하나증권 리서치센터 Morning Brief

하루에 하나

2026.2.2

FEBRUARY

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

원/달러 환율

1,439.50원 (+13.20원)

KOSPI

5,224.36 (+3.11, +0.06%)

KOSDAQ

1,149.44(-14.97, -1.29%)

국고채 10년 금리

3.607(+0.05%p)

Special Report

2월 주식시장 전망과 전략	금리보다는 실적, 실적보다는 수급이다. [이재만]
2월 중국 주식시장 전망과 전략	중국 투자를 지지하는 10대 차트 [김경환]

Global Asset Strategy

New K-ETF	미국 SMR 원자력 TOP10 [박승진]
New K-ETF	차이나 증권 [박승진]
해외 크레딧	2026년 레버리지 파이낸스 시장 점검 ①: (느슨해지는 조건과 리스크의 이동) [이영주]
해외채권	브라질 채권 전략: 3월부터 점진적인 인하 [허성우]

기업분석

하나금융	다소 과민반응. 주가 약세는 오히려 비중확대 기회 [최정욱]
현대위아	턴어라운드를 지나 신제품들의 기여가 시작될 때 [송선재]
현대제철	4Q25는 부진했지만 2026년 개선 가시성 높아 [박성봉]
SK이노베이션	잊고 살았던 기름 냄새 [윤재성]
효성티앤씨	스판덱스 증익 기조의 시작 [윤재성]
HS효성첨단소재	탄소섬유의 낮은 실적 가시성 [윤재성]
삼성중공업	드디어 두 자리 수 마진 달성 [유재선]
효성중공업	중공업 부문 이익률 20% 도달 [유재선]
LX인터내셔널	일회성 비용 제외 시 양호한 실적 [유재선]
디아이	HBM4 수주공시 스타트! [권태우]
한스바이오메드	스킨부스터 업체로 불러주세요 [박찬솔]
서울옥션	먼저 가져가는 사람이 임자 [박찬솔]
흥국에프엔비	'두쫀쿠' 골든볼, 자영업에 도움 많이 된다 [박찬솔]
KSS해운	계약 연장으로 실적 안정성 보강, 암모니아를 기다리며 [안도현]
현대로템	4Q25 리뷰: 신규수주 성과가 가장 중요한 국면 [채운샘]

Weekly

은행	계속되고 있는 외국인의 은행주 사랑 [최정욱]
철강금속	'26년에도 중국 철강 수요와 공급 모두 감소 전망 [박성봉]
반도체 및 소부장	이유 있을 주가 상승 [김록호]
에너지/화학	15년 만의 아시아 정유사 원가 우위 국면 [윤재성]
제약/바이오	코스닥이 올라 가는데 제약/바이오가 빠질 수 없다 [김선아]
2차전지	단기 모멘텀 부재 [김현수]

글로벌리서치

KLA	메모리향 호조로 분기 사상 최대 매출액 경신 [김록호]
Tech&Stock Weekly	오픈AI, 최대 1,000억달러 '빅테크 연합' 초대형 투자 라운드 추진 [김재임, 김시현]
Hana China Weekly	경쟁적으로 AI 전략 강화 중인 테크 기업들 [백승혜]
알리바바	AI만 잘해도 주가는 갈 수 있다 [백승혜]
미국 태양광	테슬라 태양광모듈 사업 진출과 퍼스트솔라 급락 코멘트 [김시현]
미국 건설	트럼프식 주택 정책의 역설: 고가 유지와 저리 조달 [하민호]
SL 그린 리얼티	배당정책 변경, 본업 성장에 집중할 때 [하민호]

WEDBUSH × 하나증권

Apple	iPhone 판매 호조와 견조한 실적 전망: AI 모멘텀 본격화 임박 [박승진]
Doordash	Grubhub 수수료 면제: 뒤처진 경쟁사의 전략적 한계 확인 [박승진]

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

www.hanafn.com

하나증권

2026년 2월 2일 | Global Asset Research

2월 주식시장 전망과 전략

금리보다는 실적, 실적보다는 수급이다

Equity

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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Strategist 이재만 duke7594@hanafn.com
RA 박성제 parksungjae@hanafn.com

1월 주가 수익률이 가장 높았던 업종은 상반기 주도 업종이 될 가능성이 높다. 2026년 1월 S&P500지수는 원자재와 에너지 업종의 주가 수익률이 가장 높았다. 두 업종은 올해 이익 턴어라운드 업종이라는 공통점이 있다. 미국 경제성장률 고점은 2026년 1분기, S&P500 EPS(YoY)는 2분기 고점을 예상하고 있다. 주식시장에서는 반대로 기저효과 등을 기반으로 이익사이클이 상승할 수 있는 업종이나 기업을 선별하는 전략이 필요한 시기다.

글로벌 반도체 가격 상승에도 불구하고 수요 증가에 대한 신뢰는 강하다. 2025~27년까지 국내 반도체 순이익 사상 최고치 3년 연속 경신과 최근 추가적인 순이익 상향 조정을 고려 시 반도체의 기대 주가 수익률은 33%다. 반도체의 코스피 내 시총 비중 38% 감안 시 코스피 상승 여력 12~13%다(기존 코스피 상단 5,650p→ 반도체 이익 추정치 상향 조정 감안 시 5,850p까지 상승 조정 가능).

국내 자동차 업종은 로봇 성장주로의 편입 기대감이 높다. 테슬라는 2013~19년까지 순이익 적자였지만, 전기차 생산과 확산 기대로 주가는 12배 상승, 2020년 순이익 흑자 전환과 21년 순이익 665% 증가를 기반으로 2년 동안 주가는 13배 상승했다. 현대차 그룹의 시총은 2025~26년 현재까지 87% 증가했다. 성장주로 진화한 두산, SK, 한화 그룹의 2025~26년 시총은 200% 이상 증가했다는 점을 감안 시 추가적인 주가 상승 여력이 있어 보인다.

이익과 밸류에이션으로 코스닥 상승을 설명하기는 쉽지 않다. 다만 코스피 상승 기조와 이익 증가 기조 유지(낙수 효과), 정부의 부양 의지가 강하다면(수급 효과) 코스피와의 수익률 격차 축소는 가능할 것으로 판단된다. 2026년 1월 코스닥과 코스피 간의 12개월 누적 수익률 격차는 -28%p로 2003년 이후 최저 수준이다. 2003년 이후 두 지수 간의 12개월 누적 수익률 격차 평균은 -4%p다. 평균에 수렴하는 가정하에 코스닥 상승 여력은 +24%다.

2025년 말 기준 국내 상장 액티브와 패시브 ETF 개수는 155개와 408개로 액티브 비중이 27%다. 미국의 액티브 ETF 개수 기준 비중은 2010년 5%에서 25년 51%로 패시브를 역전했다. 국내 ETF 투자와 거래 활성화를 감안 시 향후 성장 업종(로봇이나 항공우주 등) 중심으로 액티브 ETF가 빠르게 증가할 수 있다.

지금처럼 기준금리 동결시 시중금리가 상승할 경우 ① 시중금리 상승 국면에서는 연간 이익 증가율보다 해당 분기(3개월 예상) 이익 증가율이 높았던 업종의 분기 평균 주가 수익률이 S&P500과 코스피에서 공통적으로 높았다. 추가적으로 ② 이익 레버리지가 크고, ③ 재무 레버리지가 안정적인 기업을 선별할 필요가 있다.

중국 투자를 지지하는 10대 차트

2월 중국 주식시장 전망과 전략 | 2026.02.02

중국/신흥국 투자전략 김경환 khstyle11@hanafn.com

RA 김성은 seongeunk@hanafn.com

중국 투자를 지지하는 10대 차트

- **[2026년 중국 투자의 서사] 체질 개선과 성장 모델 전환, 축소 효과와 신규 확장이 강세장 견인** 우리는 2026년 중국 투자의 내러티브와 이를 지지하는 10대 차트(복수)를 제시한다. 이는 2027년까지 강세장 전망에 대한 핵심 근거들이며, 중국 투자를 주저하는 국내 투자자가 참고할 수 있는 내용이다. 2026년 중국 투자의 내러티브는 경제 체질 개선과 성장모델 전환의 증시 투영, 공급 축소와 신규 CapEx가 견인하는 가격 반등이 핵심이다. 2027년까지 중국 수출 및 해외 실적과 테크 및 첨단 제조가 성장성을 제공하고, 내수는 공급 축소로 시작해 장기 침체 주체의 회복이 점차 확산될 것이다. 금번 강세장 사이클은 4-5년간 골격을 구축했으며 (디레버리징/점유율/박리다매), 향후 2년간 이익과 CapEx가 견인하는 실적 장세로 채워질 전망이다. 대외적으로 글로벌 질서 변화와 공급망 재건, AI 혁명과 주요국 재정 확장, 비(非)달러 자산 수요가 중국 증시에 유리하게 작용할 전망이다.
- **[축소의 미학 ① 반내권의 힘] 가격 상승을 지지하는 지표, 주가 탄력을 결정할 정책 :** 반내권(소모적 가격 경쟁 억제) 정책의 가격 및 주가 견인 효과는 예상보다 클 수 있다. 우리는 건설중 프로젝트 및 고정투자, Capa 가동률, 재고와 GPM 등의 역사적 위치가 정책 효과와 가격 탄력을 결정할 것으로 판단한다. 중국 증시의 반내권 테마 지수가 실제 가격을 선행하고 있으며, 해당 지수 편입 종목군의 주요 지표는 5년래 저점에 위치하고 있다.
- **[축소의 미학 ② PPI 상승, 시클리컬의 시간] 5년 만에 가장 강한 모멘텀을 보이는 지표 :** 향후 6개월간 중국 PPI 상승률은 최근 5년래 가장 강한 상승 모멘텀이 예상된다. 우리는 선행지표인 M1 증가율의 경로, 단기 모멘텀 관련 PPI 전월비/수입물가/기업 중간재 가격 전망, 반내권 정책 속도를 낙관하고 있다. 또한, 글로벌 CapEx 사이클과 소모재 수요의 업사이드 요인도 주목한다. 2026년 중국 시클리컬 업종의 주가 상대 강도는 계속 회복될 수 있다.
- **[축소의 미학 ③ 부동산 후유증 정점 통과] 기존주택 매매와 가계 신용 :** 중국 경제의 탈(脫)부동산 후유증은 5년 만에 정점을 통과하고, 가계-디벨로퍼-지방정부 순으로 저점을 구축할 것이다. 부동산 침체와 가계 디레버리징 정점 통과를 보여주는 기존주택 가격/공시물량, 가계 대출, 임대 수익률, 준공 면적 추이 주목한다.
- **[축소의 미학 ④ 소비는 구조적-순환적 저점] 초과 예금 축소와 CPI 레벨 업 :** 2026년 가계 부동산 충격 탈피와 초과 예금 축소 자체가 소비 여력을 제공하는 요인이며, 헤드라인 CPI 상승과 민생 중심의 소비 부양도 중저가 소비에 긍정적이다. 우리는 가계 예금 증가율, 신규 예금/가처분 소득 비율, CPI 상승률 및 돈육 가격 사이클, 비(非)내구재와 서비스 소비를 주목
- **[새로운 확장 ⑤ 수출 경쟁력과 해외 진출 2.0] 해외 마진과 미국 제외 지역 수출 :** 2026년 중국 증시의 해외 매출과 이익 비중은 각 20%와 25% 돌파가 예상되며 실적 견인차 역할이 강화될 것이다. 우리는 미국 제외 시장(유럽/동남아/남미/아프리카) MS, 해외 진출 기업 ROE 상승, 중간재 수출 비중과 침투율을 주목한다.
- **[새로운 확장 ⑥ 정밀하게 계산된 IPO 호황] 2026년 상장 라인업과 순서 :** 2025년 이후 중화권 증시의 IPO 호황은 과거 대비 더 구조적이고 정밀하게 계산된 것이며, 정부가 설계하고 민간이 주도한다. 2026년 테크/첨단제조 중심의 IPO 라인업과 상장 순서가 상징성이 크며 중장기 지원 방향성과 생태계 구축에 관건이 될 것이다. 우리는 1/4분기 항공우주-AI 응용, 2/4분기 로봇-메모리, 하반기 반도체 낸드/장비/소재-바이오 기업을 주목한다.
- **[새로운 확장 ⑦ CapEx 사이클 반등] 빅테크, 첨단 제조, 15차 5개년 계획 투자 :** 2026년 중국 빅테크와 첨단 제조 분야가 견인하는 새로운 CapEx 사이클의 반등이 예상되며, 대규모 IPO에 성공한 분야와 15차 5개년 계획(2026-2030년) 관련 투자를 낙관한다. 우리는 2026년 중국 빅테크 CapEx와 피지컬 AI 분야 투자, 반도체와 항공우주, 정부의 에너지 및 국방 투자, 글로벌 제조업 PMI 추이를 주목한다.
- **[새로운 확장 ⑧ 에너지 투자 2차 붐] 원전, ESS, 전력망 투자 지표 :** 중국은 미국과의 경쟁과 AI 굴기를 위해 중앙정부 주도로

원자력-신재생 중심의 신규 전력 공급 확대와 전력망 투자 통해 장점의 극대화가 예상된다. 우리는 2026년 전력망 투자 증가율, ESS 입찰 동향과 설치량, 원전 착공 속도와 발전 용량을 주목한다.

- **[구조적 변화 ⑨ 부양책의 지속성과 타이밍] 1/4분기 대출, 내수 증가율, 위안화 강세 :** 2026년 중국 부양 정책은 2024년 9월 이후 확장형 재정/통화 및 자산가격 부양 기조를 유지하나 강도보다는 지속성과 타이밍이 더 중요하다. 우리는 부양 타이밍을 결정하는 1/4분기 대출 내용(연간 한도의 60%), 내수(투자+소비) 증가율, 초과 유동성 Proxy(M1-PPI), 위안화 평가절상 속도를 주목한다.
- **[구조적 변화 ⑩ 주식 로테이션] 가계 자금 이동과 보험사 주식 포트폴리오 :** 2026년 가계와 보험사의 자산 리밸런싱이 증시 신규자금 유입을 계속 주도할 전망이다. 우리는 가계 주식 편입 관련 지표(예금 증가율/신규계좌/신용), 보험사 편입 지수 및 업종(월간/분기), 홍콩 강구퉁 포트폴리오를 주목한다.

2026년 2월 2일 | Global Asset Research

New K-ETF

미국 SMR 원자력 TOP10

Global ETF

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.

신규 상장 ETF(2/3)
- ACE 미국 SMR 원자력 TOP10

ACE 미국 SMR 원자력 TOP10: SMR 설계 및 개발, 원전 제조, 우라늄 광물 등 소형모듈원전(SMR)과 관련된 미국 상장 기업들로 포트폴리오를 구성하는 테마형 ETF이다. AI 산업이 꾸준한 영역 확장 기조를 이어가고 있는 가운데, 필수적으로 뒷받침되어야 하는 전력 수요에 주목한 원전(SMR) 투자 전략의 패시브 종목이 되겠다. 안정성과 경제성, 친환경에 대한 요구 조건들을 현실적으로 충족하는 에너지원이라는데 포커스를 맞추고 있으며, 패권 경쟁 가운데 속도를 높여야 한다는 관점에서 미국 기업 구성의 포트폴리오를 추구한다. 10개의 주요 종목들만 편입하는 집중형 ETF이다.

미국 거래소에 상장된 종목들 가운데 유동성 조건(시총: 3억달러, 거래대금 1천만달러)을 충족시키는 Aerospace & Defense, Alternative Power Generation, Electric Utilities, Electrical Products, Industrial Machinery, Other Metals/Minerals, Real Estate Investment Trusts 섹터 기업들로 유니버스를 구성(Penny Stock은 제외)한다.

이어 SMR Design & Innovation, Uranium Exploration & Enrichment, Manufacturing & Engineering, Nuclear Power Generation & Utilities, Nuclear Infrastructure 등의 테마 적합성을 기준으로 스코어링 프로세스를 진행한다. 최종적으로 상기 테마 적합성 스코어가 높은 상위 10개 종목들을 최종 편입 대상으로 선정하게 된다.

상기 조건들을 고려한 상장일(2/3) 기준 포트폴리오에는 Nuscale Power, Oklo, Cameco, Centrus Energy, GE Vernova, Constellation Energy, Vistra, BWX Technologies, Energy Fuels, Uranium Energy의 10개 종목들이 편입되어 있다.

포트폴리오의 정기 리밸런싱은 매년 1월, 4월, 7월, 10월의 마지막 영업일에 진행되는데, 구성 종목들과 편입 비중은 리밸런싱 예정일로부터 10영업일 전에 정해진다. 키워드 스코어와 시가총액 기준을 함께 적용하여 최종 비중을 할당한다. 스코어 1~2위 종목은 20%, 3~4위 종목은 15%, 나머지 5~10위 기업들은 시가총액을 기준으로 편입 비중을 할당한다. 1~4위 종목들은 20%, 5~10위 종목들은 10%의 Cap Rate로 최대 비중(최소 비중: 1%)을 제한한다. 총 보수는 0.45%가 적용된다.

Global ETF 박승진 sj81.park@hanafn.com
RA 신민건 mingun.shin@hanafn.com

도표 1. ACE 미국 SMR 원자력 TOP10 ETF의 종목 개요

ETF명	ACE 미국SMR원자력TOP10
상장일	2026년 2월 3일 화요일
기초지수	Solactive US SMR Nuclear TOP 10 Index (Price Return)
복제방법	실물(패시브)
1좌당 가격	10,000원
총 보수	0.45%
구성종목 수	10종목
비중결정방식	키워드, 시가총액 혼합 가중방식
정기변경	연 4회(1, 4, 7, 10월 마지막 영업일)

자료: KRX, 하나증권

2026년 2월 2일 | Global Asset Research

New K-ETF

차이나 증권

Global ETF

신규 상장 ETF(2/3)
- TIGER 차이나 증권

TIGER 차이나 증권: 중국과 홍콩의 우량 증권사들로 포트폴리오를 구성하는 ETF이다. 정부 부양책과 산업 구조 개혁을 기반으로 기술 자립과 기업 이익 회복이 동시에 진행되는 국면에서, 중국 증시의 거래 활성화 흐름에 함께 연동 가능한 패시브 ETF 종목이 되겠다.

중국 본토나 홍콩에 본사를 두면서 홍콩, 상하이, 선전, 뉴욕, 나스닥 거래소 중 하나에 상장되어 있는 중국의 우량 증권사 종목들을 투자 대상 유니버스로 한다. 시가총액 5억달러 이상, 일 평균 거래대금 5백만달러 이상의 조건도 함께 적용된다. 홍콩과 상하이 및 선전거래소(Stock Connect)에 모두 상장된 기업인 경우 홍콩(HKEX)에 상장된 종목을 우선적으로 편입하는 기준을 적용한다.

'온라인 플랫폼 브로커리지', '종합 증권 브로커리지' 섹터(Factset 분류 기준)에 속하는 기업들을 최종 편입 대상으로 하며, 상기 2개 섹터에 포함된 모든 종목들을 총 시가총액 기준 순으로 정렬하여 섹터별로 시총 상위 6개 종목을 편입한다. 결과적으로 총 12개 종목의 최종 포트폴리오를 구성하게 되는 형태이다.

상기 조건들을 고려한 상장일(2/3) 기준 포트폴리오에는 국태해통증권, 중신건투증권, 초상증권, 중신증권, 동방재부, 국신증권, 광발증권, 광대증권, 갤럭시증권, 심천 Fortune Trend Tech의 12개 종목들이 편입되어 있다.

포트폴리오의 정기 리밸런싱은 매년 4회(3월, 6월, 9월, 12월의 두번째 금요일의 익영업일)에 진행된다. 종목 편입 비중의 경우 '온라인 플랫폼'과 '종합 증권 섹터'에 각각 50%의 비중을 먼저 할당한 후, 유동시가총액 가중방식과 10%의 Cap Rate 조건을 조합하여 최종 결정하게 된다. 0.49%의 총 보수가 적용되는 패시브 ETF이다.

도표 1. TIGER 차이나 증권 ETF의 종목 개요

ETF명	TIGER 차이나증권
상장일	2026년 2월 3일 화요일
기초지수	Solactive China Securities Index
복제방법	실물(패시브)
1좌당 가격	10,000원
총 보수	0.49%
구성종목 수	12종목 ('26.1월 말 기준)
비중결정방식	유동시가총액 가중방식
정기변경	연 4회 분기별 리밸런싱 (매년 3, 6, 9, 12월)

자료: KRX, 하나증권

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.

Global ETF 박승진 sj81.park@hanafn.com
RA 신민건 mingun.shin@hanafn.com

2026년 2월 2일 | Global Asset Research

해외 크레딧

2026년 레버리지 파이낸스 시장 점검 ①: (느슨해지는 조건과 리스크의 이동)

Asset Allocation

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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

자산배분/해외크레딧
Analyst 이영주 leeyoungju@hanafn.com

차입자 우위 환경의 형성: 금리보다 문서 완화로

2026년 미국의 레버리지 파이낸스 시장은 차입자 우위 (borrower-friendly) 환경에서 출발하고 있다. 금리 인하 가능성이 열려 있는 상황에서 자금 공급은 다시 늘어나고 있으며, 차입자 역시 대출 시장을 선택할 수 있는 위치에 놓였다. 특히 미국의 리파이낸싱 거래는 은행 주도의 레버리지론 (BSL)과 사모대출 (Direct Lending)이 거의 비슷한 비중으로 분산되고 있어, 차입자가 두 시장의 조건을 동시에 비교하며 협상할 수 있는 환경이 형성되고 있다. 이로 인해 차입자는 과거처럼 특정 조달 채널에 의존하지 않고, 은행 대출과 사모대출을 병렬적으로 협상 테이블에 올려놓을 수 있게 됐다. 한 쪽 시장이 막히면 다른 쪽으로 이동하던 구조가 아니라, 두 시장을 동시에 활용하는 구도가 만들어진 것이다.

차입자 우위 환경에서 경쟁은 단순히 조달 비용을 낮추는 방향으로만 작동하지는 않는다. 정책금리 인하 기대가 존재하더라도 스프레드는 이미 상당 부분 타이트해져 있으며, 자금 공급자 역시 경쟁이 심화되더라도 최소한의 수익률을 유지해야 한다. 그 결과 경쟁의 초점은 금리 레벨 자체보다는, 대출 문서와 구조 조건을 조정하는 방향으로 이동하고 있다. 차입자가 단기 현금 부담을 조정할 수 있는 선택지를 제공하는 방식의 조건 설계가 대표적이다.

사모대출의 구조적 유연성이 등급 시장으로 일부 확산

이 과정에서 나타난 변화는 단순한 Cov-lite 대출의 증가로 설명되지는 않는다. Cov-lite는 이미 미국 BSL 시장의 핵심 구간에서는 표준형에 가까운 구조로 자리 잡았다. 글로벌 신용평가사들이 2026년 레버리지 시장에서 주목하는 첫 번째 변화는, 과거 사모대출 시장에서 더 자주 관찰되던 '구조적 유연성'이 신용등급이 부여된 대출 거래 (rated debt)에서도 부분적으로 수용되기 시작했다는 점이다.

사모대출은 대출자 수가 제한적이고 거래별 협상이 가능한 구조이기 때문에 차입자는 현금흐름이 일시적으로 악해지는 구간을 넘기기 위한 다양한 조건을 협상해 왔다. 예를 들면 이자 지급을 뒤로 미루는 *PIK 구조, 레버리지 지표를 관리하기 위한 *EBITDA add-back, *만기 구조의 유연한 조정 등이 이에 해당한다. [상세 설명은 도표3 참고]

반면 등급이 부여된 대출 구조, 특히 다수 투자자가 참여하는 은행 레버리지론 (BSL) 시장은 문서 표준화가 강하고, 과도한 예외 조항을 받아들이는 데 제약이 컸다. 그러나 차입자가 은행 대출과 사모대출을 동시에 비교할 수 있는 환경이 만들어지면서, 과거에는 사모대출 영역에서만 가능하다고 여겨졌던 일부 조건들이 등급이 부여된 대출 거래에서도 제한적으로 등장하기 시작했다. 이는 대출 시장이 단숨에 사모 대출화되었다는 의미는 아니다. 다만 경쟁 심화 속에서 차입자가 요구하는 구조적 유연성이, 등급 구조 내부의 문서와 조건 차원에서 일부 반영되고 있다는 점은 분명해졌다.

레버리지는 등급 구조 '밖'에서 축적되고 있다

앞서 살펴본 변화가 등급이 부여된 대출 구조 내부에서 문서와 조건이 느슨해지는 현상이었다면, 글로벌 신용평가사들이 주목하는 두 번째 변화는 부채 자체가 등급이 부여된 차입자 구조의 바깥에서 축적되고 있다는 점이다.

등급이 부여된 구조란, 신용평가사가 상환 능력을 평가할 때 기준으로 삼는 운영회사(OpCo)의 현금흐름과 이에 직접 연결된 담보·보증·부채의 범위를 의미한다. 그러나 차입자가 조달 조건의 선택 폭을 넓히는 과정에서, 이 범위 밖에서의 자금 조달 역시 함께 증가하고 있다. 스폰서 레벨 차입, 지주회사 (HoldCo) 부채, 일부 펀드 단위의 차입과 같은 구조는 전통적인 신용 지표에 즉각적으로 반영되지 않는 경우가 많다.

문제는 이러한 부채가 평가의 범위 밖에 위치해 있음에도 불구하고, 상환 재원은 결국 동일한 운영회사 (OpCo)의 현금흐름에 의존한다는 점이다. 다시 말해, 현금은 하나인데 그 위에 등급 평가의 대상이 되는 부채와, 평가 범위 밖의 부채가 동시에 쌓이고 있는 구조가 형성되고 있다. 이로 인해 등급이 부여된 구조 내부에서는 단기적으로 안정적인 부채 관리가 유지되는 것처럼 보일 수 있다.

그러나 실제로는 운영회사에서 창출되는 현금이 이자, 배당, 상환의 형태로 상위 구조로 이전되는 사례가 점차 늘어날 가능성이 크다. 이러한 현금 이동은 정상 국면에서는 큰 문제로 인식되지 않지만, 실적 변동이나 경기 하강 국면에서는 현금흐름의 완충력을 빠르게 약화시키는 요인으로 작용할 수 있다.

향후 점검 과제와 보고서 전개 방향

본 글에서는 2026년 레버리지 파이낸스 시장에서 나타나는 구조적 변화와 리스크의 방향을 살펴보았다.

차입자 우위 환경 속에서 조달 조건의 완화와 구조적 유연성이 확산되며, 차입자는 이자 지급 방식, 만기 구조, 재무 지표 관리 측면에서 더 많은 선택지를 확보하게 됐다. 그 결과 단기적으로는 현금 기준 상환 부담이 낮아지고 거래의 연속성도 유지되고 있다. 그러나 이는 상환 부담이 해소되었다기보다는, 구조 선택을 통해 이자와 원금 상환의 부담이 시간적으로 뒤로 이동한 결과에 가깝다. 동시에 이러한 유연성은 등급이 부여된 구조 내부뿐 아니라, 평가 범위 밖의 자본 구조에서도 레버리지를 확대시키는 방향으로 작용하고 있다. 이제는 표면적인 거래 안정이나 디폴트 지표만으로 시장의 건전성을 판단하기보다는, 조건 완화와 구조 선택이 자본 구조 전반에 미치는 영향을 함께 점검할 필요가 있다.

다음 글에서는 이러한 조건 완화가 등급이 부여된 차입자 구조의 바깥, 즉 스폰서 레벨 차입, 지주회사 (HoldCo) 부채, NAV 대출 등으로 어떻게 확장되고 있는지를 보다 구체적으로 살펴본다. 그리고 이어지는 시리즈에서는 CLO의 흡수력, 풀 포워드 (full-forward) 만기 구조, 그리고 2026~2029년으로 이어지는 만기 집중과 어떤 방식으로 연결되는지를 분석할 예정이다.

2026년 2월 2일 | Global Asset Research

해외채권

브라질 채권 전략: 3월부터 점진적인 인하

- 1월 BCB 통화정책회의, 기준금리 15.00% 동결. 성명서에서 3월 금리 인하 시사
- 과거 두 차례 첫 인하 직전 회의부터 첫 인하까지 장단기 금리 하락. 하지만 인하 직후 1개월 간 금리 하락 폭을 모두 되돌린 경험. 경제지표는 2016년보다 2023년과 유사
- 리스크 최소화하면서 수익을 모색할 수 있는 만기가 짧은 헤알화 표시 채권과 달러 표시 채권 투자 전략 권고

2016년 vs 2023년 vs 2026년 성명서 비교

브라질 1월 통화정책회의에서 기준금리를 15.00%로 만장일치 동결했다. 하지만 포워드 가이던스 문구에서 3월 금리 인하를 시사하면서 명백한 비둘기파적인 회의로 평가됐다.

성명서에서는 중요한 변화가 있었다.

① 기존 매파적 문구였던 '상당히 긴 시간 동안 통화정책을 강력한 긴축 수준으로 유지하는 것이 필수적(requires a significantly contractionary monetary policy for a very prolonged period)' 문구를 삭제해 최종금리 동결 국면 종료를 시사
② '다음 회의에서 통화정책 기조의 유연한 전환을 시작(initiate the flexibility of its monetary policy stance in its next meeting)'하는 문구를 추가해 3월 인하 가능성을 시사
③ '인플레 목표 달성을 확고히 하기 위해 통화정책을 여전히 긴축적인 수준으로 유지(however highlighting that it will keep monetary policy at a contractionary level to ensure convergence to the inflation target)'한다는 문구를 추가해 급격한 인하보다는 점진적인 인하 기조를 이어나갈 것임을 밝힘

과거 두 차례 첫 금리 인하(2016년 10월, 2023년 8월) 직전 두 차례 성명서 문구와 비교해도 이번 1월 BCB 성명서는 매우 비둘기파적으로 해석됐다. 먼저 2016년 10월 금리 인하를 앞둔 7,8월 성명서를 살펴봤다. 7월 당시 "통화 완화의 여지가 없다(no room for monetary easing)"고 명시하며 금리 인하 가능성을 원천 차단했다. 한편, 8월 성명서에서는 인하 불가능을 단언하는 대신 "통화 여건의 완화는 특정 요인들에 달려 있다(will depend on factors)"고 언급하며 인하 가능성을 열어두는 방향으로 전환했다.

2023년 8월 금리 인하를 앞두고 5,6월 성명서를 살펴봤다. 5월 당시 “인플레 하락이 예상대로 진행되지 않을 경우 금리 인상을 재개하겠다(will not hesitate to summarize the tightening cycle)"는 문구를 포함했다. 한편, 6월 성명서에서는 추가 금리 인상 가능성을 내포하는 문구가 삭제되고, 금리 인하를 위한 구체적인 조건부 가이드라인을 포함했다(future steps of monetary policy will depend on~).

Fixed Income

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.

Analyst 허성우 deanheo@hanafn.com

올해 3월에 예상되는 금리 인하를 앞두고 2025년 12월과 2026년 1월 성명서 문구를 비교해봤다. 작년 12월에는 2023년 5월과 유사하게 "금리 인상을 재개하는 데 주저하지 않겠다(will not hesitate to summarize the rate hiking cycle)"는 문구가 포함되었으나, 1월 성명서에서는 인상 재개 문구가 완전히 삭제되고 "금리 수준의 조정(interest rate calibration)"과 차기 회의(3월)에서 통화정책 기조의 유연화(flexibility)를 시작할 것으로 전망한다며 첫 인하 시점을 사실상 공식화했다.

과거 사례를 보더라도 브라질 중앙은행은 문구 변화를 통해 금리 인하 시그널을 비교적 명확하게 보여주는 경향이 있었지만, 이번처럼 시점까지 명확하게 알려줬던 사례는 없었다. 2016년, 2023년 모두 첫 금리 인하 단행 직전 통화정책회의 성명서에서 금리 인하를 위한 조건부 가이드라인을 제시했던 공통점이 있었는데, 이번에는 인하 시그널과 시점 모두 명확하게 보여줬던 회의였다.

2026년 2월 2일 | 기업분석_Earnings Review

하나금융 (086790)

다소 과민반응. 주가 약세는 오히려 비중확대 기회

BUY (유지)

목표주가(12M)	130,000원
현재주가(1.30)	100,100원

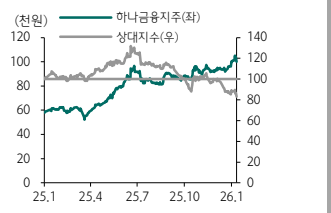
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,224.36
52주 최고/최저(원)	105,000/52,200
시가총액(십억원)	27,860.4
시가총액비중(%)	0.65
발행주식수(천주)	278,325.8
60일 평균 거래량(천주)	736.4
60일 평균 거래대금(십억원)	69.7
외국인지분율(%)	67.80
주요주주 지분율(%)	
국민연금공단	8.66
The Capital Group Companies, Inc. 외 31 인	6.62

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	5,406	5,704
순이익(십억원)	4,060	4,273
EPS(원)	14,162	15,153
BPS(원)	163,453	171,882

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025	2026F
총영업이익	10,852	10,687	11,377	11,829
세전이익	4,681	5,052	5,459	5,635
지배순이익	3,422	3,739	4,003	4,160
EPS	11,704	13,131	14,587	15,265
(증감율)	-3.0	12.2	11.1	4.7
수정BPS	135,138	151,063	164,396	180,826
DPS	3,400	3,600	4,105	4,320
PER	3.7	4.3	6.5	6.6
PBR	0.32	0.38	0.58	0.56
ROE	9.0	9.1	9.2	8.9
ROA	0.6	0.6	0.6	0.6
배당수익률	7.8	6.3	4.3	4.3

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

컨센서스에 부합한 실적. SPC 지분투자익이 과징금과 배드뱅크 관련 비용을 상쇄

하나금융에 대한 투자의견 매수와 목표주가 130,000원을 유지한다. 4분기 순익은 YoY 10.9% 증가한 5,690억원으로 컨센서스에 거의 부합했다. 비은행 실적이 다소 부진했고, 상반기 자사주 매입·소각 발표 금액도 예상 수준에 그치기는 했지만 일회성 비용 요인 발생에도 표면 순익이 양호했던데다 우려와는 달리 CET 1 비율이 추가 상승했음에도 실적발표 당일 주가가 3% 이상 하락했다. 이는 다소 과민반응으로 보여지며 오히려 비중확대 기회라고 판단한다. 1) 4분기 은행 원화대출은 거의 늘지 않았지만 은행 NIM은 2bp(그룹 NIM은 4bp) 상승해 그룹 순이자이익이 비교적 큰폭 증가했으며, 2) 금리 상승에 따른 은행 매매평가익 감소와 더불어 증권·캐피탈에서 해외 CRE 감액손 발생으로 비이자이익은 다소 부진했던 편이었다. 3) 새도약기금과 홍콩ELS·LTV 담합 의혹 관련 과징금 충당부채로 총 1,670억원의 일회성 영업외비용 요인이 발생했지만 SPC 지분투자익도 약 1,250억원 발생하면서(증권 630억원, 은행 310억원 추정) 이를 상당부분 상쇄했다. 4) 그룹 대손비용은 4,000억원으로 다소 늘었는데 신탁과 캐피탈에서 추가 충당금 540억원이 발생한 점도 한 몫 했다. 캐피탈과 자산신탁, 저축은행이 4분기 중 적자를 시현했고, 증권도 영업적자를 기록해 비은행계열사들이 모두 저조했던 점이 전반적으로 투자자들의 우려를 자아내고 있는 것으로 추정된다

CET 1 비율 추가 상승 고무적. 2026년 자사주 매입 규모 총 9,000억원 이상 예상

상당폭 하락할 것으로 예상되었던 그룹 CET 1 비율이 4분기 중 13.37%를 기록해 QoQ 4bp 상승한 점은 매우 고무적인 현상이었다. 순익 증가 영향(+20bp)이 4분기 주주환원 규모 4,710억원(-16bp)을 상회했고, 환율 상승 요인 등에도 불구하고 RWA 증가 폭이 0.1%에 그쳤기 때문이다. 한편 동사는 배당소득 분리과세 고배당기업이 되기 위해 4분기 DPS를 1,366원으로 상향했으며, 따라서 2025년 연간 총 DPS는 4,105원, 배당성향은 27.6%, 총주주환원율은 46.8%를 기록했다. 자사주 매입은 일단 2,000억원을 공시했지만 이는 1분기만의 규모로 상반기에 총 4,000억원 매입 계획이다. 2025년 4분기 매입 예정분 1,500억원 중 490억원이 올해 1월로 이월된데다 하반기 추가 규모는 최소 4,500억원 이상으로 추정한다. 2026년 자사주 예상 규모는 총 9,000억원 이상으로 2025년 자사주 규모인 7,540억원 대비 약 20% 이상 늘어날 전망이다. 2026년 중 총주주환원율은 50% 상향 돌파 기대한다

견고한 CET 1 비율, 가격 매력 부각, 환율 우려 약화 등을 감안시 긍정적 접근 권고

2026년 추정 순익은 약 4.16조원으로 교육세와 법인세율 인상, 해외 CRE 감액손 추가 인식 등에도 불구하고 약 4% 내외 증익 전망한다. 현 주가는 PBR 0.6배로 경쟁 대형은행지주사들과의 multiple gap이 다시 벌어진 상태. CET 1 비율이 양호하게 관리되고 있고, 가격 매력이 부각될 수 밖에 없는 주가 수준이며 최근 환율 상승 우려도 크게 약화되고 있다는 점에서 긍정적인 접근을 권고한다

2026년 2월 2일 | 기업분석

현대위아 (011210)

턴어라운드를 지나 신제품들의 기여가 시작될 때

BUY (유지)

목표주가(12M) 100,000원 (상향)
현재주가(1.30) 85,700원

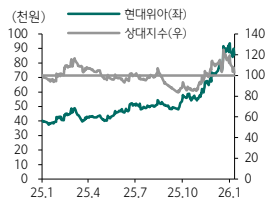
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,224.36
52주 최고/최저(원)	93,700/37,400
시가총액(십억원)	2,330.6
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	27,195.1
60일 평균 거래량(천주)	328.1
60일 평균 거래대금(십억원)	26.1
외국인지분율(%)	15.20
주요주주 지분율(%)	
현대자동차 외 2 인	40.74
국민연금공단	9.36

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	8,488.8	8,937.6
영업이익(십억원)	211.7	259.3
순이익(십억원)	150.8	198.2
EPS(원)	4,484	7,036
BPS(원)	141,312	147,630

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	8,180.9	8,633.1	8,801.4	9,134.0
영업이익	218.8	204.6	234.8	269.8
세전이익	177.5	228.3	219.2	276.8
순이익	120.4	146.9	141.8	179.1
EPS	4,429	5,401	5,214	6,585
증감율	31.70	21.95	(3.46)	26.29
PER	8.53	14.02	16.44	13.01
PBR	0.28	0.55	0.60	0.58
EV/EBITDA	3.02	5.09	5.37	4.81
ROE	3.45	4.04	3.81	4.64
BPS	135,900	138,540	142,678	148,187
DPS	1,100	1,100	1,100	1,100

Analyst 송선재 sunjae.song@hanafn.com
RA 강민아 minahkang@hanafn.com

목표주가를 10만원으로 상향

현대위아에 대한 투자의견 BUY를 유지한 가운데, 목표주가를 기존 6.8만원에서 신규 10.0만원으로 상향한다. 목표주가 상향은 공작기계 사업을 매각한 후 핵심 사업으로 자원배분이 집중되면서 자동차 부품 및 방산 사업에 대한 자산 효율성이 높아질 것으로 기대되는 바 목표 P/B를 기존 0.5배에서 신규 0.7배로 조정했기 때문이다. 구동/등속부품 부문은 SUV 호조 및 해외 고객사들향 납품이 증가하고, 엔진 부문은 생산 라인을 하이브리드차 엔진으로 전환하면서 가동률 상승이 기대되며, 신규 열관리 제품은 적용 차종이 지속적으로 확대될 것이다. 방산 부문은 고객사들의 수출 증가에 따른 동반 수혜가 기대된다.

4Q25 Review: 영업이익률 2.3% 기록

현대위아의 4분기 실적은 시장 기대치를 하회했지만(영업이익 기준 -9%), 사업 조정 및 각종 비용 이슈가 반영되었기 때문이다. 7월 매각된 공작기계 사업을 제외한 기준으로 매출액/영업이익은 +4%/-13% (YoY) 변동한 2.09조원/477억원, 영업이익률 2.3%(-0.4%p (YoY))를 기록했다. 차량부품의 매출액/영업이익은 1.94조원/300억원(+4%/-34% (YoY)), 영업이익률은 1.5%(-0.9%p (YoY))를 기록했다. 엔진 부문이 1% (YoY) 감소했지만, 모듈/구동부품 부문이 고객사 국내 물량 증가와 믹스 개선으로 각각 7%/15% (YoY) 증가하면서 만회했다. 차량부품 부문의 이익률 하락은 통상임금 정산(-100억원, 미국 관세(-40억원), 경상개발비 증가(-80억원) 등에서 기인한다. 기타 부문의 매출액/영업이익은 1,538억원/177억원(+1%/+97% (YoY)), 영업이익률은 11.5%(+5.6%p (YoY))였다. 솔루션(FA/산업로봇) 부문의 감소(-3%)를 방산 부문의 증가(+4%)로 만회하면서 외형이 성장했고, 일회성으로 방산 부문의 예정원가 정산(+100억원)으로 이익률이 크게 상승했다. 세전이익은 553억원으로 0.3% (YoY) 증가했는데, 원화/루블화 강세로 외환손익이 253억원 증가했지만, 유형자산 손상차손, 시제품 개발비 증가 등으로 기타 손익이 190억원 감소했다. 중단영업손일을 포함/제외 기준의 당기순이익은 각각 567억원/637억원을 기록했다.

2026년 영업이익 15% 증가할 전망

현대위아의 2026년 매출액/영업이익은 3.8%/15.1% 증가한 8.8조원/2,348억원, 영업이익률은 0.3%p 상승한 2.7%로 예상한다. 차량부품 매출액은 3.6% (YoY) 증가를 예상한다. 엔진 부문에서는 전방 고객사의 생산 둔화와 국내/러시아 공장의 물량 감소가 예상되지만, 중국 공장의 고객사 생산/수출 증가 효과가 지속되고, 멕시코 공장에서 감마2 T-GDI 가솔린/HEV 엔진 양산이 시작되면서 기여할 것이다. 구동/등속부품 부문은 SUV 호조 및 글로벌 고객향 납품으로 성장하고, 열관리 부문은 공조 물량의 증가 및 양산 차종의 확대(EV2/스타리아/소형EV 등) 등으로 매출액이 크게 증가할 것이다(매출비중 0.6%→1.9%). 기타 매출액은 6.5% (YoY) 증가하는데, 솔루션 부문이 2025년의 높은 기저에도 소폭 성장하고, 방산 부문은 K2/K9 자주포 수출 물량의 반영으로 10% 이상 증가할 것으로 예상한다. 외형 성장과 원가개선 노력 등으로 영업이익은 15% 증가할 것으로 전망한다.

2026년 02월 02일 | 기업분석_ Earnings Review

현대제철 (004020)

4Q25는 부진했지만 2026년 개선 가시성 높아

BUY (유지)

목표주가(12M)	50,000원
현재주가(1.30)	31,250원

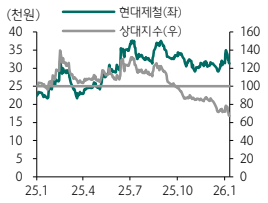
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,224.36
52주 최고/최저(원)	37,600/21,700
시가총액(십억원)	4,170.2
시가총액비중(%)	0.10
발행주식수(천주)	133,445.8
60일 평균 거래량(천주)	580.1
60일 평균 거래대금(십억원)	18.3
외국인지분율(%)	21.89
주요주주 지분율(%)	
기아 외 5 인	35.96
국민연금공단	8.79

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	23,035.4	23,935.5
영업이익(십억원)	294.9	711.2
순이익(십억원)	52.7	379.7
EPS(원)	315	2,686
BPS(원)	144,418	146,213

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025	2026F
매출액	25,914.8	23,226.1	22,733.2	24,025.1
영업이익	798.3	159.5	219.2	741.3
세전이익	532.1	(59.5)	(41.6)	488.4
순이익	461.2	(11.6)	1.4	333.6
EPS	3,456	(87)	10	2,500
증감율	(54.68)	적전	흑전	24,900.00
PER	10.56	(241.95)	3,105.00	12.50
PBR	0.25	0.15	0.22	0.22
EV/EBITDA	5.48	6.14	6.77	5.29
ROE	2.44	(0.06)	0.01	1.76
BPS	143,973	142,610	141,881	143,888
DPS	1,000	750	500	750

Analyst 박성봉 sbpark@hanafn.com
RA 김승규 sgkim@hanafn.com

4Q25 판매 감소와 자회사 실적 악화로 어닝쇼크 기록

2025년 4분기 현대제철의 연결 매출액과 영업이익은 각각 5.5조원(YoY -2.2%, QoQ -4.3%)과 433억원(YoY 흑.전, QoQ -53.6%)을 기록하면서 영업이익은 시장컨센서스인 1,178억원을 크게 하회하는 어닝쇼크를 기록했다.

1) 추석 연휴와 시황 부진으로 판재류 중심으로 판매가 감소하여 4분기 전체 판매량은 3년래 최저치인 403만톤(YoY -4.3%, QoQ -7.3%)에 그치면서 고정비 부담이 확대되었다. 2) 고로는 원재료 투입단가가 0.7만원/톤 상승했지만 제품 Mix 개선으로 ASP가 3.7만원/톤 상승하면서 스프레드가 확대된 반면, 3) 전기로는 ASP와 원재료 투입단가 모두 0.1만원/톤 하락하면서 전분기 수준의 스프레드가 유지되었다. 4) 한편, 미국의 철강 50% 관세 부과 영향으로 주요 자회사인 현대스틸파이프의 영업적자가 크게 확대(3Q25 -43억원 → 4Q25 -212억원)됨과 동시에 자산 매각에 따른 손실 일부도 영업단에 반영되면서 실적 부진의 원인으로 작용했다.

1분기 판매 회복으로 수익성 개선 전망

1분기는 판재류와 봉형강 모두 판매가 증가할 것으로 예상되는 가운데 특히 3세대 차강판 중심의 판재류 판매 증가로 현대제철의 1분기 전체 강재 판매량은 433만톤(YoY +4.9%, QoQ +7.4%)을 기록하며 판매량 증가에 따른 고정비 절감이 기대된다. 고로 ASP는 전분기와 유사할 것으로 예상되는 반면 원재료 투입단가가 대략 2만원/톤 상승하면서 스프레드가 축소될 전망인 반면, 전기로는 ASP와 원재료 모두 전분기대비 비슷한 폭으로 상승하며 스프레드는 유지될 것으로 예상된다. 이를 감안하면 현대제철의 1분기 연결 영업이익은 1,049억원(YoY 흑.전, QoQ +142.5%)으로 전망된다.

투자의견 'BUY' 및 목표주가 50,000원 유지

현대제철에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 50,000원을 유지한다. 최근 연간 75만톤 규모의 인천공장 전기로 제강 및 소형 압연 설비 폐쇄 결정으로 별다른 판매 차질 없이(기존 공장 가동률 매우 낮은 수준. 기타 공장 추가 생산 통해 대응 가능) 고정비가 절감되는 효과가 예상되고 정부의 철근시장 구조조정 관련 추가 정책도 기대해볼 만하다고 판단된다. 현재 주가는 PBR 0.2배 수준에 불과한 상황으로 미국 전기로 투자 관련해서 현대제철이 부담해야 하는 최종 투자금액 14.6억달러(2.1조원) 수준으로 일시적으로 차입금이 증가할 수도 있겠지만 공장 완공 이전까지 창출 현금으로 대응 가능할 것으로 예상되기 때문에 과도한 차입금 증가 우려에서 벗어났다는 점도 긍정적이다.

2026년 2월 2일 | 기업분석_Update

SK이노베이션 (096770)

잊고 살았던 기름 냄새

BUY (유지)

목표주가(12M)	140,000원
현재주가(1.30)	112,000원

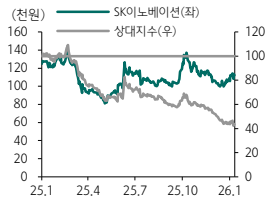
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,224.36
52주 최고/최저(원)	139,200/81,100
시가총액(십억원)	18,933.9
시가총액비중(%)	0.44
발행주식수(천주)	169,052.8
60일 평균 거래량(천주)	338.5
60일 평균 거래대금(십억원)	37.7
외국인지분율(%)	12.68
주요주주 지분율(%)	
SK 외 12 인	52.09
국민연금공단	5.00

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	81,069.8	77,549.3
영업이익(십억원)	429.9	1,823.4
순이익(십억원)	(1,434.3)	54.3
EPS(원)	(8,307)	(27)
BPS(원)	148,765	145,512

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	77,288.5	74,717.0	80,657.7	78,242.3
영업이익	1,903.9	315.5	406.0	2,761.1
세전이익	932.2	(2,379.8)	(5,886.9)	1,221.4
순이익	256.3	(2,260.0)	(4,865.4)	835.5
EPS	2,624	(21,236)	(30,601)	4,906
증감율	(83.94)	적전	적지	흑전
PER	53.47	(5.27)	(3.31)	22.83
PBR	0.62	0.68	0.87	0.92
EV/EBITDA	11.93	25.65	20.61	11.72
ROE	1.22	(9.65)	(22.06)	4.20
BPS	226,492	164,556	116,829	121,735
DPS	0	2,000	0	0

Analyst 윤재성 js.yoon@hanafn.com
RA 김형준 do200508@hanafn.com

사실 SK이노베이션은 한국 최대의 에너지/정유 업체다

수년 간 희망고문이었고 지금도 불투명한 사업 전망 우려를 안고 있는 'SK온'에 매몰된 시각에서 조금만 벗어나자. 사실 SK이노베이션은 한국 최대의 에너지/정유 업체다. 정제설비 111.5만b/d(울산 84만b/d +인천 27.5만b/d)와 PX 290만톤/년, E&S를 통한 LNG 트레이딩(현재 500만톤 이상, 2030년 1천만톤 목표) 및 발전사업, E&P 사업을 통한 중국/베트남 등에서 원유/가스 생산 규모 모두 다 한국 최대다. 회사는 이번 컨콜을 통해, 배터리의 구조개편 및 LNG 등을 중심으로 한 에너지 사업자로의 전략 변화를 선언했다. 배터리의 구조조정은 이미 진행형이다. 2025년 11월 EVE에너지와의 지분 SWAP을 통해 광둥 EUE 법인 지분 49%를 매각했고, 미국 BOSK는 2025년 12월 3년 만에 Ford와의 JV를 청산하고 테네시(45GWh)를 단독 소유해 향후 기타 완성차 및 ESS향 공급 가능성을 열었다. 유럽/미국 등에서의 추가적인 구조조정 가능성도 배제할 수 없다. SK이노베이션의 에너지 사업자로의 전략 변화 선언은 글로벌 Super Major의 그것과 닮았다. 이미 Chevron과 ExxonMobil은 하이퍼스케일러를 위한 대규모 가스발전소 건설을 계획 중이며, Saudi Aramco는 역사상 최초로 LNG 사업에 진출할 계획이다. 이처럼 낯선 광경은 모두 AI가 촉발한 전기화 시대를 대비하는 전통 에너지 기업의 생존 DNA가 만들어 낸 결과다. 글로벌 트렌드에 부합하는 한국 최대 에너지 기업의 전략 변화를 긍정적으로 평가한다.

한 줄기 빛이 내려오다. 정유 사업 호황은 이미 진행형

거함의 뱃머리를 돌리기 위해서는 더 많은 연료가 필요한 법이다. 회사는 이를 위해 비핵심 자산 매각 의지를 밝혔다. 게다가 정유사업 호황 장기화 가능성이 높아지며 단기 자금줄에 숨통도 트였다. 정제마진은 여전히 좋다. 게다가, 사우디는 3월부터 5년 만에 아시아향 OSP를 할인할 전망이다. 이는 곧 조달 원가 안정화와 아시아 정유사의 구조적인 원가 우위 국면 진입을 의미한다. PX는 증설이 제한된 사이클에 진입하며 중국향 수출 확대 및 마진 개선의 수혜를 동시에 누릴 수 있다. 회사는 한국 최대의 설비를 보유해 100$/톤 마진 개선 시 약 4천억원의 영업이익 개선이 가능하다. 울산 NCC의 구조조정 시 적자폭 축소도 기대된다.

2026년 실적 대폭 개선되나 컨센 낮아. S-Oil과의 격차도 역대 최저

BUY, TP 14만원을 유지한다. 이제부터 긍정적인 면을 보자. 1) 연간 영업이익 2.76조원으로 YoY +580% 대폭 증가를 전망한다. 2) 실적 컨센이 빠르게 상향될 것이다. OSP 하향과 PX마진 개선이 구조적이기 때문이다. 하나증권은 1Q26/연간 영업이익을 컨센 대비 각각 +42%/+48% 상회로 전망한다. 3) SK이노베이션의 현 시총은 19조원으로 SK E&S 합병에 따른 상승분 약 7조원 제거 시 S-Oil(12조원)과 같다. 2배 가까운 본업 및 E&P/배터리 감안 시 역대급 축소다. 4) SK온을 제외한 EV는 40조원(EBITDA 5.3조원*S-Oil EV/EBITDA 7.5배)이다. 순차입금 22조원 차감 시 18조원으로 S-Oil EV와 같다. 즉, SK이노베이션의 전사 기업가치는 SK온을 이미 Zero로 반영한 상태다. 이제는 S-Oil 대비 상대적 기업가치 축소분을 해소할 시점이 되었다.

2026년 2월 2일 | 기업분석_Earnings Review

효성티앤씨 (298020)

스판덱스 증익 기조의 시작

BUY (유지)

목표주가(12M)	510,000원
현재주가(1.30)	377,500원

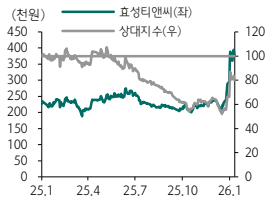
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,224.36
52주 최고/최저(원)	395,000/188,300
시가총액(십억원)	1,633.7
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	4,327.7
60일 평균 거래량(천주)	30.7
60일 평균 거래대금(십억원)	8.9
외국인지분율(%)	16.10
주요주주 지분율(%)	
효성 외 12 인	42.72
국민연금공단	6.85

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	7,851.5	8,409.6
영업이익(십억원)	266.1	337.1
순이익(십억원)	107.2	192.8
EPS(원)	17,888	32,974
BPS(원)	354,015	378,703

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025P	2026F
매출액	7,526.9	7,776.1	7,694.9	8,169.0
영업이익	213.4	270.7	251.5	373.8
세전이익	123.0	213.2	110.8	285.4
순이익	93.2	134.5	10.8	173.5
EPS	21,535	31,089	2,488	40,100
증감율	704.14	44.36	(92.00)	1,511.74
PER	16.95	7.69	89.43	9.41
PBR	1.24	0.71	0.67	1.05
EV/EBITDA	6.68	4.83	4.71	4.65
ROE	7.46	9.84	0.75	11.63
BPS	295,217	337,811	330,326	360,509
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000

Analyst 윤재성 js.yoon@hanafn.com
RA 김형준 do200508@hanafn.com

4Q25 영업이익 컨센 25% 하회

4Q25 영업이익은 447억원(QoQ -20%, YoY +5%)으로 컨센(594억원)을 25% 하회했다. 지배순이익은 -300억원으로 컨센(405억원)을 크게 하회했는데, 이는 가흥 스판덱스 구조조정 관련 손상차손 인식 및 브라질 법인의 배당 관련 원천세율 변화에 따른 법인세 이슈 영향이다. 영업이익이 컨센을 하회한 것은 섬유사업의 증익에도 불구하고 무역/기타의 감익이 나타났기 때문이다. 스판덱스/PTMG 영업이익은 462억원(QoQ +3%)으로 개선된 것으로 추정한다. 가흥 스판덱스 구조조정에 따른 퇴직위로금 약 100억원 미만이 반영되었다는 점을 감안하면 실질적으로는 의미있게 개선된 수치다. 중국/유럽 고객사의 재고 확보에 따라 판매량이 QoQ mid-single 늘어난 영향이다. 나일론/폴리는 전분기 발생한 일회성 손실 제거와 PET의 실적 개선으로 영업이익 -10억원으로 적자폭 축소를 추정한다. 무역/기타 영업이익은 -5억원(QoQ -103%)으로 부진했다. PET T/C, Tech Yarn의 부진에 더해 무역부문에서 유럽향 판매량 감소에 따른 대폭 감익이 발생한 영향이다.

1Q26 영업이익 QoQ +83% 개선 전망

1Q26 영업이익은 818억원(QoQ +83%, YoY +6%)으로 전분기 대비 대폭 개선을 전망한다. 전분기 가흥 법인 관련 일회성 손실 제거와 중국 중심의 스판덱스 업황 개선 영향이다. 스판덱스/PTMG 영업이익은 671억원(QoQ +45%, OPM +11.3%)을 추정한다. 춘절에도 불구하고 중국을 중심으로 판매량 개선이 나타나고, 이에 따라 닝샤의 가동률이 추가 상향되면서 원가 효율화가 동시에 진행되기 때문이다. 게다가 스판덱스 판가 인상을 고객에게 통보해 판가 인상 효과도 반영된다. 나일론/폴리 또한 최근 PET 가격 상승에 따라 추가적인 적자폭 축소가 가능할 것이다. 무역/기타 영업이익은 148억원으로 개선될 전망이다. 일회성 비용이 제거되고 유럽 이외 지역으로의 철강 판매량 확대를 시도하기 때문이다.

중국 경쟁사 파산에 따른 이익 개선과 밸류에이션 상향 동시에 진행될 것

BUY, TP 51만원을 유지한다. 중국 스판덱스 재고일수는 2025년 초 50일 초에서 현재 29일로 대폭 축소되었다. 견조한 전방 수요에 더해 최근 중국 No.3 화하이(Huahai) 스판덱스(22.5만톤/년)의 파산에 따른 급격한 가동률 축소 영향이다. 실제, 효성티앤씨의 자체 재고도 큰 폭 축소되었다. 화하이 청산 시 중국 전체의 15%, 생존하더라도 낮은 가동률에 따라 10%가 제거되는 효과가 발생한다. 즉, 2026~27년 중국의 실질 증설량은 Zero에 수렴한다. 연간 수요 증가율 9%를 감안하면 중국의 스판덱스 공급과잉은 빠르게 해소되며 가격 상승을 유발할 것이다. 중국 5위 업체 얀타이 대비 Capa와 ROE가 2배라는 점을 감안하면 Valuation 상향도 불가피하다. 단기 주가 급등에도 불구하고 이익과 밸류에이션 동시 상향이 가능하다는 점을 감안하면 현 주가에서도 여전히 Upside는 충분하다.

2026년 2월 2일 | 기업분석_Earnings Review

HS효성첨단소재 (298050)

탄소섬유의 낮은 실적 가시성

Neutral (유지)

목표주가(12M)	220,000원(상향)
현재주가(1.30)	237,000원

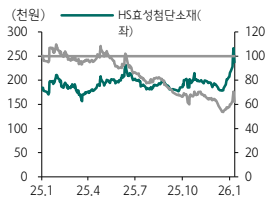
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,224.36
52주 최고/최저(원)	266,500/156,600
시가총액(십억원)	1,061.7
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	4,479.9
60일 평균 거래량(천주)	19.0
60일 평균 거래대금(십억원)	4.1
외국인지분율(%)	10.86
주요주주 지분율(%)	
에이치에스효성 외 8 인	51.79
국민연금공단	6.86

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	3,299.1	3,400.5
영업이익(십억원)	158.9	204.1
순이익(십억원)	24.1	89.2
EPS(원)	(435)	14,880
BPS(원)	227,545	239,474

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025P	2026F
매출액	3,202.3	3,311.2	3,283.0	3,244.8
영업이익	174.1	219.7	157.5	177.3
세전이익	85.6	133.0	70.7	75.9
순이익	44.9	49.8	(21.6)	43.8
EPS	10,030	11,124	(4,830)	9,785
증감율	(64.15)	10.91	적전	흑전
PER	39.83	15.70	(37.60)	24.22
PBR	2.29	0.75	0.82	1.05
EV/EBITDA	10.33	6.75	8.39	9.21
ROE	6.04	5.46	(2.12)	4.38
BPS	174,525	233,588	222,275	225,578
DPS	6,500	6,500	6,500	6,500

Analyst 윤재성 js.yoon@hanafn.com
RA 김형준 do200508@hanafn.com

4Q25 영업이익 컨센 부합

4Q25 영업이익은 303억원(QoQ +57%, YoY -34%)으로 컨센(316억원)에 부합했다. 타이어보강재와 산업용사의 감익에도 불구하고, 탄소섬유에서의 적자폭 축소 영향으로 전분기 대비 개선된 흐름을 보였다. 타이어보강재 영업이익은 448억원(QoQ -11%, OPM 9.7%)으로 전분기 대비 감익되었으나, 여전히 견조한 흐름이다. PET타이어코드/강선 모두 고객사 재고 조정 및 윈터타이어 소요 감소에 따라 물량/판가가 모두 축소되었다. 산업용사&GST 영업이익은 -71억원으로 적자폭이 확대되었다. 멕시코 법인에서 재고관련 조정에 따른 일회성 비용이 지속적으로 발생하는 가운데, GST의 일회성 비용과 판가/물량 하락 영향이다. 아라미드/탄소섬유의 영업이익은 -166억원(QoQ +186억원)으로 적자폭 축소되었다. 아라미드는 소규모 업체향으로 판매량을 확대하며 소폭 흑자를 기록했고, 탄소섬유는 전분기에 반영된 일회성 손실이 제거됨에 따라 적자폭을 축소했다. 하지만, 여전히 중국 법인의 일회성 비용이 발생 중이며, 판가/물량 모두 소폭 감소했다.

1Q26 영업이익 QoQ +38% 개선 전망

1Q26 영업이익은 417억원(QoQ +38%, YoY -15%)을 추정한다. 타이어보강재의 감익에도 불구하고 산업용사와 탄소섬유/아라미드의 적자폭 축소로 전분기 대비 개선이 예상된다. 타이어보강재 영업이익은 423억원(QoQ -6%, OPM +9.4%)을 추정한다. 고객사의 단가 인하 압력에 따라 판가가 QoQ 3~4% 가량 하락할 것으로 예상되기 때문이다. 산업용사&GST 영업이익은 -22억원(QoQ +49억원)으로 적자폭 축소가 예상된다. 전분기 GST에서 발생한 일회성 손실이 제거되기 때문이다. 아라미드/탄소섬유 영업이익은 -85억원(QoQ +81억원)으로 적자폭을 축소할 전망이다. 아라미드의 5G/타이어코드향 판매량 확대에 따른 흑자지속 및 탄소섬유의 재고관련 일회성 손실이 추가적으로 제거됨을 가정했다.

탄소섬유의 낮은 이익 가시성

투자의견 Neutral을 유지하고, TP는 기존 19만원에서 22만원으로 상향한다. TP 상향은 최근 중국 스판덱스 경쟁사의 파산 가능성에 따라 기타 사업 내 스판덱스 사업의 실적 개선 가시성이 높아지는 점과 전반적인 화학 업체의 시황 개선 기대감 등을 반영해 Multiple을 조정한 영향이다. 다만, 여전히 본업의 불확실성은 상존한다. 타이어보강재의 경우 고객사의 판가 인하 압력이 나타나고 있으며, 탄소섬유는 고압용기 시장의 위축 및 중국과의 경쟁 강도 심화로 상반기까지 가동률 상향에 어려움을 겪을 가능성이 높다. 핵심 사업인 타이어보강재와 탄소섬유의 회복 시그널을 확인한 후에 투자의견을 변경하도록 하겠다.

2026년 2월 2일 | 기업분석_Earnings Review

삼성중공업 (010140)

드디어 두 자리 수 마진 달성

BUY

목표주가(12M)	36,000원(상향)
현재주가(1.30)	29,450원

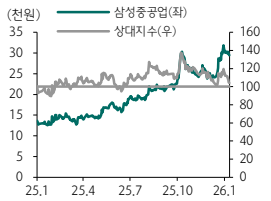
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,224.36
52주 최고/최저(원)	31,850/12,590
시가총액(십억원)	25,916.0
시가총액비중(%)	0.60
발행주식수(천주)	880,000.0
60일 평균 거래량(천주)	5,229.2
60일 평균 거래대금(십억원)	142.6
외국인지분율(%)	32.87
주요주주 지분율(%)	
삼성전자 외 7 인	20.86
국민연금공단	7.98

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	10,727.0	12,511.4
영업이익(십억원)	873.9	1,511.9
순이익(십억원)	650.9	1,197.2
EPS(원)	757	1,394
BPS(원)	5,238	6,705

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025P	2026F
매출액	8,009.4	9,903.1	10,650.0	12,825.4
영업이익	233.3	502.7	862.2	1,526.2
세전이익	(295.7)	(315.5)	650.5	1,486.2
순이익	(148.3)	63.9	545.5	1,307.8
EPS	(168)	73	620	1,486
증감율	적지	흑전	749.32	139.68
PER	(46.13)	154.79	38.87	19.82
PBR	1.55	2.09	4.19	4.07
EV/EBITDA	19.49	16.80	21.82	12.99
ROE	(4.22)	1.77	13.84	27.56
BPS	5,010	5,414	5,751	7,237
DPS	0	0	0	0

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

목표주가 36,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

삼성중공업 목표주가 36,000원으로 기존대비 20.0% 상향하며 투자의견 매수를 유지한다. 2027년 예상 BPS에 목표 PBR 4.0배를 적용했다. 4분기 실적은 컨센서스에 부합했다. 일부 일회성 이슈를 효율성 개선으로 만회한 가운데 가파른 이익률 개선이 확인되었다. 2025년 연간 신규 수주는 79억달러로 연간 목표 98억달러 대비 80.6% 달성에 그쳤지만 상선에서 기존 목표를 초과 달성했고 해양에서 수주가 이월된 점을 감안하면 양호한 실적이다. 4분기 말 수주잔고는 인도기준 286억달러를 기록하며 전분기대비 개선되었다. 2026년 추정 실적 기준 PER 19.8배, PBR 4.1배다.

4Q25 영업이익 2,962억원(QoQ +24.4%)으로 컨센서스 부합

4분기 매출액은 2.8조원을 기록하며 전분기대비 7.7% 증가했다. 계절적 요인에 더해 영업일수 증가와 해외 생산 거점 연계 및 건조 생산성 개선이 긍정적으로 작용했다. 상선에서 과거 저가 수주분이 감소하는 가운데 건조 컨테이너선 D/F 사양 재편에 따른 선가 상승이 나타났다. 영업이익은 2,962억원으로 전분기대비 70.0% 증가했다. 이익률은 10.4%로 두 자리 수를 기록했다. 4분기에 성과급 관련 비용이 반영되었으나 생산성 제고로 해당 영향이 상쇄되었다. 저가 컨테이너선 매출 비중이 줄어든 가운데 FLNG 공정 진행에 따른 기여도 상승으로 마진 Mix가 개선되었다. 4분기 실적에서 2022년 이전 물량 비중은 20%, 2023년 50%, 2024년 이후 25%로 여전히 개선될 여지가 충분하다. 최근 연료탄 가격이 상승하면서 후판 등 원자재 가격 인상 가능성이 존재하나 매출 성장에 따른 고정비 레버리지로 만회가 가능할 전망이다. FLNG 공정 진행이 본격화되면서 전사 외형과 마진 제고에 기여 중이며 2026년에도 현재 흐름이 지속될 것으로 예상된다.

2026년 가이던스 매출액 12.8조원, 수주 139억달러 제시

2026년 매출액 가이던스로 2025년 연간 대비 29.3% 증가한 12.8조원이 제시되었다. 상선 매출 성장이 예상되며 기존에 블록 공정으로 활용된 도크에서 VLAC 신조가 이뤄지기 때문이다. 해양도 Cedar 프로젝트 공정이 본격화되면서 3개 프로젝트의 매출 기여도가 증가할 것으로 예상된다. 연간 수주 목표는 139억달러로 전년대비 크게 상향했다. 상선 57억달러, 해양 82억달러로 구성된다. 상선은 LNG선 중심 수주 확대와 선가 상승을 가정했고 해양은 2025년으로부터 이월된 잔여 목표 32억달러를 추가하여 반영되었다. 2025년 해양 수주는 생산설비 예비 계약 8억달러에 그쳤지만 조만간 Coral FLNG, Delfin FLNG 등 주요 계약이 가시화될 전망이기 때문에 달성 가능성이 높다고 판단된다.

2026년 2월 2일 | 기업분석_Earnings Review

효성중공업 (298040)

중공업 부문 이익률 20% 도달

BUY (유지)

목표주가(12M) 3,300,000원(상향)
현재주가(1.30) 2,603,000원

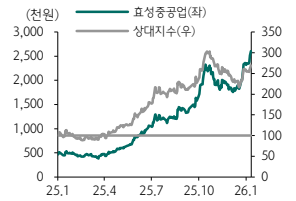
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,224.36
52주 최고/최저(원)	2,603,000/382,500
시가총액(십억원)	24,271.8
시가총액비중(%)	0.56
발행주식수(천주)	9,324.5
60일 평균 거래량(천주)	64.4
60일 평균 거래대금(십억원)	133.6
외국인지분율(%)	26.33
주요주주 지분율(%)	
효성 외 12 인	43.97
국민연금공단	10.25

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	5,889.7	6,893.6
영업이익(십억원)	695.1	978.4
순이익(십억원)	486.6	720.6
EPS(원)	51,358	74,953
BPS(원)	249,907	317,310

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025P	2026F
매출액	4,300.6	4,895.0	5,968.6	6,927.8
영업이익	257.8	362.5	747.0	1,062.5
세전이익	169.7	223.6	625.8	979.1
순이익	116.0	222.6	519.9	744.1
EPS	12,438	23,876	55,755	79,799
증감률	1,034.85	91.96	133.52	43.12
PER	13.02	16.46	31.94	32.62
PBR	1.40	1.92	7.04	8.10
EV/EBITDA	7.74	10.43	20.68	14.92
ROE	11.29	14.90	24.38	27.80
BPS	115,933	204,753	252,860	321,474
DPS	2,500	5,000	11,200	16,000

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

목표주가 3,300,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

효성중공업 목표주가 3,300,000원으로 기존대비 10% 상향하며 투자의견 매수를 유지한다. 2027년 예상 EPS에 목표 PER 30배를 적용했다. 4분기 실적은 시장 기대치를 상회했다. 건설 부문 일회성 비용에도 불구하고 기존 성장 추세에 더해 일시적 인도 물량 증가 효과로 마진 개선이 유의미하게 나타났다. 중공업 신규 수주는 2.0조원으로 전년대비 84.9% 증가, 수주잔고는 12.0조원으로 29.9% 성장했다. 2026년 추정 실적 기준 PER 32.6배, PBR 8.1배다.

4Q25 영업이익 2,605억원(YoY +97.0%)으로 컨센서스 상회

4분기 매출액은 1조7,430억원으로 전년대비 10.9% 증가했다. 중공업 부문은 1.2조원으로 14.1% 성장하며 분기 최대 매출을 기록했다. 초고압 변압기 및 차단기 중심 성장이 나타난 가운데 미국, 유럽 등 고마진 시장에서 매출이 유의미하게 증가한 것으로 판단된다. 재고로 인식되었던 미국 프로젝트 출하 물량이 고객에게 인도되면서 실적에 반영된 점도 긍정적인 효과로 이어졌다. 미국에 765kV 제품 납품 이력이 다수 있기 때문에 미국 전력망 프로젝트에서 수주 기회가 확대될 것으로 기대된다. 건설은 수주잔고를 기반으로 안정적 성장세를 이어가며 전년대비 4.2% 증가했다. 영업이익은 2,605억원으로 전년대비 97.0% 증가했다. 건설 부문에서 자회사 일회성 대손충당금 250억원 인식에도 불구하고 증익폭이 확대되었다. 중공업 부문은 2,447억원으로 112.4% 증가했고 이익률은 20.2%로 전년대비 9.3%p 개선되었다. 마진이 높은 북미 물량이 일시적으로 인식된 효과를 감안할 필요가 있겠으나 잔고 Mix 변화를 감안하면 상반기 소폭 둔화 이후 2026년 하반기 재차 이익률 상승이 예상된다. 건설 부문은 충당금 인식에도 158억원으로 전년대비 7.1% 감소에 그치며 3% 마진을 기록했다. 올해도 한 자리 수 중반 마진을 안정적으로 유지할 전망이다.

올해 하반기 중공업 마진 20% 레벨 재진입 기대

중공업 부문 증익폭이 가파르다. 북미 지역 매출 비중이 37% 수준으로 전분기대비 11%p 상승하면서 마진이 유의미하게 개선된 것으로 판단된다. 이번 Mix 변화는 기존 재고의 인도 완료로 인한 미실현손익의 반영이 주된 원인으로 판단되며 상반기에는 다소 완화된 흐름이 예상된다. 기존 잔고에서 북미 비중이 꾸준히 증가하고 있었던 점을 감안하면 하반기에는 재차 20% 수준 마진을 기록할 것으로 전망된다. 기존에 반영된 관세의 판가 전가 가능성도 올해 마진 개선을 기대할 수 있는 추가적인 잠재 요소다. 북미와 유럽에서 초고압 제품에 대한 수요가 지속적으로 증가하고 있으며 납품 레퍼런스를 기반으로 사업 확장이 기대된다.

2026년 2월 2일 I 기업분석_Earnings Review

LX인터내셔널 (001120)

일회성 비용 제외 시 양호한 실적

BUY (유지)

목표주가(12M)	46,000원(상향)
현재주가(1.30)	38,250원

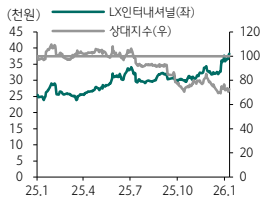
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,224.36
52주 최고/최저(원)	38,250/23,900
시가총액(십억원)	1,482.6
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	38,760.0
60일 평균 거래량(천주)	133.5
60일 평균 거래대금(십억원)	4.5
외국인지분율(%)	22.95
주요주주 지분율(%)	
엘엑스홀딩스 외 1 인	27.86
국민연금공단	8.74

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	16,548.7	17,228.7
영업이익(십억원)	298.5	358.0
순이익(십억원)	259.1	272.2
EPS(원)	6,098	6,168
BPS(원)	76,618	81,175

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025P	2026F
매출액	14,514.3	16,637.6	16,706.3	17,375.1
영업이익	433.1	489.2	292.2	335.8
세전이익	342.8	460.4	202.8	292.1
순이익	117.1	175.7	141.8	197.2
EPS	3,021	4,533	3,659	5,087
증감율	(77.27)	50.05	(19.28)	39.03
PER	9.73	5.97	8.88	7.52
PBR	0.49	0.39	0.46	0.52
EV/EBITDA	4.40	3.84	5.57	5.11
ROE	5.17	7.12	5.29	7.14
BPS	59,671	69,684	70,664	73,895
DPS	1,200	2,000	2,000	2,000

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

목표주가 46,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

LX인터내셔널 목표주가 46,000원으로 기존대비 15% 상향하며 투자의견 매수를 유지한다. 2026년 예상 EPS에 목표 PER 9배를 적용했다. 4분기 실적은 시장 기대치를 하회했다. 다수 일회성 비용들이 반영된 부분을 감안하면 우려보다 양호한 실적이다. ICI4 가격이 완만하게 상승하고 있으며 물류 부문 CL 매출 성장도 기대되고 있어 이익은 저점을 통과한 것으로 간주된다. 올해 1분기 확인될 중국 석탄 관련 배당금 수입에 따라 2026년 사업연도 DPS의 변화 여지가 존재하지만 판토스 지분 상승과 상사 본업 회복 등을 감안하면 현재 2,000원 수준이 유지될 수 있을 전망이다. 2026년 기준 PER 7.5배, PBR 0.5배다.

4Q25 영업이익 555억원(YoY -41.1%)으로 컨센서스 하회

4분기 매출액은 4.3조원을 기록하면서 전년대비 2.2% 증가했다. 해상운임 하락 영향으로 물류 부문의 외형 감소가 나타났지만 LCD패널 및 자원 트레이딩 판매량 증가로 만회했다. 영업이익은 555억원으로 전년대비 41.1% 감소했다. 모든 부문에서 이익이 감소했다. 자원 부문에서는 니켈과 팜 생산량 증가에 더해 마진도 양호했으나 중장비 정비 비용이 일회성 요소로 반영되었다. 유가 상승은 GAM 광산의 OPEX 부담 요소지만 인도네시아 저열량탄 가격이 3분기 저점을 기록한 뒤 우상향 추세에 있어 향후 실적 회복이 기대된다. 트레이딩/신성장은 트레이딩은 견조했으나 자회사 LX글라스 손익 둔화와 포승그린파워 REC 공급계약 변경에 따른 일시적 매출 차감으로 전년대비 감익을 기록했다. LX글라스는 유무형자산 손상 인식으로 올해부터 감가상각비가 일부 개선되는 효과가 나타날 전망이며 포승그린파워도 과거 수준의 실적으로 정상화될 것으로 기대된다. 물류는 외부 고객사 및 전략고객 중심의 물량 확대 추세가 지속되는 모습이나 외형과 마진은 해상운임 하락으로 감소했다. 지분법은 중국 석탄 이익 감소에도 인프라 수익 증가로 전년대비 개선되었다. 세전이익은 LX글라스 및 포승그린파워 자산 상각으로 적자를 지속했다.

주요 석탄 생산국 정책 변화 가능성. 유연탄 가격 회복 여부가 중요

금속 원자재 가격이 급등하는 국면이다. 니켈도 인도네시아 공급 조절 우려와 제련소 증가 대비 내수 수급 불균형으로 강세를 나타내고 있다. 인도네시아에서 중국 석탄 수요 감소에 대비한 물량 조절 가능성이 존재하며 중국의 내수 석탄 생산 통제도 올해까지도 이어질 수 있다. 아직 인도네시아 저열량탄(ICI4) 가격은 40달러 후반이지만 50달러 이상으로 회복될 경우 실적 눈높이가 빠르게 상향될 것으로 예상된다.

2026년 02월 02일 | 기업분석_스몰캡_Report

디아이 (003160)

HBM4 수주공시 스타트!

Not Rated

현재주가(1.30) **34,450원**

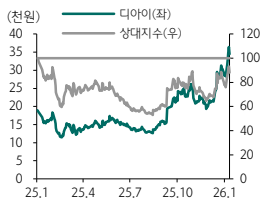
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,224.36
52주 최고/최저(원)	36,400/11,450
시가총액(십억원)	974.9
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	28,300.0
60일 평균 거래량(천주)	1,021.2
60일 평균 거래대금(십억원)	26.9
외국인지분율(%)	10.19
주요주주 지분율(%)	
박원호 외 1 인	29.26

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	416	467
영업이익(십억원)	36	68
순이익(십억원)	27	50
EPS(원)	657	1,102
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023	2024
매출액	227	231	215	214
영업이익	16	11	6	3
세전이익	18	15	4	1
순이익	15	15	3	3
EPS	488	466	111	39
증감율	180.5	(4.5)	(76.2)	(64.9)
PER	19.2	10.2	56.8	371.3
PBR	1.9	0.8	1.1	2.6
EV/EBITDA	14.1	10.0	18.3	53.2
ROE	10.9	9.7	2.1	0.7
BPS	5,002	5,588	5,584	5,657
DPS	200	100	100	100

Analyst 권태우 tkwon@hanafn.com
RA 윤채리 yooncherry@hanafn.com

HBM4 장비 수주 규모 998억원

1월 20일 종속회사 주요경영사항 공시를 통해 SK하이닉스향 반도체 검사장비(HBM4 웨이퍼 테스터) 공급 계약이 확인됐다. 계약금액은 약 998억원, 계약 기간은 2026년 1월 29일부터 6월 30일까지다. 이번 수주는 단순 장비 공급을 넘어, 차세대 HBM 공정에서 요구되는 검사 사양을 충족하는 업체로서 동사의 기술 경쟁력이 공식적으로 확인된 사례다. 특히 고적층 HBM 공정에서는 장시간 테스트 과정에서 발생하는 발열 관리가 수율과 직결되는 핵심 변수로 작용하는데, 동사는 수냉식 기반 열 관리 설계를 적용한 검사 장비를 통해 안정적인 운용 환경을 확보했다. 공급 지역은 최근 2개 층 증축이 완료된 청주 P&T3(Packaging & Test Center)로 추정되며, 2월 이후 순차적인 장비 출하가 진행될 전망이다. 이에 따라 관련 매출은 1분기부터 단계적으로 반영될 것으로 예상된다.

HBM4 확산과 함께 본격화되는 후공정 증설 사이클(P&T3 → P&T7)

SK하이닉스는 AI 메모리 수요 확대에 대응해 후공정 역량 강화를 중장기 전략의 핵심 축으로 설정하고 있다. 현재 후공정 시설은 P&T 1·4·5가 이천, P&T 2·3·6이 청주에 각각 위치해 있으며, 청주 지역에서는 기존 P&T3 증축이 이미 완료돼 본격적인 장비 투입 단계에 진입한 상태다. 이와 함께 SK하이닉스는 청주 테크노폴리스 산업단지 내 P&T7 신설을 추진 중이며, 해당 시설은 HBM을 포함한 AI 메모리 제조에 특화된 첨단 패키징 전용 팹으로 계획돼 있다(SK하이닉스 뉴스룸). 총 투자 규모가 약 19조원에 달하는 점을 감안하면, P&T7은 단순한 캐파 증설을 넘어 중장기 후공정 처리 역량을 확대하기 위한 핵심 투자로 판단된다. 완공 시 SK하이닉스는 총 7개의 P&T 시설을 확보하게 된다. 동사는 NAND 웨이퍼 테스터 국산화를 시작으로 DDR4, DDR5, HBM3/3E를 거쳐 HBM4까지 검사장비 적용 범위를 단계적으로 확대해 왔다. 이를 바탕으로 동사는 이미 반영되고 있는 P&T3 물량뿐 아니라, 향후 P&T7 신규 투자 환경에서도 주요 협업 파트너로 이어질 가능성이 높을 것으로 판단된다. P&T7과 관련한 구체적인 물량과 시점을 현시점에서 단정하기는 어렵지만, 누적된 레퍼런스와 공급 이력은 중장기 실적 기여 가능성을 뒷받침하고 있다.

2026년 신규 장비 실적 반영과 수주 모멘텀 유지

2026년 연결 기준 예상 실적은 매출액 4,906억원(+15.5% YoY), 영업이익 704억원(+97.2% YoY)이다. HBM 관련 검사장비 매출 비중이 확대되는 가운데, 생산 효율 개선이 병행되며 수익성 개선 흐름이 이어지고 있다. 수주공시 이후 주가 흐름은 HBM4 장비 수주 기대가 일부 선반영된 결과로 해석된다. 다만 현재 확인된 수주 규모는 증축 이후의 설비 수용 여력을 일부 반영한 수준으로 판단되며, 향후 추가 장비 발주 가능성도 함께 열어둘 필요가 있다.

2026년 02월 02일 | 기업분석_스몰캡_Report

한스바이오메드 (042520)

스킨부스터 업체로 불러주세요

Not Rated

현재주가(1.30) **39,500원**

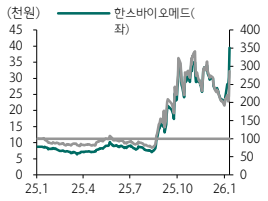
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	1,149.44
52주 최고/최저(원)	39,500/6,370
시가총액(억원)	5,625.3
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	14,241.4
60일 평균 거래량(천주)	463.3
60일 평균 거래대금(억원)	138.0
외국인지분율(%)	8.87
주요주주 지분율(%)	
황호찬 외 2 인	23.93
네오영 외 3 인	9.26

Consensus Data

	2025	2026
매출액(억원)		1,385
영업이익(억원)		170
순이익(억원)		135
EPS(원)		1,007
BPS(원)		3,286

Stock Price



Financial Data (억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023	2023
매출액	591	745	780	811
영업이익	(198)	13	(42)	6
세전이익	(216)	35	(235)	(66)
순이익	(183)	61	(230)	(78)
EPS	(1,810)	608	(2,047)	(535)
증감율	적지	흑전	적전	적지
PER	(8.9)	15.8	(8.8)	(18.4)
PBR	3.6	1.9	4.0	1.8
EV/EBITDA	0.0	9.9	65.9	7.1
ROE	(41.1)	13.5	(46.9)	(10.8)
BPS	4,487	5,017	4,536	5,375
DPS	0	0	0	0

Analyst 박찬솔 chansolpark@hanafn.com
RA 윤채리 yooncherry@hanafn.com

피부/뼈 이식재 개발사, 스킨부스터 업체로 변신

인체조직 이식재 전문업체다. 주요 제품으로는 Bella Cell HD, SureFuse 등 피부/뼈 인체조직 이식재와 Mint, 모발이식기 등 의료기기가 있다. 9월 결산 법인인 한스바이오메드의 27기(4Q24-3Q25)의 매출액은 898억원, 영업적자는 -259억원(벨라젤 손해배상 소송 판결·결정 금액 215억원에 대한 충당금 반영)을 기록했다. 매출액 비중은 피부이식재 31.2%, 뼈이식재 29.8%, 의료기기 31.6%, 실리콘폴리머 0.5%, 코슈메디컬 2.3% 기타 4.6%다. 피부미용 ECM 스킨부스터 제품 '셀르디엠'을 최근 런칭하며 성과를 내고 있다.

'셀르디엠' ECM 스킨부스터

약 2년간 개발해온 제품을 25년 9월에 출시했다. 조직 이식재 제조에 필요한 탈세포화, 탈진피화, 멸균 등 전처리 공정에 대한 독자적인 기술력으로 바탕으로 개발에 성공했다. 기존 합성물질 스킨부스터와의 차이점은 피부 자극을 통한 콜라겐 생성 방식이 아니라 피부 구성의 주요 성분인 ECM(Extra Cellular Matrix)를 직접 피부에 주입하는 방식이다. 또 기존 시술은 평균 3개월에 한번씩 이루어진다면, ECM 시술은 4-5개월 주기로 받아도 효과가 지속되는 것으로 추정된다. 대신 5cc 용액 기준 핵심 성분이 160밀리그램 함유된 '셀르디엠'의 평균 시술 가격이 60만원(최근 상승 중) 수준으로 합성물질 제품 대비 약 2배 높다. 기존 시장에서 유통되는 제품 대비 시술 효과, 통증 감소 측면에서 강점이 있는 것은 물론 시술 수익성 측면에서도 유리해 전문병원/에스테틱샵 등의 수요가 높아지고 있는 것으로 추정된다. 제품 월 1.3만개 생산으로 시작했지만 높은 시장 수요에 대응하기 위해서 CAPA를 1Q26 2.2만개로 확대하고, 3Q26에 4만개로 다시 한번 증가시킬 것으로 예상한다. 리프팅실을 유통하던 자회사 민트메디컬 영업망 2천개 병원이 1차 타겟이다. 최근 높아지는 수요에 대응하기 위해서 소규모 에스테틱샵이 대응 가능한 유통사와도 협력할 것으로 본다. 해외는 유통사 INFIX(5천개 이상의 네트워크)와 'SKIN PLUS'라는 브랜드로 일본에 먼저 ECM 스킨부스터를 출시한다.

투자의견 및 밸류에이션

주식 시장은 파마리서치가 스킨부스터 브랜드 '리쥬란'을 필두로 매년 30-50% 수준의 성장률을 달성하는 것을 이미 경험했다. TTM PER 30배 수준을 부여 받아, 7.5조원 수준의 시가총액을 달성한바 있다. 스킨부스터 시장에서 '리쥬란'의 성장세가 유지되고, ECM 기반 스킨부스터가 동일한 성장률을 보여준다면 한스바이오메드도 중장기적으로 파마리서치와 유사한 멀티플을 부여 받을 가능성이 높다. 또 가능성은 낮지만 스킨부스터 시장이 ECM 위주로 성장해서 파마리서치 스킨부스터 성장률이 크게 둔화되는 모습을 보인다면 오히려 시가총액 7.5조원의 1/3 수준인 2.5조원까지의 업사이드만 일단 고려하고 있다. 현재 두가지 케이스 모두 감안해도 앞으로 매우 강한 주가 퍼포먼스를 예상한다.

2026년 02월 02일 | 기업분석_스몰캡_Report

서울옥션 (063170)

먼저 가져가는 사람이 임자

Not Rated

현재주가(1.30) **7,730원**

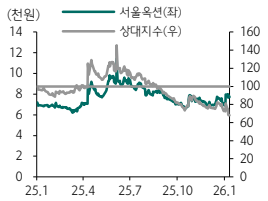
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	1,149.44
52주 최고/최저(원)	11,450/6,210
시가총액(억원)	1,374.0
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	17,774.3
60일 평균 거래량(천주)	136.2
60일 평균 거래대금(억원)	10.2
외국인지분율(%)	2.62
주요주주 지분율(%)	
이호재 외 11 인	29.55

Consensus Data

	2025	2026
매출액(억원)	N/A	N/A
영업이익(억원)	N/A	N/A
순이익(억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data (억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023	2024
매출액	790	551	450	206
영업이익	197	77	(35)	(34)
세전이익	180	65	(69)	(99)
순이익	160	45	(80)	(95)
EPS	948	256	(448)	(533)
증감율	흑전	(73.0)	적전	적지
PER	36.1	68.9	(28.0)	(12.7)
PBR	6.3	2.4	1.8	1.1
EV/EBITDA	4.6	7.0	0.0	0.0
ROE	18.4	3.7	(6.8)	(8.8)
BPS	5,429	7,248	6,831	6,320
DPS	200	100	0	0

Analyst 박찬솔 chansolpark@hanafn.com
RA 윤채리 yooncherry@hanafn.com

독보적인 미술품 거래 플랫폼

미술품 거래 시장에서 오랜 경험을 바탕으로 작품성이 높은 예술품을 소싱하는 능력이 뛰어난 업계 1위 업체다. 케이옥션과 미술품 경매 시장을 90% 가량 점유하고 있다(지난 몇 년간 시장 점유율에 큰 변동 없음). 3Q25 누적 기준 매출액은 157억원, 영업적자 -23억원을 기록했다. 동일 기간 매출액 비중은 상품 35.7%, 경매 32.1%, 중개 17.2%. 담보대출 9.3%, 기타 5.7%를 기록했다. 미술품 거래 호황기에는 상품 비중이 높아지는 구조를 가지고 있다.

미술품 경매 시장 반등 신호 출현. 미술품 수요가 지금보다 오를 가능성 높아

고액자산가들이 25년 신정부의 세금 정책 가시화를 기다리면서 미술품 거래가 활발하지 못했다. 하지만 25년 12월 세제개편안이 국회를 통과하면서 불확실성이 일부 해소되고, 부동산/주식 등 자산들의 가격이 지속적으로 상승하면서 미술품 낙찰률이 반등하는 과정에 있다고 본다. 실물 소비 개선이 전체 경제 사이클의 후반부에 나타난다는 점을 감안해도 미술품 시장은 그동안 너무나 크게 소외 받아왔다는 생각이다. 코로나19 유동성으로 인한 실물 자산 가격의 롤러코스터급 급등과 급락 속에서 미술품 구매를 하나의 유행으로 받아들였던 사람들 영향이지 않을까 싶다. 최근 아트페어 관람객들이 늘고 있기 때문에 중저가 시장이 조금 더 단단해질 것이라는 의견이 힘을 얻는 것은 다행으로 생각한다.

투자의견 및 밸류에이션

26년 1월 서울옥션은 50억원, 케이옥션은 98억원 규모의 미술품을 경매에 출품했다. 21년부터 볼 때 두 업체는 4-6월에 사이에 출품 규모가 커지는 경향을 보여왔는데, 앞으로 업체별로 각각 100억원 이상을 출품하게 된다면 본격적인 미술품 경매 시장 반등 시그널로 봐도 된다고 생각한다. 주요 자산 가격 상승이 지속됨에 따라 26년 미술품도 하나의 가치 저장 수단으로 다시 부각 받을 것으로 보기 때문이다. 코로나19 이후 유동성/보복 소비/자산 가치 상승 트렌드에 등에 힘입어 21년 서울옥션은 매출액 790억원, 영업이익 197억원으로 시가총액 약 7,000억원(POR 기준 35배)을 달성했다. 서울옥션은 코로나19 이후 재고자산 규모를 700억원 수준으로 유지하려고 노력해왔으며, 현재 사업 구조적으로 큰 변화가 없기 때문에 미술품 수요가 반등할 경우 동일한 멀티플 부여가 가능하다고 생각한다. 주요 경매의 낙찰총액 규모의 강한 반등이 확인되면 연간 단위 실적 추정치를 보고서를 통해 제시할 계획이다. 현시점 서울옥션의 경우 경매 시장 관련 실적이 이미 바닥을 지났다고 판단해, 주가도 곧 상승세에 진입할 것으로 예상한다.

2026년 02월 02일 | 기업분석_스몰캡_Report

흥국에프엔비 (189980)

‘두쫀쿠’ 골든볼, 자영업에 도움 많이 된다

Not Rated

현재주가(1.30) **2,175원**

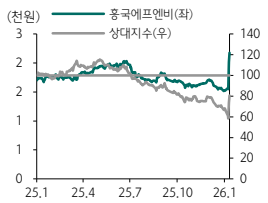
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	1,149.44
52주 최고/최저(원)	2,175/1,514
시가총액(억원)	873.0
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	40,137.8
60일 평균 거래량(천주)	538.6
60일 평균 거래대금(억원)	12.1
외국인지분율(%)	1.35
주요주주 지분율(%)	
오길영 외 5 인	50.67

Consensus Data

	2025	2026
매출액(억원)	N/A	N/A
영업이익(억원)	N/A	N/A
순이익(억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data (억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023	2024
매출액	715	973	1,011	1,026
영업이익	67	105	103	107
세전이익	86	140	105	61
순이익	63	119	86	52
EPS	165	298	213	128
증감율	50.0	80.6	(28.5)	(39.9)
PER	23.0	9.0	9.4	12.7
PBR	1.8	1.1	0.8	0.6
EV/EBITDA	2.3	5.2	5.0	5.0
ROE	8.2	13.4	9.0	5.4
BPS	2,158	2,438	2,586	2,580
DPS	30	40	40	70

Analyst 박찬솔 chansolpark@hanafn.com
RA 윤채리 yooncherry@hanafn.com

Mass Market에 ‘두쫀쿠’ 원재료를 공급할 업체

국내 카페 매장에 식음료 원료와 상품을 공급하는 ODM 업체다. 1) 원재료를 국내/해외에서 직접 소싱, 2) 음료 베이스 제조, 3) 프랜차이즈/도매상/기타 채널 등 통해 유통/판매까지 모든 프로세스를 내재화 했다. 대부분의 제품/상품은 커피나 외식 프랜차이즈, 일반 개인 카페를 통해서 소비되고 있다. 스타벅스, 이디야, 던킨도너츠, 투썸플레이스, 이마트향 매출액 비중이 높다. 25년에는 24년과 유사한 규모(24년 매출액 1,026억원, 영업이익 107억원)의 실적을 달성할 것으로 본다. 다만 ‘두쫀쿠’로 인한 디저트 카테고리의 실적 확대에 따라서 1Q26부터 실적이 성장하는 모습을 보일 것으로 예상한다. 24년 하반기를 정점으로 끝날 것이라고 봤던 두바이 초콜릿 트렌드가 4Q25부터 두바이 쫀득 쿠키(‘두쫀쿠’)로 부활했다. 초콜릿은 두바이의 부를 연상시키는 골든 피스타치오 페이스트와 독특한 카다이프의 식감으로 인기를 몰았지만, 2-3만원대의 높은 가격이 흥행 추세의 저항선으로 작용했다. 그러나 대부분 1만원 이하의 가격으로 출시된 ‘두쫀쿠’는 스몰 럭셔리 트렌드와 결합되어 다시 폭발적인 소비자 반응을 일으키고 있다. ‘몬트쿠키’라는 수제 쿠키 전문점에서 1H25 오리지널 레시피를 공개하면서 지금은 국내 베이커리/커피 프랜차이즈뿐만 아니라 여러 음식점의 식후 디저트로 확산되는 추세다. 국내에서 개발된 두쫀쿠가 Netflix 흑백요리사 안성재 셰프와 IVE 장원영 글로벌 영향력에 힘입어 최근 두바이/미국/일본/중국서 판매가 개시되는 등 글로벌 바이럴이 시작될 가능성에 주목한다.

베이커리 트렌드는 평균 3개월. 1Q26 넘어 트렌드 지속된다면 시장 기대치 상회

26년 2월부터 ‘두쫀쿠’ 핵심 원재료 피스타치오 스프레드 해외 직수입을 확대해 국내에 본격 유통한다. 4Q25 스프레드 판매금액이 총 5천만원 수준이었다면, 1Q26 일 1천만원으로 증가하며 수입 확대를 결정했다. 26년 1월 ‘두쫀쿠’ 주재료 스프레드 1.1ton이 14일, 카다이프 2.0ton이 5일만에 모두 판매되며 각각 30만톤, 10만톤을 초기 물량으로 확보했다. 26년 1월 피스타치오 원물 수입 가격이 YoY +86.7% 오른 상황이다. 카페에서 공급 받는 스프레드 가격은 YoY로 25년 +99.1% 상승, 26년 +55.6 상승할 가능성이 있다. 마트 소비자가 기준으로는 25년 +11.1% 상승했고, 26년 +20.0% 수준으로 높아지고 있는 상황에서 원재료를 확보했다. 확보 물량은 B2C 개인 카페향이기 때문에, B2B 프랜차이즈 공급을 위한 추가 확보에 나설 계획이다. 흥국에프엔비 매출액 비중은 B2C 35%, B2B 65% 수준이기 때문에 기존보다 더 많은 물량을 확보할 것으로 추정한다. 30톤은 50-100g 사이즈 ‘두쫀쿠’ 기준 100만-200만개를 만들 수 있는 물량이며, ‘몬트쿠키’ 한개 업체에서 월 온라인으로 소진되는 피스타치오 스프레드의 3.0배 수준 수입 규모로 추정하고 있다. 올해 B2B 사업까지 감안해 총 75톤의 피스타치오 스프레드 확보 시 매출액 1,110억원, 영업이익 140억원, 순이익 90억원을 예상한다. 3개월 이상 트렌드가 지속될지 관심이 필요한 시점이다.

2026년 2월 2일 | 기업분석

KSS해운 (044450)

계약 연장으로 실적 안정성 보강, 암모니아를 기다리며

Not Rated

목표주가(12M)	Not Rated
현재주가(11.20)	9,700원

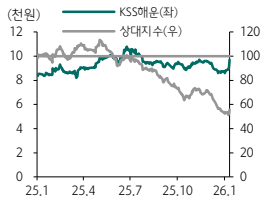
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,224.36
52주 최고/최저(원)	10,780/8,210
시가총액(십억원)	223.9
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	23,085.9
60일 평균 거래량(천주)	72.2
60일 평균 거래대금(십억원)	0.7
외국인지분율(%)	8.25
주요주주 지분율(%)	
박종규 외 11 인	30.20
한국투자신탁운용	6.26

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023	2024
매출액	320	404	422	518
영업이익	58	64	82	104
세전이익	58	43	22	58
순이익	57	42	22	57
EPS	2,460	1,824	947	2,486
증감율	331.6	(25.9)	(48.1)	162.5
PER	4.8	5.1	9.8	3.5
PBR	0.8	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	10.9	9.9	7.2	6.6
ROE	16.6	10.5	5.2	10.9
BPS	15,042	17,586	18,428	23,433
DPS	350	350	350	400

Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

VLGC 선대 중 50% 계약 연장 성공

KSS해운은 1월 30일 VLGC 선대 7척의 장기대선계약 연장을 공시했다. 이는 KSS해운이 보유하고 있는 VLGC 선대 중 50%에 해당하는 대규모의 계약 갱신이다. 금번 갱신 계약의 총 계약 금액 8,264억원, 연간 매출액으로 환산하면 2,013억원으로 2025년 매출액의 36%에 해당하는 금액이다. 기존 2026년에 계약 종료 예정이던 VLGC 1척, 2028년이던 6척의 계약이 2~5년 연장되며 2030년까지의 실적 가시성이 제고되었다는 점에 주목한다.

VLGC의 계약 연장이 특히 반가운 이유

특히 VLGC의 계약 연장이 반가운 이유는 시장 내 공급 과잉 우려 때문이다. 암모니아 운반선은 LPG 운송에도 사용되는데, 암모니아 시장 개화가 늦어지면서 암모니아 운송용으로 발주된 VLAC(초대형 암모니아 운반선)들이 2026년 하반기에는 LPG 시장으로 유입될 것으로 전망되고, 따라서 VLGC 공급은 2026년 8% (YoY) 증가할 것으로 파악되고 있다. KSS해운의 금번 계약 연장은 시황 하락이 우려되는 시점에서 체결되었다는 점이 특히 의미가 있다.

향후로도 안정적 실적과 안정적인 주주환원을 기대하며

KSS해운의 2025년 매출액은 8% (YoY) 증가한 5,614억원, 영업이익은 6% 증가한 1,103억원(영업이익률 19.7%)로 안정적인 실적 흐름을 이어가고 있다. 2025년 당기순이익은 36% (YoY) 감소한 377억원을 기록했는데, 이는 환율 하락으로 인한 외화환산손익 감소(358억원 규모)가 주요했기 때문에 현금흐름에 영향을 주지는 않는다. 기본적으로 KSS해운은 배당금 증액 기조를 이어가고 있는데, 계약 갱신을 통해 미래 현금흐름이 확고해진 상황에서의 보다 제고된 주주환원을 기대한다. 현재 주가는 P/B 0.4배 수준으로 낮고, 암모니아 시장 개화 이전 시점에도 실적 안정성이 보장되었기 때문에 저평가된 주식으로서 충분히 접근 가능하다는 판단이다.

2026년 2월 2일 | 기업분석_Earnings Review

현대로템 (064350)

4Q25 리뷰: 신규수주 성과가 가장 중요한 국면

BUY (유지)

목표주가(12M)	283,000원(유지)
현재주가(1.30)	230,500원

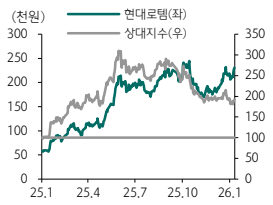
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,224.36
52주 최고/최저(원)	244,500/56,900
시가총액(십억원)	25,157.3
시가총액비중(%)	0.58
발행주식수(천주)	109,142.3
60일 평균 거래량(천주)	737.9
60일 평균 거래대금(십억원)	147.5
외국인지분율(%)	33.49
주요주주 지분율(%)	
현대자동차 외 3 인	33.77
국민연금공단	8.08

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	5,954.9	6,981.4
영업이익(십억원)	1,055.8	1,313.1
순이익(십억원)	803.9	1,032.9
EPS(원)	7,395	9,496
BPS(원)	27,313	36,564

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025P	2026F
매출액	3,587.4	4,376.6	5,839.0	7,213.1
영업이익	210.0	456.6	1,005.6	1,319.8
세전이익	180.8	509.6	988.3	1,313.9
순이익	161.0	406.9	755.5	1,011.0
EPS	1,475	3,728	6,922	9,264
증감율	(18.60)	152.75	85.68	33.83
PER	18.03	13.33	27.15	24.88
PBR	1.73	2.65	6.62	6.19
EV/EBITDA	9.83	9.87	18.42	16.23
ROE	10.06	21.85	29.39	28.24
BPS	15,391	18,737	28,368	37,232
DPS	100	200	400	600

Analyst 채운샘 unsam1@hanafn.com

목표주가 283,000원, 투자의견 매수 유지

현대로템 목표주가 283,000원과 투자의견 매수를 유지한다. 4분기 실적은 시장 컨센서스를 하회했다. 디펜스솔루션 부문에서 폴란드 2차 양산 물량의 수익성이 1차 대비 낮아진 점과 예상보다 부진했던 내수 매출이 영향을 미쳤다. 다만 폴란드 2차 양산의 수익성은 1차 양산 경험을 바탕으로 점진적으로 개선될 수 있다는 사측의 설명이 있었다. 이를 감안하면 2026년 디펜스솔루션 부문 수익성은 상저하고 흐름이 예상된다. 2025년 4분기 기준 방산 수주잔고는 10.5조원으로 약 3.3년치 매출에 해당하는 일감을 보유 중이다. 현재 주가 기준 2026년 PER은 24.9배이다.

4Q25 영업이익 2,674억원(YoY +65.4%)으로 컨센서스 하회

4분기 매출액은 1.6조원으로 전년대비 12.8% 증가했다. 부문별로 보면 디펜스솔루션 매출이 전년대비 4.3% 감소했지만 레일, 에코플랜트 사업은 각각 47.6%, 18.9% 증가했다. 디펜스솔루션 부문은 수출 매출이 폴란드 2차 물량 인식으로 성장했지만 내수 매출이 감소하면서 기대치에 미치치 못한 것으로 보인다. 레일솔루션 부문은 약 18.5조원 수주잔고 기반으로 국내외 고속철 사업 양산이 본격화되며 전사 외형성장을 견인했다. 영업이익은 2,674억원, 영업이익률은 16.4%로 각각 전년대비 65.4% 증가, 5.2%p 개선됐다. 다만 4Q24에 발생했던 일회성 손익을 제외하면 실질 영업이익은 전년대비 감소했다. 일회성 손익과 더불어 폴란드 2차 양산 물량의 상대적으로 낮은 수익성이 실질적인 감익에 영향을 미쳤다.

신규수주 성과가 가장 중요한 국면

상저하고의 수익성 흐름을 감안하면 당분간 분기 실적에 대한 기대감은 제한적일 것으로 예상한다. 그럼에도 불구하고 상대적으로 낮은 PER은 1) 2026년 하반기 수익성 턴어라운드 가능성, 2) 가시화되고 있는 수주파이프라인 등을 감안할 때 투자포인트로 작용할 전망이다. 특히 2026년에는 단기 실적보다 신규수주 확보 여부가 중요하다. 2026년 연간 영업이익은 컨센서스에서 크게 벗어날 가능성이 낮은 반면 2027년 실적은 2026년 수주 성과에 따라 영업이익 규모와 수익성이 크게 달라질 수 있기 때문이다. 주요 수주파이프라인을 보면 이라크는 총선 이후 내각 구성 절차 완료된 뒤 논의가 재개될 가능성이 있고 루마니아는 연내 입찰 공고가 예상된다는 사측의 안내가 있었다. 이에 따라 이라크 건은 빠르면 2분기 내 수출 논의가 재개될 여지가 있으며 루마니아는 관련 뉴스 흐름을 면밀히 모니터링할 필요가 있다. 또한 연내 기대되는 폴란드 잔여 물량 계약 체결 역시 유효한 포인트이다. 한편 K2 전차 증설은 지속되고 있는 것으로 추정된다. 이전 보고서와 같이 향후 수주 확보에 대한 사측의 자신감으로 해석한다. 구체적인 수주 시점을 가늠하기 어려운 국면에서 긍정적인 신호라고 판단한다.

계속되고 있는 외국인의 은행주 사랑

은행 Weekly | 2026.2.2

Analyst 최정욱, CFA cuchoi@hanafn.com

RA 정소영 soyoungjung@hanafn.com

전주 은행주 다시 초과하락. 원화스테이블코인 은행 51% 룰 불발과 ELS 과징금 관련 불확실성 지속 등 때문으로 추정

- 전주 은행주는 1.0% 상승에 그쳐 KOSPI 상승률 4.7%를 다시 초과하락했다. 디지털자산 TF에서 원화스테이블코인 발행 주체가 은행 중심 컨소시엄 방식(시중은행 지분 51% 이상)이여야 한다는 것이 정부안인 것으로 언론에 알려지면서 주초반 은행주가 급등했지만 은행 지분 51%룰 및 디지털자산거래소 대주주 지분 규제 등의 핵심 쟁점을 놓고 결국 합의가 불발된 것으로 나타나면서 주가가 다시 하락했다. 1월 29일 열린 홍콩 ELS 2차 제재심에서도 결론이 또다시 미뤄지면서 불확실성이 이어지고 있다. 다만 2월 12일 열릴 예정인 3차 제재심에서는 결론이 어떤식으로든 날 전망이다
- 원/달러 환율은 추가 하락했다. 이는 미래 환율 상승 기대감이 약화되고 있기 때문으로 추정되는데 결국 1,443.5원으로 마감해 한주간 19.0원 하락했다. 지난주 국내 기관은 KOSPI를 3.3조원 순매도한 가운데 은행주는 1,660억원을 순매도했고, 외국인들은 KOSPI를 2.4조원 순매도한 반면 은행주는 3,130억원을 순매수했다. 2주 연속 은행주를 3,000억원 이상 순매수하면서 외국인의 은행주 사랑이 계속되는 모습이다. 전전주에 이어 전주에도 외국인은 신한지주를 1,000억원 이상 순매수해 신한지주에 매수세가 집중되고 있다

은행주 약세를 야기한 하나금융 실적 발표. 센티멘트 다소 과민반응 판단. 타사 실적 발표시 위축 현상 점차 개선 예상

- 하나금융의 실적발표 이후 당일 은행주들의 주가 하락세가 두드러졌다. 그동안 은행주 실적이 항상 컨센서스를 상회했던 반면 금번에는 컨센서스 수준이었고, 상반기 자사주 매입 예정 규모도 예상 수준이었던 점에 따른 실망 매물이 다소 출회된 것으로 보인다. 비은행계열사들의 실적이 부진했던 점도 하나금융 주가 약세에 한 몫 했다. 다만 우려와는 달리 CET 1 비율은 오히려 상승했고, 비은행 부진이 모든 은행권의 공통적인 현상이라고는 예단하기 어려워 센티멘트가 다소 과민반응한 것으로 판단한다
- 한편 하나금융은 과징금과 관련해 홍콩 ELS는 최초 부과액의 약 30%, LTV 담합 의혹 관련에서는 약 25% 내외를 충당부채로 적립했는데 상기 수치는 은행별로 다를 여지가 높다. 금주 타사들의 실적 발표를 지켜봐야겠지만 실적 분위기와 상반기 주주환원 발표 규모에 따라 센티멘트 위축 현상은 점차 개선될 여지가 높다고 판단한다

신규취급액 예대금리차 하락했지만 NIM과 상관관계 높은 잔액 기준은 상승. 2026년은 NIM이 이익 개선 모멘텀 될 듯

- 12월 예금은행 가중평균금리에 따르면 신규취급액 기준 예대금리차는 5bp 하락한 반면 잔액 기준 예대금리차는 2bp 상승했다. 신규 예대금리차 하락의 배경은 정기예금 등 저축성수신금리가 크게 상승하고 있기 때문이다. 대출금리 상승 폭은 이에 못 미쳤다
- 그러나 NIM과 상관관계가 높은 잔액 기준 예대금리차는 상승했는데 시중금리 상승으로 기업대출 평균 금리 상승 폭이 커지고 있기 때문이다. 따라서 4분기 은행 NIM은 모두 상승세를 기록할 것으로 추정되고, 1월의 국채금리 상승 현상까지 감안할 경우 1분기에도 NIM이 양호한 모습을 보일 공산이 커졌다. 하나금융의 경우 2026년 NIM 가이던스를 2025년 대비 상승 제시했다. 은행권 전체적으로 2026년은 대손비용 보다는 이자이익(NIM 상승)이 이익 개선 모멘텀으로 작용할 전망이다

순환매 발생 가능성 높아졌다고 판단. 상법개정안과 원화스테이블코인 법안 처리 모멘텀과 외국인 순매수세 감안해야

- KOSPI와 KOSDAQ이 번갈아 가며 큰폭의 상승세를 보이면서 가격 부담 우려가 발생할 수 있는 시기로 접어들었으며, 따라서 소외주 위주로 순환매가 발생할 가능성이 높아졌다고 판단한다
- 1) 시중금리 상승은 상대적으로 은행주에 포지티브 요인이고, 2) 원/달러 환율도 하락 압력이 이어지고 있으며, 3) 상법개정안과 원화스테이블코인 법안 처리 등 정책 모멘텀 기대, 4) 여기에 외국인의 은행주 매수세 또한 강하게 확대되고 있다는 점에서 은행주에 대한 관심을 높여야 한다는 기존 견해를 계속 유지한다

금주 은행 주간 선호 종목으로 KB금융(매수/TP 178,000원)과 하나금융(매수/TP 130,000원)을 제시

'26년에도 중국 철강 수요와 공급 모두 감소 전망

철강금속 Weekly | 2026.02.02

Analyst 박성봉 sbpark@hanafn.com

RA 김승규 sgkim@hanafn.com

주간 동향

철강금속 주요 지표 동향

- 국내 철강가격(원/톤)

  열연 유통가: 81만원(WoW, 0.0%), 열연 수입유통가: 77만원(WoW, +1.3%), 철근 유통가: 75.5만원(WoW, +1.3%), 후판 유통가: 90만원(WoW, 0.0%)

- 해외 철강가격(달러/숏톤, 위안/톤) (1 Short Ton=907kg)*

  미국 열연 유통가: 947.5달러(WoW, 0.0%), 중국 열연 유통가: 3,280위안(WoW, -0.1%), 중국 냉연 유통가: 3,759위안(WoW, -0.5%), 중국 철근 유통가: 3,238위안(WoW, -0.2%)

- 원재료 가격(달러/톤, 원/톤, 달러/톤)

  중국 철광석 수입가: 102.9달러(WoW, -1.3%), 한국 스크랩가: 41.9만원(WoW, +2.7%), 호주 원료탄(FOB): 251달러(WoW, +10.1%)

- 주요 비철금속(LME) 및 귀금속 가격(달러/톤, 온스)

  전기동: 13,370달러(WoW, +3.5%), 아연: 3,394달러(WoW, +5.1%), 연: 1,963달러(WoW, -0.9%), 니켈: 17,733달러(WoW, -4.4%), 금: 4,714달러(WoW, -5.3%), 은: 78.5달러(WoW, -22.5%)

- 국내 철강 유통가격: 내수는 여전히 부진하지만 철강사들의 공격적인 가격 인상 정책으로 판재와 봉형강 가격 상승
- 중국 철강 유통가격: 주요 원재료인 철광석 가격 하락과 수요 부진으로 2주일 연속 소폭 조정
- 산업용 금속가격: 산업용 금속 가격 상승 지속. 귀금속 가격, 특히 은은 미연준 의장 지명 소식으로 20% 이상 급락

철강금속기업 주가 동향

- 국내 철강금속기업

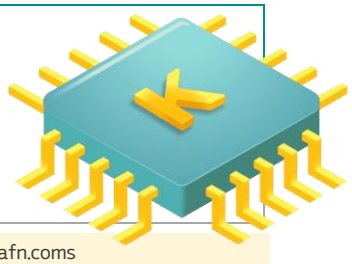
  POSCO홀딩스: 34.75만원(-5.6%), 현대제철: 3.13만원(-10.6%), 세아베스틸지주: 7.28만원(-2.9%), 고려아연: 188.4만원(+19.2%)

- 해외 철강기업(자국 통화)

  BAO STEEL: 7.3위안(+0.8%), A. MITTAL: 45.98유로(+0.0%), NSSMC: 645.9엔(-3.9%), TATA STEEL: 193.13루피(+2.9%), NUCOR: 177.72달러(-2.2%)

- 총평: 글로벌 철강업체들 주가, 철강가격 하락하며 전반적으로 하락 마감

이유 있을 주가 상승



반도체 및 소부장 Weekly | 2026.2.2

Analyst 김록호 roko.kim@hanafn.com
RA 김영규 kyg1019@hanafn.coms

데이터 포인트 및 주간 리뷰: 메모리 가격 상승폭이 감지되는 수출금액

- 25년 1월 반도체의 영업일 평균 수출 금액은 전년동기대비 75% 증가한 9.9억 달러를 기록했다. 이중 메모리 반도체의 영업일 평균 수출 금액은 전년동기대비 154% 증가한 5.8억 달러를 기록했다. 메모리 반도체 내에서는 DRAM이 전년동기대비 176% 증가한 2.4억 달러를 기록했고, NAND는 전년동기대비 366% 증가한 6,833만 달러를 기록했다. MCP는 전년동기대비 118% 증가한 2.3억 달러를 기록했다. DRAM/NAND/MCP 모두 전년동기대비 세 자릿수 이상 증가했다. 최근 메모리 가격의 상승세가 확인되는 데이터라 판단한다.
- 코스피 지수는 4.7% 상승하며 6주 연속 상승했다. 삼성전자는 5.5%, SK하이닉스는 18.5% 상승하며 양호한 흐름을 이어갔고 한 주만에 지수를 상회했다. 연초 이후 주가 상승률은 각각 33.9%, 39.6%로 Micron의 45.4% 에 근접했다. Nanya는 69.2%로 DRAM 업체 중에 가장 높은 상승률을 시현중이다. 두 업체 모두 실적을 발표하면서 추가 주주환원 정책을 밝혔다. SK하이닉스는 임직원 주식 보상분을 제외한 자사주 전량을 소각하기로 했는데, 미국 증시 상장 가능성도 여전히 열어두었다. 주주환원이 컨센서스를 상회했고, HBM4 생산 시작했다고 언급하며 해당 우려를 불식시켜 주었다.
- 코스닥 지수는 15.7% 상승하며 6주 연속 상승했고, 코스피를 2주 연속 크게 상회했다. 정부의 코스닥 지수 상승 의지가 주가에 강하게 반영된 것으로 추정된다. 하나증권 커버리지 중소형 업체들의 주가도 상승폭이 매우 크게 나타났다. 코스닥 지수 상승과 함께 삼성전자, SK하이닉스의 Capex 규모가 전년대비 상당히 증가할 것이라고 언급하며 소부장 업체들 전반적으로 주가 상승이 크게 나타났다. 최선호주인 테스는 51.4%, 브이엠은 21.9% 상승했다. 나머지 커버리지 업체들 중에서 피에스케이홀딩스도 선호주로 추가하는데, 삼성전자 HBM 투자 및 TSMC의 Capex 상향 모두 수혜를 누릴 수 있는 업체이기 때문이다.

전망 및 전략: 실적 상향 마무리 전까지 비중확대 지속 추천

- 연초 이후 국내외 메모리 업체들의 주가 강세가 지속되고 있다. 25년 4분기에 이어 26년 1분기의 메모리 가격 상승폭도 예상보다 클 수 있다는 기대감이 반영되고 있는 것으로 추정된다. 수출금액에서도 가격 상승폭이 추정되며, 향후에도 실적 상향과 주가 상승이 동행할 것으로 전망한다. 국내 업체들의 주가는 여전히 Micron과 Nanya의 연초 이후 주가 상승폭을 하회하고 있어 여전히 부담 없다는 판단이다. B2C 전방 업체들이 원가 부담으로 인해 출하량 및 컨텐츠를 조절한다고도 언급되었다. 그럼에도 서버발 강한 수요 및 그를 위한 CAPA 얼로케이션이 이를 상쇄할 가능성이 높아 보인다. 국내 메모리 업체 및 소부장 업체들에 대한 비중확대를 지속 추천한다.
- 소부장 업체들의 주가가 큰 폭으로 상승하며 밸류에이션 매력이 축소되긴 했다. 다만, 메모리 업체들의 Capex 상향에 따른 소부장 업체들의 실적 상향 여력 및 글로벌 업체들의 밸류에이션이 상향된 점을 감안하면 추가 상승을 기대할 수 있을 것으로 판단한다.

표 1. 반도체 주요 종목 Valuation / Performance / 수급 동향

기업/지수	시가총액 (십억원)	종가/지수	주가 수익률			주간 순매수 (십억원)			PER (배)		PBR (배)	
			1W	1M	YTD	기관	외국인	개인	26F	27F	26F	27F
코스피	4,189,508	5,224	4.7	24.0	24.0	-3,288.2	-2,375.2	5,826.0	9.5	8.5	1.5	1.3
코스닥	630,506	1149.44	15.7	24.2	24.2	9,966.4	816.3	-10,141.0	28.9	21.9	3.3	2.9
삼성전자	950,102	160,500	5.5	33.9	33.9	-482.2	-1,406.1	1,792.1	8.2	7.5	1.9	1.5
SK하이닉스	661,754	909,000	18.5	39.6	39.6	-100.6	-1,101.1	1,158.1	5.7	5.2	2.7	1.7
파크시스템스	2,123	303,500	23.9	45.2	45.2	48.6	-3.8	-44.2	37.1	30.3	7.4	6.0
주성엔지니어링	1,955	41,350	30.7	49.3	49.3	91.6	-6.4	-83.7	18.4	14.8	2.8	2.4
피에스케이홀딩스	1,701	78,900	30.6	70.4	70.4	54.7	-11.8	-43.6	16.9	14.3	2.8	2.4
테스	1,427	72,200	51.4	62.1	62.1	33.8	-25.7	-8.7	18.7	15.2	2.9	2.5
브이엠	734	30,050	21.9	-0.5	-0.5	14.0	-4.6	-9.2	15.0	13.6	3.7	3.0

자료: 하나증권

15년 만의 아시아 정유사 원가 우위 국면

에너지/화학 Weekly Monitor | 2026.02.02

Analyst 윤재성 js.yoon@hanafn.com
RA 김형준 do200508@hanafn.com

Weekly Issue: 15년 만의 아시아 정유사 원가 우위 국면

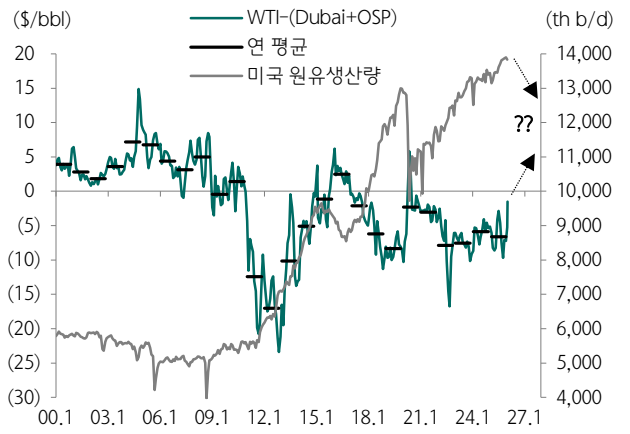
- **총평**

- 정제마진 12.7$(WoW +0.2$)로 6주 래 최대치. 사우디 3월 OSP 약 5년 만에 할인 가능성 제기(-0.2~-0.55$/bbl)는 서프라이즈
- 화학 강세. ABS/프로필렌 +4%, PP/천연고무 +3%, SBR +1% 주목. Top Picks S-Oil, SK이노, 효성티앤씨, 금호석화, 유니드, 대한유화

- **15년 만의 아시아 정유사 원가 우위 국면**

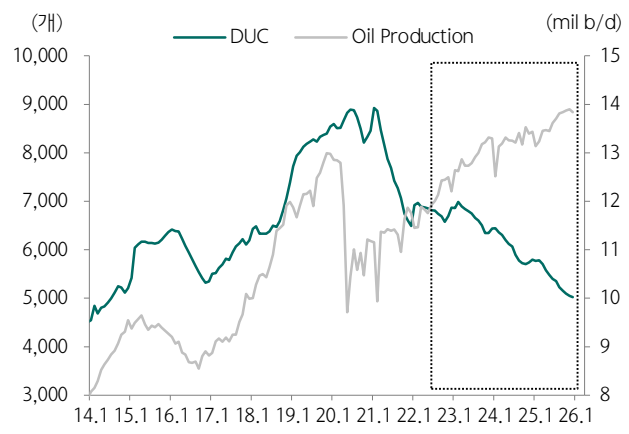
- **왜 WTI가 Dubai 대비 저렴해졌나?:** 2000~2010년까지 WTI는 (Dubai+OSP) 대비 약 +3.6$/bbl 프리미엄 거래. 1) 미국의 원유 생산량 추세적 감소 2) 중국 수요 급증에도 불구 중질원유(Heavy)를 처리할 수 있는 고도화 설비가 부족해 경질원유(Light)로서 상대적으로 정제하기 쉬운 WTI 선호 3) 2003년 이라크 전쟁 이후 Heavy한 중동 원유의 공급 불확실성 부각 4) OSP 자체도 낮은 수준. 특히, Saudi Medium/Heavy의 OSP는 -3~-6$/bbl 기록. 반면, 2011년~현재까지 WTI는 Dubai+OSP 대비 약 -6$/bbl 할인 거래. 미국의 대규모 생산량 증가 및 OPEC+ 감산, 아시아 고도화설비 확대에 따른 중질원유 수요 증가 영향
- **15년 만에 WTI가 Dubai보다 비싸질 것 같다:** 1/30일 현재 WTI와 (Dubai+OSP)의 차이는 1$/bbl 내외로 좁혀졌고, 2026~27년 중 재역전이 일어날 가능성 높아. 2026년부터 미국의 원유 생산량 감소가 본격화되기 때문. 실제, Oil Rig Count와 DUCs(대기유정) 모두 약 15년 래 최저 수준. 미국 Oil&Gas 업체도 이제는 신규 개발보다는 M&A 집중. 게다가, OPEC+ 증산 재개 및 캐나다 중질 원유의 아시아 유입 확대, 베네수엘라 원유의 미국향 유입 증가에 따라 기존에 미국을 향하던 멕시코, 사우디 물량이 아시아를 향할 가능성 때문. 즉, WTI는 강해지고, (Dubai+OSP)는 약해질 가능성 높아진 것. 특히, 사우디 OSP 3월 기준 5년 만에 (-) 예상
- **WTI가 비쌌던 2000년대, 아시아 정유사의 마진이 미국보다 좋았다:** WTI가 할증 거래된 2000~2010년까지 미국 독립정유업체 Valero의 영업이익률/EBITDA마진율은 S-Oil 대비 약 2%p 낮았으나, Shale Boom 이후 구조적 원가 우위로 약 2%p 우위를 시현한 바 있어. 즉, 향후 Duabi+OSP의 상대적 약세 전환 가능성은 아시아 정유사의 구조적인 마진 우위를 견인할 전망
- **한국 정유업체의 중질원유 선택지가 늘어난다:** 2015년 이후 한국의 Medium 원유 도입 비중 축소 vs. Light/Heavy 원유 도입 확대의 근본 원인은 경질원유인 미국의 원유 수출 확대 및 고도화설비 추가 확장 등에 기인. 하지만, 2026년부터 WTI의 상대적 강세가 나타날 경우, 한국 업체 입장에서는 미국 원유 수입량 축소 vs. 중동산 원유 확대가 유리한 선택이 될 수 있음. 특히, 한국의 NCC 구조조정에 따른 경질납사 수요 감소를 감안 시 중질원유의 선택지가 늘어나는 것이 유리
- **결론: WTI-Dubai 가격 재역전은 아시아 정유사의 구조적 원가 우위를 의미. 특히, 3월 사우디의 아시아향 OSP의 5년 만에 마이너스(할인)는 원유 시장의 구조적 변화를 대변하는 결정적 사건이며 외국인 투자자의 관심 증대 요소. 최근 한국 정유업체의 외국인 투자자 유입 증대도 이에 대한 기대감을 일부 반영. 향후에도 해당 추세 지속될 것. SK이노베이션도 Top Picks에 추가**

도표 1. WTI와 Dubai+OSP의 차이. 15년 간 가격 역전 지속



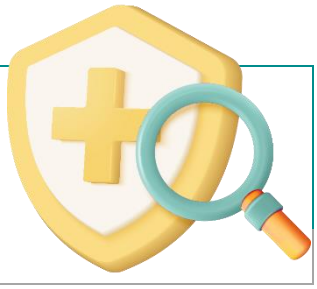
자료: EIA, 하나증권

도표 2. 미국 DUCs, 약 12년 래 최저치까지 하락



자료: EIA, 하나증권

하나 Biweekly 제약/바이오(2월 초)



제약바이오 Biweekly | 2026년 2월 2일

Analyst 김선아 seona.kim@hanafn.com
RA 유창근 changkeunyoo@hanafn.com

코스닥이 올라 가는데 제약/바이오가 빠질 수 없다

1) 2026년 2월 제약/바이오 산업 Preview

- **완전히 망가지지 않았고, 누군가는 무엇인가 준비하고 있다** 매주 마다 무슨 일이 터지는 불안한 1월이었다. 알테오젠, 에이비엘바이오와 같이 코스닥 시가총액 상위 5위에 있는 종목에서 이슈가 터지니 Passive 수급적으로 다른 제약/바이오 종목까지 영향이 미칠 수밖에 없었다. 이번 사건은 모두 파트너십의 실적 공시나 Earning call로 확인된 것으로, 아직 모든 주요 빅파마들이 이를 마친 상태가 아니다. 따라서 유사한 사건이 호재나 악재로 계속 발생할 가능성은 높다. 불안하지만, 어느 정도의 비중을 유지해야 할 이유는 명확하다. 1) 알테오젠, 에이비엘바이오에 발생한 이슈는 분명 주가에 손상을 미칠 수 있는 요소였으나, 각 회사가 보유한 기술의 핵심적인 가치가 손상된 것은 아니다(ALT-B4 기능과 독점성은 손상되지 않음/α-Syn에 한정된 임상 계획 변경일 뿐, Grabody-B는 문제없음). 2) JPMHC 이후 여전히 많은 빅파마들의 기술이전이나 공동개발 소식이 들려오고 있다. 국내 제약/바이오 기업에도 그 성과를 기다려 봄 직 하다.
- **코스닥 바이오텍에 조금 더 집중.** 정부는 코스피가 5000에 도달하자 이제 코스닥 3000 목표를 제시하고 있다. 한편 올해 7월 시행 예정인 약가 인하 정책과 관련하여 여전지 정부와 제약업계가 대치 중이다. 약가 인하 방향은 확실시된 듯 하나, 개편안과 시행일이 확정되면 주가에 일시적인 충격은 피할 수 없을 듯하다. 이러한 분위기 하에, 코스닥 종목에 집중을 하되, 제약사 보다 바이오텍에 관심을 두는 편이 좋겠다. 한동안 조용하던 트럼프가 다시 관세 카드를 꺼내 들었는데, 이것이 중국으로 옮겨가 더 높은 강도로 대치한다면 CDMO에 호재가 될 수 있다. 다만 한국에 대한 관세를 완전히 배제할 수 없기 때문에, 유전자 시장 확대로 성장 모멘텀이 분명해진 에스티팜이 매력적이다. 한편, 약가 인하 분위기에서도 제약사에 대한 비중을 유지한다면, 대부분의 코스닥 제약사는 매출이 제네릭에서 나오기 때문에 추천하기 어렵다. 매출에서 수출 비중이 압도적으로 높거나 R&D 모멘텀이 중요하게 인식되는 기업이 좋은데, 대부분 코스피 종목이다. (에피스홀딩스, 셀트리온, SK바이오팜, 유한양행, 한미약품, 대웅제약, GC녹십자 등).

2) 2026년 2월 추천 종목

- **2월 코스피 Top pick(유지): 삼성바이오로직스, 한미약품** 1) 한미약품은 MASH 치료제 에피노페그듀타이드(MK-6024)의 임상 발표가 '26년 상반기 중에 있을 것으로 예상하나, 좀 더 구체적인 계획을 들을 수 있기를 기다리고 있다. 2) 삼성바이오로직스는 우수한 실적으로 '25년을 마무리하고, '26년에도 성장 가이던스를 제시했으나 주가가 부진하다. 아무래도 5공장 ramp-up에 대한 확신을 얻기를 바라는 듯하고, 6공장 착공 소식이 그 확신을 줄 것으로 예상한다.
- **2월 코스닥 Top pick(변경): 리가켐바이오, 디앤디파마텍** 1) 리가켐바이오는 최근 수급 영향으로 특별한 이슈가 없이 주가가 많이 오른 상태이고, 2~3월이 학회 일정 비수기 시즌이라 시기상 예상할 수 있는 이벤트는 없다. 그러나 Enhertu가 장악한 ADC 시장에 post-Enhertu로서 내성 환자에 대한 솔루션과 부작용 문제를 해결할 수 있는 기술을 보유한 점에서 매력도가 높다. 또한 올해 다양한 파트너의 임상 발표로 기대하고 지켜볼 만한 요소가 많기 때문에 추가 upside를 기대할 수 있다는 판단이다. 2) 디앤디파마텍은 JPMHC에서 Pfizer가 Long-acting에만 높은 관심을 보여준 이유 때문인지 부진해진 주가가 회복을 못하고 있는 상태이다. 그러나 5월 데이터 발표 예정인 MASH 치료제 DD-01, 자회사 Neuraly와 퍼스트바이오가 공동개발한 NLY-02(RIPK2 저해제), 15% 지분을 보유한 RPT 의약품 개발사 Z-alpha 등 (Z-alpha는 Lilly Gateway Labs에 본사를 두고 있고, Lilly가 JPMHC에서 RPT modality에 관심을 보인 바 있음) 주가 성장 모멘텀이 여전히 남아 있다.

단기 모멘텀 부재

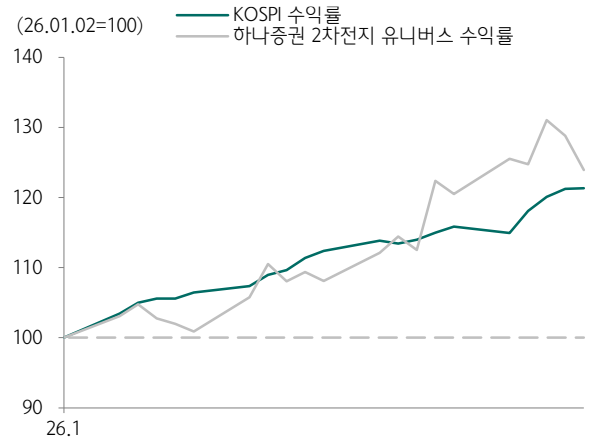
2차전지 Weekly ⚡ 이배속(이번주 배터리 속이야기) | Neutral | 2026.2.2

Analyst 김현수 hyunsoo@hanafn.com
RA 홍지원 jiwonhong@hanafn.com

데이터 포인트 해석 및 투자 전략 : 매출 QoQ 성장 재개될 때 매수

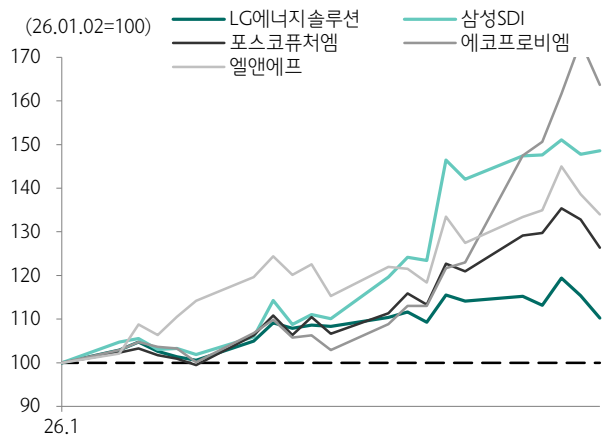
- 지난 3주간, 기관 투자자들이 가장 많이 던진 질문은, '내가 무엇을 놓쳤는가'다. 로봇의 실적 기여도 때문이다. 주요 로봇 업체별로 배터리 TAM(Total Addressable Market, 총 시장 규모)을 계산해보면, 대당 탑재용량 3kWh 기준, 현대차의 2028년 아틀라스 목표 투입 대수 3만대 시장에서 0.09GWh의 배터리 TAM이 도출된다. 테슬라의 2030년 목표 생산 대수 100만대 기준으로 도출된 옵티머스의 배터리 TAM은 3GWh다. 로봇 한대가 24시간 가동 되기 위한 self swap 횟수를 감안 시, 로봇 한대 가동을 위해 최소 4개의 배터리 세트가 필요하므로, 이를 포함하면 2030년 기준 12 - 13GWh의 옵티머스 및 아틀라스의 배터리 TAM이 도출된다. 2025년 1TWh, 즉 1,000GWh를 돌파한 글로벌 전기차 배터리 수요와 500GWh를 넘어선 ESS 배터리 수요와 비교하면 턱없이 작다. 중국 시장을 제외하고 계산해도 전기차와 배터리 합산 시장 수요는 600GWh 이상이므로 로봇 배터리 시장 규모와 비교하기 어렵다. 그럼에도 배터리 섹터 주가가 로봇 키워드에 민감하게 반응하면서 많은 투자자들이 자신이 무엇을 놓쳤는지 찾고 있다.
- 그러나 로봇에서 놓친 것은 없다. 상기한 TAM 추정에 심각한 오류는 보이지 않는다. 답은 로봇 TAM이 아니라 주가 수준에 있다. LGES 시총이 120조원을 넘어선 상태에서 최근과 같은 상승이 나왔다면 로봇에서 무엇을 놓쳤는지 고민해봐야 하겠으나, 최근의 상승은 로봇 없이도 상승 여력이 도출되는 가격(LGES 기준 시총 80조원대 초반)에서 시작된 상승이었다. 즉, ESS의 급성장과 전기차의 완만한 회복을 가정했을 때 설명할 수 있는 시총(120조원) 기준으로 50%에 가까운 상승 여력이 있던 상태에서 CES로 인한 로봇 기대감이 상승 탄력을 키워주었을 뿐이라고 판단한다. 따라서, 계속해서 가격과 실적 흐름에 집중해야 한다.
- 물론, 성장 산업이므로 가격에만 함몰되어서는 안된다. 분기 실적 흐름의 성장이 확인될 때는 가격보다 모멘텀에 집중해야 한다. 2025년 하반기가 그러했다. 성장 산업 특성상 QoQ 매출 증가세 유지 여부가 중요한데, 2025년 6월 당시 주가 반등의 시작점에도 4개 분기만의 LGES QoQ 매출 반등이(3Q25) 있었다.
- 다만, 이번 1분기에는 다시 LGES의 매출이 QoQ 감소하는 가운데, 2분기에도 Ultium 가동 재개 어려다는 점에서 당분가 주가 상승 탄력은 약화될 것으로 판단한다. 매출 QoQ 감익 구간에 들어섰다는 것은 이후 실적 추정치 추가 하향 조정 가능성을 내포하는 것이므로, 현시점에서 매수하기보다는 하반기 미국 공장 가동 재개에 따른 QoQ 매출 증익 가시성이 확보될 때, 가격 기준으로는 시총 90조원 미만에서의 재매수를 권고한다. 섹터 전반적으로도 LGES의 상승 모멘텀이 재개되는 시기에 접근하는 것이 적절하다고 판단한다.

도표 1. KOSPI 대비 2차전지 섹터 수익률



자료: 하나증권

도표 2. 주요 업체 주가 추이



자료: 하나증권

2026년 2월 2일 | Global Equity

KLA(KLAC.US)

메모리향 호조로 분기 사상 최대 매출액 경신

미국

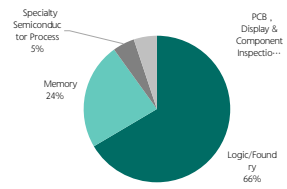
TP(컨센서스)	1,604 USD
CP(10.30)	1,685 USD

Key Data

국가	UNITED STATES
상장거래소	NASDAQ GS
산업 분류	Information Technology
주요 영업	Semiconductors & Semiconductor
홈페이지	www.kla.com
시가총액(십억USD)	221.4
시가총액(조원)	318.6
52주최고/최저()	1693.35/551.33
주요주주 지분율(%)	
Vanguard Group Inc/The	10.56
Blackrock Inc	9.01

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(2.2)	19.1	16.3
상대	(4.5)	14.1	(0.1)

매출구성



Financial Data (백만 USD)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출	9,812	12,156	13,071	14,409
영업이익	3,346	4,775	5,536	6,230
순이익	2,762	4,062	4,675	5,294
EPS(USD)	23.7	33.3	35.7	40.6
EPS(YOY, %)	(6.4)	40.2	7.3	13.6
ROE(%)	87.8	100.8	85.3	77.7
PER(배)	34.6	26.9	34.6	30.5
PBR(배)	32.9	25.2	26.1	20.3
배당률(%)	0.7	0.8	0.6	0.7

자료: KLA, Bloomberg

Analyst 김록호 roko.kim@hanafn.com
RA 김영규 kyg1019@hanafn.com

FY2Q26 Review: DRAM향 매출 호조로 3개 분기 연속 사상 최대 매출 달성

KLA는 회계연도 26년 2분기 매출액 33.0억 달러(YoY +7%, QoQ +3%), Non-GAAP 기준 EPS 8.85달러(YoY +8%, QoQ 플랫)를 기록했다. Bloomberg 컨센서스 대비 매출액은 2%, EPS는 1% 상회했다. 지난 분기에 이어 분기 사상 최대 매출액을 기록하면서, 3개 분기 연속 사상 최대 매출액 경신을 지속하고 있다. DRAM향 매출이 전년동기대비 82% 증가하면서 실적을 견인했다. 공정 복잡도가 높은 HBM에 대한 높은 수요로 인해 DRAM향 매출이 견조하게 유지되었다. 또한 EUV 도입이 확대됨에 따라 검사 장비 수요도 크게 증가한 것으로 보인다. 파운드리는 전년동기대비 14% 감소한 18억 달러를 기록했다.

FY3Q26 가이던스: 분기 사상 최대 매출액 경신 전망

KLA는 회계연도 26년 3분기 가이던스로 매출액 32~35억 달러, Non-GAAP 기준 매출총이익률 60.75~62.75%를 제시했다. Bloomberg 컨센서스 대비 매출액은 2% 상회했고, 매출총이익률은 부합했다. DRAM 중심의 수요 지속되면서 메모리 매출액이 전사 실적을 또다시 견인할 것으로 보인다. 중간값 기준 메모리는 전년동기대비 69%, 파운드리는 3% 증가할 것으로 전망된다. AI 수요를 기반으로 분기 사상 최대 매출을 다시 경신할 것으로 예상된다.

KLA는 실적발표를 진행했던 ASML과 Lam Research와 동일하게 상반기 대비 하반기 실적이 더욱 견조할 것으로 언급했다. 상반기에는 광학부품 공급 제약과 고객사들의 쉘 제약으로 인해 상반기보다 하반기에 실적이 집중될 것으로 보인다. 그럼에도 불구하고, 제시된 가이던스는 분기 사상 최대 실적을 경신할 수 있다는 점에서 긍정적이다. 반면, 매출총이익률은 전분기 대비 소폭 감소할 것으로 보인다. 메모리 가격 상승으로 인해서 매출총이익률에 연간으로 약 0.75~1%p 희석이 있을 것으로 전망되기 때문이다. 또한 관세 영향이 지속되면서 연간 약 1%p 희석이 추가적으로 있을 것으로 보인다. 다만, 매출총이익률 또한 매출과 같이 분기마다 점진적 개선이 예상되기 때문에, 하반기에는 높은 매출과 개선된 이익률을 바탕으로 견조한 실적이 기대된다.

Lam Research와 동일하게 2026년 WFE 지출 전망치 1,300억 달러 중반 제시

KLA는 2026년 WFE 지출 전망치 1,200억 달러 초반을 제시했다. 이는 2025년 1,100억 달러에서 약 9% 증가한 수치이다. Lam Research가 제시한 1,350억 달러와 상이한 숫자인데, Lam Research는 어드밴스드 패키징향 지출도 포함했을 것으로 추정된다. KLA은 2026년 어드밴스드 패키징 시장을 120억 달러 규모로 전망했는데, 이를 합산 시 Lam Research가 제시한 WFE 규모와 부합한다. WFE 지출 세부 전망으로는 파운드리/로직향이 10~15% 성장할 것으로 제시했고, DRAM은 15~20% 성장할 것으로 전망했다. DRAM 성장폭이 파운드리/로직향보다 높은데, 이는 많은 수의 파운드리 투자가 2026년 말~2027년에 예정되어 있고, DRAM은 올해 투자가 진행되기 때문으로 판단된다.

Tech&Stock Weekly

2026.01.30

Analyst 김재임_jamie@hanafn.com | Analyst 김시현 sihyun_kim@hanafn.com | RA 송종원 1223sjw@hanafn.com

오픈AI, 최대 1,000억달러 '빅테크 연합' 초대형 투자 라운드 추진

AI 산업

- 오픈AI가 AI 수요 급증에 따른 컴퓨팅 비용 감당을 위해 최대 1,000억달러 규모의 자금조달을 추진 중
- 엔비디아(추가, 최대 300억달러), 소프트뱅크(추가, 최대 300억달러), 아마존(신규, 200억달러 이상 가능), 마이크로소프트(추가, 100억달러 미만) 등이 투자 논의 중. 성사 시 7,300억~8,300억달러 밸류에이션을 받을 것으로 추정됨

마이크로소프트(MSFT.US): 스토리는 변함 없다. 시간이 좀더 걸리는 이유

Capex 예상보다 빠르게 증가, Azure 성장 속도는 높아진 기대치 소폭 하회 이유

- FY26년 2분기(12월결산) 매출을 비롯한 주요지표가 컨센을 상회하고, 마진 압박 우려와 달리 OPM이 예상치 보다 1.6ppt 높았으며, EPS YoY 24% 증가 등 놀라운 실행력을 입증했음에도 주가는 시간외거래에서 -6% 하락. Capex 증가 속도는 예상보다 빠른 반면에 Azure 성장 속도가 높아진 시장 기대보다 소폭 느리기 때문
- Azure 2분기 성장은 38%(고정환율) 기록, 가이던스를 1ppt 상회했으나 시장 기대치 상단(+2~3ppt)에는 미치지 못함. 3분기 가이던스(37~38%)도 예상치(38%)를 소폭 하회
- 시장에서 제기되는 Capex 지출의 ROI 우려와 관련하여 MSFT의 입장은 1)상반기 도입된 GPU를 전량 Azure에 할당했다면 성장률은 40%를 상회했을 것이나 Capex는 Azure 뿐만 아니라 M365 Copilot, GitHub, R&D 등 스택 전반의 장기 성장을 위한 투자, 2)하드웨어 내용연수(6년) 대비 RPO 평균 기간(2.5년)이 짧은 것은 M365 등 단기 계약 비중 때문이며 서버 내용연수 전체에 대한 계약이 완료된 상태이기에 투자에 대한 미회수 리스크는 없다는 점

기대 요인 변함 없으나 시간이 좀더 걸리는 이유

- AI 수익화 속도와 시장 기대치 사이의 괴리는 단기적으로 주가에 부정적으로 작용할 것으로 보임. 1)AI & 클라우드 시장 점유율 가장 빠른 사업자, 2)M365, GitHub, 보안 침투율 꾸준한 상승, 3) 기업의 IT 지출 내 점유율을 지속적으로 늘릴 수 있는 가장 유리한 포지션 등 MSFT에 대한 기대요인에는 변함이 없음
- 현재의 Capex 투자는 AI 스택 전반에 걸쳐서 중장기 TAM 확장을 선점하기 위한 필연적 단계라는 MSFT의 전략적 판단은 타당해 보임. 시간외 거래에서 하락을 반영한 주가는 12M FWD PER 26배로 3년 밴드 하단(25배)에 가까운 수준. 시장에서 제기되는 의문이 단기간에 해소되기는 어려워 보이나 MSFT가 가진 경쟁력 요인은 변함이 없다는 점에서 중장기 업사이드 크다고 판단됨

메타(META.US): AI 광고 수익 효과 뚜렷, 마진 압박 우려 상존

4분기 실적 서프라이즈, AI 효과로 광고 노출 예상치 크게 상회

- 25년 4분기 실적은 매출액 599억 달러(+24% yoy), 순이익 228억 달러로 시장 예상치를 각각 3%, 7% 상회. 4분기 서프라이즈의 핵심 요인은 AI 효과에 따른 광고 노출이 18% 증가하며, 예상치 12%를 크게 상회
- 광고 노출이 개선된 것은 AI 효과로 소비자들이 메타 SNS 플랫폼 방문과 참여가 빠르게 늘어나고 있고 AI 모델에 따른 타겟 광고의 효율성이 그 만큼 높아지고 있기 때문. 인스타그램은 미국 내 릴스 시청 시간이 전년 대비 30% 증가했고, 페이스북 미국 내 비디오 시청 시간은 두 자릿수 증가, 스레드 이용시간은 전분기 대비 20% 증가
- 4분기에 광고 선별 모델인 GEM 학습에 쓰는 GPU를 2배로 늘리고, 더 긴 맥락을 이해하는 구조를 도입. 이는 페이스북 광고 클릭 3.5%, 인스타그램 전환 1% 증가로 이어짐. AI에 대한 투자가 광고 실적으로 빠르게 이어지고 있다는 점에서 긍정적

경쟁적으로 AI 전략 강화 중인 테크 기업들

Hana China Weekly | 2026.1.30

Analyst 백승혜 sh_baek@hanafn.com

RA 안기량 giryangan@hanafn.com

주요 이슈 점검

바이두(9888.HK): 2026년 AI 매출 성장률 200%로 상향 조정

- 1/27 중국 현지 매체에 따르면 바이두 내부 전략 회의에서 바이두 스마트 클라우드 경영진이 2026년 AI 관련 매출 성장률 목표를 기존 100%에서 200%로 상향 조정. 전사적으로 고성장을 추진해 AI 클라우드 시장 1위 확보에 총력을 기울이기로 했다고 전함. 통계에 따르면 2025년 한 해 동안 중국 주요 클라우드 사업자들이 대형모델 관련 프로젝트에서 수주한 건수는 총 341건, 수주 금액은 약 270억 위안에 달했으며 이 가운데 바이두 스마트 클라우드는 109개 프로젝트를 수주해 약 90억 위안의 계약 금액을 확보, 프로젝트 수와 수주 금액 모두에서 2년 연속 1위를 기록. 바이두는 칩-클라우드-대형 LLM까지 아우르는 풀스택 전략을 통해 AI 시장의 주도권 확보에 나서고 있는 것으로 보임.

JD.Com(9618.HK): 스마트 안경에 AI 공식 탑재

- 1/26 JD.Com 산하 쇼핑용 AI Agent 모델 JoyGlance가 Rokid 스마트 안경에 공식 탑재되며 글로벌 최초의 스마트 안경 기반 쇼핑 App 상용화를 선언. JoyGlance는 JD의 대형언어모델 JoyAI를 기반으로 하며, 양사는 2025년 말 전략적 파트너십을 발표한 바 있음. 쇼핑 UX(검색부터 결제까지)를 말하고 보고 결제로 간소화해 안경 착용 상태 그대로 쇼핑을 가능하도록 한 점이 특징. 사용자는 “Rokid, 이 상품이랑 같은 거 찾아줘”라고 말하기만 하면, 시스템이 해당 상품을 인식해 상품 선택, 장바구니 추가 또는 즉시 구매까지 음성으로 처리가 가능해짐. 이번 공식 출시는 양사 간 시스템의 완전한 통합과 함께 실제 상업적 활용 단계로의 전환을 의미.

BYD(1211.HK): 2025년 유럽 내 신차 등록 3배 가까이 확대

- 1/29 유럽 자동차 협회가 발표한 통계에 따르면 2025년 유럽 시장에서 BYD 신차 등록 대수는 18.7만대(YoY 268.6%)로 급증. 시장 점유율 또한 2024년 0.4%에서 2025년 1.2%로 확대. 중국 전기차 제조사들은 배터리 기술 경쟁력을 앞세워 스페인, 그리스, 이탈리아, 영국에서 전기차 및 하이브리드 차량 고객을 빠르게 확보. 이 중 BYD는 다양한 제품 라인업과 높은 가성비가 유럽 소비자들에 각광받고 있다는 평가를 받고 있음. BYD는 2026년 중국 이외 시장으로의 출하량을 약 25% 확대할 계획을 발표하였으며 이는 유럽을 겨냥한 발언으로 풀이됨.

- 1/24 BYD CBO는 기자회견에서 2026년 해외 판매량 목표치를 130만대(YoY +24%)로 제시. 이는 Citi가 지난해 11월 전망한 2026년 해외 판매량 150~160만대에는 못 미치는 수준이나, 2025년 해외 판매량(105만대) 대비로는 견조한 수준의 목표치로 평가.

2026년 1월 30일 | Global Equity

알리바바(BABA.US)

AI만 잘해도 주가는 갈 수 있다

중국

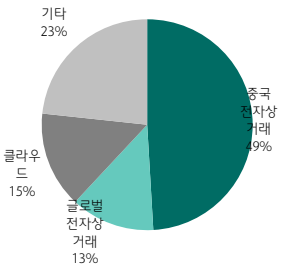
TP(컨센서스)	198.54 HKD
CP(1.29)	174.25 HKD

Key Data

국가	중국
상장거래소	New York
산업 분류	자유소비재
주요 영업	대규모 소매업
홈페이지	www.alibabagroup.com
시가총액(십억HKD)	416.0
시가총액(조원)	597.1
52주최고/최저(HKD)	192.67/94.97
주요주주 지분율(%)	
BlackRock	5.74
The Vanguard Group	4.31

주가상승률	1M	6M	12M
절대	18.3	47.2	83.1
상대	17.3	37.6	67.5

매출구성



Financial Data (백만 CNY)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출	868,687	941,168	1,037,641	1,144,950
영업이익	100,351	140,905	89,610	136,572
순이익	72,783	80,009	113,113	132,111
EPS(CNY)	55.1	55.1	45.9	56.5
EPS(YoY, %)	0.0	0.0	(16.6)	22.9
ROE(%)	8.1	13.0	9.9	10.7
PER(배)	10.2	14.8	27.9	19.5
PBR(배)	1.3	2.3	2.7	2.5
배당률(%)	1.4	0.8	0.7	0.7

자료: Bloomberg, 하나증권

Analyst 백승혜 sh_baek@hanafn.com
RA 안기량 giryangan@hanafn.com

4Q25 중국 리테일 사업 계속 부진하지만 클라우드 성장은 가속화될 전망

알라바바의 4Q25(3Q26FY) 매출은 중국 리테일 사업 성장률 하락이 클라우드/쿽커머스 부문 성장을 상쇄함에 따라 직전 분기(YoY +5%) 대비 둔화된 YoY 3%대 성장이 예상되며, 조정 순이익은 1)쿽커머스 손실, 2)AI 훈련/추론 비용, 3)Qwen App 프로모션 비용 발생 등에 기인해 3개 분기 연속 역성장이 예상된다. 4분기 클라우드 부문 매출 성장률은 지난해 연말부터 올해 연초에 집중적으로 업데이트한 AI 2C 라인업 강화를 통해 2Q/3Q25(YoY +26%/+35%) 대비 가속화가 전망된다. 알리바바의 AI 관련 사업 실적이 반영되고 있는 클라우드 매출은 2023~24년 한 자리 수 성장률에서 2025년 두 자리 수로 매 분기 가속화 되었으며, 이는 2025년 공격적으로 확대한 AI Capex 투자의 결과물이 실적을 통해 입증되고 있다고 볼 수 있다. 2026년에도 클라우드 매출 성장은 AI 2C 서비스를 통한 외부 수요 확대로 전년 대비 가속화가 예상되며, 강한 클라우드 매출을 기반으로 향후 3년간의 대규모 AI Capex 투자 계획(3,800억위안)도 현실화될 가능성이 높다. 4Q25 중국 전자상거래(Customer management) 매출은 1)중국 소비 경기 부진, 2)2024년 9월부터 시행된 타오바오 수수료 인상 효과 정상화 등에 기인해 3Q YoY +10% 성장에서 한 자리 수로 둔화가 예상된다. 중국 국가통계국 발표 데이터에 따르면, 중국의 온라인 상품 소매판매 성장률은 경기 둔화로 여파로 2025년 상반기 YoY +9%에서 하반기 -2%로 역성장 전환되었다.

반도체 자회사 T-HEAD 상장, 아직은 확인돼야 할 것들이 많다

최근 바이두의 반도체 자회사 상장 공식화에 이어 알리바바도 반도체 자회사인 T-HEAD의 IPO를 준비 중이라는 언론 보도가 있었다. 향후 알리바바가 IPO를 공식화할 경우 주가 측면에서는 단기적으로 긍정적인 반응이 예상되나, 실적 측면에서 의미 있는 기여가 가능할지는 미지수다. 2026년 반도체 외부 판매 실적에 대한 기대감이 높은 바이두와 달리 알리바바의 반도체 사업은 그룹 내부 수요 목적으로 설립되어 아직까지 외부 고객 관련 트랙 레코드가 매우 제한적이며, 현재까지 알려진 외부 수주 사례는 2025년 9월 차이나유니콤 데이터센터 프로젝트(약 2.3만개 AI 칩 중 72% 공급)가 유일하다. 또한, 알리바바가 2023년 클라우드 사업 스핀오프와 2024년 차이냐오 물류 사업 IPO 계획을 발표한 이후 모두 철회한 경험이 있기 때문에 지속적인 주가 상승 재료로서 작용하기 위해서는 IPO 공식화 후에도 1)독립 법인 지배구조 정비 등 구조조정 진행, 2)T-Head 재무 정보 공시 확대, 3)외부 설계 수주 확대 등과 같은 추가적인 액션들이 확인되어야 할 것이다. 알리바바의 주가는 연초 이후 중국 정부의 반도체 국산화 의지 재확인, 반도체 스타트업들의 연이은 상장에 따른 밸류 재평가 기대감이 반영되며 상승세로 전환된 상태다. 중국 리테일 사업 부진에 대한 우려는 지난 4분기 주가에 한차례 선반영된 만큼 2월에 발표될 4Q25(CY) 실적에서 클라우드 실적이 시장 기대에 충족한다면 주가 상승 모멘텀은 지속될 수 있다고 판단한다.

산업 Issue

2026년 1월 30일 | 글로벌 리서치

미국 태양광

테슬라 태양광모듈 사업 진출과 퍼스트솔라 급락 코멘트

테슬라/스페이스X, 각각 100GW 태양광/우주태양광 확보 계획 공개

테슬라가 태양광 모듈 사업에 진출할 계획을 공개하며 경쟁 심화를 우려한 퍼스트솔라의 주가가 약 10% 급락했다. 일론머스크는 처음으로 세계경제포럼(WEF)에 참석해 AI 시대의 전력 문제 해결을 위한 수단으로 태양광과 우주 태양광 발전(SBSP)을 제시했다. 향후 3년 내로 테슬라와 스페이스X가 미국에 각각 연 100GW, 도합 200GW의 모듈 제조 능력을 확보하겠다는 선언이다. 테슬라는 최근 4Q25 실적발표에서도 원재료부터 태양광 패널까지 수직계열화된 공급망에 대한 계획을 공개했다. 현재 퍼스트솔라의 미국 내 연 모듈 캐파는 14GW 수준이다.

3년 내 실리콘계 패널 100GW는 현실성 떨어져

결론적으로 경쟁심화에 대한 시장의 우려는 과도했다는 판단한다. 우선 '3년 내 100GW' 목표가 다소 비현실적이다. 테슬라의 태양광 패널은 실리콘계인데, 중국 공급망 비중이 압도적으로 높다. 실리콘 모듈에서 중국 기업을 배제한 수직계열화를 완료해 현재 미국 모듈 시장(약 50GW)의 2배 규모를 한 기업에서 3년 내 달성하겠다는 목표의 실현 가능성에는 의문을 가질 수밖에 없다. 만약 테슬라가 상업적 양산에 성공한다고 하더라도 테슬라와 퍼스트솔라 모듈은 경쟁 구도에 놓일 수 없다. 현 미국 모듈 시장 50GW 중 중국 기업은 약 24GW를 담당하고 있다. AD/CVD, PFE 조항 등으로 40%의 비중을 차지하는 중국 기업이 미국 시장에서 점차 축소된다면 오히려 두 기업 모두에게 기회가 될 가능성이 높다는 판단이다. 게다가 퍼스트솔라는 이미 비중국 CdTe계 모듈로 실제 수직계열화를 완료했다.

정책 모멘텀이 풍부한 2026년

머스크가 다보스포럼에서 말했던 '막대한 전력 수요를 지탱하기 위한 최종 에너지원은 태양광과 ESS'라는 주장에는 적극 공감한다. 이미 가장 최근 분기 데이터(SEIA, 3Q25)에서도 신규 전력 캐파의 85%를 태양광과 ESS가 차지하고 있다. 그동안 에너지를 선택하는데 있어 가장 중요한 기준은 그동안 '가격'이었기 때문이다. 최근에는 가격뿐 아니라 속도(납기)도 중요한 기준이 되고 있지만, 태양광은 이 기준에서도 월등하다. LCOE 기준 1년으로 가장 짧은 편이다. 2026년은 미국 태양광 산업 내 정책 모멘텀도 풍부하다. 1) 2차례 연기했던 인도/인니/라오스향 AD/CVD 예비 결과, 2) 폴리실리콘 Section 232 관세, 3) OBBBA 내 태양광 세제혜택을 정의하는데 필요한 PFE(금지외국기관)과 material assistance(실질적 지원)을 정의하는 재무부 가이던스 공개 등을 앞두고 있다. 퍼스트솔라에 대한 긍정적 전망을 유지한다.

Analyst 김시현
sihyun_kim@hanafn.com

미국

2026년 2월 2일 | 글로벌 산업분석

미국 건설

트럼프식 주택 정책의 역설: 고가 유지와 저리 조달

계속해서 주택 정책을 언급 중

지난 금요일(30일), 트럼프 대통령은 백악관 내각회의에서 '주택 가격을 끌어내리는 것이 아니라 끌어올리고 싶다(I want to drive housing prices up, not down)'고 발언했다. 가격을 하락시키면 안되는 이유는 1) 주택 가격을 떨어뜨리는 것은 자산 가치를 파괴하는 것(destroy the value), 2) 미국인의 약 65%가 주택 소유자이며, 이들에게 주택은 '생애 최대 자산(The biggest asset of their lives)'이라고 강조하면서, 3) 가격 하락을 통한 구매력 개선은 '기존 소유자들을 희생시키는 것'이므로 절대 받아들일 수 없다는 입장을 밝혔다. 결국 가격 하락을 통한 전통적인 구매력 개선 방식을 거부한 것인데, 대신 행정부는 30년 고정 모기지 금리를 4.5%까지 낮춰 월 상환 부담을 줄이는 방식으로 주택 구매력 문제를 해결하겠다는 입장이다. 1월 기관 투자자 규제 발표, 2,000억달러 MBS 매입 지시 등 각종 주택 정책들로 시장에 영향을 주고 있던 와중 자산 가격은 상승하면서 금리만 낮추는 정책까지 계속해서 언급하고 있다.

다수에 집중. 유주택자를 활용한 전략

이러한 강도 높은 발언은 유권자 구조에 기반한 정치적인 계산으로 풀이되는데, 결국 주택 소유자들(Owner)은 지역 이동성이 낮고, 투표 참여율이 높은 중산층 이상의 유권자다. 2019년 이후 주택 가격이 50% 이상 상승한 상태에서 가격 하락은 이들의 자산을 직접 타격함과 동시에 정치적 반발로 이어진다. 반면 주택을 구매하지 못한 임차인(Renter) 영역은 지역 이동성이 높고, 젊으며, 소득이 낮고, 정치적으로 비용 감당 가능한 영역으로 상황이기에 상대적으로 후순위가 될 수밖에 없는 상황이다. 따라서 중간선거를 앞두고 급해진 트럼프 대통령은 다수의 유권자(주택 소유자)를 만족시키면서, 소수의 불만(무주택자)은 모기지 금리 인하라는 정책으로 타개하려는 전략으로 판단된다.

멀티패밀리 리츠에 대한 구조적인 수요로 이어질 수 있어

발언 직후 주택건설사와 멀티패밀리 리츠 간 주가는 상반된 흐름을 보였다. 주택건설사에겐 1) 매파 성향의 워시가 연준 의장이 되면 기준금리 인하가 지연되고, MBS를 매입해도 늦춰지는 모기지 금리에 대한 우려, 2) 새로운 정보가 아니라 기존 입장의 재확인에 따른 차익 실현 매물로 풀이된다. 정책은 단기 구매 수요를 자극하겠다는 의도였지만, 오히려 자가 소유의 문턱을 더 높이고 임대 시장을 강화하는 결과로 이어질 것으로 시장은 판단했다. 이에 기관 투자자 규제 언급으로 단독주택 공급이 막힌 지금 오히려 멀티패밀리 리츠에 정책적 수요가 증가할 것으로 전망한다.

Analyst 하민호 minhoha@hanafn.com

2026년 2월 2일 | Global Equity

SL 그린 리얼티 (SLG.US)

배당정책 변경, 본업 성장에 집중할 때

미국

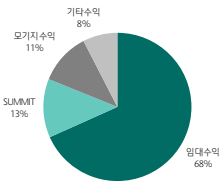
TP(컨센서스)	53.56 USD
CP(1.30)	44.78 USD

Key Data

국가	UNITED STATES
상장거래소	New York
산업 분류	부동산
주요 영업	사무실 리츠
홈페이지	www.slgreen.com
시가총액(십억USD)	3.2
시가총액(조원)	4.6
52주최고/최저(USD)	67.44/40.26
주요주주 지분율(%)	
블랙록	17.65
VANGUARD GROUP	15.31

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(2.4)	(21.8)	(33.6)
상대	(3.7)	(31.2)	(48.4)

매출구성



Financial Data (백만USD)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출	886	1,003	903	914
영업이익	124	130	264	313
순이익	22	(97)	(146)	(152)
EPS(USD)	0.1	(1.6)	(2.7)	(2.1)
EPS(YOY, %)	(100.9)	(2,112)	64.8	(19.3)
ROE(%)	0.2	(3.1)	(5.0)	(4.1)
PER(배)				
PBR(배)	1.3	0.9	1.0	1.0
배당률(%)	4.4	6.7	6.7	6.5

자료: SL Green Realty, 하나증권

Analyst 하민호 minhoha@hanafn.com

4Q25 Review: 컨센서스 하회

2025년 4분기 실적은 총매출 2.8억달러(YoY +12.4%), GAAP 기준 순손실 1.1억달러(주당 -1.49달러)로 적자 전환했다. 다만 FFO는 0.9억달러(주당 1.13달러)를 기록하며 컨센서스 대비 소폭 상회했다. 2025년 연간 FFO는 437.7백만달러(주당 5.72달러)로, 전년 569.8백만달러(8.11달러)에서 크게 감소(YoY -23.2%)했는데, 이는 2024년 부채 조기상환(216.1백만달러)에 따른 일회성 이익에 기인한다.

일시적인 현금 부담으로 인한 배당정책 변경

지난해 9월 타임스퀘어 카지노 개발 계획이 지역 승인을 받지 못해 무산되면서 SLG는 카지노 개발비를 매몰비용 처리했다. 2025년 실적에만 1,390만달러 규모의 카지노 관련 비용이 한꺼번에 반영된 상태다. 이를 극복하기 위해 2026년 가이던스는 지난해 -2%였던 same-store 현금 NOI 성장률을 연간 3.5~4.5%로 성장시키겠다고 밝혔다. 점유율은 2025년말 93.0%에서 2026년말까지 94.8%로 끌어올리는 게 목표인데, 경영진은 이 상승분이 자산 매각 효과가 아니라 기존 포트폴리오에서의 신규 계약과 확장으로 달성 가능하다고 발표했다. 배당은 2026년부터 월배당에서 분기배당으로 바꿔며 구체적인 배당 수준은 3월 이사회에서 결정할 예정이다. 2026년에 25억달러 자산매각(현재 4건+@)과 주요 오피스(One Madison, 245 Park 등) 70억달러 규모의 리파이낸싱이 동시에 진행되는 데에 따른 현금 부담으로 추정된다. 이후 중장기 2027년 가이던스는 same-store NOI 성장률을 10% 이상으로 전망하면서, 2027년이 수익성이 가장 높은 해가 될 것(I think 2027 is gonna be a really strong year)이라고 강조했다.

뉴욕시 정책 수혜 디벨로퍼

주지사가 주도해 세금 감면과 용적률 상한 해제와 같은 오피스→주거 전환 인센티브를 법제화했다. 맘다니 뉴욕시장은 디벨로퍼의 특혜를 우려하지만 당장 시 재정이 어렵고 주택 공급이 시급한 상황이라 이 정책을 뒤집기는 어려울 것으로 보인다. 민간 자본을 끌어들여 세수 기반을 늘려야 하므로 기존 인센티브를 적극 활용해 전환 프로젝트를 장려하는 방향으로 갈 가능성이 크다. 이렇게 되면 SLG처럼 입지 좋은 B급 오피스를 다수 보유하고 이미 구체적인 전환 계획을 가진 대형 사업자가 정책 수혜를 가장 크게, 그리고 빨리 입을 수 있는 유리한 구도가 형성된다. 상반기 조정기를 비중확대 기회로 삼고, 하반기부터 2027년까지 이어지는 높은 매출을 바탕으로 한 견조한 실적을 기대한다.

2026년 1월 30일 | Global Equity

Apple (AAPL)

iPhone 판매 호조와 견조한 실적 전망: AI 모멘텀 본격화 임박 - Cupertino Delivers Robust iPhone Sales With Strong Outlook: AI on the Menu Soon

OUTPERFORM

TP(컨센서스)	$350.00
CP(1.29)	$258.28

Company Information

Market Cap (M)	$3,825,219
Enterprise Value (M)	$3,770,933
Shares Outst (M)	14,810.4
52-Week Range	$169.21 - $288.62

REV(M) (in $)

FYE	Sep	2025A	2026E	2027E
Q1	Dec	124,300.0A	143,756.0A	150,338.2E
Q2	Mar	95,359.0A	109,243.5E	114,277.2E
Q3	Jun	94,036.0A	100,028.1E	104,036.5E
Q4	Sep	102,466.0A	108,428.7E	112,724.4E
YEAR*		416,161.0A	461,456.3E	481,376.2E

EPS (in $)

FYE	Sep	2025A	2026E	2027E
Q1	Dec	2.40A	2.84A	3.18E
Q2	Mar	1.65A	2.00E	2.13E
Q3	Jun	1.57A	1.68E	1.81E
Q4	Sep	1.85A	1.93E	2.13E
YEAR*		7.46A	8.50E	9.27E
P/E		34.6x	30.4x	27.9x

Pricing data provided by Thomson Reuters.

*Numbers may not add up due to rounding

Compliance Notice

본 리포트는 Wedbush 사의 Analyst Dan Ives가 작성한 보고서('Cupertino Delivers Robust iPhone Sales With Strong Outlook: AI on the Menu Soon', 1월 29일)를 번역하여 작성된 자료입니다. Wedbush의 투자의견이 반영된 리포트입니다. 참고하시기 바랍니다.

Analyst 박승진 sj81.prk@hanafn.com
RA 신민건 mingun.shin@hanafn.com

실적 서프라이즈. 투자의견 OUTPERFORM, 목표주가 $350 유지

Apple(AAPL)은 FY 1Q26(12 월) 실적을 발표했으며, iPhone 부문 매출이 전년대비 +23% 증가하면서 매출과 이익 모두 시장 예상치를 큰 폭으로 상회했다. 특히 중국 시장에서 iPhone 매출이 전년대비 +38% 급증하며, iPhone17 업그레이드 사이클의 초반 국면부터 예상치를 상회하는 강력한 수요가 확인되고 있다. 이에 따라 우리는 Apple 에 대해 기존의 OUTPERFORM 투자의견과 목표주가 350 달러를 유지하며, Wedbush Best Ideas List 와 IVES AI 30 List 에도 계속 포함하고자 한다.

iPhine 과 중국이 견인한 강력한 실적

Apple 의 총 매출은 전년대비 +16% 증가한 1,437.6 억달러를 기록하며 시장 예상치인 1,384 억달러와 회사가 제시했던 전년대비 +10%~+12% 성장 가이던스를 모두 크게 상회했다. 이러한 실적 호조는 iPhone 의 강력한 성장에 힘입은 결과로, 핵심 사업인 iPhone 매출은 852.7 억달러를 기록하며 전년대비 +23% 증가하여 시장 예상치인 785.6 억달러를 크게 웃돌았다. 이는 연말 핵심 쇼핑 시즌 동안 중국에서 의미 있는 개선세가 나타난 동시에, 서비스 부문의 견조한 성장세가 지속된 영향이다.

특히 중국 향 매출은 255.3 억달러로 전년대비 +38% 급증했는데, 이는 당사와 시장의 기대치를 모두 크게 상회하는 성과이다. 중국은 지난 분기의 전년대비 -4% 역성장에서 벗어나 다시 (+) 성장으로 전환했으며, 정부의 경기 부양책이 수요를 자극한 것이 주요 배경으로 작용했다. 서비스 매출 역시 300.1 억달러를 기록해 시장 예상치인 299.9 억달러와 전년대비 약 +14% 성장 가이던스에 부합했으며, 전 지역에서 핵심적인 성장 기반으로서의 역할을 이어가고 있다.

수익성 측면에서도 긍정적인 모습이 확인됐다. 매출 총 이익률은 48.2%로 시장 예상치인 47.5%와 회사의 가이던스 범위(47.0%~48.0%)를 모두 상회했고, 영업 이익률은 35.4%로 시장 예상치인 34.2%를 웃돌았다. 주당순이익(EPS)도 2.84 달러로 시장 예상치인 2.68 달러를 상회했으며, 이는 복잡한 관세 환경 속에서도 회사가 비용과 사업 운영 전반을 효과적으로 관리하고 있음을 보여준다.

강력한 가이던스와 구글과의 초기 협업 내용 확인

Apple 은 FY 2Q26(3 월 분기) 총 매출에 대해 전년대비 +13%~+16%의 성장을 예상했으며, 이는 10% 수준을 예상했던 시장 컨센서스를 크게 상회하는 가이던스이다. 회사는 이번 분기 들어 iPhone 공급의 제약 상황이 부분적으로 발생하고 있음에도 불구하고, 서비스 부문의 성장률은 12 월 분기와 유사한 수준의 성장세(YoY)를 3 월 분기에도 유지할 것으로 예상하고 있다. 또한 FY 2Q26 의 매출 총 이익률은 48.0%~49.0% 범위로 제시되었는데, 이는 시장 예상치인 47.6%를 웃도는 수준이다. 메모리 비용 상승에도 불구하고 iPhone17 사이클에서 유리한 제품 믹스가 유지되고 있다는 의미로 판단된다.

컨퍼런스 콜에서 Cook CEO 를 비롯한 경영진은 최근 Apple 이 Google 의 Gemini 모델을 선택해 차세대 Apple 파운데이션 모델을 공동 개발하기로 한 결정에 대해 논의했다. 협업은 올해 하반기 공개가 예상되는 새로운 Siri 를 중심으로 진행될 예정이며, 6 월 WWDC 를 전후해 Apple 의 AI 로드맵이 보다 구체적으로 제시될 것으로 보인다. Gemini 를 Siri 에 본격적으로 통합하기까지는 예상보다 시간이 더 필요할 수 있으나, 이번 Gemini 관련 발표는 Apple 이 자사 하드웨어 생태계 안에서 자체 개인 비서를 구현하기 위한 불가피한 선택이었다는 판단이다. 더 나아가 전 세계 25 억명에 달하는 설치 기반 사용자층을 대상으로 새로운 구독형 매출원을 창출할 수 있는 가능성도 열어둘 수 있을 것으로 기대된다. 당사(Wedbush)는 현 수준의 Apple 주가에는 아직 주당 75~100 달러의 가치로 추정되는 'AI 프리미엄'이 반영되지 않은 것으로 판단하고 있다.

2026년 2월 2일 | Global Equity

Doordash (DASH)

Grubhub 수수료 면제: 뒤처진 경쟁사의 전략적 한계 확인 - GrubHub Removes Fees: Irrational Move by Lagging Competitor

OUTPERFORM

TP(컨센서스)	**$270.00**
CP(1.30)	**$204.62**

Company Information

Market Cap (M)	$89,070
Enterprise Value (M)	$89,469
Shares Outst (M)	459.0
52-Week Range	$155.40 - $285.50

REV(M) (in $)

FYE	Dec	2024A	2025E	2026E
Q1	Mar	2,513.0A	3,032.0A	4,212.4E
Q2	Jun	2,630.0A	3,284.0A	4,294.1E
Q3	Sep	2,706.0A	3,446.0A	4,537.3E
Q4	Dec	2,873.0A	3,976.0E	4,956.7E
YEAR*		**10,722.0A**	**13,738.0E**	**18,000.5E**

Adjusted EBITDA (in $)

FYE	Dec	2024A	2025E	2026E
Q1	Mar	371A	590A	821E
Q2	Jun	430A	655A	797E
Q3	Sep	533A	754A	1,004E
Q4	Dec	566A	780E	1,052E
YEAR*		**1,900A**	**2,779E**	**3,674E**

Pricing data provided by Thomson Reuters.

*Numbers may not add up due to rounding

Compliance Notice

본 리포트는 Wedbush 사의 Analyst Scott Devitt이 작성한 보고서('GrubHub Removes Fees; Irrational Move by Lagging Competitor', 1월 30일)를 번역하여 작성된 자료입니다. Wedbush의 투자의견이 반영된 리포트입니다. 참고하시기 바랍니다.

Analyst 박승진 sj81.prk@hanafn.com
RA 신민건 mingun.shin@hanafn.com

Grubhub, 50달러 초과 주문 수수료 면제. 주문 전환율과 객단가 제고 목적

Grubhub 는 주문 금액이 50 달러를 초과하는 모든 레스토랑 주문에 대해 배달비와 서비스 수수료를 면제한다고 밝혔다. 그동안 회사는 유료 구독 회원을 대상으로, 일정 요건을 충족하는 주문에 한해 무료 배달과 인하된 서비스 수수료를 제공해 왔다. 일반 회원 대상으로 확대된 이번 수수료 인하 정책은 이미 일부 이용자에게 적용되기 시작했으며, 전체 회원을 대상으로 한 공식 출시는 2 월 2 일로 예정되어 있다. 경영진은 해당 프로그램이 신규 고객 유입을 유도하는 동시에 주문당 객단가를 높이는 효과를 기대할 수 있고, 이용자 입장에서는 연간 기준으로 수억 달러 규모의 수수료 절감이 가능할 것이라고 설명했다. 참고로 미국 내 주요 배달 앱에서 50 달러를 초과하는 주문에 대해 부과되는 평균 수수료는 약 13 달러 수준으로 추정된다. 이러한 높은 수수료 부담은 Grubhub 이용자의 주문 이탈률이 81%에 달하는 주요 배경으로 작용해 온 것으로 판단된다.

Grubhub 의 수수료 인하, DoorDash 경쟁력에 미치는 영향은 제한적

향후 전개 상황과 경쟁 환경의 변화에 대해서는 지속적으로 점검할 계획이나, 이번 조치를 DoorDash 의 경쟁 지위에 대한 실질적인 위협으로 보지 않고 있다. Grubhub 는 이번 수수료 인하가 장기적인 고객 충성도 제고를 위한 결정이라고 설명했으나, 당사(Wedbush)는 이를 과거에 상당한 시장 점유율을 확보하고 있었음에도 불구하고, 결과적으로 경쟁사에 점유율을 크게 내주었던 소규모 사업자들이 취한 비합리적인 대응 방법으로 판단한다.

Grubhub 의 미국 시장 점유율은 2023 년 10%에서 2025 년 12 월에 4%까지 하락한 반면, 같은 기간 DoorDash 는 시장 점유율을 5%p 확대하며 지난해 말 기준 71%에 도달(Bloomberg 추정)했다. 또한 Grubhub 은 경쟁사 대비 자본력이 충분하지 않은 구조로 평가되고 있기 때문에, 이번 수수료 인하 정책이 일시적인 조치에 그칠 가능성이 높다고 생각된다. 아울러 DoorDash 의 평균 주문 금액은 약 31 달러로, Grubhub 의 이번 전략적 결정으로 인해 가장 크게 영향을 받을 것으로 예상되는 주문 금액 구간보다 낮다는 점도 살펴볼 필요가 있겠다.

글로벌 확장 및 신사업 투자 확대에 따른 장기 성장 스토리 유효

DoorDash 를 모빌리티 섹터의 Top Pick 으로 유지한다. 보다 통합적인 글로벌 기술 플랫폼을 구축하고, 지역 확장을 가속화하는 한편, 신규 사업 영역과 제품군을 지속적으로 확대하기 위해 본격적인 투자 국면에 진입한 상황이다. 이러한 투자는 글로벌 차원에서 DoorDash 의 총 주소 가능시장(TAM) 확대에 기여함으로써 충분히 정당화될 수 있으며, 경쟁이 치열한 다양한 사업 카테고리와 해외 시장 전반에서 보다 지속 가능하고 견조한 장기 성장 기반을 뒷받침할 것으로 전망된다.

단기 투자유망종목

글로벌투자분석실

종목	편입일	기준가	전일종가	수익률	투자 포인트
삼성증권 (016360.KS)	2/2	90,600	신규	-	• 발행어음 사업 진출 시 IB-WM간 시너지를 통해 이익 체력 강화될 수 있다 판단 • 거래대금 민감도가 높아 거래대금 추정치 상향구간에서는 밸류에이션 매력도 높아
대한전선 (001440.KS)	2/2	29,400	신규	-	• 누적 수주잔고 3.4조원으로 최고치를 지속적으로 경신하는 중 • 북미 빅테크사들의 전력망 비용 직접 부담 증가로 지중선 발주 증가 기대
엘앤에프 (066970.KS)	2/2	126,300	신규	-	• AI 관련 투자 확대로 전력 인프라로서의 ESS 중요도 급부상 • 미국향 매출 비중 3%미만, 미국 전기차 판매량 급락 쇼크로부터 상대적으로 자유로워
금호석유화학 (011780.KS)	2/2	144,100	신규	-	• 최근 석유화학 시황에서 부타디엔과 MDI 가격 동반 강세 보이며 업황 개선 시그널 확인 • 제품 가격 상승에 따른 영업이익 및 지분법 이익(금호미쓰이화학) 기대
풍산 (103140.KS)	2/2	131,200	신규	-	• 4Q25 Preview 매출액 1.5조원(YoY +19.8%), 영업이익 1,013억원(YoY +199.0%) 전망 • 동 수요 회복에 따른 신동 판매 증가 및 전기동 가격 상승에 의한 메탈 게인 발생 기대
디앤디파마텍 (347850.KQ)	2/2	94,500	신규	-	• MASH, 경구제까지 데이터 확인 시 가치 상향 가능 기대 • 파트너사인 미국 바이오텍 기업 멧세라가 투자자 컨퍼런스에서 경구제 개발 의지 피력
케이엠더블유 (032500.KQ)	2/2	18,920	신규	-	• 삼성과 더불어 에릭슨, 노키아로의 매출 확장 가능성 상승 • 미국 및 국내에서 수개월 내 신규 주파수 할당 공고 및 경매 이루어질 전망
브이엠 (089970.KQ)	2/2	30,050	신규	-	• 실적이 집중되는 상반기에 영업이익률 30%에 육박하는 수익성을 달성할 것으로 기대 • 25년 4분기부터 M15x 신규 투자 관련 매출액이 반영되기 시작한 것으로 파악
덕산하이메탈 (077360.KQ)	2/2	8,890	신규	-	• 반도체, FCBGA 수요 증가에 따른 패키징 소재 증가 • 저수익성 Paste 제품을 상대적 고수익성 제품으로 재편하는 것을 추진 중
CJ프레시웨이 (051500.KQ)	2/2	27,950	신규	-	• 내수 경기 부진에도 식자재유통의 방어, 급식사업의 성장 기대 • 온라인 채널 고객사 빠르게 증가 중이며, 아파트/군 급식 등 신규 수주 기대

단기 투자유망종목 수익률

주간(Last Week)		누적(YTD)	
수익률	BM대비 수익률	수익률	BM대비 수익률
+4.00%	-0.65%p	+24.64%	+2.94%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
이수페타시스 (007660.KS)	2/2	177,500	신규	-	• 26년 다중적층 MLB 양산 공급 본격화로 Blended ASP 대폭 상승 기대 • 강한 AI 인프라 투자가 지속되며 MLB에도 고속/저손실/고전력 특성이 요구되고 있어
풍산 (103140.KS)	2/2	131,200	신규	-	• 4Q25 Preview 매출액 1.5조원(YoY +19.8%), 영업이익 1,013억원(YoY +199.0%) 전망 • 동 수요 회복에 따른 신동 판매 증가 및 전기동 가격 상승에 의한 메탈 게인 발생 기대
에스티팜 (237690.KQ)	2/2	159,600	신규	-	• 고객사로부터 선제적 상업화 물량 수주 증가로 실적 가시성 상승 • RNA 치료제 상업화 확대로 인한 올리고핵산 수요 폭증의 직접 수혜주
케이엠더블유 (032500.KQ)	2/2	18,920	신규	-	• 삼성과 더불어 에릭슨, 노키아로의 매출 확장 가능성 상승 • 미국 및 국내에서 수개월 내 신규 주파수 할당 공고 및 경매 이루어질 전망
팬오션 (028670.KS)	1/19	4,155	4,700	13.12%	• 아비트라지 수요가 촉발되며 탱커선 운임을 견인할 것으로 예상 • 현재 MR탱커를 9척 보유하고 있으며, 연중 4척 추가 인도될 예정
기아 (000270.KS)	1/12	133,200	152,600	14.56%	• 셀토스 풀체인지 모델 출시 및 판매 본격화로 신차 효과 통한 물량 확대 지속 기대 • 이익 개선및 그룹미래 모빌리티 사업구체화 통한 밸류업 기대
에스피지 (058610.KQ)	1/5	82,700	153,700	85.85%	• 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	160,500	33.86%	• 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	909,000	39.63%	• 4Q25 Review 매출액 32.8조원(YoY +66.0%), 영업이익 19.2조원(YoY +137.0%) 기록 • 빅테크 중심의 HBM 수요가 견조한 가운데, 대규모 CAPEX가 동반되며 HBM 수혜 전망
하이브 (352820.KS)	1/2	330,000	374,000	13.33%	• 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	168,300	47.12%	• 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	215,500	33.27%	• 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	105,900	27.59%	• 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
+23.85%	+2.16%p	+23.85%	+2.16%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

ETF 투자유망종목

해외주식분석실

국내 ETF

종목	편입일	기준가	전일종가	수익률	투자 포인트
KODEX 미국AI테크 TOP10 (485540.KS)	2025.07.22	12,290	14,720	19.8%	• 미국에 상장되어 있는 AI 관련 핵심기업 10개 종목에 집중 투자하는 종목. AI 기술을 적용한 서비스를 개발하거나 AI를 비즈니스에 적극적으로 적용시키고 있는 Magnificent7와 AI5 기업들에 집중하는 테마 ETF • 상용화의 영역 확장이 지속되고 있으며, 반도체를 중심으로 소버린 AI, 신제품 교체 수요들이 꾸준히 확인되고 있는 상황. 중국 수출 규제 완화와 트럼프 정부의 AI 육성 정책 모멘텀도 긍정적
PLUS 글로벌방산 (496770.KS)	2025.03.04	13,000	20,665	59.0%	• 미국과 유럽의 주요 방산기업들을 편입하는 종목. 독일 방산업체 라인메탈디펜스, 이탈리아의 레오나르도, 스웨덴의 사브 등이 포트폴리오에 포함 • 트럼프 행정부의 NATO 방위비 압박으로 주요국들의 국방비가 증액되는 추세. 안보 환경 변화에 따른 구조적 수혜를 누릴 것으로 기대
WON 미국빌리어네어 (489290.KS)	2025.02.03	13,065	15,180	16.2%	• 미국 최상위 억만장자들이 보유하고 있는 주식들로 구성하는 패시브 ETF. 미국에 상장된 주요 우량주 중심의 포트폴리오 • Tech, 임의소비재, 커뮤니케이션, 금융, 필수소비재의 5개 업종이 포트폴리오의 90% 이상 비중을 차지. 브로드컴, 테슬라, 알파벳, 아마존, 월마트, 마이크로소프트, 엔비디아 등 50개 우량 종목으로 구성
에셋플러스 글로벌 플랫폼 액티브 (407830.KS)	2024.09.25	9,690	15,835	63.4%	• 대체불가능한 비즈니스 모델을 영위한 해외 플랫폼 기업들로 포트폴리오를 구성하는 액티브 ETF • 전문화와 분업화 가운데 각 분야에서 우위를 보이는 기업들을 편입. 테슬라와 구글, 샤오미, 마이크로소프트, TSMC, 텐센트 등이 주요 구성 종목

Global ETF

종목	편입일	기준가	전일종가	수익률	투자 포인트
SHLD (미국 방산 기술)	2025.04.25	50.62	75.24	48.6%	• 전통 방산기업들과 더불어 AI, 증강현실/가상현실, 사물인터넷, 사이버 보안, 연료시스템 등 첨단 군사 기술에 중점을 둔 기업들로 포트폴리오를 구성 • 각국 정부들이 국방 예산을 증액하는 과정에서 수혜 전망. 미 국방부의 사이버보안 및 디지털 전환 정책에 힘입어 견조한 수급 모멘텀 기대
SMH (글로벌 반도체)	2025.11.24	339.12	403.46	19.0%	• 대형주 비중이 높은 대표 글로벌 반도체 ETF. 매출의 50%가 반도체와 반도체 장비 생산 분야에서 발생하는 기업들을 시가총액 가중방식으로 편입 • 엔비디아의 실적과 가이던스를 통해 AI 산업의 꾸준한 성장 모멘텀 확인. SMH는 NVIDIA와 TSMC가 30% 이상의 비중을 차지. Capex 경쟁 지속 가운데 소버린 AI 시장 확장, 신제품 교체 기반의 견고한 수요 기대 유효
MADE (미국 제조업 기업)	2025.10.27	30.66	34.19	11.5%	• 미국 내 매출비중 조건 반영. 중대형 제조업, 제조업 관련 기업들로 구성된 ETF • 관세 구조와 트럼프 정책의 지속성에 초점. 상호관세는 협상 여지가 있는 반면, 품목관세는 협상 가능성이 낮아 장기간 유지될 가능성이 높은 상황. 공급망의 리쇼어링 현상 확대 전망. 정책 수혜 및 내수 익스포저 기반의 수혜 기대
PAVE (미국 인프라)	2025.11.24	46.98	50.75	8.0%	• 미국 인프라 산업 관련 기업들로 구성된 인프라 테마 ETF. 산업재를 중심으로 소재, 건설장비, 운송, 엔지니어링 기업들을 편입하여 구성 • 금융시장 환경 변화 가운데 향후 정책 모멘텀 반영 가능성. 정치적 관점에서도 리쇼어링은 양당 모두 선호하는 방향성. 품목별 관세의 연속성 고려시 협상 과정에서 미국 내 인프라 수요 꾸준히 증가 전망

주: 기준가는 편입일 당일의 종가, 전일종가는 한국 시장 3시 30분 기준.

Calendar

글로벌투자분석실

SUN	MON	TUE	WED	THU	FRI	SAT
2.1	2.2	2.3	2.4	2.5	2.6	2.7
	▪ 중국 1월 레이팅독 제조업 PMI (E --, 12월 50.1p) ▪ 미국 1월 S&P 글로벌 제조업 PMI (E --, 12월 51.9p)	▪ 한국 1월 전년대비, 전월대비 CPI (E --/--, 12월 2.30%/0.30%) ▪ 미국 1월 ISM 제조업지수 (E 48.3p, 12월 47.9p)	▪ 유로 1월 전월대비 CPI (E --, 12월 0.20%) ▪ 미국 1월 ADP 취업자 변동 (E 5만건, 12월 4.1만건)	▪ 미국 ISM 서비스업 PMI (E 52.9p, 12월 54.4p)	▪ 미국 1월 비농업고용지수 (E 8만건, 12월 5만건) ▪ 미국 1월 실업률 (E4.4%, 12월 4.4%)	
2.8	2.9	2.10	2.11	2.12	2.13	2.14
	▪ 일본 12월 BoP 경상수지 (E--, 11월 3.7조엔)	▪ 미국 12월 전월대비 소매판매 (E 0.5%, 11월 0.6%) ▪ 미국 12월 전월대비 수입물가지수 (E --, 11월 0.0%	▪ 한국 1월 실업률 (E --, 4.0%) ▪ 미국 1월 전년대비/전월대비 CPI (E --/0.2%, 12월 0.3%/2.7%)	▪ 일본 1월 전년대비/전월대비 PIP (E --/--, 0.1%/2.4%)	▪ 미국 1월 기존주택매매 (E 424만건, 12월 435만건)	

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.