										
		2H28~	60기 중 12기										
Centrica	엑스 에너지	1H28~	12기										
기타	뉴스케일 파워	'28년 이후 매년 12기 이상 수주											
기타	엑스 에너지	'28년 이후 매년 12기 이상 수주											

자료: 뉴스케일 파워, 센트러스 에너지, 두산에너빌리티, NH투자증권 리서치본부 추정

일본과의 협력을 크게 경계하지 않아도 되는 이유

- 미국과 일본은 관세 협정 팩트 시트에 원자력 분야에서의 협력을 공식화하며 대형원전 및 SMR 프로젝트까지 협력 범위를 확대하고 있음. 1) 웨스팅하우스와 미쓰비시 중공업·도시바·IHI 등 AP1000 및 SMR 건설 지원 (최대 1,000억 달러), 2) GE 버노바와 히타치 BWRX-300 건설 지원(최대 1,000억 달러), 3) 뉴스케일 파워, ENTRA1의 투자 협력 등
- **미국과 일본의 원전 산업은 각각 1980년대, 2010년대부터 정체된 상황. 설계/제작/시공 등 모든 분야에서 산업 생태계가 붕괴됨**. 이번 미국과 일본의 협력은 그 동안 한국 정부나 기업들과 구축해온 수준에 비해 전략적 중요성이 낮고, 단순 투자에 불과하며, 미국 내 대체 가능한 수준에서의 협력이라 판단. 예를 들어 뉴스케일 파워, 엑스 에너지, 테라파워 등 미국의 핵심 SMR 기술사와의 협력 부재

대형원전 프로젝트 공사 진행 및 주요 프로젝트 실패 원인



자료: DOE, NH투자증권 리서치본부 정리

미국과 일본이 체결한 관세 협정 중 원자력 분야 협력 내역

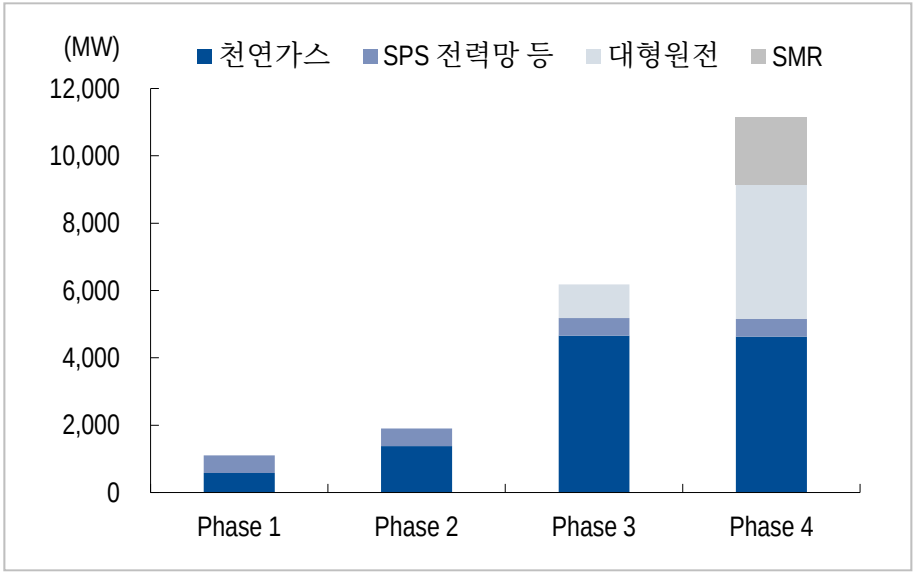
미국 내 참여기업	일본 내 참여기업	투자비(최대)	주요 협력 내용
웨스팅 하우스	MHI, 도시바, IHI	1,000억 달러	AP1000 및 SMR 건설 지원
GE 버노바	히타치	1,000억 달러	BWRX-300 건설 지원
뉴스케일 파워	미정	미정	AI 산업 위한 전력 개발 지원
미정	소프트뱅크	250억 달러	전력 인프라 구축 위한 EPC 및 운영

자료: 일본 경제산업성, NH투자증권 리서치본부 정리

페르미를 시작으로 본격화되는 'MANUGA'

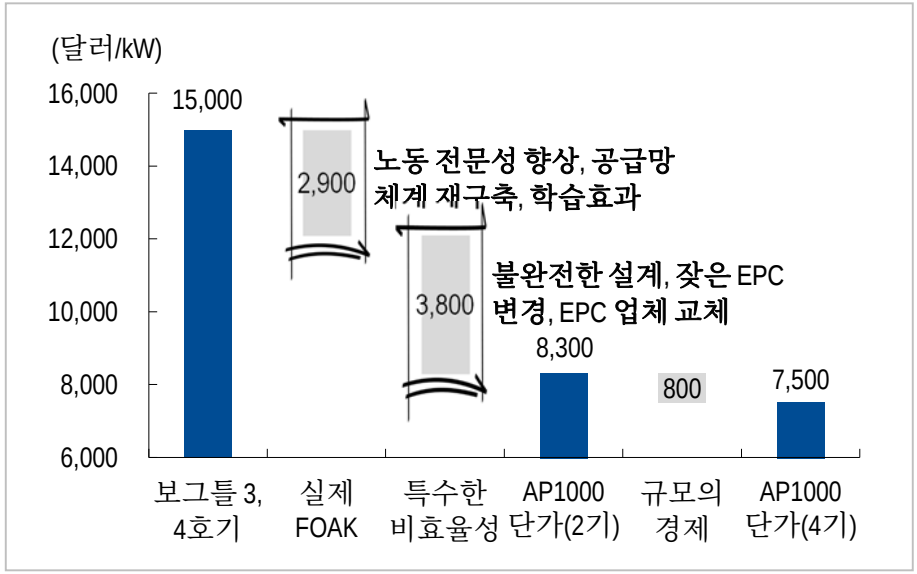
- 지난 10월 24일, 현대건설은 페르미 에너지가 추진하는 대형원전 4기 건설사업의 FEED(기본설계)를 수주했다고 밝힘. 본 프로젝트에는 현대건설 외에도 한국수력원자력, 두산에너빌리티, 삼성물산 등이 참여할 예정. 현대건설과 두산에너빌리티는 이 외에도 미국 내 진행 중인 대형원전 건설이 예정된 4개 프로젝트 참여하고 있다고 밝힘
- 지난 10월 24일, 한국 정부가 미국과의 관세 협상 과정 중 'MASGA'에 이어 원자력 협력 확대를 위한 'MANUGA'를 구상 중이라는 언론 보도가 있었음. 이는 미국이 원전 산업을 다시 구축할 의지를 갖고 있으나, 실행 능력이 부족해 한국과의 협력이 필수적이라는 점이 추측의 배경으로 작용했을 것. 한미 관세 협정 팩트 시트 발표 이후 보다 구체적인 협력 방안을 확인할 수 있을 전망

페르미 에너지의 단계별, 발전원별 증설 계획



자료: 페르미 에너지, NH투자증권 리서치본부 정리

보그틀 3, 4호기 이후 진행될 AP1000 프로젝트 희망 단가

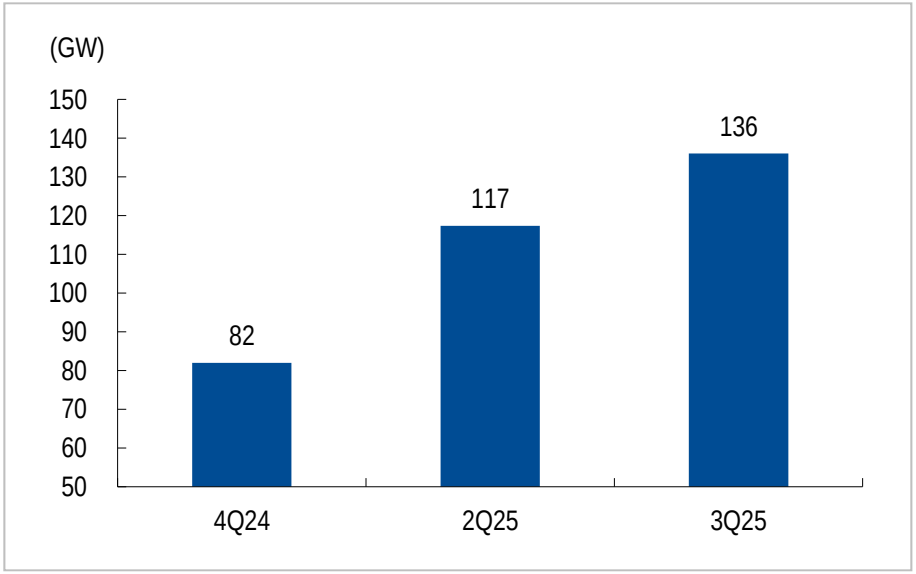


자료: DOE, NH투자증권 리서치본부 정리

한 번 더 증가할 미국 유틸리티의 중장기 설비투자 계획

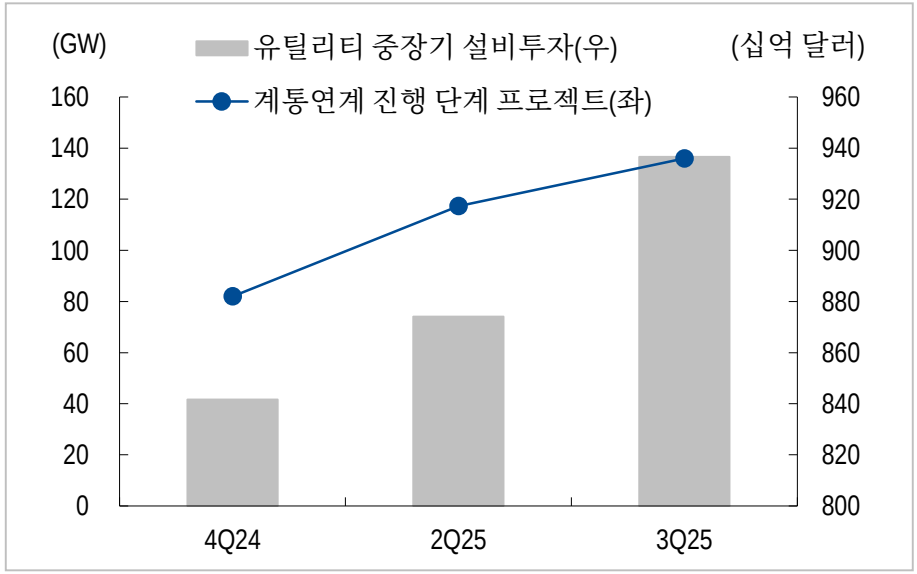
- 미국 유틸리티 대부분 하이퍼스케일 데이터센터 투자 확대에 나서고 있어 중장기 부하가 증가할 것으로 예상. 빠르면 5년 내 계통연계 진행 단계 데이터센터는 2025년 3분기 기준 총 136GW로 2분기 대비 20GW 증가(미국 평균 부하의 20% 수준)
- 중장기 전력 부하의 상향 조정으로 유틸리티의 중장기 설비투자 계획도 늘어나는 중. 유틸리티의 중장기 설비투자 계획은 2025년 3분기 기준 9,400억 달러로 2024년 4분기 대비 16% 증가
- 미국 유틸리티 기업은 발전소부터 송·배전망까지 전력 인프라 전반에 관리하는 주체로 현실적인 수요 전망을 바탕으로 투자 계획 수립. 미국은 대부분 포화 상태로 계통연계 상 제약이 심각한 상황. **중장기 설비투자 계획은 앞으로도 꾸준히 증가할 수밖에 없는 구조에 직면**

계통연계 진행 단계 데이터센터 프로젝트, 3분기 136GW



주: 미국 주요 유틸리티 16개사의 합계
자료: 미국 유틸리티 각 사, NH투자증권 리서치본부 정리

계통연계 진행 단계 프로젝트와 중장기 설비투자 계획



자료: 미국 유틸리티 각 사, NH투자증권 리서치본부 정리

3분기 미국 주요 유틸리티의 데이터센터 확대 가능성 발언 내역

미국 주요 유틸리티의 데이터센터 관련 발언 내역

기업명	3분기 주요 발언 내역
WEC 에너지	- 마이크로소프트는 'Fair Water' 프로젝트(2.1GW) 순조롭게 진행 중. 총 3단계로 1단계는 내년 예정(33억 달러). 2단계 역시 동일 규모로 44억 달러 투자 발표. 2단계 프로젝트는 최대 2GW까지 확대. 최근 Caledonia 부지 취소를 발표했지만, 서비스 지역 내 다른 후보지를 찾겠다고 밝힘 - 벤티지 데이터센터는 밀워키 포트 워싱턴 지역 1,900에이커 부지에 데이터센터 캠퍼스 개발 예정. 이는 Open AI와 오라클의 스타게이트 확장 프로젝트에 포함. 최대 3.5GW, 150억 달러 투자 예정. 올해 착공 예정이고 1단계는 2028년 완공 예정 - 중장기 설비투자 계획에 포함된 데이터센터는 마이크로소프트 2.1GW와 벤티지 데이터센터 1.3GW. 2GW 이상 추가 수요 증가 가능성
엔터지	- 데이터센터 파이프라인 7~12GW로 확대(지난 분기 5~10GW 대비 상향). 최대 2년 내 계약 체결이 현실적으로 가능하다고 판단되는 프로젝트 - 가스터빈, 증기터빈, HRSG 등 핵심 설비 4.5GW 추가 계약, 2031~2032년 사이 공급 예정. 전체적으로 발전 용량 19GW 확보, 이 중 11GW는 기 계약분에 활용될 예정이고, 8GW는 추가 데이터센터 건설에 활용 가능. 그 외 변압기와 차단기 등 핵심 기자재 확보 완료 - 데이터센터와 관련된 on-site 구축 가능성에 대해 송전 비용 관리를 위해 발전소를 고객 가까운 위치에 짓는 경우 많음. 다만, 고객들은 자체 발전 능력을 갖추고 있음에도 불구하고 관련 자본을 다른 영역에 투자하길 선호. 예를 들어 메타는 루이지애나에서 리스백 방식으로 자금 조달
퍼스트 에너지	- 일반적으로 ESA는 실제 전력 공급이 개시되기 직전 체결하는 마지막 계약 절차. 그러나 그 이전 단계에서 고객이 필요한 설비 건설을 위한 계약과 신용 보증을 체결해 우리가 투자하는 자본이 실제로 이행될 수 있도록 보장하는 작업들을 선행 - 2035년까지 피크수요 48GW 이상(2025년 33GW)로 예상. 데이터센터 확대 여부에 따라 추가 수요는 최대 15GW까지 예상. 이런 수요 증가를 평가할 때 개발사가 실제 부지를 소유 및 통제하는지, 건축 허가는 보유했는지, 개발 계획이 구체적으로 존재하는지, 공식적으로 프로젝트명과 고객을 공개했는지 등을 검토. 이런 요소들을 종합적으로 고려해 프로젝트가 실제로 실현될 가능성이 높은지 판단
아메리칸 일렉트릭 파워	- 2030년까지 피크수요 65GW로 예상. 37GW 증가할 것으로 예상되는데 80%는 데이터센터, 20%는 신규 산업 고객. 증가분 대부분 ESA, LOA가 체결된 것으로 우리와 고객 모두 보호 가능. 참고로 LOA는 ESA 전 단계로 ESA가 상대적 구속력은 큼. 다만, ERCOT은 ESA 없이 LOA만 체결함 - 언급된 190GW 중 28GW는 Financial Commitment로 선별. 초기 단계부터 Take-or-Pay 계약 체결을 통해 투기적 수요를 걸러냄
DTE 에너지	- 선도적인 하이퍼스케일 기업과 데이터센터 1.4GW 규모의 최종 계약 체결. 데이터센터 3GW 규모에 해당하는 막바지 협상도 진행 중. 추가로 최대 4GW 규모 데이터센터 계약 가능성 있음. 1.4GW 데이터센터는 3년에 걸쳐 점진적으로 수요에 반영될 예정. 초기 부하는 기존 설비로 대응할 수 있지만 전체 용량에 대응하기 위해 추가적인 발전원에 대한 투자 필요
PG&E	- 데이터센터 파이프라인은 9.5GW 이상 유지. 6월 이후 신청 및 예비 설계 단계에서 다소 완만한 이탈(net attrition)이 있었지만, 최종 설계 단계의 프로젝트 수는 증가하고 있음. 대부분 100MW 이하 규모로 캘리포니아의 규제 요건을 반영하는 동시에 AI 추론 모델을 지원하기 위한 데이터센터들이 실리콘밸리를 포함한 PG&E 관할 지역에 입지하려는 강력한 유인이 존재함

자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부 정리

관세의 가격 전가가 시사하는 바

- 최근 전력기기 시장에서 미국의 상호관세는 가격에 상당 부분 전가되는 모습이 확인되고 있음. 특히 **리드타임이 긴 초고압 변압기와 같은 설비 중심으로 가격 전가 속도가 빠르고, 관련 비용 전부를 고객사가 부담하는 구조가 자리 잡는 중**
- HD현대일렉트릭, 효성중공업, 히타치, 지멘스 에너지 외에도 데이터센터로 중전압 제품 판매가 많은 슈나이더 일렉트릭, ABB, LS ELECTRIC 역시 유사한 모습. 2026년에도 이와 같은 정책이 이어질 계획
- 주요 전력기기 기업들은 이런 환경을 반영해 2025년 가이던스를 다소 보수적으로 제시. 2026년 가이던스는 컨센서스보다 높은 수준으로 제시될 가능성이 높은데, 이는 상호관세와 관련된 비용, 인플레이션 영향 등이 제품 가격에 전가되는 흐름 때문

주요 전력기기의 관세 및 가격 전가 관련 발언 내역

기업명	2025년 3분기 주요 발언 내역
슈나이더 일렉트릭	- 상반기부터 취해온 가격 정책이 하반기에도 지속될 전망 - 2025년 진행하는 가격 인상만으로 관세 및 인플레이션 관련 비용을 전부 상쇄할 것이라 기대하지 않기 때문에 **추가적인 가격 인상 예정**
히타치	- 관세에 따른 직접적인 비용 증가는 고객들 대부분 이해하고 있기 때문에 가격으로 전가되는 중 - 간접적인 영향으로 **예상됐던 판매 감소 역시 크지 않은 상황**
ABB	- 관세와 관련된 비용은 가격 인상, 생산성 향상 조치 및 현지 생산 확대로 상쇄되는 중 - 특히 **미국은 다른 지역보다 가격 인상폭이 큰데 대부분 소화되는 중**. 불확실성은 여전히 남아있지만, 실질적인 영향은 없는 상황
HD현대일렉트릭	- 관세와 관련해 기존 계약들은 당사가 부담하고 있지만 CO나 PO 확정 시 환입돼 매출로 회계처리하고 있음 - 신규 계약은 대부분 가격으로 전가되는 추세. **초고압 변압기 시장 내 수급 불균형으로 추가적인 가격 인상도 추진 중**
LS ELECTRIC	- 초고압 변압기와 데이터센터용 전력기기와 관련해 기존 계약 중 절반은 2026년 이후 환입 가능 - 신규 계약은 **가격 인상으로 대응 중이기 때문에 그 영향은 줄어들 전망**. 미국 유통채널로 판매되는 전력기기 역시 관세에는 가격 인상으로 대응하고 있음
효성중공업	- 대부분 고객사와 상당히 높은 수준의 보전에 대해 협의 마무리 - 일정 기간 취합된 증빙 제출 시 고객사에서 검토해 보전하는 방식이기 때문에 시차를 두고 환입 분은 실적에 반영될 전망

자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부 정리

한국의 AI 3대 강국 도약 정책 발표 및 글로벌 기업들의 국내 투자 계획

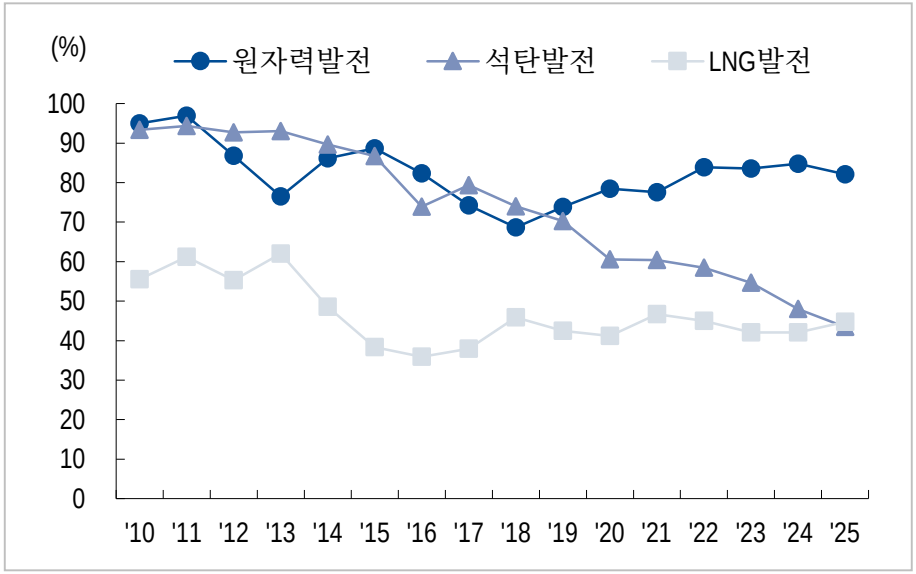
- 이재명 대통령은 지난 11월 4일 국회 2026년 예산안 시정 연설에서 "내년은 AI 시대를 여는 첫해이자, 대한민국의 새로운 100년을 준비하는 역사적 출발점"이라고 강조. 앞서 경주 APEC 회의에서 엔비디아로부터 GPU 26만장을 확보했다고 발표함
- Open AI, AWS, Blackrock 등 글로벌 기업들 역시 한국 데이터센터에 투자할 계획 발표 중. 1) AWS, 울산과 수도권 중심 최대 100억 달러 데이터센터 투자 계획, 2) Open AI, 삼성·SK 등 스타게이트 프로젝트 확장 방안, 3) Blackrock, 140억 달러 규모 데이터센터와 재생에너지 투자
- 이와 같은 **투자 확대 배경은 정부의 정책적 지원과 세계 최고 수준의 전력 인프라 때문**. 슈나이더 일렉트릭은 유럽 역시 데이터센터 투자가 확대되고 있지만, 전력 인프라의 접근성, 실행 단계에서의 제약 등으로 속도는 느린 상태라 언급

국내 주요 데이터센터 투자 계획

기업명	투자 규모	주요 내용
Open AI	미정	- 삼성, SK와 함께 각각 최대 200MW까지 확장
AWS	12조원 이상	- 2029년 130MW, SK그룹과 협력 - 최대 1GW까지 확장 계획
Blackrock	20조원	- 국내 재생에너지 및 AI 인프라에 20조원 투자 약속. 추가 수십조원 투자 예상
SFR	15조원	- 전남 최대 3GW 규모 데이터센터 건설 추진
삼성SDS 컨소시엄	2.5조원	- 국내 주요 IT 기업들과 전남 프로젝트 신청서 접수, 2028년까지 GPU 1.5만장 이상 확보 계획

자료: 언론 종합, NH투자증권 리서치본부 정리

안정적인 수준을 유지하고 있는 국내 발전원별 이용률

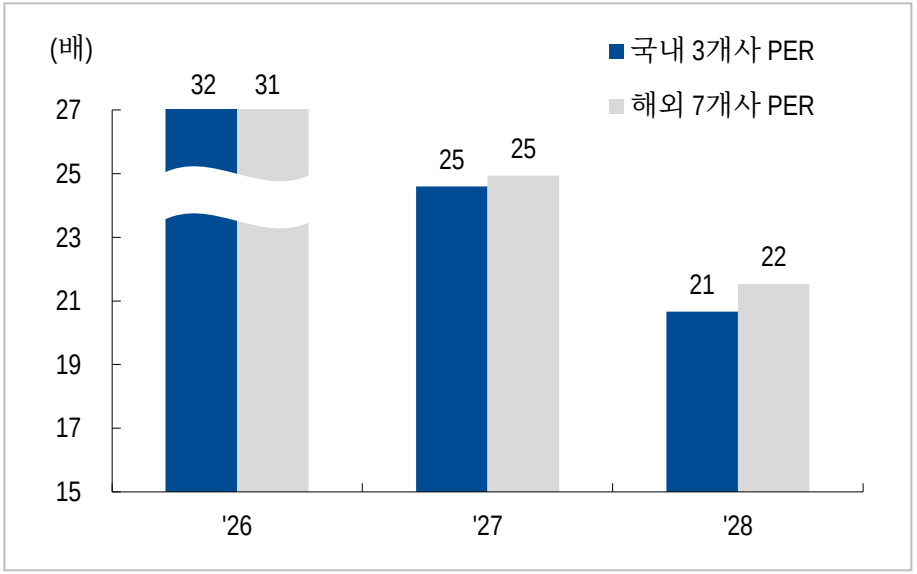


자료: 한국전력, NH투자증권 리서치본부 전망

밸류에이션에 대한 고민보다 실적 성장에 대한 확신 필요

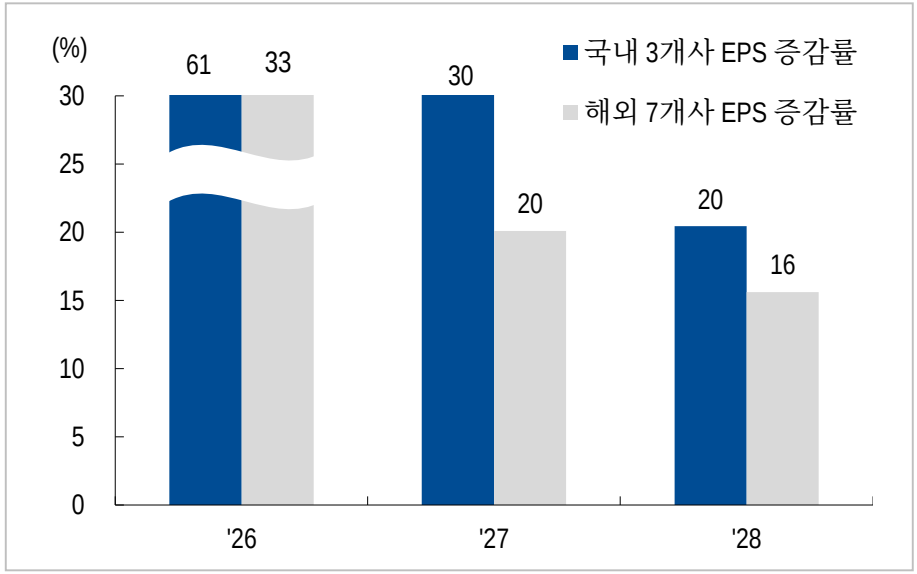
- 국내 전력기기 3개사의 평균 PER은 2026년 32배, 2027년 25배, 2028년 21배로, 해외 전력기기 7개사와 유사한 수준. 그러나 이익 성장 측면에서 차별화 뚜렷함. 국내 3개사는 2026년부터 2028년까지 EPS 증가율은 각각 해외 대비 약 5-10%p 높음
- 전압별로 밸류에이션은 초고압 제작사와 중저압 제작사가 유사하지만, EPS 증가율은 초고압 제작사가 상대적으로 더 높은 흐름 보임. 이는 초고압 제품 리드타임이 약 4~5년으로, 1~2년 수준인 중저압 대비 공급 확보가 어려운 구조이기 때문
- 최근 주가가 빠르게 상승하며 단기 밸류에이션 부담이 확대된 것은 사실이나, 글로벌 경쟁사 대비 높은 중장기 실적 성장이 지속적으로 확인될 경우 **국내사 중심으로 형성된 현 수준의 프리미엄은 정당화될 가능성이 높음**

국내사와 해외사의 밸류에이션 매력도는 유사



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부 정리

실적은 국내 3개사가 해외 경쟁사에 비해 매력적



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부 정리

투자유망종목 1: 두산에너빌리티(034020.KS) - 목표주가 103,000원

- AWS, Centrica, Dow는 엑스 에너지, TVA는 뉴스케일 파워의 SMR을 활용한 PPA를 체결할 예정. 특히, 센트러스 에너지와 DOE의 HALEU 공급 계획을 감안하면 4세대 SMR 확대가 예상보다 빠르게 이뤄질 전망. 페르미 에너지와 현대건설의 대형원전 FEED 체결, 미국 정부의 대형원전 투자 보증 및 웨스팅하우스 지분 인수 가능성 확대 역시 미국 내 대형원전의 빠른 확대를 예상하는 근거
- 2030년까지 주요 수주 파이프라인은 엑스 에너지 102기, 뉴스케일 파워 102기, 웨스팅하우스 19기, 팀코리아 12기
- 목표주가 기준 2030년 PER은 30배로 밸류에이션 부담이 있음. 다만, 앞으로 10년 동안 1) 미국 내 신규 설치될 30GW(300조원 이상), 2) 경쟁사의 등장이 어려운 산업 체계, 3) 4세대로의 기술 전환 등에 변화가 없다면 이전에는 찾아볼 수 없던 형태의 독점 구조 공고화 가능

실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	16,233	17,219	16,646	19,517
영업이익	1,018	1,087	1,598	2,014
영업이익률 (%)	*6.3*	*6.3*	*9.6*	*10.3*
EBITDA	1,509	1,566	2,089	2,515
순이익	395	626	1,028	1,363
지배지분 순이익	111	469	771	1,022
EPS (원)	174	732	1,204	1,595
PER (배)	100.9	106.4	64.7	48.8
PBR (배)	1.5	6.3	5.7	5.1
ROE (%)	1.5	6.1	9.2	11.1
Net Debt(-Cash)	2,659	2,068	1,011	98

현재가(11/7, 원)	77,900	외국인지분율	23.4%
시가총액(십억원)	49,899.7	배당수익률('25E)	0.0%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

두산에너빌리티 목표주가 산정 방식, SOTP 활용

항목	'30년 매출	'30년 EBITDA	배수	영업가치
영업가치				**74.0조원**
1) 대형원전	4.2조원	1.1조원	22	24.9조원
2) SMR	4.4조원	1.2조원	30	35.9조원
3) 가스터빈	4.3조원	0.6조원	20	12.8조원
4) 기타				0.4조원
비영업가치				**3.5조원**
순차입금				3.3조원
NAV				**74.1조원**
주당NAV				118,481원
할인율				16.5%
목표주가				**103,000원**

자료: 두산에너빌리티, NH투자증권 리서치본부 전망

유틸리티

투자유망종목 2: 효성중공업(298040.KS) - 목표주가 3,100,000원

- 미국 유틸리티의 중장기 수요 전망과 설비투자 모두 증가하는 가운데, 초고압 변압기의 공급 부족은 해소될 기미가 없는 상황. 2024년부터 계속되는 공격적인 증설로 인한 외형 확대와 수익성 개선은 경쟁사 수준에 도달할 때까지 계속될 전망
- 3분기 중공업 부문 수주잔고는 11조원으로 경쟁사와 유사한 리드타임 유지 중. 2024년부터 진행된 창원 공장과 멤피스 공장 투자로 초고압 변압기, GIS 매출 모두 증가할 전망. **가파른 미국 매출 비중 확대로 중공업 부문 영업이익률 역시 2028년 23%까지 성장할 것으로 추정**
- 목표주가 기준 2027년, 2028년 PER은 각각 30배와 24배로 이익 확대에 따른 밸류에이션 하락 속도가 경쟁사보다 매력적인 구간. 참고로 건설과 관련된 부산과 대구 현장 리스크는 2024년으로 마무리된 상태. 재건축 중심 안정적인 수익성이 이어질 전망

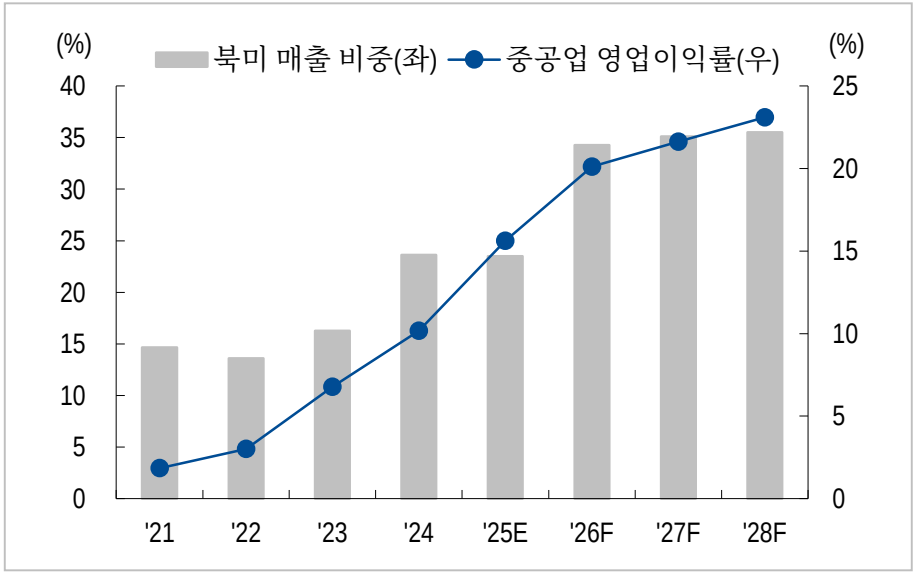
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	4,895	5,692	6,694	7,385
영업이익	362	675	1,114	1,358
영업이익률 (%)	*7.4*	*11.9*	*16.6*	*18.4*
EBITDA	435	754	1,205	1,449
순이익	223	539	948	1,248
지배지분 순이익	223	469	825	1,085
EPS (원)	23,876	50,266	88,480	116,410
PER (배)	16.5	43.5	24.7	18.8
PBR (배)	1.9	8.8	6.6	4.9
ROE (%)	14.9	22.1	30.3	29.9
Net Debt(-Cash)	476	77	-758	-1,980

현재가(11/7, 원)	2,188,000	외국인지분율	25.2%
시가총액(십억원)	20,402.1	배당수익률('25E)	0.2%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

북미 매출 비중 확대와 함께 개선될 중장기 수익성



자료: 효성중공업, NH투자증권 리서치본부 전망

투자유망종목 3: LS ELECTRIC(010120.KS) - 목표주가 600,000원

- 미국 내 빅테크와 데이터센터향 변압기, 배전반 등 납품 이력 확보 중. 국내에서 진행되는 AWS, Equinix 데이터센터 프로젝트에도 참여 예정. APEC 이후 확보하게 된 GPU 30만장으로 최소 600MW 이상 데이터센터를 건설할 것으로 예상되는데, 투자비 중 5%가 전력기기로 추정
- 미국의 유틸리티, 빅테크, 데이터센터 디벨로퍼, 유통채널로 초고압변압기, 배전반, 차단기 외 저압 전력기기도 판매 중. 신규 계약 대부분 관세는 가격에 전가되는 공급자 우위 제품. 수익성 역시 최소 10%대 중후반으로 양호한 상황
- 국내 대기업은 국내외 투자 확대를 계획 중. 국내외 리쇼어링 투자는 주요 전력기기의 매출 확대로 이어질 전망. 엔비디아와 함께 진행될 피지컬 AI 관련 투자 확대 역시 전력수요 증가와 더불어 자동화 부문 이익 회복에 긍정적인 이벤트

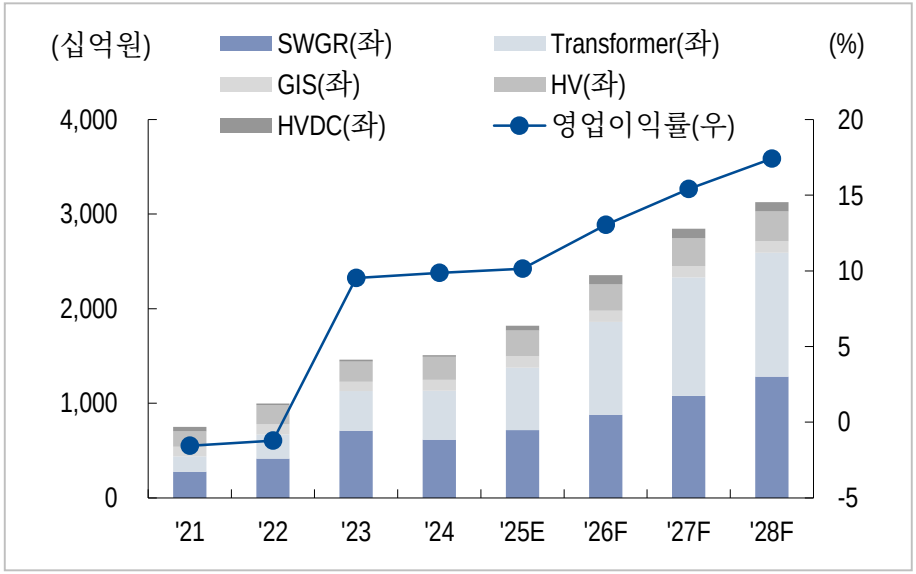
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	4,552	4,632	5,327	5,931
영업이익	390	413	614	820
영업이익률 (%)	*8.6*	*8.9*	*11.5*	*13.8*
EBITDA	503	540	736	939
순이익	242	265	424	587
지배지분 순이익	239	265	424	587
EPS (원)	7,957	8,821	14,133	19,556
PER (배)	20.2	49.9	31.1	22.5
PBR (배)	2.6	6.4	5.4	4.4
ROE (%)	13.4	13.5	18.7	21.5
Net Debt(-Cash)	500	200	-29	-439

현재가(11/7, 원)	440,000	외국인지분율	21.8%
시가총액(십억원)	13,200.0	배당수익률('25E)	0.2%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

수익성 높은 제품 매출 확대로 개선되는 전력인프라 부문



자료: LS ELECTRIC, NH투자증권 리서치본부 전망

운송

어둠 속 한줄기 빛

I. 밸류에이션이 보여주는 저조한 이익 모멘텀

II. 구조적 변화가 기대되는 물류 시장 변화와 항공우주 사업

III. 항공운송과 해상운송, 반전은 있나?

IV. 투자유망종목

Analyst: 정연승
Tel 02)768-7882 | e-mail ys.jung@nhsec.com

운송: 어둠 속 한줄기 빛

2026년에도 국내 운송 기업들의 외형 성장이나 이익 개선폭은 크지 않을 전망이다. 이미 이러한 낮은 실적 기대는 기업들의 밸류에이션에도 반영되어 있다. 섹터 내 기업들의 밸류에이션은 역사적 하단 수준이다. 현 주가 수준에서는 구조적 성장 기회나, 수요 반전 기회가 있는 세부 섹터를 선별해 접근하는 전략이 유효하다고 판단한다.

구조적 성장 동력이 있는 분야는 1) 물류 자동화 및 아웃소싱, 2) 무인기 수요 증가에 따른 항공우주이다. 물류 자동화 및 아웃소싱 확대는 기업들의 인건비 및 물류비 절감 기조하의 글로벌 트렌드이며, 로봇 수요 증가와 맞물려 속도가 빨라지고 있다. 온라인, 오프라인이 결합된 판매 방식 고도화, 빠른 배송 니즈 등으로 물류 아웃소싱도 구조적으로 성장하고 있다. 무인기 수요 증가, 항공기 개량 사업 수주로 인해 아직 매출 비중은 작지만, 대한항공의 항공우주 매출도 점진적 우상향이 전망된다.

운송 업종에 대한 투자의견은 Neutral을 유지한다. 다만 구조적 성장 동력과 택배 수요 반전 기회를 보유한 CJ대한통운, 중국발 완성차 물동량 증가 및 선대 확대에 따른 고정비 절감 등으로 자동차운반선 부문 이익 확대가 기대되는 현대글로비스를 Top-picks로 제시한다.

I. 밸류에이션이 보여주는 저조한 이익 모멘텀

당사 커버리지 기준, 2026년도 운송 업종 합산 매출액은 91.1조원으로 전년 대비 3.4% 증가하는데 그칠 전망이다. 운송 기업들의 2026년 합산 영업이익은 5.6조원으로 전년 대비 2.7% 감소할 전망이다. 운임 하락으로 인한 HMM의 이익 감소가 업종 이익 감소를 주도할 전망이다. 이러한 저조한 영업이익 증가폭은 밸류에이션에도 반영되어 현재 대부분 기업의 밸류에이션이 역사적 저점 수준에 머물러 있다. 다만 세부 섹터 내에서는 분명히 구조적으로 성장하는 분야(물류 자동화 및 아웃소싱, 항공우주)가 있다.

II. 구조적 변화가 기대되는 물류 시장 변화와 항공우주 사업

물류 자동화 및 아웃소싱(3자물류 확산)의 확대는 1) 유통산업의 변화에 따른 물류 복잡도 증대, 2) AI 기술 발전에 따른 자동화 니즈 증가에 기인한다. 이에 물류 자동화 패키지 수주가 증가하고, 물류를 아웃소싱하는 기업들이 증가 중인 바, CJ대한통운의 W&D(Warehouse & Distribution) 사업 매출액 확대, 현대무벡스의 신규 수주 증가가 기대된다. 매출액 비중은 낮지만 무인기 수요 증가, 군용기 성능개량 및 개조 사업을 수주한 대한항공의 항공우주 사업부 실적 개선도 기대된다.

운송: 어둠 속 한줄기 빛

III. 항공운송과 해상운송, 반전은 있나?

컨테이너, 벌크, 항공 여객의 경우, 전반적으로 공급 증가율이 수요 증가율을 상회해 운임 하락 우려가 존재한다. 구조적인 운임 상승을 위해서는 공급 조절이 필요하나, 이에는 시간이 필요하다. 해상운송의 경우, 항만수수료, 환경 규제 등의 글로벌 규제 변화로 운임 변동성이 확대될 수 있어, 향후 규제 변화를 계속적으로 확인해야 한다. 항공여객의 경우, 저비용항공사들의 낮아진 재무 여력으로 현재와 같은 공급 확대 정책이 지속될 수 있는지에 대한 의문이 남아 있다.

IV. 투자유망종목

낮은 외형 성장률 및 저조한 이익 모멘텀을 고려하여, 운송 업종에 대한 투자의견은 Neutral을 유지한다. 시클리컬 산업인 운송 섹터는 2026년 공급 측 변수에 주가가 민감하게 반응할 전망이다. 2026년 운송 섹터 내 투자유망종목으로는 물류 아웃소싱 확대에 따른 계약물류 외형 성장, 택배 물동량 증가에 따른 매출액 성장률이 재차 높아질 CJ대한통운, 자동차운반선 수익 증가로 이익 증가가 예상되며, 명확한 배당정책을 보유한 현대글로비스를 제시한다.



낮은 성장 기대감으로 밸류에이션 역사적 저점까지 하락

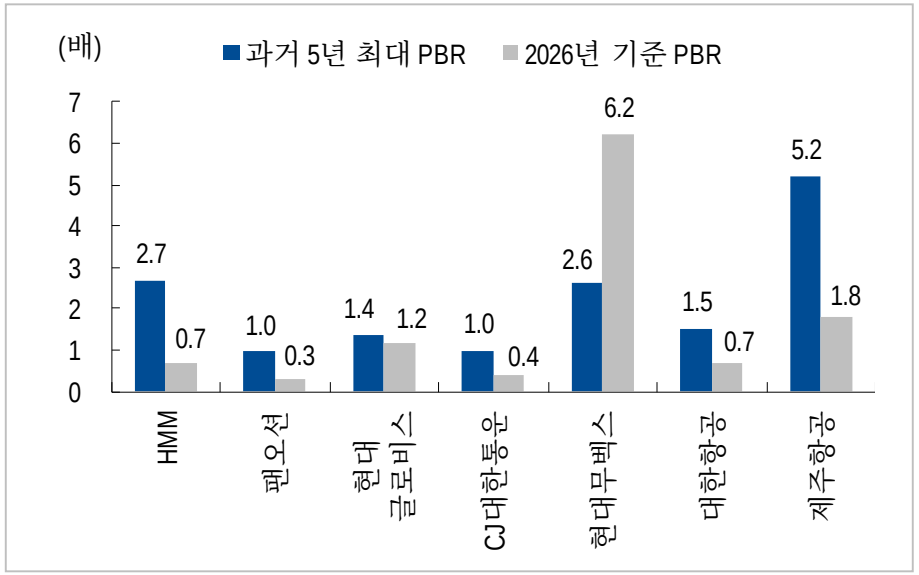
- 당사 커버리지 기준, 2026년도 운송 업종 합산 매출액은 91.1조원으로 전년 대비 3.4% 증가에 그칠 전망. 현대글로비스, 팬오션, CJ대한통운의 외형 성장세가 기대되나, HMM의 경우, 운임 하락으로 매출 감소 우려
- 영업이익 증가율도 높지 않음. 합산 영업이익은 5.6조원으로 전년 대비 2.7% 감소할 전망. 저조한 이익 모멘텀이 밸류에이션에도 반영되어 있으며, 현재 대부분의 기업들의 밸류에이션이 역사점 저점 수준에 머물러 있음
- 다만, 세부 섹터별로 보면, 구조적으로 성장하는 물류 자동화 및 아웃소싱, 항공우주 산업에 기회가 있으며, 내수 소비 개선에 따른 택배 수요 개선 모멘텀도 존재. 종목을 선별하여 접근하는 전략이 유효함

운송 기업들의 2026년 매출, 영업이익 증가율(y-y)

(% y-y)	*2026년 매출액 증감률*	*2026년 영업이익 증감률*
합산	***3.4%***	***-2.7%***
HMM	*-11.1%*	*-54.5%*
팬오션	*13.8%*	*6.9%*
현대글로비스	*6.9%*	*5.4%*
CJ대한통운	*7.8%*	*10.0%*
현대무벡스	*20.5%*	*39.7%*
대한항공	*-1.0%*	*10.5%*
제주항공	*15.7%*	*적지*
진에어	*3.0%*	*흑전*
티웨이항공	*14.6%*	*적지*

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

과거 고점과 비교한 운송 기업들의 2026년 PBR 밸류에이션

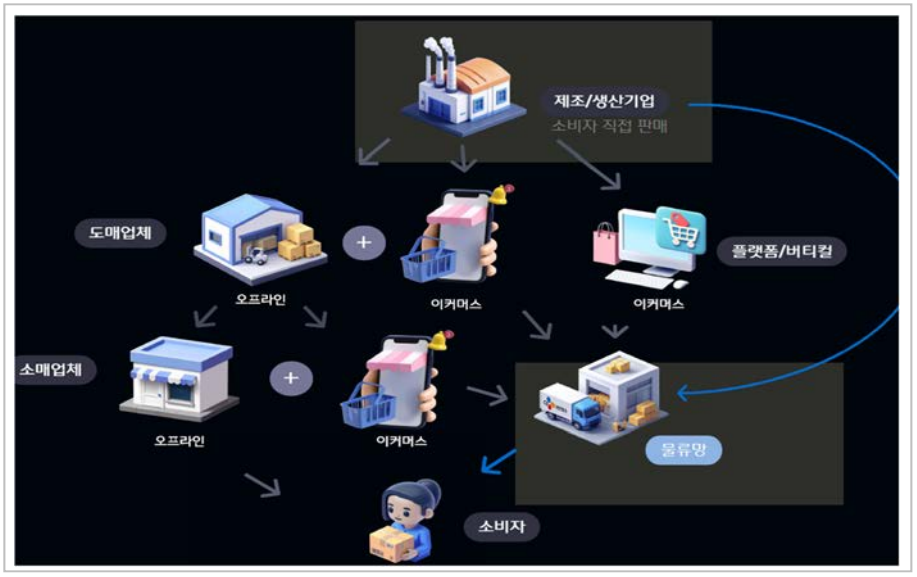


주1: 11월 7일 주가 기준; 주2: 과거PBR은 2020년 이후 연말 기준 PBR 중 최대치
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

복잡해지는 물류망, 물류까지 혼자하기는 버겁다

- 물류 자동화 및 아웃소싱(3자 물류)의 확대는 1) 유통산업의 변화에 따른 물류 복잡도 증대, 2) AI 기술 발전에 따른 자동화 니즈 증가에 기인
- 대형 유통 기업과 버티컬 플랫폼이 오프라인과 온라인을 동시에 운영하는 옴니채널 전략 확산. 제조, 생산 기업들이 자체적인 판매 플랫폼(자사몰)을 통해 직접 소비자에 판매를 확대하는 D2C(Direct-to-Consumer) 비즈니스 모델도 확대
- 제품을 생산하는 기업 입장에서는 각 플랫폼별, 판매 채널별 재고 상황 파악과 제품 적시 배송 관련 부담 확대
- 제도적 변화도 물류 자동화 및 아웃소싱에 기여. 중대재해법, 노란봉투법, 산업안전보건법 등이 국회를 통과하며 제조 기업이 물류 창고 직접 보유, 설비 투자, 인력 확대를 기피하게 만드는 제도적 환경도 조성

유통 산업의 변화로 복잡해진 물류망



자료: CJ대한통운

제도적 변화로 물류창고 직접 보유 부담 확대

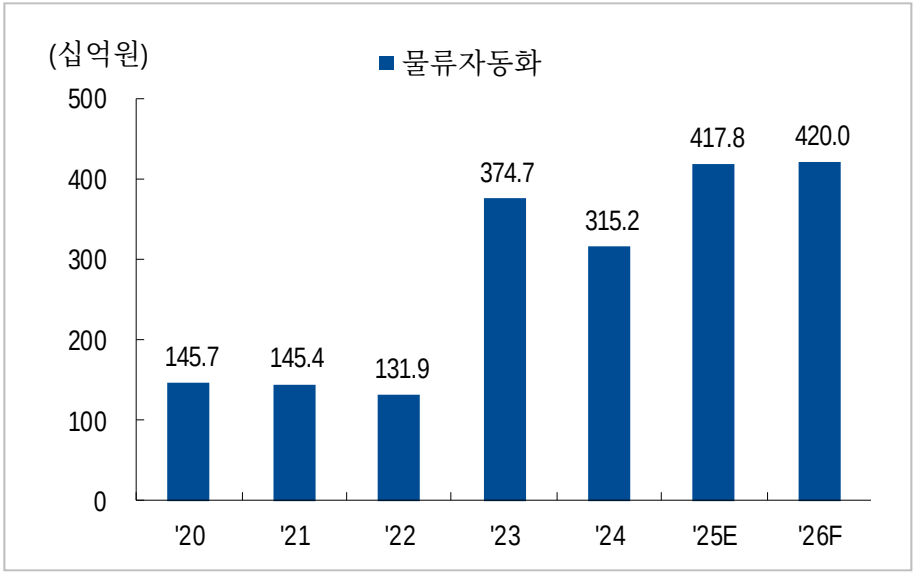
구분	내용
중대재해 처벌법	- 사업장에서 사망자 1명 이상 발생 시 사업주에 1년 이상 징역 또는 10억원 이하 벌금 부과
산업안전 보건법	- 제조기업이 물류창고 직접 운영 시, 창고 내 모든 작업자의 안전에 대한 포괄적 책임 존재
노란봉투법	- 하청 근로자의 근로조건에 대해 실질적으로 결정 가능한 경우, 하청 노조와 교섭 의무 발생 - 물류창고 하청 노조와의 교섭 의무 발생 가능

자료: NH투자증권 리서치본부 정리

증가하는 물류 자동화 수주, 물류 아웃소싱 고객사

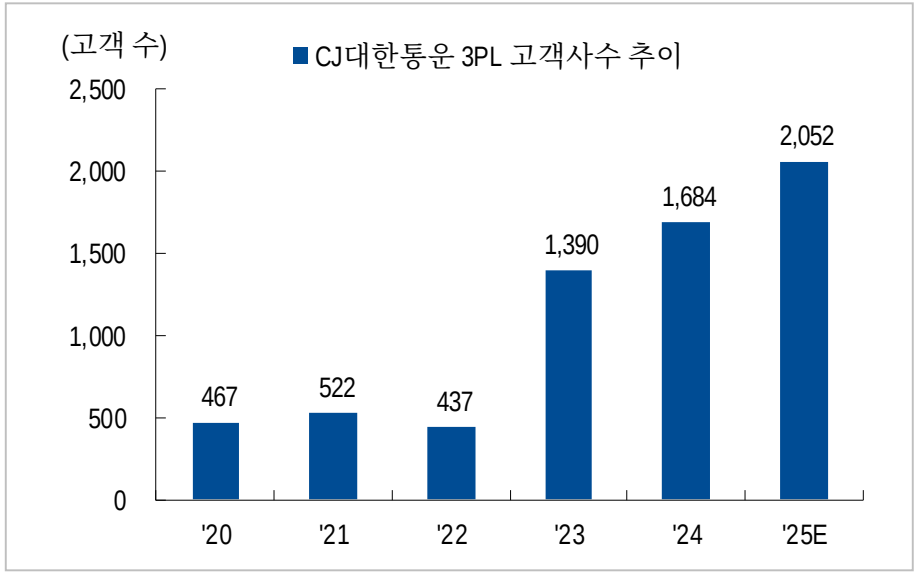
- 로봇, 빅데이터, 자동화 설비 등의 단순 투입만으로는 물류를 효율적으로 관리하기 쉽지 않음. 네트워크 최적화, 수요 예측, 루트 조정 등 물류 전문성의 필요성이 커지는 상황에서, 제품 생산 기업 내 이러한 물류 전문가 및 시스템 운용 역량 확보에는 한계 존재
- 결론적으로 자가물류에서 물류 아웃소싱으로 물류 체계를 변경하는 기업이 증가. CJ대한통운의 경우, 3자물류 수행 기업이 2020년 467개사에서 2024년 말 1,684개사로 3배 이상 증가. 2025년 말까지 고객사는 2,000개를 상회할 전망
- 자체적인 물류 서비스를 유지하는 경우에도 단순 로봇이나 자동화 설비만 투입하는 것이 아니라 하드웨어와 소프트웨어를 결합하는 통합 패키지 형태의 수주가 증가. 현대무벡스의 물류 자동화 수주는 2020년 1,457억원에서 2026년 4,200억원으로 3배 가까이 증가할 전망

현대무벡스 물류 자동화 부문 신규 수주 추이 및 전망



자료: 현대무벡스, NH투자증권 리서치본부 전망

CJ대한통운의 3자물류 고객사 수 추이

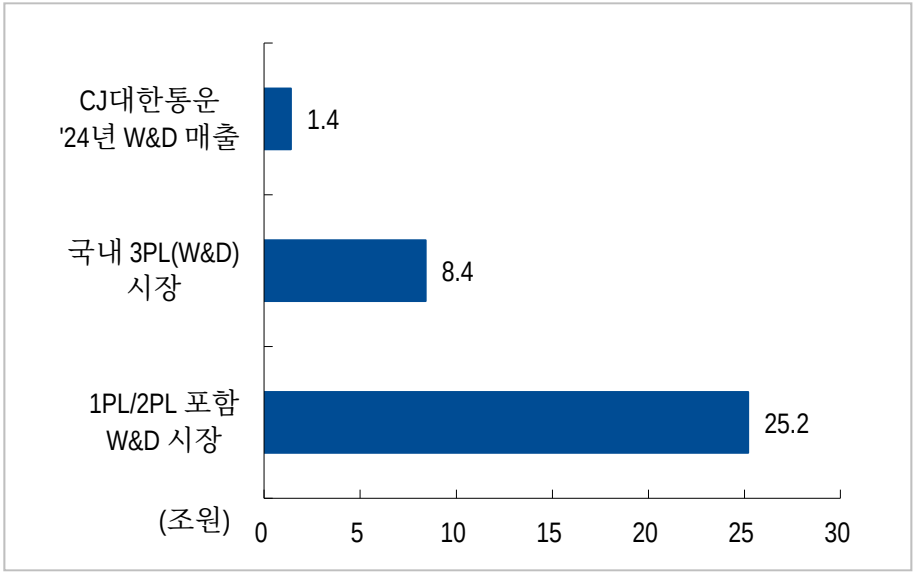


자료: CJ대한통운, NH투자증권 리서치본부

3자물류 시장 잠재력은 충분

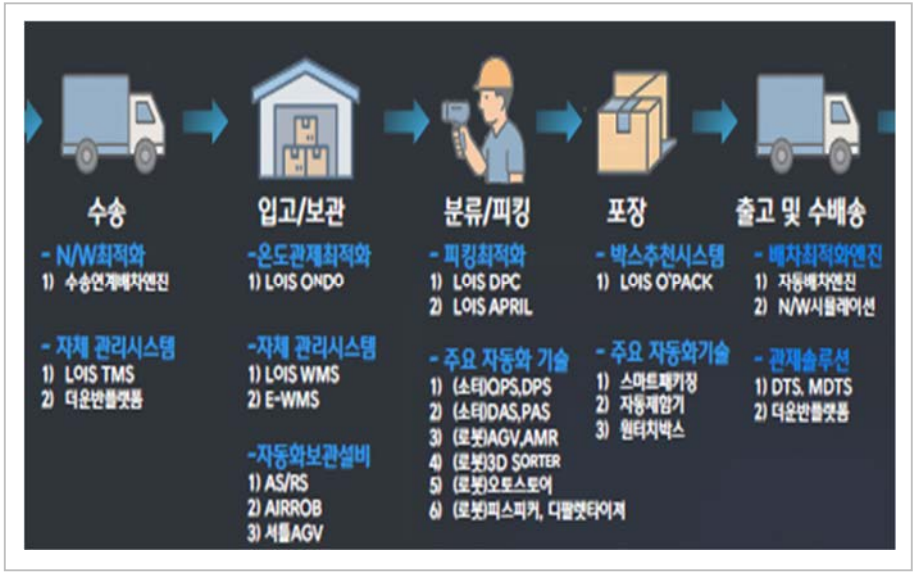
- 현재 자가물류(1PL), 2자물류(자회사, 계열사를 통한 물류 수행) 규모를 포함한 전체 W&D(물류 창고 운영으로 물류 아웃소싱, 즉 3자물류(3PL) 사업을 의미) 시장 규모는 연간 25.2조원이며 50% 이상 아웃소싱화. 3자물류 시장은 규모 기준 50% 이상 추가 성장 여력 존재
- 2024년도 기준, CJ대한통운의 W&D(Warehouse & Distribution)사업부 연간 매출은 1.4조원. 같은 해 기준 국내 3자 물류 시장 규모는 약 8.4조원으로, CJ대한통운의 시장 점유율은 17% 수준
- CJ대한통운의 시장 점유율도 높아질 전망. W&D 사업은 단순 물류 창고 운영이 아니며, 수송, 입고, 분류, 포장, 출고까지 전 영역에 걸쳐 소프트웨어 및 운영 노하우 등을 필요로 함. 충분한 Track Record를 기반으로 물류 아웃소싱을 수행할 수 있는 유일한 기업으로 평가

국내 3자 물류 시장 규모



자료: CJ대한통운, NH투자증권 리서치본부

W&D 사업에 필요한 CJ대한통운 기술



자료: CJ대한통운, NH투자증권 리서치본부

군용기 수주 및 무인기 개발로 존재감이 드러나는 대한항공의 항공우주 사업

- 항공우주 시장은 최근 글로벌 국가들의 국방비 증가로 인해 규모가 확대. 특히 여러 지정학적 충돌 과정에서 무인기 활용이 급증하면서, 각국이 무인기 투자를 확대. 한국에서도 무인기 개발에 박차를 가하고 있으며, 여러 공군 자산에 대한 개조나 성능개량 사업을 진행
- 대한항공의 항공우주 분야 매출액은 연간 5,000~6,000억원 수준으로 통합 대한항공 전체 매출의 4%에 불과. 그중 50%는 민항기인 보잉이나 에어버스향 부품 생산 매출이며, 나머지 50%는 군 관련으로 무인기나 항공기 창정비 및 개조 매출
- 블랙호크 성능개량(8,302억원), 전자전 항공기(총 사업규모 1.9조원), 항공 통제기(수주규모 6,319억원) 수주를 완료하였거나, 우선협상대상자로 선정. 해당 사업이 매출에 반영되는 2026년부터 외형 성장 예상. 추가적로 무인기 수요 발생 시 추가 성장 여력 확보 가능

2025년 대한항공이 수주했거나, 수주 예정인 군용기 프로젝트

프로젝트	주요 내용
블랙호크 성능개량	- 수주 규모: 8,302억원, 대한항공-LIG넥스원 컨소시엄 수주 - 사업 내용: 블랙호크 헬기 36대 성능 개량 - 사업 기간은 '25년 8월 ~ '31년 9월
전자전 항공기	- 사업 규모: 1.9조원 / 대한항공-LIG넥스원 컨소시엄 - 사업 내용: 캐나다 봄바르디어 제트기 G6500을 개조. 전자전 항공기 4대 제작. 사업 기간은 '25년 ~ '34년
항공 통제기	- 수주 규모 : 6,319억원 / L3해리스-대한항공- - IAI 컨소시엄 - 사업 내용: 봄바르디어의 G6500 4대 개조. 대한항공은 1~2호기에 대한 공동 개발과 국내 개조 담당. 사업 기간은 '25년 ~ '35년

자료: 대한항공, 언론보도, DART, NH투자증권 리서치본부 정리

ADEX(방위산업 전시회)에서 공개한 대한항공의 저피탐무인기

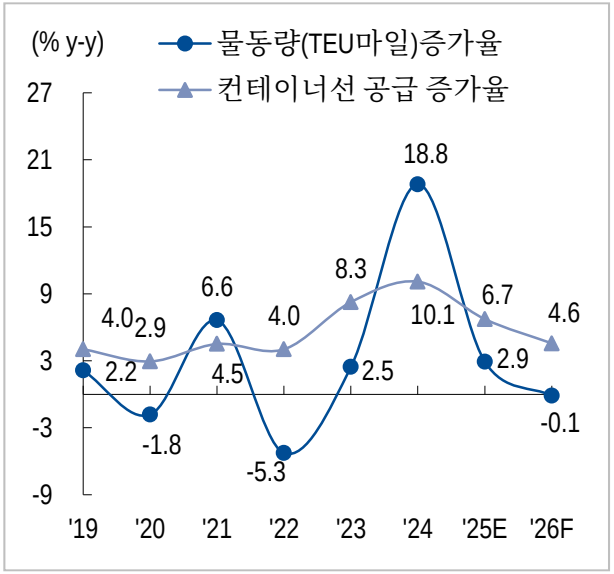


자료: 언론보도, 대한항공, NH투자증권 리서치본부

컨테이너: 저 많은 배들을 어떻게 할까요?

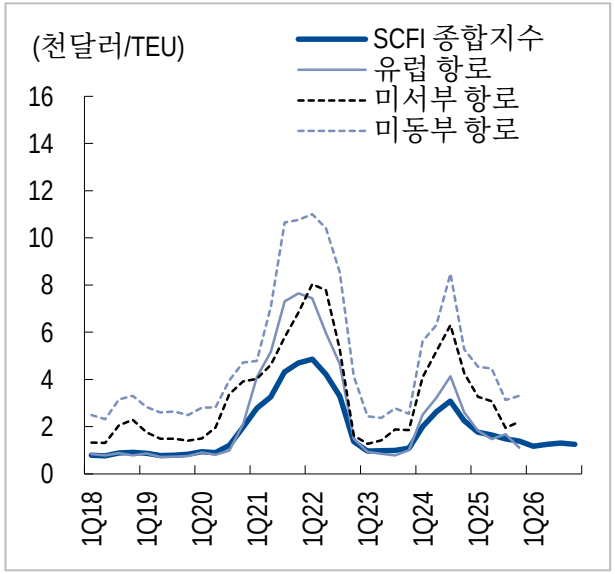
- 2025년 10월 말까지 글로벌 컨테이너선은 467척, 총 364만TEU 발주. 2025년 연간 발주량은 지난 10년 내 3번째로 많은 수준. 10월 말 기준, 글로벌 컨테이너선 선복량은 3,267만TEU이며, 수주잔고는 1,046만TEU로 전체 선복량의 32.0%에 달함
- 2026년의 경우, 컨테이너선 인도량이 과거 3년 대비 감소하나 선복량은 전년 대비 4.6% 증가 예상. 해상 물동량 증가율은 전년 대비 2.8% 감소(홍해 통행 재개 시 0.1% 감소 예상). 선복량 증가율이 물동량 증가율보다 높아 선사의 공급 조절 전략 없이는 운임 하락 압력 계속될 전망
- HMM 개별적으로는 대주주인 산업은행의 지분 매각 이슈로 주가 변동성 확대될 전망. 해양수산부 장관은 2025년 10월 국정감사에서 산업은행이 보유한 HMM 지분 매각 논의가 있을 예정이며, 연내 매각 청사진을 발표할 계획이라고 밝힘

글로벌 컨테이너선 수요 vs 공급 증가율



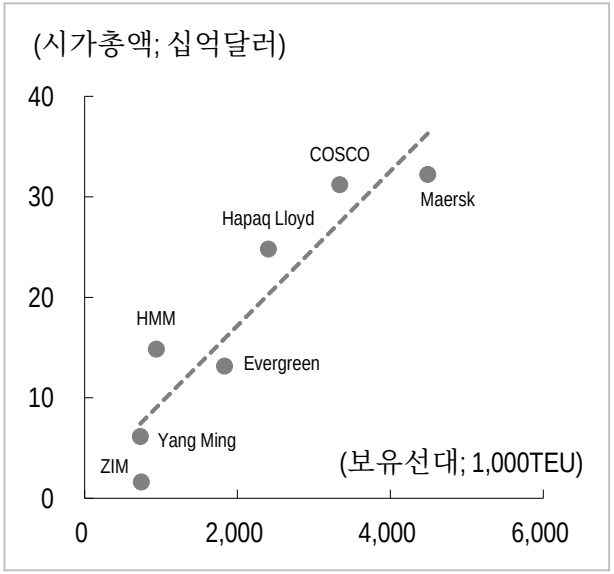
주: TEU 마일에는 홍해 운항 재개에 따른 수송거리 감소 효과 반영
자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

상하이컨테이너운임지수 및 전망치



자료: Shanghai Shipping Exchange, NH투자증권 리서치본부 전망

주요 컨테이너선사 시가총액 vs 운용 선대

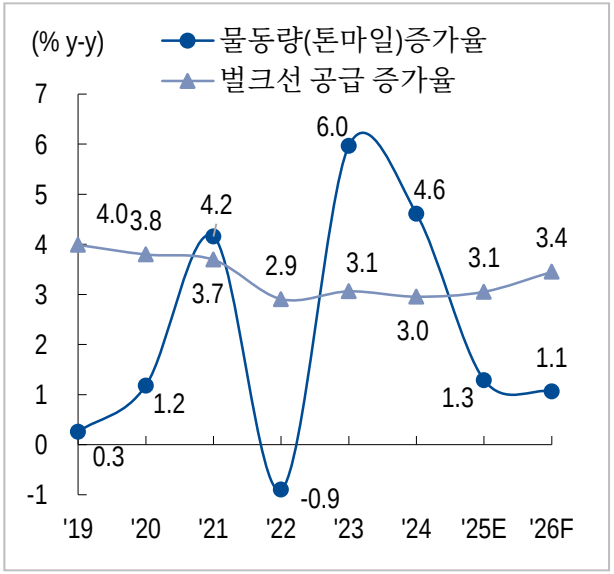


주: X축 보유선대의 경우 현재 선대 및 인도 예정 선대 합산
자료: Clarkson, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

벌크: 장거리 수송 증가로 대형선 중심으로 기회 존재

- 벌크선의 경우도 컨테이너선과 동일하게 공급 증가율이 수요 증가율을 상회할 전망. 2026년 벌크선 수요(톤마일 기준) 증가율은 +1.1% y-y로 예상되지만, 공급 증가율은 +3.4% y-y로 전망. 이를 고려하면 2026년 연간 운임 상승 모멘텀이 강하지 않을 것으로 보임
- 하지만, 운송 거리 증가 기회가 존재. 특히 대형선 중심으로 장거리 수송 비중이 증가. 대형선의 수송 거리 증가 요인은 1) 기니발 보크사이트(알루미늄 원재료) 물동량 증가, 2) 기니 시만두(Simandou) 철광석 광산 가동에 따른 중국향 장거리 수송 수요 확대
- 2026년 벌크선 선형별 증가율 전망치는 Capesize 2.2%, Panamax 4.3%, Handymax/Handy +4.2%. 상대적으로 대형선의 공급 증가율이 낮기 때문에 대형선의 운임이 상대적으로 양호할 전망. 대형선 시황 양호할 것인 바 2026년 벌크선 시황은 2025년과 유사할 전망

벌크선 수요 vs 공급 증감률 비교



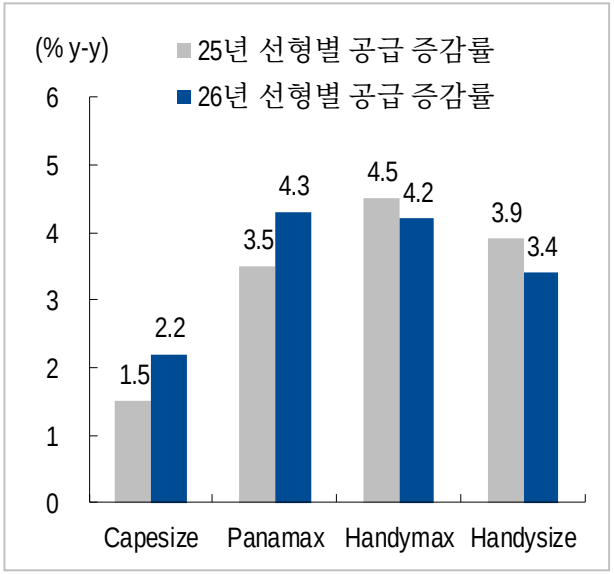
자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

기니 시만두 철광석 프로젝트 개요

항목	내용
위치	기니 남동부 NZEREKORE 지역 시만두 산맥
자원	고품위 철광석, 매장량 약 20억톤 이상
개발 주체	리오틴토, 중국 컨소시엄(중철광공사 등), 기니 정부
수출 시작 예상	2025년 11월
수출 목표	연간 20Mtpa → 2028년 이후 최대 120Mtpa
핵심 수출지	중국
운송 방식	철도 → 기니 마타콩 항만 → Cape 선박 선적

자료: 언론보도, NH투자증권 리서치본부 정리

세부 벌크 선형별 공급 증가율 추이

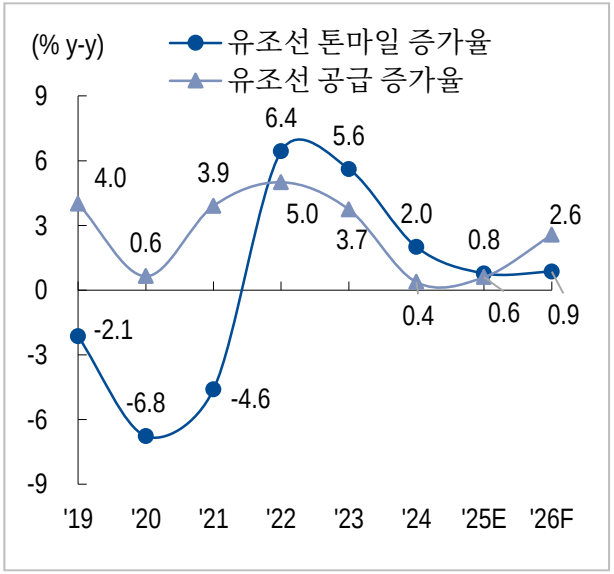


자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

탱커(유조선): 공급 제약 이슈로 운임 고공행진 예상

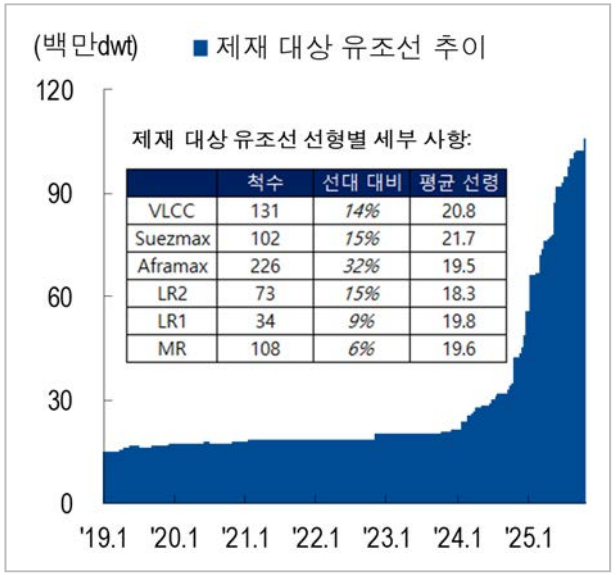
- 유조선의 경우, 2026년에는 신조선 공급이 증가하면서 공급 증가율(+2.6% y-y)이 수요 증가율(+0.9% y-y)을 상회할 전망
- 하지만, 다른 선종과 달리 1) 운항 속도에 제약이 있는 노후선 비중이 높고, 2) 중국의 미국 관련 선박에 대한 항만 수수료 부과, 3) 이란, 러시아, 베네수엘라와 관련된 선박 제재 등의 요인으로 인해 실질 공급 증가율 예상보다 낮을 전망
- 2025년 8월 기준, 1만 DWT(Dead weight tons) 이상의 유조선 중 제재 대상 선박은 총 674척이며, 전체 선복량(DWT 기준)의 15%에 해당. 세부적 보면 1) VLCC 131척(VLCC의 14%), 2) Suezmax 102척(15%), 3) Aframax 226척(32%), 4) MR 탱커 108척(6%)이 제재 대상
- 원유 주요 수입국 중 하나인 인도의 원유 구매처 다변화 전략도 중요한 변수. 최근 러시아산 구매 축소, 미국 및 기타 지역 구매 확대 중

유조선 수요 vs 공급 증감률 비교



자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

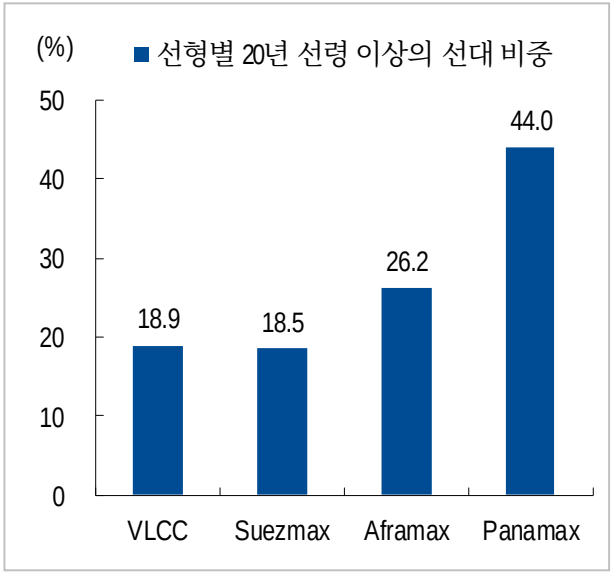
글로벌 유조선 중 제재 대상 선박 추이



	척수	선대 대비	평균 선령
VLCC	131	14%	20.8
Suezmax	102	15%	21.7
Aframax	226	32%	19.5
LR2	73	15%	18.3
LR1	34	9%	19.8
MR	108	6%	19.6

자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

세부 선형별 20년 이상 노후선 비중 추이

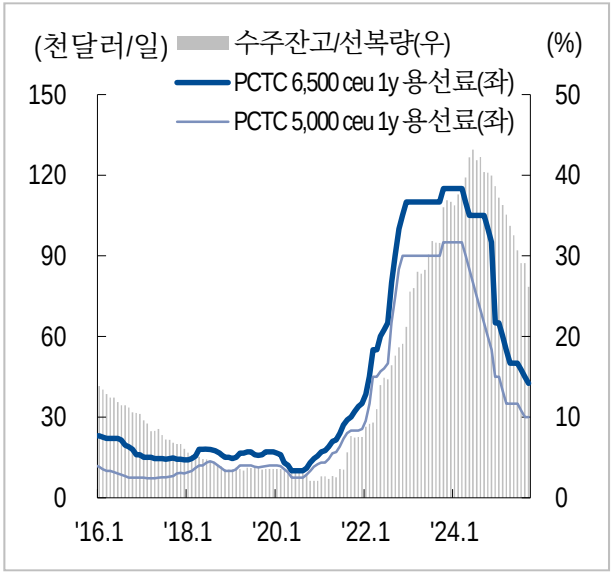


자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

자동차운반선: 운임 하락에도 수익성 방어 가능하다

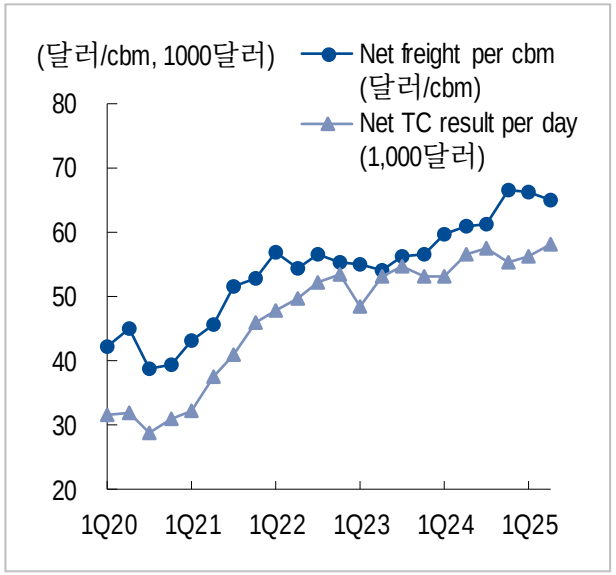
- 자동차운반선 용선료가 2024년 하반기 고점을 기록한 이후 하락하기 시작하면서 자동차운반선 섹터 전반에 걸쳐 운임 하락에 따른 이익 피크아웃 우려 커지고 있음.
- 하지만 실제 글로벌 자동차운반선 기업(Hoegh Autoliner, Wallenius Wilhelmsen 등)들의 수익성은 2025년 상반기까지도 높은 수준을 유지. 시장에서 우려하는 수준의 운임 급락은 나타나지 않을 전망이며, 원가 절감 요소를 고려하면, 현재 수익성을 유지할 수 있을 전망
- 현대글로비스 개별적으로는 주요 완성차 기업과의 장기 계약을 이미 체결하여 인상된 운임 유지가 가능. 계약 수주 내역을 보면, 2025년 말 갱신해야 하는 계약은 소수. 대부분의 운임 계약은 2026년 말에 집중. 계열사 관련 해외발 완성차 수송 물량에 대해서도 긍정적인 결과를 기대

자동차운반선 수주잔고 및 용선료 추이



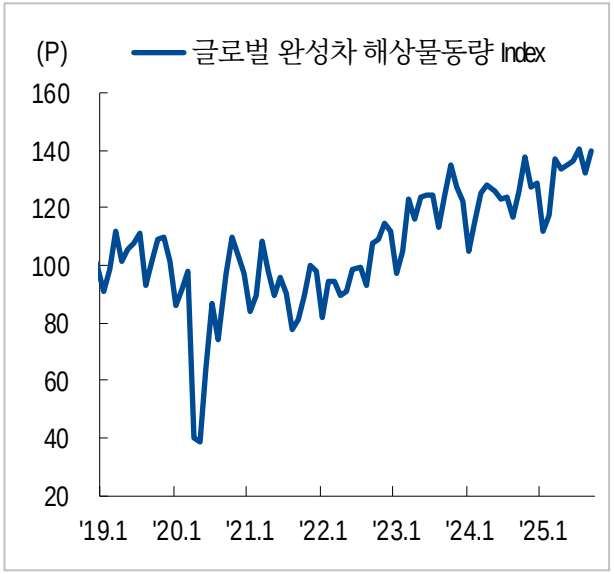
자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

Wallenius의 운임 및 수익성 추이



주: Net Freight: 실질운임수익, 선박 운항으로 인한 순수 매출
Net TC Result per day: 총운항수익에서 비용을 제외한 수익, 운항 수익성 의미
자료: Wallenius Wilhelmsen, NH투자증권 리서치본부

완성차 해상물동량 Index



자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

정책(항만수수료)이 변하면 운임 변동성 확대 예상

- 상호 간 항만수수료 부과 1년 유예로 비용 부담 관련 실적 이슈 부각 시점은 1년 연기되었으나, 미중 간의 관계 변화 시 정책 재개 시점이 앞당겨질 수 있어 해당 수수료 내용 및 영향 사전 확인이 필요함
- 수수료 체계는 동일하나, 미국과 중국에 입항하는 선박의 종류가 다르다는 점에서 수수료 부과 영향은 상이
- 항만수수료가 재개될 경우, 수수료 대상 선박과 아닌 선박으로 시장이 이원화될 전망. 선박 운항 효율성이 떨어지고, 수급은 타이트해 질 전망
- 세부적으로 가용 선박 감소에 따른 대형 벌크, 유조선 중심의 운임 상승 가능성이 존재하나, 상대적으로 중국산 선박 비중이 낮은 유조선의 운임 상승 가능성이 높을 것으로 전망

기존 시행 예정이었던 미국, 중국의 항만 수수료 부과에 따른 세부 섹터별 영향

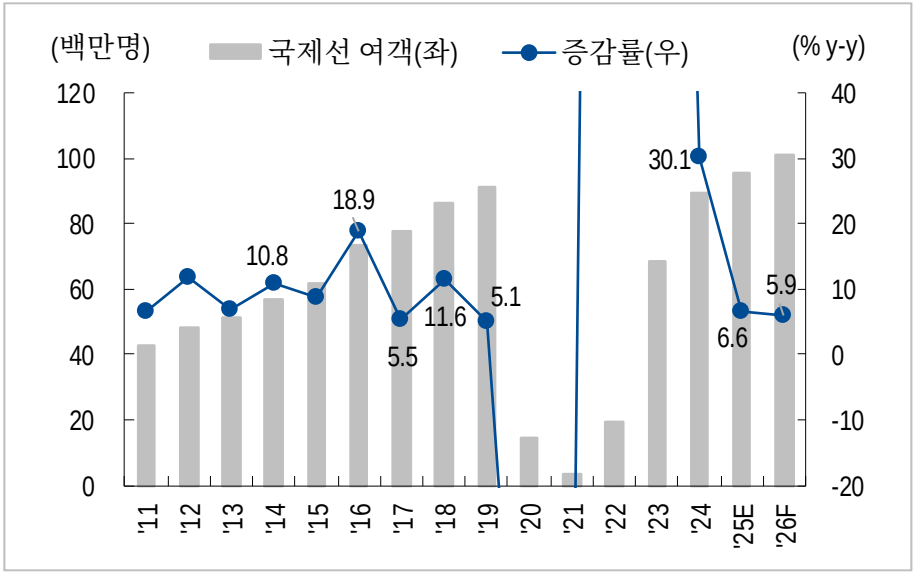
구분	미국의 항만수수료 (수정안 반영)	중국의 항만수수료
컨테이너	- 중국 및 홍콩선사인 COSCO, OOCL 중심으로 수수료 부과 집중 - 중국 외 선사의 경우, 한국 및 타국 건조 선박으로 전환 배치하여 수수료 면제 가능	- 미국 해운사가 운영하는 선박 규모가 많지 않고, 중국산 선박은 면제, 영향 제한적
벌크선 탱커	- 중국 선사 일부 영향 있으나, 특정 사이즈 이하 선박은 수수료 면제로 영향은 제한적 - 미국산 화물을 수송하기 위해, 공선 입항은 수수료 면제	- 대형선 비중 높은 미국 선사의 수수료 부담 높을 전망 - 기업별 영향 상이. 중국 조선소 건조 선박은 예외 - 한국, 일본, 유럽 선사들은 반사 수혜 가능
자동차 운반선	- 항만수수료 인상으로 부담 확대. 글로벌 선사가 동일 적용, 선박 건조 국가도 무차별 - 향후 화주로의 비용 전가가 중요	- 영향 없음
LNG선	- 미국 LNG 수출 시, 미국산 LNG선 의무 비중 완화로 선사 투자 부담 완화	- 미국 기업의 지분이 있는 LNG선의 경우, 항만수수료 부과 대상 - 중국산 LNG선의 경우, 항만수수료 부과가 면제

자료: 언론보도, NH투자증권 리서치본부 정리

항공 여객: 2026년에도 공급 부담은 계속된다

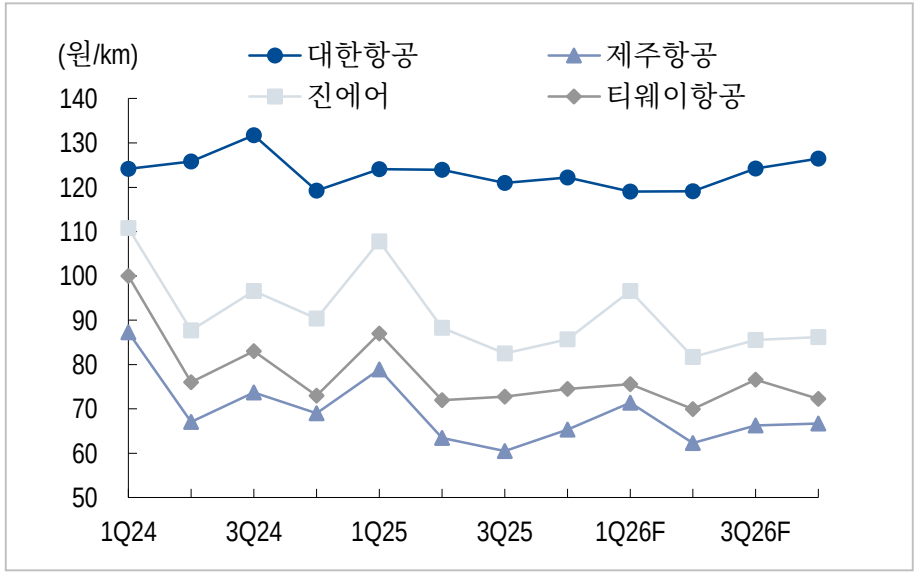
- 2026년 항공 여객 증가율 3.8% y-y 국제선 여객 증가율 5.9% y-y로 전망. 여객 수요는 증가하나, 증가율 자체는 크게 높지 않을 것. 이는 1) 내수 회복이 항공 여객 수요로 연결되기까지 시차가 존재하며, 2) 2025년 장기 연휴 등으로 역기저 영향 존재하기 때문
- 국내의 경우 날씨 변화가 항공 수요에 미치는 영향이 큼. 여름철 폭염으로 인해 한국보다 더 더운 동남아 및 일본향 수요가 위축되나, 상대적으로 1분기 겨울철에 해당 노선 수요가 더 강함. 2026년에도 이러한 수요 흐름이 재현될 것으로 전망
- 국제선 운임은 여전히 하락 압력이 계속될 전망. 국제유가 하락에 따른 유류 할증료 하락, 항공사 간의 경쟁 심화에 따른 운임 할인이 주요 원인. 다만 항공사 재무구조 악화로 공급 확대 정책이 변화할 가능성 있음

국제선 여객 증가율 전망



자료: 항공포탈, NH투자증권 리서치본부 전망

국내 항공사 국제선 여객 운임 추이

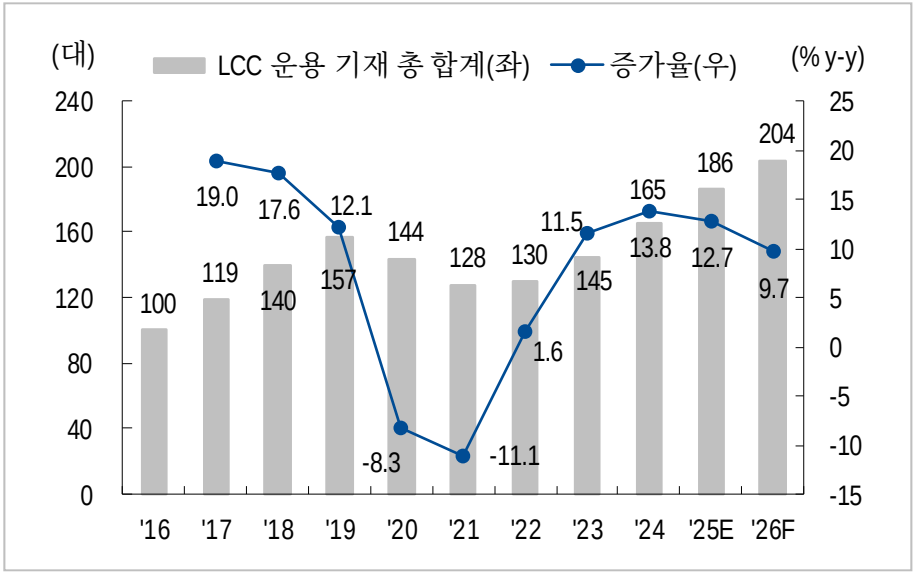


자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부 전망

저비용항공사의 공급 전략이 변화할 수 있을까?

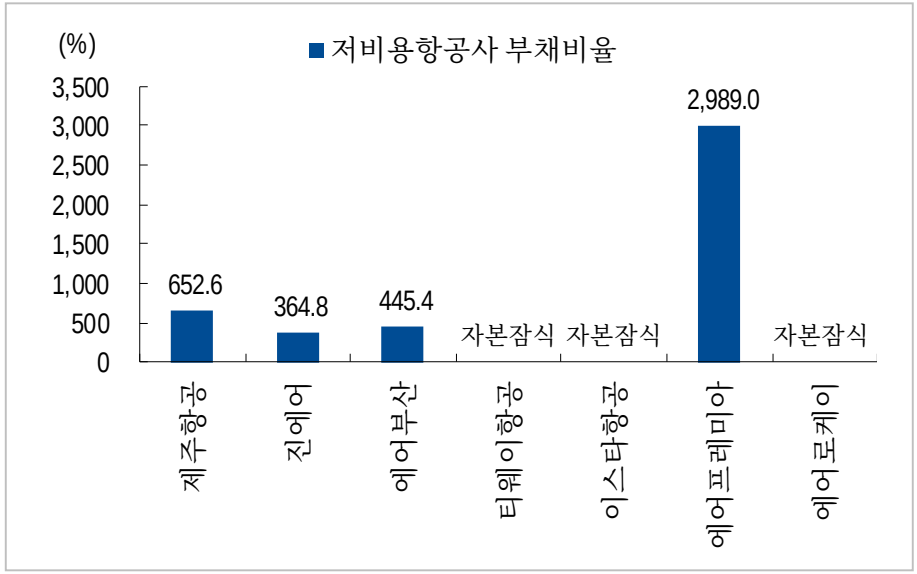
- 2026년 국내 항공사 합산 운용 기재는 420대까지 증가하는 가운데, LCC(저비용항공사)의 운영 기재는 204대로 전년 대비 9.7% 증가 전망
- 티웨이항공과 이스타항공이 운용 기재를 공격적으로 확대. 이외의 저비용항공사들은 운용 기재가 2~3대 정도 확대될 전망. 다수의 플레이어가 존재하는 가운데, 기업별로 도입이 계속되면서 공급 부담 지속
- 각 기업들의 재무구조 상황을 고려하였을 때, 저비용항공사들의 공격적인 운용 기재 확대 전략은 지속가능성이 높지 않음. 일부 기업들은 이미 2024년 말 자본잠식이 시작되었거나, 완전자본잠식 상태
- 2025년에도 영업적자가 예상되는 상황에서 자본 확충이 없으면, 자본잠식 상태는 더욱 악화될 수밖에 없음. 2026년 초 기업별로 감사보고서가 발표되는 시점에 공급 충격이 발생할 가능성도 배제할 수 없음

국내 저비용항공사 합산 운용 기재 추이



자료: 각 사, 항공기술정보시스템, 항공포탈, NH투자증권 리서치본부 전망

저비용항공사 부채비율 추이

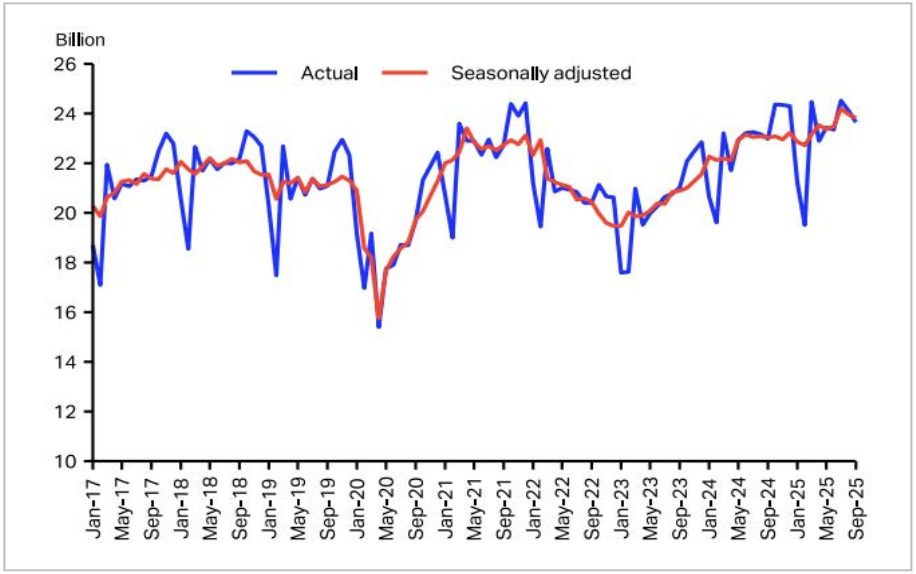


주: 2Q25 기준 부채비율, 티웨이항공, 제주항공의 경우, 2025년 3분기 중 자본확충을 진행
자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

항공 화물: 반도체 수요 증가로 전용 화물기 운임 견조

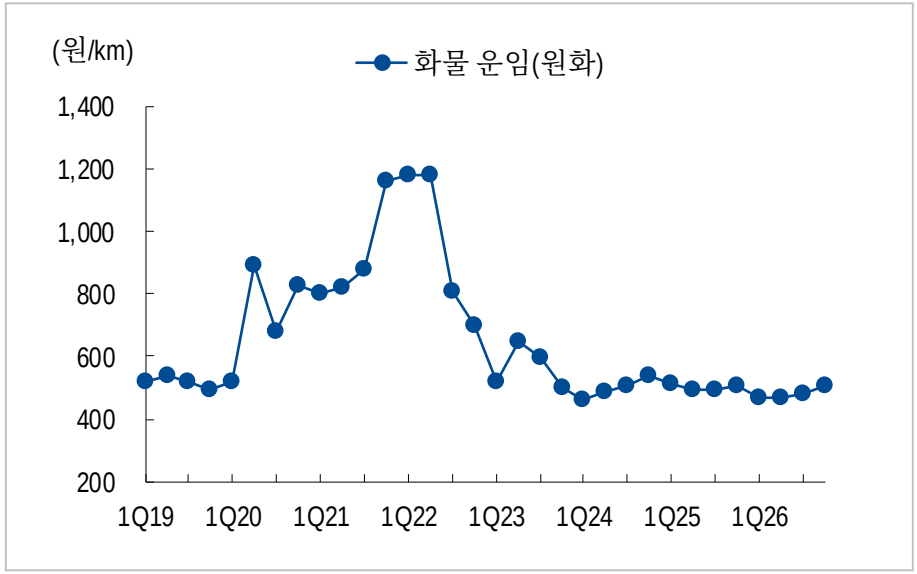
- 2025년 항공 화물 운임은 예상보다 견조. 미중 간의 무역 갈등, 중국 E-commerce(알리, 테무, 쉬인) 상품에 대한 무관세 혜택 폐지, 여객기 공급 증가에 따른 밸리카고 공급 증가로 운임이 하락할 수 있다는 우려가 있었으나 수요가 양호해 항공 화물 운임 하락폭은 예상보다 크지 않음
- 2026년 글로벌 화물 수요는 전년 대비 2~4% 증가할 전망. 북미향 전자상거래 물동량 위축에도 반도체, IT 부품 수요 증가로 인해 수요 증가세는 이어질 전망
- 공급의 경우, 항공사들이 비용 효율화 등의 목적으로 전용 화물기 운용을 줄이거나, 개조를 중단하고 있어 전용 화물기 공급 증가는 제한적일 전망. 반도체를 포함한 고부가가치 제품을 주로 운송하는 전용 화물기를 다수 운용하는 대한항공의 화물 운임도 보합 예상

글로벌 항공 화물 물동량 추이



자료: IATA, NH투자증권 리서치본부

대한항공 분기별 항공화물 운임 추이 및 전망

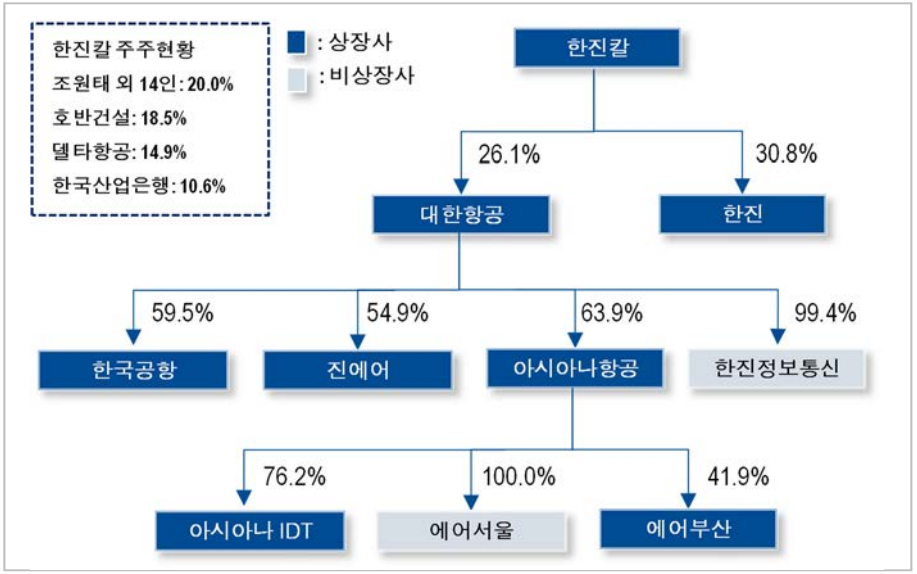


자료: 대한항공, NH투자증권 리서치본부 전망

대한항공과 아시아나항공의 물리적 통합은 2026년 상반기 시작 예상

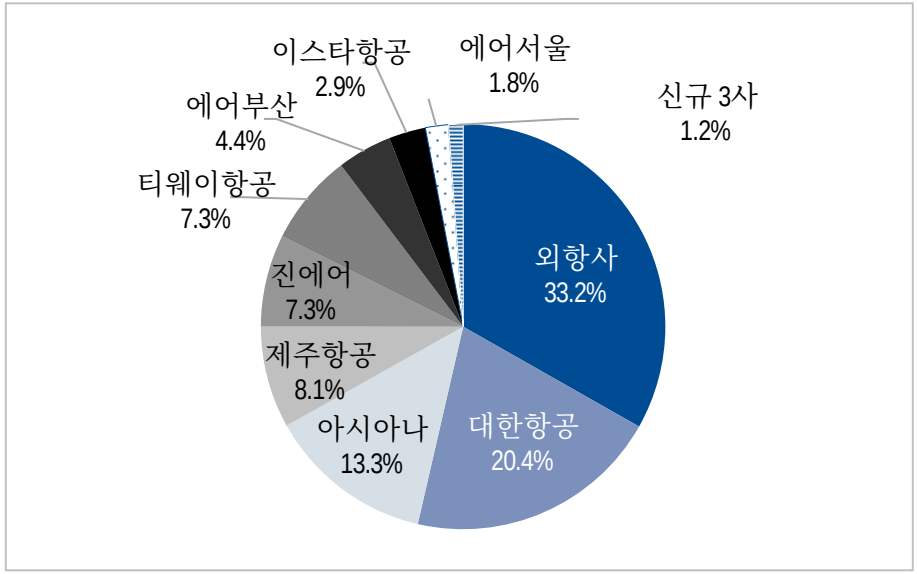
- 한진그룹의 지배구조는 한진칼-대한항공-아시아나항공-에어부산, 에어서울로 연결. 대한항공은 2027년부터는 대한항공과 아시아나항공을 물리적으로 통합해 운영할 계획. 스케줄을 고려하면 2026년 2분기부터는 대한항공과 아시아나항공의 공식적인 합병 절차 진행 예상
- 대한항공과 아시아나항공의 통합으로 대한항공의 중장기 영업이익 증가 기회는 다양해짐. 프리미엄 수요 석권, 장거리 노선 공급 안정화를 통한 수익 안정화, 규모의 경제 강화를 통한 원가경쟁력 제고, 장거리 노선 중심의 운임 할인 경쟁 축소 등
- 통합으로 인한 영업이익의 본격적인 증가는 2027년부터 나타날 것이라는 점에서 아직 시간이 필요. 당장은 공정위 규제 등으로 인해 노선 전략, 공급 조절, 운임 인상 전략 등을 공유할 수 없음. 2026년 1월부터 아시아나항공 계열사들은 인천공항 2터미널로 이전될 예정

한진그룹 지배구조도



자료: DART, NH투자증권 리서치본부

2025년 국제선 여객 수 기준 항공사별 시장 점유율



주: 2025년 9월 말 누적 기준
자료: 인천공항공사, 한국공항공사, NH투자증권 리서치본부

운송

투자유망종목 1: CJ대한통운(000120.KS) - 목표주가 130,000원

- 내수 소비 시장 저점 통과. 2025년 9월부터 내수 소비 개선에 따른 택배 물동량 증가세. 주7일 배송 서비스 및 풀필먼트 서비스와 연계하여 CJ대한통운의 물동량 증가율은 시장 성장률을 상회할 전망
- CL(계약물류) 외형 성장세 장기화. 기업들의 물류 비용 절감 및 온라인 시장 확대에 대응하기 위해서는 물류 자동화 및 아웃소싱이 필수. 종합 물류 솔루션을 제공할 수 있는 기업은 CJ대한통운이 유일. 계약물류 사업부 매출 연간 10% 이상의 성장세 기대
- 동사 주가는 2026년 예상 실적 기준 PER 5.9배 수준으로 역사상 저점. 매출 성장률이 재차 높아진다는 점에서 밸류에이션 반등 여지는 충분. 보유한 자사주(12.6%)을 주주환원 재원으로 사용할 수 있음. 자사주 일부 소각 등 주주환원 강화는 밸류에이션 반등 트리거로 작용할 것

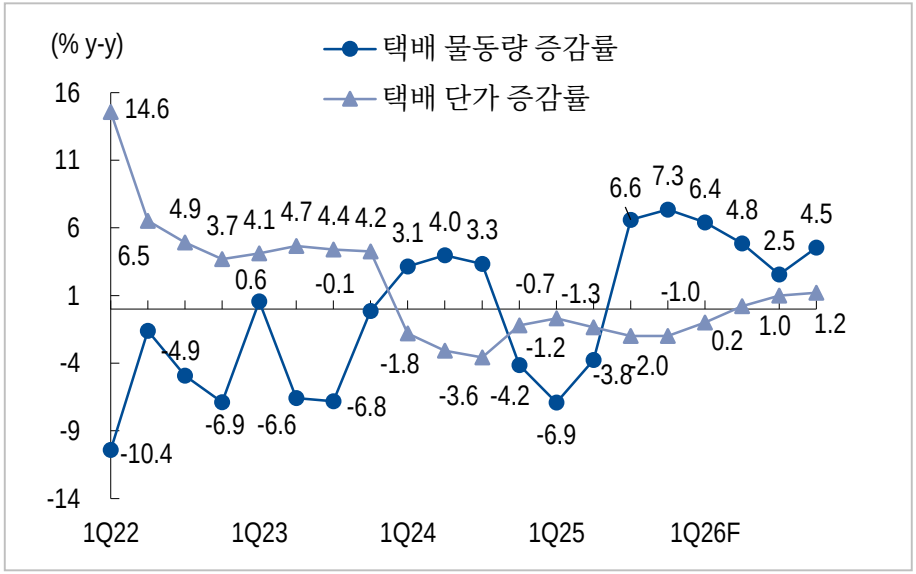
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	12,117	12,363	13,323	14,175
영업이익	531	498	547	598
영업이익률 (%)	*4.4*	*4.0*	*4.1*	*4.2*
EBITDA	1,152	1,145	1,123	1,118
순이익	268	262	348	420
지배지분 순이익	248	243	324	390
EPS (원)	10,893	10,654	14,183	17,104
PER (배)	7.7	7.8	5.9	4.9
PBR (배)	0.5	0.5	0.4	0.4
ROE (%)	6.6	6.0	7.6	8.5
Net Debt(-Cash)	1,529	1,092	631	113

현재가(11/7, 원)	83,400	외국인지분율	13.8%
시가총액(십억원)	1,902.5	배당수익률('25E)	0.84%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

CJ대한통운의 택배 물동량, 단가 증감률 추이 및 전망



자료: CJ대한통운, NH투자증권 리서치본부 전망

운송

투자유망종목 2: 현대글로비스(086280.KS) - 목표주가 254,000원

- 자동차운반선 선대 확대에 따른 수송량 증가, 고원가 선박 감소 및 운영 비용 절감으로 인한 글로벌 자동차운반선 운임 소폭 약세가 예상됨에도 동사는 수익성 유지 가능. 선대가 2025년 3분기 기준 95대에서 2028년 118대까지 확대되면서 외형 확대 및 이익 증가로 이어질 전망
- 톤세 적용을 받는 해운사업부 이익 증가로 인해 법인세율 하락 및 배당재원 확대 가능. 동사의 배당정책은 1) 주당배당금 연간 최소 5% 이상 증가, 2) 배당성향 25% 이상 유지. 순이익 증가가 배당 증가로 이어질 전망
- TA(Technical Assistant)향 CKD(반조립제품) 매출 확대 예상. 연간 2조원 규모의 CKD 계약이 2025년 9월부로 실행. 점진적으로 원가가 안정화되면 연간 800억~1,000억원 규모의 증익 효과로 이어질 전망

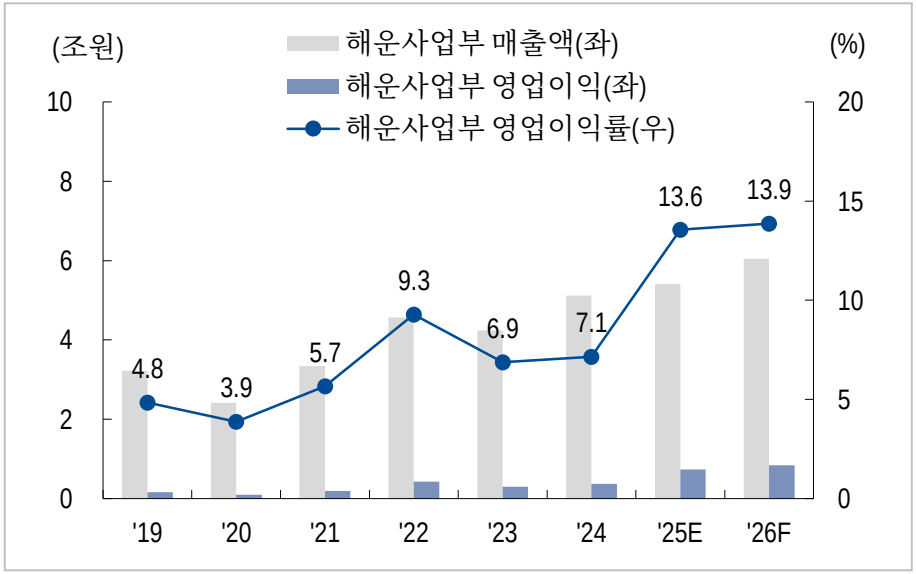
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	28,407	29,689	31,748	33,364
영업이익	1,753	2,096	2,209	2,326
영업이익률 (%)	6.2	7.1	7.0	7.0
EBITDA	2,427	2,986	3,179	3,365
순이익	1,099	1,706	1,798	1,921
지배지분 순이익	1,094	1,699	1,790	1,913
EPS (원)	14,585	22,650	23,872	25,505
PER (배)	8.1	7.1	6.7	6.3
PBR (배)	1.0	1.2	1.1	0.9
ROE (%)	13.2	18.1	16.8	15.9
Net Debt(-Cash)	-2,232	-2,586	-2,841	-3,502

현재가(11/7, 원)	160,000	외국인지분율	50.6%
시가총액(십억원)	12,000.0	배당수익률('25E)	3.75%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

현대글로비스 해운사업부 연도별 매출액 및 영업이익률 전망



자료: 현대글로비스, NH투자증권 리서치본부 전망

조선

높아진 기대에 부응하라

I. 2026년에도 수주 및 수주잔고 고공행진

II. 주력 선박인 LNG선이 돌아온다

III. 군함 수출과 야드 확장으로 넓혀가는 영역

IV. 투자유망종목

Analyst: 정연승
Tel 02)768-7882 | e-mail ys.jung@nhsec.com

조선: 높아진 기대에 부응하라

대형 조선사들의 주가가 2028년 기준 PER 20배 수준까지 상승하면서, 일부 투자자들은 밸류에이션 부담을 언급하고 있다. 하지만 1) 3년 이상의 매출 기준 수주잔고 확보, 2) 예상보다 빠른 수익성 개선, 3) 미국을 포함한 신규 야드 확장에 따른 외형 성장 여력 확보, 4) 특수선(군함) 시장 개화를 앞둔 상황에서 밸류에이션 확장 국면이 지속될 전망이다.

2026년 한국 조선사 합산 수주금액은 388억달러로 전년 대비 10% 증가할 것으로 예상한다. 일부 해양플랜트 수주 시점이 이연된 영향도 있으나, 2026년에는 LNG선, 유조선 및 특수선 해외 수출 성과가 수주 금액 증가를 견인할 전망이다. 2025년 역대 최대 규모의 LNG 프로젝트가 확정된 가운데, 이를 위한 LNG선 발주, 글로벌 국가들의 군함 발주로 한국 조선사들의 글로벌 시장 내 입지는 더욱 강화될 전망이다.

2026년 조선 업종 투자의견 Positive를 유지한다. 조선사들의 실적 개선은 2028년까지 이어질 전망이며, 초대형 군함 프로젝트 수주에 성공할 경우, 실적 개선 사이클은 더 길어질 수 있다. HD현대미포와의 합병을 통해 특수선 사업 확장 여력을 확보했으며, 글로벌 1위 엔진메이커이자, 친환경 선박 관련 독보적 역량을 가진 HD현대중공업을 투자유망 종목으로 제시한다.

I. 2026년에도 수주 및 수주잔고 고공행진

2026년 글로벌 신조선 발주량은 7,500만GT로 2025년과 유사한 수준일 것으로 예상된다. 절대 규모 측면에서는 2024년 대비 절반 수준이나, 수주잔고 유지에는 큰 문제가 없다. 한국 조선사의 경우, 합산 수주금액이 388억달러로 전년 대비 10% 증가할 전망이며, 이는 주력 선종인 LNG선 발주 증가, 특수선 수출 성공, 이연된 해양플랜트 수주에 기인한다. 2026년 후판을 필두로 비용이 안정화되고, 고선가의 선박 비중이 증가하면서 수익성은 한 단계 더 높아질 전망이다.

II. 주력 선박인 LNG선이 돌아온다

한국 조선사의 주력 선종인 LNG선의 경우, 2026년부터 재차 발주 증가가 기대된다. 2025년 역대 최대 규모인 7,050만톤의 LNG 프로젝트가 FID(최종투자결정)를 확정하였다. 해당 프로젝트는 2027년부터 순차적으로 가동하며, 이를 수송하기 위한 LNG선 발주가 재개될 전망이다. 2026년 수주해 2029년 인도 가능한 LNG선 슬롯에 수요가 집중될 것으로 예상한다. LNG선 운임도 상승세로 전환한 가운데, 수요 집중으로 LNG선 선가가 상승 반전할 가능성도 존재한다.

조선: 높아진 기대에 부응하라

III. 군함 수출과 야드 확장으로 넓혀가는 영역

2026년에는 HD현대중공업과 한화오션을 필두로 글로벌 국가향 군함 수출 성과가 본격적으로 나타날 전망이다. 글로벌 국가들의 국방비 증가와 노후된 군함 교체로 인해 군함 시장이 확대되는 가운데, 한국 조선사들은 기술력 및 적기 건조 능력을 무기로 글로벌 시장 내 입지를 강화할 전망이다. 미국 MASGA 프로젝트 외에도 베트남, 필리핀 등의 동남아 국가를 중심으로 신규 야드 확보 또는 협력 관계가 구축되면서, 추가적인 외형 성장 여력도 확보했다.

IV. 투자유망종목

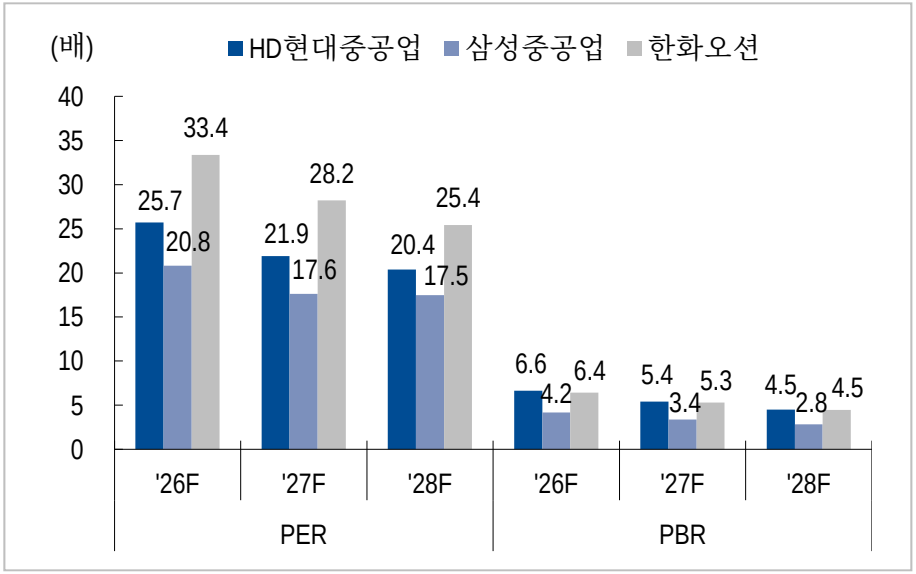
2026년에도 계속되는 수익성 개선 및 3년 이상의 수주잔고 유지, 특수선, 해외 야드 개발에 따른 외형 성장 여력을 고려할 때, 조선 업종에 대해 Positive 의견을 유지한다. 이 중에서도 HD현대중공업을 투자유망종목으로 제시한다. 1) 생산성 개선에 따른 수익성 개선, 2) 글로벌 1위 엔진 메이커로써 친환경 선박 시장을 주도 중인 현 상황, 3) HD현대미포와의 합병 이후 군함 수주 여력 확대를 고려하면, HD현대중공업의 밸류에이션 추가 확장 여력은 충분하다고 판단한다.



매출기준 수주잔고가 유지되면, 밸류에이션은 굳건하다

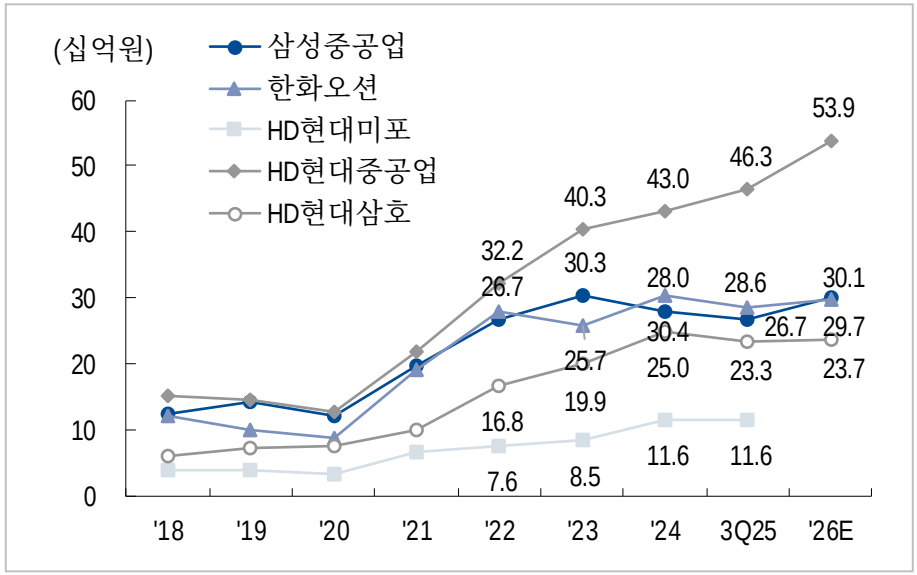
- 주가는 2028년 기준 PER 20배 수준까지 상승. 지난 3년간 주가가 우상향하면서 밸류에이션 부담을 우려하는 투자자 증가
- 대형 조선사(HD현대중공업, 한화오션, 삼성중공업) 기준, LNG선은 2028년까지, 일반 상선은 2027년 말까지 인도 슬롯이 채워짐. 인도 슬롯이 채워지면서 실적 가시성이 높아진 바 2028년 예상 실적 기반으로 목표주가 산정 가능
- 국내 대형 조선사(HD현대중공업, 삼성중공업, 한화오션, HD현대삼호)의 합산 매출 기준 수주잔고는 2025년 3분기 말 136.7조원. 2026년 말 예상 매출 기준 수주잔고는 137조원으로 예상. 2026년 매출 기준 수주잔고는 2025년과 유사하거나 소폭 증가할 전망. **수주잔고가 감소하지 않는 구간에서 밸류에이션이 하락할 가능성은 제한적**

조선 3사, 2026~2028년 PER, PBR 비교



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

조선사별 매출 기준 수주잔고 추이 및 전망

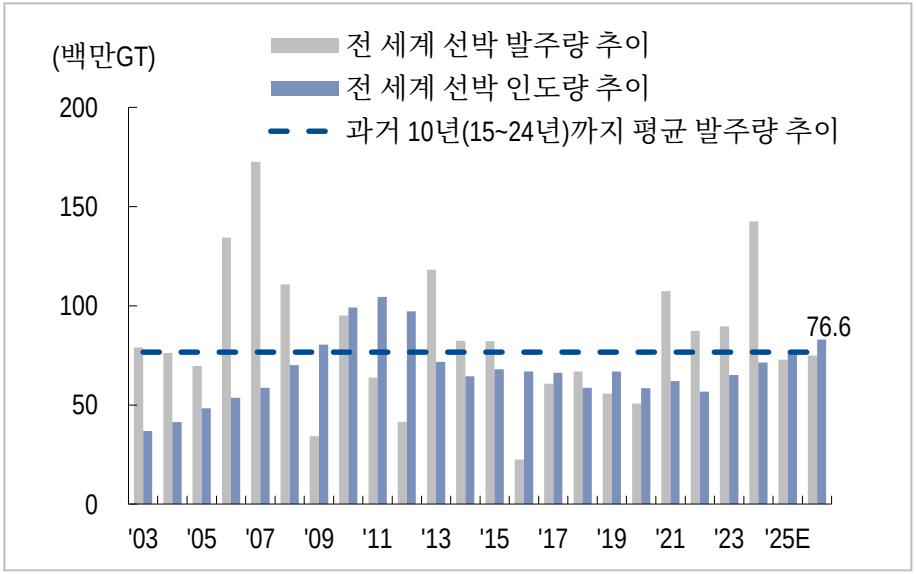


주: HD현대미포 수주잔고는 HD현대중공업과의 합병으로 인해 HD현대중공업에 합산
자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부 전망

2026년 글로벌 신조선 발주량은 2025년과 유사할 전망

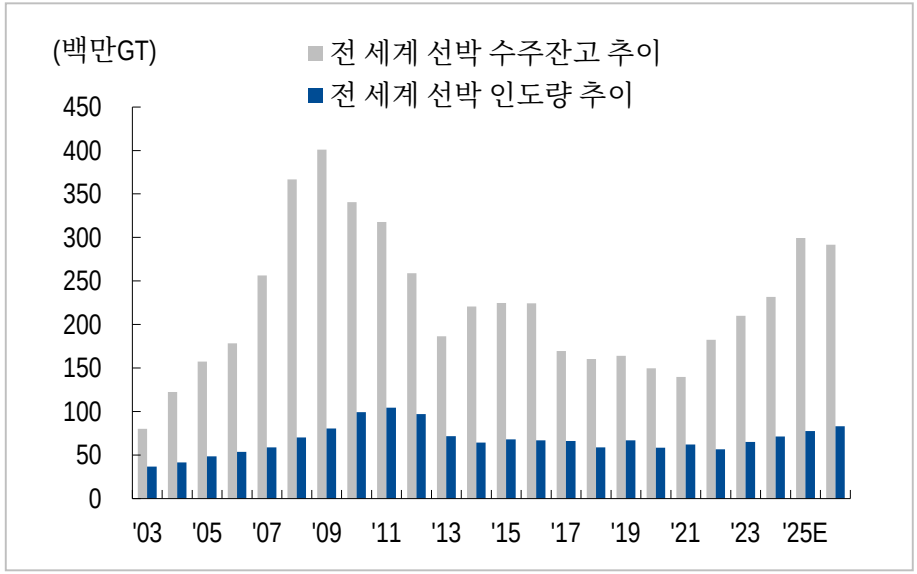
- 2025년 11월까지 글로벌 선박 발주량은 7,280만GT(Gross Tonnage)로 전년 대비 51% 수준에 불과. 하지만 지난 10년간 (2015년~2024년까지) 연평균 신조선 발주량은 7,660만GT이며, 이를 고려하면 2025년 신조선 발주량은 평균 수준
- 2026년 글로벌 신조선 발주량은 2025년과 유사한 7,500만GT로 추정. 선종별로 보면 2025년 양호했던 컨테이너의 발주량이 감소할 전망이나, 대형 유조선, 벌크, LNG선 발주량이 증가하면서 컨테이너 발주 감소를 만회할 전망
- 글로벌 선박 발주량과 인도량을 비교할 때 2026년에는 신조선 발주량과 인도량이 유사하여 수주잔고도 크게 변화하지 않을 전망

전 세계 연간 신조선 발주량 및 인도량 비교



자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부 전망

전 세계 선박 수주잔고 및 인도량 전망

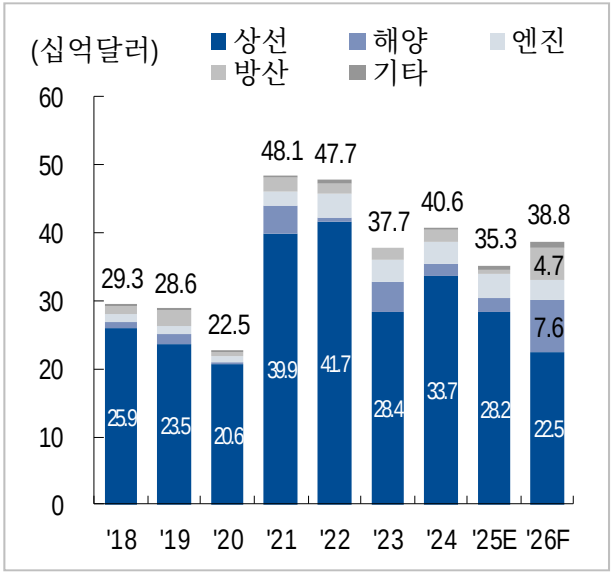


자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부 전망

2026년 국내 조선사 수주 금액은 388억달러로 전망

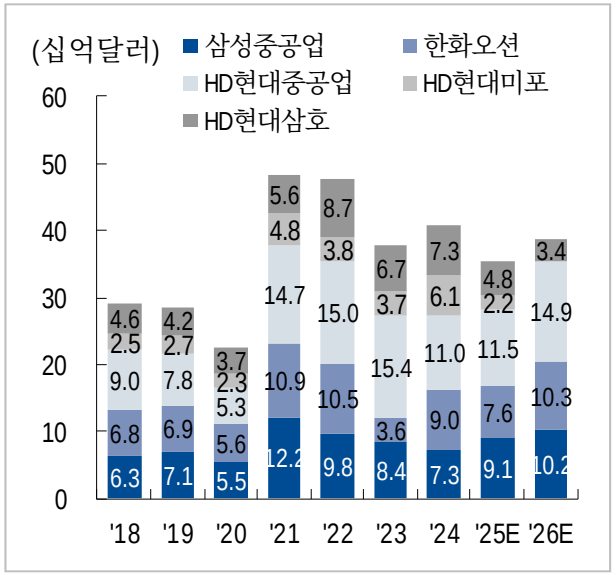
- 2025년 11월 초 기준, 국내 조선사들의 연간 합산 수주금액은 278억달러 기록. 남은 기간 컨테이너선 및 해양플랜트 수주까지 감안한 2025년 수주 금액은 353억달러로 추정
- **2026년 예상 수주 금액은 388억달러로 전년 대비 10% 증가 전망.** 상선 수주 금액은 전년 대비 20% 감소할 전망이나, 이연된 해양플랜트 수주 확정과 특수선 수주 증가로 이를 만회할 것. LNG선과 군함 수출 프로젝트 성과에 따른 특수선 수주 증가가 2026년 수주의 핵심
- 기업별 수주 금액은 HD현대중공업 149억달러(+8.5% y-y, HD현대미포 합산), 삼성중공업 102억달러 (+11.3% y-y), 한화오션 103억달러(+35.8% y-y), HD현대삼호 34억달러(-28.7% y-y)로 전망

연도별 국내 조선사 수주 전망



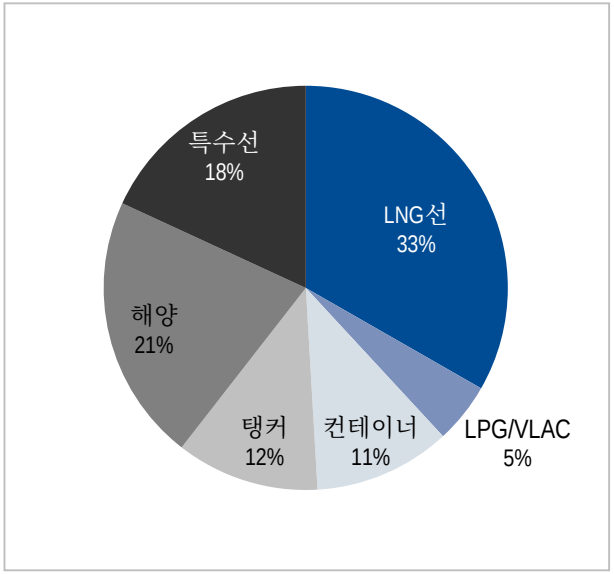
자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부 전망

조선사별 신규 수주 추이 및 2026년 전망



자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부 전망

2026년 선종별 신규 수주 비중

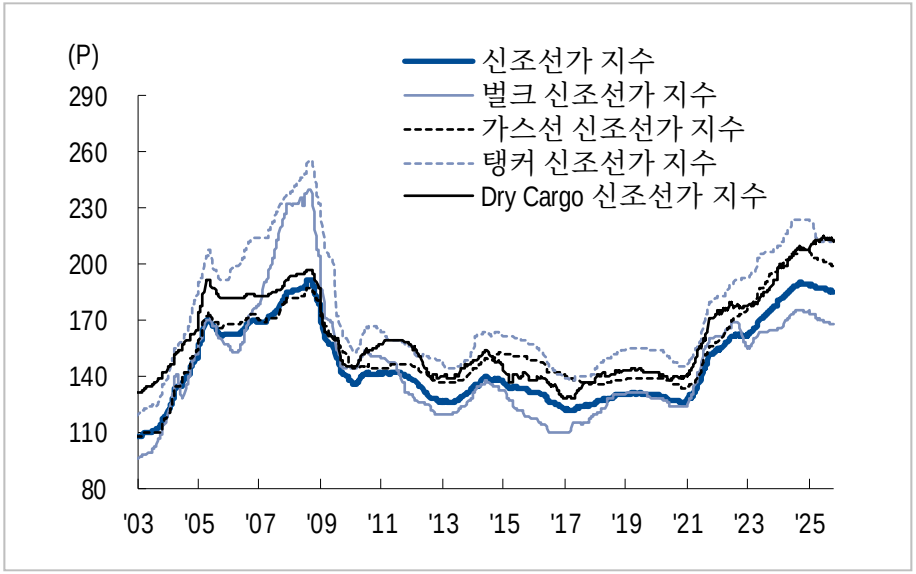


주: VLAC(Very Large Ammonia Carrier)는 초대형 암모니아 운반선을 의미
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

2026년 급격한 선가 하락은 없다. LNG선에 따라서는 반등 여지도 있다

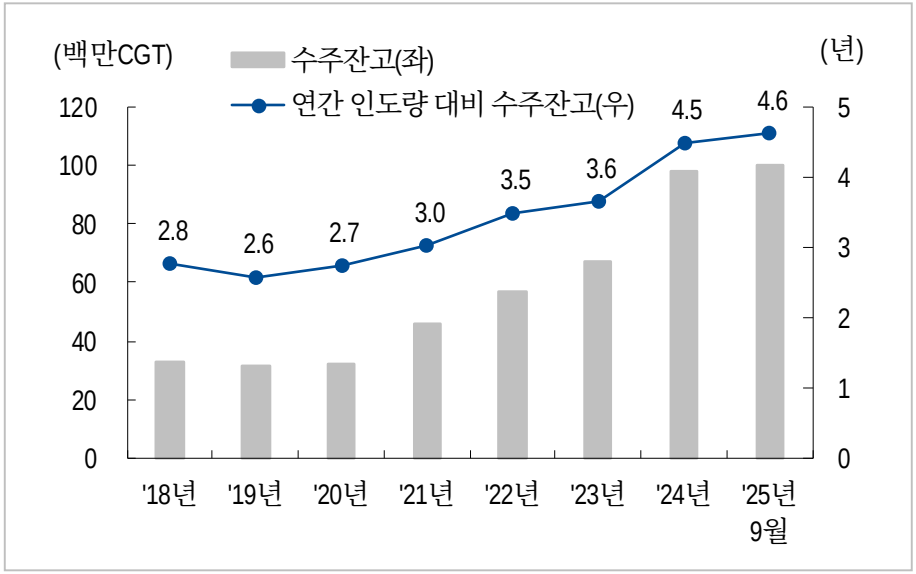
- Clarkson 신조선가 지수는 2025년 초 189.1P에서 2025년 10월 말 기준 184.9P로 2.3% 하락함. 선종별로 보면, 벌크, 가스, 탱커의 경우, 각각 4~5%를 약세를 보였으나, 컨테이너선이 포함된 Dry Cargo는 신조선가가 2.2% 상승. 하반기 들어서는 제한적인 약세 흐름 지속
- 글로벌 선박 발주량 감소에도 불구하고 중국의 수주잔고는 1억CGT로 연간 인도량(12개월 인도량 기준)의 4.6년치에 달함. 즉 글로벌 조선사 전반에 걸쳐 충분한 수주잔고를 확보했다고 평가하며, 급격한 신조선가 하락 가능성은 크지 않음
- 글로벌 LNG선 신조선 발주가 70척에 달할 것으로 예상되어 한국 조선사의 가용 가능한 슬롯은 여전히 제한적일 전망. 상대적으로 부진했던 벌크선과 유조선의 발주가 중국 조선사향 발주에 힘입어 2026년 반등할 가능성이 있기 때문에 신조선가 상승 여지도 존재

Clarkson 신조선가 지수 추이



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

중국의 수주잔고 및 연간 인도량 대비 수주잔고 비교

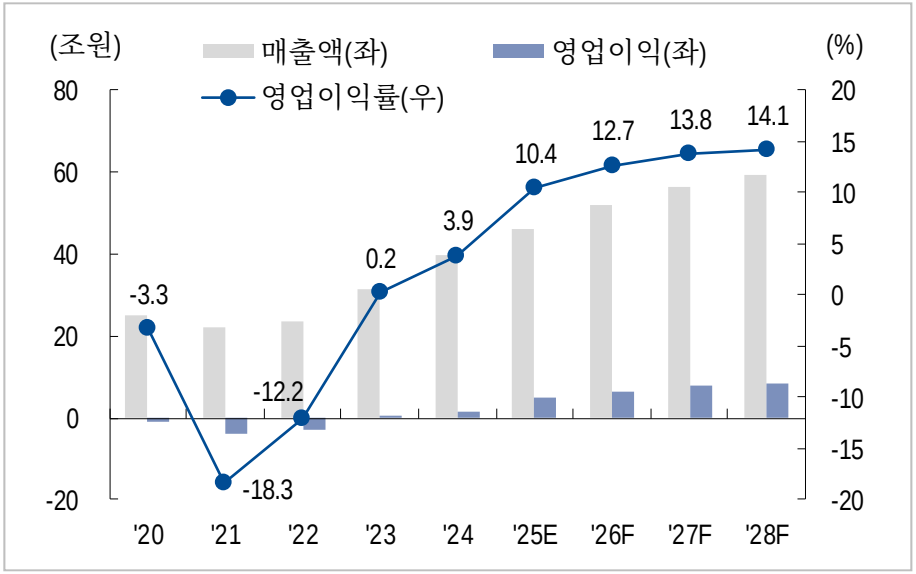


자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

수익성 개선 사이클은 계속된다

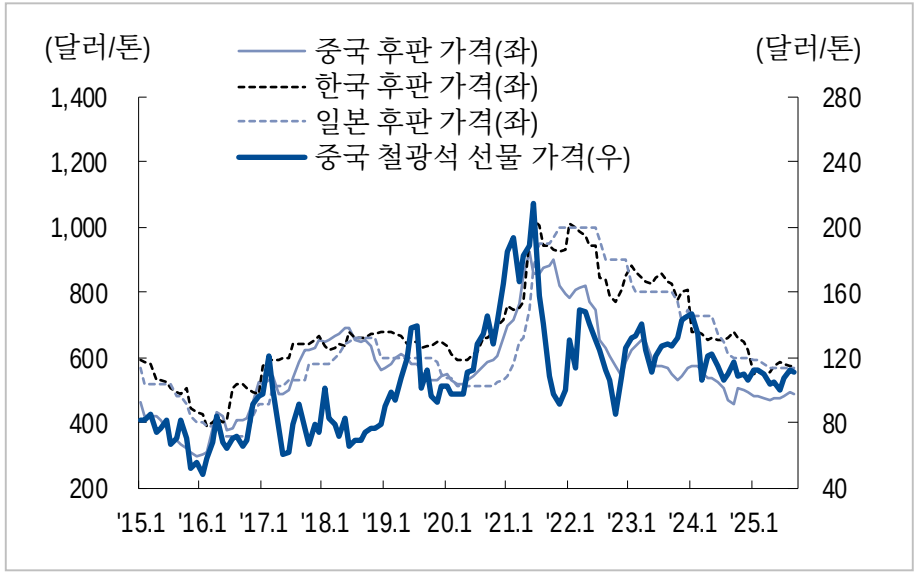
- 2025년 들어 수익성 개선이 가파르게 나타나기 시작. 1) 원달러 환율 상승, 2) 후판 가격 안정화, 3) 외국인 노동자들 충원 및 숙련도 제고, 4) 충당금 설정 선박들의 인도 마무리의 결과
- 2026년에도 수익성 개선은 계속될 전망. 상대적으로 선가가 낮은 2022년도 수주 선박 비중이 하락하고, 2023~2024년 수주한 선박 비중이 상승하면서 평균 건조 선박 단가가 상승하기 때문
- 주요 원자재 중 하나인 후판 가격은 여전히 낮은 수준을 유지할 전망. 기니 시만두 광산 가동, 브라질 Vale의 광산 확장으로 글로벌 철광석 생산량이 증가할 전망이며, 이로 인해 후판 가격 상승 압력은 낮음. 비용 안정화 국면이 2026년에도 계속되면서 수익성 개선세가 이어질 전망

국내 조선사 합산 매출 및 영업이익률 추이



자료: HD현대중공업, 삼성중공업, 한화오션, NH투자증권 리서치본부 전망

국가별 후판 가격 및 철광석 선물 가격 추이

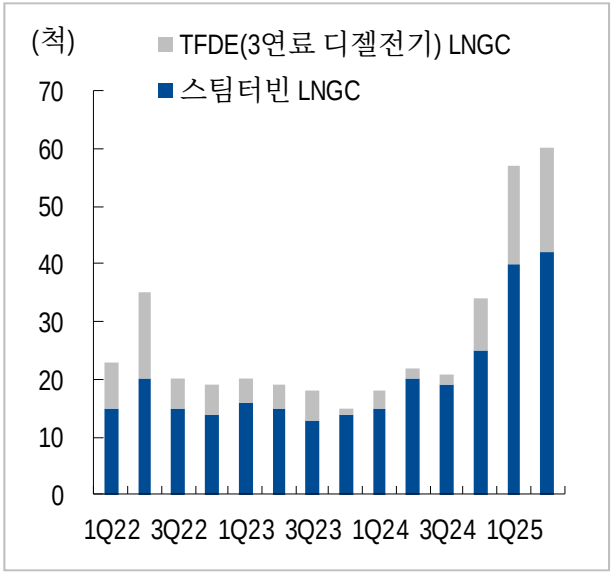


자료: Bloomberg, Clarkson, NH투자증권 리서치본부

LNG선, 정말 공급 과잉이에요?

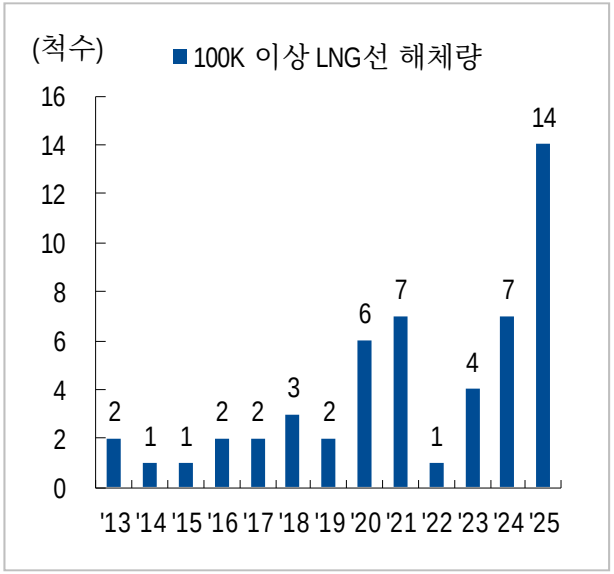
- 2025년 LNG선 발주 위축은 운임 약세 영향. LNG선 신규 프로젝트 가동 지연, 단거리 수송 수요 증가에 따른 수송 거리 축소, 투기적으로 발주된 선박의 인도로 인해 Spot 운임이 2025년 2월 최저치 기록. LNG선 운용 선사인 Flex LNG는 2025년 약 60척의 선박 운항이 일감 부족으로 중단된 상태라고 분석한 바 있음
- **운임 약세로 인해 노후 스팀터빈 방식의 LNG선이 본격적으로 해체되기 시작.** 2025년 들어 해체된 LNG선은 14척으로 역사상 최대 규모. 노후선 비중이 여전히 커, 추가적으로 해체될 선박도 다수 존재
- 잉여 선복이 축소되는 가운데, LNG선 Spot 운임 반등. 대서양 지역 중심으로 즉시 가용한 선박이 감소. 수급이 서서히 균형 잡히기 시작

현재 운항 중단된 LNG선 추이



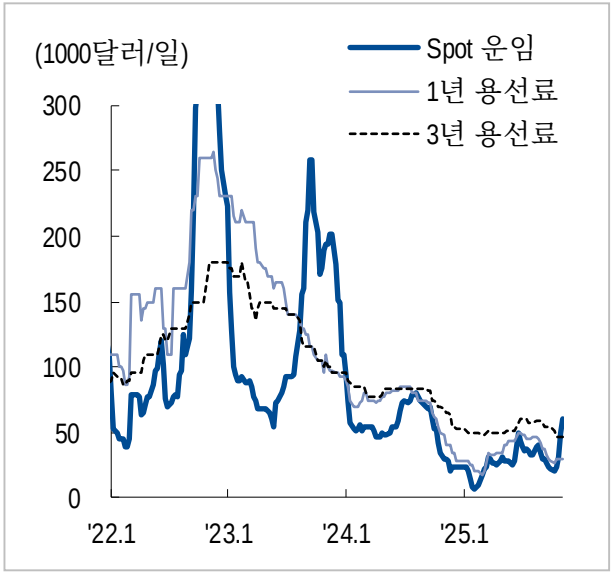
자료: Flex LNG, NH투자증권 리서치본부

노후 LNG선 해체 추이



자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

LNG선 Spot 운임 및 용선료 추이



자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

FID 확정 프로젝트를 감안하면, 최소 117척의 LNG선 추가로 필요

- 2025년 FID(최종 투자결정) 확정된 프로젝트는 9개, 총 7,050만톤으로 LNG선 100척(1척 연간 70만톤 수송 가정)이 필요. 중단된 모잠비크 프로젝트(1,310만톤으로 삼성중공업 9척, HD현대삼호 8척에 대해 슬롯을 예약한 상황)를 고려하면 총 117척 LNG선 발주 필요
- 이 외에도 Delfin FLNG, Lake Charles, Commonwealth LNG 등이 향후 추가로 확정될 수 있는 프로젝트. 한국 조선사의 경우, 연간 70척 내외 생산이 가능하다는 점을 고려하면, **추가로 필요한 LNG선은 국내 조선사 LNG 도크의 2년치 물량에 달함**

글로벌 LNG 액화 설비 Pipe-lines 및 프로젝트별 현황

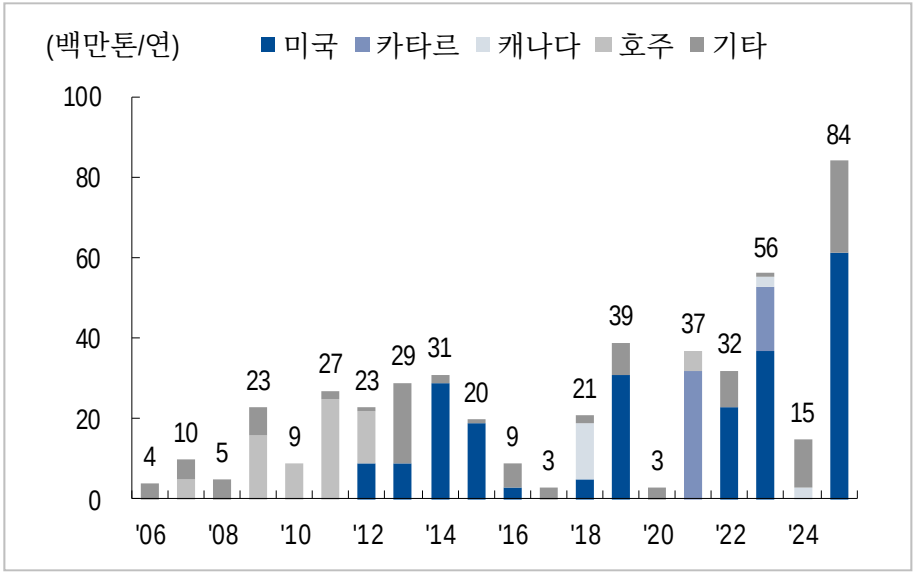
	프로젝트	국가	개발 기업	연간 생산량 (백만톤)	판매 계약 체결 비중	진행 사항
2025년 FID된 프로젝트 (7,050만톤) 프로젝트 재개 (1,310만톤)	Argentina Ph1 FLNG 1	아르헨티나	Southern Energy	2.4		2027년 가동 예정
	CP2 Phase 1	미국	Venture Global	14.4		2027년 가동 예정
	Corpus Christi Train 8, 9	미국	Cheniere	5.0		2028년 가동 예정
	Argentina Ph1 – FLNG 2	아르헨티나	Golar	3.5		2028년 가동 예정
	Coral Norte FLNG	모잠비크	ENI	3.4		2028년 가동 예정, FLNG 본계약 25년말 예상
	Woodside Louisiana Phase 1	미국	Woodside	16.5		2029년 가동 예정
	Rio Grande Train 4	미국	Next Decade	5.9		2030년 가동 예정
	Port Arthur Phase 2	미국	Sempra	13.5		2030년 가동 예정
	Rio Grande Train 5	미국	Next Decade	5.9		2031년 가동 예정
	Mozambique LNG-1	모잠비크	Total	13.1		2025년 10월 불가항력 해제, 2029년 가동 예정
2025~2026년 FID 가능성 높은 프로젝트 (2,960만톤)	Delfin FLNG	미국	Delfin	3.3	100%	미국 정부의 허가 기간 연장 승인
	Genting FLNG	인도네시아	Genting	1.2	Equity	건설 단계 시작
	Woodfibre	캐나다	Pacific O&G	2.1	90% 이상	첫번째 LNG 모듈 투입
	Qatar North Field West	카타르	Qatar Energy	16.0	Equity	
	Sabine Pass Stage 5	미국	Cheniere	7.0	90%	
FID 가능한 프로젝트 (8,040만톤)	Argentina Phase 2 – FLNG 2기	아르헨티나	YPF/Shell	12.0	Equity	
	Commonwealth LNG	미국	Kimmeridge	9.5	65%	수출 허가 확보. '26년 FID 목표
	Saguaro Energia Phase 1, 2	멕시코	Mexico Pacific	15.0	90%	추가 승인 확보 필요
	Lake Charles	미국	Energy Transfer	16.4	70%	'25년 4분기 또는 26년 상반기 FID 목표
	CP2 Phase 2	미국	Venture Global	5.5	-	
	LNG Canada Phase 2	캐나다	Shell	14.0	Equity	
	Papua LNG Expansion	파푸아뉴기니	ExxonMobil, Total	4.2	Equity	'25년 FID 목표
	Sur LNG (Train 4)	오만	오만 LNG	3.8	-	'25년 FID 목표
	합계			193.6		

자료: 언론보도 종합, GTT (3Q25 IR), Clarkson, NH투자증권 리서치본부 전망

2026년 LNG선 77척 발주 예상, 신조선가도 반등 기대

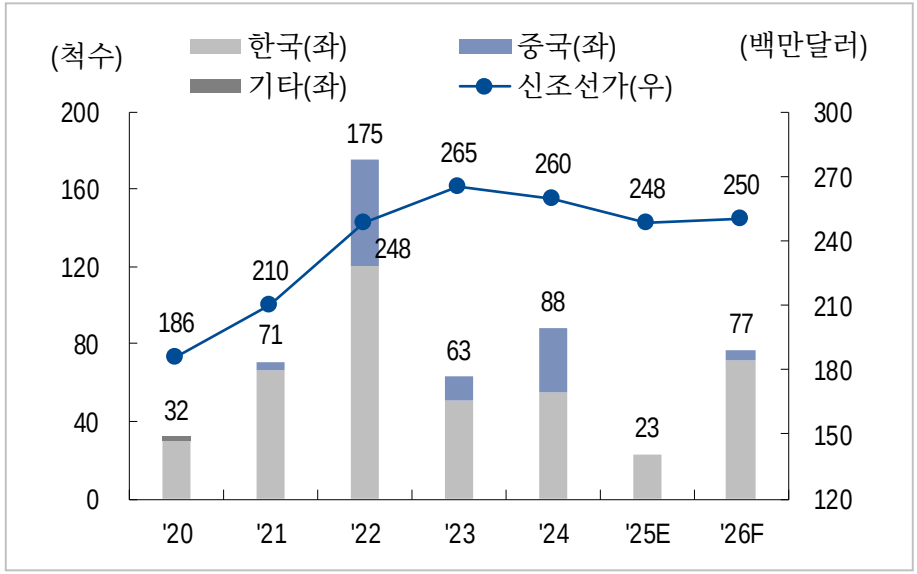
- 2025년 확정된 LNG 프로젝트로 인해 2026년 LNG선 발주 반등 기대. 2026년 LNG선 예상 발주량은 77척으로 전망. 한국 조선사 총 72척 수주 예상. 55척은 신조선 수주, 17척은 기수주한 모잠비크 LNG 관련 예약 슬롯 최종 확정에 기인
- 한국 조선사들은 2029년 인도 가능한 슬롯을 2026년부터 판매할 예정임. 대규모 LNG 프로젝트를 개발할 예정인 Venture Global, Woodside는 한국 조선사와 슬롯 및 가격 협상 등을 시작
- 모잠비크 LNG 프로젝트가 2029년 슬롯을 확정했다고 가정할 때, 한국 조선사들은 2029년 인도 가능량 70척 중 20척을 이미 소진. LNG선 운임 상황에 따라 잔여 슬롯을 두고 선주사들이 경쟁에 나설 가능성도 배제할 수 없음. 이에 LNG선 신조선가 상승 반전 가능하다고 판단

글로벌 LNG 프로젝트 FID(최종투자결정) 규모



주: 러시아 프로젝트 3,300만톤은 제외, 모잠비크 프로젝트는 19년에 FID 되었으나, 25년 10월 불가항력 해제로 25년 FID 프로젝트로 포함
자료: GTT, NH투자증권 리서치본부 전망

LNG선 연도별 발주량 및 신조선가 예상

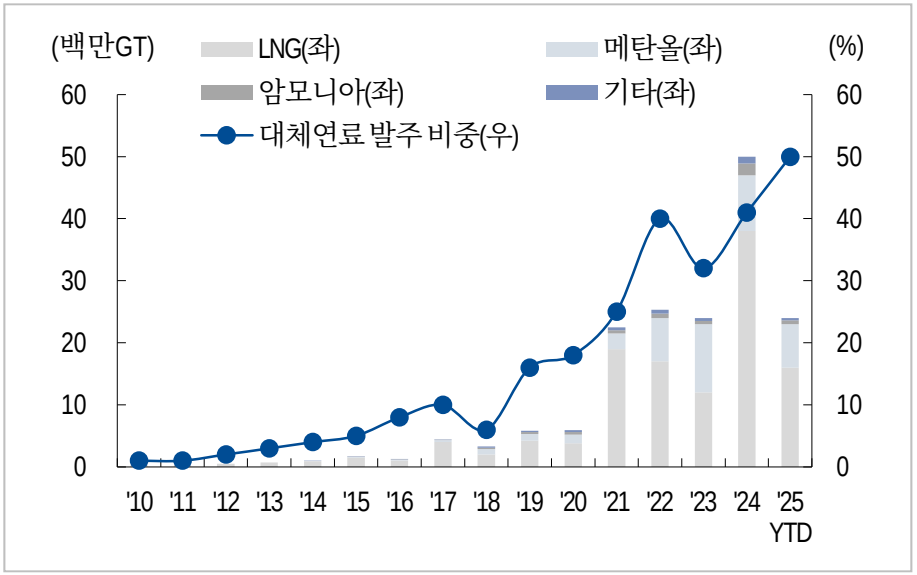


자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부 전망

환경 규제 도입은 연기되었지만, 흐름은 바뀌지 않는다

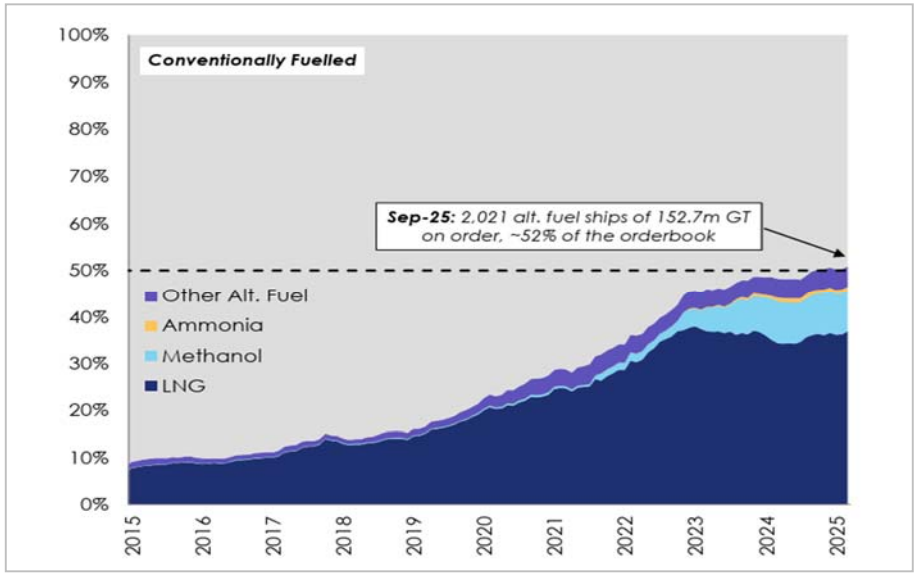
- 지난 10월, IMO(국제해사기구)가 추진한 선박의 온실가스 감축을 위한 탄소가격 규제(Net Zero Framework) 채택이 무산되었음. 런던에서 열린 MEPC(국제해양환경보호위원회) 회의에서 규제 도입을 1년 연기하기로 결정. 당초 2028년부터 규제 시행 예정이였음
- 규제 도입이 연기되었으나 선사들은 노후선 교체를 위한 이중연료 선박 발주를 이어가고 있음. 전체 수주잔고 내에서 대체연료를 사용하는 선박이 52%에 달함. 대체연료로는 LNG가 우선이며, 메탄올, 암모니아 순. 장기적으로 LNG 수요 창출 및 LNG 벙커링선 수요 증가 요인
- LNG선(100Kcbm 이상)의 경우에도 전체 768척 중 스팀터빈(연료효율이 낮고, 20년 이상된 노후선 선박이 활용하는 기술)이 192척으로 전체 선박의 25%에 달함. 해당 선박이 신규 선박으로 교체될 경우, 신규 LNG선(174K 기준) 173척 분량

전 세계 대체연료 선박 발주 추이



자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

수주잔고 내 대체연료를 사용하는 선박이 차지하는 비중



자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

조선

확장되는 FLNG 시장, 삼성중공업의 슬롯 가치 상승

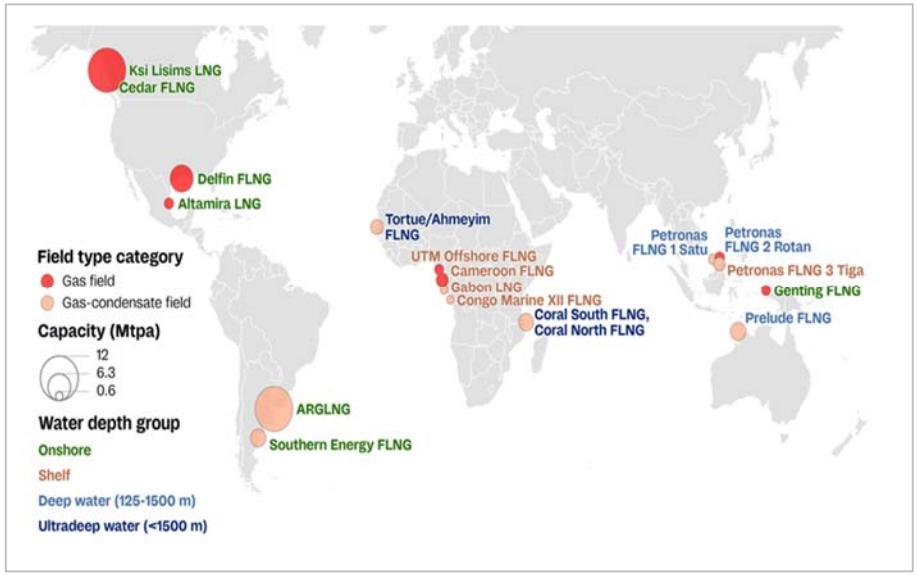
- 글로벌 FLNG(부유식액화천연가스생산설비) 1위 기업인 삼성중공업은 현재 다수의 FLNG 프로젝트를 협의 중에 있음. 기존 수주가 예정되어 있었으나, 최종 계약이 늦어지는 Coral North FLNG(25억달러 추정), Delfin FLNG 1호기(20억달러)는 2026년 초까지 수주 마무리될 예정
- 신규 프로젝트 다수 존재. Delfin FLNG 프로젝트는 최대 3기의 FLNG를 도입할 예정이며, 2호기 발주가 2026년에 진행될 것으로 전망
- 대규모 해저 천연가스전이 발견된 아르헨티나는 Golar, Shell 등과 대규모 개발을 준비 중. 이미 2기 개조 FLNG를 투입할 예정이며, 신규 FLNG는 Golar와 삼성중공업 간 수주 협의가 진행 중임. Golar는 최대 2기 FLNG 도입을 검토하고 있음
- 삼성중공업 FLNG 슬롯의 희소성이 높아지고 있어 가격 및 중장기 FLNG 수익성이 예상을 상회할 가능성 존재

삼성중공업이 수주하거나 기본설계 참여한 FLNG 프로젝트

프로젝트	투입지역	연간 생산능력 (백만톤), 수주금액	진행 현황
Petronas ZLNG	말레이시아	2.2 (15.1억달러)	'23.01 수주 24년 4월 S/T
Pembina Cedar	캐나다	3.3 (15.6억달러)	'23.12 수주
Coral North	모잠비크	3.4 (25억달러 예상)	25년말~26년 1분기 발주 예상
Delfin (1호기) (총 3기 검토)	미국	3.7 (20억달러 이상)	25년말~26년 1분기 발주 예상
Ksi Lisims (Western LNG)	캐나다	6.0	기본설계 진행 중
Golar FLNG (총 2기 검토)	아르헨티나	최대 5,4	슬롯 확보 협의 중

자료: 언론보도, 삼성중공업, NH투자증권 리서치본부 전망

현재 개발 진행 중인 글로벌 FLNG 프로젝트

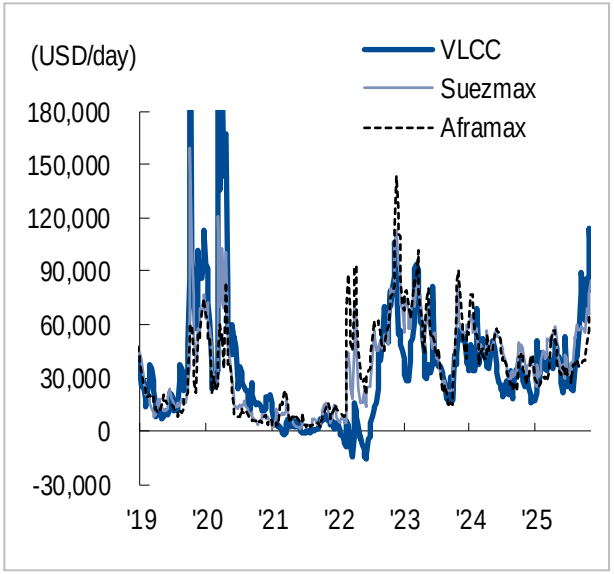


자료: Rystad Energy

탱커(유조선): 운임 급등으로 발주 증가 기대

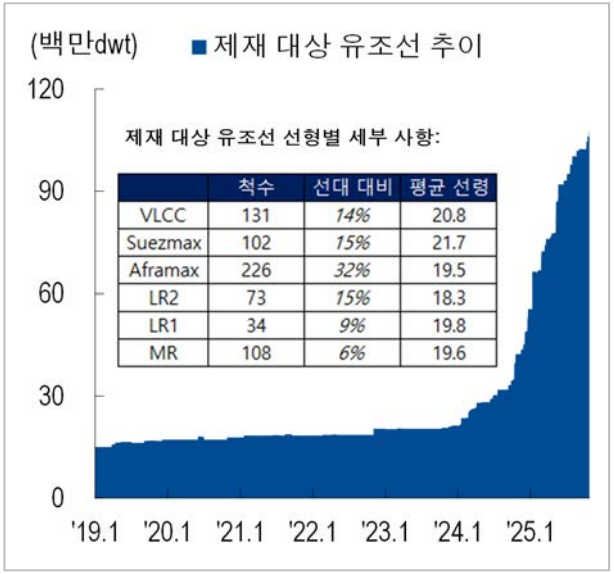
- 유조선 운임이 2025년 하반기부터 강세. 운임 강세 요인은 1) OPEC+의 자발적 감산 규모 축소 및 미국의 원유 생산량 확대, 2) 미국과 EU의 러시아, 베네수엘라, 이란과 관련된 선박 제재, 3) 장거리 수송 비중 상승 영향
- 글로벌 Top-Tier 유조선사인 Frontline의 수익 구조를 보면, 손익분기점이 25,900달러인 반면, VLCC(초대형 원유운반선) 운임은 100,000달러에 육박하고 있어 2021~2022년 컨테이너와 같은 시황이 예상됨
- 2025년 하반기 들어 대형 유조선 발주 증가 추세. 10월 들어 대형 유조선 12척이 발주되면서 2024년 2월 이후 최대 발주량 기록. 주요 유조선사들의 수익성이 크게 개선되면서 노후 선대 교체 움직임이 시작되었다고 판단

유조선 선형별 평균 수익 추이



자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

글로벌 유조선 중 제재 대상 선박 추이

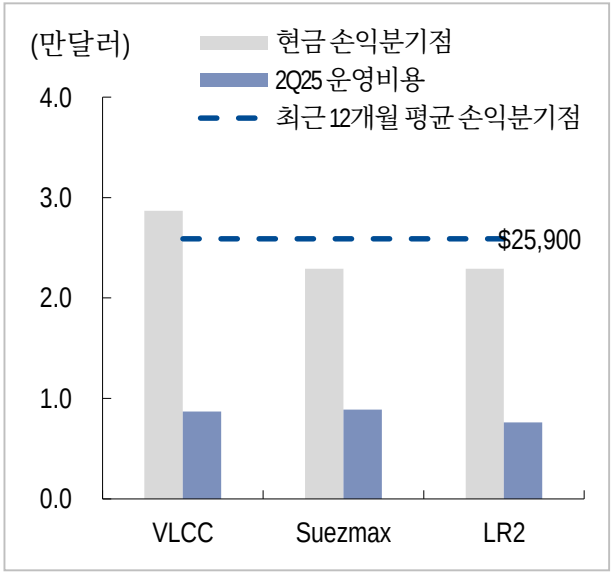


제재 대상 유조선 선형별 세부 사항:

	척수	선대 대비	평균 선령
VLCC	131	14%	20.8
Suezmax	102	15%	21.7
Aframax	226	32%	19.5
LR2	73	15%	18.3
LR1	34	9%	19.8
MR	108	6%	19.6

자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

Frontline 수익 구조 추이



자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

특수선 수주 Pipe-line 점검

- 2026년 한국의 방위력개선비는 20.2조원으로 전년 대비 13.0% 증가. 7년 만의 최대 상승폭. 2025년 말~2026년 국내 군함 프로젝트는 KDDX(차세대구축함) 상세설계 및 초도함 사업자, 정보수집함 기본설계 발주 등으로 전망. 핵추진잠수함 관련 연구개발 예산은 추후 포함 가능
- 해외 군함 수출 프로젝트 다수 존재. 폴란드, 캐나다 외에 동남아, 남미 지역 중심으로도 신규 수출 논의 또는 공동 개발 논의가 진행 중에 있음. 이외에도 그리스와 포르투갈 같은 유럽 국가들도 잠수함 교체 검토 중
- 미국의 전략상선단, 쇄빙선, 지원함 등의 신규 프로젝트에 한국 조선사 참여. HD현대중공업과 헌팅턴잉걸스는 차세대 보조함 공동 입찰 예정

2025년 말 및 2026년 국내 조선사의 군함 수주 Pipe-Line

국내 군함 프로젝트	
KDDX (2025년 말)	- 한국형 구축함 도입 프로젝트. 선체, 전투체계, 레이더, 각종 무장까지 국내 기술로 건조. 6척 취역 예정. HD현대중공업과 한화오션 경쟁 중 / 7.8조원
정보수집함 (2026년)	- 총 1.94조원 규모의 정보수집함 2척에 대한 기본 설계 사업자 선정 예정. 개념설계는 HD현대중공업이 수행
해외 군함 수출 프로젝트	
폴란드 잠수함 ('25년 말~'26년 초)	- 폴란드 잠수함 현대화 사업, 디젤 잠수함 3척 도입 계획. 2025년 연말 우선협상대상자 선정 예상 - 독일 TKMS, 스웨덴 사브, 이탈리아 핀칸티에리 등이 경쟁력 높은 입찰가 제시. 한화오션의 KSS는 납기 이점과 운용 중인 함정 기반으로 강점을 보유
사우디 군함 ('27년)	- 사우디 정부는 잠수함과 수상함 도입 검토. 4~6척 규모의 호위함 도입 계획을 검토 중. 2030년 이후, 잠수함 전력 확보를 중장기 목표로 하고 있음 - HD현대중공업은 사우디 IMI(International Maritime Industries)의 파트너로 상선, 해양플랜트 중심으로 협력 예정. 군함, 건조 정비 분야로 사업 확대 예상
캐나다 잠수함 ('26~'28년)	- 3,000톤급 잠수함 12척을 도입하는 CPSP(초계 잠수함 프로젝트)로 노후 빅토리아급 잠수함 6척 대체가 목적 - 2028년 사업자 선정이었으나, 우선협상대상자 선정이 당겨지고 있음. 한화오션-HD현대중공업 연합과 독일 TKMS-노르웨이 Kongsberg 연합이 최종 후보로 선정
필리핀, 태국 수상함 ('25~'26년)	- 필리핀 해군은 호위함 추가 구매 검토. 과거 초계함(2척, 2021년), 원해경비함(6척, 2022년)을 HD현대중공업이 인수한 바 있음 - 태국 호위함 4척 건조 검토. 영국(Bobcock), 한국(한화오션), 프랑스(Naval), 튀르키예(ASFAT) 참여. 한화오션은 태국 해군에 호위함 납품 경력 보유
남미 군함 ('26년~'27년)	- HD현대중공업과 페루 SIMA는 1,500톤급(HDS-1500) 잠수함 공동 설계 및 건조 관련 LOI 체결. 페루 작전 환경에 맞는 잠수함 2척을 건조하는 것이 목표 - 에콰도르, 칠레 등과 잠재 수출 프로젝트 개발 가능성 존재
그리스, 포르투갈 잠수함 ('27년 이후)	- 포르투갈 해군은 HD현대중공업과 소형 잠수함 모델 공동 개발을 위한 MOU 체결. 페루와 유사한 단계로 진행될 가능성 존재 - 그리스 해군은 잠수함 4척에 대한 현대화 검토 중. HD현대중공업과 한화오션과 논의 중이며, 제안 단계로 알려짐
미국 군함 관련	
미국 군함 및 전략상선단 신조 ('26년 이후)	- 미국 해양력 복원 실행계획(MAP, Maritime Action Plan) 발표 필요. 미국 셧다운 등으로 발표 지연되고 있는 것으로 추정. 해당 실행계획이 발표되면, 전략상선단 및 보조함 등의 법적, 예산 근거가 확보될 수 있음. 이후, 전략상선단 발주 예상 - HD현대중공업과 헌팅턴잉걸스(Huntington Ingalls Industries)는 미국 차세대 보조함 설계 및 건조를 공동으로 한다는 합의(MOA) 체결. 신규 조선소 건설 또는 기존 조선 시설 인수하는 공동투자 방안 모색. 미 해군은 '28년부터 13척 신규 보조함 구매 계획

자료: 언론보도, NH투자증권 리서치본부 정리

조선

글로벌 시장으로 진출 가능성이 높아진 한국 잠수함

- 한국 잠수함은 글로벌 시장에서 존재감이 부각되고 있음. 캐나다 잠수함 프로젝트에서도 한국과 독일 컨소시엄이 최종경쟁후보로 선정
- 한국 잠수함의 장점: 1) 적기 생산 능력, 2) 한국 해군에서 이미 활용 중인 바 기술에 대한 신뢰도 높음(e.g. 연료전지 활용 AIP(공기불요추진) 시스템 등), 3) 독자 설계 가능하여, 외국 통제 없이 수출이 가능하고, 맞춤형 설계 가능, 4) SLBM(잠수함탄도미사일) 발사 가능
- **향후 있을 글로벌 국가향 잠수함 수출 프로젝트에서 한국 잠수함은 계속해서 핵심 후보로 선정될 가능성 높음**

글로벌 주요 잠수함 제작사들의 수출용 잠수함 성능 비교

	KSS-III (Batch 2)	A26	212CD	U212 NFS
국가 구분	한국	스웨덴	독일	이탈리아
제작사	**한화오션 / HD현대중공업**	**SAAB**	**ThyssenKrupp Marine Systems**	**Fincantieri**
배수량	3,600톤	2,000톤	2,500톤	1,550톤
승조원 수	33명(최대 50명)	18~26명 (추가 11명 가능)	28명	29명
수중 항속 시간	21일 이상	18일	21일(추정)	N/A
총 작전 항속 기간	**50일**	**18~45일**	**N/A**	**N/A**
최대 잠항 깊이	500m	N/A	N/A	N/A
추진 시스템	디젤엔진, 리튬이온 배터리, PEM연료전지	디젤 전기 추진, 스털링 엔진 기반 AIP	디젤엔진, 리튬이온 배터리, 연료전지	디젤 전기 추진, 리튬 이온 배터리, 연료전지
무장	- 533mm ATP 어뢰 발사관 6문 - 잠수함 발사 순항미사일, -VLS 10셀(현무 계열 SLBM) - 최대 20발의 어뢰/미사일 탑재 가능	- 533mm 중형 어뢰 - 400mm 경형 어뢰 - 15발 이상의 어뢰/미사일 적재 가능	- 중형 어뢰용 어뢰 발사관 8문 - 노르웨이와 독일의 공동 개발 프로그램으로 새로운 공용 중형 어뢰 개발 중 - 최대 14발의 어뢰/미사일 적재 가능 (추정)	- 중형 어뢰 (533mm) - 순항미사일 운용 가능(추정) - 무기 적재량에 대한 데이터 없음
현재 운용국	한국	N/A	N/A	N/A
향후 운용국	한국	스웨덴	독일, 노르웨이	이탈리아
건조척수	4척	0척	0척	0척
수주잔고	**2척(건조 중), 1척(장영실함) 진수 (+3, 배치3 계획 중)**	**2척(건조 중)**	**10척 (독일 6척, 노르웨이 4척)**	**4척**
수직 발사 시스템 유무 (Y/N)	Y(10셀)	Y(향후 통합 가능성 존재)	N	N

자료: 언론보도, NH투자증권 리서치본부 정리

조선

핵추진잠수함을 통해 위상 한 단계 강화

- 핵추진잠수함은 한국의 숙원 사업 중 하나. 이번 한미 정상회담을 통해 미국은 한국의 핵추진잠수함 건조, 보유 요청을 허가. 건조 장소 책임 주체 등의 문제를 추가로 협의할 예정. 필리조선소에서 건조는 현실적으로 쉽지 않으며, 독자 기술을 기반으로 국내에서 잠수함을 건조할 예정
- 안규백 국방부 장관은 4척 이상 확보 언급. 국내 조선사는 핵추진잠수함 개념설계를 사실상 완료. 제출된 2026년 예산안에는 포함되지 않았으나, 2026년 기본설계 착수 가능성 존재. 핵심 기술인 원자로(원자로 및 소음 및 진동 제거 요구) 및 펌프제트 시스템은 이미 개발 중
- 구체적인 함정 가격은 척당 2.5조원 규모로 추정. 2030년대 중반까지 전력 배치 예상. 현재 6개 국가가 핵추진잠수함을 운용 중. 브라질이 건조 중에 있는 바, 한국은 8번째 국가가 될 전망. **한국 조선사의 군함 경쟁력을 한 단계 높이는 요인이라고 판단**

디젤AIP잠수함과 핵추진잠수함 비교

구분	AIP잠수함	핵추진잠수함
추진원	디젤엔진+ AIP(연료전지)+배터리	핵원자로
외기흡입	부분 불요(며칠~3주 잠항 가능)	완전 불요
연료	디젤유+H2(수소)/O2(산소)	농축 우라늄
잠항 지속시간	10~20일(AIP 가동 시)	수개월~1년 이상
배기계통	부분필수(연소형 AIP 시 배출)	불필요
냉각/안전설비 복잡성	단순~중간(열 제어 포함)	복잡(방사선 차폐/이중냉각)
건조비용	1.0~1.2 십억달러	2.0~3.0 십억달러
대표국가	한국(KSS-III), 스웨덴, 독일	미국, 러시아, 영국, 프랑스, 중국, 인도

자료: NH투자증권 리서치본부

주요 국가들의 핵추진잠수함 추정 가격

국가	모델	구분	배수량(톤)	단가 (십억달러)
미국	Virgina급	SSN	7,800	2.8~3.0
미국	Ohio급	SSBN	18,750	3.0
영국	Astute급	SSN	7,400	2.0
프랑스	Suffren급	SSN	5,100	1.8~2.0
러시아	Yasen급	SSN	13,800	0.7~1.6
중국	Type 094	SSBN	11,000	2.0
중국	Type 093	SSN	7,000	0.6~1.0
인도	Arihant급	SSBN	6,500	2.5~3.0
브라질	Alvaro Alberto	SSN(건조 중)	6,000	1.0~2.0

주: SSN은 공격형 핵추진잠수함, SSBN은 핵추진 탄도미사일 잠수함
자료: 언론보도 및 국제안보연구, 미해군 CRS 보고서, NH투자증권 리서치본부 정리

한화오션와 HD현대중공업의 중장기 전략

- 한화그룹은 그룹 내 방산 기업들과의 협력을 통한 한화오션의 수상함 및 잠수함 역량 강화를 목표로 제시. 차세대 전략수상함(Ocean-74FN) 발표. AI 및 자율전투 지원, 스텔스 형상, 모듈형 무장 플랫폼이 결합될 해당 군함은 차세대 군함 수출 후보로 활용될 전망
- HD현대 정기선 회장은 'Future Tech Forum: Shipbuilding'에서 1) 인공지능 결합으로 자율운항, 무인함정 도입 가속화 전망, 2) 선박 지속가능성 확대를 위한 연료 효율성 개선, 대체연료(수소, 암모니아, 원자력) 도입, 3) 로봇 도입을 통한 선박 설계 강화, 생산성 개선, 4) 한미 협력 강화를 통해 차세대 군함 건조 언급. HD현대중공업은 헌팅턴잉걸스(미국 함정 공동 건조), 안두릴, 팔란티어(무인함정, USV)와 협력 중
- 최근 원자력 발전 수요 증가로 선박에서도 SMR(소형모듈원자로)를 활용한 상선 연구 시작. 한국, 중국 등에서 기술 개발 본격화

ADEX에서 공개한 한화오션 차세대 수상함



자료: 한화오션, NH투자증권 리서치본부

HD현대-팔란티어의 무인수상정 모형



자료: HD현대, NH투자증권 리서치본부

HD현대의 원자력 추진 선박 모델



자료: HD현대, NH투자증권 리서치본부

국내 도크는 풀가동, 한계를 넘기 위해 해외로 나간다

- 국내에서는 이미 도크가 3년치 물량을 확보. 국내 추가적인 설비 투자는 장소 및 인력 측면에서 한계 존재
- 중장기 외형 성장 및 건조 가능한 선박 영역 확대를 위해서 국내외 기업과의 협력 강화 중. **해외 파트너를 인수하거나, 하도급 형태로 수주를 진행하는 방식으로 협력. 이를 통해 기존에 가격경쟁력 부족 또는 슬롯 한계로 수주하지 못했던 선박을 수주할 수 있게 됨.** 또한 협력한 현지 국가들이 선박을 발주할 경우, 중국 조선소와의 경쟁 과정에서 유리한 고지를 확보할 수 있음
- 현재는 해외 협력 또는 인수한 조선소가 전체 실적에 기여하는 바가 제한적이나, 중장기적으로는 매출 상단 높이는 요인이 될 전망

국내 건조 한계를 뛰어넘기 위한 국내 조선사들의 현재 진행중인 해외 협력 프로젝트

항목	HD현대그룹	한화그룹	삼성중공업
야드 확장 전략	- 필리핀 수빅 조선소 확대. 서버러스 캐피탈을 통해서 장기 임대 계약 체결. 25년 4분기부터 선박 건조 시작. LR2 중대형 석유화학제품운반선 건조 - HD현대베트남 조선소 건조량 확대 진행 중. 2025년 연간 12척에서 2030년 23척까지 확대 계획 - 두산에너빌리티가 보유한 두산비나를 2,900억원에 인수. 항만 크레인, 선박용 연료 탱크 제작 기지로 활용될 전망 - 인도, 사우디, 모로코에서 기존 야드 활용도 강화 또는 신규 야드 개발 논의 중 - 미국 내 법인 설립 예상. HD한국조선해양, HD현대중공업이 공동으로 출자하여 설립 예상	- 한화오션과 한화시스템을 통해서 필리조선소 인수. 인수 이후 설비 투자를 통해 건조 능력 확대 진행 중. MR탱커 건조를 중심으로 한화오션과 LNG선 건조 협력 진행할 예정 - 한화쉬핑을 통해 미국 내 해운 사업 확대 - Next Decade 지분을 통해 미국 내 LNG 사업포트폴리오 구축 - 싱가포르 다이나멕홀딩스 인수하여, 해양플랜트 Top-side 제작 기지로 활용 - 한화시스템, 한화에어로스페이스는 미국 내 조선소를 보유한 호주 오스탈 인수 추진 중. 이미 지분은 확보하였으며, 호주 정부의 승인을 기다리고 있음	- 글로벌 생산 네트워크 확대 - PaxOcean(중국) – 수에즈막스 탱커 일부를 PaxOcean에 하도급 형태로 건조 - PVSM(페트로베트남)과 MR, 수에즈막스 탱커를 페트로베트남에서 삼성중공업 설계 기반으로 건조 - HSG성동조선, 건화와 MOU 체결. K-조선 상생모델로 성동조선에 원유운반선 건조 위탁. 국내 블록 전문 기업인 건화와 LNG선 등의 대형 블록 제작 MOU 체결 - 미국 비거마린 그룹과 미국 군함 MRO 사업 및 중장기 미국 상선 공동 건조 협력. DSEC(디섹)과 선박 설계 협력

자료: 언론보도, NH투자증권 리서치본부 정리

2026년에는 MASGA 협력도 구체화. 미국 실행계획 발표가 중요한 분기점

- 정상회담과 관세 협상 타결을 계기로 한미 양국은 조선업 협력에 속도를 낼 전망. 2026년에는 MASGA 프로젝트 관련 구체적인 액션이 시작될 것으로 전망. 한국 조선사들의 정책 금융, 선박 금융 활용한 미국 내 법인 설립 예상. 미국 내 조선소에 발주된 선박에의 자금 조달이 목적
- 미국 정부는 지난 2025년 4월 9일 발표한 행정명령에 대한 MAP(실행계획) 발표할 것으로 예상. 이를 통해 미국 내 조선, 해운 산업 기반 복원 및 선박 수요 창출 프로그램에 예산 기반이 마련될 전망. 이후 전략상선단, 쇄빙선 등 신규 선박 수요 발생 가능

MASGA 프로젝트 및 향후 투자 포인트 관련 핵심 내용

항목	세부 내용 및 전망
목적	- 미국의 조선업 재건(MASGA 프로젝트-Make America Shipbuilding Great Again)을 위한 한미 공동 협력 - 선박 건조를 최대한 빨리 진행하자는 미국 정부의 요청이 있었음
규모	- 1,500억달러 (약 200조원)
운용 방향성	1) 미국 내 조선소 신설 및 현대화, 2) 인력 양성, 3) 공급망 재구축, 4) 선박 유지보수 사업 확대
국가별 지원 방향	- 한국 정부는 금융 지원: 대출, 금융보증, 직접투자가 결합. 미국 정부는 선박 수요 창출을 지원, 산출물 인수 - 중장기 한국의 하드웨어 및 설계 역량, 미국의 소프트웨어 역량 결합을 통한 미래 선박 분야 시너지 창출
한국, 미국의 후속 지원 법안	**1. 한국 - 국회에서 조선업 지원을 위한 법안 발의 예정** 1) 한국 기업이 미 해군 군함 건조와 유지보수 사업에 참여할 수 있도록 국가적 지원 포함 2) 한미 조선 협력 기금 조성, 협의체 설치 3) 미 군함, 수송선 및 관련 블록을 만드는 방산 기지 특별 구역 지정 **2. 미국 – 조선업 지원 법안 도입 및 기존 법안 수정 필요** 1) 군함 : 해군 준비태세 보장법(반스톨레프스 법안 수정안, 미국과 상호 방위 협정을 맺은 국가 조선소에서 저렴한 가격으로 군함을 건조할 수 있는 법안) 도입 및 NDAA(국방수권법), Buy America Act(미국산 우선구매법) 개정이 필요함 2) 상선: 상선 동맹국 파트너십법(Merchant Marine Allies Partnership Act – 존스법(Jones Act) 개정안) 및 Ships for America Act 도입 필요 3) 미국 MAP(Maritime Action Plan) 발표를 통해 미국 내 조선, 해운 산업 회복을 위한 프로그램에 대해 예산 근거 확보. 이후 전략상선단 발주 예상

자료: 언론보도, NH투자증권 리서치본부 정리

조선

투자유망종목 1: HD현대중공업(329180.KS) - 목표주가 800,000원

- 친환경 기술(이중연료, 연료 효율성 개선)에 기반해 글로벌 조선업계를 주도. 글로벌 1위 대형 선박용 엔진 제작사로써 엔진 공급 부족 상황에서 수익성 극대화 가능. 생산성 개선을 바탕으로, 독보적인 수익성 시현 중. 2026년 예상 신규 수주 규모는 142억달러로 전망
- HD현대중공업-HD현대미포는 2025년 12월 1일자로 합병 예정. 합병 목적은 특수선 사업 확대. HD현대미포 도크 4개 중 2개를 특수선용으로 전환. 현재 1조원 수준의 특수선 매출액을 2030년 7조원, 2035년 10조원까지 확대하는 것이 목표
- 추가적인 기업가치 상승 여력 보유. 1) HD현대미포과의 합병 이후 특수선 수주 성공, 2) HD현대그룹 내 해외 조선소의 수주 및 실적 개선(싱가포르 법인 기업 가치 상승, 지분 40% 보유), 3) 생산성 개선, 비용 안정화에 따른 상선 부문 수익성 추가 상향 등

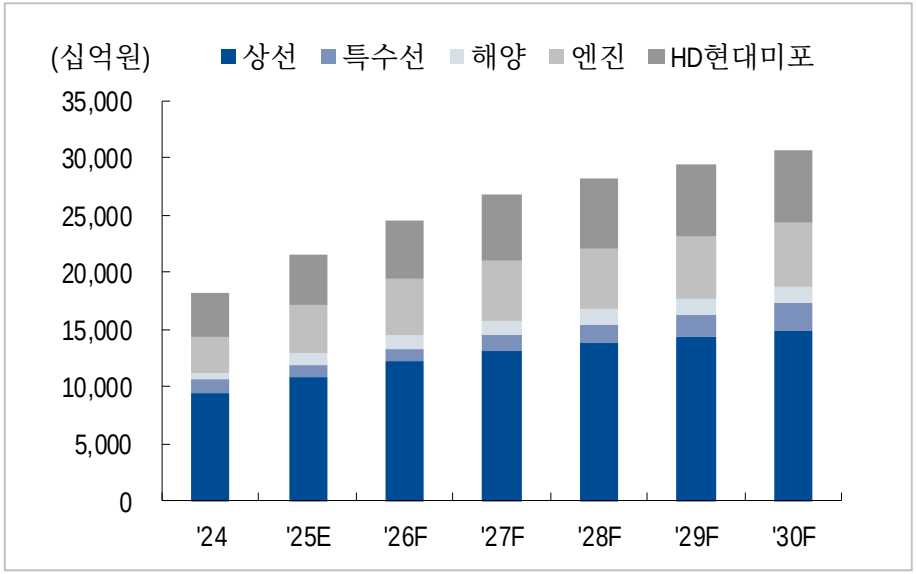
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	14,486	17,181	19,553	21,127
영업이익	705	2,086	2,810	3,187
영업이익률 (%)	*4.9*	*12.1*	*14.4*	*15.1*
EBITDA	1,011	2,444	3,172	3,542
순이익	622	1,376	2,127	2,496
지배지분 순이익	622	1,376	2,127	2,496
EPS (원)	7,001	15,268	20,268	23,778
PER (배)	41.1	34.1	25.7	21.9
PBR (배)	4.5	8.3	6.6	5.4
ROE (%)	11.4	22.4	28.7	27.2
Net Debt(-Cash)	-1,062	-2,327	-3,373	-4,665

현재가(11/7, 원)	521,000	외국인지분율	11.2%
시가총액(십억원)	46,250.8	배당수익률('25E)	0.76%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

통합 HD현대중공업의 중장기 매출액 전망



주: HD현대미포 매출액은 연결 조정 반영
자료: HD현대중공업, NH투자증권 리서치본부 전망

지속될 겨울

I. 유가의 완만한 하향 안정화 지속 전망

II. 석유화학 공급 과잉 장기화 전망

III. 개선 기대감 유효한 합성고무

IV. 투자유망종목

Analyst: 최영광
Tel 02)2229-6755 | e-mail yk.choi@nhsec.com

정유/화학: 지속될 겨울

2026년에도 유가 하향 안정화 추세는 이어질 전망이다. 전 세계 석유 공급 증가량이 수요 증가량을 상회하며 수급 밸런스 완화 기조가 지속될 것으로 예상한다. 석유제품의 경우 수급 밸런스가 타이트해 정제마진은 견조한 수준을 이어갈 전망이다. 다만, 현재 배럴당 10달러를 상회하는 정제마진은 단기간 내 생산 차질 집중에 따른 오버슈팅 구간으로 판단하며 향후 완만히 하향 조정될 것으로 예상한다.

석유화학제품 스프레드는 4년째 부진하다. 수요는 2022년을 저점으로 개선되고 있고, 원가 부담은 2022년을 고점으로 매년 낮아지고 있음에도 스프레드가 부진한 데 이는 극심한 공급 과잉 때문이다. 일각에서는 중국의 석유화학 산업 구조조정 및 이에 따른 공급 과잉 해소를 기대하나, 중국의 감산 의지는 보이지 않는다. 오히려 2027년까지 중국을 중심으로 증설 사이클이 지속됨에 따라 공급 과잉은 장기화될 전망이다.

정유/화학산업에 대한 투자의견 Neutral을 유지한다. 유가 하락, 공급 과잉 장기화 등은 펀더멘털과 센티먼트 모두에 부정적이다. 업종 최선호주로는 금호석유화학을 제시한다. 공급 부담에서 자유로운 합성고무의 견조한 스프레드가 지속되는 가운데 NB Latex의 수익성 회복이 예상된다. 게다가 2026년에는 SSBR, EPDM 등 고부가 제품 설비를 추가 가동할 예정으로, 믹스 개선에 따른 실적 성장을 이어갈 전망이다.

I. 유가의 완만한 하향 안정화 지속 전망

2026년에도 전 세계 석유 공급 증가량이 수요 증가량을 상회할 것으로 예상됨에 따라 유가는 하락세를 이어갈 전망이다. 다만, 수급 밸런스 완화 규모는 2025년 대비 감소해 두바이유 가격의 하락폭은 전년 대비 제한적일 것이다. 2026년 석유제품의 타이트한 수급 상황이 지속됨에 따라 정제마진은 견조한 수준을 이어갈 것으로 전망한다. 다만, 현재 배럴당 10달러를 넘는 정제마진은 단기간 내 생산 차질이 급증해 발생한 현상으로 판단하며 완만히 하향 조정될 것으로 예상한다.

II. 석유화학 공급 과잉 장기화 전망

2022년부터 석유화학제품 스프레드는 4년째 약세다. 수요는 2022년을 저점으로 개선되고 원가 부담은 2022년을 고점으로 낮아지고 있으나, 공급 과잉이 극심하기 때문이다. 일각에서는 중국의 구조조정에 따른 공급 과잉 해소를 기대하나 중국의 감산 의지는 포착되지 않는다. 오히려 2025~2027년 중국의 신규 증설 사이클이 이어져 공급 과잉은 장기화될 전망이다. 업황 반등은 수급 개선보다는 유가와 제품 가격이 바닥권에 도달해 가격 전가가 가능한 국면에 접어들어야 가능할 것이다.

정유/화학: 지속될 겨울

III. 개선 기대감 유효한 합성고무

SBR, BR 등 합성고무의 스프레드는 견조하다. 2011~2015년 증설 사이클 이후 현재까지 폐쇄 사이클이 이어져 왔고 앞으로도 예정된 증설이 없다. 2026년 EUDR(유럽산림벌채규정) 시행에 따른 천연고무 공급 축소는 대체재인 합성고무 가격 상승 요인이 될 전망이다. NB Latex는 2021~2024년 증설로 인해 누적된 공급 부담을 거의 해소했고, 수요 개선에 따른 수익성 개선이 기대된다. 특히, 한국 NB Latex는 미국의 동남아시아산 장갑 수입 증가에 따른 낙수효과를 누릴 전망이다.

IV. 투자유망종목

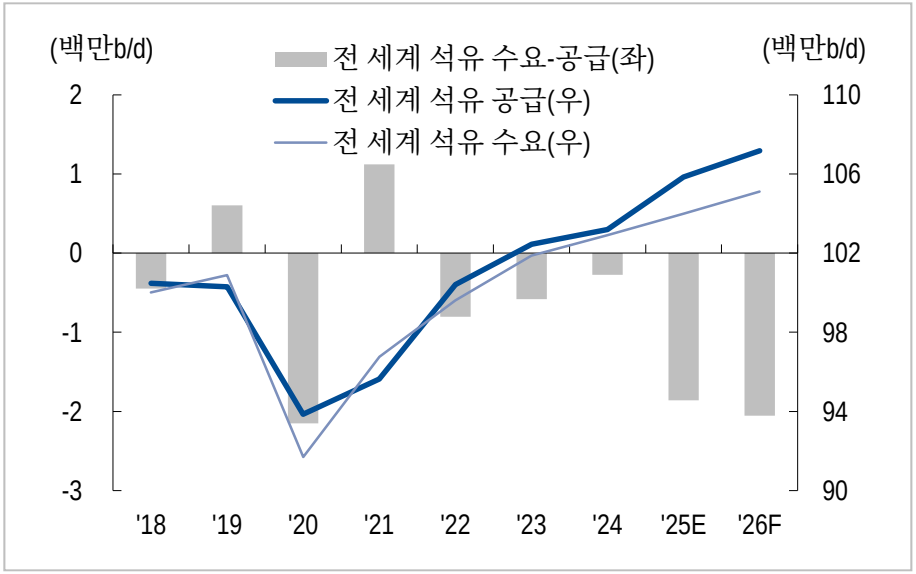
유가 하락세가 이어지는 가운데, 석유화학산업의 극심한 공급 과잉은 지속될 전망이다. 정유/화학 기업들의 주가 수익률이 코스피 지수 수익률을 하회할 것으로 예상하며 업종 투자의견 Neutral을 유지한다. 업종 최선호주로는 금호석유화학을 제시한다. 공급 부담에서 자유로운 합성고무의 견조한 스프레드가 지속되는 가운데 NB Latex의 수익성 회복이 예상된다. 게다가 2026년에는 SSBR, EPDM 등 고부가 제품 설비를 추가 가동할 예정으로, 믹스 개선에 따른 실적 성장을 이어갈 전망이다.



2026년에도 석유 공급우위 상황은 지속

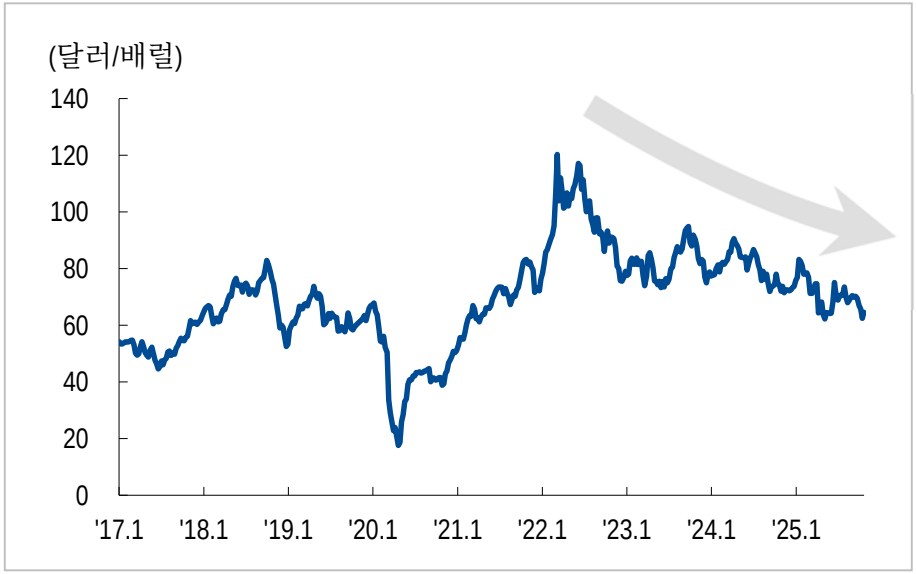
- 2025년 전 세계 석유 공급 증가량이 수요 증가량을 상회하는 등 석유 시장의 공급 우위 상황이 지속됨에 따라 국제 유가 하락세 지속. 2026년에도 석유 시장의 공급 과잉이 지속되며 유가는 하향 안정화 추세를 이어갈 전망. 미국과 OPEC+의 석유 증산 기조가 지속될 것으로 예상하기 때문
- 참고로 EIA(미국에너지정보청)은 2025년 10월 단기 에너지 전망 보고서를 통해 2025년 전 세계 석유 수요와 공급이 각각 전년 대비 108만b/d(+1.0% y-y), 267만b/d(+2.6% y-y) 증가하고, 2026년에는 각각 전년 대비 112만b/d(+1.1% y-y), 131만b/d(+1.2% y-y) 증가할 것으로 전망

연도별 전 세계 석유 수급 밸런스 추이 및 전망



자료: EIA 10월 STEO, NH투자증권 리서치본부 전망

두바이유 가격 추이

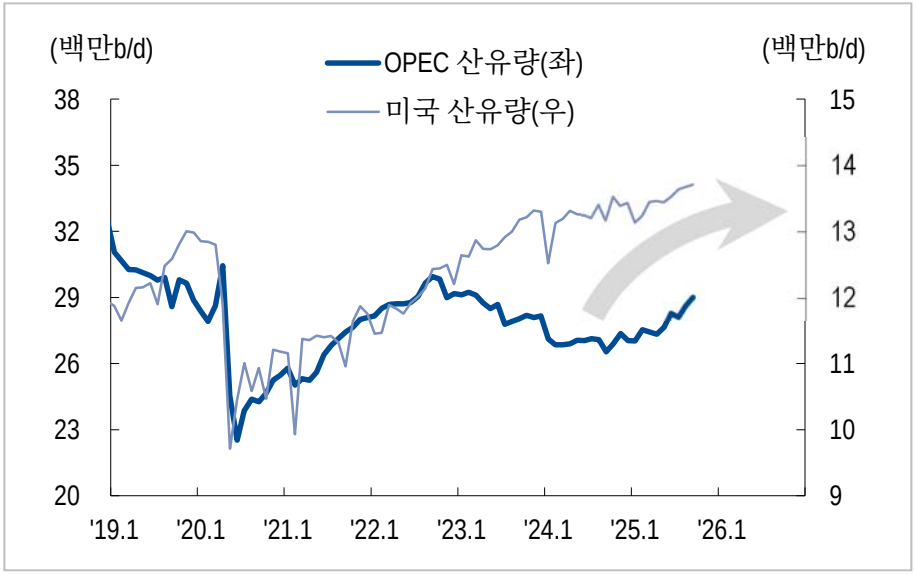


자료: Petronet, NH투자증권 리서치본부

다만, 유가 하락폭은 전년 대비 둔화할 전망

- 2026년에도 유가 하향 안정화 추세는 이어질 것으로 예상하나, 수급 밸런스 완화 규모가 2025년 대비 감소함에 따라 두바이유 가격의 하락폭은 2025년 하락폭(배럴당 약 10달러 예상) 대비 제한적일 것으로 예상. 유가 하락과 동반되는 역래깅 효과, 재고평가손실 등은 정유 기업 실적에 부정적 요인이지만, 그 규모는 전년 대비 감소할 전망
- 이는 공급 과잉 심화에 따른 가파른 유가 하락을 우려한 OPEC+의 생산 속도 조절이 예상되기 때문. 실제로 OPEC+는 11월 2일 회의에서 현재 진행 중인 13.7만b/d 규모의 증산을 2026년 1분기에는 일시 중단하기로 합의한 바 있음. 또한, 미국과 유럽의 러시아 원유 및 석유제품 제재 강화에 따른 반사 효과로 두바이유 수요가 보다 증가할 전망

OPEC과 미국의 산유량 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

OPEC+의 석유 생산량 목표치 (단위: 천b/d)

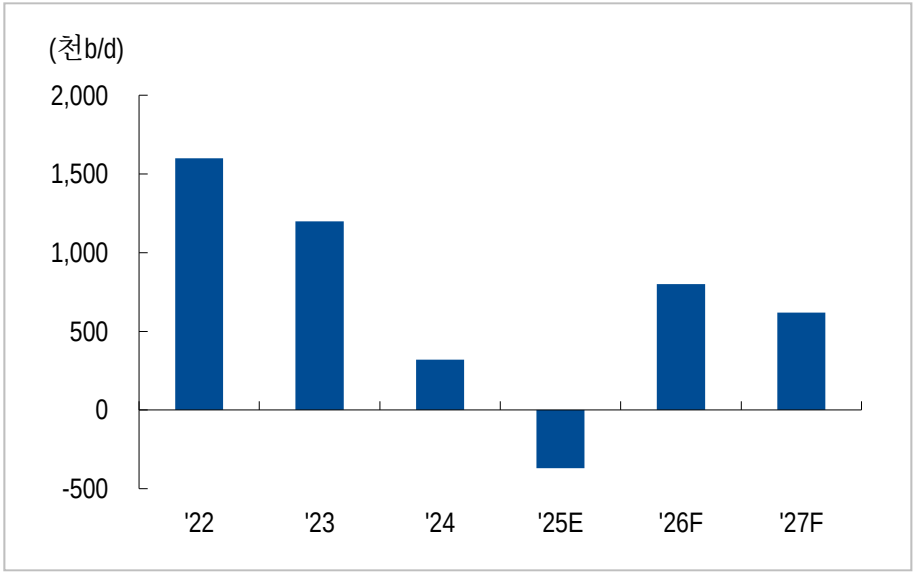
국가	'25.10	'25.11	'25.12	'26.1	'26.2	'26.3
알제리	963	967	971	971	971	971
이라크	4,237	4,255	4,273	4,273	4,273	4,273
쿠웨이트	2,559	2,569	2,580	2,580	2,580	2,580
사우디아라비아	10,020	10,061	10,103	10,103	10,103	10,103
아랍에미리트	3,387	3,399	3,411	3,411	3,411	3,411
카자흐스탄	1,556	1,563	1,569	1,569	1,569	1,569
오만	804	808	811	811	811	811
러시아	9,491	9,532	9,574	9,574	9,574	9,574
합계	33,017	33,154	33,292	33,292	33,292	33,292
전월 대비 증감량	137	137	138	0	0	0

자료: OPEC, NH투자증권 리서치본부

정제마진은 견조한 수준을 이어갈 전망

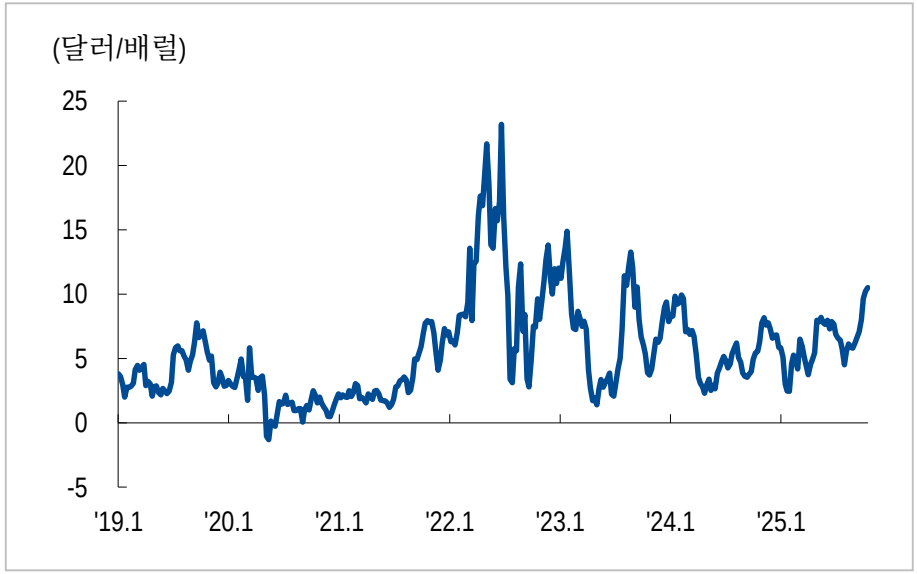
- 석유제품의 경우 2026년에도 타이트한 수급 상황이 지속될 것으로 예상됨에 따라 연평균 배럴당 7달러 수준의 견조한 정제마진은 지속 가능할 전망. 2025년 전 세계 정유 설비 규모는 37만b/d 감소한 가운데 2026년에도 순증설 규모가 80만b/d에 불과해, 석유 수요 증가량 112만b/d(+1.1% y-y)를 하회할 전망
- 다만, 현재 배럴당 10달러를 상회하는 정제마진은 완만히 하향 조정될 것으로 예상. 2025년 9월 이후 신규 정유 설비(나이지리아 Dangote)의 기술 결함, 미국과 유럽 내 정유 설비 화재 및 노후 설비 폐쇄, 우크라이나의 러시아 정유 설비 폭격 등 세계 각지에서 생산 차질 현상이 단기적으로 급증하면서 발생한 오버슈팅 구간으로 판단하기 때문

전 세계 정제설비 순증설 규모 전망



자료: 산업자료, NH투자증권 리서치본부 전망

국내 복합정제마진 추이

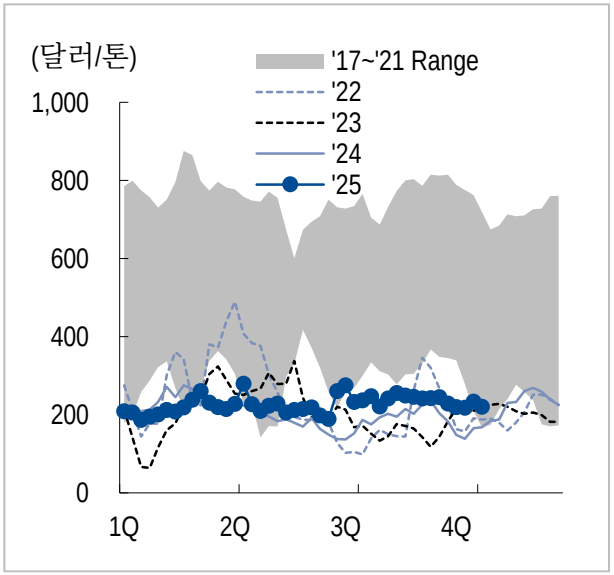


자료: S&P Global, Petronet, NH투자증권 리서치본부

스프레드 약세 지속

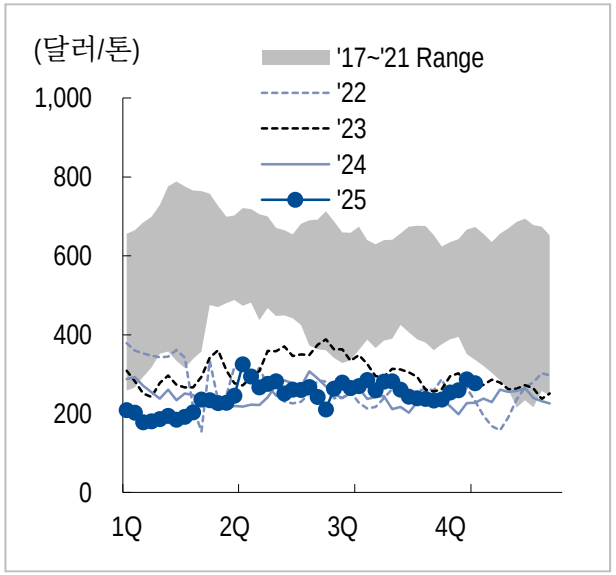
- 석유화학제품 스프레드는 2022년부터 현재까지 4년째 약세 지속 중. 대표적인 석유화학제품인 에틸렌의 납사 대비 스프레드는 톤당 2021년 401달러에서 2022년 235달러로 하락한 뒤 현재까지 손익분기점 수준(250~300달러/톤)을 지속 하회하고 있음
- 기초유분 중에서는 합성고무의 원료로 사용되는 부타디엔의 스프레드가 상대적으로 견조한 수준을 유지하고 있지만, 벤젠, 톨루엔, 자일렌 등 아로마틱스 제품들의 스프레드가 2025년 중 더욱 축소되며 업스트림 전반의 스프레드 약세 지속 중. 한편, 에틸렌과 같은 기초유분 뿐만 아니라 PE, PP, ABS, PVC 등 다운스트림 제품들의 스프레드도 크게 부진한 상황

에틸렌 스프레드



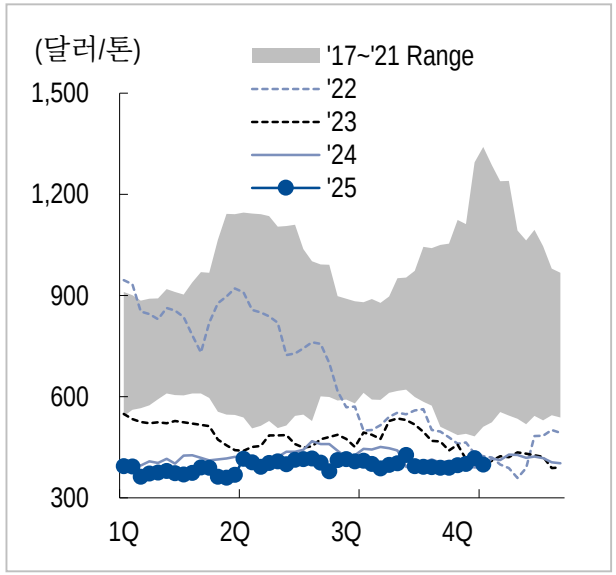
자료: S&P Global, NH투자증권 리서치본부

HDPE 스프레드



자료: S&P Global, NH투자증권 리서치본부

PVC 스프레드

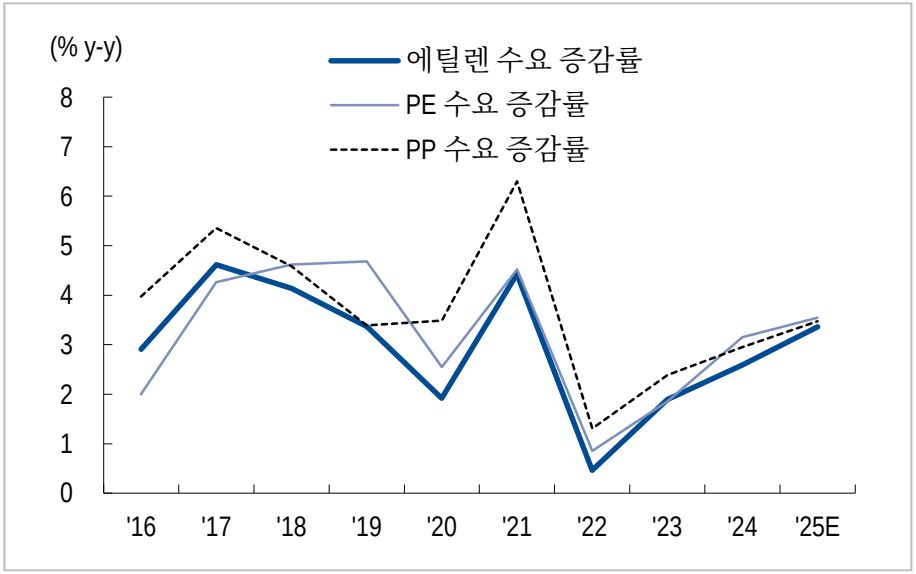


자료: S&P Global, NH투자증권 리서치본부

수요 개선세에도 불구하고 스프레드는 약세

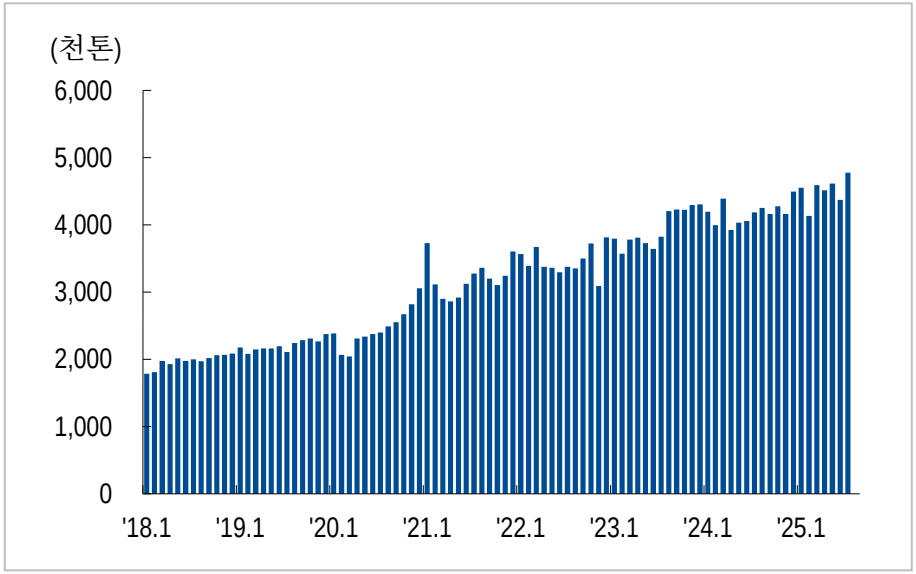
- 전 세계 화학제품 수요 성장률은 2022년을 저점으로 지속 확대 중. 특히, 2023년 리오프닝 이후 중국의 GDP 성장률은 글로벌 GDP 성장률을 상회하면서 화학제품 수요 개선을 주도하고 있음
- 기초유분으로써 사용처가 가장 많은 에틸렌의 경우 중국 내 수요가 2023년에는 전년 대비 14.2% 증가했고, 2025년 8월 누적 기준으로는 전년 대비 10.4% 증가하는 등 증가세 지속. 다운스트림의 PE, PP 역시 중국 내 수요는 2025년 8월 누적 기준 각각 전년 대비 11.3%, 13.6% 증가. 그러나 수요를 상회하는 공급으로 인해 스프레드 개선세는 나타나지 않고 있는 상황

전 세계 석유화학제품 수요 성장률 – 2022년 저점으로 개선세



자료: S&P Global, NH투자증권 리서치본부 전망

중국 에틸렌 수요 추이

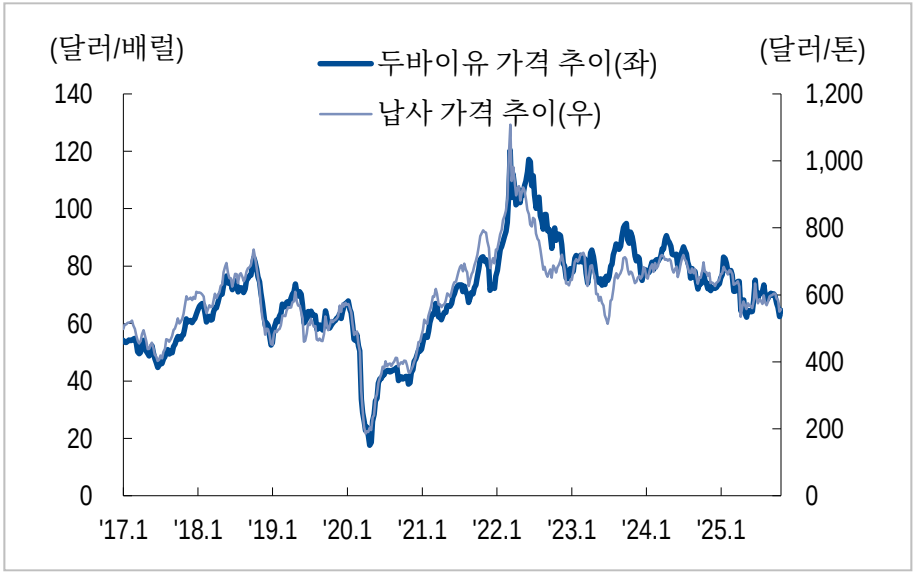


자료: Mysteel Data, NH투자증권 리서치본부

유가 하락에도 스프레드 개선 부재

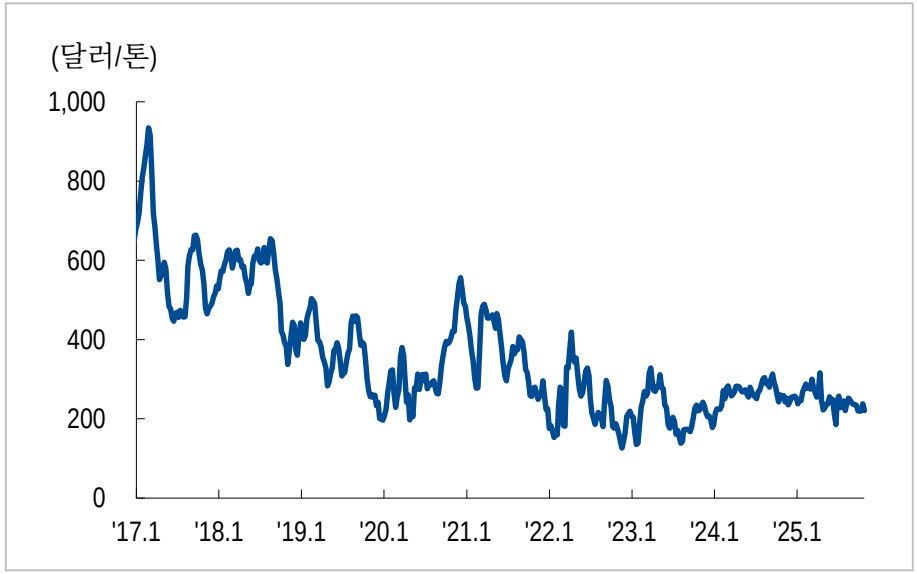
- 국제유가는 러우 전쟁으로 인해 지정학적 갈등이 극에 달했던 2022년을 고점으로 매년 하락세. 유가 및 납사 가격 하락으로 인해 석유화학 기업의 원가 부담이 완화되고 있음에도 불구하고 석유화학제품 스프레드는 회복의 기미 없이 저조한 수준에서 횡보 중
- 2025년에 이어 2026년에도 유가는 완만한 하향 안정화 추세를 이어갈 것으로 예상하지만, 유가 하락이 스프레드 개선으로 이어지지는 않을 것으로 전망. 석유화학제품은 수급 밸런스가 크게 악화되어 있어, 유가 하락 시 제품 가격도 함께 하락하기 때문. 오히려 가격 하락 구간에서 나타나는 역래깅 효과, 재고평가손실 등에 따라 실적 부진이 장기화될 수 있음에 유의 필요

두바이유 및 납사 가격 추이 – 2022년 이후 하락세



자료: S&P Global, Petronet, NH투자증권 리서치본부

기초유분 가중평균 스프레드 – 저조한 구간에서 횡보 중

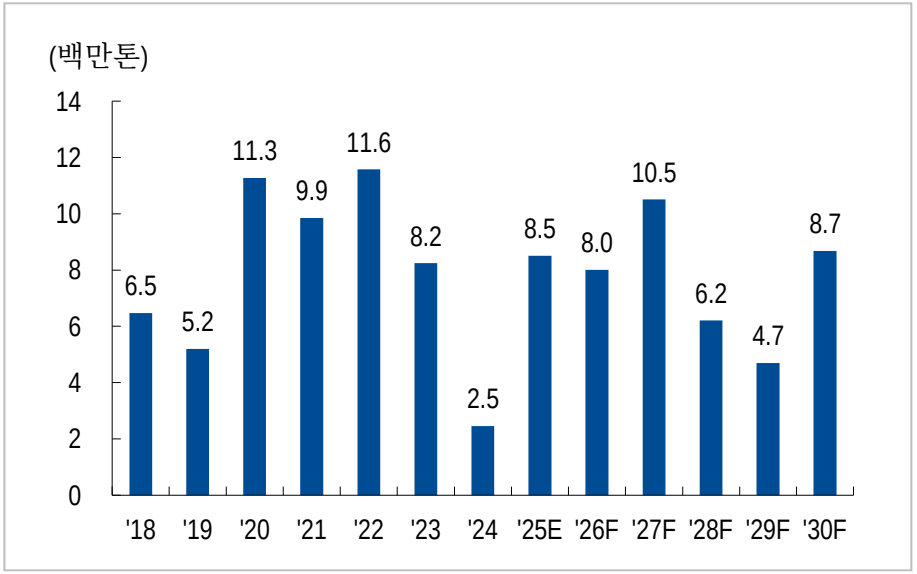


자료: S&P Global, NH투자증권 리서치본부

끝나지 않은 증설 사이클

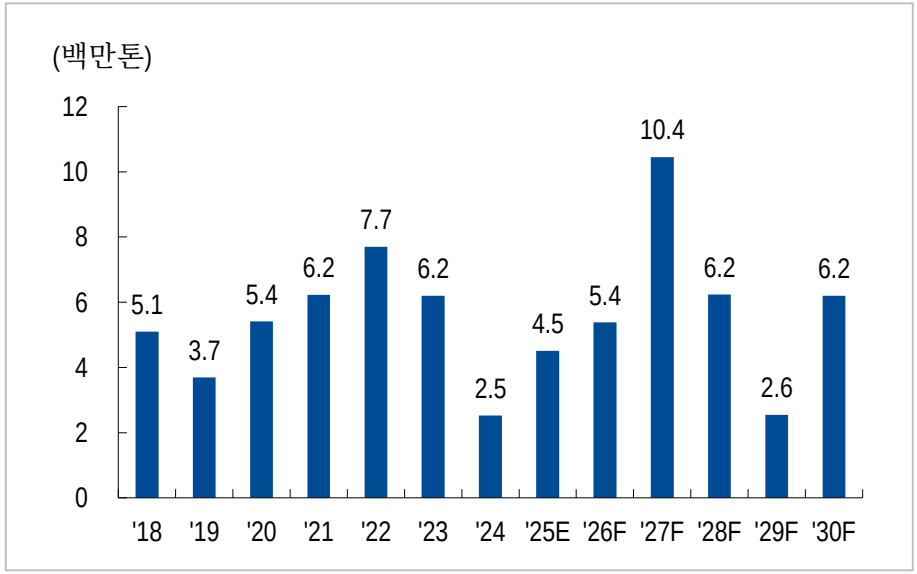
- 2022년부터 수요 개선과 원가 부담 완화가 동시에 나타나고 있음에도 불황이 지속되고 있는데 이는 결국 공급 과잉 때문. 2025~2027년에도 중국을 중심으로 신규 증설 사이클이 지속될 예정인 바, 공급 과잉에 따른 업황 부진은 장기화될 전망. 참고로 에틸렌 기준 전 세계 신규 증설에서 중국이 차지하는 비중은 2025년 81.0%, 2026년 66.3%, 2027년 59.2% 등
- 2025년 8월 발표된 S&P Global의 증설 전망 데이터 따르면 전 세계 에틸렌 생산능력은 2025년 2.34억톤(+3.8% y-y)에서 2026년 2.42억톤(+3.4% y-y), 2027년에는 2.53억톤(+4.3% y-y)으로 증가세를 지속할 전망. 에틸렌의 다운스트림 제품인 PE 생산능력의 경우 2025년 1.51억톤(+3.1% y-y)에서 2026년 1.57억톤(+3.6% y-y), 2027년 1.67억톤(+6.7% y-y)으로 확대될 전망

전 세계 에틸렌 생산설비 신규 증설 전망치



자료: S&P Global, NH투자증권 리서치본부 전망

전 세계 PE 생산설비 신규 증설 전망치

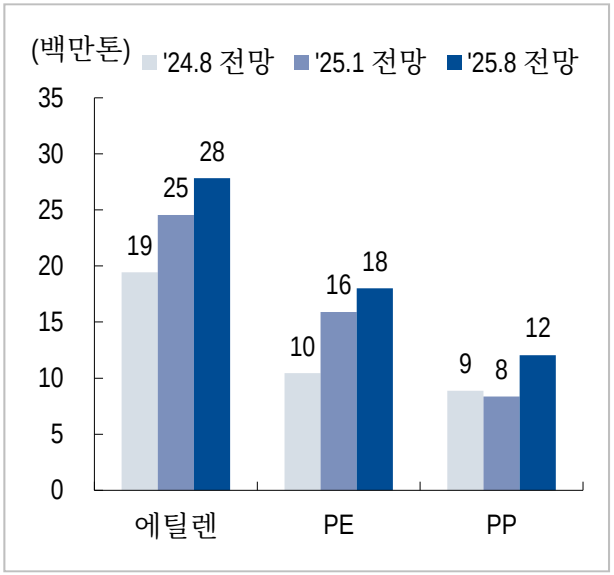


자료: S&P Global, NH투자증권 리서치본부 전망

중국의 감산 의지는 보이지 않음

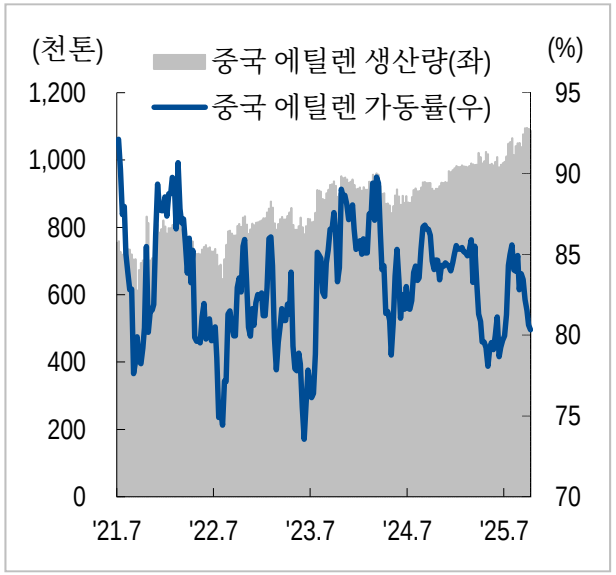
- 전 세계 석유화학제품 생산설비 신규 증설 전망치는 중국을 중심으로 계속 늘어나는 중. 일부 지역의 설비 폐쇄 규모를 중국의 신규 증설 규모가 크게 상회하기 때문. 일각에서는 중국 구조조정에 따른 석유화학산업 공급 과잉 해소를 기대. 그러나 중국의 감산 의지는 포착되지 않음. 오히려 중국은 생산설비 신규 증설 규모와 생산량을 늘리며 자급률을 높여가는 중
- 중국 2025~2030년 에틸렌 생산설비 증설 규모 전망치는 2024년 8월 1,943만톤이었으나, 2025년 8월에는 2,782만톤으로 43% 확대. 동기간 PE와 PP 생산설비 신규 증설 전망치는 각각 73%. 36% 증가했는데, 기초유분과 함께 다운스트림 제품 생산설비 신규 증설 규모도 늘어나고 있기 때문

중국 제품별 생산설비 신규 증설 전망치



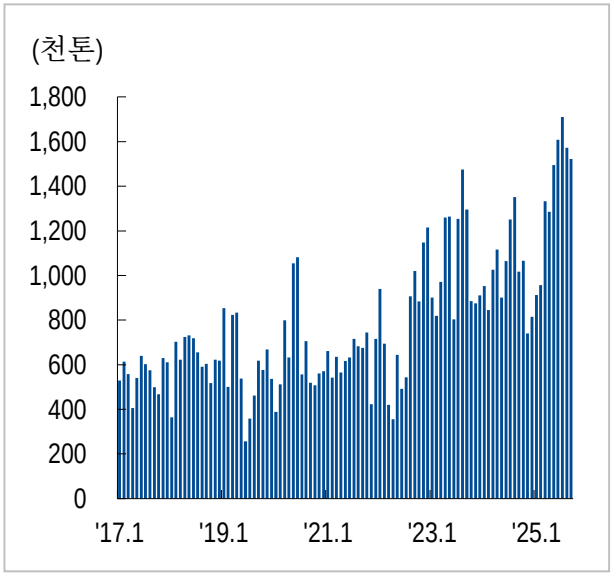
주: 2025~2030년 신규 증설 전망치 합산
자료: S&P Global, NH투자증권 리서치본부 전망

중국 에틸렌 생산량 및 가동률



자료: Mysteel Data, NH투자증권 리서치본부

중국 납사 수입량

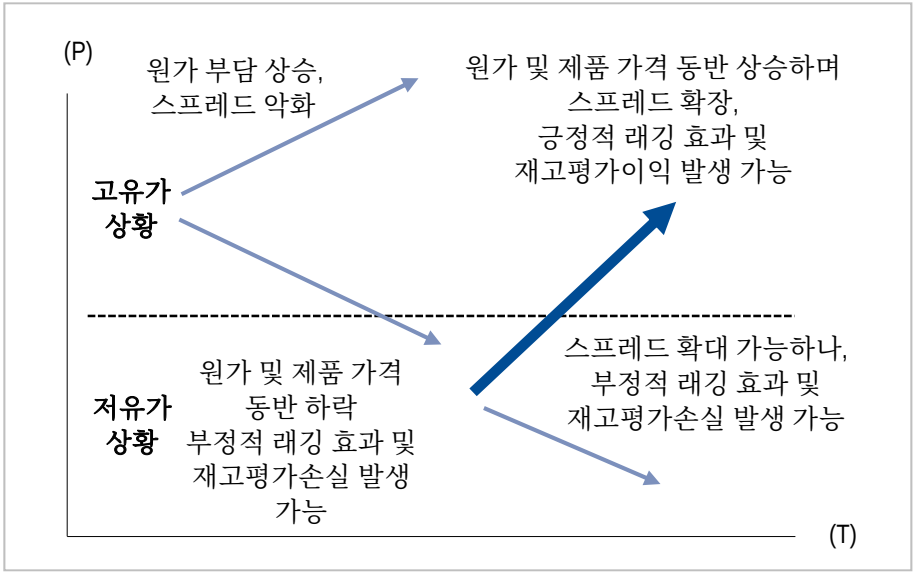


자료: Mysteel Data, NH투자증권 리서치본부

유가 바닥권 도달 시 기회가 생길 것

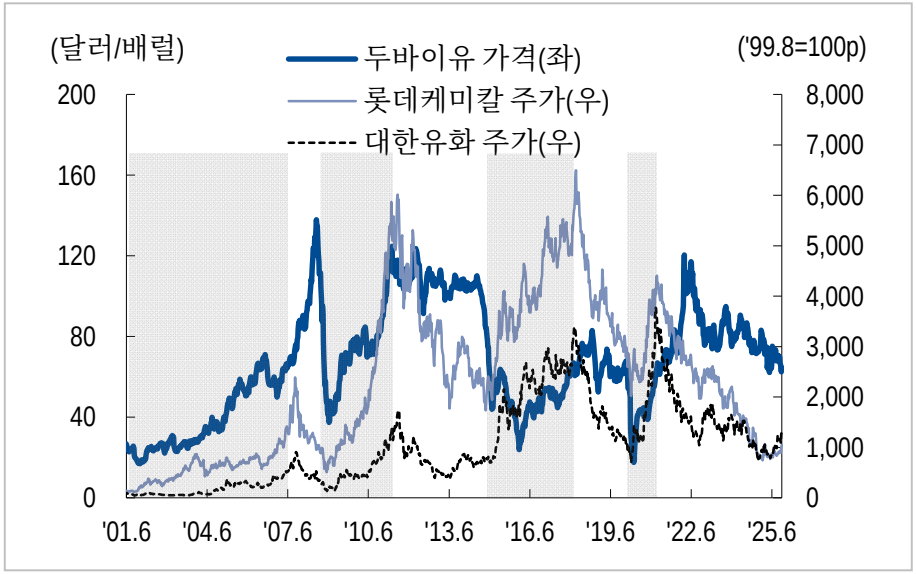
- 당사는 석유화학산업의 수요-공급 밸런스 개선 가능성이 낮은 바, 유가가 배럴당 30~40달러 수준으로 큰 폭 낮아지는 상황이 업황 반등의 트리거가 될 것이라고 판단. 과거 사이클 사례들을 살펴보아도 업사이클은 유가가 바닥권에서 상승하는 구간에서 발생했고, 하락하는 구간에서는 발생한 바 없음
- 유가와 제품 가격이 바닥권에 도달한 상황에서는 수요 개선에 가격이 민감하게 반응해 상승하며, 이 경우 전방에서의 가격 저항도 없어 원가 상승이 제품 가격에 충분히 전가되며 스프레드 확장이 나타나기 때문. 게다가 가격 상승 구간에서는 긍정적 래깅 효과와 재고평가이익 동반에 따른 가파른 실적 개선을 기대할 수 있음

저유가 상황에서 유가가 상승할 때 업사이클 도래



자료: NH투자증권 리서치본부

유가 및 NCC 기업 주가 추이

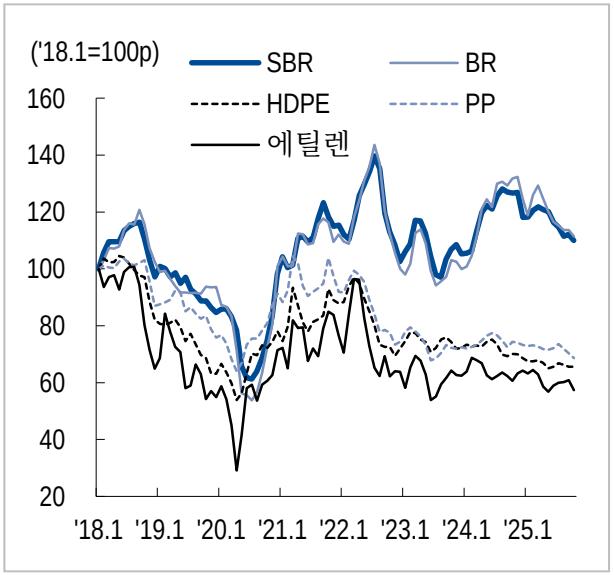


자료: Petronet, NH투자증권 리서치본부

합성고무의 상대적인 강세 지속될 전망

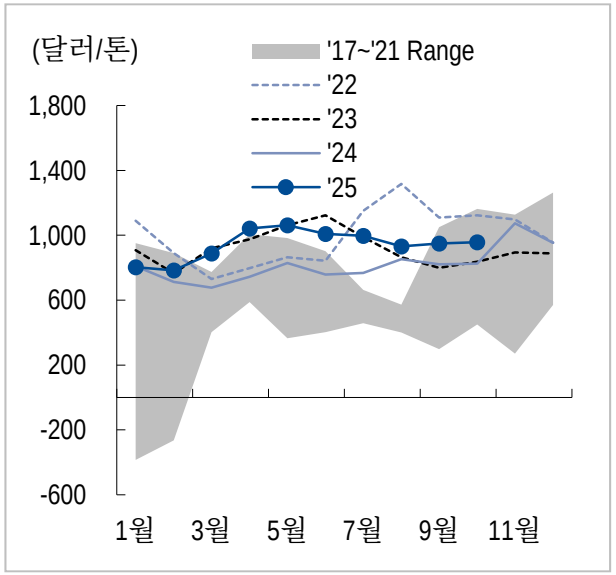
- 유가 하락이 제품 가격에도 하방 압력으로 작용하면서 대부분의 석유화학 제품 가격은 하락세를 지속하고 있는 반면, 타이어 및 신발 밑창 원료로 주로 사용되는 합성고무 계열 제품(SBR, BR 등) 가격은 기초유분, 합성수지, 합성섬유 등 공급 과잉이 극심한 석유화학 제품 가격에 비해 상대적인 강세를 보이는 중
- 에틸렌, PE, PP 등 대부분의 석유화학 제품 스프레드가 과거 평균치를 크게 하회하는 바닥권에서 횡보하고 있는 반면, SBR, BR 등 합성고무 제품 스프레드는 가격 강세를 바탕으로 과거 평균치를 상회하는 견조한 수준을 이어가는 중. 합성고무 가격과 스프레드의 상대적인 강세는 앞으로도 지속될 전망

합성고무 가격 상대적 강세 지속



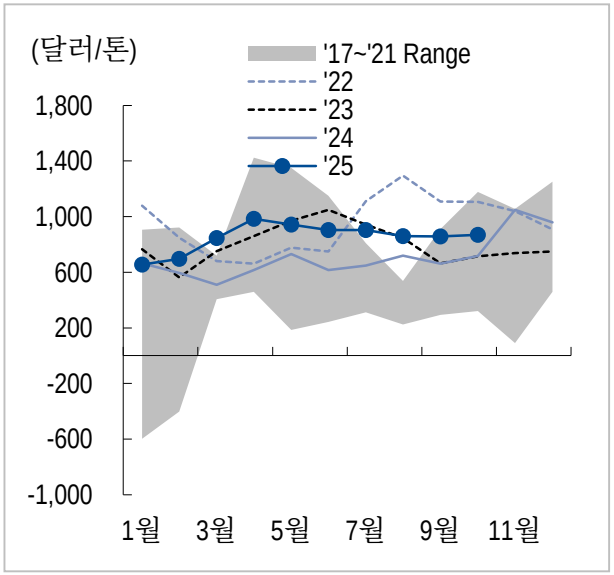
자료: S&P Global, KITA, NH투자증권 리서치본부

SBR 스프레드 추이



자료: S&P Global, KITA, NH투자증권 리서치본부

BR 스프레드 추이

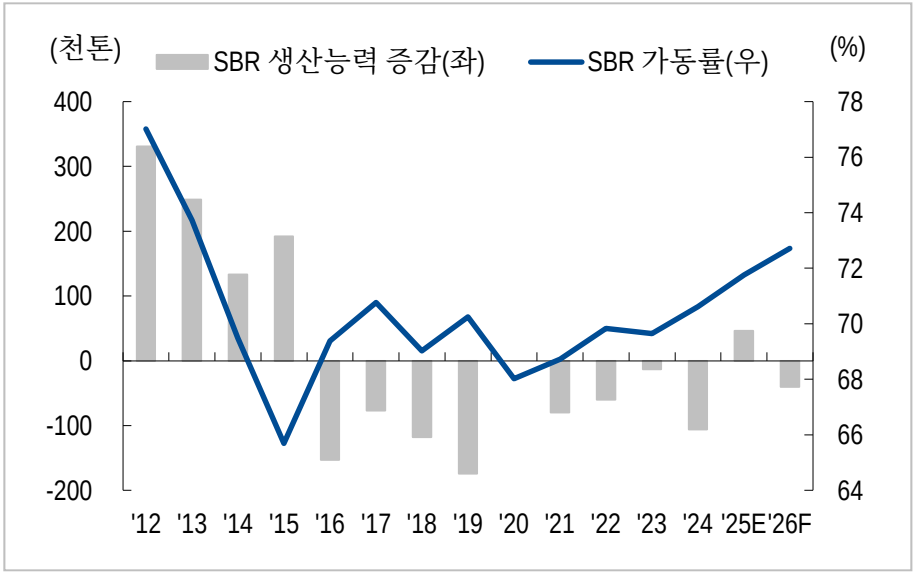


자료: S&P Global, KITA, NH투자증권 리서치본부

합성고무 강세는 타이트한 수급 밸런스 덕분

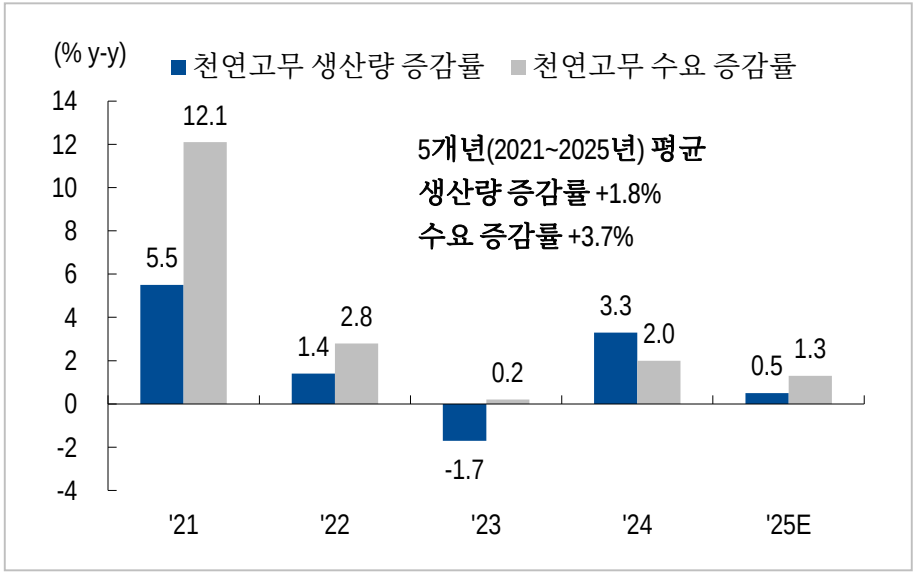
- 합성고무의 가장 큰 차별화 포인트는 공급. 합성고무 제품군은 2011~2015년 대규모 증설 사이클을 경험한 이후, 2016년부터 현재까지는 오히려 설비 폐쇄 사이클이 진행 중. 이로 인해 글로벌 SBR 생산능력은 2015년 말 510만톤에서 2025년 말 437만톤으로 감소할 것으로 예상. 10년간 폐쇄된 설비 규모는 전 세계 생산능력의 약 14%. 앞으로도 예정된 증설이 없어, 합성고무 스프레드는 강세를 이어갈 전망
- 2026년에는 EUDR(European Union Deforestation Regulation, 유럽산림벌채규정)이 시행될 예정인데, 규제 준수를 위한 인증 과정에서 시간과 비용이 추가로 소요될 것으로 예상되는 바, 천연고무보다 수익성이 높은 작물로의 재배 대체가 가속화되며 천연고무의 공급 부족이 심화될 전망. 이에 따른 천연고무 가격 강세는 대체재이자 보완재인 합성고무 가격에 상방 압력을 가하는 요인으로 작용할 것

글로벌 SBR 생산능력 변화(증설/폐쇄) 추이



자료: S&P Global, NH투자증권 리서치본부 전망

천연고무 생산량 및 수요 증감률 추이

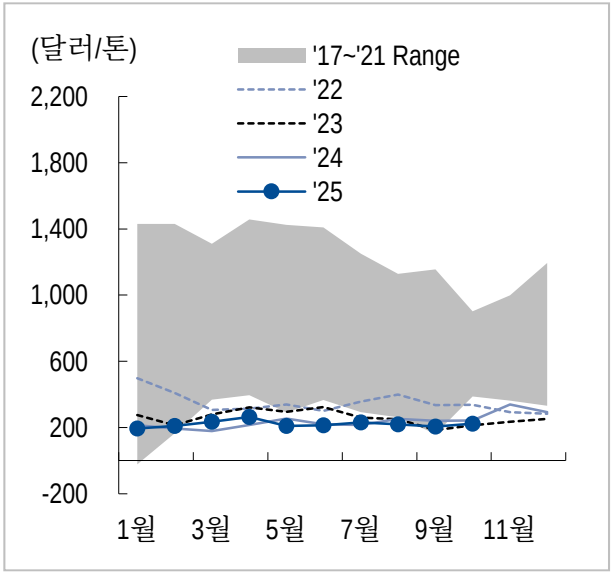


자료: S&P Global, NH투자증권 리서치본부 전망

명확한 NB Latex의 회복 방향성

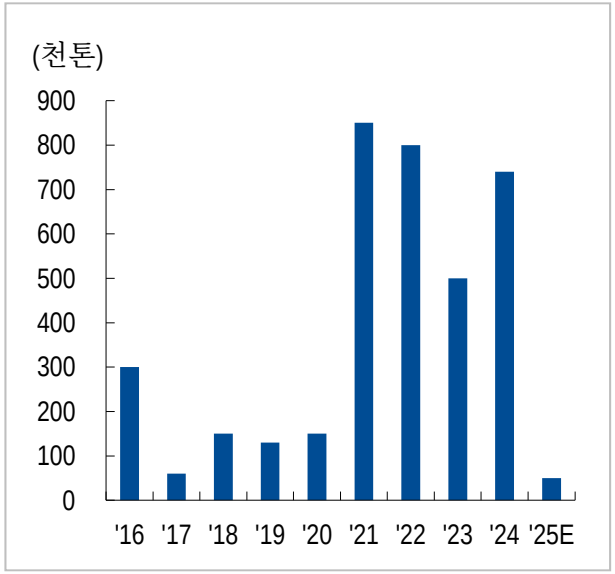
- NB Latex 역시 다른 합성고무 제품들과 마찬가지로 신규 증설이 없어 공급 부담이 제한적. 신규 증설이 거의 없었음에도 불구하고 2025년 스프레드 개선이 나타나지 않은 이유는 2021~2024년 증설 사이클로 인해 크게 낮아졌던 가동률과 미국 내 쌓인 라텍스 장갑 재고 등 누적된 공급 관련 부담을 해소하는 구간이었기 때문
- 그러나 전 세계 NB Latex 가동률은 2024년 초 50~60% 수준에서 현재 약 75~80%로 과거 평균치 수준까지 회복되었고, 재고 소진 이후 미국의 장갑 수입량 반등이 나타나면서 NB Latex 수요 역시 회복 중. 향후 NB Latex의 수익성은 제한적인 공급 부담과 라텍스 장갑 수요 개선세(2001~2024년 CAGR 8%)를 바탕으로 회복세를 보일 전망

NB Latex 스프레드



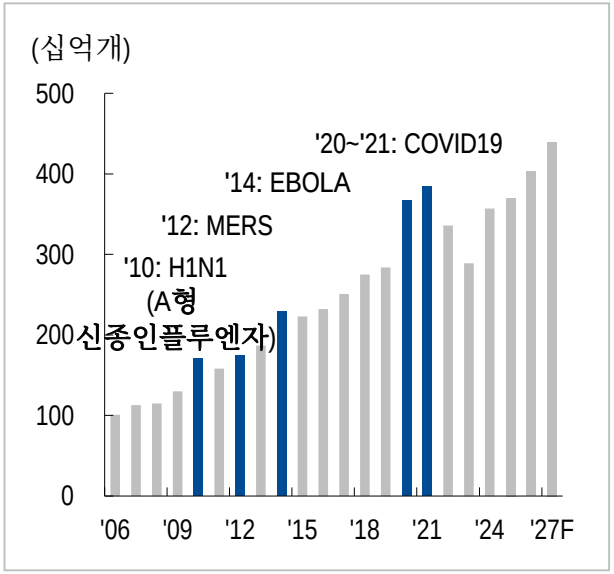
자료: S&P Global, KITA, NH투자증권 리서치본부

전 세계 NB Latex 생산설비 신규 증설 규모



자료: 산업자료, NH투자증권 리서치본부 전망

전 세계 라텍스 장갑 수요 추이

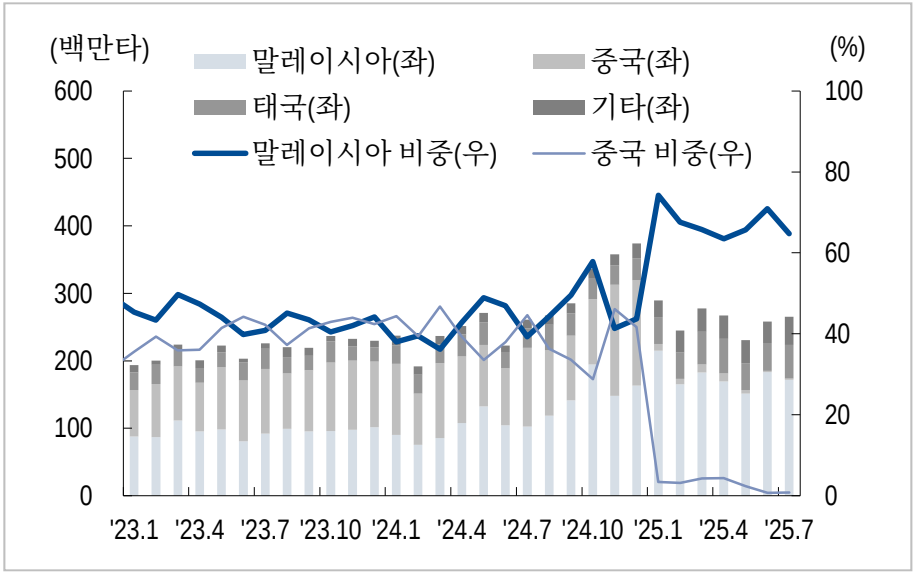


자료: Hartalega, NH투자증권 리서치본부 전망

한국 NB Latex는 미국 관세 정책 수혜 제품

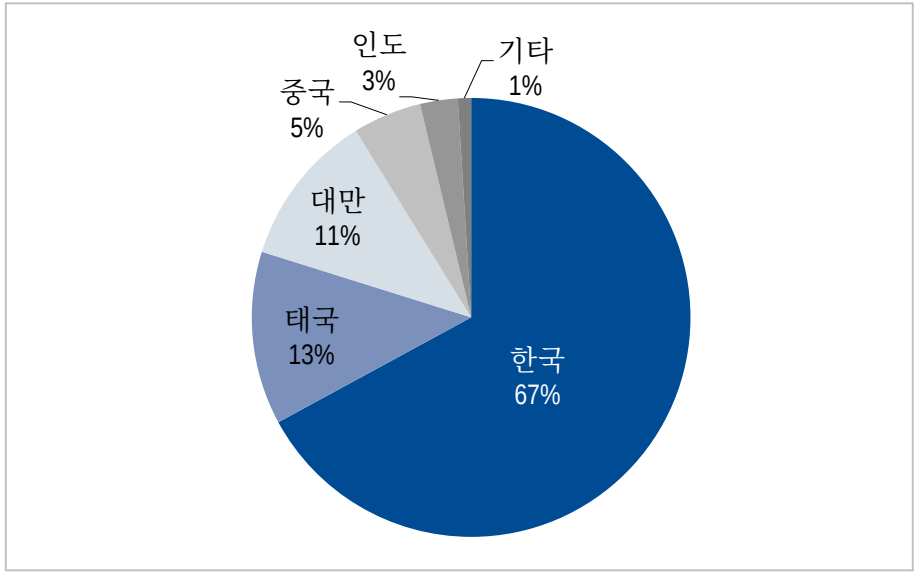
- 미국이 2025년 1월 1일부터 중국산 라텍스 장갑에 대한 관세를 50%로 상향(기존 7.5%)한 뒤, 미국의 장갑 수입량 중 중국산 비중은 2024년 39%에서 2025년 7월 기준 1% 미만으로 하락. 반면, 동남아시아(말레이시아, 태국, 베트남)산 장갑의 비중은 2024년 56%에서 2025년 94%로 급등
- 재고 소진 이후 미국의 장갑 수입량이 재차 증가하는 구간에서 가격 경쟁력을 잃은 중국산 장갑을 대신해, 동남아시아산 장갑 수요가 증가할 전망. 한국산 NB Latex는 이에 따른 낙수 효과를 누릴 전망. 동남아시아 장갑 제조업체들이 품질이 좋은 한국산 NB Latex를 원료로써 선호하기 때문. 말레이시아, 태국, 베트남의 한국산 NB Latex 수입 비중은 각각 67%, 63%, 61%. 품질이 저조한 중국산 NB Latex 수입 비중은 각각 5%, 3%, 8%에 불과

미국 라텍스 장갑 수입량 비중 – 중국산 하락, 말레이시아산 상승



자료: US ITC, NH투자증권 리서치본부

말레이시아 NB Latex 수입금액 국가별 비중



주: 2025년 8월 누적 기준
자료: KITA, NH투자증권 리서치본부

투자유망종목 1: 금호석유화학(011780.KS) - 목표주가 160,000원

- 금호석유화학은 업종 내 가장 건전한 재무구조와 이익창출능력을 보유한 기업. 2026년 영업이익은 전년 대비 29.3% 증가한 4,382억원(영업이익률 6.4%)으로 개선세를 이어갈 전망. 주로 내연기관차 타이어 원료로 사용되는 범용성 합성고무(SBR, BR 등)가 견조한 스프레드를 바탕으로 Cash Cow 역할을 하는 가운데, NB Latex의 수익성도 2025년 2분기를 저점으로 개선세를 이어갈 전망
- 또한, 금호석유화학은 2026년 초부터 SBR보다 부가가치가 높은 SSBR(전기차용 타이어 원료) 설비 3.5만톤(현재 가동 설비 12.3만톤)과, 특수고무 EPDM 설비 7만톤(현재 가동 설비 24만톤)을 추가 가동할 예정. 범용성 고무 제품 대비 수익성이 높은 특수고무 제품들의 판매 확대 등 믹스 개선을 통해 수익성 개선 흐름 이어갈 전망

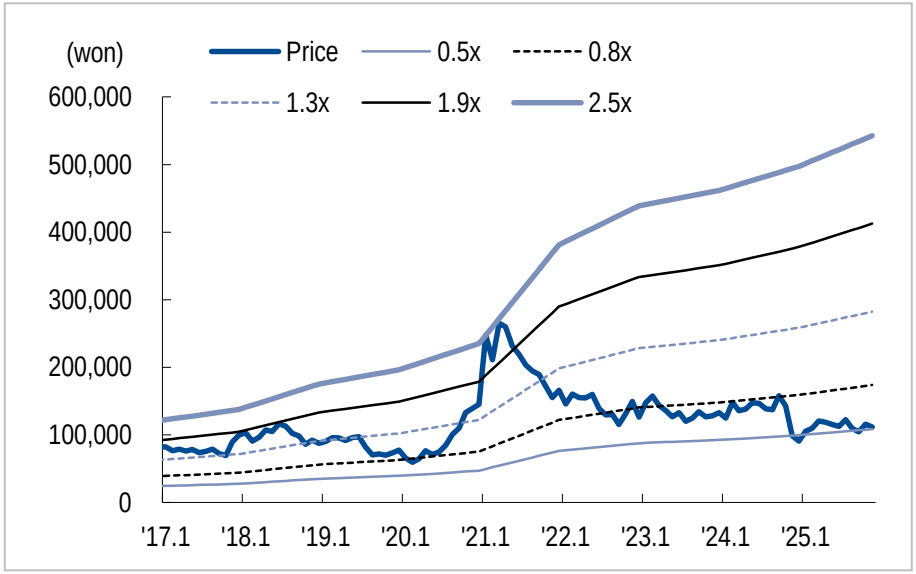
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	7,155	6,964	6,886	7,093
영업이익	273	339	438	493
영업이익률 (%)	*3.8*	*4.9*	*6.4*	*7.0*
EBITDA	548	630	772	841
순이익	349	385	495	547
지배지분 순이익	349	385	495	547
EPS (원)	12,308	14,214	17,716	19,601
PER (배)	7.4	7.9	6.3	5.7
PBR (배)	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE (%)	5.9	6.2	7.5	7.8
Net Debt(-Cash)	98	-114	-177	-485

현재가(11/7, 원)	111,700	외국인지분율	20.7%
시가총액(십억원)	2,907.7	배당수익률('25E)	2.4%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

PBR Band



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

방위사업 주도의 성장은 지속될 것

I. 글로벌 방위비 증가 지속 전망

II. 커져가는 글로벌 무기 수출 시장

III. 수출 증가 기대되는 한국 무기체계

IV. 투자유망종목

Analyst: 이재광
Tel 02)2229-6783 | e-mail jaekwang.rhee@nhsec.com

항공우주/방위: 방위사업 주도의 성장은 지속될 것

글로벌 방위비 증가 추세는 2026년에도 이어질 것으로 보인다. 방위비에서 무기도입비가 차지하는 비중도 상승하고 있다. 특히 러우 전쟁을 계기로 그동안 무기도입에 소극적이던 유럽 지역의 무기도입비 비중이 크게 상승하고 있는 상황이다. 한국도 마찬가지로 방위비 상승이 지속될 것으로 전망한다. 2026년 한국의 방위비는 전년비 8.2% 증가할 전망인데 이는 2008년 이후 최고 증가율이다.

글로벌 무기거래도 동시에 증가하고 있는데 러우 전쟁 영향으로 러시아의 무기 수출 시장 점유율은 급락한 반면, 유럽 지역의 무기 수입 시장 점유율은 급등하고 있다. 한국은 주요 무기수입국에서 주요 무기수출국으로 진화하고 있으며, 현재 수주잔고와 향후 기대되는 신규 수주를 감안하면 무기 수출 시장 점유율은 지속적으로 상승할 것으로 전망된다.

이에 따라 한화에어로스페이스와 쎄트렉아이를 업종 내 투자유망종목으로 추천한다. 한화에어로스페이스는 유증으로 확보한 자금을 통한 지속적인 성장 기반 확보가, 쎄트렉아이는 자체 운용 위성의 수출 임대 수익 증가와 국내 방위 위성 수주 증가에 따른 성장이 기대된다.

I. 글로벌 방위비 증가 지속 전망

제2차 세계대전 이후 형성된 세계 질서가 변화하면서 세력 간 갈등이 갈수록 심화하고 있어 글로벌 방위비 증가 추세는 2026년에도 이어질 것으로 보인다. 방위비 증가 영향으로 무기도입비도 증가 추세에 있다. 이뿐만 아니라 전체 방위비에서 무기도입비가 차지하는 비중도 상승하고 있다. 특히 러우 전쟁을 계기로 그동안 무기도입에 소극적이던 유럽 지역의 무기도입비 비중이 크게 상승했다. 한국은 방위력개선비를 2028년까지 연평균 11.3% 늘릴 계획이다.

II. 커져가는 글로벌 무기 수출 시장

글로벌 무기거래도 증가하고 있다. 아직 냉전 시대 대비 약 35% 낮은 수준이다. 각국의 무기 현대화 프로젝트가 이어지고 있는 점을 감안하면 무기거래의 지속적인 증가가 예상된다. 러우 전쟁 영향으로 러시아의 무기 수출 시장 점유율은 급락한 반면, 유럽 지역의 무기 수입 시장 점유율은 급등하고 있다. 한국은 주요 무기수입국에서 주요 무기수출국으로 진화하고 있다. 러우 전쟁 이후 해외 수주가 급증했고 이로 인해 주요 방산업체 수주잔고도 급증하였다.

항공우주/방위: 방위사업 주도의 성장은 지속될 것

III. 수출 증가 기대되는 한국 무기체계

한국의 주요 무기체계 수출은 향후에도 증가할 것으로 기대된다. FA-50은 폴란드 수출을 계기로 경공격기에서 경전투기로 진화, 수출 경쟁력이 높아질 것으로 본다. KF-21은 아직 초기 양산단계이나 스텔스기로의 확장이 가능한 유일한 4.5세대 전투기라는 점이 향후 수출을 기대하게 한다. 경쟁력 있는 가격 및 운용비 그리고 신속한 납품이 가능한 K9/천무/K2/레드백/천궁-II 등 무기체계 수출도 더욱 증가할 것으로 전망한다.

IV. 투자유망종목

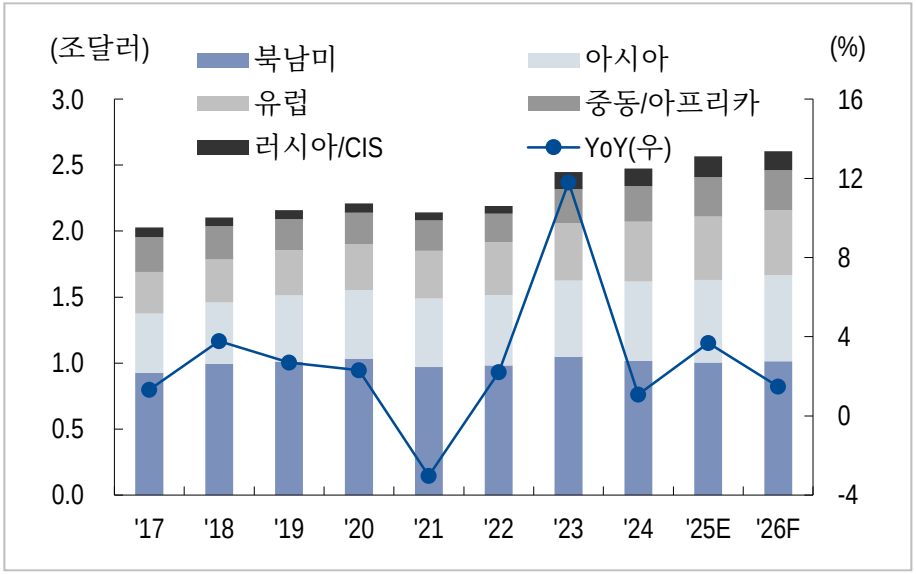
한화에어로스페이스와 쎄트렉아이를 업종 내 투자유망종목으로 추천한다. 한화에어로스페이스는 유증으로 확보한 자금을 통해 지속적인 성장 기반을 확보할 것으로 예상되며 2026년 타이곤 장갑차의 사우디아라비아 수출 및 K-NIFV의 루마니아 수출도 기대된다. 쎄트렉아이는 자체 운용 위성의 수출 임대 수익 증가와 국내 방위 위성 수주 증가에 따른 성장이 기대된다.



2026년에도 글로벌 방위비 역사상 최대치 경신 지속 전망

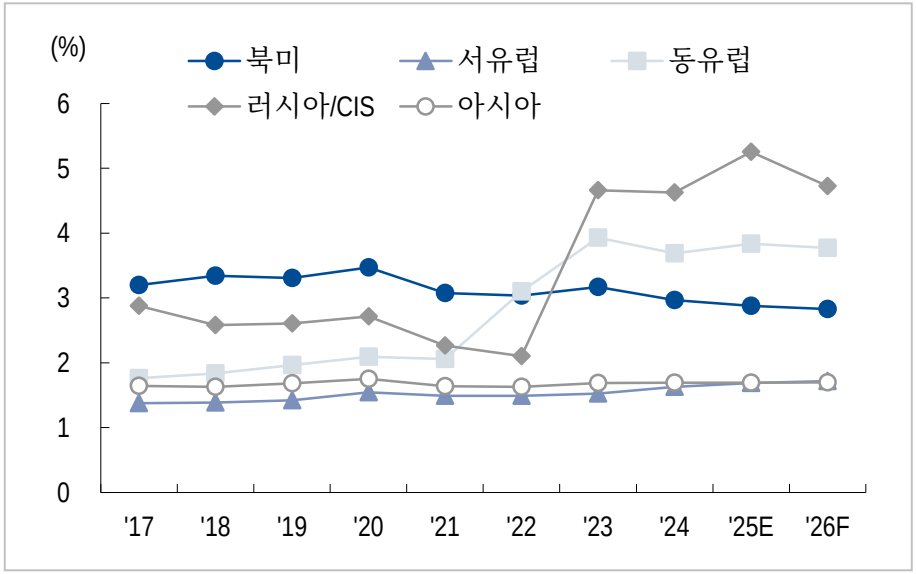
- 2025년 글로벌 방위비 2조5,660억달러로 전년비 3.7% 증가 전망. 12년 연속 증가하며 역사상 최대치를 경신. 가장 큰 원인은 러우 전쟁으로 인한 방위비 증가로 판단
- 러시아 방위비는 러우 전쟁 발발 전인 2021년 527억달러에서 2025년 1,440억달러로 173% 증가했으며, 동유럽은 100%(588억달러→1,175억달러). 서유럽은 21%(3,004억달러→3,620억달러) 증가
- 제2차 세계대전 이후 형성된 세계 질서가 변화하면서 세력 간 갈등이 갈수록 심화되고 있어 글로벌 방위비 증가 추세는 2026년에도 이어질 것으로 보임. 2026년 글로벌 방위비는 전년비 1.5% 증가한 2.6조달러로 예상

지역별 방위비



자료: Janes, NH투자증권 리서치본부

지역별 GDP 대비 방위비 비중

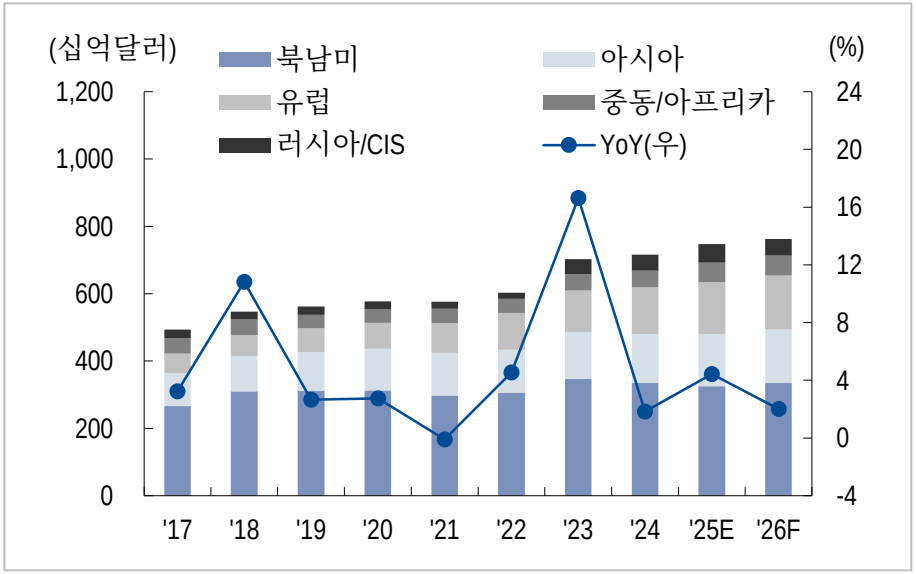


자료: Janes, NH투자증권 리서치본부

방위비 증가 추세 속, 무기도입비 비중도 상승

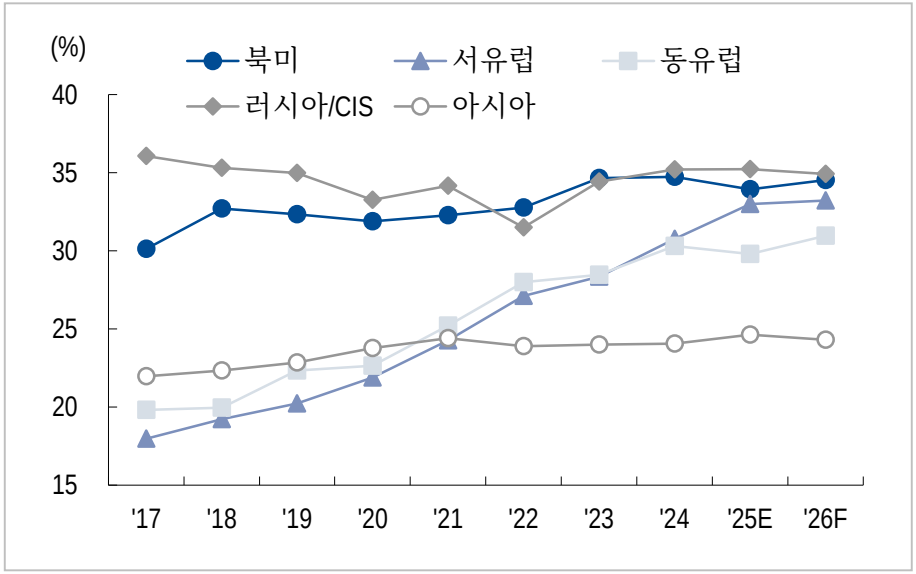
- 방위비 증가 영향으로 연구개발비를 포함한 무기도입비도 증가 추세에 있음. 2025년 글로벌 무기도입비는 7,480억달러(+4.4%)로 역사상 최대치를 경신할 전망. 이는 러우 전쟁 발발 전인 2021년 5,760억달러보다 1,710억 달러 많은 수준으로 30% 증가
- 전체 방위비에서 무기도입비가 차지하는 비중도 상승하고 있음(글로벌 평균 2021년 27%→2025년 29%). 특히 러우 전쟁을 계기로 그동안 무기 도입에 적극적이지 않았던 유럽 지역의 무기도입비 비중이 상승
- **유럽 지역을 필두로 각국의 무기현대화 프로젝트가 이어지고 있어, 글로벌 무기도입비 증가 추세는 향후에도 이어질 것으로 전망**. 2026년 글로벌 무기도입비는 전년비 2% 증가한 7,630억달러 예상

지역별 무기도입비



자료: Janes, NH투자증권 리서치본부

지역별 방위비 대비 무기도입비 비중

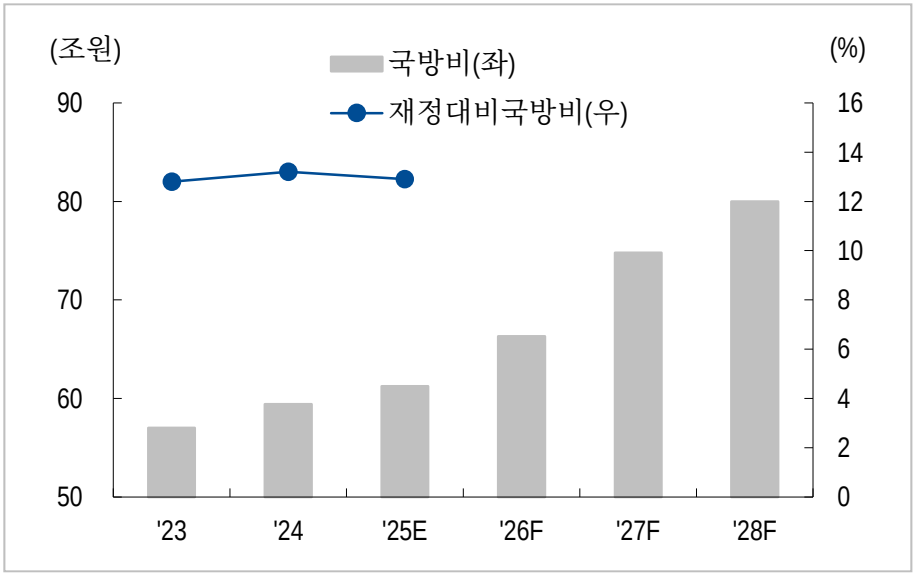


자료: Janes, NH투자증권 리서치본부

한국 방위력개선비 연평균 11.3% 확대 계획

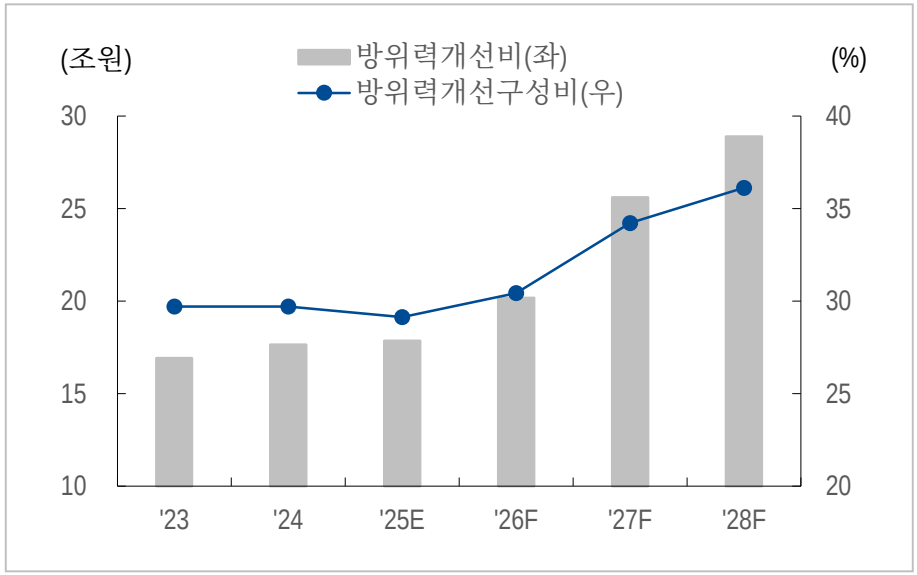
- 2025년 한국 국방비는 61.2조원으로 전년비 3.1% 증가했으며 정부 재정의 12.9%를 차지. 2000년 이후 연평균 5.9% 증가해왔으며, 2023년 12월 발표된 국방중기계획에 따르면 정부는 이를 2024년부터 2028년까지 연평균 7.7% 늘릴 계획
- 2025년 9월 정부가 국회에 제출한 예산안에 따르면 2026년 국방비는 전년비 8.2% 증가한 66.3조원. 2008년(8.7%) 이후 최고 증가율, 방위력개선비는 13% 증가한 20.2조원, 전력운영비는 6.3% 증가한 46.1조원
- 주로 무기 도입 및 개발 관련 예산으로 방산 기업 수익에 영향 미치는 방위력개선비는, 지속적인 북한 핵 위협 및 중국의 대만 침공 등 역내 안보 위협 상승 고려하면 향후에도 지속 증가할 것으로 예상

한국 국방비



자료: 국방부, NH투자증권 리서치본부

한국 방위력개선비

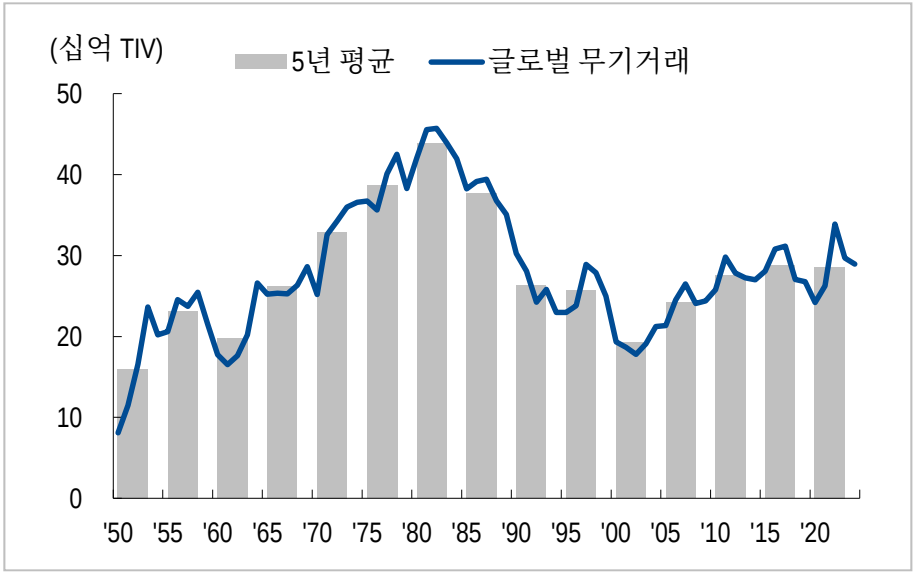


자료: 국방부, NH투자증권 리서치본부

글로벌 무기거래 높은 수준이나, 여전히 냉전 당시 대비로는 낮은 수준

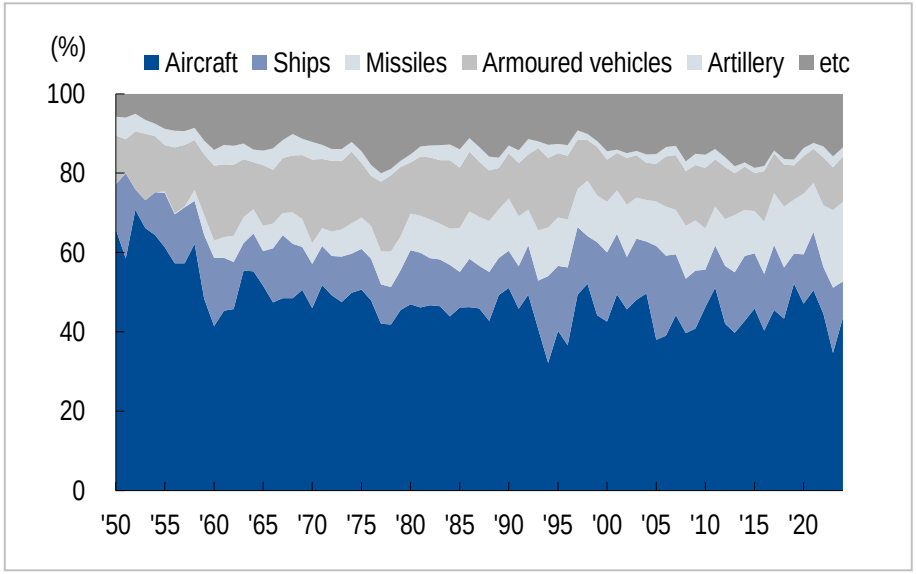
- 2020~2024년 평균 글로벌 무기거래 규모는 2015~2019년과 유사한 수준이었으나, 2010~2014년에 비해서는 3.9% 증가. 냉전 이후 두 번째로 높은 규모를 기록했으나, 냉전 기간 최고 수준(1980~1984년)에 비해서는 여전히 약 35% 낮은 수준
- 무력 분쟁과 정치적 긴장 심화에 따른 방위비 지출 증가 추세 속 각국의 무기 현대화 프로젝트가 이어지고 있는 점을 감안하면 글로벌 무기거래 규모는 향후 지속 증가할 것으로 판단
- 실제로 2020~2024년에 주요 무기를 가장 많이 수입한 국가 대부분은 수입한 무기를 해당 기간 내 실제 전투 작전에 사용. 무기 공급국 또한 상당수의 분쟁과 관련해 직접적 이해관계가 있거나, 해당 분쟁에 따른 긴장에 영향을 받고 있는 경우가 많음

글로벌 무기거래 규모



자료: SIPRI, NH투자증권 리서치본부

글로벌 무기체계별 거래 비중

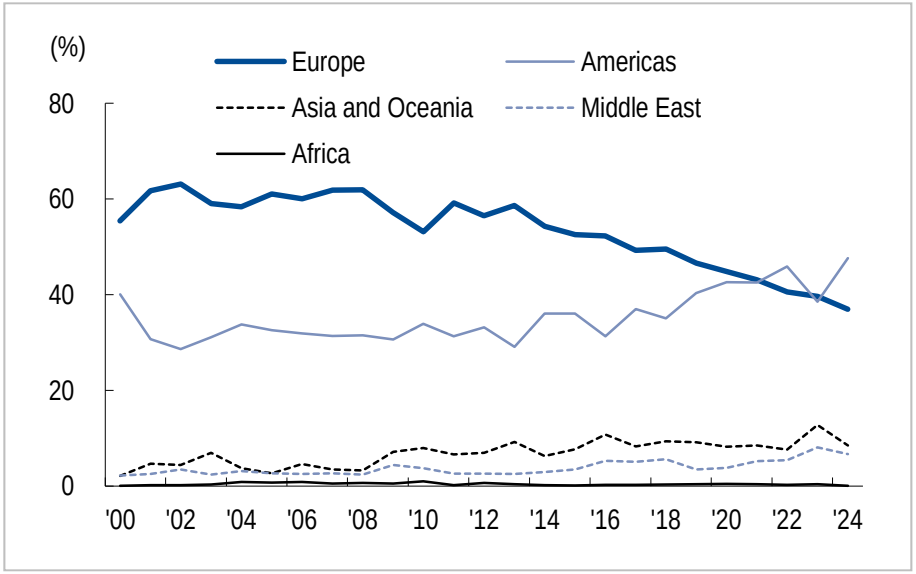


자료: SIPRI, NH투자증권 리서치본부

미국 제재 영향으로, 러시아 무기의 수출 시장 점유율 급락

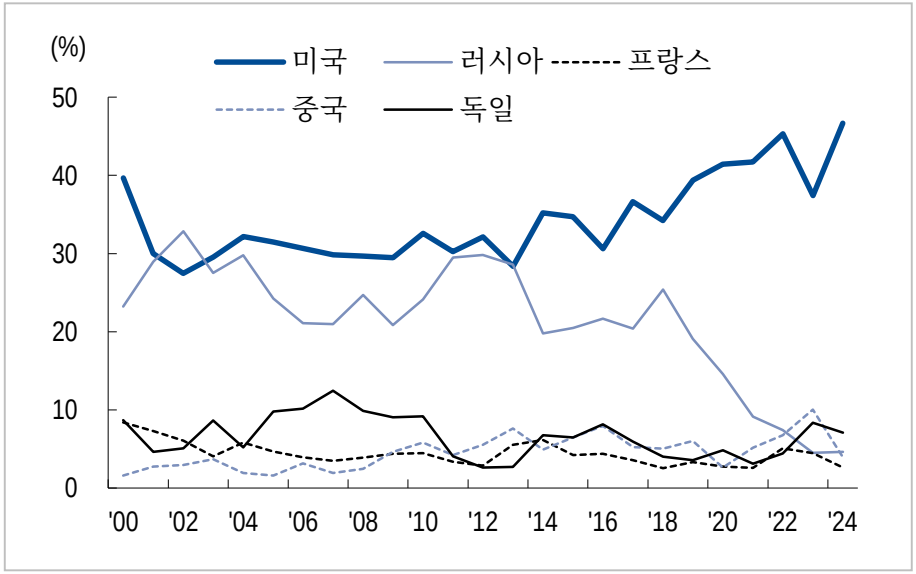
- 2020~2024년 64개 국가가 무기를 수출했으나 대부분 소규모이며, 상위 25개국이 전체 수출의 98%를 차지했으며 이 중 미국/프랑스/러시아/중국/독일 등 상위 5개국이 71%를 차지
- 미국의 무기 수출은 2015~2019년 대비 2020~2024년 21% 증가하였으며 수출 점유율은 35%에서 43%로 확대. 향후 알려진 무기 인도 계획을 고려하면 당분간 세계 최대 무기 수출국 지위 유지할 전망
- 반면 러시아의 무기 수출은 2015~2019년 대비 2020~2024년 절반으로 감소. 이는 2014년 러시아의 크림반도 강제 병합으로 인해 2017년 도입된 미국의 제재 법안 CAATSA(Countering America's Adversaries Through Sanctions Act) 영향. CAATSA는 러시아와 무기 거래를 하는 국가 혹은 기관에 대한 제재를 주요 골자로 함

지역별 무기 수출 시장 점유율



자료: SIPRI, NH투자증권 리서치본부

주요 국가별 무기 수출 시장 점유율

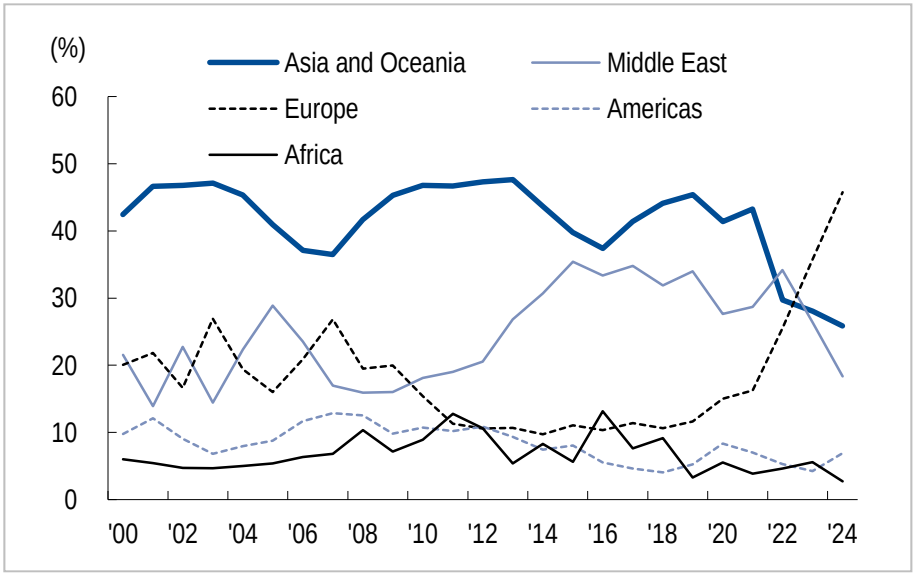


자료: SIPRI, NH투자증권 리서치본부

러우 전쟁 영향, 유럽 무기 수입 시장 점유율 급등

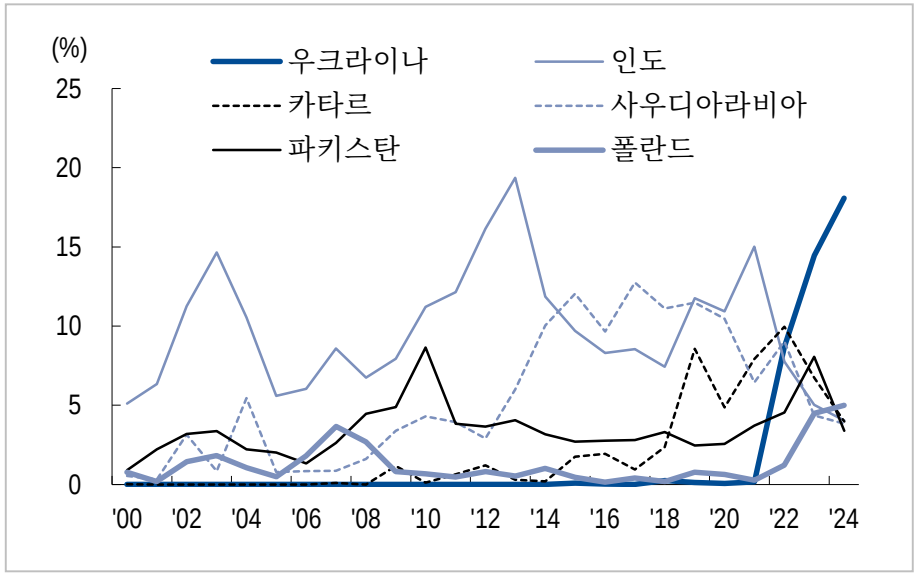
- 2020~2024년 162개 국가가 무기를 수입, 우크라이나/인도/카타르/사우디아라비아/파키스탄 등 상위 5개국이 수입량의 35%를 차지, 지역별 수입량 비중은 아시아 33%, 유럽 28%, 중동 27%, 아메리카 6.2%, 아프리카 4.5% 기록
- 우크라이나 무기 수입은 2015~2019년 대비 거의 100배 증가, 최소 35개국이 우크라이나에 주요 무기를 인도하였고, 대부분은 군사 원조 형태였음
- 국가 및 세력 간 분쟁이 상존하는 가운데 미국의 개입이 점차 축소되고 있는 중동 지역은 2010년 이후 높아진 무기 수입 시장 점유율 유지하고 있으며 향후에도 높은 수준 유지할 가능성 높다고 판단

지역별 무기 수입 시장 점유율



자료: SIPRI, NH투자증권 리서치본부

주요 국가별 무기 수입 시장 점유율

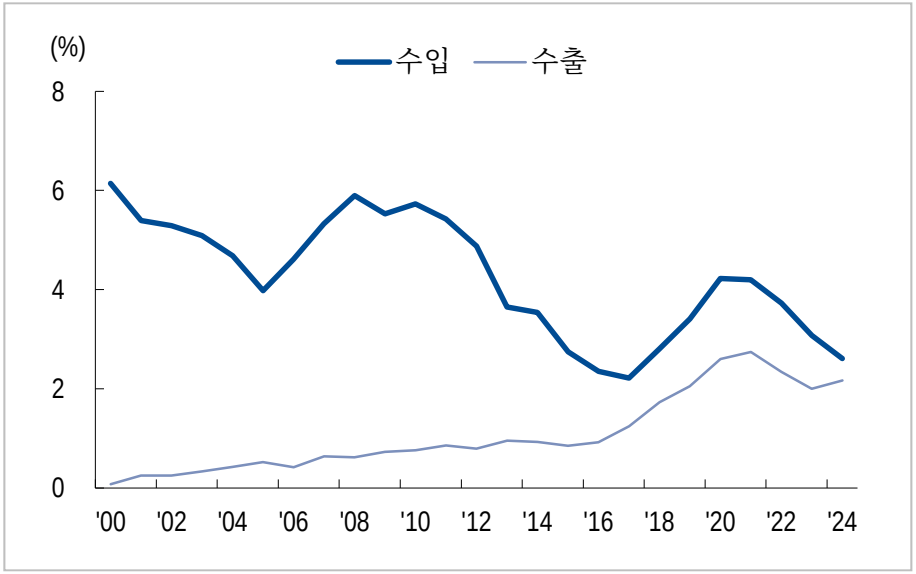


자료: SIPRI, NH투자증권 리서치본부

주요 수입국에서 수출국으로 진화 중인 한국

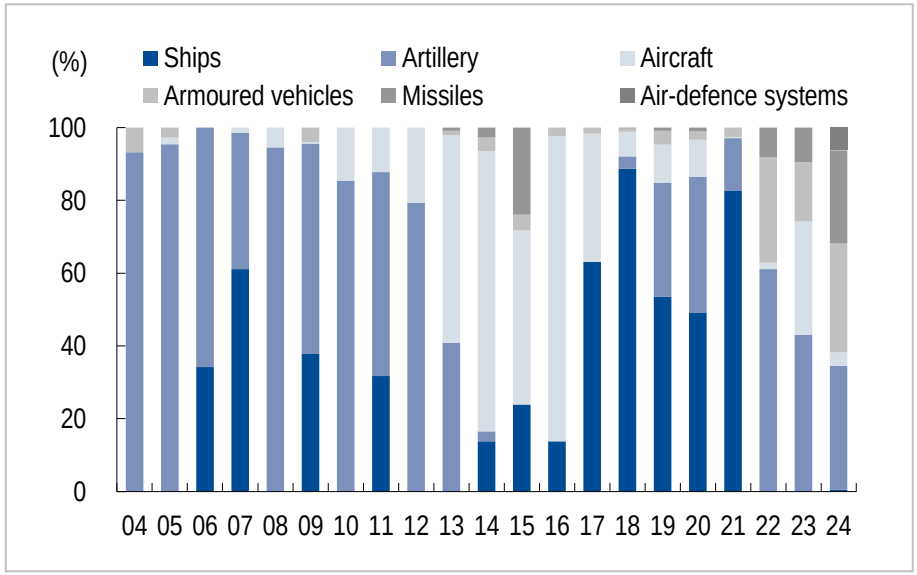
- 2020~2024년 한국은 무기 수출 시장 점유율 2.2%로 세계 10위를 기록한 반면, 무기 수입 시장 점유율은 2.6%를 기록하며 10위권 밖으로 밀려남
- 한국은 분단 국가라는 특성상 오랫동안 주요 무기 수입국이었으나, **수십년간의 무기 국산화 노력에 힘입어 2010년대 중반 이후 주요 무기 수출국으로 도약하고 있는 상황**
- 한국의 주요 수출 무기체계는 함정이나 K9 자주포 같은 화력체계 그리고 FA-50 같은 항공기 위주였으나, 최근 K2 전차와 같은 기갑차량이나 천궁-II 같은 대공방어시스템 비중도 높아지고 있음

한국 무기 수출입 시장 점유율



주: 직전 5년 합산 기준
자료: SIPRI, NH투자증권 리서치본부

한국 무기체계별 수출 비중

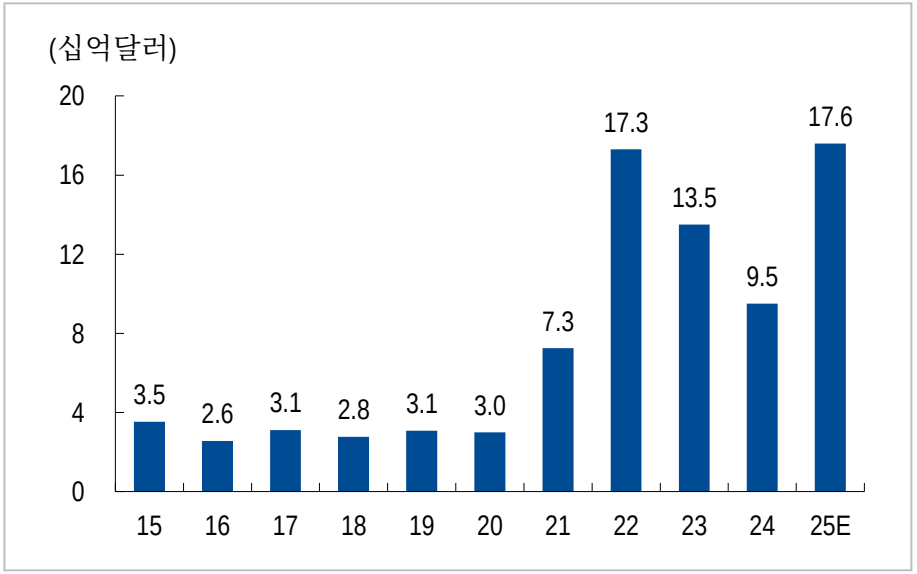


자료: SIPRI, NH투자증권 리서치본부

수출 수주 급증으로 한국 방산업체 수주잔고도 급증

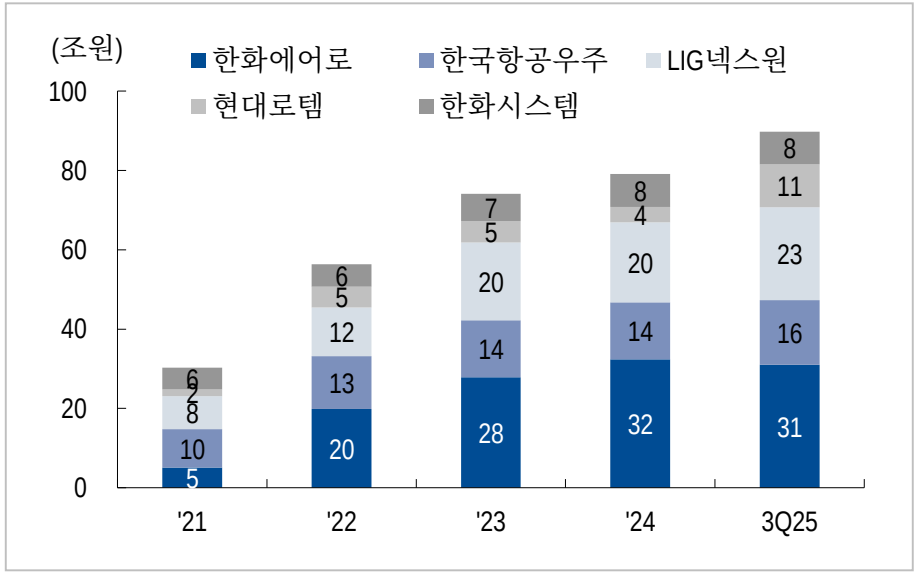
- 2010년 25억~35억 달러 수준이었던 한국의 방산수출 신규 수주는 2021년부터 급증, 2022년 당시 사상 최대치인 173억달러 기록 이후 2년간 조정을 거치고 2025년 176억달러로 사상 최대치 경신, 이는 러우 전쟁 발발 이후 폴란드의 긴급 대량 수주 영향이 컸음
- 수출 수주 급증 영향으로 주요 방위산업체 수주잔고도 급증. 2025년 3분기 말 기준 주요 5개사 수주잔고는 90조원으로 2020년의 3배까지 급증. 한화에어로스페이스의 (주)한화 방산부문 합병에 따른 수주잔고 증가를 감안해도 큰 폭의 성장
- 갈수록 심화되는 지정학적 갈등 수준과 폴란드의 잔여계약 이행, 그리고 기대되는 중동의 대량 수주 등을 고려하면 **향후에도 수주잔고 증가는 지속될 가능성이 높다고 판단**

한국 방산수출(수주 기준)



자료: 방위사업청, NH투자증권 리서치본부

주요 방위산업체 수주잔고 추이



주:각 사의 방위사업 관련 수주잔고만 반영
자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

전투기 – FA-50 / KF-21

- FA-50는 T-50의 파생기로 현재 폴란드 수출 버전(FA-50PL)이 개발 중이며, FA-50PL 버전에서는 AESA 레이더와 AIM-9X 사이드와인더 미사일이 통합될 예정인 바 경공격기에서 경전투기로 진화할 것(추후 AIM-120 AMRAAM 미사일 장착도 가능할 것으로 예상)
- T-50 계열은 현재까지 총 150대, 약 73억달러가 수출되었으며, 폴란드 수출로 인한 업그레이드가 완료되면 수출 경쟁력은 더욱 상승할 것으로 보이는 바 추가적인 수출도 기대되는 상황
- KF-21은 4.5세대 전투기로 현재 대한민국 공군용 양산을 진행 중이며, 스텔스 성능을 가진 5세대 전투기로의 확장이 가능한 매력을 가지고 있기 때문에 향후 여러 국가향 수출도 가능할 것으로 기대

T-50 계열 수출

주문 연도	도입 국가	주문대수(대)	금액(백만달러)
2011	인도네시아	16	400
2013	이라크	24	1,129
2014	필리핀	12	422
2015	태국	4	109
2017	태국	8	259
2021	인도네시아	6	240
	태국	2	78
2022	폴란드	48	3,018
2023	말레이시아	18	920
2025	필리핀	12	708
합계	-	150	7,284

자료: NH투자증권 리서치본부

KF-21 시제기



자료: 한국항공우주, NH투자증권 리서치본부

화력체계 – K9 / 천무

- K9 천둥 자주포는 미국 M109A2 자주포를 면허 생산한 노하우를 기반으로 개발한 단거리 화력체계로 대한민국 육군의 대량 운용(약 1,300문)에 기반해 현재까지 1,281대, 약 120억달러 규모의 수출 계약 체결
- K239 천무 MLRS는 K-139 구룡 MLRS를 대체하기 위해 개발한 중장거리 화력체계로 UAE/사우디/폴란드 등과 약 72억달러 규모의 수출 계약 체결
- K9 및 천무는 경쟁 무기체계에 뒤지지 않는 성능 및 상대적으로 빠른 인도 기간이 강점이며 대한민국 육군뿐 아니라 여러 국가들에서 운용하고 있어 운용 안정성이 뛰어난 바 향후에도 수출이 지속될 가능성이 높다고 판단

K9 자주포 수출

주문 연도	도입 국가	주문대수(대)	금액(백만달러)
2001	튀르키예	280	1,200
2017	노르웨이	24	383
	인도	100	700
	핀란드	48	160
2018	에스토니아	24	91
2021	호주	30	1,100
2022	폴란드	212	2,400
	노르웨이	4	167
	핀란드	5	138
	이집트	216	1,700
2023	폴란드	152	2,700
	에스토니아	12	36
2024	루마니아	54	750
2025	인도	100	253
	베트남	20	245
합계	-	1,281	12,023

자료: NH투자증권 리서치본부

K239 천무 MLRS 수출

주문 연도	도입 국가	주문대수(대)	금액(백만달러)
2021	UAE	-	810
2022	사우디아라비아	-	800
2022	폴란드	218	3,600
2024	폴란드	72	1,700
2025	중동	-	290
합계	-	-	7,200

자료: NH투자증권 리서치본부

기갑차량 – K2 / 레드백

- K2 흑표 전차는 K1 전차의 후계 기종으로 개발되어 2014년부터 대한민국 육군에 배치 중. 현재 3차 양산(250여대)을 완료했으며, 4차 양산(150여대)을 준비 중. 2022년 폴란드가 1차로 180대(34억달러), 2025년 2차로 180대(65억달러) 주문
- 레드백 보병전투차(IFV)는 K-21 IFV를 기반으로 호주 육군을 위해 개발. 2023년 129대, 25억달러의 계약을 체결했으며, 호주 현지 생산을 통해 2027년부터 인도할 예정
- 방위사업청은 10월 K2 4차 양산사업에 국산변속기를 적용하기로 결정, K2 전차의 파워팩(엔진+변속기) 국산화로 향후 수출 활성화 가능할 것으로 기대. 레드백도 국산화 비중 높여나갈 예정으로 호주 이외 지역으로의 수출 기대

K2 전차 / 레드백 IFV 수출

주문연도	도입국가	주문대수(대)	금액(백만달러)
K-2 전차			
2022	폴란드	180	3,365
2025	폴란드	180	6,460
합계	-	360	9,825
레드백 IFV			
2023	호주	129	2,400
합계	-	129	2,400

자료: NH투자증권 리서치본부

K2 흑표 전차



자료: 현대로템, NH투자증권 리서치본부

대공방어체계 – 천궁 / L-SAM / LAMD

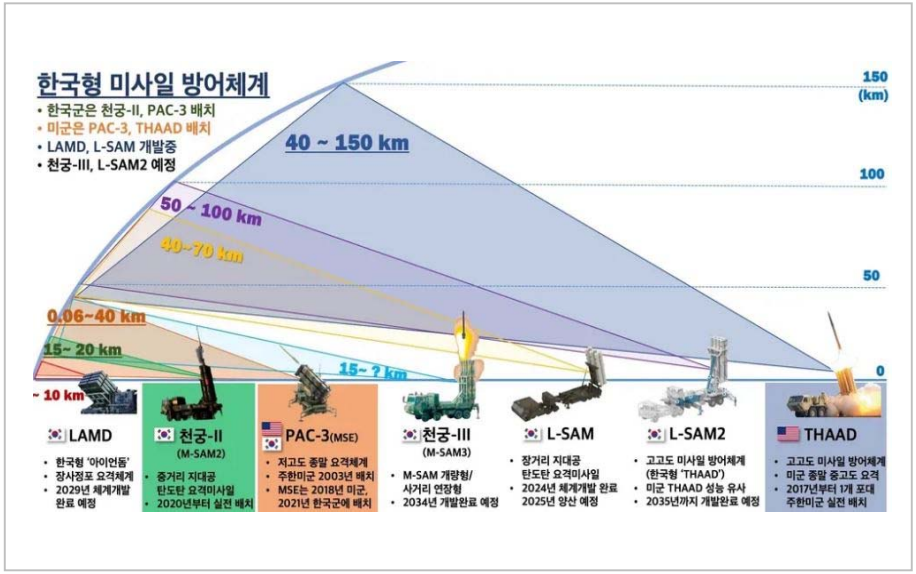
- 천궁, L-SAM(장거리 고고도 지대공 미사일), LAMD(장사정포 요격체계)는 KMD(한국형 미사일 방어)를 구성하는 국산 대공방어시스템, 중고도를 방어하는 천궁은 Block II까지 배치 완료, 고고도를 방어하는 L-SAM은 Block I이 2024년 5월 개발 완료, 저고도를 방어하는 LAMD는 현재 개발 단계
- 천궁-II는 현재 UAE/사우디아라비아/이라크와 약 97억달러의 수출 계약 체결. 서구권 대공방어시스템보다 저렴한 가격, 정치적인 이유로 서구권 대공방어시스템 도입이 쉽지 않은 중동 지역에서 선호도가 높은 상황
- 글로벌 안보 위협 상승으로 대공방어시스템 수요는 향후에도 증가할 전망. L-SAM/LAMD의 개발과 국내 배치까지 완료되면 패키지 수출도 가능할 것으로 기대

천궁-II 대공방어시스템 수출

주문 연도	도입 국가	주문대수(대)	금액(백만달러)
2022	UAE	10개 포대 +미사일 1,000개	3,612
2024	사우디	10개 포대 +미사일 1,000개	3,252
2025	이라크	8개 포대 + 미사일 800개	2,790
합계	-	-	9,653

자료: NH투자증권 리서치본부

한국형 미사일 방어체계 개념



자료: 아산정책연구원, NH투자증권 리서치본부

투자유망종목 1: 한화에어로스페이스(012450.KS) - 목표주가 1,345,000원

- 유상증자를 통해 총 4.2조원 조달 완료. 이를 통해 신속한 해외 생산 기지 확보 및 사업 포트폴리오 확대가 가능해진 바 중장기적인 지속 성장 기반 구축 기대해 볼 수 있음
- 천무의 경우 현지 생산을 통한 유럽 수출 확대가 기대되고, 사거리 연장탄도미사일 개발에 따른 중동 수출 증가 예상. 그리고 대함 탄도미사일 개발에 따른 동남아시아 수출 증가도 전망됨
- 장갑차의 경우 국산화 비중 확대하며 수출 경쟁력 강화하기 위해 노력 중인 상황. 루마니아와 사우디아라비아의 장갑차 도입 가능성이 높은 상황

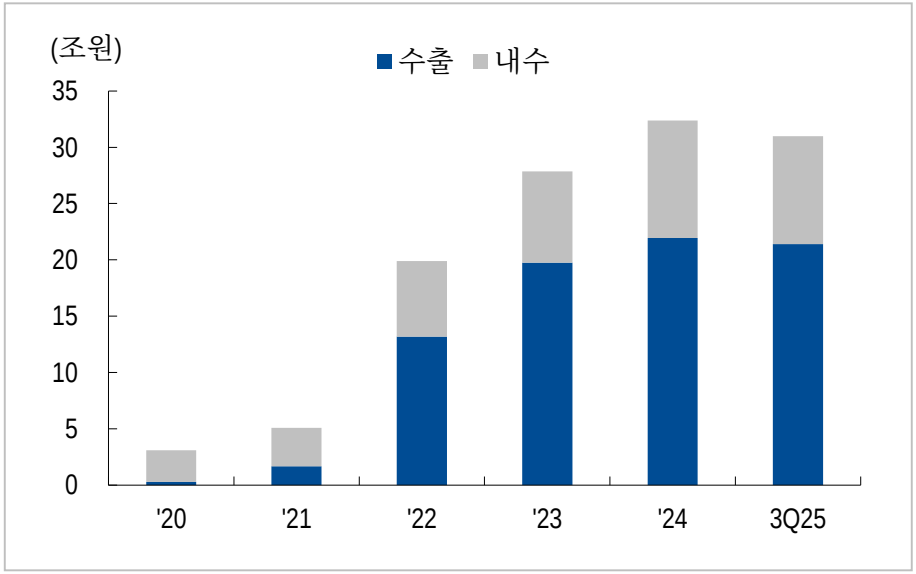
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	11,240	26,778	30,225	33,199
영업이익	1,732	3,428	4,526	5,319
영업이익률 (%)	*15.4*	*12.8*	*15.0*	*16.0*
EBITDA	2,063	3,773	5,075	5,956
순이익	2,540	1,988	3,333	3,911
지배지분 순이익	2,299	1,368	2,499	2,933
EPS (원)	46,183	27,818	48,472	56,886
PER (배)	7.0	33.2	19.0	16.2
PBR (배)	3.0	4.6	3.8	3.1
ROE (%)	53.9	17.8	21.7	21.1
Net Debt(-Cash)	6,629	2,854	5,646	6,194

현재가(11/7, 원)	923,000	외국인지분율	44.2%
시가총액(십억원)	47,593.0	배당수익률('25E)	0.43%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

지상방산 수주잔고



자료: 한화에어로스페이스, NH투자증권 리서치본부

투자유망종목 2: 쎄트렉아이(099320.KQ) - 목표주가 100,000원

- 글로벌 안보 위협 상승으로 국방 정찰 위성 수요 증가하고 있음. 단, 정부의 자금 및 시간에는 제약이 있어 상용 위성 임대 수요가 증가하고 있는 상황. 즉, 소유에서 임대로 구조가 바뀌고 있음
- 쎄트렉아이는 초고해상도 자체 운용 위성인 스페이스아이-T를 통해 2026년부터 본격적으로 위성 임대 수익 창출할 것으로 예상되며, 향후 자체 보유 위성 규모 증가하면서 수익도 동반 성장할 것으로 예상
- 이뿐만 아니라 국내 국방 위성 수요 증가로 인한 성장도 기대. 특히 425사업을 보완하는 초소형위성체계 사업자에 선정될 가능성 높다고 판단. 저궤도 초소형위성은 교체주기가 빨라 관련 수주는 지속 발생 가능할 전망

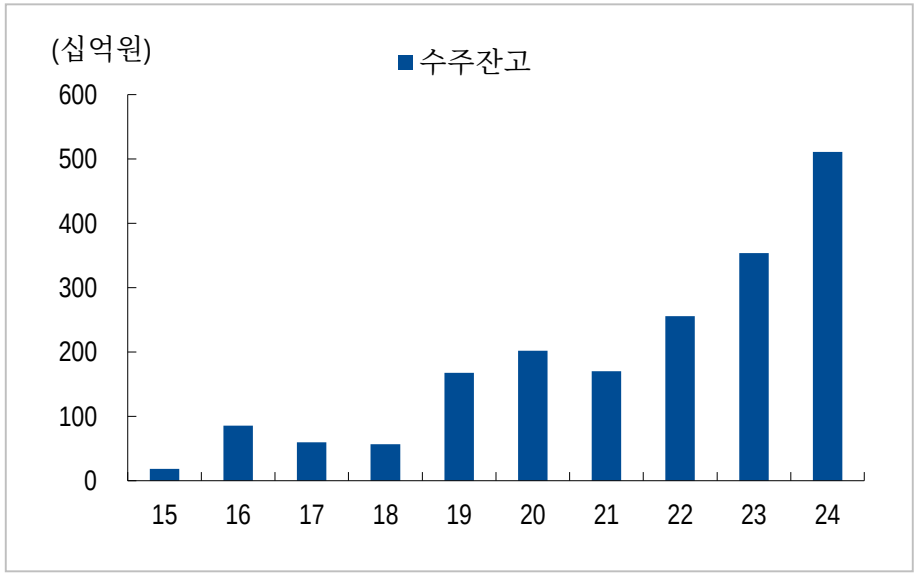
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	171	195	220	249
영업이익	-3	10	15	16
영업이익률 (%)	*-1.8*	*5.2*	*6.7*	*6.4*
EBITDA	5	20	25	27
순이익	6	11	15	16
지배지분 순이익	8	11	11	12
EPS (원)	722	1,015	1,047	1,129
PER (배)	55.4	53.2	51.6	47.8
PBR (배)	1.9	2.4	2.3	2.2
ROE (%)	3.5	4.6	4.6	4.8
Net Debt(-Cash)	-167	-173	-181	-190

현재가(11/7, 원)	55,100	외국인지분율	6.5%
시가총액(십억원)	603.4	배당수익률('25E)	0.34%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

수주잔고 사상 최고 수준



자료: 쎄트렉아이, NH투자증권 리서치본부

불황에도 투자 기회는 있다

I. 완만한 회복이 기대되는 철강 수요

II. 타이트해져 가는 리튬 수급

III. 고성장/고수익성의 특수합금 시장

IV. 투자유망종목

Analyst: 이재광
Tel 02)2229-6783 | e-mail jaekwang.rhee@nhsec.com

철강/비철금속: 불황에도 투자기회는 있다

철강산업은 글로벌 무역긴장으로 인한 경기 불확실성으로 구조적인 성장을 전망하기 어려운 상황이나, 중국의 공급 제한으로 철강 수출이 감소 중이며 국내 보호무역 주의가 강화되고 있어 철강사들의 수익성 개선은 기대해 볼 수 있다. WSA(세계철강협회)는 2026년 철강 수요의 완만한 회복(+1.3% y-y)을 예상하고 있다.

반면, 리튬과 특수합금은 구조적 성장을 기대할 수 있다. 리튬은 EV와 ESS 수요의 구조적 성장이 진행 중이고, 특수합금은 Covid-19과 보잉 항공기 사고 여파로 급감했던 민항기 생산이 회복을 넘어 재성장 단계로 넘어가고 있으며, 글로벌 안보 위협 상승으로 인한 무기 수요 증가가 향후에도 지속될 것으로 예상되기 때문이다.

이에 따라 POSCO홀딩스와 세아베스틸지주를 업종 내 투자유망종목으로 추천한다. POSCO홀딩스는 리튬 가격 상승 시 아르헨티나 염호의 매출과 수익성이 동시에 높아질 것으로 예상하고, 세아베스틸지주는 하반기 가동되는 SST(미국 특수합금 공장)가 특수합금 호황의 수혜를 누릴 것으로 예상되기 때문이다.

I. 완만한 회복이 기대되는 철강 수요

2026년 철강 수요의 완만한(+1.3% y-y) 회복을 기대한다. 구조적인 성장을 전망하기 어려운 상황이나 중국의 공급 제한에 따른 철강 수출 감소와 국내 보호무역 강화 고려 시 철강사들의 수익성 개선은 기대해볼 수 있다. 2024년 중국 철강 수출은 약 1.1억톤으로 역대 최고치인 2015년 수준이었는데 과거 0.6억톤 수준일 때 분쟁 강도가 낮았음을 고려하면 중장기 목표는 0.5억톤 수준일 것으로 판단한다. 또한 후판/열연에 이어 국내 반덤핑관세 부과 대상은 늘어날 것으로 전망한다.

II. 타이트해져 가는 리튬 수급

2025년 글로벌 리튬 수급은 타이트해지기 시작했다고 판단한다. EV와 ESS의 수요 증가에 힘입어 리튬 수요는 연초 이후 30% 이상 증가한 것으로 추정된다. 반면, 리튬 가격은 공급자의 절반 정도가 수익을 거두기 어려운 수준인 바 공급 증가는 제한적인 상황이다. 현재 원가 곡선을 고려했을 때, 향후 리튬의 수요 증가분 충족을 위한 투자결정 및 지속 가능한 시장 균형 형성을 위해서는 탄산리튬 가격이 최소 kg당 20달러 수준은 되어야 할 것으로 판단한다.

철강/비철금속: 불황에도 투자기회는 있다

III. 고성장/고수익성의 특수합금 시장

특수합금 시장은 고성장/고수익성에 기반해 호황 국면이 지속되고 있다. Covid-19과 러우 전쟁으로 인한 공급 제약 속 민항기 및 군용기 수요 증가로 공급 부족 상황이 지속되고 있기 때문이다. Covid-19과 B737 사고 여파로 급감했던 민항기 생산은 회복을 넘어 재성장 단계로 넘어가고 있고, 글로벌 안보 위협 상승으로 인한 방위비 지출이 확대되고 있다. 이에 글로벌 무기 수요 역시 증가할 것으로 보이는 바 특수합금 시장 호황은 지속될 것으로 판단한다.

IV. 투자유망종목

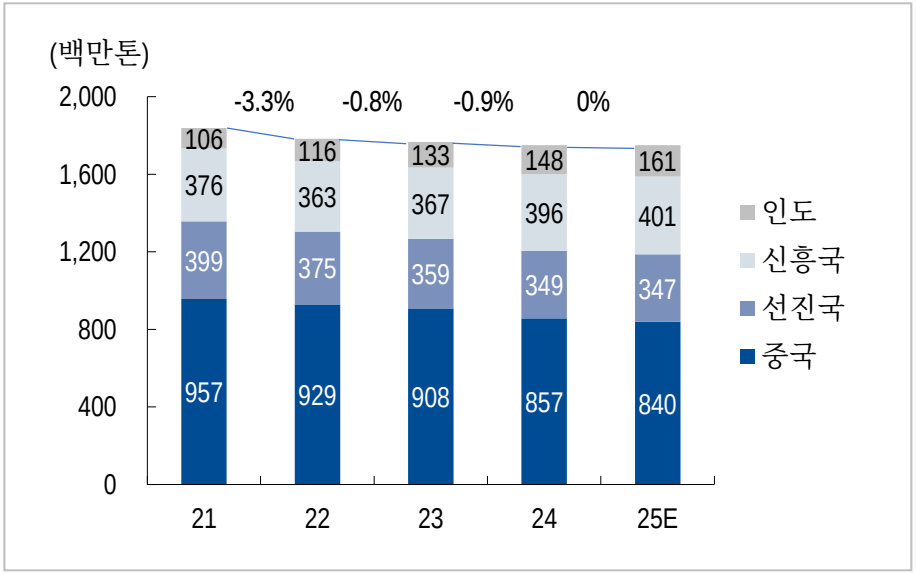
POSCO홀딩스와 세아베스틸지주를 업종 내 투자유망종목으로 추천한다. POSCO홀딩스는 리튬 가격 상승 시 아르헨티나 염호의 매출과 수익성이 동시에 높아질 것으로 예상한다. 상공정과 하공정이 수직계열화되어 있기 때문이다. 세아베스틸지주는 특수강봉강 업황 침체에 따른 실적 부진으로 저평가(PBR 0.5배) 상태이나, 2026년 하반기 가동되는 SST(미국 특수합금 공장)이 기대대로 높은 수익성을 시현한다면 밸류에이션 리레이팅이 가능할 것으로 판단한다.



2025년 글로벌 철강 수요 부진 지속

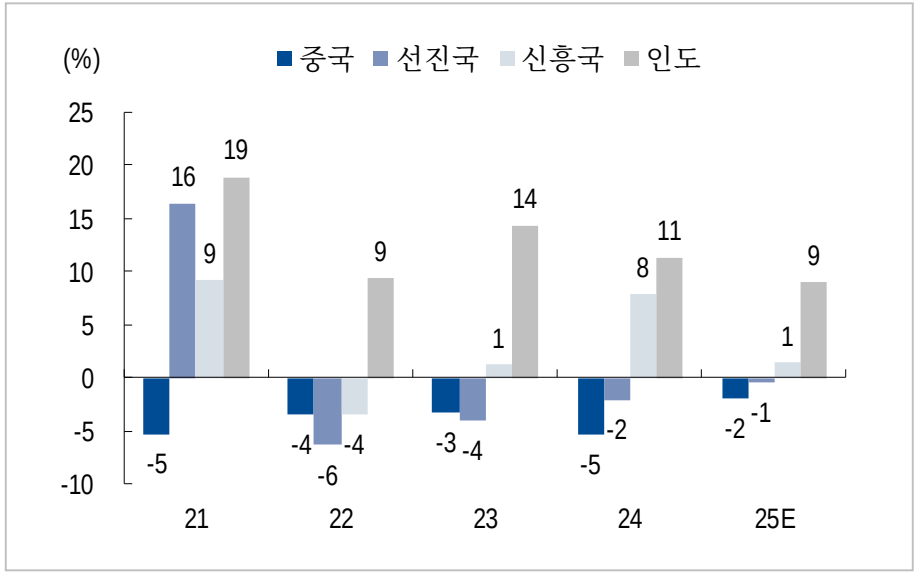
- 2025년 글로벌 철강 수요는 2024년 10월 예상(17.7억톤, +1.2% y-y)과 달리 17.5억톤으로 전년과 유사한 수준 기록. **예상치에 도달하지 못했으나 3년 연속 감소세를 탈피한 점은 긍정적**
- 중국 부동산 부문의 지속적인 침체는 중국 철강 수요 감소를 주도하고 있는 상황으로 WSA(세계철강협회)는 2025년 중국 철강 수요가 2024년 10월 예상(8.6억톤, -1% y-y)보다 낮은 8.4억톤으로 전년비 2% 감소할 것으로 보고 있음
- 반면, 중국을 제외한 신흥국의 철강 수요 성장은 지속. 특히 인도는 2025년 철강 수요가 1.6억톤으로 전년비 8.9% 성장하는 등 고성장세 유지. 동남아 5개국 합산 철강 수요는 전년비 3% 증가한 8,080만톤 기록

지역별 철강 수요



자료: WSA, NH투자증권 리서치본부

지역별 철강 수요 증가율

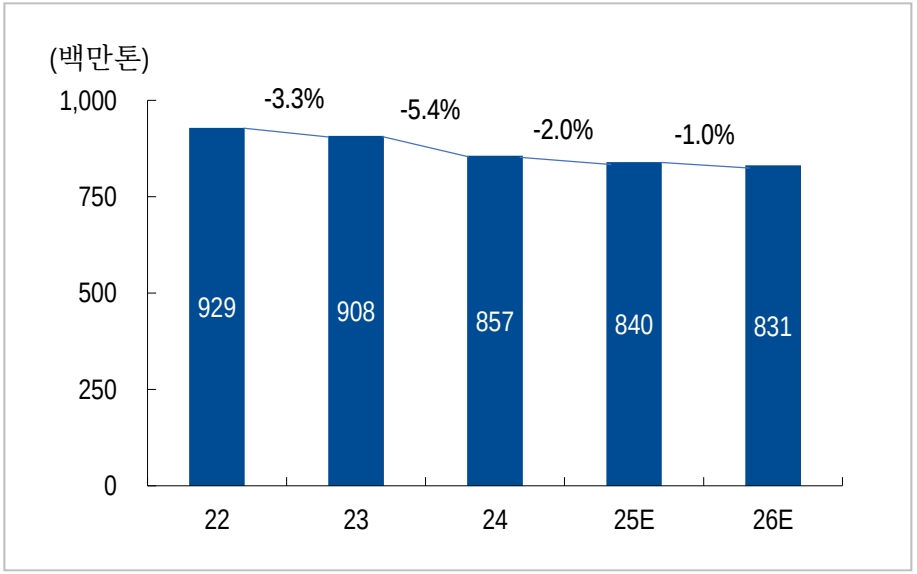


자료: WSA, NH투자증권 리서치본부

2026년 글로벌 철강 수요는 완만한 반등 예상

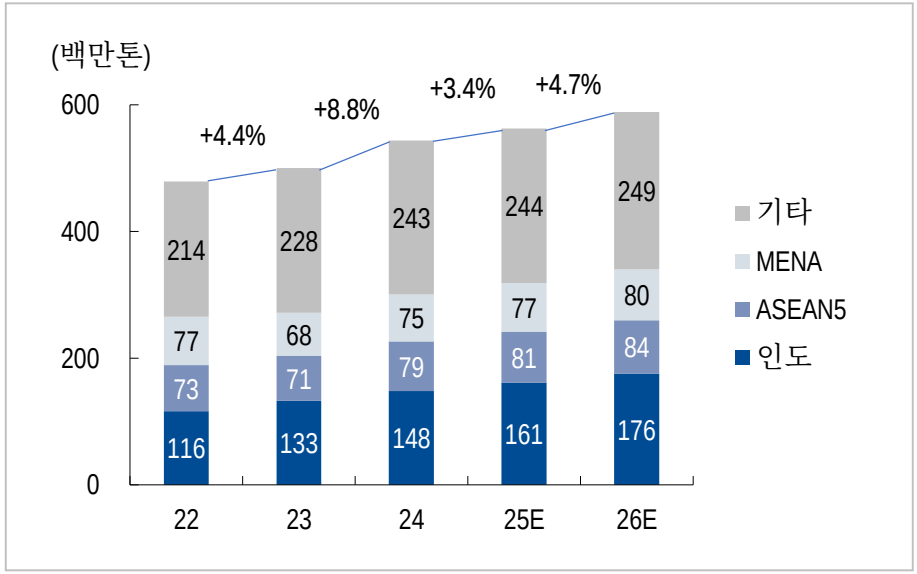
- WSA(세계철강협회)는 2026년 글로벌 철강 수요를 전년비 1.3%, 2,300만톤 증가한 17.7억톤으로 전망. **글로벌 경제 회복, 주요 경제국의 인프라 투자의 지속적인 강세 그리고 금융 완화 전망이 근거**
- 부동산 시장 침체로 중국 철강 수요는 1% 감소하며 하락세를 지속할 것으로 예상되나 2021년 이후 지속된 하락 추세는 다소 완화될 전망. 중국을 제외한 신흥국 철강 수요는 인도와 동남아 5개국 및 MENA(중동/북아프리카) 국가 주도로 4.7% 성장 예상
- 단, 높은 생산 비용과 소비 약화로 인한 제조업 부진과 전 세계적으로 확대되는 무역 긴장 그리고 지정학적 불확실성은 철강 수요 증가를 억제하는 요인으로 작용하고 있는 상황

중국 철강 수요



자료: WSA, NH투자증권 리서치본부

중국 외 신흥국 철강 수요

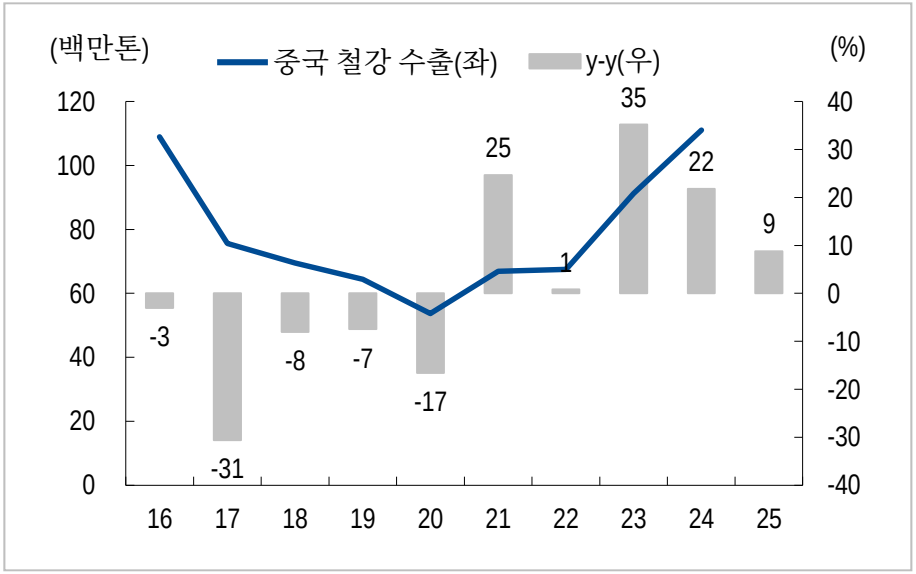


자료: WSA, NH투자증권 리서치본부

중국의 철강 수출 감소로 업황 개선 기대

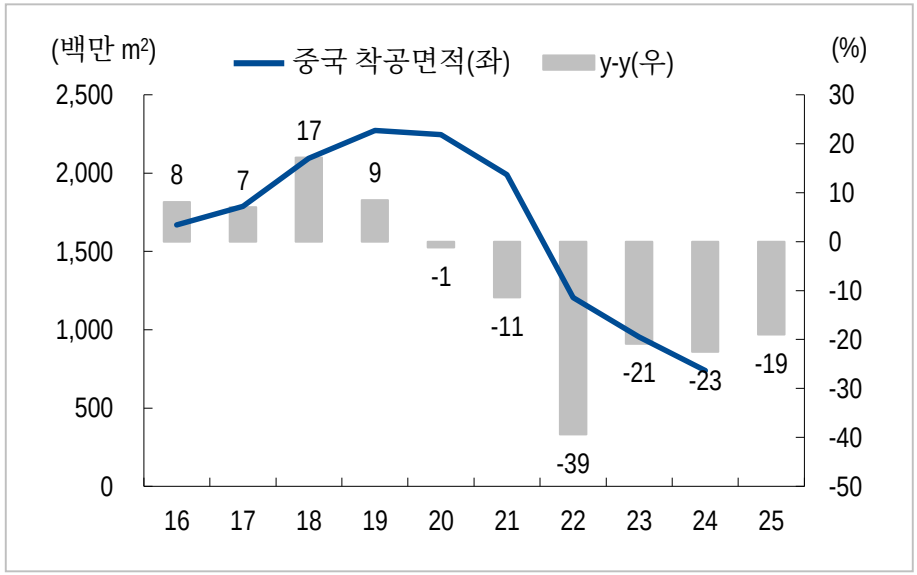
- 세계적인 보호무역주의 강화에 따른 중국 철강 수출 감소 전망. 2024년 중국 철강 수출은 약 1.1억톤으로 역대 최고치인 2015년 수준. 과거 0.6억톤 수준일 때 분쟁 강도가 낮았음을 고려하면 중장기 목표는 0.5억톤 수준의 수출 감소일 것
- 2025년 9월까지 중국 철강 수출은 전년비 8.8%(711만톤) 증가했는데, 공급 감소(-1,500만톤)에도 불구하고 수요 부진(-2,271만톤)이 더 큰 영향을 미친 결과. 수요 부진은 부동산 시장 침체에 기이한 것으로 판단
- 수요 부진으로 철강 수출 감소가 예상보다 더딘 상황이나 2025년 9월까지 누적 수출 증가율(+8.8% y-y)가 2024년 연간 수출 증가율(+21.8% y-y)보다 낮아진 점과 공급이 감소하고 있는 점은 긍정적

중국 철강 수출



주: '25년은 9월 누적치
자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

중국 상업용 부동산 착공면적

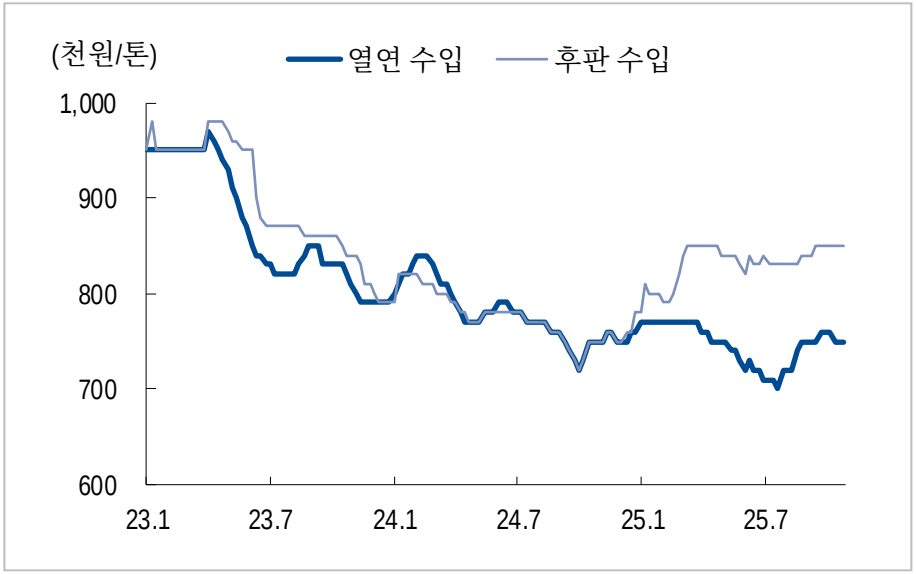


주: '25년은 9월 누적치
자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

한국도 보호무역주의 강화, 국내 철강사 수혜 기대

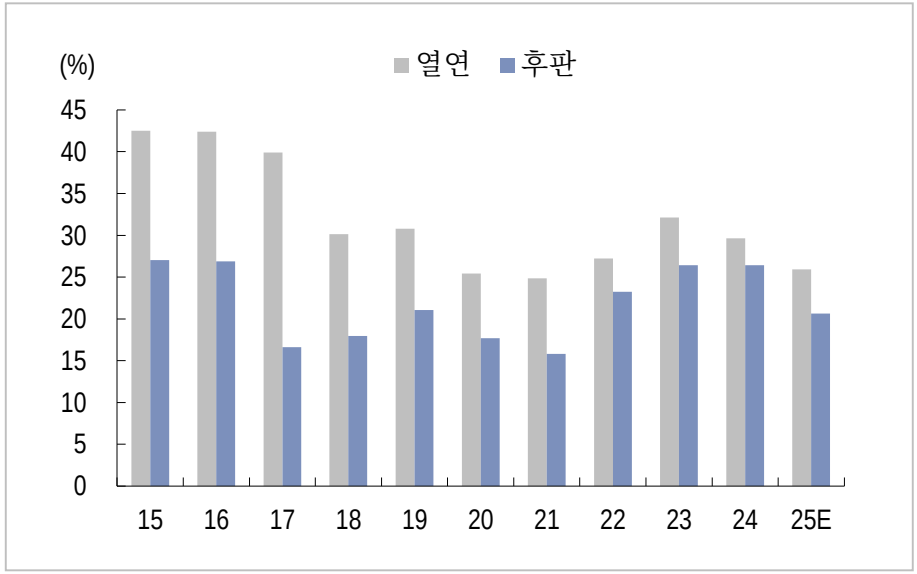
- 그동안 이렇다할 보호 장치가 없던 한국 철강 시장도 보호무역 강화라는 전 세계적 트렌드에 발맞춰 무역장벽을 강화하고 있는 상황
- 현재 중국산 후판과 일본산/중국산 열연에 반덤핑 관세 부과 중(최대 관세율 각각 38.0%, 33.6%). 향후 타 강종으로 확대 예상
- **반덤핑 관세 적용 시 수입재의 가격 경쟁력이 약화되기 때문에 국내 철강사들의 내수 시장 점유율은 상승할 것으로 전망**. 가까운 곳에 팔수록 수익성이 높아지는 업의 특성상 국내 철강사 수익성 개선 기대

국내 열연/후판 수입재 가격



자료: 스틸데일리, NH투자증권 리서치본부

국내 열연/후판 수입재 시장 점유율

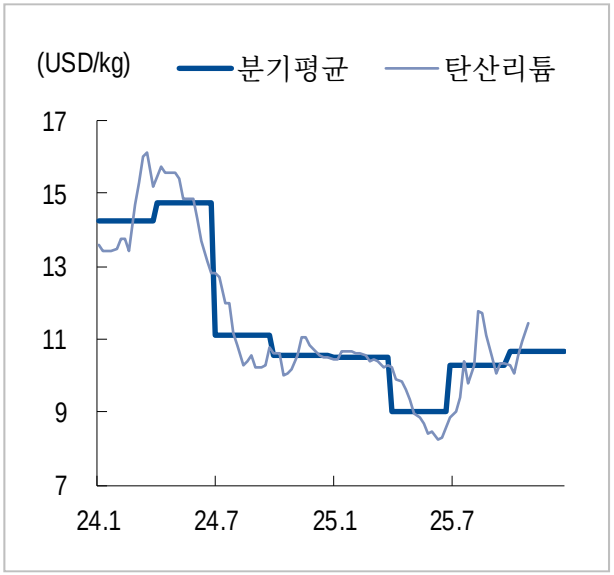


주: 25년은 9월 누적치
자료: 한국철강협회, NH투자증권 리서치본부

공급제한 영향으로 상승 중인 리튬과 코발트 가격

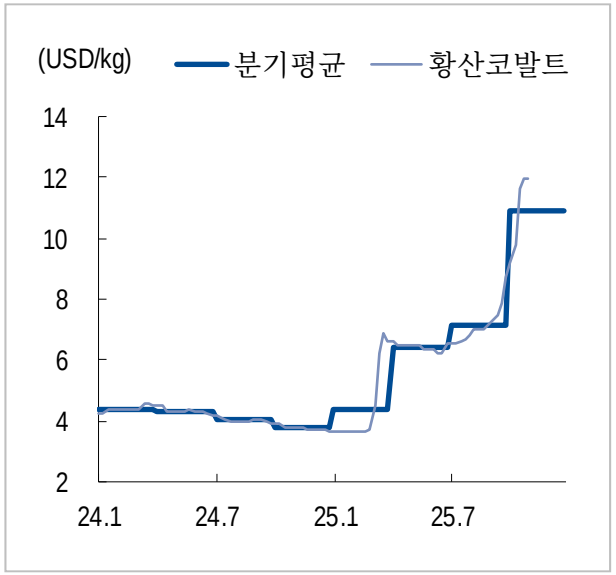
- 탄산리튬 가격은 2025년 6월 8.3달러/kg까지 하락하였으나 8월 채굴 허가를 갱신하지 못한 중국 젠샤워 광산(글로벌 생산 비중 3%) 운영 중단 이후 상승, **현재 11.5달러/kg으로 2025년 저점 대비 38.5% 상승**
- 황산코발트 가격은 2025년 평균 6.5달러/kg으로 전년비 58.7% 상승, 현재 가격은 12달러/kg으로 연초 대비 230% 급등 중. 이는 공급과잉에 대응하기 위해 DRC(콩고민주공화국)가 2월부터 수출을 금지한 영향
- 반면 황산니켈 가격은 인도네시아의 공급 증가 지속되며 가격 약세 이어졌음. 니켈을 사용하지 않는 LFP 양극재 수요가 니켈을 사용하는 삼원계 양극재 수요보다 강한 것도 황산니켈 가격 약세의 원인 중 하나인 것으로 추정

탄산리튬 가격



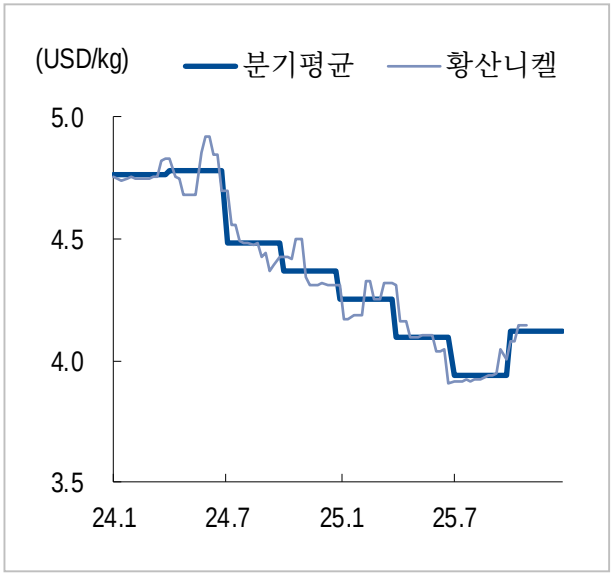
자료: 코리아PDS, NH투자증권 리서치본부

황산코발트 가격



자료: 코리아PDS, NH투자증권 리서치본부

황산니켈 가격

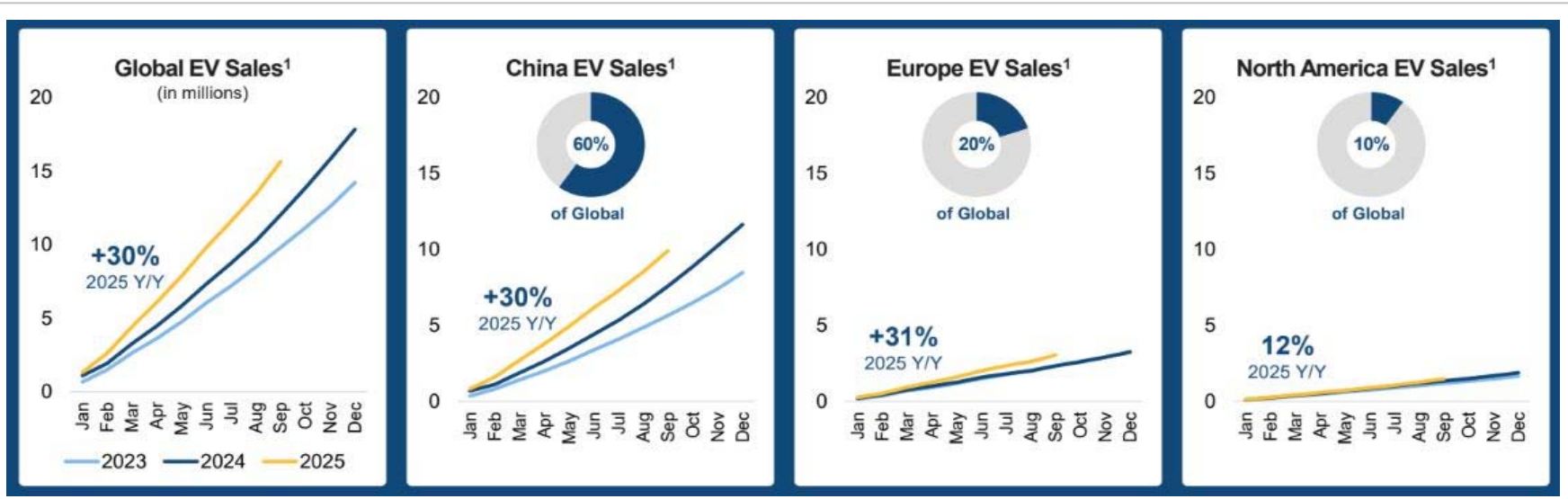


자료: 코리아PDS, NH투자증권 리서치본부

2024년보다 증가율이 높아진 EV용 리튬 수요

- 2025년 글로벌 EV(Electric Vehicle) 판매는 중국과 유럽 시장 주도하에 연초 이후 30% 증가. 2024년 증가율(+25% y-y)을 상회. 특히 BEV 판매 증가율은 32%로 2024년 13%를 대폭 상회 중. EV 침투율은 30%에 가까워지고 있음
- 국가별 EV 판매를 살펴보면 중국(비중 60%)은 저가 옵션을 지원하는 인센티브 영향으로 전년비 31% 증가. 유럽(비중 20%)은 EU 배출 목표 영향으로 31% 증가. 북미(비중 10%)는 세액공제 만료를 앞둔 사전 구매에 힘입어 11% 성장 기록
- 장기적으로 EV 침투율 상승에 의한 리튬 수요 증가 전망은 여전히 유효. EV Volumes에 따르면 2030년 EV 침투율은 45%, 4,600만대로 예상되며 이에 따른 리튬 수요는 350만톤 LCE로 2024년 120만톤 LCE의 약 3배 수준까지 증가할 전망

글로벌 EV 판매 – 중국/유럽 주도로 성장 중

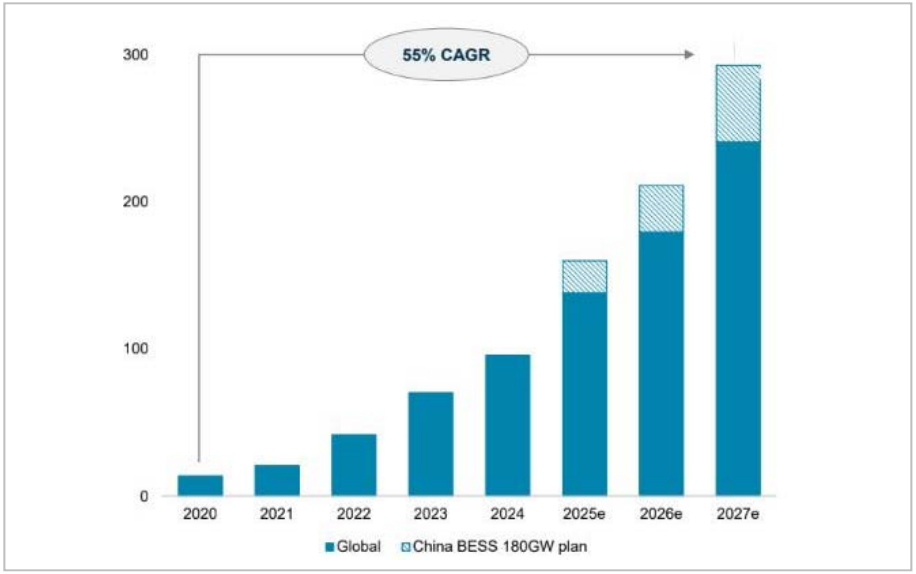


자료: EV Volumes, NH투자증권 리서치본부

급격한 성장을 보여주고 있는 ESS용 리튬 수요

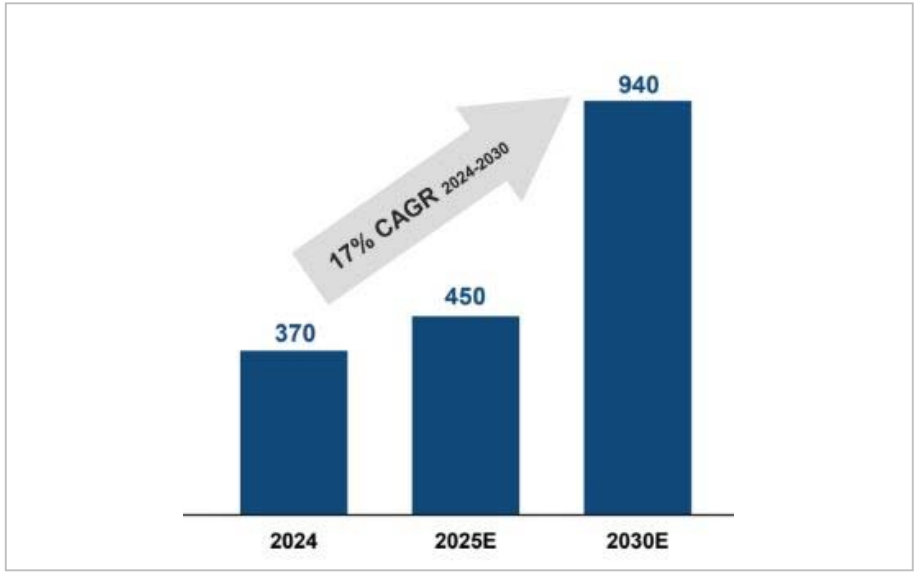
- ICC에 의하면 ESS(Energy Storage Saving)용 리튬 수요는 2025년 9월까지 전년비 105% 증가. 중국의 공격적인 ESS 정책, AI 데이터센터와 같은 디지털 인프라의 급속한 확장이 주요 증가 요인
- 중국은 15차 4개년 계획에서 2027년까지 ESS 설치 규모를 180GW로 확대하겠다는 목표를 발표하였음. 이는 2024년 설치 규모(74GW)에서 144% 증가하는 것으로 약 350억달러 규모의 투자가 필요할 것으로 예상
- 데이터센터 및 AI 투자 증가는 전력과 그리드 안정성을 제고. LFP 배터리는 저비용 에너지 밀도와 확립된 제조 기반을 바탕으로 향후에도 ESS 수요를 향후에도 충족해 나갈 것

글로벌 ESS 설치 용량 (단위: GW)



자료: Benchmark Mineral Intelligence, NH투자증권 리서치본부

데이터센터 전력 수요 (단위: TWh)

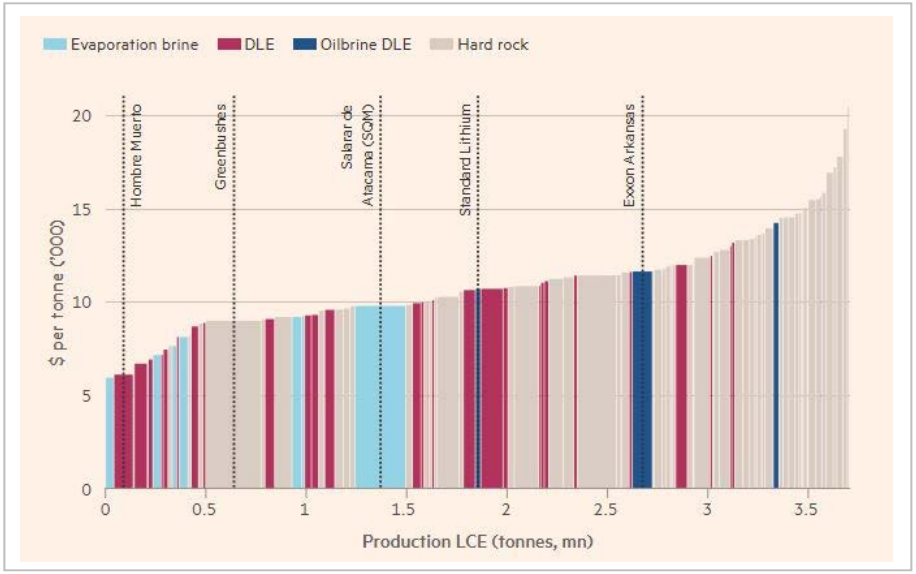


자료: BloombergNEF, NH투자증권 리서치본부

현재 리튬 가격은 지속 불가능한 낮은 수준

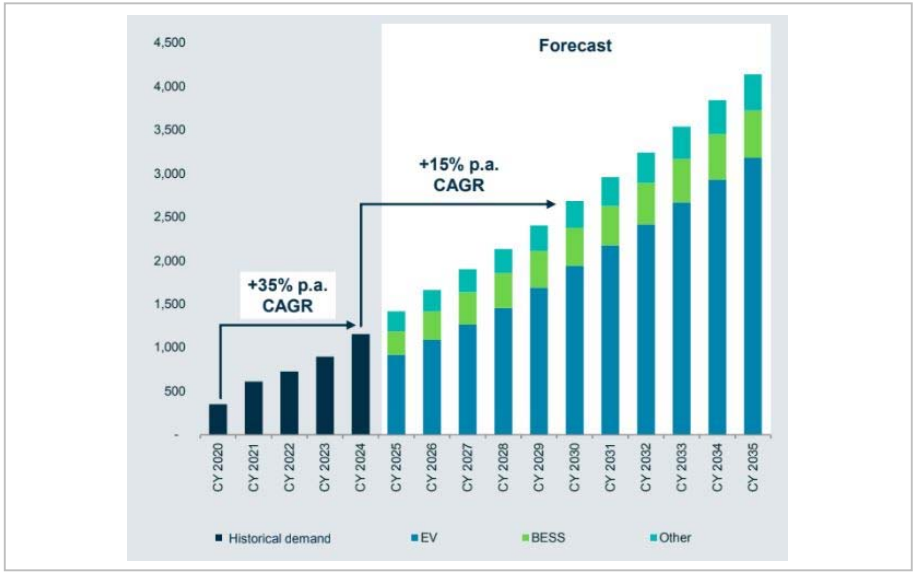
- 주요 리튬 광산 및 염호의 원가를 고려하면, 현재 탄산리튬 가격(11.5달러/kg)은 바닥 수준일 가격이 높다고 판단. 현재 가격 수준에서 공급자의 절반 정도는 수익을 거두지 못하고 있을 것으로 추정되기 때문
- 현재 원가 곡선을 고려했을 때, 향후 리튬 수요 증가분 충족을 위한 투자결정 및 지속 가능한 시장 균형 형성을 위해서는 탄산리튬 가격은 최소 kg당 20달러 수준은 되어야 할 것으로 판단
- **현재 리튬 수요는 EV 및 ESS 증가로 성장하고 있으나, 리튬의 낮은 가격으로 인해 리튬 공급 증가는 제한적인 상황으로 판단.** 따라서 향후 리튬 가격은 현재보다 상승할 가능성이 매우 높음

탄산리튬 C3 원가 곡선



자료: Benchmark Mineral Intelligence, NH투자증권 리서치본부

글로벌 리튬 수요 전망

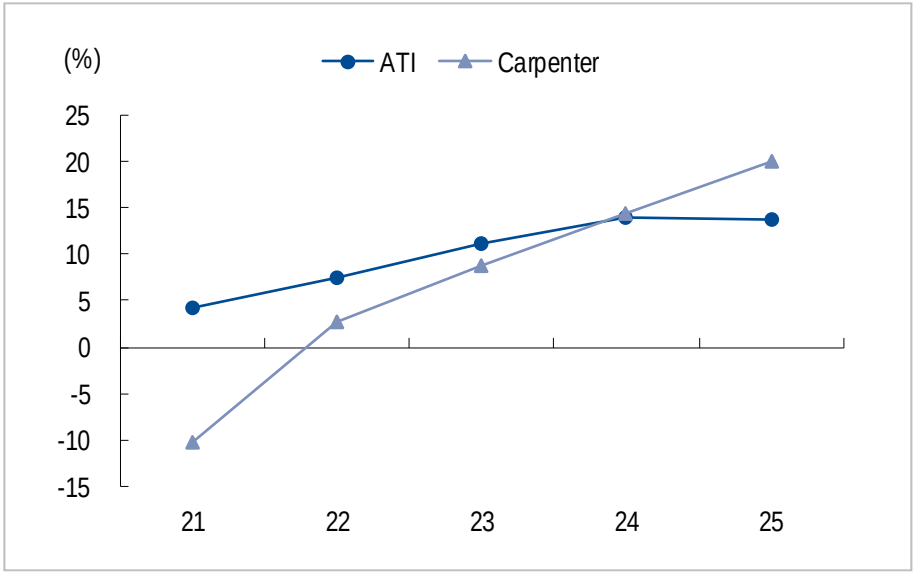


자료: Benchmark Mineral Intelligence, NH투자증권 리서치본부

공급부족으로 수익성이 높은 항공우주/방위산업용 특수합금 시장

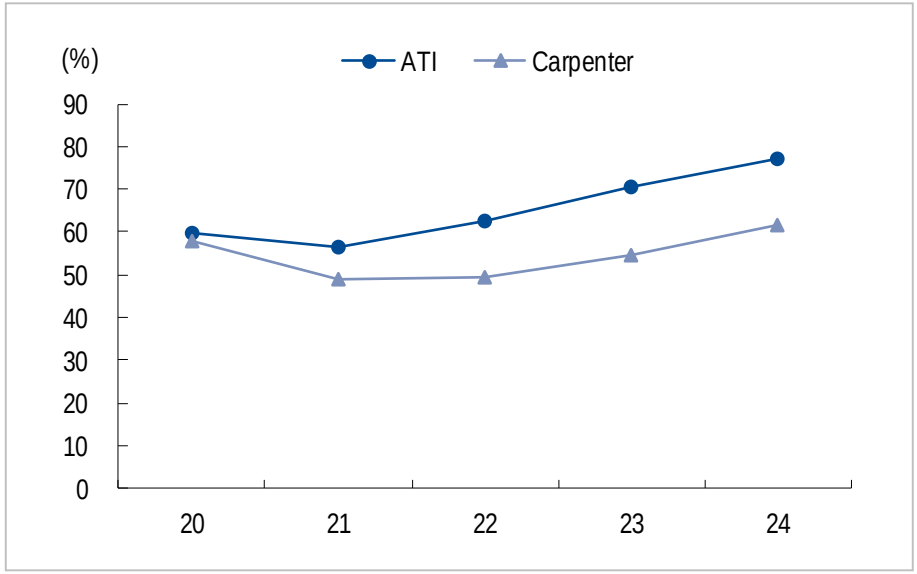
- 철강 산업 전반이 미래 성장성 낮은 수요 산업과 산업 내 경쟁 심화로 인한 저수익성으로 어려움을 겪고 있는 반면 **특수합금은 고성장/고수익성에 기반한 호황 국면이 지속되고 있음**
- 특수합금은 니켈, 티타늄, 코발트 등의 합금과 같이 철이 배합된 소재로 급격한 온도 변화 및 지속적인 고온 노출에도 우수한 내열, 내산화 그리고 내식 특성을 지님. 이에 항공우주 및 방위산업, 에너지산업, 의료산업 등에 쓰임
- 특수합금 시장은 Covid-19과 러우 전쟁으로 인한 공급 제약 속 민항기 및 군용기 수요 증가로 공급 부족 상황 지속

ATI/Carpenter의 영업이익률



주: 25년은 3분기까지 누적 기준
자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

ATI/Carpenter의 항공우주/방위산업 수요 비중

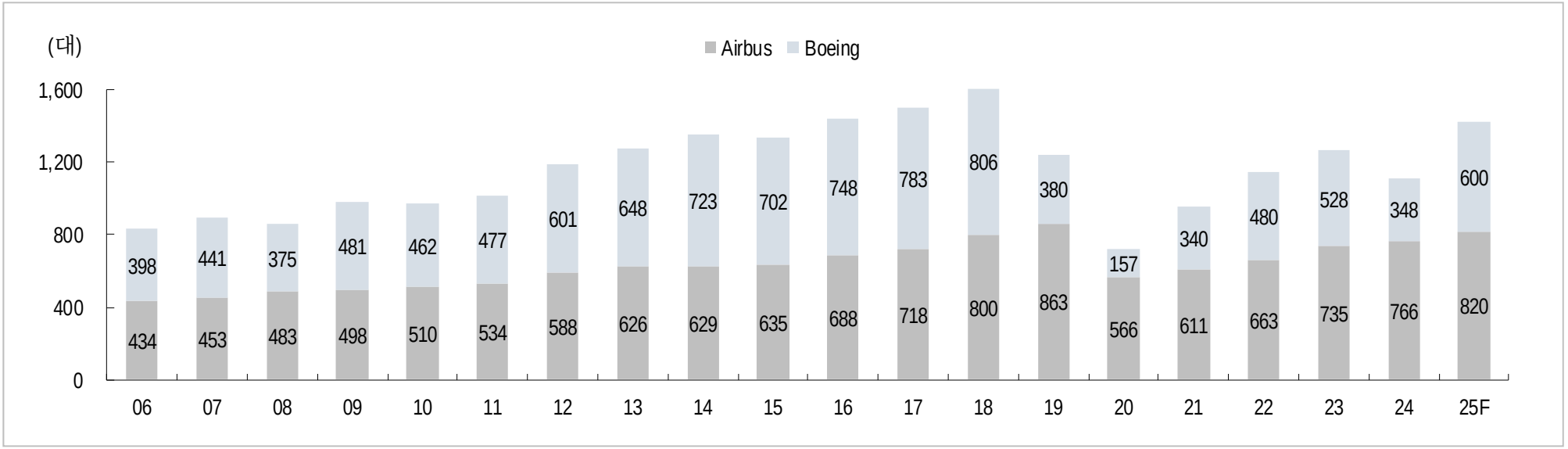


자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

회복을 넘어 재성장 단계로 향하는 글로벌 민항기 생산

- 보잉의 항공기 사고와 Covid-19 영향으로 글로벌 민항기 인도대수는 2018년 1,606대에서 2020년 723대로 급감. 2025년 예상 인도대수는 1,400여대 수준으로 회복을 넘어 재성장 단계로 향하고 있음
- 에어버스는 A320계열 생산을 현재 월 40~46대에서 2027년까지 월 75대까지 늘릴 계획. 보잉은 B737계열 생산을 현재 월 38대에서 42대로 늘리는 것이 목표이며 2027~2028년까지 월 52대 생산을 목표로 하고 있음
- 장기적으로 양사 모두 2044년까지 글로벌 민항기 수요가 현재의 두 배 이상 증가할 것으로 전망하고 있고, 이에 맞춰 생산량을 확대하려 하고 있어 **민항기용 특수합금 수요는 장기적으로도 높은 수준의 성장성을 보여줄 것으로 예상**

에어버스와 보잉의 항공기 인도대수

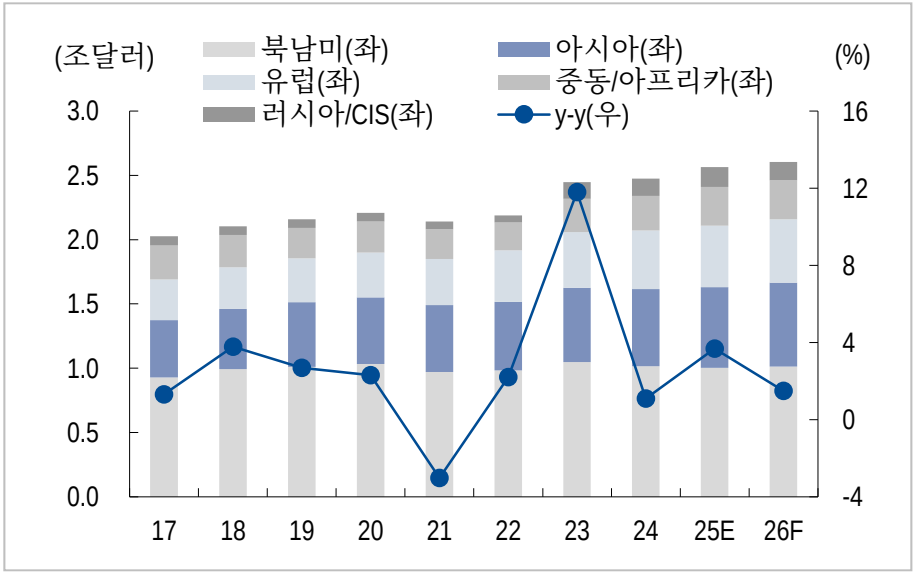


자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

글로벌 안보위협 상승으로 무기 생산 증가 지속될 전망

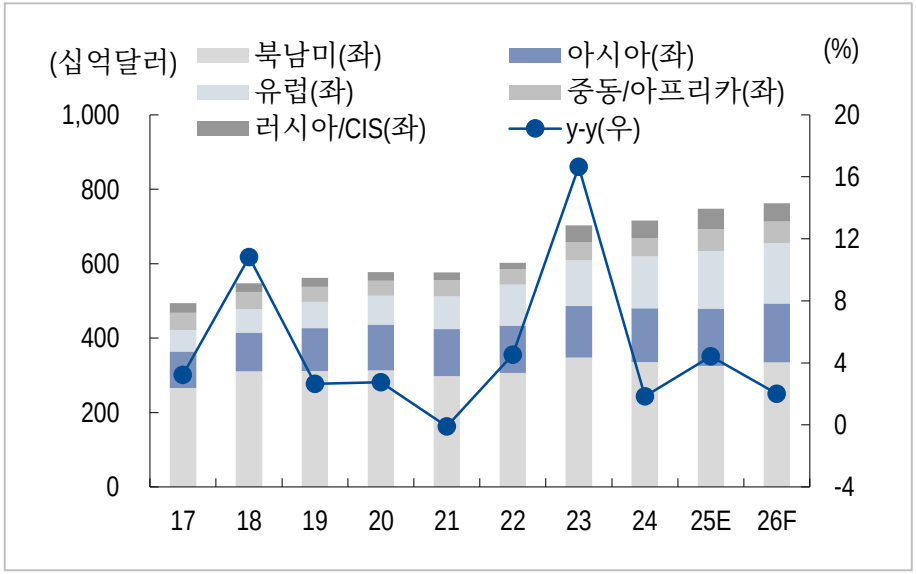
- 2025년 글로벌 방위비는 2.6조달러(+3.7% y-y)로 12년 연속 증가하며 역사상 최대치 경신. 가장 큰 원인은 러우 전쟁으로 인한 방위비 증가로 판단
- 제2차 세계대전 이후 형성된 세계 질서가 변화하면서 세력 간 갈등이 갈수록 심화되고 있어 글로벌 방위비 증가 추세는 2026년에도 이어질 것으로 보임
- 방위비 증가 영향으로 연구개발비를 포함한 무기도입비도 증가 추세에 있어 방위산업용 특수합금 수요 역시 장기적으로도 큰 폭으로 증가할 것으로 예상

지역별 방위비



자료: Janes, NH투자증권 리서치본부

지역별 무기도입비



자료: Janes, NH투자증권 리서치본부

투자유망종목 1: POSCO홀딩스(005490.KS) - 목표주가 470,000원

- 현재 리튬 가격 수준에서 공급가의 절반 정도는 수익을 거두지 못하고 있을 것으로 추정되는 바 공급 증가는 제한적인 상황으로 판단. 반면 리튬 수요는 EV와 ESS 수요 증가에 힘입어 성장하고 있어 공급 과잉 폭은 축소 중. 향후 리튬 가격 상승 전망
- POSCO홀딩스가 보유한 아르헨티나 염호는 상공정과 하공정이 수직계열화되어 있어 리튬 가격 상승 시 매출과 수익성이 동시에 높아지는 구조라는 점에 주목 필요
- 철강산업은 구조적 성장은 어렵지만 중국의 철강 공급 제한으로 인한 수출 감소가 예상되고, 국내 보호무역주의 강화로 반덤핑 관세 부과 중인 후판(4월 24일부터)와 열연(9월 23일부터)의 수익성 개선 기대

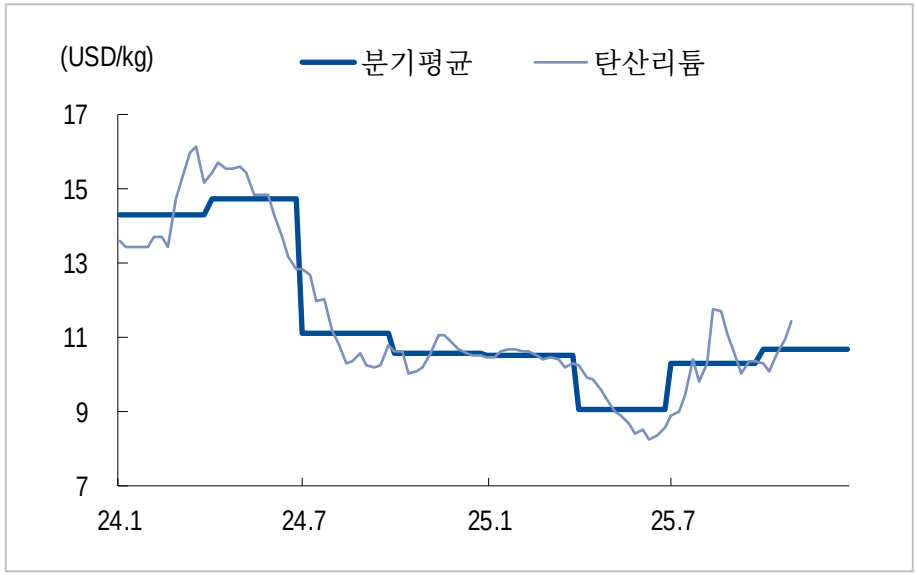
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	72,688	70,001	78,768	81,930
영업이익	2,174	2,309	3,427	3,611
영업이익률 (%)	*3.0*	*3.3*	*4.4*	*4..4*
EBITDA	6,158	7,116	8,624	9,151
순이익	948	1,124	2,177	2,241
지배지분 순이익	1,095	1,157	1,959	2,017
EPS (원)	13,073	14,224	24,207	24,921
PER (배)	19.4	22.9	13.4	13.1
PBR (배)	0.4	0.5	0.5	0.5
ROE (%)	2.0	2.1	3.5	3.5
Net Debt(-Cash)	10,334	17,284	17,456	17,617

현재가(11/7, 원)	299,000	외국인지분율	29.0%
시가총액(십억원)	24,199.0	배당수익률('25E)	3.34%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

탄산리튬 가격



자료: 코리아PDS, NH투자증권 리서치본부 전망

투자유망종목 2: 세아베스틸지주(001430.KS) - 목표주가 34,000원

- 특수강봉강 업황 침체에 따른 실적 부진으로 저평가(PBR 0.5배) 상태이나, 2026년 하반기 가동되는 SST(미국 특수합금 공장)이 기대대로 높은 수익성 보여준다면 밸류에이션 리레이팅 가능할 것으로 판단
- 국내 특수강봉강 업황은 수요 부진과 중국 저가 수입재 지속 유입으로 난항. 이에 세아베스틸과 세아창원특수강은 8월 중국산 특수강봉강에 대한 반덤핑 조사 신청
- 앞서 결정된 후판과 열연의 경우처럼 특수강봉강에도 반덤핑 관세 부과 될 경우 현재 세아베스틸지주 매출 내 비중이 높은 특수강봉강 실적 개선 기대. 결과는 2026년 상반기 중 나올 것으로 예상

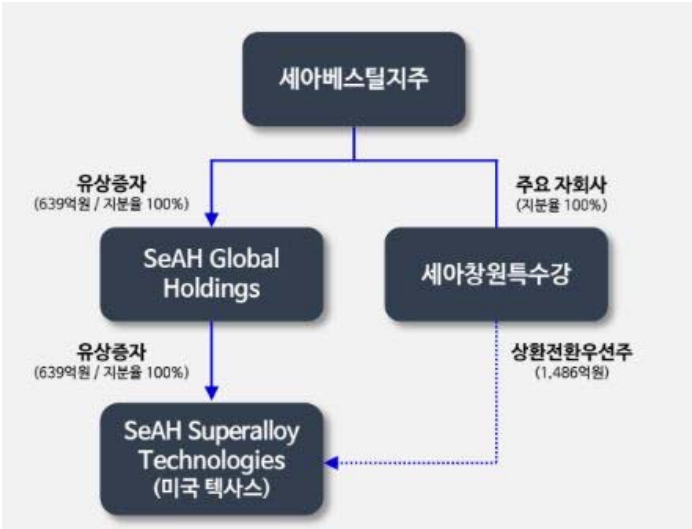
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	3,636	3,579	3,695	3,967
영업이익	52	111	199	242
영업이익률 (%)	*1.4*	*3.1*	*5.4*	*6.1*
EBITDA	169	241	333	378
순이익	20	70	127	163
지배지분 순이익	20	70	127	163
EPS (원)	564	1,948	3,541	4,555
PER (배)	35.0	13.2	7.3	5.6
PBR (배)	0.4	0.5	0.4	0.4
ROE (%)	1.0	3.6	6.3	7.7
Net Debt(-Cash)	747	746	688	657

현재가(11/7, 원)	26,200	외국인지분율	7.7%
시가총액(십억원)	939.6	배당수익률('25E)	4.58%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

SST(세아슈퍼알로이테크놀로지) 투자구조

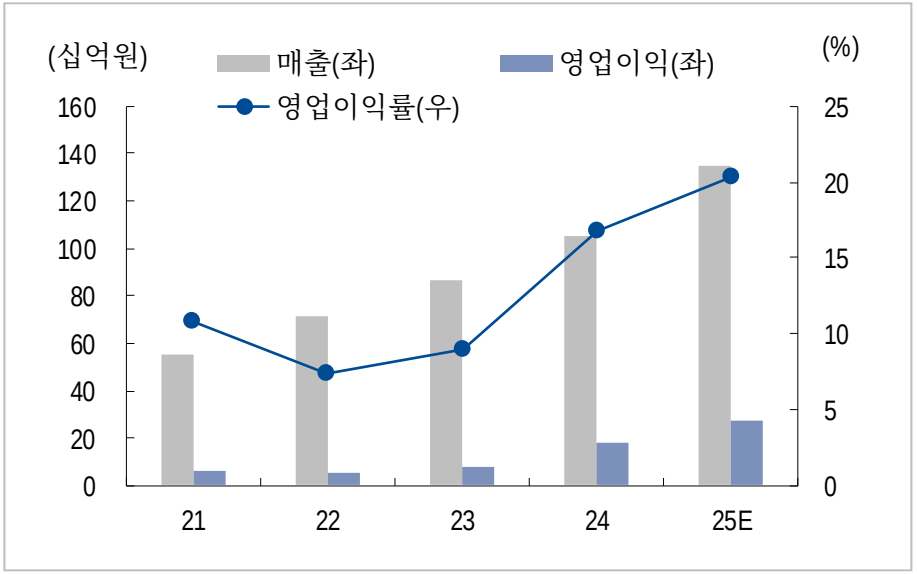


자료: 세아베스틸지주, NH투자증권 리서치본부

항공우주 특수합금이 중장기 성장 이끌 전망

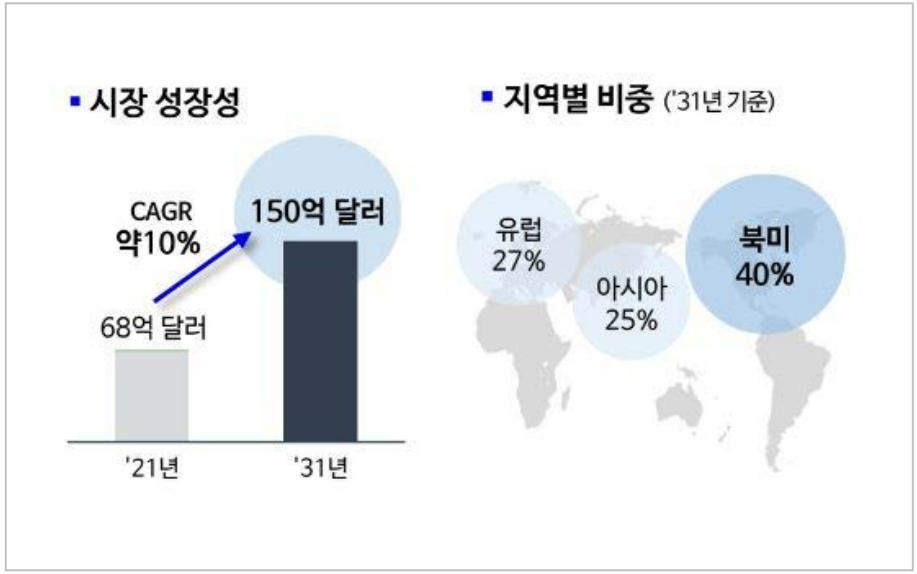
- 향후 세아베스틸지주의 성장은 SST와 세아항공방산소재가 이끌 것으로 기대
- SST의 2026년 예상 실적은 연 6,000톤 규모 특수합금 설비 가동 시 보수적으로 매출 2,500억원, 영업이익 400억원 수준. 2024년 세아베스틸지주 영업이익이 520억원이었음을 고려하면 큰 폭의 이익 증가 기대됨
- 항공기 관련 구조물에 사용되는 고강도 알루미늄 소재를 공급하는 세아항공방산소재(세아베스틸지주 100% 지분 보유)는 20% 수준의 영업이익률 시현 중. 10월 발표한 1,000억원 규모의 알루미늄 신공장 투자를 통해 성장세 이어 나갈 전망

세아항공방산소재 실적



자료: 세아베스틸지주, NH투자증권 리서치본부 전망

특수합금 시장 규모



자료: Allied Market Research, NH투자증권 리서치본부

2026년 산업전망

지주/금융

I. 지주회사: 거버넌스 개선은 지속된다

II. 은행: 2026년, 은행주는 국민주

III. 보험: 고요한 새벽, 밝아지는 동녘

IV. 증권/STO: 내년에도 주식투자 하시죠?

이승영 (지주회사/ESG)

정준섭 (은행/보험)

윤유동 (증권/STO)

지주회사

거버넌스 개선은 지속된다

I. 지주회사 현황

II. 거버넌스 개선은 지속

III. 주요 지배구조 이슈

IV. 투자유망종목

Analyst: 이승영
Tel 02)2229-6908 | e-mail sy.lee@nhsec.com

지주회사: 거버넌스 개선은 지속된다

상법 및 자본시장법 개정 등을 계기로 국내 상장사들의 거버넌스 환경이 빠르게 변화하고 있다. 1, 2차 상법 개정안 통과에 이어 3차 상법 개정, 자본시장법 개정, 상속·증여세법 개정, 스튜어드십 코드 강화 등 추가적인 거버넌스 정책 모멘텀도 유효한 상황이다.

이사의 주주충실 의무는 2025년 7월부터 시행되었으며, 나머지 주요 정책들은 2026~2027년 본격적으로 시행될 예정이다. 감사위원 선임 시 3%룰 강화 및 독립이사 제도는 2026년 7월, 집중투표제 의무화 및 감사위원 분리 선출 확대는 2026년 9월, 전자주주총회 의무화는 2027년 시행될 예정이다. 연내 자사주 소각 의무화, 배당소득 분리과세 법안 통과가 예상되며 의무공개매수 제도 도입 등 자본시장법 개정, 스튜어드십 코드 강화 등에 대한 논의가 진행 중이다.

이처럼 거버넌스 환경 개선이 본격화되고 있음에도 주요 지주회사의 평균 NAV 대비 할인율은 52% 수준으로 여전히 저평가 영역에 머물러 있다. 2026년 이후 본격적인 거버넌스 관련 정책 시행과 함께 행동주의 펀드의 영향력과 일반주주의 권리 행사가 확대될 것으로 예상한다. 이에 따라 중장기적으로 지주회사 할인율이 축소될 것으로 전망한다.

I. 지주회사 현황

대기업 집단 중 지주회사 체제로 전환 가능한 집단은 대부분 전환을 완료했다. 2025년 기준 공시대상기업집단 92개 중 50%인 46개 집단이 지주회사 체제를 구축하고 있다. 제도 변화 등으로 인해 향후 지주회사 전환 사례는 축소될 것으로 예상한다. 현재 주요 지주회사의 평균 NAV 대비 할인율은 52%로 2020년 이후 주요 지주회사 평균 할인율이 50~60% 수준이었음을 감안하면 여전히 저평가 영역에 머물러 있다. 2026년 이후 본격적인 거버넌스 관련 정책 시행과 함께 중장기 지주회사 할인율은 축소될 전망이다.

II. 거버넌스 개선은 지속

자사주 소각 의무화와 배당소득 분리과세 법안은 2025년 정기 국회 내 처리가 예상된다. 자사주 소각 의무화의 경우 기보유 자사주에 대해서도 소각을 원칙으로 하되 소각 방식과 유예기간을 둘러싼 논의가 진행 중이다. 배당소득 분리과세의 최고세율은 25% 수준으로 결정될 가능성이 높으며 적용 대상이 정부안 대비 축소될 가능성이 일부 존재한다. 자본시장법 개정은 의무공개매수 제도와 합병·물적분할 시 일반주주 보호 강화를 중심으로 추진되고 있다.

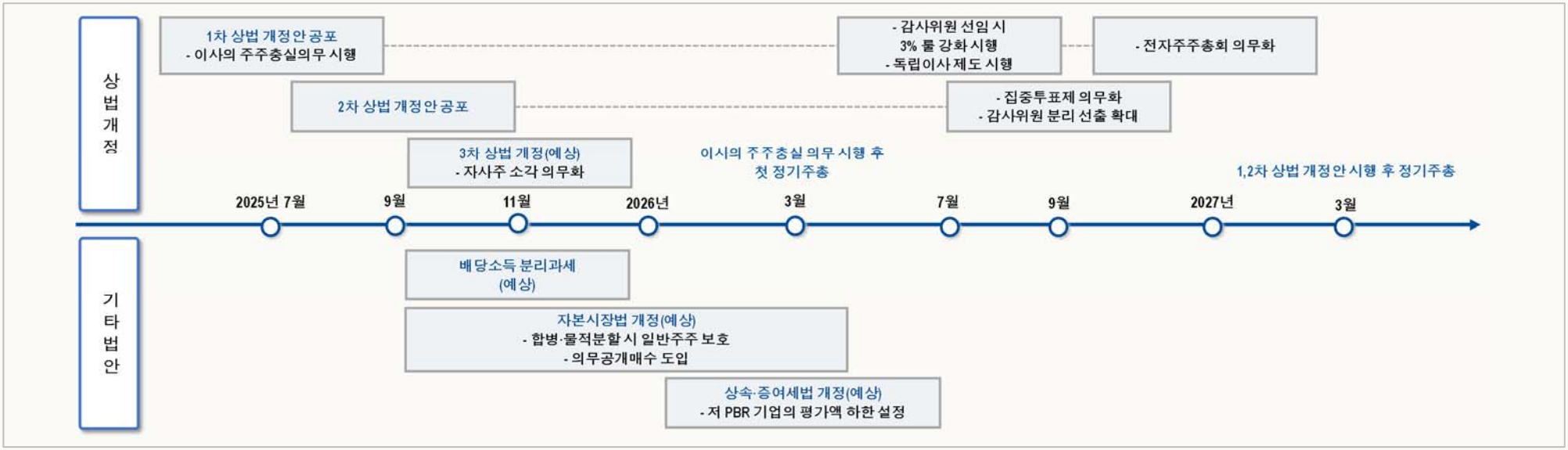
지주회사: 거버넌스 개선은 지속된다

III. 주요 지배구조 이슈

삼성바이오로직스는 CDMO(삼성바이오로직스)와 신약·바이오시밀러(삼성에피스홀딩스) 사업 부문의 분리를 위한 인적분할 절차를 마무리했다. SK는 SK실트론 등 매각 등 자산 효율화를 추진하고 있으며, 이노베이션 계열은 최근 자금조달과 구조 개편을 진행했다. 연내 에코플랜트 계열의 구조 개편도 마무리될 예정이다. LS그룹은 성장을 위한 투자 진행 중이다. 자회사 LS전선은 유상증자와 교환사채 발행을 통해 자금을 조달할 예정이며, 증손회사 에식스솔루션즈는 IPO를 추진 중이다.

IV. 투자유망종목

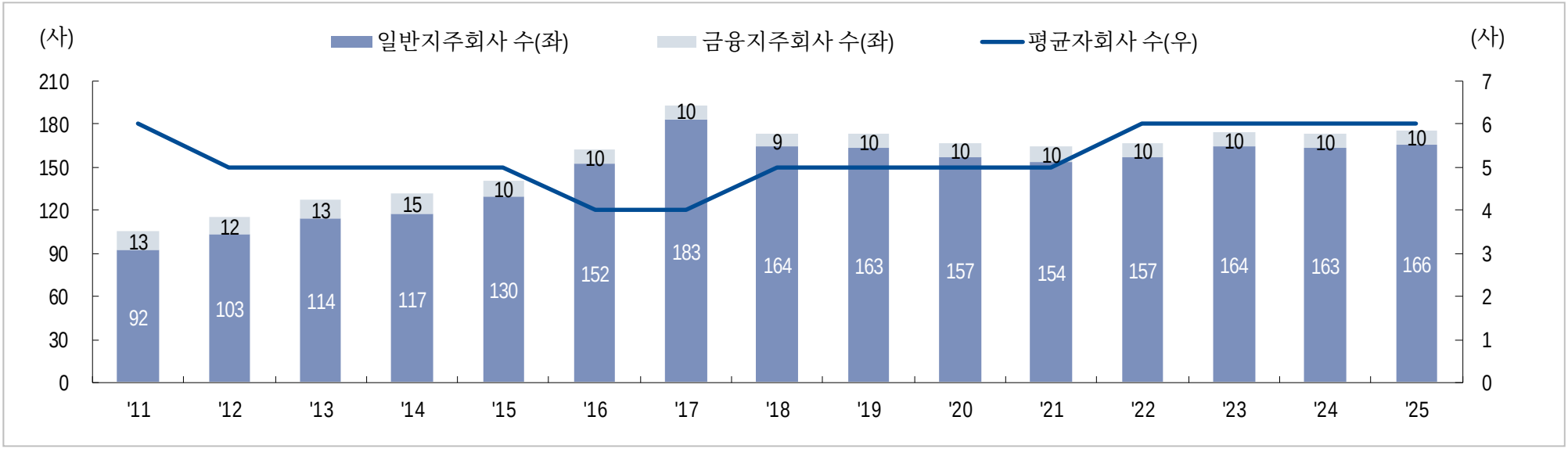
삼성물산은 건설, 바이오, 상사 등 다각화된 사업 포트폴리오를 기반으로 안정적인 실적 성장을 이어가고 있다. 건설 부문은 그룹사 투자 재개와 함께 하이테크 수주 확대가 기대되며 루마니아 SMR 사업과 관련해 EPC 계약 수주가 기대된다. 신규 주주환원 정책 발표를 계기로 주주환원 규모가 확대될 것으로 예상된다. LS는 2027년 자회사 실적 레벨 업이 기대된다. LS전선의 해저케이블 증설 효과, 전기차 소재 사업에 대한 기대감이 점차 주가에 반영될 전망이다.



지주회사 현황 및 제도 변화

- 2025년 기준 공시대상기업집단(자산총액 5조원 이상인 대기업 집단) 92개 중 50%인 46개 집단이 지주회사 체제. 대기업 집단 중 지주회사 체제로 전환 가능한 집단은 대부분 전환 완료
- 제도 변화로 인한 지주회사 전환 시 이점 축소, 주주 반대 등으로 인해 신규 지주회사 전환 사례 감소 전망
- 조세특례제한법 개정으로 지주회사 설립 시 과세특례는 2026년 말까지 적용 예정. 현재 현물출자로 인해 발생한 양도차익에 대해 지주회사 주식을 처분할 때까지 양도소득세, 법인세 과세 이연이 가능. 2027년 이후 전환 시에는 4년까지 과세 이연의 특례가 적용
- 자본시장법 시행령 개정으로 2024년 12월 31일부터 인적분할 시 자사주 신주배정 금지됨. 지주회사 전환 시 자사주를 활용한 최대주주의 지배력 강화가 어려워질 전망

공정거래법상 지주회사 현황

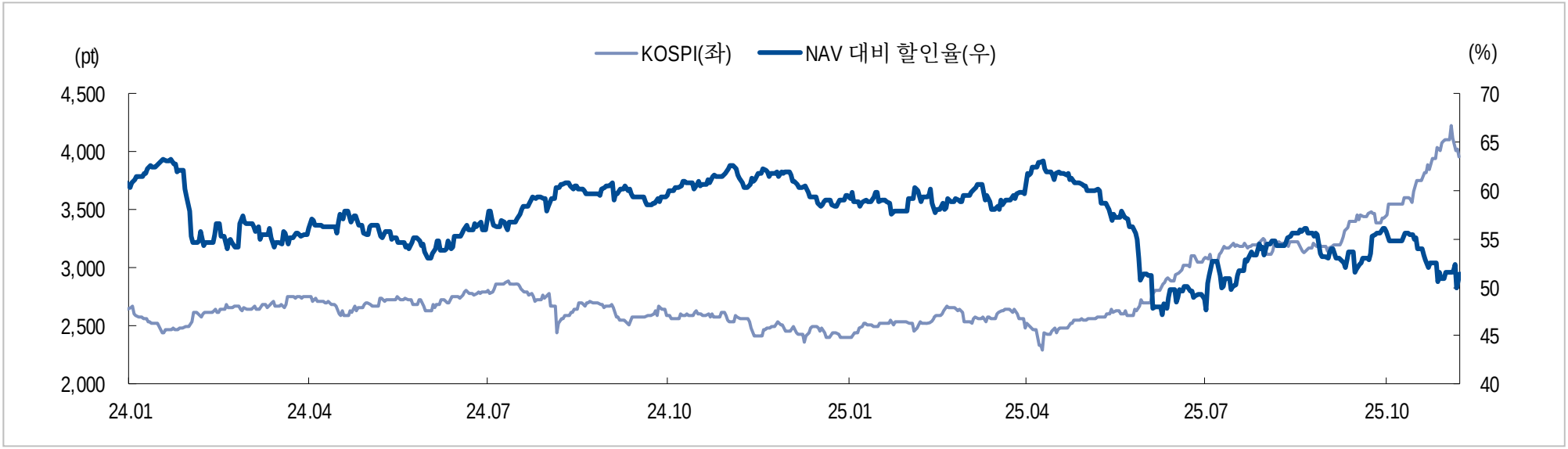


자료: 공정거래위원회, NH투자증권 리서치본부

지주회사 Valuation – 여전히 저평가 영역

- 주요 지주회사의 평균 NAV 대비 할인율은 2010년대 25~50% 수준이었음. ESG 투자 확산으로 인한 거버넌스 리스크 인식 강화, 사업자회사에 대한 투자 선호 확대, 복합기업 투자 기피 등으로 2020년대 주요 지주회사의 평균 NAV 대비 할인율은 50~60% 수준으로 고착화
- 2025년 6월 이후 상법 개정 등 거버넌스 개선 기대감으로 지주회사 할인율 하향 안정화. 현재 주요 지주회사의 평균 NAV 대비 할인율은 52%로 2020년 이후 주요 지주회사 평균 할인율이 50~60% 수준이었음을 감안하면 밸류에이션 부담 없는 수준
- 현재 자사주 소각 의무화, 배당소득 분리과세, 상속 및 증여세법 개정, 자본시장법 개정 등 추가적인 거버넌스 관련 정책 추진 중. 2026년 이후 본격적인 정책 시행과 함께 행동주의 펀드, 일반주주 권리 행사 사례 확대 등으로 중장기 지주사 할인율은 축소될 전망

주요 지주회사 평균 NAV 대비 할인율



주: NAV 대비 할인율은 삼성물산, SK, LG, 두산, 한화, LS 평균 기준
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

지주회사 투자 매력도 점검

주요 지주회사 투자 매력도 점검

	NAV 대비 할인율(%)	NAV 상승 가능성	할인율 축소 가능성
삼성물산	57.0	○ - 바이오 부문은 5공장 본격 매출 인식 및 신규 케파 확대 기대 - 건설 부문은 그룹사 투자 재개에 따른 하이테크 수주 증가 및 SMR 사업 가시성 확대 기대	○ - 신규 배당정책 발표와 함께 주주환원 확대 예상 - 2026년 보유 자사주 4.6% 소각 예정
SK	60.1	△ - SK하이닉스 고성장에 따른 SK스퀘어 지분 가치 확대 기대 - SK이노베이션은 배터리 사업 약세 지속	○ - 자사주 소각 의무화 시 보유 자사주 24.8% 부각 기대 - SK실트론 매각 등 자산 효율화를 통한 차입금 감소 기대 - 다만, 자회사 SKT 배당 감소로 지주사 현금흐름 축소
두산	38.0	○ - 자체사업은 AI 가속기향 CCL 판매 확대로 실적 성장 지속 - 두산에너빌리티의 SMR 수주 본격화 기대	△ - 자사주 소각 의무화 시 보유 자사주 17.9% 부각 기대. 이 중 약 6%를 3년간 소각할 계획(2025~2027년)
LG	52.1	△ - LG화학은 업황 부진하나 자회사 LG에너지솔루션 지분가치 재평가 기대 - LG전자는 데이터센터 HVAC 솔루션 사업 본격화 기대	△ - 2026년까지 보유 자사주 2.0% 소각 예정 - 배당소득 분리과세 대상 가능성
한화	54.5	○ - 한화에어로스페이스는 지상방산, 한화오션을 중심으로 실적 성장 전망	△ - 자사주 소각 의무화 시 보유 자사주 7.5% 중 일부 소각 기대 - 다만, 차입금 증가, 한화생명 배당 중단 등으로 배당 확대 가능성 제한적
LS	48.9	○ - LS전선은 2027년부터 해저케이블 증설 효과 본격화 전망 - LS MnM, LLBS를 중심으로 한 전기차 소재 사업 본격화 기대	△ - 2030년까지 매년 5% 이상 배당금 증액 계획 - 자사주 12.5% 보유 중이며 이 중 1.6% 소각 예정
현대지에프홀딩스	47.0	△ - 현대백화점은 내수 회복으로 백화점 실적 개선 기대 - 현대홈쇼핑의 주주환원 확대 정책 발표 가능성	○ - 2027년까지 배당수익 700억원 수준으로 확대 추진. 배당지급 총액도 500억원 수준까지 단계적 확대 계획 - 현대백화점 지분 매입 지속 전망. 자회사의 자사주 매입 및 소각을 통한 지배력 강화 중

주1: NAV 대비 할인율은 2025년 11월 7일 종가 기준
주2: ○-높음, △-보통, X-낮음
자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

1, 2차 상법 개정안 – 2026년 이후 본격 시행 예정

- 1차 상법 개정안: 이사의 주주충실 의무는 2025년 7월부터 시행되었으며 합병 및 분할, 중복상장 등을 통한 지배구조 변경이 어려울 전망. 감사위원 선임 시 3%룰 강화, 독립이사 제도는 2026년 7월, 전자주주총회 의무화는 2027년 1월 시행 예정
- 2차 상법 개정안: 집중투표제와 감사위원 분리선출 확대는 2026년 9월 시행 예정
- 1) 집중투표제 의무화는 자산총액 2조원 이상 상장사에 적용. 현재 자산총액 2조원 이상 기업의 집중투표제 채택률은 5.3%에 불과. 일반주주가 지지하는 이사의 이사회 진입 사례 확대 기대. 2) 감사위원 분리선출 인원이 최소 1명에서 2명으로 확대될 예정. 감사위원 선임 시 3%룰 강화와 함께 감사위원 선임 시 일반주주의 영향력 확대 예상
- 향후 정부는 이사의 충실의무 확대 등 상법 안착을 위해 가이드라인을 제정할 계획

1, 2차 상법 개정안 주요 내용

구분	항목	시행일	개정안 주요 내용
1차 상법 개정	이사의 주주충실 의무	'25년 7월 시행	- 이사의 충실의무가 기존 회사에서 회사 및 주주로 확대 - 합병 및 분할, 중복상장 등 지배구조 변화가 어려워질 전망
	감사위원 선임 시 3%룰 강화	'26년 7월 시행 예정	- 감사위원 선임, 해임 시 최대주주는 특수관계인 소유 주식을 합산하여 3% 초과하는 의결권 행사 불가 - 감사위원회 독립성 강화. 소수주주가 추천한 후보자의 감사위원 선임 가능성 증가
	독립이사 제도	'26년 7월 시행 예정	- 사외이사의 명칭을 독립이사로 변경하고 의무 선임 비율을 3분의 1로 확대(현행법은 사외이사 의무 선임 비율을 4분의 1로 규정)
	전자주주총회 의무화	'27년 1월 시행 예정	- 자산총액 2조원 이상 상장사는 전자주주총회 개최 의무화 - 주주총회 투명성 강화 및 일반주주의 의결권 행사 사례 증가 예상
2차 상법 개정	집중투표제 의무화	'26년 9월 시행 예정	- 자산총액 2조원 이상 상장사 집중투표제 의무화 - 소수주주가 지지하는 이사의 이사회 진입이 사례가 늘어날 것으로 기대
	감사위원 분리선출 확대	'26년 9월 시행 예정	- 감사위원 분리선출 인원 최소 1명에서 2명으로 확대 - 감사위원 선출 시 독립성 보장. 3%룰과 함께 감사위원 선임 시 일반주주의 영향력 확대 예상

자료: 국회, 상법, NH투자증권 리서치본부

지주회사

자사주 소각 의무화 추진

- 자사주 소각 의무화 추진 중이며 2025년 정기 국회 내 처리 예정. 12월 법안 공포 가정 시 2026년 6월부터 시행될 가능성 높음
- 신규 자사주는 일정 유예기간 안에 소각하는 것을 원칙으로 하고 스톡옵션, 우리사주배정 등을 위해 취득한 자사주는 목적대로 처분하게 하는 방안이 유력. 기보유 자사주의 경우 소각을 원칙으로 소각 방식과 유예기간에 대한 논의가 이루어지는 중
- 일부 기업들의 자사주 처분 이어지는 가운데 개별 기업의 자사주 보유 목적과 기존 자사주 소각 및 처분 현황 확인 필요
- 금융위는 자사주 공시 제도를 개선할 계획. 공시 대상을 기존 자사주 5% 이상 보유 기업에서 1% 이상 보유 기업으로, 공시 횟수를 기존 연간 1회에서 2회로 확대. 추가적으로 자사주 처리계획과 실제 이행현황 간 비교를 공시해야 하며 공시 위반 시 제재수단을 적극 활용할 계획

주요 지주회사 자사주 현황

기업명	자사주 비율	자사주 보유 목적	자사주 취득 계획	자사주 소각 계획
SK	24.8%	주주가치 제고, 임직원 보상	향후 주주가치 및 기업가치 제고를 위해 자사주 취득 검토 가능	- 향후 주주가치 및 기업가치 제고를 위해 필요한 경우 소각 및 처분에 대해 검토
두산	17.9%	주주가치 제고, 임직원 보상	X	- 2025년부터 3개년 간 최소 99만주(보통주 약 6%) 이상을 매년 균등소각 (연간 33만주, 약 2% 이상) - 2023년 및 2024년 부여한 RSU는 지급 조건이 충족되는 2026년(44,260주 예상) 및 2027년(42,885주 예상) 지급 예정
LS	12.5%	주주가치 제고	X	- 2026년 1분기 자사주 50만주(1.6%) 소각 예정
삼성물산	4.6%	주주환원	차기 주주환원 정책 수립 시 취득 여부 검토할 계획	- 2026년 2월 전량 소각 예정
한화	7.5%	임직원 보상, 모멘텀 물적분할 과정에서 반대주주의 주식매수청구권 행사로 취득	X	- 임직원 보상 목적으로 취득한 자사주는 RSU 지급시기에 처분
LG	2.0%	주주가치 제고	X	- 2026년까지 자사주 전량 소각 예정

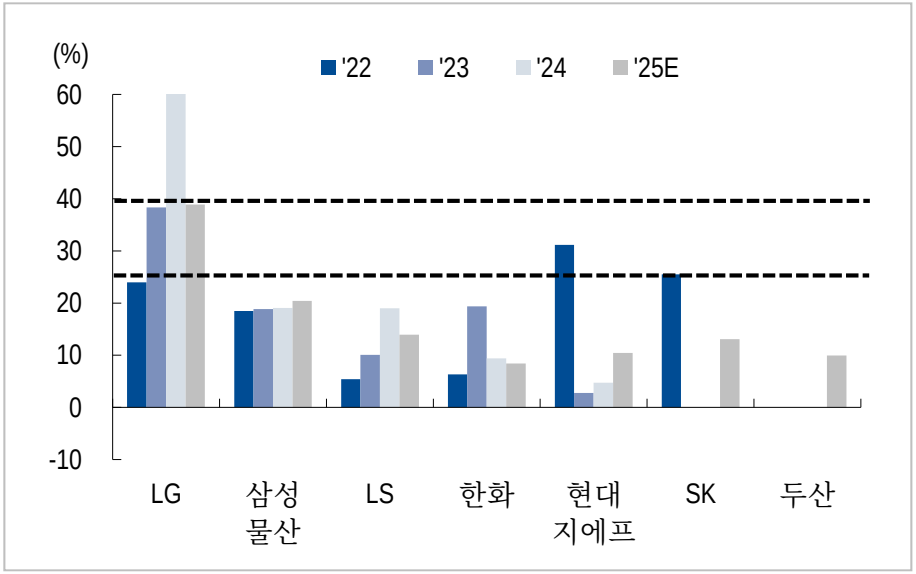
자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

지주회사

배당소득 분리과세 – 최고세율 25%로 결정될 가능성 높음

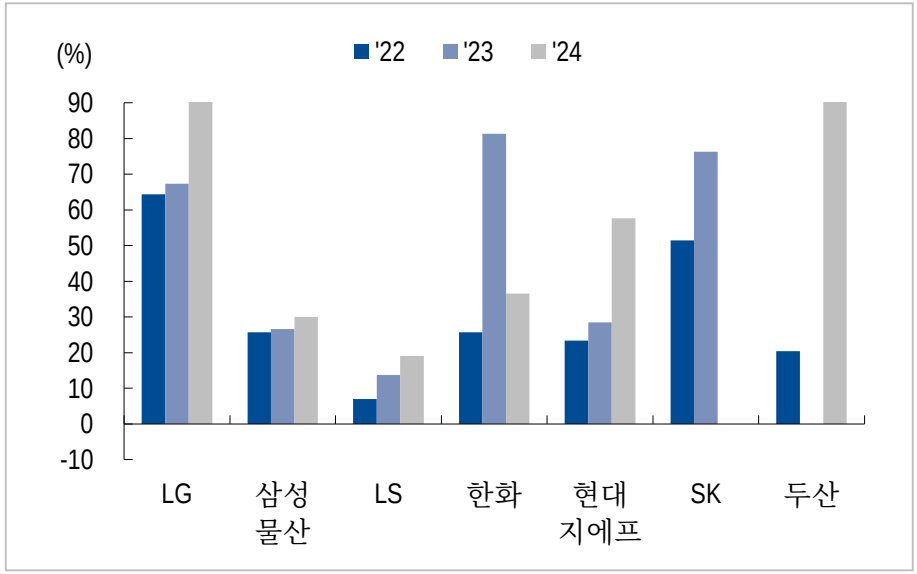
- 고배당 상장법인으로부터 수취하는 배당소득을 종합소득 과세 대상에서 제외하는 배당소득 분리과세 추진 중. 예산 부수법안으로, 11월 중 여야 합의를 통한 처리 예상
- 정부안에 따르면 배당소득 분리과세 대상 기업은 전년 대비 현금배당액이 감소하지 않은 기업 중 1) 배당성향이 40% 이상이거나, 2) 배당성향 25% 이상이면서 배당금이 직전 3년 대비 5% 이상 증가한 기업. 분리과세는 2026~2028년 사업연도에 귀속되는 배당분에 적용 계획
- 배당소득 분리과세 대상 기준, 최고세율(25~35%)에 대해 논의 중이며 최고세율은 25% 수준에서 결정될 가능성이 높음
- 배당성향이 높은 기업의 경우 최대주주와 일반주주 모두 배당소득세 부담이 축소되기 때문에 배당 확대와 관련한 주주들의 요구 확대 전망

주요 지주회사 연결 배당성향



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 추정

주요 지주회사 별도 배당성향



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

지주회사

배당소득 분리과세 - 지주회사 혜택은 제한적

- 지주회사의 경우 전반적으로 별도 배당성향은 높지만 연결 배당성향은 상대적으로 낮음. 별도 배당성향의 경우 안정적인 배당금수익, 브랜드로열티 등 기반으로 높은 수준 유지해옴. 반면, 연결 배당성향의 경우 지주회사의 다층적인 지배구조 특성상 계열사 현금흐름의 상향 이전의 한계가 있어서 상대적으로 낮은 편
- 연결 배당성향 기준으로 배당소득 분리과세 대상 기업을 선정할 경우 혜택을 받을 수 있는 지주회사는 제한적
- 정부안 고려 시 지주회사 중 LG의 경우 배당소득 분리과세 적용 가능성이 높음. 동사의 최소 별도 배당성향은 60%(별도 조정 당기순이익 기준)로 높은 편이며 최근 5개년 중 3개년 연결 배당성향이 25%를 초과

주요 지주회사 주주환원 정책

	주주환원 정책
삼성물산	- 관계사 배당 수익의 60~70% 수준을 환원 - 보유 자사주 4.6%는 2026년 2월까지 소각 예정
SK	- 최소 DPS 5,000원+시가총액 1~2% 규모 추가 환원(자사주 매입 소각 또는 추가 배당지급)
두산	- 별도의 배당 정책 없음 - 보유 자사주 약 6%를 3년간 소각할 계획(2025~2027년)
LG	- 최소 배당성향 60%(별도 조정 당기순이익 기준) - 배당 및 투자재원 집행 후 잉여 현금 보유 시 일부를 자사주 매입 재원으로 활용 고려 - 자사주 약 2.0%를 2026년까지 소각 계획
한화	- 별도의 배당 정책 없음 - 과거 배당 수익, 상표권 수익의 20~40% 수준 배당
LS	- 2030년까지 매년 5% 이상 배당금 증액 계획 - 자사주 약 1.6%를 2026년 1분기 소각 예정
현대지에프홀딩스	- '27년까지 연간 배당 지급총액 500억원 이상으로 확대 계획('26년 결산, '27년 중간 합산)

자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부 추정

주요 지주회사 배당 활용 가능 재원

	내용
삼성물산	- 연간 6,000억원 이상의 관계사 배당수익 수취 중이며 2026년 초 신규 주주환원 정책 발표 기대
SK	- 연간 9,000억원 수준의 배당수익, 브랜드로열티 수취 중 - SK스페셜티 지분, 판교 데이터센터 등 매각 완료. SK실트론 매각 추진 중
두산	- 별도의 배당 정책 없음 - M&A 자금 마련을 위해 자회사 지분을 활용한 주식담보대출 진행했음
LG	- 연간 7,000억원 이상의 배당수익, 브랜드로열티 수취 중 - 배당수익 회복을 위해서는 LG화학의 업황 개선이 필요
한화	- 별도의 배당 정책 없음 - 브랜드 라이선스 매출 성장 기대. 한화생명 배당 재개 시 동사 주주환원 강화 예상
LS	- 연간 1,500억원 이상의 배당수익, 브랜드로열티 수취 중
현대지에프홀딩스	- 2025년 배당수익 약 600억원 수준으로 전망 - 2027년까지 배당수익 700억원 수준으로 확대 추진

자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

지주회사

자본시장법 개정 추진 - (1) 의무공개매수 제도 도입

- 상장사의 지배권 확보 시 일정 비율 이상의 지분을 공개매수의 방법으로 취득하도록 하는 의무공개매수 제도 도입 추진. 2025년 말 혹은 2026년 상반기 통과 가능성 높음
- 매수인이 특별관계자와 합산해 상장사 지분 25% 이상 취득 시 잔여주식 전부 or 지분 50%+1주(보유 지분 공제)에 대해 의무공개매수를 진행
- 주식양수도 시 피인수회사의 일반주주도 지배주주와 같이 기업의 경영권 프리미엄을 공유할 수 있게 함으로써 일반주주 보호를 강화하기 위함. 약탈적 기업 인수를 예방하는 효과도 기대. 다만, M&A 시장 위축에 대한 우려도 존재
- 지주회사의 경우 상장사의 주식양수도 거래가 어려워질 것으로 전망

자본시장법 개정안(의무공개매수 제도) 내용

제안자	법안 시행일	공개매수 조건	공개매수 대상	공개매수 가격
김현정 의원 등 12인	공포 6개월 후 시행	지분 25% 이상 취득 시 (매수인, 특별관계자 합산)	잔여 주식 전부	선행매수 가격. 순자산가치, 대통령령 고려
이정문 의원 등 12인	공포 1년 후 시행	지분 25% 이상 취득 시 (매수인, 특별관계자 합산)	잔여 주식 전부	선행매수 가격, 대통령령 고려
천준호 의원 등 11인	공포 후 즉시 시행	지분 25% 이상 취득 시 (매수인, 특별관계자 합산)	잔여 주식 이상	과거 매수 가격, 대통령령 고려
김남근의원 · 신장식의원 · 한창민의원 등 24인	공포 1년 후 시행	지분 25% 이상 취득 시 (매수인, 특별관계자 합산)	잔여 주식 전부. 보유 지분 50% 미달 시 지분을 25% 미만으로 낮춰야 함	1년간 최고가 또는 대통령령 고려
정태호 의원 등 15인	공포 1년 후 시행	지분 25% 이상 취득 시 (매수인, 특별관계자 합산)	50%+1주(보유 지분 공제) 이상	선행매수 가격, 대통령령 고려
강명구 의원 등 11인	공포 1년 후 시행	지분 25% 이상 최대주주가 되는 경우 (매수인, 특별관계자 합산)	대통령령 기준	대통령령 기준
강훈식 의원 등 11인	공포 1년 후 시행	지분 25% 이상 취득 시 (매수인, 특별관계자 합산)	잔여 주식 전부	선행매수 가격, 대통령령 고려

자료: 국회, NH투자증권 리서치본부

지주회사

자본시장법 개정 추진 - (2) 합병 및 물적분할 시 일반주주 보호 강화

- 자본시장법 개정의 일환으로 합병 및 물적분할 시 일반주주 보호 강화 추진 중. 2025년 하반기 정책 과제로 2025년 말 혹은 2026년 상반기 통과 예상
- 1) 합병 시 일반주주 보호: 합병가액 산정 시 주가뿐만 아니라 자산가치, 수익가치 등 기업의 실질가치를 반영할 수 있도록 개선
- 2) 물적분할 시 일반주주 보호: 물적분할 후 자회사 상장 시 모회사 일반주주에게 신주 배정. 자회사 상장 이후 모회사 주가 하락으로 인한 모회사 일반주주의 손실을 최소화하기 위함
- 신주 배정 대상은 대주주를 제외한 일반주주, 배정 규모는 모집주식 총수의 30~70% 이상으로 논의되고 있음

자본시장법 개정안(물적분할 후 자회사 상장 시 모회사 일반주주에게 신주 배정) 내용

제안자	법안 시행일	신주 배정 대상	신주 배정 규모
이정문 의원 등 12인	공포 1년 후 시행	모회사 일반주주(대주주 제외)	모집총수의 35% 이상 우선 배정
천준호 의원 등 11인	공포 6개월 후 시행		모집총수의 60% 이상 우선 배정
김남근의원 · 신장식의원 · 한창민의원 등 24인	공포 1년 후 시행		모집총수의 30% 이상 우선 배정
민병덕 의원 등 10인	공포 6개월 후 시행		모집총수의 50% 이상 우선 배정
강준현 의원 등 10인	공포 6개월 후 시행		모집총수의 70% 이상 우선 배정
윤한홍 의원 등 16인	공포 1년 후 시행		모집총수의 20% 이내 우선 배정

자료: 국회, NH투자증권 리서치본부

상속 및 증여세법 개정 추진

- 상속 및 증여 시 저PBR(주가순자산비율) 기업의 상장주식 평가액 하한을 설정하는 법안도 발의. 법안 시행 시 PBR 0.8배 이하면서 최대주주 지분의 상속 및 증여를 앞둔 일부 회사의 기업가치 제고 노력 예상
- 상장주식의 경우 상속 및 증여 전후 시점의 주가에 따라 세금이 결정되기 때문에 주가가 낮을수록 상속인, 증여인에게 유리. 관련하여 발생할 수 있는 최대주주와 일반주주 간 이해상충을 해소하는 것이 목적
- 개정안은 PBR 0.8배 미만인 상장주식의 경우 비상장주식 평가방법과 동일하게 자산가치와 수익가치를 반영하여 평가하고 평가액의 하한은 순자산가치의 80%로 설정. 상속 및 증여 시 늘어나는 세부담을 일부 경감하기 위해 기존 상장사 최대주주의 상속 및 증여세에 부과되는 가산세율 20%를 삭제하는 내용도 포함

상속 및 증여세법 개정안 내용

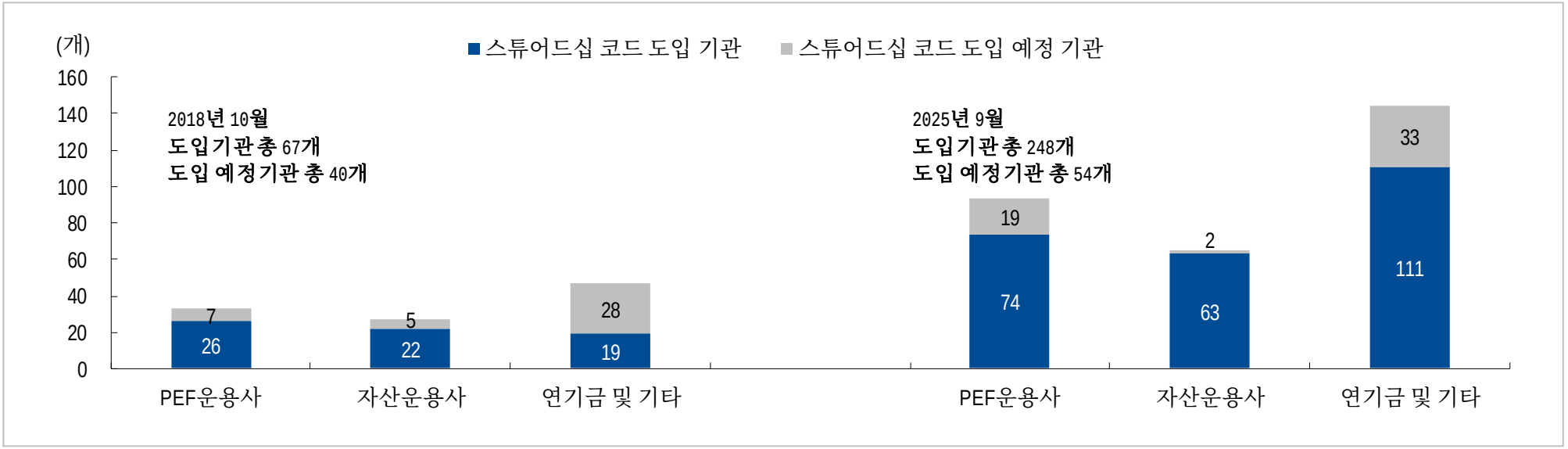
구분	개정안('25.05.09 발의)		현행
주식 평가액 산정	PBR 0.8배 미만	자산가치와 수익가치 반영	상속 및 증여 개시일 전후 2개월간 평균 시세 반영
	PBR 0.8배 이상	상속 및 증여 개시일 전후 2개월간 평균 시세 반영	
상장주식 평가 하한	순자산 가치의 80%		X
최대주주 주식 할증 평가	폐지		주식 평가액에 20% 가산

자료: 국회, NH투자증권 리서치본부

스튜어드십 코드 개선

- 정부의 2026년 상반기 추진과제 중 하나로 스튜어드십 코드 개선이 선정. 스튜어드십 코드 적용 대상 및 범위를 확대하고 수탁기관의 이행 여부 점검 및 결과 공시 항목 확대 등 고려 중. 관련하여 자본시장법이나 국민연금법 개정도 검토 중
- 2025년 11월 기준 248개 기관이 스튜어드십 코드를 도입했고 추가적으로 54개 기관이 도입 예정. 연기금 중에는 국민연금, 사학연금, 공무원연금공단, 우정사업본부 4개 기관이 도입
- 스튜어드십 코드 도입 기관 확대와 제도 개선에 따라 향후 국내 기관투자자의 반대 의결권 행사, 주주제안 확대 등 주주활동이 증가할 것으로 기대

스튜어드십 코드 도입 기관 확대 중

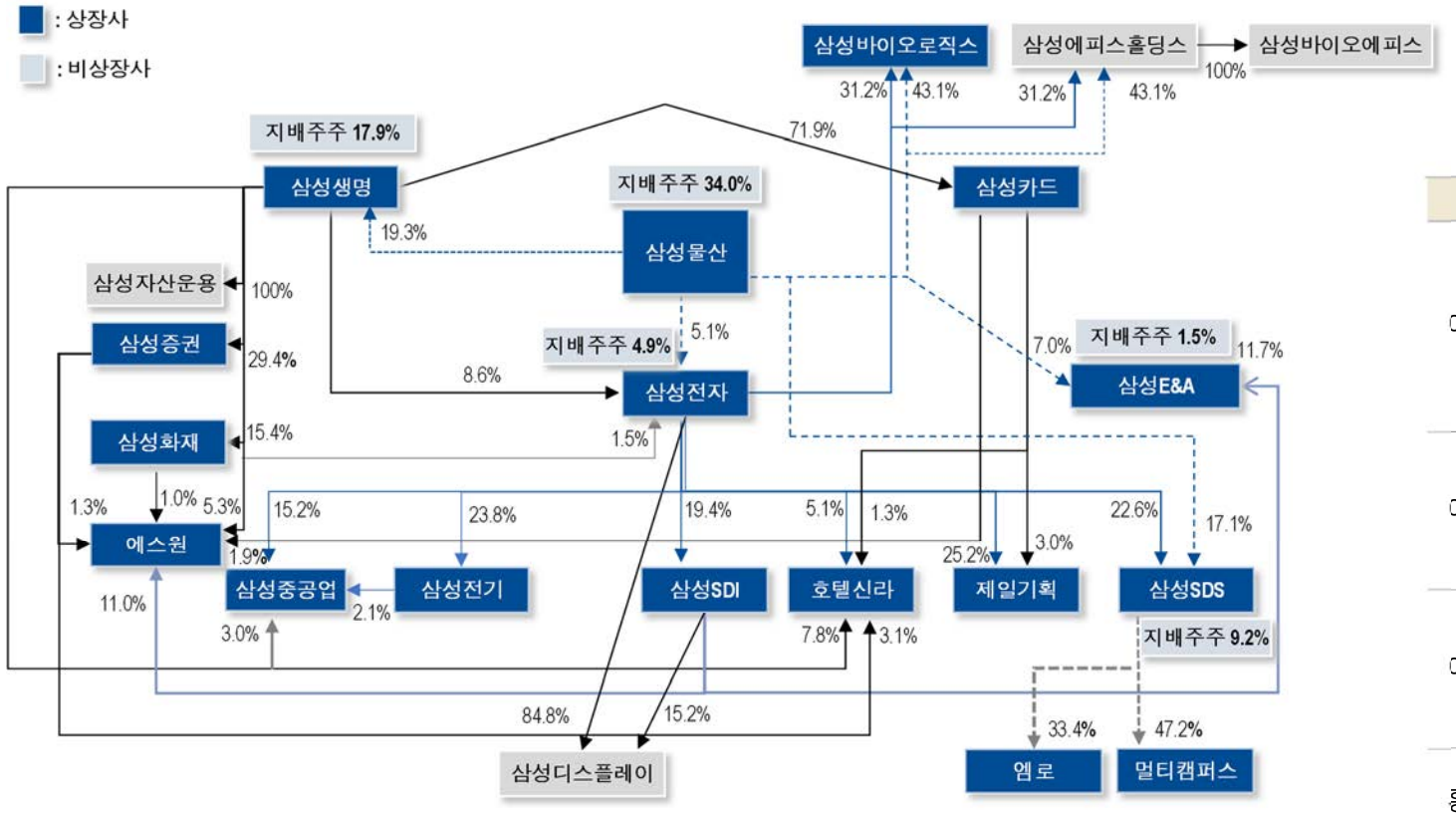


자료: 한국ESG기준원, NH투자증권 리서치본부

지주회사

삼성그룹 - 상속세 납부 1회분(2조원) 남음

1)삼성바이오로직스 구조 개편 완료, 2) 상속세 납부를 위해 최대주주 일가 지분 일부 처분 계획(삼성전자 지분 1.8조원)



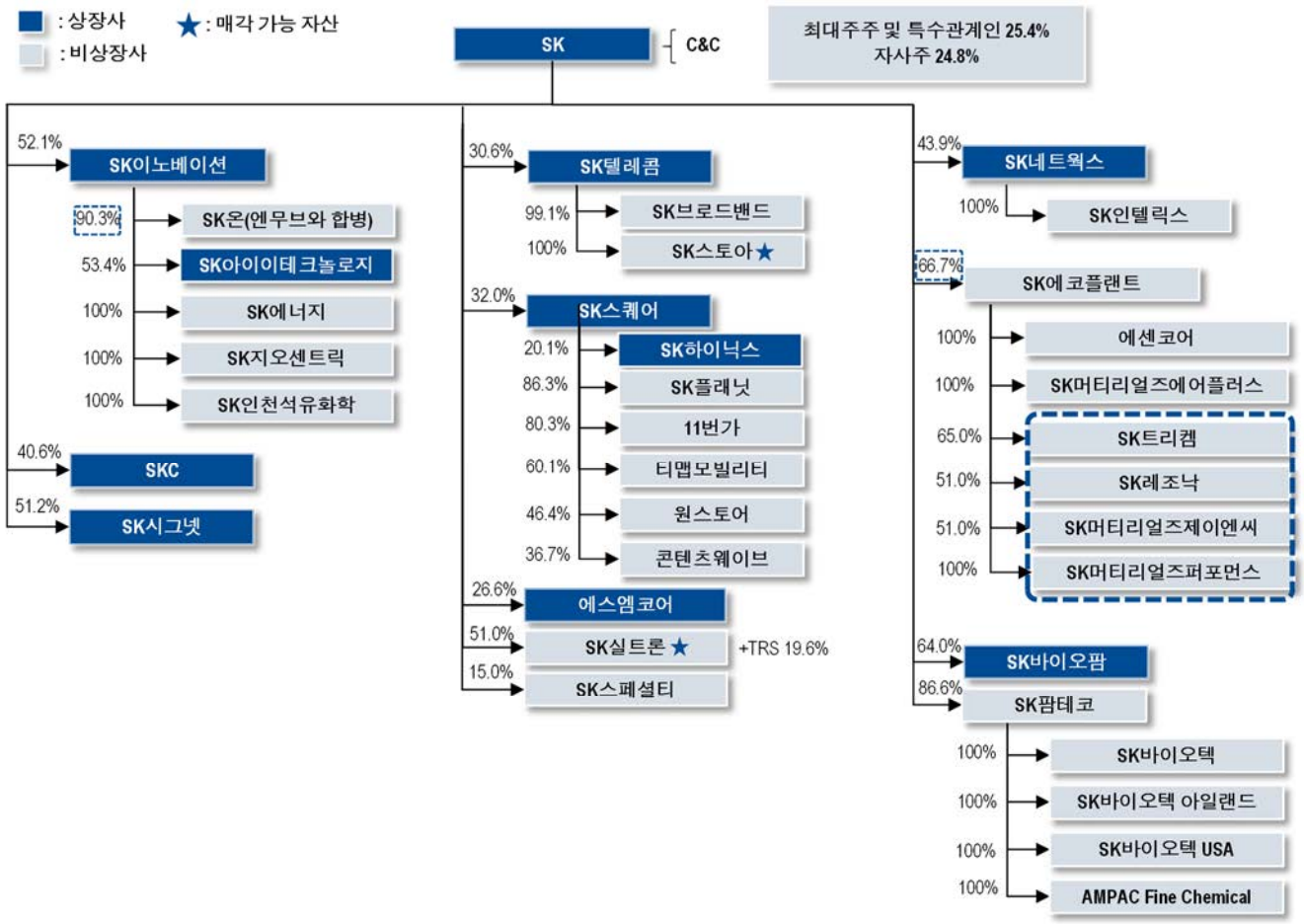
최대주주	회사명	지분율(%)
이재용 회장	삼성물산	19.9
	삼성생명	10.4
	삼성전자	1.7
	삼성SDS	9.2
이부진 사장	삼성물산	6.2
	삼성생명	5.8
	삼성전자	0.8
이서현 사장	삼성물산	6.9
	삼성생명	1.7
	삼성전자	0.8
홍라희 관장	삼성물산	1.1
	삼성전자	1.7

자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

지주회사

SK그룹 - 포트폴리오 통합 대부분 연내 마무리 예정

1) 이노베이션 계열 구조 개편 완료, 2) 에코플랜트 계열 구조 개편 연내 마무리 예정, 3) 실트론 매각 추진 중, 4) 자사주 24.8% 보유 중



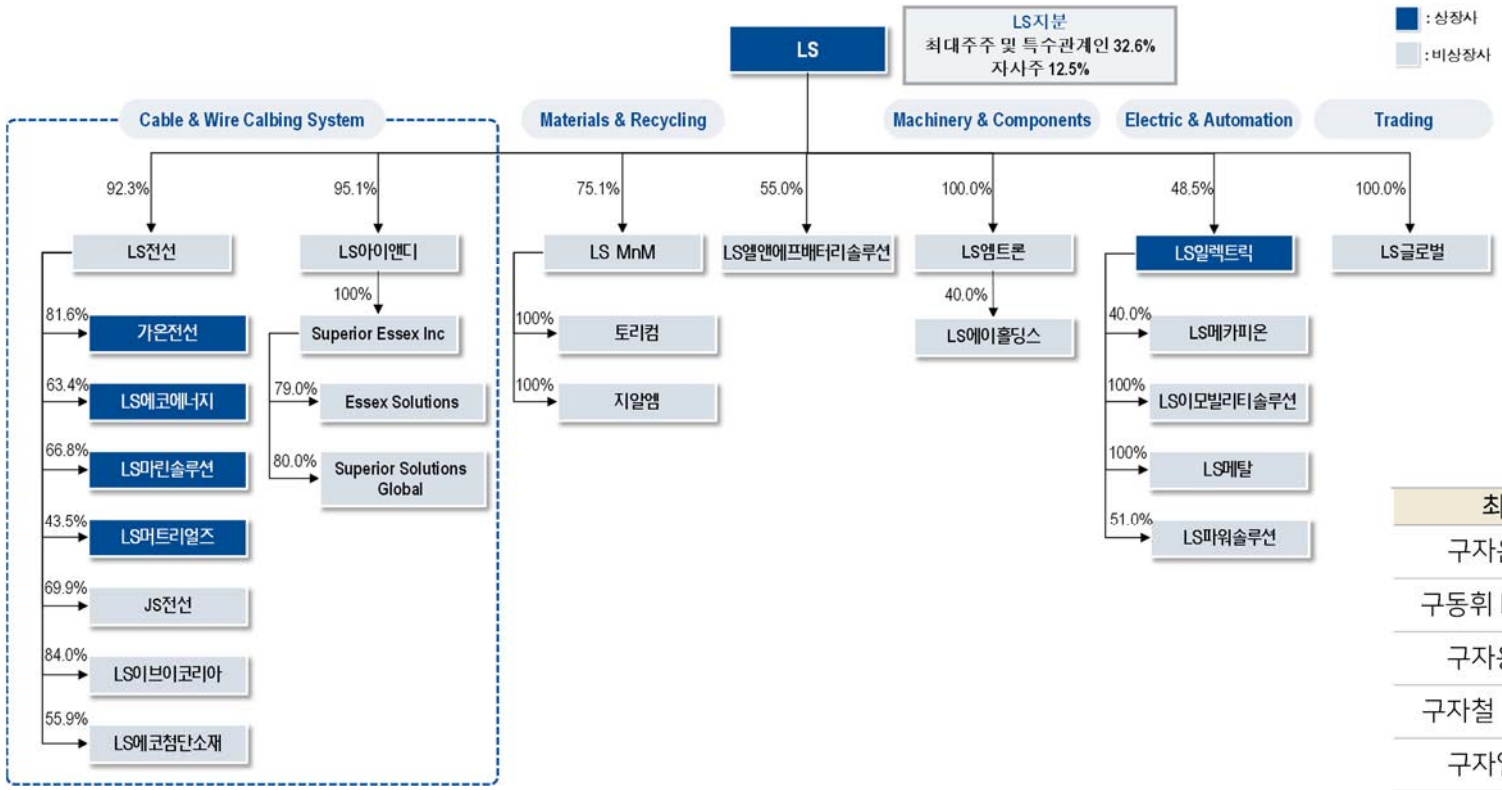
최대주주	회사명	지분율(%)
최태원 회장	SK	17.9
	SK실트론(TRS)	29.4
최기원 이사장	SK	6.7
최종현학술원	SK	0.26
최영근	SK	0.2

자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

지주회사

LS그룹 – 성장을 위한 투자 중

1) 전선-유상증자, 교환사채 발행 통해 자금 조달, 2) 에식스솔루션즈 IPO 추진, 3) 최대주주 일가 지분 매입 가능성, 4) 자사주 12.5% 보유



최대주주	회사명	지분율(%)
구자은 LS 회장	LS	3.7
구동휘 MnM 부사장	LS	3.0
구자용 E1 회장	LS	2.4
구자철 INVENI 회장	LS	2.0
구자열 LS 의장	LS	1.9
구자균 ELECTRIC 회장	LS	1.9

자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

지주회사

투자유망종목 1: 삼성물산(028260.KS) - 목표주가 300,000원

- **안정적 사업 포트폴리오**: 건설, 바이오, 상사 등 사업 포트폴리오에 기반해 안정적으로 실적 성장 중. 건설 부문은 올해 하이테크 매출 감소로 부진했으나 향후 그룹사 투자 재개 기대되며 평택 P5 골조, 미국 테일러 추가 공사 등 하이테크 수주 기대
- **신사업 투자**: 루마니아 SMR 사업 FEED (기본설계)단계 참여 중. 2026년 말 EPC 계약 수주 가능성 기대. GE-Hitachi 노형 SMR 사업 참여도 추진 중이며 스웨덴 민간 SMR 개발사인 Karnfull Next AB, 에스토니아 민영 개발사인 Fermi Energia와 사업 개발을 위한 업무협약 체결
- **주주환원 확대 기대**: 2026년 초 신규 주주환원 정책 발표 기대. 현재 관계사 배당수익의 60~70% 수준을 배당 중. 향후 재배당률 상향, 사업부문 현금흐름의 배당 재원 활용 등 예상. 2026년까지 보유 자사주 4.6% 전량 소각 예정

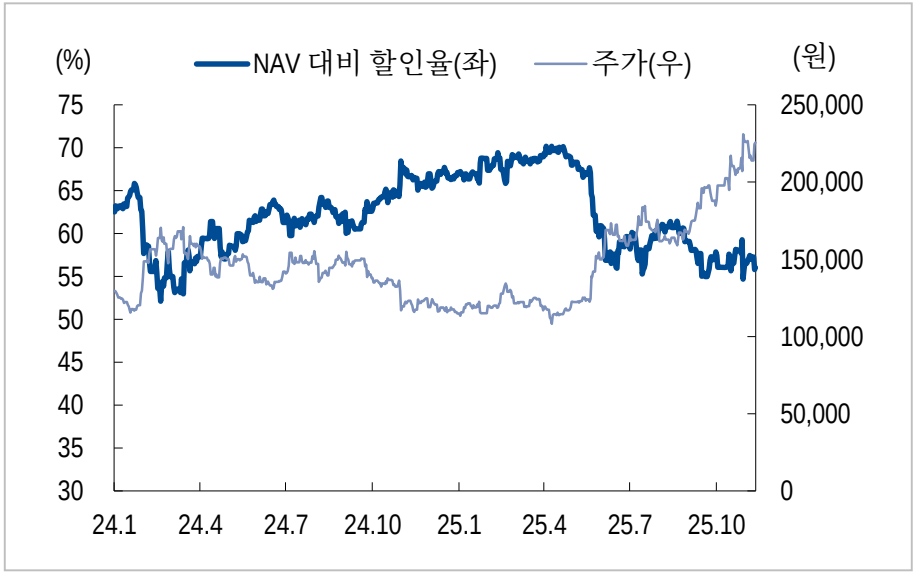
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	42,103	40,491	43,728	47,012
영업이익	2,983	3,331	3,789	4,432
영업이익률 (%)	*7.1*	*8.2*	*8.7*	*9.4*
EBITDA	3,916	4,332	4,807	5,459
순이익	2,772	3,054	3,306	3,794
지배지분 순이익	2,230	2,167	2,416	2,770
EPS (원)	12,361	12,670	14,175	16,271
PER (배)	9.3	17.8	15.9	13.9
PBR (배)	0.7	1.2	1.1	1.0
ROE (%)	6.8	6.8	7.1	7.7
Net Debt(-Cash)	-1,301	-4,676	-6,113	-8,000

현재가(11/11, 원)	225,500	외국인지분율	28.8%
시가총액(십억원)	38,329.7	배당수익률('25E)	1.2%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

삼성물산의 NAV 대비 할인율 및 주가



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

지주회사

투자유망종목 2: LS(006260.KS) - 목표주가 285,000원

- **LS전선 실적 성장 기대**: 전력 수요 확대되는 가운데 LS전선의 해저케이블 4, 5동 증설 효과는 2027년부터 본격적으로 나타날 전망. 수익성 높은 해저케이블 매출은 연간 1조원 수준으로 확대 기대. LS그린링크는 약 1조원 규모의 미국 해저케이블 공장 투자 진행 중이며 2027년 완공, 2028년 1분기 양산 계획
- **전기차 소재 사업 밸류체인 구축**: LS MnM의 EVBM온산 공장(니켈 메탈 기준 연간 22,000톤 생산)은 2027년부터 본격적으로 황산니켈을 생산할 계획. LLBS는 하이니켈 전구체를 2026년부터 본격적으로 생산할 계획. 생산량은 2026년 2만톤, 2027년 4만톤 수준으로 확대 예정
- **높은 비상장 자회사 비중**: 현재(11/7) 주가는 NAV 대비 48.9% 할인된 수준으로 타 지주사 대비 높은 비상장 자회사 지분가치 비중을 감안하면 추가적인 할인율 축소 기대

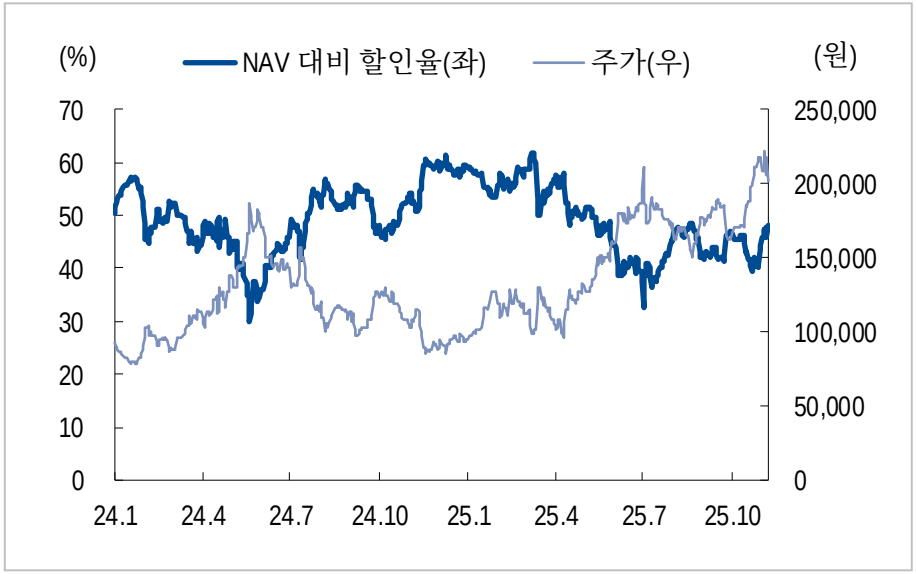
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	27,545	30,383	32,358	34,420
영업이익	1,073	1,029	1,193	1,432
영업이익률 (%)	*3.9*	*3.4*	*3.7*	*4.2*
EBITDA	1,554	1,553	1,736	1,995
순이익	392	536	621	797
지배지분 순이익	237	344	422	542
EPS (원)	7,371	10,755	13,325	17,102
PER (배)	12.8	18.8	15.2	11.8
PBR (배)	0.7	1.3	1.2	1.1
ROE (%)	5.1	7.3	8.3	9.8
Net Debt(-Cash)	5,885	6,452	6,956	7,113

현재가(11/7, 원)	202,000	외국인지분율	17.9%
시가총액(십억원)	6,403.4	배당수익률('25E)	0.9%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

LS의 NAV 대비 할인율 및 주가



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

은행

2026년, 은행주는 국민주

I. 대출 성장은 제한적이나 NIM은 반등

II. 양호한 비이자이익과 대손비용

III. 은행주 배당은 제 2의 월급

IV. 투자유망종목

Analyst: 정준섭
Tel 02)768-7835 | e-mail junsup@nhsec.com

은행: 2026년, 은행주는 국민주

은행계 금융지주는 좋은 실적을 나타내도 환영 받지 못한다. 적지 않은 국민들은 은행이 하는 것 없이 이자장사로 손쉽게 돈 번다고 비난한다. 기관투자자는 호실적에 대한 여론의 비난이 규제 리스크로 이어져 결국 지금 실적이 고점이 될 것(peak out)을 우려한다. 이러다 보니, 금융지주들은 사상 최대 이익을 기록해도 애써 관련 표현을 감추는 상황에 이르렀다. 대출 비즈니스를 하는 업의 숙명이지만, 너무 과해 보인다.

이러한 현실을 조금이라도 바꾸기 위한 해법은 최대한 많은 국민을 은행주 주주로 만드는 것이다. 은행주의 개인 주주 숫자가 늘어날수록, 금융지주의 양호한 실적에 대한 여론의 비난도 낮아질 것이다. 더 나아가 금융지주가 창출한 안정적인 실적과 적극적인 주주환원이 다수 국민의 자산 증식으로 이어지는 선순환 구조를 기대할 수 있다.

따라서 금융지주의 중요한 IR 목표 중 하나는 개인 투자자 비중 확대다. 2026년부터는 제도적인 수혜도 예상되는데, 바로 배당소득 분리과세와 비과세 배당(감액배당)이다. 배당은 세후 수익률 상승을 통해 개인 주주에게 제 2의 월급이 되고, 자사주 매입/소각은 개인 주주의 자산가치 상승으로 이어질 것으로 보인다. 이를 통해 2026년은 은행주가 국민주로 발돋움하는 원년이 될 것으로 전망한다.

I. 대출 성장은 제한적이나 NIM은 반등

은행 5사 대출성장률은 2025년 4.4%에서 2026년 3.9%로 둔화될 것으로 전망한다. 정부의 강도 높은 가계부채 관리, 회사채 시장 회복에 따른 대기업 대출 감소가 예상되기 때문이다. SME(중소기업, 소상공인) 대출만 2025년보다 높은 7.0%의 성장이 예상된다. 하지만 2026년 NIM(순이자마진)은 2025년과 유사(-1bp y-y)하며, 상반기에는 소폭 하락하다가 하반기 반등하는 모습을 전망한다. 기준금리 인하 종결, 시장금리의 반등이 예상되기 때문이다.

II. 양호한 비이자이익과 대손비용

금융지주의 2026년 비이자이익과 대손비용은 양호할 전망이다. ① 비이자이익은 2025년보다 7.0% 증가가 예상되며, 이는 양호한 WM 수익, 비은행 확대와 실적 개선에 기인한다. 2026년은 환 변동에 따른 평가손익은 크지 않을 전망이다. ② 2026년 대손비용률(Credit Cost)은 2025년보다 평균 3bp 개선을 전망한다. 연체율과 NPL(고정이하여신)비율 모두 2026년 상반기 중 고점을 형성한 이후 개선될 것으로 보인다.

은행: 2026년, 은행주는 국민주

III. 은행주 배당은 제2의 월급

2026년부터 은행주 배당은 개인 투자자에게 제2의 월급이 될 것으로 보인다. 우선 개인 투자자의 배당 세제 혜택 강화를 통해 2026년부터 커버리지 은행주 전 종목은 배당소득 분리과세 요건을 충족할 예정이다. 그리고 우리금융지주는 2025년 4분기 배당부터, 시중 3사(KB, 신한, 하나)는 2026년 4분기 배당부터 비과세 시행을 예상한다. 은행주 DPS(주당배당금)는 지속 우상향 중이다. 여기에 세제 혜택까지 더해지는 2026년은 은행주의 국민주 등극 원년이 될 전망이다.

IV. 투자유망종목

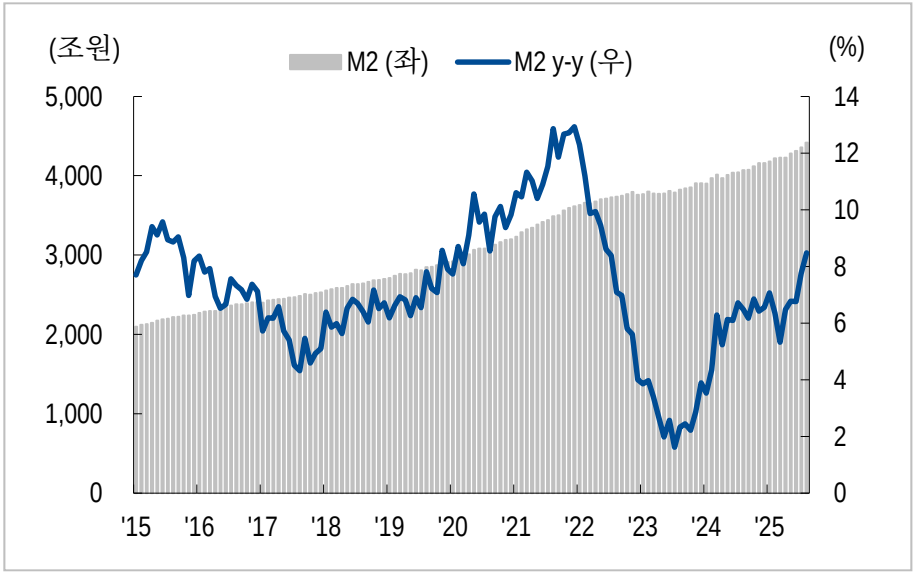
은행 업종에 대한 투자의견 비중 확대(Positive)를 유지한다. 생산적금융 투자 확대 등 금융지주에 대한 사회적 기대가 매우 높지만, 금융지주는 지금까지 그래 왔듯 주주와 사회의 요구를 적절히 충족해 나갈 것이다. 2024~2025년 은행주 주가 상승은 외국인이 주로 이끌었지만, 2026년부터 개인 주주의 비율 확대가 예상된다. 지속적인 자사주 매입/소각을 통해 유통주식 수를 빠르게 줄이고 있는 신한지주, 은행주 최초로 비과세 배당을 실시할 우리금융지주를 투자유망종목으로 추천한다.



시장 유동성은 풍부하나, 예금보다는 투자 자금

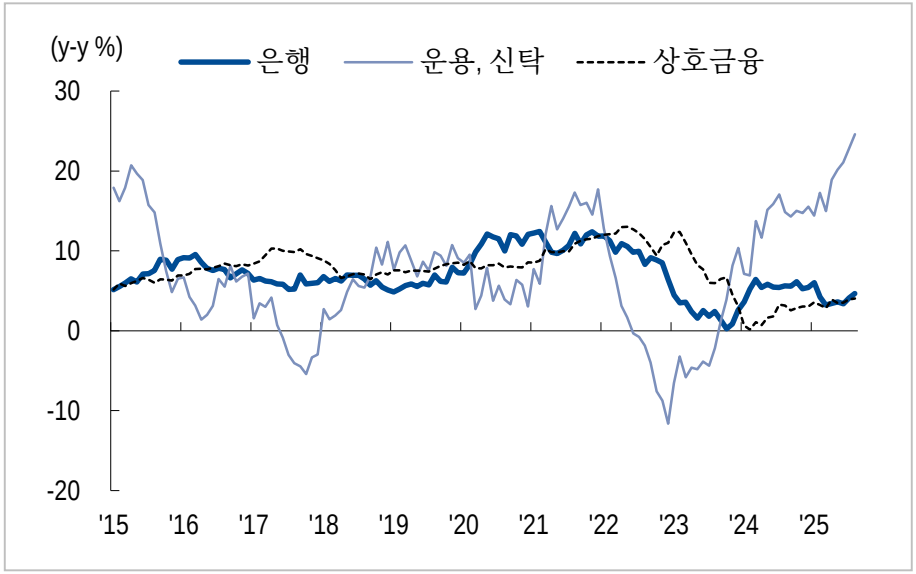
- 최근 시중 유동성이 가파르게 증가하고 있음. M2(광의통화) 전년 동기 대비 증가율은 2023년 2% 수준이었지만, 2025년 8월 8.5%까지 확대
- 다만 유동성 증가는 은행 예금보다 투자성 자금이 주도. 은행의 '예금 원천' 증가 속도가 높지 않아, 시중 유동성의 신용 공급 여력은 많지 않음
- 따라서 가계대출 규제가 지속(여신 둔화)되고 있음에도, 조달 부담 완화로 보기는 어려움(수신 둔화)
- 유동성의 투자 자산 이동에 따라 WM, 유가증권 관련 수익 등 등 비이자이익은 확대될 것으로 전망

한국 M2(광의통화) 잔액 및 증가율



주: 말잔 기준
자료: 한국은행, NH투자증권 리서치본부

한국 M2(광의통화) 기관별 증가율

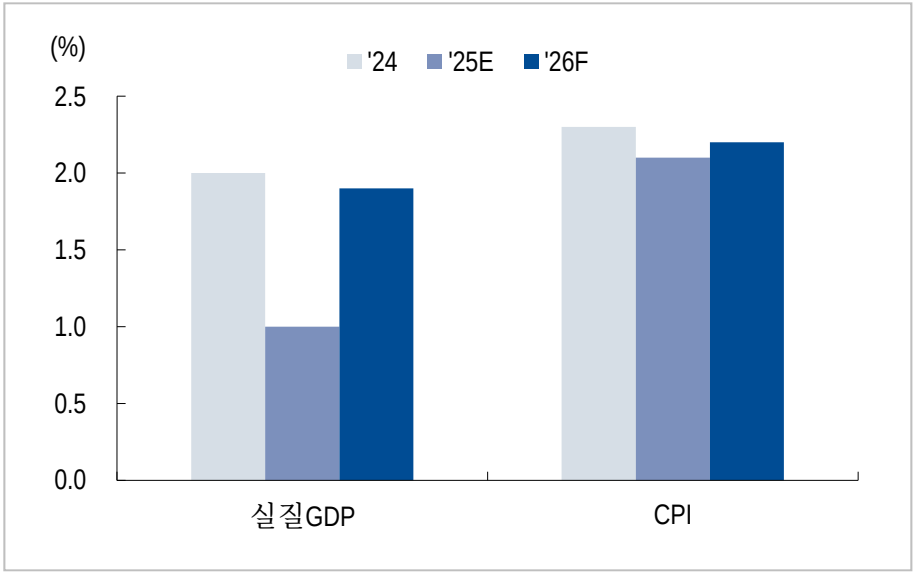


주: 말잔 기준. 은행에 우체국, 수출입은행, 종금 포함. 상호금융에 상호저축은행, 신협, 새마을금고 포함
자료: 한국은행, NH투자증권 리서치본부

GDP 회복에도 여수신 성장률은 제한적

- 2026년 실질 GDP와 물가지수는 2025년보다 반등할 전망. 당사 리서치본부는 2026년 한국 실질GDP 증가율 1.9%, CPI 상승률 2.2% 전망 (2025년 각각 1.0%, 2.1%)
- 다만 GDP 성장이 그대로 대출 수요 증가로 이어지지는 않을 전망. ① 가계대출은 규제 강화가 지속되고 있으며, ② 기업은 은행 대출보다 직접 조달이 증가할 것으로 보기 때문. 은행의 신용 공급 수요는 큰 변화 없을 듯
- 수신 성장도 갈수록 둔화 전망. ① 제한적인 대출 수요, ② 예·적금에서 자본시장으로의 자금 이동(Money Move) 가속화 영향
- GDP 성장은 은행 대출자산 증가보다 건전성 개선에 더 크게 기여할 전망

한국 GDP, 물가 모두 2026년 반등



주: 전년 대비(y-y) 증가율
자료: NH투자증권 리서치본부 투자전략부 전망

은행 여수신 성장률

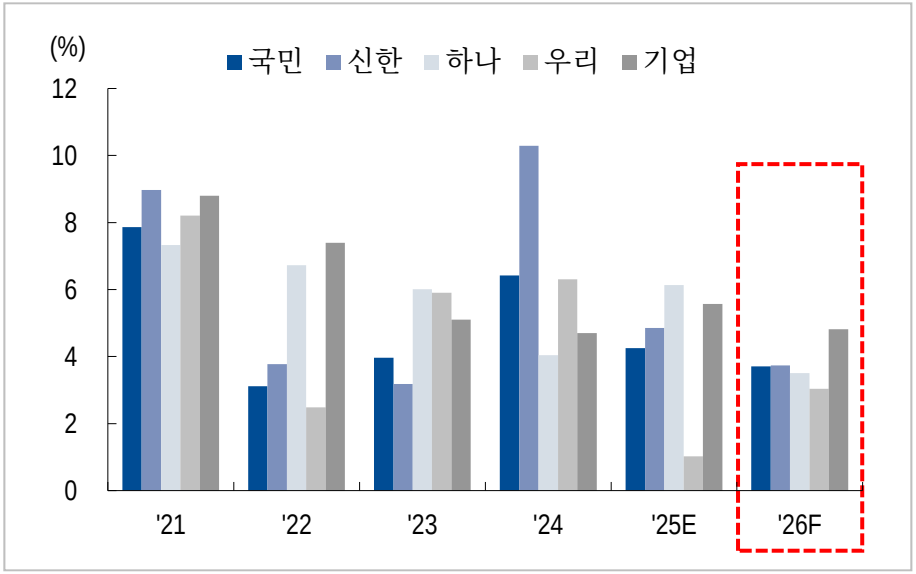


자료: 한국은행, NH투자증권 리서치본부

2026년 대출성장률 3.8%, 2025년보다 둔화

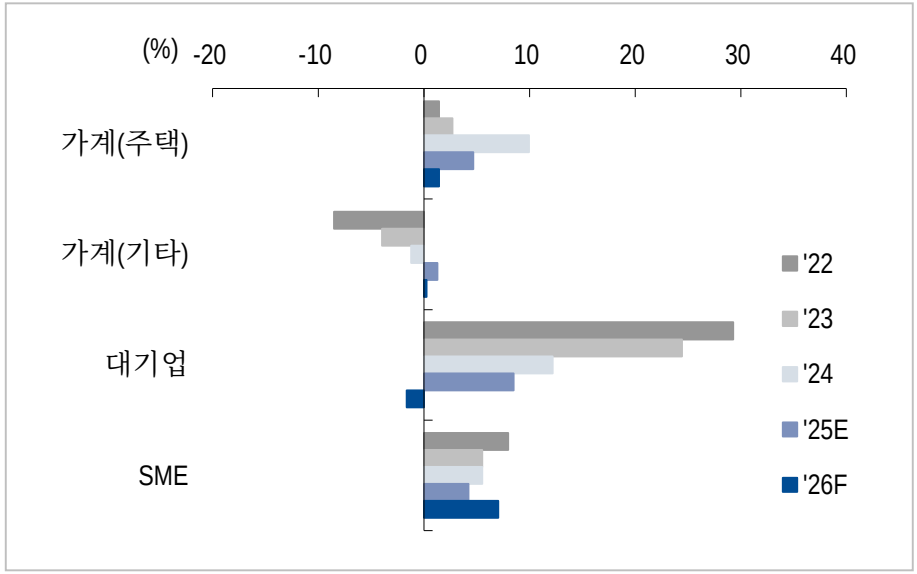
- 은행 5사(국민, 신한, 하나, 우리, 기업) 합산 대출성장률은 2025년 4.4%에서 2025년 3.8%로 둔화 전망
  가계[주택] +1.4%, 가계[기타] +0.3%, 대기업 -1.6%, SME(중소기업, 소상공인) +7.0%
- 대출성장 둔화 전망의 근거: ① 정부의 가계부채 관리 강화, ② 시장금리 하락과 회사채 시장 활성화에 따른 대기업 대출 수요 감소, ③ 금융지주들의 RWA(위험가중자산) 관리 필요성 확대
- 다만 생산적금융 투자 확대에 따라 SME 대출성장률은 2025년보다 상승할 전망

은행 5사 원화대출 성장률 추이 및 전망



자료: 각사, NH투자증권 리서치본부 전망

은행 5사 합산 부문별 대출성장률 전망

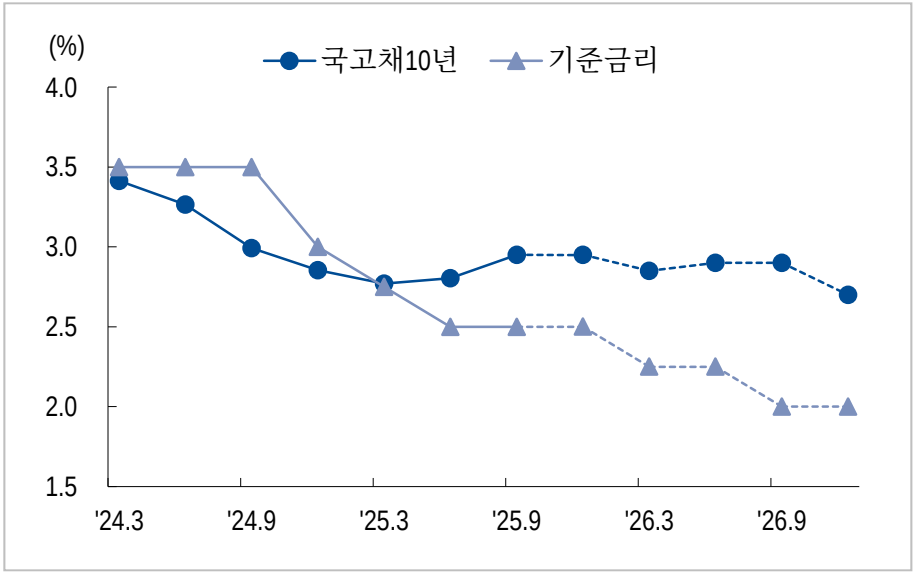


주: 국민, 신한, 하나, 우리, 기업 원화대출 합산
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

2026년 NIM, 하반기 반등 전망

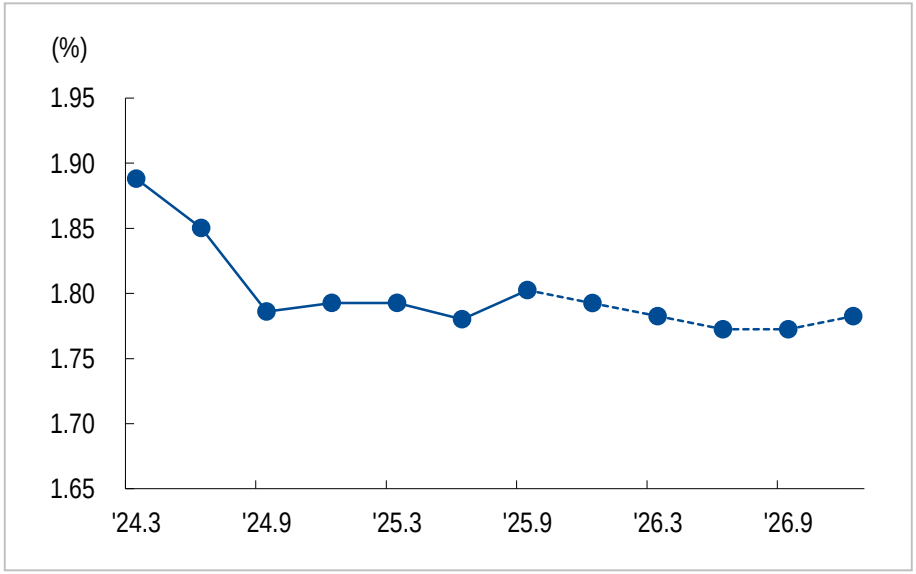
- 금융지주 5사의 2026년 NIM(순이자마진)은 상반기까지 소폭 하락 → 하반기 반등 전망
- 2026년 연간 NIM은 2025년보다 평균 1bp 하락, 분기별로는 1~2bp 하락 → 3분기부터 반등 예상
- 하반기 NIM 반등을 예상하는 가장 큰 이유는 금리. 당사의 2026년 금리 전망은 ① 기준금리는 2.0%까지 인하하나 ② 시장금리는 큰 폭의 하락 없이 2.9% 수준(10년물 기준) 유지
- 예·적금 수요 감소에 따른 조달 부담 증가는 NIM 하락 요인. 하지만 이보다는 가계대출 규제 강화와 시장금리 반등 영향이 더 클 전망

시장금리와 기준금리 전망



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

금융지주 5사 NIM 추이 및 전망

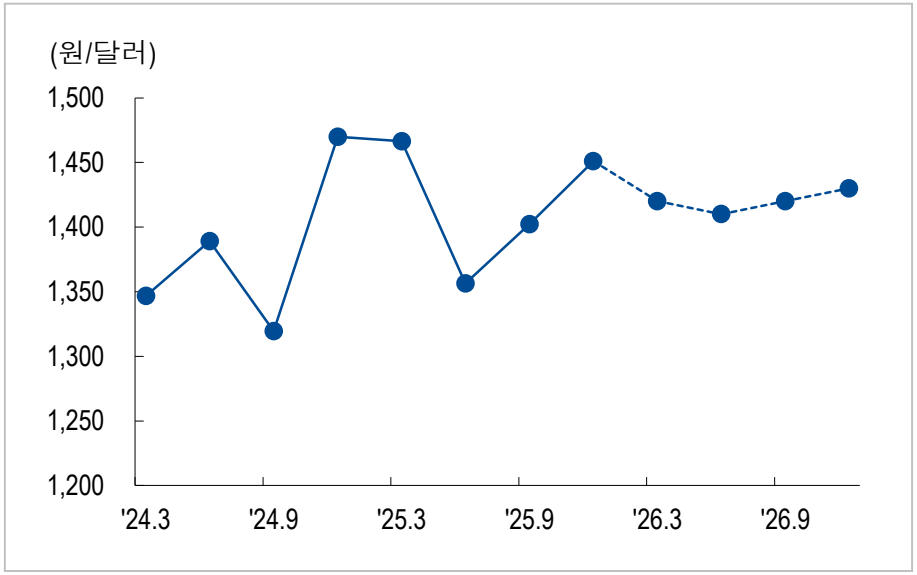


주: 금융지주 5사(KB, 신한, 하나, 우리, 기업) 평균
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

2026년 비이자이익 7.0% y-y 증가 전망

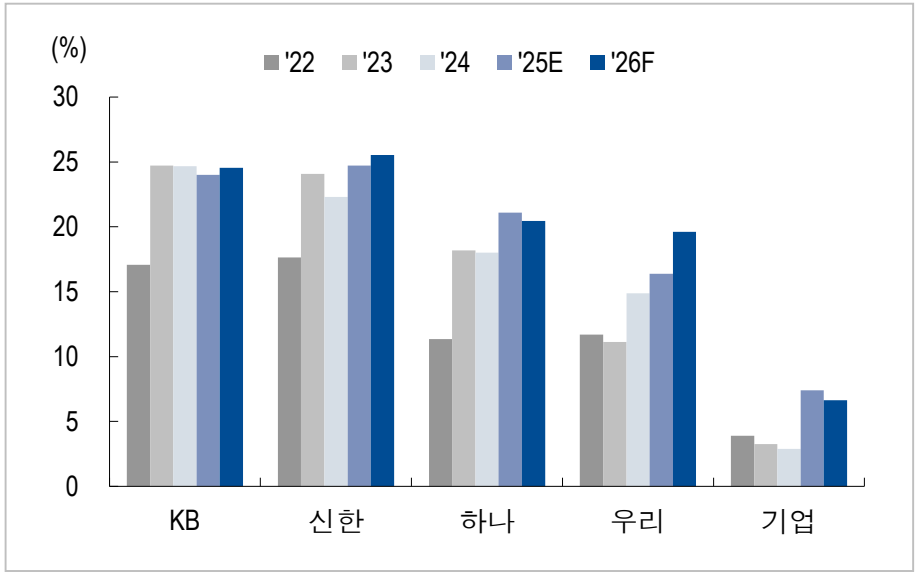
- 금융지주 5사 2026년 합산 비이자이익 13.6조원(+7.0% y-y) 전망
  ① 자본시장 투자 수요 확대에 따른 WM 수익 증가, ② 비은행 M&A로 인한 이익 증가
- 당사는 2026년 원/달러 환율이 1,400원대 수준을 형성할 것으로 전망. 외환평가이익/손실이 비이자이익에 미칠 영향은 크지 않을 전망
- 금융지주 5사 비이자이익 비중은 2022년 13.3% → 2023년 18.1% → 2024년 18.4% → 2025년 20.2% → 2026년 20.9%로 상승 예상. 비이자이익 중요성은 갈수록 확대되는 모습

원/달러 환율 추이 및 전망



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

금융지주 5사 비이자이익 비중 추이와 전망

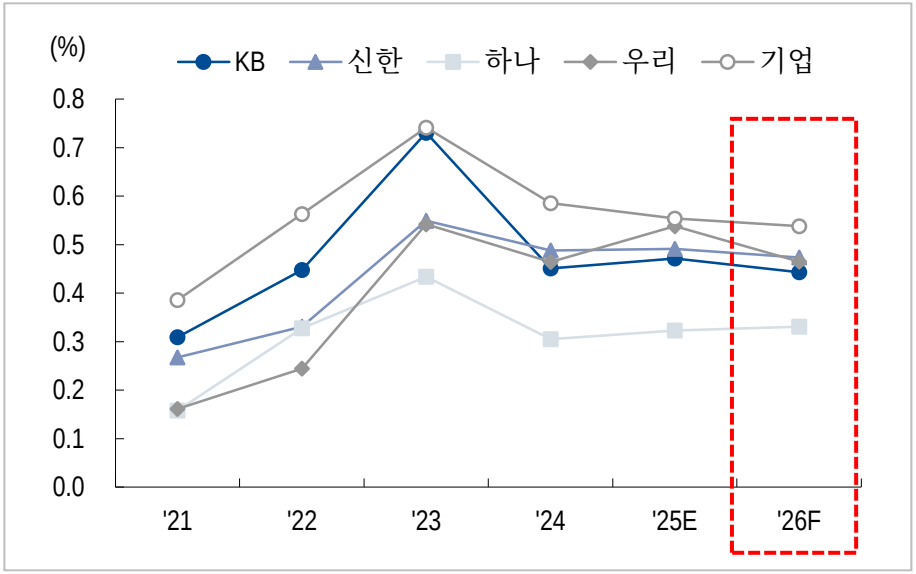


주: 비이자이익 비중 = 비이자이익 / (순이자이익 + 비이자이익)
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

2026년 대손충당금 부담도 점차 완화

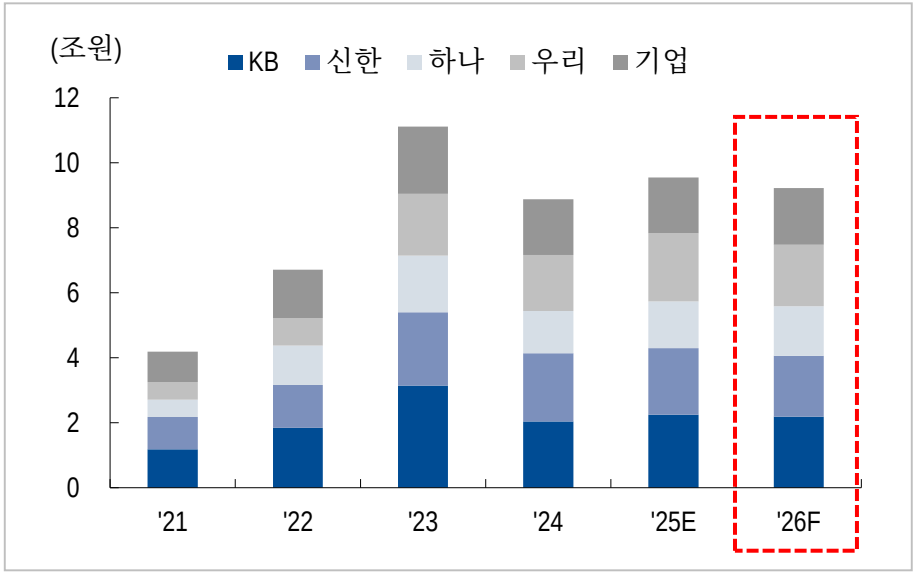
- 금융지주 5사의 2026년 대손비용률(Credit Cost)은 2025년보다 평균 3bp 개선 전망
  ① 2023~2025년 지속적인 추가 충당금 적립, ② 금리 하락에 따른 대출 건전성 부담 완화
- 향후 금리가 뚜렷한 상승세를 보이지 않는다면 대손비용률은 갈수록 하향 안정화할 전망. 건전성 우려는 정점을 지나고 있다고 판단하며, 연체율도 2026년 중순부터 하락 예상
- 금융지주 계열사의 부동산 PF 관련 대출도 상당 부분 충당금 적립된 상황

금융지주 5사 Credit cost 추이 및 전망



주: Credit cost는 대손비용률
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

금융지주 5사 대손충당금 전입액 추이 및 전망

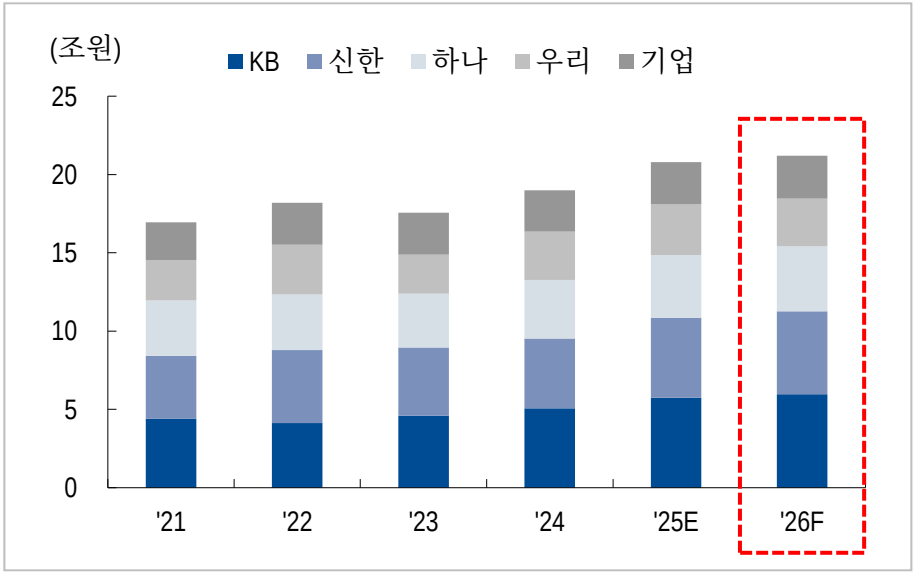


자료: NH투자증권 리서치본부 전망

2026년 순이익 증가 폭은 작지만, EPS는 더 큰 폭으로 상승

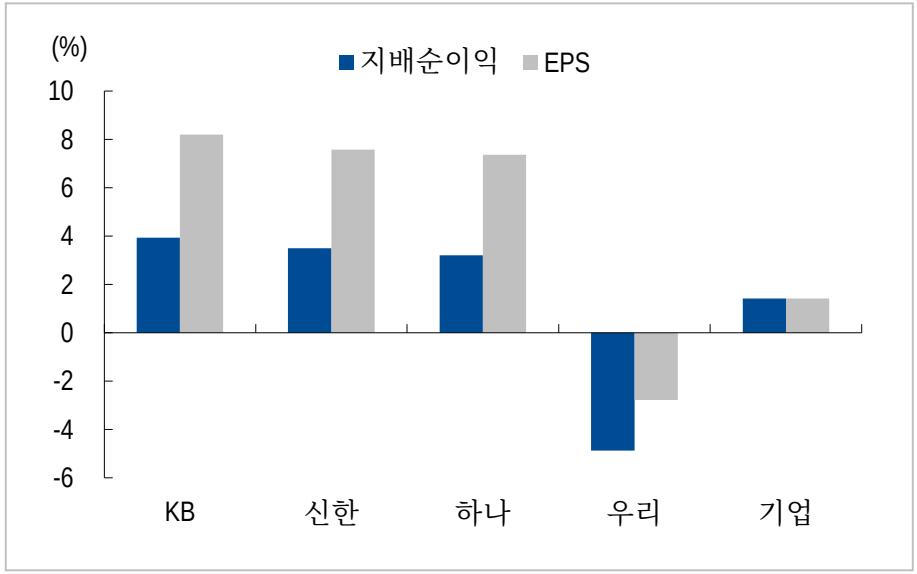
- 금융지주 5사 2026년 합산 지배순이익 21.2조원(+2.0% y-y) 전망. 이익 증가폭은 크지 않음.
- 순이자이익 51.7조원(+2.4% y-y), 비이자이익 13.6조원(+7.0% y-y), 대손충당금 전입액 9.5조원(-3.1% y-y)
  + 2025년 우리금융지주 보험사 인수 염가매수차익(영업외손익)의 역기저 효과
- 다만 자사주를 적극적으로 매입/소각한 종목의 EPS(주당순이익) 증가율은 지배순이익보다 뚜렷하게 높음. KB, 신한, 하나의 2026년 EPS 증가율은 평균 7.7%로 지배순이익보다 평균 4.2%p 높을 전망
- 자사주 매입/소각 → 주식 수 감소 → EPS, BPS 개선 효과 갈수록 확대

금융지주 5사 지배순이익 추이 및 전망



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

금융지주 5사 2026년 지배순이익, EPS 증가율 전망

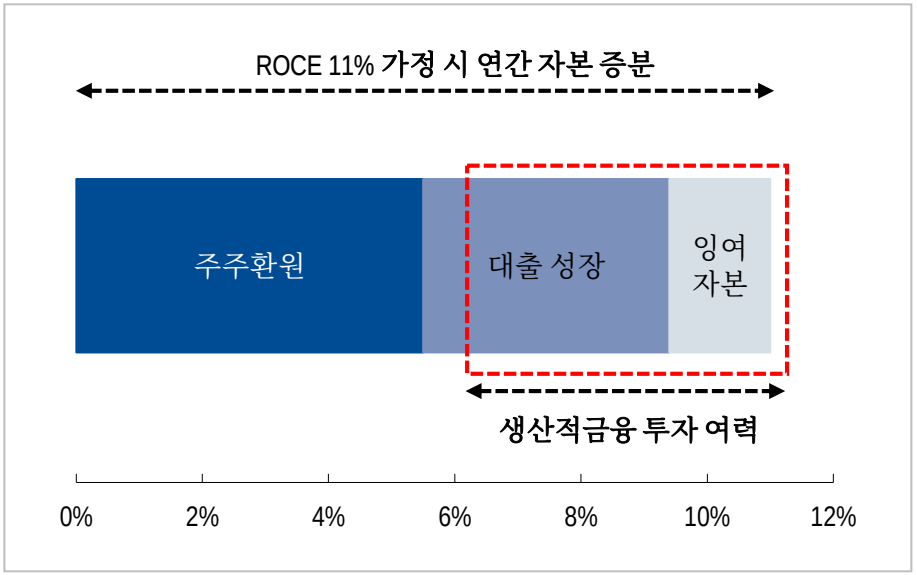


주: 우리금융지주는 2025년 보험사 인수에 따른 일회성 염가매수차익 인식 영향으로 감익 전망
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

생산적금융 투자, 쉽지는 않지만 대응 가능

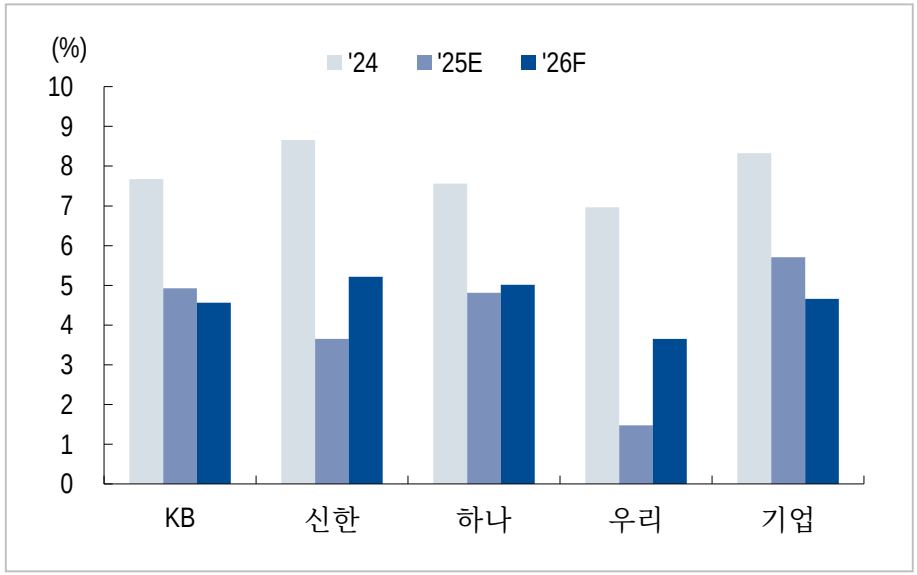
- 부동산에 쏠린 국내 부의 자본시장 이전을 위해 금융지주는 생산적금융에 적극 동참할 예정
- 시중 금융지주가 국민성장펀드, 중소기업 대출 등 생산적금융에 투입할 예상 금액은 약 80조~110조원. 5년간 투자 가정 시 연간 투자금액은 약 16조~22조원, RWA(위험가중자산) 증가 10조~15조원(RWA 잔액의 4~5%)으로 추산. 결코 작지 않은 규모
- 다만 **생산적금융 투자가 자본비율 급락과 주주환원 축소로 이어지지는 않을 전망**. ① 낮은 대출성장에서 발생하는 RWA 여유 1.5~2%, ② 정부의 RWA 기준 완화에 따른 리스크 경감, ③ 기존 기업대출, 모험자본 투자와 생산적금융의 중복 상쇄 효과 발생
- 여기에 적절한 RORWA(위험가중자산수익률) 관리까지 더해지면, 자본비율 부담 최소화에 동반한 지속적인 주주환원 확대는 충분히 가능

자본비율 유지를 가정한 자본 배분 예시



주: ROCE는 보통주자본 이익률
자료: NH투자증권 리서치본부

금융지주 5사 RWA 증가율 전망

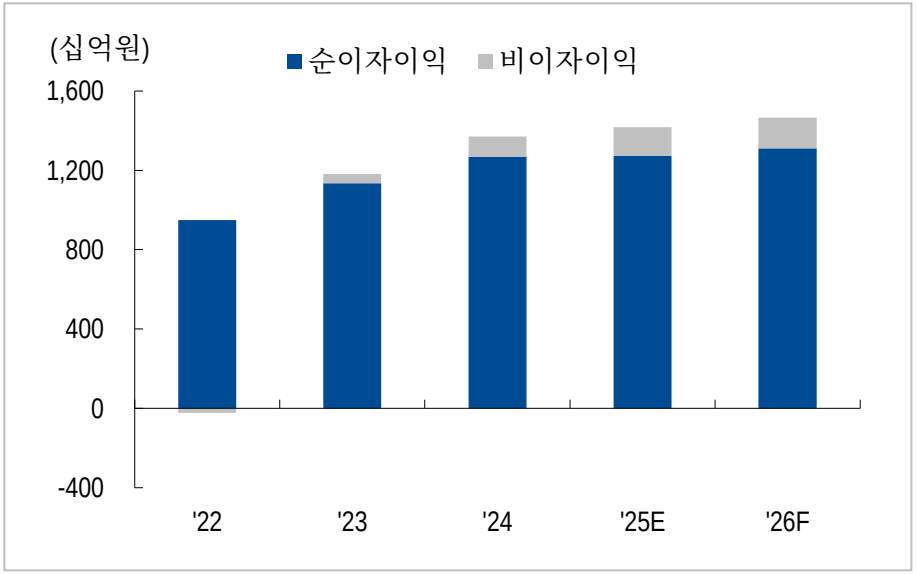


자료: NH투자증권 리서치본부 전망

카카오뱅크, 봄날을 기다리며

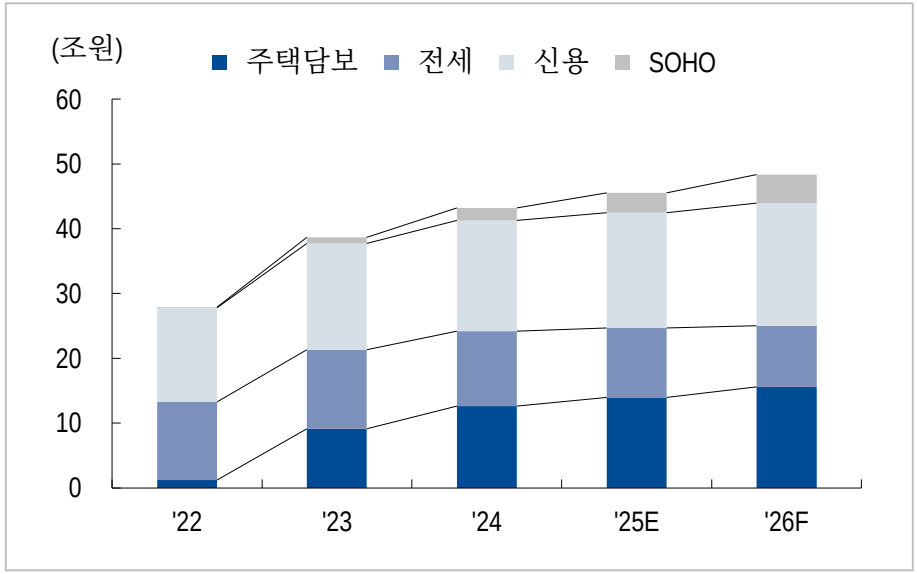
- 카카오뱅크 2027년 지배순이익 4,749억원(+4.8% y-y) 전망. **이익 증가 흐름은 지속되겠지만 성장폭은 둔화**
- 비우호적인 대외 여건 지속. ① 정부의 강도 높은 가계부채 관리 강화(여신 성장 둔화, 대출 비교서비스 수요 감소), ② 자본시장 머니 무브 가속화에 따른 예금 매력 감소(수신 성장 둔화)
- 카카오뱅크의 돌파구는 ① 규제 영역 밖에 있는 보금자리론, 소상공인 담보대출 중심의 성장 회복, ② 신규 서비스 론칭을 통한 플랫폼/수수료 수익 증대, ③ 금융 패러다임 변화(스테이블코인, AI 등) 선도. 다만 현재는 가시적인 성과 창출이 쉽지 않은 상황

카카오뱅크 순이자·비이자이익 추이 및 전망



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

카카오뱅크 유형별 대출자산 추이 및 전망

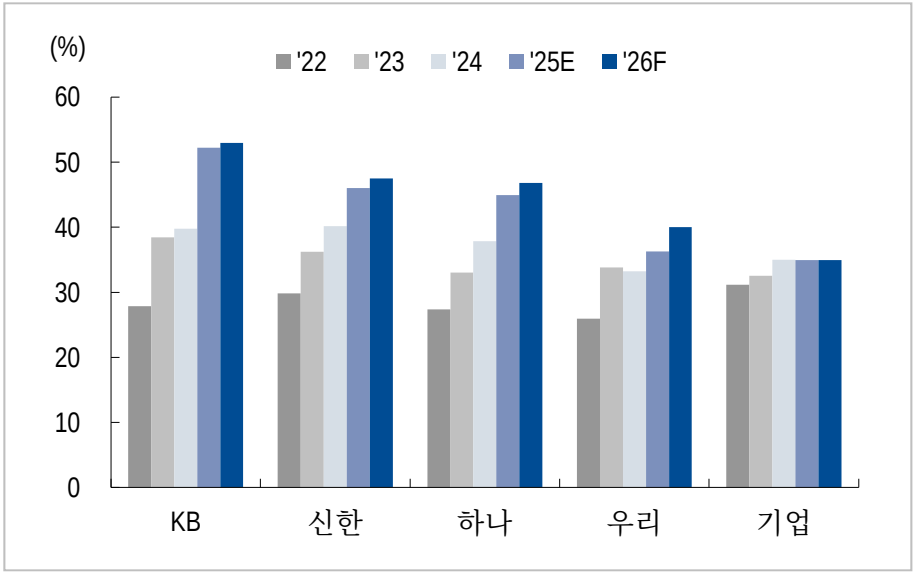


자료: NH투자증권 리서치본부 전망

눈 앞으로 다가온 목표, 주주환원율 50%

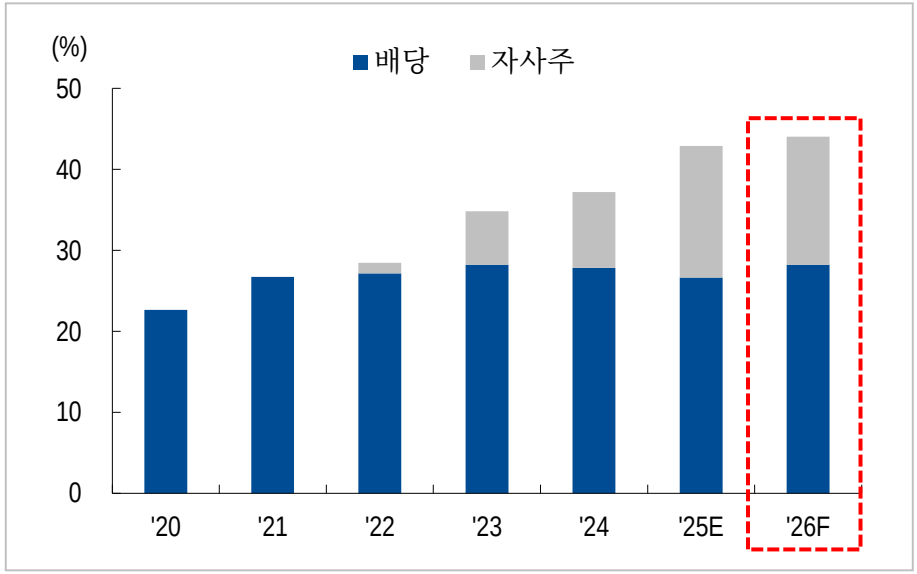
- 금융지주는 기업가치 제고 계획 발표 이후 안정적인 실적과 CET1 비율 관리를 바탕으로 적극적인 주주환원 확대 시행. 이에 따라 주주환원율도 빠르게 상승
- 5사(KB, 신한, 하나, 우리, 기업) 평균 주주환원율은 2021년 26.7%에서 2025년 42.9%, 2026년 44.0%로 상승 예상. 특히 KB금융은 2025년, 2026년 모두 50% 상회 가능성 높음
- 2025년까지 진행된 주주환원의 특징은 배당보다 자사주 중심 확대

금융지주 5사 주주환원율 추이 및 전망



자료: 각사, NH투자증권 리서치본부

금융지주 5사 유형별 주주환원율 추이 및 전망



자료: 각사, NH투자증권 리서치본부

[참고] 회사별 기업가치 제고 정책 비교

커버리지 금융지주/은행 기업가치 제고 계획과 2026년 주주환원 전망

유형	항목	KB	신한	하나	우리	기업	카카오
자본정책	목표 주주환원율	-	50%	50%	50%	40% 이상	50%
	기준 CET1 비율	13%	13%	13%	13%	12.5%	시중은행 평균 상회
	주주환원 정책	[배당] 전년 수준 이상 분기 총액 균등배당 [자사주] CET1 13% 초과자본에서 배당 제외하고 전량 매입/소각	[배당] 전년 수준 이상 분기 총액 균등배당 [자사주] 적정 규모 매입/소각	[배당] 전년 수준 이상 분기 총액 균등배당 [자사주] 적정 규모 매입/소각	[배당] 성향 30% 유지 [주주환원율] CET1 12.5~13% 환원율 35~40% CET1 13%~ 환원율 40~50%	[배당] CET1 11~12% 성향 ~35% CET1 12~12.5% 성향 35~40% CET1 12.5%~ 성향 40%~	[주주환원율] ~'26년: 환원율 ~50% '27년~: DPS 점진적 상향
'25. 9 CET1 비율		13.83%	13.56%	13.21%	12.89%	11.59%	22.73%
2026년 예상 주주환원	연 합산 배당금 (DPS)	4,217원	2,800원	3,911원	1,320원	1,085원	490원
	자사주 매입	1조6,910억원	1조2,000억원	9,000억원	2,800억원	-	-
	총주주환원율	53%	48%	47%	40%	35%	50%

주: 자본정책은 2025년 기준
자료: 각사, NH투자증권 리서치본부 전망

배당소득 분리과세, 큰 이변 없으면 적용 예상

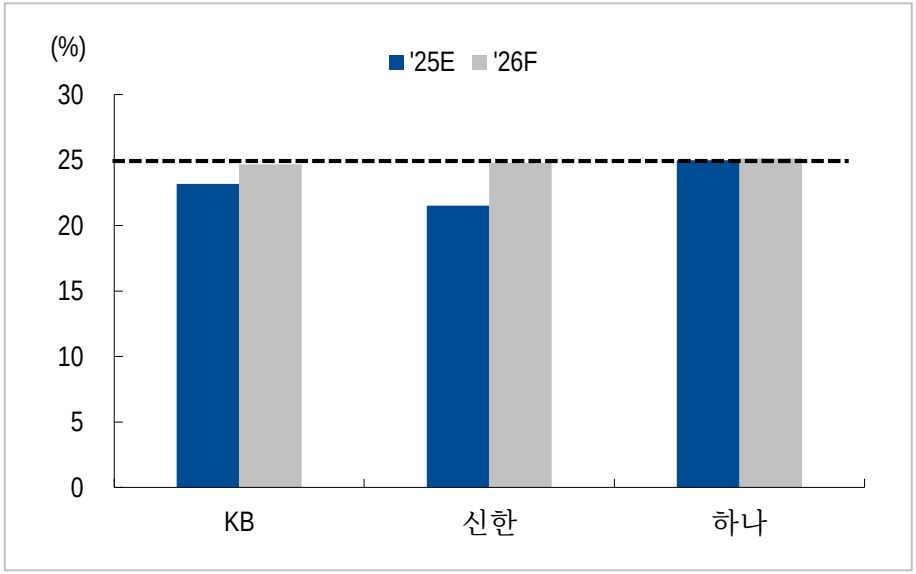
- 2026년 은행주에 기대하는 첫 번째 변화는 배당소득 분리과세
- 11월 7일 현재, 배당소득 분리과세 안은 국회 논의 중. 기획재정부 안은 ① 배당성향 40% 이상 혹은 ② 배당성향 25% 이상이면서 직전 3년 평균 배당의 5% 초과 배당을 하는 경우 배당소득 분리과세 적용
- 당사 커버리지 금융지주 중 KB, 신한, 하나는 배당성향 조정을 통해 배당성향 분리과세 적용 예상
  (우리금융지주는 분리과세 요건 충족 불필요)
- 기업은행은 예기치 못한 감익이 아니라면 현재 배당성향(35%) 유지만으로도 분리과세 적용 가능성 높음

배당소득 분리과세 방안

배당성향	배당소득 분리과세 여부	분리과세 예상되는 커버리지 은행주
40% 이상	적용	카카오뱅크
25% 이상~ 40% 미만	직전 3년 배당 평균보다 5% 증가시 적용	기업은행, KB금융, 신한지주, 하나금융지주
25% 미만	미적용	-

주1: 기획재정부 세제개편안 기준; 주2: KB, 신한, 하나는 자본정책 변경을 통해 분리과세 적용 예상
주3: 우리금융지주는 '26년 초('25년 결산배당)부터 감액배당 시행. 분리과세 여부는 고려할 필요 없음
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

KB, 신한, 하나 배당성향 전망

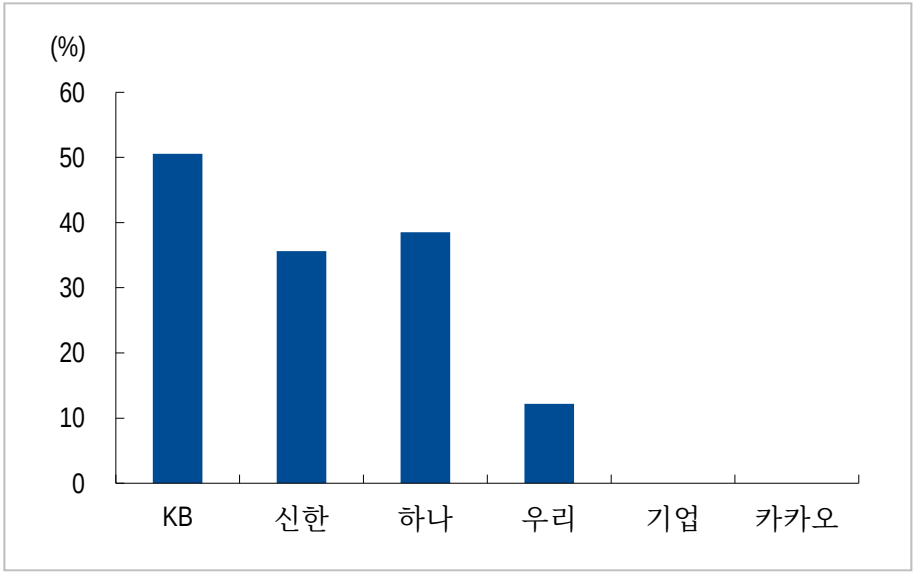


자료: NH투자증권 리서치본부 전망

배당 세제 혜택의 꽃, 감액배당도 도입 전망

- 우리금융지주는 2025년 4분기 결산 배당부터 일반주주 비과세 적용 예정. 자본잉여금의 이익잉여금 전입 금액은 3조원 → 약 3년간 비과세 배당 재원
- KB, 신한, 하나는 2026년 초 감액배당 주총 의결 → 2026년 4분기 결산 배당(2027년 초 지급)부터 일반주주 비과세 적용 전망
- 우리금융지주를 시작으로 금융지주 4사 모두 2027년까지 배당 비과세 적용 전망. 개인 주주 비중 확대를 통해 2026년 은행주는 국민주로 거듭날 전망

자기자본에서 자본잉여금의 이익잉여금 전환 가능 비율



주: '25년 6월 말 기준. 우리금융지주는 '25년 초 약 3조원 전환 완료
자료: NH투자증권 리서치본부

은행주 배당 시기별 개인 주주 세제 혜택 전망

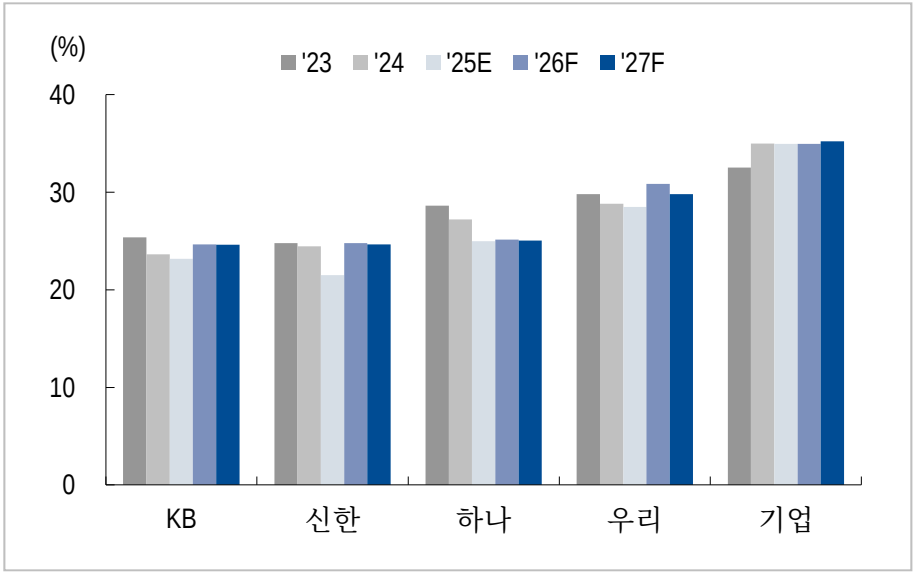
종목	'25.3Q	'25.4Q	'26.1Q	'26.2Q	'26.3Q	'26.4Q
KB, 신한, 하나	세제 혜택 X	세제 혜택 X	분리과세	분리과세	분리과세	비과세
우리	세제 혜택 X	비과세	비과세	비과세	비과세	비과세
기업	-	세제 혜택 X	분리과세	분리과세	분리과세	분리과세
카카오	-	세제 혜택 X	-	-	-	분리과세

주1: 배당소득 분리과세는 기획재정부 안 기준으로 전망. 달력 기준(CY)이 아닌 회계연도(FY) 기준이며, 세제 혜택 수취 시점이 아닌 반영 시점
주2: 기업은행은 '26년부터 분기배당 시행 가정
자료: NH투자증권 리서치본부

낮지 않은 배당수익률에 절세 효과까지

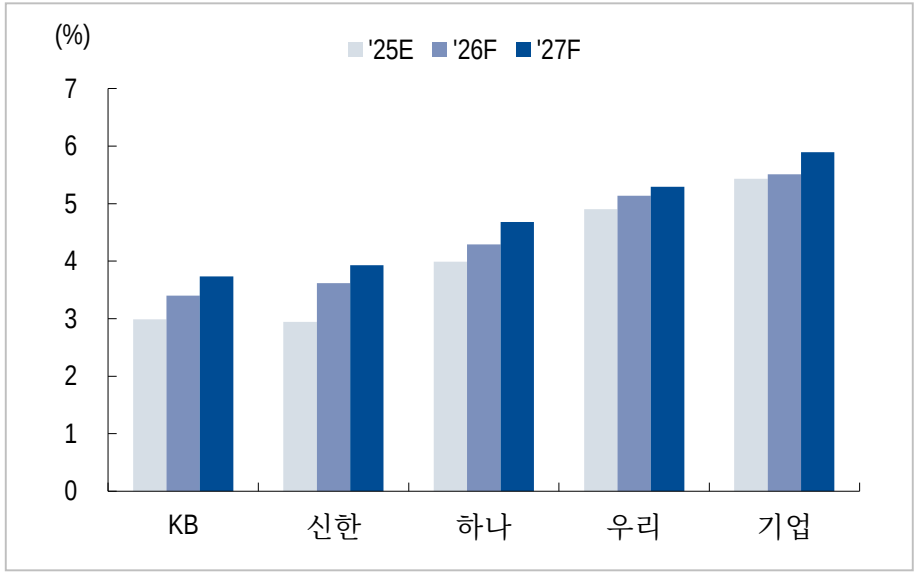
- 2025년 11월 7일 종가 기준 금융지주 5사의 2025년 예상 배당수익률은 2.9~5.4% 수준
- 하지만 경상 DPS 상승과 배당성향 상향을 바탕으로 예상 배당수익률은 2026년 3.4~5.5%, 2027년 3.7~5.9%까지 상승할 전망
- 개인투자자의 배당 세제 혜택을 반영한 세후 수익률 상승 폭은 더 클 전망. 금융지주 4사 모두 비과세 배당을 실시할 2027년 세후 배당수익은 2025년보다 최대 40% 증가

커버리지 5사 예상 배당성향 전망



주: 2025년 11월 7일 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

커버리지 5사 예상 배당수익률

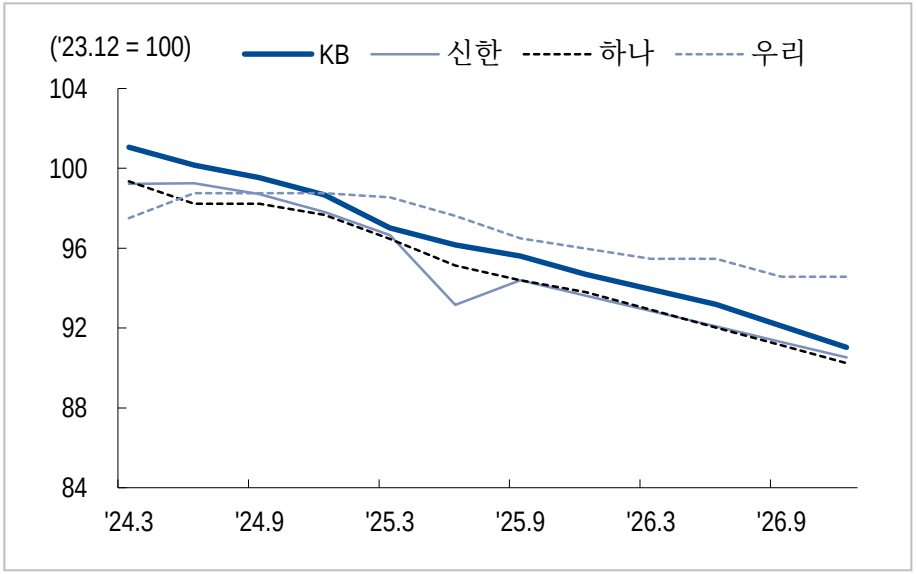


주: 2025년 11월 7일 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

자사주 매입/소각에 따른 밸류에이션 개선 가속화

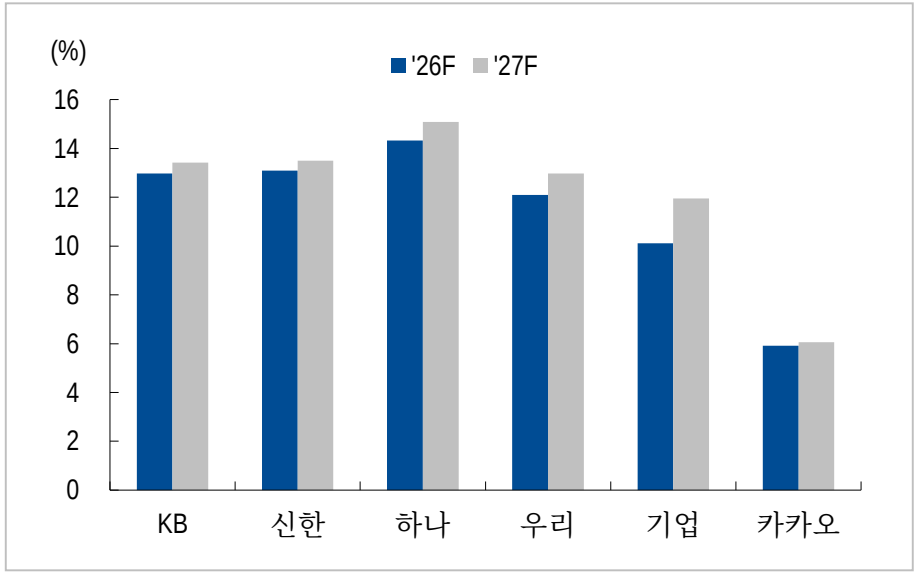
- 2026년 은행들의 배당성향 강화와 별개로 자사주 매입/소각도 지속될 예정. PBR 평균 0.57배에 불과한 현 밸류에이션에서 자사주 매입/소각은 EPS, BPS 개선에 매우 효과적이기 때문
- KB, 신한, 하나는 지속적인 자사주 매입/소각을 통해 2026년에도 주식 수를 연간 3~4%가량 감소시킬 전망
- 우리금융지주는 2026년 CET1비율 13% 달성을 통한 주주환원율 40% 이상 달성 전망. 증가하는 주주환원 여력은 배당보다 자사주 중심 예상

금융지주 4사 유통주식수 전망



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

커버리지 6사 예상 TSR(=주가수익률+배당수익률)



주: 미래 PBR이 현재 수준을 유지할 경우 가정. 미래 실적은 당사 전망 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

여전히 은행주는 할인 판매중

- 은행주 주가는 2025년 연초 대비 상승했지만 여전히 저평가 상태
- 당사 추정 금융지주 5사(KB, 신한, 하나, 우리, 기업)의 이론적인 PBR은 평균 1.27배로, 시장가는 이론적 가치보다 약 59% 할인 상태. 시장가가 상승하는 동안 이론적 가치도 동반 상승했기 때문
- 이론적 가치 상승의 원인은 ① 견조한 실적에 따른 ROE(자기자본이익률) 상승, ② 시장금리 하락에 따른 COE(자본조달비용) 하락
- 현 시점에서 은행주의 밸류에이션 부담은 전혀 없는 상태

은행주 PBR의 시장가, 이론가 추정



주1: COE의 무위험이자율은 측정 시점의 3개월 평균, beta는 각 사별 10년 평균, 리스크 프리미엄은 사 가이드라인(5.2%) 적용
주2: KB, 신한, 하나, 우리, 기업 평균; 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

은행주 PBR의 이론가 대비 시장가 할인율



주: 좌측 차트(시장가, 이론가)의 Gap
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

투자유망종목 1: 신한지주(055550.KS) - 목표주가 100,000원

- 신한지주 투자 포인트:
  1) 적극적인 자사주 매입/소각. 현재 유통주식수는 2023년 말보다 5.6% 감소했으며, 2026년 말까지 약 4%가량 추가 감소 예상
  2) 적절한 자본비율 관리. 2025년 9월 말 CET1 비율(BIS 보통주 자본비율)은 13.56%로, 관리 목표(13.1%)를 여유있게 유지
- 2026년부터 배당소득 세제 혜택 강화 예정. 1~3분기 배당은 분리과세, 4분기 배당부터는 비과세 적용 전망
- 2026년 EPS +7.6% y-y, BPS +9.1% y-y 전망. 11월 7일 종가 기준 PBR은 0.63배에 불과해, 밸류에이션 메리트 높음

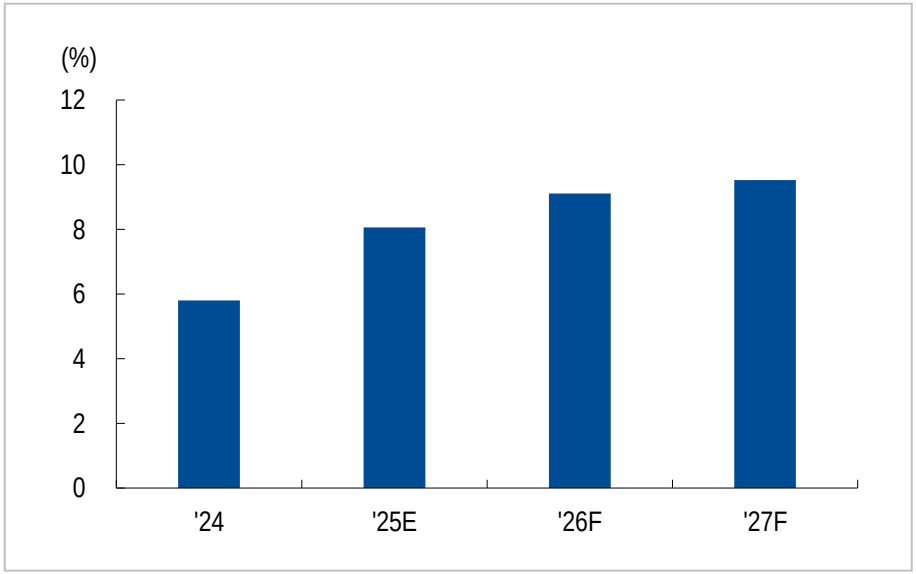
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
순이자이익	11,402	11,618	11,788	12,223
비이자이익	3,272	3,820	4,091	4,331
CIR	41.7	41.3	41.5	41.5
Credit Cost	0.5	0.5	0.5	0.5
지배순이익	4,450	5,097	5,216	5,484
증감률	*1.9*	*14.5*	*2.4*	*5.1*
EPS (원)	8,822	10,440	11,104	12,107
PER (배)	5.4	7.4	7.0	6.4
PBR (배)	0.5	0.7	0.6	0.6
ROA (%)	0.6	0.7	0.6	0.7
ROE (%)	8.8	9.7	9.5	9.5

현재가(11/7, 원)	77,400	외국인지분율	59.7%
시가총액(십억원)	37,577.3	배당수익률('25E)	2.9%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

신한지주 BPS 증가율 전망



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

은행

투자유망종목 2: 우리금융지주(316140.KS) - 목표주가 36,000원

- 우리금융지주 투자 포인트:
  1) 2025년 4분기 배당(2026년 초 지급)부터 비과세 적용. 안정적인 배당을 선호하는 개인 주주의 매수 후 보유(Buy and Hold) 증가할 전망
  2) 가파른 CET1 비율 개선. 2024년 말 12.13% → 2025년 9월 말 12.92% → 2026년 상반기 이내 13% 달성 예상
- 2026년 CET1 비율 13% 달성 시 주주환원율 상승 예정. 주주환원율은 2024년 33% → 2025년 36% → 2026년 40% 전망
- 생명보험사 인수를 통해 비이자이익 기반 확보. 약 2천억원 규모의 연간 경상 순이익 증가 예상

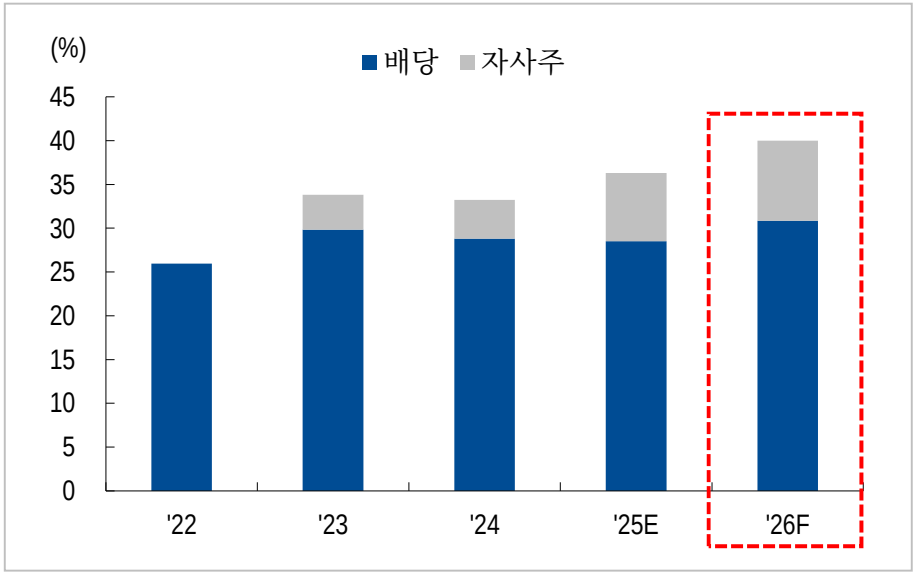
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
순이자이익	8,886	9,150	9,587	9,958
비이자이익	1,554	1,805	2,161	2,213
CIR	42.8	47.4	45.4	45.8
Credit Cost	0.5	0.5	0.5	0.4
지배순이익	3,086	3,321	3,236	3,439
증감률	*23.1*	*7.6*	*-2.6*	*6.3*
EPS (원)	4,130	4,536	4,509	4,872
PER (배)	3.7	5.7	5.7	5.3
PBR (배)	0.4	0.6	0.5	0.5
ROA (%)	0.6	0.6	0.5	0.5
ROE (%)	10.6	10.6	9.8	9.8

현재가(11/7, 원)	25,700	외국인지분율	47.7%
시가총액(십억원)	18,865.8	배당수익률('25E)	4.9%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

우리금융지주 주주환원율 전망



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

보험

고요한 새벽, 밝아지는 동녘

I. 2026년 실적은 2025년과 유사

II. 달라지는 규제 환경

III. 배당 환경 변화와 높은 밸류에이션 매력

IV. 투자유망종목

Analyst: 정준섭
Tel 02)768-7835 | e-mail junsup@nhsec.com

보험:고요한 새벽, 밝아지는 동녘

보험주는 어렵다. 회계도 어렵고, 주가도 어렵다. IFRS4 시절부터 어려웠던 보험 회계는 IFRS17로 전환되면서 더 어려워졌고, 복잡해졌다. 설상가상, 해약환급금 준비금 증가는 일부를 제외한 다수 보험사의 배당가능이익을 소멸시키면서 배당을 지급하지 못하게 만들었다. 보험주의 가장 중요한 투자 포인트가 배당임을 고려하면 심각한 문제다. 보험주에 대한 시장의 외면은 더욱 심해졌다.

하지만 다행스럽게도 개선의 조짐이 보이고 있다. 2025년 초 자본비율 급락의 원인이었던 할인율 LOT(최종관찰만기)는 제도 개선으로 연장 속도가 낮아졌다. 미배당 보험사의 배당 재개를 위한 필수 조건인 해약환급금 준비금 산출 기준도 금융당국이 개선을 검토하고 있다. 회계적 불확실성은 점차 낮아지고 있다. 아직은 깜깜하지만 새벽이 가까워지고 있다.

현재 보험 업황이 좋다고 말하기는 어렵지만 조심스럽게 투자를 권한다. 보험주 주가를 결정하는 요인은 업황보다 규제와 주주환원이기 때문이다. 아직 시기와 수준을 가늠하기 어렵지만 관리급여와 실손 5세대 도입, 자동차보험 요율 인상, 그리고 해약환급금 준비금 산출 기준 완화는 보험주에 대한 시장의 관심을 다시 한 번 환기시킬 전망이다.

I. 2026년 실적은 2025년과 유사

2026년 보험사 순이익은 2025년과 유사할 전망이다. 보험손익의 경우 ① CSM(보험계약마진) 상각이익은 2025년보다 증가하나 ② 예실차는 부진이 예상된다. ③ 그리고 손해보험사는 자동차보험 손해율도 2025년보다 높아질 전망이다. ④ 2026년 신계약 CSM은 판매 규모 일부 감소에도 수익성(CSM 배수) 상승으로 2025년과 비슷한 수준이 예상된다. 투자손익의 경우, 경상 손익은 2025년과 유사하겠지만 채권 평가/처분 이익은 감소할 전망이다.

II. 달라지는 규제 환경

2025년 초까지 강화 일변도였던 규제 환경은 일부 달라졌다. ① LOT(최종관찰만기) 확대 속도 완화로 인해 적어도 2026년에는 2025년 초처럼 K-ICS비율이 급락하는 모습은 나타나지 않을 전망이다. ② 다만 기본자본 K-ICS비율 제도는 도입 시 보험사에 부담 요인이 될 수 있는데, CSM 일부를 자본으로 인정하는 방안이 논의되는 점은 긍정적이다. ③ 관리급여와 5세대 실손 도입, 자동차보험 요율 인상은 아직 미정이다. 시점을 가늠하긴 어렵지만, 현실화될 경우 유의미한 업황 개선이 기대된다.

보험:고요한 새벽, 밝아지는 동녘

III. 배당 환경 변화와 높은 밸류에이션 매력

보험주는 평균 PBR이 0.56배(배당 보험주 0.83배, 미배당 보험주 0.30배)에 불과해 밸류에이션 매력이 높다. ① 배당 지급 보험 3사(삼성화재, DB손해보험, 삼성생명)는 2026년에도 배당성향과 DPS 상승을 통해 배당 매력을 더욱 부각시킬 전망이다. 큰 이변이 없다면 배당소득 분리과세 적용도 예상된다. ② 배당 미지급 보험사(현대해상, 한화손해보험, 한화생명)는 배당가능이익 확보를 위해 해약환급금 준비금 제도 개선이 필수적인데 다행스럽게도 금융당국도 개선을 검토하고 있다.

IV. 투자유망종목

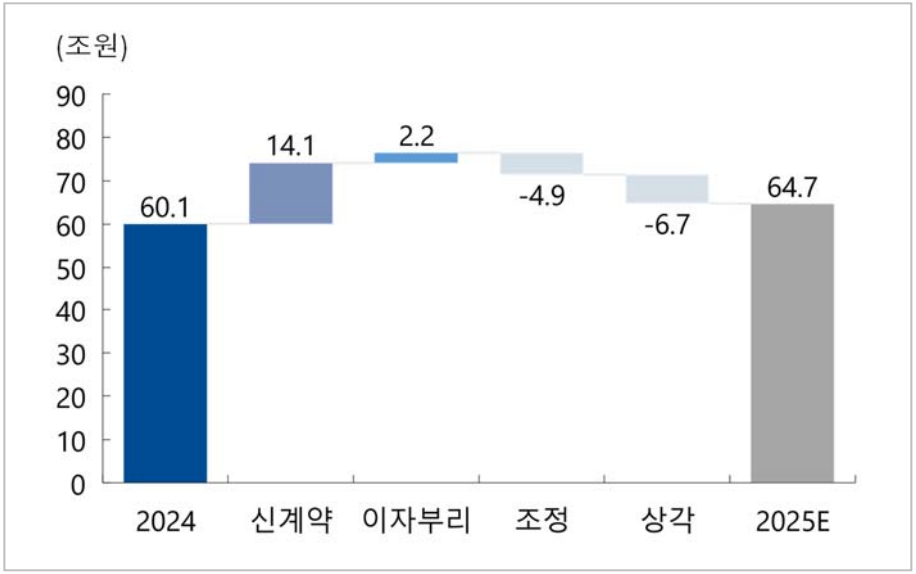
보험 업종 투자의견 비중 확대(Positive)를 유지한다. 업황은 우호적이라고 보기 어렵지만 할인율 LOT(최종관찰만기) 규제 완화로 자본비율 부담은 감소했다. 향후 해약환급금 준비금 산출기준 개선 시 보험주 투자심리는 큰 폭으로 개선될 전망이다. 2026년 보험주는 ① 배당 보험주는 배당수익 관점, ② 미배당 보험주는 배당 재개 가능성에 베팅하는 측면에서 접근할 것을 권고한다. 투자유망종목으로 배당성향이 낮으면서도 배당수익률은 높은 DB 손해보험을, 차선호주로 PBR이 0.3배에 불과하면서 향후 배당 재개 시 높은 수익률이 예상되는 현대해상을 제시한다.



2026년 CSM 상각이익은 증가

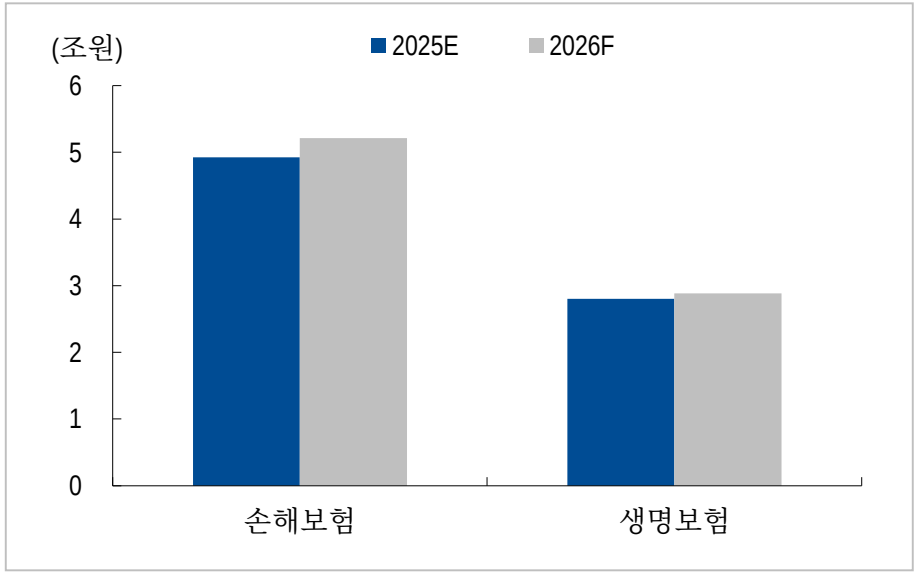
- 보험사 6사 기준, 보험손익의 대부분을 차지하는 CSM(보험계약마진) 상각이익은 2025년 7.7조원, 2026년 8.1조원(+5.2% y-y) 전망
- 2026년 CSM 상각이익 증가를 전망하는 이유는 ① 2025년 연말까지는 가정 규제에 따른 CSM 조정 일단락, ② CSM 조정, 상각금액을 상회하는 대규모 신계약 CSM 유입에 따른 2025년 말 CSM 잔액 증가가 예상되기 때문
- CSM 잔액은 손해보험 4사 합산 2024년 38.3조원, 2025년 42.1조원, 생명보험 2사 합산 2024년 21.7조원, 2025년 22.7조원 전망

2025년 보험사 CSM(보험계약마진) 변동



주: 손해보험은 삼성, DB, 현대, 한화, 생명보험은 삼성, 한화 합산
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

보험사 6사 2025년, 2026년 CSM 상각이익 전망

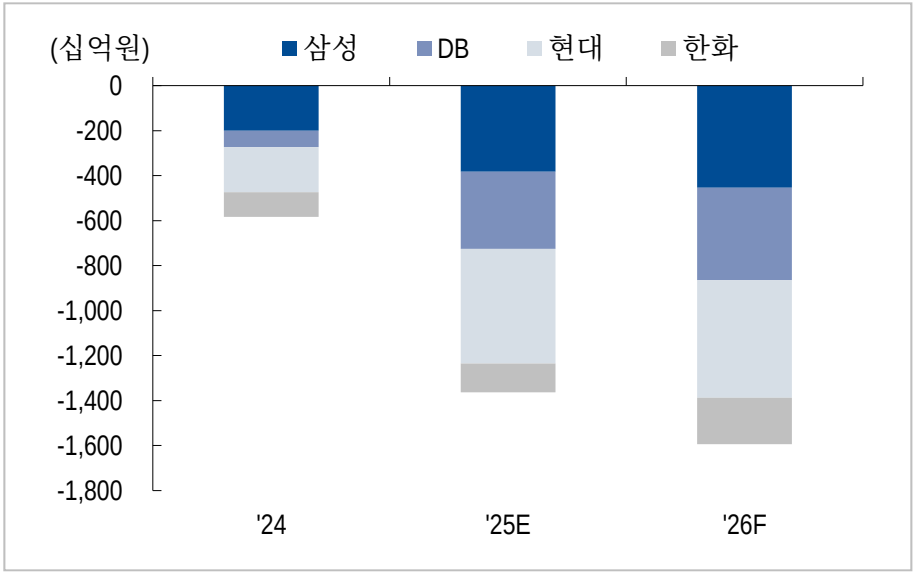


주: 손해보험은 삼성, DB, 현대, 한화, 생명보험은 삼성, 한화 합산. RA 해제금액 포함
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

하지만 예실차 부담은 커질 듯

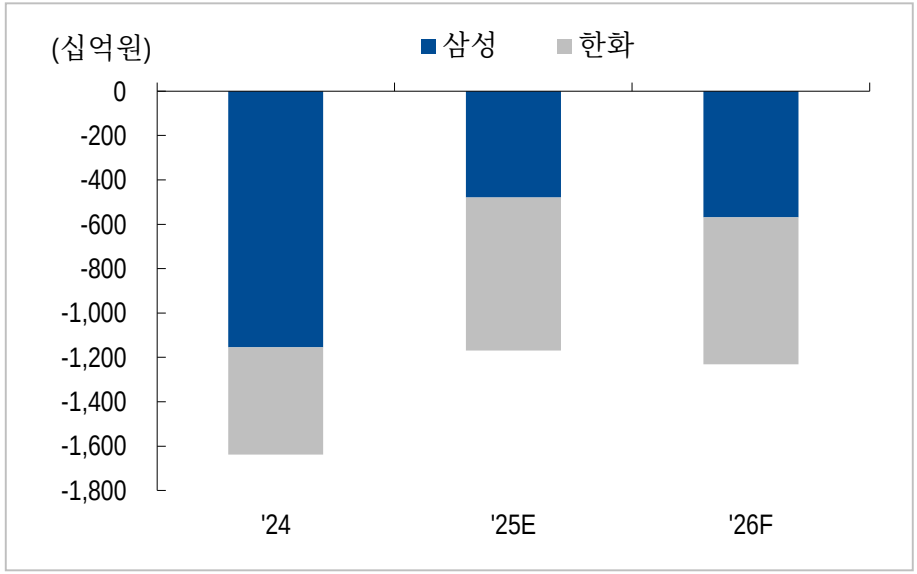
- 다만 2026년 보험손익 증가폭(+3.2% y-y)은 CSM 상각이익 증가(+5.2% y-y)에 미치지 못할 전망. ① 예실차 부진, ② [손해보험] 자동차보험 악화 예상. 다만 ③ [손해보험] 일반보험은 기저효과에 따른 반등 전망
- 2026년 **보험사 손익 관련 가장 큰 부담 요인은 장기보험 예실차 악화**. 2025년 연중 예실차(특히 보험금 예실차)는 크게 악화된 모습. 원인은 ① 의료계 과잉진료 증가, ② 호흡기 등 질환 환자 증가, ③ 보험사의 高보장 건강보험 중심 신계약 확대, ④ 인구 고령화 지속
- 예실차 악화 원인 대부분은 구조적 문제에 기인하고 있어 단기간 내 개선은 쉽지 않음

손해보험 4사 예실차 전망



주: 발생사고요소조정, 손실계약비용 등 포함
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

생명보험 3사 예실차 전망

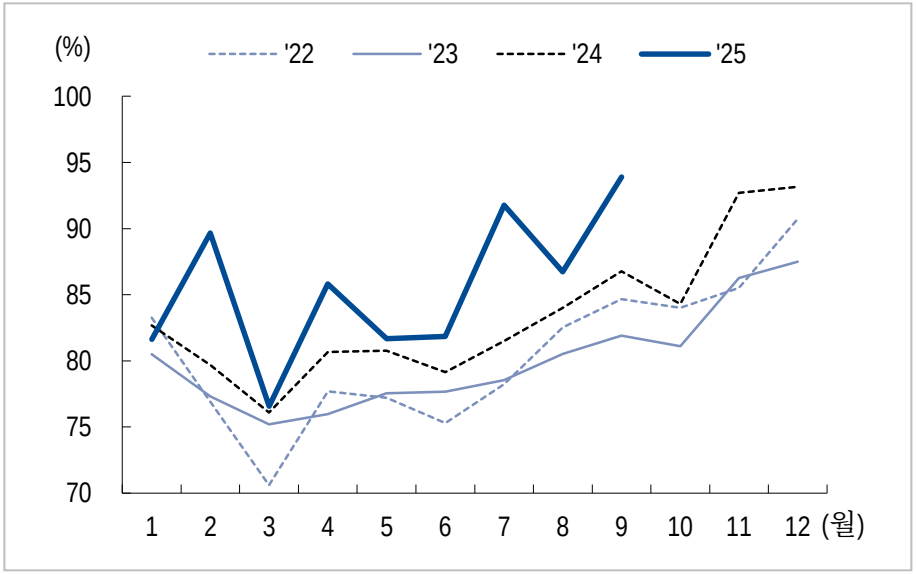


주: 발생사고요소조정, 손실계약비용 등 포함
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

손해보험사 자동차보험 손익 더 악화

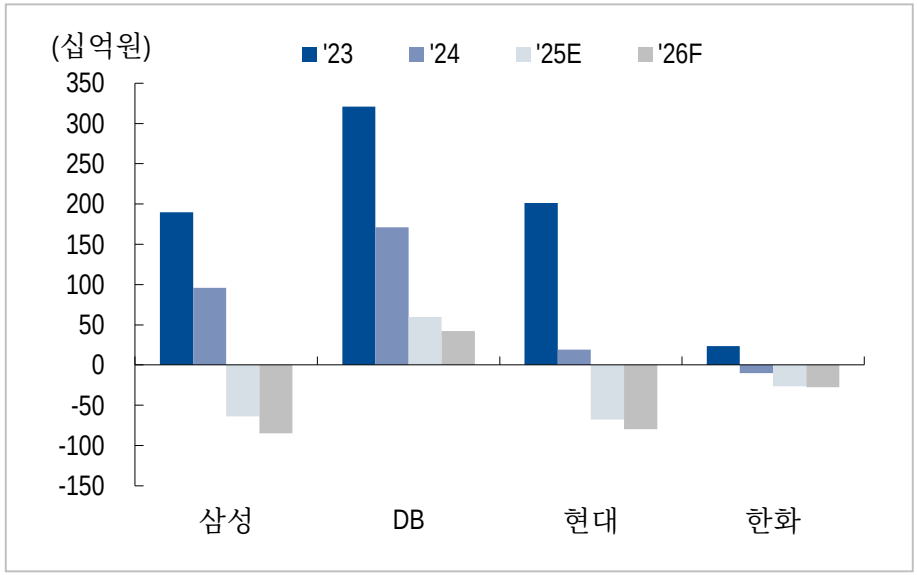
- 손해보험사 입장에서는 자동차보험 악화가 지속되는 점도 부담 요인
  손보 4사 합산 자동차보험 손익 2024년 +2,759억원, 2025년 -981억원, 2026년 -1,502억원 전망
- 자동차보험 부진 전망의 근거:
  ① 최근 5년간 기본요율 4회 인하에 따른 보험료 감소, ② 한방병원 중심의 과잉진료 확산, ③ 부품값, 인건비 등 상승
- 손해율은 악화일로. 현 상황에서는 **즉각적인 요율 인상과 과잉진료 단속, 품질인증부품 사용 활성화가 필요하나 대외 여건상 쉽지 않음**
- 2026년 내 요율 인상 가능성은 반반. 만약 2026년에 요율을 인상하더라도 손익 개선 효과는 2026년보다 2027년에 뚜렷하게 나타남

주요 손해보험사 자동차보험 손해율 추이



주: 손보 3사(삼성, DB, 현대) 산술 평균
자료: 언론 보도, NH투자증권 리서치본부

손해보험 4사 자동차보험 손익 전망

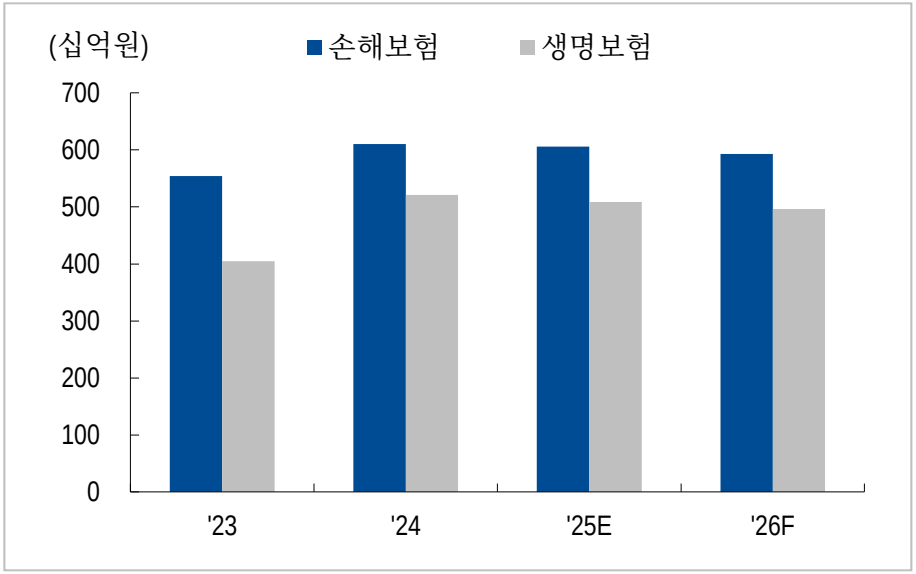


자료: NH투자증권 리서치본부 전망

신계약 CSM은 대체로 현 수준 유지 전망

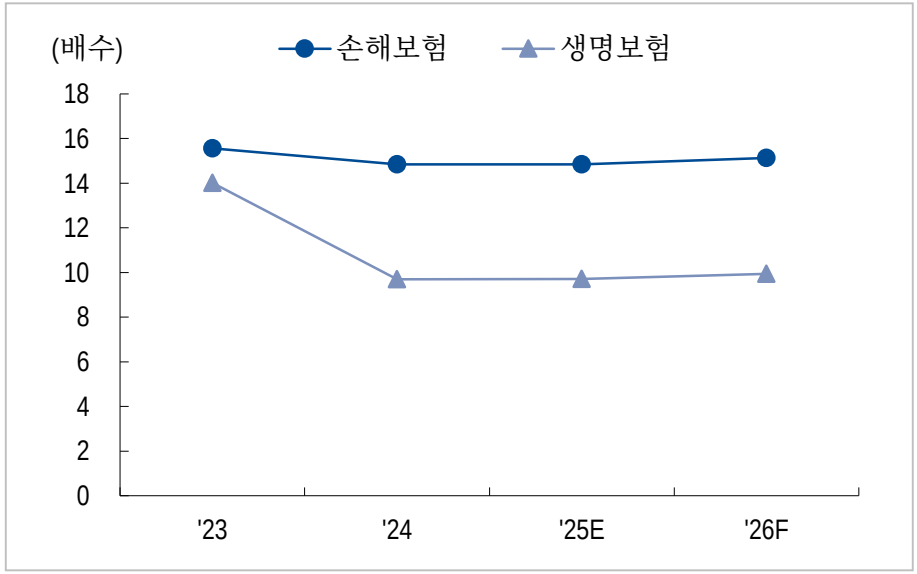
- 2026년 신계약 CSM(보험계약마진)은 2025년과 거의 비슷할 전망(손해보험 4사 -0.2% y-y, 생명보험 2사 -0.1% y-y). Q의 감소 + P의 상승 효과
- Q 감소: ① 2023년 IFRS17 전환 이후 지속된 신계약 증가에 따른 잠재 가입 수요 감소, ② 高보장성 신계약 비중 확대
- P 상승: ① 高보장성 신계약 비중 확대, ② 2025년 2~3분기 예정이율 인하에 따른 효과
- 신계약 CSM 증가는 CSM 잔액과 K-ICS비율에 긍정적이나, 해약환급금 준비금 증가 측면에선 부정적. 보험사들도 규모를 대폭 늘리거나 줄이기보다, 현 수준을 적절히 유지하면서 관리하는 방향을 선택할 것으로 보임

보장성 신계약 규모 추이 및 전망



주1: 월납 신계약(생명보험사는 APE/12) 기준
주2: 손해보험은 삼성, DB, 현대, 한화 합산. 생명보험은 삼성, 한화 합산
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

보장성 신계약 CSM 배수(multiple) 전망

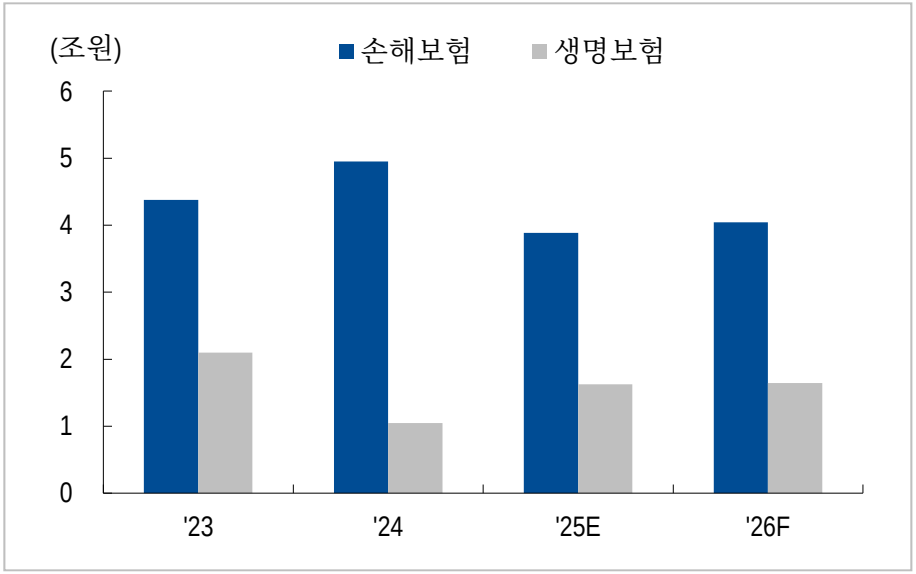


주: 손해보험은 삼성, DB, 현대, 한화 가중 평균. 생명보험은 삼성, 한화 가중 평균
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

2026년 이익은 2025년과 비슷

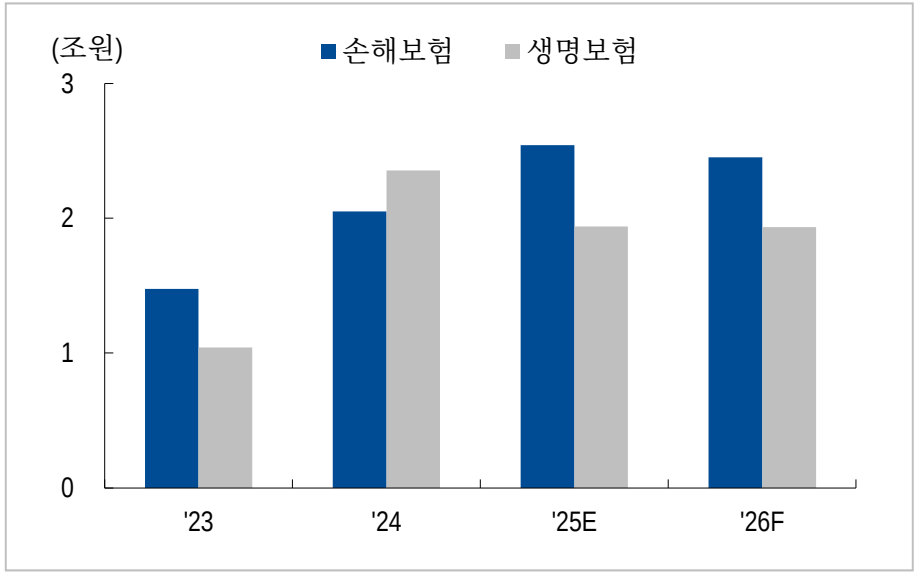
- 2026년 손해보험 4사 합산 순이익은 4.9조원(+2.4% y-y), 생명보험 2사 합산 순이익은 2.9조원(-3.3% y-y) 전망. 일회성 요인을 제외하면 전반적으로 2025년과 유사한 수준
- **보험손익, 투자손익 모두 2025년 대비 큰 변화는 없을 전망**
- 기준금리는 향후 인하가 예상되나, 시장금리는 2026년 상반기 저점 이후 반등 예상. 시장금리 반등은 보험사에 ① 보험부채 부담 감소 측면에서 긍정적이지만 ② 반대로 채권 평가/처분이익은 감소할 가능성이 높음

보험사 보험손익 전망



주: 손해보험은 삼성, DB, 현대, 한화 합산. 생명보험은 삼성, 한화 합산
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

보험사 투자손익 전망

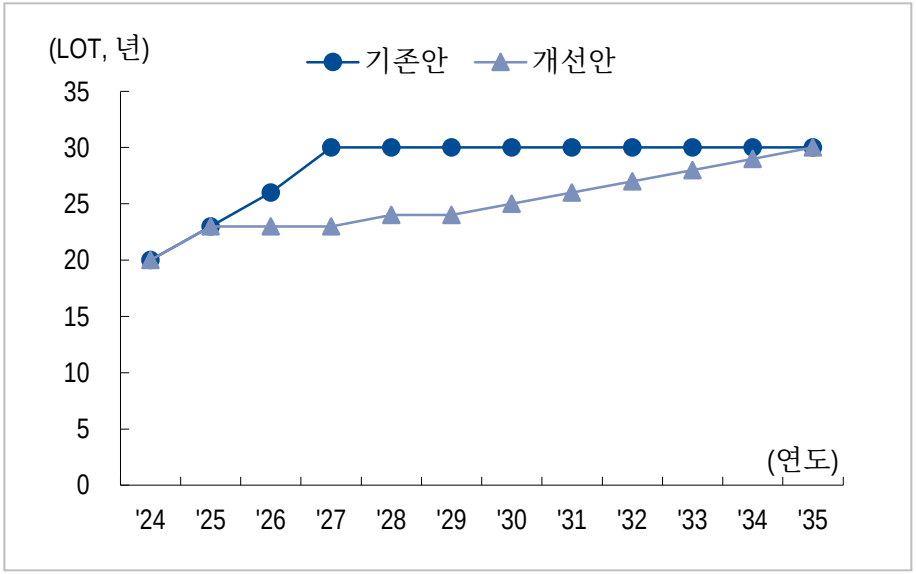


주: 손해보험은 삼성, DB, 현대, 한화 합산. 생명보험은 삼성, 한화 합산
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

LOT 확대 기준 완화 긍정적

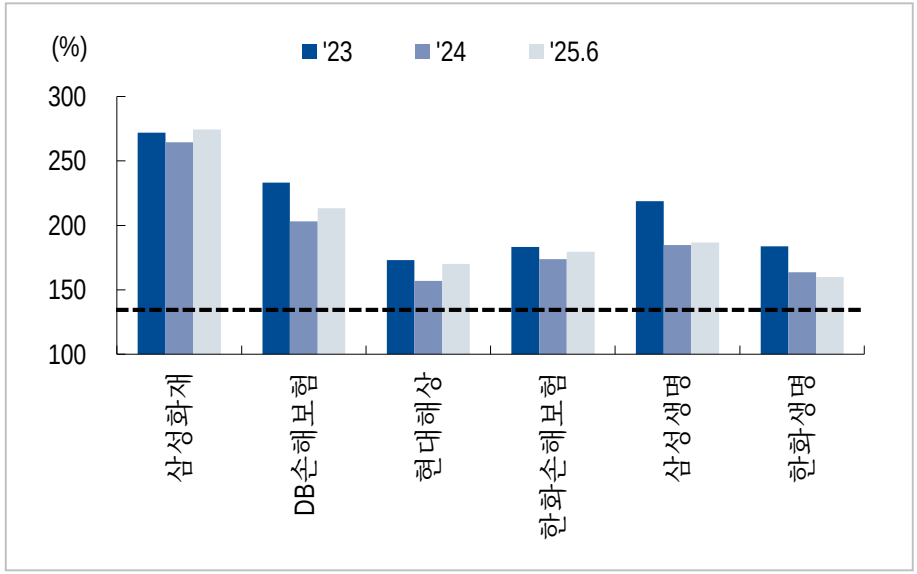
- 지난 10월 20일, 금융당국은 보험부채 LOT(최종관찰만기) 30년 적용시기 연장. 기존안은 2027년까지 LOT를 30년까지 확대하는 것이었음. 하지만 개선안에서는 '26~27년까지 현행 23년을 유지하고, '28~29년에는 24년으로 확대, 그 이후에는 매년 1년씩 확대
- LOT 정책 완화에 따라 보험부채 부담은 이전보다 감소. 적어도 2026년에는 2025년 1분기에 있었던 K-ICS비율 급락은 없을 전망
- 듀레이션 갭 규제도 신규 도입되었지만, 이는 LOT 정책 완화의 반대급부 성격. 향후에도 ALM 관리에 만전을 기해야 하겠지만, 적정 듀레이션 갭에 도달한 보험사는 고마진 장기 신계약과 고이원 자산을 확대할 여유 확보

연도별 보험부채 LOT 적용 시기



자료: 금융위원회, NH투자증권 리서치본부

보험사 K-ICS비율 현황

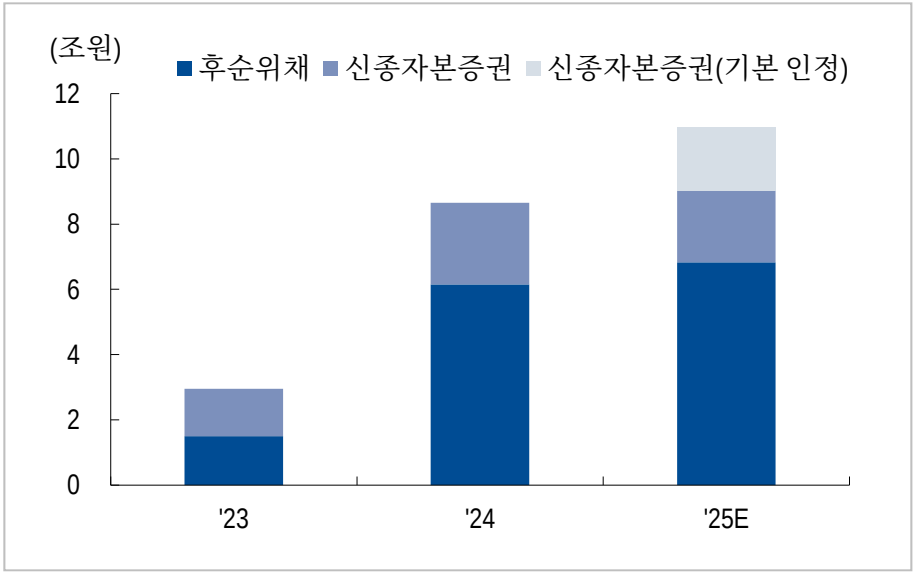


자료: NH투자증권 리서치본부

기본자본 K-ICS비율 도입 예정

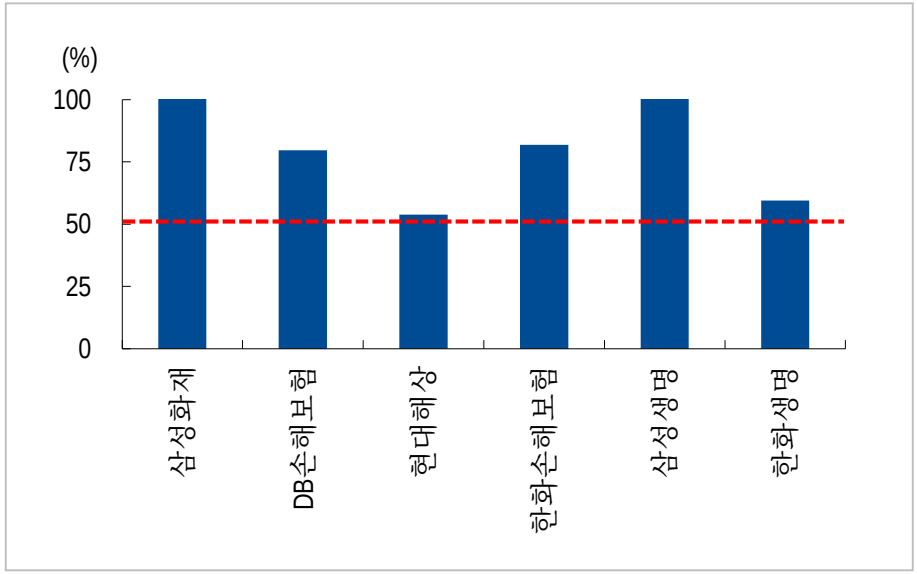
- 금융당국은 현행 K-ICS 규제를 보완하기 위해 기본자본 K-ICS 제도 도입 예정
- 지금까지 보험사는 신종자본증권, 후순위채 등 자본성 증권의 대규모 발행을 통해 K-ICS비율 하락 방어. 하지만 진성(core) 자본만 인정하는 기본자본 K-ICS비율에서는 일부 신종자본증권(스텝업 조건 X. 배당가능이익 내 발행 가능)을 제외한 자본성 증권은 자본 불인정
- 만약 기본자본 K-ICS비율이 도입된다면 보험사 입장에서는 자본 관리 부담 증가
- 하지만 최근 업계와 금융당국은 CSM(보험계약마진) 일부를 기본자본으로 인정하는 방법 등 여러 대안을 논의 중. 최근 시장금리 하락세가 둔화된 점도 긍정적인 요인

국내 보험사 자본성 증권 발행 현황



자료: 언론 보도, NH투자증권 리서치본부

기본자본 K-ICS비율 현황

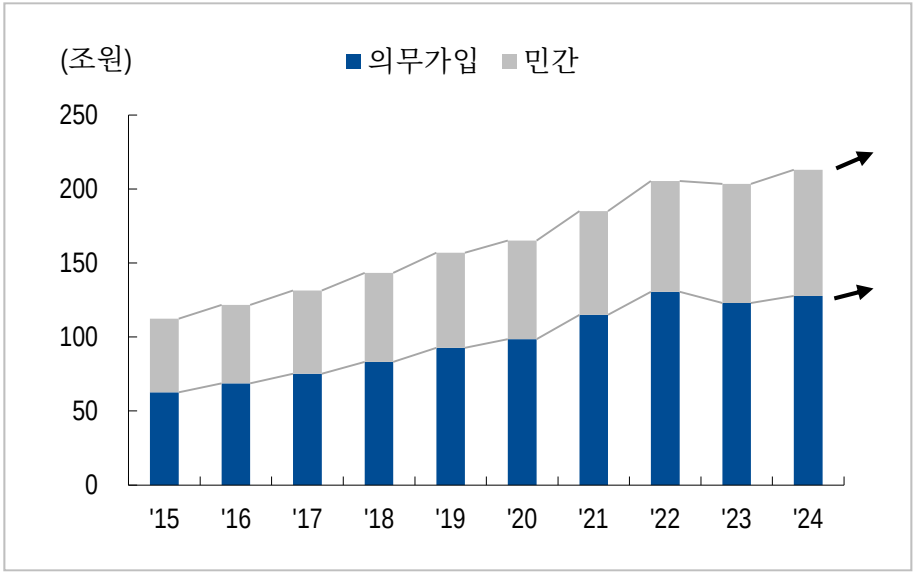


주: 2025년 6월 말 기준
자료: NH투자증권 리서치본부

관리급여와 5세대 실손, 제대로 시행된다면 긍정적

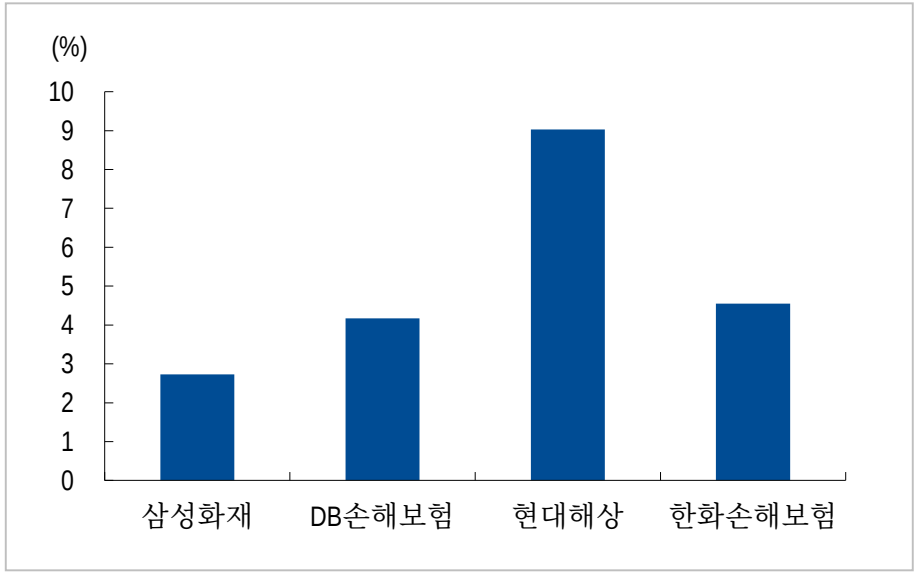
- 보험사의 보험금 예실차 악화의 가장 큰 원인은 과다하게 증가하는 의료비(과잉진료). 일부 가입자의 의료쇼핑과 의료계 과잉진료 → 보험사 부(-)의 예실차 확대, 정부 건강보험 재정 악화 → 보험료 인상 → 선량한 다수 보험 가입자의 피해로 연결
- 문제 해결을 위해 정부도 2025년 초부터 ① 관리급여 신설, 일부 문제 항목들의 이용량과 가격을 급여항목처럼 통제, ② 일부 항목들 병행진료 급여 제한, ③ 실손 5세대 신설, 자기부담금 인상 및 커버리지 축소 등 추진
- 2025년 11월 현재까지는 별다른 진척이 없는 상태. 하지만 향후 **제대로 시행된다면 의료계 과잉 비급여 관리를 통해 건강보험 재정과 더불어 보험사(특히 손해보험사) 예실차 개선 가능**

국내 경상의료비 추이



자료: 보건복지부, NH투자증권 리서치본부

실손 손해율 5%p 하락 시 세전이익 개선 예상 폭

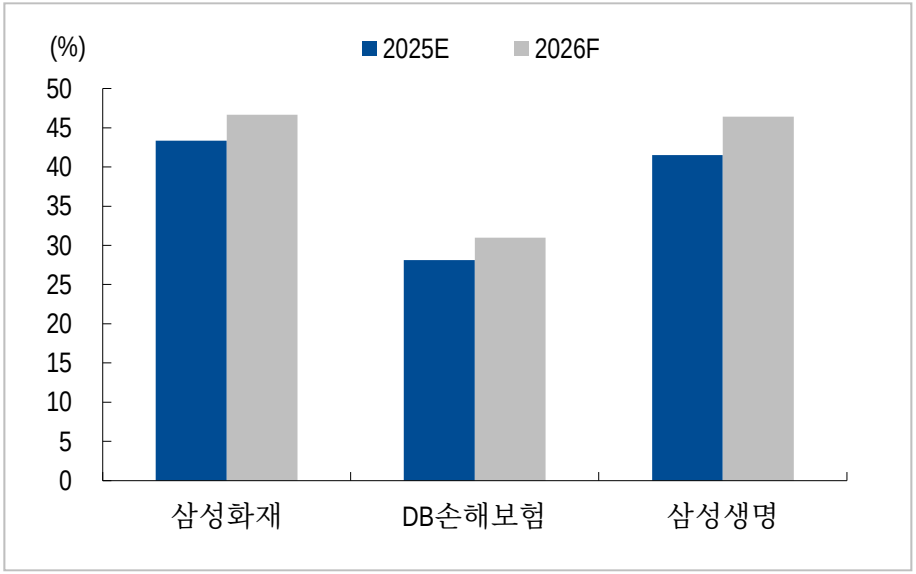


주: 별도 기준
자료: NH투자증권 리서치본부

배당 지급 보험사, 배당소득 분리과세 적용 예상

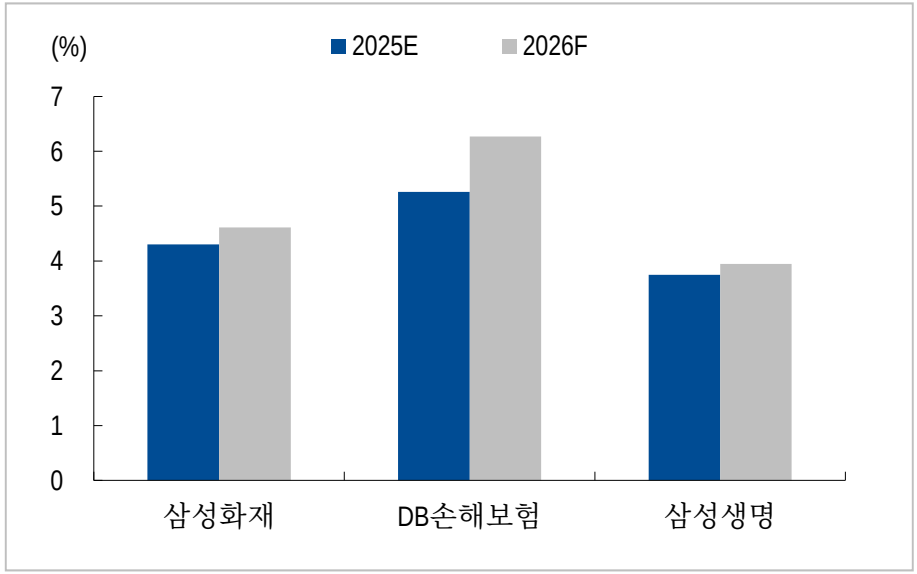
- 투자자들이 보험주에 기대하는 것은 성장보다 주주환원. 안정적인 매출과 이익 창출도 물론 중요하지만, 이보다 더 중요한 것은 합리적 기준에 의한 자본 배분과 잉여 자본의 주주환원
- 업황 및 보험사 대주주 입장 등을 고려할 때 주요 보험사에 당장 자사주 매입/소각을 기대하기는 쉽지 않지만, 적어도 **배당 지급 보험사 (삼성화재, DB손해보험, 삼성생명)의 2026년 DPS(주당배당금)와 배당성향은 우상향**하는 모습 예상
- 예상 수준의 배당이 이루어질 경우, 배당 지급 보험사 3사는 모두 2026년 배당소득 분리과세 적용 대상이 될 전망

배당 지급 보험사 배당성향 추이 및 전망



주: 우선주 포함
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

배당 지급 보험사 배당수익률 추이 및 전망

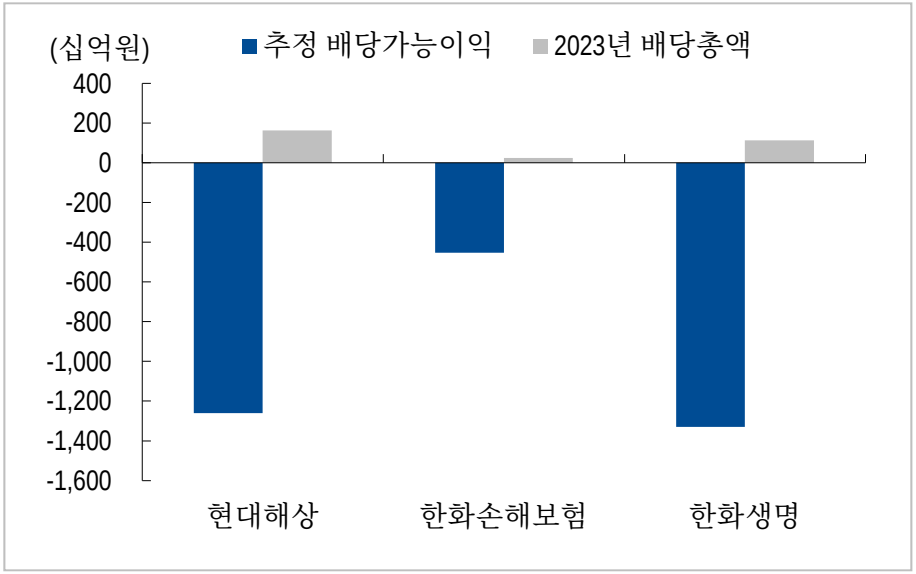


주: 보통주 배당수익률
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

배당 미지급 보험사, 관건은 해약환급금 준비금 적립 기준 완화

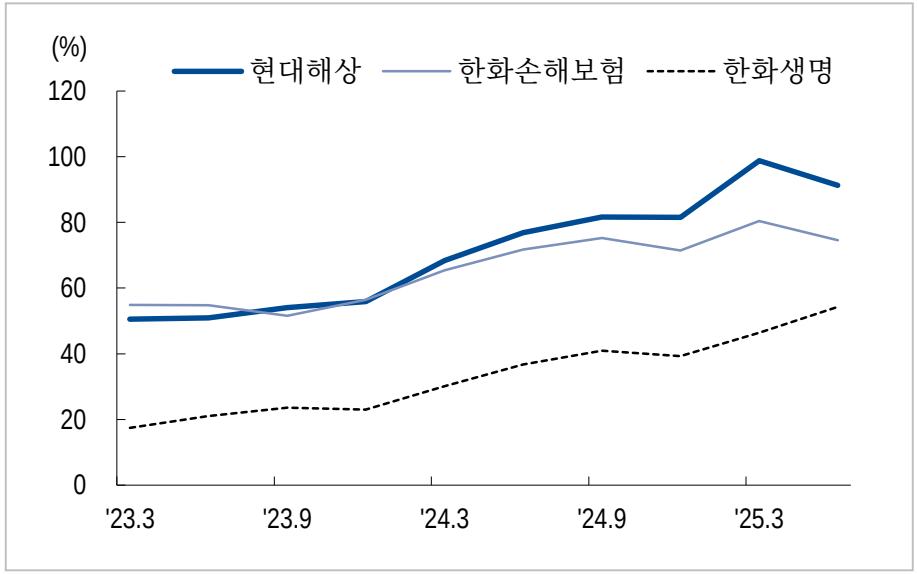
- 2024년 배당 미지급 보험사의 미지급 사유는 해약환급금 준비금 증가에 따른 배당가능이익 부족
- 만약 현재의 해약환급금 준비금 적립 기준이 지속된다면, 2024년 배당 미지급 보험사는 2025년과 2026년에도 배당 지급이 사실상 불가능. 신계약 CSM 유입에 따른 적립금 증가 속도가 당기순이익 증가 속도보다 빠르기 때문
- 긍정적인 점은, 최근 금융위원회에서 관련 제도의 개선 검토를 시사했다는 것임. 따라서 향후 관건은 해약환급금 준비금 적립 기준의 ① 개선 적용 시기와 ② 개선 수준이 될 전망. 큰 폭의 제도 개선이 이루어질 경우 단시일 내 배당 재개 가능

배당 미지급 보험사 추정 배당가능이익과 2023년 배당총액



주: 2025년 6월 말 기준. 위 3사는 2023년 이후 배당 미지급
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

배당 미지급 보험사 자기자본 대비 해약환급금 준비금 비율 추이

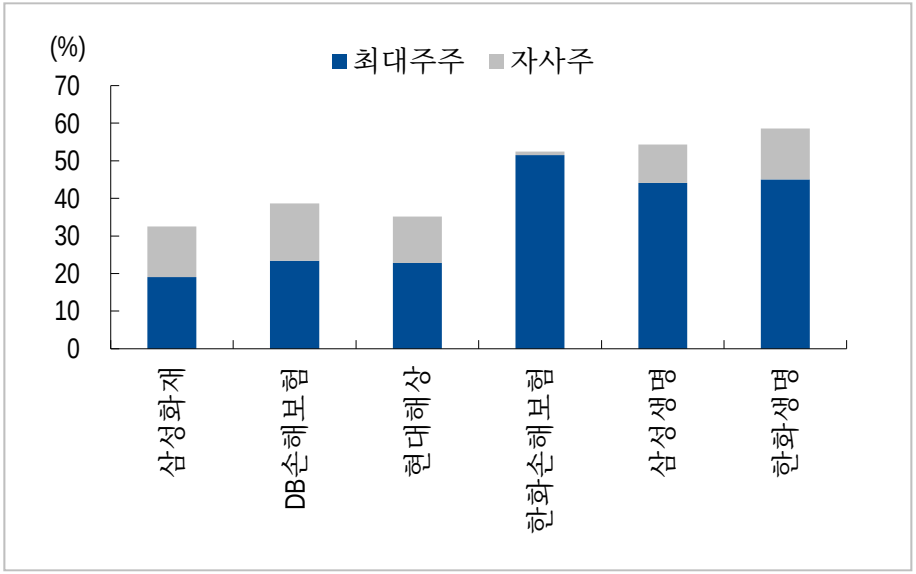


주: 별도 기준
자료: NH투자증권 리서치본부

자사주 소각, 투자심리 개선 측면에서 나쁠 것은 없음

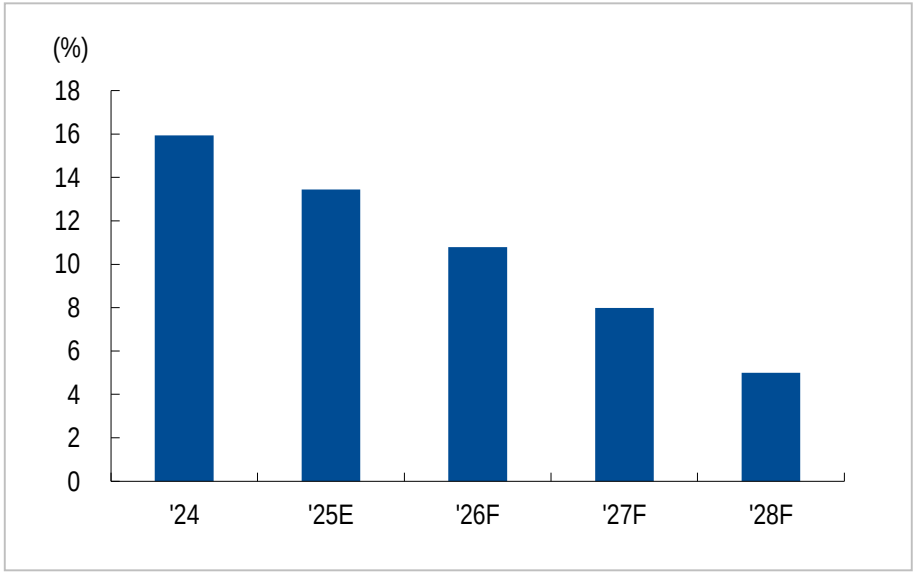
- 최근 국회는 상법 개정을 통해 자사주 소각 의무화 추진
- 주요 상장 보험사는 대부분 자사주 보유 중. 만약 보유 자사주의 소각이 의무화될 경우 보험사도 소각 필요
- 자사주 매입 후 소각이 아닌 보유 자사주 소각은 엄밀하게 말해 주주환원으로 보기 어렵지만, 적어도 **잠재적인 활용 우려를 낮추고 자본시장의 기업가치 제고 노력에 동참하는 방안이라는 측면에서 긍정적**. 다만 일부 보험사의 경우 대주주의 경영권 방어 우려가 제기될 수 있음
- 삼성화재는 이미 보유 자사주 소각 계획을 수립, 이행 중. 계획 실행 완료 시 보유 자사주 비율은 2028년 5%로 하락 예정

보험사 최대주주와 자사주 비율



주: 2025년 6월 말 기준. 최대주주에 특수관계인 지분 포함
자료: Dart, NH투자증권 리서치본부

삼성화재 자사주 비율 전망

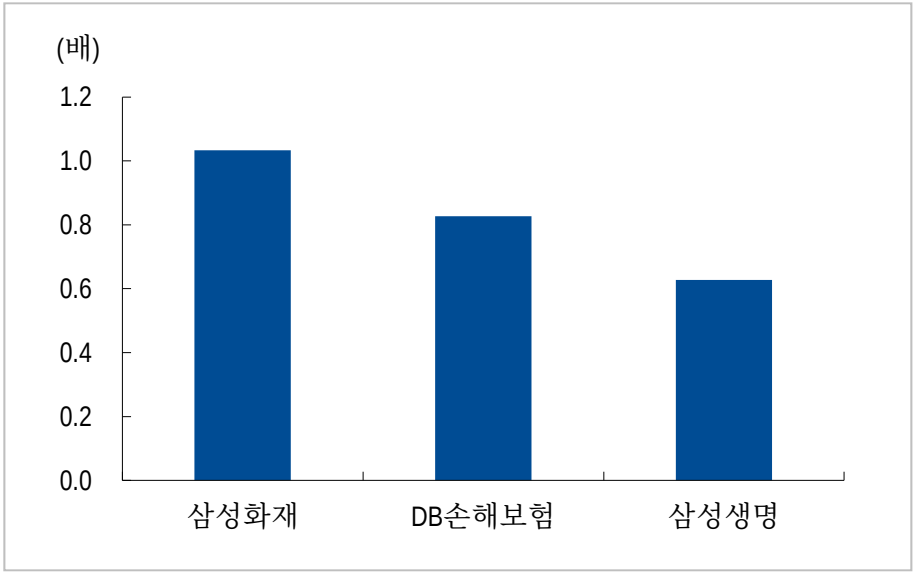


주: 삼성화재 기업가치 제고 계획 기준
자료: NH투자증권 리서치본부

업황은 어려워도 밸류에이션과 배당에 기회 존재

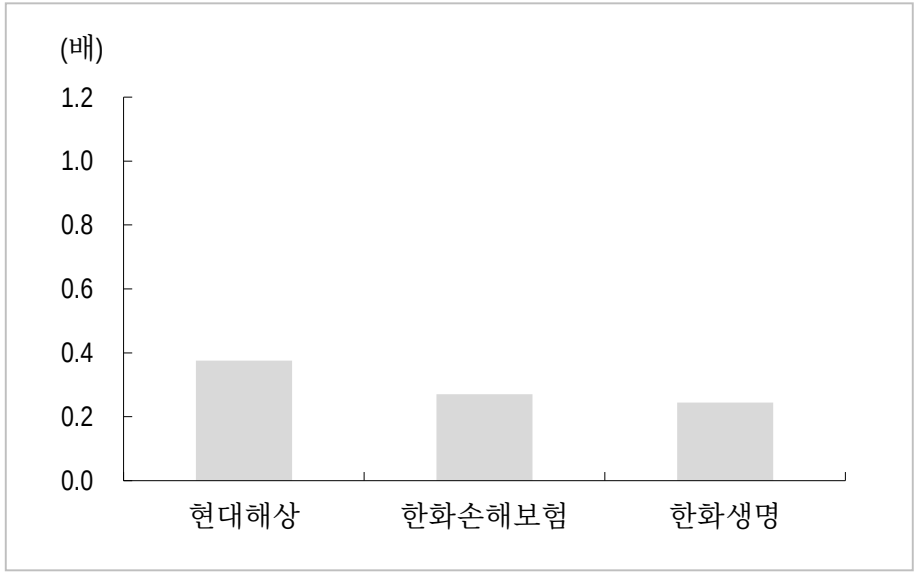
- 2026년 보험 업황은 우호적이지 않음. ① 장기보험 보험금 예실차, 자동차보험 등 악화 추세가 당분간 지속될 가능성이 높으며 ② 업황을 개선시킬 수 있는 관리급여와 실손 5세대 도입, 자동차보험 요율 인상은 아직 가능성의 영역이기 때문
- 하지만 반전 여력은 충분히 존재. ① 할인율 LOT 규제 완화 등 보험 관련 규제는 개선 흐름으로 전환. ② **만약 해약환급금 준비금 산출 기준도 뚜렷하게 개선될 경우, 업황과 별개로 보험주 투자심리는 큰 폭으로 개선**될 전망
- 보험주 6사 평균 **PBR은 0.56배(배당 보험주 0.83배, 미배당 보험주 0.30배)** 수준. 특히 미배당 보험주는 밸류에이션 부담이 전혀 없음
- 2026년 ① 배당 지급 보험주에는 배당수익 관점에서, ② 미배당 보험주에는 지급 재개 가능성에 베팅하는 측면에서 접근 권고

배당 지급 보험사 2026년 예상 BPS 기준 PBR



자료: NH투자증권 리서치본부

배당 미지급 보험사 2026년 예상 BPS 기준 PBR



자료: NH투자증권 리서치본부

투자유망종목 1: DB손해보험(005830.KS) - 목표주가 167,000원

- DB손해보험은 배당 지급 보험사 중 **가장 낮은 배당성향, 가장 높은 기대 배당수익률** 보유. 향후 배당 확대 여력 풍부
- 동사는 2025년 9월 미국 스페셜티 특화 보험사 포테그라(Fortegra Group) 지분 100% 16.5억달러에 인수 결정. 2026년 상반기 인수 완료 예정이며 인수 과정에서 K-ICS비율 15~20%p 하락 예정
- 하지만 포테그라 인수 이후에는 ① 연 1,500억~2,000억원 정도 연결 이익 증가 효과 발생, ② 이익 증가에 따른 주주환원 확대 여력 확보, ③ 선진 보험시장 진출이라는 상징성 확보 예상

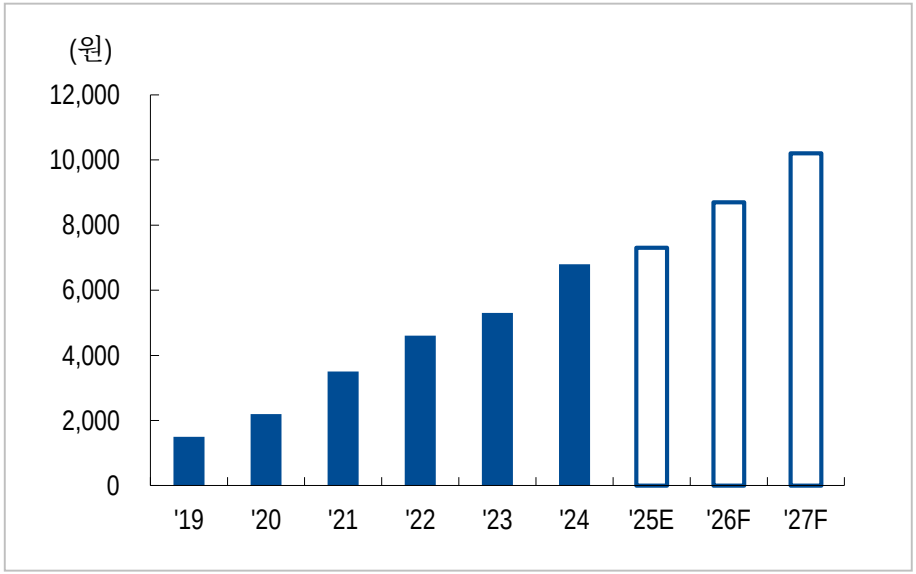
실적 전망 및 Valuation(IFRS별도)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
보험손익	1,619	1,186	1,462	1,602
장기	1,346	1,141	1,293	1,413
PAA	273	44	169	190
투자손익	744	938	846	915
당기순이익	1,772	1,560	1,752	1,908
증감률 (%)	*15.3*	*-12.0*	*12.4*	*8.9*
EPS (원)	29,516	25,976	29,185	31,781
PER (배)	3.5	5.3	4.8	4.4
PBR (배)	0.7	0.9	0.8	0.7
ROA (%)	3.5	2.8	3.0	3.0
ROE (%)	20.7	18.1	18.5	17.6

현재가(11/7, 원)	138,800	외국인지분율	44.4%
시가총액(십억원)	9,827.0	배당수익률('25E)	5.3%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 별도 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

DB손해보험 DPS 추이 및 전망



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

투자유망종목 2: 현대해상(001450.KS) – 목표주가 41,000원

- 배당 미지급 보험사이지만, 두려울 것이 없는 밸류에이션(PBR 0.38배)
- 금융위는 해약환급금 준비금 적립 기준 합리화 필요성 검토 언급. 따라서 향후 관건은 준비금 완화 여부가 아닌 완화 시기와 수준으로 판단
- 현 시점에서 시기와 수준을 가늠하긴 어렵지만, 준비금 적립 기준 완화 시 배당가능이익 회복을 통한 배당 재개 예상. 당장 타사처럼 30% 이상으로 배당성향을 높이기는 어렵겠지만, 2023년 DPS(2,063원, 당시 배당성향 20%) 수준으로도 배당수익률은 7.3%에 달함
- 관리급여와 5세대 실손 시행, 자동차 요율 인상의 손익 민감도도 가장 큰 보험사. 단기 관점보다는 장기적으로 접근해야 하나, 업황 개선시 주가 상승폭은 가장 클 것으로 판단

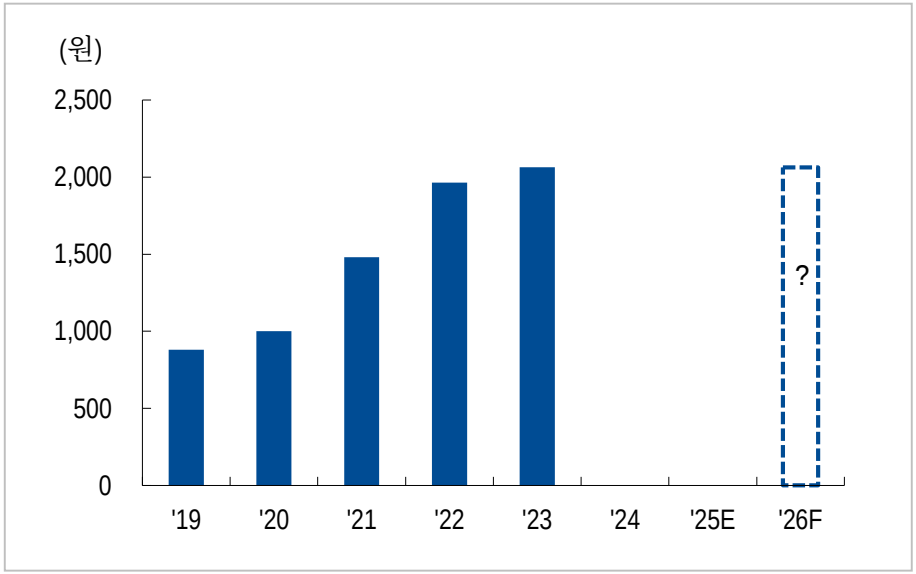
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
보험손익	1,043	705	960	1,083
장기	865	590	812	910
PAA	178	115	148	173
투자손익	352	421	412	444
당기순이익	1,031	814	1,001	1,118
증감률 (%)	*0.0*	*-21.1*	*23.1*	*11.6*
EPS (원)	13,144	10,375	12,770	14,256
PER (배)	1.9	2.7	2.2	2.0
PBR (배)	0.4	0.4	0.4	0.3
ROA (%)	2.2	1.7	2.0	2.1
ROE (%)	18.7	16.2	17.9	16.8

현재가(11/7, 원)	28,250	외국인지분율	36.3%
시가총액(십억원)	2,525.6	배당수익률('25E)	0.0%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

현대해상 DPS 추이 및 전망



자료: NH투자증권 리서치본부

증권/STO

내년에도 주식투자 하시죠?

I. 독주(獨走) 체제

II. 금융상품 라인업 확대

III. 조각투자 유통 플랫폼 출격

IV. 투자유망종목

Analyst: 윤유동
Tel 02)768-7563 | e-mail yd.yoon@nhsec.com

증권/STO: 내년에도 주식투자 하시죠?

코스피가 4,000P를 돌파하였고 시장은 그 이상을 내다보고 있다. 주도주가 누가 되든지 주식거래 플랫폼을 제공하는 증권사는 수혜 대상이다. 국내 일평균 거래대금이 50조원, 해외 거래대금이 18조원을 돌파하며 사상 최고 수준에 근접하였다. 일부 대형증권사들의 PBR이 1.2배에 도달하였지만 고평가보다는 구조적 성장에 진입하였다고 판단한다.

증권사들도 다양한 금융상품을 준비하며 WM 활성화를 목표하고 있다. 이미 펀드, 랩, ELS 등의 잔고가 반등하였고 연금시장에도 공격적으로 진출 중이다. 발행어음과 IMA(종합투자계좌)의 경우 신규 사업자들은 2026년 상품 출시를 계획하고 있으며, 은행 예·적금 고객을 흡수할 수 있는 기회로 초반 마케팅에 전력을 다할 것으로 전망한다. 단기 수익성은 크지 않지만 중장기 고객을 대규모 확보할 수 있는 중요한 기회이다.

키움증권, 미래에셋증권, 한국금융지주를 추천한다. 상승장에서는 자본을 활용한 레버리지 사업이 유리하다. 세 회사는 리테일 부문에서 적극적으로 영업하고 있으며 발행어음·IMA 신규사업 관련 실사도 마쳤다. 키움증권, 미래에셋증권의 경우 상법·세법개정안에 따른 주주환원 확대도 기대 가능하다. 기존 밸류업 정책 고도화에 의지를 보이고 있다.

I. 독주(獨走) 체제

2025년 주식시장 활황으로 증권사들 실적과 밸류에이션 수준이 확대되며 동시에 기저 부담도 상승하였다. 2026년에도 실적 추가 상향, 주주환원 확대로 인해 증권주 성장은 지속될 전망이다. 국내·해외주식 거래대금이 동시에 늘어나고 있으며, 대기자금인 예탁금도 86조원으로 역대 최대 수준이다. 리테일 시장 내 경쟁이 치열해진 만큼 비즈니스 난이도는 높아졌지만 그에 걸맞은 준비도 하고 있다.

II. 금융상품 라인업 확대

다시 한 번 금융상품에 주목할 시점이다. 과거에는 MTS 개편, 수수료율 인하 등을 통해 직접투자 수요 확보에 노력했다면, 지금은 펀드, 랩, ELS 등 상품판매를 늘려가며 간접투자 수요를 끌어들이고 있다. 특히 발행어음 및 IMA 신규 사업자 발표를 앞두고 있는데, 브랜드 파워 강화 및 은행으로부터의 머니무브를 기대할 수 있는 주요 상품이다. 또한 증권사가 직접 상품을 운용하여 트레이딩 수익에도 기여 가능하다.

증권/STO: 내년에도 주식투자 하시죠?

III. 조각투자 유통 플랫폼 출격

금융위원회는 자본시장법 시행령 및 규정 개정을 통해 조각투자 발행(2025.05) 및 유통 플랫폼(2025.09) 제도화를 완료하였다. 조각투자 증권의 유통 플랫폼 운영을 위해 증권사, 거래소 등으로 이루어진 총 3개 컨소시엄이 예비인가 신청을 완료하였다. 신규 인가는 최대 2개로 제한할 계획이다. 다만 기존에 투자계약증권 형태로 발행되던 미술품, 한우의 흥행이 예상 대비 저조하여 운영이 얼마 남지 않은 바 상품 다양성 및 거래 활성화에 대한 고민이 필요한 시점이다.

IV. 투자유망종목

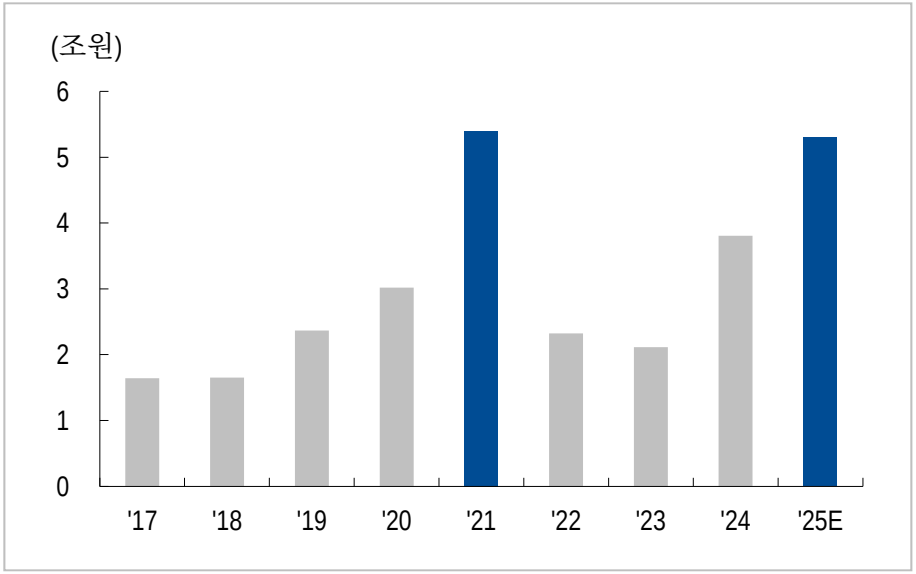
증권사 전반의 수혜가 이어지나 그중 전 수익원에서 고르게 경쟁력을 갖춘 대형사 키움증권, 미래에셋증권, 한국금융지주를 추천한다. 키움증권은 차후 주주환원 내 배당비중 확대를 계획하며 성장주 포지션뿐만 아니라 배당주 특징도 겸비할 예정이다. 미래에셋증권은 상법개정안에 따른 기보유 자사주 1.1억주 소각이 기대된다. 한국금융지주는 밸류업에는 소극적이나 압도적으로 높은 ROE 창출 능력을 보유하고 있어 PBR 0.9배는 저평가 상태라 판단한다.



높아진 기저, 뛰어넘을 수 있는 이유

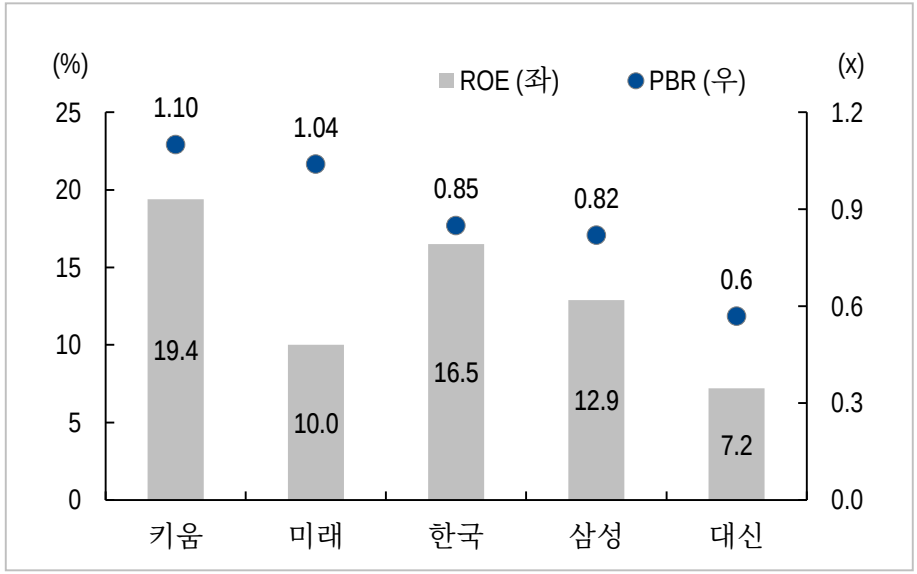
- 2025년 주식시장 활황으로 증권사들 실적과 밸류에이션 수준 확대. 동시에 기저 부담도 상승. **2026년은 구조적 성장 혹은 고평가 논란 기로에 놓인 상황이지만 추가적인 실적 상향, 주주환원 확대를 바탕으로 증권주의 성장 지속될 전망**
- 1) 실적: 리테일 중심의 성장 예상. 낮은 금리 수준 및 정부의 강도 높은 부동산 규제로 인해 시중자금이 증시로 몰리는 머니무브 지속. 증권사들은 단순 주식중개뿐만 아니라 다양한 금융상품 판매까지 준비하는 등 고객 락인을 위해 노력
- 2) 주주환원: 상법 및 세법개정안 구체화에 따른 증권사들의 기보유 자사주 소각 혹은 배당성향 확대 기대

커버리지 5사 합산 지배순이익 전망



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

커버리지 5사 PBR, ROE 추이

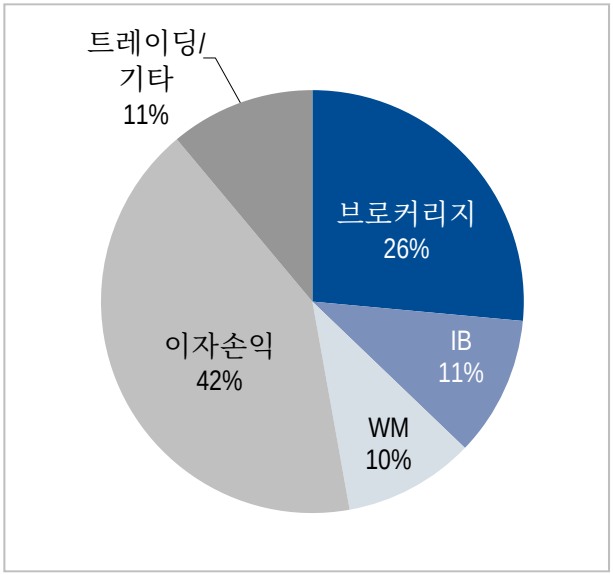


주: 2025년 11월 7일 종가 기준
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

비즈니스 난이도 上

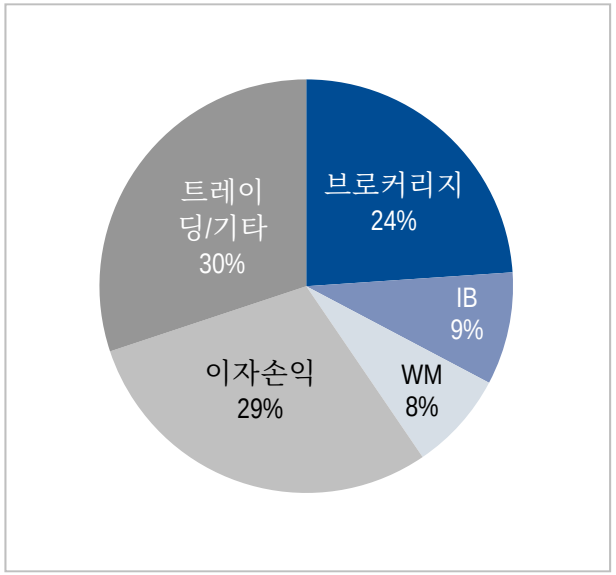
- 2026년에도 주식시장 활황이 지속되며 브로커리지, 트레이딩/기타 부문 등 증시 연동 수익원 비중 확대될 전망
- 과거 2018년에도 유사한 모습을 보였지만 현재는 트레이딩/기타 비중도 함께 상승. **그만큼 주식/채권 운용자산 규모 및 비시가성자산 평가액이 증가했다는 뜻.** 1) 프랍 트레이딩에 뛰어난 인력을 보유하고 있거나 2) 계열사로 엑셀러레이터, VC, 자산운용사 등을 보유한 사업자가 사실상 실적을 차별화할 수 있는 부문
- IB 부문 비중은 점차 축소. 이전 대비 IPO 시장 활성화가 지연되고 있으며 부동산 PF도 안전한 딜 위주로 참여하고 있기 때문

2018년 증권사 수익원 비중



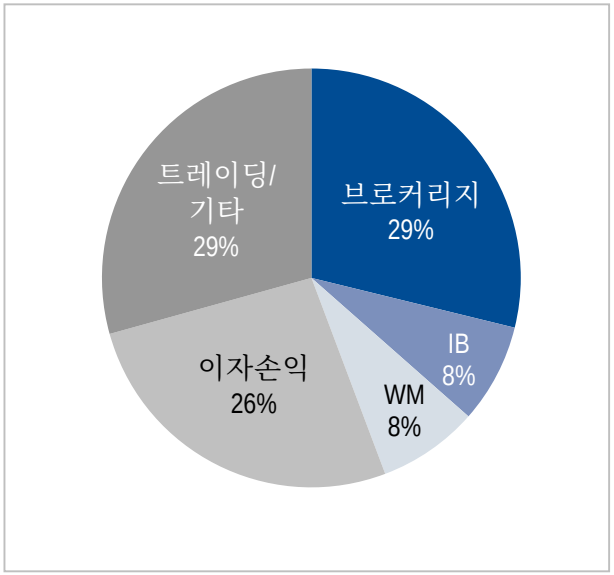
주: 커버리지 5사 합산
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

2024년 증권사 수익원 비중



주: 커버리지 5사 합산
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

2026년 증권사 수익원 비중 전망

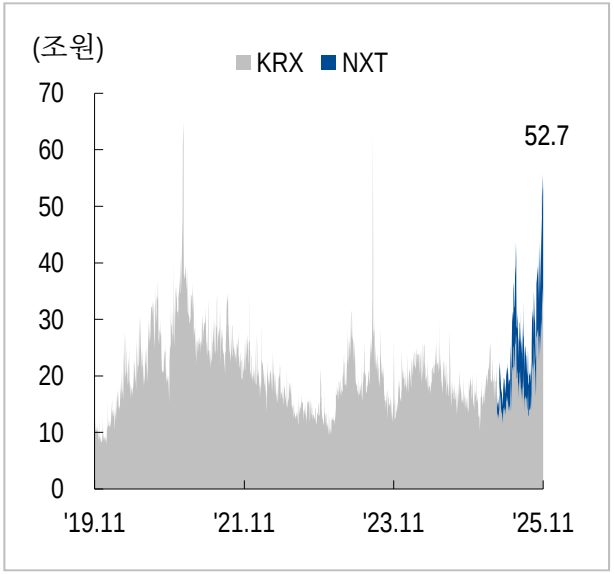


주: 커버리지 5사 합산
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

국내주식 투자, 해외주식 투자 모두 확대

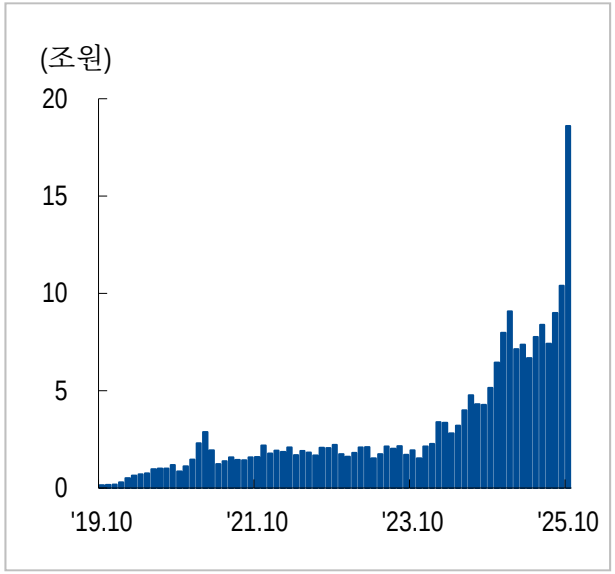
- 국내 및 해외주식 일평균 거래대금이 동시에 늘어나는 모습. 과거에는 시장 간 투자자들의 이동이 있었지만 이제는 양쪽의 규모가 모두 확대
- 투자자들의 증시에 대한 관심은 역대 최대 수준. 주식거래 활동계좌는 9,480만좌, 예탁금은 86조원을 상회. 이론적으로 예탁금 만큼 주식시장 추가 자금 유입 기대 가능. 이는 원화 기준이며 외화로 환전한 자금까지 합산 시 규모는 더욱 확대
- KRX는 대체거래소 NXT 견제를 위해 한시적(2025.12.15~2026.2.13) 수수료율 인하를 발표하였으며, 한때 거래시간 연장도 고려. 또한 연초에 주식투자를 많이 하는 '1월 효과'를 고려할 때 적어도 2026년 상반기에도 주식투자 열풍은 지속될 전망

국내주식 일평균 거래대금 추이



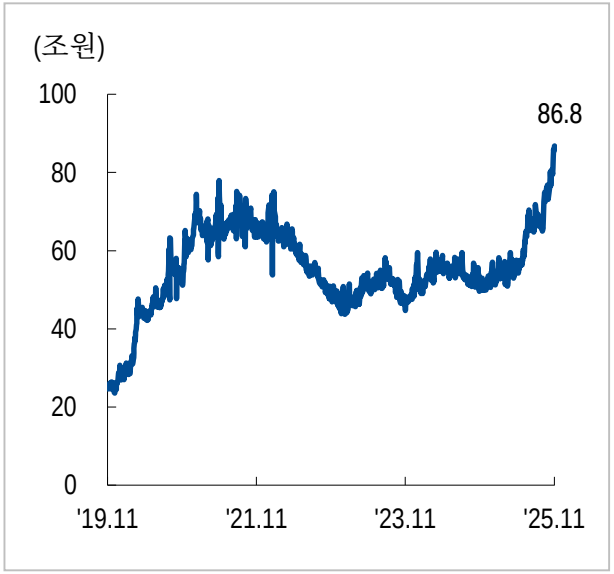
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

해외주식 일평균 거래대금 추이



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

예탁금 추이

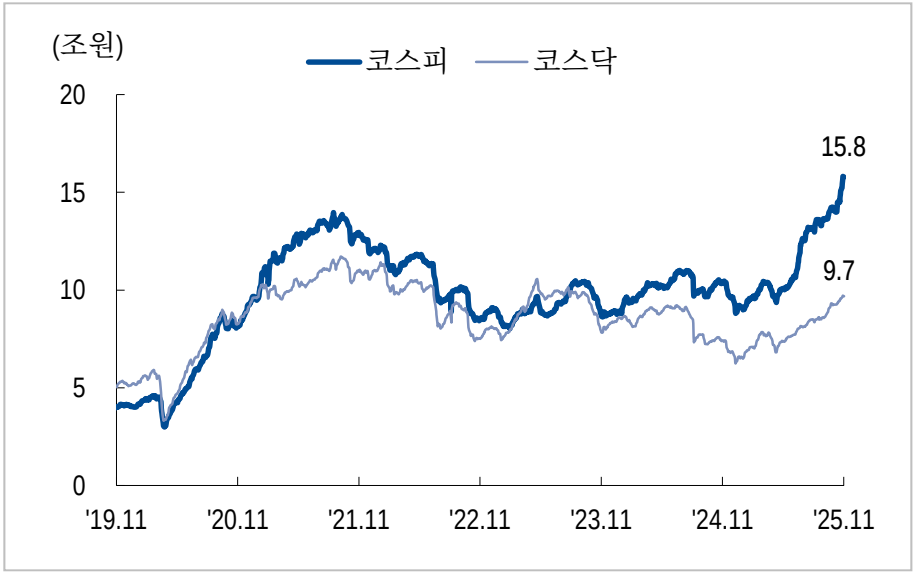


자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

신용거래 한도 확보 필요

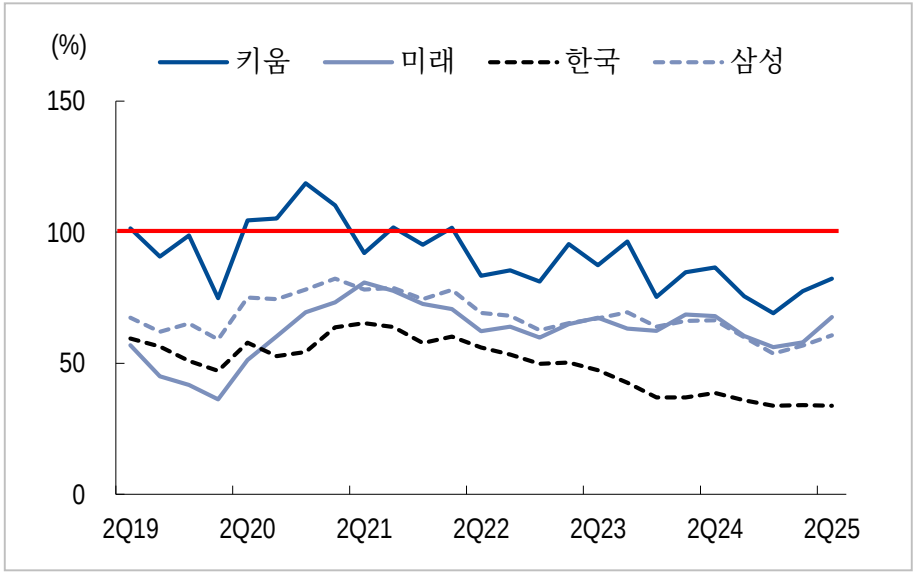
- 주식 신용거래 수요도 덩달아 증가하며 아직 신용 한도까지는 여유가 있는 증권사의 추가적인 이자수익 확대 가능할 전망
- 주식매매 수수료는 브로커리지 수익으로 인식되며, 연 8~9%에 달하는 높은 신용거래 이자율은 이자수익에 기여. 2025년은 코스피 지수 상승이 뚜렷하였기에 2026년은 코스닥 지수 및 관련 신용잔고 상승 기대. 여전히 코스닥 신용잔고는 전고점보다 낮은 수준
- 참고로 증권사는 자기자본의 100%까지 국내주식 신용거래 제공 가능. 해외주식은 법적으로 불가. 일부 증권사들은 한도가 얼마 남지 않은 가운데 자기자본 확대 혹은 수익성 높은 고객 선별 등의 노력 필요

코스피 및 코스닥 신용잔고 추이



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

커버리지 5사 신용잔고/자기자본 추이



자료: FISIS, NH투자증권 리서치본부

다시 한 번 금융상품 주목

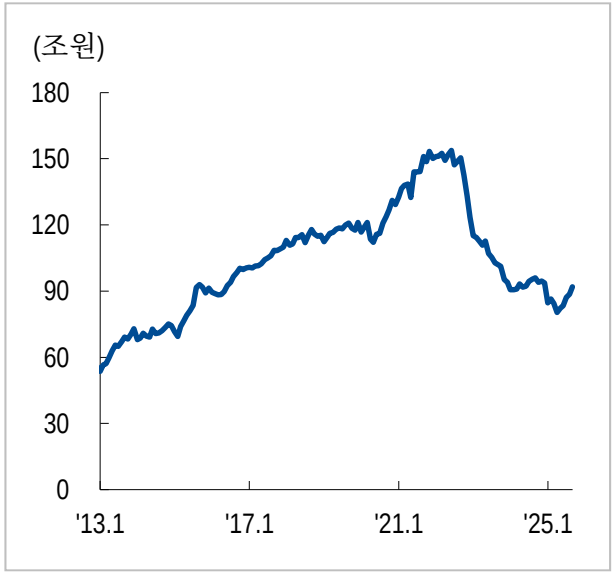
- 2025년 주식 매매에 따른 수수료 확대가 두드러졌다면, 2026년에는 금융상품 판매에 따른 WM 수수료 확대 기대
- 코로나19 시점부터 젊은층을 중심으로 직접투자 비중이 높아졌음에도 불구하고, 이번 상승장에서 펀드, 랩, ELS 등 금융상품 판매 증가. 이는 주식투자에 익숙하지 않은 고객층까지 유입되고 있음을 방증
- 랩어카운트의 경우 목표전환형 상품이 성공적으로 상환을 이어가고 있으며, PB들의 역량이 돋보이는 구간. ELS도 과거 홍콩H지수 폭락으로 판매가 저조하였으나, 보수적인 영업 기조를 지닌 삼성증권도 2025년부터 매 분기 잔고를 늘려가는 중

주식형 펀드 설정액 및 평가액



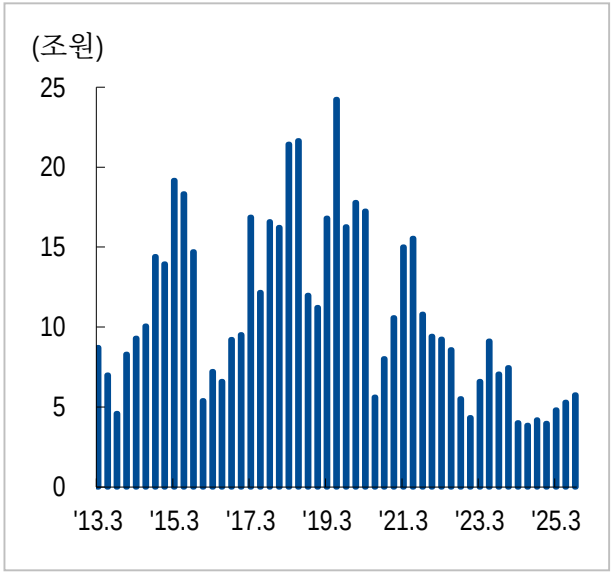
자료: 금융투자협회, NH투자증권 리서치본부

랩어카운트 평가액



자료: 금융투자협회, NH투자증권 리서치본부

ELS 발행금액



자료: 금융투자협회, NH투자증권 리서치본부

발행어음·IMA를 통한 자금 조달

- 2025년 내 발행어음 및 IMA 신규 인가 결과 발표할 것으로 예상. 1) 삼성증권, 키움증권, 메리츠증권, 신한투자증권, 하나증권은 발행어음, 2) 한국투자증권, 미래에셋증권, NH투자증권은 IMA에 도전. 차기 인가 신청 가능 시기는 2027년 2분기로 가급적 연내 통과를 목표
- IMA는 발행어음과 달리 원금보장 + 초과수익을 지급해야 해서 증권사 입장에서 단기 수익성은 높지 않지만, 은행 예적금 수요를 흡수할 수 있는 상품. 발행어음보다 더 많은 고객 유입이 가능할 전망이며 초반에는 기존 발행어음 수요를 잠식하지 않도록 조절 필요
- 부동산 투자 비중이 높았던 증권사의 경우 일부 자산 매각, 자기자본 확대, 혹은 IMA 인가를 통한 레버리지 추가 확보 등의 방안 필요

*** 발행어음: 별도 자기자본 4조원 이상부터 신청 가능, 자기자본의 2배까지 발행. IMA: 별도 자기자본 8조원 이상부터 신청 가능, 자기자본의 1배까지 발행**

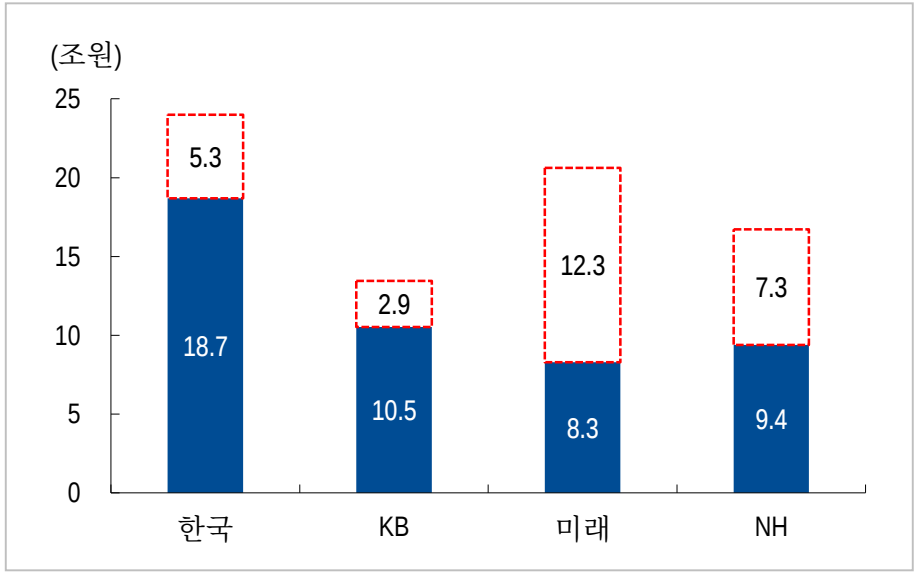
발행어음 및 IMA 운용규제 개선



주: 모험자본은 중소·벤처기업, VC, 신기사, P-CBO 매입, A등급 이하 채무증권(대기업 계열사 제외), 중견기업, 상생결제, 코스닥벤처펀드, 하이일드펀드, 소부장펀드, 모태펀드 투자 등 관련 자금공급 의미

자료: 금융위원회, NH투자증권 리서치본부

현재 발행어음 운용사 잔고 및 한도



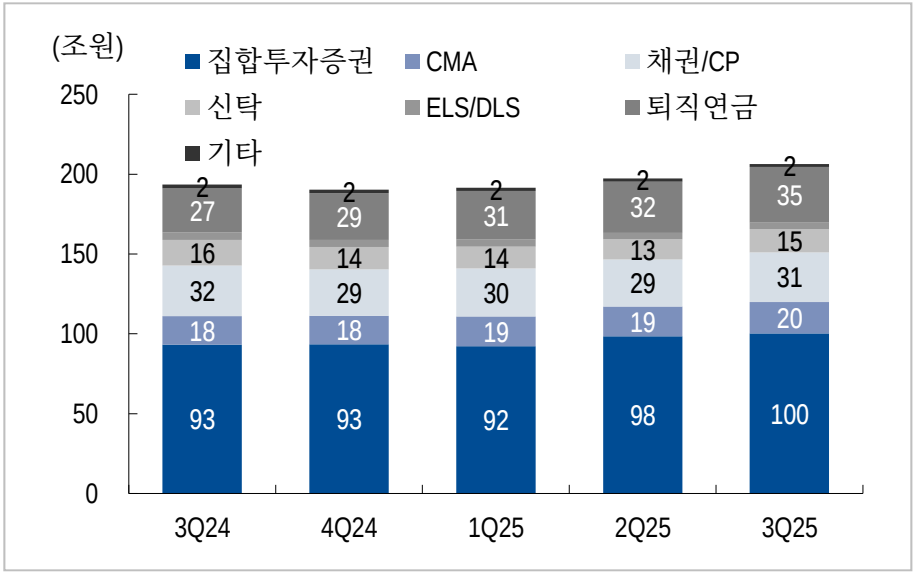
주: 한국투자증권, 미래에셋증권, NH투자증권은 3Q25 기준, KB증권은 2Q25 기준

자료: FISIS, NH투자증권 리서치본부

상품 운용능력의 중요성 확대

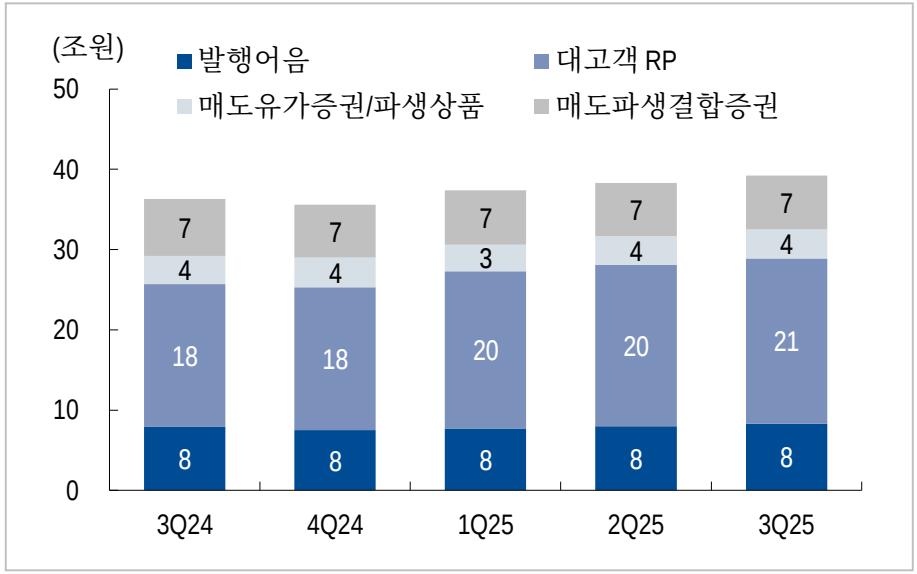
- 증권사는 판매한 금융상품 중 RP, ELS/DLS, 발행어음 등의 운용을 통해 트레이딩 수익 확보
- 운용 고객자산 규모는 미래에셋증권 39.1조원(발행어음 8.3조원 포함), 삼성증권 18.0조원, 키움증권 16.4조원 등 상이. 사실상 발행어음 및 IMA 인가 획득은 신규 운용수단 추가 효과를 의미. 발행어음은 1%대 마진을 창출하고 있는데 IMA 수익성은 이보다는 낮을 것으로 예상
- 변경된 운용규제(2028년까지 총자산에서 수신자금의 25%에 해당하는 금액을 모험자본으로 구성)는 정부정책 기조에 따라 증권사의 모험자본 투자 역할 강조. 난이도가 높아진 만큼 빠른 시일 내 노하우 확보 필요

미래에셋증권 고객 금융상품 잔고



자료: 미래에셋증권, NH투자증권 리서치본부

미래에셋증권 (별도) 운용 고객자산

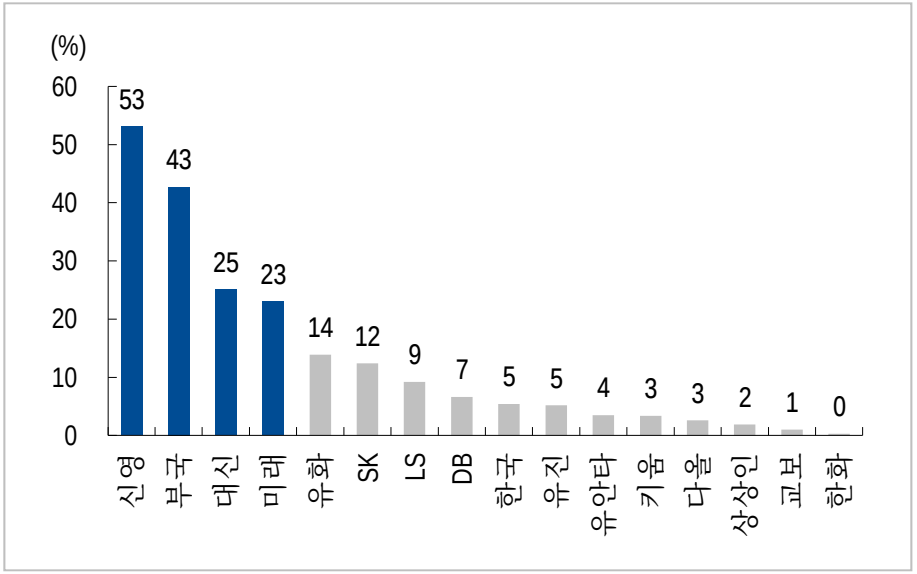


자료: 미래에셋증권, NH투자증권 리서치본부

상법 및 세법개정안 추진에 따른 주주환원 상향 기대

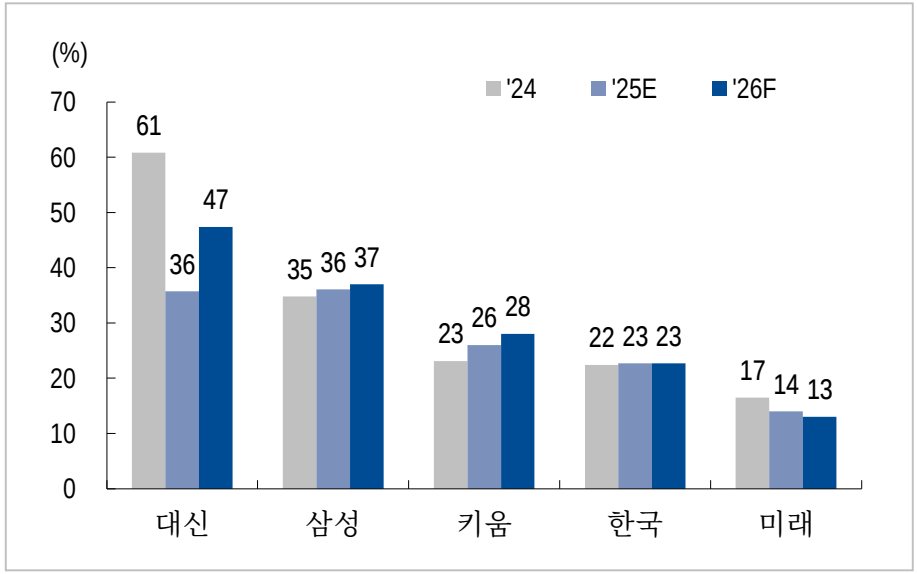
- 대형 증권사의 연간 목표 주주환원율은 30~35%대이며 점진적 상향을 목표. 금융지주 대비 낮은 수준이지만 시장 내 큰 불만은 없음
- 3차 상법개정안 추진에 따라 기보유 자사주를 소각하게 될 경우 자사주 비율이 높은 신영증권(53%), 부국증권(43%), 대신증권(25%), 미래에셋증권(23%)에 주목. 그중 안정적인 실적까지 뒷받침되는 증권사는 미래에셋증권
- 현재 논의 중인 세법개정안은 1) 배당성향이 40% 이상이거나 2) 배당성향이 25% 이상이면서 직전 3년 평균 대비 배당이 5% 증가한 경우 배당소득 분리과세를 적용하겠다는 입장. 주요 증권사들은 요건에 맞춰 목표 배당성향 등을 조절할 것으로 예상

주요 증권사 자사주 비중



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

커버리지 5사 연결 기준 배당성향

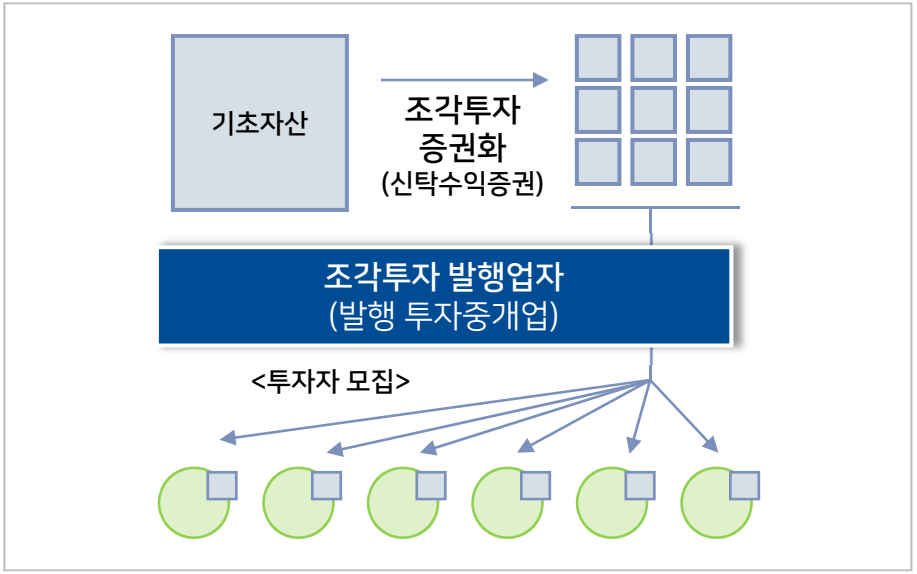


자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

조각투자 발행 및 유통 플랫폼 제도화 완료

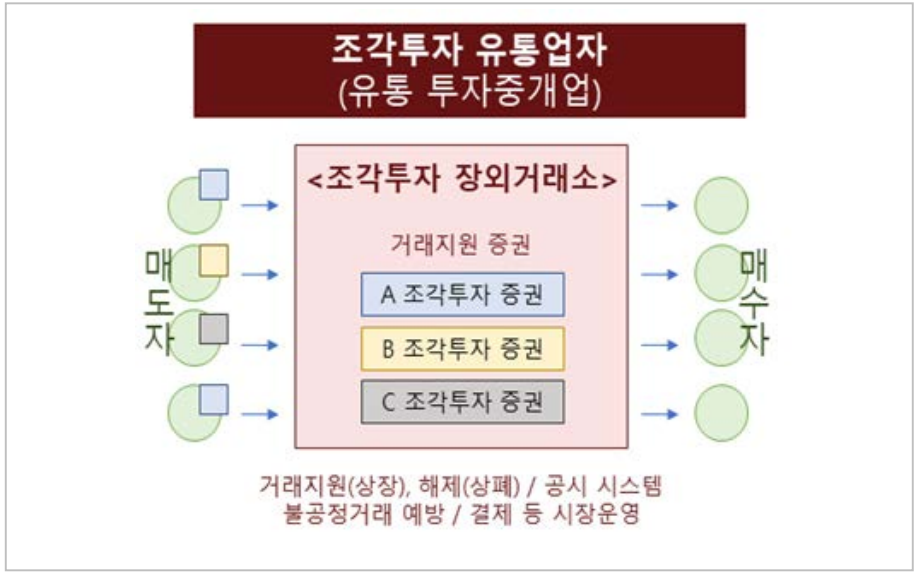
- 금융위원회는 자본시장법 시행령 및 규정 개정을 통해 조각투자 발행(2025.05) 및 유통 플랫폼(2025.09) 제도화 완료
- 그동안 샌드박스를 통해서만 카사, 루센트블록, 펀블, 뮤직카우 등이 비금전신탁 수익증권을 발행해왔는데, 향후 다수의 조각투자 상품 신청이 가능해진 바 일반투자자의 대체투자 접근성 개선될 것으로 예상
- 참고로 블록체인을 활용하는 토큰증권과 조각투자 상품 구분 필요. 토큰증권의 발행은 혁신금융서비스 대상이 아니며 전자증권법 개정 필요. 이미 제도권에 들어선 조각투자 상품은 전자증권으로 발행될 것

조각투자 발행중개업



자료: 금융위원회, NH투자증권 리서치본부

조각투자 유통중개업



자료: 금융위원회, NH투자증권 리서치본부

신규 유통플랫폼 인가는 최대 2개로 제한

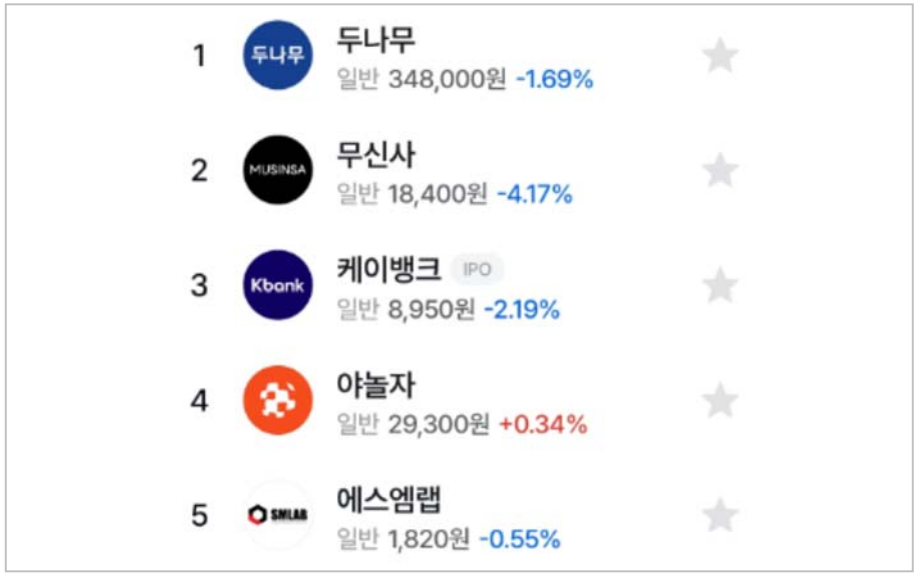
- 금융위원회는 조각투자 증권의 장외거래소(유통 플랫폼) 운영을 위해 예비인가 신청서 접수. **조각투자 시장은 아직 초기 단계로 규모가 크지 않고, 시장 유동성 분산 우려로 인해 신규 인가는 최대 2개로 제한할 계획**
- (가칭)KDX, 루센트블록, (가칭)NXT컨소시엄 등 총 3개 컨소시엄 예비인가 신청 접수 완료. 2025년 내 예비인가 의결을 목표하고 있으며 2026~2027년 영업 개시 전망. 심사 시 1) 컨소시엄, 2) 중소기업특화 증권사, 3) 신속한 서비스 개시 역량 3가지 항목에 가점 부여할 예정
- 유통 플랫폼은 기존 MTS를 활용하는 형태가 아닌 '증권플러스'와 같은 별도 앱으로 예상

조각투자 장외거래소(유통플랫폼) 예비인가 신청 현황

상호명	최대주주 및 주요주주(10% 이상) 구성 현황
(가칭) KDX	- (최대주주) 키움증권, 교보생명, 카카오페이증권 [공동]
루센트블록	- (최대주주) 허OO - (주요주주) 한국사우스폴벤처투자펀드3호
(가칭) NXT컨소시엄	- (최대주주) 넥스트레이드

주: 5% 이상 주주: [KDX] 흥국증권, 한국거래소 / [루센트블록] 하나비욘드파이낸스 / [NXT컨소시엄] 신한투자증권, 뮤직카우, 아이앤에프컨설팅, 하나증권, 한양증권, 유진투자증권
자료: 금융위원회, NH투자증권 리서치본부

증권플러스 예시



자료: 증권플러스, NH투자증권 리서치본부

투자계약증권은 미술품과 한우 위주로 발행

- 조각투자는 크게 신탁수익증권과 투자계약증권 형태로 구분. 그동안 미술품, 한우가 투자계약증권 형태로 발행. 다만 기대와 달리 회차를 거듭할수록 시장의 주목도는 크지 않았고 예상 대비 활성화 지연
- 금융당국의 높은 심사 기준, 증권신고서 제출 절차 등이 있기 때문. 향후에도 이를 충족할 수 있는 사업자는 많지 않을 것으로 예상. 또한 투자금 회수가 불투명하며 환급성이 낮은 단점이 있어 모회사가 부재한 스타트업들은 사업을 이어가기 쉽지 않을 것
- 조각투자 증권 장외거래소 운영이 얼마 남지 않은 시점에서 상품 다양성 및 거래 활성화에 대한 고민 필요

투게더아트의 미술품 투자계약증권 발행 사례

증권신고서 제출일	공모 작품	공모금액	청약률
1호: 2023.12.1	Yayoi Kusama의 Pumpkin	11.82억원	**95.4%**
2호: 2024.2.29	조지 콘도의 The Horizon of Insanity	10.28억원	**85.0%**
3호: 2024.4.4	조지 콘도의 Untitled	10.28억원	**65.4%**
4호: 2024.6.19	요시토모 나라의 'The Pond Girl'	8.67억원	**75.4%**
5호: 2024.10.02	이우환의 'With Winds'	11.78억원	**91.7%**
6호: 2024.11.13	니콜라스파티의 'Landscape'	22.95억원	**46.6%**
7호: 2024.12.20	이우환의 'Dialogue'	9.50억원	**58.4%**
8호: 2025.10.22	유영국의 'Work'	6.60억원	-

자료: Dart, NH투자증권 리서치본부

스탁키퍼의 한우 투자계약증권 발행 사례

증권신고서 제출일	공모 한우 송아지	공모 금액	청약률
1호: 2024.2.20	50두 / 40두	4.3억원 / 4.3억원	208%
2호: 2024.8.21	44두 / 44두 / 43두	3.8억원 / 3.8억원 / 3.7억원	-
3호: 2024.12.1	48두 / 48두	4.2억원 / 4.2억원	84% / 100% 이상
4호: 2025.3.10	50두 / 50두	4.4억원 / 4.4억원	110% / -
5호: 2025.5.8	38두 / 38두	3.3억원 / 3.3억원 3.2억원 / 3.2억원	-
6호: 2025.10.10	45두 / 45두	4.1억원 / 4.2억원	-

자료: Dart, NH투자증권 리서치본부

투자유망종목 1: 키움증권(039490.KS) - 목표주가 380,000원

- 적어도 1Q26까지는 실적 기저부담이 없기 때문에 주가 우상향 흐름 기대. 동시에 주주환원 강화를 위한 계획도 수립 중
- 최근 코스피 장세가 지속되며 시장 점유율 하락. 다만 이는 향후 코스닥 시장 반등 시 해결 가능한 문제이며, 브로커리지에 비즈니스가 집중된 대형사업자는 키움이 유일하기에 투자심리에는 큰 영향 없을 것으로 판단. 리테일 강화를 위한 적립식 투자서비스, MTS 간편모드 제공 중이며 커뮤니티도 준비. 발행어음 실사도 마무리되어 신규사업자 인가 시 내년부터 판매할 예정
- 3개년 주주환원책 발표를 앞두고 있는데 환원율 내 자사주보다 배당의 비중을 높일 계획. 배당소득 분리과세 이슈도 염두에 두고 있기 때문

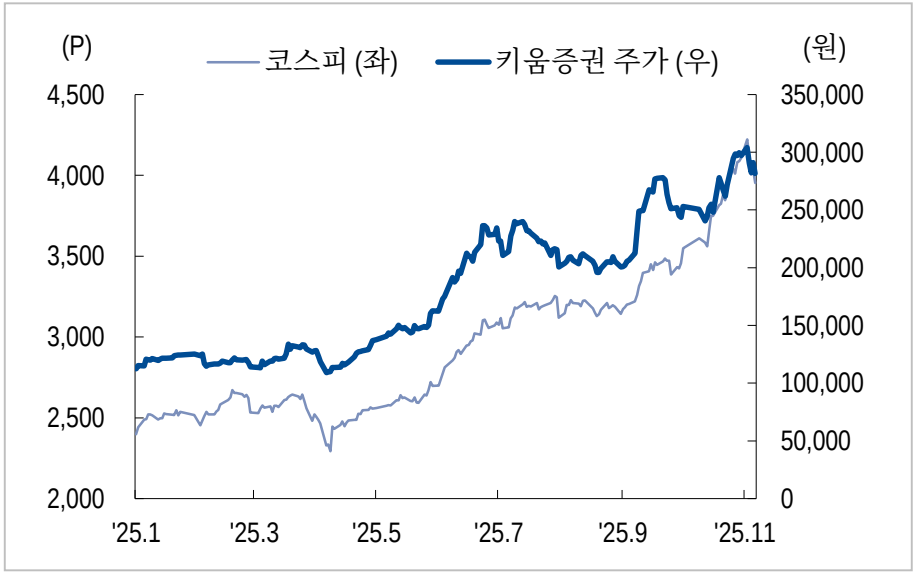
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
순영업수익	1,846	2,343	2,355	2,445
판매관리비	748	826	934	997
영업이익	1,098	1,517	1,421	1,451
세전이익	1,092	1,603	1,625	1,656
지배순이익	835	1,193	1,202	1,227
EPS (원)	31,008	45,040	45,546	46,492
BPS (원)	210,068	256,728	296,623	336,525
PER (배)	3.7	6.1	5.4	5.3
PBR (배)	0.6	1.1	0.9	0.8
배당성향 (%)	23.1	26.0	28.0	29.5
ROE (%)	16.0	19.4	16.7	15.2

현재가(11/7, 원)	281,500	외국인지분율	28.7%
시가총액(십억원)	7,450.8	배당수익률('25E)	4.3%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

코스피 지수와 키움증권 주가 추이



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

투자유망종목 2: 미래에셋증권(006800.KS) - 목표주가 32,000원

- 국내외 브로커리지 점유율 상위권으로 거래대금 수혜 및 자사주 23% 보유와 관련한 상법개정안 모멘텀 지속될 전망
- 단기로는 IMA 신규 인가 여부에 주목. 실사 완료하였으며 1%대 마진 목표. 정부의 모험자본 활성화 정책 기조에 따라 다양한 상품구성 선보일 예정. 단순 고객 확보뿐만 아니라 지금과 같은 상승장에서 발행어음과 IMA 자금을 통한 운용수익 확대도 기대
- 중장기로는 해외투자자산 및 글로벌 법인 실적확대 기대. 이머징 시장이 회복세를 보이는 가운데 경영진은 언론을 통해 3~4개 빅딜 발표 예고. 가장 최근의 M&A였던 인도 증권사 쉐어칸 인수도 성공적인 딜로 평가받았기에 글로벌 투자회사를 지향하는 기조 지속될 것

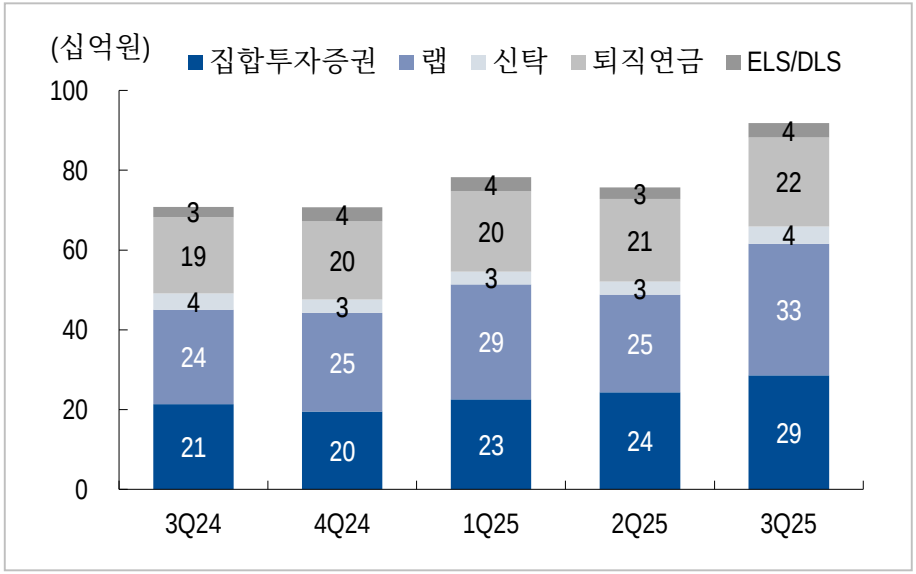
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
순영업수익	2,835	3,352	3,482	3,766
판매관리비	1,676	1,970	1,785	1,905
영업이익	1,159	1,381	1,697	1,861
세전이익	1,184	1,645	1,776	1,940
지배순이익	889	1,249	1,316	1,439
EPS (원)	1,493	2,136	2,286	2,570
BPS (원)	20,606	22,234	24,869	27,887
PER (배)	5.4	10.8	10.1	9.0
PBR (배)	0.4	1.0	0.9	0.8
배당성향 (%)	16.5	14.0	13.0	11.5
ROE (%)	7.7	10.0	9.7	9.7

현재가(11/7, 원)	23,100	외국인지분율	11.6%
시가총액(십억원)	13,174.3	배당수익률('25E)	1.3%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

미래에셋증권 금융상품판매 수수료수익



자료: 미래에셋증권, NH투자증권 리서치본부

투자유망종목 3: 한국금융지주(071050.KS) - 목표주가 250,000원

- 자본조달을 통한 성장 및 ROE 개선능력은 독보적. 주주환원에 적극적이지 않아도 현 밸류에이션은 저평가 되어있다고 판단
- 다양한 상품소싱 → 양호한 운용능력에 따른 수익률 제고 → 신규 고객유입의 선순환 사이클 고착. 연금 영업도 본격화할 계획으로 리테일 강화 기조 뚜렷. 또한 시장 호조에 따른 주식운용, 보유자산 평가이익 확대로 호실적을 기록 중이며 이 추세는 당분간 이어질 것
- IMA 신규 인가 시, 이론적으로 발행어음과 IMA를 합산하여 총 36조원의 자금조달 가능하며 현재 18.7조원을 발행어음을 통해 조달. 추가 레버리지를 통해 타사와의 펀더멘털 격차 확대해갈 것. 과거 발행어음 1호 사업자로 계열사를 활용한 마케팅 및 운용 노하우 보유

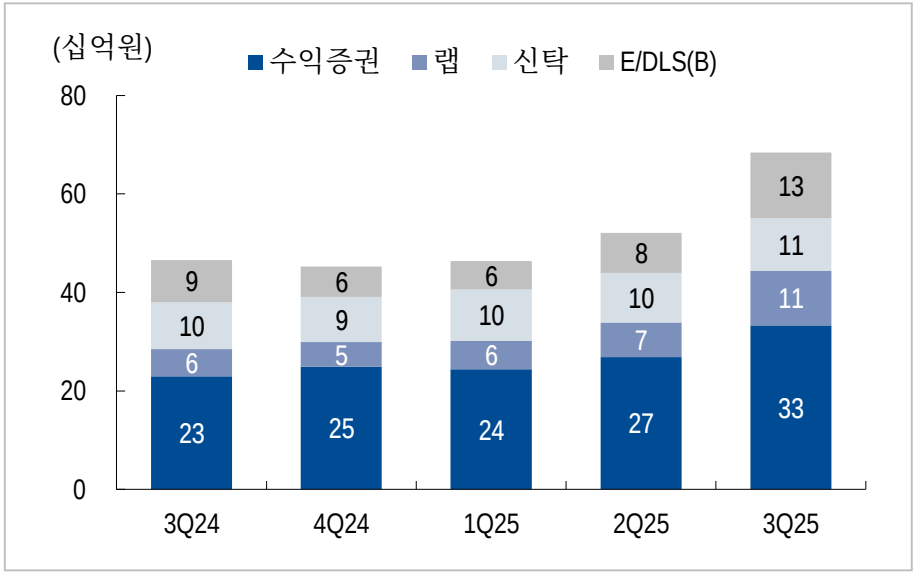
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
순영업수익	2,635	3,866	4,114	4,277
판매관리비	1,435	1,549	1,834	1,854
영업이익	1,200	2,317	2,280	2,422
세전이익	1,399	2,609	2,360	2,502
지배순이익	1,040	1,924	1,760	1,866
EPS (원)	17,805	32,948	30,143	31,957
BPS (원)	165,262	209,008	232,313	257,123
PER (배)	4.0	5.2	5.6	5.3
PBR (배)	0.4	0.8	0.7	0.7
배당성향 (%)	22.4	20.4	23.2	23.5
ROE (%)	11.5	17.6	13.7	13.1

현재가(11/11, 원)	169,800	외국인지분율	36.7%
시가총액(십억원)	9,462.3	배당수익률('25E)	3.9%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

한국투자증권 금융상품판매 수수료 수익



자료: 한국금융지주, NH투자증권 리서치본부

2026년 산업전망

미드스몰캡

미운 오리가 백조로 거듭날 2026년

백준기 (미드/스몰캡)
손세훈 (미드/스몰캡)
오세범 (비상장)
강경근 (미드/스몰캡)
심의섭 (미드/스몰캡)

미드스몰캡

미운 오리가 백조로 거듭날 2026년

I. 2026년 중소형주의 아웃퍼폼을 기대

II. 투자유망종목

Analyst: 백준기

Tel 02)768-7647 | e-mail jack.baek@nhsec.com

Analyst: 손세훈

Tel 02) 768-7971 | e-mail midas.sohn@nhsec.com

Analyst: 강경근

Tel 02) 2229-6487 | E-mail kyoeongkeun.kang@nhsec.com

Analyst: 심의섭

Tel 02) 2229-6036 | e-mail esshim@nhsec.com

미드스몰캡: 미운 오리가 백조로 거듭날 2026년

2024년에 이어 2025년에도 코스닥 지수는 코스피 지수를 크게 하회했다. 그러나 2025년 하반기부터 기준금리 인하 및 정책 완화가 본격화될 전망이며, 성장주 비중이 높은 코스닥 시장을 감안했을 때 2026년에는 중소형주 위주의 장세가 펼쳐질 것으로 판단한다. 특히 IT소부장 등 코스닥을 구성하는 주요 성장주는 2025년 하반기부터 수주와 실적 가시성이 높아질 전망이다.

결국 2026년은 1) 성장 섹터(AI, 로봇 등)의 성장률 상승, 2) 밸류업 확대, 3) 유동성에 기반한 낙수효과라는 3단계 순환이 나타나는 해가 될 것이다. 2025년이 대형주 쏠림에 따른 중소형주 소외 구간이었다면, 2026년은 상대적 밸류에이션 매력이 높아지고 이익이 증가하는 본격적인 턴어라운드 국면이 기대된다. IT소부장/AI/로봇/서브컬처 등 구조적 성장 테마와 이익 가시성 높은 중소형 밸류업 가치주가 시장의 중심으로 이동할 것이다. 이에 당사 미드스몰캡팀이 추천하는 2026년 유망 종목은 다음과 같다.

투자유망종목 : 신성에스티, 인텍플러스, 에스투더블유, 한라캐스트

차선호주 : 한중엔시에스, 코스텍시스, 아바코, 한글과컴퓨터, KG케미칼, 비츠로셀, 애니플러스, SAMG엔터

I. IT소부장

IT소부장(반도체, 2차전지, 디스플레이 등) 업종은 업황 개선과 실적 사이클 진입이 예상된다. 지난 3년간 국내 대기업 고객사들의 투자 위축으로 장비 및 소재 공급망 전반이 위축됐지만, AI 투자 확산, 반도체 증설 등 구조적 수요가 부각되며 설비투자 사이클의 회복 국면으로의 전환이 예상된다. 동시에 국내 중소형 IT소부장 기업들은 고객 다변화와 기술 내재화를 통해 밸류체인을 넓히고 있다. 2026년 IT소부장 기업들의 실적 턴어라운드 본격화에 따른 밸류에이션 리레이팅이 기대된다.

II. AI

2026년은 AI가 산업 구조를 근본적으로 재편하는 전환점이 될 전망이다. 2025년 인프라 확충과 투자가 활발했다면, 2026년에는 AI가 본격적으로 실제 수익 창출과 생산성 향상으로 연결되는 시기가 될 것이다. 특히 AI 반도체와 데이터센터, 또한 Physical AI를 비롯한 산업용 로봇과 자동화에서 AI 내재화 흐름이 가속화될 것이다. 국내 AI 기업들은 빠른 의사결정과 우수한 IT 제조 역량이 장점이다. 이에 AI 하드웨어, 생산 공정, 보안, AI SaaS 등 분야에서 경쟁 우위를 확보할 것으로 판단한다.

미드스몰캡: 미운 오리가 백조로 거듭날 2026년

III. 로봇

로봇 산업은 AI의 궁극적 방향인 Physical AI 투자 확대에 따른 본격적인 시장 확대가 전망된다. 제조, 물류, 서비스 전반에서 상용화 속도는 가속화될 것이다. 인건비를 대체하는 생산비 절감, AI 비전 기술 고도화에 힘입어 실제 수주와 매출 증가가 본격화될 것으로 판단한다. 국내 로봇 기업들도 핵심부품 내재화를 통해 밸류체인 내 경쟁력을 확보하고 있는 한편, 해외 Top Tier 로봇 제조사들의 수주가 기대되는 중소형 유망주들에 대한 관심이 필요할 것이다.

IV. 밸류업

코스피 4000시대에는 본격적으로 밸류업이 강조될 것으로 예상된다. 밸류업은 단순히 주가 부양이 아니라 기업 구조 효율화, 지배구조 개선, 주주환원 강화를 통한 지속 가능한 성장 동력 확보를 목표로 한다는 점에서 의미가 있다. 정부의 밸류업 프로그램이 본격화되면서 기업들은 자사주 매입 및 소각, 배당 확대, 비핵심 자산 매각, 사업 포트폴리오 재편 등을 통해 밸류체인을 정비하고 있다. 특히 여전히 저평가가 심한 중소형주 중심으로 NAV(순자산가치) 대비 저평가 해소가 빠르게 진행될 가능성이 높다고 판단한다.

V. 서브컬처

서브컬처 산업은 타 테마에 비해서는 아직까지 크게 부각되지 않은 상태다. 향후 팬덤 기반 직접 소비는 문화콘텐츠 소비의 주류로 자리잡으며 콘텐츠 산업의 새로운 성장축 역할을 할 전망이다. 최근 웹툰, 버추얼 유튜버, 굿즈 산업이 팬덤 경제를 기반으로 고성장하고 있다. 또한 글로벌 IP 유통망의 확장으로 수익 모델이 다변화될 것이다. 코스닥 내 서브컬처 기업들은 캐릭터, IP, 이벤트, 커머스 등 고수익 구조를 갖추고 있으며 경기와 무관한 구조적 성장을 기대할 수 있다.

VI. 투자유망종목

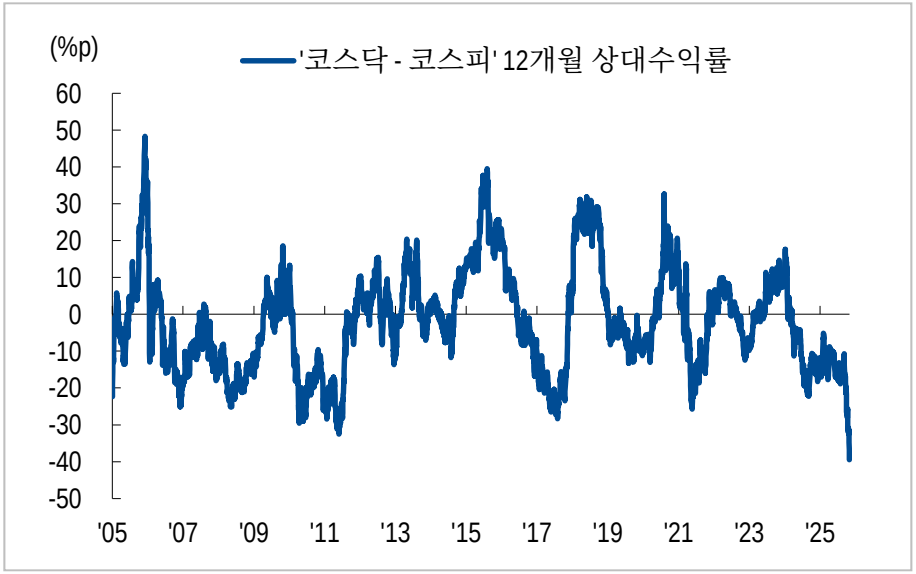
IT 소부장에서 신성에스티, 인텍플러스, 한중엔시에스, 코스텍시스, 아바코를 추천하며, AI에서 에스투더블유, 한글과컴퓨터를, 로봇에서 한라캐스트를, 밸류업에서는 KG케미칼, 비츠로셀을, 서브컬처 산업에서는 애니플러스와 SAMG엔터를 추천한다.

미드스몰캡 최우선 관심 분야로는 IT소부장과 AI/로봇 산업을 제시하며, 투자유망종목으로는 AI 데이터센터 전력 수요 확대와 북미 ESS 수혜가 기대되는 신성에스티, 반도체 주요 고객사 투자 확대가 기대되는 인텍플러스, AIaaS 비중이 높고 수출 가능한 솔루션을 확보한 에스투더블유, 글로벌AI 자동차 기업으로 휴머노이드 관련 부품 수주 확대가 기대되는 한라캐스트를 선정했다.

수익률 격차 축소 관점에서 중소형주에 주목 필요

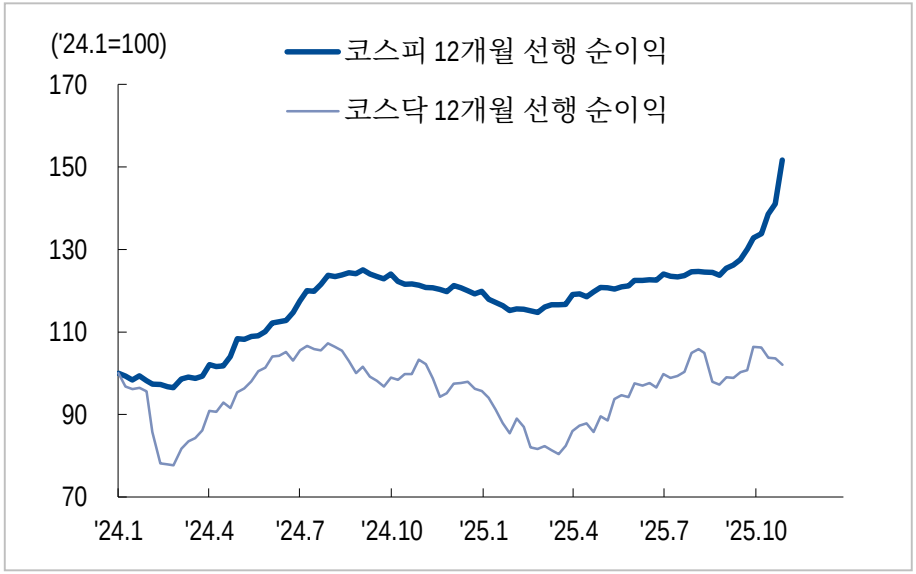
- 2025년 코스닥 지수는 코스피 지수를 40%p 언더퍼폼 중. 2005년 이후 현재까지 20년래 상대수익률 격차 가장 큰 상황
- 코스피 지수를 20%p 언더퍼폼 한 사례는 총 5번 발생. 이 중 4번은 1년 만에 코스닥-코스피 상대수익률이 플러스(+)로 전환. 전환까지 가지 못한 경우에도 +10%p 수준의 성과 개선이 나타남
- 2026년에는 수익률 격차 축소 관점에서 코스닥 지수가 코스피 지수를 아웃퍼폼할 가능성이 높다고 판단
- 코스닥 실적 전망치는 아직 코스피 실적 전망치를 따라오지는 못한 상태이나 점진적으로 회복 예상

코스닥-코스피 상대수익률, 평균에 수렴하는 반등 과정



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

코스피, 코스닥 선행 순이익 추이

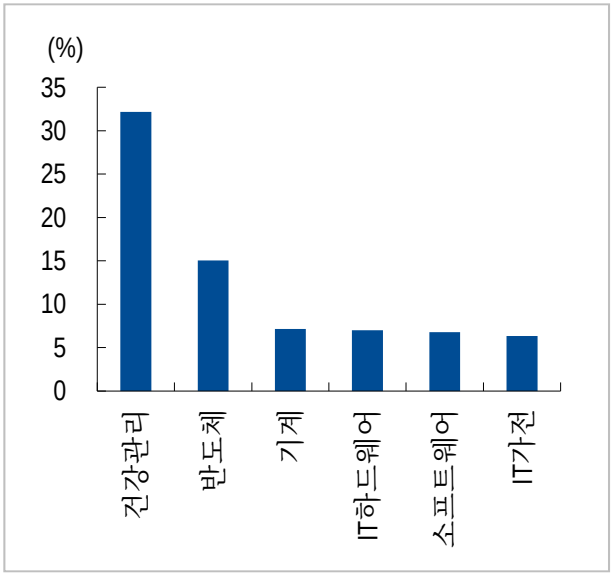


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

2026년 성장주에 우호적인 환경 조성될 것

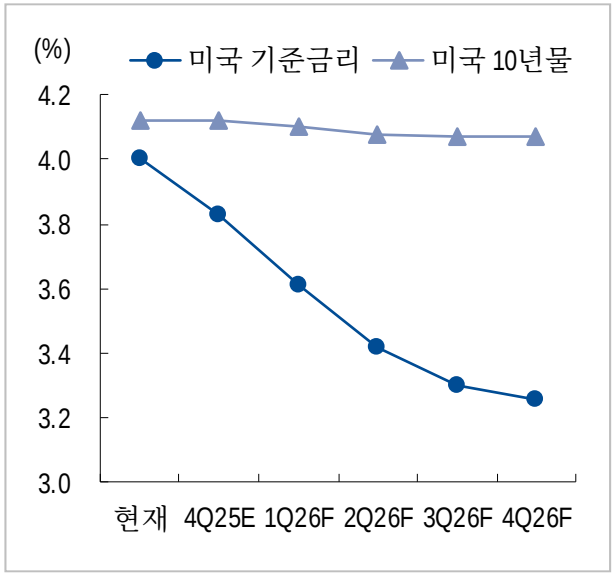
- 코스닥은 성장주 비중이 높은 시장. 따라서 글로벌 경제/금융 환경이 성장주에 우호적일 때 더 좋은 성과를 기대할 수 있음
- 2025년 하반기부터 미국과 한국 모두 기준금리 인하 사이클이 진행될 전망. 이에 따른 성장주 수혜 기대
- 2025년 중소형 신성장 기업들이 자금 조달에 나서고 있음. 이는 단기적으로는 주주가치를 저해하는 요인이나, 조달한 자금이 실제로 투자 성과로 연결되면 긍정적인 요인으로 전환
- 시기적으로 성장성 있는 중소형주를 포트폴리오에 추가하기에 적절할 것으로 판단

성장주 시총 비중이 높은 코스닥 시장



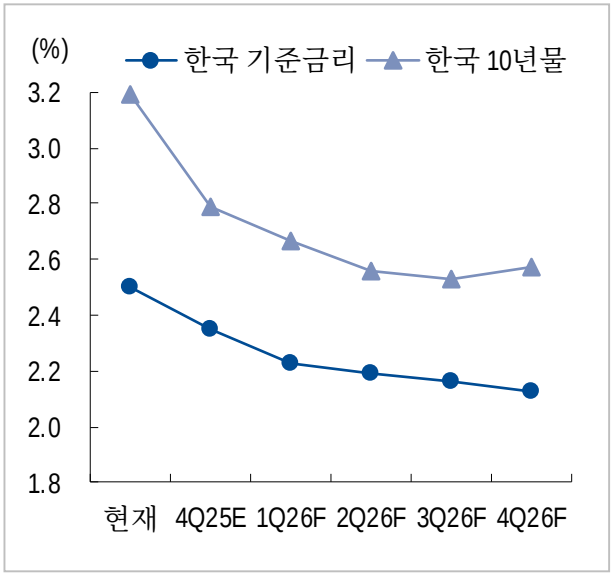
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

2026년 미국 금리 하락 전망



주: Bloomberg Consensus 기준
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

2026년 한국 금리 하락 전망



주: Bloomberg Consensus 기준
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

미드스몰캡

투자유망종목 1: 신성에스티(416180.KQ)

- EV/ESS용 셀과 모듈 사이 전류를 연결하는 전도체인 배터리 버스바(Busbar), 배터리 모듈 케이스, 열관리 부품, ESS 통합 솔루션 등 생산
- 핵심 고객사인 LG에너지솔루션의 북미 ESS 사업 확대로 수혜 전망. 고객사 물량 대응을 위해 미국 켄터키주에 생산시설 구축. LG에너지솔루션으로부터 1.1조원 규모의 북미 ESS 물량(버스바+히트탱크, 5년간) 수주
- 8월 버스바 공급에 이어 11월 히트싱크 생산 예정. 북미 법인 매출은 2025년 약 100억원에서 2026년 1,200억원, 2027년 1,900억원으로 성장 전망. 이에, ESS 매출 비중 2024년 20.1%에서 2026년 60.4%, 2027년 68.2%으로 상승할 것
- 북미 ESS 공급 물량이 본격적으로 반영되는 2026년부터 가파른 실적 성장 기대. AI 데이터센터 수요 증가가 폭발적이며 고객사 벤더 중 유일하게 북미 생산 법인을 구축했다는 점을 감안하면, 실적 추정치 상향 가능성 높음

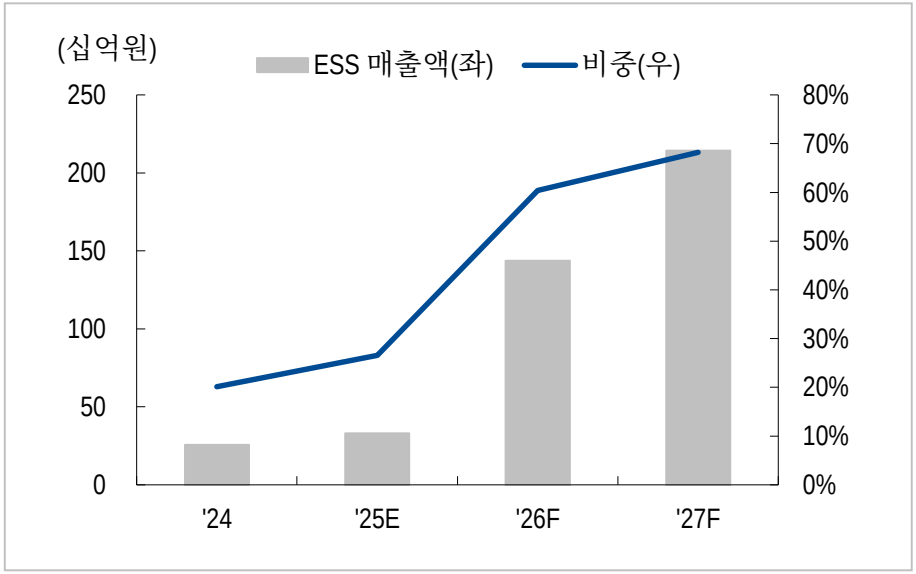
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	127.0	124.0	238.0	314.3
영업이익	8.8	6.2	14.8	22.3
영업이익률 (%)	*6.9*	*5.0*	*6.2*	*7.1*
EBITDA	13.3	11.8	21.7	30.8
순이익	7.1	4.6	12.2	18.0
지배지분 순이익	7.1	4.6	12.2	18.0
EPS (원)	786	509	1,347	1,992
PER (배)	36.4	78.9	29.8	20.2
PBR (배)	2.5	3.4	3.1	2.8
ROE (%)	7.1	4.4	11.0	14.5
Net Debt(-Cash)	3.4	3.1	4.9	4.2

현재가(11/7, 원)	40,200	외국인지분율	5.7%
시가총액(십억원)	363.4	배당수익률('25E)	0.5%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

ESS 매출 및 매출 비중 추이



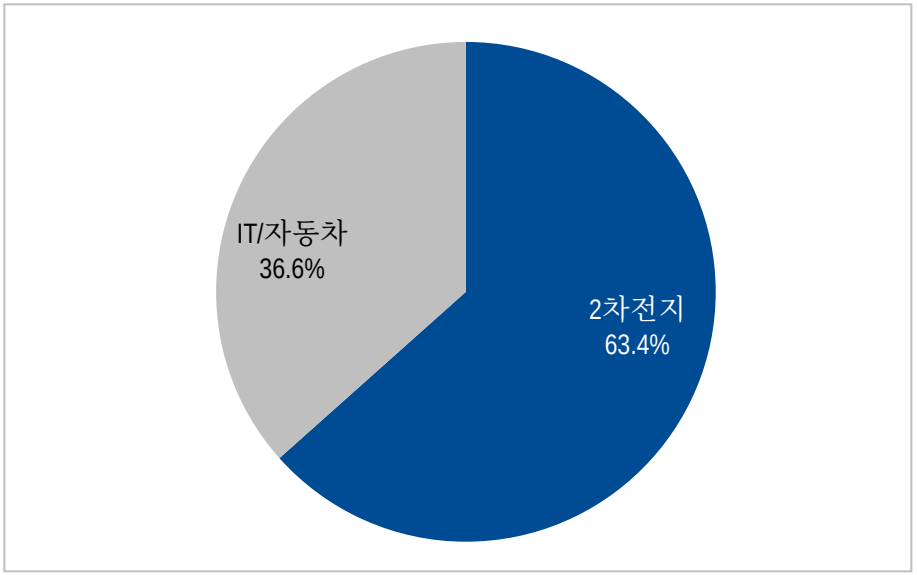
자료: 신성에스티, NH투자증권 리서치본부 전망

미드스몰캡

EV/ESS 2차전지 부품 전문 기업

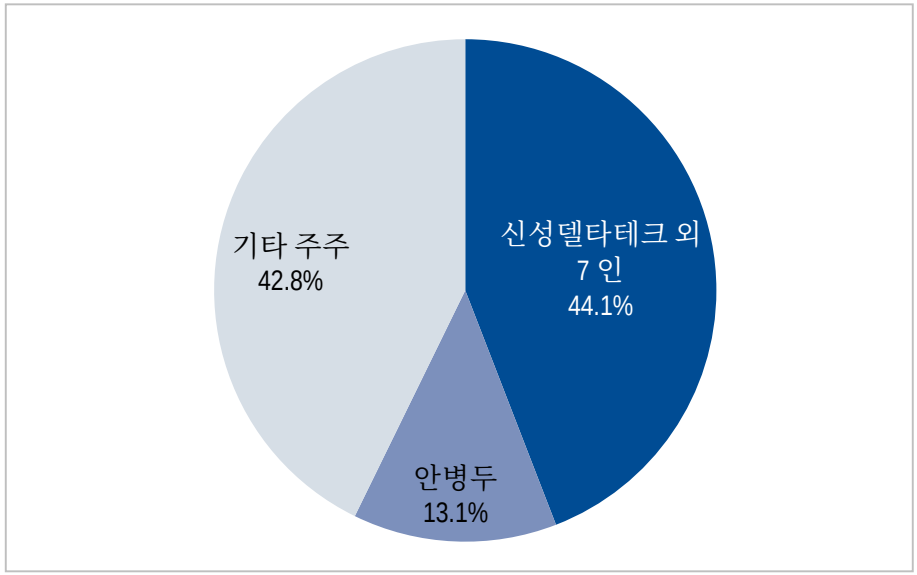
- 신성에스티는 EV(전기차) 및 ESS(에너지저장장치)용 2차전지 부품 전문 기업
- 배터리 버스바와 배터리 모듈 케이스를 주력으로 생산하며 전장부품 및 카메라모듈 등 IT/자동차 부품도 제조
- 한국을 비롯해 중국(남경), 베트남, 폴란드, 미국(켄터키) 등에 생산 법인 보유
- 2025년 반기 기준 매출 비중은 2차전지 63.4%, IT 부품 36.6%로 구성. 최대주주는 신성델타테크(지분율 25.47%)로 최대주주 및 특수관계인 지분율은 45.29%

사업 부문별 매출 비중(2025년 상반기 기준)



자료: 신성에스티, NH투자증권 리서치본부

주주 구성(2025년 상반기 기준)



자료: 신성에스티, NH투자증권 리서치본부

주요 제품 포트폴리오

- 주요 제품은 배터리 버스바, 배터리 모듈 케이스, 열관리 부품, ESS 통합 솔루션 등
- 배터리 버스바는 전기차 배터리팩과 ESS 배터리 시스템 내에서 개별 셀과 모듈 사이 전류를 연결하는 도체 부품. 배터리 모듈 케이스는 EV/ESS 모듈을 외부 충격과 진동으로부터 보호하는 금속 프레임 케이스
- 열관리 부품(히트싱크)은 배터리 운영 중 발생하는 열을 관리하기 위한 수랭식 냉각판으로 배터리 셀의 온도 상승을 억제하고 열을 분산. ESS 통합 솔루션은 LFP(리튬인산철) 기반 배터리 모듈, BMS, 냉각장치 등을 하나의 이동형 또는 고정형 컨테이너에 통합한 ESS 완제품
- 2013년 LG에너지솔루션 벤더 등록에 이어 2022년 SK온, 2023년 폭스바겐, 2024년 스텔란티스, 테슬라 등으로 고객사 확대

주요 제품 포트폴리오 및 고객사



자료: 신성에스티, NH투자증권 리서치본부

미드스몰캡

핵심 고객사의 북미 ESS 사업 확대에 따른 수혜 기대

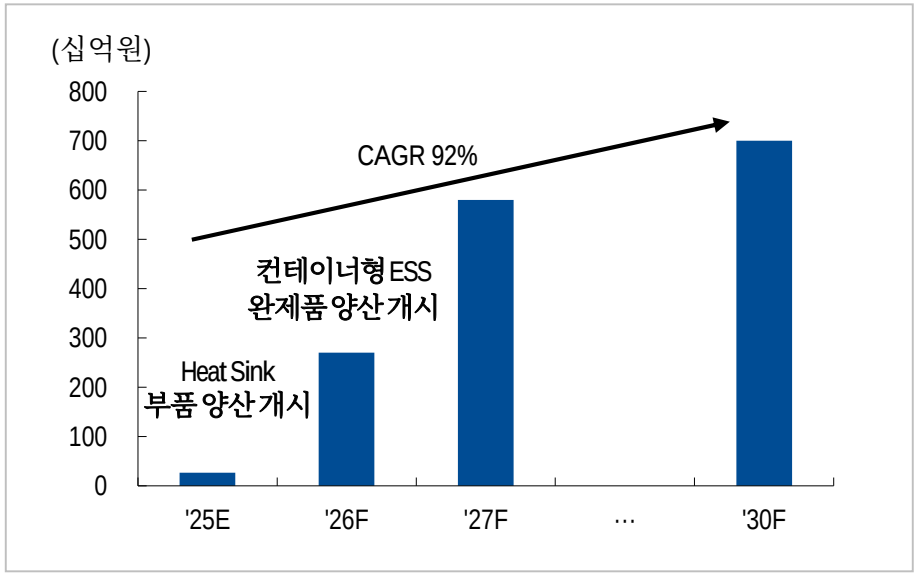
- 핵심 고객사인 LG에너지솔루션의 북미 ESS사업 확대. AI 데이터센터 전력 수요 급증과 정부 정책이 맞물리며 북미 ESS 설치량은 2024년 58GW에서 2025년 84GWh(+43.8% y-y), 2026년 117GWh(+39.7% y-y), 2027년 158GWh(+34.4% y-y)까지 증가할 전망
- 동사는 LG에너지솔루션의 북미 현지 생산물량에 대응하기 위해 미국 켄터키주에 생산시설 구축. LG에너지솔루션으로부터 1.1조원 규모의 북미 ESS 물량(버스바+히트탱크, 5년간) 수주. 2025년 8월 버스바 공급을 시작하였으며, 11월부터 히트싱크 생산 예정
- 북미 법인 매출로 2025년 약 100억원 수준을 인식할 것으로 예상되며 2026년 1,200억원, 2027년 1,900억원으로 가파른 성장 예상. 이에, ESS 매출 비중 2024년 20.1%에서 2026년 60.4%, 2027년 68.2%으로 상승
- 고객사 벤더 중 유일하게 북미 생산 법인을 갖추었기에 향후 추가 CAPA 증설에 따른 매출 추정치 상향 가능

북미 켄터키주에 생산 시설 구축



자료: 신성에스티, NH투자증권 리서치본부

북미 법인 예상 CAPA



자료: 신성에스티, NH투자증권 리서치본부

미드스몰캡

투자유망종목 2: 인텍플러스(064290.KQ)

- 인텍플러스는 1995년 설립, 2011년 코스닥 시장에 상장한 외관검사장비 제조 전문 기업
- 머신비전 기술을 기반으로 반도체, 디스플레이 및 2차전지 산업 내 다양한 제조사들에게 외관검사장비 공급
- 반도체 패키징 검사 장비 및 기판 검사 장비, 메모리 모듈 검사 장비를 비롯해 OLED 셀 검사 장비, 2차전지 셀 외관검사 장비 등 다양한 제품 포트폴리오를 구축
- 전체 인력 중 약 50%가 R&D 인력으로 구성되어 있으며, 200여 건의 특허를 보유해 높은 기술 진입장벽 및 경쟁력 확보

실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	83.9	87.6	103.5	125.0
영업이익	-15.6	1.0	10.0	25.0
영업이익률 (%)	-18.6	1.2	9.7	20.0
EBITDA	-14.1	2.4	11.3	26.1
순이익	-11.9	-0.8	6.6	18.7
지배지분 순이익	-11.9	-0.8	6.6	18.7
EPS (원)	- 923	- 65	513	1,452
PER (배)	N/A	N/A	25.8	9.1
PBR (배)	2.8	3.8	3.3	2.4
ROE (%)	-23.4	-1.8	13.8	30.8
Net Debt(-Cash)	21.1	34.3	36.0	26.9

현재가(11/7, 원)	13,250	외국인지분율	1.7%
시가총액(십억원)	170.4	배당수익률('25E)	0.0%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

검사장비 사업 분야



자료: 인텍플러스, NH투자증권 리서치본부

반도체 수요 증가와 맞물린 CAPEX 싸이클

- AI를 비롯해 HPC, 서버, 자동차용 등 고성능 반도체 수요가 급증하며 전방 기업들의 설비투자 또한 동반 증가하는 추세. 수요 증가 대응 및 칩의 집적도와 처리 성능을 극대화하고 전력 효율을 높이기 위해 FC-BGA(칩을 뒤집어 기판에 붙이고 하단에 솔더 볼이 배열된 고성능 패키징 기술), CoWoS(칩을 웨이퍼 상태에서 쌓아 여러 칩을 한 기판에 집적하는 3D 패키징 기술) 등의 대면적·대량 입출력 지원이 가능한 첨단 패키징 수요가 증가하고 있으며, 시장 규모 또한 확대되는 추세
- 동사 반도체 검사장비는 칩 제조사향 후공정 패키징 검사장비와 기판 제조사향 Mid-end 기판 검사장비로 구분. 반도체 수요 증가와 첨단 패키징 수요 증가가 맞물리며 글로벌 칩 제조사들의 라인 증설과 더불어 기판 제조사들 또한 대면적 High-End 기판 생산 CAPA 증설 지속 중
- 이에 동사 외관 검사 장비 수주 또한 점차 증가할 것으로 전망. 동사는 FC-BGA 기판 외관검사장비 시장에서 글로벌 점유율 70~80% 차지

인텍플러스 사업 포트폴리오

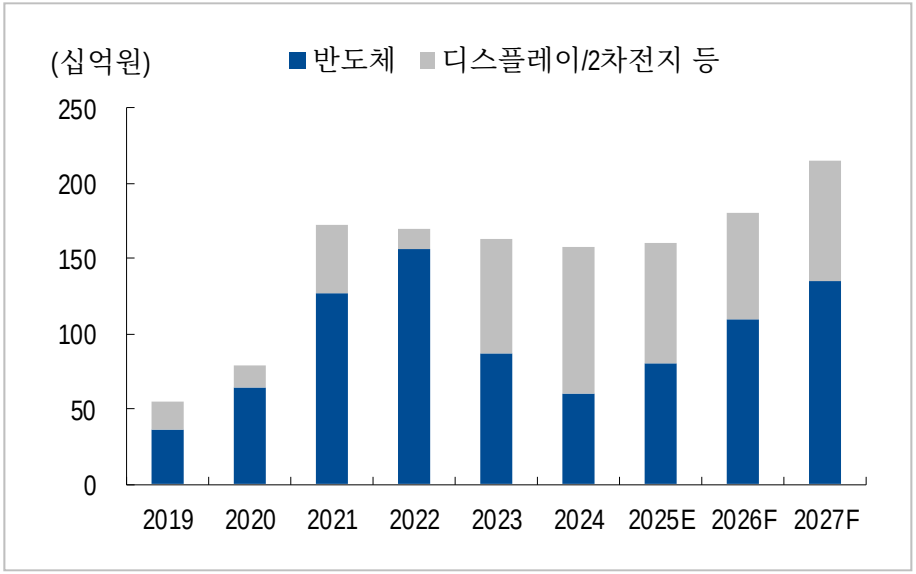


자료: 인텍플러스, NH투자증권 리서치본부

신규 고객사 수주 성과까지 더해지는 중

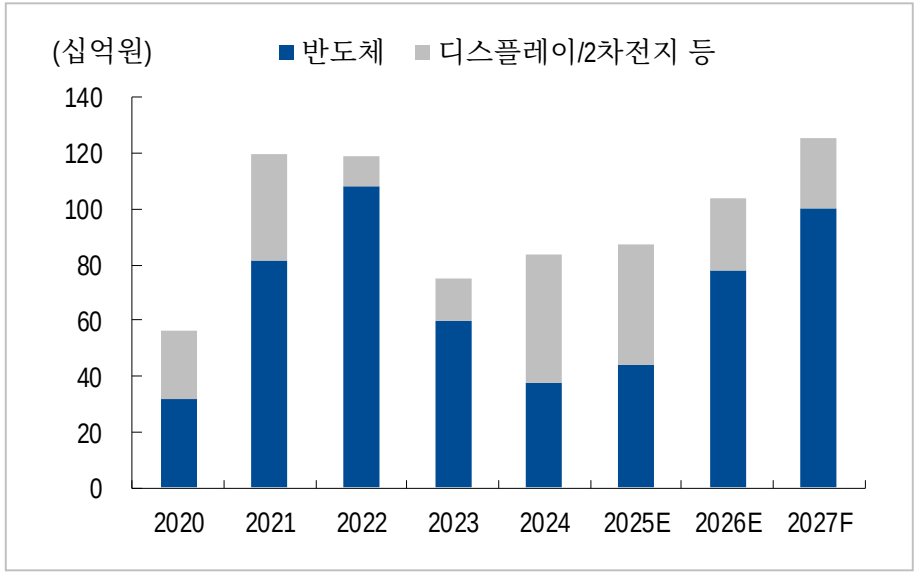
- 신규 고객사 확대 성과 또한 이어지는 중. 국내를 비롯해 중화권, 일본 칩 및 기판 제조사 향으로 외관검사장비를 신규로 수주하였으며, 이에 2026년에는 신규 고객사들의 발주까지 더해지며 본격적인 수주 싸이클이 시작될 것으로 기대
- 이에 동사 반도체향 매출 비중은 2025E 51%에서 2026F 75% 수준으로 확대될 것으로 전망
- 차세대 기판 소재로 지속 화두가 되고 있는 유리기판 또한 시장 개화 시 동사 외관검사장비 수주 성과로 이어질 전망

연간 수주총액 추이 및 전망



자료: 인텍플러스, NH투자증권 리서치본부 전망

사업 부문별 매출액 추이 및 전망

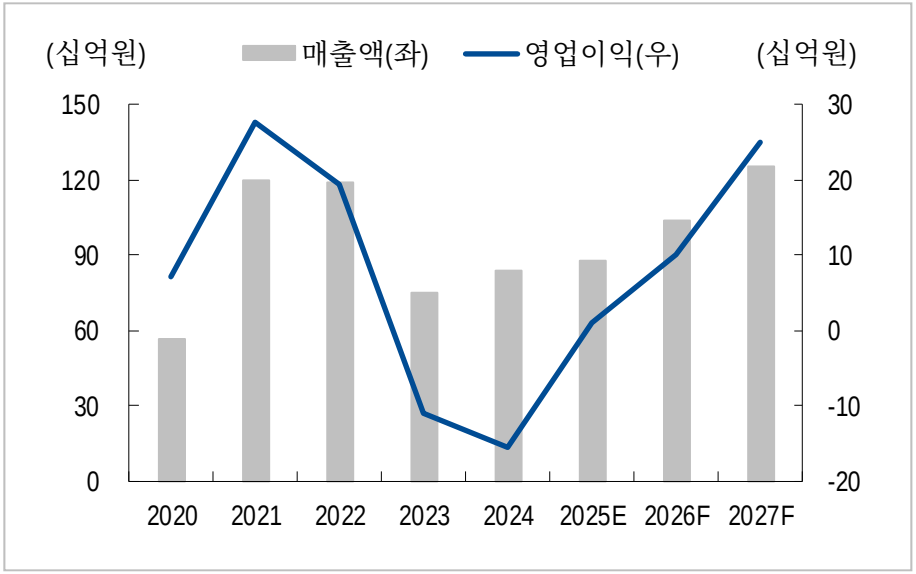


자료: 인텍플러스, NH투자증권 리서치본부 전망

2026년 다시 시작될 수주 싸이클에 주목

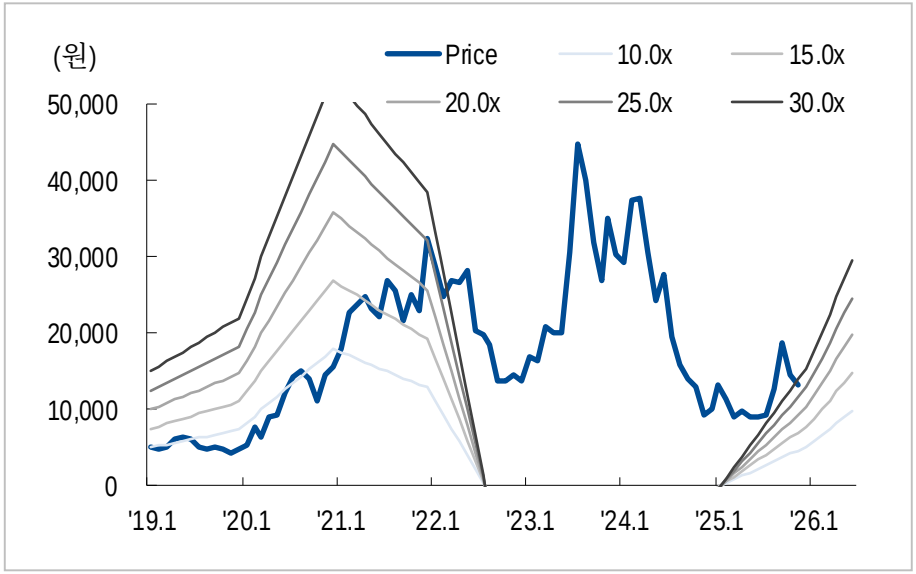
- 동사는 지난 2019년부터 글로벌 시스템반도체 기업향 외관검사장비 독점 공급을 시작하며 가파른 실적 성장을 시현한 바 있음. 이후 반도체 업황 부진과 더불어 글로벌 주요 고객사들의 투자 위축으로 동사 또한 2023년부터 부진한 실적을 기록
- 동사는 2025년 상반기까지 인력 조정을 통해 비용 효율화 작업을 진행하였으며, 2026년부터는 반도체향 매출 비중이 증가하며 수익성 또한 개선될 것으로 전망
- 디스플레이/2차전지향 매출은 하향 안정화 될 것으로 추정되나, 반도체향 수주성과를 중심으로 2027년 최대 실적 경신 전망
- 수주 성과 및 실적 턴어라운드와 더불어 동사 주가 또한 재차 반등할 것으로 기대

매출액, 영업이익 추이 및 전망



자료: 인텍플러스, NH투자증권 리서치본부 전망

12M Fwd PER Band Chart



자료: 인텍플러스, NH투자증권 리서치본부 전망

미드스몰캡

투자유망종목 3: 에스투더블유(488280.KQ)

- 2018년 설립된 빅데이터, AI 기반 보안 인텔리전스 기업. 서상덕 대표를 포함한 다수의 임원들이 KAIST 전기/전자공학 전공 출신. 창업 초기에는 다크웹(익명성이 보장된 인터넷의 숨겨진 영역), 크롤링(자동화된 소프트웨어가 웹사이트를 탐색하며 데이터를 수집) 및 분석 기술을 중심으로 성장했으며, 전 세계에서 가장 많은 다크웹 데이터를 수집·분석한 기업으로 평가받고 있음
- 다크웹에서의 데이터 수집, 정제 경험을 기반으로 가상자산 추적 및 교차분석 기술을 고도화했고, 이후 다크웹뿐 아니라 SNS, 텔레그램, 온/오프체인 블록체인 데이터 등으로 분석 영역을 확장
- 인터폴 등 해외 레퍼런스를 확보했고, 마이크로소프트와 'Security Copilot' 관련 파트너십 계약을 체결하는 등 글로벌 파트너십 확대

실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	9.6	14.2	24.0	39.6
영업이익	-4.5	-1.6	3.9	15.4
영업이익률 (%)	*-46.8*	*-11.1*	*16.2*	*38.8*
EBITDA	-3.5	-0.9	4.1	15.4
순이익	-14.1	-1.5	4.2	15.7
지배지분 순이익	-14.1	-1.5	4.2	15.7
EPS (원)	-	-106	378	1,511
PER (배)	-	N/A	59.7	14.9
PBR (배)	-	8.9	7.7	5.1
ROE (%)	111.8	- 0.6	1.8	6.6
Net Debt(-Cash)	-9.2	-8.3	-12.7	-19.5

현재가(11/7, 원)	22,550	외국인지분율	0.3%
시가총액(십억원)	238.8	배당수익률('25E)	0.0%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

한국 유일의 인터폴 파트너사



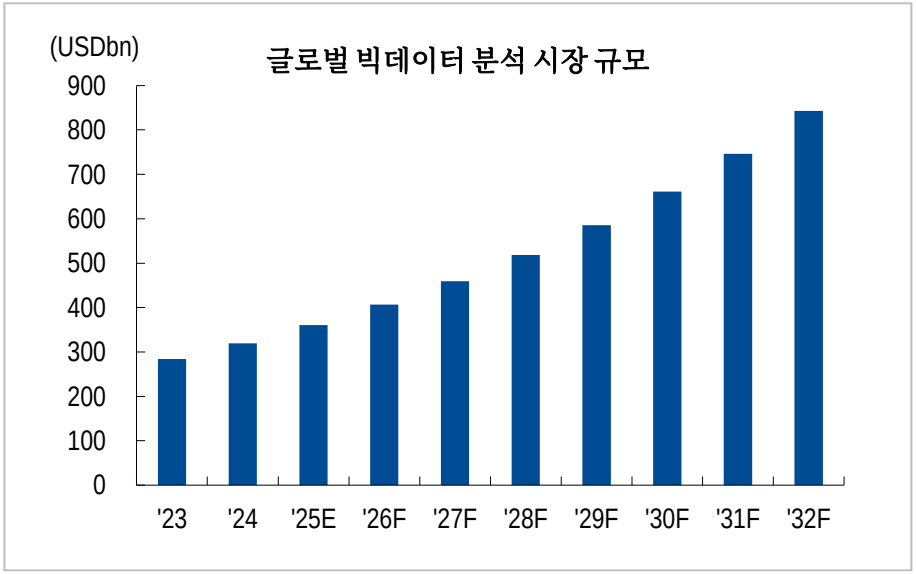
자료: 에스투더블유, NH투자증권 리서치본부

미드스몰캡

다크웹과 블록체인 데이터 분석에 있어 경쟁력 보유

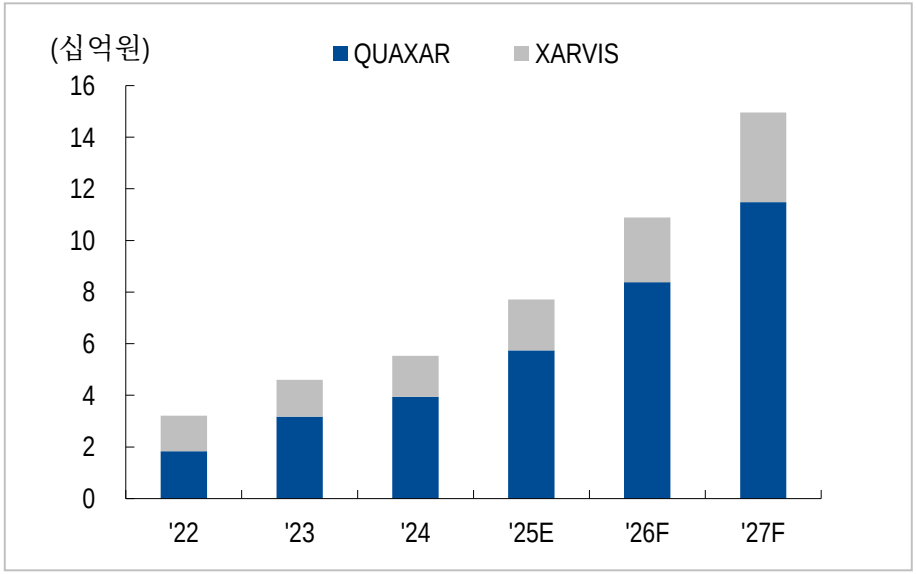
- 세계 수준의 다크웹 대규모 크롤링 및 분석 역량 보유. 온톨로지, 지식그래프로 데이터 연결관계를 구조화(e.g. 다크웹 게시글, 텔레그램, 코인 트랜잭션, SNS 프로필 등). 글로벌 Top-tier 학회(KDD, ACL, NDSS 등) 다수 논문 발표. 이 중 DarkBERT(ACL 2023)의 경우 세계 최초로 다크웹 전용 언어모델(LLM)을 발표, 단순 사이버 보안 기업이 아닌 AI/LLM 기반 보안 기술 보유 기업임을 입증
- 동사 대표 제품은 QUAXAR(기업 보안, 주로 B2B), XARVIS(빅데이터 플랫폼, 주로 B2G), SAIP(산업특화 AI). QUAXAR는 사이버 공격을 조기 탐지하고 기업의 잠재 위협 가능성을 평가. XARVIS는 정보수집이 어려운 다크웹 등 히든 채널의 가시성을 확보해 사이버 범죄의 근원지를 추적하며, SAIP는 산업 현장 및 기업 내 대규모 데이터를 분석하는 산업특화 AI 솔루션

빠르게 성장 중인 글로벌 빅데이터 분석 시장



자료: Strategy & Stats 인사이더(S&S Insider), NH투자증권 리서치본부

QUAXAR 솔루션을 위주로 B2B 시장에서의 확장이 기대



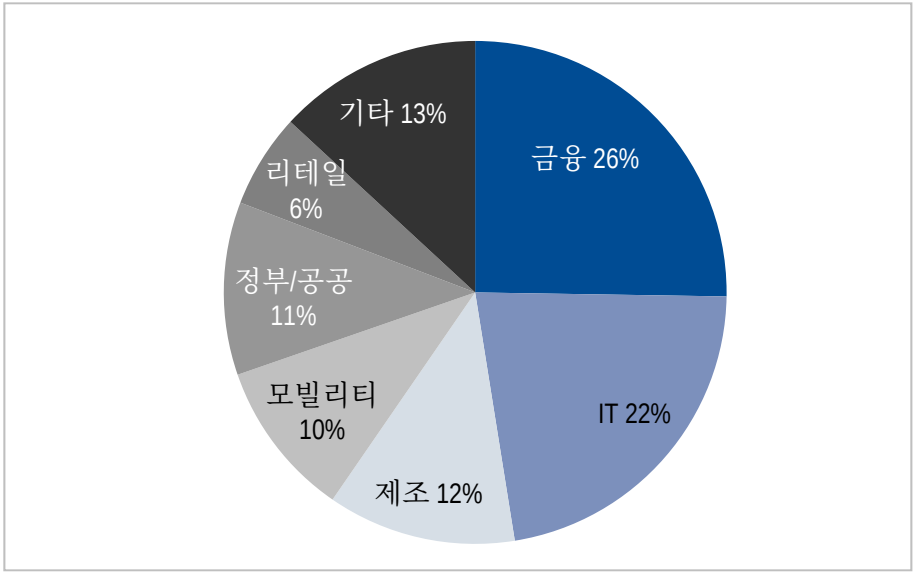
자료: 에스투더블유, NH투자증권 리서치본부 전망

미드스몰캡

SaaS(AIaaS) 매출 비중이 50% 이상을 차지하는 기업

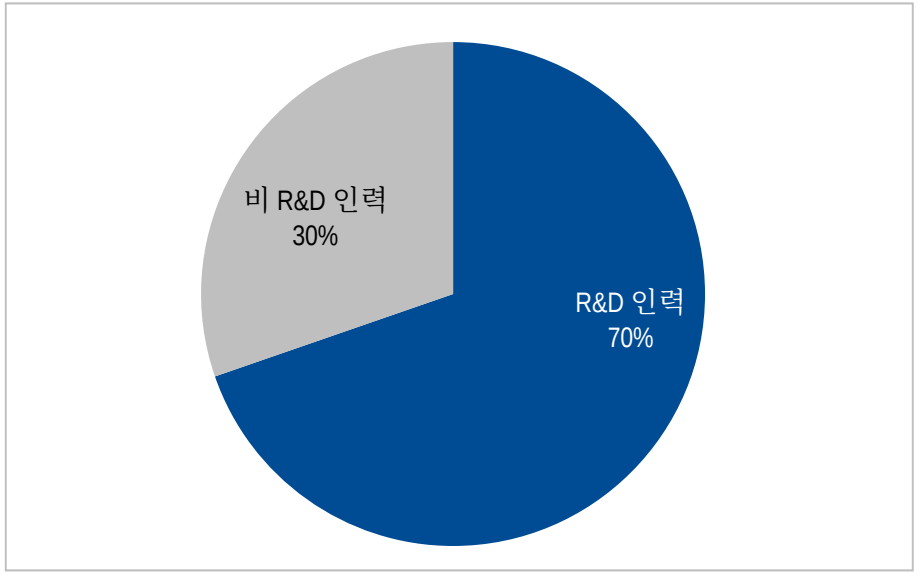
- SaaS 매출이 전체의 50% 이상을 차지. 주요 고객은 금융, IT, 정부기관 등으로 진입이 쉽지 않으나 해지율이 낮아 구독 매출 안정적
- 정부기관 중심의 안정적 고객 기반, SaaS 기반 매출 구조 고려 시 BEP(손익분기점) 도달 시점부터는 영업레버리지 발생 예상. 해외 레퍼런스를 확보한 성장 스토리도 장점
- R&D 인력 비중이 70%. 다크웹과 블록체인 데이터를 기반으로 한 전문가 집단 위주로 구성

고객의 산업별 분포도 다각화 수준 양호(2025년 상반기)



자료: 에스투더블유, NH투자증권 리서치본부

R&D 인력 비중이 70%(2025년 상반기)



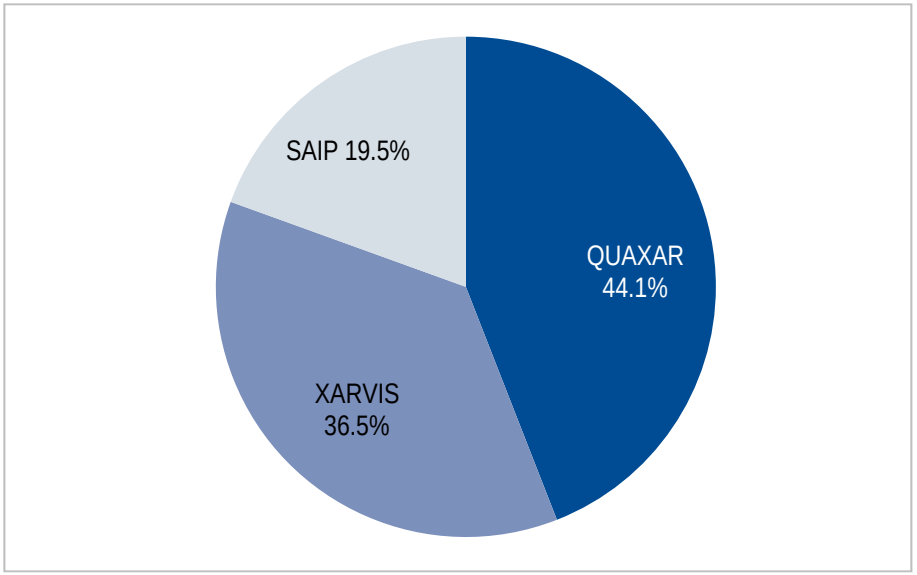
자료: 에스투더블유, NH투자증권 리서치본부

미드스몰캡

영업레버리지 발생 예상되는 2026년 흑자 전환 기대

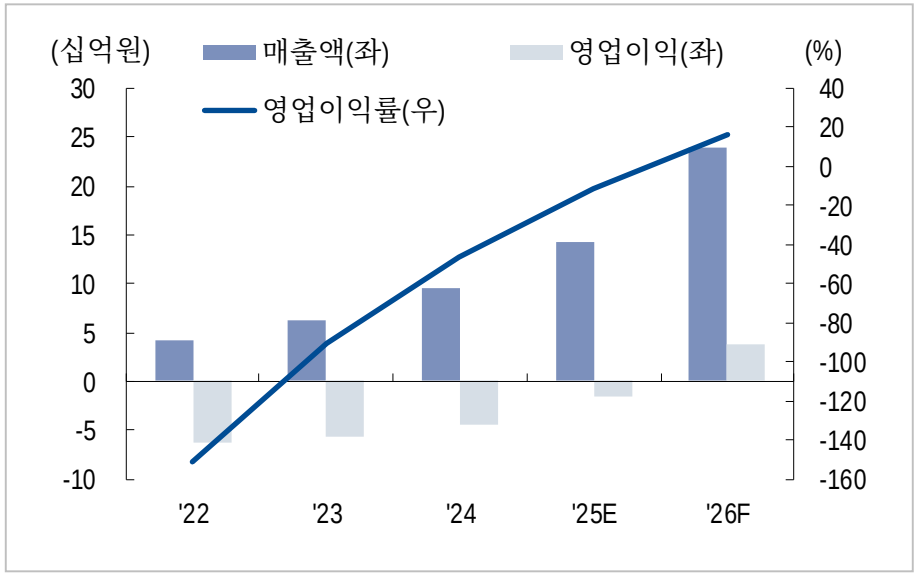
- 2025년 반기 기준으로 동사 주요 매출은 QUAXAR가 46.4%, XARVIS가 47.4%로 대부분 매출이 2개 핵심 제품에서 발생
- 매출의 과반 이상을 SaaS 구독 모델이 차지하며, 정부기관과 공공기관을 주요 고객으로 확보
- 2026년 매출액 240억원(+69.3% y-y), 영업이익 39억원(흑전 y-y) 예상

B2B, B2G를 중심으로 SaaS 구독 사업 영위(2025년 상반기)



자료: 에스투더블유, NH투자증권 리서치본부

2026년 흑자 전환 예상



자료: 에스투더블유, NH투자증권 리서치본부 전망

미드스몰캡

투자유망종목 4: 한라캐스트(125490.KQ)

- 알루미늄, 마그네슘 등의 다이캐스팅 전문 기업. 주요 제품은 자율주행, 커넥티드 디스플레이, 로봇 등에 적용되는 경량화 부품
- 다양한 고객사를 기반으로 안정적 매출 포트폴리오를 구성. 핵심 고객사 내 독보적 점유율(LG전자 80%, 현대모비스 26%, 삼성전기 99%)
- 글로벌 AI 자동차사와의 파트너십을 통해 휴머노이드 분야로 사업 영역 확장. 2025년 2월 1차 벤더로 공식 등록, 5월 휴머노이드 부품 수주. 휴머노이드 바디 내에 적용되는 각종 배터리, 센서 등 부품의 메인 프레임 생산 담당할 것으로 예상
- 해당 업체향 수주잔고는 1,186억원(전기변환 2종 996억원, 자율주행 2종 84억원, 로봇 3종 106억원)이며, 동사는 2025년 4분기 수주잔고 관련 제품 양산 개시 예정. 해당 업체의 휴머노이드 양산 스케줄(27년 50만대)과 맞물려 로봇 수주가 가파르게 증가할 전망

실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	144.4	165.0	201.2	236.5
영업이익	12.3	14.1	17.5	20.9
영업이익률 (%)	*8.5*	*8.5*	*8.7*	*8.8*
EBITDA	20.5	22.4	24.6	27.0
순이익	10.3	5.9	8.3	10.4
지배지분 순이익	10.3	5.9	8.3	10.4
EPS (원)	681	208	226	284
PER (배)	0.0	48.1	44.3	35.3
PBR (배)	0.0	28.9	17.5	11.7
ROE (%)	1270.9	61.4	49.2	39.8
Net Debt(-Cash)	56.5	39.1	18.7	-2.7

현재가(11/7, 원)	10,030	외국인지분율	2.6%
시가총액(십억원)	366.1	배당수익률('25E)	0.0%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

수주잔고 현황

고객사	'25E	'26F	'27F	'28F	'29 이후	합계
디스플레이	283	654	625	958	3,873	6,393
자율주행	299	413	447	435	838	2,431
전기변환	54	255	255	255	294	1,111
배터리	28	43	23	21	12	126
로봇 등	16	32	19	-	-	67
합계	679	1,397	1,368	1,668	5,016	10,128

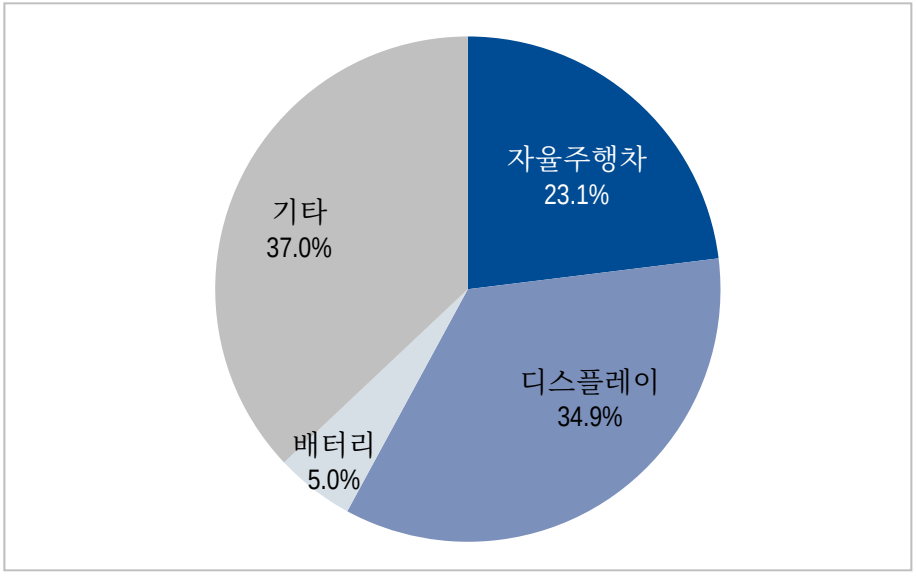
자료: 한라캐스트, NH투자증권 리서치본부 전망

미드스몰캡

자율주행, 커넥티드 디스플레이, 로봇 분야 제품 다각화

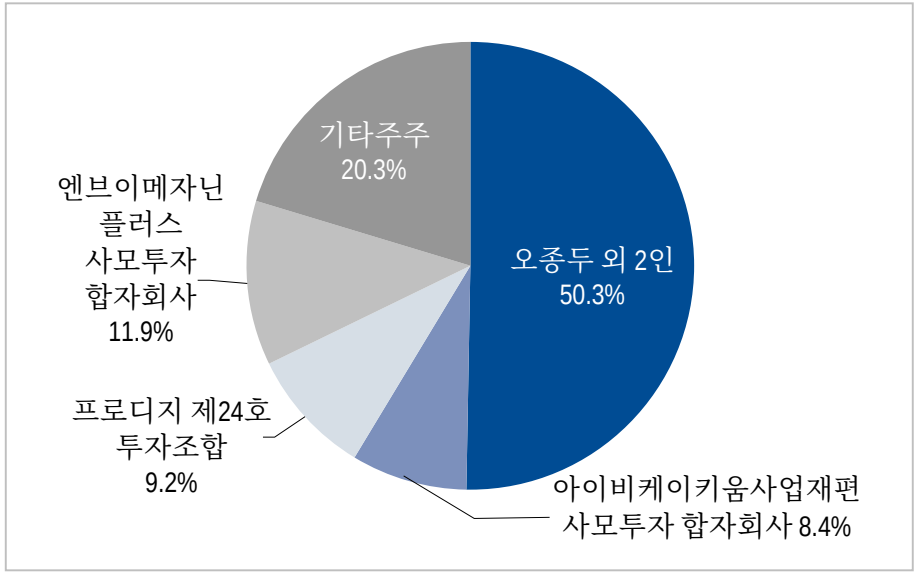
- 한라캐스트는 경량 금속 부품 제조 기업. 마그네슘(Mg), 알루미늄(Al), 아연(Zn) 등의 경량 금속을 고온에서 녹여 금형에 주입해 정밀 부품을 만드는 다이캐스팅 사업 영위
- 인천 남동공단 본사(5,230㎡)와 베트남 하이퐁 법인 장째이 공단(30,000㎡)에 생산설비 보유. 상장을 통해 조달한 자금 중 약 194억원을 활용하여 본사 옆에 부지 증축 중
- 2025년 상반기 기준 제품별 매출 비중은 자동차 부품 66.2%(자율주행 23.1%, 디스플레이 34.9%, 배터리 5.0%, 기타 3.2%), 금형 및 가전 32.6%, 기타 1.2%로 구성. 최대주주는 오종두 대표로 최대주주 및 특수관계인 지분율은 50.28%

사업 부문별 매출 비중(2025년 상반기 기준)



자료: 한라캐스트, NH투자증권 리서치본부

주주 구성(2025년 상반기 기준)



자료: 한라캐스트, NH투자증권 리서치본부

주요 제품 포트폴리오

- 주요 제품 포트폴리오는 자율주행, 커넥티드 디스플레이, 로봇, 가전으로 구성. 카메라 및 라이다 센서의 하우징과 브라켓(고정 및 지지 역할), ECU(전자제어장치) 케이스, 커넥티드 디스플레이 프레임, 전기차 배터리 커버 등의 부품과 로봇의 관절부나 프레임에 적용되는 경량 부품 공급
- 청소기 모터 부품 및 스파이더&베이링 등의 가전용 부품도 공급. 기존의 다이캐스팅 부품 외에 모듈(Module) 단위로 완성된 부품 공급 확대
- 자율주행·디스플레이·전장 분야 선도 기업들과 협력하며 다양한 고객사 기반의 안정적 매출 포트폴리오 보유. 2024년 고객사 비중은 LG전자 52.6%, 삼성전기 20.5%, 현대모비스 10.1%, 세방리튬배터리 5.1%, 남양넥스모 2.2%, 한국단자 1.4%, 기타 8.1%로 구성
- 핵심 고객사 내 독보적 점유율(LG전자 80%, 현대모비스 26%, 삼성전기 99%)을 기록

주요 제품 포트폴리오 및 고객사



자료: 한라캐스트, NH투자증권 리서치본부

미드스몰캡

휴머노이드 로봇 분야로 사업 포트폴리오 확장

- 글로벌 AI 자동차사와의 파트너십을 통해 휴머노이드 로봇 분야로 사업 확대. 2025년 2월 1차 벤더로 공식 등록되며 5월 휴머노이드 로봇 부품 수주. 휴머노이드 로봇 바디 내 적용되는 각종 배터리, 센서 등 부품의 메인 프레임 생산을 담당할 것으로 예상
- 현재 글로벌 AI 자동차 업체향 수주잔고 1,186억원(전기변환 2종 996억원, 자율주행 2종 84억원, 로봇 3종 106억원)을 보유. 관련 제품들은 2025년 4분기 양산을 개시. 글로벌 AI 자동차사의 휴머노이드 양산 스케줄과 맞물려 동사의 관련 수주도 가파르게 증가할 것으로 예상
- 2025년 상반기 기준 동사의 수주잔고는 1조128억원(디스플레이 6,393억원, 자율주행 2,431억원, 전기변환 1,111억원, 배터리 126억원, 로봇 등 67억원). 2026년도 신규 수주목표 약 4,000억원 수준

글로벌 AI 자동차사향 수주 현황

현재상태	단계	양산시기	수주잔고
전기변환 2종	개발 중	'25년 4분기	996억원
자율주행 2종			84억원
로봇 3종			106억원
합계			1,186억원

자료: 한라캐스트, NH투자증권 리서치본부

로봇 관련 부품 시장 확대



자료: 한라캐스트, NH투자증권 리서치본부

미드스몰캡

투자유망종목 5: 한중엔시에스(107640.KQ)

- 삼성SDI ESS용 수랭식 냉각 시스템과 소화장치 제조 기업. 과거 ESS에는 공랭식 냉각 시스템 적용되었으나, 온도 제어, 편리성, 안정성, 공간성, 가격 측면에서 우수한 수랭식이 이를 대체 중
- 동사는 2018년 삼성SDI의 ESS 4세대 모델 협력사로 지정되었으며 2023년 하반기부터 수랭식 냉각 시스템을 공급을 시작. 삼성SDI가 출시하는 신규 ESS에도 동사 제품이 적용될 것
- 삼성SDI는 미국 ESS 시장 공략을 위해 현지 생산 CAPA를 확대 중. 이에 발맞추어 동사는 300억원(유상증자 150억원, 전환사채 150억원) 자금조달을 완료하였으며, 이 중 30억원은 국내 생산설비 증설, 나머지 금액은 미국 자회사에 투자할 계획

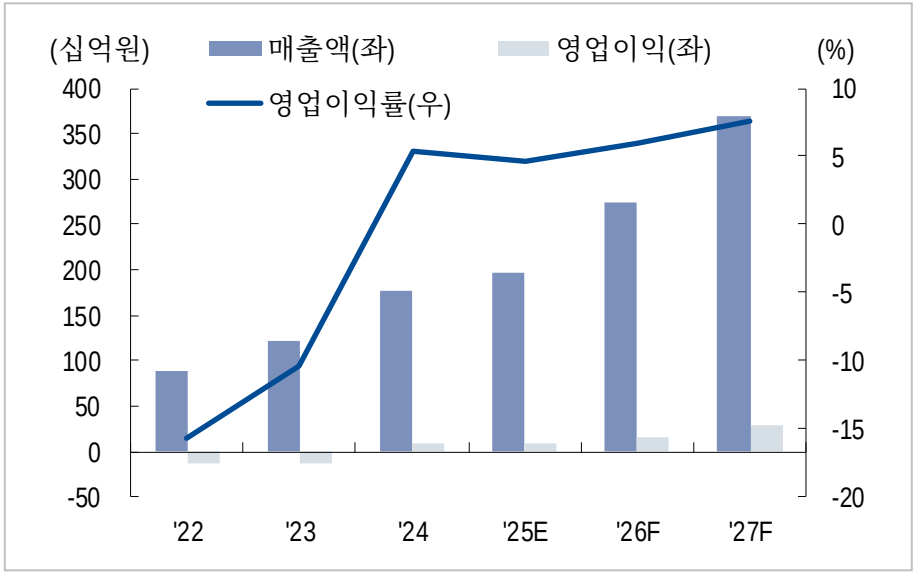
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	177.3	196.8	274.0	368.2
영업이익	9.6	9.2	16.5	28.0
영업이익률 (%)	*5.4*	*4.7*	*6.0*	*7.6*
EBITDA	14.7	14.6	21.4	32.5
순이익	17.3	6.7	13.5	23.8
지배지분 순이익	17.3	6.7	13.5	23.8
EPS (원)	2,135	768	1,418	2,498
PER (배)	11.1	67.4	36.5	20.7
PBR (배)	2.6	5.0	4.4	3.7
ROE (%)	36.1	7.2	12.2	18.4
Net Debt(-Cash)	2.3	-16.5	-6.7	-11.8

현재가(11/7, 원)	51,800	외국인지분율	1.9%
시가총액(십억원)	469.6	배당수익률('25E)	0.0%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

한중엔시에스 실적 추이

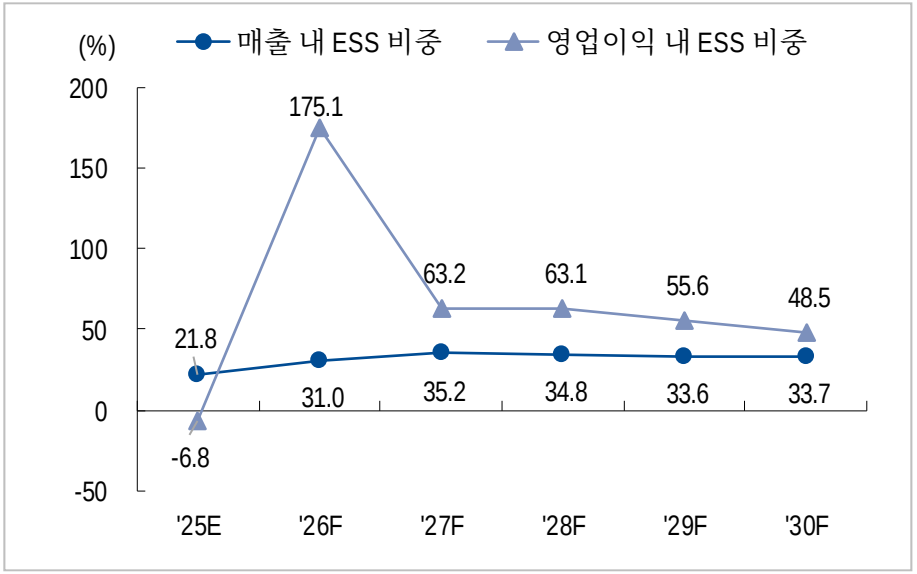


자료: 한중엔시에스, NH투자증권 리서치본부 전망

삼성SDI와 깐부

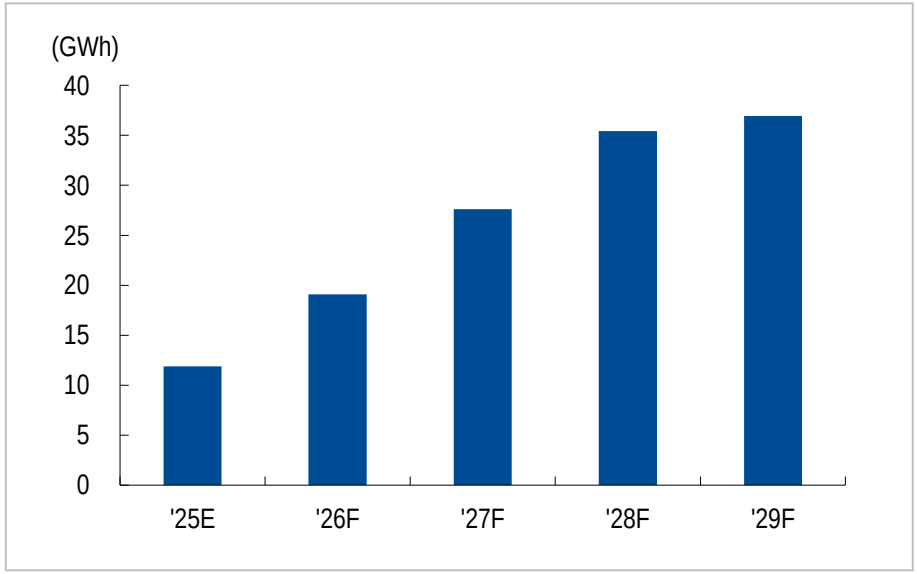
- 2025년 상반기 기준 한중엔시에스는 매출액의 72%는 ESS에서, 24%는 EV용 부품에서 발생. ESS 대부분은 삼성SDI향 공급. 삼성SDI의 ESS 사업 진행 속도가 동사의 성장을 좌우
- 삼성SDI는 2026년 말까지 북미 ESS CAPA를 기존 19GWh에서 30GWh로 늘리겠다고 발표. 또한 기존 SBB1.5 대비 에너지 밀도를 17% 향상시킨 신제품 SBB(Samsung Battery Box)1.7과 LFP셀을 적용한 SBB 2.0을 2026년에 출시할 계획
- 최근 한국전력거래소에서 진행한 제1차 540MW 규모의 ESS 중앙 계약 시장에서 낙찰 대상 지역 8곳 중 6곳을 삼성SDI가 수주
- 이에 삼성SDI 영업이익 내 ESS 비중은 2025년 -6.8%에서, 2026년 175%, 2027년에는 63%, 2028년은 63%로 점차 EV를 넘어설 전망

삼성SDI 실적 내 ESS 비중 전망



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

삼성SDI ESS 출하량 전망



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

수랭식 냉각시스템 관련 전 제품을 생산

- 동사는 수랭식 냉각 시스템 전문 제조 업체로 CHILLER, HVAC, Cooling Plate, MainFold & Branch Tube 등 냉각 시스템 관련 모든 부품을 생산. 이외에 화재 시 Cell을 진화시키는 Spray Pipe도 생산. ESS 원가 내 비중은 셀이 약 80%, 냉각시스템이 약 13%인 것으로 추산
- 향후 ESS 냉각 시스템의 주도권은 수랭식이 가질 것. 공랭식은 공기를 통한 간접 냉각이기 때문에 정밀한 온도 제어가 어려운데다 설치 시 필요 면적은 수랭식이 공랭식 대비 35% 작아 동일한 크기의 컨테이너에서라면 수랭식 냉각 시스템이 효율성 측면에서 우위
- 수랭식 냉각 시스템을 적용한 ESS는 고장 모듈 교체 시 냉각수 제거 및 재주입 과정이 필요한데, 동사는 차별화된 기술력으로 모듈 교체 시간을 1/10 단축

한중엔시에스가 생산하는 냉각 시스템 구성품

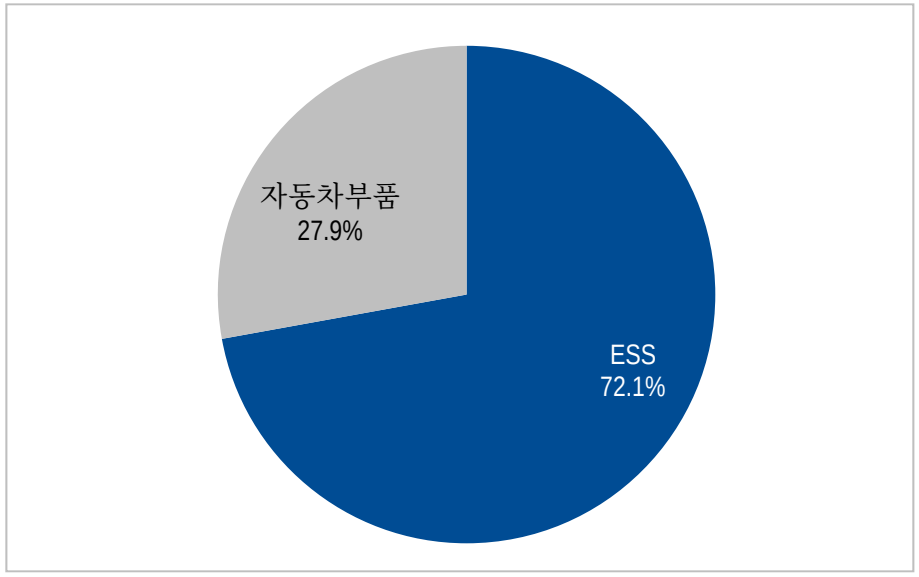


자료: 한중엔시에스, NH투자증권 리서치본부

미국 시장으로의 진출

- 삼성SDI의 ESS 북미 현지화 전략이 구체화되면서 동사도 관련 투자를 진행. 조달한 300억원 중 30억원은 2026년 2월까지 국내 ESS 설비 증설에 투자할 계획. 삼성SDI 신제품 SBB 1.7에의 대응이 목적. 나머지 금액은 미국(인디애나)에 투자할 계획이며 LFP가 탑재된 SBB2.0에 대한 준비가 목적인 것으로 추정
- 고객사 신제품의 용량이 커지면서 필요한 부품 수도 증가한 바 고객사의 잇따른 신제품 출시가 동사 실적 성장을 견인할 것. 공급 물량 증가로 관련 부품 생산하는 한중엔시에스 자회사들의 2026년 상반기 흑자전환도 기대. 2026년부터는 안정적인 실적 성장세 시현이 가능할 것
- 신규 아이템인 EV Battery용 Cooling Plate는 2026년에는 의미있는 성과를 거둘 수 있을 것으로 기대

제품별 매출 비중(2025년 상반기 기준)



자료: 한중엔시에스, NH투자증권 리서치본부

주요 사업장

구분	계열사	주요 생산품	비고
국내	1공장(본사)	ESS, 수랭모듈, EV모듈	2012년
	2공장	EDI, 셀 제전판	1995년
	HDC(3공장)	ESS 수랭 Chiller&HVAC	2022년
	HJF(4공장)	Cooling Plate Stamping 제품	2022년
중국	강소호중	진공스위치, 펌프	2016년
	상속무역	법인 전략구매	2023년
	강소한중	ESS 수랭 Chiller&HVAC	2025년
미국	디트로이트	배기부품 납품	2013년
		북미수출용 Chiller&HVAC	2023년
	인디애나	ESS 수랭모듈	2025년

자료: 한중엔시에스, NH투자증권 리서치본부

미드스몰캡

투자유망종목 6: 코스텍시스(355150.KQ)

- 코스텍시스는 전력반도체 소재 회사로 주요 사업 분야는 고방열 신소재, 5G 통신용 RF(무선 주파수) 패키지, SiC(탄화수소) 전력반도체 방열 스페이서(Spacer)
- 기존 시장은 일본 업체가 독과점해왔으나 동사가 2019년부터 국산화를 추진하여 고방열 소재부터 패키지 제품까지 수직계열화
- 북미 반도체 T사와 AI 데이터센터 전력반도체용 방열 소재 공급 계약(594억원, 2년)을 체결하며 전기차 시장 외 신규 수요처 확보. 해당 레퍼런스 기반 추가 수주 및 고객사 확대 가능성 또한 높다고 판단
- 2026년 실적 흑자전환 전망. 2027년 상반기 실리콘 포토닉스 패키지와 전류센서 등 신제품 출시로 중장기 성장 동력 확보할 전망

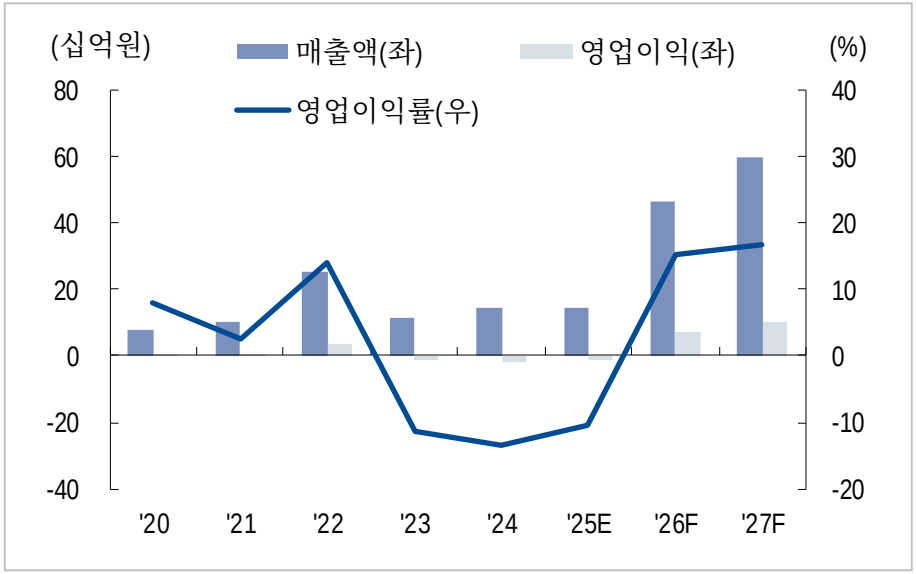
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	14.2	14.3	46.4	59.8
영업이익	-1.9	-1.5	7.0	10.0
영업이익률 (%)	*-13.3*	*-10.3*	*15.1*	*16.6*
EBITDA	-1.3	-0.7	8.0	11.4
순이익	-1.8	-1.9	6.5	9.4
지배지분 순이익	-1.8	-1.9	6.5	9.4
EPS (원)	-233	-238	837	1,211
PER (배)	N/A	N/A	14.0	9.7
PBR (배)	1.8	4.2	3.2	2.4
ROE (%)	-7.4	-8.4	26.1	28.6
Net Debt(-Cash)	13.0	15.3	9.8	7.8

현재가(11/7, 원)	11,700	외국인지분율	1.7%
시가총액(십억원)	91.2	배당수익률('25E)	0.0%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

실적 추이 및 전망



자료: 코스텍시스, NH투자증권 리서치본부 전망

전력반도체 소재 기업

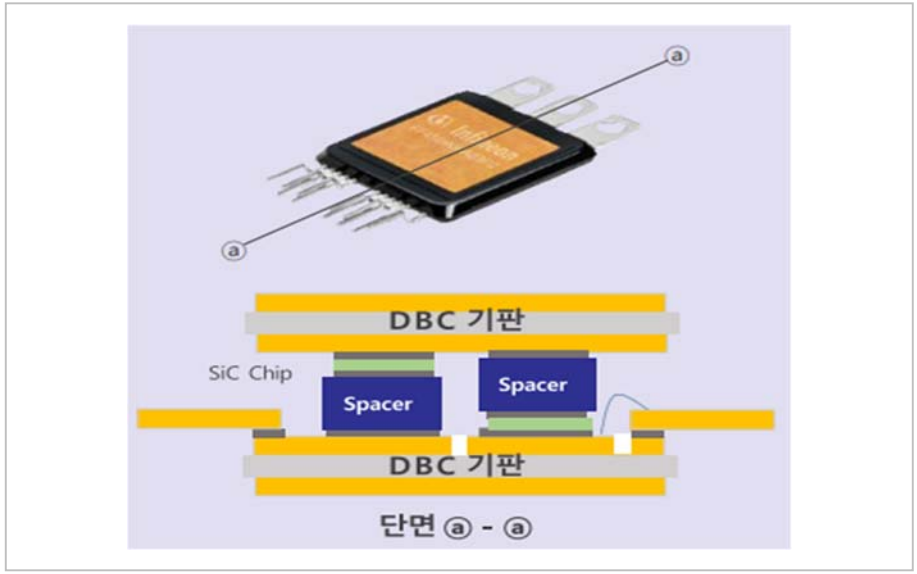
- 코스텍시스는 전력반도체 소재 회사. 저열팽창·고방열 소재를 기반으로 RF통신, 전력반도체, 레이저 등 분야의 반도체 패키징 솔루션 공급
- 차량 전동화와 데이터센터 수요 증가로 SiC 및 GaN 기반 전력반도체 시장 고성장 국면. SiC 전력반도체는 기존 Si(실리콘) 반도체 대비 고온에서 고속으로 동작해 열관리(Thermal Managemnet)가 필수적
- 스페이서는 DBC(Direct Bonded Copper)기판과 SiC칩 사이에 위치하며 칩에서 발생하는 열을 효율적으로 막아 열팽창으로 인한 칩 파손을 방지하는 제품
- 기존 스페이서 시장은 ALMT, FJ Composite 등 일본 업체가 독과점해왔으나 동사는 2019년부터 국산화를 추진하여 고방열 소재부터 패키지 제품까지 수직계열화

코스텍시스 사업 영역: 5G 통신 분야, 차세대 전력반도체



자료: 코스텍시스, NH투자증권 리서치본부

SiC 전력반도체 모듈 및 스페이서

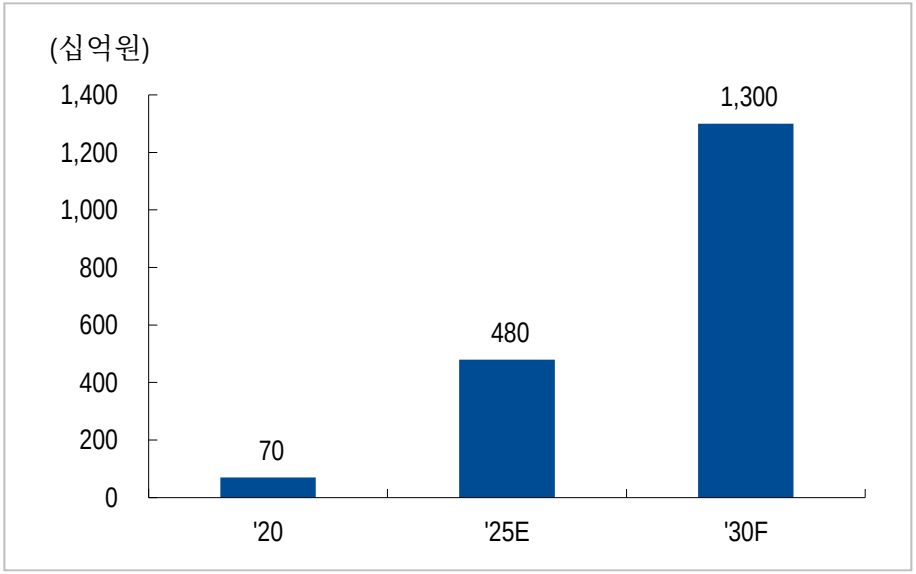


자료: 코스텍시스, NH투자증권 리서치본부

AI데이터센터향 신규 수요처 확보

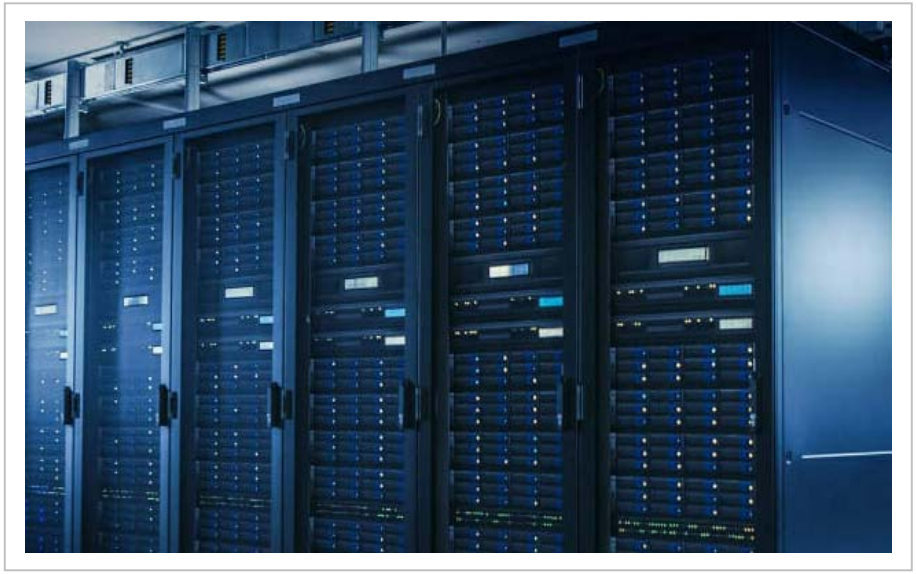
- 전기차에 이어 AI데이터센터향 신규 수요처를 확보하며 스페이스 성과 본격화
- 북미 반도체 T사와 AI데이터센터 전력반도체용 방열 소재 공급 계약 체결
- 총 계약 규모는 594억원이며 계약 기간은 약 2년
- 2026년 1분기부터 분기당 70억~80억원 규모의 매출이 발생할 것으로 전망. 기존 제품군 대비 높은 수익성을 확보한 점이 고무적
- 해당 레퍼런스 기반 추가 수주 및 고객사 확대 가능성 또한 높다고 판단

글로벌 스페이서 수요 전망



자료: 코스텍시스, NH투자증권 리서치본부

T사: 엔비디아와 데이터센터 서버용 800V 고전압 DC 전력 분배 시스템 개발



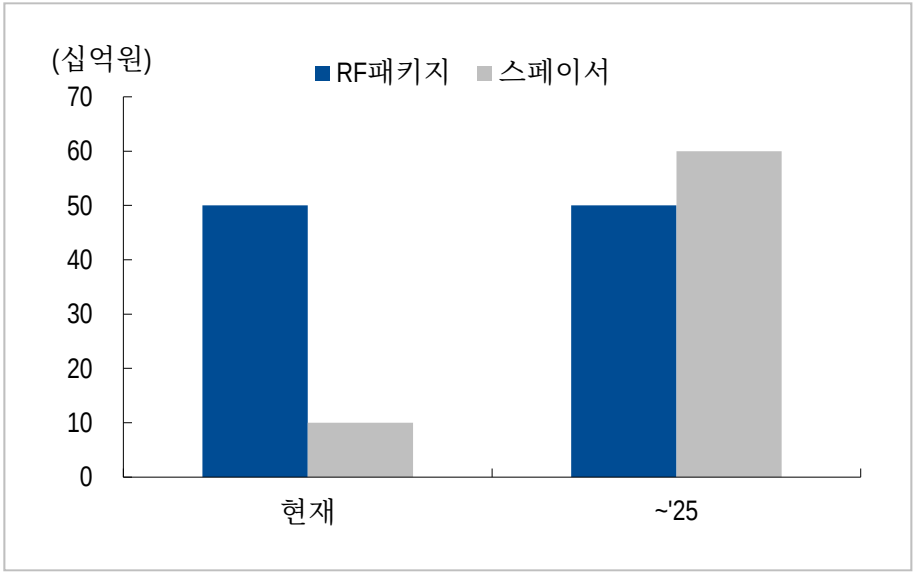
자료: T사, NH투자증권 리서치본부

미드스몰캡

3공장 증설 마무리되며 도약을 위한 준비는 완료

- 스페이서 수요 대응을 위한 3공장 증설 진행 중. 3공장은 2025년 10월 말 준공되며 11월부터 가동 예정
- 기존 RF패키지 500억원, 스페이서 100억원 규모였던 동사 CAPA에 스페이서 CAPA 1,000억원이 더해지며 대량 생산 체제 구축
- 전방시장 수요 둔화 영향으로 전기차용 스페이서 양산이 지연되어 2025년 실적 둔화는 불가피. 다만, AI 데이터센터 전력반도체 시장에서 방열 소재 신규 수요처를 확보한 바 2026년 실적 흑자전환 전망
- 2027년 상반기 실리콘 포토닉스 패키지와 전류센서 등 신제품 출시 계획

스페이서 대량 생산을 위한 3공장 증설



자료: 코스텍시스, NH투자증권 리서치본부

주요 제품 로드맵



자료: 코스텍시스, NH투자증권 리서치본부

미드스몰캡

투자유망종목 7: 아바코(083930.KQ)

- 아바코는 2000년 설립된 디스플레이 장비 기업으로 2005년 코스닥 시장 상장. 반도체 장비, 태양광 장비 등 라인업이 다양
- Sputter(진공 상태에서 이온을 타깃에 충돌시켜 기판에 증착시키는 박막 증착 장비) 기술력이 높은 회사로 Sputter 이외에도 디스플레이 장비로는 OLED 봉지 장비, 고온 Oven 장비, 물류 장비 등의 라인업을 보유
- 주요 거래처로는 LG디스플레이, LG에너지솔루션, BOE 등이 있고 2008년에는 LG디스플레이로부터 지분 투자 받은 바 있음
- 2024년 수주한 BOE향 OLED In-line Vacuum System 매출인식이 집중되는 2025년에는 역대 최대 실적 경신 예상

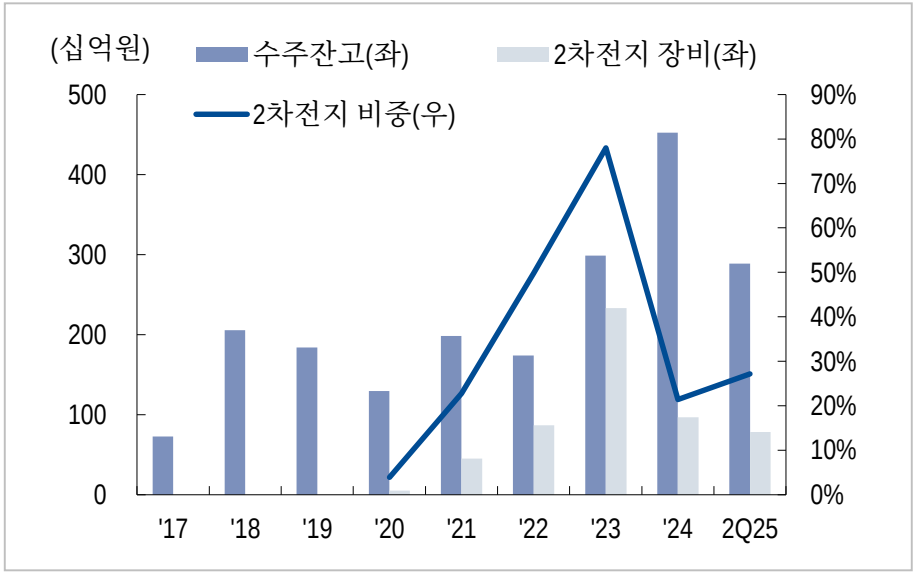
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	305.5	385.6	404.5	440.9
영업이익	21.1	38.6	41.3	46.3
영업이익률 (%)	*6.9*	*10.0*	*10.2*	*10.5*
EBITDA	23.3	40.8	43.5	48.5
순이익	26.4	27.6	30.3	34.1
지배지분 순이익	26.4	27.6	30.3	34.1
EPS (원)	1,756	1,865	2,061	2,324
PER (배)	6.8	8.1	7.4	6.5
PBR (배)	0.9	1.0	0.9	0.8
ROE (%)	13.7	13.1	13.1	13.4
Net Debt(-Cash)	-20.8	-43.4	-57.9	-74.3

현재가(11/7, 원)	15,200	외국인지분율	11.0%
시가총액(십억원)	223.1	배당수익률('25E)	4.0%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

현 수주잔고의 대부분은 디스플레이 장비가 차지

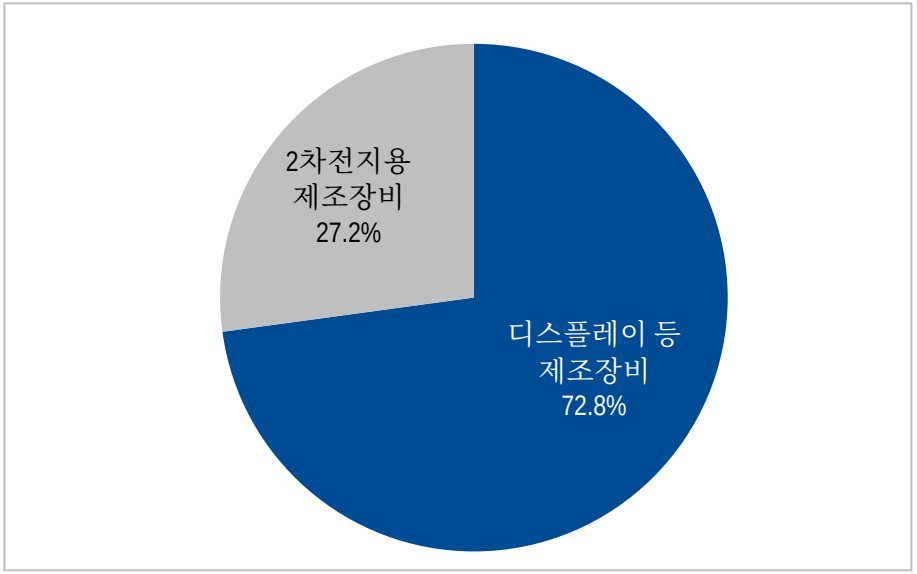


자료: 아바코, NH투자증권 리서치본부

기대되는 중국향 디스플레이 추가 수주

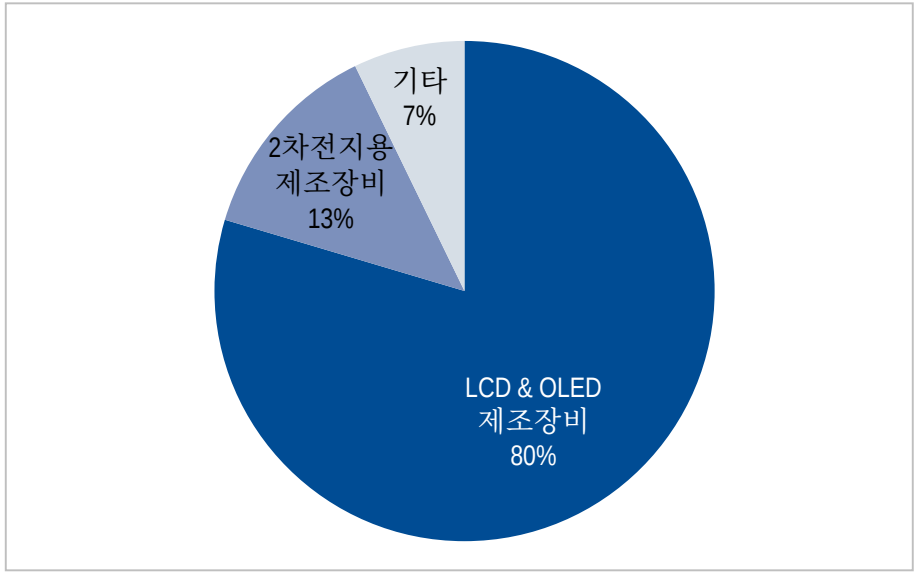
- 중국 디스플레이 패널사들의 8세대 투자 본격화로 2024년 B사 대규모 수주 이후 유사한 규모의 추가 수주 예상
- 중국 내 다른 고객사들의 경우 기존 예상했던 8세대 장비가 아닌 6세대 쪽 장비 내지는 증착 물류 장비 등에서의 성과를 기대
- 국내 주요 고객사는 3분기 흑자전환 이후 보완 투자가 확대될 것으로 기대되며 이에 따른 동사 OLED 장비 수주 우상향 예상
- 2차전지 장비 부문은 후공정 자동화 및 소재 이송 설비 공급 지속 타진 중이며, ESS용으로는 슬리터 장비 수주를 기대 중

2Q25 기준으로 디스플레이 수주잔고 비중이 72.8%



자료: 아바코, NH투자증권 리서치본부

2Q25 매출 기준으로도 디스플레이 비중 80%

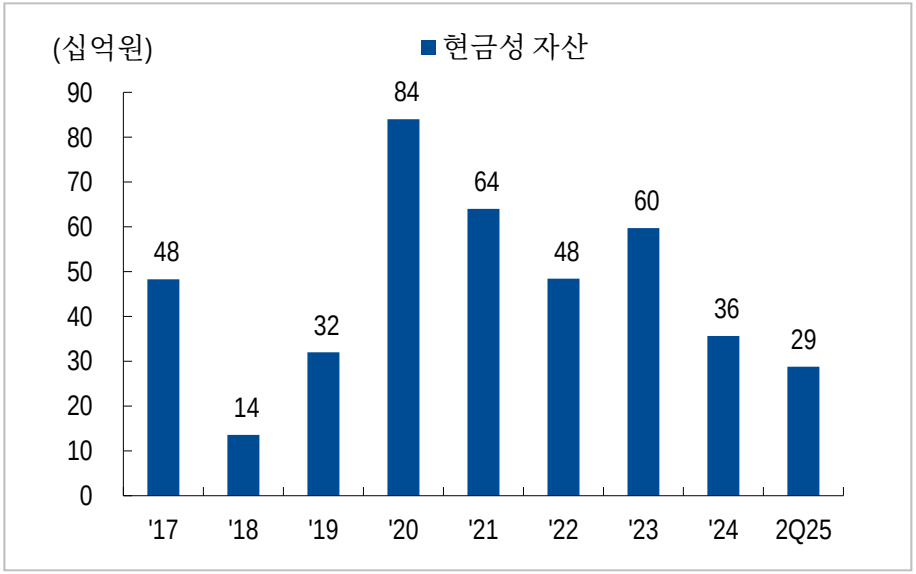


자료: 아바코, NH투자증권 리서치본부

밸류에이션과 배당이라는 두 가지 매력 모두 보유

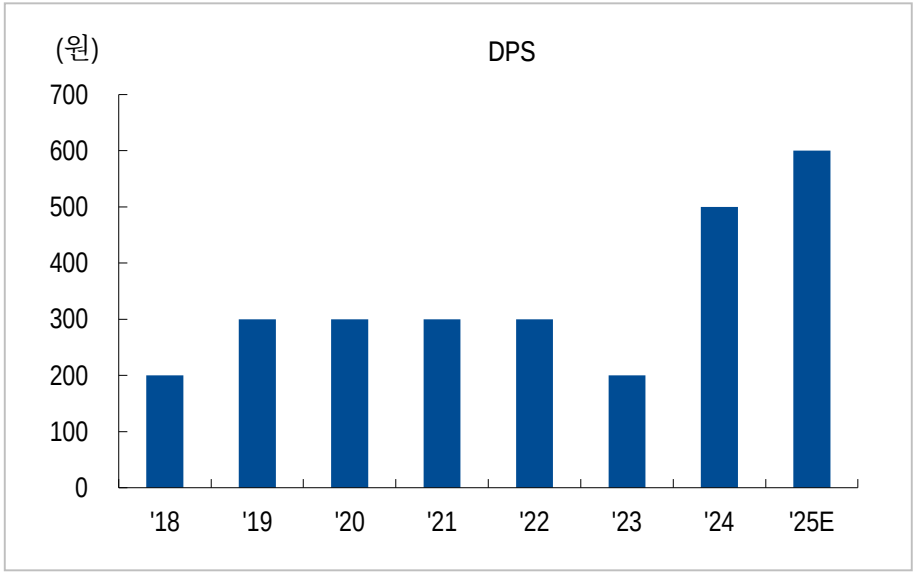
- 동사의 안정적인 재무구조와 업종 내에서 상대적으로 높은 배당수익률을 감안할 필요
- 2025년 3월에는 120억원 규모 감액배당 재원의 이익잉여금 전입 완료. 2025년 예상 배당수익률 4.6%
- 디스플레이, 2차전지 장비 외에도 유리기판 장비와 반도체 메탈 스퍼터링 장비(플라즈마를 이용해 금속을 웨이퍼 표면에 증착) 등 다수의 장비 라인업을 보유. 현재 주력 전방산업에서 나아가 추가 성장 동력을 확보 중
- 그럼에도 2025E PER이 8.1배에 불과해 밸류에이션 매력 높은 상황

배당여력이 충분한 현금성 자산



자료: OMDIA, 아바코, NH투자증권 리서치본부

2025년 예상 배당수익률 4.6%

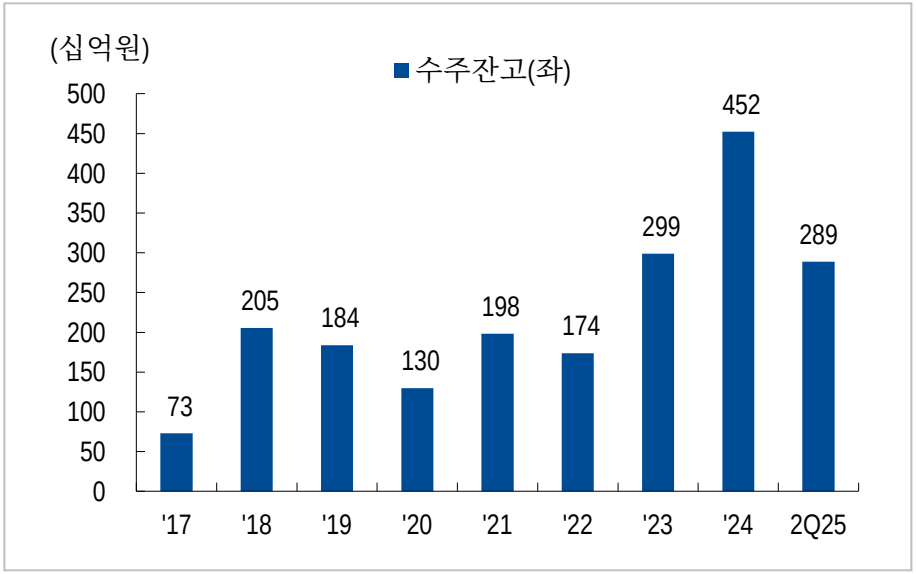


자료: 아바코, NH투자증권 리서치본부 전망

2025년 역대 최대 실적 달성 및 2026년도 성장 예상

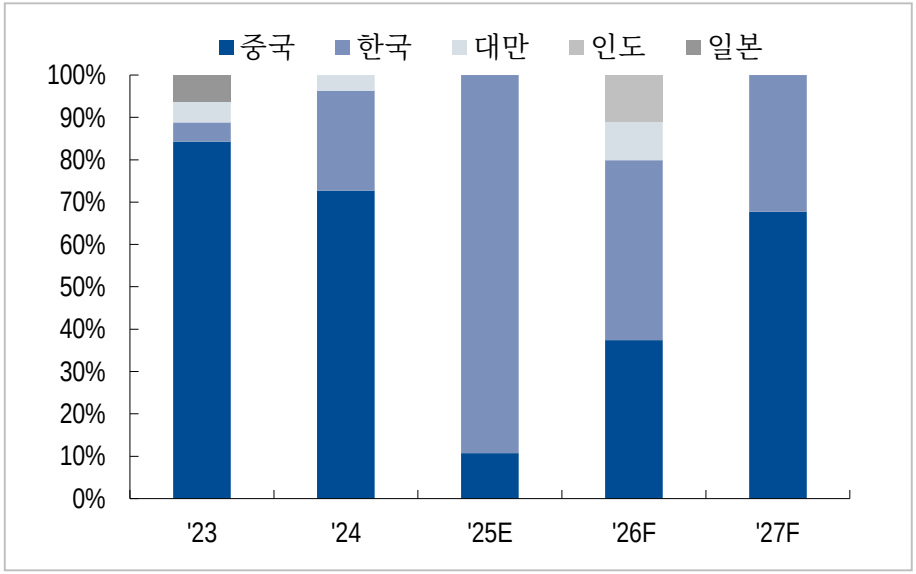
- 2025년 3분기 실적 매출액 503억원(+11.5% y-y), 영업이익 61억원(-18.9% y-y)으로 양호
- 대형 수주건 매출 인식이 4분기로 이연되면서 4분기 매출액 1,502억원(+45.0% y-y), 영업이익 165억원(+124.4% y-y) 기록할 것으로 예상
- 2025년 매출액 3,856억원(+26.2% y-y), 영업이익 386억원(+82.9% y-y)으로 역대 최대 실적 기록 전망
- 2025년 연말 기준으로 중국 고객사향 추가 수주 가능성 높아 2026년에도 역대 최대 실적 이어갈 것으로 판단

2분기 매출 인식으로 수주잔고 감소했으나 4분기 신규 수주 예상



자료: 아바코, NH투자증권 리서치본부

글로벌 디스플레이 장비 시장 점유율은 중국과 한국이 양분



자료: Omdia, 아바코, NH투자증권 리서치본부

미드스몰캡

투자유망종목 8: 한글과컴퓨터(030520.KQ)

- 한글과컴퓨터는 1990년 설립, 1996년 9월 코스닥 시장에 상장한 국내 1위 오피스 SW 기업
- 주요 자회사로 소방용 방화 장비 제조 기업 한컴라이프케어 등을 보유하고 있으며, 최대주주는 ㈜한컴위드(054920.KQ)
- 본업인 한컴오피스 사업은 온프레미스 제품 성장과 더불어 공공 클라우드 전환에 따른 수혜로 실적 성장 지속 중. 이와 더불어 한컴피디아 및 한컴어시스턴트 등 AI 제품을 출시하며 AI 분야로 사업 영역 확대 중

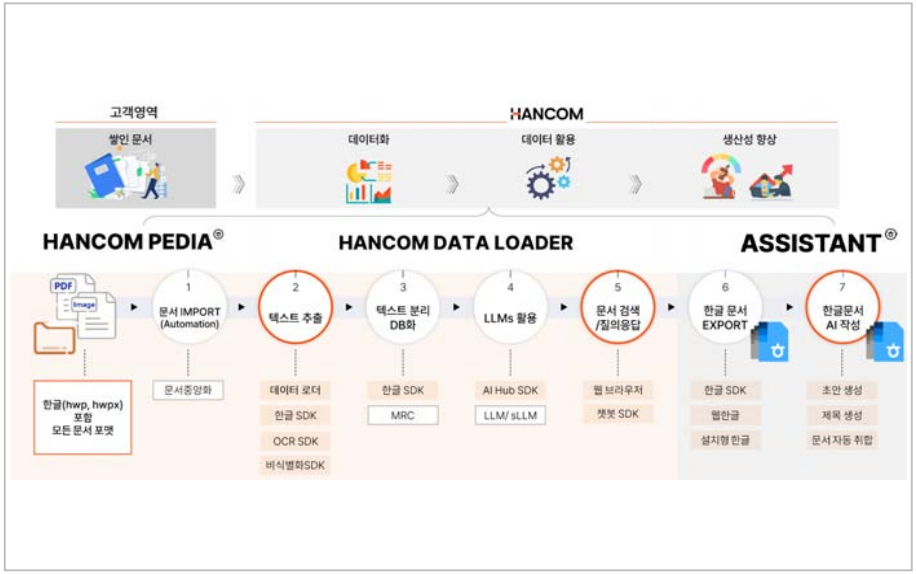
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	304.8	320.0	350.0	400.0
영업이익	40.4	45.0	55.0	70.0
영업이익률 (%)	*13.3*	*14.1*	*15.7*	*17.5*
EBITDA	61.7	66.9	73.5	85.7
순이익	13.9	38.0	46.8	61.6
지배지분 순이익	13.9	38.0	46.8	61.6
EPS (원)	574	1,572	1,937	2,549
PER (배)	36.8	15.1	12.2	9.3
PBR (배)	1.5	1.5	1.4	1.2
ROE (%)	4.1	10.5	11.9	14.0
Net Debt(-Cash)	-109.3	-135.1	-167.1	-206.3

현재가(11/7, 원)	23,700	외국인지분율	6.2%
시가총액(십억원)	573.1	배당수익률('25E)	1.7%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

한글과컴퓨터 AI 제품 개념도

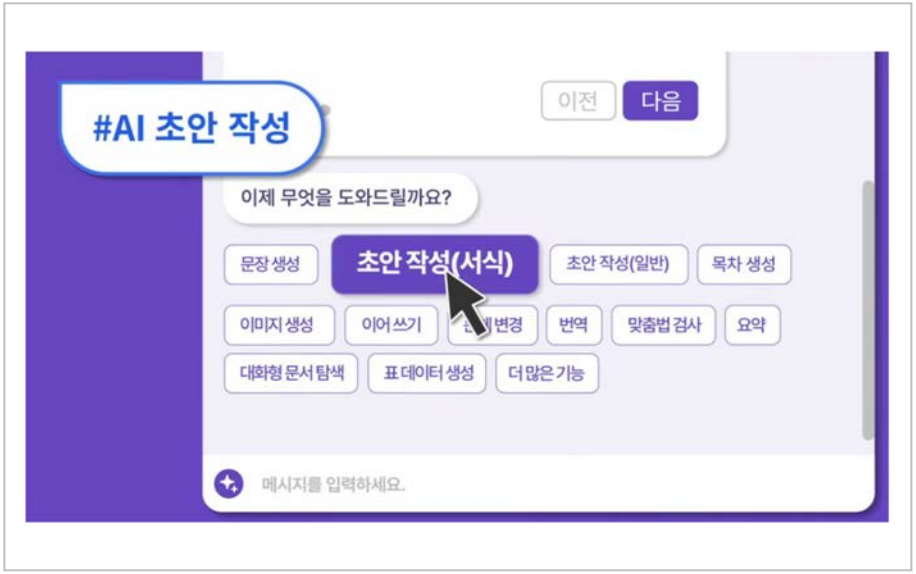


자료: 한글과컴퓨터, NH투자증권 리서치본부

AI 제품 사업성을 확인한 2025년, 사업 성과가 본격화될 2026년

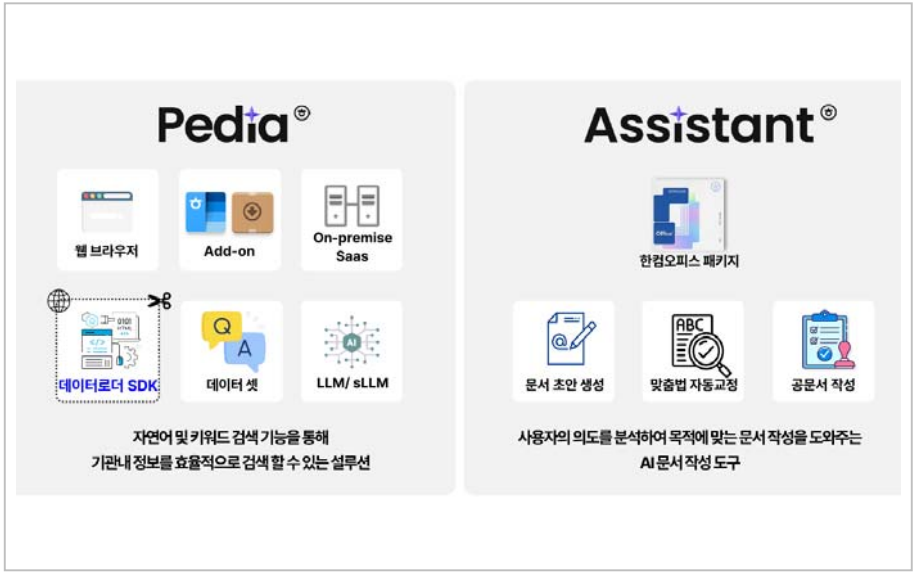
- 동사는 2024년 9월 오피스 소프트웨어에 AI 기능을 결합한 구독형 클라우드 SaaS 제품 '한컴독스AI' 출시를 시작으로 AI 기반 질의응답 솔루션 '한컴피디아', 생성형 AI를 활용한 문서 작성 툴 '한컴어시스턴트'를 차례로 출시
- 이후 다수의 POC(Proof of Concept, 검증 테스트)를 진행하며 국회 빅데이터 분석 플랫폼 구축, 행정안전부 지능형 업무관리 시스템 구축, 범정부 AI 공통 기반 사업, 경기도교육청 디지털 플랫폼 구축 사업 등 공공을 중심으로 다양한 프로젝트 수주
- 이외에도 과학기술정보통신부 주관 '독자 AI 파운데이션 모델 개발 사업(국가대표 AI)'에 LG AI연구원 컨소시엄의 파트너로 합류하였으며, 행정안전부의 '범정부 초거대 AI 공통 기반 구현 사업'에서 우선협상대상자로 선정된 삼성SDS 컨소시엄에도 AI 솔루션 공급

문서 작성 전반을 도와주는 한컴독스AI



자료: 한글과컴퓨터, NH투자증권 리서치본부

한컴피디아 및 한컴 어시스턴트



자료: 한글과컴퓨터, NH투자증권 리서치본부

실적으로도 확인될 2026년

- 2025년 동사 실적은 선거 및 정권 교체 이슈 등으로 인한 계약 및 예산 집행 지연과 더불어 자회사 한컴라이프케어의 실적 부진으로 인해 다소 아쉬운 실적 시현
- 그러나 2026년 동사 실적은 온프레미스 제품의 견조한 성장과 더불어 공공부문 디지털 전환 및 AI 사업 확대, 자회사 실적 개선까지 더해지며 성장세 확대될 전망
- 이와 더불어 공공부문뿐만 아니라 민간 및 해외 시장으로까지 사업을 확대하고자 노력 중인 바 관련 성과 또한 점차 확대될 것으로 기대

한글과컴퓨터 AI 사업 로드맵



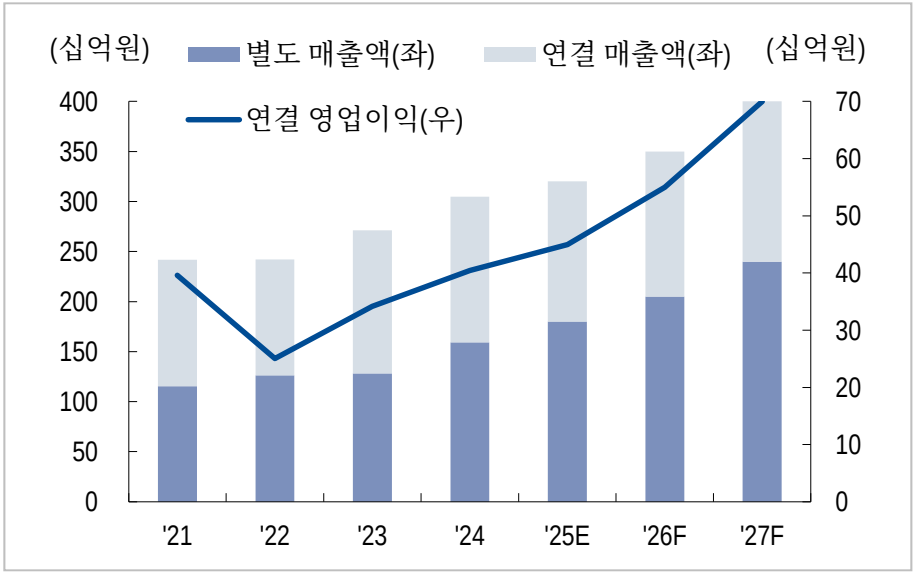
자료: 한글과컴퓨터, NH투자증권 리서치본부

미드스몰캡

공공 AI 도입 확대와 더불어 기업가치 또한 재차 우상향할 전망

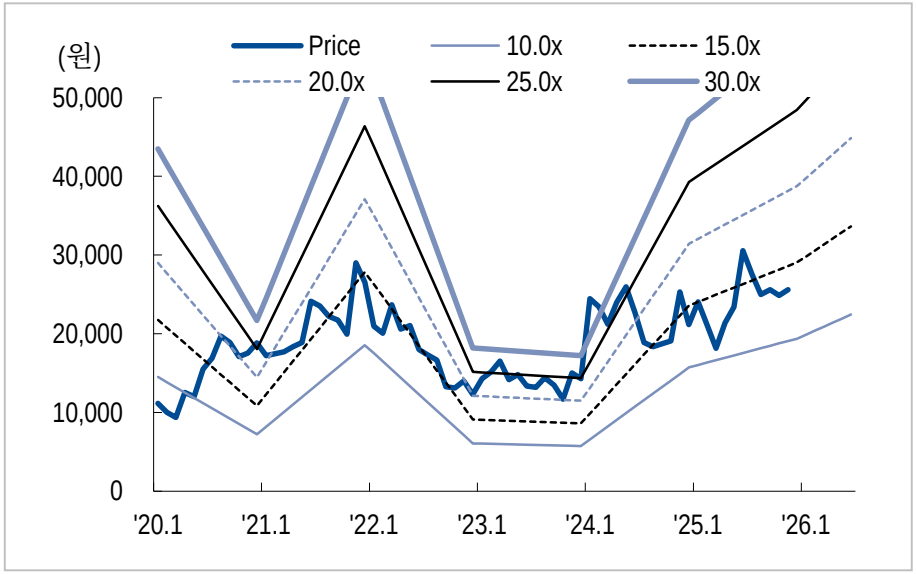
- 2025년 동사 주가는 신정부의 대선 공약 발표에 힘입어 가파른 상승세를 나타냈으나, 이후 정책 부재 및 정권 교체에 따른 예산 집행 지연 이슈 등으로 하락세 지속
- 2026년은 신정부의 AI 정책 본격화의 원년이 될 것으로 전망. 최근 이재명 대통령은 'AI 3대 강국' 도약을 목표로 2026년 관련 예산을 3배 이상 늘리겠다고 발표. 기술 진보에 따라 AI 도입이 가능한 적용 범위가 넓어지고 있으며, 정책적으로도 공공 AI 도입 및 확산을 위한 제도 및 지원 체계가 마련되고 있는 추세
- 이에 동사 기업가치 또한 재차 우상향할 것으로 기대. 2026년 기준 PER 12배 수준인 Valuation은 실적 성장 및 AI 사업 확대와 더불어 주주환원 정책까지 더해지며 re-rating 가능할 전망

매출액, 영업이익 추이 및 전망



자료: 한글과컴퓨터, NH투자증권 리서치본부 전망

12M Fwd PER Band Chart



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

미드스몰캡

투자유망종목 9: KG케미칼(001390.KS)

- 1954년 설립된 종합 화학 및 비료 전문 기업으로 1976년 상장. 비료, 건설소재, 환경소재, 상사 사업을 영위하는 KG그룹의 지배회사
- 주요 생산시설은 울산에 위치. 자체 사업으로 비료, 화학소재, 상사 사업을 영위하며, 주요 제품은 요소, 복합비료, 수산화알루미늄 등
- 1970~1980년대 비료사업으로 성장했으며, 이후 무기화학, 정밀화학, 산업소재, 무역으로 영역 확장
- 최근에는 요소, 수산화알루미늄 등 고부가 상사 사업 확대와 계열 내 밸류업(지배구조 개선) 정책 병행 중
- 주요 자회사로는 KG에코솔루션(지분 41.3%), KG이니시스(40.1%) 등이 있으며, KG그룹의 실질적인 지주회사 격
- 현재 최대주주는 KG제로인(20.9%)이며 곽재선 회장(16.3%), 곽정현 대표이사(4.1%) 지분 포함한 특수관계인 지분은 52.4%

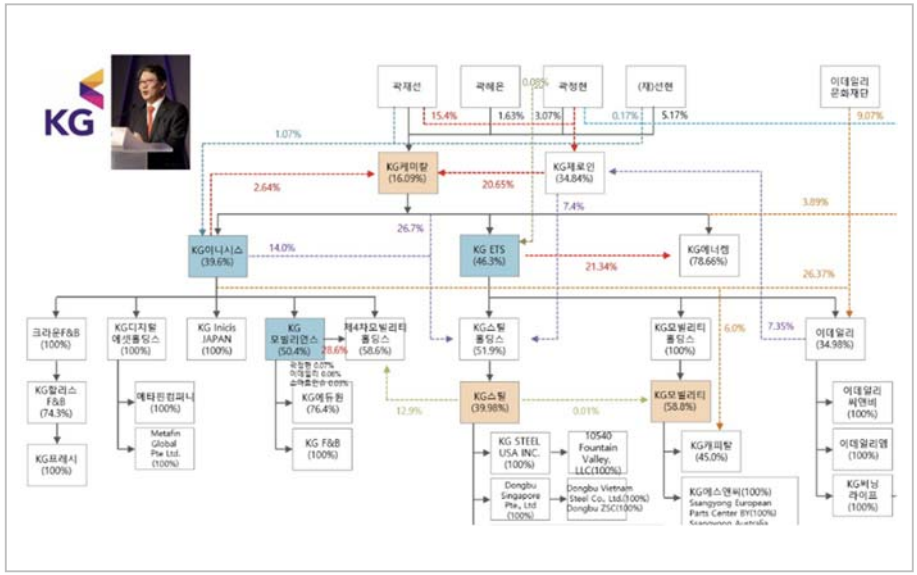
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	8,863	8,630	8,759	9,050
영업이익	319	348	354	378
영업이익률 (%)	*3.6*	*4.0*	*4.0*	*4.2*
EBITDA	580.1	625.4	636.1	663.4
순이익	62	75	85	94
지배지분 순이익	62	75	85	94
EPS (원)	903	1,101	1,242	1,372
PER (배)	4.1	4.3	3.8	3.5
PBR (배)	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE (%)	6.6	7.7	8.0	8.3
Net Debt(-Cash)	1,551	1,318	1,093	837

현재가(11/7, 원)	4,755	외국인지분율	8.4%
시가총액(십억원)	325.6	배당수익률('25E)	2.7%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

KG그룹 지배구조

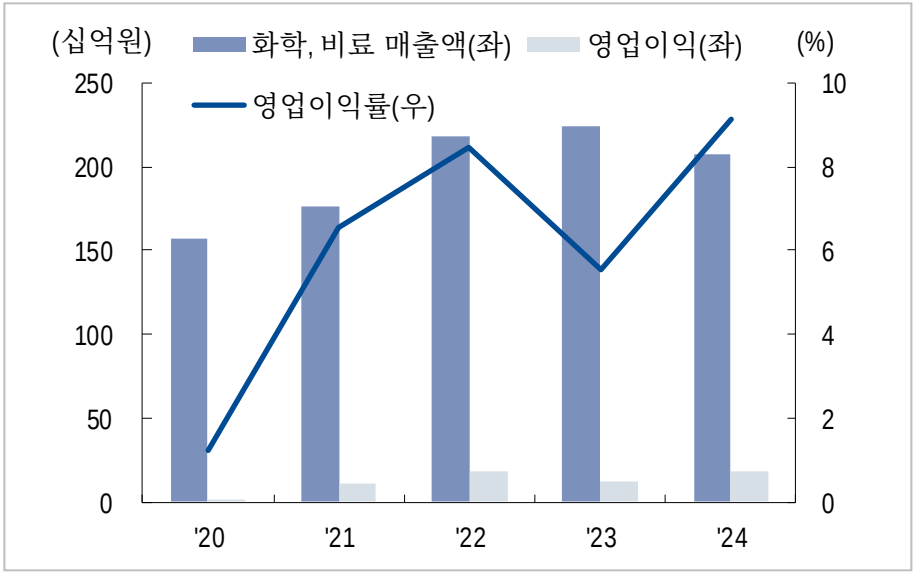


자료: KG, 언론보도, NH투자증권 리서치본부

요소, 수산화알루미늄 유통 사업 확장에 기반한 탑라인 성장 예상

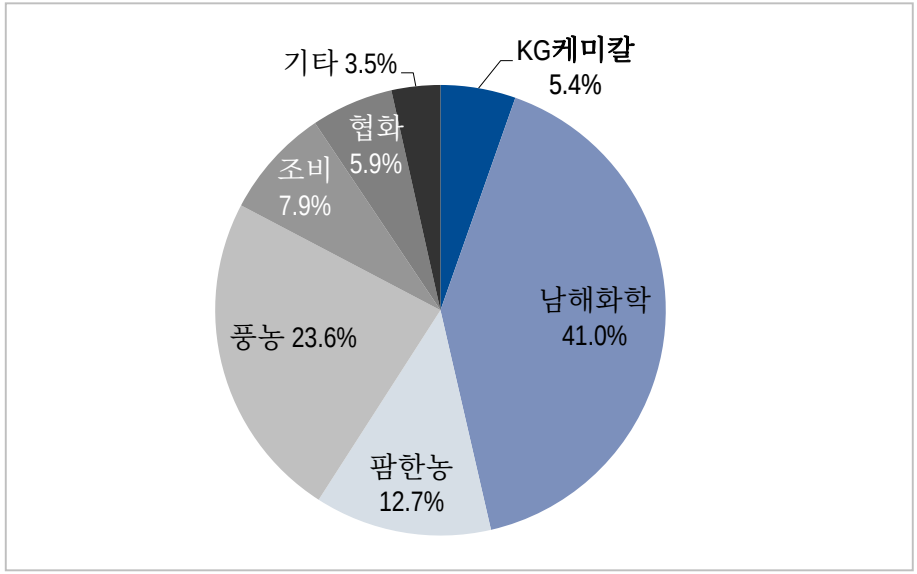
- 비료 사업의 경우 국내 1위 비료회사 남해화학의 점유율 기준 5위권
- 최근 회사가 집중하고 있는 상사, 유통 부문은 향후 실적의 핵심 성장 축이 될 것으로 보이며 요소, 수산화알루미늄 유통 사업의 확장 기대
- 요소의 경우 동사는 중국 수출 쿼터제로 인도네시아 공급망 확보. 현재 5만톤 수준의 도입이 예상되고, 자가소비(2만~3만톤) 외 잉여분을 2026년부터 판매할 예정. 수급량은 향후10만톤까지 늘어날 전망
- 수산화알루미늄 또한 연 4만~5만톤 규모로 인도네시아에서 도입. 이 또한 중국 루트 대체할 수 있고 유통 마진이 확보되어 외부 판매 확대 예상

꾸준히 우상향 중인 화학 사업 영업이익률



자료: KG케미칼, NH투자증권 리서치본부

비료 시장 내 점유율은 5.4%

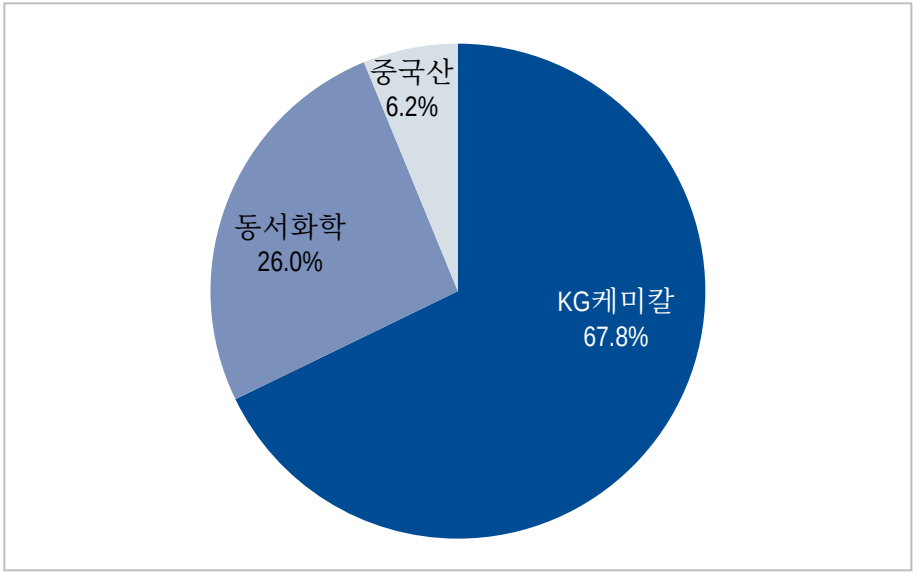


자료: KG케미칼, NH투자증권 리서치본부

건설소재와 수처리 소재는 안정적 공급 가능

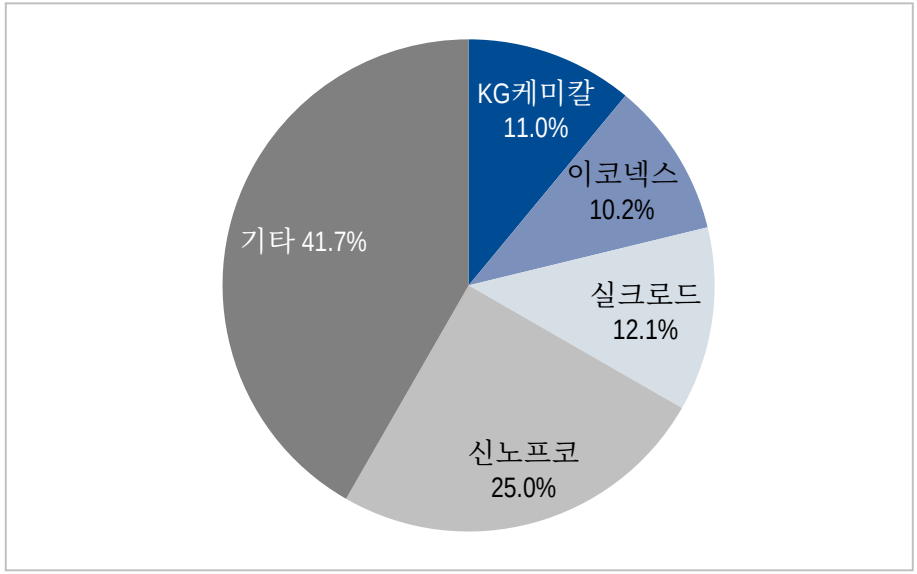
- 건설소재 부문에서는 콘크리트 혼화제인 PNS(Poly Naphthalene Sulfonate, 2세대)와 PCE(Polycarboxylate Ether, 3세대)를 생산
- PNS 시장은 국내에서 사실상 동사와 동서화학 2개사가 독과점 구조를 형성하고 있으며, 동사 해당 부문 영업이익률 15% 안팎으로 추정
- 최근 미국 인프라 투자 확대에 따른 수요 증가로 PNS 수출이 늘어나고 있음. 최근 페인트, 석고보드 등에 첨가되는 등 적용처 확대
- 환경, 수처리 부문은 회사의 또 다른 안정적인 캐시카우. 동사는 수처리제(대표적으로 PACS)를 OEM 방식이 아닌 자체 생산 방식으로 공급하며, 국내 정수장 시장 점유율 60% 이상을 차지

2세대 PNS 시장에서 압도적인 시장 점유율 보유



자료: KG케미칼, NH투자증권 리서치본부

3세대 PCE 시장은 경쟁 업체가 상대적으로 많은 편



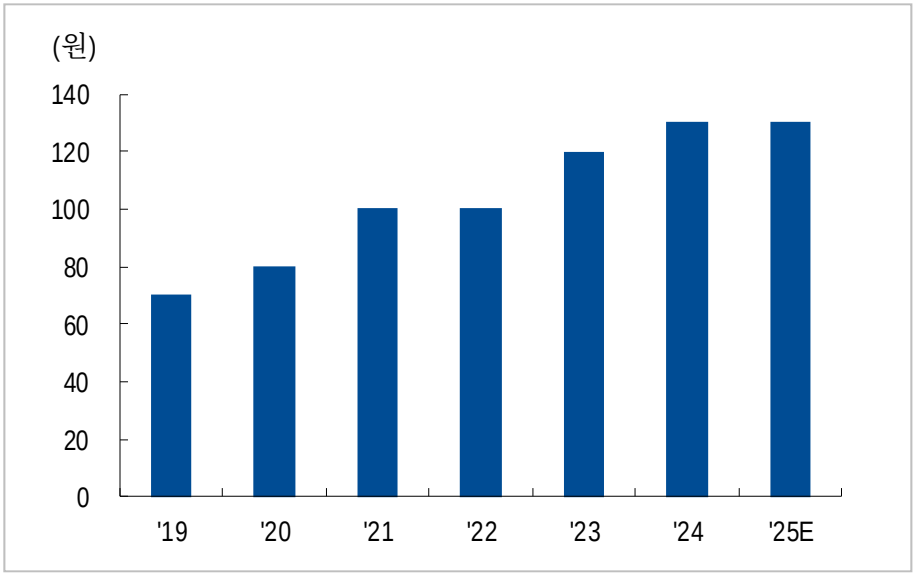
자료: KG케미칼, NH투자증권 리서치본부

미드스몰캡

KG그룹의 지배구조 상단 기업으로 적극적인 밸류업 추진 중

- 그룹 차원의 적극적인 밸류업 정책(배당+자사주 매입)도 병행하고 있어 주주가치 제고 중
- 별도 순이익 대비 배당성향 35% 이상 유지할 계획이며, 자사주 매입 또한 추가
- 2025년 기준 배당 80억원 + 자사주 매입 60억원을 포함하면 70% 이상의 주주환원율 달성. 추가 자사주 매입 규모 150억원 계획
- KG케미칼은 지배구조상 KG제로인과 합병 계획이 없음을 명확히 하고 있음. 다만 중장기적으로 추가 M&A 전략을 논의 중이며, KG케미칼 자체적으로도 상사 사업 확대와 관련한 신규 M&A 기회를 모색 중

꾸준히 올라가는 배당수익률



자료: KG케미칼, NH투자증권 리서치본부

2025년 초 공시한 기업가치 제고 계획

□ 목표설정 및 실행계획

① 2030년까지 연결 ROE 13~15%
- 전사적 수익성 개선 활동 강화
- 운전자본의 효율화

② 주주환원 강화
- 3년간(FY25~27) 150억원 규모의 자사주 매입 및 소각
- 주주환원율 35% 이상 유지(별도기준)

③ ESG경영
- 지배구조 핵심지표 70% 이상 추진
- 투자자 유형별 소통방안 다각화

자료: KG케미칼, NH투자증권 리서치본부

미드스몰캡

투자유망종목 10: 비츠로셀(082920.KQ)

- 비츠로셀은 1987년 설립되어 2009년 코스닥 시장에 상장한 리튬1차전지 전문 기업
- 리튬1차전지는 재충전이 불가능한 일회성 전지로, 2차전지 및 망간·알카라인 1차전지 대비 에너지 밀도가 높고, 저장 기간이 길며, 극한의 온도에서 안정적으로 작동하는 특성 보유. 이에 스마트 그리드, 통신 인프라, 군수 장비, 석유·가스 시설 및 장비 등에 폭넓게 사용
- 리튬1차전지 산업은 기술적 진입장벽이 높고, 초기 투자비용이 크며, 높은 제품 신뢰성이 요구되어 시장 진입에 오랜 기간 소요
- 동사는 30년 이상 축적된 기술력을 기반으로 Li/$SOCl_2$전지 글로벌 선두 업체인 SAFT, Tadiran에 이어 시장 점유율 3위 기록. 글로벌 스마트 그리드용 리튬1차전지 시장 점유율은 1위

실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	210.8	255.0	320.0	360.0
영업이익	51.9	62.5	81.6	94.7
영업이익률 (%)	*24.6*	*24.5*	*25.5*	*26.3*
EBITDA	66.1	73.6	90.0	101.1
순이익	51.3	55.0	70.1	81.7
지배지분 순이익	51.3	55.0	70.1	81.7
EPS (원)	2,253	2,404	3,064	3,570
PER (배)	9.4	10.6	8.3	7.1
PBR (배)	1.7	1.8	1.5	1.3
ROE (%)	19.9	18.0	19.7	19.5
Net Debt(-Cash)	- 151.3	- 190.6	- 240.0	- 292.5

현재가(11/7, 원)	25,450	외국인지분율	30.7%
시가총액(십억원)	582.1	배당수익률('25E)	1.9%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

비츠로셀 주요 제품 라인업

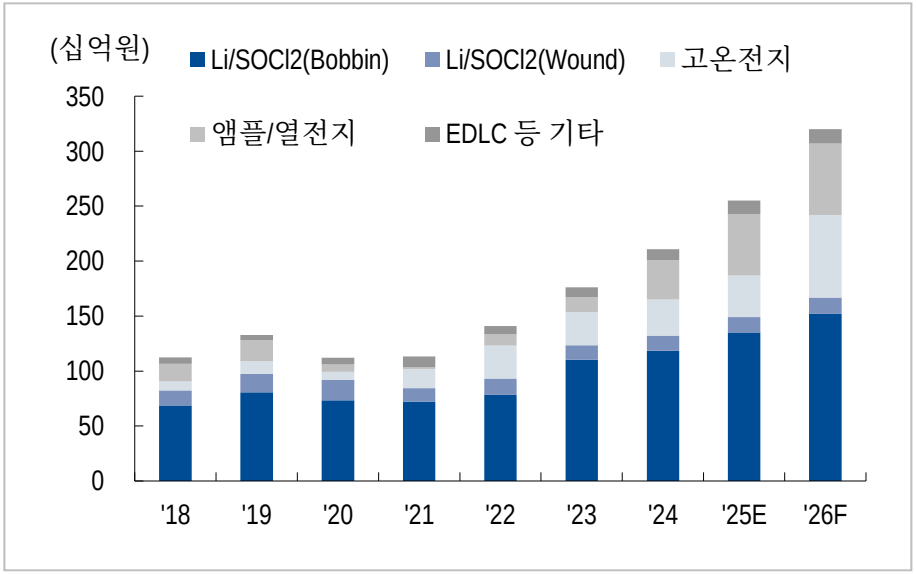


자료: 비츠로셀, NH투자증권 리서치본부

다방면으로 확대되는 전방 산업 수요

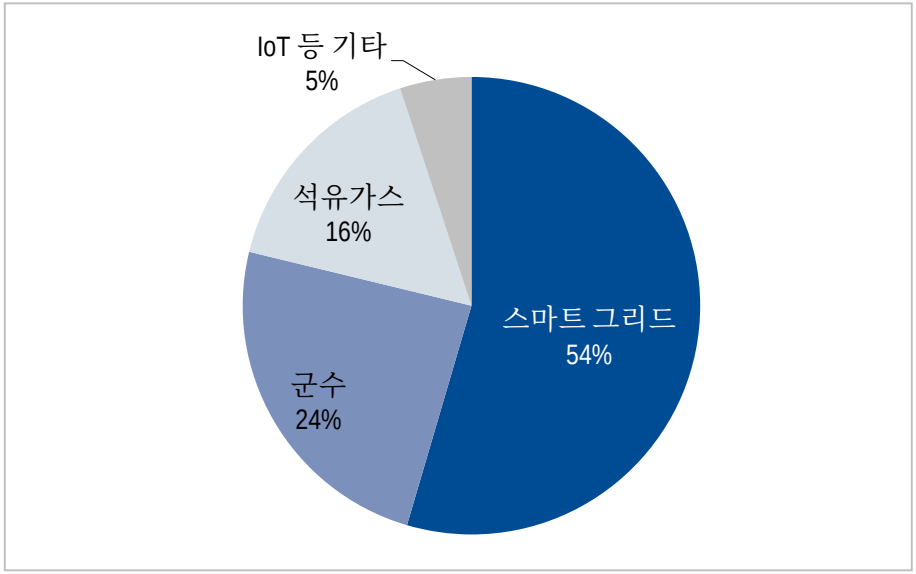
- 신재생 발전설비 증가와 더불어 데이터 기반 에너지 사용 효율화 정책 또한 지속 확대되며 전 세계적으로 스마트 그리드 도입이 확대되고 있으며, 전력뿐 아니라 수도, 가스 등 다양한 인프라 자원에도 도입되는 추세. 이에 동사 Li/$SOCl_2$ 리튬1차전지 매출 동반 성장
- 석유·가스 시추 장비 및 파이프라인 모니터링 등 극한의 환경에서 사용되는 고온전지 수요 또한 트럼프 2기 정부의 석유·가스 개발 규제 완화 및 화석연료 생산 확대 정책에 힘입어 지속 증가할 것으로 전망
- 앰플전지(필요 시 충격으로 활성화되는 고신뢰성 군사용 1차전지) 매출 또한 국내 방산기업들의 글로벌 수주 성과 확대로 동반 증가할 전망. 유도무기를 비롯해 전투용 드론, 지능형 포탄 등에 쓰이는 열전지 또한 지능형 무기체계 확대 추세와 더불어 수요가 크게 증가하고 있어 높은 성장성 기대

제품군별 매출액 추이 및 전망



자료: 비츠로셀, NH투자증권 리서치본부 전망

전방 산업군별 매출 비중(2024년 기준)



자료: 비츠로셀, NH투자증권 리서치본부

주주환원 정책까지 다방면으로 모범생

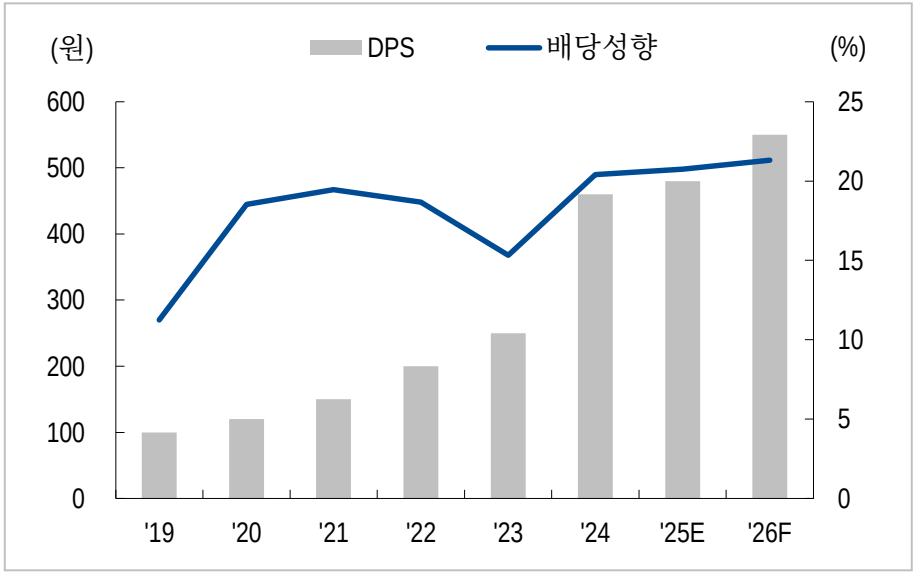
- 동사는 2024년 6월 정부의 밸류업 정책에 동참하고, 주주가치 제고 및 투자자의 사전예측 가능성을 제공하기 위해 주주환원 정책 공시. 2024~2026년 사업연도 기간 동안 별도 당기순이익의 최소 20% 이상을 배당금으로 지급하겠다고 발표
- 2025년 6월에는 기업가치 제고 계획을 공시. 2030년 목표 매출액 6,000억원, 영업이익 1,600억원(영업이익률 26.7%) 발표와 더불어 전방 산업군별 시장 점유율 확대, 2차전지 소재, 리튬메탈 Value chain 중심 신규 사업모델 확장, 주주환원 확대, ROE 제고, ESG 경영 강화 등 다양한 기업가치 제고 전략 발표
- 2025년 9월 고온전지 사업 강화를 위해 캐나다 배터리 팩 기업 Innova Power Solutions를 인수하는 등 주주환원, 기업가치 제고 노력과 더불어 잉여 현금을 활용한 사업 확장 노력 또한 지속 중

비츠로셀 기업가치 제고 세부 항목

매출/영업이익 지속성장	2030년 목표 매출액 6,000억원
	영업이익 1,600억원, 영업이익률 26.7%
전방 산업군별 시장 점유율 확대	
신규사업모델 확장	2차전지 소재, 리튬메탈 Value chain 중심의 신규 사업 진출
	2030년 신규사업 매출 비중 전체 매출액의 11% 수준까지 성장 추진
주주환원	2024~2026년 배당성향 최소 20% 이상
	2027년 이후 배당성향 25% 이상 검토
	6개월 평균주가 35,000원 초과 시 단계적 무상증자 검토
ROE 제고	2030년 연결 ROE 25% 이상 달성 목표
ESG 경영 강화	ESG 주요 활동 및 성과에 대한 투명한 공개
	2025년 EcoVadis "Silver Medal" 획득(상위 6%)

자료: 비츠로셀, NH투자증권 리서치본부

DPS 및 별도 기준 배당성향 추이 및 전망



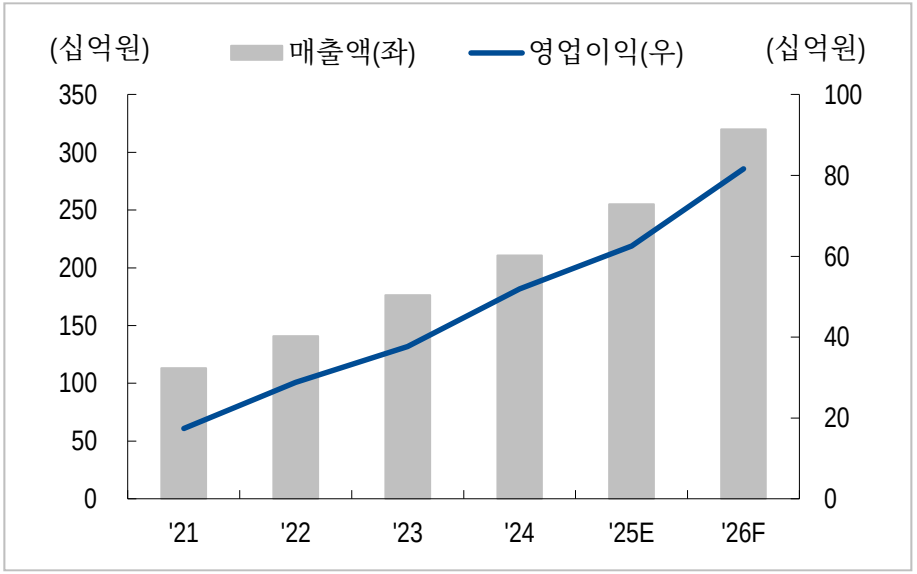
자료: 비츠로셀, NH투자증권 리서치본부 전망

미드스몰캡

전력기기 및 방위 산업과 동행할 실적 성장, Valuation 매력 또한 높아

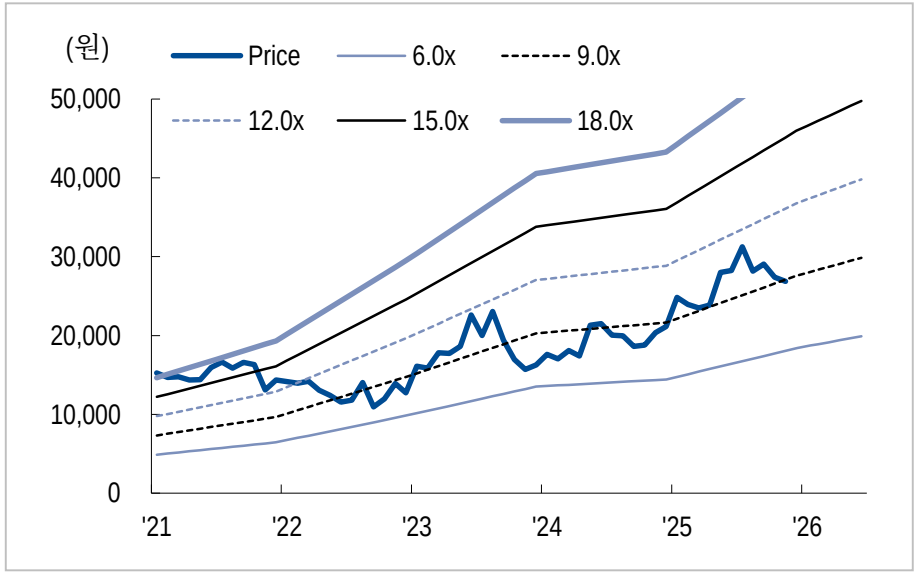
- 2025E 매출액 2,550억원(+21.0% y-y), 영업이익 625억원(+20.5% y-y, 영업이익률 24.5%), 2026F 매출액 3,200억원(+25.5% y-y), 영업이익 816억원(+30.5% y-y)으로 고성장세 지속 전망
- 스마트 그리드를 비롯해 석유·가스, 방산 등 다양한 산업 분야에서 1차전지 수요가 확대되고 있으며 동사 또한 기술력과 오랜 업력을 바탕으로 전방 수요 확대에 대응하며 고성장을 지속할 것으로 기대
- 국내 전력기기 및 방산 기업들의 기업가치가 실적의 큰 폭 증가로 재평가 받고 있는 바, 전방 산업 성장에 따른 수혜가 기대되는 동사 역시 실적 고성장 및 기업가치 재평가 전망

매출액 영업이익 추이 및 전망



자료: 비츠로셀, NH투자증권 리서치본부 전망

12M Fwd PER Band Chart



자료: 비츠로셀, NH투자증권 리서치본부 전망

미드스몰캡

투자유망종목 11: 애니플러스(310200.KQ)

- 동사는 일본 애니메이션 콘텐츠를 케이블 채널, OTT(인터넷 기반 콘텐츠 스트리밍 서비스), 극장 등에 방송·유통·배급하고 있으며, 이외 자체 OTT 플랫폼 운영, MD 제작·유통, 전시 기획, 드라마 제작 등 다양한 분야로 사업 영역을 확장하며 종합 미디어 콘텐츠 기업으로 성장
- 주요 사업은 크게 방송, 콘텐츠, MD, 이벤트, 영화로 구분. 동사 및 자회사 애니맥스는 애니메이션 콘텐츠의 방송, 유통, 배급을 담당하며 업계 최대 규모 애니메이션 전문 OTT 플랫폼 자회사 '라프텔'을 통해 OTT 사업으로 영역을 확장
- 또한 '애니플러스샵' 온·오프라인 매장을 통해 자체 제작 MD 및 수입 상품을 판매하는 동시에 IP를 활용한 컬래버카페 운영 중. 이외에도 해외 방송 사업 및 굿즈 제작, 미디어아트 전시 기획 및 드라마 제작 등으로도 사업 영역을 확장하며 종합 미디어 콘텐츠 기업으로 성장

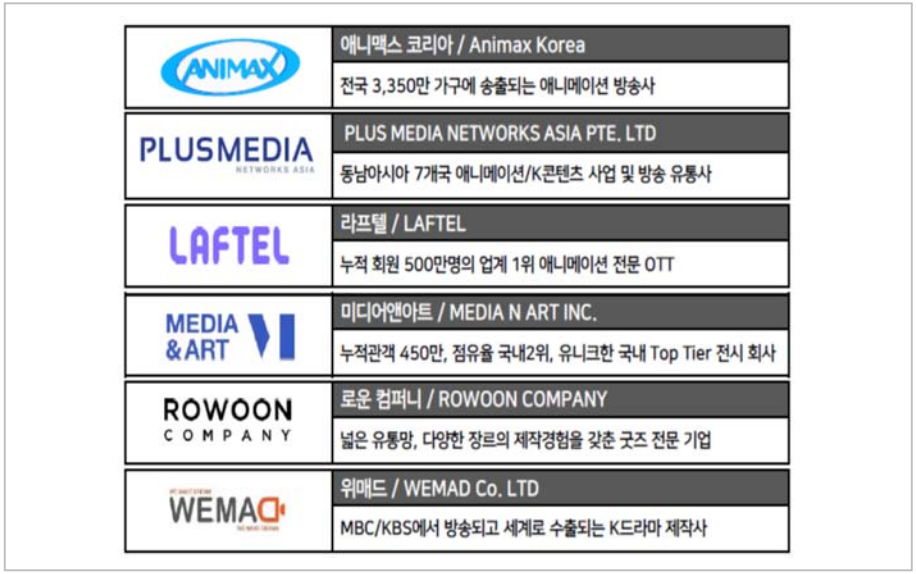
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	131.0	160.0	168.0	200.0
영업이익	25.1	33.6	32.2	45.0
영업이익률 (%)	*19.2*	*21.0*	*19.1*	*22.5*
EBITDA	50.4	50.4	45.5	55.6
순이익	15.6	18.7	17.6	27.6
지배지분 순이익	15.6	18.7	17.6	27.6
EPS (원)	344	382	337	529
PER (배)	7.5	9.3	10.5	6.7
PBR (배)	1.0	1.6	1.5	1.5
ROE (%)	15.2	16.3	14.7	22.5
Net Debt(-Cash)	-8.2	-39.6	-67.1	-90.6

현재가(11/7, 원)	3,535	외국인지분율	6.0%
시가총액(십억원)	184.4	배당수익률('25E)	7.6%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

애니플러스 주요 자회사

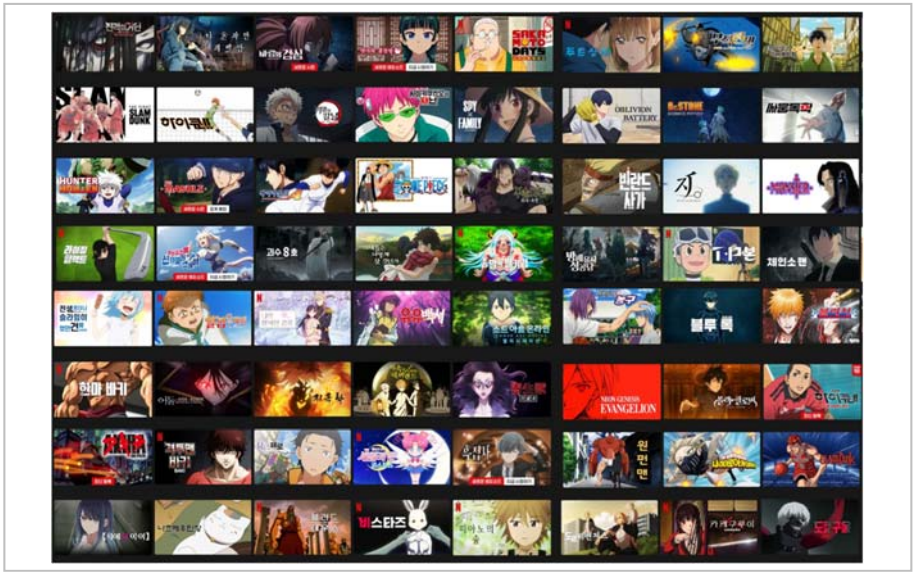


자료: 애니플러스, NH투자증권 리서치본부

새로운 성장기를 맞이한 일본 애니메이션 산업

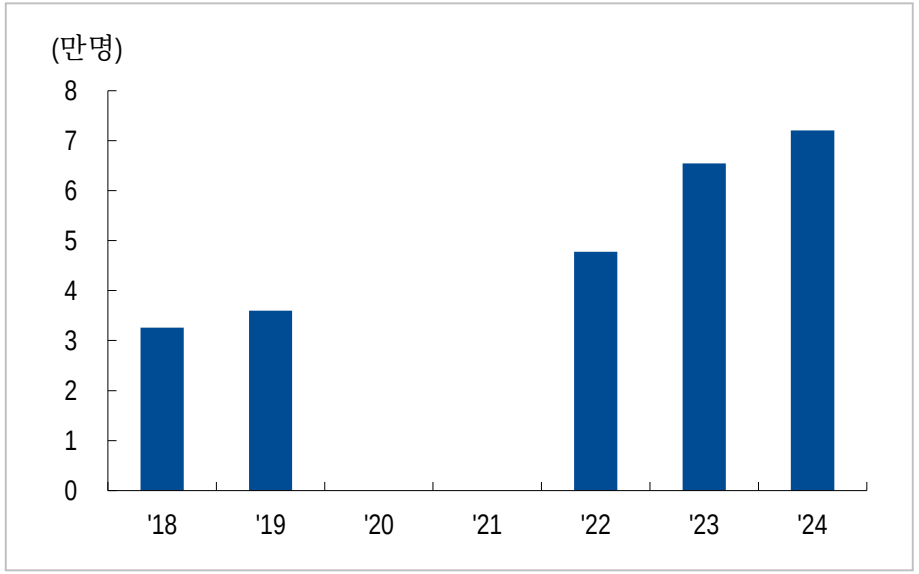
- 일본 애니메이션 산업은 만화책, 라이트 노벨, 게임 등에서 나오는 풍부한 IP를 바탕으로 꾸준한 성장을 지속하고 있으며, OTT 플랫폼 서비스 등장 이후 새로운 성장기를 맞이함
- 애니메이션 콘텐츠는 드라마, 영화에 비해 제작 비용이 적게 들고, 등장인물, 장소 설정이 자유로우며, 국가와 문화를 초월한 콘텐츠를 만들기 용이해 글로벌 시장 공략에 유리. 또한 플랫폼 가입자 유치 측면에서도 폭넓은 연령층을 확보할 수 있고, 대부분의 작품들이 시즌제로 연재되어 장기간 가입자를 유지할 수 있는 등 다양한 강점 보유
- 이에따라 애니메이션 작품 공급이 증가하고 OTT 등을 통한 접근성도 확대되고 있는 상황. 연간 일본 신작 애니메이션의 약 80%가량을 국내 시장에 배급, 유통하고 있는 동사는 애니메이션 시장과 동반 성장 중

넷플릭스에서 볼 수 있는 다양한 애니메이션



자료: 넷플릭스, NH투자증권 리서치본부

AGF(Anime X Game Festival) 관람객 수 추이



자료: 애니플러스, NH투자증권 리서치본부

미드스몰캡

귀멸의 칼날 '무한성편' 개봉과 더불어 다양한 사업 시너지 창출

- 자회사 애니맥스에서 수입 판권을 보유한 2025년 8월 22일 개봉작 극장판 '귀멸의 칼날: 무한성편'은 역대 일본 애니메이션 극장판 한국 최다 관객수 기록을 경신. 이외에도 '진격의 거인', '체인소 맨' 등 극장판이 큰 흥행을 거두는 등 일본 애니메이션이 주류 문화로 자리잡는 추세
- 관련 팬덤 문화가 확산하는 상황 속 동사는 애니메이션 방송·유통뿐만 아니라 굿즈, 전시/이벤트, OTT 등 다방면으로 사업을 전개 중인 바 사업 시너지 또한 확대되는 중
- 귀멸의 칼날의 경우 다양한 굿즈를 제작하여 극장에서 판매하였으며, 애니플러스샵을 통한 MD 수입 유통 및 컬래버 카페 운영, 극장판 및 구작 VOD 판매 등 티켓 매출 외에도 IP를 활용한 다양한 수익 모델에 기반해 성과 창출. 애니메이션 전문 OTT 자회사 라프텔 또한 견조한 MAU(월간 활성 사용자 수) 지표를 기록하며 성장 중

역대 일본 애니메이션 극장판 한국 흥행 순위

제목	개봉일	관객수(만명)
귀멸의 칼날: 무한성편	2025년	560
스즈메의 문단속	2022년	558
더 퍼스트 슬램덩크	2022년	490
너의 이름은.	2016년	367
하울의 움직이는 성	2004년	302
체인소 맨: 레제편	2025년	297
귀멸의 칼날: 무한열차편	2020년	219

자료: 영화진흥위원회, NH투자증권 리서치본부

메가박스에서 판매한 귀멸의 칼날 일륜도 키링



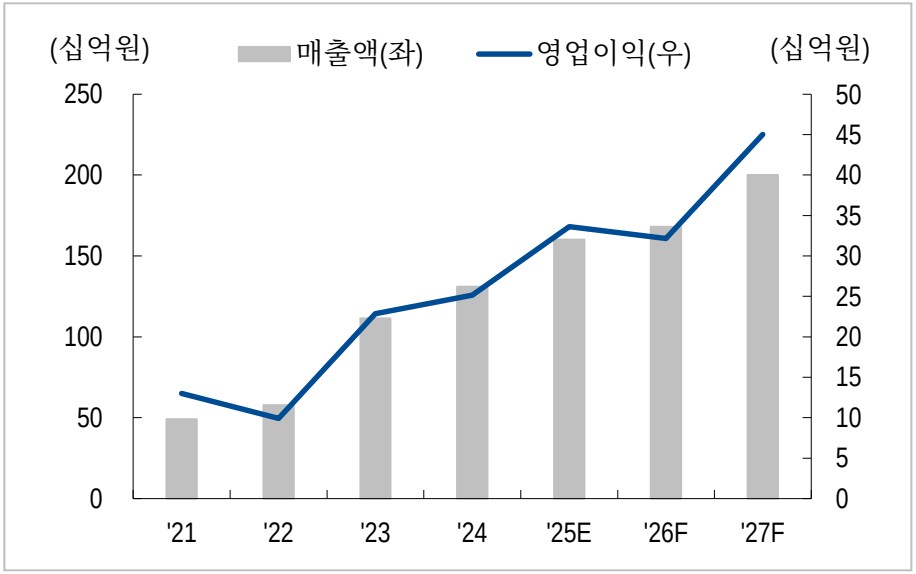
자료: 메가박스, 애니플러스, NH투자증권 리서치본부

미드스몰캡

일시적 유행이 아닌 중장기 트렌드로 자리잡을 전망

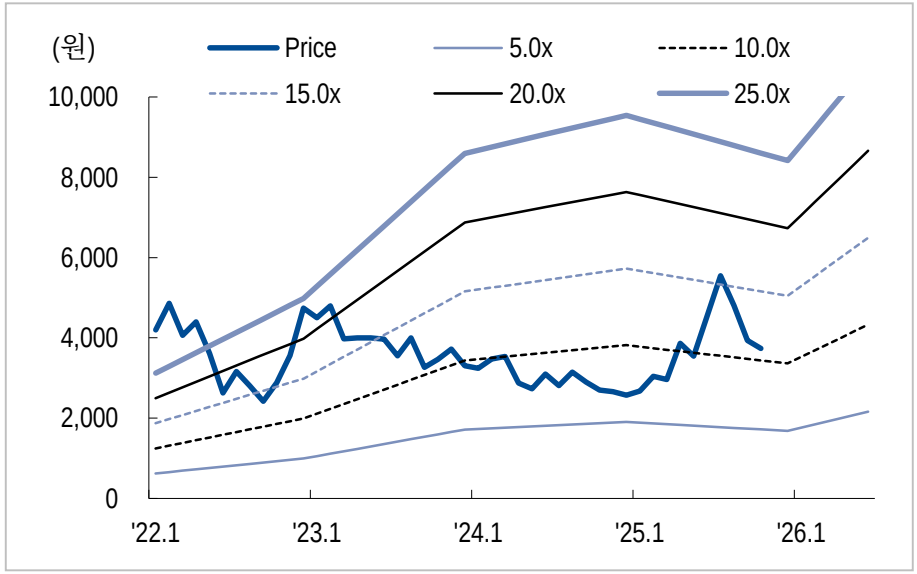
- 동사 주가는 귀멸의 칼날 극장판 개봉 기대감으로 크게 상승하였으나 개봉 이후 대작 부재 우려 등으로 인해 지속 하락
- 그러나 과거 일부 마니아층 장르로 여겨졌던 일본 소년물 애니메이션은 MZ 세대를 중심으로 팬덤층이 지속 확대되고 있으며, 이는 일시적 일시적인 유행이 아닌 중장기 트렌드로 자리잡을 전망
- 이에 국내 일본 애니메이션 관련 사업을 주도하고 있는 동사 실적 성장 및 기업가치 지속 상승 기대. 중장기적 관점에서 사업 성과와 더불어 주주환원 정책 또한 이어질 것으로 기대되며, 극장판 대작 부재에도 불구 2026년에도 견조한 실적 시현할 것으로 전망

연간 매출액 영업이익 추이 및 전망



자료: 애니플러스, NH투자증권 리서치본부 전망

12M Fwd PER Band Chart



자료: 애니플러스, NH투자증권 리서치본부 전망

미드스몰캡

투자유망종목 12: SAMG엔터(419530.KQ)

- 국내 최고의 키즈IP 기업으로 2018년 미니특공대, 2020년 캐치티니핑 론칭. 2022년 12월 코스닥 시장에 상장
- 매출은 완구 판매와 콘텐츠 제작, 라이선스 등으로 다변화되어 있고 콘텐츠와 완구 제작을 직접하기 때문에 콘텐츠 흥행에 따른 업사이드가 큼
- 2024년 3분기까지 적자 기록했으나, 2024년 4분기부터 매출 성장과 비용 구조 개선 두드러지면서 큰 폭의 턴어라운드 달성
- 예상 연간 영업이익은 2025년 234억원, 2026년 297억원으로 IP 기업으로서의 면모를 드러낼 것

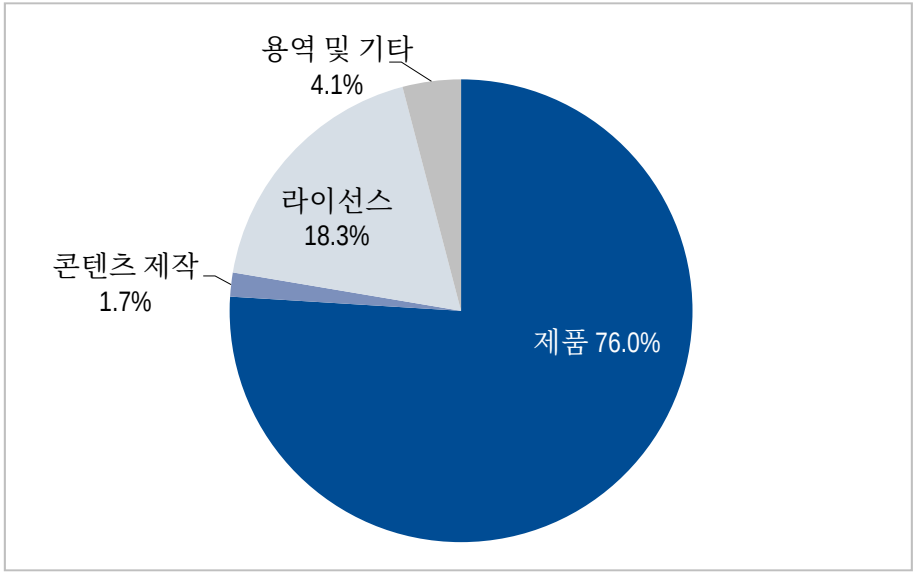
실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	116.4	146.5	172.7	200.4
영업이익	-6.1	23.4	29.7	37.3
영업이익률 (%)	-5.2	16.0	17.2	18.6
EBITDA	5.9	38.0	41.6	47.8
순이익	-19.4	15.0	27.9	32.7
지배지분 순이익	-19.4	15.0	27.9	32.7
EPS (원)	-2,263	1,648	2,869	3,358
PER (배)	N/A	29.0	16.7	14.2
PBR (배)	3.8	10.6	6.5	4.4
ROE (%)	-52.2	41.1	48.2	37.0
Net Debt(-Cash)	-18.9	-33.8	-65.1	-100.1

현재가(11/7, 원)	47,800	외국인지분율	8.1%
시가총액(십억원)	465.3	배당수익률('25E)	0.0%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

완구 제품 매출이 주력이며, 고마진의 라이선스 매출 비중 상승

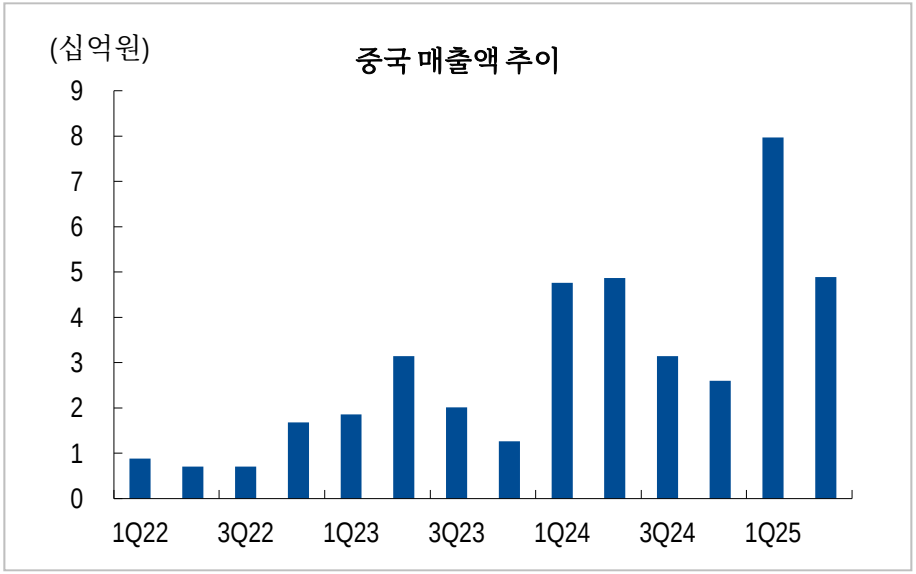


자료: SAMG엔터, NH투자증권 리서치본부

중국에서는 메탈카드봇이 흥행 중

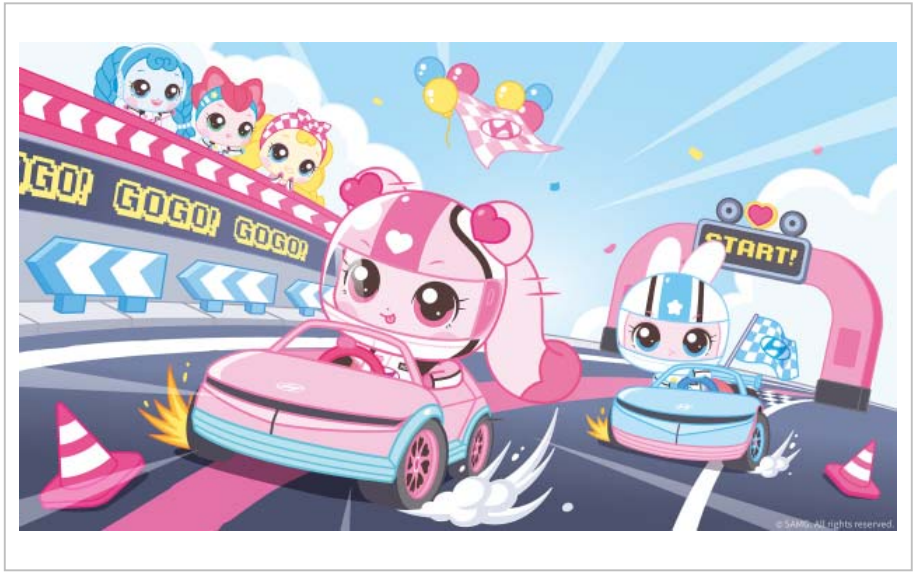
- 중국 광저우 법인 매출액은 2025년 상반기에만 129억원으로 전년 대비 대폭 성장(2024년 연간 매출 154억원)
- 이는 '캐치! 티니핑'의 인기를 넘어선 '메탈카드봇' 흥행 영향. 중국 내 Top 3 OTT(아이치이, 유쿠, 텐센트) 내에서 티니핑을 넘어서며 1위를 달성. 최근 동사 중국 성장뿐 아니라 국내 라이선스 사업 확장에 대한 시장의 관심도 증가
- 2분기 현대차와의 컬래버레이션 등 대기업과 협업 레퍼런스를 쌓으며 블록버스터 IP 기업으로 자리매김

메탈카드봇 흥행으로 중국 매출 성장도 양호



자료: SAMG엔터, NH투자증권 리서치본부

현대차와의 컬래버 매출은 2025년 2분기 실적 반영



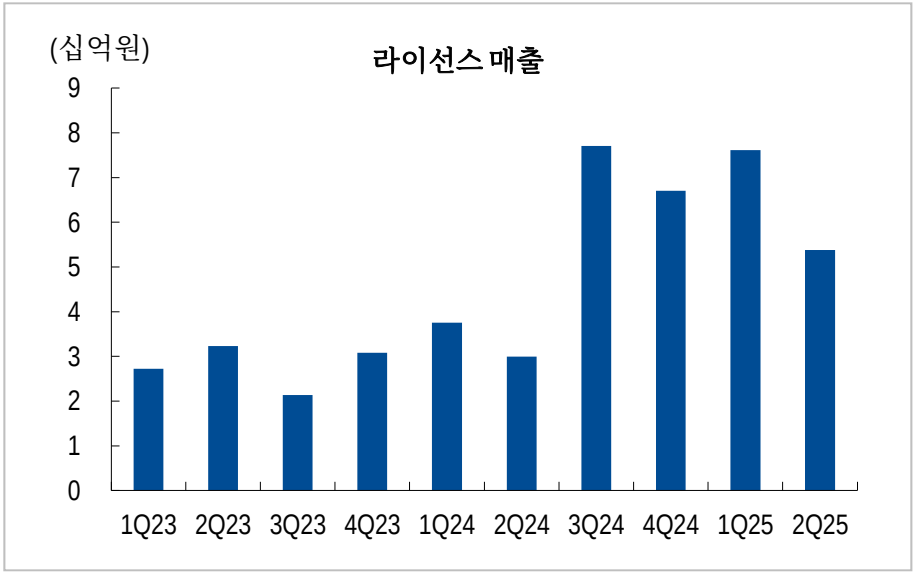
자료: SAMG엔터, NH투자증권 리서치본부

미드스몰캡

글로벌 시장 확대를 위한 다수의 파트너사와의 협력

- 2024년 3분기 영화 '사랑의 하츄핑' 흥행 이후 완구와 라이선스 매출이 동시에 큰 폭 성장하고 있으며, 에스엠과의 컬래버 사업 본격 진행되면서 실적 기여 확대될 전망
- 2025년 3분기 에스엠 '에스파핑', '하투하핑' 공개 및 관련 MD와 굿즈 출시. 두 아이돌에 이은 추가 아티스트 공개 예상
- 에스엠과의 협업 시너지는 향후 확대될 것으로 기대. SAMG엔터 글로벌 시장 확대를 목표로 하고 있는 바, 협업 대상은 에스엠 뿐만 아니라 인도네시아 현대차 등 OSMU(One Source Multi Use) 전략으로 점차 늘어날 전망

F&B 등 다수 채널에서 라이선스 매출 발생 중이며 한 단계 레벨 업



자료: SAMG엔터, NH투자증권 리서치본부

에스엠과의 협업으로 에스파핑 출시

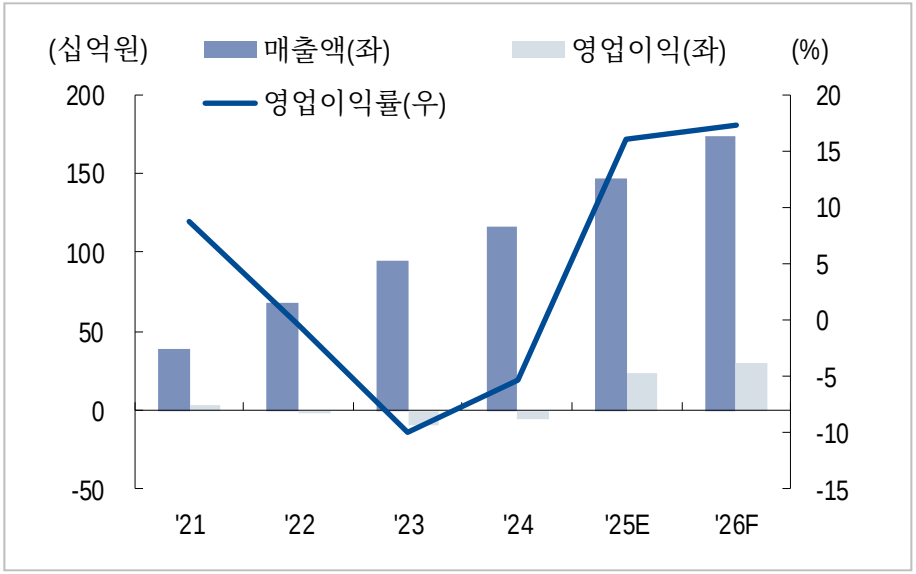


자료: SAMG엔터, NH투자증권 리서치본부

실적 개선은 현재 진행형, 타깃 투 트랙 전략 추진

- 2024년 구조조정 효과가 가시화되었고, 2024년 3분기 Big Bath(과거 누적 손실 또는 부실을 회계상 한꺼번에 반영해 이후 실적을 개선) 이후 4분기부터 2025년 상반기까지 드라마틱한 실적 개선 시현
- 탑라인 성장폭이 확대되면서 주가도 대폭 반등. 2Q25 매출액 355억원(+45.9% y-y), 영업이익 54억원(흑자전환 y-y)으로 호실적 달성. 2025년 매출액은 1,465억원(+25.8% y-y), 영업이익 234억원(흑자전환 y-y)으로 턴어라운드 클 것
- 동사는 타깃 투 트랙 전략 추진 중. 주요 타겟 시장이 4~7세 시장과 10~30세 시장 동시 공략. 기아타이거즈 캐치티니핑 유니폼 사업 등을 통해 이미 가능성을 충분히 확인

2025년부터 본격적인 IP 기업으로서의 영업이익률 시현



자료: SAMG엔터, NH투자증권 리서치본부

기아타이거즈 캐치티니핑 유니폼 컬래버레이션

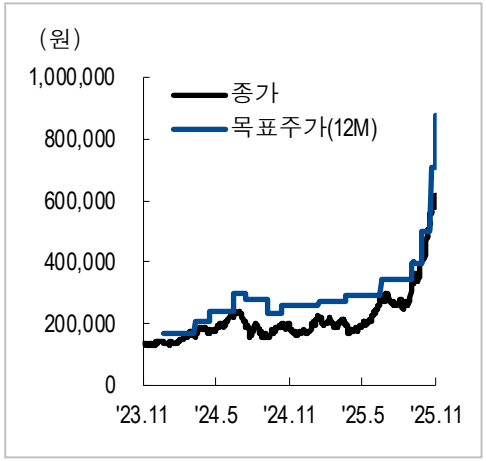


자료: SAMG엔터, NH투자증권 리서치본부

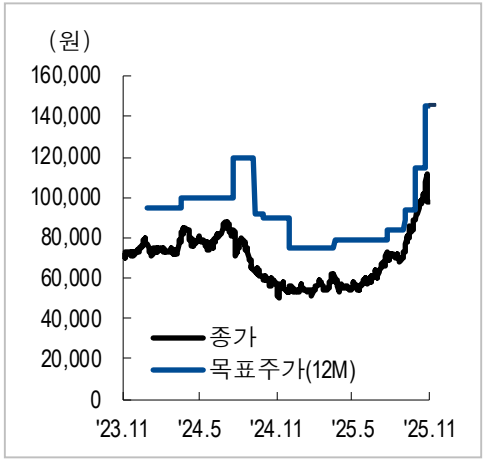
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
				평균	최저/최고
SK하이닉스	2025.11.12	Buy	860,000원(12개월)	-	-
	2025.10.30	Buy	710,000원(12개월)	-16.5%	-12.7%
	2025.10.10	Buy	500,000원(12개월)	-5.1%	11.6%
	2025.09.16	Buy	395,000원(12개월)	-10.3%	0.1%
	2025.07.01	Buy	345,000원(12개월)	-21.6%	-11.9%
	2025.04.01	Buy	290,000원(12개월)	-29.0%	1.0%
	2025.01.24	Buy	270,000원(12개월)	-25.1%	-18.1%
	2024.10.24	Buy	260,000원(12개월)	-29.3%	-13.3%
	2024.09.20	Buy	230,000원(12개월)	-21.5%	-14.8%
	2024.07.26	Buy	280,000원(12개월)	-37.1%	-28.7%
	2024.06.27	Buy	300,000원(12개월)	-24.3%	-19.7%
	2024.04.25	Buy	240,000원(12개월)	-16.4%	-1.0%
	2024.03.20	Buy	210,000원(12개월)	-14.4%	-10.3%
	2024.01.04	Buy	170,000원(12개월)	-13.2%	1.1%
	2023.10.26	Buy	158,000원(12개월)	-16.8%	-9.9%
삼성전자	2025.10.31	Buy	145,000원(12개월)	-	-
	2025.10.10	Buy	115,000원(12개월)	-15.0%	-9.5%
	2025.09.16	Buy	94,000원(12개월)	-11.3%	-5.3%
	2025.08.01	Buy	84,000원(12개월)	-16.2%	-13.6%
	2025.03.31	Buy	79,000원(12개월)	-25.2%	-8.1%
	2024.12.11	Buy	75,000원(12개월)	-26.1%	-17.6%
	2024.10.08	Buy	90,000원(12개월)	-37.1%	-32.2%
	2024.09.20	Buy	92,000원(12개월)	-32.1%	-29.7%
	2024.07.05	Buy	120,000원(12개월)	-38.4%	-30.8%
	2024.03.28	Buy	100,000원(12개월)	-19.5%	-12.2%
	2024.01.04	Buy	95,000원(12개월)	-21.9%	-15.9%
	2023.10.31	Buy	90,000원(12개월)	-19.8%	-11.6%

SK하이닉스 (000660.KS)



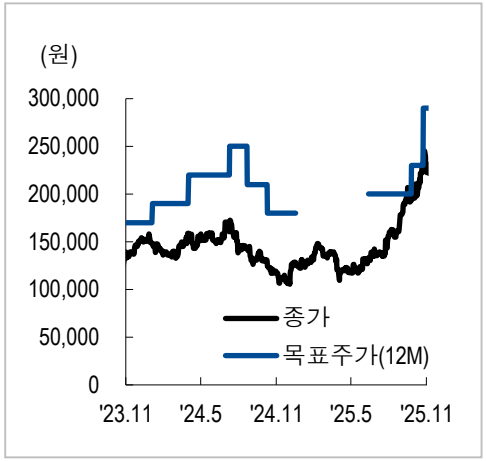
삼성전자 (005930.KS)



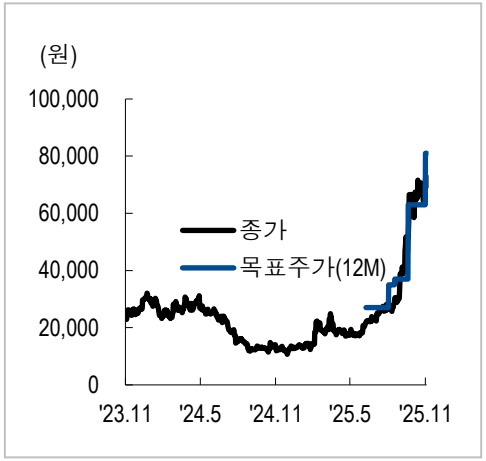
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
				평균	최저/최고
삼성전기	2025.10.30	Buy	290,000원(12개월)	-	-
	2025.10.01	Buy	230,000원(12개월)	-7.4%	0.9%
	2025.06.19	Buy	200,000원(12개월)	-20.7%	3.5%
			담당 Analyst 변경		
	2024.10.16	Buy	180,000원(12개월)	-30.4%	-17.7%
	2024.08.30	Buy	210,000원(12개월)	-36.3%	-30.9%
	2024.07.17	Buy	250,000원(12개월)	-39.6%	-30.9%
	2024.04.08	Buy	220,000원(12개월)	-29.9%	-22.5%
	2024.01.11	Buy	190,000원(12개월)	-25.1%	-16.4%
	2023.10.26	Buy	170,000원(12개월)	-15.8%	-7.0%
티엘비	2025.11.11	Buy	81,000원(12개월)	-	-
	2025.09.30	Buy	63,000원(12개월)	5.0%	13.7%
	2025.08.29	Buy	37,000원(12개월)	6.0%	40.5%
	2025.08.13	Buy	35,000원(12개월)	-20.8%	-13.1%
	2025.06.19	Buy	27,000원(12개월)	-8.6%	4.4%

삼성전기 (009150.KS)



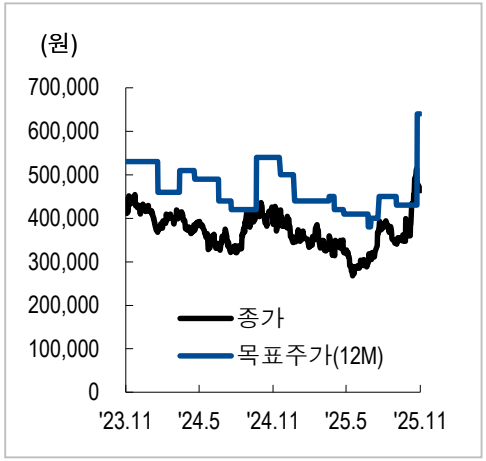
티엘비 (356860.KQ)



투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	제시일자	투자 의견	목표가	괴리율 (%)	
				평균	최저/최고
LG에너지솔루션	2025.10.31	Buy	640,000원(12개월)	-	-
	2025.09.09	Buy	430,000원(12개월)	-8.6%	19.5%
	2025.07.28	Buy	450,000원(12개월)	-16.9%	-12.4%
	2025.07.08	Buy	400,000원(12개월)	-18.5%	-8.0%
	2025.07.01	Buy	380,000원(12개월)	-18.7%	-16.2%
	2025.05.02	Buy	410,000원(12개월)	-28.0%	-20.1%
	2025.04.08	Buy	420,000원(12개월)	-19.5%	-16.7%
	2025.03.26	Buy	450,000원(12개월)	-25.2%	-20.0%
	2024.12.30	Buy	440,000원(12개월)	-20.5%	-12.4%
	2024.11.25	Buy	500,000원(12개월)	-23.3%	-16.1%
	2024.09.27	Buy	540,000원(12개월)	-24.8%	-19.2%
	2024.07.26	Buy	420,000원(12개월)	-12.8%	-1.4%
	2024.06.25	Buy	440,000원(12개월)	-21.5%	-14.8%
	2024.04.26	Buy	490,000원(12개월)	-26.4%	-19.8%
	2024.03.20	Buy	510,000원(12개월)	-24.2%	-18.7%
	2024.01.26	Buy	460,000원(12개월)	-13.8%	-8.8%
	2023.10.26	Buy	530,000원(12개월)	-21.0%	-6.9%

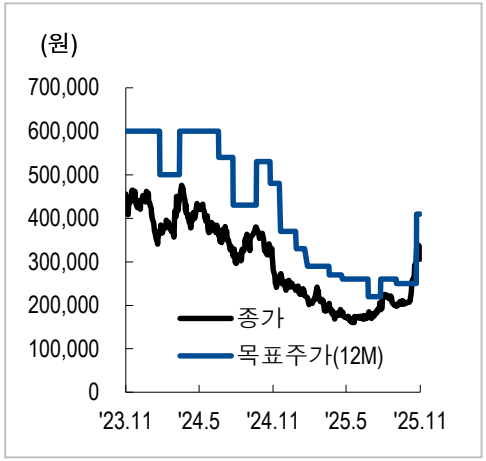
LG에너지솔루션 (373220.KS)



투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	제시일자	투자 의견	목표가	괴리율 (%)	
				평균	최저/최고
삼성SDI	2025.10.29	Buy	410,000원(12개월)	-	-
	2025.09.09	Buy	250,000원(12개월)	-10.2%	24.8%
	2025.08.01	Buy	260,000원(12개월)	-18.3%	-13.5%
	2025.07.01	Buy	220,000원(12개월)	-16.6%	-6.4%
	2025.04.28	Buy	260,000원(12개월)	-34.2%	-29.2%
	2025.03.26	Buy	270,000원(12개월)	-32.3%	-24.4%
	2025.03.26		유상증자로 인한 조정		
	2025.01.31	Buy	290,000원(12개월)	-26.3%	-14.8%
	2025.01.03	Buy	330,000원(12개월)	-27.9%	-24.4%
	2024.11.25	Buy	370,000원(12개월)	-30.9%	-24.7%
	2024.10.31	Buy	480,000원(12개월)	-41.1%	-29.7%
	2024.09.27	Buy	530,000원(12개월)	-33.9%	-27.5%
	2024.07.31	Buy	430,000원(12개월)	-20.3%	-9.9%
	2024.06.25	Buy	540,000원(12개월)	-33.3%	-27.9%
	2024.03.20	Buy	600,000원(12개월)	-30.5%	-30.9%
	2024.01.31	Buy	500,000원(12개월)	-20.4%	-8.1%
	2023.10.27	Buy	600,000원(12개월)	-27.6%	-15.7%

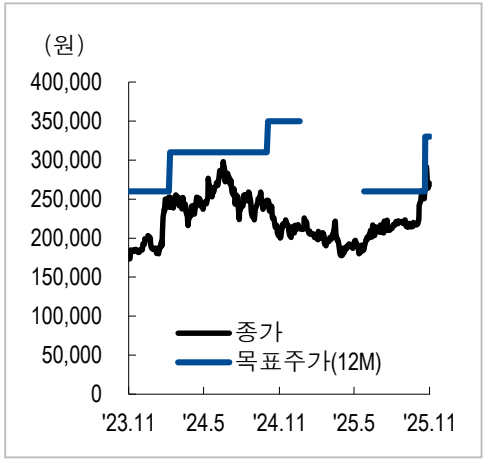
삼성SDI (006400.KS)



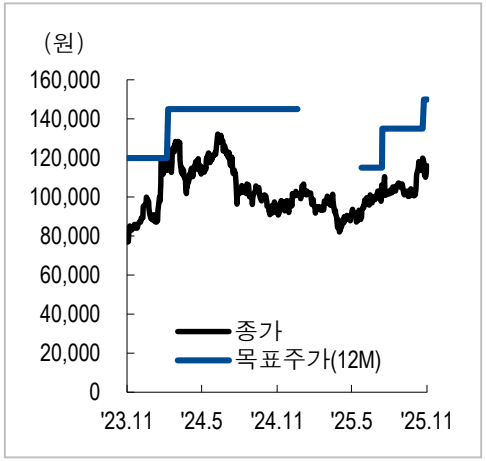
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
				평균	최저/최고
현대차	2025.10.31	Buy	330,000원(12개월)	-	-
	2025.06.04	Buy	260,000원(12개월)	-16.4%	1.9%
			담당 Analyst 변경		
	2024.10.12	Buy	350,000원(12개월)	-41.4%	-29.0%
	2024.02.19	Buy	310,000원(12개월)	-18.8%	-3.9%
	2023.10.27	Buy	260,000원(12개월)	-26.1%	-2.9%
기아	2025.11.03	Buy	150,000원(12개월)	-	-
	2025.07.28	Buy	135,000원(12개월)	-21.7%	-11.2%
	2025.06.04	Buy	115,000원(12개월)	-14.4%	-7.7%
			담당 Analyst 변경		
	2024.02.19	Buy	145,000원(12개월)	-27.9%	-8.8%
	2023.04.27	Buy	120,000원(12개월)	-28.2%	-0.4%

현대차 (005380.KS)



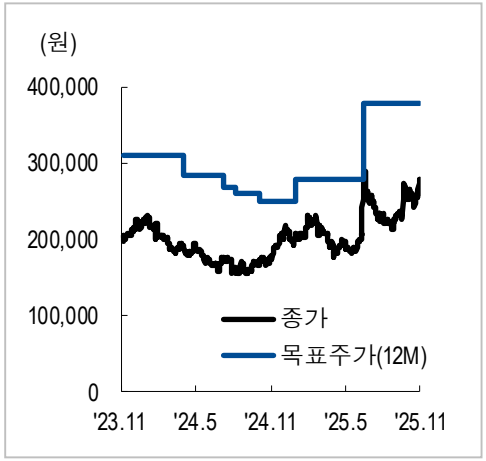
기아 (000270.KS)



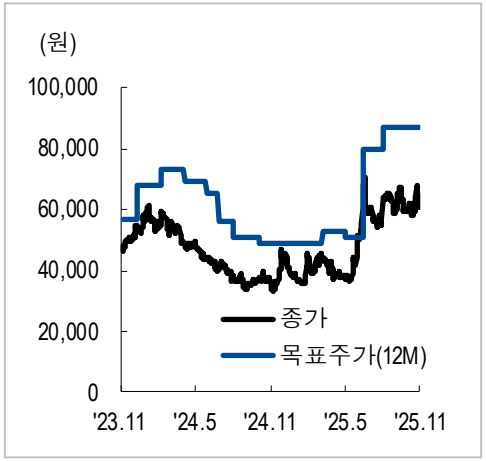
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
				평균	최저/최고
NAVER	2025.06.23	Buy	380,000원(12개월)	-	-
	2025.01.06	Buy	280,000원(12개월)	-27.2%	-3.8%
	2024.10.11	Buy	250,000원(12개월)	-23.7%	-12.8%
	2024.08.12	Buy	260,000원(12개월)	-37.2%	-33.7%
	2024.07.16	Buy	270,000원(12개월)	-37.0%	-34.1%
	2024.04.08	Buy	285,000원(12개월)	-38.0%	-31.6%
	2024.01.07	Buy	310,000원(12개월)	-34.7%	-25.3%
카카오	2025.08.08	Buy	87,000원(12개월)	-	-
	2025.06.23	Buy	80,000원(12개월)	-26.5%	-12.0%
	2025.05.09	Buy	51,000원(12개월)	-12.2%	30.6%
	2025.03.14	Buy	53,000원(12개월)	-24.2%	-17.0%
	2024.10.10	Buy	49,000원(12개월)	-19.8%	-4.9%
	2024.08.08	Buy	51,000원(12개월)	-29.0%	-24.1%
	2024.07.03	Buy	56,000원(12개월)	-27.8%	-23.7%
	2024.06.04	Buy	65,000원(12개월)	-34.8%	-31.5%
	2024.04.11	Buy	69,000원(12개월)	-31.9%	-27.8%
	2024.02.15	Buy	73,000원(12개월)	-26.1%	-19.6%
	2023.12.20	Buy	68,000원(12개월)	-17.5%	-10.1%
	2023.11.07	Buy	57,000원(12개월)	-12.5%	-3.7%

NAVER (035420.KS)



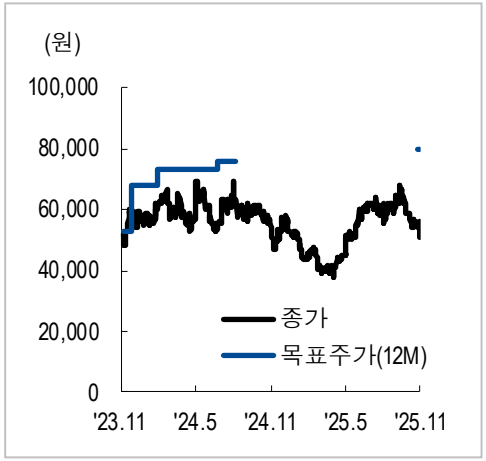
카카오 (035720.KS)



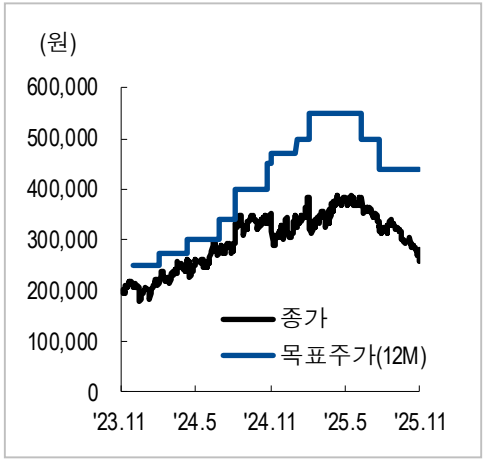
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
				평균	최저/최고
넷마블	2025.10.30	Buy	80,000원(12개월)	-	-
			조사분석 제한		
	2024.07.02	Buy	76,000원(12개월)	-30.8%	-8.7%
	2024.02.07	Buy	73,000원(12개월)	-18.0%	-4.9%
	2023.12.04	Buy	68,000원(12개월)	-15.8%	-9.3%
	2023.10.11	Buy	53,000원(12개월)	-13.1%	12.8%
크래프톤	2025.07.30	Buy	440,000원(12개월)	-	-
	2025.06.18	Buy	500,000원(12개월)	-29.3%	-26.9%
	2025.02.10	Buy	550,000원(12개월)	-34.6%	-29.8%
	2025.01.09	Buy	500,000원(12개월)	-29.9%	-23.4%
	2024.11.08	Buy	470,000원(12개월)	-32.9%	-26.3%
	2024.10.30	Buy	450,000원(12개월)	-24.7%	-22.0%
	2024.08.12	Buy	400,000원(12개월)	-16.4%	-12.8%
	2024.07.05	Buy	340,000원(12개월)	-16.6%	-13.4%
	2024.04.18	Buy	300,000원(12개월)	-13.3%	-1.0%
	2024.02.12	Buy	275,000원(12개월)	-13.9%	-6.5%
	2023.12.07	Buy	250,000원(12개월)	-18.4%	-10.8%

넷마블 (251270.KS)



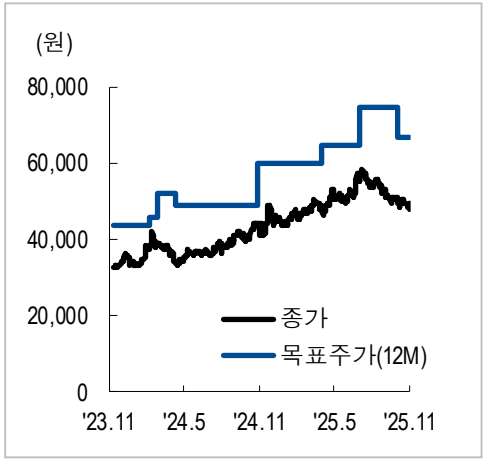
크래프톤 (259960.KS)



투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	제시일자	투자 의견	목표가	괴리율 (%)	
				평균	최저/최고
KT	2025.10.10	Buy	67,000원(12개월)	-	-
	2025.07.08	Buy	75,000원(12개월)	-28.1%	-22.1%
	2025.04.07	Buy	65,000원(12개월)	-21.0%	-11.2%
	2024.11.01	Buy	60,000원(12개월)	-22.9%	-15.5%
	2024.04.16	Buy	49,000원(12개월)	-21.9%	-9.5%
	2024.03.03	Buy	52,000원(12개월)	-27.8%	-24.9%
	2024.02.12	Buy	46,000원(12개월)	-14.6%	-8.3%
	2024.01.16	Buy	44,000원(12개월)	-19.4%	-12.4%

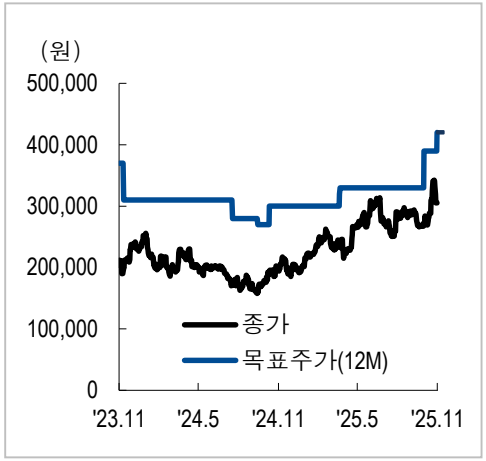
KT (030200.KS)



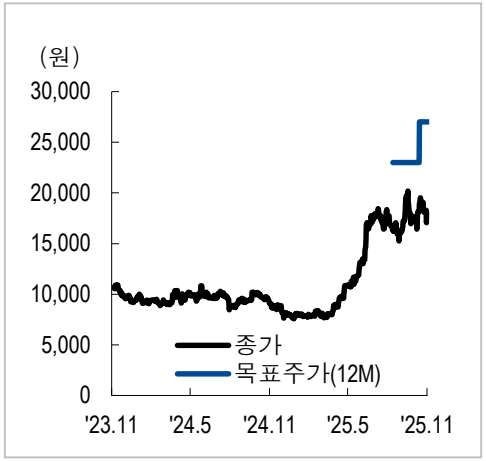
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
				평균	최저/최고
하이브	2025.11.11	Buy	420,000원(12개월)	-	-
	2025.10.11	Buy	390,000원(12개월)	-22.7%	-12.2%
	2025.04.01	Buy	330,000원(12개월)	-17.1%	-5.0%
	2025.03.31	Buy	320,000원(12개월)	-	-
	2024.11.05	Buy	300,000원(12개월)	-26.6%	-12.5%
	2024.11.05	Buy	290,000원(12개월)	-32.7%	-32.7%
	2024.11.01	Buy	270,000원(12개월)	-26.9%	-26.9%
	2024.10.21	Buy	300,000원(12개월)	-35.6%	-34.5%
	2024.09.25	Buy	270,000원(12개월)	-34.1%	-28.9%
	2024.09.24	Buy	265,000원(12개월)	-	-
	2024.07.28	Buy	280,000원(12개월)	-38.4%	-33.0%
	2023.11.21	Buy	310,000원(12개월)	-32.6%	-17.4%
롯데관광개발	2025.10.21	Buy	27,000원(12개월)	-	-
	2025.08.25	Buy	23,000원(12개월)	-25.0%	-12.2%

하이브 (352820.KS)



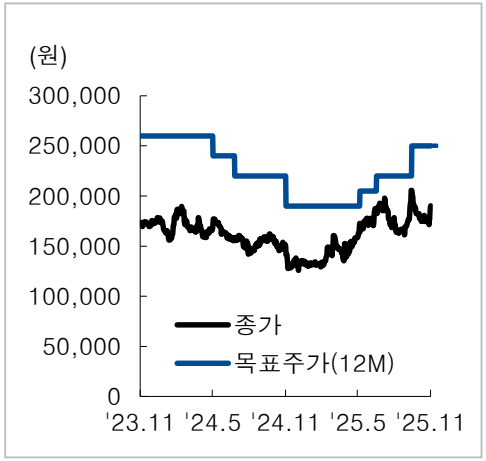
롯데관광개발 (032350.KS)



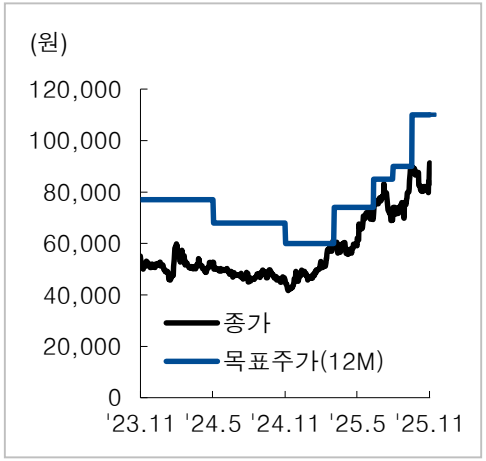
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
				평균	최저/최고
신세계	2025.09.23	Buy	250,000원(12개월)	-	-
	2025.06.24	Buy	220,000원(12개월)	-19.4%	-6.6%
	2025.05.14	Buy	205,000원(12개월)	-14.8%	-8.6%
	2024.11.11	Buy	190,000원(12개월)	-26.2%	-9.1%
	2024.07.08	Buy	220,000원(12개월)	-30.6%	-26.2%
	2024.05.08	Buy	240,000원(12개월)	-31.4%	-26.2%
	2023.07.05	Buy	260,000원(12개월)	-31.1%	-17.3%
현대백화점	2025.09.23	Buy	110,000원(12개월)	-	-
	2025.08.07	Buy	90,000원(12개월)	-15.8%	-0.7%
	2025.06.19	Buy	85,000원(12개월)	-10.8%	-2.0%
	2025.03.11	Buy	74,000원(12개월)	-15.5%	-2.2%
	2024.11.08	Buy	60,000원(12개월)	-18.3%	1.7%
	2024.05.10	Buy	68,000원(12개월)	-29.7%	-25.9%
	2023.11.07	Buy	77,000원(12개월)	-33.1%	-22.2%
	2023.09.05	Buy	90,000원(12개월)	-38.2%	-23.0%

신세계 (004170.KS)



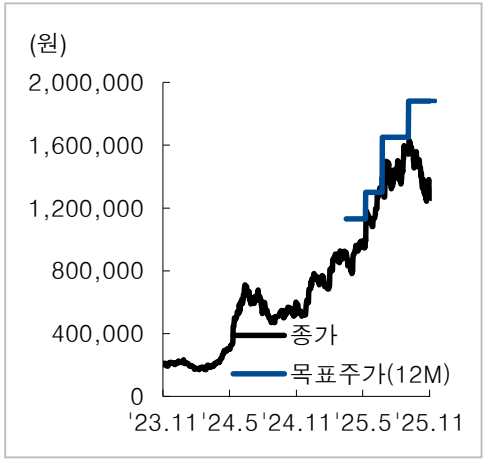
현대백화점 (069960.KS)



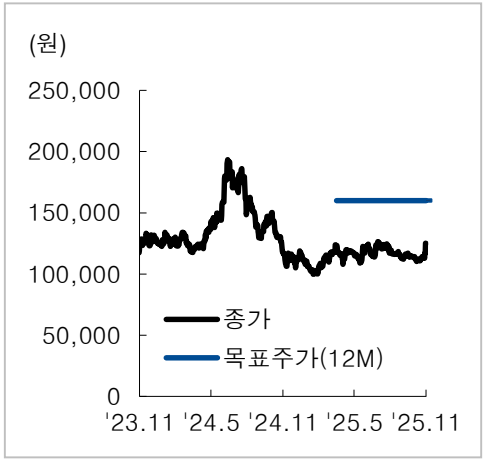
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	제시일자	투자 의견	목표가	괴리율 (%)	
				평균	최저/최고
삼양식품	2025.09.11	Buy	1,880,000원(12개월)	-	-
	2025.07.01	Buy	1,650,000원(12개월)	-12.9%	-3.2%
	2025.05.16	Buy	1,300,000원(12개월)	-8.0%	2.6%
	2025.03.25	Buy	1,130,000원(12개월)	-19.7%	-11.6%
롯데웰푸드	2025.03.25	Buy	160,000원(12개월)	-	-

삼양식품 (003230.KS)



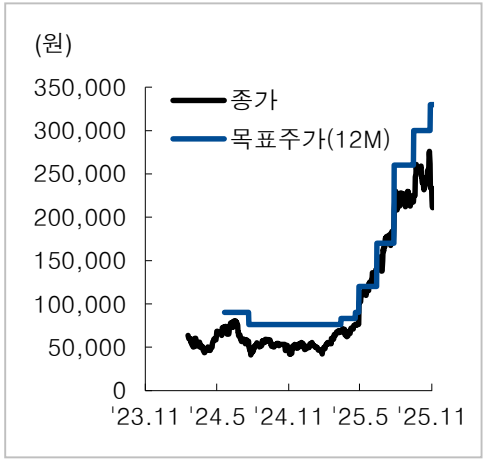
롯데웰푸드 (280360.KS)



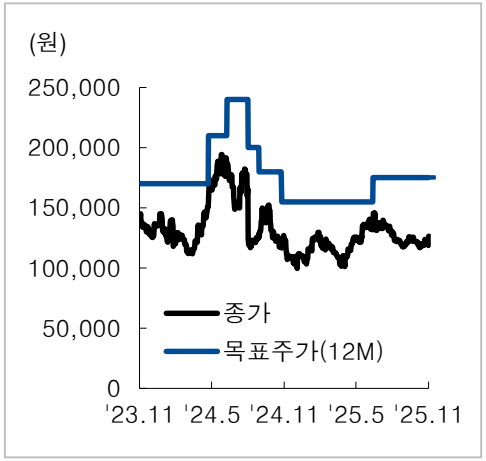
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
				평균	최저/최고
에이피알	2025.11.07	Buy	330,000원(12개월)	-	-
	2025.09.30	Buy	300,000원(12개월)	-15.3%	-10.0%
	2025.08.07	Buy	260,000원(12개월)	-15.1%	-11.5%
	2025.06.24	Buy	170,000원(12개월)	-2.3%	10.2%
	2025.05.09	Buy	115,000원(12개월)	5.2%	22.8%
	2025.04.28	Buy	90,000원(12개월)	-15.6%	-15.1%
	2025.03.25	Buy	83,000원(12개월)	-17.2%	-9.6%
	2024.11.07	Buy	76,000원(12개월)	-29.8%	-9.1%
	2024.10.31		액면분할 후 거래 재개		
	2024.08.01	Buy	380,000원(12개월)	-31.1%	-22.4%
	2024.05.31	Buy	450,000원(12개월)	-25.4%	-10.6%
아모레퍼시픽	2025.06.20	Buy	175,000원(12개월)	-	-
	2024.11.01	Buy	155,000원(12개월)	-24.5&	-9.3%
	2024.09.06	Buy	180,000원(12개월)	-26.5%	-15.4%
	2024.08.07	Buy	200,000원(12개월)	-39.0%	-35.9%
	2024.06.17	Buy	240,000원(12개월)	-30.2%	-22.9%
	2024.04.30	Buy	210,000원(12개월)	-14.7%	-7.5%
	2023.11.01	Buy	170,000원(12개월)	-23.7%	-11.4%
F&F	2025.07.02	Buy	100,000원(12개월)	-	-
	2025.02.10	Buy	90,000원(12개월)	-21.9%	-10.1%
	2024.07.29	Buy	83,000원(12개월)	-30.5%	-15.8%
	2024.07.10	Buy	90,000원(12개월)	-29.7%	-17.8%
	2024.02.08	Buy	100,000원(12개월)	-31.8%	-23.5%
	2023.10.30	Buy	130,000원(12개월)	-36.1%	-26.4%

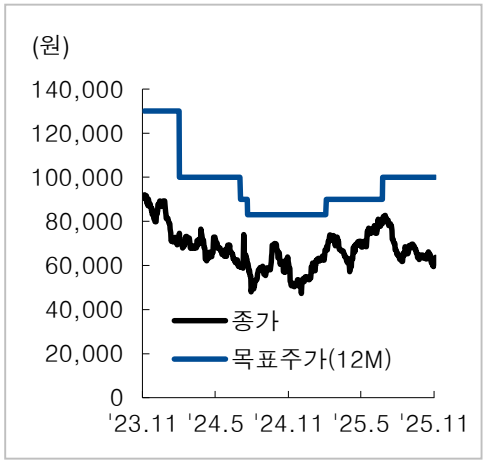
에이피알 (278470.KS)



아모레퍼시픽 (090430.KS)



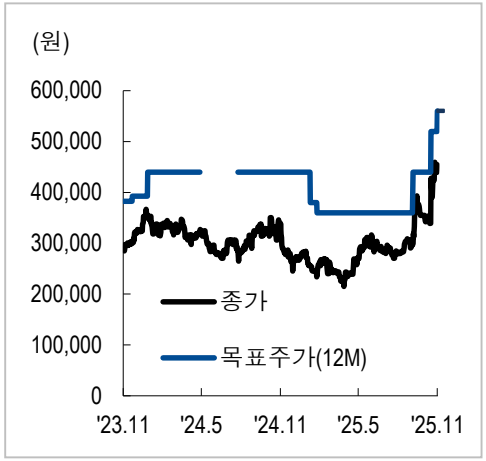
F&F (383220.KS)



투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	제시일자	투자 의견	목표가	괴리율 (%)	
				평균	최저/최고
한미약품	2025.11.12	Buy	560,000원(12개월)	-	-
	2025.10.27	Buy	520,000원(12개월)	-17.8%	-11.7%
	2025.09.16	Buy	440,000원(12개월)	-19.6%	-10.7%
	2025.02.05	Buy	360,000원(12개월)	-24.3%	-12.1%
	2025.01.20	Buy	380,000원(12개월)	-34.9%	-32.9%
	2024.11.11	Buy	440,000원(12개월)	-37.5%	-28.9%
			담당 Analyst 변경	-	-
	2024.01.07	Buy	440,000원(12개월)	-30.0%	-19.8%
	2023.07.31	Buy	400,000원(12개월)	-23.6%	-6.6%

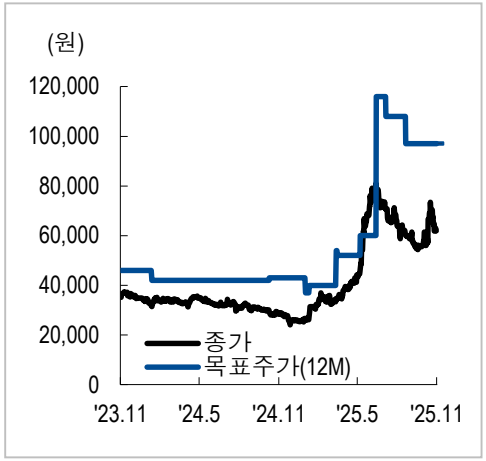
한미약품 (128940.KS)



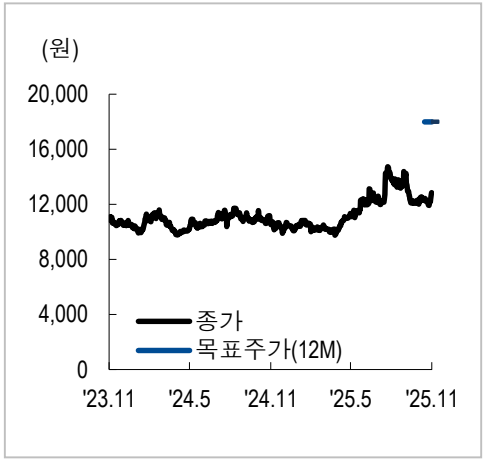
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	제시일자	투자 의견	목표가	괴리율 (%)	
				평균	최저/최고
현대건설	2025.09.01	Buy	97,000원(12개월)	-	-
	2025.07.18	Buy	108,000원(12개월)	-39.7%	-34.1%
	2025.06.26	Buy	116,000원(12개월)	-36.6%	-32.1%
	2025.05.20	Buy	60,000원(12개월)	14.5%	35.2%
	2025.03.28	Buy	52,000원(12개월)	-23.7%	-12.5%
	2025.03.25	Buy	54,000원(12개월)	-36.0%	-35.7%
	2025.01.22	Buy	40,000원(12개월)	-16.1%	-7.5%
	2025.01.13	Buy	37,000원(12개월)	-28.9%	-27.4%
	2024.10.22	Buy	43,000원(12개월)	-36.8%	-31.4%
	2024.01.24	Buy	42,000원(12개월)	-22.1%	-15.0%
아세아시멘트	2025.10.28	Buy	18,000원(12개월)	-	-
신한알파리츠	2025.05.22	Buy	8,000원(12개월)		
			1년 경과		
	2024.03.19	Buy	8,800원(12개월)	-44.2	-24.1
	2024.01.04	Buy	7,600원(12개월)	-11.6	-4.6
	2023.07.19	Buy	7,300원(12개월)	-14.6	-8.9

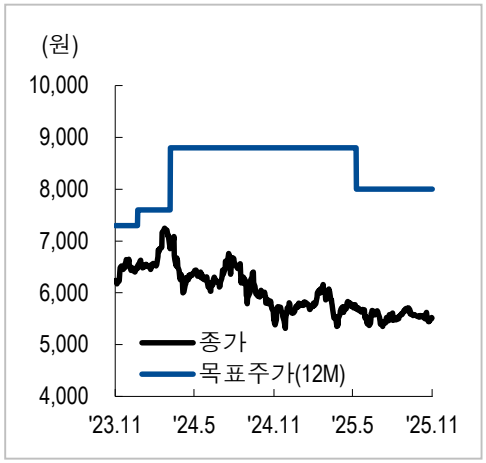
현대건설 (000720.KS)



아세아시멘트 (183190.KS)



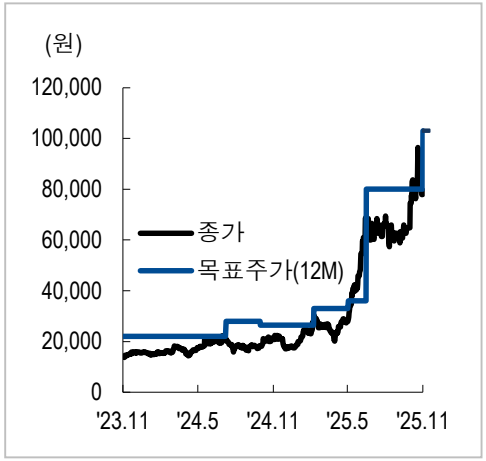
신한알파리츠 (293940.KS)



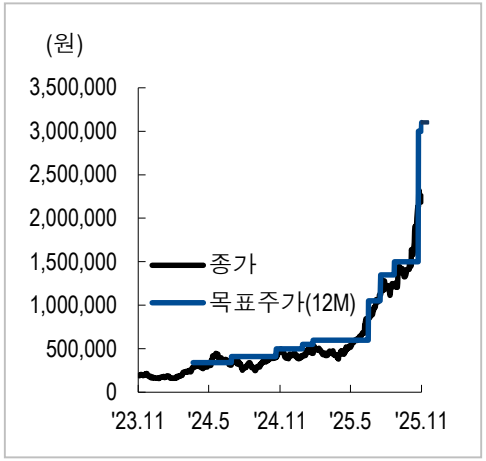
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
				평균	최저/최고
두산에너빌리티	2025.11.12	Buy	103,000원(12개월)	-	-
	2025.06.27	Buy	80,000원(12개월)	-15.3%	20.5%
	2025.05.12	Buy	36,000원(12개월)	29.1%	91.4%
	2025.02.18	Buy	33,000원(12개월)	-21.5%	-8.2%
	2024.10.11	Buy	26,500원(12개월)	-22.3%	4.2%
	2024.07.18	Buy	28,000원(12개월)	-35.7%	-27.9%
	2024.06.01		1년경과	-7.7%	1.1%
	2023.06.08	Buy	22,000원(12개월)	-25.6%	-0.9%
효성중공업	2025.11.12	Buy	3,100,000원(12개월)	-	-
	2025.11.03	Buy	3,000,000원(12개월)	-24.8%	-22.4%
	2025.09.03	Buy	1,500,000원(12개월)	1.0%	42.3%
	2025.07.28	Buy	1,350,000원(12개월)	-9.8%	-4.2%
	2025.06.30	Buy	1,050,000원(12개월)	-5.8%	-7.1%
	2025.02.04	Buy	600,000원(12개월)	-12.0%	40.7%
	2025.01.08	Buy	550,000원(12개월)	-16.9%	-7.6%
	2024.11.01	Buy	500,000원(12개월)	-13.9%	0.0%
	2024.07.09	Buy	410,000원(12개월)	-18.3%	-0.9%
	2024.04.02	Buy	340,000원(12개월)	1.9%	32.2%

두산에너빌리티 (034020.KS)



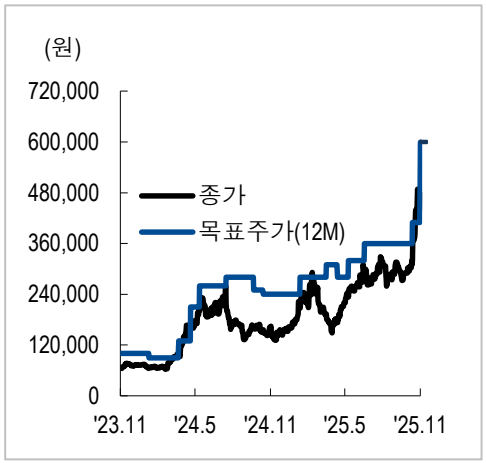
효성중공업 (298040.KS)



투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	제시일자	투자 의견	목표가	괴리율 (%)	
				평균	최저/최고
LS ELECTRIC	2025.11.12	Buy	600,000원(12개월)	-	-
	2025.10.23	Buy	410,000원(12개월)	3.9%	19.1%
	2025.06.30	Buy	360,000원(12개월)	-19.0%	-8.6%
	2025.05.19	Buy	320,000원(12개월)	-17.9%	-2.8%
	2025.04.22	Buy	280,000원(12개월)	-25.6%	-14.6%
	2025.03.27	Buy	310,000원(12개월)	-45.0%	-41.4%
	2025.01.24	Buy	280,000원(12개월)	-18.0%	4.1%
	2024.10.24	Buy	240,000원(12개월)	-33.2%	-3.3%
	2024.10.02	Buy	250,000원(12개월)	-36.3%	-32.4%
	2024.07.26	Buy	280,000원(12개월)	-41.6%	-28.4%
	2024.05.22	Buy	260,000원(12개월)	-18.8%	0.0%
	2024.04.30	Buy	210,000원(12개월)	-15.6%	0.7%
	2024.04.02	Buy	130,000원(12개월)	3.4%	28.5%
	2024.01.22	Buy	90,000원(12개월)	-15.8%	9.8%
	2023.11.06	Buy	100,000원(12개월)	-28.7%	-23.2%

LS ELECTRIC (010120.KS)

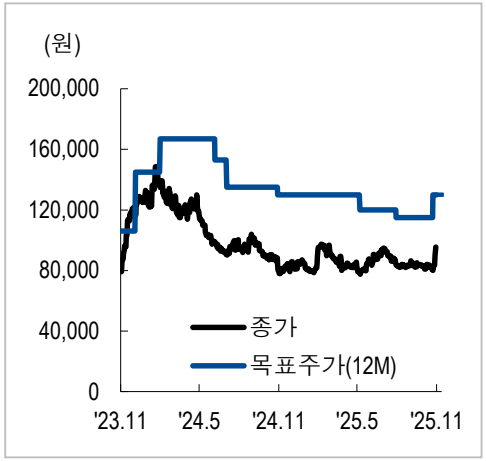


투자의견 및 목표주가 변경내역

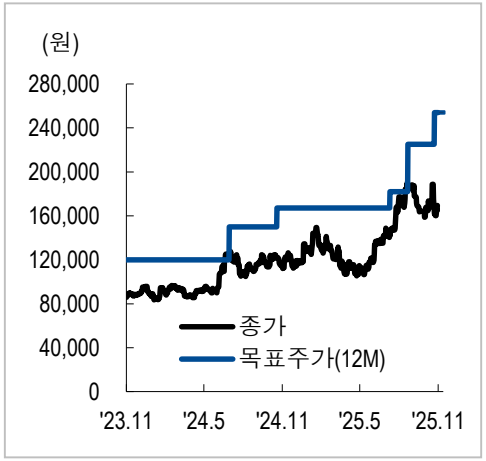
운송

종목명	제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
				평균	최저/최고
CJ대한통운	2025.11.05	Buy	130,000원(12개월)	-	-
	2025.08.11	Buy	115,000원(12개월)	-27.7%	-24.8%
	2025.05.20	Buy	120,000원(12개월)	-27.0%	-21.0%
	2024.11.11	Buy	130,000원(12개월)	-34.6%	-25.0%
	2024.07.17	Buy	135,000원(12개월)	-30.5%	-23.0%
	2024.06.20	Buy	153,000원(12개월)	-38.4%	-35.9%
	2024.02.14	Buy	167,000원(12개월)	-28.9%	-16.6%
	2023.12.19	Buy	145,000원(12개월)	-10.3%	2.4%
	2023.08.07	Buy	114,000원(12개월)	-24.3%	6.8%
현대글로비스	2025.11.05	Buy	254,000원(12개월)	-	-
	2025.09.05	Buy	225,000원(12개월)	-23.1%	-16.1%
	2025.07.25	Buy	182,000원(12개월)	-7.9%	4.5%
	2024.11.01	Buy	167,000원(12개월)	-25.8%	-10.5%
	2024.07.12	Buy	150,000원(12개월)	-22.7%	-14.9%
	2024.07.12		무상증자로 인한 조정	-	-
	2023.10.27	Buy	240,000원(12개월)	-22.7%	5.2%

CJ대한통운 (000120.KS)



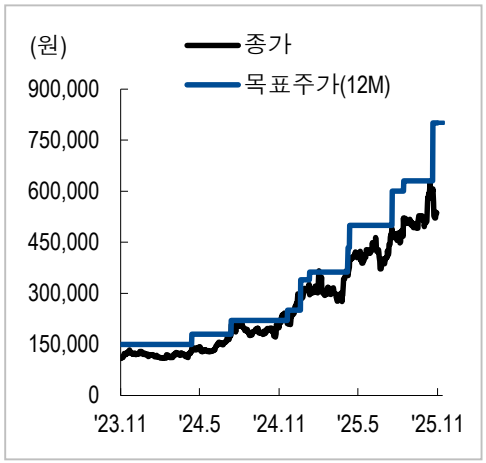
현대글로비스 (086280.KS)



투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	제시일자	투자 의견	목표가	괴리율 (%)	
				평균	최저/최고
HD현대중공업	2025.11.04	Buy	800,000원(12개월)	-	-
	2025.08.28	Buy	630,000원(12개월)	-16.2%	-1.0%
	2025.08.01	Buy	600,000원(12개월)	-21.5%	-13.2%
	2025.04.25	Buy	500,000원(12개월)	-16.6%	-1.9%
	2025.04.21	Buy	434,000원(12개월)	-15.0%	-13.4%
	2025.01.23	Buy	362,000원(12개월)	-13.9%	1.1%
	2025.01.02	Buy	340,000원(12개월)	-10.0%	-3.8%
	2024.12.03	Buy	250,000원(12개월)	-15.8%	-15.8%
	2024.07.26	Buy	220,000원(12개월)	-3.3%	10.0%
	2024.04.26	Buy	180,000원(12개월)	-20.1%	-2.5%
	2023.11.01	Buy	150,000원(12개월)	-21.3%	-10.8%

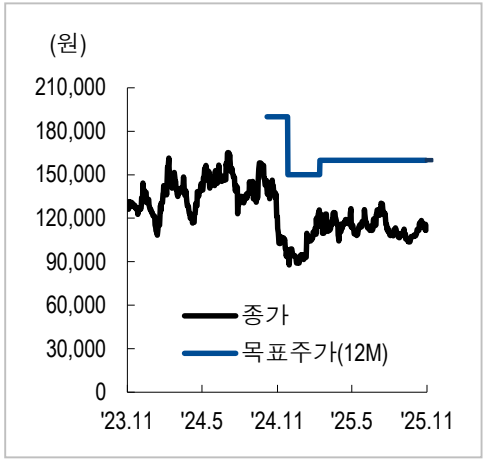
HD현대중공업 (329180.KS)



투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	제시일자	투자 의견	목표가	괴리율 (%)	
				평균	최저/최고
금호석유화학	2025.02.24	Buy	160,000원(12개월)	-	-
	2024.12.10	Buy	150,000원(12개월)	-32.1%	-16.2%
	2024.10.17	Buy	190,000원(12개월)	-37.0%	-23.1%

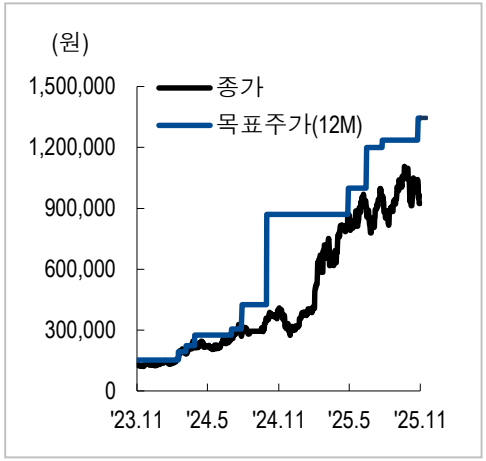
금호석유화학 (011780.KS)



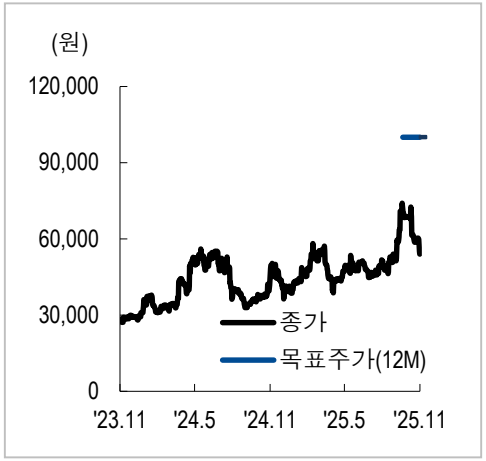
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
				평균	최저/최고
한화에어로스페이스	2025.11.04	Buy	1,345,000원(12개월)	-	-
	2025.08.04	Buy	1,235,000원(12개월)	-26.6%	-16.8%
	2025.06.24	Buy	1,200,000원(12개월)	-21.7%	-7.8%
	2025.05.07	Buy	1,000,000원(12개월)	-11.6%	-1.5%
	2025.03.25	Buy	870,000원(12개월)	-14.2%	-4.6%
	2024.10.10	Buy	425,000원(12개월)	3.4%	79.8%
	2024.08.07	Buy	330,000원(12개월)	-10.0%	10.5%
	2024.07.12	Buy	300,000원(12개월)	-4.8%	7.5%
	2024.04.08	Buy	270,000원(12개월)	-17.1%	-5.0%
	2024.03.18	Buy	220,000원(12개월)	-4.8%	9.5%
쎄트렉아이	2025.09.25	Buy	100,000원(12개월)	-	-

한화에어로스페이스 (012450.KS)



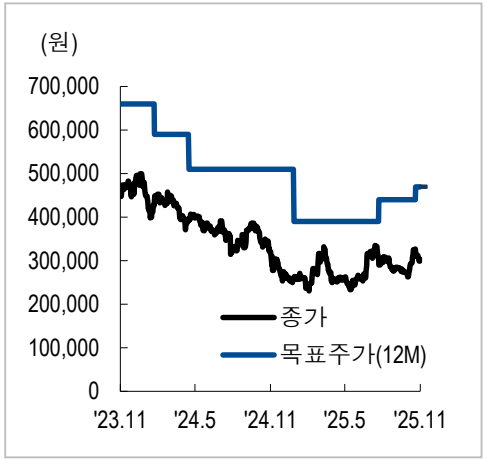
쎄트렉아이 (099320.KQ)



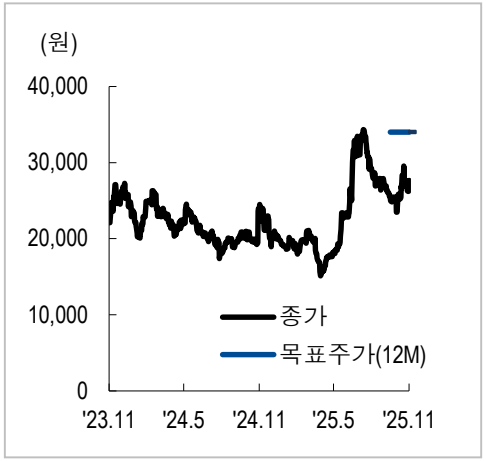
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
				평균	최저/최고
POSCO홀딩스	2025.10.28	Buy	470,000원(12개월)	-	-
	2025.08.01	Buy	440,000원(12개월)	-34.3%	-26.0%
	2025.01.06	Buy	390,000원(12개월)	-29.9%	-14.1%
	2024.04.26	Buy	510,000원(12개월)	-32.6%	-20.2%
	2024.02.01	Buy	590,000원(12개월)	-28.1%	-22.4%
	2023.10.11	Buy	660,000원(12개월)	-30.4%	-20.9%
세아베스틸지주	2025.09.25	Buy	34,000원(12개월)	-	-

POSCO홀딩스 (005490.KS)



세아베스틸지주 (001430.KS)

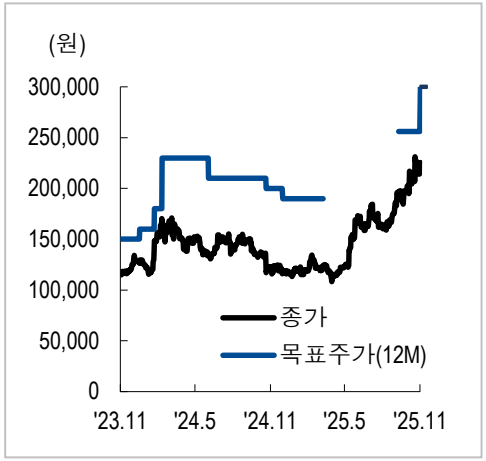


투자의견 및 목표주가 변경내역

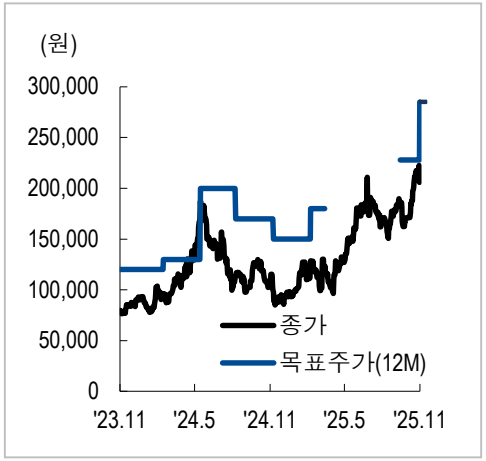
지주회사

종목명	제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
				평균	최저/최고
삼성물산	2025.11.12	Buy	300,000원(12개월)	-	-
	2025.09.19	Buy	256,000원(12개월)	-18.9%	-9.8%
			담당 Analyst 변경		
	2024.12.10	Buy	190,000원(12개월)	-25.8%	3.1%
	2024.10.31	Buy	200,000원(12개월)	-39.3%	-37.7%
	2024.06.12	Buy	210,000원(12개월)	-32.1%	-26.0%
	2024.02.20	Buy	230,000원(12개월)	-34.4%	-25.7%
	2024.02.01	Buy	180,000원(12개월)	-13.6%	-5.3%
	2023.12.27	Buy	160,000원(12개월)	-23.0%	-13.8%
	2023.07.26	Buy	150,000원(12개월)	-21.0%	-10.7%
LS	2025.11.07	Buy	285,000원(12개월)	-	-
	2025.09.19	Buy	228,000원(12개월)	-15.9%	-2.4%
			담당 Analyst 변경		
	2025.02.13	Buy	180,000원(12개월)	-16.2%	17.2%
	2024.11.14	Buy	150,000원(12개월)	-33.1%	-15.0%
	2024.08.14	Buy	170,000원(12개월)	-33.5%	-23.6%
	2024.05.20	Buy	200,000원(12개월)	-30.0%	-8.4%
	2024.02.20	Buy	130,000원(12개월)	-11.3%	28.5%
	2023.11.14	Buy	120,000원(12개월)	-27.4%	-13.5%

삼성물산 (028260.KS)



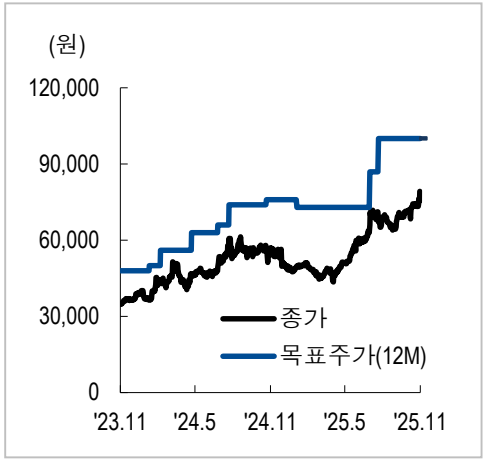
LS (006260.KS)



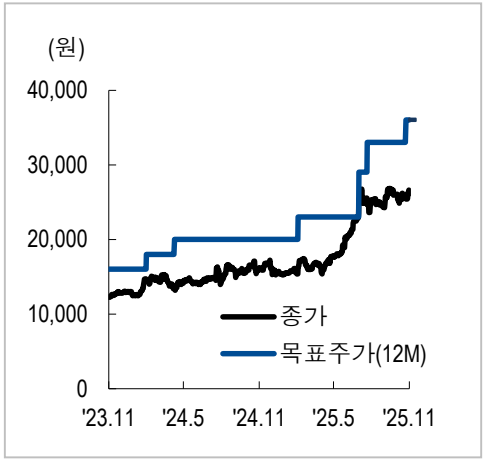
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
				평균	최저/최고
신한지주	2025.07.28	Buy	100,000원(12개월)	-	-
	2025.07.07	Buy	87,000원(12개월)	-19.8%	-17.5%
	2025.01.10	Buy	73,000원(12개월)	-29.7%	-12.7%
	2024.10.28	Buy	76,000원(12개월)	-31.1%	-25.0%
	2024.07.29	Buy	74,000원(12개월)	-23.7%	-17.0%
	2024.07.02	Buy	66,000원(12개월)	-19.3%	-12.1%
	2024.04.29	Buy	63,000원(12개월)	-25.3%	-22.2%
	2024.02.13	Buy	56,000원(12개월)	-19.6%	-8.0%
	2024.01.17	Buy	50,000원(12개월)	-18.8%	-9.4%
	2023.04.07	Buy	48,000원(12개월)	-25.8%	-16.4%
우리금융지주	2025.10.30	Buy	36,000원(12개월)	-	-
	2025.07.28	Buy	33,000원(12개월)	-23.1%	-18.6%
	2025.07.08	Buy	29,000원(12개월)	-12.4%	-7.8%
	2025.02.10	Buy	23,000원(12개월)	-21.3%	2.0%
	2024.04.15	Buy	20,000원(12개월)	-23.3%	-14.0%
	2024.02.07	Buy	18,000원(12개월)	-19.3%	-15.1%
	2023.04.14	Buy	16,000원(12개월)	-23.7%	-7.8%

신한지주 (055550.KS)



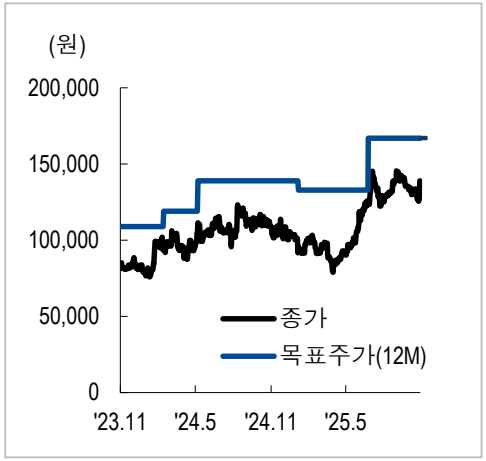
우리금융지주 (316140.KS)



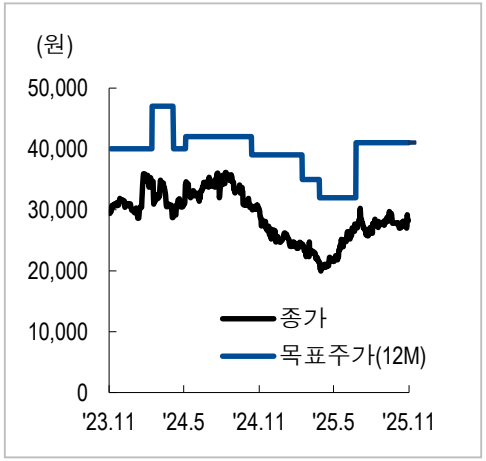
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
				평균	최저/최고
DB손해보험	2025.07.04	Buy	167,000원(12개월)	-	-
	2025.01.15	Buy	133,000원(12개월)	-26.3%	-5.4%
	2024.05.16	Buy	139,000원(12개월)	-22.1%	-11.4%
	2024.02.23	Buy	119,000원(12개월)	-18.8%	-10.8%
	2023.08.16	Buy	109,000원(12개월)	-21.5%	-6.3%
현대해상	2025.07.04	Buy	41,000원(12개월)	-	-
	2025.04.06	Buy	32,000원(12개월)	-27.1%	-13.4%
	2025.02.23	Buy	35,000원(12개월)	-34.6%	-29.3%
	2024.10.23	Buy	39,000원(12개월)	-31.9%	-21.0%
	2024.05.15	Buy	42,000원(12개월)	-20.1%	-13.9%
	2024.04.15	Buy	40,000원(12개월)	-23.0%	-14.5%
	2024.02.23	Buy	47,000원(12개월)	-31.9%	-25.9%
	2023.11.14	Buy	40,000원(12개월)	-21.1%	-10.1%

DB손해보험 (005830.KS)



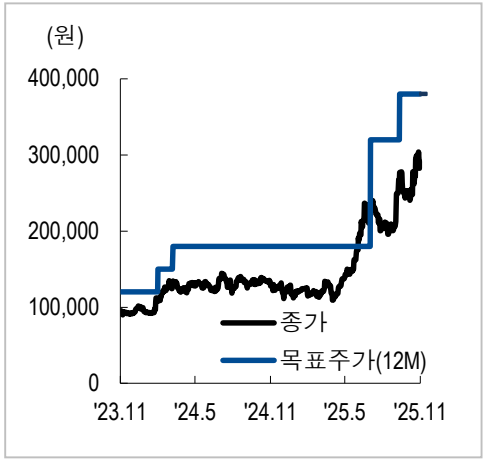
현대해상 (001450.KS)



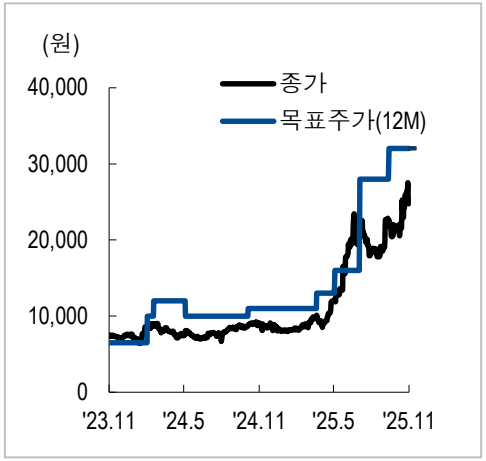
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
				평균	최저/최고
키움증권	2025.09.18	Buy	380,000원(12개월)	-	-
	2025.07.09	Buy	320,000원(12개월)	-31.6%	-16.4%
	2025.03.13		1년경과	-12.9%	31.4%
	2024.03.14	Buy	180,000원(12개월)	-29.1%	-19.7%
	2024.02.07	Buy	150,000원(12개월)	-17.7%	-10.1%
	2023.10.26	Buy	120,000원(12개월)	-21.6%	-6.5%
미래에셋증권	2025.09.18	Buy	32,000원(12개월)	-	-
	2025.07.09	Buy	28,000원(12개월)	-29.5%	-18.4%
	2025.05.09	Buy	16,000원(12개월)	10.0%	46.6%
	2025.03.26	Buy	13,000원(12개월)	-23.9%	-6.4%
	2024.10.10	Buy	11,000원(12개월)	-21.0%	-9.8%
	2024.05.10	Buy	10,000원(12개월)	-22.1%	-11.3%
	2024.02.23	Buy	12,000원(12개월)	-33.6%	-24.8%
	2024.02.07	Buy	10,000원(12개월)	-12.5%	-9.8%
	2023.10.18	Hold	6,500원(12개월)	11.0%	-
한국금융지주	2025.11.12	Buy	250,000원(12개월)	-	-
	2025.09.18	Buy	230,000원(12개월)	-29.9%	-20.7%
	2025.07.09	Buy	200,000원(12개월)	-29.3%	-18.2%
	2025.05.15	Buy	119,000원(12개월)	1.5%	24.7%
	2024.11.07	Buy	113,000원(12개월)	-32.7%	-20.9%
	2024.10.10	Buy	98,000원(12개월)	-20.6%	-19.2%
	2024.06.28	Buy	90,000원(12개월)	-19.9%	-16.0%
	2024.02.07	Buy	86,000원(12개월)	-21.3%	-13.8%
	2023.06.21	Hold	58,000원(12개월)	-5.5%	-

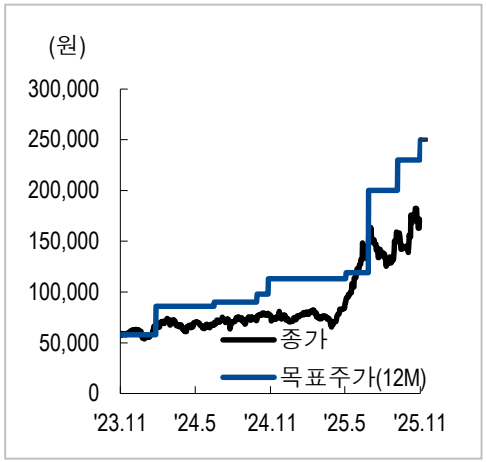
키움증권 (039490.KS)



미래에셋증권 (006800.KS)



한국금융지주 (071050.KS)



Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 동 자료에서 언급한 기업의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 “SK하이닉스, 삼성전자, 삼성전기, 삼성SDI, 현대차, 기아, NAVER, 카카오, 넷마블, KT, 한미약품, 현대건설, POSCO홀딩스, 삼성물산, 신한지주”을(를) 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자 상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- "에스투더블유, 한글과컴퓨터, 한라캐스트, 한중엔시에스, 신성에스티, 아바코, 코스텍시스, 비츠로셀, KG케미칼, SAMG엔터, 애니플러스, 인텍플러스, 에이비엘바이오 "는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.

고지사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장 할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.