하나증권 리서치센터 Morning Brief

하루에 하나

2026.1.15

JANUARY

S	M	T	W	T	F	S
				1	2	3
4	5	6	7	8	9	10
11	12	13	14	15	16	17
18	19	20	21	22	23	24
25	26	27	28	29	30	31

원/달러 환율
1,477.50원 (+3.80원)

KOSPI
4,723.10 (+30.46, +0.65%)

KOSDAQ
942.18(-6.80, -0.72%)

국고채 10년 금리
3.418(+0.006%p)

동 자료는 오늘 발간된 자료의 요약본이 포함되어 있습니다. 자세한 내용은 홈페이지에서 각 자료를 확인해 주시기 바랍니다.

www.hanafn.com

Global Asset Strategy

하나채권	[1월 금통위 프리뷰] 동결 장기화, 인상 가능성은 일축 [박준우]

기업분석

KT&G	4Q25 Pre: 시장 기대 부합 예상 [심은주]
노머스	실적이 오르기 전 마지막 매수 타이밍 [박찬솔]
더블유게임즈	빅 딜이 필요한 시점 [이준호]
한화에어로스페이스	4Q25 프리뷰: 여전히 순항 중인 실적 [채운샘]
범한퓨얼셀	기대에서 증명으로, 변곡의 구간 진입 [한유건]

산업분석

호텔	이미 사상 최대 인바운드에 한일령 수혜까지 [이기훈]
조선/전력기기	2026년 HD현대그룹 신년 간담회 리뷰 [유재선]
건설	4Q25 건설사 프리뷰 [김승준]

글로벌리서치

JPMorgan Chase	규제 불확실성에 따른 투자심리 약화 현상은 일시적일 듯 [최정욱]
델타항공	운임과 트래픽이 동시에 성장 중 [김시현]

단기투자유망종목

삼성전자, 기아, HD현대일렉트릭, 현대로템, 풍산, 금호석유화학, 알테오젠, 에스피지, 기가비스, 오이솔루션

하나증권

2026년 1월 14일 | Global Macro Strategy

하나채권

Fixed Income

[1월 금통위 프리뷰] 동결 장기화, 인상 가능성은 일축

Compliance Notice
본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

채권전략 박준우, CFA junoopark@hanafn.com

- 기준금리 2.50%로 동결. 3개월 인하 가이던스 축소되면 3년 3.0% 수준 지속
- 성장과 환율 요인으로 동결 기조 장기화. 다만 인상 가능성은 일축할 전망

[1월 금통위 및 금리 전망] 금통위는 1월 회의에서 기준금리를 2.50%로 동결할 전망이다. 2025년 5월까지 100bp를 인하한 후 8개월째 동결이다. 시장의 관심은 인하 가능성이 얼마나 축소될 것인가다. 2026년 통화신용정책 운영방향에서 밝힌 바와 같이 지금은 인하 여부를 고민하는 시기이므로, 인하 가능성을 배제하지는 않을 것이다. 3개월 가이던스에서 인하와 동결이 각 3명으로 작년 11월과 동일하게 유지될 수 있다고 본다. 이 경우 국고 3년 금리는 2.9% 초반대로 하향 안정될 전망이다.

다만 인하 의견이 확대될 가능성은 없고 축소될 위험은 크다. 인하 가이던스가 1명으로 축소될 경우 5월 12일 임기가 만료되는 신성환 위원을 제외한 위원 전원이 당분간 동결 기조로 선회함을 의미한다. 채권시장은 인하와 인상 가능성을 동일하게 반영할 것이고, 국고 3년 금리는 기준금리 대비 +50bp인 3.0% 수준을 유지할 전망이다. 한국 국고채에 대한 투자의견은 아직 '중립'이다.

한편 신성환 위원은 작년 11월 마지막 회의에서 환율이 1,460원선을 상회하는 고환율 국면임에도 불구하고 인하 소수 의견을 견지한 바 있다. 이번에도 소수의견이 예상되나, 시장 영향력은 제한적일 것이다.

[향후 관전 포인트] 기준금리 동결 장기화 국면에서 앞으로 수개월 동안 (1) 성장, (2) 물가, (3) 가계부채, (4) 환율에 대한 평가가 어떻게 변화하는지에 주목해야 한다. 각 요인별 완화 및 긴축 논리를 요약하면 **[도표 1]**과 같다.

작년 11월 금통위에서는 네 가지 요인이 모두 긴축 근거로 활용됐다. 성장률 전망이 상향되고, 환율 상승이 수입물가를 자극하고, 부동산 가격 오름세가 지속되고, 환율 레벨이 크게 높아졌다. 1월 금통위에서도 매파적인 톤(=동결 장기화)은 유지될 것이다. 특히 성장률 전망이 2월에 추가적으로 상향 조정될 가능성과 환율 레벨이 1,470원대로 더 높아진 점이 핵심 근거로 제시될 전망이다.

(기자회견에서) 인상 가능성은 매우 낮게 평가할 전망이다. 성장률이 회복되더라도 GDP 갭이 여전히 마이너스이고, 이는 기저 인플레이션 압력이 낮다는 의미이기 때문이다. 1월 총재의 신년사에서도 성장률이 1.8%로 회복하더라도 IT 부문을 제외한 성장률은 1.4%에 불과해 이러한 K자형 회복은 완전한 회복으로 보기 어려우며, 인플레이션도 수요 측 압력이 높

지 않아 일시적 요인이 완화되면 안정될 것이라고 예상했다. 채권시장은 기준금리가 인상으로 전환될 가능성도 우려하고 있으므로, 인상 가능성을 일축하면 금리 상승 여력은 제한될 것이다.

[기준금리 전망] 당사는 작년 11월 금통위 직후에 제시한 5, 11월 기준금리 인하 전망을 유지하고 있다. 동결 장기화 가능성을 반영하기 시작한 컨센서스 대비 상당히 완화적인 전망이다. 만약 3개월 인하 가이던스 전망이 축소될 경우 인하 재개 시점을 하반기로 늦출 가능성이 높다. 그러나 성장률이 하반기에 다시 약화되고 인플레이션 압력이 낮다는 펀더멘털 요인에 근거해 최종 기준금리 2.0% 전망은 변화가 없을 것이다.

도표 1. 주요 변수에 대한 한국은행의 완화/긴축 논리
: 1월은 성장과 환율 요인에 긴축(동결 장기화) 요인으로 활용될 것

	완화적	긴축적	1월 금통위 관전 포인트
(1) 성장	GDP 갭 (-) 지속. 올해 성장률 상고하저	잠재 수준의 성장률 회복	아직은 성장률 회복에 초점. 2월 성장률 전망 상향 가능성이 언급될 가능성
(2) 물가	기저 인플레이션 압력이 제한적	환율 상승에 따른 수입물가 압력	한은의 인플레이션 안정 '전망'은 지속. 수입물가 상승이 향후 '인상'의 근거는 안될 것.
(3) 가계부채	가계부채 증가 속도 둔화	부동산 가격 오름세 지속	11월과 같이 수도권 가격 '모니터링 필요'하다는 입장 유지
(4) 환율	정부 대책으로 환율 안정 기대	환율 레벨이 과도하게 높아진 상태	환율은 명백히 긴축(동결 장기화) 근거

자료: 하나증권

2026년 1월 15일 | 기업분석_Earnings Preview

KT&G (033780)

4Q25 Pre: 시장 기대 부합 예상

BUY (유지)

목표주가(12M)	180,000원
현재주가(1.14)	144,300원

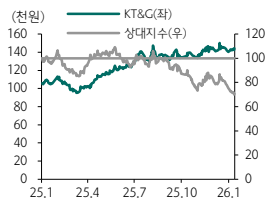
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	4,723.10
52주 최고/최저(원)	150,000/95,000
시가총액(십억원)	17,024.0
시가총액비중(%)	0.44
발행주식수(천주)	117,976.6
60일 평균 거래량(천주)	271.7
60일 평균 거래대금(십억원)	38.4
외국인지분율(%)	43.19
주요주주 지분율(%)	
국민연금공단	8.40
First Eagle Investment Management, LLC	8.29

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	6,496.1	6,771.4
영업이익(십억원)	1,346.6	1,467.0
순이익(십억원)	1,037.9	1,200.5
EPS(원)	8,528	10,163
BPS(원)	90,583	93,788

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	5,862.6	5,908.8	6,506.3	6,557.0
영업이익	1,167.3	1,188.8	1,345.8	1,443.2
세전이익	1,248.4	1,565.8	1,363.5	1,467.0
순이익	902.7	1,165.7	1,023.2	1,065.0
EPS	6,615	8,975	8,423	9,027
증감율	(10.60)	35.68	(6.15)	7.17
PER	13.14	11.93	16.87	15.76
PBR	1.12	1.31	1.57	1.51
EV/EBITDA	7.55	9.17	10.24	9.47
ROE	9.76	12.66	10.83	10.77
BPS	77,800	81,920	90,650	94,399
DPS	5,200	5,400	6,000	6,200

Analyst 심은주 yesej01@hanafn.com
RA 고찬결 cgko@hanafn.com

4Q25 Pre: 전분기 가수요 영향 불구하고 OP 시장 기대 부합 예상

4분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 1조 6,404억원(YoY 5.4%), 2,451억원(YoY 14.0%)으로 추정한다. KGC 제외한 단독 매출액 및 영업이익은 각각 1조 384억원(YoY 6.9%), 2,111억원(YoY 14.3%)으로 예상한다. 시장 기대에 부합할 것으로 예상한다.

① 4분기 국내 궐련 총수요는 YoY -12.0% 감소할 것으로 추산된다. KT&G 국내 궐련 매출 감소 폭도 총수요와 유사할 것으로 예상한다. 10월 길었던 명절 연휴를 앞둔 가수요가 3분기에 발생한 탓이다. ② 국내 NGP 매출액도 가수요 영향 기인해 YoY -mid single 감소할 것으로 추정된다. 해외 NGP 매출은 공급망 이슈 해소 기인해 3분기에 이어 견조한 흐름이 이어질 것으로 전망한다. ③ 수출+해외법인 합산 매출은 YoY 15% 내외 증가할 것으로 추정한다. 일부 지역에서 물량 조정이 있었으나, ASP 개선이 주효했던 것으로 파악된다. ④ 인삼공사는 탑라인 YoY 감소세는 지속되나, 해외 판촉비 집행 효율화 등 수익성 개선 기조가 이어지고 있는 것으로 사료된다. ⑤ 부동산은 강남역 신축 오피스 관련 분양 매출 인식 기인해 YoY 매출 및 이익 개선이 예상된다.

올해 연결 손익 1.4조원 내외 전망

2026년 연결 매출액 및 영업이익을 각각 6조 5,570억원(YoY 0.8%), 1조 4,432억원(YoY 7.2%)으로 추정한다. 부동산 역기저가 부담이나 해외의 견조한 성장이 이를 상쇄할 것으로 전망한다. 전년 높은 베이스에도 불구하고 현지 생산 확대를 통해 적극적으로 신시장을 개척 중이다. 카자흐스탄 증설 효과가 본격화되는 한편, 인도네시아 신공장도 가동될 예정이다. NGP 매출도 공급망 이슈 해소 기인한 기저효과가 1H26까지 이어지는 가운데, 해외 신규 디바이스 출시 확대에 따른 업사이드를 기대할 수 있겠다.

NGP 카테고리 확대 본격화 기대

KT&G는 지난 9월 니코틴파우치 업체 'ASF' 지분 인수를 위해 Altria와 함께 특수목적법인(SPC)을 설립한다고 공시했다. 올해 고성장중인 니코틴파우치 시장 진입을 통해 NGP 포트폴리오를 확대하는 한편, 건기식 글로벌 판매 확대 위한 전략도 구체화될 것으로 판단된다. 관련 매출이 가시화될 경우, 해외 모멘텀은 더욱 강화될 것으로 기대된다.

2026년 01월 15일 | 기업분석_스몰캡_Report

노머스 (473980)

실적이 오르기 전 마지막 매수 타이밍

BUY (유지)

목표주가(12M)	35,000원
현재주가(1.14)	22,550원

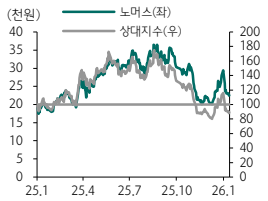
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	942.18
52주 최고/최저(원)	36,500/17,960
시가총액(억원)	2,480.8
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	11,001.3
60일 평균 거래량(천주)	198.1
60일 평균 거래대금(억원)	48.9
외국인지분율(%)	1.98
주요주주 지분율(%)	
김영준 외 10 인	31.92

Consensus Data

	2025	2026
매출액(억원)	814.0	1,171.3
영업이익(억원)	189.8	294.8
순이익(억원)	182.0	240.3
EPS(원)	1,629	2,207
BPS(원)	9,535	11,821

Stock Price



Financial Data (억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	423.0	689.1	802.3	1,077.7
영업이익	(2.0)	81.8	166.7	258.3
세전이익	(249.2)	98.7	171.7	223.1
순이익	(310.0)	98.8	171.7	223.1
EPS	(4,881)	1,022	1,572	2,032
증감율	N/A	흑전	53.82	29.26
PER	0.00	20.16	13.26	10.26
PBR	0.00	2.58	2.21	1.78
EV/EBITDA	(26.13)	24.26	11.84	7.12
ROE	(79.77)	15.81	18.08	19.20
BPS	4,178	7,982	9,454	11,713
DPS	0	0	0	0

Analyst 박찬솔 chansolpark@hanafn.com
RA 손호성 hss93@hanafn.com

1Q26 fromm China 런칭 + 대형 북미 투어 조율

국내 종합 엔터테인먼트 업체이며, 사업 부문은 크게 1) 공연, 2) 플랫폼(fromm), 3) MD(제품/상품 굿즈)로 구분된다. 2026년 매출액 1,078억원(YoY +34.3%), 영업이익 258억원(YoY +55.6%), 지배주주순이익 223억원(YoY +29.6%)을 예상한다. 부문별로 공연 546.4억원(YoY +69.5%) 288.7억원(MD/굿즈 +7.8%), fromm 플랫폼 242.6억원(YoY +14.3%) 달성(1H26 김남길 배우, Jay Park 입점)이 가능하다. 올해 관전 포인트는 1) fromm China 런칭 후 신규 구독자 유입 속도, 2) 26년 2-3분기 중 주요 IP와 진행할 북미 투어 성과다.

먼저 노머스는 중국 플랫폼 1월 런칭을 목표하고 있다. 월 구독권 자동 결제가 되는 것이 중요한 사항이었는데, 중국에 진출하기 전에 fromm 스토어에 위챗(WeChat) 페이를 연동해 문제를 해결했다. 중국에서 K-Pop 공연을 진행하는 것은 시점 추정이 불가하지만, 온라인 팬 소통 플랫폼 출시는 문제가 없다. 26년 1월 중으로 fromm China가 런칭되어 디어유 대비 더 빠른 신규 구독자 유입 속도를 보여준다면 주가가 상승 전환할 것으로 예상한다. 가격은 1인 월 구독 5천원 출시가 유력해 보인다.

BTS 월드 투어(북미 포함) 일정이 공개되면서 노머스도 북미 투어 관련 일정 조율이 수월해졌다. 단일 IP와 예정된 대규모 북미 대형 공연 일정 스케줄링이 조만간 끝날 것으로 본다. 공연이 확정되는 것은 노머스의 실적 가시성을 높이는 동시에 노머스 공연 기획력에 대한 시장 기대도 높일 것으로 본다.

투자해야 되는 타이밍

디어유 버블의 중국 진출이 시장 기대에 못 미쳤기 때문에, 노머스의 fromm China 구독자 수를 매우 보수적으로 추정했다. 그러나 중국 파트너사 망고TV의 강한 중국 엔터 플랫폼 양성 의지가 노머스 수혜로 이어질 수 있다는 생각이며, 노머스 목표치 또한 공격적이다. 1Q26 신규 구독자 수 확정치가 공개되면 노머스에 대한 시장의 인식이 크게 달라질 수 있다고 보기 때문에 이 시점 노머스 주식 매수를 권고한다. 그동안 확정하지 못했던 북미 투어 일정들도 곧 확정될 것이다. 시장에 일정들이 공개되며 북미 공연에 대한 기대가 높아질 것으로 본다. 공연의 매출액 중 60% 이상이 북미에서 발생될 것을 보는 만큼 올해 북미 공연의 Dynamic Pricing에 주목할 필요가 있겠다. 현재 중국에서 K-Pop 공연이 재개될 것이라는 기대감이 소멸되며 주가가 단기적으로 하락한 상황이다. 25년 11월 27일 제시한 투자포인트나 의견에는 전혀 변함이 없으며, 노머스의 26F EPS 2,032원에 동종업계 평균 멀티플 17배를 적용해 목표주가 35,000원, 투자의견 매수를 유지한다.

2026년 1월 15일 | 기업분석_Earnings Preview

더블유게임즈 (192080)

빅 딜이 필요한 시점

BUY (유지)

목표주가(12M)	70,000원
현재주가(1.14)	52,600원

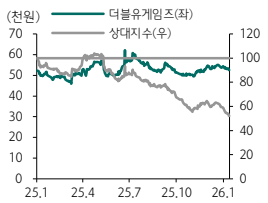
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	4,723.10
52주 최고/최저(원)	62,100/45,950
시가총액(십억원)	1,130.7
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	21,173.5
60일 평균 거래량(천주)	36.6
60일 평균 거래대금(십억원)	1.9
외국인지분율(%)	18.22
주요주주 지분율(%)	
김가람 외 6 인	44.30
국민연금공단	6.92

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	716.6	808.9
영업이익(십억원)	230.1	262.1
순이익(십억원)	193.9	230.4
EPS(원)	6,911	8,448
BPS(원)	65,703	74,435

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	582.3	633.5	717.6	823.7
영업이익	213.3	248.7	228.9	251.2
세전이익	244.3	314.8	253.7	283.3
순이익	149.1	187.2	141.7	161.5
EPS	6,915	8,708	6,594	7,625
증감률	흑전	25.93	(24.28)	15.64
PER	5.82	6.19	8.13	6.90
PBR	0.93	0.97	0.90	0.79
EV/EBITDA	3.28	3.03	3.78	2.93
ROE	18.62	18.69	12.21	12.82
BPS	43,526	55,622	59,294	66,820
DPS	846	1,200	1,103	1,335

Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

4Q25 Pre: 컨센서스 부합 전망

더블유게임즈는 4분기 연결 기준 매출액 1,976억원(+26.8%YoY, +6.1%QoQ), 영업이익 606억원(+0.2%YoY, +2.5%QoQ, OPM 30.7%)으로 컨센서스를 부합할 전망이다. 4분기 평균 달러-원 환율은 1,452원(+3.8%YoY, +4.7%QoQ)이다. 더블다운카지노 매출액은 988억원(-1.5%YoY, +2.8%QoQ), 더블유카지노 매출액은 394억원(-0.1%YoY, +1.5%QoQ)으로 추정한다. DTC 비중 확대로 인한 수익성 개선은 긍정적이지만 결제액 감소로 강달러의 수혜를 온전히 누리지 못하고 있어 다소 아쉽다. 소셜카지노 업황 부진과과 경쟁 구도의 심화를 피하지 못하고 있는 것으로 파악된다. 4분기부터 온기 반영되는 와우게임즈의 매출액은 154억원으로 예상한다. 슈퍼네이션 매출액은 259억원(+105.9%YoY, +15.0%QoQ)로, 팍시게임즈 매출액은 145억원(+16.7%QoQ)으로 예상한다. 영업비용은 1,369억원(+44.3%YoY, +7.8%QoQ)으로 추정한다. 와우게임즈 비용을 온기 반영했다. 마케팅비는 390억원(+141.1%YoY, +16.7%QoQ)로 추정한다. 전분기 대비 소셜카지노, 아이게이밍, 캐주얼 모두 마케팅 강화한 영향이다.

캐주얼 장르에 거는 기대

더블유게임즈는 2026년 영업수익 8,237억원(+14.8%YoY), 영업이익 2,512억원(+9.7%YoY, OPM 30.5%)을 기록할 전망이다. 소셜카지노 결제액이 하향 안정화되고 있지만 이익의 안정성은 여전하다. 2025년 팍시게임즈, 와우게임즈를 인수하며 성장 동력을 갖춰가고 있다. 특히 팍시게임즈 인수 이후 캐주얼 장르에서 경쟁력을 확보하고 있다는 점이 긍정적이다. 팍시게임즈는 AI 스튜디오를 도입, 1인 개발로 2주만에 게임을 개발하여 출시하고 있다. 1인 개발 게임 [위글 이스케이프]는 9월 출시 이후 3개월만에 누적 매출 35억원, DAU 80만명을 달성하며 높은 성과를 확인했다. 2026년부터는 AI 스튜디오의 시스템화로 캐주얼 장르 신작의 다수 출시를 기대한다. AI 기반 개발 방식은 소셜카지노, 아이게이밍에도 충분히 적용 가능하기에 향후 생산성 증가 효과를 개발 전반에서 누릴 수 있을 것으로 예상한다.

투자의견 Buy, 목표주가 70,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 70,000원 유지한다. 더블유게임즈의 안정적인 이익과 현금의 매력은 여전하다. 2025년 2건의 M&A와 슈퍼네이션의 성장으로 두 자릿 수 매출 성장의 가시성도 높였고 DTC 전환 가속화로 수익성도 개선되고 있다. 다만 여전히 큰 비중을 차지하는 소셜카지노의 정체 속에서 리레이팅을 위해서는 추가 M&A가 필요하다고 판단한다. 과거 더블유게임즈는 더블다운 인터랙티브를 인수하며 큰 폭의 성장을 이룬 바 있다. 이후 아이게이밍, 캐주얼 장르의 소규모 게임사 인수로 충분히 입지를 확보했다. 해당 장르에서 보유 현금(8천억원 수준)을 활용한 대규모 M&A로 매출 다변화의 시점을 앞당기는 움직임을 기대한다.

2026년 1월 15일 | 기업분석_Earnings Preview

한화에어로스페이스 (012450)

4Q25 프리뷰: 여전히 순항 중인 실적

BUY (유지)

목표주가(12M) 1,460,000원(상향)
현재주가(1.14) 1,269,000원

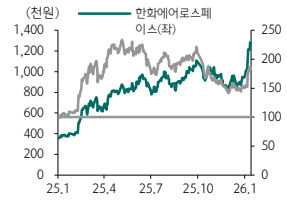
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	4,723.10
52주 최고/최저(원)	1,282,000/371,726
시가총액(십억원)	65,434.0
시가총액비중(%)	1.68
발행주식수(천주)	51,563.4
60일 평균 거래량(천주)	216.2
60일 평균 거래대금(십억원)	210.1
외국인지분율(%)	44.86
주요주주 지분율(%)	
한화 외 6 인	35.78
국민연금공단	7.92

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	26,894.8	30,212.1
영업이익(십억원)	3,497.7	4,384.0
순이익(십억원)	2,217.3	3,283.8
EPS(원)	31,373	46,196
BPS(원)	170,622	213,709

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	7,889.7	11,240.1	26,835.1	29,311.4
영업이익	594.3	1,731.9	3,382.1	4,220.0
세전이익	1,130.8	2,647.4	2,985.9	4,641.9
순이익	817.5	2,298.9	1,529.0	2,424.8
EPS	15,886	46,183	31,099	47,026
증감율	318.49	190.72	(32.66)	51.21
PER	7.98	6.96	30.26	26.99
PBR	1.85	2.97	4.96	5.44
EV/EBITDA	10.51	13.94	14.10	14.25
ROE	25.60	53.94	20.73	22.29
BPS	68,605	108,270	189,662	233,196
DPS	1,771	3,443	3,500	6,000

Analyst 채운샘 unsam1@hanafn.com

목표주가 1,460,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

한화에어로스페이스 목표주가를 1,460,000원으로 기존대비 18.7% 상향하며 투자의견 매수 유지한다. 목표주가는 SOTP 방식으로 산출했으며 밸류에이션 기준년도 변경과 지분가치를 상향 조정했다. 4분기 실적은 시장 컨센서스에 부합할 전망이다. 이는 연결자회사 컨센서스 하회 우려에도 불구하고 양호한 방산, 항공우주 부문 실적에 기인한다. 한편 2026년은 폴란드 1차 이행계약 물량 인도가 마무리 국면에 접어들고 2차 물량 인도가 시작된다. 인도 일정을 고려하면 폴란드 수출 매출액은 전년대비 감소할 가능성이 있다. 그럼에도 불구하고 2026년에도 증익 기조는 유효하다는 판단이다. 폴란드 외 국가들로의 매출 증가가 폴란드 물량 감소에 따른 실적 감소분을 충분히 상쇄할 것으로 예상하기 때문이다. 3Q25 기준 폴란드 외 국가들로부터 확보한 수주잔고는 약 9조원 수준으로 추정되며 결코 적지 않다. 현재 주가 기준 2026년 PER은 27.0배, 2027년 PER은 22.9배이다.

4Q25 영업이익 1.1조원(YoY +22.3%) 컨센서스 부합 전망

4분기 매출액은 8.4조원으로 전년대비 74.0% 증가할 것으로 예상한다. 큰 폭의 증가율은 한화오션 연결 편입 효과에 기인한다. 한화오션과 한화시스템 매출은 각각 3.4조원, 1.3조원으로 전년대비 4.3%, 34.8% 성장할 것으로 예상된다. 항공우주 매출액은 0.6조원으로 전년대비 12.2% 증가할 것으로 추정된다. 핵심 사업부 지상방산 매출은 3.3조원으로 전년대비 2.3% 감소할 전망이다. 4Q24에 폴란드 인도 일정이 집중됨에 따라 실적 기저가 매우 높았던 점을 감안하면 선방했다는 평가이다. 이는 통상 4분기에 집중되는 내수 매출 인식과 폴란드 천무 인도 대폭 확대, 폴란드 외 수출 증가에 기인한다. 영업이익은 1.1조원으로 22.3% 증가할 전망이다. 한화오션 연결편입 효과와 항공우주 부문 흑자전환에도 불구하고 통상 4분기 일시적인 비용들이 반영되는 계절성을 고려하여 지상방산 마진률을 조정했다.

불안정한 국제정세 속에서 장기적으로 기대되는 50조원 규모 수주파이프라인

최근 주가는 글로벌 정세를 불안하게 만드는 각종 뉴스들에 의해 많은 영향을 받고 있다. 러-우 전쟁 협상 불발부터 시작해서 미국-베네수엘라 군사작전, 미국-이란 및 사우디-UAE 불화, 미국-그린란드 발언 등이 대표적이다. 대부분 미국과 연관된 이슈이다. 이는 역으로 트럼프 대통령의 한 마디 발언이면 정세 불안이 빠르게 해소될 수 있다는 점을 의미한다. 그럼에도 불구하고 미 국가안보전략을 고려하면 적어도 임기 동안은 미국 개입축소와 중국 견제를 위한 미국 국방비 증가, 미 동맹국들의 자국 안보수요 증가에 따른 글로벌 국방비 증액 기조는 지속될 전망이다. 한화에어로스페이스의 수주 파이프라인은 약 50조원으로 추산되며 불안정한 국제정세와 글로벌 국방비 증액 기조 속에서 중장기 수혜가 기대된다.

2026년 01월 15일 | 기업분석_스몰캡_Report

범한퓨얼셀 (382900)

기대에서 증명으로, 변곡의 구간 진입

Not Rated

현재주가(1.14) **31,100원**

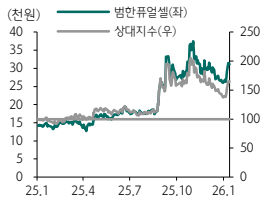
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	942.18
52주 최고/최저(원)	37,500/12,730
시가총액(억원)	2,724.7
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	8,761.0
60일 평균 거래량(천주)	518.9
60일 평균 거래대금(억원)	179.7
외국인지분율(%)	4.75
주요주주 지분율(%)	
범한산업	51.36

Consensus Data

	2025	2026
매출액(억원)	407	761
영업이익(억원)	28	63
순이익(억원)	(18)	5
EPS(원)	(274)	80
BPS(원)	18,829	18,922

Stock Price



Financial Data (억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023	2024
매출액	0	507	305	362
영업이익	0	13	(52)	24
세전이익	0	24	(33)	3
순이익	0	23	(24)	8
EPS	0	290	(271)	95
증감율	N/A	N/A	적전	흑전
PER	0.0	90.0	(74.7)	135.1
PBR	0.0	2.0	1.6	0.7
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	16.3
ROE	0.0	2.1	(2.3)	0.5
BPS	0	12,779	12,498	19,365
DPS	0	0	0	0

Analyst 한유건 @hanafn.com
RA 손호성 hss93@hanafn.com

수소연료전지 전문가

범한퓨얼셀은 PEMFC(고분자전해질 연료전지)를 주력으로 하는 수소연료전지 전문 기업이다. 현존하는 수소연료전지 기술 중 가장 상업화 단계에 도달한 PEMFC 방식의 연료전지를 모빌리티(선박, 잠수함, 버스 등), 건물(상업용, 주거용), 발전용(수소연료전지 발전소) 모듈로 공급하고 있다. 국내 유일한 잠수함 연료전지 생산 업체이며, 핵심 고객사는 한화오션, HD현대중공업, SK E&S, 현대제철, 삼성중공업 등을 보유하고 있다. 2025년 3분기 기준 사업별 매출 비중은 연료전지 50%, 수소충전소 28%, 기타 22%이다.

근거 있는 CPSP 수주 기대감, 안정감을 더해줄 액화수소충전소

범한퓨얼셀은 장보고-Ⅲ 급 잠수함 수소연료전지를 독점 공급 중으로 연 200억원 내외의 매출이 중기적으로 지속 발생할 예정이며, 2026년은 장보고-Ⅲ Batch-Ⅱ 의 2·3번함 건조 및 공정률에 따른 매출 인식이 지속될 전망이다. 캐나다 CPSP의 경우 3,000톤급 이상의 디젤 잠수함 최대 12척을 도입하는 대형 글로벌 수주 건으로 계약금 약 20조원, MRO 포함 약 60조원의 규모이다. 현재 한국 컨소시엄(한화오션, HD현대중공업)은 2026년 3월 최종 제안서를 제출하여 상반기 내에 최종 사업자 선정 결과를 받게 될 예정이다. 완성도 높은 기술 및 빠른 납기 등의 컨소시엄 스펙을 고려할 때 수주 가능성이 높을 것으로 판단되며, 수주 성공 시 동사는 스펙인된 연료전지 모듈의 생산 및 납품을 통해 최소 3,600억 이상의 중장기 매출 확보가 가능할 전망이다. 이후에도 페루, 사우디, 동남아 2,000톤급 잠수함 프로젝트 등의 글로벌 수주 건들이 다수 진행될 것으로 예상됨에 따라 동사의 잠수함 연료전지의 글로벌 확장에 대한 기대는 장기적으로 지속될 전망이다. 액화수소충전소의 경우 8개소 계약을 통해 2025년 4분기 일부, 2026년 대부분의 매출이 발생할 전망이며, 총 계약금 676억원(2024년 매출액의 186%) 중 약 550억원이 인식될 예정이다. 수소충전소의 경우 수소경제 활성화 로드맵에 따라 2025년 450기 수준에서 2040년 1,200기까지 확산될 전망으로 동사의 안정적인 성장의 핵심 축으로 자리잡을 것으로 기대된다.

많은 것을 보여줄 2026년

2026년 연결 기준 예상 실적은 매출액 909.8억원(+124.7% YoY), 영업이익 75.4억원(+163.6% YoY)을 전망한다. 연료전지 사업의 안정적인 매출 볼륨과 액화수소충전소 매출로 가파른 외형과 이익의 성장이 실현될 것으로 예상하며, 잠수함 예비용 모듈, 추가적인 수소충전소 수주로 성장이 지속될 것으로 기대한다. 수소산업내 희소한 안정적인 외형과 수익성을 갖춘 기업으로 자리매김하며 범한그룹 내 계열사들과의 시너지를 통해 독보적인 사업 확장 전략이 지속될 수 있을 것으로 기대한다.

2026년 1월 15일 | 산업분석_Earnings Preview

호텔

이미 사상 최대 인바운드에 한일령 수혜까지

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2026년 1월 14일

GS피앤엘(499790)
BUY | TP 62,000원 | CP 44,750원

서부T&D(006730)
BUY | TP 17,500원 | CP 13,320원

호텔업의 구조적 성장을 전망하며 투자의견 BUY로 커버리지 개시

2025년 방한 관광객 수는 약 1,875만명(+15%)으로 사상 최대가 예상되는 가운데, 한일령의 수혜와 한국의 구조적 관광 수요 확대로 2027년까지 사상 최대가 이어질 것이다. 다만, 서울의 호텔 객실 공급은 제한적이어서 향후 2년간 OCC와 ADR 동반 상승에 따른 사상 최대 실적이 이어질 것이다. 서울의 4~5성급호텔 사업을 영위하는 GS피앤엘과 서부T&D에 대한 투자의견 BUY, 목표주가는 각각 6.2만원/1.75만원으로 신규 커버리지를 제시한다. GS피앤엘은 강남이라는 압도적 지리적 이점에 더해 리뉴얼한 웨스틴의 가파른 턴어라운드가 예상되며, 서부T&D는 상대적으로 낮은 OCC와 ADR이 오히려 높은 성장 여력으로 작용할 것이며 용산/신정동 부지의 개발 이익까지 더해질 것이다. 호텔도 카지노 산업도 호텔 룸이 곧 Capa.이기에 각각 1,700실/1,600실로 많은 서부T&D와 롯데관광개발을 레져 산업 내 최선호로 제시한다.

한한령을 통해 보는 한일령의 수혜

중일 관계 악화로 한국 인바운드의 반사 수혜가 기대된다. 작년 11월 이후 중국의 일본향 노선 감소 및 희토류 수출 제한 등의 규제는 과거 한국의 사례와 매우 유사하다. 2016년 방한 중국인 870만명을 기록한 이후 1년만에 약 52%(약 390만명) 감소했는데, 이듬해 일본과 태국의 중국 관광객이 각각 약 100만명씩 증가했다. 최근 언론을 통해 중국도 일본향 비자 발급을 40% 줄이라고 지시했기에 이번에는 한국이 비슷한 수준의 수혜가 있을 것으로 예상된다. 2027년까지 방한 관광객 수는 2,350만명(2025년 대비 +25%), 이 중 중국은 800만명(+45%)으로 2016년 수준을 회복할 것으로 전망한다. 해당 전망은 한중 노선의 회복을 전제로 하는데, 빠르면 상반기에 일부 확인할 수 있을 것으로 기대된다.

구조적 수요 확대 및 호텔 공급 부족으로 ADR 상승 전망

환율 약세와 K-컬쳐 등의 수혜로 인해 유로모니터에 따르면 서울이 2025년 전세계 매력적인 여행지 10위(2022년 26위)에 처음 진입했다. 구조적 수요 확대가 나타나는 가운데, 호텔의 공급은 매우 부족하다. 2024년 기준 서울 호텔 객실 수는 약 5.3만실, OCC는 79%를 기록했다. 2025년에는 82~84% 수준으로 추정되는데, 2027년까지 외국인 관광객이 450만명 이상 증가하고 이 중 80%가 서울을 방문한다는 가정 하에서는 최소 일 평균 5,000실 수준의 객실이 필요하다. 이는 2년 내 OCC가 최소 5% 이상 상승할 수 있음을 의미한다. 향후 2년내 서울 호텔 OCC는 85%를 넘어설 것이고 ADR은 15~20% 상승하면서 사상 최대 실적이 이어질 것이다.

Analyst 이기훈 sacredkh@hanafn.com
RA 김현수 hyunsookim@hanafn.com

2026년 1월 15일 | 산업분석_Update

조선/전력기기

2026년 HD현대그룹 신년 간담회 리뷰

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2026년 1월 14일

HD현대중공업(329180)
BUY | TP 740,000원 | CP 615,000원

HD한국조선해양: 특수선 수주 목표 상향. 미국 사업 진출 기대

2026년 합산 수주 목표를 268.3억달러로 제시했다. 회사별로 보면 HD현대중공업 204.2억달러, HD현대삼호 50.5억달러, HD한국조선해양 13.7억달러이며 2025년 계획 대비 62.4%, 10.4%, 14.0% 증가한 수치다. HD현대중공업-HD현대미포 합병 영향을 감안해도 유의미한 성장세로 보이며 특수선 부문의 수주 목표가 크게 상향된 것으로 보인다. 매출액은 HD현대중공업 24.4조원, HD현대삼호 8.3조원으로 각각 54.5% 11.9% 증가로 제시되었다. 원/달러 환율 1,350원, 강재단가 20% 상승을 가정한 보수적 수치로 판단되며 현재 환율을 감안하면 목표 달성 가능성은 충분하다. 수주잔고 3년치를 유지하는 가운데 최근 LNG선 발주 재개로 향후 선가 회복 및 수주 증가가 기대되는 국면이다. 동남아뿐만 아니라 인도, 페루 등에서 투자와 협력이 진행되고 있으며 미국에서도 사업 진출이 가시화될 것으로 기대된다.

HD현대마린솔루션: AM 솔루션 중심 높은 성장세 지속 가능

2026년 매출액 가이던스 2.33조원 가운데 핵심사업은 1.4조원 이상으로 기존 성장 추세를 이어갈 전망이다. AM 솔루션 부문의 고성장을 지속하기 위해 Full Potential 전략 기반 헬스체크 등 신규 서비스 수요 창출을 위해 노력 중이다. 노후 엔진 부품 판매 확대, 주요 정비 부품 키트화 판매 등 전략 다변화도 진행되고 있다. LTSA의 경우 2025년 하반기에 만기가 도래한 17척 모두 재계약에 성공했고 2026년도 60척 가량 선박의 100% 재계약을 목표로 진행하고 있다. 싱가포르 물류센터는 4월에 가동을 시작하며 북유럽, 중동 등에서도 현지 서비스를 위한 법인 및 지사 설립을 추진 중이다.

HD현대일렉트릭: 보수적 가이던스 제시. 달성 가능성 충분

2026년 가이던스로 매출액 4.35조원, 수주 42.2억달러를 제시했다. 시장 기대치 대비 낮은 성장률로 보일 수 있겠으나 2026년 가이던스에 적용된 원/달러 환율이 1,350원 수준이기 때문에 부정적인 전망이 아닌 달성 가능 최저 수치를 보수적으로 제시한 것으로 해석된다. 실제로 지난 2022년부터 2024년까지 실제 수주와 매출액은 가이던스를 상회해왔다. 미국 변압기 PPI의 지속적인 상승, 2026년 울산과 2027년 미국 공장 증설 등을 감안하면 P와 Q 모두 장기적으로 우상향이 가능하다. 원가 상승 및 관세 부담은 고객사에 전가할 수 있고 원부자재도 구매력을 바탕으로 안정적 조달이 가능하다. 공급 우위 시장에서 미주, 유럽의 초고압 제품 수요에 더해 장기적으로 국내 수요도 증가가 예상된다.

Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 성무규 mukyu.sung@hanafn.com

2026년 1월 15일 | 산업분석_Update

건설

4Q25 건설사 프리뷰

Overweight

Top Picks 및 관심종목

GS건설(006360)
TP 24,000원 | CP 19,020원

4Q25 실적 전망: 시장기대치 부합 혹은 하회

5개 건설사(삼성E&A, 현대건설, GS건설, 대우건설, DL이앤씨) 4Q25 실적은 시장기대치에 부합(삼성E&A, 현대건설, 대우건설)하거나 하회(GS건설, DL이앤씨)할 것으로 전망한다. GS건설은 국내 주택에서의 비용 반영을 전망하여 주택마진 추정치를 하향했으며, DL이앤씨는 주택 민참사업 증액이 2026년으로 이연된 것을 반영했다. 국내 플랜트현장에서의 비용 반영도 예상되지만, 이는 이미 3분기 실적발표 때 가이던스를 하향하면서 밝힌 사항이다. 수주에서는 해외수주는 없었으며, 대부분 국내 수주, 특히 주택이 많았다. 가이던스를 달성 혹은 상회하는 건설사의 대부분의 경우 국내 도시정비에서의 수주가 큰 기여를 했다. 삼성E&A의 경우 연말까지 수주가 안나오면서 가이던스를 하회할 것으로 보인다. 주택 분양에서는 가이던스 부합한 건설사(대우건설, DL이앤씨)와 하회한 건설사(현대건설, GS건설)로 나뉘었다. 일부 현장들이 2026년으로 일정이 변경된 결과다.

2026년 가이던스 전망: 매출액 감소, 영업이익 증가, 기대가 안되는 분양세대수

건설사의 올해 가이던스는 매출액 감소(현대건설, GS건설, DL이앤씨), 영업이익 증가(모든 건설사)이며, 분양세대수는 25년 실적대비 대부분 증가이나 그 폭이 크지 않다. 매출액의 경우 주택 착공 및 분양 부진 및 도시정비를 제외한 수주의 부진으로 대부분 감소로 전망한다. 현대건설은 현대엔지니어링의 매출액 감소, GS건설은 주택 분양 부진, DL이앤씨는 플랜트 수주 부재에 따른 매출액 감소 영향이 크다. 반면 대우건설은 2025년에 1.9만세대를 분양하고 그 중 자체사업을 3,300세대를 하면서 주택 매출액 증가를 전망한다. 영업이익은 대부분 증가로 보는데, 그 배경에는 원가율 높은 현장 준공에 따른 마진 개선(플랜트, 주택)이 있다. 분양세대수는 25년 실적에 비해 증가할 것으로 보이지만, 2025년 가이던스로 제시했던 수준에서 크게 증가하지 못할 것으로 본다. 2023~2024년 관리처분 및 이주가 시작된 도시정비 현장이 적었던 영향과 최근 민간도급 수주 부재 때문이다. 전반적으로 2026년에도 민간도급에서의 수주보다는 도시정비와 LH민참사업에 집중할 것으로 보인다.

건설업 투자의견: 1월 단기 추천종목 없음

4Q25 실적에서 시장 기대치를 상회할 가능성은 적다고 판단하며, 가이던스 제시 이후 2026년~2027년 추정치가 상향될 가능성도 낮게 본다. 따라서 실적발표의 내용으로 매수를 추천할 종목은 없다. GS건설을 건설 내 TOP PICK을 유지하지만, 매수시점은 2분기로 제시한다.

Analyst 김승준 sjunkim@hanafn.com
선임연구원 하민호 minhoha@hanafn.com

2026년 1월 15일 | Global Equity

JPMorgan Chase (JPM.US)

규제 불확실성에 따른 투자심리 약화 현상은 일시적일 듯

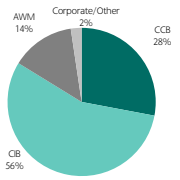
미국

TP(컨센서스)	338.52 USD
CP(1.14)	310.90 USD

Key Data

국가			UNITED STATES
상장거래소			New York
산업 분류			금융
주요 영업			은행
홈페이지			www.jpmorganchase.com
시가총액(십억USD)			838.25
시가총액(조원)			1239.46
52주최고/최저(USD)			337.25/202.16
주요주주 지분율(%)			
VANGUARD GROUP			9.77
블랙록			7.69
주가상승률	1M	6M	12M
절대	(2.4)	8.4	25.6
상대	(4.4)	(2.9)	6.4

순익구성



Financial Data (백만 USD)

투자지표	2023	2024	2025	2026F
총영업이익	158,104	177,556	182,447	192,152
세전이익	61,612	75,081	72,595	74,679
지배순이익	49,552	58,471	57,048	58,281
EPS(USD)	16.3	19.8	21.2	22.8
EPS(YOY, %)	34.3	21.8	5.9	7.5
보통주ROE(%)	16.9	18.2	16.5	16.7
PER(배)	10.5	12.1	14.7	13.6
PBR(배)	1.6	2.1	2.3	2.2
배당수익률(%)	2.4	2.0	2.0	2.2

자료: Bloomberg, 하나증권

Analyst 최정욱, CFA cuchoi@hanafn.com
RA 정소영 soyoungjung@hanafn.com

Apple card 선매입 약정에 따른 22억달러 대손충당금 제외한 실적은 컨센서스 상회

JPM의 4분기 순익은 YoY 7.0% 감소한 130.3억달러(EPS 4.63달러)를 기록해 컨센서스를 하회했다. 다만 Apple card 포트폴리오 선매입 약정과 관련해 설정된 22억달러의 대손충당금(세후 17.4억달러)을 제외할 경우의 조정 순이익은 147.7억달러(EPS 5.23달러)로 경상 기준으로는 컨센서스를 7.6% 상회하는 실적이었다. 경상 실적이 컨센서스를 상회한 배경은 순이자이익 개선 때문이다. 1) 신용카드를 비롯한 소비자대출 외에 상업용대출에서도 대출이 크게 증가하면서 4분기에만 총대출이 QoQ 4.1%, YoY 10.8% 큰폭 성장했고, NIM은 2.54%로 QoQ 9bp 상승해 순이자이익이 250억달러로 YoY 7.0% 증가했으며(시장 부문 제외 순이자이익은 YoY 약 4% 증가), 2) AWM과 CCB 부문의 자산관리수수료 증가로 비이자이익 또한 208억달러로 YoY 약 7.1% 증가했다. 3) 반면 판관비도 240억달러로 YoY 5.4% 증가했는데 연방예금보험공사(FDIC) 특별분담금 환입에도 불구하고 영업인력 및 점포운영비 증가, 수익연동 성과급 지급과 자동차리스 감가상각 등에 주로 기인한 것이었다. 4) 대손충당금 또한 46.6억달러로 QoQ 36.8%, YoY 76.9% 큰폭 늘어났는데 이는 Apple card 선매입 약정에 따른 일회성 충당금 적립 영향이 가장 컸다. 동사의 2026년 가이던스에 따르면 연준이 기준금리를 2회 더 인하한다고 가정해도 평균 대출금리는 하락하겠지만 카드 리볼빙 성장과 조달비용 감소 등으로 순이자이익이 1,030억달러로 증가할 것으로 전망한다

Apple card 인수로 카드 잔액 유입 예상. 신용카드 이자율 상한제는 불확실성 요인

최근 JPM은 골드만삭스로부터 Apple card 사업을 인수하기로 확정했으며, 계약 조건에 따라 200억달러 이상의 카드 잔액이 유입될 것으로 예상한다. Apple card는 일반 카드와 달리 iOS에 완전히 통합된 독자적인 테크 스택을 가지고 있어 기존 시스템과 연동하기 위해서는 기술적인 재구축이 필요한데다 규제 당국의 승인도 남아 있기 때문에 향후 약 2년간의 시간이 필요할 것으로 전망한다. 한편 최근 이슈화되고 있는 트럼프의 신용카드 이자율 10% 상한제 이슈로 인해 전일 양호한 실적 발표에도 불구하고 금융주 주가가 약세를 보이는 등 시장은 규제 불확실성에 민감하게 반영하는 모습이다. 이와 관련해 제이미 다이먼 CEO는 신용카드 이자율 상한제가 실제로 통과될 경우에는 중·저신용자 비중이 높은 일부 공동 브랜드 카드 포트폴리오에 대해 리스크 모델 전반을 수정해야 할 가능성을 언급하면서 잠재적인 영향이 상당할 수 있음을 시사했다. 특히 이러한 가격 통제가 단순히 카드사의 마진이 축소되면서 관련 혜택이 소비자에게 이전되는 방식으로 작동하기보다는 서비스 제공 자체의 급격한 변화를 초래해 오히려 소비자의 신용 접근성이 축소되고 경제에도 악영향을 미칠 수 있다고 강조했다. 저신용 취약차주가 우선적으로 시스템 밖으로 밀려날 가능성이 높다는 점에서 제도 도입에 따른 파급효과 및 불확실성에 대해 경고했다. 월가 금융권이 법적대응에 나설 것으로 보인다는 점에서 사태 추이를 좀 더 지켜볼 필요가 있다고 판단한다

2026년 1월 14일 | Global Equity

델타항공 (DAL.US)

운임과 트래픽이 동시에 성장 중

미국

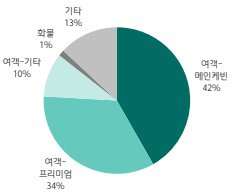
TP(컨센서스)	80.08 USD
CP(1.13)	69.33 USD

Key Data

국가	미국
상장거래소	NYSE
산업 분류	산업재
주요 영업	여객 항공사
홈페이지	www.delta.com
시가총액(십억USD)	45.3
시가총액(조원)	66.7
52주최고/최저(USD)	73.2/34.7
주요주주 지분율(%)	
뱅가드	11.39
블랙록	6.90

주가 상승률	1M	6M	12M
절대	(0.7)	22.4	6.5
상대	(2.7)	11.1	(12.8)

매출구성



Financial Data (백만 USD)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출	57,001	58,287	62,254	65,889
영업이익	6,016	5,804	6,905	7,511
순이익	3,990	3,802	4,698	5,211
EPS(USD)	6.16	6.16	7.17	8.13
EPS(YOY, %)	-1.4	-1.4	23.2	13.3
ROE(%)	26.2	27.8	22.1	20.9
PER(배)	10.3	7.6	9.6	8.4
PBR(배)	2.6	2.2	1.9	1.6
배당률(%)	0.8	1.0	1.1	1.2

주: 영업이익, 순이익은 조정(Non-GAAP) 기준
자료: 델타항공, LSEG, 하나증권

Analyst 김시현
sihyun_kim@hanafn.com

4Q25 Re: 컨센 부합

조정 매출액 146 달러(YoY +1.2%), 조정 EPS 1.55 달러(-16.2%)로 컨센에 부합했다. 셧다운으로 인해 공급 좌석은 1% 증가에 그쳤으며 실적 영향은 매출에 -2%p, EPS -0.25 달러로 추정했다. 메인케빈(이코노미) 매출은 7.1% 감소했으나 프리미엄 좌석 매출은 9.1% 성장하며 처음으로 프리미엄 좌석의 전체 매출 대비 비중이 메인케빈을 앞섰다(각 43.5%, 44.1%). 델타항공이 강점을 가진 기업 출장 수요도 뱅킹 업종의 주도로 고른 성장을 보였다. 노선별로는 3분기 대비 4분기에는 대서양과 태평양 등 국제선이 견인했으며 단위당 매출 증가율은 5%p 개선 되었다. 연료비를 제외한 단위당비용은 4% 증가했다.

2025년은 P, 2026년은 P&Q

고무적인 것은 모든 지역과 고객군에서 4분기 대비 1분기 수요 가속화를 확인하고 있다는 것이다. 2025년 11월에는 셧다운과 교통부 장관의 안전성 문제 제기 등 잡음이 특히 많았지만 아무 문제가 없었던 10월과 비교해서도 현재의 수요가 개선되었다고 언급했다. 예약곡선(booking curve) 측면에서도 장기 쪽으로 이동한 것은 아니지만 정상 수준으로 회귀하고 있다. 2025년의 성장을 이끈 것이 운임이라면 현재는 운임(P)과 트래픽(Q)이 동시에 늘어나고 있어 긍정적이다.

연초부터 역대급 현금 매출 기록 중

FY2026년 연간 조정 EPS 가이던스로 6.50~7.50달러(+20.3%)를 제시하며 컨센(7.25달러)에 부합했다. 1Q26 가이던스도 매출액 YoY +5~7% 성장, EPS 0.50~0.90달러를 전망하며 컨센(+5.3%, 0.71달러)에 부합했다. 통상 예약이 가장 몰리는 시기는 3월이지만 지난주에는 1월 초부터 역대 가장 높은 현금 매출을 달성하며 1분기에 대한 기대감을 높이고 있다. 1분기 매출 성장률 가이던스는 캐파 증가율을 소폭 상회하는 수준이며 연간 캐파는 GDP를 고려해 3% 확대할 계획이다. 노선별로는 마진이 더 높은 국제선이 국내선과 비슷한 속도로 성장하며 격차를 줄이고 있다. 연간 CapEx는 항공기 50대 인도를 포함해 약 55억 달러가 될 것으로 전망했다. 지난 10년간 지속 가능하고 약 50억 달러 수준으로 일관된 CapEx 투자로 향후 15~20년은 대규모의 투자가 필요하지 않은 점을 강조했다. 프리미엄 브랜드의 강점을 바탕으로 2026년 내내 단위당 매출 증가율을 양수를 기록할 전망이다. 단기적으로 신용카드 10% 상한제 도입시 AMEX 사업 타격은 불가피하나 다각화된 수입원과 출장 수요로 2026년 안정적인 성장이 기대된다.

단기 투자유망종목

글로벌투자분석실

종목	편입일	기준가	전일종가	수익률	투자 포인트
삼성전자 (005930.KS)	1/12	139,000	140,300	0.94%	• AI 수요 견조하게 유지되는 가운데, DDR4 가격상승과 더불어 NAND 업황 개선 맞물려 • DDR 및 NAND 가격 상승은 레거시 비중이 높은 삼성전자에게 긍정적
기아 (000270.KS)	1/12	133,200	143,000	7.36%	• 셀토스 풀체인지 모델 출시 및 판매 본격화로 신차 효과 통한 물량 확대 지속 기대 • 이익 개선및 그룹미래 모빌리티 사업구체화 통한 밸류업 기대
HD현대일렉트릭 (267260.KS)	1/12	848,000	922,000	8.73%	• 미국 내 중장기 전력부하 증가 및 노후교체 등으로 송전 투자 확대 지속 • 미국 전력인프라 이외 유럽, 한국 등지의 전력 인프라 투자 확대 본격화
현대로템 (064350.KS)	1/12	219,000	223,000	1.83%	• 페루 전차/장갑차 총괄합의서 체결로 26년, 27년 영업이익 추정치 상향 가능성 높아짐 • 플랜사업 사업규모 축소로 인한 그룹 관계사 매출 비중 확대 긍정적
풍산 (103140.KS)	1/12	120,900	126,900	4.96%	• 4Q25 Preview 매출액 1.5조원(YoY +19.8%), 영업이익 1,013억원(YoY +199.0%) 전망 • 1분기 동가격 상승으로 영업실적 호조 지속 전망
금호석유화학 (011780.KS)	1/12	121,700	139,000	14.22%	• 최근 석유화학 시황에서 부타디엔과 MDI 가격 동반 강세 보이며 업황 개선 시그널 확인 • 제품 가격 상승에 따른 영업이익 및 지분법 이익(금호미쓰이화학) 기대
알테오젠 (196170.KQ)	1/12	511,000	467,000	-8.61%	• 피하주사 전환에 대한 니즈가 투약 편의성 개선, 바이오시밀러 방어의 이유로 증가 중 • 파트너사의 지속적인 유입 전망, 공장 증설에 따른 제품 수익 증가 기대
에스피지 (058610.KQ)	1/12	79,000	87,100	10.25%	• 대표적인 정밀기계부품인 유성/SH/SR감속기를 모두 양산 가능한 국내 독보적인 기업 • 미국 주요 로봇 메이커의 4족 보행로봇에 에스피지의 유성감속기 적용 시작
기가비스 (420770.KQ)	1/12	33,350	41,800	25.34%	• 글로벌 FCBGA 증설 투자 사이클 진입에 따라 장비 수요 증가 전망 • 26년부터 통합형 FA 설비 및 컬러 AOI 출하가 본격화되며 ASP 우상향 기조
오이솔루션 (138080.KQ)	1/12	15,220	15,030	-1.25%	• 글로벌 AI 데이터센터 증설과 함께 고속 광트랜시버 수요 구조적 확대 기대 • 매출 믹스 전환과 일본 스미토모 구조 변화에 대한 수혜 전망

단기 투자유망종목 수익률

주간(This Week)		누적(YTD)	
수익률	BM대비 수익률	수익률	BM대비 수익률
+6.26%	+3.30%p	+15.59%	+4.07%p

주: BM은 KOSPI. BM대비 누적수익률은 일 평균 종목수익률을 BM과 비교 적용한 후 누적 계산. 주기 단위로 Rebalancing. 손절가(Loss cut)는 종가기준 -10%선 적용

중장기 투자유망종목

글로벌투자분석실

종목	편입일	기준가	전일종가	수익률	투자 포인트
기아 (000270.KS)	1/12	133,200	143,000	7.36%	• 셀토스 풀체인지 모델 출시 및 판매 본격화로 신차 효과 통한 물량 확대 지속 기대 • 이익 개선및 그룹미래 모빌리티 사업구체화 통한 밸류업 기대
HD현대중공업 (329180.KS)	1/12	609,000	615,000	0.99%	• 가스선 비중이 70%를 상회하고 있음에도 상선 선종 Mix 개선 현재 진행 중 • 미 해군 입찰 시스템 변경을 시작으로 해외 조선소 건조 여지 방안 확대
에스피지 (058610.KQ)	1/5	82,700	87,100	5.32%	• 대표적인 정밀기계부품인 유성/SH/SR감속기를 모두 양산 가능한 국내 독보적인 기업 • 미국 주요 로봇 메이커의 4족 보행로봇에 에스피지의 유성감속기 적용 시작
삼성전자 (005930.KS)	1/2	119,900	140,300	17.01%	• AI 수요 견조하게 유지되는 가운데, DDR4 가격상승과 더불어 NAND 업황 개선 맞물려 • DDR 및 NAND 가격 상승은 레거시 비중이 높은 삼성전자에게 긍정적
SK하이닉스 (000660.KS)	1/2	651,000	742,000	13.98%	• 3Q25 Review 매출액 24.5조원(YoY +39.0%), 영업이익 11.4조원(YoY +62.0%) 기록 • 빅테크 중심의 HBM 수요가 견조한 가운데, 대규모 CAPEX가 동반되며 HBM 수혜 전망
삼성바이오로직스 (207940.KS)	1/2	1,695,000	1,927,000	13.69%	• 신규 수주 기반으로 5공장 안정적인 ramp-up, 1분기 초 6공장 증설 계획 발표 예상 • 1월 12~15일 개최되는 JPM healthcare에서 향후 사업전망 main track에서 발표 예정
KB금융 (105560.KS)	1/2	124,700	128,900	3.37%	• 경쟁은행 대비 확대되었던 PBR gap이 좁혀지면서 가격 매력 재부각 • 2026년에도 추정 순익 약 5.9조원 내외를 기록하며 증익 추세 굳건히 지속될 전망
삼성전기 (009150.KS)	1/2	255,000	284,500	11.57%	• 컴포넌트 사업부 외에도 패키지 및 광학솔루션 사업부의 우상향 가시성 확보 • 고부가 AI 서버 및 전장향 MLCC 공급 확대로 연간 실적 호조 전망
하이브 (352820.KS)	1/2	330,000	331,000	0.30%	• BTS, 26년 봄 신보 발매를 시작으로 연중으로 대규모 투어 진행 예정 • 글로벌 주요 거점 지역에서 다양한 현지 아티스트 데뷔를 준비하며 글로벌 시장 확대 기대
한국항공우주 (047810.KS)	1/2	114,400	154,400	34.97%	• 일회성 비용 부재와 완제기 수출 부문의 일시적 믹스개선으로 3Q25 수익성 개선 • 26년 말레이시아 2차, 이집트 경전투기 사업 등의 대형 사업 예정
한국금융지주 (071050.KS)	1/2	161,700	174,300	7.79%	• 국내 증시 거래대금 증가에 따른 브로커리지 수익 증가로 호실적 기대 • IMA 출시 이후 추가된 조달재원을 기반으로 레버리지 및 운용자산 규모 확대 기대
S-Oil (010950.KS)	1/2	83,000	87,200	5.06%	• 미국 내 정제설비 폐쇄 증가 감안시, 타이트한 수급 환경 유지되며 정제마진 강세 전망 • 트럼프의 중동 전략 변화, OPEC+의 빠른 감산 완화로 인해 OSP 안정화 가능성 높아

중장기 투자유망종목 수익률

분기(1Q)		누적(YTD)	
수익률	BM대비 수익률	수익률	BM대비 수익률
+9.89%	-1.62%p	+9.89%	-1.62%p

주: BM은 KOSPI. BM대비 누적수익률은 일 평균 종목수익률을 BM과 비교 적용한 후 누적 계산. 분기 단위로 Rebalancing. 손절가(Loss cut)는 종가기준 -10%선 적용

Calendar

글로벌투자분석실

SUN	MON	TUE	WED	THU	FRI	SAT
1.11	1.12	1.13	1.14	1.15	1.16	1.17
		▪ 일본 11월 BoP 경상수지 (3.7조엔, 10월 2.8조엔) ▪ 미국 12월 전년대비 CPI/Core CPI (2.70%/2.60%, 11월 2.70/2.60%)	▪ 미국 11월 전월대비 소매판매 (E 0.40%, 10월 0.00%) ▪ 미국 11월 전년대비. 전월대비 PPI (E 2.60%, 10월 0.30%) ▪ 한국 1월 실업률 (4.00%, 12월 2.70%)	▪ 미국 뉴욕주 1월 제조업 지수 (E --, 12월 -3.9p) ▪ 일본 12월 전년대비 PPI (E --, 11월 2.70%)	▪ 미국 12월 전월대비 광공업생산 (E --, 11월 0.20%)	
1.18	1.19	1.20	1.21	1.22	1.23	1.24
	▪ 중국 4분기 전년대비 GDP (E 4.4%, 3분기 이전치 4.8%) ▪ 일본 11월 전월대비 광공업생산 (E --, 10월 -2.6%) ▪ 유로 12월 전년대비/전월대비 CPI (E --/--, 11월 2.0/0.2%)	▪ 한국 12월 전년대비 PPI (E --, 11월 1.9%)	▪ 미국 12월 주택착공건수 (E --, 11월 --)	▪ 미국 주간 신규 실업수당 청구건수 (E -- / 이전치 --) ▪ 한국 4분기 전년대비 GDP 성장률 (E --, 3분기 4.3%)	▪ 한국 1월 소비자심리지수 (E --, 12월 109.9p) ▪ 일본 12월 전년대비 CPI (E --, 1월 2.9%)	

주: 1) 괄호 안은 예상치(E), 전월 순, 한국시간 기준 (*E)는 당사 추정치. 2) 유로권, 북미는 전월대비(PCE 디플레이터는 전년동월대비), 아시아, 신흥국은 전년동월대비 기준, 3) P(속보치), A(잠정치), F(확정치)
자료: Bloomberg, 하나증권

Compliance Notice

- 본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료를 작성한 담당자는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 담당자는 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.