Daishin 증권

2026년 02월 04일 수요일

Morning Meeting Brief

Strategy

[퀀틴전시 플랜] '워시 쇼크'를 뒤집고 사상 최고치로 마감

- 워시 쇼크를 이겨낸 코스피, 종가기준 사상 최고치 경신
- 견고한 코스피의 이익 펀더멘털에 근거한 반등
- 낙폭과대 주도주를 중심으로 저가매수세 유입 / 게임, 화장품 개별 이슈로 약세

정해창. haechang.chung@daishin.com

Global Strategy

[THE GLOBAL 월간 증시 전략 / 26.2 월] 추월 차선에 진입하는 선진 증시

- 2월, 올해 상승 강도가 약했던 선진 증시의 존재감이 부각되는 시점. 반도체국, 호재 불구 가팔랐던 주가 상승 속도 정상화
- 주요국 긍정적 투자 환경 지속, 2월 불거진 3가지 변동성 요인(1. 美 부분 셧다운, 2. 케빈 워시 논란, 3. 日 중의원 선거) 영향력 제한
- 선진 증시(미국, 유럽, 일본) 강세 속, 숨고르기 국면은 비중확대 기회

문남중. namjoong.moon@daishin.com

산업 및 종목 분석

[4Q25 Review] 이노션: 보유 현금 보다는 비싸야죠

- 4Q25 GP 2.7천억원(+4% yoy), OP 457억원(+7% yoy)
- 본사 자회사 실적 개선, 해외는 비중 13%인 유럽의 EV 캠페인 호조
- 25E DPS 1,175원 전망, 6.2%. 현금 7.9천억원을 하회하는 시총. 저평가

김회재. hoijae.kim@daishin.com

[4Q25 Review] CJ CGV: 효율화 마무리. 돈 버는 구간

- 4Q25 매출 6.7천억원(+14% yoy), OP 680억원(+301% yoy), 분기 최대
- 국내와 중국을 제외한 전지역/부문 19년 수준 회복 또는 역대 최고 실적
- 26년 항국 영화 신작, 헐리우드 시리즈물 위주 개봉. 효율화 마무리 단계

김회재. hoijae.kim@daishin.com

[4Q25 Review] 호텔신라: 해외 공항 철수 비용 반영되며 실적 부진

- 4분기 시내점 수익성 개선 추세 지속
- 그러나 마카오 공항 철수 관련 비용 발생하며 영업적자 기록
- 2분기부터 해외 공항 적자 국내 사업장에서 커버하며 영업이익 흑전 전망

유정현. junghyun.yu@daishin.com

[4Q25 Review] 한온시스템: Again 턴어라운드 프리미엄

- 4Q25 OP 당사 추정/컨센서스 대비 +20% 이상의 서프라이즈 기록
- 운영 효율화 전략 효과 본격화로 2026년 가이던스 달성 가시성 또한 높음
- ESS/데이터센터 신사업 성과 확인된다면, 타겟 밸류 재차 상향될 것

김귀연. Gwiyeon.kim@daishin.com

[4Q25 Review] SNT 모티브: 신사업(로봇/방산)이 관건!

- 2026년 실적 안정세/로봇 액츄에이터/저위험 소총 사업기대 유효
- 4Q25 국내 물량 감소로 예상대비 매출/OP 부진했으나, 수익성은 견조
- 26년 HEV 시동모터/오일펌프 공급/중동향 방산 매출 중심 성장 예상

김귀연. Gwiyeon.kim@daishin.com

[Issue Comment] 게임: 프로젝트 지니로 게임주 투심 악화 불필요

- 프로젝트 지니 공개로 AI의 게임 엔진, 개발사 대체 우려가 부각되며 국내외 게임주 단기 조정 . 단, 기술 성숙도, 적용 범위 아직 제한적
- 실제 게임 개발은 기획, 아트, 운영 등 복합 역량이 핵심 . AI는 개발사 대체보다는 게임 개발 생산성에 기여하는 도구로 판단
- 또한 , AI는 유저 수용성이 관건 . 유저들이 받아들여야만 경쟁력 있는 기술. 프로젝트 지니를 이유로 국내 게임산업 투자심리 악화 불필요

이지은. jeeeun.lee@daishin.com

Strategy

Strategist Jr. 정해창
haechang.chung@daishin.com

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

'워시 쇼크'를 뒤집고 사상 최고치로 마감

- 워시 쇼크를 이겨낸 코스피, 종가기준 사상 최고치 경신
- 견고한 코스피의 이익 펀더멘털에 근거한 반등
- 낙폭과대 주도주를 중심으로 저가매수세 유입 / 게임, 화장품 개별 이슈로 약세

워시 쇼크를 이겨낸 코스피, 종가기준 사상 최고치 경신

– 코스피가 '워시 쇼크'를 이겨내고 반등에 성공. 워시 지명 이후 나타났던 급락으로 차기 연준의장의 "완화적 통화정책+QE" 기대감 축소. 긴축 전환 해석은 무리

– 주식·귀금속·비트코인 등 위험 자산이 민감하게 반응. 대차대조표 긴축 우려에도 채권 금리는 전일 소폭 상승했으나, 귀금속 시장의 충격 대비 변동폭은 미미

– 코스피는 전일 매도 사이드카에 이어 매수 사이드카 발동. 최근 매도–매수 사이드카가 연이틀 나타난 사례는 '20년 3월(코로나 펜데믹), 24년 8월(엔캐리 청산), 25년 4월(미국 상호관세 발표)

– 각 사례는 모두 단기 저점을 거쳐 반등. 급락–급등 과정에서 레버리지가 완화되며 매물소화가 진행되기 때문, 코스피는 전일 낙폭을 회복하며 사상 최고치 경신

견고한 코스피의 이익 펀더멘털에 근거한 반등

– 유동성에서 경기 펀더멘털로 증시 상승동력 이동 중. 수급 요인으로 인한 변동성은 영향력 제한. 전일 미국 증시 상승 반전에 힘을 실어준 것은 ISM과 S&P 글로벌에서 발표한 제조업지수의 서프라이즈, ISM 제조업지수는 예상(48.5)을 크게 상회한 52.6으로 1년만에 확장세로 전환. 특히 전자제품과 메모리, 전력 장비의 공급부족과 가격상승, 신규주문 증가는 AI 투자와 반도체 사이클을 확인

– JP 모건은 코스피 시나리오를 기본 6,000pt, 강세 목표치 7,500pt로 상향조정하며 반등에 힘을 실어 주었음. 반도체 사이클에 이어 조선/전력기기 등 미국의 우호적 정책기조와 산업 사이클은 견조

낙폭과대 주도주를 중심 저가매수세 유입 / 게임, 화장품 개별 이슈로 약세

– 전일 낙폭이 컸던, 실적 상승 기여도가 높은 주도주의 저가매수세가 빠르게 유입

반도체: 삼성전자(+11.4%), SK하이닉스(+9.3%), 원익IPS(+12.7%), HPSP(+9.7%)

원전/전력기기: LS ELECTRIC(+16.4%), 두산에너빌리티(+5.8%)

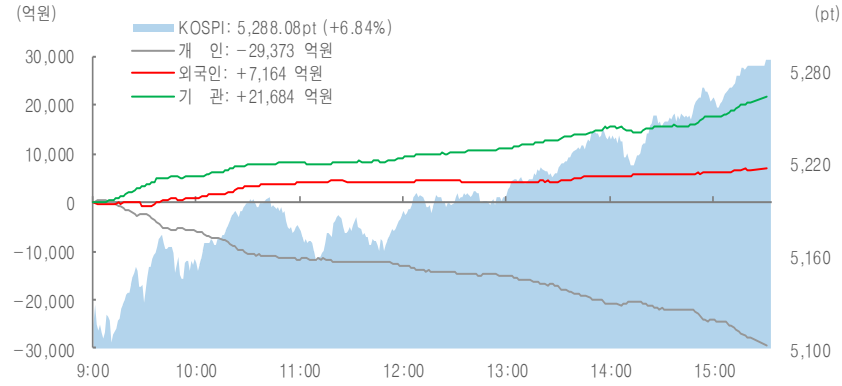
우주/방산: 한화시스템(+28.6%), 쎄트렉아이(+13.4%)

증권: 미래에셋증권(+24.7%), 키움증권(+9.1%), 삼성증권(+11.1%)

– **게임**: 구글 월드 시뮬레이션 공개 이후 기술 우위 우려. 펄어비스(–5.1%)

– **화장품**: 실리콘투(–11.8%)의 핵심 브랜드 '조선미녀' 한성USA로 이탈 우려 등

KOSPI 투자주체별 수급 및 장중흐름



자료: 대신증권 Research Center

Global Strategy

추월 차선에 진입하는 선진 증시

- 2월, 올해 상승 강도가 약했던 선진 증시의 존재감이 부각되는 시점
- 주요국 긍정적 투자 환경 지속, 2월 불거진 3가지 변동성 요인 영향력 제한
- 선진 증시(미국, 유럽, 일본) 강세 속, 숨고르기 국면은 비중확대 기회

Global & DM Strategist 문남중
namjoong.moon@daishin.com

[투자환경] 타코, 차기 연준 의장 지명, 실적, AI 낙관론 등 위험 선호 심리 지속. 미국, 유럽, 일본, 중국 등 긍정적 투자 환경 지속. 반도체국, 호재 불구 가팔랐던 주가 상승 속도 정상화 기대

2월부터는 반도체국 증시 강세에 가려져왔던 선진 증시가 추월 차선에 진입할 것이다. 미국-그린란드 갈등에 따른 국지적 무역 갈등 재점화가 완화되고, 케빈 워시 차기 연준 의장 지명으로 연준 금리 인하 기조 유지에 대한 기대 부각, M7 중심의 25.4/4분기 실적 모멘텀 확인은 AI 낙관론을 유지시키는 근간이 될 것이다. 최근 미국, 일본의 국재금리 급등도 EU의 보복성 미국채 매도 가능성 제한, 다카이치 총리의 식료품 소비세 감면 공약에 따른 재정 악화 우려도 당국 구두 개입과 G7중 재정적자가 가장 낮은 상황임을 고려하면 일본채 투매도 조기총선(중의원) 이벤트에 민감하게 반응한 측면이 크다.

주요국 상황도 Risk-On 국면 조성에 힘을 실어주고 있다. **[미국]** 미국 국채, 주식 매도, 탈달러화 등 Sell America 심리 완화, **[유럽]** 경제전망 상향과 낮은 인플레이션을 공식화하고 있는 ECB 입장을 금리 인하와 동일시하며 반기는 분위기, **[일본]** 2.8일 중의원 선거를 앞두고, 자민당의 단독 과반 의석 확보 전망이, 다카이치 트레이트(금리 상승, 엔화 약세, 주가 상승) 재연출, **[중국]** 국무원 판공청, '서비스 소비의 새로운 성장거점 육성 가속화 업무방안'을 발표하고 서비스 소비 지원 방향 제시, **[대만, 한국]** 범용 D램의 공급자 우위 시장 조성이 공격적 가격 인상 정책으로 연결되며 AI, 반도체 낙관론을 뒷받침하고 있다.

[투자전략] 주요국 증시, 역사적 사상 최고치 경신 지속, 증시 상승 과정 속 숨고르기 국면은 비중확대 기회. 올해 상승 강도가 약했던 선진국 증시의 존재감이 다시 커지는 2월 기대

2월 진입과 함께 1) 美 부분 셧다운 돌입, 2) 케빈 워시 차기 연준 의장 지명 파장, 3) 2.8일 일본 중의원 선거가 변동성 요인으로 떠오르고 있다. 1.31일 美 연방정부의 부분 셧다운이 시작됐지만, 빠르면 2월 4일 해제될 전망이다. 연방정부 예산안이 처리시한(30일) 직전 상원을 통과하면서, 2.4일 하원 통과 전까지의 공백이 불가피해진 것이다. 민주당은 트럼프 행정부가 이민세관단속국(ICE)의 강경 이민 단속을 규제하는 개혁에 동의할 때까지 소관 부처인 국토안보부 예산을 통과시키지 않겠다며 국토안보부 예산을 분리 처리할 것을 요구해왔다. 트럼프 대통령이 이를 받아들이고, 미네소타에서 과잉 진압으로 논란이 된 그레고리 보비노 국경순찰대장 교체 등 기존 강경 기조에서 한 발 물러선 모습을 보이는 점도 긍정적이다.

그 외 변동성 요인도 AI 발전 등 구조적 변화를 근거로 금리 인하를 옹호할 차기 연준의장, 적극 재정에 따른 단기 효과(성장)를 우선시할 일본 금융시장을 고려시 2월 저해요인 영향력은 제한될 것이다. 2월 글로벌 증시는 실적 증가 속도보다 주가 상승 속도가 느렸던 선진 증시가 빛을 발할 시점으로 미국, 유럽, 일본 증시의 상대적 강세가 예상된다. 증시 상승 과정 속 얕은 조정은 비중확대로 대응해야 한다.

Results Comment

이노션 (214320)

보유 현금 보다는 비싸야죠

김회재

hojae.kim@daishin.com

투자의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 27,000
하향

현재주가 18,810
(26.02.03)

미디어업종

- 4Q25 GP 2.7천억원(+4% yoy), OP 457억원(+7% yoy)
- 본사 자회사 실적 개선, 해외는 비중 13%인 유럽의 EV 캠페인 호조
- 25E DPS 1,175원 전망, 6.2%. 현금 7.9천억원을 하회하는 시총. 저평가

투자의견 매수(Buy) 유지, 목표주가는 27,000원으로 -12% 하향

12M FWD EPS 2,655원에 PER 10배 적용(최근 5년(21~25) 평균 하단)
GP 증가율 25년 5%. 25E 7%, 최근 5년 평균 11%를 하회, 멀티플 하단 적용

직전 리포트까지는 20~24년 평균 하단인 PER 13배 적용
26년 실적 개선과 타겟 멀티플 하향을 반영하여 목표주가 -12% 하향

향후 목표주가 상승 요인: 추진 중인 M&A 성사시 실적과 멀티플 모두 상향 가능
당사 추정 26년 GP 1.06조원(22~26 CAGR +8%)
이노션 목표: 5천억원 규모의 M&A 포함 26년 GP 1.3조원(22~26 CAGR +14%)

4Q25 Review: 국내 자회사 실적 개선, 유럽 EV 캠페인 호조

4Q25 GP 2.7천억원(+4% yoy), OP 457억원(+7% yoy)
본사 GP 700억원(+3% yoy), 해외 GP 2천억원(+4% yoy)
25년 GP 9.9천억원(+5% yoy), 본사 +7%, 해외 +5%, OP 1.6천억원(+5% yoy)

본사는 이노션S의 실적 개선 및 디퍼플과 스튜디오레논 수익성 개선 작업 진행

해외는 비중 54%의 미주 GP +4% yoy로 8년 만에 한 자릿 수 성장 기록
관세 불확실성 감안시 당분간 한 자릿 수 성장 지속 전망

비중 13%인 유럽은 +14% yoy로 24년 +8% 이후 다시 두 자릿 수 성장 달성
유럽 지역에서 EV3, EV4 등 EV 라인업 캠페인 호조 영향

탑라인과 이익은 견조한 성장. 보유 현금 대비 시총 역전. 지나친 저평가

26E GP 1.06조원(+7% yoy), OP 1.7천억원(+7% yoy), 당기순이익 1.1천억원(+14% yoy). GP 및 OP 대비 높은 당기순이익 전망

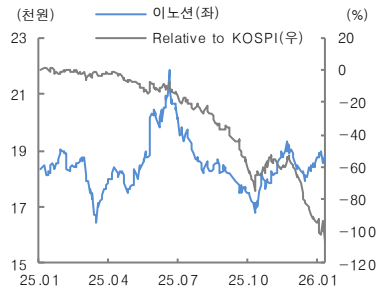
20년 이후 자회사인 웰컴, 스튜디오레논 등에 대한 영업권 손상이 반영되면서 24~25년 GP 각각 +11%, +5%, OP 각각 +4%, +5% 대비 당기순이익은 각각 -2%와 -8% 달성. 자회사 실적 개선에 따라 추가 영업권 손상이 없을 것으로 전망하여 당기순이익은 GP, OP 대비 높은 +14% 성장 추정

26년에도 총 10개 차종의 마케팅으로 주요 광고주향 실적은 견조한 성장 전망
상반기: 셀토스 FNC, 스타리아 EV, 아반테 FMC, 그랜저 FL, 니로 FL
하반기: 투싼 FMC, 아이오닉 신차, EV2 신차, 싼타페 FL, GV 90 신차

23~24년 DPS 1,175원. 25~27년 DPS 1,175원 전망. 수익률 6.2%
현금 7.9천억원 vs. 시총 7.5천억원. 풍부한 M&A/배당 재원 대비 지나친 저평가

KOSPI	5288.08
시가총액	752십억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	20십억원
52주 최고/최저	21,850원 / 16,460원
120일 평균거래대금	26억원
외국인지분율	20.76%
주요주주	정성이 외 3 인 28.71% 롯데쇼핑 외 1 인 10.30%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.8	12.2	-2.8	3.9
상대수익률	-16.2	-10.4	-42.7	-51.8



(단위: 십억원, %)

구분	4Q24	3Q25	4Q25					1Q26		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	259	248	275	268	3.7	8.0	267	230	-0.8	-14.2
영업이익	43	51	47	46	7.2	-11.0	46	29	-2.5	-36.3
순이익	24	29	22	32	32.5	11.7	23	18	46.6	-42.8

자료: 이노션, FnGuide, 대신증권 Research Center

Results Comment

CJ CGV (079160)

효율화 마무리. 돈 버는 구간

- 4Q25 매출 6.7천억원(+14% yoy), OP 680억원(+301% yoy), 분기 최대
- 국내와 중국을 제외한 전지역/부문 19년 수준 회복 또는 역대 최고 실적
- 26년 항국 영화 신작, 헐리우드 시리즈물 위주 개봉. 효율화 마무리 단계

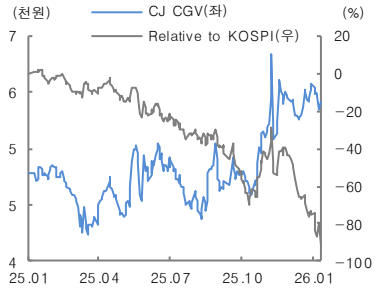
김회재

hoijae.kim@daishin.com

투자의견	BUY
	매수, 유지
6개월 목표주가	7,000
	유지
현재주가 (26.02.03)	5,980
	미디어업종

KOSPI	5288.08
시가총액	990십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	83십억원
52주 최고/최저	6,570원 / 4,330원
120일 평균거래대금	31억원
외국인지분율	5.72%
주요주주	CJ 외 1 인 50.90%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.7	21.8	18.9	19.6
상대수익률	-16.3	-2.8	-29.9	-44.5



투자의견 매수(Buy), 목표주가 7,000원 유지

국내, CGI, 튀르키예, 4DX, ONS의 12M FWD 실적을 합산한 SOTP 방식 적용

목표주가 산정을 위해 적용한 EV/EBITDA 멀티플은 15~19년 평균 대비 60% 적용. 팬데믹 이전 대비 관객수/박스오피스가 60% 수준임을 반영

향후 목표주가 상승 요인: 26년 전국 관객수 1.3억명 수준(19년 대비 관객수 60%, 박스오피스 70% 수준) 달성시, 멀티플 상향만으로도 TP 9,000원 가능

4Q25 Review: 분기 최대 이익 달성

4Q25 매출 6.7천억원(+145% yoy), OP 680억원(+301% yoy), 별도 44억원(흑전)
25년 매출 2.3조원(+16% yoy), OP 962억원(+27% yoy). 별도 -495억원(적지)
26E 매출 2.5조원(+10% yoy), OP 1.3천억원(+38% yoy), 별도 235억원(흑전)

[국내] 비중 29%. 4Q OP 44억원(흑전 / +55억원 yoy). 25년 OP -495억원(적지)
4Q25 국내는 관객수 3.1천만명(+18% yoy)으로 모처럼 활기
ATP 9,790원(+4% yoy), SPP 4,243원(+15% yoy)

적자 사이트 폐점 등 비용 효율화 진행 중이어서 이익 규모는 크지 않았지만, 27년에는 분기 3천만명 수준에서도 OP 100억원 달성 가능한 구조

26E 관객수 1.3억명(+20% yoy), 별도 OP 235억원(흑전 / +730억원 yoy)

[베트남] 비중 11%. 4Q OP 18억원(-44% yoy). 25년 OP 374억원(+42%)
역대 최대 매출/OP 달성. ATP, SPP 모두 역대 최고
로컬 영화시장 활황에 따라 투자/제작/배급 등 밸류체인 전반적인 기능 강화

[4DX] 비중 6%. 4Q OP 64억원(+7% yoy). 25년 OP 113억원(-35% yoy)
25년 매출은 역대 최고 달성. 글로벌 확장을 위한 마케팅 비용 등으로 OP는 감소
25년 글로벌 4DX, ScreenX 등 특별관 수는 1,244관으로 역대 최고
30년 매출 7.4천억언, OP 1.9천억원, OPM 26%, 특별관 2천개 향해 순항 중

26년 한국 영화 신작, 헐리우드 시리즈물 위주 개봉. 효율화 마무리 단계

26년 개봉 예정인 시리즈물은 19개. 전작 기준 관객수 합산 5.7천만명. 시리즈 최고 기준으로는 6.6천만명. 시리즈물 만으로도 26년 예상 관객수의 절반 가능

한국영화도 〈휴민트〉, 〈호프〉, 〈타짜: 벨제붑의 노래〉, 〈국제시장2〉 등 대형 신작 및 시리즈물들이 다수 등장하면서 빠른 회복세 전개 전망

(단위: 십억원, %)

구분	4Q24	3Q25	4Q25					1Q26		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	588	583	594	667	13.5	14.4	589	610	14.2	-8.6
영업이익	17	23	32	68	300.5	191.3	33	17	437.4	-74.7
순이익	-134	-30	3	-40	적지	적지	-15	-5	적지	적지

자료: CJ CGV, FnGuide, 대신증권 Research Center

Results Comment

호텔신라 (008770)

해외 공항 철수 비용 반영되며 실적 부진

- 4분기 시내점 수익성 개선 추세 지속
- 그러나 마카오 공항 철수 관련 비용 발생하며 영업적자 기록
- 2분기부터 해외 공항 적자 국내 사업장에서 커버하며 영업이익 흑전 전망

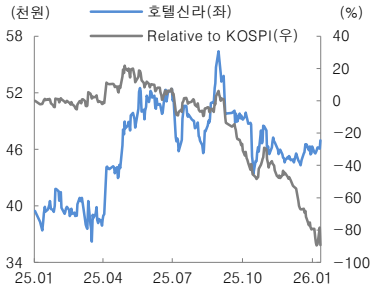
유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	60,000 유지
현재주가 (26.02.03)	46,950 유통업종

KOSPI	5288.08
시가총액	1,869십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	196십억원
52주 최고/최저	56,400원 / 36,200원
120일 평균거래대금	106억원
외국인지분율	15.00%
주요주주	삼성생명보험 외 5 인 17.34% 국민연금공단 7.02%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.1	-3.8	2.5	25.5
상대수익률	-16.0	-23.2	-39.5	-41.7



투자의견 BUY와 목표주가 60,000원 유지

투자의견 BUY와 목표주가 60,000원(26년 EV/EBITDA 15배) 유지

4분기 시내와 공항점 면세점 매출이 모두 증가했으나 해외 공항 철수와 관련된 비용들이 반영되면서 예상보다 부진한 실적 기록. 2026년은 인천공항 DF1 철수로 2분기부터 인천공항은 BEP 이상 수익 달성이 가능할 것으로 보임. 국내 공항과 달리 싱가폴 공항은 여전히 임차료가 부담으로 작용 중인데 2분기부터 싱가폴 공항 적자를 시내점과 인천공항점 손익으로 커버가 가능해지고 호텔&레저 사업부가 안정적 수익을 내면서 전사 영업이익의 흑자 기조 유지가 가능할 것으로 전망

4Q25 Review: 마카오 공항 철수 관련 비용 발생하며 부진한 실적 기록

매출액과 영업이익은 각각 1조 454억원(+10%, yoy), -41억원(적지, yoy) 기록

[TR] 매출액 증가율 yoy +11% 기록. 영업이익은 전년동기대비 적자폭이 233억원 감소하며 -206억원 기록. 그러나 4분기 TR 부문 적자가 예상 보다 컸던 이유는 마카오 공항 임차료 감면분 반영 시점이 26년 1분기로 미뤄진데다 마카오 공항 영업 중단을 앞두고 재고 처분을 위한 할인 판매가 증가하였기 때문. 시내점 영업이익률은 약 LSD~MSD%(시내점 영업이익 약 100억원 추정)로 완만하지만 개선 추세가 이어지고 있는 것으로 추정

[호텔&레저] 매출액 yoy 9% 증가, 영업이익은 yoy 3% 증가. 서울, 제주, 스테이 등 고르게 매출이 증가하며 손익 개선 흐름 지속됨

(단위: 십억원, %)

구분	4Q24	3Q25	4Q25					1Q26		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	948	1,026	960	1,045	10.3	1.9	1,026	976	0.5	-6.6
영업이익	-28	11	19	-4	적지	적전	10	-7	적지	적지
순이익	-64	-149	17	-16	적지	적지	-1	-17	적지	적지

자료: 호텔신라, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,568	3,948	4,068	3,975	4,264
영업이익	91	-5	14	103	165
세전순이익	107	-47	-230	41	114
총당기순이익	86	-62	-173	30	85
지배지분순이익	86	-62	-173	30	85
EPS	2,149	-1,538	-4,317	761	2,134
PER	30.4	NA	NA	59.8	21.3
BPS	15,212	32,108	27,981	28,933	31,261
PBR	4.3	1.1	1.7	1.6	1.5
ROE	15.0	-6.5	-14.4	2.7	7.1

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

Results Comment

한온시스템 (018880)

김귀연

gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 상향
6개월 목표주가	4,600 상향
현재주가 (26.02.03)	3,390
	자동차업종

Again 턴어라운드 프리미엄

- 4Q25 OP 당사 추정/컨센서스 대비 +20% 이상의 서프라이즈 기록
- 운영 효율화 전략 효과 본격화로 2026년 가이던스 달성 가시성 또한 높음
- ESS/데이터센터 신사업 성과 확인된다면, 타겟 밸류 재차 상향될 것

투자의견 매수로 상향, 목표주가 4,600원 상향(+64%)

한온시스템에 대한 투자의견을 BUY로 상향하고, 목표주가 4,600원으로 대폭 상향(+64%). **당사는 1) EV 캐즘에 따른 성장 불확실성, 2) 유증에 따른 지분 희석, 3) NH투자증권 실권주 오버행 우려, 4) 수익성 개선 가시성에 대해 회의적이었던 바, 보수적인 입장 유지해 왔음**. 하지만, **4Q25 실적 서프 및 2026년 사업계획 가시성 비추어 봤을 때, 턴어라운드 가시성 높다는 판단.** 이에, 이익추정과 목표배수 동반 상향함으로써 투자의견/TP 모두 상향. Target PER 13.6배는 경영진 교체에 따른 실적 개선 기대감 반영됐던 2014~15년 평균 밸류에 EV 업황 부담 감안해 20% 할인 적용. 이후, **ESS/데이터센터 신사업 성과 확인된다면, 타겟 밸류 상향 가능하다는 판단.** 턴어라운드 프리미엄에 대한 고민이 필수적인 때!

4Q25 매출 2.7조(YoY +7%, 이하 YoY), OP 912억(흑전), OPM 3.4% 시현

OP 컨센(740억)/당사 추정(655억) 상회하는 실적 서프 기록. 매출액도 HMG/VW 중심 물량 효과, 관세 보전효과로 예상 상회. 영업이익에 있어서 R&D 자산화 축소에도 불구, 1) 운영 효율화, 2) 비용 리커버리 효과로 수익성 개선된 점 긍정적. 4Q25/2025년 관세 관련 비용은 약 90% 보전받은 것으로 추정되며, 이와 같은 흐름은 2026년에도 지속될 것으로 예상. 다만 당기순익에 있어서는 미국 완성차 OE 전기차 전략 변화에 따른 손상차손 반영으로 대규모 적자(-1,9761억) 기록

2026년 본업개선 + 신사업 가시화에 따른 턴어라운드 프리미엄 예상

가이던스 매출 11조(+7%)/OP 4,500억/OPM 4%+/EBITDA 1.2조. OPM 타겟 4%+는 2025년 OPM(2.5%) 대비 +1.5% 이상 개선된 수치. 마진 개선의 핵심은 원재료 절감. 경영진 교체 이후 1) 소싱 효율화/단가 비딩 등 통해 원가 절감 지속하고 있고, 2) 알루미늄 가격 하락세 감안 시, 타겟 수익성 달성 가능할 것. 특히, 이는 4Q25 반영된 고객사 R&D자산 손상차손 회수는 포함되지 않은 수치로, 1H26 해당 회수 규모 가시화에 따라 초과 달성 가능성도 열려 있다고 판단

동사는 1) ESS 열관리 솔루션, 2) 데이터센터 액체 냉각 시스템, 3) 애프터마켓 사업 확대 추진 중. 애프터마켓 사업 관련해서는 2026년 가시적인 성과 확인될 것으로 예상되며, ESS/데이터센터 사업은 기대 모멘텀으로 작용 가능할 가능성 높다는 판단

추가로, 주가 우려 요인 중 하나였던 NH투자증권의 유증 실권주(7,136만주/7%)에 있어서 상당부분 해소 된것으로 파악되는 바, 오버행 우려 또한 제한적이라 판단

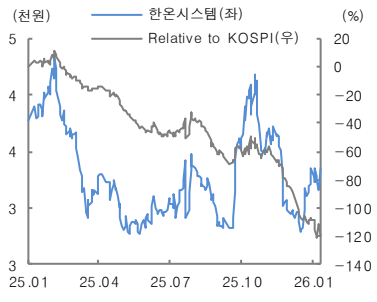
(단위: 십억원, %)

구분	4Q24	3Q25	4Q25					1Q26		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,536	2,706	2,585	2,703	6.6	-0.1	2,649	2,743	4.8	1.5
영업이익	-138	95	65	91	흑전	-4.3	74	100	374.0	9.5
순이익	-316	55	45	-196	적지	적전	28	32	흑전	흑전

자료: 한온시스템, FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI	5288.08
시가총액	3,479십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	137십억원
52주 최고/최저	4,434원 / 2,775원
120일 평균거래대금	148억원
외국인지분율	9.23%
주요주주	한국타이어앤테크놀로지 외 11 인 51.09% NH투자증권 6.95%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.5	-16.3	15.4	-12.1
상대수익률	-5.9	-33.1	-31.9	-59.2



Results Comment

SNT모티브 (064960)

신사업(로봇/방산)이 관건!

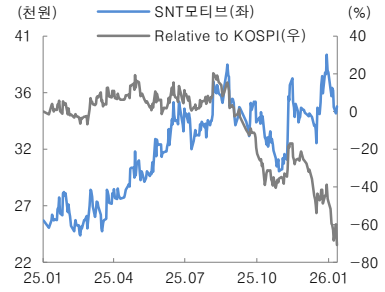
김귀연

gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	49,000 하향
현재주가 (26.02.03)	35,100 자동차업종

KOSPI	5288.08
시가총액	932십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	133십억원
52주 최고/최저	39,450원 / 24,250원
120일 평균거래대금	33억원
외국인지분율	17.80%
주요주주	SNT홀딩스 외 1 인 46.29% 국민연금공단 8.41%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.6	8.0	11.4	37.6
상대수익률	-16.4	-13.8	-34.3	-36.1



- 2026년 실적 안정세/로봇 액츄에이터/저위험 소총 사업기대 유효
- 4Q25 국내 물량 감소로 예상대비 매출/OP 부진했으나, 수익성은 견조
- 26년 HEV 시동모터/오일펌프 공급/중동향 방산 매출 중심 성장 예상

투자의견 매수, 목표주가 49,000원 하향(-4%)

TP 4.9만원은 2026년 EPS 3,908원에 Target PER 12.5배(성장 부각된 2019년 밸류에 10% 할인) 적용. 2026년 1) HEV모터/오일펌프 중심 성장, 2) 로봇 액츄에이터 사업 가시화, 3) 저위험 소총 공급에 따른 모멘텀 지속될 것

26년 결산 배당 1,700원(결산 분기배당 400원)으로 배당성향 58% 기록. 26년에도 SNT 그룹사의 기조에 따라 우호적인 주주환원정책 지속될 것. 26년 YTD 주가수익률 +2%로 코스피(+26%)/자동차 업종(+36%) 대비 부진. 로봇 액츄에이터 사업성 우려 반영된 영향이라 판단. 그룹사의 로봇 사업 추진 => 액츄에이터 공급 가능성 감안 시, 모멘텀 여전히 유효하다 판단. 모터/방산 신사업 가시화에 따른 주가 리레이팅 예상

4Q25 매출 2,916억(YoY +2%, 이하 YoY), OP 309억(+7%), OPM 10.6%

OP 컨센(320억)/당사 추정(361억) 소폭 하회. 국내 고객사의 물량감소 영향 부정적이었으나, 안정적인 비용구조와 사업믹스/환율 효과로 양호한 수익성(OPM 11%) 기록한 점 긍정적이라 판단. 3Q25 미국법인 초기비용 증가/고객 파업 영향으로 수익성 둔화된 이후, QoQ 개선세 또한 명확

2026년 매출 1조 899억원(YoY +8%), OP 1,111억(+8%), OPM 10.2% 전망

1) HEV 시동모터 물량 증가, 2) HMG향 O/P 공급, 3) 중동향 방산 수출 확대로 양호한 실적 개선세 전망. 26년은 동사 액츄에이터+인버터 기반기술 바탕으로 로봇 전방 확대 기대. 저위험 소총의 경찰청 초기 납품 시작됨에 따라 방산 신규 성장 모멘텀 또한 부각 가능성 존재. 미국 중심 해외 수출 가시성 확대된다면, 방산 사업발 리레이팅 예상

(단위: 십억원, %)

구분	4Q24	3Q25	4Q25					1Q26		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consen	당사추정	YoY	QoQ
매출액	286	231	335	292	2.0	26.2	306	237	4.7	-18.7
영업이익	29	22	36	30	4.0	37.2	32	23	1.2	-22.8
순이익	33	21	40	16	-52.7	-26.2	31	25	19.0	61.3

자료: SNT모티브, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,136	969	1,006	1,090	1,168
영업이익	117	98	102	111	123
세전순이익	114	132	98	136	148
총당기순이익	87	104	72	104	113
지배지분순이익	87	104	72	104	113
EPS	3,277	3,932	2,729	3,908	4,251
PER	7.3	5.6	12.6	8.8	8.1
BPS	35,543	37,106	41,312	43,696	46,827
PBR	0.7	0.6	0.8	0.8	0.7
ROE	9.5	10.8	7.0	9.2	9.4

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

게임

프로젝트 지니로 게임주 투심 악화 불필요

이지은 jeeeun.lee@daishin.com

2026.02.04

- **프로젝트 지니 공개로 AI의 게임 엔진, 개발사 대체 우려가 부각되며 국내외 게임주 단기 조정. 단, 기술 성숙도, 적용 범위 아직 제한적**
- **실제 게임 개발은 기획, 아트, 운영 등 복합 역량이 핵심. AI는 개발사 대체보다는 게임 개발 생산성에 기여하는 도구로 판단**
- **또한, AI는 유저 수용성이 관건. 유저들이 받아들여야만 경쟁력 있는 기술. 프로젝트 지니를 이유로 국내 게임 산업 투자심리 악화 불필요**

프로젝트 지니 공개로, 글로벌 게임사들 주가 조정 및 국내 게임사들 주가 약세

- 구글 딥마인드의 '프로젝트 지니' 공개 이후, AI가 게임 엔진 및 기존 게임사들의 개발 구조를 구조적으로 위협할 수 있다는 우려가 부각되며 글로벌 게임 엔진, 플랫폼 기업 주가 급락. 시장은 게임 엔진 없이도 AI가 게임을 직접 생성하는 시대로의 전환 가능성을 반영하며 민감하게 반응한 것으로 판단. '프로젝트 지니' 공개 당일 유니티 -24.22%, Take-Two Interactive -7.93%, 로블록스 -13.17% 하락. 이에 국내를 비롯한 중국, 일본 게임주들의 주가 역시 2월 첫 이틀간 약세를 보임

- '프로젝트 지니'는 텍스트 또는 이미지 입력만으로 실시간 상호작용이 가능한, 3D 가상세계를 생성하는 AI이며, 지니3(월드 생성), 나노 바나나 프로(이미지 생성), 제미나이(LLM)의 기술이 통합된 AI. 사용자는 가상세계를 생성한 이후, 키보드 조작을 통해 생성된 가상세계를 즉시 탐험 가능. 현재 연구용 프로토타입 단계로, 미국 내 구글 AI Ultra 구독자(월 $250)에 한해 제한적 제공. 또한 아직 1회의 체험 세션은 60초로 제한되어 있으며, 멀티플레이어 기능 등은 구현되지 않음. 구글 딥마인드는 해당 기술을 AI 에이전트 훈련, 컨텐츠 제작, 게임 개발 등에 활용 가능하다고 소개. 이 지점에서 시장은 게임 엔진 및 기존 게임 개발사의 역할과 필요성이 약화될 수 있다는 시나리오를 우려한 것으로 판단

- 현재 글로벌 게임 시장에서 제작되는 게임의 약 80%가 언리얼 엔진과 유니티 기반으로 개발되고 있는데, 게임 개발은 단순히 3차원의 가상 공간이나 게임 플레이 환경을 구현하는 것만으로 완결되지 않음. 실제 하나의 게임이 안정적으로 운영되기까지는 '아이디어 구상(장르, 게임플레이 방식, 세계관, 스토리 등 설계) → 프로토타이핑(초기 시제품 테스트) → 아트 제작, 프로그래밍, 사운드 디자인, 시스템 설계 → 테스트(QA, 밸런싱, 출시 준비 등) → 출시 후 라이브 운영(업데이트, 패치, 커뮤니티 관리, 이벤트 운영 등)'의 복합적인 단계를 거침. 특히 MMORPG 등 다수의 이용자가 동시에 플레이하는 대규모 장르의 경우, 컨텐츠 운영 노하우와 장기 라이브 서비스 경험이 핵심 경쟁력으로 작용. **AI는 게임 개발 기간 단축 및 비용 구조 개선 등 게임 개발 생산성 향상에는 기여할 수 있으나, 게임 개발사 자체를 대체하는 단계로 이어질 가능성은 낮은 것으로 판단.** 오히려 AI는 게임 개발 속도를 가속화하고, 보다 실험적이고 다양한 컨텐츠 제작을 가능하게 하는 촉매제 역할에 가까운 것으로 판단. 실제로 국내 게임사 중에서는 시프트업, 더블유게임즈 등 이미 AI를 게임 개발에 적극 활용하며 생산성 개선 효과를 체감 중

게임 산업에서 AI는, 유저들에게 받아들여질 때만 경쟁력있는 기술

- 게임 흥행에는 여러가지 요소가 복합적으로 작용. 강력한 IP 파워, 세계관 외에 스타 프로듀서, 개발진에 대한 팬덤이 게임 흥행 요소로 작용하기도 함. 뿐만 아니라, 아트, 연출, 사운드 등 전반적인 완성도와 게임 개발의 '정성'에 대한 감성적인 부분도 흥행 요인으로 작용. **AI 활용이 개발 효율화를 넘어 게임 개발사의 '편의적 선택' 혹은 '성의 없음'으로 인식될 경우, 유저 반발로 이어질 가능성이 높다는 점이 최근 실제 사례를 통해 다수 확인되고 있음**

- AI활용에 대한 실제 반발 사례
  - 넥슨 〈아크 레이더스〉. 게임 내 음성에 AI를 활용한 방식이 유저들 사이에서 '성의 부족'으로 인식. 영국 게임 전문 매체 유로게이머는 음성 AI 사용을 단점으로 지적하며 혹평. 이에 넥슨은 신속한 서비스 제공을 위한 선택으로 설명한 바 있음
  - 스마일게이트 〈카오스 제로 나이트메어〉. 출시 전부터 일부 캐릭터 일러스트 및 인게임 아트의 퀄리티 저하, 인체 구조의 부자연

ISSUE COMMENT

▶ Compliance Notice

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