Daishin 증권

2025년 12월 05일 금요일

Morning Meeting Brief

Strategy

[퀀틴전시 플랜] 솥뚜껑보고 놀란, AI 수익성 논란

- 코스피 숨고르기, 4,000선 지지력 확인
- 마이크로소프트발 의혹, AI 수익성 우려 재점화
- 특징업종: 로봇, 자동차, 금융/지주

정해창. haechang.chung@daishin.com

Strategy

[다음주 시장은?] FOMC 를 넘어 26 년을 대비한 투자전략

- FOMC 전후 통화정책 심리 변화에 주목. 점도표 등 연준 내 의견차이 확인
- 매파적 해석은 비중확대 기회. 중장기적 정책 방향성은 유효하다는 것이 포인트
- 오라클, 브로드컴 등 AI 기업의 실적발표, 중국 수출입/물가지수 발표 등 주목

정해창. haechang.chung@daishin.com

Global Strategy

[더 글로벌 레이더 / 12 월 2 주차 전략] 올해 산타클로스는 'FOMC'. 산타랠리가 찾아온다

- 올해 산타는 '12월 FOMC, 25bp 금리 인하'. 연말 산타랠리(S&P500 7,000선 상회) 도래 기대
- 고용 둔화 명분, 수정경제전망 통해 내년 연준 최종정책금리(현 3.4%) 및 레인지(현 2.6~3.9%) 하향 조정에 영향
- 트럼프, 정치적 이벤트 중시. 성탄절 전후 차기 연준 의장 지명 통해 스스로 산타를 자처할 가능성. 비중확대

문남중. namjoong.moon@daishin.com

Commodity

매력적인 천연가스의 방향. 다만, 대비가 필요한 계절성

- 장중 5달러선 돌파한 미 헨리허브, 난방 시즌 + 라니냐발 북극 한파 노출
- 장기적 관점에서 매력적인 가격, LNG와 데이터센터가 만들 수요 구조의 변화
- 다만, 대비가 필요한 계절성 후퇴, 이달 말과 내년 1월말(월물 교체) 단기 조정 유의

최진영. jinyoing.choi@daishin.com

산업 및 종목 분석

[Issue comment] 코리아써키트: TPU, 브로드컴의 수혜? (목표주가 20%이상 상향)

- 브로드컴과 전략 관계, 2026년 AI 가속기 ASIC향 FC BGA 매출 예상
- 2026년 실적, PCB 업체 중 저평가, 밸류에이션 상향
- 2026년 브로드컴(AI), 엔비디아(소캠), 애플(맥북) 등 매출 증가

박강호. kangho.park@daishin.com

[2026 연간전망] 은행업: 총환원율 50%의 시대

- 시중금리 상승, 강도 높은 가계대출 규제 지속으로 마진 방어되어 이자이익 오히려 증가 전망
- 비이자이익 '25년 수준 경신은 어려우나 호황 지속, 국내외 부동산 관련 부담 소멸되며 대손비용 관련 감소 전망
- 3차 상법개정 등 상법개정 기대감 역시 여전히 유효하여 은행주 긍정적 전망 유지. 최선호주는 우리금융지주 유지

박혜진. Hyejin.park@daishin.com

[2026 연간전망] 보험업: 진짜가 나타날 2026 년

- 손해율 안정화 조치들이 지표에 반영되기 전인 내년 상반기까지 예실차 손실 확대 불가피
- 자동차보험 손해율 상승세 지속되는 등 전반적인 업황 부진 예상. 손해율/해지율 관리 선방하는 회사 중심의 보수적 접근 권고
- 최선호주는 없음. 다만 손해율/해지율에 상대적 우위에 있는 삼성화재, DB손해보험, 메리츠화재에 주목할 필요

박혜진. Hyejin.park@daishin.com

[2026 연간전망] 증권업: 모험자본 활성화의 중심

- 상반기까지 유동성 장세 지속되고 3차 상법개정안 등 한국 시장 투자 유인 증가해 거래대금 상고하저 흐름 전망
- 정부의 모험자본 투자 강조로 증권사 역할 더욱 중요해질 것. 금융업종 내 규제완화를 비롯해 신규 라이선스 지급하는 유일한 업종
- '26년 증권업 긍정적 관점 유지. IMA 라이선스 확보로 운신의 폭 넓어진 한국금융지주 최선호주 유지

박혜진. Hyejin.park@daishin.com

[2026 연간전망] 자동차/부품: 오르지 못할 나무는 없다

- 자동차 주가 상승의 근거: 주주환원/실적&점유율 증가/로봇&자율주행
- 2026년 글로벌 수요는 제한적이나 HEV, xEV 중심 성장 유지. 제한된 수요 => 가격 인상 능력/지역별 점유율 확대가 관건
- 업종 Top Picks로 완성차(기아 〉 현대차), HL만도, 에스엘 제시

김귀연. Gwiyeon.kim@daishin.com

[2026 년 연간전망] 조선업: 쉽게 사그라지지 않을

- 2026년 상선 신규수주는 LNGC 〉 VLCC 〉 중형컨테이너선 〉 LPGC 순서로 강세 전망
- 특수선은 MASGA 명문화로 해외 조선소의 미국 선박 건조 허가 기대감이 기대감이 커지는 중이나 법안의 허들 존재
- 조선업 Top-Pick으로 HD현대중공업, 차선호주로 HD현대마린솔루션 제시

이지니. Jini.lee@daishin.com

[콥데이 후기] HD 현대중공업: 진짜 멋진 기업

- 미 해군 입찰 시스템 변경을 시작으로 해외 조선소 건조 여지 방안 확대
- 미포 합병 후 동사의 특수선 동시 건조캐파는 10척, 공급은 충분함
- 2행정 엔진의 중국향 수요 증가로 탑라인 및 이익 성장 지속 예상

이지니. Jini.lee@daishin.com

Strategy

솥뚜껑보고 놀란, AI 수익성 논란

Strategist Jr. 정해창
haechang.chung@daishin.com

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

- 코스피 숨고르기, 4,000선 지지력 확인
- 마이크로소프트발 의혹, AI 수익성 우려 재점화
- 특징업종: 로봇, 자동차, 금융/지주

코스피 숨고르기, 4,000선 지지력 확인

– 코스피는 전일 4,000선 탈환 후 숨고르기에 돌입했으나, 장중 등락 속 4,000선 지지력을 확인. 전일 미국증시가 상승했지만 MS발 우려로 빅테크 기업 주가는 혼조세, 국내증시도 반도체를 중심으로 외국인 매도세가 집중. 상승폭을 일부 반납

– 전일 미국 ADP 고용 부진 이후 금리인하 기대감 89%대로 상승, 12월 FOMC 전까지 금리인하 기대로 인한 시장의 하방 지지력은 유효할 것으로 예상. 시장 친화적인 케빈 해싯의 차기 연준의장 지명 전망 또한 위험자산 시장의 강세로 작용

마이크로소프트발 의혹, AI 수익성 우려 재점화

– 마이크로소프트가 AI 제품 판매 목표를 낮추었다는 의혹이 제기. The Information은 MS의 엔터프라이즈용 AI 에이전트 플랫폼인 '애저 파운드리' 제품이 영업 쿼터를 달성하지 못했다고 주장

– MS는 즉각 "영업 사원의 판매 쿼터나 목표를 낮추지 않았다"며 반박. 그럼에도 지난달 오라클 등 AI 기업을 중심으로 확대되었던 수익성 우려가 재생산. 빅테크들의 사활을 건 AI 경쟁이 지속되는 한 과잉투자와 수익성 의혹이 반복되는 것은 불가피. 과잉투자일지도 모르는 AI 경쟁은 오히려 국내 반도체 등 AI 인프라 기업에게 공급자 우세. 경쟁 국면이 종료되기 전 과도한 우려는 비중확대 기회로 판단

– **반도체**: SK하이닉스(–1.8%), 한미반도체(–4.4%) 등 / 삼성전자(+0.6%)는 구글향 HBM4 공급기대

– **원자력발전**: 효성중공업(–2.5%), 현대건설(–3.1%), 한국전력(–0.8%)

특징업종: 로봇, 자동차, 금융/지주

– **로봇**: 트럼프 행정부의 로봇 산업 육성 행정명령 검토 소식

레인보우로보틱스(+6.3%), 두산로보틱스(+7.8%), 하이젠알앤엠(+4.6%)

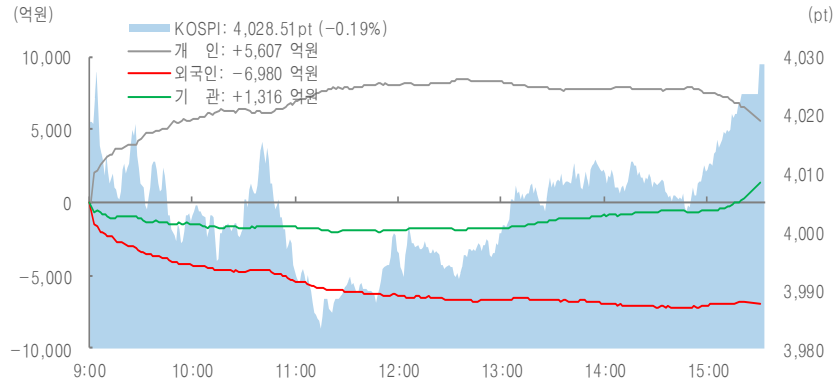
– **자동차**: 미국, 한국산 자동차 관세 15% 소급적용, 미국 연방 관보 등록 완료

현대차(+6.4%), 현대모비스(+8.8%), 기아(+1.4%), 현대글로비스(+3.9%)

– **금융/지주**: 상반기 주도업종 중심으로 차익실현, 금리인하 기대의 은행 이자이익 우려 자극

KB금융(–2.2%), 미래에셋증권(–2.0%), 삼성물산(–2.0%), 한화(–0.3%)

KOSPI 투자주체별 수급 및 장중흐름



자료: 대신증권 Research Center

Strategy

Strategist Jr. 정해창
haechang.chung@daishin.com

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

FOMC를 넘어 26년을 대비한 투자전략

- FOMC 전후 통화정책 심리 변화에 주목. 점도표 등 연준 내 의견차이 확인
- 매파적 해석은 비중확대 기회. 중장기적 정책 방향성은 유효하다는 것이 포인트
- 오라클, 브로드컴 등 AI 기업의 실적발표, 중국 수출입/물가지수 발표 등 주목

FOMC 전후 통화정책 심리 변화에 주목. 점도표 등 연준 내 의견차이 확인
매파적 해석은 비중확대 기회. 중장기적 정책 방향성은 유효

금융시장의 위험선호 심리 개선 중. 단기 자금시장 불확실성 완화, 암호화폐 시장의 반등, 엔화 강세 진정 등 복합적인 요인들로 유발된 리스크-오프 심리가 안정세로 전환되고 있음

다음주는 11일 새벽 FOMC를 전후로 한 통화정책 기대에 따라 증시 등락이 결정될 것. 셧다운 여파로 11월 고용/물가지표 발표는 FOMC 이후로 지연, 고용의 대체 지표인 ADP 11월 고용자수가 부진하며 12월 금리인하 기대가 증가. 6일 발표될 9월 PCE 물가지수는 YoY +2.8%로, 전월치(+2.7%) 대비 상승 예상, 근원 PCE는 YoY +2.8%로 전월치(+2.9%) 대비 둔화 예상. 예상 범위 내에서 관세 영향 이외의 물가가 양호한 모습을 보인다면 금리 인하의 근거는 강화될 것

FOMC에서 확인해야 할 것은 점도표와 파월 의장의 코멘트에서 제시될 26년, 27년 통화정책 경로. 이미 10월 FOMC에서 통화정책에 대한 연준 위원 간 의견 차이가 확인되었으며, 12월 회의에서도 비슷한 양상 예상. 그러나 중장기적 관점에서 미국 경기 둔화와 정책 부양의 방향성이 유효하다는 점이 투자 포인트. 12월 인하 여부와 무관하게 점도표상 3% 전후로 예상되는 장기 정책금리가 가까워지고 있음. 인하 속도 조절의 필요성이 대두되는 등 매파적 코멘트가 나오더라도 중장기적 통화정책 경로를 훼손하는 것은 아닐 것. 다만 점도표상 장기 기준금리 경로는 확인 필요

오라클, 브로드컴 등 AI 기업의 실적발표, 중국 수출입/물가지수 발표 등 주목

다음주 10일 오라클, 11일 브로드컴의 실적 발표 예정. 두 회사는 최근 AI 기업들의 과잉투자 리스크와 TPU로의 패러다임 변화 전망의 중심에 있던 기업. 실적 이외에도 각 기업의 사업 전망과 가이던스, 이슈에 대한 코멘트에 주목할 수 있을 것

중국은 8일 수출은 YoY 4.2%, 수입 +2.8%로 전월(-1.1%, +1.0%)대비 증가 예상. 10일 11월 CPI 물가는 YoY 0.7%, PPI는 -2.0%로 전월(+0.2%, -2.1%) 대비 개선. 내수경기 회복 기대 유입 가능, 최근 부동산 우려와 정책 공백으로 선 반영된 기대 또한 크지 않음. 지표 호조는 Good is Good으로 시장에 반영될 것으로 예상

조정 시 비중확대 전략, 가격 매력이 높아진 주도주/저평가주 확인

다음주 코스피는 4,000선을 중심으로 등락을 보이다 주요 이벤트를 확인하며 상승 추세를 재개할 것으로 전망. FOMC 전후로 변동성이 확대될 경우 저가매수 기회라는 전략 유지. 11월 조정 중 코스피 선행 EPS가 400p까지 증가하면서 선행 P/E는 10배 수준으로 하락. 밸류에이션과 주가 부담은 없는 위치

중장기적으로는 2026년 금리인하 기조와 경제 회복, AI산업 발전과 반도체를 중심으로 한 실적 성장 기대가 유효하다는 점에 집중. 11월 조정에서 가격 매력이 높아진 반도체, 지주, 조선, 방산, 증권, 화장품 등 주도주는 변동성을 활용한 비중확대 가능, 자동차, 바이오 등 저평가 업종 또한 여전히 주가 매력이 높은 것으로 판단

Global Strategy

Global Strategist 문남중
namjoong.moon@daishin.com

올해 산타클로스는 'FOMC'. 산타랠리가 찾아온다

- 올해 산타는 '12월 FOMC, 25bp 금리 인하'. 연말 산타랠리 도래 기대
- 고용 둔화 명분, 내년 연준 최종정책금리 및 레인지 하향 조정에 영향
- 트럼프, 성탄절 전후 차기 연준 의장 지명 통해 스스로 산타를 자처할 여지

전 세계 증시의 벤치마크인 미국 증시는 현재 펀더멘탈 장세에 놓여 있다. NBER(전미경제연구소) 기준 65개월째 진행중인 경기 확장 국면, 기업 실적 측면에서 24년부터 두 자릿수 EPS 증가율(24년 +10.4% YoY 이하, 25년(E) +10.2%, 26년(P) +14.0%)과 23.1/4분기 이후 11개 분기 연속 예상치를 상회하고 있는 결과치까지 S&P500지수가 7,000선을 목전에 두고 있는 상황은 이상이 아닌 당연한 현상이다.

더불어 신산업 태동과 통화정책 측면도 위험 선호 심리가 지속되는 유인이다. 22년 11월 Open AI의 챗GPT 출시를 시작으로 AI 혁명을 3년째 주도하는 기업과 국가는 미국이다. 또한 올해 9월 금리 인하 재개를 통해 완화적 통화정책 기조로 전환한 점은 유동성 증가 기대를 통해 증시로의 자금 유입을 자극하고 있다. 이러한 여건하에 연말을 앞두고 있는 12월 계절적 특성상 올해 산타클로스는 '12월 FOMC'가 될 것이다. S&P500 지수가 7,000선을 상회하며 마디지수가 달라지는 산타랠리가 찾아올 것으로 기대한다.

12월 FOMC는 민간 고용통계가 통화정책 결정에 중요한 근거가 될 흔치 않은 통화정책회의로, 11월 ADP 민간고용(전월대비 -3.2만명, 예상치 4.0만명)에서 확인했듯이 하반기 이후 고용 둔화가 지속되고 있음을 보여줬다. CME 패드워치 툴의 12월 25bp 금리 인하 확률은 89.2%로 금융시장은 금리 인하를 기정사실화하고 있다. 고용 둔화를 명분으로 한 25bp 금리 인하는 12월 수정경제전망 내 내년 연준의 최종정책금리 중위값(3.4%)과 레인지(2.6~3.9%) 하향 조정에 영향을 미치며, 향후 적극적 통화완화 기대가 커지며 주식시장이 반영해 나가려고 할 것이다. 정치 이벤트를 중시하는 트럼프의 정치적 술수를 감안 시, 성탄절 전후 차기 연준 의장 지명을 통해 산타를 스스로 자처할 가능성이 있는 점도 연말 산타랠리가 찾아오는 또 다른 이유가 될 것이다. 상승 과정 속, 변동성 확대는 비중확대 기회이다.

표 1. **이번 주 중요 경제지표 및 이벤트(25.12.8~12.14)**

경제지표 & 이벤트명	국가	일정	전기치	예상치	방향성	내용 및 시사점
11월 수출 / 수입	중국	12.8	-1.1 / 1.0 % YoY	4.2 / 2.8 % YoY	▲ / ▲	전월 8개월만에 (-) 전환. 전년 기저효과, 미국과 통상마찰 영향 지속
12월 통화정책회의	캐나다	12.10	2.25 %	2.25 %	-	2회 연속 25bp 금리 인하. 10월 인하 사이클 종료 시사로 동결 예상
12월 FOMC	미국	12.11	4.0 %	3.75 %	▼	고용 둔화 대응 25bp 인하 예상. 12월 수정경제전망 주목

일자	국가/지역	주요 지표	기간	단위	전기치	예상치	대비
12.8	일본	GDP	3/4분기	% QoQ, 연간화	-0.4 / -1.8	-0.5 / -2.0	▼/ ▼
	유럽	센틱스 투자자기대지수	12월	P	-7.4	-	-
12.10	미국	JOLTS 구인건수	10월	천건	7,227	-	-
	중국	CPI / PPI	11월	% YoY	0.2 / -2.1	0.7 / -2.0	▲ / ▲
12.12	인도	CPI	11월	%	0.25	0.76	▲

기준일: 25. 12. 4
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

Commodity

매력적인 천연가스의 방향. 다만, 대비가 필요한 계절성

Commodity Analyst 최진영
jinyoing.choi@daishin.com

- 장중 5 달러선 돌파한 미 헨리허브, 난방 시즌 + 라니냐발 북극 한파 노출
- 장기적 관점에서 매력적인 가격, LNG 와 데이터센터가 만들 구조의 변화
- 다만, 대비가 필요한 계절성 후퇴, 내년 1 월말(월물 교체) 단기 조정 유의

장중 5 달러선 돌파한 미 헨리허브, 난방 시즌 + 라니냐발 북극 한파 노출

미 천연가스 가격은 장중 5달러선을 돌파했다. 2022년 이래 최고치이다. 이처럼 가격 상방 압력이 강화된 이유는 계절성 영향이 크다. 바로 난방 시즌이다. 미 천연가스 재고 증감 추이를 보면 매년 10월 이후부터 익년도 2월경 감소폭이 확대된다. 지금이 그런 구간이다. 이 같은 상황에서 라니냐발 북극 한파까지 출현했다는 것은 재고 감소폭이 예상보다 더 클 수 있음을 암시한다.

장기적 관점에서 매력적인 가격, LNG 와 데이터센터가 만들 구조의 변화

가격은 장기적 관점에서 더욱 매력적이다. 1)트럼프 미 행정부의 노력(?)으로 미국계 기업들은 일본, 한국, EU 등 주요국들과 LNG 장기 인도 계약을 체결했다. 미래 수요처를 확보한 것이다. 그 결과 올 들어 미국의 LNG 수출량은 가정용 천연가스 수요를 압도하기 시작했다. 내수에 머물던 미 천연가스, 구조의 변화가 확인된 순간이다.

수요 구조의 변화는 전력에서도 찾아볼 수 있다. 2)바로 데이터센터에 의한 전력향 수요이다. 생성형 AI의 경우 일반 검색 쿼리보다 10배 이상의 전력을 소비한다. 이를 기준으로 보면 2028~2029년 전력향 천연가스 수요는 지금보다 4~5배 이상 성장이 가능하다. 그간 전력향 천연가스 수요는 병목 현상(가스터빈 출하까지의 긴 시차) 탓에 상단이 제한됐으나 내년 하반기부터 2022~2024년 주문됐던 가스터빈이 출하될 경우 빠른 속도로 확장이 가능하며 가격은 7~8달러까지 상승할 수 있다.

다만, 대비가 필요한 계절성 후퇴, 내년 1 월말(월물 교체) 단기 변동성 유의

그러나 경계는 필요하다. 바로 계절성의 후퇴이다. 천연가스 재고는 난방 시즌이 끝나는 3월부터 증가하기 시작한다. 지금 거래 중인 헨리허브는 2026년 1월물이지만 내년 1월 말부터는 재고 증가를 반영할 3월물로 교체된다. 가격 하방 변동성이 커질 월물로 교체되는 것이다. 이 상황에서 라니냐의 후퇴는 하방 변동성을 키울 수 있다. 11월 19일 CPC/IRI 측은 2026년 3월까지 라니냐 상태가 유지되겠지만 이후에는 엘니뇨로 전환될 것이라 예보했다. 겨울철 북반구에 강추위를 동반하는 라니냐와 달리 엘니뇨는 무역풍(서태평양향)의 이동 속도가 둔화되는 과정에서 출현하는데 제트기류의 남하 흐름을 바꿔 평년보다 높은 기온을 형성시킨다. 2023년 10월~2024년 3월 천연가스 가격이 난방 시즌임에도 무너졌던 것도 이 때문이다.

천연가스 가격은 여전히 매력적이다. 앞서 살펴본 바와 같이 수요 구조의 변화를 고려하면 내년 말 7~8달러까지 상승이 가능하다. 다만, 지금의 가격 상승은 수요 구조의 변화라기 보다는 계절성에 더 가깝다. 이를 감안하면 당장 제한된 상단(6달러선) 속 단기 조정을 고민할 수밖에 없다. 그러한 점에서 기존의 낙관적인 View를 유지하되 3월물로 교체될 내년 1월말 하방 변동성에 유의할 것을 권고한다.

Issue Comment

코리아써키트 (007810)

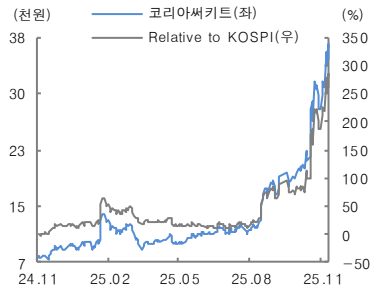
박강호
kangho.park@daishin.com
RA서지원
jiwon0.seo@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	55,000 상향
현재주가 (25.12.04)	35,100

가전 및 전자부품업종

KOSPI	4028.51
시가총액	867십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	37,200원 / 7,830원
120일 평균거래대금	122억원
외국인지분율	6.34%
주요주주	영풍 외 6 인 53.33%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	74.6	187.7	243.4	320.4
상대수익률	78.7	128.6	136.2	157.1



TPU, 브로드컴의 수혜?

- 브로드컴과 전략 관계, 2026년 AI 가속기 ASIC향 FC BGA 매출 예상
- 2026년 실적, PCB 업체 중 저평가, 밸류에이션 상향
- 2026년 브로드컴(AI), 엔비디아(소캠), 애플(맥북) 등 매출 증가

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 55,000원으로 상향(37.5%)

2026년 주문형 반도체(ASIC) 설계 기업인 브로드컴에 AI 가속기 ASIC향 FC BGA를 신규 공급할 가능성을 예상. 2022년 브로드컴에서 투자를 받아 생산라인을 구축, 2025년에 3Q까지 약 912억원의 FC BGA를 공급, 매출 비중은 15%(별도) 차지. 통신모듈(와이파이, 블루투스 등) 중심으로 추정

추가적인 수익성 개선 차원에서 이전 제품대비 고집적, 고신뢰성이 요구된 AI가속기 ASIC향 FC BGA 개발, 브로드컴에 샘플을 제공, 테스트 과정으로 추정. 긍정적인 결과이면 2026년 하반기부터 AI 가속기 ASIC향 FC BGA 매출이 추가될 예상. 또한 브로드컴이 구글과 TPU(Tensor Processing Unit)를 공동 설계한 점을 반영하면 제품 라인업 확대에서 FC BGA 공급업체를 다변화할 가능성이 높음, 코리아써키트가 하나의 대상으로 부각될 것으로 전망. 브로드컴이 투자를 하였으며 AI 가속기 ASIC향 FC BGA 생산 기술력을 보유한 점을 고려하면 추가로 공급 업체에 들어갈 가능성이 높다고 판단

엔비디아의 소캠2(마이크론, SK하이닉스에 소캠2 양산 관련한 퀄 테스트를 진행중), 브로드컴에 AI 가속기 ASIC향(향후에 TPU향 FC BGA 추가 공급 기대), 애플의 아이패드(프로), 맥북 및 삼성전자의 프리미엄 스마트폰(갤럭시S26 울트라, 갤럭시Z폴드8 등)에 HDI(PCB) 공급 등 글로벌 빅테크 기업을 주요 고객으로 확보한 점이 밸류에이션 상향의 배경. 2026년 주당순이익(EPS)에 목표 P/E 17.1배(고성장기의 평균) 적용하여 목표주가를 55,000원으로 상향(37.5%) 투자의견은 매수(BUY) 유지

2026년 PCB 업체 중 저평가 : 밸류에이션 상향(브로드컴, 엔비디아)

2026년 실적, 국내 PCB 업체 중 저평가된 것으로 판단. 2026년 P/E 11.5배이며, 컨센서스 기준으로 이수페타시스는 39.8배 / 대덕전자 18.8배 / 심텍 20.1배 / 티엘비 17.3배 / 해성디에스 12.8배와 비교하면 저평가로 인식. FC 계열의 기판(FC BGA, FC CSP, FC BOC) 매출 비중이 75%(패키지 매출 중(2025년)), 서버향 GDDR7, 소캠(엔비디아), 브로드컴 AI 가속기 ASIC향 FC BGA 공급 가능성이 높아진 점을 감안하면 밸류에이션 상향이 가능 판단

별도, 2026년 영업이익은 908억원으로 91.6%(yoy) 증가를 예상, 2023~2024년 영업적자 기록한 이후에 2025년 474억원으로 흑자전환(yoy, 추정) 이후에 2026년 본격적인 수익성 확대로 전환. 연결의 영업이익은 인터플렉스의 정상화, 실적 호조에 힘입어 1,248억원으로 164%(yoy) 증가 추정. 별도와 연결이 동시에 증가, 밸류에이션 저평가에서 벗어날 시점으로 판단

실적 호조의 배경은 1) 서버향 메모리(eSSD모듈 포함) 모듈 매출이 SK하이닉스, 마이크론향으로 증가 2) 애플, OLED 디스플레이를 적용한 아이패드의 신모델 출시 및 라인업 확대, 그리고 삼성전자의 2026년 갤럭시S26향 기판(HDI) 매출이 증가 3) 브로드컴 중심의 반도체 기판(FC BGA) 매출 증가 및 고부가 기판(ASIC향)도 신규로 공급을 예상하기 때문

Summary

은행

- '25년 기준금리가 이미 50bp 인하되었음에도 4대 시중은행의 마진이 예상보다 선전. 이는 가계대출 규제의 역설이기도 한데 강도 높은 대출 규제가 2년 넘게 이뤄지고 있어 은행들이 가격경쟁을 할 필요가 없기 때문에 가산금리가 상승, 실질적인 대출금리 하락폭이 제한적이었던데 기인
- 따라서 금리 인하 기조에도 불구하고 '26년 커버리지 평균 NIM은 '25년 대비 -3bp 하락에 그칠 것이며 원화대출 성장 +4% 기록하여 커버리지 5사 합산 이자이익은 45.0조원으로 '25년 대비 +1.7% 증가 전망
- 비이자이익 관련 증권업은 금리 인하 싸이클과 더불어 유동성 확대로 유리한 환경 유지. '25년 실적이 워낙 훌륭했으나 '26년에도 유리한 환경을 바탕으로 견조한 실적 전망
- 리파이낸싱을 중심으로 은행 주도 거액 IB 딜 유치도 활발하게 진행되어 은행들의 자체적인 IB관련 수수료도 견조한 수준 기록할 것으로 기대
- 다만, 보험업은 최근 위험손해율과 자동차보험 손해율 상승세로 인한 보험손익 부진이 '26년에도 추세 전환 어려울 것으로 판단. 이에 따라 커버리지 5사 합산 비이자이익은 13.2조원으로 '25년 대비 +1.0% 소폭 증가 전망
- 당사 커버리지 은행 중 하나금융지주 제외 미국 상업용 부동산 및 국내 부동산 PF관련 손상차손 및 충당금 적립은 더 이상 없을 것. 꾸준히 오르던 연체율이 '25년 3분기 하락했고 향후 정책적 지원으로 안정화 가능성 높을 것으로 판단, 커버리지 합산 대손비용 '25년 대비 -1.9% 감소 전망
- ELS 등 제재 요인 3건을 비롯해 생산적 금융 관련 은행 요구 사항이 워낙 방대하나 대부분 수익성을 훼손하지 않는 합리적이고 일반적인 것들이 많아 수익성 영향 크지 않을 전망. 따라서 환원에 대한 기대 여전히 유효
- 3차 상법개정, 배당소득분리과세 최고 세율 인하, 고배당 기업 펀드 편입 세제혜택 등 상법개정 기대감도 여전히 유효해 은행업 긍정적인 전망 유지
- 최선호주는 M&A포트폴리오 완성으로 비이자이익이 증가하고, CET1비율 상승하여 총환원율 상승하는 우리금융지주 유지

Summary

보험

- 커버리지 합산 2026년 순이익 '25년 대비 +5.7% 증가한 9.3조원 전망
- '24년 2분기 이후 위험손해율 5개 분기 연속 상승 중. 3분기에는 주요 손보사 평균 99.3% 기록. 문제는 과거와 같이 호흡기 질환 확산에 의한 특정 담보에 제한되는 것이 아니라, 다수 담보에 걸쳐 보험금 청구가 증가
- 지난 5년간 신계약 성장 및 CSM 확보를 위해 손/생보 모두 건강보험 판매 비중 높여왔는데, 그 중 간편/종합/치매·간병보험의 보험금 청구가 급증
- 언론보도에 따르면 최근 실제손해율이 예상손해율 대비 10%p 이상 높은 것으로 추정. 실제로 IFRS17이 도입된 '23년 이후 커버리지 보험사들의 보험수익 대비 장기보험손익률과 CSM이익률 꾸준히 하락
- 많은 보험사들이 '26년부터 보험료 인상을 비롯한 상품구조개편, 담보 축소에 나설 것으로 보임. 금감원은 이미 '26년 공시이율 25bp 인하 예고했으며, 주요 손보사들의 위험율 조정이 연말 이뤄질 것으로 추정
- '26년 보험료 인상으로 대응 예상되나 '26년 GA 및 신계약 과당 경쟁에 대한 제재도 본격적으로 도입되어 커버리지 5사 합산 신계약 CSM은 '25년 대비 -0.2% 감소, CSM잔액은 +5.7% 증가에 그칠 것으로 예상
- 손해율 안정화 조치들이 지표에 본격적으로 반영되기 전까지는 예실차 손실 확대 지속될 수 밖에 없음. 내년 상반기까지 손실 확대 불가피
- 자동차보험 손해율도 상승세 지속되는 등 전반적인 업황 부진 예상. 올해 3분기부터 적자 전환, 4분기는 계절성으로 더욱 악화될 것이며 보험료 인상 없이는 '26년에도 적자 지속 불가피해 커버리지 4사 합산 자동차보험손익 '25년 -2,951억원, '26년 -4,385억원 전망
- 따라서 보험업종에 대해 보수적 접근 권고하며 손해율/해지율 관리에 선방하는 회사에 주목할 필요
- 최선호주는 없음. 다만 손해율/해지율 지표에서 상대적 우위에 있는 기업은 삼성화재, DB손해보험

Summary

증권

- '25년 일간 최고 59조원의 유례 없는 거래대금 기록. 금리 인하에 따른 유동성 장세와 더불어 3차 상법개정, 배당소득분리과세 최고 세율 인하 등 우호적인 정책들이 대기하고 있어 내년 상반기까지 거래대금은 올 4분기 수준 유지, 3분기부터 감소하는 상고하저 전망. 이에 따라 커버리지 합산 BK 수수료수익은 4.26조원으로 '25년 대비 -3.6% 하락 전망
- 부동산PF 상흔 이후 최근 증권사를 비롯한 제 1금융권의 IB실적은 리파이낸싱과 인수금융이 차지, 특히 금리 레벨이 낮아지며 대기업 리파이낸싱 딜이 활발. 4분기 금리 급등으로 인수금융 시장 위축됐으나 '26년 금리인하 싸이클 재개되면 리파이낸싱 위주 대형 Deal 증가 전망
- 낮아진 금리레벨과 금융사의 모험자본 투자 강조로 회사채 투자 수요도 늘어날 전망. 이에 '26년 커버리지 합산 IB수수료수익 '25년 수준 유지 전망
- 트레이딩수익은 '25년 대비 감소 불가피. '25년 2분기 전반적인 매크로 환경 개선으로 투자자산 가치 재평가가 대거 발생했기 때문. '26년 금리 인하 싸이클 재개에도 IB 및 PI자산 평가익 발생은 제한적일 것으로 예상
- 정부가 모험자본 투자 활성화를 강력하게 강조하고 있어 내년 증권사들의 역할이 더욱 중요해질 전망. 금융업종 내 규제완화를 비롯하여 신규 라이선스를 지급하는 업종은 증권업이 유일
- 신규사업자로 IMA는 한국투자증권, 미래에셋증권, 발행어음은 키움증권 확정. 이외 4사(삼성, 메리츠, 신한, 하나) 발행어음 심사 진행중
- 조달자금 70% 이상 기업금융관련 자산 의무 공급으로 관련 시장 확대 가능성 크며 원금 보장 신규 상품 출시로 은행 예/적금 수요 일부 흡수 가능
- 미래+한국 양사가 공급 가능한 재원은 30조원 이상. IMA 2개사와 키움증권을 비롯한 나머지 4사까지 최종 인가 받으면 7개사가 공급 가능한 모험자본은 최대 60조원에 이를 것
- 2026년 증권업종에 대해 긍정적인 관점 유지하며 IMA 라이선스 확보에 따라 운신의 폭이 더욱 넓어진 한국금융지주 최선호주 유지

Summary

자동차/부품

- 2025년 자동차 업종은 미국 관세 불확실성에 시장 대비 소외 지속. 하지만, 2026년은 자동차 업종의 Outperform을 전망. 이에 자동차 업종에 대한 투자의견 Overweight 유지하고, Top Picks로 완성차(기아>현대차), HL만도, 에스엘 제시
- 1) 주주환원 통한 주가 하방 제한, 2) 안정적인 실적 개선, 3) 점유율 상승 여력, 4) 밸류 모멘텀(1H26 로봇/2H26 자율주행) 감안 시, Outperform 조건은 충분
- 2026년 자동차 업종 투자 포인트로 [실적] 미국, HEV, [밸류에이션] 로봇, 자율주행을 제시. 관련 트리거의 수혜 가능한 종목 중심의 투자 전략 추천
- [완성차] 기아 > 현대차. 선호도 차이 크지 않으나, 1) 주주환원(기아 배당/현대차 자사주), 2) 2026년 미국 현지 생산 강화 강도 감안
- [부품] 에스엘, HL만도. 1) 대미 관세율 하락에 따른 실적 개선 가시성, 2) 미국 현지생산 확대, 3) 현대/기아 신차 사이클, 4) 자율주행 수혜, 5) 로봇 부품 확대 가능성 있는 종목 선별
- 2026년 글로벌 자동차 업황은 제한된 수요 성장 속, 시장별 점유율 확대 여부가 더욱 중요해질 것으로 전망
- [Q] 2026년 글로벌 신차 수요 9,841만대(YoY +2.5%) 전망. 미국 HEV/유럽 xEV 중심 성장 지속. 제한된 성장 속, 점유율 확대가 핵심
- [P] 대미 관세 영향으로 완성차 업체 수익성 둔화 또한 본격화. 이에 완성차 OEM의 가격 인상 니즈는 더욱 확대. 다만, 산업 수요 제한적인 상황이라 신차출시/모델연식 변경에 따른 가격인상 예상. 이에, 신차 모멘텀 보유한 업체들이 가격 정책에 있어서도 유리한 입지 갖고갈 것
- [C] 전반적인 비용 변수 안정세 지속. YoY 미국 관세 비용 기저 완화/중장기 반도체칩 가격 인상 영향에 주목

Summary

조선

- 조선업의 전방산업인 해운업은 미국의 관세, 미중 항만세 부과, 컨테이너선 인도량 증가에 따른 공급 과잉 우려 등으로 불확실성이 증가함에 따라 SCFI, BDI의 변동성이 확대됐었음
- 그에 따라 상선 신조 발주량이 급격하게 둔화되었으나 미중 갈등으로 인한 반사수혜를 통해 컨테이너 신규 수주량이 다시금 선방하며 부족했던 LNG 수주량을 상쇄시켰음
- LNG 신규발주량은 예상보다 미국의 LNG 프로젝트 FID 승인이 더디게 진행되며 반년 정도의 이연 발생. 승인 예정중인 프로젝트 중 2029년부터 2030년 캐파가 미국에 집중되어있어 해당 물량의 신규 발주가 2026년부터 시작될 예정
- 상선의 부침에도 불구하고 조선업의 2025년과 2026년을 주도할 부문은 다름 아닌 특수선. MASGA 프로젝트가 11월 한미 관세협상 팩트시트에서 1,500억달러 투자를 명문화함에 따라 한국 내에서 미국 선박 건조 허가에 대한 가능성이 높아지고 있음. 미국 반스-톨레프슨 법안의 개정 추진과 SHIPS Act 내 Building SHIPS in America ACT 법안 통과에 기대. 법안이 통과될 경우 국내에서 미국 군함 MRO 외 군함 신조까지 종류를 확장 시킬 수 있음
- 2026년 조선업 Top-Pick은 HD현대중공업, 차선호주로 HD현대마린솔루션 제시. HD현대중공업은 상선 부문의 기틀이 견고하고 엔진 부문의 수익성과 매출 사이즈가 확대되는 구간에 있으며 해양 프로젝트 역시 수익성이 높은 구간에 진입함. 추가로 미포와의 합병을 통해 중소형 군함 시장 저변이 확장됨에 따라 실적 업사이드가 상향됨

HD현대중공업 (329180)

진짜 멋있는 기업

이지니
jini.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	720,000 유지
현재주가 (25.12.03)	534,000 조선업종

- 미 해군 입찰 시스템 변경을 시작으로 해외 조선소 건조 여지 방안 확대
- 미포 합병 후 동사의 특수선 동시 건조캐파는 10척, 공급은 충분함
- 2행정 엔진의 중국향 수요 증가로 탑라인 및 이익 성장 지속 예상

미국 특수선의 변화구, 정책부터 시작한다

동사의 매출 대부분을 차지하는 상선 부문이 안정적인 마진 성장 궤도에 들어선 것은 모두가 아는 사실임으로 금번 콥데이의 주요 쟁점은 특수선 사업부의 확장, 법안 개정 가능성, 수주의 형태 등이었음

현재 가장 큰 변화는 미국 해군 입찰 시스템 변경임. 과거에는 특정 선박 사업이 나오면 선정 사업자는 1개였으나, 최근에는 여러 업체를 선정하는 것으로 변경됨. 예를 들어 최근 나온 미 해군의 군수지원함 프로젝트는 5개 컨소지엄이 입찰에 참여하면 2개가 선정되어 나눠서 건조하는 형식으로 바뀜. 미국 내부 조선소의 납기 지연 현상이 극심해지자 생산성 혁신을 위해 시스템이 바뀌었다는 시각. 당장 반스 톨레프슨법 개정의 시기를 점치긴 어렵지만 위와 같이 입찰 변경 등과 같은 세부 사항들을 조정하며 해외 조선소와의 협력 가능한 여지를 확대해 나갈 것

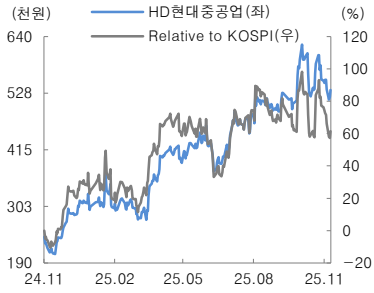
미포와의 합병으로 동사의 동시 건조 캐파는 대형 호위함 2척(기존 현중 도크), 지원함 및 정찰함 최대 8척, 잠수함 0.5척(2년에 1척)까지 늘어남. 미국 군수지원함 프로젝트 예상 타임라인은 RFP 후 2027년부터 엔지니어링에 진입하는데 미포 도크는 27년 하반기부터 도크 4개 중 2개를 방산용으로 전환할 예정

중국향 수요 증가로 엔진의 이익 성장폭 확대

올해 엔진 사업부는 선박 수주(Q) 증가와 더불어 P의 성장까지 있었음. 선가 상승 부진에도 불구하고 엔진 가격이 상승할 수 있었던 이유는 중국향 컨테이너선에 탑재되는 2행정 엔진 수요가 동사로 들어오는 비중이 커졌기 때문. 2행정의 수주 물량 증가는 규모의 경제를 일으켜 마진이 높은 4행정보다 이익 볼륨이 커진 상황. 동사는 일부 엔진의 캐파를 확장할 경우 탑라인 성장 및 이익 성장 가능

KOSPI	4036.3
시가총액	47,405십억원
시가총액비중	1.43%
자본금(보통주)	525십억원
52주 최고/최저	624,000원 / 208,000원
120일 평균거래대금	1,274억원
외국인지분율	11.20%
주요주주	에이치디한국조선해양 외 1 인 74.12% 국민연금공단 7.38%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.0	5.7	24.8	150.7
상대수익률	-8.0	-16.6	-16.6	55.3



영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	11,964	14,486	17,017	18,490	21,251
영업이익	179	705	2,135	2,691	3,660
세전순이익	34	798	1,868	2,805	3,567
총당기순이익	25	622	1,454	2,184	2,777
지배지분순이익	25	622	1,454	2,184	2,777
EPS	278	7,001	16,140	20,812	26,461
PER	463.9	41.1	37.4	29.0	22.8
BPS	58,660	64,259	78,096	85,289	108,951
PBR	2.2	4.5	6.8	6.3	4.9
ROE	0.5	11.4	22.8	27.3	27.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: HD현대중공업, 대신증권 Research Center

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.