하나증권 리서치센터 Morning Brief

하루에 하나

2026.2.23

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

1,446.60원 (+1.10원)

KOSPI

5,808.53 (+131.28, +2.31%)

KOSDAQ

1,154.00(-6.71, -0.58%)

국고채 10년 금리

3.540(-0.048%p)

Special Report

글로벌 우주 산업	별빛 아래의 전쟁, 우주경제 확장과 우주 패권의 재편 [김재임 한유건]

Global Asset Strategy

화수분전략	유동성 전환기, 주도 업종을 고르는 법 [이재만]
김경환의 China Weekly	중국 투자는 보험사 포트폴리오에 답이 있다 [김경환]
Issue Breaker	미 연방대법원 트럼프 관세 판결에 따른 영향 [김두언, 박준우, 허성우]
해외 크레딧	블루아울 OBDC II 환매 중단의 의미 [이영주]
해외 크레딧	Meta와 Hyperion, 그리고 신용시장 [이영주]
하나채권	[2월 금통위 프리뷰] 환율보다 펀더멘털 [박준우]
해외채권	미 대법원 판결은 브라질에게 호재 [허성우]

기업분석

SK이노베이션	더 이상 정유 Up-Cycle에서 소외되지 않는다 [윤재성]
서부T&D	사상 최대 호텔 이익과 개발 가시화 [이기훈]
현대코퍼레이션	2026년에도 지속될 실적 성장 [유재선]
디케이티	실적은 OLED·Auto, 멀티플은 로봇에서 [권태우]
엔알비	모듈러로 아파트 빨리 만듭시다 [박찬솔]
에이유브랜즈	26년 유통망 확장 효과 나타난다 [박찬솔]
대한항공	본업/부업 모두 업사이드 크다 [안도현]

Weekly

은행	저PBR 중소형은행들의 상대적 강세 지속 [최정욱]
철강금속	미국의 관세 정책 변화, 철강 시장 영향 제한적 [박성봉]
반도체 및 소부장	Nvidia 실적보다 중요한 메모리 가격 [김록호]
에너지/화학	단기 원유/석유제품 가격 상방 압력 [윤재성]
음식료/담배	자사주 점검 + 카카오 하락 [심은주]
2차전지	상호관세 위법 판결이 배터리 산업에 미치는 영향 [김현수]

글로벌리서치

Tech&Stock Weekly	팔로알토, M&A 영향과 보수적 가이던스 [김재임, 김시현]
미국 에너지	원자력 업데이트 #1: 우라늄 [김시현]
록히드마틴	전투기 뿐만 아니라 미사일도 수요 확장 국면 진입 [채운샘]

단기투자유망종목

삼성전자, KB금융, SK이노베이션, 삼성증권, 대한항공, 아이에스동서, 에코프로비엠, 쏠리드, 하림지주, 시지메드텍

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

www.hanafn.com

하나증권

2026년 2월 23일 | Global Asset Research

화수분전략

유동성 전환기, 주도 업종을 고르는 법

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

미국 M2 증가율의 상승세 유지와 금 가격 반등은 유동성 확장 기조에 대한 유효성을 뒷받침하면서 Non M7 중심의 주가 상승의 순환매 현상이 나타나고 있다. S&P500 동일가중지수는 YTD 6% 상승하며 S&P500지수(0.9%) 대비 높은 수익률을 기록 중이다.

한편 미국 하이일드 Tech 섹터의 신용스프레드가 최근 2024년 이후 최고치인 433bp를 정점으로 전주 하락 전환했다. S&P500 소프트웨어 업종 12개월 예상 PER은 21.9배까지 급락하며 2016년 이후 하단(21.6배)에 근접해 있다. 소프트웨어 업종 내 하이퀄리티 기업으로 선별적인 저가 매수세 유입될 가능성이 높아 보인다.

미국 증시 투자전략 아이디어는 S&P500 기업 중 1월과 2월 모두 10% 이상의 주가 수익률을 기록하고 있는 ① 캐터필라는 이익 증가율 턴어라운드와 2026년 M7보다 순이익 증가율이 높을 것으로 예상되는 기업이다. ② 어플라이드 머티어리얼즈는 순이익 증가율의 절대 수준이 높지는 않지만, 2024~26년까지 꾸준히 증가율이 높아질 것으로 예상되는 기업이다(각 유사 패턴 기업은 도표 9 참고).

한편 ③ S&P500 소프트웨어 기업들 중에서는 매출액 대비 FCF 비율이 상대적으로 높고, 고점 대비 현재 PER 하락 폭이 상대적으로 큰 기업들은 저가 매수세 유입 관점으로 접근이 가능해 보인다(알파벳, 마이크로소프트, 팔란티어 등).

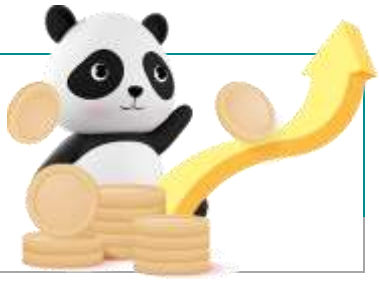
국내 증시는 트럼프 대통령이 발표한 기존 상호 관세 부과에 대한 대법원의 위법 판결과 판결 이후 글로벌 관세 10%(최대 15%) 부과 발표로 인해 정책 불확실성이 높아졌다.

그러나 국내외 유동성 증가를 감안 시 국내 증시의 추가적인 지수 상승 여력은 여전히 높아 보인다. 코스피는 이익 증가를 기반(YTD 38% 상승: PER -1%+EPS 39%. 2월 이후 PER도 상승 반전)으로, 코스닥은 정부의 활성화 정책을 바탕으로 코스피와의 수익률 격차 축소(현재 코스닥과 코스피간 12개월 누적 수익률 격차 -42% 2003년 이후 최저, 평균 -5%로 수렴 시 37% 기대 수익률)를 기반으로 유동성 유입 기대도 유효하다고 판단된다.

유동성 유입의 모멘텀이 있다면, 미국 성장률 부진을 감안 시 미국 장기 국채금리 하락과 이를 기반으로 한 달러 약세에 대한 기대가 될 수 있다. 지난 주 관세 이슈가 부각되면서 미국 10년물 국채금리와 달러인덱스가 소폭 반등했지만, 애틀란타 연은의 GDPNow가 1월 5.4%를 고점으로 현재 3.1%까지 낮아졌다는 점을 감안 시 장기 국채금리 하락과 달러 약세 가능성을 고려할 필요가 있다.

국내 증시 투자전략 아이디어는 미국 10년물 국채금리와 달러인덱스 하락 시 국내 증시 업종별 주가 수익률이 높았던 업종 비중 확대 전략이다. 특히 두 지표 하락 시 PER 상승률이 높았던 업종은 유동성 유입을 기반으로 밸류에이션 리레이팅 가능성(단기 주가 상승 탄력 높음)도 높아질 수 있다. ① 금리 하락과 달러 약세로 인한 주가와 PER 상승 민감도는 반도체가 높다. ② 금리 하락은 기계, 화학, 하드웨어 업종, ③ 달러 약세에는 조선, 증권, 지주/방산, 건강관리, 철강 업종의 PER 상승 민감도가 높다는 특징이 있다.

김경환의 China Weekly



HANA Global Weekly | 2026.2.23

중국/신흥국 투자전략 김경환 khstyle11@hanafn.com
중국 분석 김성은 seongeunk@hanafn.com

중국 투자는 보험사 포트폴리오에 답이 있다

- **중국 증시의 '주포'로 등장한 보험사, 전 국가적 '주식 로테이션' 시대에 투자를 주도 :** 중국 수뇌부가 2024년 하반기 이후 주식시장 활용법의 대전환을 선언한 이래 가계 자산의 리밸런싱과 보험사의 적극적인 주식 편입이 주식시장의 신규 자금 유입을 주도하고 있다. 중장기적으로 중국 증시의 수급을 낙관하는 근거에는 거시적인 관점에서 가계의 탈(脫) 부동산-예금과 구조적인 주식 투자 확대가 배경이라면(2026년 도시 주택 시총과 금융자산 역전), 실제 투자 관점에서는 중국 보험사가 주도하는 구조적인 투자 확대가 핵심이다. 실제로 2024년 하반기 이후 중국 증시에 순유입된 투자 자금의 40% 이상이 보험계 자금이며, 투자 포트폴리오 측면에서도 단순 배당주를 넘어서 홍콩, 테크(과창판), 선진제조(창업판) 등 투자를 확대하며 시장을 주도하고 있다. 결국, 국내외 투자자 관점에서 향후 중국 증시의 방향성(수급)과 기관 트렌드(포트폴리오)를 평가하기 위해서는 보험계 자금에 대한 이해와 모니터링이 필수적이다. 우리는 중국 보험계 자금의 주식 투자 확대 배경과 포트폴리오 및 향후 전망을 제시한다.
- **왜 큰 손인가? :** 2025년 3/4분기말 기준 중국 보험사의 자산 운용 규모는 약 37.5조위안으로 주요 기관 중 최대이다. 이 중 주식 직접 투자 규모는 약 3.6조위안으로 전체 운용 자산의 10%, 주식과 펀드 합계 규모는 전체의 16%로 2023년 말의 각 7%와 12%대 비중에서 급등하며 역대 최고치를 계속 경신하고 있다. 2025년 중국 증시에서 보험사의 신규 순투자(투자 잔액에서 주가 상승분 제외) 규모는 약 1.19조위안으로 전체 시장 순유입 규모(당사 추정)인 2.1조위안의 50%를 상회한다. 또한, 우리는 2025년 홍콩 증시에서 사상 최고치를 경신한 강구퉁(본토) 순매수 총액에서 보험계 자금의 기여율이 최대 40%로 추정하고 있다.
- 이러한 투자 확대는 2025년 이후 보험사의 주식 투자 여건을 제도적으로 완화하는 정책 방향성과 저금리 환경이 자리잡고 있다. 구체적으로 ①당국은 2025년부터 국유 보험사에 대해 연간 신규 보험료 수입의 30%를 중국 증시에 투자할 것을 명령(2025년 1/4분기), ②장기 투자 시범 규모 확대(2025년 연중), ③주식투자 리스크 계수 평균 10%이상 인하(CSI300/배당주/과창판)와 지분형 자산 감독 비율 요구 완화 및 범위 확대(2025년 4/4분기) 등 정책이 효과를 발휘하고 있다.
- **왜 계속 투자를 확대할까? :** 우리는 이러한 정책 방향성과 중국내 자산 배분 환경 변화(저금리와 탈예금) 및 보험 업계의 순투자 수익률의 제고 필요성 등에 따라 2026년 이후에도 중국 보험계 자금의 주식 투자 규모는 계속 확대될 것으로 예상한다. 당사 추정 방식(신규 원수 보험료의 30% 주식 투자)과 중국 증권사 보험 담당자의 추정 방식(주식 운용 비중 매년 1%p 상승)을 종합할 때, 향후 2년간 보험계 자금의 신규 주식 투자 규모는 각 2026년 최대 1.2조위안, 2027년 1.4조위안이 예상된다. 향후 2년간 상대적인 저금리 환경과 대규모 은행 적금의 만기 도래(약 50조위안)를 감안할 때 주식 투자 비중은 더 상승할 수 있다.
- **어떻게 투자 할까? :** 중국 보험사의 투자 포트폴리오는 공모 펀드 대비 공개 범위가 제한적이다. 다만, 주식 편입 통계는 당국이 발표하는 '자산운용잔액 변동'과 '보험 기관의 장부가치 변동' 등을 통해 확인하고, 투자 방향성은 분기마다 발표되는 업종 편입 비중 추이와 상장 지수/업종/테마 ETF의 정보 등을 통해 직간접적으로 확인이 가능하다. 통계 확인이 대체로 1-3개월 후행하고 있으나 최근 2년간 보험계 자금의 선제적인 변화가 공개 시점 이후 3-6개월까지 영향을 주고 있다는 점에서 의미가 크다.
- 2024년 하반기 이후 보험계 자금은 큰 틀에서 '바벨형 전략'(배당-기술주)을 유지하고 있으며, 배당주(금융/국유/홍콩)를 기본으로 전자, 통신, 방산, 제약바이오, 전력장비, 비철금속 등 테크/AI 및 첨단제조 분야를 구조적으로 확대하고 있다. 분기별로 보면 배당주와 기술주 양극단에서 미세조정을 유지하고, 대형지수(CSI300/A50)를 일부 축소하고 과창판(반도체)과 창업판(첨단제조) 및 특정 업종 ETF(전자/바이오/소비) 투자 비중을 확대하고 있다. 이는 동기간 중국 증시의 이익 구조 및 시총 변화에도 부합한다.
- **2026년 어디에 투자 할까? :** 중국 투자자들은 보험계 자금의 동향과 향후 투자 방향을 거래소 공시를 통해 공식 집계되는 '기관 투자자 기업 탐방 통계(보험사/운용사/연기금)'를 통해 간접적으로 확인하고 있다. 참고로 1월 1일-2월 5일 기준 보험사 및 관련 운용사의 상장기업 탐방/미팅 횟수는 총 987건이며, 창업판과 과창판 편입 기업이 433건으로 전년동기비 20% 급증했다. 탐방 상위 업종은 반도체(장비/소재), AI응용, 항공우주, 혁신의약, 광통신, 은행 등 비중이 높았다. 이는 상반기 고배당주 비중을 다시 상향할 가능성을 암시하는 가운데, 전인대 이후 15차 5개년 계획 관련 산업 정책에 대한 배팅 가능성을 동시에 시사하고 있다.

2026년 2월 23일 | Global Asset Research

Issue Breaker

미 연방대법원 트럼프 관세 판결에 따른 영향

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.

국내외 주식시황 김두언 kimdooun@hanafn.com
채권전략 박준우, CFA junoopark@hanafn.com
해외채권 연구원 하성우 deanheo@hanafn.com

(결론적으로) 경제적 상·하방 요인이 상존하나, 금융시장은 **관세구조 재편에 따른 트럼프 행정부의 신중모드 전환 가능성이 위험 선호 심리를 이어가는 요인**으로 작용할 전망이다. **주식시장은 실효관세율 하락, 관세 판결 불확실성 해소가 긍정적**으로 작용하며 하급법원으로 위임된 **관세 환급 이슈는 업사이드 리스크(upside risk)로 작용**할 전망이다. **채권시장은 관세 수입 감소에 따른 재정적자 리스크 확대, 관세의 성장률 악영향 완화 등이 금리 상승 요인으로 작용**할 전망이다. 다만 관세 재부과와 완만한 성장률 둔화 추세 등을 고려하면 **미국 국채 10년 금리는 추세 상승보다 4.1% 수준에서 안정될 것**으로 예상한다.

주식시장은 ①실효관세율 하락 ②'플랜B' 착수에 따른 관세 이연 효과 ③관세 환급 가능성에 따른 기업 실적 개선 등이 상승 요인으로 작용할 전망이다.

첫째, 실효관세율 하락 가능성이 있다. 연방대법원의 국제비상경제권한법(IEEPA)에 따른 트럼프 대통령의 상호관세 및 펜타닐 관세 부과 위법 판결 직후, 트럼프 대통령은 무역법 제122조에 의거하여 글로벌 관세를 최고 세율인 15%로 인상했다. 무역법에 근거하여 전 품목 관세 부과로 이어진다면, 실효관세율은 오히려 상승 가능성이 있다. 하지만 기존에 제외되었던 품목 관세 면제가 유지될 경우, 실효세율은 1.5%p 내외 하락이 예상되고 가능성이 높다. 이미 백악관은 미국 내에서 생산이 어려운 천연자원 등 특정 핵심 광물과 의약품 그리고 특정 전자제품, 승용차, 특정 항공우주 제품 등을 관세 적용 제외 품목으로 공개했다.

둘째, 관세 부과 이연 효과가 있다. 의회 승인에 따라 관세 부과 시기가 연장될 수 있으나, 트럼프 대통령이 즉시 조치한 무역법 제122조는 최대 150일이 부과기간이다. 즉, 종료 시점에 플랜B로 거론되는 무역법 제301조, 제201조, 관세법 제338조, 무역확장법 제232조 등 새로운 조치가 부과되기에는 11월 중간선거를 3개월 남긴 시점이라는 점에서 가능성이 낮다. 또한 무역법 제301조 적용을 위한 USTR의 조사 착수 등 실제 부과되기까지 절대적 시간이 소요된다. 이 모든 것들을 감안하여 트럼프 행정부가 동시 다발적으로 플랜B를 전부 가동 시키지 않는다면, 관세 부과 이연 효과가 나타날 것이다. 표적 관세 부과가 가능하고 관세율 상한이 없는 무역법 301조와 광범위한 관세 부과가 가능한 무역법 제122조 등을 모두 합친 무역확장법 제232조가 지난 2018년과 2019년 트럼프 1기와 같이 발동될 지가 관전 포인트이다.

셋째, 관세환급은 장기적 관점에서 바라볼 옵션이나, 환급 된다면 기업 실적에 단기 개선 요인이고 환급 안된다 하더라도 지금의 상황에서 크게 바뀔 것이 없다. 연방대법원은 관

세환급에 관해서는 판결을 유보하고 하급법원으로 위임했다는 것 자체만으로도 장기적 관점에서 바라볼 필요가 있다. 환급 대상, 금액, 적용 시점 등 다방면에서의 이견과 변수가 난무하다. 관세환급이 현실화되더라도 지급 방법과 경로도 불투명하다. 즉, 기업 실적 측면에서는 되면 좋고 안된다 하더라도 크게 달라질 것이 없다는 점에서 업사이드 리스크 요인이다.

경험적으로 금융시장은 드러난 악재에 둔감하며 새로운 기회를 찾는다. 앞으로 주목할 점은 글로벌 경기의 바로미터인 미국 경기(펀더멘털)와 중간선거를 앞둔 트럼프 행정부가 추세적 지지율 하락을 탈피하기 위해 미국 내부의 관심을 미국 외부로 돌릴 가능성이다. 유가 상승을 견인하고 있는 이란발 이슈와 4월초 예정된 중국 정상회담 등을 주목할 시점이다.

펀더멘털 측면에서 미국 4Q GDP 부진 등 표면적으로 미국 경제가 둔화되고 있다고 인식하고 있다. 하지만 이번 4Q GDP는 수치 이면에 있는 내용을 볼 수 있어야 한다. 1.4%(연율) 성장을 기록한 4Q GDP 속보치는 최장기간(43일) 지속된 셧다운을 감안하여 판단할 필요가 있다. 일시적 요인을 배제하면 잠재 성장률 이상의 준수한 성장이라고 판단된다. 4Q GDP 성장 기여도를 보면 정부 부분이 -0.9%p를 기록했다. 셧다운 이슈는 일단락 되었고 연초 들어 미국 소비심리가 반등세를 보이고 있다. AI 혁명은 생산성 제고로 이어지고 있다. 2026년 미국 경제는 2%대 중후반의 성장추세로 복귀가 예상된다.

금융시장은 불확실성 확대 구간에 돌입한 것으로 판단하나, 이 역시 트럼프 행정부 시기 불확실성은 뉴노멀이라는 점에서 위험 선호 심리는 지속될 전망이다. 재정 지출 확대로 인한 재정 부담과 트럼프 관세 행정명령 등이 이어질 수록 미국 달러화 약세 압력으로 작용할 것이다. 이는 글로벌 자산배분 차원에서 탈미국 선호로 이어지며 아시아 증시로 자금 이동 가능성을 높일 유인이다. 아시아 중에서도 AI 혁명과 공급망 재편 등으로 절대적 공급부족과 실적 개선이 이어지고 있는 (1) 메모리 반도체 산업과 (2) 상법 3차 개정 등 정부 정책 기대 (3) 그리고 부동산에서 동산으로 가계 포트폴리오의 대전환이 일고 있는 한국 주식에 대한 유인이 이어질 전망이다. 미국 증시가 한국 증시에 선행지표로 수년간 이어져 왔던 틀이 조금씩 바뀌고 있는 시점이다.

채권시장은 IEEPA 위법 판결 영향으로 미국 국채 10년 금리가 일시적으로 상승한 이후 4.10% 수준에서 안정될 전망이다.

대법원의 IEEPA 관세 위법 판결 이후 미국 국채 10년 금리는 장중 4.10% 수준까지 4bp 가량 상승 후 4.08%로 마감했다. 단기적으로 금리 상승 압력이 예상된다. 주된 이유는 (1) IEEPA 관세보다 강력한 관세 부과가 현실적으로 어렵기 때문이다. The Budget Lab에 따르면, 무역법 제122조를 활용하여 15% 관세율을 적용하더라도 IEEPA 관세가 부과되는 경우보다 실효 관세율이 1.5%p 가량 낮을 것으로 예상된다.

이는 (2) 관세 수입 감소에 따른 재정적자 우려, 그리고 (3) 기업 이익 및 가계소비 여력 개선 기대를 높이는 요인이다. IEEPA 관세로 관세 수입이 더 이상 걷히지 않을 경우 향후 10년 동안 관세 수입은 1조 달러 이상 감소할 것으로 예상되며, 122조 관세를 부과하더라

도 관세 수입 감소는 불가피하다 (Tax Foundation은 2/20까지 IEEPA 관세 수입이 $160bn 이상이며 향후 10년 동안 $1.4조 달러일 것으로 추정). 한편 성장률 관점에서는 실효 관세율이 낮아지면서 관세의 악영향 (IEEPA는 약 -0.3% 효과)이 완화될 것으로 예상된다.

다만 금리 상승 폭과 기간은 제한적일 전망이다. 미국 국채 10년 금리는 4.1% 수준에서 안정될 것이다. 첫번째 이유로 (1) 다른 법적 근거를 활용해 관세를 추가로 부과할 위험이 상존한다. 트럼프 대통령은 이미 122조에 근거해 15% 관세율을 부과하겠다고 발표했고, 이후 무역확장법 232조 등을 활용해 추가 관세 가능성도 남아있다.

(2) 재정적자 리스크는 이미 상수였다. 트럼프는 관세 수입을 올해 국민들에게 약 $2,000씩 지급하는 rebate check 정책을 공언해왔다. 트럼프는 관세 수입을 통해 재정적자를 축소하는 것이 아니라, 이를 기반으로 가계 지원, 국방비 등 재정지출을 추가로 늘리는 정책을 추구해왔다. 따라서 관세율 1~2%p 변화가 시장의 재정적자 전망에 유의미한 변화를 주지는 못할 것이다. 그리고 이번 대법원의 판결에서 기존에 거둬들인 관세 수입을 수입업체 등 관세 납부자에게 환급해야 하는지 여부는 결정되지 않았다. 설령 환급 결정이 내려지더라도 기업의 신청, 정부의 불복, 그리고 법적 분쟁 과정까지 고려하면 관세 수입 환급을 우려할 시점은 아니다.

마지막으로 (3) 완만한 성장률 둔화 추세로 기준금리 인하 사이클은 유효하다. 지난주 발표된 4Q25 GDP는 전기비 연율 +1.4%로 컨센서스를 하회했고, 민간소비와 투자의 증가율은 전기비 연율 2.4%로 2, 3분기(2.9%)보다 낮아졌다. 미국 성장률이 완만한 둔화 추세에 위치해 인하 사이클이 지속될 전망이며, 이는 국채 금리의 추세 상승 리스크를 낮추는 요인이다.

2026년 2월 23일 | Global Asset Research

해외 크레딧

블루아울 OBDC II 환매 중단의 의미

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

19일 발표한 핵심 변경 사항

2월 19일(미국시간) 블루아울 (Blue Owl Capital)은 소매 투자자 대상 사모신용 펀드인 OBDC Ⅱ의 분기별 정기 환매 (quarterly tender offer) 프로그램을 종료하겠다고 공식 발표했다. 기존에는 분기마다 NAV의 약 5% 한도 내에서 환매 신청을 받을 수 있었고, 신청 규모가 이를 초과할 경우 비례배분 (prorata) 방식으로 일부만 지급해왔다.

그러나 앞으로는 투자자 요청 기반의 정기 환매 창구를 운영하지 않고, 자산 매각·대출 상환·이자 유입 등 실제 현금이 발생할 때 이를 재원으로 분기별 자본 반환 (returns of capital) 방식으로 전환하겠다는 설명이다. 회사는 첫 단계로 OBDC Ⅱ NAV의 약 30%를 45일 이내에 전 투자자에게 비례 방식으로 지급할 계획이라고 밝혔다. 이는 환매를 전면 금지한 조치는 아니지만, 투자자가 분기마다 일정 한도 내에서 예측 가능하게 자금을 회수할 수 있었던 기존 구조는 사실상 종료된 것이다.

이미 진행되었던 환매 압력

이번 결정은 갑작스러운 조치라기보다 2024년부터 이어진 환매 압력의 연장선에 있다. OBDC Ⅱ는 지난해부터 분기별 환매 신청이 점진적으로 증가했고, 일부 분기에서는 NAV의 5% 한도를 초과하면서 비례배분이 적용되었다. 투자자들이 신청 금액 전액을 돌려받지 못하는 상황이 반복되었고, 이러한 경험이 누적되면서 유동성에 대한 우려가 커졌다.

2025년 하반기에는 환매 신청 규모가 더욱 빠르게 늘었고, 정기 환매 구조는 형식적으로 유지되고 있었지만 실제 체감 유동성은 낮아진 상태였다. 블루아울은 이와 병행해 3개 펀드에서 총 14억 달러 규모의 대출 포트폴리오를 기관 투자자에게 매각했으며, 이 중 약 6억 달러가 OBDC Ⅱ 관련 자산이었다. 매각 가격은 PAR 99.7%(2월 12일 기준) 수준으로 NAV에 즉각적인 손상이 발생한 것은 아니었다.

다만 환매 대응을 위해 실제 자산을 처분해야 했다는 점은 펀드 내부의 유동성 부담이 이미 현실화되어 있었음을 보여준다. 과거 검토되었던 상장 BDC와의 합병을 통한 유동성 확보 방안도 실행되지 못하면서, 블루아울은 펀드 차원에서 환매 구조를 조정하는 선택을 한 것이다.

사모대출 시장에 내리는 시사점

OBDC Ⅱ의 주요 자산은 중견·중소기업 대상 직접대출로, 대부분 비상장·장기 구조이며 2차 시장 유동성이 제한적이다. 이러한 자산은 상장 채권처럼 즉시 대량 매각이 어렵다. 분기별 환매 조건은 평시에는 문제가 되지 않지만, 환매 신청이 반복적으로 한도를 초과하는 순간 자산의 만기 구조와 투자자의 현금 회수 기대 사이의 차이가 드러난다.

이번 사례는 자산 가격 급락이나 대규모 부실에서 비롯된 사건은 아니다. 그러나 비유동 자산에 단기 환매 조건을 붙여 판매해온 리테일형 사모신용 구조가 환매 증가 국면에서 어

떻게 압박을 받을 수 있는지를 보여준다.

현재로서는 개별 펀드 차원의 조정이지만, 매크로 둔화나 디폴트 증가, 레버리지 부담 확대 등이 겹칠 경우 다른 사모신용 펀드에서도 유사한 환매 압력이 나타날 가능성은 배제할 수 없다. 여러 펀드에서 동시에 환매 신청이 늘어나면 자산 매각 할인폭이 확대될 수 있고, 이는 NAV 신뢰에 영향을 줄 수 있다.

특히 최근 소프트웨어 및 기술주 급락으로 성장성에 대한 의문이 제기되면서, 이들 기업에 익스포저를 보유한 사모대출 운용사 (BDC)와 관련 종목들도 동반 압박을 받고 있다. 기술·SaaS 기업 비중이 높은 포트폴리오에 대한 우려가 커진 상황에서 사모대출 펀드의 환매 구조 변경까지 겹치자 시장의 경계심은 더욱 높아진 모습이다.

이번 사태가 해당 펀드의 환매 압력을 정리하는 선에서 마무리될지, 아니면 심리적 경계가 환매 트렌드를 자극해 시장 전반으로 확산될지는 아직 단정할 수 없다. 다만 분명한 것은 현재 사모대출 시장을 둘러싼 투자자 심리가 우호적이지 않다는 점이며, 이런 환경에서는 BDC 산업 전반적으로 작은 불안도 조정의 계기가 될 수 있어 신중한 모니터링이 필요해 보인다.

2026년 2월 23일 | Global Asset Research

해외 크레딧

Meta와 Hyperion, 그리고 신용시장

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

AI 인프라의 금융화: Hyperion은 무엇을 보여주는가

Meta가 루이지애나에서 추진 중인 Hyperion AI 데이터센터는 약 270~300억 달러 규모로 추정되는 초대형 프로젝트다. 겉으로 보면 대규모 설비 투자처럼 보이지만, 실제로는 AI 인프라 확장이 신용 자본과 어떻게 결합되고 있는지를 보여주는 대표적 사례이기도 하다.

구조는 전형적인 프로젝트 파이낸스 (PF)이다. 특수목적법인 (SPV)이 자산을 보유하고 프로젝트 부채를 조달하며, 지분 투자자가 자본을 투입한다. 지분은 Meta 약 20%, Blue Owl Capital이 운용하는 펀드가 약 80%를 보유한다. 총 270~300억 달러는 지분과 프로젝트 부채를 합친 전체 투자 규모이다.

누가 진짜 빚을 지는가: 회계 연결 여부가 핵심

이 구조에서 중요한 질문은 '누가 빚을 지는가'다. Hyperion 프로젝트의 부채는 Meta 본체가 아니라 SPV 차원에서 조달된다. 따라서 핵심은 해당 SPV가 Meta의 재무제표에 연결되는지 여부다. 회계상 연결 판단은 단순 지분율이 아니라 통제권과 경제적 노출을 기준으로 이루어진다.

Meta가 SPV를 단독 통제하지 않고 손실 보전 의무가 없다면, 수백억 달러 규모의 프로젝트 부채는 Meta 재무제표에 직접 반영되지 않을 수 있다. 이는 대규모 AI 인프라 투자를 수행하면서도 기업 본체의 레버리지 지표를 일정 수준에서 관리할 수 있게 하는 설계 방식이다.

이와 같은 구조가 완전히 새로운 것은 아니다. 과거 데이터센터 확장은 전문 운영사 중심 모델이 주류였으며, 운영사가 자산과 부채를 보유하고 빅테크는 장기 임차 계약을 통해 설비를 사용하는 방식이 일반적이었다. 다만 전략적 필요에 따라 지분 참여가 병행된 사례도 존재했다.

Hyperion의 특징은 이러한 지분 참여가 AI 전용 인프라 확보와 장기 용량 통제를 위해 보다 적극적이고 대규모로 활용되고 있다는 점이다. Meta는 단순 임차인을 넘어 20% 지분 투자자로 참여하며 자산의 자본 구조 일부에 직접 들어가 있다. 이는 전통적 임차 모델을 넘어, 전략적 통제와 금융 구조가 결합된 형태라는 점에서 의미가 있다.

다층 레버리지 구조: 지분에서 NAV Loan 까지

SPV의 수익 구조는 인프라 금융에 가깝다. Meta의 장기 사용 계약에서 발생하는 현금으로 운영비를 지출하고 이자와 원금을 상환한 뒤, 잔여 금액이 지분 투자자에게 배분된다. 부채가 활용될수록 자기자본 수익률은 확대된다. 그러나 현금흐름 가정이 약화될 경우 조정은 채권보다 지분 가치에서 먼저 발생한다.

중요한 점은 레버리지가 SPV 단계에서 끝나지 않을 수 있다는 점이다. Blue Owl이 보유한 SPV 지분은 펀드 자산이며, 해당 펀드는 지분 가치를 담보로 NAV Loan (순자산가치 담보대출)을 설정할 수 있다. 이 경우 동일 자산 위에 프로젝트 부채와 펀드 차입이 동시에 얹

히는 구조가 형성된다. 즉, SPV 프로젝트 부채 → 지분 가치 형성 → 펀드 NAV 산정 → NAV Loan을 통한 추가 차입이라는 다층 레버리지 체계가 만들어질 수 있다. 현금흐름이 약화될 경우 충격은 기업 본체보다 이러한 금융 구조에서 먼저 증폭될 가능성이 있다. SPV 부채 안정성이 흔들리면 지분 가치가 하락하고, 이는 펀드 NAV 하락과 LTV 상승으로 이어질 수 있기 때문이다.

물론, Blue Owl의 지분 투자는 기본적으로 장기 계약 기반 인프라 자산에서 안정적인 현금흐름과 목표 IRR을 확보하기 위한 사모 인프라 투자 성격이 강하다. Hyperion과 같은 구조는 전통적인 인프라 투자와 유사한 측면을 갖고 있으며, 프로젝트 레버리지는 이러한 수익 구조를 보조하는 역할을 한다. Meta 역시 지분 투자자로서 동일한 금융 구조 안에 있다. 다만 Blue Owl이 금융적 수익을 추구하는 투자자라면, Meta는 전략적 인프라 확보와 장기적 통제력 유지라는 목적이 더 크다는 점에서 성격이 다르다.

AI 인프라의 짧은 자산 수명: 전통 인프라와 다른 시간 구조

전통 인프라는 20~40년 상각을 전제로 하지만, AI 데이터센터는 GPU와 서버 교체 주기가 3~5년에 불과하다. 기술 진화 속도가 빠르고 잔존가치 추정의 불확실성도 크다.

현재 프로젝트는 건설 단계에 있어 감가상각이 본격 반영되지 않는다. (회계 기준 US GAAP·IFRS 공통) 대신, 본격 가동이 예상되는 2028년 전후부터 상각이 시작될 가능성이 있다. 만약 그 시점에 연결 판단이 보수적으로 변경된다면 자산·부채·감가상각이 동시에 재무제표에 반영될 가능성도 배제할 수 없다.

최근 외부 감사인이 해당 SPV의 비연결 처리와 관련해 판단의 중요성을 강조하며 이를 중요 감사 사항 (CAM)으로 언급했다는 보도가 있었다. 이는 즉각적인 연결 변경을 의미하지는 않지만, 연결 여부가 단순한 형식 문제가 아니라는 점을 보여준다. 회계 처리 방식과 관계없이 GPU 교체 주기와 수요 둔화 가능성은 경제적 리스크로 남게 된다.

진짜 위험: 기업 아닌 금융 구조에서 먼저 나타날 가능성

Meta는 특히 지난해부터 장기부채가 크게 증가하고 있음에도 자산 대비 부채 수준과 현금창출력을 고려할 때 재무 건전성은 양호해 보인다. 따라서 이번 글을 통해 Meta의 부채 확대를 경고하려는 것이 아니다. 다만, 신용시장에서 주목하는 포인트는 분명 다르다.

Hyperion 프로젝트 자체의 진짜 위험은 무엇이며, 그것이 다른 유사 프로젝트에도 나타날 수 있는지를 묻고 있다.

첫째, 동일한 SPV 구조가 반복될 경우, 연결 판단과 공시 기준은 계속해서 검증 대상이 된다. 이는 특정 기업 문제를 떠나 AI 인프라 투자를 가능케 하는 금융 모델 전반에 적용될 수 있는 만큼 경계감이 크다.

둘째, SPV 부채, 지분 투자, 그리고 경우에 따라 펀드 차원의 추가 차입까지 이어지는 레버리지 체계가 우려된다. 동일 자산 위에 여러 금융 노출이 쌓이는 구조인데, 자산 가치가 재평가될 경우 충격은 기업 본체보다 이러한 금융 구조에서 먼저 나타날 가능성이 있다.

셋째, 최근 차입자 우위 환경 속에서 약정 조건 완화 (cov-light)와 구조적 유연성이 확대되고 있는 점도 변수이다. 자금 공급이 풍부할수록 보호 장치는 약화되는 경향이 있으며, 이는 스트레스 국면에서 손실 인식 시점을 늦추는 대신 조정의 폭을 키울 수 있기 때문이다.

2026년 2월 20일 | Global Macro Strategy

하나채권

[2월 금통위 프리뷰] 환율보다 펀더멘털

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.

채권전략 박준우, CFA junoopark@hanafn.com

- 2.50%로 6회 연속 동결 예상. 1월은 환율이 중요했으나 2월은 펀더멘털이 부각
- 한은 올해 성장률과 근원 CPI 전망을 각 2.0%, 2.1%로 상향 예상
- 펀더멘털 개선에 시장의 인상 우려는 지속. 3년물 3.0~3.2% 범위가 적정

금통위는 2월 26일 회의에서 기준금리를 2.50%로 동결할 전망이다. 1월과 마찬가지로 만장일치 동결일 것이다. 작년 5월 마지막 인하 이후 6회(9개월) 연속 동결이다. 향후 3개월 가이던스는 올해 5월에 임기가 만료되는 신성환 위원이 인하를 제시하고, 나머지 5명의 위원은 모두 동결을 유지할 것으로 예상한다.

[관전 포인트] 이번 회의에서 주시할 내용은 중요도 순서대로 (1) 성장률 전망 상향 폭, (2) 인플레이션 리스크, (3) 금융안정 평가다. 1월 대비 금융안정보다 펀더멘털(성장, 물가)의 중요도가 높아질 것이다.

(1) 한국은행은 작년 11월 경제전망에서 2026, 2027년 성장률을 각 1.8%, 1.9%로 전망했다. IMF (26년 1월)와 KDI (26년 2월)이 올해 성장률 전망을 모두 1.9%로 높인 것과 같이 한국은행도 성장률 전망을 상향할 것으로 예상된다 [도표 2]. 건설투자를 제외한 민간 소비/투자 중심으로 상향 조정될 전망이다.

핵심은 반도체 사이클이다. 실시간으로 전망이 더 밝아지고 있는 반도체 사이클을 충분히 반영할 경우 올해 성장률 전망이 2.0%까지 높아질 가능성도 크다. 2월 실적 발표 이후 미국 빅테크 4개社의 올해 Capex 추정치가 $600bn을 넘어섰다 [도표 3]. 불과 작년 말까지 시장은 2026년 Capex 증가율이 2025년 대비 +20%대에 그칠 것으로 예상했으나, 이제 60%까지 높아졌다. AI 투자 붐에 더해 범용 DRAM 공급 부족으로 DRAM 가격도 폭등하고 있다.

이러한 반도체 업-사이클이 단순히 국내 반도체 기업의 수출 호조에 그치지 않고 설비투자와 민간소비 개선 효과로 이어질 것으로 예상된다. 수출이 반도체 산업에 편중된 점, 대미 투자가 불가피한 점 등은 우려할 부분이나 설비투자 증가 추세는 분명하다. 게다가 주가 폭등으로 민간소비가 개선되는 부의 효과(Wealth Effect)도 상당할 것이다. 연초 이후 KOSPI 상승률은 30%를 상회하며, 이는 1개 분기 시차를 두고 민간소비를 약 0.3% 높일 것으로 기대된다 (부의 효과는 '월간 하나채권 [2월]' 참고).

(2) 성장률 전망을 상향 조정하면서 인플레이션 리스크에 대한 평가가 얼마나 달라질지도 중요하다. 한국은행은 GDP 갭 (-) 환경에서 기저 인플레이션 압력은 제한적이라고 평가해

왔다 [도표 8]. 이번에도 근원 인플레이션이 안정될 것이라는 전망은 유지할 것이며, 이전 전망(2.0%) 대비 0.1%p 상향되는 수준까지는 시장 영향이 제한적일 것이다. 그러나 성장률을 큰 폭으로 올리면서 근원 인플레이션 전망까지 2.2%p 이상으로 상향할 경우, 이는 강한 긴축 시그널이 될 것이다. 단기적으로는 이란-미국 갈등에 따른 유가 상승도 부담이다. 한국은행은 환율 상승에 따른 수입물가 상승 리스크를 주시하고 있다. 지금까지 유가 안정과 중국 디플레이션 등이 환율 상승 효과를 상쇄해왔기에 유가 상승은 큰 변수다. 올해 물가 전망을 크게 올리지 않아도, 기자회견 등에서 인플레이션의 상방 리스크를 우려하는 커뮤니케이션이 예상된다.

(3) 금융안정과 관련하여 새로 부각될 내용은 없다. 높은 부동산 가격 및 환율 '레벨'은 변함이 없어 한은의 금융안정 강조 기조는 유지될 것이다. 1월에는 환율에 이목이 집중됐는데, 지금은 달러원이 1,450원 수준에서 안정을 찾고 있다. 가계부채의 경우 부동산 가격 상승률과 가계대출 증가율의 디커플링에 대한 평가에 관심이 필요하다 [도표 10]. 아파트 가격이 꾸준히 상승하고 높은 거래량이 유지되는 가운데 은행권 가계대출은 작년 12월과 올해 1월 각 2.0, 1.0조원 '감소했다 [도표 11]. 당장 이번 금통위에서는 부동산 가격 상승에 집중하겠으나, 점차 가계대출 증가세 둔화를 강조하며 금융안정에 대한 경계감이 완화될 것으로 기대한다.

[대응 전략] 종합하면 금융안정 리스크가 더 커지지 않는 반면 펀더멘털 개선은 지속되고 있다. 한은의 2026년 성장률과 근원 인플레이션 전망이 2.0%, 2.1%로 상향 조정이 예상된다. 매파적 동결로 시장의 인상 '우려'는 지속될 전망이다. 인상 우려를 반영한 3년물 금리의 적정 수준은 3.0%~3.2%로 판단한다. 금리가 3.0% 수준으로 안착하려면, 성장률 상향 조정 추세가 끝나야 하는데 아직 진행형이다 [도표 12]. 3.0%~3.2% 범위 내 트레이딩 전략이 유효하다.

이 외에 고려할 금리 상승 리스크는 (1) 2027년 성장률도 1.9%에서 추가로 상향하거나, (2) 근원 인플레이션 전망이 2.2% 이상으로 높아지는 경우다. 반면 금리 하락으로 작용할 수 있는 포인트는 (1) 환율 안정에 대한 기대감을 내비치거나, (2) 기준금리 대비 현재 국고채 금리가 높은 편이라고 발언할 경우다.

도표 1. 주요 변수에 대한 한국은행의 완화/긴축 논리
: 1월은 환율에 집중했다면, 2월은 펀더멘털이 보다 중요해질 전망

	완화적	긴축적	2월 금통위 관전 포인트
(1) 성장	GDP 갭 (-) 지속 올해 성장률 상고하저	잠재 수준을 상회하는 성장률	2026년 성장률 2.0로 상향될 경우 GDP 갭 (-)보다 잠재 이상의 성장률에 관심이 집중
(2) 물가	기저 인플레이션 압력 제한적	환율 상승에 따른 수입물가 압력	한은의 인플레이션 안정 '전망'은 지속. 다만 최근 유가 상승에 대한 우려가 커질 가능성
(3) 가계부채	가계부채 증가 속도 둔화 정부 거시건전성 대책 기대	부동산 가격 오름세 지속	11월과 같이 수도권 가격 '모니터링 필요'하다는 입장 유지
(4) 환율	정부 대책 등으로 환율 안정 기대	환율 레벨이 과도하게 높아진 상태	긴축 근거이나, 1월 대비 변동성 완화

자료: 하나증권

2026년 2월 23일 | Global Asset Research

해외채권

미 대법원 판결은 브라질에게 호재

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.

해외채권 Analyst 허성우
deanheo@hanafn.com

- 브라질은 미 대법원 판결에 가장 수혜를 받는 국가. 실효 관세율 30% → 12.3% (추정)
- 실효 관세율 인하는 위축되었던 대미 수출을 끌어올릴 수 있는 모멘텀으로 작용할 전망
- 금리 동결 장기화로 실물 경제 둔화 조짐 보이고 있지만, 물가 하락 추세가 확인되지 않는다면 장기물 금리는 재차 반등 가능성

'관세 쇼크'의 최대 승자는 브라질

미국 연방대법원은 트럼프가 IEEPA(국제비상경제권한법)에 따른 비상 권한을 내세워 부과했던 광범위한 관세 조치들에 대해 위법 판결을 내렸다. 25년 4월 '해방의 날'에 발표한 대부분 국가 수입품에 10~50%의 관세를 부과한 조치를 무효화하며, 펜타닐 단속을 명목으로 부과한 관세도 폐지된다.

미국 세관국세청(U.S Customs and Border Protection)에 따르면 25~26년 회계연도 기준 IEEPA 권한 하에 징수한 관세는 1,335억 달러로, 총 관세의 절반 이상을 차지했다. 대법원 판결 이후, 트럼프는 1974년 무역법 122조에 의거해 글로벌 관세를 상한선인 15%로 인상한다는 방침을 밝혔다. IEEPA 대안으로 15% 관세율을 적용하더라도 미국의 실효 관세율은 약 1.5%p 가량 낮아질 것으로 예상된다(미 연방대법원 트럼프 관세 판결에 따른 영향 참고).

하지만 국가별로 보면 승자와 패자가 비교적 명확하다. 그 중 브라질은 IEEPA 관세 무효에 가장 수혜를 받는 국가로 판단된다. 올해 2월 기준 브라질의 실효 관세율은 약 30%(IEEPA 특별 관세 20.6%, 상호 관세 4.8%, 무역법 232조 품목별 관세 4.5%)이다. 정치적 이슈로 인해 IEEPA 권한 하에 특별 관세를 가장 많이 부과 받고 있는 브라질 입장에서 대법원의 관세 무효화 판결은 상당한 호재로 인식될 전망이다. 무역법 122조 15% 관세를 적용해보면 브라질 실효 관세율은 기존 30%에서 12.3%로 큰 폭으로 감소할 것으로 추정된다. 타 국가 대비 독보적이다.

미국의 고율 관세 부과 이후 수출 창구 다변화에 주력해온 브라질 입장에서 실효 관세율 인하는 반가운 소식이다. 시장은 이러한 기대감을 반영했다. 대법원 발표 당일 브라질 10년 금리는 4bp 이상 하락했고, 헤알화는 달러 대비 0.8% 평가 절상됐다. 그동안 브라질은 미국 보호무역주의에 대응하기 위해 아르헨티나, 네덜란드, 스페인 등 기타 국가로의 수출 활로를 넓혀왔다. 하지만 미국이 여전히 브라질의 2번째 수출국인 만큼, 이번 판결은 위축되었던 대미 수출을 끌어올릴 수 있는 모멘텀으로 작용할 전망이다.

3월 첫 인하가 예상되는 가운데 당분간 장단기물 금리 추가 하락 가능성은 유효하다. 다만, 장기물(10년) 금리는 인하 기대를 반영하고 있는 단기물(2년) 대비 하방 경직성이 상대적으로 강화된 모습이다. 연초 이후 2년물은 60bp 이상 하락한 반면, 10년물은 10bp 하락했다.

GDP 성장률의 선행지표 격인 경제활동지수가 전월 대비 0.18% 역성장을 기록한 가운데 금리 동결 장기화에 따른 실물 경제 둔화 조짐이 나타나고 있다. IPCA 물가는 3개월 연속 목표치 상단 4.5%를 하회 중이지만 작년 12월 4.26% 이후 1월 4.44%를 기록했기에 물가가 완전히 하락 추세로 접어들었다고 판단하기에는 이르다. 2023년처럼 IPCA 물가의 추세적 하락이 확인되지 않는다면 장기물 중심으로 금리가 재차 반등할 가능성도 열어둘 필요가 있겠다. 만기가 짧은 헤알화 표시 채권 또는 달러 표시 채권 투자 전략을 유지한다(3월부터 점진적인 인하 참고).

2026년 2월 23일 | 기업분석_Update

SK이노베이션 (096770)

더 이상 정유 Up-Cycle에서 소외되지 않는다

BUY (유지)

목표주가(12M)	170,000원(상향)
현재주가(2.20)	127,600원

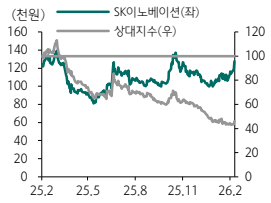
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,808.53
52주 최고/최저(원)	139,200/81,100
시가총액(십억원)	21,571.1
시가총액비중(%)	0.45
발행주식수(천주)	169,052.8
60일 평균 거래량(천주)	371.4
60일 평균 거래대금(십억원)	41.0
외국인지분율(%)	12.84
주요주주 지분율(%)	
SK 외 12 인	52.09
국민연금공단	5.00

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	81,069.8	75,785.7
영업이익(십억원)	429.9	1,820.3
순이익(십억원)	(1,434.3)	(8.3)
EPS(원)	(8,307)	(451)
BPS(원)	148,765	145,912

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025P	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)	26.01
PBR	0.62	0.68	0.87	1.05
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

사업 포트폴리오 재편의 시작: 한국을 넘어 아시아로

SK이노베이션의 사업 포트폴리오 재편이 본격화되고 있다. 배터리 사업에 대한 노출도를 줄이기 위한 광둥 EUE 법인 지분 49% 매각 및 Ford JV 청산 이후, 2026년 2/19일 베트남 '뀐랍 1.5GW LNG 발전 사업'의 사업자 선정을 발표했다. 이는 SK이노베이션이 베트남 국영 석유가스그룹(PVN) 산하 발전 전문사인 PV Power 및 NASU와 컨소시움을 구성해 3.3조원 규모 1.5GW 가스복합화력 발전소와 25만㎥ LNG 수출입 터미널, 전용 항만을 짓는 대규모 인프라 구축 사업이다. 2027년 착공, 2030년 터미널/발전소 준공 목표다. 회사는 직접 보유한 북미/호주 가스전 및 LNG 발전사업 경험의 시너지를 바탕으로 AI/전기화 시대를 대비하기 위한 에너지/발전 포트폴리오를 동남아 중심으로 구축할 계획이다. SK이노베이션의 전략 변화는 일본 최대 LNG 업체인 JERA, 혹은 Super Major의 전략 방향과 궤를 같이 한다. Chevron과 ExxonMobil은 하이퍼스케일러를 위한 대규모 가스발전소 건설을 계획 중이며, Saudi Aramco는 역사상 최초로 LNG 사업에 진출할 계획이다. JERA는 자국 내 LNG 수요 감소를 메우기 위해 이미 동남아에 LNG 터미널/발전소를 구축 중이다. 글로벌 트렌드에 부합하는 한국 최대 에너지 기업의 전략 변화를 긍정적으로 평가할 필요가 있다.

BOSK 청산으로 적자폭 줄고 전사 순차입금도 감소할 것

투자자의 걱정거리인 SK온의 2025년 영업이익은 -9.3천억원이었으나, BOSK 청산 등을 포함한 약 4.2조원 규모의 손상차손을 4Q25에 인식함에 따라 2026년에는 적자폭이 추가로 축소될 전망이다. Ford가 켄터키 No.1/2 공장 지분 100%를 보유하게 됨에 따라 No.1 공장의 연간 4.5천억원에 달하는 감가상각비 중 일부의 부담이 줄어들기 때문이다. 이번 BOSK 청산으로 연결 부채는 약 6조원 감소하게 되며, 이로 인해 2025년 말 SK이노베이션의 전사 순차입금은 22.5조원으로 2024년 말 28.5조원 대비 크게 줄었다. 향후 미국/유럽을 중심으로 추가적인 구조조정이 진행될 것으로 판단하며, 이에 따라 중장기적으로 SK온과 관련된 리스크는 축소되는 방향성을 전망한다.

정유 호황, 석유화학 턴어라운드 국면. Up-Cycle에서 소외될 이유 없다

BUY를 유지하고, TP는 14만원에서 17만원으로 상향한다. S-Oil의 기업가치 상향분을 반영하여 밸류에이션을 재평가했다. 정유/화학/E&P의 EV 43조원(EBITDA 5.3조원*S-Oil Multiple 8배)에 SK E&S/SKIET의 EV 7.7조원/2조원을 더하고 순차입금 22.5조원을 차감해 목표 시총 29조원을 제시한다. SK온의 가치를 Zero로 반영했기에 충분히 보수적인 목표가 산정이다. SK이노베이션의 시총 21.5조원에서 SK E&S 합병에 따른 시총 상승분 약 7조원을 제거한 시총은 현재 S-Oil 시총 13.5조원과 거의 같다. 2배 가까이 큰 규모의 정제/석유화학 설비 및 E&P/배터리의 가치를 감안 시 역대급으로 시총 Gap은 축소된 상태다. 이제부터 S-Oil 대비 상대적 소외 국면을 탈피하는 흐름을 예상한다.

2026년 2월 23일 | 기업분석_Earnings Review

서부T&D (006730)

사상 최대 호텔 이익과 개발 가시화

BUY (유지)

목표주가(12M)	21,000원(상향)
현재주가(2.20)	17,250원

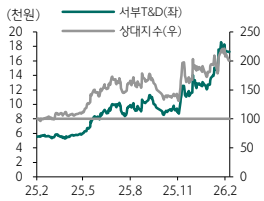
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	1,154.00
52주 최고/최저(원)	18,580/5,280
시가총액(십억원)	1,120.0
시가총액비중(%)	0.18
발행주식수(천주)	64,926.9
60일 평균 거래량(천주)	1,490.1
60일 평균 거래대금(십억원)	21.3
외국인지분율(%)	16.01
주요주주 지분율(%)	
엠와이에이치 외 14 인	50.35

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	247.0	303.5
영업이익(십억원)	68.3	86.1
순이익(십억원)	67.4	54.2
EPS(원)	857	704
BPS(원)	16,468	17,050

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	169.2	187.5	248.2	291.3
영업이익	37.2	48.0	68.3	85.4
세전이익	176.8	57.1	136.8	84.7
순이익	138.3	34.4	85.4	61.2
EPS	2,052	514	1,301	936
증감율	727.42	(74.95)	153.11	(28.06)
PER	3.51	10.54	10.07	18.43
PBR	0.55	0.35	0.78	0.99
EV/EBITDA	25.12	24.91	23.29	19.02
ROE	17.98	3.70	8.21	5.54
BPS	13,083	15,316	16,731	17,383
DPS	46	100	100	100

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

목표주가 상향

2025년 말부터 시작된 한일령은 이미 숫자로 확인되고 있다. 방일 중국인의 경우 2025년 12월 -45%, 2026년 1월 -61%를 기록했으며, 춘절에는 방일 노선이 50% 가까이 감소했다. 올해 2분기로 예상한 방한 중국인과 방일 중국인의 골든 크로스가 훨씬 빠르고 강력하게 나타나고 있다. 이에 따라 용산에서 1,700개 객실의 호텔을 운영하고 있는 동사의 OCC와 ADR이 또 한 번 동반 상승하면서 사상 최대 실적이 이어질 것이다. 또한, 용산과 신정동의 개발이 가시화 되고 있는데 2026년 4분기에서 2027년 1분기 사이에 착공 및 분양이 이뤄질 것이다. 완판 시 2027년부터 2031년까지 상당한 개발 이익이 반영될 수 있는 만큼 레져 산업 내 지속 최선호주로 제시한다. SOTP 기준 호텔 산업의 밸류에이션을 상향(24배, 기존 대비 2배 상향)하면서 목표주가를 21,000원(+20%)으로 상향한다.

4Q Review: OP 229억원(+44%)

4분기 매출액/영업이익은 각각 774억원(+47% YoY)/229억원(+44%)으로 컨센서스(228억원)에 부합했으며 매출과 이익 모두 사상 최대 실적이다. 호텔은 OCC 75% 내외, ADR은 20만원 내외로 추정된다. 영업외에서는 자산재평가 이익이 약 800억원, 유형자산 처분 이익이 약 75억원 반영되며 당기순이익은 예상치를 크게 상회한 857억원(+19%)을 기록했다. 호텔 내 용산에 분양 계획인 오피스텔 모델하우스 공사로 2월까지 MICE가 다소 부진하지만 3월부터는 완전한 정상화가 예상되는데, BTS의 컴백 및 공연과 한일령의 수혜가 순차적으로 확인될 것으로 전망한다. 참고로 주당 배당은 100원을 결정했다.

용산과 신정동의 착공 가시화로 사상 최대 실적 이어질 것

용산 나진 상가의 경우 일대 특별계획으로 분류된 대부분의 부지가 2025년 건축심의를 통과했으며, 4분기 착공 및 분양이 예상된다. 2.2만평 중 오피스텔과 오피스가 각각 약 1만평이며 하이엔드 오피스텔(88세대) 분양 이슈가 없다고 가정하면 분양 매출만 5,000억원 내외가 예상된다. 신정동은 역시 총 899세대로 2027년 1분기 착공 및 분양이 예상되며, 역시 이슈가 없다면 분양 매출만 1조원을 상회할 것이다. 이후 2만평 이상의 물류센터와 복합쇼핑몰이 1년의 시차를 두고 완공되면 상당한 임대 수익도 기대할 수 있다.

2026년 2월 23일 I 기업분석_Earnings Review

현대코퍼레이션 (011760)

2026년에도 지속될 실적 성장

BUY (유지)

목표주가(12M)	33,000원
현재주가(2.20)	28,400원

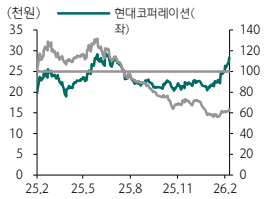
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,808.53
52주 최고/최저(원)	29,450/18,940
시가총액(십억원)	375.7
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	13,229.0
60일 평균 거래량(천주)	59.1
60일 평균 거래대금(십억원)	1.4
외국인지분율(%)	9.12
주요주주 지분율(%)	
현대코퍼레이션홀딩스 외 4 인	24.96
케이씨씨	12.00

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	7,563.0	8,225.0
영업이익(십억원)	138.8	156.0
순이익(십억원)	83.6	101.0
EPS(원)	5,896	7,635
BPS(원)	58,896	N/A

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025P	2026F
매출액	6,580.4	6,995.7	7,544.3	7,807.7
영업이익	99.3	133.5	140.1	148.5
세전이익	109.4	152.5	75.3	143.1
순이익	83.7	121.1	86.1	110.7
EPS	6,326	9,152	6,511	8,371
증감율	6.32	44.67	(28.86)	28.57
PER	2.98	2.09	3.31	3.26
PBR	0.42	0.38	0.39	0.43
EV/EBITDA	6.84	3.21	3.63	2.89
ROE	16.57	19.70	12.61	14.46
BPS	45,236	50,876	55,602	63,338
DPS	600	700	700	700

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

목표주가 33,000원, 투자의견 매수 유지

현대코퍼레이션 목표주가 33,000원, 투자의견 매수 유지한다. 4분기 실적은 시장 기대치에 부합했다. 2개 분기 연속 전년대비 역성장에서 다시 성장 흐름으로 전환되었다. 2026년에도 대외 변수 불확실성에도 불구하고 신규 법인 연결 인식 등으로 완만한 증익 추세를 기대할 수 있다. 기말 배당은 주당 700원이 유지되었다. 현재 보유 중인 자사주 9.21%에 대해서는 3차 세법 개정안 진행 및 결과에 따라 대응 방향이 구체화될 것으로 예상된다. 2026년 추정 실적 기준 PER 3.3배, PBR 0.4배다.

4Q25 영업이익 332억원(YoY +4.4%)으로 컨센서스 부합

4분기 매출액은 1.8조원을 기록하며 전년대비 1.8% 증가했다. 평균 원/달러 환율이 전반적으로 높은 수준을 형성한 가운데 신규 법인 인수로 인한 효과도 반영되었다. 기계인프라는 호주 지게차 법인 연결 인식 효과로 고성장이 지속되는 중이다. 철강, 석유화학, 에너지상용부품 부문은 전년대비 외형이 둔화되었다. 영업이익은 332억원을 기록하며 전년대비 4.4% 증가했다. 이익률은 1.8%로 전분기대비 0.1%p 하락했으나 양호한 수준을 유지하고 있다. 철강은 관세 영향으로 물량이 줄어들고 마진도 감소했으나 2026년에는 수출 국가 다변화를 통한 실적 방어가 기대된다. 승용은 루치노바 연결 인식에 더해 고마진 신규 소싱처 발굴로 외형과 이익 모두 안정적인 성장세를 기록 중이다. 에너지상용부품은 전년동기 분기 최대 실적의 기저효과로 매출이 감소했지만 전사 이익 기여도는 여전히 유의미하다. 북미 매출 Mix 변화로 마진 둔화 여지가 있으나 아직은 사업 부문 가운데 가장 높은 수준을 유지하고 있는 것으로 추정된다. 석유화학은 유가 하락에 의한 외형이 감소했지만 비용 절감 기조로 이익률은 전년대비 소폭 개선되었다. 기계인프라는 신규 법인 인수 효과에 더해 수익성이 좋은 대외경제협력기금 사업 확대로 이익이 크게 증가했다. 세전이익에서는 별도 자산 규모 관리 목적의 일회성 비용 인식이 반영된 것으로 보이나 법인세비용 환입으로 순이익은 전년대비 개선되었다.

2026년 가파른 증익 목표 제시. 신규 M&A 적극 모색 중

2월 2026년 글로벌 전략회의에서 현대코퍼레이션그룹 합산 영업이익 2,000억원이 목표로 제시되었다. 현대코퍼레이션의 이익 기여도가 높은 것을 감안할 때 이익 측면에서 상당히 공격적인 성장이 전제되는 수치로 보인다. 바이아웃 딜을 통한 포트폴리오 강화가 포함된 것으로 추정된다. 2025년 자동차 부품 기업 인수 이후 2026년에도 양호한 현금흐름을 기반으로 외형 확장에 노력을 집중할 것으로 예상된다.

2026년 02월 23일 | 기업분석_스몰캡_Report

디케이티 (290550)

실적은 OLED·Auto, 멀티플은 로봇에서

Not Rated

현재주가(2.20) **10,970원**

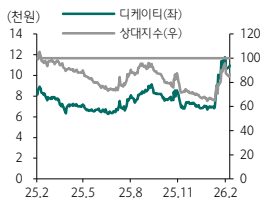
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	1,154.00
52주 최고/최저(원)	11,750/6,280
시가총액(십억원)	219.4
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	20,001.2
60일 평균 거래량(천주)	367.7
60일 평균 거래대금(십억원)	3.5
외국인지분율(%)	2.25
주요주주 지분율(%)	
비에이치 외 2 인	50.51

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	427	553
영업이익(십억원)	22	34
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	315	364	280	403
영업이익	18	21	15	23
세전이익	11	25	9	36
순이익	9	20	4	27
EPS	531	1,193	248	1,380
증감율	(19.2)	124.7	(79.2)	456.5
PER	30.0	6.7	34.0	5.7
PBR	3.3	1.3	1.2	0.9
EV/EBITDA	9.8	4.5	7.2	4.2
ROE	11.1	19.5	3.3	14.8
BPS	4,785	6,123	7,094	9,087
DPS	0	0	0	0

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

선투자 국면 진입, 성장 전환을 위한 준비 단계

2025년 잠정 실적은 매출액 4,258억원(+5.6% YoY), 영업이익 212억원(-8.4% YoY)이다. 폴더블 출하 호조로 외형은 성장했다. 다만 신규 S시리즈 출시가 2월로 조정되며 일부 물량이 1분기로 이연되었고, 신규 사업 확대에 따른 선행 비용 증가가 수익성에 부담으로 작용했다. 이는 성장 기반 확보를 위한 투자 국면으로 해석하는 것이 합리적이다.

OLED·Auto·로보틱스, 3대 성장축 본격 가동

① IT OLED, 질적 성장 전환 구간 진입: 2026년 243억원(신규), 2027년 698억원(+188% YoY)으로 확대될 것으로 예상된다. 2026년 북미 고객사향 OLED 태블릿 1개 모델 양산을 시작으로, 2027년에는 2개 모델로 채택이 확대되는 구조다. 단순 물량 증가에 그치지 않고 ASP 상승이 동반된다는 점이 핵심이다. 모바일 SMT(약 40개) 대비 태블릿·노트북용(약 500개) 채용 수량이 크게 증가하는 부분으로, 제품 믹스 개선에 따른 매출 레버리지 효과가 나타날 수 있다. 이는 수익 체질 개선으로 연결되는 구간으로 해석된다.

② Automobile, 실적 성장의 중심축으로 부상: 2026년 1,530억원(+29% YoY), 2027년 2,894억원(+89% YoY)으로 성장 탄력이 강화되는 구간이다. WPC 매출은 907억원에서 1,493억원으로 확대되는 구조이며, 2027년 기준 5개년 수주잔고 4,300억원을 기반으로 40% 수준의 점유율 확보가 가능하다. Auto OLED 역시 2026년 396억원에서 2027년 1,170억원으로 외형이 빠르게 확대되고 있다. 3개년 수주잔고는 420억원에서 1,250억원으로 증가 추세에 있다. 프리미엄 브랜드 중심 채택 확대와 모델 수 증가는 실적 가시성을 높이는 요인이며, 전장 부문은 보완적 사업을 넘어 성장 축으로 자리 잡았다.

③ 로보틱스, 단순 신사업이 아닌 포지셔닝 변화: 로보틱스는 WPC, ESS BMS, FPCA 기술을 기반으로 확장되는 전략 사업이다. 최근 북미 소재 고객사와 로봇용 충전 모듈 관련 협업이 진행 중이며, 올해 샘플 공급과 양산 전환이 가시화될 가능성이 제기되고 있다. 초기 납품이 개시될 경우 하반기 매출 인식이 가능할 것으로 보인다. 글로벌 로보틱스 산업이 북미·한국·중국 중심으로 재편되는 환경에서 초기 벤더 진입은 전략적 의미가 크다. 단순 신규 매출 추가가 아닌 산업 내 포지셔닝 변화의 신호로 해석되어야 한다. 이는 **멀티플 확장을 촉발하는 결정적 요인**이다.

실적 점프 구간 진입, 이제는 프레임 전환이 필요

실적의 본격적인 레벨업은 2027년에 나타날 것으로 판단된다. 2027년 예상 실적은 매출액 7,231억원(+39.3% YoY), 영업이익 510억원(+105.1% YoY)으로, 이익이 전년 대비 두 배 이상 확대되는 구간이다. 이는 IT OLED와 Auto 매출 성장과 제품 믹스 개선 효과가 동시에 반영되는 결과로 해석된다. 이에 앞서 2026년은 성장 구조가 구체화되는 전환기로 보는 것이 타당하다. 2026년 예상 실적은 매출액 5,192억원(+21.9% YoY), 영업이익 249억원(+17.6% YoY)이다. 북미 대응을 위해 조지아 공장은 상반기 셋업을 시작으로 연내 정상 가동을 목표로 하고 있다. 감가상각비 증가 요인은 존재하나, 고마진 제품 비중 확대가 수익성 개선을 견인할 가능성이 높다. 밸류에이션의 결정적 트리거는 로보틱스가 될 것으로 판단된다. 따라서 이제는 단순 계열사 프레임이 아닌 독자적 성장 동력 관점에서 재평가가 필요하다.

2026년 02월 23일 | 기업분석_스몰캡_Report

엔알비 (475230)

모듈러로 아파트 빨리 만듭시다

Not Rated

현재주가(02.20) **25,700원**

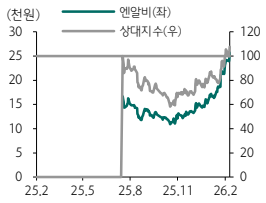
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	1,154.00
52주 최고/최저(원)	25,700/10,900
시가총액(억원)	2,701.0
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	10,509.8
60일 평균 거래량(천주)	278.3
60일 평균 거래대금(억원)	48.3
외국인지분율(%)	4.77
주요주주 지분율(%)	
강건우 외 2 인	47.96
이성규	5.33

Consensus Data

	2025	2026
매출액(억원)	541	N/A
영업이익(억원)	65	N/A
순이익(억원)	N/A	N/A
EPS(원)	400	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data (억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023	2024
매출액	0	180	515	528
영업이익	0	22	121	62
세전이익	0	(158)	36	10
순이익	0	(156)	15	20
EPS	0	(2,750)	263	260
증감율	N/A	N/A	흑전	(1.1)
PER	0.0	0.0	0.0	0.0
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	0.0	113.8	(22.2)	5.0
BPS	0	(2,399)	(1,112)	4,797
DPS	6,754	0	0	0

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

4Q25는 모듈러 아파트 제작을 위한 준비 기간

2025년 매출액 596억원(YoY +12.9%), 영업이익 46억원(YoY -25.6%. OPM 7.8%)을 기록했다. Precast Concrete(PC) 모듈러 판매가 실적으로 반영되면서 매출액이 증가했다. 제품 판매의 매출액 비중이 4Q24 19.0%에서 4Q25 50.0% 수준으로 높아지면서 임대 사업자에서 시설 제조사로 전환하고 있다는 것이 확인된다. 다만 철골에서 PC 생산 체제로 전환되면서 신규 설비 감가상각비(주요 설비 25년 10-11월에 구축 완료), 아파트 공사를 앞두고 대규모 채용으로 인한 인건비 증가(3Q25 기준으로 YoY 50.0% 증가)로 영업이익이 전년대비 감소했다. 4분기 기준으로 보면 매출액은 104.2%, 영업이익은 8.1% 증가했다. 4분기는 아파트 모듈러 제작을 위한 공장 가동률이 상승하면서 비용이 증가했지만, 매출액이 본격적으로 인식되지 못한 시기였다고 판단한다.

26년에 주목해야되는 모듈러 판매 사업

올해부터 교실도 임대가 아니라 판매 비중을 높여갈 것으로 보인다. 작년 군의중학교의 경우 130억원 규모의 판매가 이루어졌는데, 올해도 유사한 규모의 교실 판매가 예상된다. 그뿐만 아니라 작년 4분기 양구와 무안 간부 숙소 제작 우선협상 대상자로 선정되면서 국내 군 간부/병사 시설도 시공하는 사업자가 될 것으로 보인다. 1Q26에는 학교 기숙사 수주 가능성도 높아 보여, 교실과 학교/군 숙소 판매 합산 매출액만 연간 300-400억원 규모로 커질 가능성이 높아 보인다. 매년 연간 꾸준히 400-500억원 규모로 하고 있는 임대 사업에 추가되는 매출액 실적이다. 또 LH(22층 의왕초평 계약 규모 900억원)/GH(25층 하남교산 계약규모 867억원로 추정되나 변경 가능)로부터 수주한 고층 주택 프로젝트 중 올해 의왕초평 실적이 본격적으로 반영(1H26 공장 제작, 2H26 현장 설치 예정)되면서 엔알비의 실적이 고성장 할 것으로 예상된다. 수도권 주택 부족 현상을 해결하기 위해 LH/GH가 공공 모듈러 주택 시장 규모를 꾸준히 키울 것으로 본다. 26-28년 누적 2.5조원 규모의 아파트 발주가 예상된다. 기존 교실 시장의 엔알비 M/S 30%를 신규 모듈러 아파트 시장에 대입해 본다면 엔알비가 향후 3년간 모듈러 주택만 7,500억원 가까이 수주한다는 계산이 나온다. 높은 실적 성장 잠재력을 보유한 업체라고 판단된다.

투자의견 및 밸류에이션

현재 시가총액이 수주잔고 1배 수준(26년 2월 중순 2,630억원으로 추정)에서 거래되고 있다. 군 숙소/기숙사를 추가 수주해 1Q26 잔고가 증가할 것으로 예상된다. 업계는 공석인 LH사장 임명이 2Q26에 있을 것에 무게를 두고 있기 때문에, 지금 시점에는 인선 후/지방선거 전 나올 모듈러 정책과 주택 발주 규모/속도 대한 관심이 필요한 시점으로 판단한다.

2026년 02월 23일 | 기업분석_스몰캡_Report

에이유브랜즈 (481070)

26년 유통망 확장 효과 나타난다

Not Rated

현재주가(02.20) **21,950원**

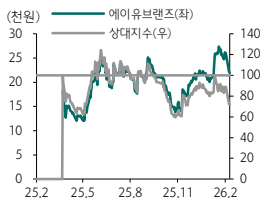
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	1,154.00
52주 최고/최저(원)	27,400/12,040
시가총액(억원)	3,108.1
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	14,160.0
60일 평균 거래량(천주)	61.6
60일 평균 거래대금(억원)	13.5
외국인지분율(%)	0.50
주요주주 지분율(%)	
에이유커머스 외 1 인	61.04
무신사파트너스 외 2 인	20.57

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	2023
매출액	0	189	419	446
영업이익	0	64	162	174
세전이익	0	60	163	123
순이익	0	48	129	101
EPS	0	460	1,034	807
증감율	N/A	N/A	124.8	(22.0)
PER	0.0	0.0	0.0	0.0
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	0.0	64.0	63.4	31.5
BPS	0	595	1,632	2,565
DPS	0	0	0	0

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

이번 영업이익 연간 기준 감소, 분기 기준 성장은 실적 턴어라운드 초입 시그널

25년 매출액 602억원(YoY +35.0%), 영업이익 101억원(YoY -19.0%)을 기록했다. 매출액 성장은 국내외 오프라인 매장 확장, 겨울철 카테고리 확대에 기인했다. 영업이익 감소는 오프라인 관련 인건비 증가와, 기존 핵심 제품인 레인부츠의 온라인 실적 부진 때문으로 보고 있다. 4Q25 매출액은 266억원(YoY +75.3%), 영업이익 59(YoY +27.0%. OPM 22.1%)을 기록했다. 4Q24 대비 영업이익률이 하락했는데, 대부분 매장 수 확대로 인한 판관비율 상승 영향으로 파악된다. 영업이익의 연간/분기 단위 성장률 차이는 에이브랜즈가 온라인에서 오프라인, 레인부츠에서 스니커즈 중심으로 성장 전략을 변경했기 때문이다. 일시적 현상이며, 26년 연간/분기 기준 모두 전년 동기 대비 성장할 것으로 예상한다.

26년 매출액 1,000억원 보자

25년 12월 보고서를 통해 에이유브랜즈가 25년 매출액 600억원대를 목표하고 있고, 영업이익 100-120억원 달성이 가능하다고 제시한 바 있다. 실제로 2H25만 국내외 오프라인 매장 19개를 빠르게 늘려(25년 연말 기준 24개로 확대) 실적 목표치를 지켜냈다. 현재 오프라인 매출액은 중국 월 20억원, 해외(중국 외) 월 10억원, 국내 월 20억원으로 추정하고 있다. 26년 매장수 확대에 대한 투자자들의 관심이 높은데 현재까지 매장 확대는 중국에서만 이루어졌으며, 26년 2월 YTD 기준 항저우 Mixc/충칭 Mixc/상해 APM 3개 매장이 추가되었다. 26년을 볼 때 중국에서 월평균 1-2개 매장 확대하는 것에는 무리가 없다고 보여진다. 중국 오프라인 매장당 평균 매출액이 2억원 수준에서 안정화되고 있으며, 매장 확대가 단계별로 이루어지는 것을 감안할 때 26년 오프라인 관련 매출액만 830억원을 넘어설 것으로 예상된다. 온라인까지 포함하면 26년에 매출액 1,000억원 돌파에 도전하게 될 것으로 예상한다. 영업이익률은 오프라인 비중이 높아지는 것을 감안해 15% 달성이 어렵지 않을 것으로 전망하며 에이유브랜즈는 20% 이상을 목표하고 있다. 26년 중국 스니커즈/운동화 판매량과 4Q26 매출액 성장에 기여할 중국 현지 생산 Montgomery 더플코트의 성패에 따라서 이익률의 업사이드가 좌우될 가능성이 크다고 보고 있다.

투자의견 및 밸류에이션

2026년 에이유브랜즈가 중국에서 고성장할 것으로 보고 있다. 이미 1월 매출액은 작년 대비 100% 가까이 성장했다. 27년 내로 중국에서 50개 매장을 구축할 계획이다. 중국에서만 1,000-1,200억원 규모 매출액을 기록하는 업체가 되는 것이다. 26년 매출액과 영업이익이 +50.0% 이상 증가하며 PER 30배의 멀티플 부여도 가능하다고 본다. 따라서 에이유브랜즈에 대한 투자의견을 변함없이 긍정적이라고 보고 있으며, 26년 소비재/의류 업종 투자자 포트폴리오에 꼭 보유해야되는 종목이라고 판단한다.

2026년 02월 23일 | 기업분석

대한항공 (003490)

본업/부업 모두 업사이드 크다

BUY (유지)

목표주가(12M)	32,000원(상향)
현재주가(2.20)	25,150원

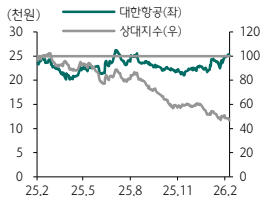
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,808.53
52주 최고/최저(원)	26,250/20,150
시가총액(십억원)	9,260.7
시가총액비중(%)	0.19
발행주식수(천주)	368,220.7
60일 평균 거래량(천주)	2,121.0
60일 평균 거래대금(십억원)	49.9
외국인지분율(%)	18.19
주요주주 지분율(%)	
한진칼 외 29 인	27.06
국민연금공단	7.01

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	24,891.0	25,126.9
영업이익(십억원)	1,177.8	1,405.6
순이익(십억원)	741.5	909.4
EPS(원)	2,048	2,248
BPS(원)	29,547	31,259

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	16,111.8	17,870.7	25,225.5	25,993.3
영업이익	1,790.1	2,110.2	1,113.6	906.0
세전이익	1,575.7	1,836.2	832.3	570.2
순이익	1,061.2	1,317.3	565.4	407.9
EPS	2,873	3,567	1,531	1,104
증감율	(40.12)	24.16	(57.08)	(27.89)
PER	8.32	6.34	14.73	22.78
PBR	0.93	0.80	0.77	0.85
EV/EBITDA	3.94	5.48	6.38	6.99
ROE	11.46	13.17	5.33	3.77
BPS	25,793	28,356	29,137	29,491
DPS	750	750	750	750

Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

본업: 좌석 클라스 세분화가 가져올 성장성

10년 전부터 글로벌 항공사들은 좌석과 클라스를 세분화해왔었고, 대부분의 FSC가 퍼스트/비즈니스/프리미엄 이코노미/이코노미 4개의 클라스를 보유하고 있다. 반면 대한항공은 3개(퍼스트/비즈니스/이코노미)에 불과하고, 항공기 내 좌석 배열도 타 항공사 대비 효율성이 낮다. 동일 기재로 퍼스트/이코노미 클라스를 축소하고 비즈니스/프리미엄 이코노미를 확장한 항공사와 비교해보면 비행당 매출(장거리 기준)이 약 15% 적게 계산된다. 대한항공의 광동체 기재의 순증 속도는 교체 수요로 당분간 완만할 것으로 예상되나, 클라스 세분화 전략이 성장성을 보강할 것으로 예상한다. 클라스 세분화는 아시아나항공과의 통합 이후에 본격화될 것으로 전망한다.

부업: 현재 주가에는 항공우주 사업부가 반영되지 않았다

2025년 항공우주 사업부의 매출액은 7,796억원(+31% (YoY))을 기록했다. 동체 납품량 증가가 주요했고, 이외 UH/HH 성능개량 프로젝트 및 전자전기 프로젝트의 초기 매출이 발생했다. 그러나 아직 항공우주 사업부의 진가가 전부 드러나지는 않았고, 향후 매출액/영업이익은 단계별 레벨업을 앞두고 있다. 우선 2026년부터는 항공통제기/전자전기/UH 성능개량 매출이 온기 반영되기 시작할 예정이다. 2027년부터는 엔진 MRO 기지가 완공되며 3PL MRO 매출이 추가된다. 여기에 저피탐 무인기(KF21과 편대비행)까지 추가되면 연간 항공우주 사업부의 매출액은 2028년 2.1조원 규모까지 성장할 것으로 예상한다. 심지어 추가적인 방산 수주에 성공할 가능성이 높기 때문에 해당 매출액은 최소치로 가정하는 것이 합당하다. 2028년 기준 전체 항공우주사업부의 영업이익률을 5%대로 가정하고, 목표 P/E 20배(3PL 항공 MRO 사업자 AAR의 Peer Valuation 적용, KAI 대비 50% 할인)를 적용하면 항공우주사업부의 순수 가치는 최소 1.6조원으로 계산된다.

목표주가 32,000원으로 상향

대한항공 단독 항공사로서의 기업가치(아시아나 제외)는 현재 10.2조원 수준이며, 아시아나항공을 통합한 2028년에는 약 13.8조원까지 상승한다. 여기에 항공우주 사업부를 더하면 총 기업가치는 최소 15.5조원(현재 시총 대비 +66%)에 달한다. 현재 시총 대비 업사이드는 65%이다. 하지만 아직까지는 항공우주 사업부의 수익성과 타임라인을 짐작하기 어렵고, 아시아나항공과의 합병 이후 전략 방향성이 구체화되지 않았기 때문에, 현 시점에서는 항공우주 사업부를 반영한 Valuation 상향 조정만 수행한다. Peer 대비 화물/항공우주 등 포트폴리오 다변화와 안정적 수익성에 기반하여 Peer 대비 20% 할증한 목표 P/E 11배, Peer 평균 P/B 1.2배를 적용하여 목표주가를 32,000원으로 상향한다.

저PBR 중소형은행들의 상대적 강세 지속

은행 Weekly | 2026.2.23

Analyst 최정욱, CFA cuchoi@hanafn.com

RA 정소영 soyoungjung@hanafn.com

은행주 추가 상승했지만 초과하락. 중소형은행들 추가 강세. 금융업종내에서도 순환매 발생. 외국인 차익실현성 매도세 지속

- 지난주 설명절 이후 2영업거래일 동안 은행주는 약 2.5% 추가 상승했지만 KOSPI 상승률 5.5%에 비해서는 3.0%p 초과하락했다. 중소형은행들의 주가는 계속 큰폭 상승하고 있는 반면 대형은행들의 주가 상승 폭이 미미하면서 업종 상승률이 크지 않았다. 금융업종내에서도 순환매가 발생하고 있는 가운데 증권주는 거침없는 급등세를 이어가고 있고, 지난주에는 보험주마저도 상승하면서 2영업거래일간 보험업종 평균 주가상승률이 10%에 달했다. 전주에 상대적으로 은행주 상승 폭이 크지 않았던 이유는 외국인들의 순매도 지속 때문이다. 외국인들은 은행주가 상승하자 3주째 차익실현성 순매도를 기록하고 있는 상황이다
- 지난주 미국 국채금리는 상승 전환했는데 미국 대법원이 트럼프의 상호관세를 비롯한 IEEPA 근거 관세는 위법이라고 판단한데다 12월 근원 PCE 가격지수도 가파르게 상승하면서 인플레이션 우려가 커졌기 때문이다. 지난주 외국인은 KOSPI를 약 2.1조원 순매도한 가운데 은행주를 2,800억원 순매도해 은행주 매도 강도 강화 흐름이 계속되었다. 반면 국내 기관은 KOSPI와 은행주를 3.3조원과 2,950억원 순매수했다

금주 이슈는 25일 금융위 증선위와 26일 한은 금통위. 증선위 과징금 추가 경감 폭과 시중금리 추가 상승 여부가 관심포인트

- 금주 주요 이슈는 25일 예정된 금융위 증권선물위원회와 26일 예정된 한은 금통위이다. 금융위는 25일 증선위에 홍콩 ELS 제재 안건을 상정할 계획으로 알려졌다. 금감원이 제재심 단계에서 과징금 산출 부과기준율을 15%p 하향조정해 과징금을 약 5천억원 경감했지만 산식과 점수표에 근거할 수 밖에 없는 만큼 재량권은 크지 않았던 상황이다. 반면 금융위는 산정방식 외에도 위반여부에 대한 다툼, 법률 해석 부분 등 여러 사정을 종합적으로 고려해 감경할 수 있는 재량권이 있는데다 향후 행정소송 발생시 소송주체가 되는 만큼 감경 폭이 커질 가능성이 높은 편이다. 늦어도 3월말까지는 최종 결론이 나올 것으로 예상되는데 은행들이 4분기 중 적립한 충당금이 일부 환입되는 수준까지 낮아질 경우 불확실성이 완전히 해소될 공산이 크다
- 한편 26일 한은 금통위는 대체로 만장일치 금리동결을 예상한다. 경제성장률 상향조정 전망과 더불어 정부의 부동산 안정 대책과 의지, 외환시장 변동성 축소 예상 등을 감안하면 향후에도 금리 인하 가능성은 매우 낮아진 것으로 판단한다. 결국 관심사항은 시중금리 추가 상승 여부일 것이다. 금리 상승기, 특히 장단기금리차가 확대되는 시기에 은행주 주가가 강세를 보여 왔기 때문이다

다주택자 현안 부상으로 가계부채 관리방안 발표 미뤄질 전망. 은행 성장성 제약 우려 크지만 관련 우려는 제한적일 것으로 예상

- 당초 금주에 가계부채 관리방안이 발표될 예정이었지만 다주택자 현안 부상으로 2월내 발표는 어려워졌다고 판단한다. 다주택자 대출 만기연장이 이슈가 되면서 다주택자 대출 제한 방안도 포함되어 수정될 것으로 예상되기 때문이다. 대출 규제가 발표될수록 은행 성장성 제약에 대한 우려가 커지겠지만 투자자들의 은행 가계대출 성장 기대치가 높지 않은데다 총량규제도 증가율의 수치 하향이지 가계부채의 절대 규모를 줄이는 디레버리징 방식은 현실적으로 어렵다는 점에서 우려는 제한적일 전망이다

미국 대법원 판결에 따라 수출주 위주로 모멘텀 발생시 단기 은행주 숨고르기 발생할 수 있지만 우상향 방향성 지속될 전망

- 은행주 상승으로 2026F 기준 PBR이 0.76배까지 상승하면서(2025년말 trailing 기준으로는 약 0.84배) 목표가 추가 상향에 대한 고민들이 커지고 있다. 과거 대비 PBR이 많이 상승했지만 금융업권내 증권주·보험주에 비해 낮고, 글로벌 금융주와의 상대 비교시에는 저평가 매력이 더 큰 상황이다. 특히 KOSPI 급등 등 코리아 디스카운트 해소는 market risk premium을 낮추고 자기자본비용률 하락을 수반한다는 점에서 이는 충분히 목표가 추가 상향 여지로 이어질 수 있다고 판단한다
- 미국 대법원 판결에 따라 수출주 위주로 모멘텀 발생시 단기적으로는 은행주 숨고르기가 발생할 수 있지만 우상향 방향성은 지속될 것으로 전망한다

금주 은행 주간 선호 종목으로 KB금융(매수/TP 200,000원)과 하나금융(매수/TP 157,000원)을 제시

미국의 관세 정책 변화, 철강 시장 영향 제한적

철강금속 Weekly | 2026.02.23

Analyst 박성봉 sbpark@hanafn.com

RA 김승규 sgkim@hanafn.com

주간 동향

철강금속 주요 지표 동향

- 국내 철강가격(원/톤)

  열연 유통가: 83만원(WoW, 0.0%), 열연 수입유통가: 80만원(WoW, 0.0%), 철근 유통가: 76.5만원(WoW, 0.0%), 후판 유통가: 90만원(WoW, 0.0%)

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

  미국 열연 유통가: 970달러(WoW, 0.0%), 중국 열연 유통가: 3,255위안(WoW, 0.0%), 중국 냉연 유통가: 3,744위안(WoW, 0.0%), 중국 철근 유통가: 3,219위안(WoW, 0.0%)

- 원재료 가격(달러/톤, 원/톤, 달러/톤)

  중국 철광석 수입가: 97.4달러(WoW, 0.0%), 한국 스크랩가: 42만원(WoW, 0.0%), 호주 원료탄(FOB): 248.5달러(WoW, 0.0%)

- 주요 비철금속(LME) 및 귀금속 가격(달러/톤, 온스)

  전기동: 12,750달러(WoW, +0.2%), 아연: 3,351달러(WoW, +1.3%), 연: 1,918달러(WoW, +0.3%), 니켈: 17,144달러(WoW, +2.2%), 금: 5,059달러(WoW, +0.7%), 은: 82.3달러(WoW, +5.6%)

- 국내 철강 유통가격: 설 연휴로 거래 감소하며 가격 보합 기록.
- 중국 철강 유통가격: 춘절 연휴로 가격 미발표
- 산업용 금속가격: 미달러 강세 불구, 저가 매수세 유입되며 전반적으로 강세 마감

철강금속기업 주가 동향

- 국내 철강금속기업

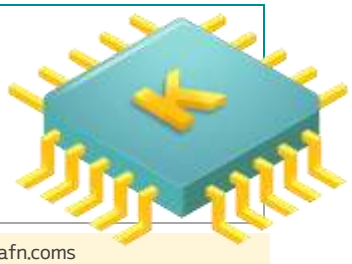
  POSCO홀딩스: 39.4만원(+4.9%), 현대제철: 3.90만원(+16.3%), 세아베스틸지주: 7.43만원(+0.3%), 고려아연: 166.3만원(-0.4%)

- 해외 철강기업(자국 통화)

  BAO STEEL: 6.92위안(0.0%), A. MITTAL: 54.78유로(+5.1%), NSSMC: 673.9엔(+4.0%), TATA STEEL: 208.36루피(+2.5%), NUCOR: 180.01달러(-1.8%)

- 총평: 글로벌 철강업체들 주가, 중국 경기 부양책 기대감과 저가 매수세 유입으로 대부분 상승 마감

Nvidia 실적보다 중요한 메모리 가격



반도체 및 소부장 Weekly | 2026.2.23

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

데이터 포인트 및 주간 리뷰: 2월 20일 잠정 수출 데이터 증가폭이 10일 잠정치를 상회

- 2월 20일 영업일 기준 메모리 반도체 수출 금액은 전년동기대비 237% 증가한 7.9억 달러를 기록했다. 구체적으로 DRAM은 전년동기대비 316% 증가한 3.5억 달러, NAND는 전년동기대비 356% 증가한 6,712만 달러를 기록했다. MCP는 전년동기대비 177% 증가한 3.2억 달러를 달성했다. 10일 잠정 데이터 대비 증가폭이 확대되었다. 25년 4분기에도 매월 메모리 가격의 상승폭이 확대된 바 있는데, 26년 1분기에도 메모리 가격의 상승이 감지되는 수출 데이터가 확인되고 있다.
- 구정 연휴 이후 이틀에 불과했지만, 코스피 지수는 5.5% 상승하며 2주 연속 상승세를 이어갔다. 삼성전자는 4.9% 상승해서 지수를 하회한 반면에 SK하이닉스는 7.8% 상승하며 지수를 상회했다. 최근 들어 삼성전자의 지수 상회와 SK하이닉스의 지수 하회 빈도수가 높았는데, 오랜만에 SK하이닉스의 주가가 양호했다. 외국인 중심의 강한 순매수로 금요일에 상승폭이 크게 나타났는데, 수급 요인으로 보여진다. 블랙록의 지분 신고로 인해 일부 패시브 자금이 집중되었을 가능성을 배제할 수 없다. 업황 및 실적은 지속 상향 가능한 상황이기 때문에 두 업체 모두 비중확대 의견이 유효하다.
- 코스닥 지수는 4.3% 상승하며 코스피와 마찬가지로 2주 연속 상승했다. 하나증권 커버리지 중소형 업체들의 주가 역시 지수 상승과 함께 양호한 주가를 시현했다. 피에스케이홀딩스와 테스의 주가 상승폭이 상대적으로 컸다. 피에스케이홀딩스는 펀더멘털한 이슈는 확인되지 않고, TSMC 고객사라는 점이 부각받은 것으로 추정된다. 테스는 지난 주에 유일하게 부진한 주가 흐름이 나왔는데, 한 주만에 만회하는 흐름이 나왔다. 하나증권은 상대적으로 PER이 낮은 편에 속하는 테스, 브이엠, 피에스케이홀딩스를 지속 추천한다.

전망 및 전략: 비중확대 지속 추천. Nvidia 실적 발표와 2월 수출액

- 이번 주 26일 오전에 Nvidia의 실적이 발표된다. 오는 3월에 GTC가 예정되어 있어 실적 발표에서 특별한 언급을 할 가능성은 낮아 보인다. 시장은 철저하게 실적 및 가이던스에 주목할 가능성이 높아 보인다. 하이퍼 스케일러 업체들이 실적을 발표하면서 올해 Capex를 대폭 상향 조정한 바 있는데, 이로 인한 매출액 가이던스에 변화가 있을지 주목해야 한다. GPM 관련 가이던스는 다소 부정적일 수 있지만, 이로 인한 주가의 과민 반응은 지켜볼 필요가 있다. 수익성 부담은 메모리 가격의 상승 및 Rubin 관련 초기 비용이 반영될 가능성이 있기 때문이다. 신규 칩에 의한 GPM 하락은 향후에 규모의 경제 효과로 인해 재차 반등해 왔다는 점을 상기할 필요가 있다.
- 수출 데이터에서도 확인되고 있는 것처럼 26년 1분기 메모리 가격이 당초 예상치를 상회할 가능성이 높다. 아울러 2분기 이후에도 스마트폰 업체 중심으로 가격 인상을 감내한다는 소식이 들리고 있다. 1분기는 물론 2분기 가격 가정을 상향 조정할 수 있는 상황이기 때문에 여전히 실적 상향 여력이 상존하고 있는 것으로 판단된다. Nvidia의 실적 발표와 무관하게 메모리 본연의 업황 및 가격, 펀더멘털에 집중한 투자 전략을 추천한다. 국내 메모리 업체 및 소부장 업체들에 대한 비중확대를 지속 추천한다.
- 2월 수출 잠정치를 확인할 수 있다. 1월에 이어 2월 10일, 2월 20일 잠정 데이터는 메모리 가격의 상승을 확인할 수 있었다. 해당 흐름이 지속되는 데이터가 확인 가능할 것으로 예상된다.

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	4,656,609	5,809	5.5	18.9	37.8	5,422.2	1,239.5	-7,309.7	20.0	10.3	1.9	1.7
코스닥	632,336	1154	4.3	18.2	24.7	879.9	251.3	-855.3	53.7	30.4	3.9	3.4
삼성전자	1,125,323	190,100	4.9	30.9	58.6	1,106.3	-972.0	-994.0	9.3	8.3	2.3	1.8
SK하이닉스	690,874	949,000	7.8	27.7	45.8	632.7	889.4	-1,516.7	5.8	5.2	2.8	1.8
주성엔지니어링	2,638	55,800	9.4	78.9	101.4	18.8	-10.2	-10.4	30.4	17.6	3.8	3.2
파크시스템스	1,959	280,000	9.0	19.7	34.0	0.4	-0.9	0.6	35.1	28.0	6.9	5.6
피에스케이홀딩스	1,954	90,600	22.6	53.0	95.7	27.8	0.5	-28.5	18.3	16.4	3.2	2.7
테스	1,429	73,800	11.7	51.7	65.7	6.7	3.4	-9.9	18.5	15.2	3.0	2.5
브이엠	862	35,300	3.7	33.2	16.9	17.4	4.3	-22.4	16.6	13.0	4.3	3.4

자료: 하나증권

단기 원유/석유제품 가격 상방 압력

에너지/화학 Weekly Monitor | 2026.02.23

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

Weekly Issue: 단기 원유/석유제품 가격 상방 압력

- **총평**

- 정제마진 11.2$(WoW -0.4$), 석유화학 강보합. Top Picks SK이노베이션, S-Oil, 금호석유화학, KCC, 롯데정밀화학

- **단기 원유/석유제품 가격 상방 압력**

-유가 상방 요인(1) - 미국의 이란 공격 가능성: 트럼프는 10~15일 내로 이란과의 핵 합의 도달 혹은 군사 옵션 가능성을 언급. 이란의 호르무즈 해협 봉쇄 가능성 등 우려로 단기 유가 강세. 다만, 2026년 미국의 원유 생산량 감소 가능성 및 타이트한 석유제품 수급 상황 감안 시 유가/휘발유 중심의 물가 부담 상당폭 확대될 가능성 높아 미국의 군사적 행동 가능성은 제한적

-유가 상방 요인(2) - 미국 수요 호조로 원유 재고 큰 폭 감소: 미국 원유 재고는 4.19억bbl로 -900만bbl 감소세 시현. 시장 예상치 +210만bbl 증가 대비 크게 하회. 과거 9년 평균 대비 10% 낮은 수준. 이는 미국 정제설비의 가동률이 91%까지 상승하여 원유 투입량이 1,610만b/d로 전주 대비 증가했기 때문. 즉, 미국의 수요 증가 영향. 실제, 미국 휘발유 수요는 850만b/d로 YoY +1.5%, 경유 수요는 440만b/d로 YoY +2.5% 증가. 휘발유/경유 재고도 하락. 2026년 미국의 원유 생산량이 감소할 가능성이 높다는 점을 감안할 때, 미국 내 원유/석유제품 수급은 타이트한 상황 지속될 전망

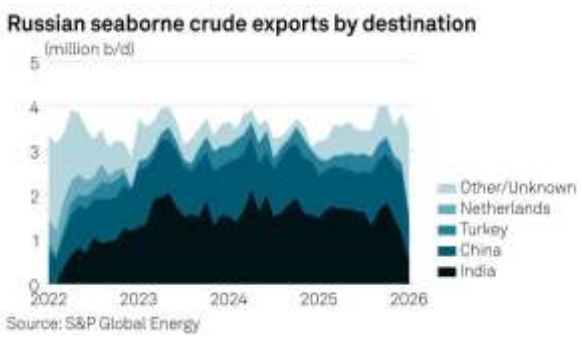
-유가 상방 요인(3) - 러시아 원유 수출량 감소: 미국은 2월 임시 무역합의를 통해 인도의 러시아산 원유 구매 축소 대가로 인도산 제품에 대한 관세를 기존 50%에서 18%로 낮추는데 합의. 이에 따라 인도는 미국산 원유는 물론 베네수엘라산 원유 구매도 협의 중. 이미 인도는 1월 기준 러시아산 원유 비중을 21%까지 낮춰. 이는 과거 40% 이상에서 크게 축소된 수치. 러시아 Ural 원유는 중국으로 Brent 대비 약 30$/bbl 디스카운트되어 판매 중이나, 중국이 모두 다 받아 주기는 어려워. 러시아의 1월 원유 수출량은 340만b/d로 MoM -11% 축소 확인

-유가 하방 요인(1) - 미국의 원유 생산량 감소를 보완하기 위한 베네수엘라 생산량 확대 정책: 미국 정부는 베네수엘라 원유의 관련 거래를 폭넓게 허용하는 일반 허가를 확대하고, 희석제 등에 대한 미국산 제품/서비스 투입을 허용. PDVSA는 2026년 생산량 18% 확대를 목표로 제시. 스페인 Repsol 등 일부 업체가 베네수엘라 원유 생산량 1년 내 50% 증가, 3년 내 3배 등을 언급하며 사업 재개 시도

-유가 하방 요인(2) - 4월부터 OPEC+의 증산 개시: 3/1일 OPEC+ 회의에서 4월부터 증산 재개 논의 전망

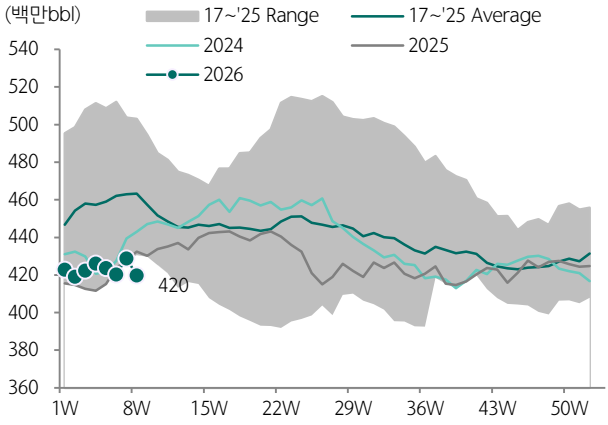
-결론: 1) 단기적으로 유가/석유제품의 상방 요인 많아. 다만, 물가부담 급증 가능성 감안 시 미국의 이란에 대한 군사적 액션이 실제로 진행되기는 어려워 WTI 기준 70$/bbl 이상을 가정하지는 않음 2) 러시아 정제설비의 가동중단 규모는 12월 17%에서 1월 7%로 감소했고, 1월 석유제품 수출량은 243만b/d로 MoM +10% 증가. 이는 2025년 평균 220만b/d 대비 20% 높아 3) 즉, 최근 러시아 석유제품 수출량 확대에도 불구 정제마진은 여전히 견조. 상반기에도 정유업황 호조 지속 전망

도표 1. 러시아 해상원유 수출량 급감



자료: S&P Global, 하나증권

도표 2. 미국 상업용 원유 재고 2017~25년 밴드 하단 이탈



자료: EIA, 하나증권

자사주 점검 + 카카오 하락

음식료/담배 Weekly Comment | 2026.2.23

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

1. 주간 리뷰 및 이슈 코멘트

1) 주간 리뷰

- 전주 음식료 업종지수는 코스피 대비 -5.0%p 언더퍼폼 시현, 구정 연휴 기인해 영업일수가 이틀 밖에 되지 않았으나 반도체 대형주가 지수 상승을 견인. 음식료 업종은 지난주에 이어 '배당주'로의 쏠림 현상이 유지되는 분위기임. 더불어, '자사주 소각 의무화' 상법 개정이 이달 중으로 통과될 것이라는 기대감이 상승하면서 자사주 보유 업체에 대한 관심이 주가에 반영되었음. 관련해서 KT&G/ 무학/ 하림지주 주가가 각각 2%/ 2%/ 10% 상승함.
- 전주 위클리를 통해 주지하다시피, 시장 변동성 및 배당기일(대부분 2월 말) 감안시 구정 이후도 배당주의 상대적 매력이 부각될 것으로 판단. 다만, 3월 들어서는 방어주보다는 실적 개선주에 비중을 좀 더 실어가는 전략이 유효하다는 기존 의견을 유지함. 하나증권은 2월 중 KT&G 비중 소폭 축소하는 반면, 삼양식품/오리온 비중을 늘려나가는 전략을 제시. 오리온은 최근 주가가 유의미하게 상승했으나, 올해 중국을 중심으로 한 실적 개선 및 주주환원 의지 감안시 여전히 업사이드 여력이 높다고 판단. 코스닥 실적주(CJ프레시웨이, 하림지주)의 저평가 매력도 재차 부각될 것으로 예상.
- 전주 상승: 콜마비앤에이치 +4.2%(저가 매수 유입), 롯데웰푸드 +2.1%(저가 매수 유입), KT&G +1.9%(배당 매력 부각), 풀무원 +1.9%(저가 매수 유입), 롯데칠성 +1.0%(저가 매수 유입) 등
- 전주 하락: 삼양식품 -2.2%(차익 실현 매물 출하), 농심 -1.8%(차익 실현 매물 출하) 등

2) 주간 이슈 코멘트

(1) 자사주 점검

- '자사주 소각 의무화' 상법 개정이 이달 중으로 통과될 것이라는 기대감이 상승하면서 관련주의 주가가 큰 폭 상승했다. 음식료 업종 내 주요 업체의 자사주 비중을 살펴보면, 오뚜기 14%/ 하림지주 13%/ KT&G 9%/ SPC삼립 6%/ 롯데웰푸드 5% 보유 중이다.
- KT&G는 4Q25 실적 발표를 통해 유일하게 올해 자사주 소각 가능성을 언급했다. 2025년은 주당배당금 전년대비 600원 증액 및 추가 신규 자사주 매입/소각(기존 이행 약속 약 3천억원+추가 약 3천억원) 규모가 시장 기대를 상회했다. 올해는 기보유 자사주 일부 소각을 통해 총주주이익률을 작년 수준 이상으로 맞출 것으로 예상

(2) 카카오 가격 하락

- 카카오 가격이 수요 감소에 따른 재고 증가 기인해 전주 대비 -17.1% 큰 폭 하락했다. 현재 카카오 가격은 톤당 3천불에 거래 중이다. 이는 2023년 수준이다. 2024년 하반기부터 급격하게 상승 후, 작년 말부터 약세 흐름이 이어지고 있다.
- 업체의 재고 수준(2~3달) 감안시, 빠르면 3월/ 늦어도 2Q26부터 제과 업체들의 원가 부담 완화가 본격화될 것으로 전망한다. 하락 속도가 시장 예상 대비 빠른 점 감안하면 원가 완화 폭이 당초 예상 대비 클 가능성도 열어 둘 수 있겠다. 참고로, 2025년 음식료 업종의 GPM이 소폭 개선된 것과 다르게, 오리온 및 롯데웰푸드의 GPM은 YoY 2~300bp 하락했다. 주지한 것처럼, 올해는 상황이 달라졌다.

상호관세 위법 판결이 배터리 산업에 미치는 영향

2차전지 Weekly ⚡ 이배속(이번주 배터리 속이야기) | Neutral | 2026.2.23

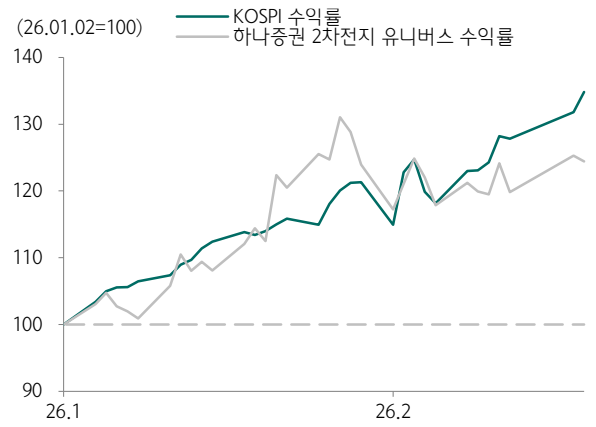
Analyst 김현수 hyunsoo@hanafn.com

RA 홍지원 jiwonhong@hanafn.com

데이터 포인트 해석 및 투자 전략 : 에너지 안보 자산으로서의 배터리 중요성 지속 확대

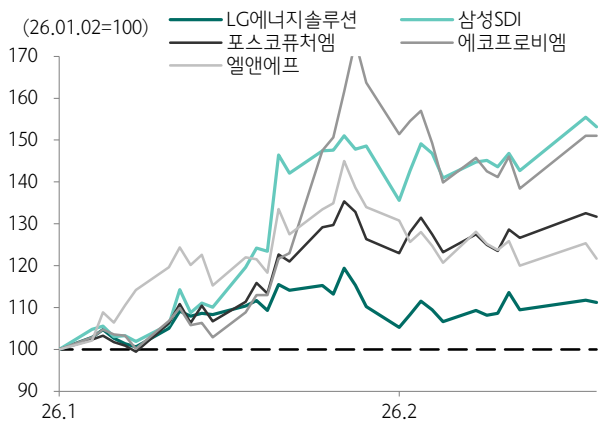
- 연방대법원의 이번 판결은, 관세 자체를 반대한 것이 아니라 IEEPA(국가경제비상권한법)의 한계를 지적한 것이다. 따라서 바이든 행정부 시절부터 관세 부과의 근거 법률 역할을 해온 무역확장법 232조와 무역법 301조(슈퍼301조)를 트럼프 행정부 역시 적극 활용해 안보 관점에서 중요하게 다뤄지거나, 리쇼어링을 추진하는 품목들에 대한 관세를 지속 부과해 나갈 것으로 판단한다.
- 재생에너지 발전량 증가 및 데이터 센터 On-site 발전량 증가가 야기하는 ESS 배터리의 안보자산화로 인해 배터리에 대한 고율 관세 정책은 지속될 것으로 판단한다. 배터리는 이미 슈퍼301조에 근거해 2024년부터는 전기차 배터리, 2026년부터는 ESS 배터리에 대해 25%의 품목관세가 부과되고 있다는 점에서 미국 내 배터리 생산시설 갖춘 한국 기업들의 수혜가 지속될 것으로 판단한다.
- 한편, 1월 미국 전기차(BEV 기준) 판매는 YoY -23% 감소했다. 시장조사기관들의 평균 전망치(-10%대)를 하회하는 수치다. 다만, LG에너지솔루션에 대한 전기차 배터리 부문 매출 전망치들이 이미 YoY -30% 감소를 반영하고 있어, 상기한 정도의 전기차 부진은 주가에 미치는 영향이 제한적이라고 판단한다.
- LG에너지솔루션 기준으로 전기차 배터리 부문 매출은 2025년 19.2조원에서 2026년 16.4조원으로 감소 예상되나, ESS 부문 매출이 2025년 2.4조원에서 2026년 8.9조원으로 크게 증가하며, 전기차 부문 부진을 넘어서는 성장이 예상된다.
- LG에너지솔루션은 글로벌 배터리 기업들 중 2026년 ESS 배터리 매출 성장이 가장 가파르다는 점에서, 삼성SDI는 SDC 지분 활용에 따른 Valuation Discount 점진적 해소 가능하다는 점에서 현 가격에서 30% 상승 여력 있다고 판단한다. 셀 메이커 대형주 중심으로 매수를 권고한다.

도표 1. KOSPI 대비 2차전지 섹터 수익률



자료: 하나증권

도표 2. 주요 업체 주가 추이



자료: 하나증권

Tech&Stock Weekly

2026.02.20

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

팔로알토, M&A 영향과 보수적 가이던스

팔로알토(PANW.US): FY26년 2분기 실적 리뷰

- 팔로알토 FY26년 2분기 실적 발표 후 주가는 -7% 하락. 3분기와 2026년 연간 가이던스 항목 중 매출은 M&A 효과를 제외하면 시장 예상치 수준, EPS는 인수/통합 비용 영향으로 시장 기대치를 하회했기 때문. 매출, 차세대보안 ARR, RPO에 대한 FY26년 연간 가이던스를 상향 조정했으나, M&A 기여분을 제외하면 매출은 2분기 상회폭 수준만 상향 조정, 차세대보안 ARR과 RPO 가이던스는 기존 수준을 유지. 플랫폼화 계약 체결 최고치 기록 등 전략적 사업 진행 상황은 상당히 긍정적이나 인수 초기 시점과 AI 도입 속도 등을 고려하여 보수적으로 가이던스 제시한 것으로 보임.
- 1)M&A 영향에 따른 단기적인 수익성 지표 압박, 2)AI로 인해서 소프트웨어 산업이 시장을 잃을 수 있다는 불안감으로 세부 분야를 따지지 않고 소프트웨어 섹터 전체에 대한 경계심 증가, 3) AI 보안 서비스 출시 초기 & M&A 직후라는 시기적 특성으로 팔로알토의 공격적인 사업 전략 대비 실적을 통한 입증은 다소 시간이 소요된다는 점이 단기적으로 주가에 부정적 영향을 줄 것으로 판단.
- 그러나 1)AI 도입은 보안 서비스의 통합과 플랫폼화 수요를 더욱 가속화시키는 요인이며 2분기 플랫폼화 계약 체결(순신규 110건으로 성수기 4분기 제외하고 최고치 갱신)을 통해 통합 사업자로서 경쟁력 입증, 2) 주요 성장 동력 제품인 SASE와 XSIAM의 고무적인 지표 달성, 3) 기업의 AI 도입 증가에 따른 우호적 환경(옵저버빌리티 수요 상승 & 아이덴티티 보안 중요도 급증) 속에서 크로노스피어 & 사이버아크 통합 시너지 기대감을 고려하면 PANW에 대한 기존 긍정적인 투자 의견 유효.

클라우드플레어(NET.US): AI Agent로 인한 트래픽 두 배 상승

- 25년 4분기 실적을 통해서 단순 CDN 네트워크를 넘어 AI 에이전트 트래픽 폭증의 최대 수혜를 입는 필수 인프라로 확실하게 진화했음을 확인. 막대한 자본을 쏟아 붓는 하이퍼스케일러나 전통적인 웹 전송망에 머물러 있는 패스트리, 아카마이 등과 달리, 동사는 구조적인 비용 우위와 Workers 플랫폼을 무기로 수익성이 동반된 강력한 외형 성장(매출 34% 증가)을 이뤄냈고 대형 엔터프라이즈 타겟의 영업 전략까지 성공적으로 안착 시키며 중장기적인 밸류에이션 프리미엄을 정당화해 나가고 있음

AI Agent 시대 도래

- 1월 한 달에만 AI 에이전트가 생성하는 주간 트래픽이 두 배 이상 폭증. 에이전트 활동 증가가 Workers 개발 플랫폼 사용을 유도하고, 이는 다시 클라우드플레어의 보안 및 네트워킹 서비스 수요를 끌어올리고 있음. 또한 바이브 코딩(Vibe coding) 플랫폼들이 Workers를 선호하며, 보안을 위한 제로 트러스트 도입과 캐싱 및 속도 제한을 위한 AI 게이트웨이 사용이 급증함
- 주요 AI 기업들이 거대 클라우드 서비스(하이퍼스케일러) 대신 클라우드플레어의 워커스(Workers) 플랫폼을 채택하는 사례가 늘고 있음. 종속성이 없고, 유연하며, 대규모 글로벌 트래픽을 지연 없이 처리할 수 있다는 점이 큰 경쟁력으로 작용
- 지난 2년간 제품 주도 성장 구조에서 대형 엔터프라이즈 대상의 영업 구조로 개편한 것이 결실을 맺고 있음. 이번 분기 역대 최대 ACV인 연간 4,250만 달러의 계약을 성사

데이터독(DDOG.US): LLM이 대체할 수 없는 솔루션

- 시장에서 가장 주목하는 사용량 추이 관련 4분기에 기존 고객들의 견고한 사용량 증가세 확인. AI 네이티브 고객을 제외한 광범위한 고객층의 매출 성장이 3분기 20%에서 4분기에 23%로 가속화 되었으며 1월에도 지속

산업 Issue

2026년 2월 22일 | 글로벌 리서치

미국 에너지

원자력 업데이트 #1: 우라늄

러시아산 수입 비중은 2020년 16.5%에서 2024년 3.6%까지 급감

미국은 2022년 바이든 정부부터 당시 미국에 농축우라늄 20%를 공급했던 러시아 Rosatom에 대한 제재를 검토했으며 2023년에는 2028년부터 러시아산 농축우라늄 수입을 금지하는 법안을 통과시켰다. 해당 법안은 2024년부터 2027년까지는 상한선을 정해 러시아산 우라늄은 미국 내 수요 20%를 초과할 수 없다는 규제를 포함한다. 현재 미국의 상업용 농축 시설은 영국·네덜란드·독일 컨소시엄이 소유하고 있는 Urenco가 유일하다. NRC는 2025년 9월 Urenco의 농축 한도를 기존 5.5%에서 10%로 상향하는 안을 승인한 바 있다. 미국의 U3O8 수입의 러시아 비중은 2020년 16.5%에서 2024년 3.6%까지 급감했다. 반면 캐나다로터의 수입량은 70% 증가하며 (비중은 22.4%에서 33.3%로 증가)하며 5년새 증가한 우라늄 수요에 대응하고 있다.

업스트림보다는 미드스트림 재건에 집중된 지원책

정부는 자국 내 우라늄 공급망 구축을 위해 올해 들어 크게 두가지 지원책을 공개했다. 1월초 공개된 에너지부의 지원책은 American Centrifuge Operating, General Matter, Orano Federal Services 각 기업이 농축 우라늄 캐파를 확장하는데 9억달러씩 총 27억 달러를 지원하는 계획이다. 차세대 원자로와 SMR의 필수 연료인 HALEU의 생산에 초점이 맞춰졌다. 이외에도 와이오밍 주는 BWXT의 TRISO 연료 공장에주정부 자금 1억 달러 지원책을 공개했다. 다만 지원책은 업스트림보다는 미드스트림 재건에 집중되고 있어 실물 자급도는 여전히 낮은 편이다.

2030 타임라인, 대형원전의 재가동 수요를 고려할 때 가장 빠른 수혜 전망

우라늄 현물 가격은 1월 말 기준 94.28 달러/lbs로 2024년 1월 100.25 달러/lbs 이후 2년내 최고치를 기록했다. WNA(세계 원자력 협회)는 우라늄 수요가 2030년까지 86,000톤, 2040년까지 150,000톤으로 증가하지만 기존 광산 생산량 증가 여력은 수요 대비 제한적일 것으로 전망하고 있다. 글로벌 1위의 우라늄 생산기업인 **카자토프롬**은 최근 남부 Budenovskoye ISR 광산 램프업으로 2026년 생산량 가이던스를 2025년 대비 9% 증가한 71~75M lbs로 제시했다. 지난 8월 하향 조정 이후 재조정이다. **카메코**는 2026년 연간 생산 가이던스로 2025년(21.0M lbs)과 유사한 수준인 19.5~21.5M lbs를 제시했다. **센트러스에너지**는 2029년 첫 상업용 생산 Cascade를 가동할 예정이다. 2030년까지의 SMR 타임라인과 대형원전의 재가동 수요를 고려할 때 우라늄은 원자력 밸류체인 내 가장 빠른 수혜를 전망한다.

Analyst 김시현
sihyun_kim@hanafn.com

2026년 2월 23일 | Global Equity

록히드마틴(LMT.US)

전투기 뿐만 아니라 미사일도 수요 확장 국면 진입

미국

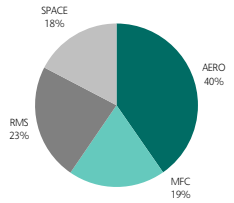
TP(컨센서스)	658.90 USD
CP(2.20)	658.26 USD

Key Data

국가	UNITED STATES
상장거래소	New York
산업 분류	산업재
주요 영업	우주항공 & 국방
홈페이지	www.lockheedmartin.com
시가총액(십억USD)	151.5
시가총액(조원)	219.2
52주최고/최저(USD)	669.75/410.11
주요주주 지분율(%)	
State Street Global Advisors Inc.	14.6
Vanguard Group Inc.	9.3

주가상승률	1M	6M	12M
절대	12.3	47.2	49.4
상대	11.8	38.7	34.5

매출구성



Financial Data (십억USD)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출	71.0	75.0	79.0	83.0
영업이익	7.0	7.7	9.6	10.0
순이익	5.3	5.0	6.9	7.3
EPS(USD)	21.5	21.5	29.7	31.9
EPS(YOY, %)	0.0	0.0	38.3	7.4
ROE(%)	81.0	76.9	85.8	73.9
PER(배)	17.6	29.5	22.1	20.6
PBR(배)	18.0	16.5	17.2	16.1
배당률(%)	2.6	2.8	2.2	2.3

자료: Bloomberg, 하나증권

Analyst 채운샘 unsam1@hanafn.com

연간 매출 109조원 규모의 미국 방위기업

록히드마틴은 1995년 Lockheed Corporation(1926년 설립)과 Martin Marietta(1961년 출범)의 합병으로 출범한 미국 방산기업이다. 합병의 배경에는 미-소 냉전 종식 이후 미국 국방지출이 감소하는 환경에서 국방부가 방산업계 구조조정을 사실상 용인한 점이 작용했다. 사업은 Aeronautics(항공), Missiles and Fire Control(미사일/사격통제), Rotary and Mission Systems(헬기/미션시스템), Space(우주) 4개 부문으로 구성된다. 사업부별 대표 제품은 항공 부문에서 F-35 Lightning II(5세대 스텔스 전투기), C-130 Hercules(수송기) 등이 있으며 미사일/사격통제 부문은 PAC-3 MSE/THAAD(방공 요격 미사일), HIMARS(다연장로켓포), PrSM/JASSM/Hellfire(미사일), Javelin(대전차무기) 등이 있다. 헬기/미션시스템 부문은 Black Hawk/CH-53K(헬기), Aegis Combat System(이지스 전투체계) 등이 포함되며 우주 부문은 Trident II D5(잠수함 발사 탄도미사일), Next Gen OPIR(차세대 적외선 감시 위성), Next Generation Interceptor(차세대 요격체), Orion(유인우주선) 등이 있다. 전통적으로 영업이익 기여도는 항공과 미사일/사격통제 부문이 상대적으로 높지만 편차는 제한적인 편이다.

6세대 전투기 개발사업 수주에 실패했지만 F-35 잠재수요는 여전히 견조

단일 제품 기준으로 록히드마틴의 매출 기여도가 가장 큰 무기체계는 F-35다. 2025년 연간 매출에서 F-35 인도와 유지/정비, 업그레이드를 포함한 관련 매출 비중은 27%이다. 이에 따라 F-35 관련 매출이 실적에 미치는 영향이 매우 크며 향후 실적 방향성 판단에서도 핵심 변수다. F-35의 수요는 미국 내수와 해외 수출로 구분할 수 있다. 내수는 미국 공군, 해군, 해병대가 도입을 추진 중이다. 미국 의회조사국에 따르면 내수 수요는 총 2,470대로 계획되어 있다. 수출은 유럽과 아시아 등 주요 동맹국을 중심으로 진행되고 있다. 2023년 12월 말 미국 국방부 Modernized Selected Acquisition Report에 따르면 계획된 수출 물량은 917대로 파악된다. 해당 수치는 2023년 이후 추가 수요는 고려하지 않은 것이다. 종합하면 내수와 수출을 합산한 F-35 총 예상 수요량은 최소 3,387대 수준으로 추정할 수 있다. 2025년 연말 기준 록히드마틴의 F-35 누적 인도 대수는 총 1,293대로 아직 2,094대를 추가적으로 인도해야 하는 상황이다. 2025년 연간 F-35 인도 대수는 191대이며 일감은 충분하다는 판단이다. 이를 고려하면 F-35 관련 매출은 적어도 2030년 이전까지 안정적인 성장을 지속할 전망이다. 2026년 연간 항공 부문 가이던스 달성 시 매출액과 영업이익은 각각 전년대비 0.8~4.1%, 42.6~47.4% 성장할 전망이다. 한편 2025년 3월 미국은 공군 6세대 전투기 개발사업(NGAD, Next Generation Air Dominance) 최종사업자로 록히드마틴이 아닌 보잉을 선택했다. F-35 이후 성장 동력에 대한 의문으로 당시 주가는 큰 폭으로 하락한 바 있다. 록히드마틴은 F-35 업그레이드를 통해 6세대 전투기 도입 비용의 50% 수준으로 성능은 80% 수준까지 끌어올려 훼손된 모멘텀을 만회하겠다는 전략을 갖고 있다. (다음페이지 이어서)

미사일 증산이 실적 모멘텀으로 부상

단기적으로 미사일/사격통제(MFC) 부문의 미사일 매출 확대가 가장 큰 실적 모멘텀으로 판단한다. 대표 품목은 Patriot PAC-3 MSE(패트리어트 요격미사일)와 THAAD(사드) 요격미사일이다. 패트리어트 체계의 체계종합은 RTX(레이시온)이나 PAC-3 MSE 요격미사일은 록히드마틴이 담당한다. 2025년 PAC-3 MSE 인도량은 620발로 전년대비 20% 이상 증가한 것으로 추정된다. 발당 400만달러로 가정하면 매출은 약 24.8억달러이며 이는 록히드마틴의 연간 매출 750억 달러 대비 약 3.3% 수준이다. 현재 비중은 한 자릿수이나 향후 가파른 성장이 예상된다. 배경에는 미 육군 및 해외 수요 확대가 있다. 구체적으로 1) 미 육군은 패트리어트 대대를 최대 4개 추가로 확대할 계획을 언급했고, 2) 미 육군 소요검토위원회는 2025년 4월 PAC-3 MSE 미사일의 중장기 획득 목표를 대폭 상향 조정했다(기존 3,376발에서 13,773발). 3) 실제로 미 육군은 2025년 9월 록히드마틴과 대규모 PAC-3 MSE 생산 계약(98억달러 규모, 1,970발)을 체결한 바 있다. 4) 해외 수요는 다수 계약을 감안하면 공급이 수요를 따라가지 못하는 상황인 것으로 추정된다. 이에 따라 록히드마틴은 미 정부와의 합의를 기반으로 PAC-3 MSE 연간 생산능력을 기존 약 600발에서 2,000발까지 확대할 계획이다. 발당 400만달러를 적용하면 2,000발 기준으로 연간 매출은 약 80억달러 수준이 된다. 2025년 기준 매출 비중 약 10~11%에 해당하는 수치이다. THAAD(사드) 요격미사일도 유사하다. 2026년 1월 록히드마틴은 미 전쟁부와 THAAD 요격탄 생산을 연 96발에서 400발로 확대하기 위한 프레임워크 계약을 체결했다. 발당 1,200만달러를 적용하면 400발 기준 연간 매출액은 48억달러로 추정된다. 매출 비중 약 6%에 해당하는 규모이다.

점진적인 성장이 예상되는 RMS, Space 사업 부문

헬기/미션시스템(RMS)과 우주(Spcae) 부문은 각각 2.8년치, 3.1년치에 해당하는 수주잔고를 보유 중이며 점진적인 실적 성장이 예상된다. 헬기/미션시스템(RMS) 부문은 자회사 Sikorsky(시코르스키)의 군용 헬기 포트폴리오와 더불어 함정 이지스 전투체계, 훈련 프로그램 등이 강점이다. 우주(Space) 부문은 극초음속 미사일 등 고도화된 위협이 확대되는 환경에서 미 우주군이 추진 중인 우주 기반 미사일 경보, 추적, 요격으로의 확대 흐름에서 수혜가 가능하다. 전장의 영역이 육·해·공을 넘어 우주로 확대되는 가운데 록히드마틴의 저궤도/정지궤도 적외선 센서 위성, 우주 요격체 등 우주 포트폴리오는 중장기 성장동력이다.

2026년 영업이익 가이던스: 마진 개선 구간 진입

2026년 연간 매출 가이던스는 775억달러~800억달러로 제시됐다. 달성 시 매출은 전년대비 3.3%~6.6% 성장할 전망이다. 이는 2020년 코로나 팬데믹 발생 이후 연평균 매출 성장률 약 2.9%를 초과하는 수치이다. 한국, 유럽 방산업체들처럼 가파른 성장률은 아니지만 절대 매출 규모가 100조원 이상인 점을 감안할 필요가 있다. 트럼프 행정부 임기 동안 미국 국방비가 가파르게 상승할 가능성이 높다는 점을 고려하면 록히드마틴의 매출 성장률은 과거 기록했던 두 자릿수 성장률로 회복하는 초입으로 해석한다. 각 사업부에 배분되지 않는 연금조정, 손상차손, 무형자산 상각비 등을 제외한 영업이익 가이던스는 84억달러~87억달러로 달성 시 전년대비 24.9%~28.7% 성장할 전망이다. 영업이익률 10.9%~11.2%에 해당하는 범위이다. 이는 2024년~2025년 영업이익률 8.6%, 9.0% 대비 유의미한 개선이다. 현재 수주잔고는 1,936억달러로 2025년 매출 기준 약 2.6년 치 일감을 보유하고 있다.

단기 투자유망종목

글로벌투자분석실

종목	편입일	기준가	전일종가	수익률	투자 포인트
삼성전자 (005930.KS)	2/23	190,100	신규	-	• AI 수요 견조하게 유지되는 가운데, DDR4 가격상승과 더불어 NAND 업황 개선 맞물려 • DDR 및 NAND 가격 상승은 레거시 비중이 높은 삼성전자에게 긍정적
KB금융 (105560.KS)	2/23	168,800	신규	-	• 4Q25 실적의 특징은 수수료이익 대폭 증가, 기말배당 큰폭 확대, 주주환원 재원 확보 • NIM 상승과 판관비 감소, 충당금 추가 적립 및 과징금 불확실성 해소도 긍정적 요인
SK이노베이션 (096770.KS)	2/23	127,600	신규	-	• E&S 합병에 따른 시가총액 상승가치 7조원 제외 시 현재 시가총액 S-Oil과 유사한 수준 • 정제처리량 Capa 115만톤으로 S-Oil 대비 약 2배인 점 감안 시 저평가 영역
삼성증권 (016360.KS)	2/23	114,500	신규	-	• HNWI 고객수 390만명(YoY +48.9%), 고객자산 432조원(YoY +42.8%) 수준으로 확대 • 발행어음 인가 취득 시 IB와 리테일 간의 사업 시너지 효과 기대
대한항공 (003490.KS)	2/23	25,150	신규	-	• 4Q25 항공우주 사업부 매출액 3,082억원을 기록하며 전년 동기 대비 2배 이상 성장 • 항공우주 사업부가 대한항공의 신성장동력으로 자리잡는 모습
아이에스동서 (010780.KS)	2/23	32,050	신규	-	• 2026년 4월, 3.5조원 규모의 대구 자체사업 분양을 결정함에 따라 외형 레벨업 예상 • 지방광역시 집값 반등과 대구 미분양 감소 등 긍정적 시그널 감지
에코프로비엠 (247540.KQ)	2/23	214,000	신규	-	• 4Q25 Review 매출액 4,992억원(YoY +7.0%), 영업이익 410억원(YoY 흑자전환) 기록 • 3월 초 CEO 주관 미래 기술 로드맵 발표 기대감
쏠리드 (050890.KQ)	2/23	9,550	신규	-	• 2026년 상반기부터 미국에서 주파수 경매 본격화될 예정 • 유럽 시장 매출처 확대와 미국 시장 회복을 바탕으로 이익 성장 추세 지속 전망
하림지주 (003380.KQ)	2/23	16,660	신규	-	• 돈가 상승 및 팬오션 실적 회복 기인해 실적 개선 흐름 기대 • 저평가 매력 재차 부각될 것으로 예상
시지메드텍 (056090.KQ)	2/23	2,305	신규	-	• ECM 스킨부스트 시지리알로 인젝트 파인 1Q26내 출시 예정 • 대웅그룹 관계사 편입 후 사업 재편 완료. 실적 성장 본격화

단기 투자유망종목 수익률

주간(Last Week)		누적(YTD)	
수익률	BM대비 수익률	수익률	BM대비 수익률
+15.12%	+1.69%p	+40.46%	+7.49%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
아이에스동서 (010780.KS)	2/23	32,050	신규	-	• 2026년 4월, 3.5조원 규모의 대구 자체사업 분양을 결정함에 따라 외형 레벨업 예상 • 지방광역시 집값 반등과 대구 미분양 감소 등 긍정적 시그널 감지
KB금융 (105560.KS)	2/9	149,300	168,800	13.06%	• 4분기 실적의 특징은 수수료이익 대폭 증가, 기말배당 큰폭 확대, 주주환원 재원 확보 • NIM 상승과 판관비 감소, 충당금 추가 적립 및 과징금 불확실성 해소도 긍정적 요인
키움증권 (039490.KS)	2/9	405,000	495,500	22.35%	• 증시로의 자금 유입 속도를 감안 시 26년 국내·해외주식 거래대금 견조한 수준 유지 전망 • 실적 변동성과 무관하게 배당 확대 기조를 유지하겠다는 입장 밝혀
오리온 (271560.KS)	2/9	124,000	139,500	12.50%	• 25년 상반기 톤당 만달러까지 상승했던 카카오 가격 현재 6천달러 내외까지 하락 • 중국 내 주요 부자재 및 원자재도 가격 안정화 흐름을 보이고 있어 원가 부담 완화 예상
이수스페셜티케미컬 (457190.KS)	2/9	100,000	98,100	-1.90%	• 전고체 배터리 소재 '황화리튬' 대량 제조 가능한 국내유일업체 • 전고체 배터리, 휴머노이드 산업 개화와 맞물리며 조기 상용화 기대감 상승
케이엠더블유 (032500.KQ)	2/2	18,920	20,950	10.73%	• 삼성과 더불어 에릭슨, 노키아로의 매출 확장 가능성 상승 • 미국 및 국내에서 수개월 내 신규 주파수 할당 공고 및 경매 이루어질 전망
기아 (000270.KS)	1/12	133,200	171,800	28.98%	• 셀토스 풀체인지 모델 출시 및 판매 본격화로 신차 효과 통한 물량 확대 지속 기대 • 이익 개선및 그룹미래 모빌리티 사업구체화 통한 밸류업 기대
삼성전자 (005930.KS)	1/2	119,900	190,100	58.55%	• 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	949,000	45.78%	• 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
한국항공우주 (047810.KS)	1/2	114,400	177,900	55.51%	• 일회성 비용 부재와 완제기 수출 부문의 일시적 믹스개선으로 3Q25 수익성 개선 • 26년 말레이시아 2차, 이집트 경전투기 사업 등의 대형 사업 예정
S-Oil (010950.KS)	1/2	83,000	120,000	44.58%	• 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
+31.11%	-1.86%p	+31.11%	-1.86%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	13,955	13.5%	• 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	21,365	64.3%	• 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	14,765	13.0%	• 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	15,020	55.0%	• 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
QDF (미국 퀄리티 배당 주식)	2026.02.02	82.93	82.93	0.0%	• 우량 배당주 선별 투자. 미국 상장 기업 중 펀더멘털(수익성, 경영 효율성, 현금흐름)이 우수하면서도 배당 수익률이 높은 '퀄리티' 기업들로 구성 • 정책 변화와 금리 변동성 확대 구간에서, 재무구조가 탄탄한 기업들은 하락 방어력이 높음. 성장보다는 안정성과 현금 창출에 집중하는 균형추 역할 기대
XLE (미국 에너지)	2026.01.02	45.65	55.18	20.9%	• 미국 S&P500 에너지 업종 ETF. 에너지 섹터의 대형주 20여개로 구성된 포트폴리오. ExxonMobil과 Chevron의 비중이 40%를 상회하는 구성 • 트럼프 정부의 중남미 영향력 확장 시도 가운데, 베네수엘라 정권 개입 상황이 미국 대표 원유 관련 기업들의 이익 증가 및 자산 회복 기회로 연결될 가능성. 유가 모멘텀은 제한되나 높은 비중을 차지하고 있는 기업들의 개별 요인 주목
SMH (글로벌 반도체)	2025.11.24	339.12	410.20	21.0%	• 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	36.66	19.6%	• 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

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

Calendar

글로벌투자분석실

SUN	MON	TUE	WED	THU	FRI	SAT
2.22	2.23	2.24	2.25	2.26	2.27	2.28
	▪ 독일 2월 IFO 기업환경 (E --, 1월 87.6)	▪ 미국 12월 제조업 수주 (E --, 11월 2.7%)	▪ 유로존 2월 전년대비/전월대비 CPI 발표 (E --/--, -0.5%/1.7%)	▪ 한국 2월 금융통화위원회 (E --, 1월 2.5%)	▪ 일본 2월 CPI 발표 (E --, 1월 2.00%) ▪ 독일 2월 IFO 기업환경 (E --, 1월 87.6)	
3.1	3.2	3.3	3.4	3.5	3.6	3.7
한국 2월 수출입 동향 발표 수출 증가율 YoY (E --, 1월 33.9%)	▪ 중국 2월 레이팅독 제조업 PMI (E --, 1월 50.3) ▪ 미국 2월 ISM 제조업 지수 (E --, 1월 52.6)	▪ 일본 1월 실업률 발표 (E --, 12월 2.6%)	▪ 중국 2월 제조업 PMI 발표 (E --, 1월 49.3) ▪ 미국 2월 ADP 취업자 변동 (E --, 1월 22K)	▪ 미국 2월 신규 실업수당 청구건수 발표 (E --)	▪ 한국 2월 전년대비/전월대비 CPI 발표 (E --/--, 1월 2%/0.4%) ▪ 미국 2월 비농업 부문 고용자수 변동 (E --, 1월 130K)	

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.