Daishin 증권

2026년 04월 02일 목요일

Morning Meeting Brief

Macro

한국 수출: 수요 아직 좋음

- 3월 수출 +48.3%YoY 증가, 1988년 이후 최고. 일평균 수출 +41.9% 증가
- 전쟁에도 불구 물류 차질 제외하면 주요 품목 수요 둔화 없어
- 빠른 종전 시 3분기 경까지 모멘텀 지속, 한은 수출 전망은 여전히 저평가

이정훈. jhoon.lee@daishin.com

Fixed Income

WGBI 편입: 잘 채운 첫 단추

- WGBI 지수 편입 첫날 금리 속락. 국고 10년 19bp하락한 3.689%
- 패시브 자금이지만 탄탄한 매수 기반이 마련됐다는 인식
- 이제 韓도 국채 수급에 민감한 시장. 기준금리 전망 만큼 수급 변수 중요

공동락. dongrak.kong@daishin.com

Strategy

[퀀틴전시 플랜] WGBI 편입과 수출 호조, 종전 시 더 부각될 한국 체력

- 종전 기대감에 Risk-On, 동아시아 증시 일제 반등
- WGBI 편입, 환율과 국고채 금리 상승 추세 진정
- 중동 전쟁에도 한국 수출 10개월 연속 해당 월 최대 기록

정해창. haechang.chung@daishin.com

산업 및 종목 분석

[Initiation] 피에스케이: 조용한 강자

- 2026년 창사 최대 실적 전망.
- 중화권 경쟁사 반사수혜 및 NAND 고객사 추가로 성장 가파라질 것.
- 저평가 구간에 위치. 목표주가 130,000원으로 커버리지 개시.

류형근. hyungkeun.ryu@daishin.com

[1Q26 Preview] LS ELECTRIC: '물 만난 고기'

- 투자의견 '매수' 유지, 목표주가 1,000,000원으로 상향
- 2026년 수주 예상치를 기존 4~5조원에서 5~6조원으로 상향
- 1Q26 영업이익 1,352억원(+55% YoY). 2026년 6,897억원(+62%) 전망

허민호. minho.hur@daishin.com

[1Q26 Preview] 스튜디오드래곤: 많이 만들고, 잘 만들고

- 1Q26 매출 1.4천억원(+3% yoy), OP 90억원(+111% yoy) 전망
- 1Q26 회차 수 82회차로 21~23년 전성기 수준에 근접
- 21~23년 대비 작품 20% 정도 부족. 마진 개선으로 이익은 유사한 수준

김회재. hoijae.kim@daishin.com

[Initiation] 지주회사 기본서 Holding Company 101

- 중복상장 규제, PBR 개혁 모멘텀으로 지주사 NAV 대비 할인율 축소 기대
- 핵심 자회사 가치의 온전한 귀속과 주주 간 이해관계 일치가 핵심
- 당사 커버리지 지주사 중 최선호주 CJ, 차선호주 SK 제시

이경연. kyungyeon.lee@daishin.com

[Initiation] CJ: 올리브영 지배력 확대, 그리고 밸류업 카드

- 중복상장 규제 강화로 CJ올리브영의 존속법인 귀속 가치 상승
- 또한 올리브영에 대한 ㈜CJ의 의결권 기준 실질 지분율 상승
- 미발표된 기업가치 제고 계획 등 밸류업 잠재력 보유

이경연. kyungyeon.lee@daishin.com

[Initiation] SK: 636조 그늘 아래 23조, 빛을 발할 주주환원

- SK하이닉스 시총 636조 대비 ㈜SK 시총 23조
- 증손회사 가치가 지주회사에 반영되는 과정이 핵심 투자 포인트
- 고배당기업 과세 특례 요건 충족+자사주 전량 소각 = 주주환원 모범생

이경연. kyungyeon.lee@daishin.com

[Initiation] HD현대: 자회사 상장 규제, 열리는 가치

- 중복상장 규제로 HD현대로보틱스 IPO 중단
- 로봇산업 가치가 지주사에 귀속되며 그간 할인되었던 가치 재발견 가능
- 분기배당 정착 및 자사주(10.5%) 활용을 통한 추가 모멘텀 잠재

이경연. kyungyeon.lee@daishin.com

[Initiation] 두산: 성장도, 환원도, '정석'으로 간다

- 두산에너빌리티(NAV 비중 64.1%) 가치 부각
- AI, 반도체 호조로 전자BG 매출 2.3조원 돌파
- 자사주 연내 소각 및 결산배당 상향 등 주주환원 모범 답안 제시

이경연. kyungyeon.lee@daishin.com

[Initiation] LG: 낮은 PBR이 만드는 역설적 기회

- 커버리지 중 유일한 별도 순현금 보유 → 주주환원 여력 차별화
- 상법 개정 이전 기보유 자사주 전량 소각 선언, '26년 상반기 완ㄹ
- 커버리지 최저 PBR 0.5배→PBR 개혁 압력 수혜 기대

이경연. kyungyeon.lee@daishin.com

[Initiation] 한화: 자회사 비상과 주주환원의 궤도 진입

- 한화에어로스페이스 주가 상승에 따른 NAV 증가
- 2026년 영업이익 5.76조원 전망 및 예측가능한 배당 명문화
- 기보유 자사주 소각 계획 확정으로 주당가치 제고 기대

이경연. kyungyeon.lee@daishin.com

[Initiation] 효성: 극심한 저평가

- 효성중공업 주가 급등으로 할인율은 역사적 최고치 근접
- DPS 67% 상향으로 고배당기업 과세 특례 요건 충족
- 자사주 사실상 전무→신규 매입, 소각 프로그램 도입 시 신호 효과 극대화

이경연. kyungyeon.lee@daishin.com

Macro

한국 수출: 수요 아직 좋음

Economist 이정훈, CFA
jhoon.lee@daishin.com

- 3 월 수출 +48.3%YoY 증가, 1988 년 이후 최고. 일평균 수출 +41.9% 증가
- 전쟁에도 불구 물류 차질 제외하면 주요 품목 수요 둔화 없어
- 빠른 종전 시 3 분기 경까지 모멘텀 지속, 한은 수출 전망은 여전히 저평가

수출 증가율 1988 년 이후 최고, 역대 최초 월간 수출액 800 억 달러 돌파

3 월 수출은 +48.3%YoY 증가해 1988 년 이후 가장 높은 증가율을 기록했다. 월간 수출액은 사상 최초로 800 억 달러를 넘어섰다. 일평균 수출은 +41.9%YoY 로 2 월 +49.0% 대비 약간 둔화되었으나 여전히 매우 강한 모멘텀을 이어갔다. 무역수지는 에너지 단가 상승에도 공급 차질로 수입 물량이 늘지 않으면서 257 억 달러로 역시 사상 최고치를 경신했다.

전쟁에도 불구하고 주요 부문 수출 영향 거의 없어, 수요는 여전히 좋음

미국–이란 전쟁 여파가 이번 수출 데이터에서 일부 나타나기는 했다. 예컨대 대중동 일평균 수출은 –51.3% 급감했고, 품목별로도 일반 기계(–10.3%), 자동차(–2.2%) 등 중동향 비중이 높은 부문들의 수출이 부진했다. 반면 석유화학(+1.2) 제품은 (+)로 돌아섰고, 석유제품은 +48.2% 급증했다.

그러나 중동 쪽의 물류 차질을 제외하면 일단 3 월 데이터에서 지정학적 리스크가 대외 수요를 약화시켰다는 조짐은 찾아보기 어려웠다. 3 월 일평균 수출은 10 일 단위로 쪼개서 보면, 전체 수출이나 반도체 수출 모두 안정적인 흐름을 이어갔다. 국가별로도 주요국 중에서는 아세안(+51.0% → +28.4%) 정도만 둔화되었을 뿐 미국(+40.7%), 중국(+57.0%), EU(+14.1%) 향 수출은 호조를 이어갔다.

품목별로는 무선통신기기(+37.3%), 이차전지(+30.2%), 농수산식품(+9.6%), 화장품(+21.5%) 등 반도체가 단연 압도적이지만 그 외 제품들에 대한 수요도 제법 양호하다는 것을 확인했다.

반도체 수출은 일평균 +140.5%로 2 월 +201.8% 대비 크게 둔화된 듯 보이지만, 2 월 데이터의 경우 기저효과가 작용했다는 점을 감안할 필요가 있다. 140%의 증가율은 이미 과거의 고점을 뛰어넘는 수준이다. 지금과 같은 속도를 계속 유지하기는 어렵겠으나, 과거 싸이클을 감안할 때 100%대의 증가율을 얼마나 길게 유지할 수 있는지가 관건이 될 수 있다.

전쟁 조만간 종결 시, 한은 수출 전망은 아직도 상당히 과소 평가된 상태

지정학 리스크가 아직 완전히 해소되지 않았지만, 미국이 점차 출구 전략을 가시화하고 있기 때문에 4 월 중 사태 진정을 예상한다. 물류차질과 에너지 가격 급등 탓에 4–5 월 수출이 일시적으로 변동성을 보일 수 있으나, 전쟁 이전의 유동성 기조와 굳건한 AI 수요를 감안하면 3 분기 무렵까지는 모멘텀이 유지될 것으로 보인다.

반도체 소매 가격에 대한 잡음에도 불구하고 AI 수요는 아직 변함이 없는 가운데, 석유화학 부문의 생산 차질이 장기화되지 않는다면 한은이 지난 2 월에 전망한 2026 년 통관 수출 +12.1% 증가는 아직도 상당히 과소 평가되어 있다.

Fixed Income

Fixed Income Strategist 공동락
dongrak.kong@daishin.com

WGBI 편입: 잘 채운 첫 단추

- WGBI 지수 편입 첫날 금리 속락. 국고 10 년 19bp 하락한 3.689%
- 패시브 자금이지만 탄탄한 매수 기반이 마련됐다는 인식
- 이제 韓도 국채 수급에 민감한 시장. 기준금리 전망 만큼 수급 변수 중요

WGBI 지수 편입에 맞춰 금리 크게 하락

세계국채지수(WGBI) 편입 개시와 맞물려 시장금리가 큰 폭으로 하락했다. 이란 전쟁 종전 가능성 등 지정학적 불안 요인이 진정되는 조짐을 보이는 가운데 수급 호재가 가세하며 금리의 하향 안정 흐름을 더욱 강화했다.

중동 불안 진정 + 수급 호재. 국고 10 년 금리 19bp 하락

1일 한국 채권시장에서 지표물인 국고 10년 금리는 전일 대비 19bp 급락한 3.689%를 기록했다. 국고 3년과 5년도 각각 18.2bp, 21bp씩 하락하며 3.37%, 3.567%까지 낮아졌다. 관심을 모았던 초장기물인 국고 30년 금리는 전일 대비 16.6bp 떨어진 3.609%를 기록했다.

이란 전쟁 종결 기대감이 확산되며 전반적인 금리의 방향성을 좌우했다. 트럼프 대통령은 향후 2~3주 내 이란에서 철수할 수 있다는 완화적 발언을 이어갔는데, 이란 대통령은 미국과 이스라엘의 공격이 재발하지 않는다는 보장이 있을 경우 전쟁을 종료할 준비가 되어 있다고 밝혔다. 최근 주요 가격 변수들의 움직임에 직접적인 동인이 됐던 중동 사태가 진정되는 양상이 시장금리에 우호적인 영향을 미쳤다.

패시브 자금이나 탄탄한 매수 기반이 마련됐다는 인식

한국 채권시장은 이란 전쟁 종전 분위기에 더해 세계국채지수(WGBI) 편입이라는 수급 호재가 금리의 하락 폭을 더욱 키웠다. 한국과 같은 시간 거래가 이뤄진 일본 JGB 10년 금리가 전일에 비해 5bp 전후 낮아진 것을 감안하면 한국의 가파른 금리 하락은 WGBI 지수 편입의 효과가 상당한 영향을 미친 것으로 볼 수 있다.

당사는 WGBI 지수 편입에 따른 자금 유입이 패시브 자금의 특성상 금리를 큰 폭으로 낮추거나 높이는데 기여하지 않고 시황에 중립적 성격을 지닌다는 입장이다. 따라서 WGBI 지수 편입의 효과가 이날 금리의 가파른 하락의 주도 요인이라고 보기는 어려울 수도 있다.

하지만 최근 수개월 간 한국 채권시장은 주도적인 매수 주체가 부재한 가운데 사실상 과매도 영역에서 약세 흐름을 이어갔다는 점을 감안하면 확실하게 채권을 매수할 수 있는 주체의 등장 만으로도 시장금리의 안정을 이끌 만한 유인은 충분했다고 평가한다. 또한 최근 정부가 5조원 규모의 국고채 바이백을 실시한 것과 동시에 추가경정예산(추경)에서 1조원 규모의 국채 순상환을 예고하며 수급 불안을 진화하려는 의지를 확인했다는 사실도 WGBI 지수 효과를 배가했다는 판단이다.

*다음 페이지에서 계속 됩니다.

Strategy

Strategist Jr. 정해창
haechang.chung@daishin.com

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

WGBI 편입과 수출 호조, 종전 시 더 부각될 한국 체력

- 종전 기대감에 Risk-On, 동아시아 증시 일제 반등
- WGBI 편입, 환율과 국고채 금리 상승 추세 진정
- 중동 전쟁에도 한국 수출 10개월 연속 해당 월 최대 기록

종전 기대감에 Risk-On, 동아시아 증시 일제 반등

이란 전쟁 종결 기대감이 확산. 트럼프 대통령은 향후 2~3주 내 이란에서 철수할 수 있다는 완화적 발언을 이어갔고, 이란 대통령도 미국과 이스라엘의 공격이 재발하지 않는다는 보장이 있을 경우 전쟁을 종료할 준비가 되어 있다고 밝힘

트럼프는 한국시간 2일 오전 10시 이란 사태와 관련한 대국민 연설 예정. 미국과 이란 양측 정상의 완화적 발언으로 시장은 종전 가능성을 선반영하고 있으며, 이에 따라 위험선호 심리가 강화되는 모습

낙폭이 과도했던 동아시아 증시는 반등폭이 뚜렷. KOSPI(+8.4%). KOSDAQ(6.1%), 일본 니케이225 (+5.2%), 대만 가권지수(+4.6%) 등 강세 마감

브렌트유는 배럴당 100달러를 하회했고, WTI도 93달러선으로 하락

미국 철군 시 중동 군사력 증강 불가피, 원자력 및 수자원 인프라 기대감 등 반영

방산: LIG넥스원(+30.0%), 한국항공우주(+14.1%), 현대로템(+11.4%) 등

건설: 대우건설(+25.0%), 현대건설(+12.5%), GS건설(+11.8%) 등

WGBI 편입, 환율과 국고채 금리 상승 추세 진정

한국의 세계국채지수(WGBI) 편입도 우호적인 요인. 외국인 투자자의 국채 매수 유입 확대는 국채 금리 하락 압력을 높이는 요인. 국고채 3년물과 10년물 금리는 각각 3.44%, 3.80% 수준으로 하락했고, 달러-원 환율도 1,500원 선으로 진정

중동 전쟁에도 한국 수출 10개월 연속 해당 월 최대 기록

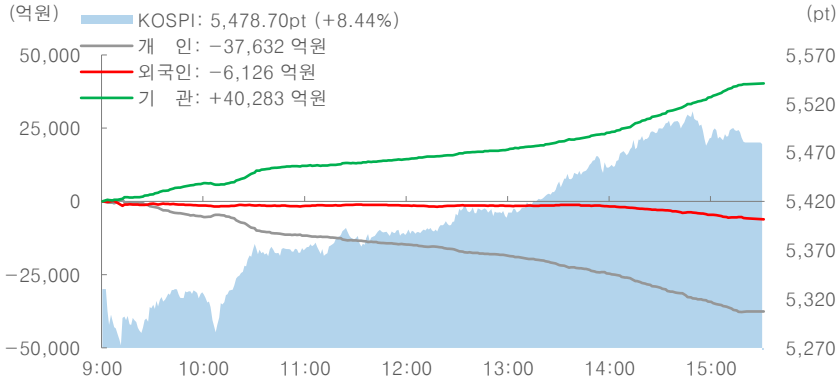
지정학적 리스크와 미국 경제 둔화 우려 속에서도 한국의 3월 수출 호조. 전체 수출은 전년 대비 48.3% 증가한 861.3억달러를 기록하며 사상 첫 800억 달러 상회

전년 동기 대비 반도체 +151.4%(328.3억 달러), 컴퓨터 +189.2%(34.2억달러), 무선통신기기 +43.5%(17.9억달러) 등 IT 산업 수출 일제히 강세

반도체/AI 인프라: 삼성전자(+13.4%), SK하이닉스(+10.7%), LS ELECTRIC(+10.6%)

IT하드웨어: 삼성전기(+9.1%), LG이노텍(+16.9%), 케이엠더블유(+14.7%)

KOSPI 투자주체별 수금 및 장중흐름



자료: 대신증권 Research Center

Initiation

피에스케이 (319660)

조용한 강자

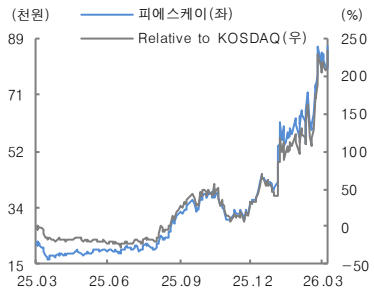
- 2026년 창사 최대 실적 전망.
- 중화권 경쟁사 반사수혜 및 NAND 고객사 추가로 성장 가파라질 것.
- 저평가 구간에 위치. 목표주가 130,000원으로 커버리지 개시.

류형근
hyungkeun.ryu@daishin.com
서지원RA
jiwon0.seo@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 신규
6개월 목표주가	130,000 신규
현재주가 (26.04.01)	86,400
	반도체업종

KOSDAQ	1116.18
시가총액	2,503십억원
시가총액비중	0.53%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	86,400원 / 16,570원
120일 평균거래대금	223억원
외국인지분율	23.77%
주요주주	피에스케이홀딩스 외 12 인 32.86% 국민연금공단 8.14%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	34.8	134.1	162.6	323.5
상대수익률	44.0	94.1	98.9	162.4



남들보다 싸게 거래되어야 할 이유가 없다

목표주가 130,000원 (Target P/E 25배)으로 매수의견 제시하며, Coverage를 개시. 1) 주력 장비인 Dry Strip의 글로벌 점유율 상승 효과 속, 향후 2년간 한국 메모리반도체 전공정 Capex 증가율을 상회하는 성장세를 보여줄 것으로 예상되고, 2) 숫자로 증명할 강한 이익 체력은 Peer 대비 Discount를 받아왔던 과거의 역사를 바꾸는 동력으로 작용할 것. 여전히 저평가 국면에 위치해 있다는 판단이며, 주가의 추가 상승 가능성에 주목할 때라 생각.

숫자로 증명할 이익 체력

당사는 반도체 Capex 상승 사이클이 2027년까지 연장될 것으로 전망하고 있으며, 현재 나타나는 Capex의 상향은 건전한 수준. 피에스케이의 경우, 2026년 창사 최대 실적 기록 (매출액 6,035억원, 영업이익 1,638억원)이 예상되며, 2025-2027년에 연평균 24%의 매출액 성장률을 기록하며, 시장 성장 (국내 반도체 전공정 장비: 동기간 연평균 22% 성장 예상)을 상회할 것.

1) Dry Strip, 명실상부 1등: 글로벌 점유율 1등의 포지셔닝이 보다 명확해질 것. 중화권 경쟁사의 경우, 미국의 Blacklist 등재 영향으로 중국 외 시장에서의 점유율이 하락하고 있으며, 미국 경쟁사 대비 낮은 장비 단가는 중화권 경쟁사의 빈자리를 성공적으로 흡수하게 만들 이점으로 작용. 2026년 말에는 NAND 고객사로 고객 다각화가 나타나며, 성장이 가파라질 것.

2) Bevel Etcher에 거는 기대: 국산화 효과 기반 기존 거래선 내 점유율 확대 지속. 2030년까지 점유율 상승 사이클이 펼쳐질 것이라는 판단.

3) 미래를 위한 준비: Dry Cleaning에서는 신규 장비 개발 효과를 기대. ASP 상승 효과를 일부 가져올 수 있는 변화가 될 것. 보유 기술을 기반으로, Metal Etcher와 같은 차세대 성장동력 확보 노력이 병행되고 있는 만큼 중장기 성장동력을 성공적으로 확보해갈 것이라는 판단.

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	398	457	603	700	705
영업이익	84	88	164	196	192
세전순이익	97	93	179	210	207
총당기순이익	79	79	143	164	161
지배지분순이익	79	79	143	164	161
EPS	2,732	2,712	4,939	5,662	5,575
PER	6.0	13.6	17.0	14.9	15.1
BPS	16,285	18,609	23,193	28,488	33,699
PBR	1.0	2.0	3.7	3.0	2.6
ROE	18.3	15.5	23.6	21.9	17.9

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

Earnings Preview

LS ELECTRIC (010120)

'물 만난 고기'

- 투자의견 '매수' 유지, 목표주가 1,000,000원으로 상향
- 2026년 수주 예상치를 기존 4~5조원에서 5~6조원으로 상향
- 1Q26 영업이익 1,352억원(+55% YoY). 2026년 6,897억원(+62%) 전망

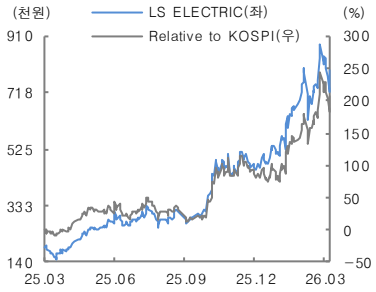
허민호

minho.hur@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	1,000,000 상향
현재주가 (26.04.01)	794,000
	유틸리티업종

KOSPI	5478.7
시가총액	23,820십억원
시가총액비중	0.72%
자본금(보통주)	150십억원
52주 최고/최저	886,000원 / 149,100원
120일 평균거래대금	1,184억원
외국인지분율	21.87%
주요주주	LS 외 5 인 48.47% 국민연금공단 8.79%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.9	72.6	174.7	351.1
상대수익률	15.0	32.8	73.3	107.6



투자의견 '매수' 유지, 목표주가 1,000,000원으로 상향

목표주가를 1,000,000원('28년 예상 EPS x PER 33배)으로 상향. 이는 2026년 수주 예상치를 기존 4~5조원에서 5~6조원으로 상향하는 등 이에 따른 중장기 실적 전망치 상향을 반영했기 때문. 1Q26 수주는 1.2~1.3조원(+40~50% YoY)가 예상되며, 2Q26부터 수주금액 증가 속도가 더욱 빨라질 것으로 기대

AI데이터센터용 배전반/배전기기, 온사이트발전용 중압 전력기기, 초고압 전력기기(변압기, GIS, STATOM 등) 이외에도, 향후 고성장인 기대되는 HVDC CT.R(변압기), MV/LV DC용 차세대 직류 전력기기 분야에서도 경쟁력을 확보하고 있음. 동사는 Top tier 대비 가격경쟁력 및 빠른 납기, 공급 후 빠른 애프터서비스 대응, 미국 내 배전기기/배전반 증설 등의 경쟁력을 바탕으로 2020 ~ 2025년 동안 미국에서 100개 이상의 전력인프라 프로젝트를 수행했음. 또한 2025년부터 의미있는 수준의 미국향 AI데이터센터향 전력기기 수주가 시작되었으며, 2026년 본격적인 성장국면 진입, 중장기 고가의 북미 매출 확대 등에 따른 수익성 개선 기대. 실적 고성장에 대한 높은 가시성을 감안 시, 경쟁사 대비 주가 프리미엄 정당화 가능

1Q26 영업이익 1,352억원(+55% YoY). 2026년 6,897억원(+62%) 전망

1Q26 매출액 1.34조원(+30%, 이하 YoY), 영업이익 1,352억원(+55%)으로, 컨센서스에 부합 예상. 반도체 제조업체향 배전기기 매출 회복, 초고압변압기 증설 효과, 미국 및 베트남 법인 호실적 지속, 원/달러 환율 상승 등으로 실적 개선 기대. 2026년 연간 매출액 6.14조원(+24%, 이하 YoY), 영업이익 6,897억원(+62%), 영업이익률 11.2%(+2.6%p) 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q25	4Q25	1Q26(F)					2Q26		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,032	1,524	1,338	1,342	30.1	-11.9	1,340	1,543	29.3	14.9
영업이익	87	130	135	135	54.8	4.2	134	176	61.7	29.9
순이익	70	83	99	99	41.6	18.8	99	125	86.3	26.3

자료: LS ELECTRIC, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	4,552	4,966	6,139	7,199	8,536
영업이익	390	426	690	935	1,206
세전순이익	333	410	674	928	1,202
총당기순이익	242	284	512	705	914
지배지분순이익	239	287	498	686	889
EPS	7,957	9,554	16,615	22,864	29,648
PER	20.2	48.1	27.7	20.1	15.5
BPS	61,292	68,992	82,633	100,465	123,685
PBR	2.6	6.7	9.6	7.9	6.4
ROE	13.4	14.7	21.9	25.0	26.5

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

Earnings Preview

스튜디오 드래곤 (253450)

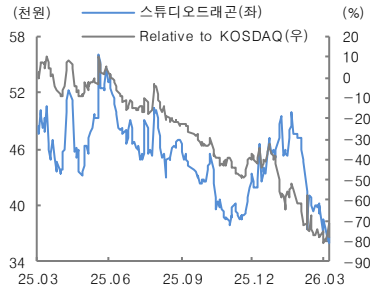
김회재

hoijae.kim@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	64,000 유지
현재주가 (26.04.01)	36,700
	미디어업종

KOSDAQ	1116.18
시가총액	1,103십억원
시가총액비중	0.23%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	56,000원 / 36,000원
120일 평균거래대금	44억원
외국인지분율	9.09%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 54.79% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-17.8	-14.2	-17.9	-24.9
상대수익률	-12.2	-28.8	-37.8	-53.5



많이 만들고, 잘 만들고

- 1Q26 매출 1.4천억원(+3% yoy), OP 90억원(+111% yoy) 전망
- 1Q26 회차 수 82회차로 21~23년 전성기 수준에 근접
- 21~23년 대비 작품 20% 정도 부족. 마진 개선으로 이익은 유사한 수준

투자의견 매수(Buy), 목표주가 64,000원 유지

목표주가 64천원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출
12M FWD EPS 1,486원에 PER 43배 적용 수준. 최근 5년 PER 평균 하단 56배

1Q26 Preview: 작품 수 21~23년 전성기 수준에 근접

매출 1.4천억원(+3% yoy, -5% qoq), OP 90억원(+111% yoy, -51% qoq) 전망

작품 수 회복: 1Q26 회차 수 82회차. TV 64회차, 오리지널 18회차
〈프로보노〉, 〈언더커버 미쓰홍〉, 〈우주를 줄게〉, 〈세이렌〉, 〈대한민국에서 건물주 되는 법〉 / D+ 〈골드랜드〉, 일본 NFLX 〈소울메이트〉

2Q26 회차 수도 80회차 수준 전망
2Q 〈은밀한 감사〉, 〈취사병 전설이 되다〉 / 티빙 〈유미의 세포들3〉, NFLX 〈참교육〉, 〈맨끝줄 소년〉, 〈천천히 강렬하게〉 / 지상파향 〈오십프로〉, 〈먼진 신세계〉 등

21~23년 평균 작품 29편, 370회차. 매출 6.5천억원, OP 580억원, OPM 9.2%
26E 작품 25편+, 295회차+. 매출 5.6천억원, OP 555억원, OPM 10%
작품 수는 약 20% 정도 부족하지만, 비용 효율화 및 리쿱율 상승으로 마진 개선

시청 성과도 입증. 1Q25 3%로 시작한 시청률은 3Q 8.9%로 회복하면서 25년 평균 6.3%로 장기 평균 수준으로 마감. 1Q26 평균 시청률은 7.6%, 시청률도 21~23년 전성기 평균 시청률 수준으로 회복

(단위: 십억원, %)

구분	1Q25	4Q25	1Q26(F)					2Q26		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	134	146	122	138	3.4	-5.1	146	144	25.3	3.7
영업이익	4	19	9	9	110.6	-51.4	10	19	흑전	112.2
순이익	2	3	7	7	194.8	150.8	10	15	흑전	110.0

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	550	531	557	598	635
영업이익	36	30	56	78	87
세전순이익	28	12	51	74	82
총당기순이익	33	10	39	56	63
지배지분순이익	33	10	39	56	63
EPS	1,114	343	1,293	1,872	2,085
PER	38.6	124.5	28.4	19.6	17.6
BPS	24,606	26,623	27,916	29,787	31,503
PBR	1.7	1.6	1.3	1.2	1.2
ROE	4.6	1.3	4.7	6.5	6.8

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

Initiation

지주업

지주회사 기본서

Holding Company 101

- 중복상장 규제, PBR 개혁 모멘텀으로 지주사 NAV 대비 할인율 축소 기대
- 핵심 자회사 가치의 온전한 귀속과 주주 간 이해관계 일치가 핵심
- 당사 커버리지 지주사 중 최선호주 CJ, 차선호주 SK 제시

불과 1년 전, 상법 개정을 예상했나요?

약 1년 전, 자본시장과 국민의 뜨거운 열망에도 불구하고 상법 개정안이 거부권 행사로 한 차례 좌초되며 우리는 정치적 프로세스의 높은 벽을 실감. 그러나 2025년 5월부터 강한 정책 모멘텀이 점화되며 지주사들은 전례 없는 랠리를 펼쳤고, 연이은 법 개정으로 거버넌스 개혁 현실화. 이 거대한 반전은 시장을 바꾸는 정책의 힘을 증명. 이에 따라 과거의 학습 효과를 바탕으로 판도를 바꿀 다음 정책적 파도에 한발 앞서 올라타야 할 시점.

지금 지주회사에 주목해야 하는 이유

올해 주식시장에서 가장 파괴력 있는 모멘텀으로 작용할 '상속·증여세법 개정'과 '저PBR 개혁' 압력이 정조준하고 있는 타겟이 지주회사이기 때문. 특히 최대주주의 지분 상속 과정에서 발생할 세금 이슈와 상장주식 물납 허용 가능성은 모든 주주의 이해관계가 '주가 상승'이라는 한 방향으로 일치하게 함. 여기에 자본시장법 개정을 통한 PBR 개혁 압박까지 더해진 지금이 지주사 투자의 골든타임.

그럼 무엇을 사야 하나 – Top pick CJ, 차선호주 SK

강력한 정책 수혜와 펀더멘털 개선이 기대되는 Top Pick으로 CJ, 차선호주로 SK 제시. CJ는 중복상장 규제로 핵심 자회사 CJ올리브영의 IPO가 제한되어 그 가치가 온전히 지주사에 귀속될 가능성 높음. 또한, CJ올리브영에 대한 실질 지분율 상승과 현재 미발표된 밸류업 카드가 주가 상승을 이끌 것으로 전망. 차선호주 SK는 636조 원에 달하는 SK하이닉스 가치의 구조적 귀속 매력과 함께, 기보유 자사주(24.8%) 전량 소각이라는 압도적 주주환원으로 밸류에이션 리레이팅을 증명할 것으로 판단.

이경연 kyungyeon.lee@daishin.com
이채리 RA cherry.lee@daishin.com

투자의견

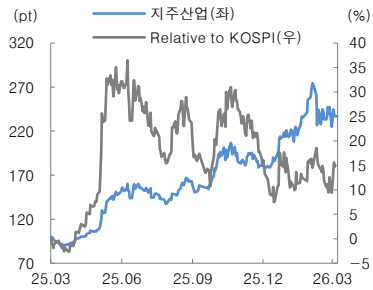
Overweight

비중확대, 신규

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
CJ	Buy	260,000원
SK	Buy	390,000원
HD현대	Buy	300,000원
두산	Buy	1,370,000원
LG	Buy	110,000원
한화	Buy	130,000원
효성	Buy	180,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.8	13.5	13.7	6.0
상대수익률	11.9	10.3	14.9	0.4



영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	318,040	343,235	353,671	372,666	389,649
영업이익	12,519	16,961	19,688	24,487	26,544
세전순이익	8,242	12,378	15,447	20,702	22,982
총당기순이익	5,863	11,037	14,815	19,845	22,091
지배지분순이익	885	4,219	6,211	8,438	9,520
EPS	2,511	12,181	18,228	24,849	28,038
PER	41.8	17.0	15.0	11.0	9.8
BPS	228,927	245,598	267,134	283,822	314,198
PBR	0.5	0.8	1.0	1.0	0.9
ROE	1.1	5.1	7.1	9.0	9.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 두산, 한화, CJ, LG, 효성, SK, HD현대 합산, 대신증권 Research Center

Initiation

CJ (001040)

올리브영 지배력 확대, 그리고 밸류업 카드

이경연 kyungyeon.lee@daishin.com
이채리 RA cherry.lee@daishin.com

투자의견 BUY 신규

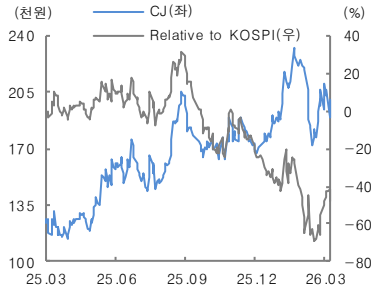
6개월 목표주가 260,000 신규

현재주가 (26.04.01) 201,000

지주업종

KOSPI	5478.7
시가총액	6,811십억원
시가총액비중	0.20%
자본금(보통주)	147십억원
52주 최고/최저	232,000원 / 113,500원
120일 평균거래대금	274억원
외국인지분율	15.68%
주요주주	이재현 외 7 인 47.59% 국민연금공단 13.40%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.0	16.9	10.4	67.4
상대수익률	4.8	-10.1	-30.3	-23.0



- 중복상장 규제 강화로 CJ올리브영의 존속법인 귀속 가치 상승
- 또한 올리브영에 대한 ㈜CJ의 의결권 기준 실질 지분율 상승
- 미발표된 「기업가치 제고 계획」 등 밸류업 잠재력 보유

투자의견 매수, 목표주가 260,000원으로 커버리지 개시

SOTP 밸류에이션을 통해 산출한 목표주가 260,000원과 투자의견 '매수(BUY)'를 제시한다. 타겟 할인율은 55%를 적용했다. 전체 NAV 의 약 60%를 차지하는 핵심 비상장 자회사 CJ올리브영(추정 기업가치 6.9조 원, 지분율 66.1%)은 최근 중복상장 규제 강화로 IPO 실현 가능성이 낮아졌다. 이는 오히려 핵심 자회사 가치가 지주사인 존속법인에 온전히 귀속됨을 의미하여, 올리브영 지분가치의 25%를 추가 복원하여 목표주가에 반영했다.

자회사 지배력 강화와 펀더멘털 도약, 그리고 밸류업 모멘텀

2026년 연결 기준 매출액은 46.2조 원, 영업이익은 2.8조 원으로 추정된다. 핵심 자회사인 CJ올리브영은 외국인 오프라인 매출 비중이 25%를 돌파하고 쇼핑 수요가 비수도권으로 확산되며 전사 실적을 강력하게 견인하고 있다. 주목할 점은 ㈜CJ의 올리브영에 대한 의결권 기준 실질 지분율이 51.2%에서 66.1%로 상승했다는 점이다. 이는 핵심 자회사에 대한 지주사의 실질 지배력과 가치 귀속분이 확대되었음을 의미한다. 이처럼 견고해진 자회사 펀더멘털과 이익 창출력을 바탕으로 2025년 결산배당 DPS를 3,300원으로 10% 상향했다. 향후 「기업가치 제고 계획」을 통해 기보유한 자사주 활용 방안과 배당 정책이 구체화될 경우, 주가 상승 촉매로 작용할 것으로 판단한다.

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원 , 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	43,647	45,019	46,209	48,059	49,982
영업이익	2,532	2,528	2,834	2,953	3,071
세전순이익	694	578	847	1,195	1,474
총당기순이익	136	143	424	717	1,032
지배지분순이익	94	143	225	395	578
EPS	2,643	4,019	6,296	11,062	16,200
PER	37.5	42.8	30.0	17.1	11.7
BPS	152,881	146,056	145,013	143,934	143,423
PBR	0.6	1.2	1.4	1.4	1.4
ROE	1.7	2.7	4.3	7.7	11.3

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

Initiation

SK (034730)

636조 그늘 아래 23조, 빛을 발할 주주환원

이경연 kyungyeon.lee@daishin.com
이채리 RA cherry.lee@daishin.com

투자의견 BUY 신규

6개월 목표주가 390,000 신규

현재주가 (26.04.01) 321,000 지주업종

- SK하이닉스 시총 636조 대비 ㈜SK 시총 23조
- 증손회사 가치가 지주회사에 반영되는 과정이 핵심 투자 포인트
- 고배당기업 과세 특례 요건 충족+자사주 전량 소각=주주환원 모범생

투자의견 매수, 목표주가 390,000원으로 커버리지 개시

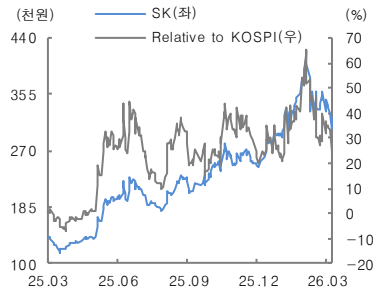
SOTP 밸류에이션을 통해 산출한 목표주가 390,000원과 투자의견 '매수(BUY)'를 제시한다. 타겟 할인율은 상법 개정이 공식화된 날부터 1차 상법 개정이 통과된 날까지의 할인율 최저값인 55%를 적용했다. 전체 NAV의 46%를 SK스퀘어 지분가치가 차지하며, SK스퀘어는 SK하이닉스 지분 20%를 보유한 중간지주회사다. 636조에 달하는 SK하이닉스 시총이 SK스퀘어를 거쳐 ㈜SK에 반영되는 구조임에도 ㈜SK 시총은 23조에 불과해, 최대주주의 낮은 지분율과 맞물려 경영권 방어 차원에서도 디스카운트 해소 유인은 어느 지주사보다 강하다고 판단한다.

펀더멘털 턴어라운드와 모범적인 밸류업 모멘텀

2026년 연결 기준 매출액은 122조 원, 영업이익은 4.8조 원으로 추정된다. 원가율 개선과 판관비 통제 효과로 이익 체력이 회복되며 2025년 대비 실적 턴어라운드를 시현할 전망이다. 이처럼 회복된 펀더멘털은 선도적인 주주환원 정책을 뒷받침하는 핵심 동력이 될 것으로 판단한다. 2025년 보통주 기준 총 8,000원(중간배당 1,500원+결산배당 6,500원)의 DPS를 지급하며 고배당기업 배당소득 과세 특례 요건을 충족했다. 3월 주주총회에 상정된 기보유 자사주 전량 소각 안건 통과는 밸류업의 핵심 촉매다. 2027년 1월까지 소각 완료될 경우, 유통주식수 축소에 따른 주당가치 상승과 외국인 수급 유입 효과가 극대화될 것으로 판단한다.

KOSPI	5478.7
시가총액	23,411십억원
시가총액비중	0.70%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	422,500원 / 115,400원
120일 평균거래대금	751억원
외국인지분율	28.38%
주요주주	최태원 외 31 인 25.41% 국민연금공단 7.75%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-20.0	25.1	53.6	147.9
상대수익률	-8.8	-3.7	-3.1	14.1



영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원 , 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	123,400	122,703	122,103	127,000	133,680
영업이익	2,396	1,818	4,851	6,822	7,434
세전순이익	1,329	2,637	5,753	7,643	8,181
총당기순이익	529	3,555	6,585	8,446	8,973
지배지분순이익	-1,293	1,597	3,293	5,067	5,653
EPS	-17,618	21,863	45,061	69,352	77,364
PER	NA	11.7	7.7	5.0	4.5
BPS	342,278	344,705	369,683	351,660	342,250
PBR	0.4	0.7	0.9	0.9	0.9
ROE	-5.6	6.4	12.6	19.2	22.3

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

Initiation

HD현대 (267250)

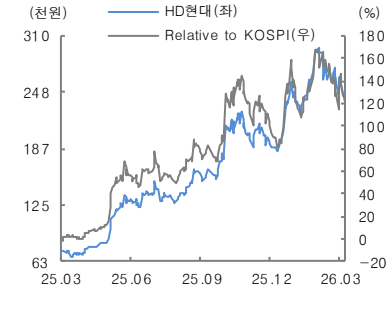
자회사 상장 규제, 열리는 가치

이경연 kyungyeon.lee@daishin.com
이채리 RA cherry.lee@daishin.com

투자의견	BUY 신규
6개월 목표주가	300,000 신규
현재주가 (26.04.01)	247,000 지주업종

KOSPI	5478.7
시가총액	19,511십억원
시가총액비중	0.59%
자본금(보통주)	81십억원
52주 최고/최저	298,000원 / 66,900원
120일 평균거래대금	474억원
외국인지분율	26.49%
주요주주	정몽준 외 5 인 37.12% 국민연금공단 7.47%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.6	31.0	57.6	233.8
상대수익률	-3.8	0.8	-0.6	53.6



- 중복상장 규제로 HD현대로보틱스 IPO 중단
- 로봇산업 가치가 지주사에 귀속되며 그간 할인되었던 가치 재발견 가능
- 분기배당 정착 및 자사주(10.5%) 활용을 통한 추가 모멘텀 잠재

투자의견 매수, 목표주가 300,000원으로 커버리지 개시

SOTP 밸류에이션을 통해 산출한 목표주가 300,000원과 투자의견 '매수(BUY)'를 제시한다. 타겟 할인율은 25%를 적용했다. 전체 NAV의 41.6%를 HD현대일렉트릭이, 33.1%를 한국조선해양이 차지하며, 전력 인프라와 조선·해양 업황 호조가 지분가치 상승을 이끌고 있다. 특히 중복상장 규제로 HD현대로보틱스 IPO가 중단된 상황에서, 상장 계획이 철회될 경우 성장성 높은 로봇산업 가치가 HD현대에 온전히 귀속되며, 그간 할인되어 인식되었던 밸류에이션 재발견이 가능하다.

구조적 실적 성장과 밸류업 모멘텀의 조화

2026년 연결 기준 매출액은 78조 원, 영업이익은 7.5조 원으로 추정된다. 핵심 계열사인 HD현대일렉트릭과 HD한국조선해양의 펀더멘털 개선이 그룹 전체의 이익 성장을 견인할 전망이다. 이러한 안정적인 현금창출력을 바탕으로 1~3분기 각 900원, 4분기 1,300원 등 연간 4,000원의 분기배당 정책을 안착시켰다. 2027년까지 ROE 8~10% 달성 및 별도 순이익의 70% 이상 배당을 약속한 가운데, 향후 HD현대오일뱅크 실적 회복에 따른 배당 재개 시 지주사의 배당 재원은 더욱 확대될 것이다. 무엇보다 기보유 자사주(10.5%)에 대한 구체적인 소각 계획 등 추가적인 기업가치 제고 방안이 발표될 경우, 주가 재평가 촉매로 작용할 것으로 판단한다. 더불어 최대주주의 지분 상속 과정에서 상장주식 물납이 허용될 가능성을 고려할 때, 주가 상승이 최대주주의 이해관계와도 부합한다는 점이 긍정적이다.

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	67,766	71,259	73,673	77,611	80,871
영업이익	2,983	6,100	3,112	3,942	4,315
세전순이익	2,369	4,797	1,919	2,843	3,196
총당기순이익	1,930	3,675	1,554	2,388	2,685
지배지분순이익	509	963	1,057	1,194	1,342
EPS	6,444	12,187	13,381	15,116	16,992
PER	12.3	15.5	17.9	15.8	14.1
BPS	109,824	128,066	138,004	159,360	198,903
PBR	0.7	1.5	1.8	1.5	1.2
ROE	6.4	10.2	10.1	10.2	9.5

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

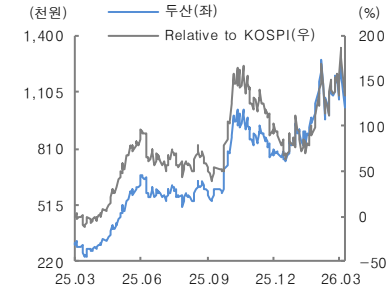
두산
(000150)

이경연 kyungyeon.lee@daishin.com
이채리 RA cherry.lee@daishin.com

투자의견	BUY 신규
6개월 목표주가	1,370,000 신규
현재주가 (26.04.01)	1,115,000 지주업종

KOSPI	5478.7
시가총액	20,332십억원
시가총액비중	0.61%
자본금(보통주)	99십억원
52주 최고/최저	1,278,000원 / 239,500원
120일 평균거래대금	1,235억원
외국인지분율	18.77%
주요주주	박정원 외 26 인 41.08% 국민연금공단 9.97%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.8	42.8	98.4	276.1
상대수익률	-0.6	9.8	25.1	73.1



Initiation

성장도, 환원도, '정석'으로 간다

- 두산에너빌리티(NAV 비중 64.1%) 가치 부각
- AI • 반도체 호조로 전자BG 매출 2.3조 원 돌파
- 자사주 연내 소각 및 결산배당 상향 등 주주환원 모범 답안 제시

투자의견 매수, 목표주가 1,370,000원으로 커버리지 개시

SOTP 밸류에이션을 통해 산출한 목표주가 1,370,000원과 투자의견 '매수(BUY)'를 제시한다. 타겟 할인율은 38%를 적용했다. 전체 NAV의 64.5%를 두산에너빌리티 지분가치가 차지하며, 원자력 및 가스터빈 등 고수익 포트폴리오 확대와 함께 2030년 장기 수주 목표 실행이 본격화되며 지주사 가치 상승을 강하게 이끌고 있다. 지분가치의 약 12.6%를 차지하는 두산로보틱스의 잠재력과 탄탄한 자체사업 수익성이 뒷받침되며, 밸류에이션 재평가 국면이 지속될 것으로 판단한다.

압도적 자체사업 성장과 상법 개정 대응의 정석

2026년 연결 기준 매출액은 20.9조 원, 영업이익은 1.5조 원으로 추정된다. 특히 핵심 자체사업인 전자BG는 AI 및 하이엔드 반도체 수요의 구조적인 성장세에 힘입어 2026년 연간 매출액 2조 원을 달성할 전망이다. 이처럼 흔들림 없는 자체사업과 자회사 실적 호조를 바탕으로 2025년 결산 배당 DPS를 전년 대비 2배 상향한 4,000원으로 결정하며 배당소득 분리과세 요건을 충족했다. 주목할 점은 보유 자사주 15.4% 중 임직원 보상목적(RSU)를 제외한 12.2% 전량을 2026년 연내 소각하기로 결의했다는 것이다. 이는 시장의 주주환원 요구에 원칙적으로 응답한다는 경영 의지이자 주가 상승 촉매라 판단한다.

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원 , 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	18,133	19,784	20,968	23,560	25,452
영업이익	1,004	1,063	1,563	2,161	2,450
세전순이익	593	490	988	1,664	1,959
총당기순이익	302	250	770	1,415	1,705
지배지분순이익	-226	76	116	212	256
EPS	-10,562	3,546	5,479	10,064	12,129
PER	NA	220.3	219.6	119.5	99.2
BPS	69,123	72,953	78,814	87,861	92,111
PBR	3.7	10.7	14.1	12.7	12.1
ROE	-14.6	5.0	7.2	12.1	13.5

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

Initiation

LG (003550)

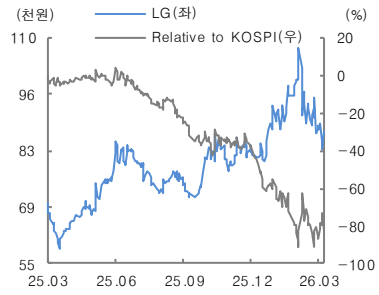
낮은 PBR이 만드는 역설적 기회

이경연 kyungyeon.lee@daishin.com
이채리 RA cherry.lee@daishin.com

투자의견	BUY 신규
6개월 목표주가	110,000 신규
현재주가 (26.04.01)	87,200 지주업종

KOSPI	5478.7
시가총액	13,647십억원
시가총액비중	0.41%
자본금(보통주)	786십억원
52주 최고/최저	107,700원 / 58,500원
120일 평균거래대금	302억원
외국인지분율	35.98%
주요주주	구광모 외 29 인 42.54% 국민연금공단 8.19%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-19.0	8.1	22.3	34.2
상대수익률	-7.7	-16.9	-22.9	-38.3



- 커버리지 중 유일한 별도 순현금 보유→주주환원 여력 차별화
- 상법 개정 이전 기보유 자사주 전량 소각 선언, '26년 상반기 완료
- 커버리지 최저 PBR 0.5배→PBR 개혁 압력 수혜 기대

투자의견 매수, 목표주가 110,000원으로 커버리지 개시

SOTP 밸류에이션을 통해 산출한 목표주가 110,000원과 투자의견 '매수(BUY)'를 제시한다. 타겟 할인율은 상법 개정이 공식화된 날부터 1차 개정이 통과된 날까지의 할인율 최저값인 40%를 적용했다. 커버리지 지주사 중 유일하게 약 1조3천억 원 규모의 별도 순현금을 보유하고 있다. 이에 재무건전성과 주주환원 여력이 타사 대비 추가적인 할인율 축소를 정당화한다고 판단한다. 아울러 PBR이 커버리지 내 최저 수준인 0.5배에 머물러 있어, 향후 자본시장법 개정에 따른 밸류업 압력이 가해질 경우 강력한 기업가치 제고 수혜가 기대된다.

차별화된 재원 기반의 주주환원과 실적 턴어라운드

2026년 연결 기준 매출액은 8.1조 원, 영업이익은 1.3조 원으로 추정된다. 핵심 자회사들의 수익성 회복과 더불어 상표권 및 임대수익 등 지주사 고유의 현금창출력이 뒷받침된 결과다. 이처럼 탄탄한 재원을 바탕으로 2025년 보통주 연간 DPS 3,100원(중간배당 1,000원 포함)으로 유지하며 배당소득 분리과세 요건을 충족했다. 특히, 최근 4,000억 원 규모의 광화문빌딩 매각 대금이 세후 유입되며 향후 추가적인 주주환원 및 미래 투자 재원까지 확보한 상태다. 주목할 점은 자사주 소각 의무화 이전부터 선제적으로 전량 소각을 선언했으며, 2026년 상반기 내 소각 완료할 예정이다. 이는 상법 개정 이후에도 '소각을 전제로 한 자사주 매입'이 내부 정책으로 작동하는 모범 선례가 될 것으로 판단한다.

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원 , 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	7,176	7,253	8,110	8,500	8,847
영업이익	967	912	1,312	1,365	1,494
세전순이익	1,007	1,335	1,748	1,806	1,939
총당기순이익	790	1,000	1,416	1,463	1,600
지배지분순이익	575	737	750	775	848
EPS	3,585	4,628	4,772	4,932	5,393
PER	20.1	17.4	18.2	17.6	16.1
BPS	168,930	180,223	193,558	206,942	223,807
PBR	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
ROE	2.2	2.6	2.5	2.5	2.5

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

Initiation

한화 (000880)

자회사 비상과 주주환원의 궤도 진입

이경연 kyungyeon.lee@daishin.com
이채리 RA cherry.lee@daishin.com

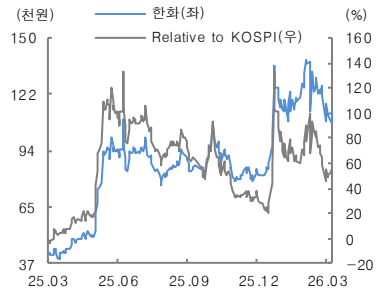
투자의견 BUY 신규

6개월 목표주가 130,000 신규

현재주가 (26.04.01) 113,800 지주업종

KOSPI	5478.7
시가총액	9,403십억원
시가총액비중	0.28%
자본금(보통주)	353십억원
52주 최고/최저	139,200원 / 39,400원
120일 평균거래대금	505억원
외국인지분율	18.33%
주요주주	한화에너지 외 7 인 55.85% 국민연금공단 5.61%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-16.7	39.5	34.2	163.4
상대수익률	-5.1	7.3	-15.4	21.2



- 한화에어로스페이스 주가 상승에 따른 NAV 증가
- 2026년 영업이익 5.76조 원 전망 및 예측가능한 배당 명문화
- 기보유 자사주 소각 계획 확정으로 주당가치 제고 기대

투자의견 매수, 목표주가 130,000원으로 커버리지 개시

SOTP 밸류에이션을 통해 산출한 목표주가 130,000원과 투자의견 '매수(BUY)'를 제시한다. 타겟 할인율은 67%를 적용했다. 전체 NAV의 84%를 한화에어로스페이스 지분가치가 차지하며, 방산 및 우주항공 등 주력 산업의 탁월한 성장 모멘텀이 지주사의 기업가치 상승을 강력하게 견인하고 있다. 비록 단일 자회사에 대한 지분가치 의존도가 높은 점은 주가 변동성 요인으로 작용할 수 있으나, 향후 지주회사 타겟팅 정책이 현실화되는 과정에서 할인율은 점진적으로 축소될 여지가 존재한다고 판단한다.

안정적 실적 기반의 예측가능한 주주환원

2026년 연결 기준 매출액은 80조 원, 영업이익은 5.8조 원으로 추정된다. 방산 부문의 호조와 자체사업의 안정적인 현금창출력이 전사 실적 성장을 이끌 전망이다. 이러한 탄탄한 이익 체력을 바탕으로 예측가능한 주주환원 정책을 내재화한 점이 돋보인다. 2026년 지급 기준 보통주 최소 DPS 1,000원을 명문화하여 직전 배당 대비 최소 25% 상향을 확정 지었다. 아울러 모멘텀 분할 시 주식매수청구권 행사로 취득한 자사주 약 445만 주를 전량 소각하고, 기보유 자사주 약 113만 주는 임직원 보상 재원으로 활용하는 등 총 558만여 주에 대한 명확한 처분 계획을 가결했다. 명문화된 배당 하방 경직성과 자사주 소각을 통한 유통주식 수 축소는 긍정적으로 평가한다.

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	55,647	74,785	80,132	85,363	88,143
영업이익	2,416	4,147	5,768	6,957	7,314
세전순이익	2,068	2,011	3,809	5,119	5,610
총당기순이익	1,690	1,992	3,786	5,093	5,582
지배지분순이익	773	372	435	438	447
EPS	7,916	3,939	4,768	4,861	4,956
PER	3.4	20.7	23.3	22.9	22.4
BPS	110,190	125,211	143,896	172,893	226,563
PBR	0.2	0.7	0.8	0.7	0.5
ROE	7.2	3.3	3.5	3.1	2.5

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

Initiation

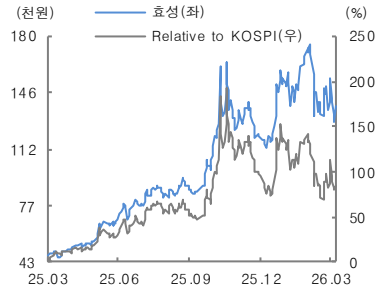
효성 (004800)

이경연 kyungyeon.lee@daishin.com
이채리 RA cherry.lee@daishin.com

투자의견	BUY 신규
6개월 목표주가	180,000 신규
현재주가 (26.04.01)	138,100 지주업종

KOSPI	5478.7
시가총액	2,312십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	87십억원
52주 최고/최저	174,700원 / 45,550원
120일 평균거래대금	81억원
외국인지분율	20.86%
주요주주	조현준 외 13 인 57.23% 국민연금공단 6.66%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-18.3	20.4	61.0	182.4
상대수익률	-6.9	-7.4	1.5	30.0



극심한 저평가

- 효성중공업 주가 급등으로 할인율은 역사적 최고치 근접
- DPS 67% 상향으로 고배당기업 과세 특례 요건 충족
- 자사주 사실상 전무→신규 매입·소각 프로그램 도입 시 신호 효과 극대화

투자의견 매수, 목표주가 180,000원으로 커버리지 개시

SOTP 밸류에이션을 통해 산출한 목표주가 180,000원과 투자의견 '매수(BUY)'를 제시한다. 타겟 할인율은 현재 시장이 반영한 최대 디스카운트 수준을 보수적으로 적용해 72%를 산정했다. 전체 NAV의 75.7%를 핵심 상장 자회사인 효성중공업 지분가치가 차지하고 있다. 최근 전력기기 호황에 따른 효성중공업의 주가 급등으로 지주사의 전체 NAV는 크게 확대되었으나, ㈜효성의 주가가 이를 온전히 따라가지 못하면서 할인율은 역사적 최고치에 근접해 있다.

배당의 예측가능성과 신규 주주환원 모멘텀

2026년 연결 기준 매출액은 2.5조 원, 영업이익은 4,230억 원으로 추정된다. 핵심 자회사들의 견조한 실적 성장이 지주사의 현금창출력을 안정적으로 뒷받침할 전망이다. 이러한 펀더멘털을 기반으로 연결 지배기업지분 순이익의 25% 이상 배당을 목표로 명문화했으며, 2025년 결산배당 DPS를 5,000원으로 전년 대비 67% 상향해 고배당기업 과세 특례 요건을 충족했다. 세제 혜택 기간 동안 배당금 증액을 통해 주주가치를 지속적으로 방어할 것으로 예상된다. 주목할 점은 ㈜효성의 현재 기보유 자사주가 0.1%(2만2,800여 주)로 사실상 전무하다는 것이다. 당장 소각할 물량이 없다는 의미이기도 하지만, 역설적으로 향후 주주가치 제고를 위해 신규 자사주 매입 및 소각 프로그램이 도입될 경우 시장에 미치는 신호 효과가 클 수 있음을 시사한다. 역사적 최고치에 달한 할인율 축소를 위한 자본 배치 정책이 가시화된다면 주가 재평가 촉매로 작용할 것으로 판단한다.

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,273	2,432	2,476	2,573	2,674
영업이익	221	393	248	287	467
세전순이익	182	531	383	432	622
총당기순이익	484	422	280	324	516
지배지분순이익	453	330	336	356	397
EPS	24,073	19,707	20,066	21,267	23,720
PER	1.9	5.8	7.5	7.1	6.3
BPS	114,515	145,969	161,645	178,335	197,404
PBR	0.4	0.8	0.9	0.8	0.7
ROE	19.6	14.3	13.0	12.5	12.6

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

▶ Compliance Notice

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