

Morning Meeting Notes

2026-05-28



What's Inside

[건설] (OVERWEIGHT) 2026년 건설업종 하반기 전망 SCREENING
 한국전력(BUY/53,000원) 실적보다는 원전 모멘텀에 집중
 한국가스공사(BUY/45,000원) 단기적 미수금 우려 존재하나 해외사업 증익 전망
 한전KPS(BUY/67,000원) 확대되는 원전의 생애주기를 함께 하다
 LX하우시스(BUY/50,000원) 부진한 업황에도 불구하고 완만한 회복 전망
 HL D&I(BUY/4,200원) 업황 부진을 이익창출능력으로 극복
 세아홀딩스(BUY/214,000원) 올해 자회사 실적 개선 예상
 동국홀딩스(BUY/14,400원) 절대적으로 낮은 P/B, 주요 계열사 실적 개선 예상
 한국철강(BUY/12,000원) 수요 부진 지속, 향후 완만한 실적 개선 기대
 대한제강(BUY/13,800원) 도전적인 업황, 더디겠지만 실적 개선 예상
 KISCO홀딩스(BUY/33,000원) 가격 상승 및 하반기 수요 증가로 자회사 실적 완만한 개선 예상
 [크레딧] 전쟁 장기화, AI 반도체 호조 채권 시장에는 부담
 [ESG] 탄소감축 목표 달성의 KEY: 메탄

주식시장

국내 증시는 업종별 차별화 심화되는 양상 속 호조 마감. 반도체 대형주 단일종목 레버리지 ETF 신규 상장에
 매수세 풀림 현상 나타남. 내수주를 비롯한 AI 밸류체인 소외 업종은 약세 시현. 주요 종목 중
 삼성에스디에스는 AI 데이터센터 수혜 기대감 부각되며 상한가 기록
 미국 증시는 상승 마감. 시장에 크게 영향을 준 재료는 부재했으나, 미-이러 중전 협상 낙관론에 따른 완만한
 순환세가 나타나며 투자 심리 호조. 업종별로는 임의소비재가 +2% 가까이 상승하였고, 에너지는 -1.52%
 하락

금리&환율

국고채 금리는 상승 마감. 국고채는 금통위 앞두고 경계감 이어지며 거래량 얇은 장세
 미국채 금리는 하락 마감. 국제 유가 하락 및 중전 낙관론으로 국제 금리는 일제히 하락
 원/달러 환율은 전장 대비 3.10원 낮은 1,501.20원에 마감. 원/달러는 약해진 외인 국내 순매도(4천
 500억 원) 및 월말 수출업체 네고불량에 의해 하락
 달러인덱스는 99.23로 상승. 달러는 중전 낙관론과 협상 장기화에 따른 불확실성 속 소폭 상승

New Publications

[건설] (OVERWEIGHT) 2026년 건설업종 하반기 전망 SCREENING (2026-05-28)
 [투자전략팀] 2026년 하반기 투자전략 전망: 기호지세(騎虎之勢) - Ride With Us or Collide with
 Us(요약)(2026-05-26)
 [음식료/화장품] (OVERWEIGHT) Glow Beauty, Select Food(2026-05-22)
 [자동차/모빌리티] (OVERWEIGHT) 전략적 실용주의, Legacy of the China Speed를 대응하는 생존형
 Pivot(2026-05-19)
 [AI/로보틱스] (OVERWEIGHT) 반도체 장비: 타오르는 시장에 솟구치는 투자(2026-05-13)
 [미국주식] 2026년 미국 하반기 전망 - 미국 프리미엄 재점화. 3Q 풀림 Peak 전망(2026-05-12)

Rating, Target Price Changes

| | | | | | |
|----------|-----|-------------|-------|-------------|--------------|
| 삼성E&A | BUY | 65,000 원 | ▷ BUY | 75,000 원 | (2026-05-28) |
| DL이앤씨 | BUY | 126,000 원 | ▷ BUY | 112,000 원 | (2026-05-28) |
| 대우건설 | BUY | 7,400 원 | ▷ BUY | 32,000 원 | (2026-05-28) |
| 한국전력 | 신규 | | ▷ BUY | 53,000 원 | (2026-05-28) |
| 한국가스공사 | 신규 | | ▷ BUY | 45,000 원 | (2026-05-28) |
| 한전KPS | 신규 | | ▷ BUY | 67,000 원 | (2026-05-28) |
| LX하우시스 | 신규 | | ▷ BUY | 50,000 원 | (2026-05-28) |
| HL D&I | 신규 | | ▷ BUY | 4,200 원 | (2026-05-28) |
| 동국홀딩스 | BUY | 12,600 원 | ▷ BUY | 14,400 원 | (2026-05-28) |
| 한국철강 | BUY | 12,700 원 | ▷ BUY | 12,000 원 | (2026-05-28) |
| 대한제강 | BUY | 17,100 원 | ▷ BUY | 13,800 원 | (2026-05-28) |
| 한올바이오파마 | BUY | 83,000 원 | ▷ BUY | 85,000 원 | (2026-05-26) |
| HD한국조선해양 | BUY | 530,000 원 | ▷ BUY | 580,000 원 | (2026-05-21) |
| 고려아연 | BUY | 2,010,000 원 | ▷ BUY | 1,865,000 원 | (2026-05-21) |
| 현대차 | BUY | 660,000 원 | ▷ BUY | 950,000 원 | (2026-05-19) |

| 외국인 순매수 | | 국내기관 순매수 | |
|---------------------|---------|---------------|-----------|
| 순매수 | 금액(백만) | 순매수 | 금액(백만) |
| 삼성전자 | 490,008 | SK하이닉스 | 2,382,276 |
| TIGER MSCI Korea TR | 179,714 | 삼성전자 | 990,582 |
| 삼성전기 | 65,172 | KODEX 레버리지 | 446,768 |
| KODEX 레버리지 | 57,636 | KODEX 반도체레버리지 | 338,368 |
| 파두 | 53,278 | 현대모비스 | 227,147 |

| 외국인 순매도 | | 국내기관 순매도 | |
|---------|----------|-------------------|----------|
| 순매도 | 금액(백만) | 순매도 | 금액(백만) |
| LG이노텍 | -283,214 | KODEX SK하이닉스단일종목레 | -739,108 |
| 현대모비스 | -230,944 | TIGER SK하이닉스단일종목레 | -663,939 |
| 현대차 | -226,913 | 한미반도체 | -449,313 |
| LG전자 | -131,318 | KODEX 삼성전자단일종목레 | -436,950 |
| 이수페타시스 | -89,687 | TIGER 미국우주테크 | -425,051 |

| 국내시장 동향 | 증가 | D-1(%) | D-20(%) |
|---------|----------|--------|---------|
| KOSPI | 8,228.70 | +2.25 | +22.98 |
| 대형주 | 9,025.32 | +2.74 | +26.73 |
| 중형주 | 4,779.29 | -3.03 | -7.48 |
| 소형주 | 2,669.03 | -3.44 | -12.73 |
| KOSDAQ | 1,133.13 | -3.36 | -7.14 |

| 투자자별 매매동향 | 개인 | 외국인 | 기관 |
|----------------|---------|----------|---------|
| KOSPI | (억원) | (억원) | (억원) |
| 순매수 | 4,064 | -2,606 | -126 |
| 누적순매수(D-20) | 342,357 | -429,871 | 86,313 |
| 거래대금(코스피+코스닥) | 금액 | D-1 | D-20 |
| (평균, 단위 : 억 원) | 705,079 | 560,275 | 499,297 |

| 업종별 지수 | 증가 | D-1(%) | D-20(%) |
|--------|------------|--------|---------|
| 건설 | 191.24 | -6.07 | -21.45 |
| 금융 | 1,216.76 | +0.39 | +9.49 |
| 운수장비 | 7,245.38 | -0.64 | +7.48 |
| 유통 | 699.94 | -1.21 | +10.65 |
| 음식료 | 4,883.46 | -2.39 | -5.06 |
| 의약품 | 15,740.39 | -1.01 | -5.13 |
| 전기전자 | 135,478.20 | +4.28 | +42.67 |
| 철강금속 | 8,448.08 | -3.88 | -12.79 |
| 화학 | 4,935.28 | -3.57 | -14.15 |
| 유틸리티 | 1,200.80 | -2.22 | -10.95 |
| 통신 | 649.99 | -1.71 | -2.81 |

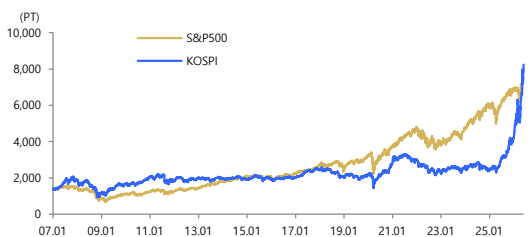
| 해외시장 동향 | 증가 | D-1(%) | D-20(%) |
|---------|-----------|--------|---------|
| S&P500 | 7,520.46 | +0.02 | +5.39 |
| NASDAQ | 26,674.74 | +0.07 | +8.11 |
| 일본 | 64,999.41 | +0.01 | +8.48 |
| 중국 | 4,093.73 | -1.25 | -0.34 |
| 독일 | 25,184.89 | +0.00 | +5.14 |

| 주요 금리 동향 | 증가 | D-1(bp) | D-20(bp) |
|-------------|------|---------|----------|
| 국고채 (3년) | 3.71 | +4.70 | +18.60 |
| 국고채 (10년) | 4.10 | +2.90 | +25.90 |
| 은행채AAA (3년) | 4.01 | +5.20 | +18.00 |
| 미국국채 (2년) | 4.03 | -0.20 | +8.10 |
| 미국국채 (10년) | 4.48 | -0.20 | +5.30 |

| 환율 동향 | 증가 | D-1(%) | D-20(%) |
|--------------|----------|--------|---------|
| 원/달러 | 1,501.20 | -0.21 | +1.50 |
| 원/백 엔 | 941.13 | -0.35 | +2.06 |
| 원/위안 | 221.45 | -0.10 | +2.38 |
| 달러/유로 | 1.16 | -0.04 | -0.45 |
| 위안/달러 | 6.78 | -0.11 | -0.86 |
| 엔/달러 | 159.51 | +0.14 | -0.55 |
| Dollar Index | 99.23 | +0.08 | +0.29 |

| 상품시장 동향 | 증가 | D-1(%) | D-20(%) |
|------------------|----------|--------|---------|
| WTI (usd/barrel) | 88.68 | -5.55 | -17.03 |
| 금 (usd/oz) | 4,487.00 | -1.06 | -1.30 |
| BDI | 3,124.00 | +1.26 | +16.70 |
| 천연가스(NYMEX) | 3.04 | +5.04 | +14.85 |

KOSPI, S&P 추이

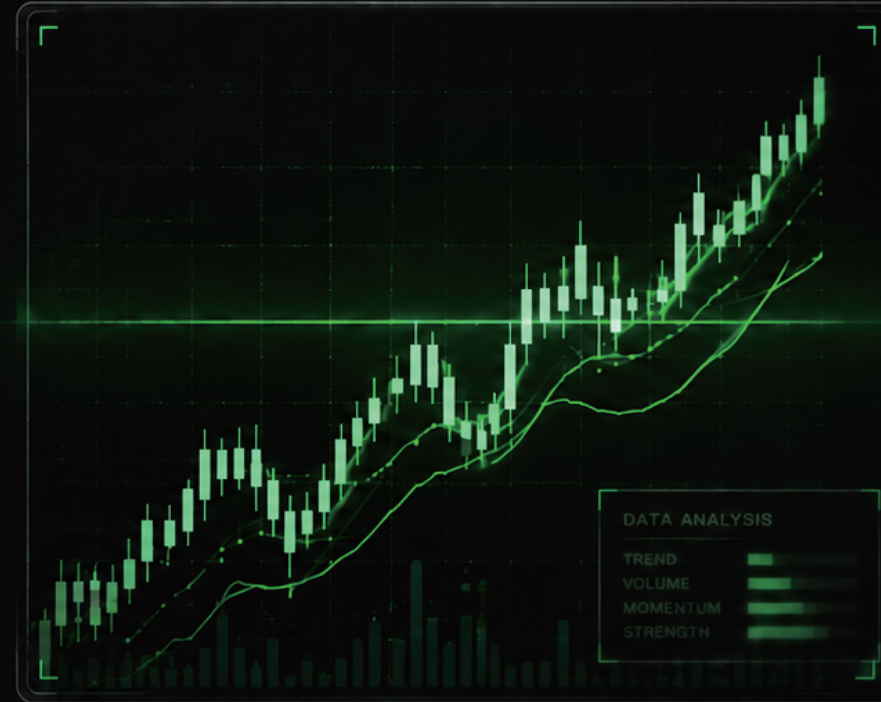


본 조서지표는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사자가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시지 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

2026년 건설업종 하반기 전망

SCREENING

건설 | 신동현 dhshin@hmsec.com



Contents

| | |
|--------------------|----|
| Executive Summary | 3 |
| I. 상반기 총평 및 모멘텀 점검 | 4 |
| II. 최근 이슈 점검 | 15 |
| III. 기업분석 | 30 |



Executive Summary

에너지 관련 건설주가 견인한 상반기

- KOSPI 수익률을 Outperform한 종목은 공통적으로 원전, 중동 Oil & Gas 등 에너지 플랜트 익스포저를 보유함
- 업종 평균 12m Trailing P/E는 29.2x로 2005~2007년 중동 사이클 당시 고점 28.4x를 상회
- 12m Fwd. P/E는 16.47x로, 2005~2007년 중동 사이클 고점 약 21배를 제외할 경우 역사적 고점에 도달

이제는 Screening을 시작할 때

- 업종 ROE 추정치가 현재의 8.84%에서 추가로 크게 상향될 요인이 없다는 점에서 투자자들은 분명 Valuation 부담을 느끼고 있을 것
- 기대 이상의 수익성과 이익 증가를 바탕으로 Valuation 부담을 줄여주는 종목을 추릴 필요
- 이익 및 ROE 추정치 변동: (상향) 삼성E&A, DL이앤씨, 대우건설 vs. (하향) 현대건설, GS건설

중동 재건 모멘텀 유효. 서서히 다가오는 수주의 향기

- 미국-이란 전쟁으로 인해 발생한 에너지 시설 복구 비용은 최소 340억달러(약 49.3조원) ~ 최대 580억달러(약 84.1조원) 추정
- 타사가 Capa 부족을 이유로 거절한 복구 공사가 국내사로 요청이 온 케이스도 있는 것으로 보아 해당 모멘텀은 실현가능성이 매우 높다고 판단함
- 종전 기대감이 점진적으로 상향되고 있어 향후 수주 규모가 구체화될 시 관련주의 추가적인 상승여력 존재
- Top pick: 삼성E&A, 차선후주: DL이앤씨



I. 상반기 총평 및 모멘텀 점검



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

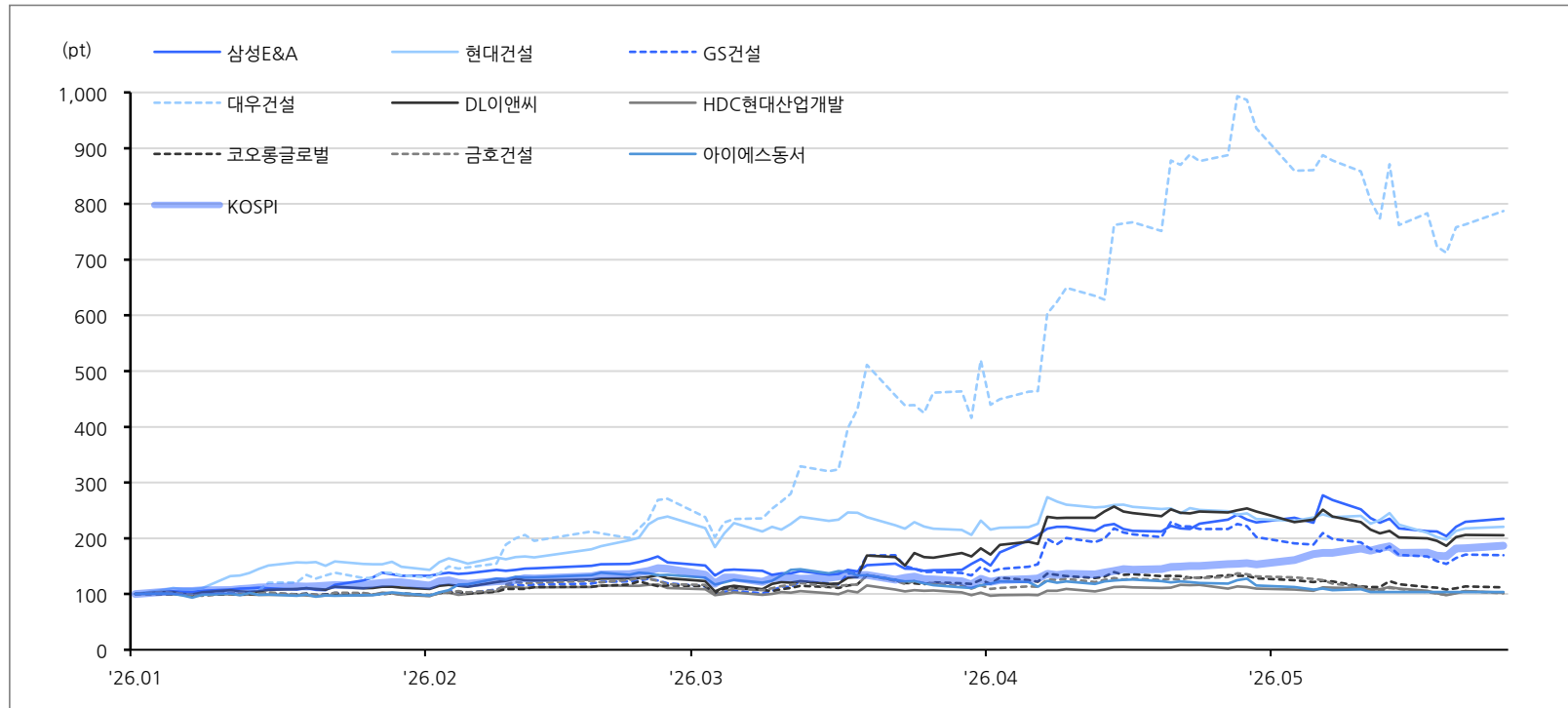


GLOBALITY

[26년 상반기 총평] 에너지가 다 했다

- KOSPI 수익률을 Outperform한 종목은 공통적으로 원전, 중동 Oil & Gas 등 에너지 플랜트 익스포저를 보유함
- 올해 초 처음으로 원전 파이프라인을 구체화한 대우건설은 놀려 있던 기대감을 폭발시키며 가장 큰 주가 상승 시현
- 현대건설, DL이앤씨, GS건설 역시 원전 기대감에 주가가 상승했고, 삼성E&A는 중동 플랜트 재건을 주 재료로 상승
- 그 외 주택, 일반건축 등에 집중하는 내수 중심 건설사의 경우 연초 대비 상승하기는 했으나 시장을 이기지는 못함

커버리지 건설사 YTD 주가수익률



자료: Quantwise, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

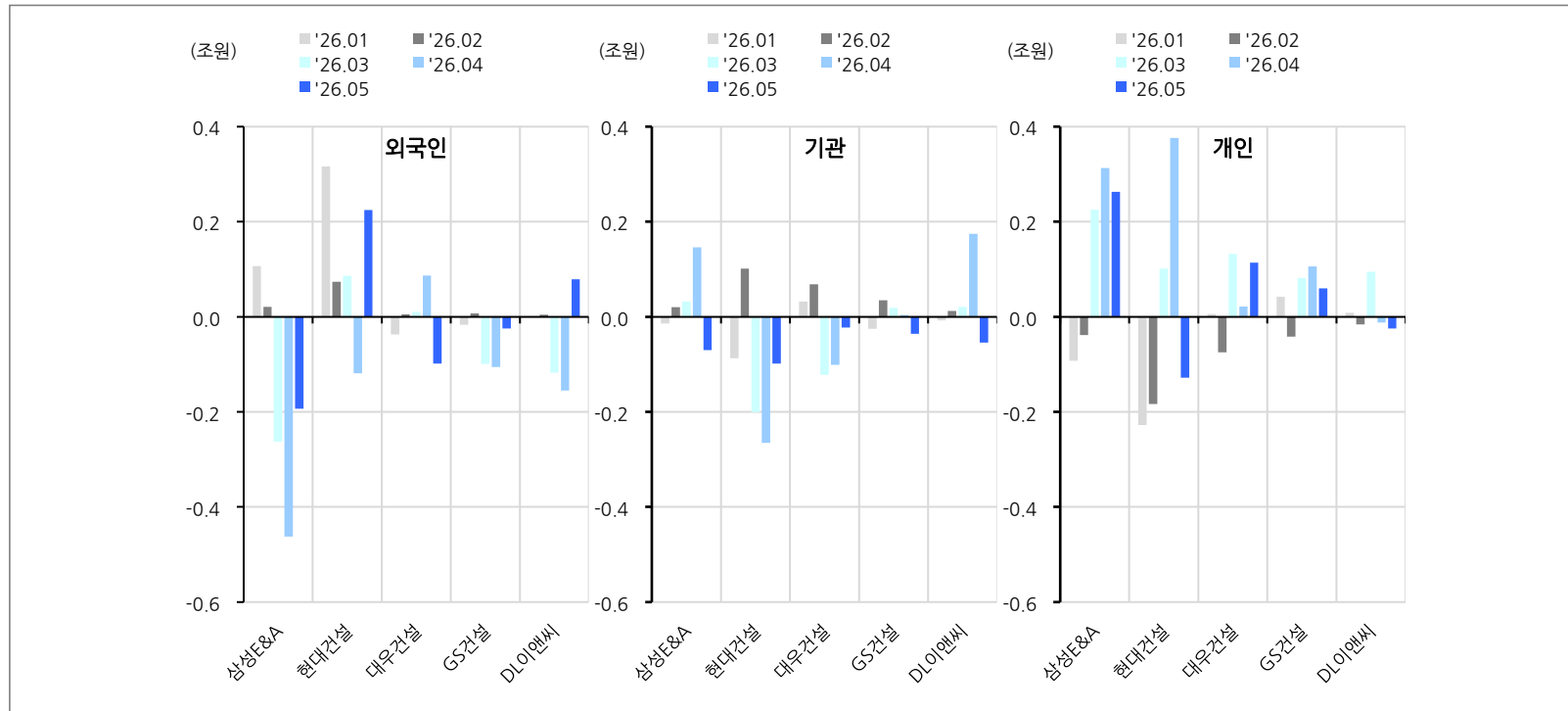


GLOBALITY

[26년 상반기 총평] 연초 이후 개인 자금 지속 유입

- 26년 5월 말 YTD 주요 건설사 5개사 순매수대금: (개인) +1조 1,045억원, (기관) -4,395억원, (외국인) -6,720억원
- 기관 자금은 연초에 크게 유입되었으며 현대건설, 대우건설 등 Outperform 종목 차익실현 후 그 외 대형주로 비중 조정 진행 중
- 3월 이후로는 기관과 외국인이 차익실현 및 Screening을 진행함과 동시에 개인은 지속적으로 섹터 전반에 걸쳐 강한 매수세를 보이고 있음

26년 주요 건설사 월간 순매수대금



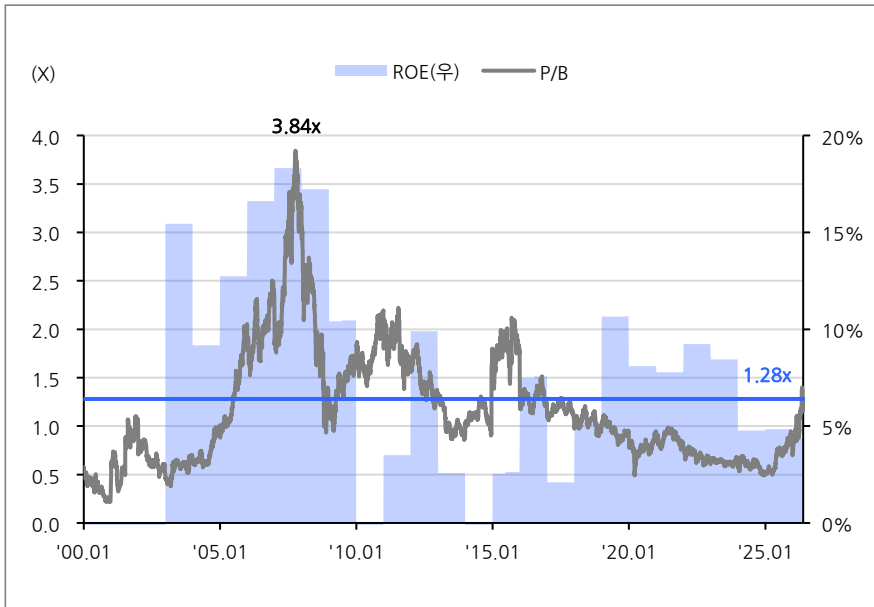
자료: Quantwise, 현대차증권



[26년 상반기 총평] 이제는 엄격한 종목 선별의 시간(1/2)

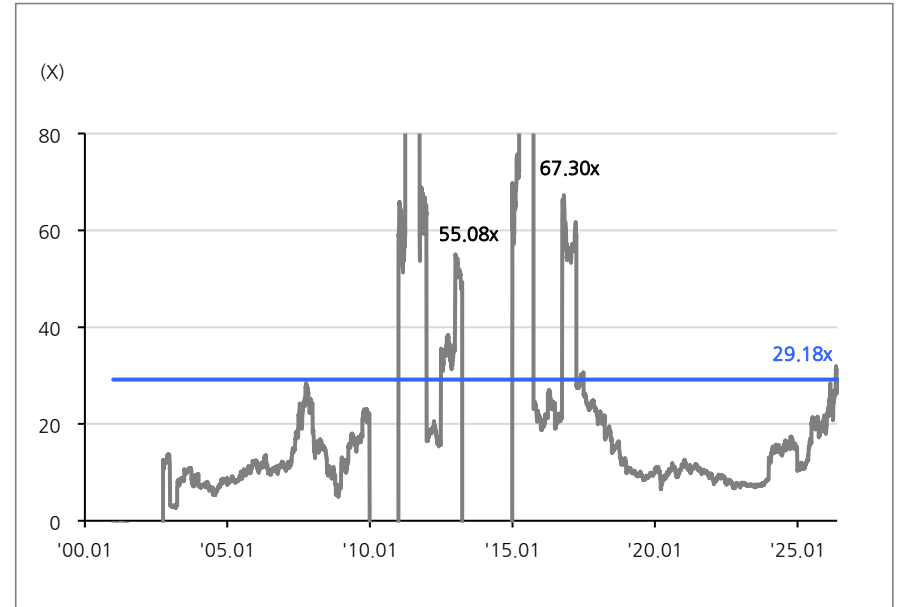
- 현재 건설섹터로 분류되는 시공 및 개발업체 총 33개사의 평균 P/B는 약 1.28x로, 24년 말 0.49x 대비 +161% 상승함
(컨센서스가 형성되지 않은 종목들과의 합산 평균 계산 및 과거 수치와의 추이 비교를 위해 FY0 기준으로 산출)
- 2000년 이후 주가 상승세를 수반해 1.28x를 터치했던 시기는 총 세 번:
 - 1) 2005년 7월(중동 수주 급증기), 2) 2009년 4월(금융위기 쇼크 후 주가 회복기), 3) 2014년 12월(제일모직(삼성물산) 시가총액 포함 시작)
- 각 시점의 ROE는 1) 12.73%, 2) 10.42%, 3) 11.93%로 2025년 4.37% 대비 최소 2.7배 이상 높음. 현 P/B는 수익성 대비 고평가된 상황
- 업종 평균 12m Trailing P/E의 경우 29.18x로 2005~2007년 중동 사이클 당시 고점 28.44x를 상회하는 수준에 도달

건설업종 평균 P/B 및 ROE 추이(FY0)



자료: Quantiwise, 현대차증권

건설업종 평균 P/E 추이(12m Trailing)



자료: Quantiwise, 현대차증권



[26년 상반기 총평] 이제는 엄격한 종목 선별의 시간(2/2)

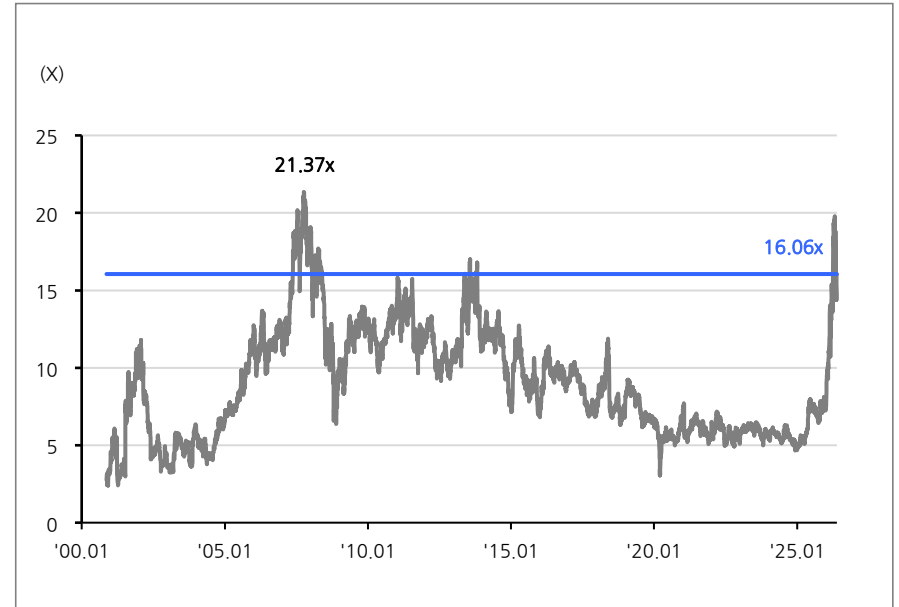
- 컨센서스가 형성된 대형 6개사(삼성E&A, 현대건설, 대우건설, DL이앤씨, GS건설, IPARK현대산업개발)에 대해 12m Fwd. Multiple을 점검
- 업종 평균 12m Fwd. P/B는 FY0와 유사. 현재 1.42x이며 과거 유사 Multiple을 부여받았던 당시 12m Fwd. ROE는 13.3%~17.3% 수준임
- 현재 12m Fwd. P/E는 16.06x로, 2005~2007년 중동 사이클 고점 약 21배를 제외할 경우 역사적 고점에 도달
- 물론 실제 주가와 Multiple은 이론과 달리 이익률과의 큰 괴리를 보이기도 하지만, 당장 업종 ROE 추정치가 현재의 8.84%에서 추가로 크게 상향될 요인이 없다는 점에서 투자자들은 분명 Valuation 부담을 느끼고 있을 것으로 보임
- 따라서 기대 이상의 수익성과 이익 증가를 바탕으로 Valuation 부담을 줄여주는 종목을 추릴 필요성이 있다고 판단함

대형 5개사 평균 P/B 및 ROE 추이(12m Fwd.)



자료: Quantwise, 현대차증권

대형 5개사 평균 P/E 추이(12m Fwd.)



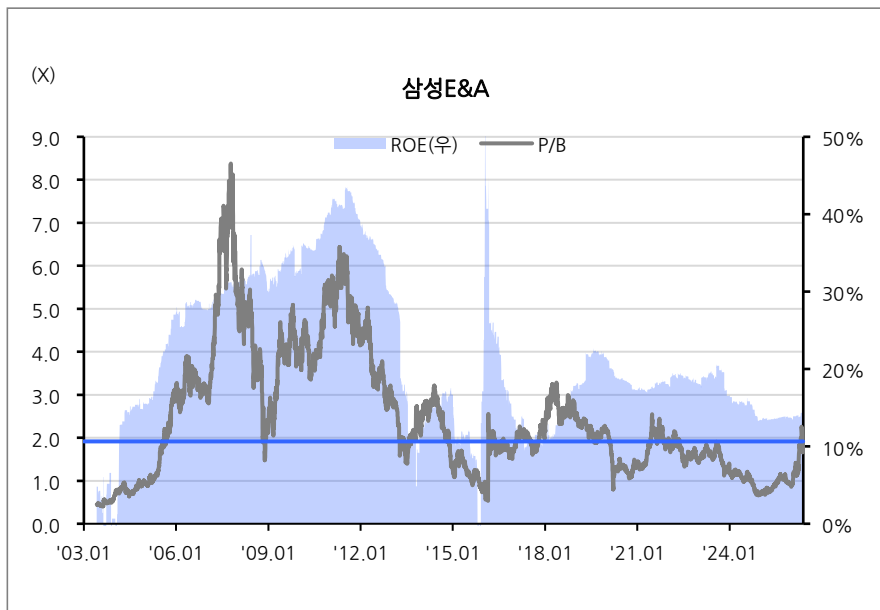
자료: Quantwise, 현대차증권



삼성E&A: 모멘텀 유효. 관건은 실적 서프라이즈

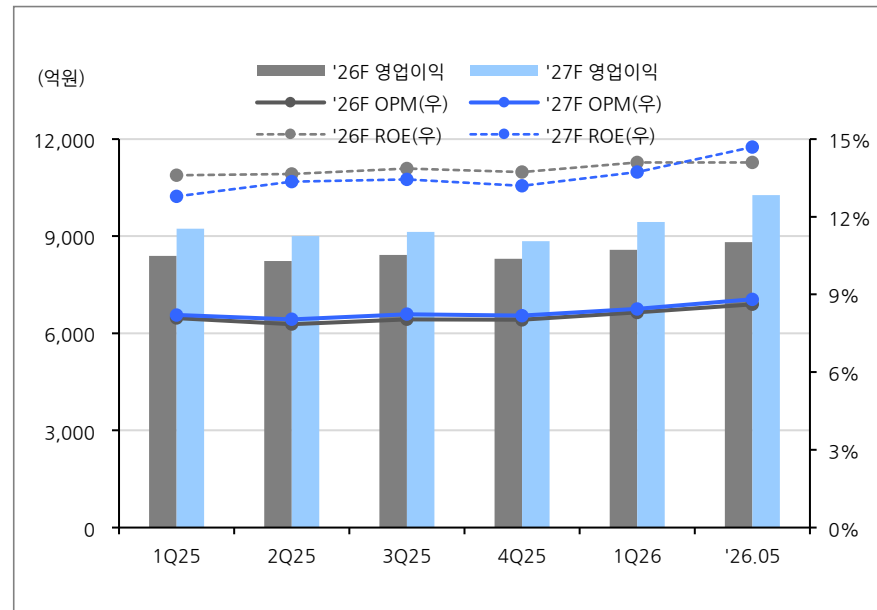
- 동사는 중동 재건 기대감으로 단기간 내 큰 폭의 주가 상승 시현. 과거 P/B 1.9x를 부여받을 당시 모두 ROE 추정치의 상승이 수반되었음을 확인
- 올해 영업이익과 ROE 추정치가 지속 상향되고 있고, 그 배경에는 화공부문의 견조한 수익성이 있음
- 동사는 23년 이후 13개 분기동안 1Q23 9.9%를 제외하고 매번 10% 이상의 화공 GPM을 기록함(13~22년 평균 -0.04%, 16~22년 평균 3.4%)

삼성E&A 12m Fwd. P/B 및 ROE 추이



자료: Quantiwise, 현대차증권

삼성E&A 26년, 27년 영업이익/OPM/ROE 추정치 변동



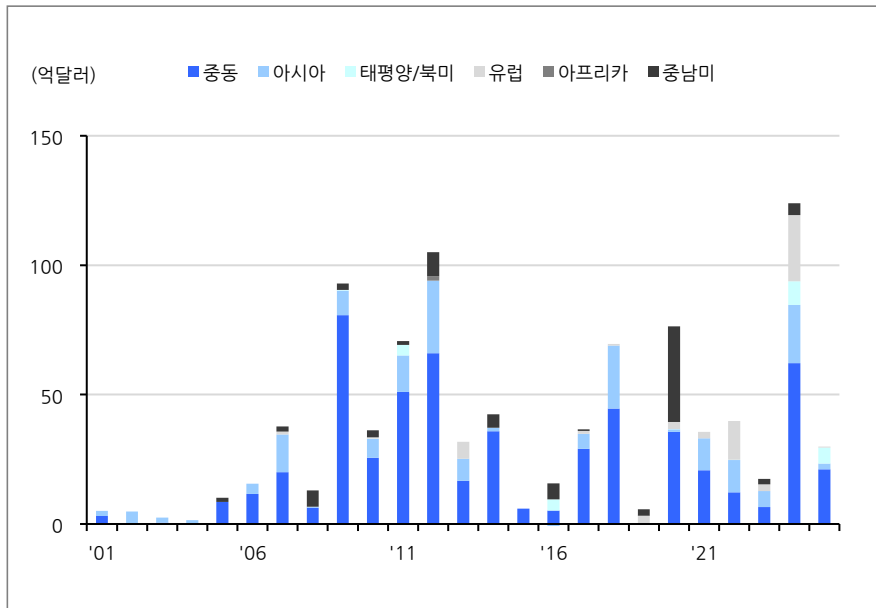
자료: Quantiwise, 현대차증권



삼성E&A: 모멘텀 유효. 관건은 실적 서프라이즈

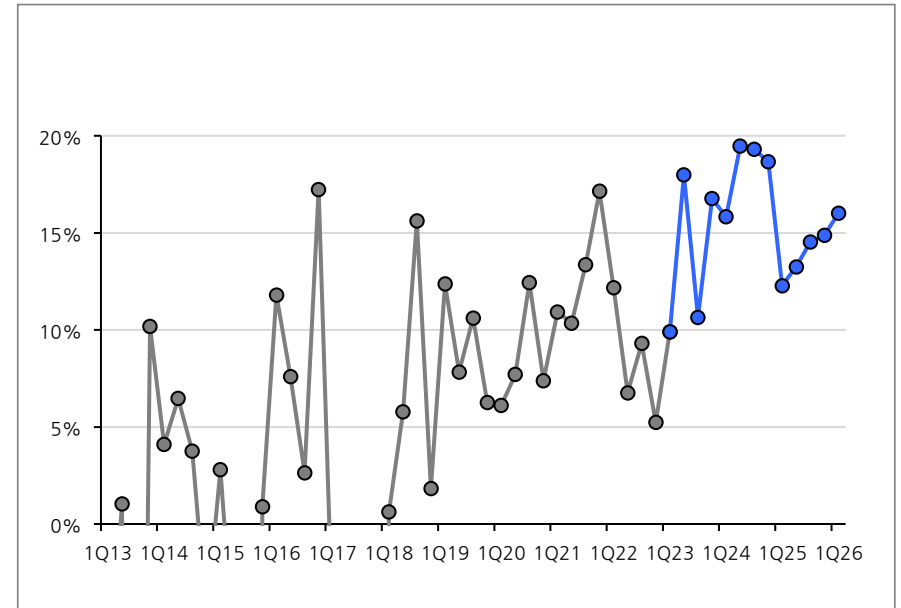
- 이러한 반복적 서프라이즈는 단발성으로 보기 어려움. 과거와 다른 선별수주 및 보수적 원가관리, 공기 단축 노하우 축적의 구조적 결과물로 판단
- 다만 해당 요소를 정상적 추정치로 반영하는 것은 보수적 추정에 어긋나기에 아직 시장 컨센서스에는 충분히 반영되지 않은 상태임
- 분기별 서프라이즈 요인까지 고려하면 ROE 추정치는 더욱 상향될 수 있기에 현재의 P/B 상승세는 여전히 설명 가능한 수준이라고 판단됨

삼성E&A 연간 해외수주 추이



자료: 해외건설협회, 현대차증권

삼성E&A 화공부문 분기별 GPM 추이



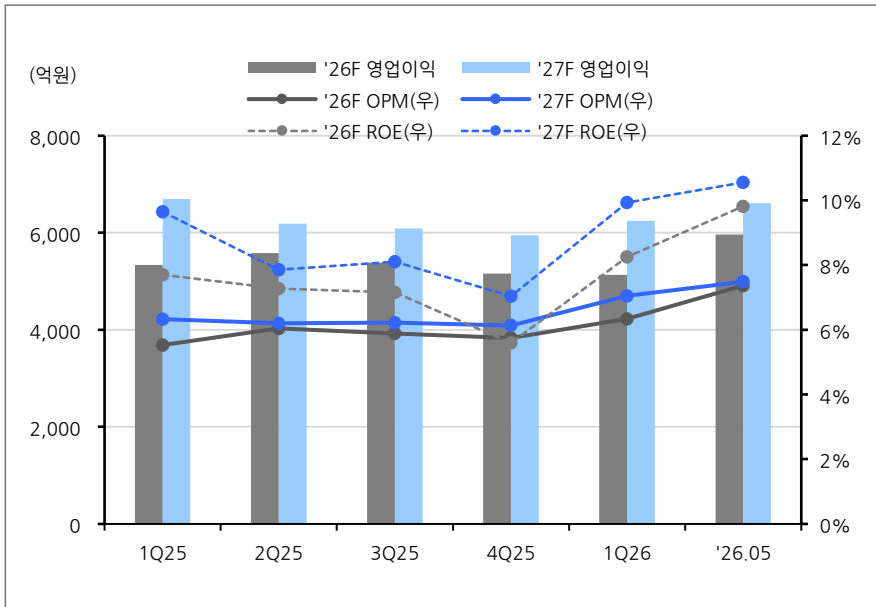
자료: 삼성E&A, 현대차증권



원전 관련주는 양분되는 모습을 보임

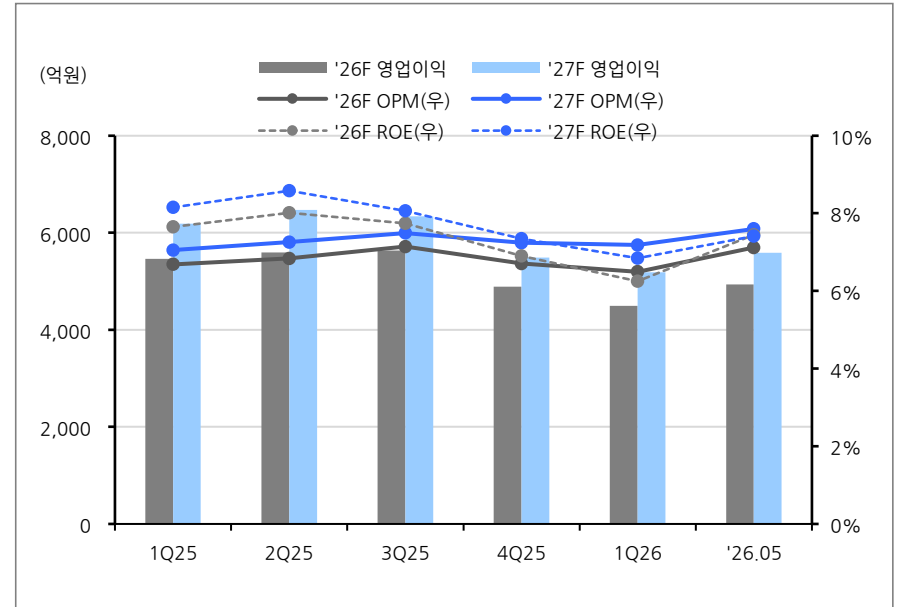
- 원전 수주 확대 기대감으로 상승한 건설주 중 일부 종목은 26년, 27년 영업이익 및 ROE 추정치가 상승하며 Valuation 부담을 완화시키는 모습
- 대우건설은 토목/플랜트부문의 작년 빅배스 이후 빠른 회복세와 주택부문 GPM의 긍정적 가이드스를 바탕으로 이익 추정치가 상향됨
- DL이앤씨는 플랜트부문 Mix가 악화되며 다소 높은 원가율이 지속되고 있지만 주택부문 GPM이 기대 이상의 속도로 상승함에 따라 추정치 상향됨

대우건설 26년, 27년 영업이익/OPM/ROE 추정치 변동



자료: Quantiwise, 현대차증권

DL이앤씨 26년, 27년 영업이익/OPM/ROE 추정치 변동



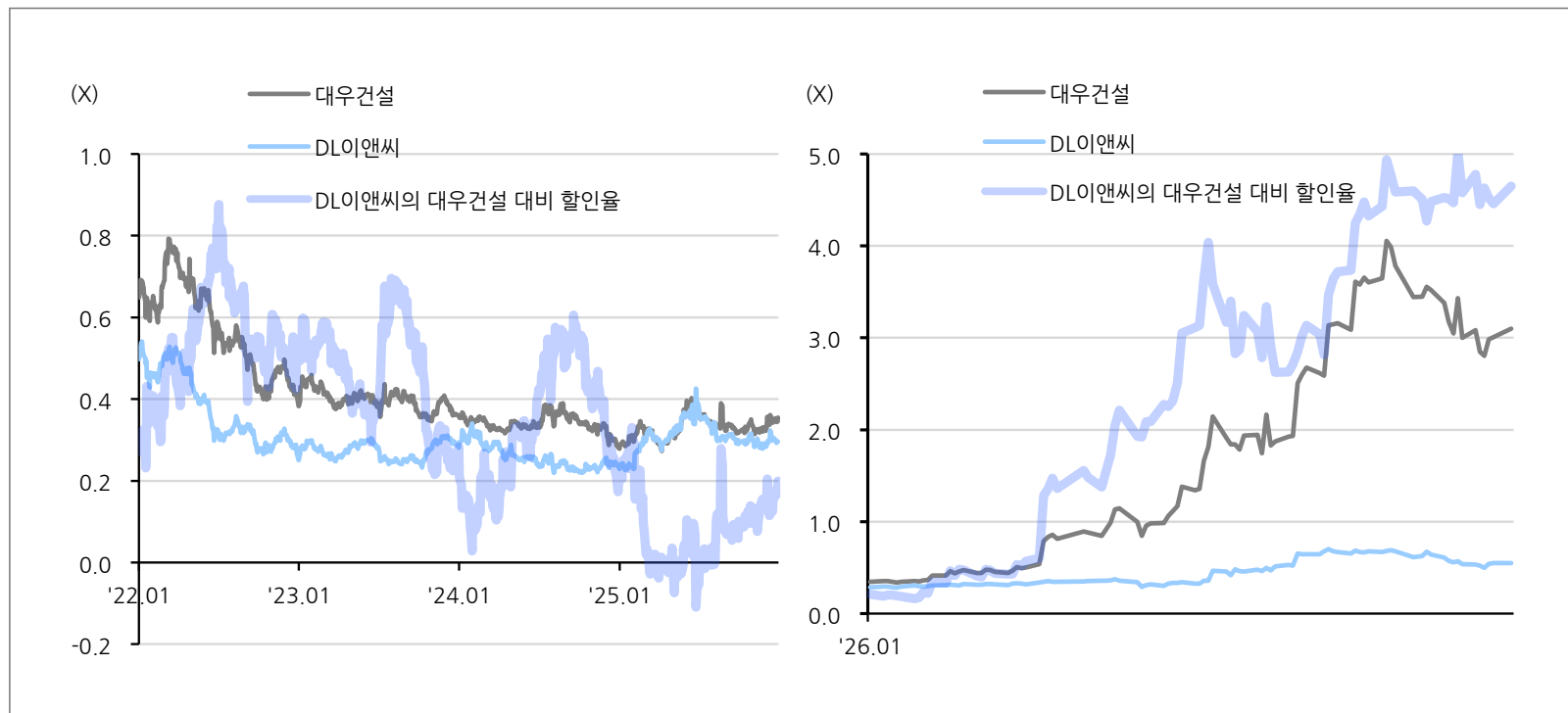
자료: Quantiwise, 현대차증권



원전 관련주는 양분되는 모습을 보임

- 현재는 DL이앤씨의 저평가 매력에 더욱 부각되는 구간. 대우건설 대비 P/B 할인율은 평균 40%에서 최근 465%까지 확대됨
- 대우건설은 팀코리아 원전 주관사 역량 및 기확보한 체코 두코바니 원전 수주 등 우위요인이 있어 DL이앤씨 대비 프리미엄 부여받는 것은 타당함
- 그러나 DL이앤씨와 X-Energy의 SMR 파이프라인(PJT 4개 이상, 6.6GW(약 83기) 이상 규모)을 고려하면 상대적으로 지나친 저평가 상태임
- 1Q26 실적발표 후 이익 성장 눈높이가 높아졌고 Valuation 부담이 낮다는 것을 생각하면 여전히 매수 전략은 유효하다고 판단됨

DL이앤씨, 대우건설 12m Fwd. P/B 및 대우건설 대비 할인율 추이

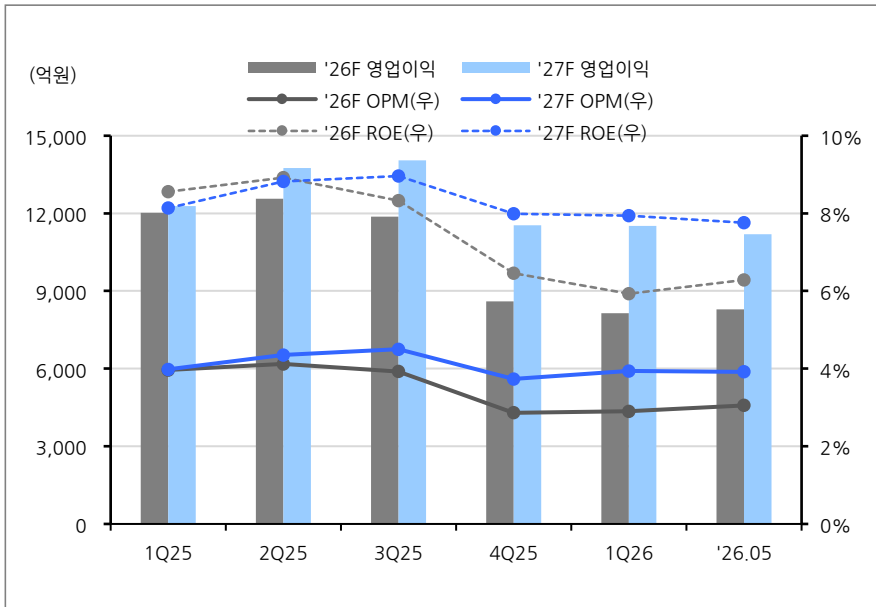


자료: Quantwise, 현대차증권

원전 관련주는 양분되는 모습을 보임

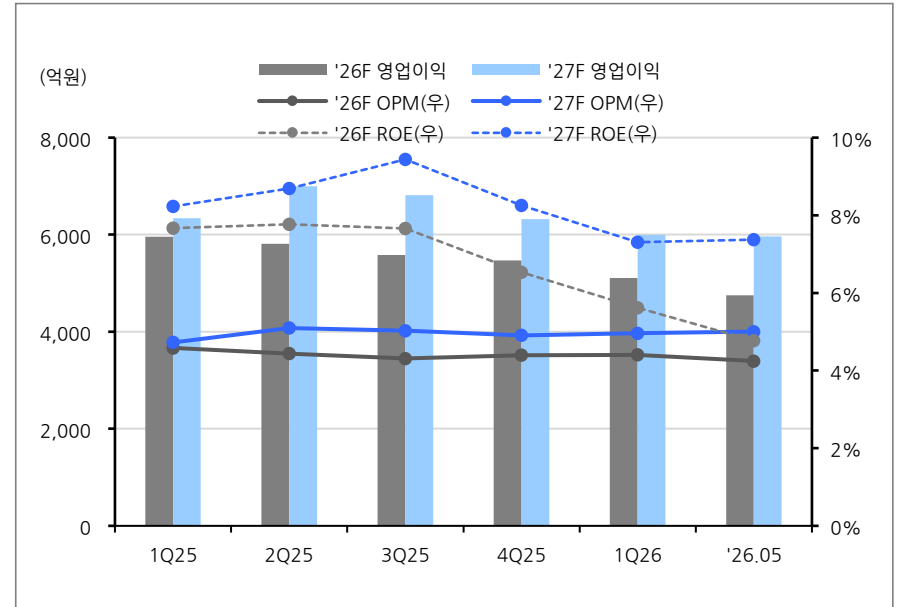
- 반면 일부 종목은 이익 추정치가 하향되며 기대감이 다소 낮아짐. 전년대비 증익은 가능하지만 ROE에 대한 부담은 타사 대비 커진 상황
- 현대건설은 24년 빅배스 이후 3Q25 해외사업에서의 추가 비용이 반영되며 한차례 컨센서스가 하향조정되었고 이후 유사한 추정치 유지 중
- GS건설은 건축/주택 매출액이 시장의 예상보다 더 크게 감소했고 수익성 역시 높았던 기대치가 조정받는 과정에서 ROE 추정치 하락
- 해당 종목들은 추가적인 ROE 개선 요인(주택 마진율 전망치 상승 등)이 나타나 Valuation 부담을 줄여야 하며, 이것이 어렵다면 적어도 신규 PJT가 구체화되고 부족한 원전 Capa를 확보하는 등 기대감 자체를 새롭게 올려주는 요소가 필요함

현대건설 26년, 27년 영업이익/OPM/ROE 추정치 변동



자료: Quantiwise, 현대차증권

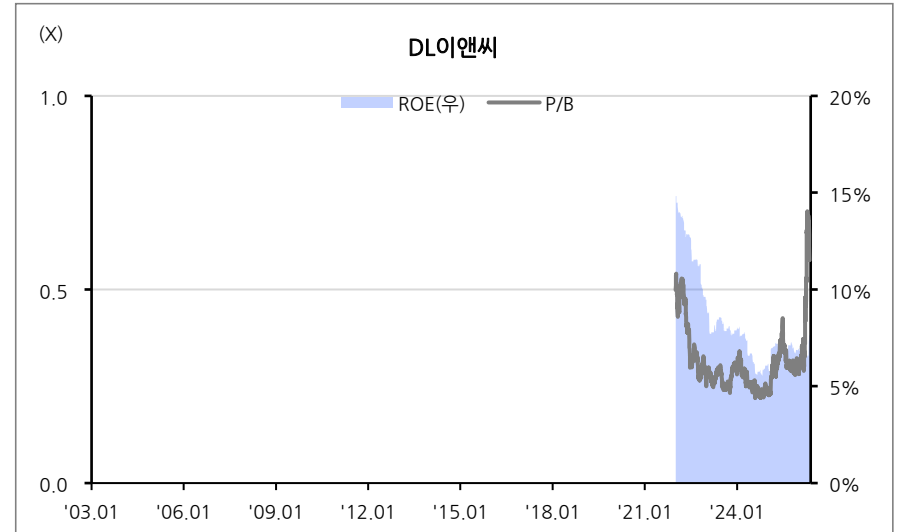
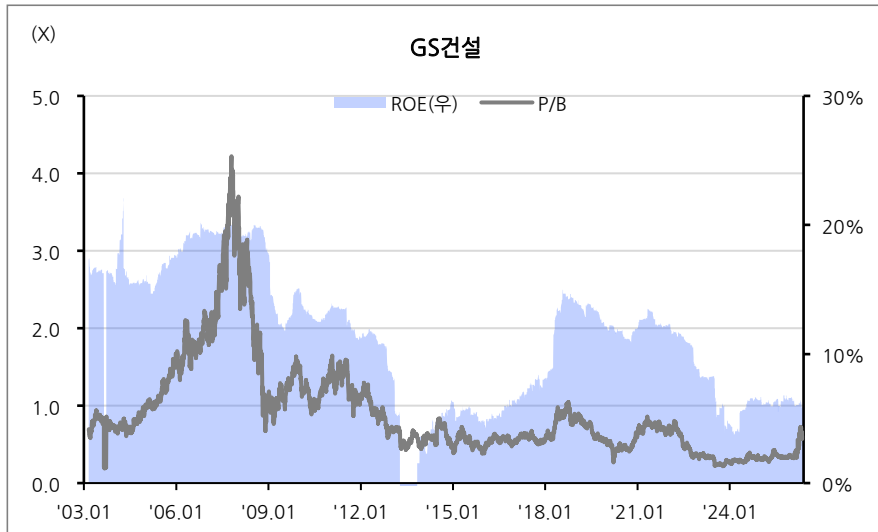
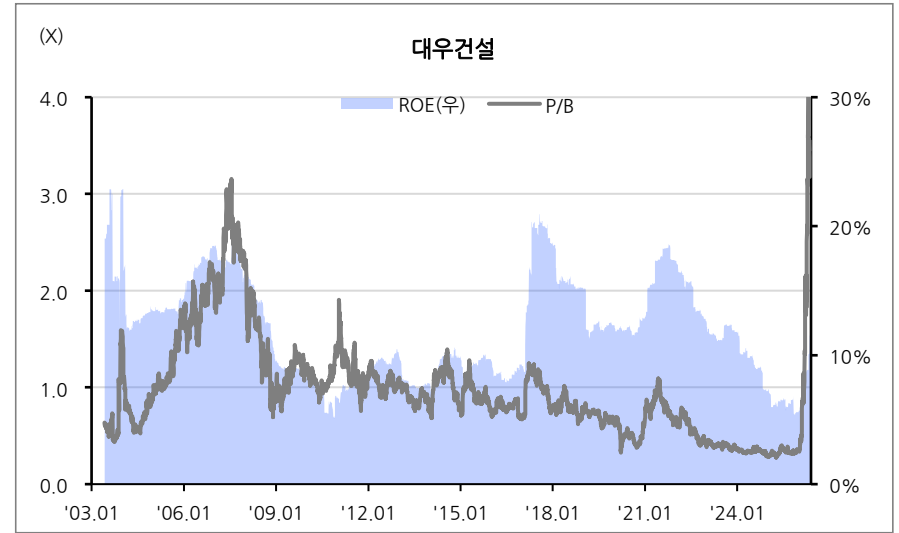
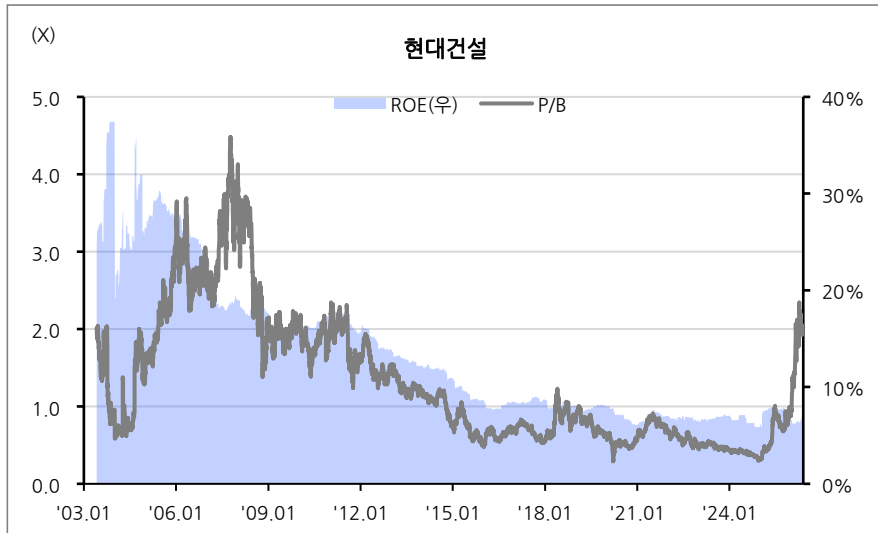
GS건설 26년, 27년 영업이익/OPM/ROE 추정치 변동



자료: Quantiwise, 현대차증권



12m Fwd. P/B 및 ROE 추이(원전 관련 주요 종목)



자료: Quantiwise, 현대차증권

자료: Quantiwise, 현대차증권



II. 최근 이슈 점검



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

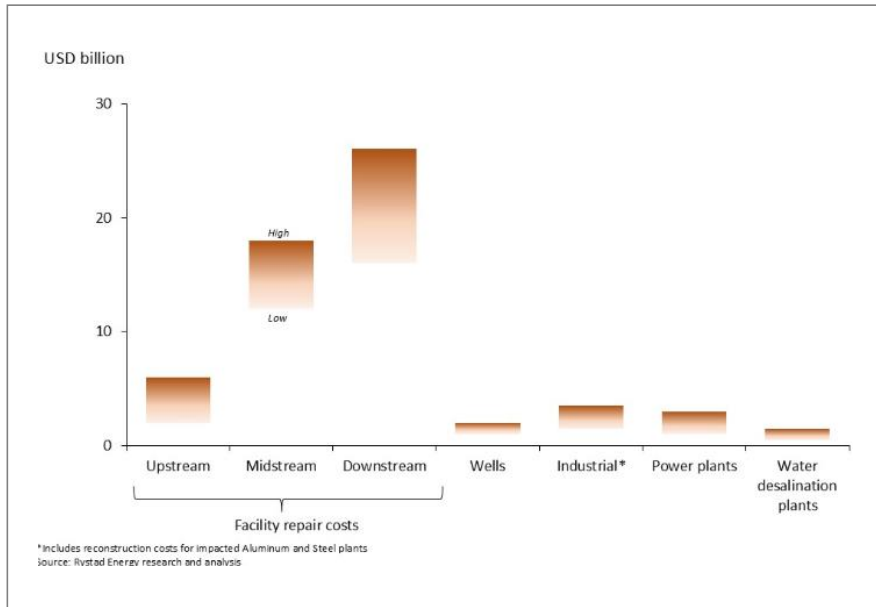


GLOBALITY

기대 이상의 재건 발주가 이루어질 중동 시장

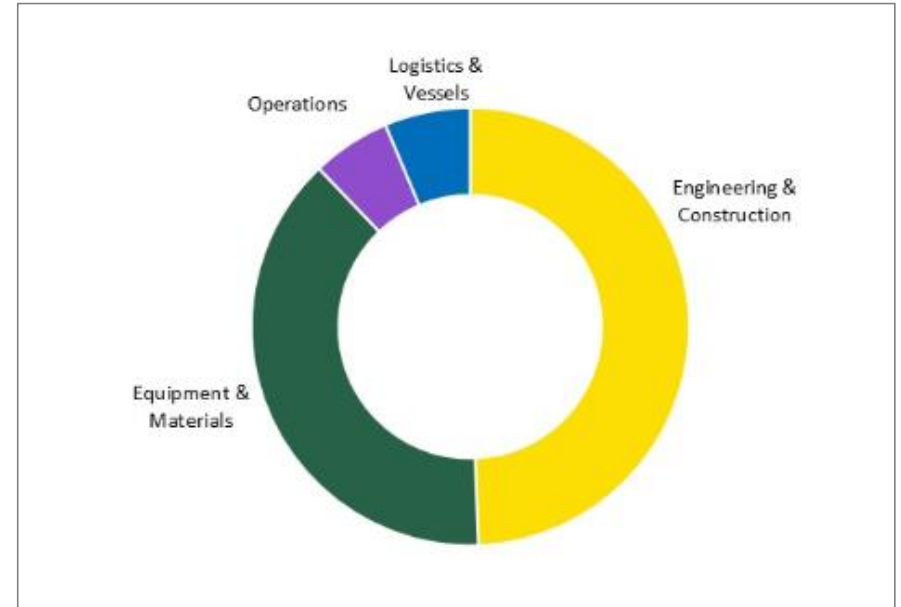
- 노르웨이 에너지 컨설팅 기업 Rystad Energy에 따르면, 미국-이란 전쟁으로 인해 발생한 에너지 시설 복구 비용은 4월 중순 기준으로 최소 340억달러(약 49.3조원)에서 최대 580억달러(약 84.1조원)에 이를 것으로 추정됨(이 중 석유 및 가스 관련 비용만 최대 500억달러)
- 기자재 비용, 운반비 등을 제외한 EPC 비용이 차지하는 비중은 약 50%에 달할 전망
- 즉, 중동 에너지 시설 복구 비용 중 건설사 몫(EPC)은 최소 24.7조원에서 최대 42.1조원(석유 및 가스 관련은 최대 36.3조원)까지 가능할 전망

중동 전쟁에 따른 에너지 시설 복구 비용 추정치(4월 중순 기준)



자료: Rystad Energy, 현대차증권

에너지 시설 수리비용 구성(EPC 비용이 약 50% 차지)



자료: Rystad Energy, 현대차증권



언론에 공개된 중동 주요 화공시설 피해 상황

| 국가 | 시설명 | 시설유형 | 피해내용 |
|---------|----------------------------------|------------------|--|
| 카타르 | Ras Laffan LNG Terminal | Gas | 3월 초 미사일 공격. 3/24 불가항력 선언. 4/9 제한적 유지보수 허용했으나 Train #4, #6 재가동에는 3~5년 소요 예상 |
| 쿠웨이트 | Mina Al-Ahmadi Refinery | Oil | 3월 초 미사일/드론 공격. 생산량 감축 |
| | Mina Abdullah Refinery | Oil | 3월 중순 드론 공격. 생산량 감축 |
| 바레인 | Al Ma'ameer Refinery | Oil | 3월 초 드론 공격, 3/9 불가항력 선언 (BAPCO 정유 공장) |
| | Gulf Petrochemical Industries Co | Oil | 4월 초 드론 공격, 복구 완료 |
| 사우디아라비아 | Ras Tanura Refinery | Oil | 3월 초 드론 공격, 경미한 피해로 일시 가동중단 3/18 가동재개 |
| | Satorp Refinery(Jubail) | Oil | 4월 초 공격, 3개 장비에 대하여 예방차원에서 가동 중단 4/14 재가동 |
| | Samref Refinery(Yanbu) | Oil | 3월 중순 공격, 잔해 피해 작업량 감소 |
| | Ju'aymah LPG | Gas | 4월 중 공격, 세부사항 미공개 |
| | East-West Pipeline | Oil Pipeline | 4월 초 드론 공격, 유량이 약 70만배럴/d 감소 |
| UAE | Habshan Gas Complex | Gas | 3월 부터 3번 공격 받음, 일시 운영 중단 |
| | Bab Oilfield | Oil | 3월 중순 미사일 잔해로 인한 피해 |
| | Ruwais Refinery | Oil | 3월 초 드론 공격, Ruwais Refinery1 설비 가동률 10-20% 감축, Ruwais Refinery2 원료 증류장치 가동중단 |
| | Fujairah Oil Terminal | Oil | 3월 초 낙하물로 인한 피해, 저장 터미널과 선석 운영 중단 이후 재개, 이후 추가 드론 공격으로 원유 저장탱크 손상, 심한 피해 |
| | Mussafah Fuel Terminal | Storage terminal | 3월 초 드론 공격. 즉각 조치해 운영에는 영향 없음 |
| 이라크 | Lanaz Refinery(Erbil) | Oil | 3월 중순 드론 공격, 화재발생 가동 중단 |
| | Majnoon Oilfield | Oil | 3월 중 드론 공격, 세부사항 미공개 |
| 이란 | South Pars Gas Field | Gas | 3월 중순 공격, 위성 사진 상 광범위한 피해 있었을 것으로 추정(3,4,5,6번 정유 시설 내 여러 구조물) |
| | Khorramshahr energy facilities | Gas | 3월 말 공격, 피해 경미 |
| | Shahran Oil Depot | Storage terminal | 3월 초 공격, 화재 피해 |
| | Isfahan Gas | Gas | 3월 말 공격 |

자료: 언론보도, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

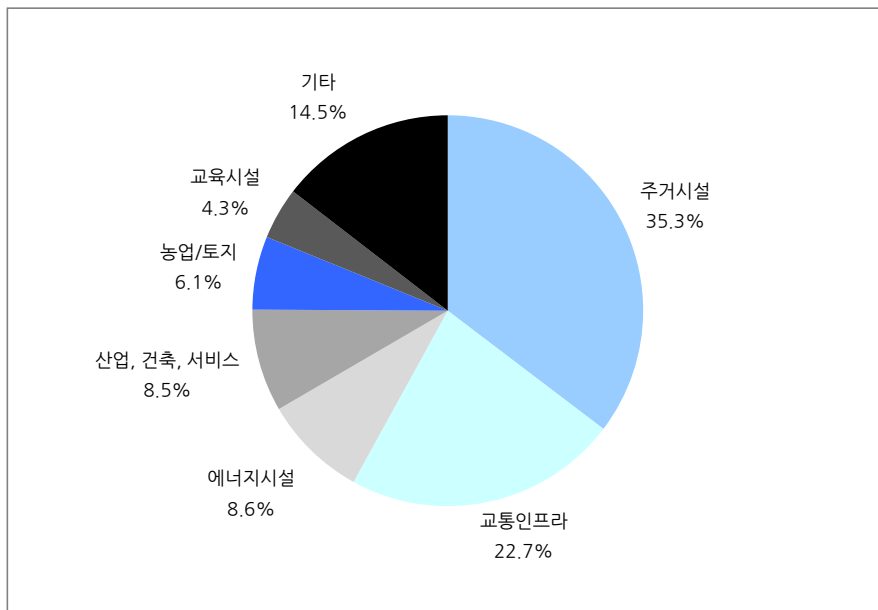


GLOBALITY

이번 전쟁은 러-우 전쟁과는 다르다

- 2022년 발발한 러시아-우크라이나 전쟁과 지금의 미국-이란 전쟁은 공격의 주 타겟이 되는 시설이 다르다는 점에서 차이를 보임
- 러우 전쟁은 각국의 영토 점유가 주된 목적이었기 때문에 전면전, 소모전의 양상을 띠. 따라서 파괴되는 시설 역시 주택, 건물, 도로 등이었음
- 개전 후 24년 11월까지 집계된 바에 따르면 총 파괴 시설 중 주거 및 인프라가 58.0%(985억달러), 에너지시설은 8.6%(146억달러)에 불과함
- 반면 이란전쟁은 드론과 미사일을 활용해 핵심 에너지 시설만을 국지적으로 공격하는 성격이 강함. 주로 공격받은 시설은 석유/가스 관련임
- 아직 개전 후 3개월밖에 지나지 않아 구체적 피해 상황이 집계되지는 않았으나 앞서 언급한대로 에너지시설 복구에만 340억~580억달러 소요 전망
- 국제에너지기구(IEA)는 이번 전쟁으로 인해 약 80여개의 에너지 시설이 피격되었고, 그 중 1/3이 심각한 수준의 피해를 입었다고 발표함(4월 중순)

러우전쟁 당시 파괴된 시설 구성비(24년 11월 기준)



자료: Kyiv School of Economics, 현대차증권

불가항력 선언한 Bapco Al Ma'ameer Refinery (삼성E&A 시공)



자료: Wall Street Journal, 현대차증권



더욱 빠른 수주 및 착공 일정을 기대할 수 있을 것

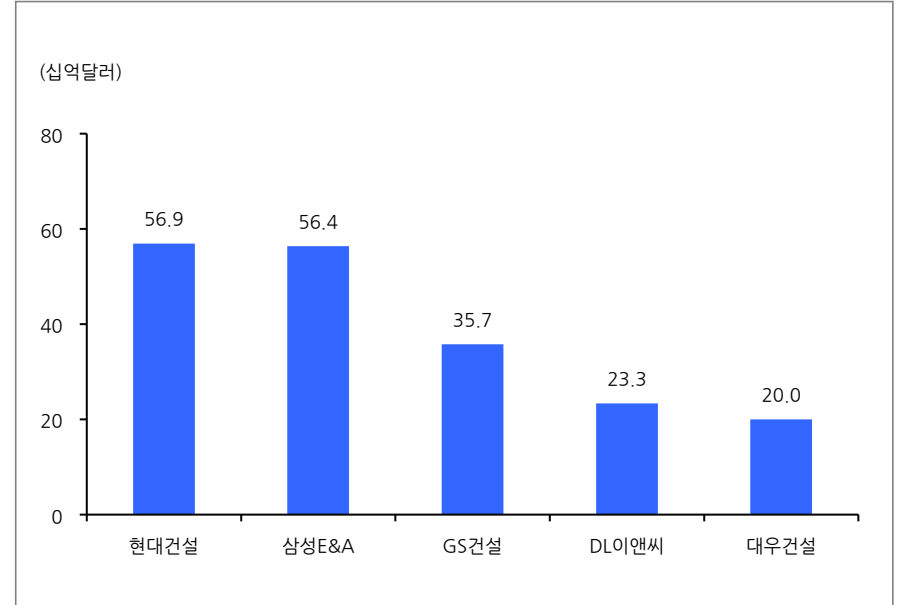
- 일반적인 건축물, 토목시설의 경우 국가가 복구를 주도하기 때문에 금전적/군사적 지원이 선행된 국가의 건설사에게 주로 발주를 하는 경향이 짙음
- 또한 재건 수요를 두고 글로벌 경쟁사들과의 경쟁 불가피. 선제적으로 MOU를 체결하는 등의 노력이 필요해 수주까지 소요되는 시간이 길어짐
- 반면 중동 에너지 플랜트는 빠른 가동재개가 최우선이므로 자연스럽게 해당 플랜트를 건설한 EPC사를 찾음. 해당 업체의 Capa가 부족할 경우 빠른 시일 내에 타 플레이어를 찾아 높은 마진율을 제시하며 복구 요청. 즉, 정치적 관계보다는 자본시장 논리에 따라 컨트랙터가 결정되는 구조임
- 국내 건설사는 중동에서 다수의 에너지 플랜트를 건설한 경험이 있고, 일부 건설사의 경우 과거 수행했던 시설이 파괴된 사례도 있는 것으로 확인
- 타사가 Capa 부족을 이유로 거절한 복구 공사가 국내사로 요청이 온 케이스도 있는 것으로 보아 해당 모멘텀은 실현가능성이 매우 높다고 판단함

현대건설: 보리스필공항 확장, 송변전 재건 등을 위한 MOU 체결



자료: 언론보도, 현대차증권

2000년 ~2025년 국내 주요 건설사 중동 플랜트 수주 이력



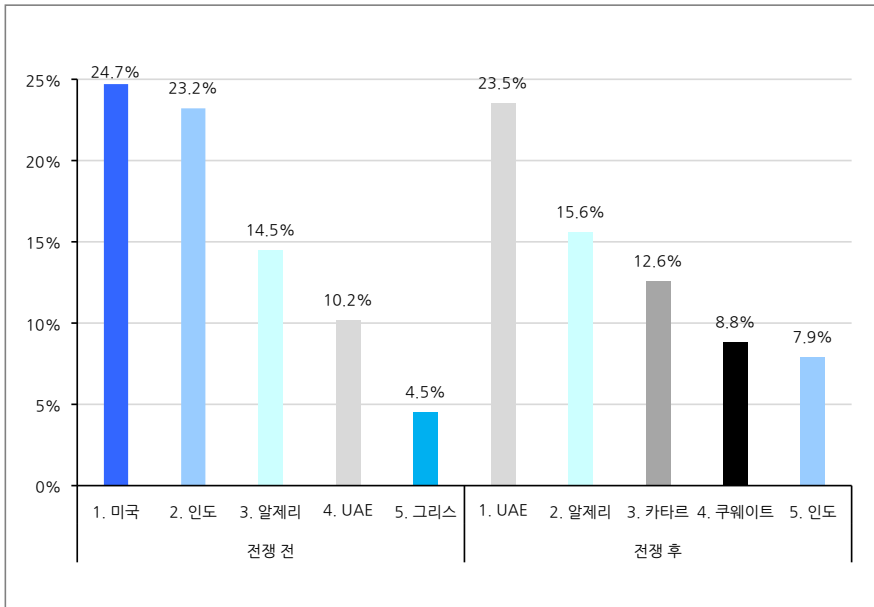
자료: 해외건설협회, 현대차증권



국내 주택부문 원가 리스크는 제한적

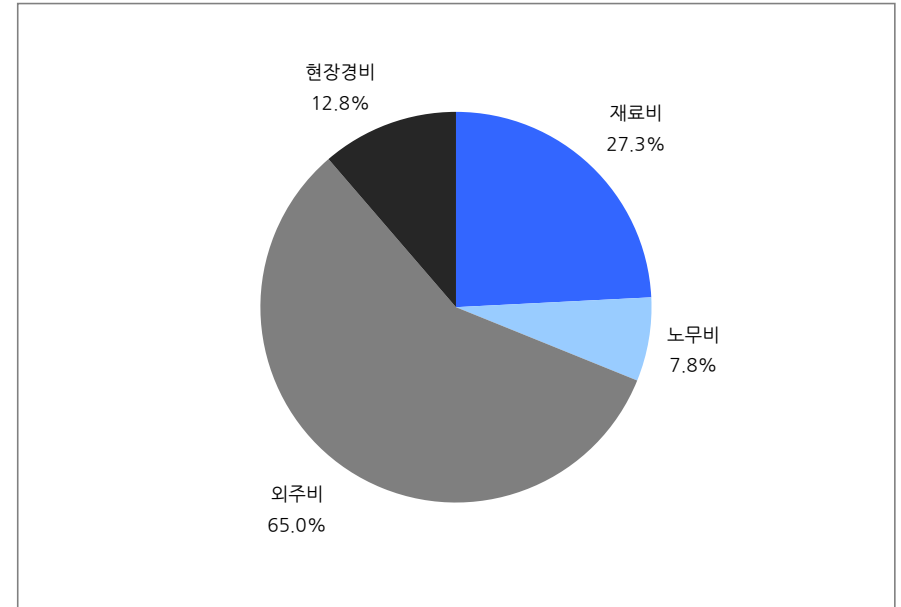
- 전쟁으로 인해 나프타 공급이 제한되며 이를 원료로 하는 콘크리트 혼화제, 단열재, 도료, 아스콘 등 가격 상승 및 조달 리스크 부각
- 4월 13일, 수도권 레미콘 가격 인상 결정(기존 가격 95,500원/m³ → 신규 가격 99,600원/m³). 인상폭 +4,100원(+4.3%)
- 자재가격이 단기적으로는 다소 상승할 수 있겠으나 인건비의 급등이 수반되지 않는 한 재료비만으로 건설사 원가율이 크게 상승할 가능성 낮음 (2024년 기준 건축부문 공사원가 내 재료비 비중 약 27.3%)
- 또한 공급이 막힌 중동 대신 북미 등에서 나프타를 확보하는 등 공급선 다변화. 5월 나프타 수급 물량은 기존 대비 90% 수준까지 회복될 전망
- 장기화될 경우 소폭 원가율 상승은 불가피하며, 업체들은 최소 0.5%p~최대 2.0%p 수준의 원가율 상승을 예상하고 있음. 전망치에 큰 영향 없음

이란전쟁 전후 국내 나프타 수입국가 비중 변화



자료: 산업통상부, 현대차증권

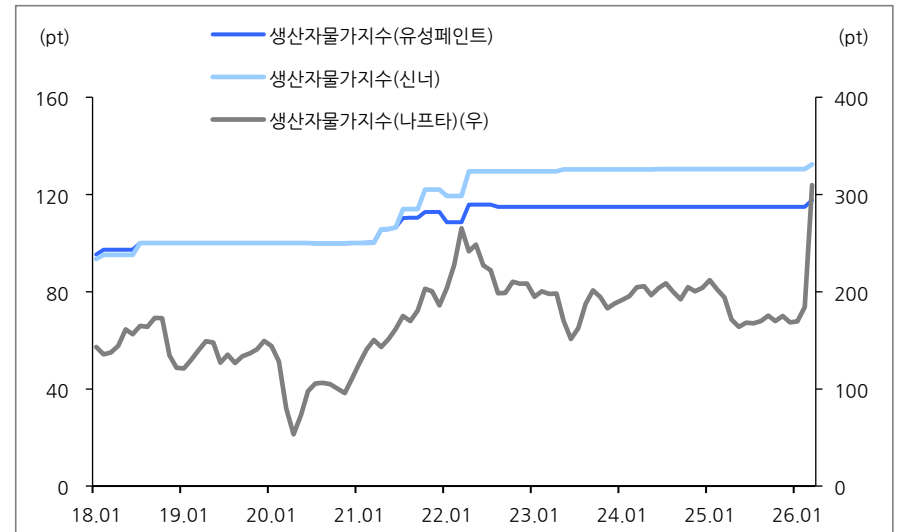
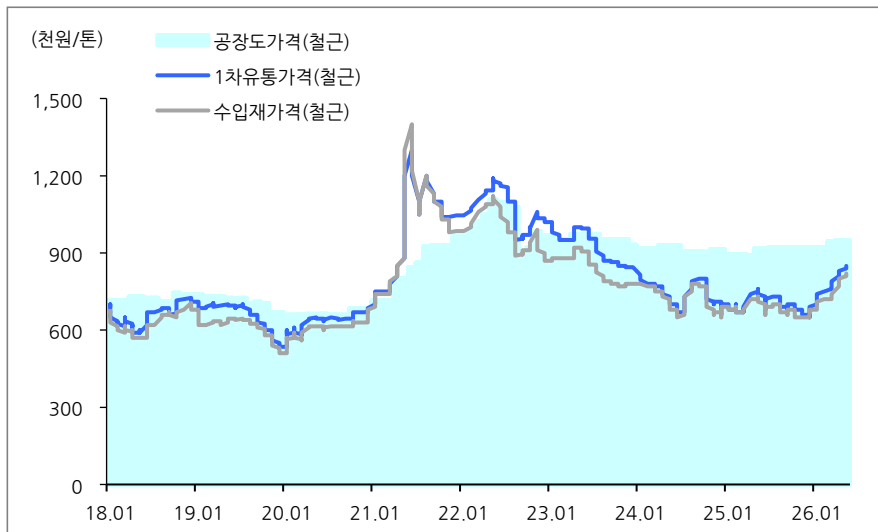
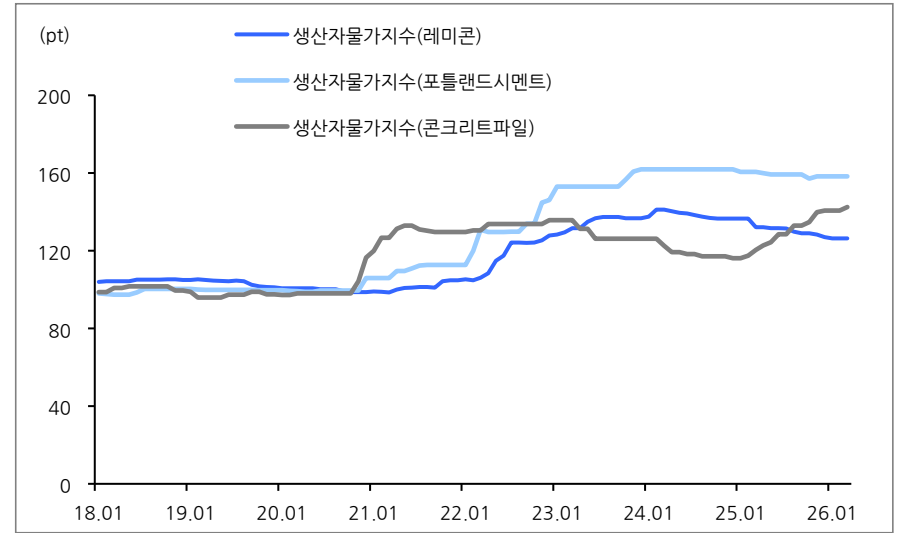
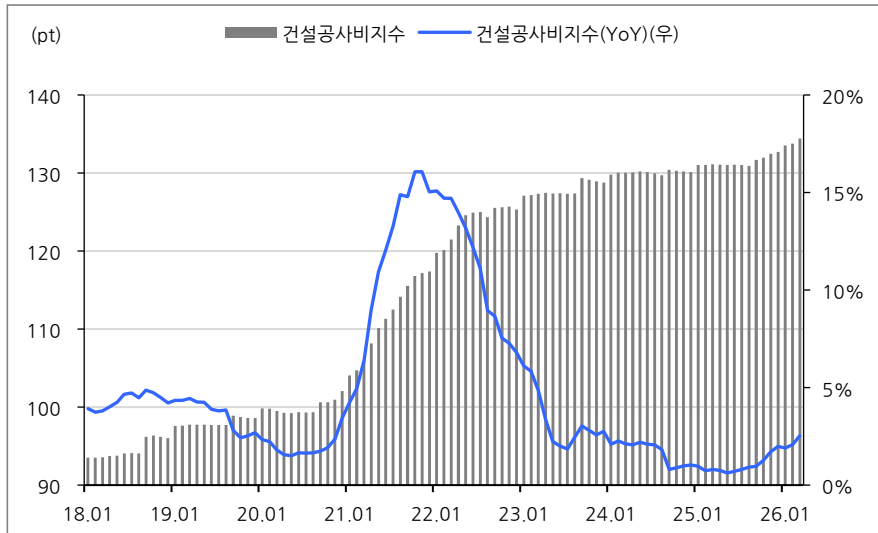
건축부문 완성공사원가 구성비(2024년 평균)



자료: 대한건설협회, 현대차증권



주요 건축자재 가격 추이



자료: 통계청, SteelDaily, 현대차증권

자료: 통계청, 현대차증권



책임준공 미이행 리스크 제한적(1/2)

- 전쟁으로 인해 총예정원가가 상향될 가능성은 낮게 보고 있지만, 장기화 시 자재 조달 차질의 영향이 본격화되며 공사 지연은 부분적으로 발생 가능
- 만일 공기 지연이 시공사의 책임준공 미이행으로 간주될 시 책임준공확약이 발동, 시공사가 시행사의 채무를 인수하게 될 것이라는 우려 존재
- 그러나 25년 5월 말 시행된 ‘책임준공확약 PF대출 관련 업무처리 모범규준’에 따르면 전쟁은 불가항력적인 공사 지연 사유로 인정됨을 알 수 있음
- 또한 26년 4월, 정부는 이번 전쟁을 모범규준 제4조 1항에 해당하는 불가항력적 사유로 인정하는 유권해석을 내림
- 더불어 통상적으로 시공사와 시행사간 계약서 상에도 불가항력 요소에 대한 방어 조항이 별도로 존재하므로 공기지연에 따른 패널티를 부여받을 가능성 또한 낮다고 볼 수 있음

책임준공확약 PF대출 관련 업무처리 모범규준

제3조(적용 범위) 이 모범규준은 금융회사에 대하여 시공사가 책임준공 의무를 부담하는 책임준공확약 PF 대출계약에 적용된다.

제4조(책임준공 연장사유) 금융회사는 다음 각 호의 사유로 인해 시공사의 책임이 아님에도 공사수행이 지연되는 경우 책임준공 기한 연장이 가능하도록 PF 대출계약에 명시하여야 한다. 한편, 문화재·오염토 발견과 관련하여서는 사전에 계약 당사자간 합의를 통해 연장 여부 및 기간을 별도로 정하고, 그 합의된 내용을 PF 대출계약에 명시하여야 한다.

1. 정부의 유권해석이 발표된 전쟁·사변 원지재 수급불균형 전염병·근로시간 단축 등 법령의 제·개정 등(이하 '전쟁·사변 등')
2. 기상청의 확인이 가능한 태풍·홍수·폭염·한파(이하 '기상이변')
3. 특별재난지역이 발령된 지진(이하 '지진')

제5조(책임준공 연장기간) 제4조 제1호에서 제3호에 따른 연장사유별 연장기간은 아래 각 호에 따라 산정하되, 각 연장사유 별 연장기간을 합산한 총 연장기간은 최대 90일로 한다. 다만, 당사자간 합의가 있을 경우 총 연장기간은 90일을 초과할 수 있다.

1. 전쟁·사변 등의 경우 유권해석에서 연장기간을 명시한 경우 유권해석을 따르되, 별도로 정하지 않을 경우 기준 기간(30일)을 계약서에 명시하고 당사자간 합의를 통해 실제 연장기간을 결정한다. 단, 당사자간 합의가 이루어지지 않을 경우에는 기준 기간(30일) 만큼 연장한다.
2. 기상이변의 경우 예상 공사 중단일수(예 : 20일)를 계약서에 명시하고, 기상이변으로 실제 공사가 중단된 기간이 예상 공사 중단일수를 초과하는 기간만큼 연장한다.
3. 지진의 경우 지진으로 인해 실제 공사가 중단된 기간만큼 연장한다.

제6조(채무인수비용) 금융회사는 책임준공 기한 경과 일수에 따라 시공사의 채무인수비용을 선형적으로 차등화하는 한편, PF 사업의 자본비율 수준을 고려하여 아래의 각 호에 따라 시공사의 채무인수비용을 다르게 적용한다.

1. PF 사업의 자본비율이 20%미만인 경우 경과일수×1/90로 산정한다. 단, 당사자간 합의를 통해 경과일수×1/90 미만으로 할 수 있다.
2. PF 사업의 자본비율이 20%이상 40%미만인 경우 경과일수×1/90보다 완화된 비율을 적용하며 세부 비율은 계약 당사자간 합의에 결정하며, 이 경우에도 채무인수 기간(90일) 만료 시 시공사의 채무인수비용은 100%가 되어야 한다. 다만, 당사자간 합의가 있을 경우 채무인수 기간은 90일을 초과할 수 있다.
3. PF 사업의 자본비율이 40%이상인 경우 금융회사는 시공사의 채무인수를 면제한다. 단, 시공사의 결정으로 면제하지 않기로 한 경우에는 면제하지 않을 수 있다.

제7조(PF 사업의 자본비율 산출) 제6조에 따른 PF 사업의 자본비율은 PF 대출계약 시점에 아래 각호에 따라 산출한다.

1. PF 사업의 자본비율은 준공 관련 사업비 대비 PF투입 자본의 비율로 산출한다.
2. 제1호의 사업비는 [별첨]을 참고하여 산출한 필수사업비를 포함한 총 사업비로 산출한다.
3. 제1호의 PF투입 자본은 원칙적으로 PF대출 계약시점에 PF사업을 위해 투입한 자금으로 한다.

자료: 금융투자협회 법규정보시스템, 현대차증권



책임준공 미이행 리스크 제한적(2/2)

- 부칙에 따르면 해당 모범규준의 적용 대상은 시행일(2025.05.30) 이후 체결된 PF대출로 국한되어 있음
- 반면 마감공사의 경우 착공으로부터 약 2~3년 후 준공을 앞두고 이루어지기 때문에 나프타 수급 불안정의 영향을 가장 크게 받는 현장은 23년 전후로 착공한 현장임. 이들은 시행일 이전에 PF대출계약이 체결되었으므로 모범규준의 적용범위에서 벗어나 있음
- 그러나 해당 현장은 이미 대부분 공사가 진행된 상태이며 무엇보다 23년 전국 착공물량은 역사상 최저치를 기록했기 때문에 영향을 받는 현장은 우려와 달리 많지 않을 것이라고 판단됨

책임준공확약 PF대출 관련 업무처리 모범규준(부칙)

부칙 <2025. 5. 29.>

제1조(시행일)

이 모범규준은 2025년 5월 30일부터 시행한다.

제2조(PF 대출계약에 관한 적용례)

이 모범규준은 시행일 이후 체결되는 PF 대출계약부터 적용한다.

제3조(조치사항)

금융회사는 이 규준에서 정한 바를 준수하기 위해 필요한 세부사항을 관련 내규의 제·개정을 통해 반영해야 한다.

자료: 금융투자협회 법규정보시스템, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

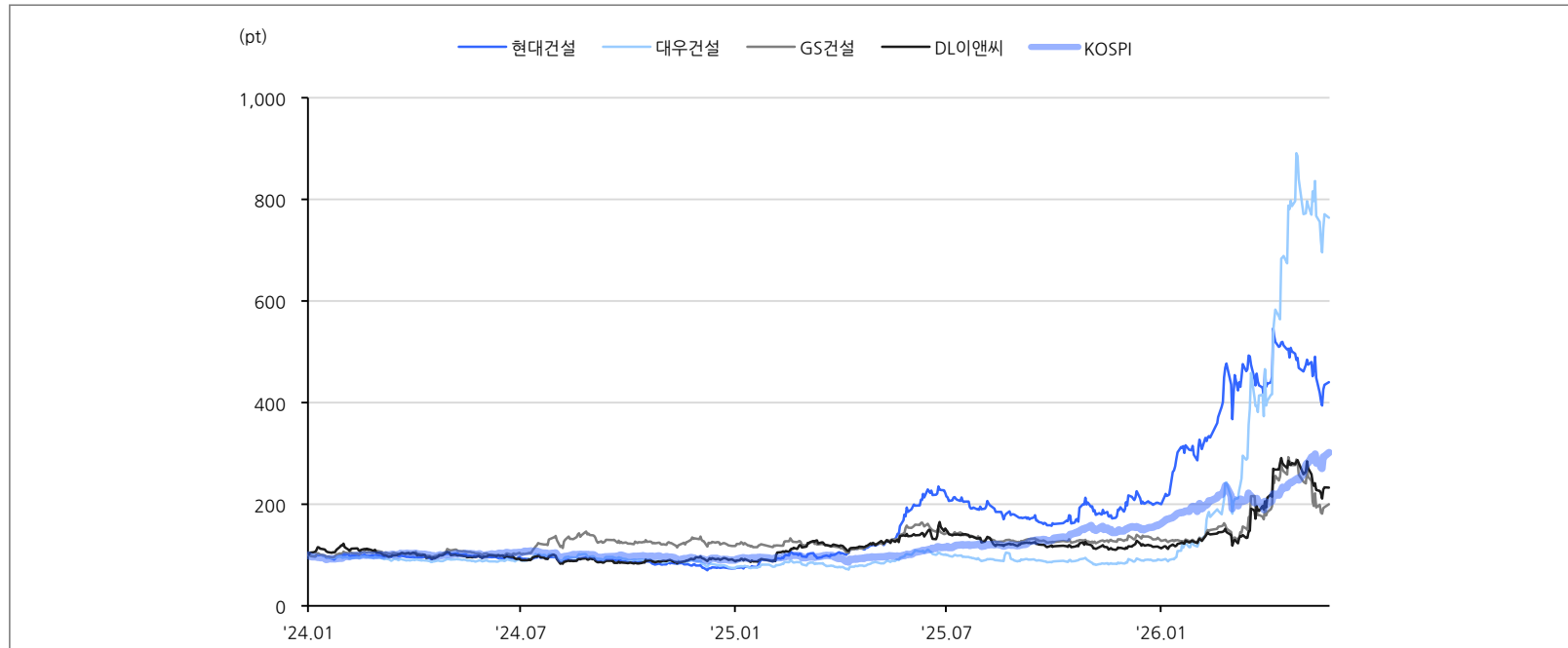


GLOBALITY

아직도 원전에 목매는 이유

- 25년은 현대건설의 독주였으며, 26년 초 대우건설을 시작으로 뒤이어 비주관사 참여가 기대되는 GS건설과 DL이앤씨까지 높은 상승률을 기록함
- 24년 초 대비 상승률: 대우건설 +663.8%, 현대건설 +339.9%, DL이앤씨 +132.3%, GS건설 +99.9%
- 1.5년간 원전을 재료로 주가가 크게 상승했음에도 불구하고 아직 시장에서 원전 관련 건설주에 기대를 걸고 있는 것은 확인할 것이 남았기 때문
- 실적 가시화 시점이 다소 멀고 새로운 뉴스가 부재함에 따라 한동안 차익실현이 지속될 수 있으나 실제 착공 여부, 추가 수주 소식을 확인하게 되면 건조한 원전사업 펀더멘털은 재조명받을 수 있을 것으로 전망함

원전 관련 건설주 상대주가 추이



자료: Quantwise, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

현대건설: 압도적인 파이프라인의 첫 단추

- 현 시점에서 가시화 단계에 다다른 3가지 파이프라인:
 - 1) Holtec Palisades SMR, 2) Fermi Matador 대형원전, 3) Westinghouse 불가리아 코즐로듀이 대형원전
- Holtec SMR은 빠르면 2Q26 EPC 본계약 체결 후 착공에 돌입할 계획. LWA*는 올해 초 신청 완료했으며 승인에 앞서 비안전계통 공사 가능
- 해당 프로젝트는 현재 국내 건설사들이 기대하고 있는 다수의 파이프라인 중 첫 번째 착공 사례가 될 가능성이 높아 기대감의 실현가능성을 증명할 수 있다는 점에서 주가에 긍정적 요인으로 작용 가능
- 이후 3Q26 Fermi Matador 대형원전 EPC 계약, (빠르면)4Q26 불가리아 코즐로듀이 대형원전 EPC 계약 등 올해 확인할 이벤트 여전히 존재

현대건설 주요 원전 프로젝트 진행상황

| 2026년 | 2027년 | 2028년 | 2029년 | Etc |
|---|--|---|---|--|
| 미국 / Fermi Matador Project Westinghouse 대형원전 최대 4기 | 슬로베니아 크르슈코 #2 Westinghouse 대형원전 1기 예상 | 핀란드 대형원전 Westinghouse 대형원전 1~2기 예상 | 스웨덴 대형원전 Westinghouse 대형원전 2기 예상 | 슬로바키아 대형원전 미정 대형원전 1기 예상 |
| 불가리아 코즐로듀이 #7, #8 Westinghouse 대형원전 2기 | | | | 네덜란드 대형원전 미정 대형원전 2기 예상 |
| 미국 / Holtec Palisades SMR Holtec 300MW 2기 | | 미국 / Holtec Oyster Creek SMR Holtec 160MW 4기 | 영국 Cottam SMR Holtec 300MW 3기 예상 | UAE 대형원전 미정 대형원전 2~4기 예상 |
| 사우디아라비아 대형원전 Team Korea 대형원전 2기 | 루마니아 체르나보다 #3, #4 Team Korea 대형원전 2기 | 튀르키예 대형원전 Team Korea 대형원전 8기 | | 남아프리카공화국 대형원전 미정 대형원전 2기 예상 |
| 베트남 닌투언 #2 Team Korea 대형원전 2기 | | | | 우크라이나 대형원전 미정 대형원전 2기 예상 |

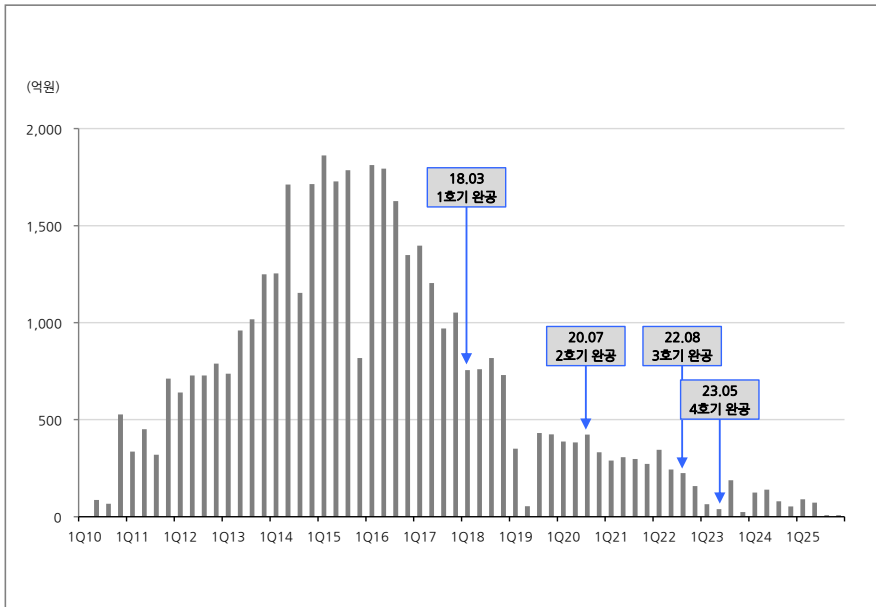
자료: 현대건설, 현대차증권



기대 매출액 추정을 위한 기본 가정

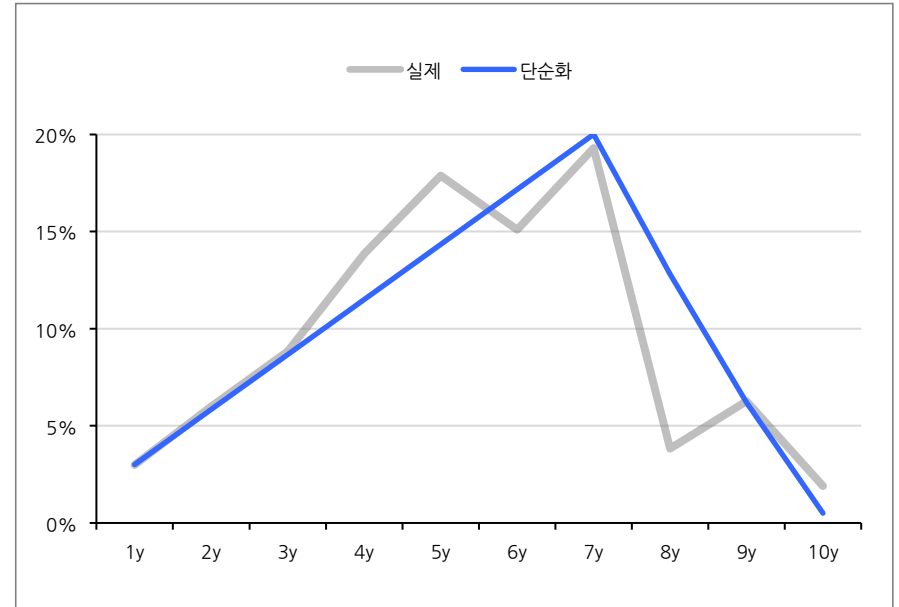
- 대형원전으로부터 인식될 매출액 타임라인 가정을 위해 국내 유일의 팀코리아 원전 수출 케이스인 UAE 바라카 원전 공정 진행률을 차용
- 당시 실제 진행률은 연차별 등락이 존재했으나 패턴의 단순화를 위해 7년차까지 연간 진행률 가속, 8년차 이후로 연간 진행률 둔화를 가정함
- 추가 작업 및 설계변경 등으로 인해 최종 준공까지의 소요기간이 기존 목표였던 10년(20년 4월 말 준공)에서 16년 2개월로 연장되었음
- 그러나 10년간 누적 진행률이 96%로 100%에 육박했기에 10년간의 패턴을 전체 공정(0~100%)에 적용하는 데에는 무리가 없다고 판단함

현대건설 UAE 바라카 원전 인식 매출액 추이



자료: 현대건설, 현대차증권

UAE 바라카 원전 10년간 연차별 공정률을 단순화한 가정



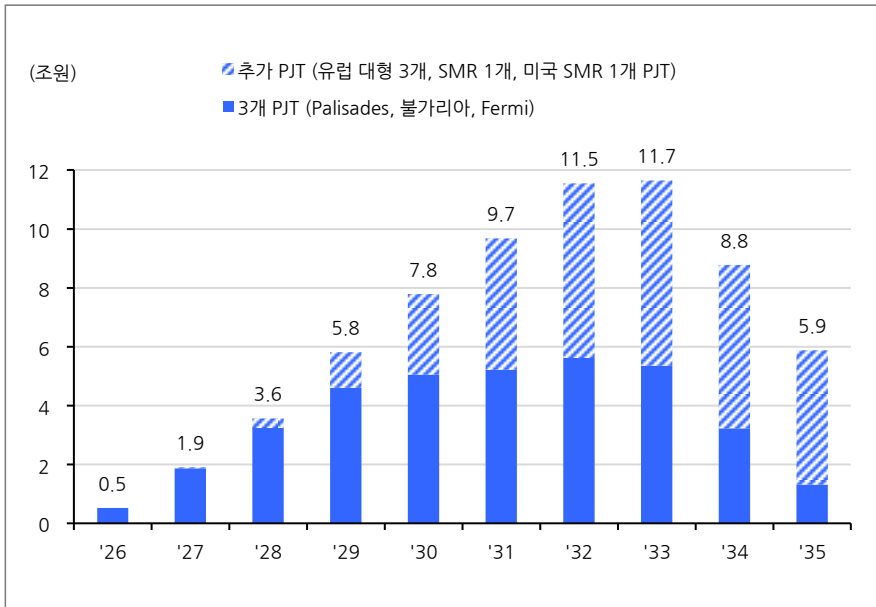
자료: Dart, 현대차증권



실제 숫자로 증명될 현대건설의 원전 파이프라인

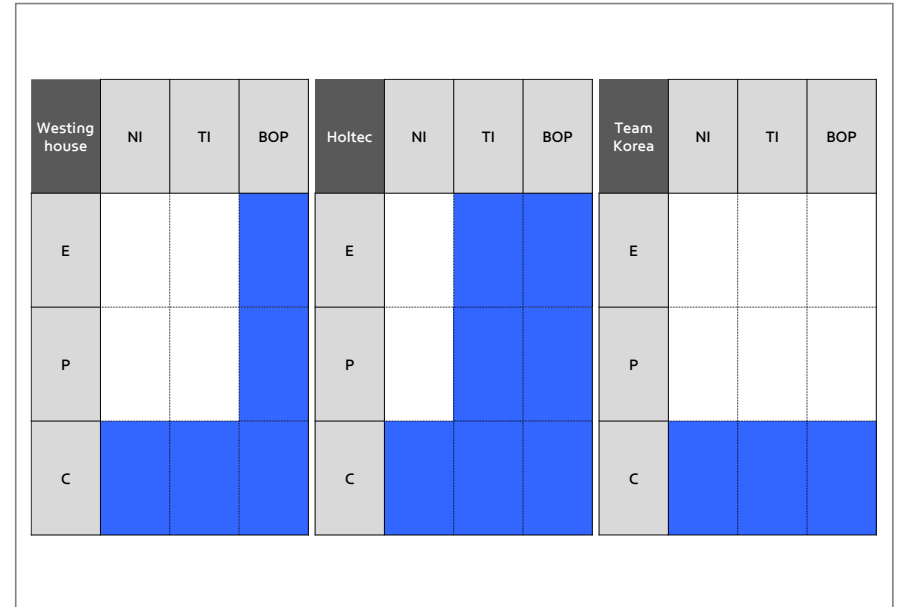
- 현대건설은 원전, 송변전, 신재생e 등 에너지 사업부문의 2030년 목표 매출액을 약 5.3조원으로 설정한 바 있음(25년 초 CEO Investor Day)
- 그러나 당시에 비해 파이프라인이 확장되었기에 해당 목표 초과달성 가능성은 높다고 판단. 전체 파이프라인 중 8개 PJT 수주를 가정할 경우 2030년 원전 매출액은 약 7.8조원, 2032년 10조원을 초과할 것으로 전망됨(당사 추정)
- 또한 올해 EPC 계약 및 착공이 예상되는 안건은 총 3개 PJT(Holtec Palisades SMR, 불가리아 대형원전, Fermi Matador 대형원전)이며 해당 PJT만 가정할 시에도 2030년 5조원, 2032년 5.6조원이 도출됨(당사 추정)

현대건설 향후 원전 매출액 추정치(당사 추정, Case별)



주: 현 시점에서 가시화된 3개 PJT와 그 외 파이프라인 중 먼저 가시화 예상되는 5개 PJT 구분하여 추정
 자료: 현대건설, 현대차증권

현대건설 원전 PJT 참여 범위 비교



자료: 현대건설, 현대차증권

대우건설: 한수원에게 꼭 필요한 Key Player

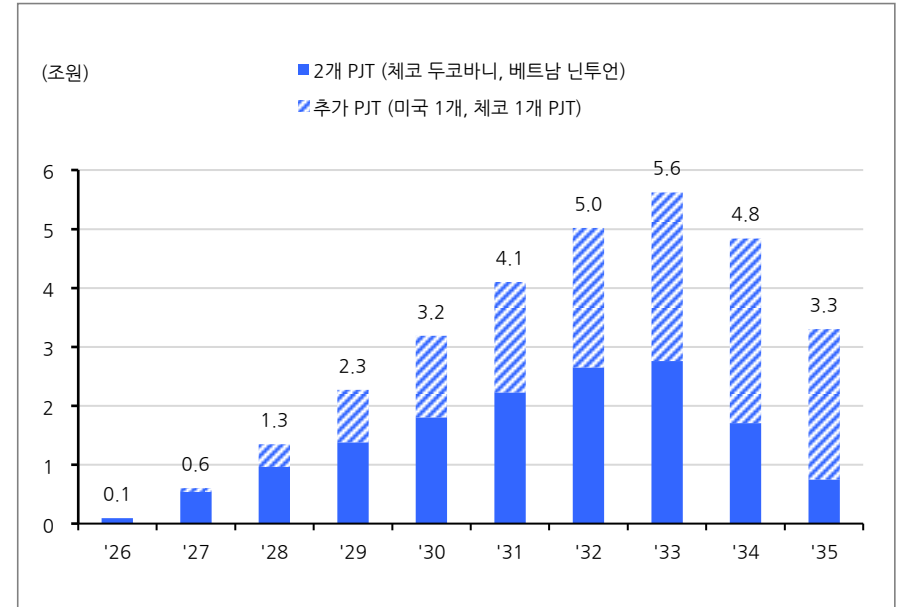
- 대우건설은 현대건설 다음으로 국내 원전 시공 시 주관사 역할을 많이 수행함. 이를 바탕으로 팀코리아 참여 기대감 높아지며 주가 상승 시현
- 국내 원전 주설비공사 입찰공고 시 공동수급체(컨소시엄) 대표사가 되기 위해서는 일정 기간 내 준공이력을 보유했거나 시공비율 51% 이상 60% 이내를 담당할 수 있어야 함. 해당 Capa를 보유함과 동시에 주관사 경험을 보유한 동사의 희소성은 매우 높은 상황
- 물론 같은 시공사에게 연이어 주관사 역할을 맡기지 않는 경향이 있으나 해외 수출 가속화를 위해서는 한수원의 선택지가 많지 않을 것이라 판단됨
- 시장에서 주로 기대하는 체코 두코바니 원전 및 베트남 닌투언 원전에서는 2033년 2.8조원의 원전 매출액이 기대됨
- 그 외에 미국 및 체코에서 추가 프로젝트를 수주한다고 가정할 경우 2033년 5.6조원의 원전 매출액도 가능할 전망

대우건설 주요 원전 프로젝트 파이프라인

| 2026년 | 2027년 | 2028년 |
|---|--|--|
| 체코 두코바니 #5, #6 Team Korea 대형원전 2기 | 미국 대형원전 Team Korea 규모 미정 | 체코 테슬린 #3, #4 Team Korea 대형원전 2기 |
| 베트남 닌투언 #2 Team Korea 대형원전 2기 | | |

자료: 대우건설, 현대차증권

대우건설 향후 원전 매출액 추정치(당사 추정)



자료: 대우건설, 현대차증권



DL이앤씨: 높은 경쟁력을 보유한 X-Energy와의 SMR 협업

- 동사의 SMR 관련 투자 전략이나 협력 상황은 가시화되기까지 시간이 다소 걸릴 뿐 오히려 일부 업체의 대형원전 기대감을 뛰어넘는 규모임
- 동사가 협력 중인 X-Energy는 Energy Northwest Phase 2(80MW*4기), 영국 Centrica PJT(80MW*12기) 등 5개 추가 PJT를 준비 중
- 미국 회사 중심으로 진행된 첫 2개 PJT에서는 EPC사로 선정되지 못했으나 X-Energy는 지속적으로 동사를 Preferred Builder로 추천하고 있기에 향후 PJT에서 EPC사로 선정될 가능성은 높다고 판단함
- 또한 X-Energy의 CI(Conventional Island) 표준화 설계에 참여 중이며 NI(Nuclear Island) 설계에도 참여할 예정. 장기적으로는 EPC사를 넘어 Licensor의 지위까지 획득할 수 있는 가능성을 보유하고 있어 동사의 SMR 관련 성장성은 타사 대비 큰 상황

DL이앤씨 – X-Energy 주요 파이프라인

| PJT명 | 지역 | 사업주 (주요 Offtaker) | Capa (MWe) | 진행상황 |
|----------------------------|----|--|---------------|--|
| Long Mott Project | 미국 | Dow Chemical (Dow Chemical) | 320 | - 26.11 건설허가 승인 예정(26.05 환경평가 완료. 안전성평가 진행 중) - 27년 착공, 31년 상업운전 목표 |
| Cascade Project Phase 1 | 미국 | Energy Northwest (Amazon) | 320 | - 26년 사전인허가, 26~27년 FEED 착수, 1Q28 건설허가 신청 예정 - 28년 착공, 32년 상업운전 목표 |
| Cascade Project Phase 2 | 미국 | Energy Northwest (Amazon) | 640 | - Amazon: 39년까지 5GW의 원전 배치 목표 |
| Centrica Project | 영국 | SPC(Centrica, EDF, VINCI, DL이앤씨) (Centrica) | 960 | - 26년 중 JV 및 Project SPC(Centrica, EDF, VINCI, DL이앤씨) 설립 - 26년 FEED 착수, ~33년 EPC 완료, 35~37년 상업운전(Ph.1~3) 목표 |
| A Project | 북미 | 미정 | 미정 | - 협상 중 |
| B Project | 북미 | 미정 | 미정 | - 협상 중 |
| C Project | 북미 | 미정 | 미정 | - 협상 중 |

자료: DL이앤씨, 현대차증권



III. 기업분석



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

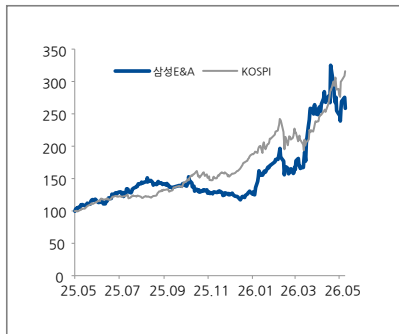


GLOBALITY

| | | | |
|---------------|----------------------|------|------|
| 현재주가 (5/27) | 51,300원 | | |
| 상승여력 | 46.2% | | |
| 시가총액 | 10,055십억원 | | |
| 발행주식수 | 196,000천주 | | |
| 자본금/액면가 | 980십억원/5,000원 | | |
| 52주 최고가/최저가 | 64,400원/21,450원 | | |
| 일평균 거래대금(60일) | 161십억원 | | |
| 외국인지분율 | 39.09% | | |
| 주요주주 | 삼성SDI 외 6인 20.63% | | |
| 주가상승률 | 1M | 3M | 6M |
| 절대주가(%) | -5.5 | 40.9 | 98.8 |
| 상대주가(%p) | -24.1 | 6.9 | -3.7 |

- 사우디 Fadhili PJT, UAE Taziz 메탄올 등 대형 화공 PJT 및 관계사 공사 본격화를 고려하면 매출액은 견조하게 성장세를 이어갈 수 있을 전망. 특히 빠르게 공사가 진행되는 관계사 물량의 경우 단기간 내 매출 기여도 높음
- 안정적인 매출 증가와 동시에 수익성에 대한 신뢰도 역시 높아진 상황. 뉴에너지는 4Q24~3Q25 20%대의 GPM을 기록한 바 있어 외형 확대 이후 새로운 매출 Mix가 정립되는 것을 확인한 뒤 추정치 상향될 가능성 존재
- 한편 2H25 이후 현재까지 삼성전자로부터 P4 1조 6,700억원, P5 1조 3,290억원을 수주함(공시자료 기준). 반도체 사이클이 본격적인 수주로 드러나기 시작한 시점에서 동사의 투자 매력은 충분하다고 판단됨
- 중동에서는 이란전쟁 격화로 인해 이미 수 건의 재건 PJT를 논의 중이고 북미에서의 LNG 액화트레인 진출 역시 초기 단계이지만 계획대로 원활히 진행되고 있음(멕시코 1개 PJT Pre-FEED 진행 중). 에너지 중심 포트폴리오 전환을 꾀하고 있는 동사의 Multiple이 Re-rating 되기에는 현 시점이 가장 적기임
- Target P/B는 기존 2.36x(대규모 손실 이후 중동 수주의 빠른 회복 및 비화공 수주 증가세가 동시에 확인되던 17~18년 평균)에서 2.67x(동 기간 고점 평균)로 상향함. 당시 ROE는 10% 미만으로, 26F~27F 13% 수준이 기대되는 현재 충분히 설명가능한 수준임
- 12m Fwd. BPS 27,966원을 적용해 목표주가를 75,000원으로 +15.4% 상향하며 투자 의견 BUY 유지

요약 실적 및 Valuation



| 구분 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EBITDA (십억원) | EPS (원) | 증감률 (%) | P/E (배) | P/B (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 배당수익률 (%) |
|-------|--------------|---------------|--------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|--------------|
| 2024 | 9,967 | 972 | 757 | 1,041 | 3,862 | 0.4 | 4.3 | 0.8 | 0.2 | 19.6 | 4.0 |
| 2025 | 9,029 | 792 | 617 | 874 | 3,150 | -18.4 | 7.6 | 1.0 | 2.0 | 13.8 | 3.3 |
| 2026F | 10,442 | 896 | 670 | 963 | 3,416 | 8.4 | 16.0 | 2.0 | 3.4 | 13.4 | 2.2 |
| 2027F | 10,791 | 969 | 709 | 1,026 | 3,617 | 5.9 | 15.1 | 1.8 | 2.4 | 12.8 | 2.4 |
| 2028F | 11,033 | 963 | 714 | 1,013 | 3,645 | 0.8 | 15.0 | 1.7 | 1.7 | 11.8 | 2.4 |

삼성E&A(028050): 화공부문 해외수주 파이프라인

| 프로젝트명 | 규모(억달러) | 수주 예상 시기 | 비고 |
|-------------------------------|------------------------|----------|--------------------|
| 중동 수처리 PJT 수의계약 | 약 1조원 | 1H26 | |
| 사우디 SAN-6 암모니아 | 35 | 2H26 | 상품 변경에 따라 금액 변동 가능 |
| 멕시코 Pacifico Mexinol 블루메탄올 | 20 | 2H26 | 수의계약 |
| UAE Falcon PLA | 미정 | 2H26 | 동사 FEED 수행 중 |
| 카타르 Urea | 25 | 2H26 | |
| 카타르 Khafji 가스 PKG #1, #2 | 20 | 2H26 | |
| 인도네시아 Abadi INPEX Onshore LNG | 미정 | 2027년 | 동사 FEED 수행 중 |
| 가스/LNG PJT 소계 | 55 | | |
| 석유화학 PJT 소계 | 120 | | |
| 청정에너지/수처리 PJT 소계 | 93 | | |
| 합계 | 268 (총 16건) | | |

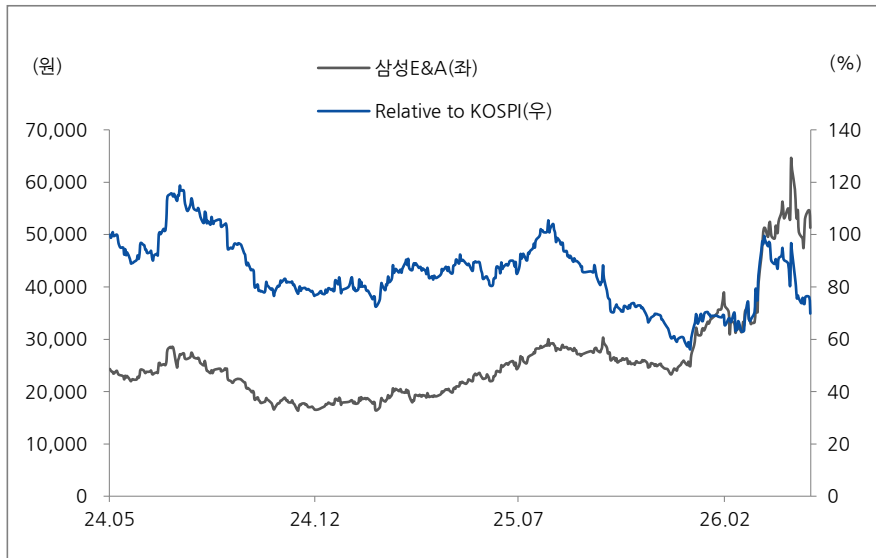


삼성E&A(028050): Valuation 및 주요 차트

목표주가 산정 내역

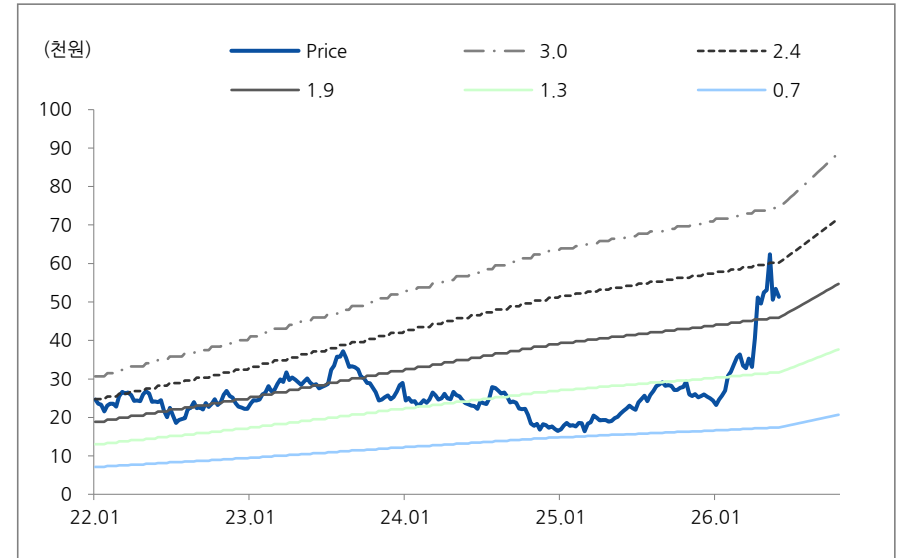
| 항목 | 내용 | 비고 |
|-----------------|---------------|---------------------------|
| Target BPS (원) | 27,966 | - 12m Fwd. BPS |
| Target P/B (x) | 2.67 | - 17~18년 P/B 평균 |
| 적정주가 (원) | 74,670 | - Target BPS * Target P/B |
| 목표주가 (원) | 75,000 | |
| 전일종가 (원) | 51,300 | - 2026.05.27 종가 |
| 상승여력 (%) | 46.2 | |
| 투자의견 | BUY | |

삼성E&A 주가 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

삼성E&A P/B 밴드 추이



자료: FnGuide, 현대차증권



삼성E&A(028050): 분기별 실적 추정

| (단위: 십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2025 | 2026F | 2027F |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 매출액 | 2,098 | 2,178 | 1,996 | 2,757 | 2,267 | 2,501 | 2,747 | 2,926 | 9,029 | 10,442 | 10,791 |
| YoY | -12.0% | -18.9% | -13.9% | 6.9% | 8.1% | 14.9% | 37.7% | 6.1% | -9.4% | 15.7% | 3.3% |
| > 화공 | 1,091 | 1,305 | 1,266 | 1,489 | 1,130 | 1,324 | 1,493 | 1,489 | 5,151 | 5,622 | 5,585 |
| YoY | 16.7% | 6.7% | 14.5% | 14.5% | 3.5% | 1.4% | 17.9% | 0.0% | 12.9% | 9.1% | -0.7% |
| > 첨단산업 | 769 | 589 | 402 | 771 | 574 | 675 | 752 | 872 | 2,531 | 2,781 | 2,783 |
| YoY | -36.3% | -53.5% | -61.5% | -28.3% | -25.3% | 14.6% | 87.0% | 13.2% | -44.9% | 9.9% | 0.1% |
| > 뉴에너지 | 238 | 283 | 327 | 498 | 563 | 503 | 502 | 566 | 1,346 | 1,781 | 2,191 |
| YoY | -1.9% | 44.3% | 97.1% | 143.6% | 136.9% | 77.3% | 53.3% | 13.6% | 66.4% | 32.3% | 23.0% |
| 매출총이익 | 294 | 314 | 309 | 417 | 344 | 354 | 390 | 416 | 1,334 | 1,503 | 1,548 |
| YoY | -12.7% | -20.7% | -7.5% | -5.7% | 16.9% | 12.6% | 26.2% | -0.3% | -11.6% | 12.7% | 3.0% |
| GPM | 14.0% | 14.4% | 15.5% | 15.1% | 15.2% | 14.1% | 14.2% | 14.2% | 14.8% | 14.4% | 14.3% |
| > 화공 | 132 | 180 | 184 | 244 | 181 | 185 | 209 | 208 | 739 | 787 | 782 |
| YoY | -9.0% | -23.9% | -15.8% | 2.6% | 37.3% | 3.1% | 13.4% | -14.4% | -11.7% | 6.5% | -0.7% |
| GPM | 12.1% | 13.8% | 14.6% | 16.4% | 16.0% | 14.0% | 14.0% | 14.0% | 14.4% | 14.0% | 14.0% |
| > 첨단산업 | 117 | 73 | 40 | 125 | 80 | 108 | 120 | 140 | 354 | 445 | 445 |
| YoY | -27.3% | -46.1% | -57.9% | -15.5% | -32.0% | 49.0% | 204.7% | 11.4% | -34.1% | 25.6% | 0.1% |
| GPM | 15.2% | 12.3% | 9.8% | 16.2% | 13.9% | 16.0% | 16.0% | 16.0% | 14.0% | 16.0% | 16.0% |
| > 뉴에너지 | 45 | 62 | 85 | 48 | 83 | 60 | 60 | 68 | 240 | 214 | 285 |
| YoY | 46.1% | 141.8% | 302.4% | -14.8% | 84.9% | -2.6% | -29.1% | 40.2% | 78.9% | -11.0% | 33.3% |
| GPM | 18.9% | 21.8% | 25.9% | 9.7% | 14.8% | 12.0% | 12.0% | 12.0% | 17.8% | 12.0% | 13.0% |
| 영업이익 | 157 | 181 | 177 | 277 | 188 | 215 | 240 | 253 | 792 | 896 | 969 |
| YoY | -24.9% | -31.1% | -13.4% | -6.2% | 19.6% | 18.9% | 35.7% | -8.8% | -18.5% | 13.1% | 8.1% |
| OPM | 7.5% | 8.3% | 8.8% | 10.1% | 8.3% | 8.6% | 8.7% | 8.6% | 8.8% | 8.6% | 9.0% |
| 세전이익 | 205 | 203 | 187 | 235 | 209 | 214 | 239 | 259 | 830 | 921 | 985 |
| YoY | -6.8% | -30.6% | -15.0% | 37.4% | 2.0% | 5.3% | 28.0% | 9.9% | -8.1% | 10.9% | 6.9% |
| BTPM | 9.8% | 9.3% | 9.4% | 8.5% | 9.2% | 8.6% | 8.7% | 8.8% | 9.2% | 8.8% | 9.1% |
| 당기순이익 | 157 | 142 | 157 | 192 | 163 | 161 | 180 | 194 | 648 | 697 | 738 |
| YoY | -4.2% | -31.0% | -0.6% | 72.9% | 3.9% | 13.3% | 14.1% | 1.1% | 1.5% | 7.6% | 5.9% |
| NPM | 7.5% | 6.5% | 7.9% | 7.0% | 7.2% | 6.4% | 6.5% | 6.6% | 7.2% | 6.7% | 6.8% |
| 수주잔고 | 21,355 | 18,218 | 18,043 | 17,756 | 20,624 | 20,397 | 23,325 | 23,429 | 17,756 | 21,662 | 20,593 |
| > 화공 | 11,690 | 9,472 | 8,509 | 7,399 | 9,806 | 8,532 | 7,089 | 8,500 | 7,399 | 8,257 | 6,671 |
| > 첨단산업 | 3,167 | 2,981 | 2,780 | 4,906 | 5,194 | 6,018 | 7,266 | 6,494 | 4,906 | 5,325 | 5,042 |
| > 뉴에너지 | 6,498 | 5,765 | 6,755 | 5,451 | 5,625 | 5,847 | 8,970 | 8,435 | 5,451 | 8,080 | 8,879 |

삼성E&A(028050): 재무제표

| (단위:십억원) | | | | | |
|----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 포괄손익계산서 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
| 매출액 | 9,967 | 9,029 | 10,442 | 10,791 | 11,033 |
| 증가율 (%) | -6.2 | -9.4 | 15.6 | 3.3 | 2.2 |
| 매출원가 | 8,457 | 7,695 | 8,939 | 9,243 | 9,488 |
| 매출원가율 (%) | 84.9 | 85.2 | 85.6 | 85.7 | 86.0 |
| 매출총이익 | 1,509 | 1,334 | 1,503 | 1,548 | 1,545 |
| 매출이익률 (%) | 15.1 | 14.8 | 14.4 | 14.3 | 14.0 |
| 증가율 (%) | 4.0 | -11.6 | 12.7 | 3.0 | -0.2 |
| 판매관리비 | 538 | 542 | 607 | 579 | 581 |
| 판매관리비율 (%) | 5.4 | 6.0 | 5.8 | 5.4 | 5.3 |
| EBITDA | 1,041 | 874 | 963 | 1,026 | 1,013 |
| EBITDA 이익률 (%) | 10.4 | 9.7 | 9.2 | 9.5 | 9.2 |
| 증가율 (%) | -1.6 | -16.0 | 10.2 | 6.5 | -1.3 |
| 영업이익 | 972 | 792 | 896 | 969 | 963 |
| 영업이익률 (%) | 9.8 | 8.8 | 8.6 | 9.0 | 8.7 |
| 증가율 (%) | -2.1 | -18.5 | 13.1 | 8.1 | -0.6 |
| 영업외손익 | -74 | 20 | 21 | 12 | 25 |
| 금융수익 | 279 | 242 | 231 | 234 | 222 |
| 금융비용 | 116 | 135 | 122 | 122 | 122 |
| 기타영업외손익 | -237 | -87 | -88 | -100 | -75 |
| 종속/관계기업관련손익 | 7 | 19 | 4 | 4 | 4 |
| 세전계속사업이익 | 904 | 830 | 921 | 985 | 992 |
| 세전계속사업이익률 (%) | 9.1 | 9.2 | 8.8 | 9.1 | 9.0 |
| 증가율 (%) | -3.1 | -8.2 | 11.0 | 6.9 | 0.7 |
| 법인세비용 | 265 | 182 | 224 | 246 | 248 |
| 계속사업이익 | 639 | 648 | 697 | 738 | 744 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 639 | 648 | 697 | 738 | 744 |
| 당기순이익률 (%) | 6.4 | 7.2 | 6.7 | 6.8 | 6.7 |
| 증가율 (%) | -8.2 | 1.4 | 7.6 | 5.9 | 0.8 |
| 지배주주지분 순이익 | 757 | 617 | 670 | 709 | 714 |
| 비지배주주지분 순이익 | -118 | 31 | 28 | 30 | 30 |
| 기타포괄이익 | -41 | 50 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 598 | 698 | 697 | 738 | 744 |

| (단위:십억원) | | | | | |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 현금흐름표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
| 영업활동으로인한현금흐름 | 1,636 | 254 | 1,440 | 989 | 747 |
| 당기순이익 | 639 | 648 | 697 | 738 | 744 |
| 유형자산 상각비 | 43 | 47 | 34 | 34 | 34 |
| 무형자산 상각비 | 26 | 35 | 33 | 23 | 16 |
| 외환손익 | -126 | 47 | 5 | 20 | 15 |
| 운전자본의 감소(증가) | 730 | -517 | 675 | 178 | -58 |
| 기타 | 324 | -6 | -4 | -4 | -4 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | -50 | -1,709 | -39 | -50 | 238 |
| 투자자산의 감소(증가) | -7 | -55 | 4 | 4 | 287 |
| 유형자산의 감소 | 1 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -43 | -53 | -38 | -34 | -34 |
| 기타 | -1 | -1,603 | -5 | -20 | -15 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | -30 | -264 | -155 | -167 | -176 |
| 장기차입금의 증가(감소) | 5 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 사채의증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | 0 | -45 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금 | -0 | -129 | -155 | -167 | -176 |
| 기타 | -35 | -100 | 0 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | 124 | -15 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의증가(감소) | 1,681 | -1,734 | 1,247 | 773 | 809 |
| 기초현금 | 915 | 2,596 | 862 | 2,109 | 2,882 |
| 기말현금 | 2,596 | 862 | 2,109 | 2,882 | 3,691 |

| (단위:십억원) | | | | | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 재무상태표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
| 유동자산 | 7,942 | 7,659 | 8,255 | 8,679 | 9,601 |
| 현금성자산 | 2,596 | 862 | 2,109 | 2,882 | 3,691 |
| 단기투자자산 | 532 | 2,123 | 2,123 | 2,123 | 2,123 |
| 매출채권 | 3,505 | 2,918 | 2,267 | 1,918 | 2,031 |
| 재고자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동자산 | 1,310 | 1,756 | 1,756 | 1,756 | 1,756 |
| 비유동자산 | 2,071 | 2,380 | 2,351 | 2,328 | 2,029 |
| 유형자산 | 443 | 507 | 512 | 512 | 512 |
| 무형자산 | 99 | 108 | 74 | 51 | 35 |
| 투자자산 | 321 | 383 | 383 | 383 | 100 |
| 기타비유동자산 | 1,208 | 1,382 | 1,382 | 1,382 | 1,382 |
| 기타금융융입자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자산총계 | 10,013 | 10,040 | 10,606 | 11,007 | 11,630 |
| 유동부채 | 5,871 | 5,259 | 5,278 | 5,119 | 5,171 |
| 단기차입금 | 104 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매입채무 | 800 | 1,010 | 1,029 | 871 | 922 |
| 유동성장기부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동부채 | 4,967 | 4,249 | 4,249 | 4,248 | 4,249 |
| 비유동부채 | 246 | 335 | 339 | 327 | 331 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기금융부채 (리스포함) | 6 | 16 | 16 | 16 | 16 |
| 기타비유동부채 | 240 | 319 | 323 | 311 | 315 |
| 기타금융융입부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 6,118 | 5,593 | 5,617 | 5,446 | 5,502 |
| 지배주주지분 | 4,232 | 4,741 | 5,256 | 5,798 | 6,336 |
| 자본금 | 980 | 980 | 980 | 980 | 980 |
| 자본잉여금 | -22 | -67 | -67 | -67 | -67 |
| 자본조정 등 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익누계액 | 86 | 152 | 152 | 152 | 152 |
| 이익잉여금 | 3,187 | 3,675 | 4,190 | 4,732 | 5,271 |
| 비지배주주지분 | -336 | -295 | -267 | -237 | -207 |
| 자본총계 | 3,896 | 4,446 | 4,989 | 5,561 | 6,129 |

| (단위:원, 배, %) | | | | | |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주요투자지표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
| EPS(당기순이익 기준) | 3,259 | 3,308 | 3,559 | 3,768 | 3,797 |
| EPS(지배순이익 기준) | 3,862 | 3,150 | 3,416 | 3,617 | 3,645 |
| BPS(자본총계 기준) | 19,876 | 22,685 | 25,453 | 28,371 | 31,268 |
| BPS(지배지분 기준) | 21,591 | 24,187 | 26,814 | 29,580 | 32,326 |
| DPS | 660 | 790 | 850 | 900 | 910 |
| P/E(당기순이익 기준) | 5.1 | 7.3 | 15.3 | 14.5 | 14.4 |
| P/E(지배순이익 기준) | 4.3 | 7.6 | 16.0 | 15.1 | 15.0 |
| P/B(자본총계 기준) | 0.8 | 1.1 | 2.1 | 1.9 | 1.7 |
| P/B(지배지분 기준) | 0.8 | 1.0 | 2.0 | 1.8 | 1.7 |
| EV/EBITDA | 0.2 | 2.0 | 3.4 | 2.4 | 1.7 |
| 배당수익률 | 4.0 | 3.3 | 2.2 | 2.4 | 2.4 |
| 성장성 (%) | | | | | |
| EPS(당기순이익 기준) 증가율 | -8.2 | 1.5 | 7.6 | 5.9 | 0.8 |
| EPS(지배순이익 기준) 증가율 | 0.4 | -18.4 | 8.4 | 5.9 | 0.8 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE(당기순이익 기준) | 17.8 | 15.5 | 14.8 | 14.0 | 12.7 |
| ROE(지배순이익 기준) | 19.6 | 13.8 | 13.4 | 12.8 | 11.8 |
| ROA | 7.2 | 6.5 | 6.8 | 6.8 | 6.6 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 부채비율 | 157.0 | 125.8 | 112.6 | 97.9 | 89.8 |
| 순차입금비율 | 순현금 | 순현금 | 순현금 | 순현금 | 순현금 |
| 이자보상배율 | 68.9 | 479.6 | 591.5 | 639.6 | 636.1 |

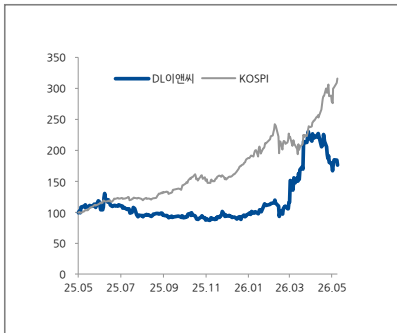
DL이앤씨(375500) 원전주가 아직 P/B 0.6배?

BUY / 112,000원

| | | | |
|---------------|-------------------|------|------|
| 현재주가 (5/27) | 78,400원 | | |
| 상승여력 | 42.9% | | |
| 시가총액 | 3,034십억원 | | |
| 발행주식수 | 38,694천주 | | |
| 자본금/액면가 | 229십억원/5,000원 | | |
| 52주 최고가/최저가 | 102,500원/38,700원 | | |
| 일평균 거래대금(60일) | 108십억원 | | |
| 외국인지분율 | 19.21% | | |
| 주요주주 | DL 외 7인 24.82% | | |
| 주가상승률 | 1M | 3M | 6M |
| 절대주가(%) | -20.2 | 53.4 | 96.0 |
| 상대주가(%p) | -35.9 | 16.4 | -5.0 |

- SMR에 대한 집중적인 참여 가능성 및 역량을 보유함과 동시에 P/B 0.6x라는 저평가 매력까지 보유
- 동사는 약 100여명의 발전 + 원전 시공 인력을 보유했으나 비주관사로 참여한 마지막 시공이력이 12년 7월로 약 14년 전이기에 한수원의 원전 수출을 위한 팀코리아에 참여할 가능성이 상대적으로 낮다고 여겨짐
- 그러나 투자포인트는 대형원전이 아닌 SMR에 있음. X-Energy가 Licensor로 참여하는 Cascade Project는 Phase 2에서 약 640MW의 SMR을 건설할 예정이고 영국 Centrica PJT는 960MW를 계획 중임. 시장에서 알려진 MW당 1천만달러 적용 시 총 160억달러(약 23조원) 규모임. 여기에 미국에서 초기 협상단계를 진행 중인 3개 PJT 고려 시 파이프라인의 지속적인 확장도 기대됨
- 금액으로만 보면 현대건설 다음으로 큰 파이프라인을 보유한 셈이며 X-Energy와 CI 및 NI 표준설계에도 참여해 성장성을 키움. 동시에 주택부문에 기대 이상의 수익성을 기록했고(GPM 21%) 일회성 요인이 거의 없는 경상적 수준임에 따라 ROE 추정치 역시 상향된 상황임. 인력 Capa가 상대적으로 부족한 상황이지만 동일한 상황에서 Peer들이 부여받는 P/B를 고려하면 동사의 저평가 매력은 더욱 부각될 수밖에 없음
- COE 추정치 및 Beta 변동을 반영해 적정 P/B를 기존 0.95x에서 0.83x로 하향. 12m Fwd. BPS 134,180원을 적용해 목표주가를 기존 126,000원에서 112,000원으로 -11.1% 하향. 투자의견은 BUY 유지

요약 실적 및 Valuation



| 구분 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EBITDA (십억원) | EPS (원) | 증감률 (%) | P/E (배) | P/B (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 배당수익률 (%) |
|-------|--------------|---------------|--------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|--------------|
| 2024 | 8,318 | 271 | 229 | 356 | 5,873 | 22.4 | 5.5 | 0.3 | 0.9 | 4.8 | 1.7 |
| 2025 | 7,402 | 387 | 370 | 461 | 9,471 | 61.3 | 4.3 | 0.3 | 1.3 | 7.3 | 2.2 |
| 2026F | 7,032 | 533 | 462 | 641 | 11,840 | 25.0 | 6.9 | 0.6 | 3.4 | 8.5 | 1.5 |
| 2027F | 6,716 | 597 | 507 | 703 | 13,004 | 9.8 | 6.3 | 0.6 | 2.5 | 8.8 | 1.6 |
| 2028F | 7,318 | 706 | 597 | 812 | 15,336 | 17.9 | 5.3 | 0.5 | 1.1 | 9.5 | 1.6 |

DL이앤씨(375500): Valuation

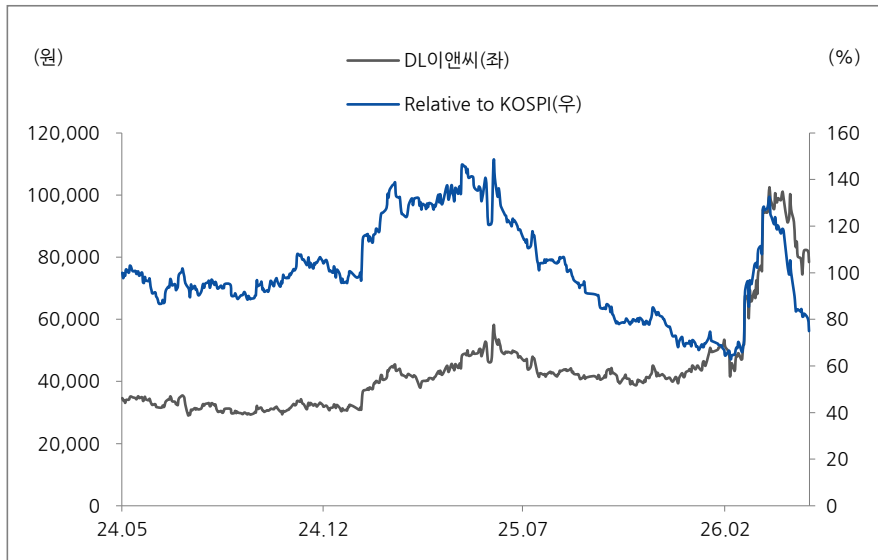
목표주가 산정 내역

| 항목 | 내용 | 비고 |
|-----------------|----------------|---|
| COE (%) | 8.8 | - 무위험수익률: 3.09% (국고채 5년물 20y 평균) - Risk Premium: 6.4% - Beta: 0.90 (52주 Beta) |
| ROE (%) | 7.3 | |
| 영구성장률(g) (%) | 0.0 | |
| 적정 P/B (x) | 0.83 | - $P/B = (ROE-g) / (COE-g)$ |
| Target BPS (원) | 134,180 | - 12m Fwd. BPS |
| 적정주가 (원) | 111,957 | - 적정 P/B * Target BPS |
| 목표주가 (원) | 112,000 | |
| 전일종가 (원) | 78,400 | - 2026.05.27 종가 |
| 상승여력 (%) | 42.9 | |
| 투자의견 | BUY | |



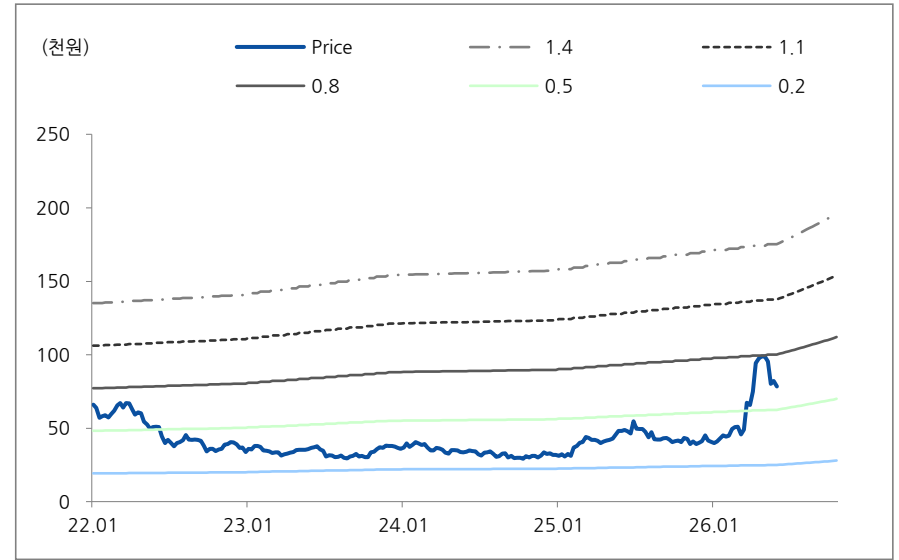
DL이앤씨(375500): 주요 차트

DL이앤씨 주가 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

DL이앤씨 P/B 밴드 추이



자료: FnGuide, 현대차증권



DL이앤씨(375500): 분기별 실적 추정

| (단위: 십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2025 | 2026F | 2027F |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 1,808 | 1,991 | 1,907 | 1,696 | 1,725 | 1,793 | 1,711 | 1,803 | 7,402 | 7,032 | 6,716 |
| YoY | -4.4% | -3.8% | -0.6% | -30.5% | -4.6% | -10.0% | -10.3% | 6.3% | -11.0% | -5.0% | -4.5% |
| 1. DL이앤씨(별도) | 1,344 | 1,556 | 1,537 | 1,320 | 1,352 | 1,405 | 1,374 | 1,456 | 5,756 | 5,586 | 5,202 |
| YoY | 3.8% | 11.2% | 13.8% | -27.3% | 0.5% | -9.7% | -10.6% | 10.3% | -1.8% | -3.0% | -6.9% |
| > 주택 | 574 | 659 | 686 | 618 | 606 | 656 | 675 | 751 | 2,537 | 2,689 | 3,023 |
| YoY | -14.8% | -7.8% | 7.5% | -31.7% | 5.7% | -0.5% | -1.6% | 21.6% | -13.5% | 6.0% | 12.4% |
| > 토목 | 193 | 190 | 152 | 210 | 167 | 174 | 161 | 266 | 744 | 767 | 792 |
| YoY | -3.4% | -14.9% | -33.1% | -22.2% | -13.6% | -8.2% | 6.0% | 26.6% | -19.0% | 3.1% | 3.3% |
| > 플랜트 | 578 | 707 | 699 | 492 | 579 | 575 | 538 | 439 | 2,476 | 2,130 | 1,387 |
| YoY | 36.8% | 53.5% | 44.1% | -23.4% | 0.1% | -18.7% | -23.1% | -10.7% | 23.2% | -14.0% | -34.9% |
| 2. DL건설 | 467 | 438 | 369 | 380 | 376 | 389 | 338 | 349 | 1,653 | 1,453 | 1,521 |
| YoY | -21.9% | -34.9% | -35.3% | -39.8% | -19.4% | -11.0% | -8.2% | -8.0% | -33.1% | -12.1% | 4.7% |
| 매출총이익 | 193 | 254 | 257 | 197 | 264 | 253 | 231 | 247 | 900 | 995 | 1,031 |
| YoY | 6.7% | 51.5% | 22.2% | -31.5% | 36.5% | -0.2% | -9.9% | 25.4% | 6.4% | 10.5% | 3.6% |
| GPM | 10.7% | 12.7% | 13.5% | 11.6% | 15.3% | 14.1% | 13.5% | 13.7% | 12.2% | 14.1% | 15.3% |
| 1. DL이앤씨(별도) | 140 | 209 | 203 | 138 | 195 | 191 | 185 | 198 | 689 | 769 | 803 |
| YoY | 1.0% | 52.1% | 23.8% | -41.3% | 39.6% | -8.3% | -9.0% | 43.9% | 2.2% | 11.6% | 4.3% |
| GPM | 10.4% | 13.4% | 13.2% | 10.4% | 14.4% | 13.6% | 13.4% | 13.6% | 12.0% | 13.8% | 15.4% |
| > 주택 | 53.1 | 84 | 119 | 106 | 122.1 | 118 | 115 | 128 | 362 | 483 | 585 |
| YoY | 13.2% | 67.2% | 142.1% | -16.9% | 130.1% | 40.4% | -3.7% | 20.7% | 32.3% | 33.3% | 21.1% |
| GPM | 9.3% | 12.8% | 17.4% | 17.1% | 20.1% | 18.0% | 17.0% | 17.0% | 14.3% | 18.0% | 19.3% |
| > 토목 | 20 | 17 | -14 | 25 | 16 | 16 | 16 | 27 | 47 | 75 | 79 |
| YoY | -3.0% | -15.1% | 적전 | 177.2% | -16.5% | -6.2% | 흑전 | 5.3% | -35.2% | 58.7% | 6.1% |
| GPM | 10.2% | 8.8% | -9.5% | 12.0% | 9.8% | 9.0% | 10.0% | 10.0% | 6.3% | 9.7% | 10.0% |
| > 플랜트 | 67 | 108 | 98 | 7 | 57 | 57 | 54 | 44 | 280 | 212 | 139 |
| YoY | -5.9% | 60.4% | 7.8% | -93.2% | -15.6% | -46.7% | -45.3% | 557.3% | -14.7% | -24.3% | -34.6% |
| GPM | 11.6% | 15.2% | 14.1% | 1.4% | 9.8% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 11.3% | 9.9% | 10.0% |
| 2. DL건설 | 51 | 45 | 51 | 59 | 66 | 62 | 46 | 49 | 206 | 223 | 228 |
| YoY | 25.1% | 54.4% | 14.8% | 15.7% | 29.5% | 38.1% | -9.1% | -17.9% | 24.5% | 8.2% | 2.2% |
| GPM | 11.0% | 10.2% | 13.9% | 15.6% | 17.6% | 15.9% | 13.7% | 13.9% | 12.5% | 15.4% | 15.0% |
| 영업이익 | 81 | 126 | 117 | 63 | 157 | 135 | 115 | 125 | 387 | 533 | 597 |
| YoY | 33.0% | 287.5% | 40.1% | -33.1% | 94.3% | 7.2% | -1.2% | 98.3% | 42.8% | 37.8% | 11.9% |
| OPM | 4.5% | 6.3% | 6.1% | 3.7% | 9.1% | 7.5% | 6.7% | 6.9% | 5.2% | 7.6% | 8.9% |
| 세전이익 | 43 | 25 | 150 | -100 | 212 | 128 | 125 | 150 | 117 | 615 | 676 |
| YoY | -3.6% | -55.9% | 162.3% | 적전 | 399.3% | 417.0% | -17.2% | 흑전 | -66.9% | 424.5% | 10.0% |
| 세전이익률 | 2.4% | 1.2% | 7.9% | -5.9% | 12.3% | 7.1% | 7.3% | 8.3% | 1.6% | 8.7% | 10.1% |
| 당기순이익 | 30 | 8 | 126 | 205 | 160 | 96 | 93 | 113 | 370 | 462 | 507 |
| YoY | 16.4% | -79.6% | 179.0% | 75.0% | 429.4% | 1054.5% | -26.1% | -45.1% | 61.5% | 24.8% | 9.8% |
| 당기순이익률 | 1.7% | 0.4% | 6.6% | 12.1% | 9.3% | 5.3% | 5.5% | 6.3% | 5.0% | 6.6% | 7.5% |
| 수주잔고 | 29,386 | 28,802 | 27,546 | 28,483 | 27,495 | 28,750 | 29,738 | 31,333 | 28,483 | 31,333 | 37,510 |
| > 주택 | 15,948 | 16,084 | 15,458 | 17,565 | 17,070 | 18,414 | 19,239 | 20,487 | 17,565 | 20,487 | 25,464 |
| > 토목 | 3,092 | 3,570 | 3,849 | 3,742 | 3,979 | 4,105 | 4,344 | 4,478 | 3,742 | 4,478 | 5,486 |
| > 플랜트 | 4,337 | 3,523 | 2,768 | 2,501 | 2,129 | 1,854 | 1,417 | 1,277 | 2,501 | 1,277 | 891 |
| > DL건설 | 6,009 | 5,626 | 5,472 | 4,675 | 4,316 | 4,377 | 4,739 | 5,090 | 4,675 | 5,090 | 5,669 |

DL이앤씨(375500): 재무제표

(단위:십억원)

| 포괄손익계산서 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 8,318 | 7,402 | 7,032 | 6,716 | 7,318 |
| 증가율 (%) | 4.1 | -11.0 | -5.0 | -4.5 | 9.0 |
| 매출원가 | 7,473 | 6,502 | 6,037 | 5,685 | 6,145 |
| 매출원가율 (%) | 89.8 | 87.8 | 85.9 | 84.6 | 84.0 |
| 매출총이익 | 846 | 900 | 995 | 1,031 | 1,172 |
| 매출이익률 (%) | 10.2 | 12.2 | 14.1 | 15.4 | 16.0 |
| 증가율 (%) | 8.2 | 6.4 | 10.6 | 3.6 | 13.7 |
| 판매관리비 | 575 | 513 | 462 | 434 | 467 |
| 판매관리비율 (%) | 6.9 | 6.9 | 6.6 | 6.5 | 6.4 |
| EBITDA | 356 | 461 | 641 | 703 | 812 |
| EBITDA 이익률 (%) | 4.3 | 6.2 | 9.1 | 10.5 | 11.1 |
| 증가율 (%) | -14.8 | 29.5 | 39.0 | 9.7 | 15.5 |
| 영업이익 | 271 | 387 | 533 | 597 | 706 |
| 영업이익률 (%) | 3.3 | 5.2 | 7.6 | 8.9 | 9.6 |
| 증가율 (%) | -18.1 | 42.8 | 37.7 | 12.0 | 18.3 |
| 영업외손익 | 92 | -272 | 81 | 79 | 90 |
| 금융수익 | 203 | 147 | 149 | 162 | 185 |
| 금융비용 | 66 | 134 | 134 | 143 | 155 |
| 기타영업외손익 | -45 | -285 | 66 | 60 | 60 |
| 종속/관계기업관련손익 | -8 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 354 | 117 | 615 | 676 | 796 |
| 세전계속사업이익률 (%) | 4.3 | 1.6 | 8.7 | 10.1 | 10.9 |
| 증가율 (%) | 26.4 | -66.9 | 425.6 | 9.9 | 17.8 |
| 법인세비용 | 125 | -253 | 153 | 169 | 199 |
| 계속사업이익 | 229 | 370 | 462 | 507 | 597 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 229 | 370 | 462 | 507 | 597 |
| 당기순이익률 (%) | 2.8 | 5.0 | 6.6 | 7.5 | 8.2 |
| 증가율 (%) | 13.4 | 61.6 | 24.9 | 9.7 | 17.8 |
| 지배주주지분 순이익 | 229 | 370 | 462 | 507 | 597 |
| 비지배주주지분 순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | -111 | 86 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 118 | 456 | 462 | 507 | 597 |

(단위:십억원)

| 원금흐름표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| 영업활동으로인한현금흐름 | 188 | 232 | 315 | 671 | 392 |
| 당기순이익 | 229 | 370 | 462 | 507 | 597 |
| 유형자산 상각비 | 76 | 68 | 103 | 103 | 103 |
| 무형자산 상각비 | 9 | 6 | 5 | 4 | 3 |
| 외환손익 | -123 | -12 | 7 | 32 | 24 |
| 운전자본의 감소(증가) | -375 | -347 | -262 | 25 | -335 |
| 기타 | 372 | 147 | 0 | 0 | 0 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | -167 | -52 | -138 | -125 | 487 |
| 투자자산의 감소(증가) | -50 | -4 | -35 | 10 | 614 |
| 유형자산의 감소 | 5 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -10 | -17 | -95 | -103 | -103 |
| 기타 | -112 | -33 | -8 | -32 | -24 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | -192 | -222 | -106 | -125 | -53 |
| 장기차입금의 증가(감소) | 20 | -141 | 0 | 0 | 0 |
| 사채의증가(감소) | 210 | -244 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | -2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금 | -22 | -23 | -37 | -48 | -53 |
| 기타 | -398 | 186 | -69 | -77 | 0 |
| 기타현금흐름 | 31 | 22 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의증가(감소) | -140 | -20 | 71 | 421 | 826 |
| 기초현금 | 2,004 | 1,864 | 1,844 | 1,915 | 2,337 |
| 기말현금 | 1,864 | 1,844 | 1,915 | 2,337 | 3,162 |

(단위:십억원)

| 재무상태표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 유동자산 | 6,006 | 5,635 | 6,005 | 6,387 | 7,432 |
| 현금성자산 | 1,864 | 1,844 | 1,915 | 2,337 | 3,162 |
| 단기투자자산 | 299 | 287 | 287 | 287 | 287 |
| 매출채권 | 1,041 | 1,040 | 1,279 | 1,256 | 1,382 |
| 재고자산 | 921 | 886 | 947 | 930 | 1,023 |
| 기타유동자산 | 1,879 | 1,577 | 1,577 | 1,577 | 1,577 |
| 비유동자산 | 3,707 | 4,035 | 4,057 | 4,043 | 3,426 |
| 유형자산 | 36 | 42 | 35 | 35 | 35 |
| 무형자산 | 29 | 21 | 16 | 12 | 10 |
| 투자자산 | 1,433 | 1,484 | 1,519 | 1,509 | 894 |
| 기타비유동자산 | 2,209 | 2,488 | 2,487 | 2,487 | 2,487 |
| 기타금융영업자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자산총계 | 9,712 | 9,669 | 10,062 | 10,430 | 10,858 |
| 유동부채 | 3,855 | 3,727 | 3,762 | 3,749 | 3,826 |
| 단기차입금 | 160 | 160 | 160 | 160 | 160 |
| 매입채무 | 1,054 | 754 | 789 | 776 | 853 |
| 유동성장기부채 | 70 | 359 | 359 | 359 | 359 |
| 기타유동부채 | 2,571 | 2,454 | 2,454 | 2,454 | 2,454 |
| 비유동부채 | 1,012 | 699 | 700 | 700 | 505 |
| 사채 | 419 | 175 | 175 | 175 | 175 |
| 장기차입금 | 428 | 269 | 269 | 269 | 269 |
| 장기금융부채 (리스포함) | 19 | 36 | 36 | 36 | 36 |
| 기타비유동부채 | 146 | 219 | 220 | 220 | 25 |
| 기타금융영업부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 4,867 | 4,425 | 4,462 | 4,448 | 4,331 |
| 지배주주지분 | 4,846 | 5,244 | 5,600 | 5,982 | 6,526 |
| 자본금 | 229 | 229 | 229 | 229 | 229 |
| 자본잉여금 | 3,831 | 3,831 | 3,831 | 3,831 | 3,831 |
| 자본조정 등 | -16 | -51 | -120 | -196 | -196 |
| 기타포괄이익누계액 | -274 | -188 | -188 | -188 | -188 |
| 이익잉여금 | 1,076 | 1,423 | 1,848 | 2,306 | 2,851 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 4,846 | 5,244 | 5,600 | 5,982 | 6,526 |

(단위:원,배,%)

| 주요투자지표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EPS(당기순이익 기준) | 5,873 | 9,471 | 11,840 | 13,004 | 15,336 |
| EPS(지배순이익 기준) | 5,873 | 9,471 | 11,840 | 13,004 | 15,336 |
| BPS(자본총계 기준) | 112,902 | 122,184 | 130,468 | 139,378 | 152,058 |
| BPS(지배지분 기준) | 112,902 | 122,184 | 130,468 | 139,378 | 152,058 |
| DPS | 540 | 890 | 1,190 | 1,310 | 1,310 |
| P/E(당기순이익 기준) | 5.5 | 4.3 | 6.9 | 6.3 | 5.3 |
| P/E(지배순이익 기준) | 5.5 | 4.3 | 6.9 | 6.3 | 5.3 |
| P/B(자본총계 기준) | 0.3 | 0.3 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |
| P/B(지배지분 기준) | 0.3 | 0.3 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |
| EV/EBITDA | 0.9 | 1.3 | 3.4 | 2.5 | 1.1 |
| 배당수익률 | 1.7 | 2.2 | 1.5 | 1.6 | 1.6 |
| 성장성 (%) | | | | | |
| EPS(당기순이익 기준) 증가율 | 13.6 | 61.3 | 25.0 | 9.8 | 17.9 |
| EPS(지배순이익 기준) 증가율 | 22.4 | 61.3 | 25.0 | 9.8 | 17.9 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE(당기순이익 기준) | 4.8 | 7.3 | 8.5 | 8.8 | 9.5 |
| ROE(지배순이익 기준) | 4.8 | 7.3 | 8.5 | 8.8 | 9.5 |
| ROA | 2.4 | 3.8 | 4.7 | 4.9 | 5.6 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 부채비율 | 100.4 | 84.4 | 79.7 | 74.4 | 66.4 |
| 순차입금비율 | 순현금 | 순현금 | 순현금 | 순현금 | 순현금 |
| 이자보상배율 | 5.3 | 8.7 | 17.3 | 19.4 | 22.9 |

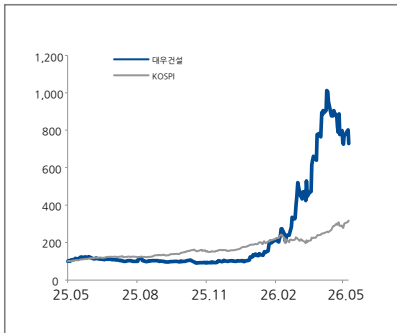
대우건설(047040) 높아진 Valuation 부담

BUY / 32,000원

| | | | |
|---------------|---------------------|-------|-------|
| 현재주가 (5/27) | 26,750원 | | |
| 상승여력 | 19.6% | | |
| 시가총액 | 10,992십억원 | | |
| 발행주식수 | 410,908천주 | | |
| 자본금/액면가 | 2,078십억원/5,000원 | | |
| 52주 최고가/최저가 | 37,150원/3,360원 | | |
| 일평균 거래대금(60일) | 759십억원 | | |
| 외국인지분율 | 10.78% | | |
| 주요주주 | 중흥토건 외 2인 51.34% | | |
| 추가상승률 | 1M | 3M | 6M |
| 절대주가(%) | -19.4 | 163.8 | 668.7 |
| 상대주가(%p) | -35.2 | 100.2 | 272.4 |

- 동사는 4기의 국내 원전 건설에 주관사 자격으로 참여한 바 있음. 현재 원전사업 참여를 위한 별도의 협업관계가 없다는 점까지 고려하면 한수원의 해외 원전 수출을 위한 팀코리아 참여에 가장 앞서 있다고 보는 시각은 타당함
- 사실상 기확보한 체코 2기, 단기간 내 확인될 것으로 기대되는 베트남 2기, 그 외에 미국, 사우디 등에서도 추가 참여를 타진하고 있어 파이프라인 역시 풍부한 상황. 또한 주택/건축부문의 양호한 수익성, 4Q25 빅배스 이후 정상화 구간에 돌입한 토목 및 플랜트부문의 수익성을 바탕으로 ROE 추정치 역시 지속적으로 상향되고 있음. 주택 월가율의 추가 하락 가능성도 여전히 열려 있어 P/B Multiple의 상승을 ROE 개선이 일부 받쳐주고 있음
- 다만 동사의 보유 원전 인력을 고려하면 Capa는 대형원전 4기까지 동시 수행 가능함. 체코, 베트남까지 수주한다면 해당 Capa를 모두 소진하게 되며, 공기 조절을 통해 추가 PJT까지 수행할 가능성이 존재하지만 그럼에도 Peer 대비 높아진 Valuation은 부담요인으로 작용
- 1Q26 호실적을 반영해 12m Fwd. BPS는 기존 8,648원에서 9,546원으로 증가. 또한 Target P/B 역시 기존 0.85x(해외수주 크게 증가했던 20년 밴드 상단)에서 3.31x(중동 수주 급증했던 07년 밴드 상단)로 상향
- 목표주가를 기존 7,400원에서 32,000원으로 크게 상향하며 투자 의견 BUY 유지

요약 실적 및 Valuation



| 구분 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EBITDA (십억원) | EPS (원) | 증감률 (%) | P/E (배) | P/B (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 배당수익률 (%) |
|-------|--------------|---------------|--------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|--------------|
| 2024 | 10,504 | 403 | 234 | 526 | 563 | -54.3 | 5.5 | 0.3 | 5.9 | 5.6 | 0.0 |
| 2025 | 8,055 | -815 | -912 | -701 | -2,195 | 적전 | N/A | 0.5 | N/A | -23.9 | 0.0 |
| 2026F | 8,087 | 705 | 423 | 863 | 1,026 | 흑전 | 26.1 | 2.9 | 13.6 | 11.8 | 0.0 |
| 2027F | 8,410 | 659 | 421 | 831 | 1,024 | -0.1 | 26.1 | 2.6 | 13.6 | 10.4 | 0.0 |
| 2028F | 9,996 | 928 | 649 | 1,099 | 1,580 | 54.3 | 16.9 | 2.2 | 10.2 | 14.2 | 0.0 |



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



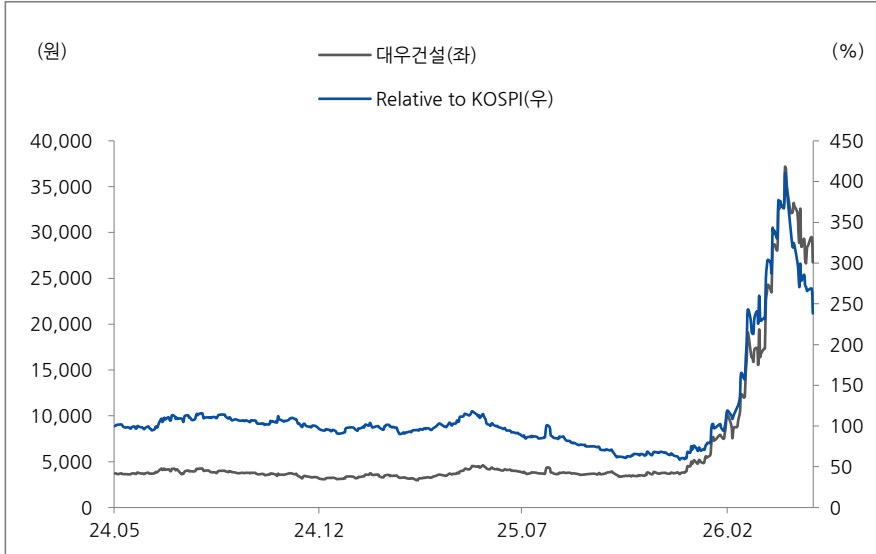
GLOBALITY

대우건설(047040): Valuation

목표주가 산정 내역

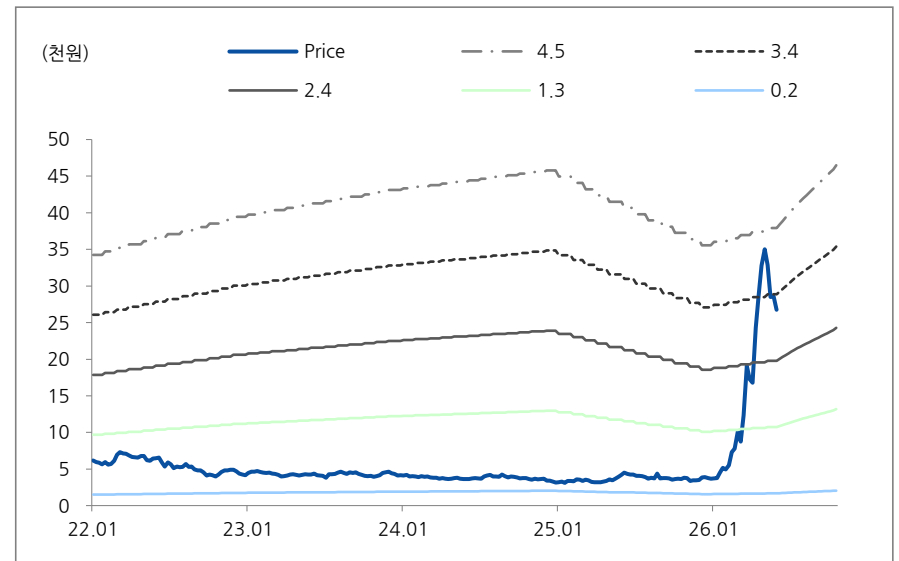
| 항목 | 내용 | 비고 |
|-----------------|---------------|---------------------------|
| Target BPS (원) | 9,546 | - 12m Fwd. BPS |
| Target P/B (x) | 3.31 | - 07년 밴드 상단 |
| 적정주가 (원) | 31,596 | - Target BPS * Target P/B |
| 목표주가 (원) | 32,000 | |
| 전일종가 (원) | 26,750 | - 2026.05.27 종가 |
| 상승여력 (%) | 19.6 | |
| 투자의견 | BUY | |

대우건설 주가 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

대우건설 P/B 밴드 추이



자료: FnGuide, 현대차증권



대우건설(047040): 분기별 실적 추정

| (단위: 십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2025 | 2026F | 2027F |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 매출액 | 2,077 | 2,273 | 1,991 | 1,714 | 1,951 | 2,118 | 1,950 | 2,068 | 8,055 | 8,087 | 8,410 |
| YoY | -16.5% | -19.4% | -21.9% | -35.2% | -6.0% | -6.8% | -2.0% | 20.7% | -23.3% | 0.4% | 4.0% |
| > 주택/건축 | 1,382 | 1,476 | 1,322 | 1,329 | 1,273 | 1,456 | 1,262 | 1,403 | 5,508 | 5,394 | 5,634 |
| YoY | -13.5% | -21.4% | -19.6% | -22.9% | -7.8% | -1.4% | -4.5% | 5.6% | -19.5% | -2.1% | 4.5% |
| > 토목 | 415 | 427 | 409 | 153 | 351 | 351 | 385 | 359 | 1,404 | 1,445 | 1,516 |
| YoY | -24.2% | -20.9% | -20.8% | -73.0% | -15.5% | -18.0% | -5.8% | 134.7% | -35.3% | 2.9% | 4.9% |
| > 플랜트 | 227 | 259 | 220 | 136 | 284 | 262 | 253 | 256 | 841 | 1,054 | 1,060 |
| YoY | -16.5% | -12.8% | -24.2% | -51.6% | 25.1% | 1.2% | 15.0% | 88.4% | -26.1% | 25.4% | 0.5% |
| 매출총이익 | 251 | 248 | 173 | -434 | 364 | 269 | 257 | 274 | 238 | 1,162 | 1,121 |
| YoY | 16.7% | -10.0% | 2.3% | 적전 | 45.0% | 8.2% | 48.2% | 흑전 | -74.3% | 387.5% | -3.5% |
| GPM | 12.1% | 10.9% | 8.7% | -25.3% | 18.6% | 12.7% | 13.2% | 13.2% | 3.0% | 14.4% | 13.3% |
| > 주택/건축 | 150 | 176 | 152 | 159 | 265 | 182 | 164 | 182 | 637 | 793 | 746 |
| YoY | 42.8% | 30.5% | 75.1% | -26.6% | 77.0% | 3.2% | 7.8% | 14.6% | 17.2% | 24.5% | -5.9% |
| GPM | 10.8% | 11.9% | 11.5% | 12.0% | 20.8% | 12.5% | 13.0% | 13.0% | 11.6% | 14.7% | 13.2% |
| > 토목 | 36 | -13 | -23 | -499 | 31 | 25 | 27 | 25 | -498 | 108 | 114 |
| YoY | -39.4% | 적전 | 적지 | 적지 | -14.4% | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 적전 | 흑전 | 5.7% |
| GPM | 8.7% | -2.9% | -5.6% | -326.2% | 8.8% | 7.0% | 7.0% | 7.0% | -35.5% | 7.4% | 7.5% |
| > 플랜트 | 51 | 48 | 35 | -149 | 47 | 47 | 51 | 51 | -14 | 196 | 201 |
| YoY | 6.6% | -26.8% | -27.1% | 적전 | -8.6% | -2.7% | 45.5% | 흑전 | 적전 | 흑전 | 2.8% |
| GPM | 22.6% | 18.7% | 15.8% | -109.3% | 16.5% | 18.0% | 20.0% | 20.0% | -1.7% | 18.6% | 19.0% |
| 영업이익 | 151 | 82 | 57 | -1,106 | 256 | 156 | 143 | 150 | -815 | 705 | 659 |
| YoY | 31.8% | -21.5% | -9.2% | 적전 | 68.9% | 90.2% | 153.6% | 흑전 | 적전 | 흑전 | -6.6% |
| OPM | 7.3% | 3.6% | 2.8% | -64.5% | 13.1% | 7.4% | 7.4% | 7.2% | -10.1% | 8.7% | 7.8% |
| 세전이익 | 96 | -51 | -56 | -1,198 | 267 | 84 | 96 | 126 | -1,209 | 574 | 566 |
| YoY | -29.8% | 적전 | 적전 | 적전 | 179.2% | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 적전 | 흑전 | -1.4% |
| BTPM | 4.6% | -2.3% | -2.8% | -69.9% | 13.7% | 4.0% | 4.9% | 6.1% | -15.0% | 7.1% | 6.7% |
| 당기순이익 | 58 | -43 | -53 | -878 | 196 | 63 | 72 | 94 | -916 | 426 | 424 |
| YoY | -36.6% | 적전 | 적전 | 적전 | 237.9% | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 적전 | 흑전 | -0.4% |
| NPM | 2.8% | -1.9% | -2.7% | -51.2% | 10.0% | 3.0% | 3.7% | 4.6% | -11.4% | 5.3% | 5.0% |
| 수주잔고 | 45,013 | 44,993 | 48,804 | 50,597 | 51,890 | 67,872 | 62,973 | 67,254 | 50,597 | 67,254 | 74,354 |
| > 주택/건축 | 35,427 | 35,428 | 38,717 | 39,938 | 41,678 | 42,222 | 43,460 | 44,557 | 39,938 | 44,557 | 50,763 |
| > 토목 | 5,671 | 5,224 | 5,710 | 5,986 | 5,524 | 6,174 | 5,888 | 7,030 | 5,986 | 7,030 | 7,613 |
| > 플랜트 | 3,869 | 4,305 | 4,340 | 4,323 | 4,362 | 10,100 | 10,248 | 10,392 | 4,323 | 10,392 | 10,932 |

대우건설(047040): 재무제표

(단위:십억원)

| 포괄손익계산서 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|-----------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 10,504 | 8,055 | 8,087 | 8,410 | 9,996 |
| 증가율 (%) | -9.8 | -23.3 | 0.4 | 4.0 | 18.9 |
| 매출원가 | 9,576 | 7,816 | 6,925 | 7,289 | 8,588 |
| 매출원가율 (%) | 91.2 | 97.0 | 85.6 | 86.7 | 85.9 |
| 매출총이익 | 928 | 238 | 1,162 | 1,121 | 1,408 |
| 매출이익률 (%) | 8.8 | 3.0 | 14.4 | 13.3 | 14.1 |
| 증가율 (%) | -23.5 | -74.3 | 387.5 | -3.5 | 25.6 |
| 판매관리비 | 524 | 1,054 | 457 | 463 | 480 |
| 판매관리비율 (%) | 5.0 | 13.1 | 5.7 | 5.5 | 4.8 |
| EBITDA | 526 | -701 | 863 | 831 | 1,099 |
| EBITDA 이익률 (%) | 5.0 | -8.7 | 10.7 | 9.9 | 11.0 |
| 증가율 (%) | -33.4 | 적전 | 흑전 | -3.7 | 32.4 |
| 영업이익 | 403 | -815 | 705 | 659 | 928 |
| 영업이익률 (%) | 3.8 | -10.1 | 8.7 | 7.8 | 9.3 |
| 증가율 (%) | -39.2 | 적전 | 흑전 | -6.6 | 40.9 |
| 영업외손익 | -45 | -348 | -126 | -93 | -56 |
| 금융수익 | 104 | 124 | 148 | 178 | 175 |
| 금융비용 | 160 | 183 | 222 | 231 | 231 |
| 기타영업외손익 | 12 | -289 | -53 | -40 | 0 |
| 총속/관계기업관련손익 | 0 | -46 | -5 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 358 | -1,209 | 574 | 566 | 873 |
| 세전계속사업이익률 (%) | 3.4 | -15.0 | 7.1 | 6.7 | 8.7 |
| 증가율 (%) | -51.9 | 적전 | 흑전 | -1.4 | 54.3 |
| 법인세비용 | 116 | -293 | 148 | 141 | 218 |
| 계속사업이익 | 243 | -916 | 426 | 424 | 654 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 243 | -916 | 426 | 424 | 654 |
| 당기순이익률 (%) | 2.3 | -11.4 | 5.3 | 5.0 | 6.5 |
| 증가율 (%) | -53.4 | 적전 | 흑전 | -0.4 | 54.3 |
| 지배주주지분 순이익 | 234 | -912 | 423 | 421 | 649 |
| 비지배주주지분 순이익 | 9 | -4 | 3 | 3 | 5 |
| 기타포괄이익 | -4 | -32 | 57 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 239 | -948 | 483 | 424 | 654 |

(단위:십억원)

| 현금흐름표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|---------------------|---------------|------------|--------------|-------------|-------------|
| 영업활동으로인한현금흐름 | -1,284 | 463 | 1,147 | 604 | 321 |
| 당기순이익 | 243 | -916 | 426 | 424 | 654 |
| 유형자산 상각비 | 114 | 106 | 150 | 165 | 165 |
| 무형자산 상각비 | 8 | 8 | 8 | 7 | 6 |
| 외환손익 | -128 | 43 | 103 | 40 | 0 |
| 운전자본의감소(증가) | -1,873 | 591 | 478 | -32 | -505 |
| 기타 | 352 | 631 | -17 | 0 | 0 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | 104 | 172 | -206 | -207 | -199 |
| 투자자산의 감소(증가) | 130 | -182 | -107 | -2 | -34 |
| 유형자산의 감소 | 2 | 11 | 2 | 0 | 0 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -38 | -100 | -114 | -165 | -165 |
| 기타 | 10 | 444 | 13 | -40 | 0 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | 1,170 | 57 | 338 | 0 | 0 |
| 차입금의 증가(감소) | 1,539 | -378 | 722 | 0 | 0 |
| 사채의증가(감소) | 37 | 347 | -653 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | 13 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금 | 0 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -419 | 90 | 269 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | 190 | -25 | -3 | 0 | 0 |
| 현금의증가(감소) | 180 | 667 | 1,277 | 397 | 122 |
| 기초현금 | 982 | 1,629 | 1,829 | 3,106 | 3,502 |
| 기말현금 | 1,162 | 1,829 | 3,106 | 3,502 | 3,624 |

(단위:십억원)

| 재무상태표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 유동자산 | 9,589 | 9,923 | 11,089 | 11,536 | 12,448 |
| 현금성자산 | 1,162 | 1,829 | 3,106 | 3,502 | 3,624 |
| 단기투자자산 | 916 | 654 | 591 | 591 | 591 |
| 매출채권 | 2,777 | 2,682 | 2,802 | 2,831 | 3,285 |
| 재고자산 | 1,945 | 2,428 | 2,068 | 2,089 | 2,425 |
| 기타유동자산 | 2,786 | 2,329 | 2,523 | 2,523 | 2,523 |
| 비유동자산 | 3,070 | 3,436 | 3,549 | 3,544 | 3,572 |
| 유형자산 | 380 | 452 | 448 | 448 | 448 |
| 무형자산 | 63 | 64 | 58 | 52 | 46 |
| 투자자산 | 1,009 | 1,189 | 1,301 | 1,303 | 1,337 |
| 기타비유동자산 | 1,617 | 1,731 | 1,742 | 1,742 | 1,742 |
| 기타금융업자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자산총계 | 12,658 | 13,359 | 14,638 | 15,080 | 16,020 |
| 유동부채 | 4,544 | 5,111 | 5,507 | 5,513 | 5,612 |
| 단기차입금 | 659 | 366 | 323 | 323 | 323 |
| 매입채무 | 250 | 279 | 278 | 281 | 326 |
| 유동성장기부채 | 542 | 586 | 931 | 931 | 931 |
| 기타유동부채 | 3,093 | 3,880 | 3,976 | 3,979 | 4,032 |
| 비유동부채 | 3,780 | 4,773 | 5,174 | 5,185 | 5,372 |
| 사채 | 306 | 653 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 2,164 | 2,126 | 2,915 | 2,915 | 2,915 |
| 장기금융부채 (리스포함) | 52 | 3 | 6 | 6 | 6 |
| 기타비유동부채 | 1,258 | 1,991 | 2,253 | 2,265 | 2,451 |
| 기타금융업부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 8,324 | 9,884 | 10,681 | 10,699 | 10,983 |
| 지배주주지분 | 4,291 | 3,348 | 3,821 | 4,242 | 4,892 |
| 자본금 | 2,078 | 2,078 | 2,078 | 2,078 | 2,078 |
| 자본잉여금 | 562 | 562 | 562 | 562 | 562 |
| 자본조정 등 | -99 | -99 | 2 | 2 | 2 |
| 기타포괄이익누계액 | -433 | -471 | -420 | -420 | -420 |
| 이익잉여금 | 2,183 | 1,277 | 1,599 | 2,020 | 2,669 |
| 비지배주주지분 | 43 | 127 | 136 | 140 | 145 |
| 자본총계 | 4,334 | 3,475 | 3,958 | 4,382 | 5,036 |

(단위:원, 배, %)

| 주요투자지표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|-------------------|--------|--------|-------|--------|--------|
| EPS(당기순이익 기준) | 584 | -2,204 | 1,034 | 1,032 | 1,593 |
| EPS(지배순이익 기준) | 563 | -2,195 | 1,026 | 1,024 | 1,580 |
| BPS(자본총계 기준) | 10,428 | 8,360 | 9,631 | 10,664 | 12,256 |
| BPS(지배지분 기준) | 10,325 | 8,055 | 9,300 | 10,324 | 11,904 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| P/E(당기순이익 기준) | 5.3 | N/A | 25.9 | 25.9 | 16.8 |
| P/E(지배순이익 기준) | 5.5 | N/A | 26.1 | 26.1 | 16.9 |
| P/B(자본총계 기준) | 0.3 | 0.5 | 2.8 | 2.5 | 2.2 |
| P/B(지배지분 기준) | 0.3 | 0.5 | 2.9 | 2.6 | 2.2 |
| EV/EBITDA | 5.9 | NA | 13.6 | 13.6 | 10.2 |
| 배당수익률 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 성장성 (%) | | | | | |
| EPS(당기순이익 기준) 증가율 | -53.4 | 적전 | 흑전 | -0.1 | 54.3 |
| EPS(지배순이익 기준) 증가율 | -54.3 | 적전 | 흑전 | -0.1 | 54.3 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE(당기순이익 기준) | 5.8 | -23.5 | 11.5 | 10.2 | 13.9 |
| ROE(지배순이익 기준) | 5.6 | -23.9 | 11.8 | 10.4 | 14.2 |
| ROA | 2.0 | -7.0 | 3.0 | 2.9 | 4.2 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 부채비율 | 192.1 | 284.5 | 269.9 | 244.2 | 218.1 |
| 순차입금비율 | 40.9 | 39.8 | 14.8 | 4.3 | 1.3 |
| 이자보상배율 | 2.5 | NA | 3.5 | 3.2 | 4.6 |

한국전력 (015760)

COVERAGE INITIATION

Analyst 신동현 dhshin@hmsec.com

실적보다는 원전 모멘텀에 집중

BUY

TP 53,000원

| | |
|----------------|-----------------|
| 현재주가 (5/27) | 39,500원 |
| 상승여력 | 34.2% |
| 시가총액 | 25,358십억원 |
| 발행주식수 | 641,964천주 |
| 자본금/액면가 | 3,210십억원/5,000원 |
| 52주 최고가/최저가 | 67,900원/27,450원 |
| 일평균 거래대금 (60일) | 132십억원 |
| 외국인 지분율 | 20.93% |
| 주요주주 지분율 | |
| 한국산업은행외 1인 | 51.11% |

| | | | |
|----------|-------|-------|-------|
| 추가상승률 | 1M | 3M | 6M |
| 절대주가(%) | -13.8 | -32.5 | -23.9 |
| 상대주가(%p) | -30.7 | -48.8 | -63.1 |

* K-IFRS 연결 기준

| | | | |
|-----------|----------|----------|--------|
| (단위: 원) | EPS(26F) | EPS(27F) | TP |
| Before | N/A | N/A | N/A |
| After | 7,375 | 10,903 | 53,000 |
| Consensus | 10,230 | 13,200 | 58,688 |
| Cons. 차이 | -27.9% | -17.4% | -9.7% |



투자포인트 및 결론

- 2026F 연결 매출액 97조 9,774억원(+0.6% yoy), 영업이익 7조 6,225억원(-43.5% yoy, OPM 7.8%) 전망. 목표주가 53,000원, 투자의견 BUY를 제시하며 커버리지 개시
- 전쟁에 따른 유가 및 LNG 가격 상승이 3Q26부터 연료비 상승압박으로 나타날 전망이기에 단기적으로 실적에 대한 부담감이 존재한다는 점은 리스크 요인임. 그러나 여러 해외 대형원전 수주에 대한 기대감은 여전히 유효

주요이슈 및 실적전망

- 1Q26 말부터 급등한 유가는 약 6개월여의 시차를 두고 국내 LNG 도입단가에 반영됨. 이에 따라 동사의 연료비 및 구입전력비는 3Q26부터 본격적으로 증가할 것으로 추정됨. 2022년 유가 상승에 따른 대규모 적자 이후 순차적으로 요금을 인상해 지금은 그 당시만큼의 만성적 적자 리스크가 존재하는 것은 아니지만, 단기적으로는 영업이익 및 순이익이 크게 축소될 것으로 보임. 실적 및 배당 측면에서는 보수적 접근 추천
- 그러나 해외 원전 수주에 대한 기대감 및 모멘텀은 여전히 유효하다고 판단. 체코 두코바니 원전은 2H26 중 EPC 본계약을 체결하며 구체적인 사업 규모가 공개될 전망이고, 이후 베트남 닌투언 2호기, 미국 대형원전 진출 등은 지속적으로 논의가 진행되고 있음. 이는 동사의 주가 하방을 받쳐주는 요인으로 작용할 것

BUY(신규) / TP 53,000 원(신규) = 12m Fwd. BPS 84,385 원 * Target P/B 0.63x

- 12m Fwd. BPS 84,385원에 Target P/B 0.63x 적용. 해당 P/B는 유가 급등으로 인한 연료비 부담이 확대됨과 동시에 이를 상쇄할 요금 인상 가능성이 제한적이었던 2006년 밴드 평균임. 당시 해외 원전 진출 기대감은 없었으나 국내 원전 증설에 따른 발전 믹스 개선에 대한 기대감은 현재와 같았다는 점에서 유사 국면으로 선정
- 목표주가 53,000원, 투자의견 BUY를 제시하며 커버리지 개시

요약 실적 및 Valuation

| 구분 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EBITDA (십억원) | EPS (원) | 증감율 (%) | P/E (배) | P/B (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 배당수익률 (%) |
|-------|--------------|---------------|--------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|--------------|
| 2024 | 93,399 | 8,365 | 3,492 | 22,362 | 5,439 | 흑전 | 3.7 | 0.3 | 6.3 | 9.2 | 1.1 |
| 2025 | 97,429 | 13,491 | 8,545 | 27,279 | 13,311 | 144.7 | 3.5 | 0.6 | 5.7 | 19.4 | 3.3 |
| 2026F | 97,977 | 7,622 | 4,735 | 21,435 | 7,375 | -44.6 | 5.4 | 0.5 | 6.9 | 9.5 | 2.4 |
| 2027F | 98,400 | 12,076 | 6,999 | 26,021 | 10,903 | 47.8 | 3.6 | 0.4 | 5.6 | 12.8 | 3.6 |
| 2028F | 99,128 | 15,218 | 9,335 | 29,387 | 14,541 | 33.4 | 2.7 | 0.4 | 4.8 | 15.0 | 4.8 |

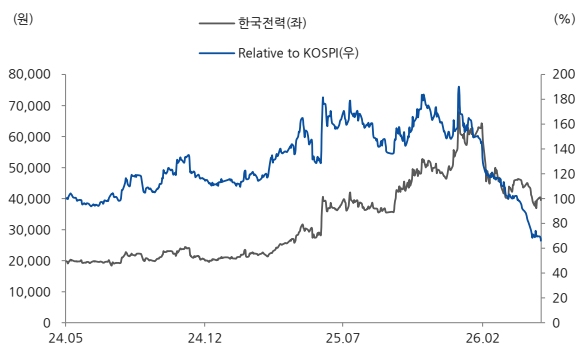
* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 한국전력 연간 실적 추정 변경 내역

| (단위: 십억원) | 변경 후 | | 변경 전 | | 변화율 | |
|-----------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F |
| 매출액 | 97,977 | 98,400 | NA | NA | NA | NA |
| 영업이익 | 7,622 | 12,076 | NA | NA | NA | NA |
| 세전이익 | 6,416 | 9,430 | NA | NA | NA | NA |
| 당기순이익 | 4,785 | 7,073 | NA | NA | NA | NA |

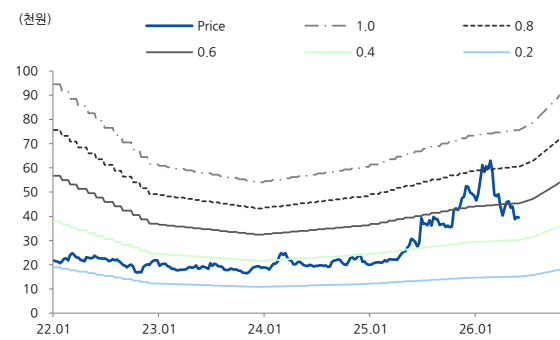
자료: 현대차증권

〈그림1〉 한국전력 주가 추이



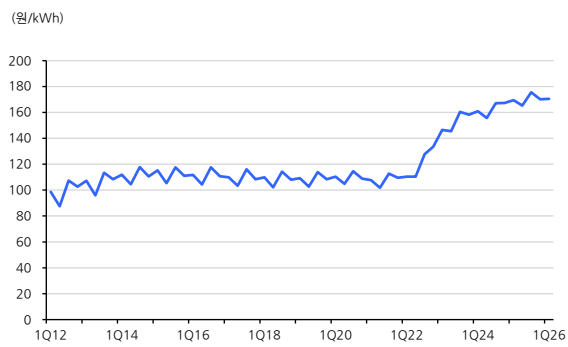
자료: FnGuide, 현대차증권

〈그림2〉 한국전력 P/B 밴드 추이



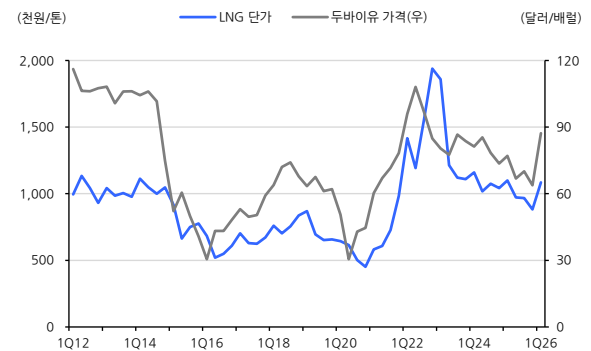
자료: FnGuide, 현대차증권

〈그림3〉 전력판매단가 추이



자료: 한국전력, EPSIS, 현대차증권

〈그림4〉 두바이유 및 LNG 단가 추이



자료: 한국전력, Petronet, 현대차증권

<표2> 한국전력 목표주가 산정

| 항목 | 내용 | 비고 |
|-----------------|---------------|---------------------------|
| Target BPS (원) | 84,385 | - 12M Fwd. BPS |
| Target P/B (x) | 0.63 | - 06년 P/B 밴드 상단 |
| 적정주가 (원) | 53,163 | - Target BPS * Target P/B |
| 목표주가 (원) | 53,000 | |
| 전일종가 (원) | 40,750 | - 2026.05.28 종가 |
| 상승여력 (%) | 30.1 | |
| 투자 의견 | BUY | |

자료: 현대차증권

<표3> 한국전력 분기별 실적 추정

| (단위: 십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2025 | 2026F | 2027F |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 영업수익 | 24,224 | 21,950 | 27,572 | 23,683 | 24,398 | 21,866 | 28,081 | 23,632 | 97,429 | 97,977 | 98,400 |
| YoY | 40% | 72% | 5.6% | 0.7% | 0.7% | -0.4% | 1.8% | -0.2% | 4.3% | 0.6% | 0.4% |
| 영업비용 | 20,470 | 19,814 | 21,920 | 21,734 | 20,614 | 21,242 | 25,288 | 23,211 | 83,939 | 90,355 | 86,323 |
| YoY | -6.9% | 3.1% | -3.5% | 30% | 0.7% | 7.2% | 15.4% | 6.8% | -1.3% | 7.6% | -4.5% |
| >연료비 | 5,010 | 4,315 | 5,501 | 4,610 | 5,218 | 4,849 | 6,957 | 5,961 | 19,436 | 22,985 | 23,738 |
| >구입전력비 | 8,757 | 8,601 | 9,249 | 7,446 | 8,720 | 9,295 | 11,276 | 10,210 | 34,053 | 39,502 | 34,741 |
| >감가상각비 | 2,951 | 2,927 | 2,956 | 2,833 | 2,938 | 2,814 | 2,754 | 2,696 | 11,668 | 11,201 | 10,228 |
| >기타 | 3,753 | 3,971 | 4,215 | 6,843 | 3,739 | 4,284 | 4,300 | 4,344 | 18,782 | 16,667 | 17,617 |
| 영업이익 | 3,754 | 2,136 | 5,652 | 1,949 | 3,784 | 624 | 2,794 | 421 | 13,491 | 7,622 | 12,076 |
| YoY | 188.9% | 70.8% | 66.4% | -19.4% | 0.8% | -70.8% | -50.6% | -78.4% | 61.3% | -43.5% | 58.4% |
| OPM | 15.5% | 9.7% | 20.5% | 8.2% | 15.5% | 2.9% | 9.9% | 1.8% | 13.8% | 7.8% | 12.3% |
| 세전이익 | 3,232 | 1,665 | 5,349 | 1,341 | 3,395 | 279 | 2,526 | 215 | 11,587 | 6,416 | 9,430 |
| YoY | 338.1% | 377.1% | 79.7% | 12.4% | 5.0% | -83.2% | -52.8% | -83.9% | 120.4% | -44.6% | 47.0% |
| 세전이익률 | 13.3% | 7.6% | 19.4% | 5.7% | 13.9% | 1.3% | 9.0% | 0.9% | 11.9% | 6.5% | 9.6% |
| 자배주순이익 | 2,328 | 1,137 | 3,756 | 1,324 | 2,493 | 207 | 1,875 | 160 | 8,545 | 4,735 | 6,999 |
| YoY | 314.7% | 1646.5% | 103.1% | 30.4% | 7.1% | -81.8% | -50.1% | -87.9% | 144.7% | -44.6% | 47.8% |
| 자배주순이익률 | 9.6% | 5.2% | 13.6% | 5.6% | 10.2% | 0.9% | 6.7% | 0.7% | 8.8% | 4.8% | 7.1% |
| 주요 가정 | | | | | | | | | | | |
| >전기판매량(GWh) | 141,018 | 127,341 | 151,506 | 129,551 | 139,742 | 127,254 | 154,724 | 129,342 | 549,417 | 551,061 | 554,131 |
| >판매단가(원/kWh) | 170 | 165 | 176 | 170 | 170 | 165 | 175 | 170 | 170 | 170 | 170 |
| >SMP(원/kWh) | 116 | 123 | 117 | 96 | 107 | 123 | 137 | 139 | 113 | 127 | 104 |
| >LNG 단가(달러/톤) | 1,100 | 972 | 967 | 883 | 1,086 | 1,015 | 1,169 | 1,389 | 981 | 1,165 | 963 |
| >석탄 단가(천원/톤) | 193 | 185 | 165 | 170 | 198 | 199 | 218 | 202 | 178 | 204 | 210 |
| >평균환율(원/달러) | 1,453 | 1,402 | 1,386 | 1,450 | 1,464 | 1,483 | 1,470 | 1,453 | 1,422 | 1,468 | 1,425 |

자료: 현대차증권

COMPANY NOTE

(단위:십억원)

| 포괄손익계산서 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 93,399 | 97,429 | 97,977 | 98,400 | 99,128 |
| 증가율 (%) | 5.9 | 4.3 | 0.6 | 0.4 | 0.7 |
| 매출원가 | 81,964 | 80,705 | 86,849 | 82,870 | 80,554 |
| 매출원가율 (%) | 87.8 | 82.8 | 88.6 | 84.2 | 81.3 |
| 매출총이익 | 11,435 | 16,725 | 11,128 | 15,529 | 18,574 |
| 매출이익률 (%) | 12.2 | 17.2 | 11.4 | 15.8 | 18.7 |
| 증가율 (%) | 흑전 | 46.3 | -33.5 | 39.5 | 19.6 |
| 판매관리비 | 3,070 | 3,234 | 3,506 | 3,453 | 3,356 |
| 판매비율(%) | 3.3 | 3.3 | 3.6 | 3.5 | 3.4 |
| EBITDA | 22,362 | 27,279 | 21,435 | 26,021 | 29,387 |
| EBITDA 이익률 (%) | 23.9 | 28.0 | 21.9 | 26.4 | 29.6 |
| 증가율 (%) | 163.4 | 22.0 | -21.4 | 21.4 | 12.9 |
| 영업이익 | 8,365 | 13,491 | 7,622 | 12,076 | 15,218 |
| 영업이익률 (%) | 9.0 | 13.8 | 7.8 | 12.3 | 15.4 |
| 증가율 (%) | 흑전 | 61.3 | -43.5 | 58.4 | 26.0 |
| 영업외손익 | -3,990 | -2,480 | -1,853 | -3,028 | -3,025 |
| 금융수익 | 3,448 | 2,038 | 3,045 | 2,690 | 2,622 |
| 금융비용 | 7,535 | 5,039 | 5,228 | 5,106 | 5,030 |
| 기타영업외손익 | 97 | 521 | 330 | -612 | -617 |
| 중속/관계기업관련손익 | 882 | 576 | 647 | 383 | 385 |
| 세전계속사업이익 | 5,257 | 11,587 | 6,416 | 9,430 | 12,578 |
| 세전계속사업이익률 | 5.6 | 11.9 | 6.5 | 9.6 | 12.7 |
| 증가율 (%) | 흑전 | 120.4 | -44.6 | 47.0 | 33.4 |
| 법인세비용 | 1,635 | 2,920 | 1,631 | 2,358 | 3,144 |
| 계속사업이익 | 3,622 | 8,667 | 4,785 | 7,073 | 9,433 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 3,622 | 8,667 | 4,785 | 7,073 | 9,433 |
| 당기순이익률 (%) | 3.9 | 8.9 | 4.9 | 7.2 | 9.5 |
| 증가율 (%) | 흑전 | 139.3 | -44.8 | 47.8 | 33.4 |
| 지배주주지분 순이익 | 3,492 | 8,545 | 4,735 | 6,999 | 9,335 |
| 비지배주주지분 순이익 | 130 | 122 | 50 | 74 | 98 |
| 기타포괄이익 | 629 | -145 | 621 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 4,251 | 8,521 | 5,406 | 7,073 | 9,433 |

(단위:십억원)

| 현금흐름표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 영업활동으로인한현금흐름 | 15,876 | 20,880 | 18,532 | 16,614 | 23,634 |
| 당기순이익 | 3,622 | 8,667 | 4,785 | 7,073 | 9,433 |
| 유형자산 상각비 | 13,834 | 13,630 | 13,657 | 13,810 | 14,054 |
| 무형자산 상각비 | 164 | 159 | 156 | 135 | 115 |
| 외환손익 | 2,367 | -407 | 1,005 | 40 | 30 |
| 운전자본의 감소(증가) | -3,790 | -5,383 | -242 | -4,444 | 2 |
| 기타 | -321 | 4,214 | -829 | 0 | 0 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | -14,093 | -18,445 | -15,368 | -13,788 | -17,989 |
| 투자자산의 감소(증가) | -2,275 | -1,846 | 420 | 62 | -3 |
| 유형자산의 감소 | 403 | 468 | 78 | 0 | 0 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -14,216 | -15,834 | -15,498 | -13,810 | -17,957 |
| 기타 | 1,995 | -1,233 | -368 | -40 | -29 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | -3,849 | -2,635 | -3,955 | -2,407 | -5,030 |
| 차입금의 증가(감소) | -447 | 8 | -1 | 0 | 0 |
| 사채의 증가(감소) | -4,145 | -4,365 | -3,980 | -500 | -1,000 |
| 자본의 증가 | 0 | -34 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금 | -137 | -219 | -990 | -614 | -908 |
| 기타 | 880 | 1,975 | 1,016 | -1,293 | -3,122 |
| 기타현금흐름 | 106 | 58 | 21 | 0 | 0 |
| 현금의증가(감소) | -1,960 | -142 | -770 | 420 | 615 |
| 기초현금 | 4,343 | 2,383 | 2,241 | 1,471 | 1,890 |
| 기말현금 | 2,383 | 2,241 | 1,471 | 1,890 | 2,505 |

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)

| 재무상태표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산 | 29,255 | 30,715 | 31,040 | 35,153 | 35,773 |
| 현금성자산 | 2,383 | 2,241 | 1,471 | 1,890 | 2,505 |
| 단기투자자산 | 2,106 | 3,029 | 2,382 | 2,382 | 2,382 |
| 매출채권 | 11,099 | 11,625 | 10,742 | 14,487 | 14,489 |
| 채고자산 | 9,769 | 10,153 | 11,121 | 11,078 | 11,080 |
| 기타유동자산 | 2,420 | 2,347 | 2,342 | 2,333 | 2,334 |
| 비유동자산 | 217,553 | 224,212 | 226,898 | 226,700 | 230,491 |
| 유형자산 | 182,983 | 187,752 | 190,524 | 190,524 | 194,426 |
| 무형자산 | 1,146 | 1,101 | 1,008 | 873 | 759 |
| 투자자산 | 16,232 | 17,929 | 17,967 | 17,904 | 17,907 |
| 기타비유동자산 | 17,192 | 17,430 | 17,399 | 17,399 | 17,399 |
| 기타금융업자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자산총계 | 246,808 | 254,927 | 257,938 | 261,854 | 266,263 |
| 유동부채 | 63,969 | 67,107 | 70,427 | 68,525 | 65,403 |
| 단기차입금 | 9,123 | 9,979 | 9,016 | 8,723 | 8,601 |
| 매입채무 | 4,495 | 3,543 | 3,748 | 3,139 | 3,139 |
| 유동성장기부채 | 35,319 | 35,908 | 38,746 | 37,746 | 34,746 |
| 기타유동부채 | 15,032 | 17,677 | 18,917 | 18,917 | 18,917 |
| 비유동부채 | 141,476 | 138,497 | 134,825 | 134,185 | 133,191 |
| 사채 | 84,973 | 80,608 | 76,628 | 76,128 | 75,128 |
| 장기차입금 | 3,119 | 3,275 | 3,313 | 3,313 | 3,313 |
| 장기금융부채 | 261 | 113 | 74 | 74 | 74 |
| 기타비유동부채 | 53,123 | 54,501 | 54,810 | 54,670 | 54,676 |
| 기타금융업부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 205,445 | 205,605 | 205,252 | 202,710 | 198,594 |
| 지배주주지분 | 39,915 | 48,170 | 51,512 | 57,897 | 66,323 |
| 자본금 | 3,210 | 3,210 | 3,210 | 3,210 | 3,210 |
| 자본잉여금 | 2,445 | 2,410 | 2,410 | 2,410 | 2,410 |
| 자본조정 등 | 12,709 | 12,709 | 12,709 | 12,709 | 12,709 |
| 기타포괄이익누계액 | 1,424 | 1,341 | 1,851 | 1,851 | 1,851 |
| 이익잉여금 | 20,128 | 28,501 | 31,332 | 37,717 | 46,144 |
| 비지배주주지분 | 1,448 | 1,153 | 1,174 | 1,247 | 1,346 |
| 자본총계 | 41,363 | 49,323 | 52,686 | 59,144 | 67,669 |

(단위:원, 배, %)

| 주요투자지표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| EPS(당기순이익 기준) | 5,642 | 13,500 | 7,453 | 11,018 | 14,695 |
| EPS(지배순이익 기준) | 5,439 | 13,311 | 7,375 | 10,903 | 14,541 |
| BPS(자본총계 기준) | 64,432 | 76,831 | 82,070 | 92,130 | 105,410 |
| BPS(지배지분 기준) | 62,177 | 75,035 | 80,241 | 90,187 | 103,314 |
| DPS | 213 | 1,542 | 957 | 1,415 | 1,887 |
| P/E(당기순이익 기준) | 3.6 | 3.5 | 5.3 | 3.6 | 2.7 |
| P/E(지배순이익 기준) | 3.7 | 3.5 | 5.4 | 3.6 | 2.7 |
| P/B(자본총계 기준) | 0.3 | 0.6 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| P/B(지배지분 기준) | 0.3 | 0.6 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| EV/EBITDA(Reported) | 6.3 | 5.7 | 6.9 | 5.6 | 4.8 |
| 배당수익률 | 1.1 | 3.3 | 2.4 | 3.6 | 4.8 |
| 성장성 (%) | | | | | |
| EPS(당기순이익 기준) | 흑전 | 139.3 | -44.8 | 47.8 | 33.4 |
| EPS(지배순이익 기준) | 흑전 | 144.7 | -44.6 | 47.8 | 33.4 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE(당기순이익 기준) | 9.2 | 19.1 | 9.4 | 12.6 | 14.9 |
| ROE(지배순이익 기준) | 9.2 | 19.4 | 9.5 | 12.8 | 15.0 |
| ROA | 1.5 | 3.5 | 1.9 | 2.7 | 3.6 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 부채비율 | 496.7 | 416.9 | 389.6 | 342.7 | 293.5 |
| 순차입금비율 | 308.1 | 251.1 | 230.6 | 201.7 | 169.3 |
| 이자보상배율 | 1.8 | 3.1 | 1.9 | 3.0 | 3.8 |

한국가스공사 (036460)

COVERAGE INITIATION

Analyst 신동현 dhshin@hmsec.com

단기적 미수금 우려 존재하나 해외사업 증익 전망

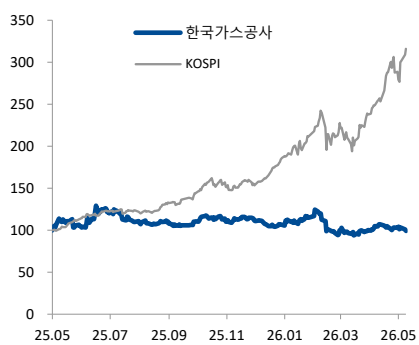
BUY TP 45,000원

| | | | |
|-----------------------|-----------------|-----------|-----------|
| 현재주가 (5/27) | 36,350원 | | |
| 상승여력 | 23.8% | | |
| 시가총액 | 3,356십억원 | | |
| 발행주식수 | 92,313천주 | | |
| 자본금/액면가 | 462십억원/5,000원 | | |
| 52주 최고가/최저가 | 47,350원/34,350원 | | |
| 일평균 거래대금 (60일) | 14십억원 | | |
| 외국인 지분율 | 11.31% | | |
| 주요주주 지분율 | | | |
| 대한민국정부(기획재정 부)외 1인 | 46.63% | | |
| 주가상승률 | 1M | 3M | 6M |
| 절대주가(%) | -5.1 | -11.8 | -13.0 |
| 상대주가(%p) | -23.7 | -33.1 | -57.9 |

* K-IFRS 연결 기준

| (단위: 원) | EPS(26F) | EPS(27F) | T/P |
|-----------|----------|----------|--------|
| Before | N/A | N/A | N/A |
| After | 9,529 | 10,112 | 45,000 |
| Consensus | 10,236 | 10,239 | 48,600 |
| Cons. 차이 | -6.9% | -1.2% | -7.4% |

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

요약 실적 및 Valuation

| 구분 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EBITDA (십억원) | EPS (원) | 증감율 (%) | P/E (배) | P/B (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 배당수익률 (%) |
|-------|--------------|---------------|--------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|--------------|
| 2024 | 38,389 | 3,003 | 1,147 | 4,986 | 12,422 | 흑전 | 2.8 | 0.3 | 8.3 | 11.2 | 4.2 |
| 2025 | 35,727 | 2,101 | 133 | 4,025 | 1,441 | -88.4 | 27.3 | 0.3 | 9.4 | 1.2 | 2.9 |
| 2026F | 36,809 | 2,143 | 880 | 4,064 | 9,529 | 561.3 | 3.8 | 0.3 | 9.0 | 7.9 | 3.8 |
| 2027F | 36,842 | 2,146 | 933 | 4,072 | 10,112 | 6.1 | 3.6 | 0.3 | 8.8 | 7.8 | 4.0 |
| 2028F | 37,456 | 2,132 | 959 | 4,049 | 10,392 | 2.8 | 3.5 | 0.3 | 8.6 | 7.5 | 4.1 |

* K-IFRS 연결 기준

투자포인트 및 결론

- 2026F 연결 매출액 36조 8,091억원(+3.0% yoy), 영업이익 2조 1,430억원(+2.0% yoy, OPM 5.8%) 전망. 목표주가 45,000원, 투자의견 BUY 제시하며 커버리지 개시
- 유가 상승 영향으로 국내 가스 도매 실적은 다소 감소하겠으나 해외 사업장 이익 증가가 기대됨. 단기적인 미수금 증가 우려는 존재하나 영업이익은 견조할 것

주요이슈 및 실적전망

- 미국-이란 전쟁으로 인해 급등한 유가는 3Q26부터 본격적으로 동사 원료비에 반영될 것으로 추정함. 두바이 유가는 통상 5~6개월의 시차를 두고 국내 LNG 도입가격에 영향을 미침
- 동사는 원료비 연동제에 의해 유가 및 LNG 원가 상승분을 판가로 전가할 수 있어 이익 훼손은 크지 않을 것. 다만 지방선거 및 물가상승 우려로 인해 한동안 요금 인상 가능성은 제한적으로 보는 것이 타당함. 이 과정에서 원료비 미수금이 단기간동안 증가할 여지 존재
- 반면 상승한 국제유가 및 LNG spot 가격을 바탕으로 미안마, 호주 등지에서 진행하는 LNG 개발 사업은 이익 증가가 기대됨. 특히 1Q26 본격적인 매출 발생을 시작한 캐나다 LNG까지 더해지며 전년대비 실적 성장이 가능할 전망

BUY(신규) / TP 45,000 원(신규) = 12m Fwd. BPS 129,300 원 * Target P/E 0.35x

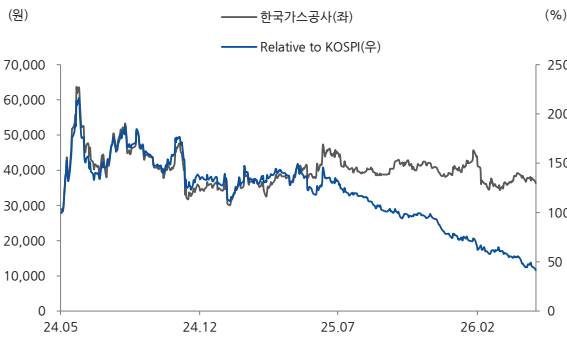
- 목표주가는 12m Fwd. BPS 129,300원에 Target P/B 0.35x를 적용. 해당 P/B는 국제유가 급등과 이를 따라가지 못하는 요금 인상 속도로 인해 미수금이 다시 증가 추세에 들어섰던 2022년 P/B 평균임. 미수금에 대한 우려는 다소 존재하나 해외사업 기반의 영업이익 성장 및 지방선거 이후 요금인상 시 미수금 회수가 확인되며 주가는 다시 탄력을 받을 수 있을 것으로 전망함
- 목표주가 45,000원, 투자의견 BUY를 제시하며 커버리지 개시

<표1> 한국가스공사 연간 실적 추정 변경 내역

| (단위: 십억원) | 변경 후 | | 변경 전 | | 변화율 | |
|-----------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F |
| 매출액 | 36,809 | 36,842 | NA | NA | NA | NA |
| 영업이익 | 2,143 | 2,146 | NA | NA | NA | NA |
| 세전이익 | 1,159 | 1,244 | NA | NA | NA | NA |
| 당기순이익 | 879 | 933 | NA | NA | NA | NA |

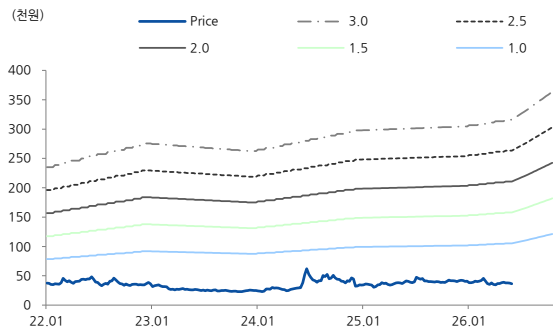
자료: 현대차증권

<그림1> 한국가스공사 주가 추이



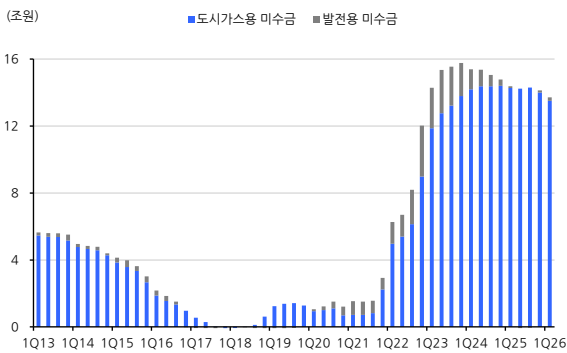
자료: FnGuide, 현대차증권

<그림2> 한국가스공사 P/B 밴드 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

<그림3> 한국가스공사 분기별 원료비 미수금 추이



자료: 한국가스공사, 현대차증권

<그림4> 분기별 평균 두바이유가 추이



자료: Petronet, 현대차증권

〈표2〉 한국가스공사 목표주가 산정

| 항목 | 내용 | 비고 |
|-----------------|---------------|---------------------------|
| Target BPS (원) | 129,300 | - 12m Fwd. BPS |
| Target P/B (x) | 0.35 | - 22년 평균 P/B |
| 적정주가 (원) | 45,255 | - Target BPS * Target P/B |
| 목표주가 (원) | 45,000 | |
| 전일종가 (원) | 36,350 | - 2026.05.27 종가 |
| 상승여력 (%) | 23.8 | |
| 투자 의견 | BUY | |

자료: 현대차증권

〈표3〉 한국가스공사 분기별 실적 추정

| (단위: 십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2025 | 2026F | 2027F |
|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 매출액 | 12,733 | 7,630 | 6,372 | 8,992 | 11,802 | 7,259 | 7,752 | 9,996 | 35,727 | 36,809 | 36,842 |
| YoY | -0.6% | 1.9% | -21.4% | -9.9% | -7.3% | -4.9% | 21.7% | 11.2% | -6.9% | 3.0% | 0.1% |
| > 국내가스도매 | 12,184 | 7,039 | 5,836 | 8,406 | 11,284 | 6,681 | 7,177 | 9,412 | 33,464 | 34,553 | 34,437 |
| YoY | -0.3% | 1.2% | -22.3% | -9.9% | -7.4% | -5.1% | 23.0% | 12.0% | -7.1% | 3.3% | -0.3% |
| > 해외기타 | 548 | 592 | 537 | 586 | 519 | 578 | 575 | 585 | 2,263 | 2,256 | 2,404 |
| YoY | -6.8% | 10.5% | -9.9% | -9.6% | -5.4% | -2.2% | 7.1% | -0.3% | -4.4% | -0.3% | 6.6% |
| 영업이익 | 834 | 405 | 389 | 474 | 910 | 413 | 370 | 450 | 2,101 | 2,143 | 2,146 |
| YoY | -9.5% | -13.1% | -11.5% | -59.7% | 9.1% | 2.1% | -5.0% | -4.9% | -30.0% | 2.0% | 0.1% |
| OPM | 6.5% | 5.3% | 6.1% | 5.3% | 7.7% | 5.7% | 4.8% | 4.5% | 5.9% | 5.8% | 5.8% |
| 세전이익 | 483 | 138 | 110 | -334 | 718 | 121 | 121 | 199 | 396 | 1,159 | 1,244 |
| YoY | -23.6% | -29.7% | -42.7% | 적전 | 48.9% | -12.3% | 9.9% | 흑전 | -75.8% | 192.4% | 7.3% |
| 세전이익률 | 3.8% | 1.8% | 1.7% | -3.7% | 6.1% | 1.7% | 1.6% | 2.0% | 1.1% | 3.1% | 3.4% |
| 자배주순이익 | 367 | 85 | 87 | -407 | 549 | 91 | 91 | 150 | 133 | 880 | 933 |
| YoY | -9.6% | -66.2% | -43.9% | 적전 | 49.3% | 6.4% | 4.0% | 흑전 | -88.4% | 561.3% | 6.1% |
| 자배주순이익률 | 2.9% | 1.1% | 1.4% | -4.5% | 4.6% | 1.3% | 1.2% | 1.5% | 0.4% | 2.4% | 2.5% |

자료: 현대차증권

COMPANY NOTE

(단위:십억원)

| 포괄손익계산서 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 38,389 | 35,727 | 36,809 | 36,842 | 37,456 |
| 증가율 (%) | -13.8 | -6.9 | 3.0 | 0.1 | 1.7 |
| 매출원가 | 34,976 | 33,167 | 34,193 | 34,175 | 34,794 |
| 매출원가율 (%) | 91.1 | 92.8 | 92.9 | 92.8 | 92.9 |
| 매출총이익 | 3,413 | 2,560 | 2,617 | 2,667 | 2,662 |
| 매출이익률 (%) | 8.9 | 7.2 | 7.1 | 7.2 | 7.1 |
| 증가율 (%) | 74.4 | -25.0 | 2.2 | 1.9 | -0.2 |
| 판매관리비 | 409 | 459 | 474 | 520 | 530 |
| 판매비율(%) | 1.1 | 1.3 | 1.3 | 1.4 | 1.4 |
| EBITDA | 4,986 | 4,025 | 4,064 | 4,072 | 4,049 |
| EBITDA 이익률 (%) | 13.0 | 11.3 | 11.0 | 11.1 | 10.8 |
| 증가율 (%) | 44.9 | -19.3 | 1.0 | 0.2 | -0.6 |
| 영업이익 | 3,003 | 2,101 | 2,143 | 2,146 | 2,132 |
| 영업이익률 (%) | 7.8 | 5.9 | 5.8 | 5.8 | 5.7 |
| 증가율 (%) | 93.4 | -30.0 | 2.0 | 0.1 | -0.7 |
| 영업외손익 | -1,503 | -1,803 | -1,053 | -902 | -854 |
| 금융수익 | 2,070 | 1,084 | 1,271 | 1,078 | 1,097 |
| 금융비용 | 3,441 | 2,318 | 2,355 | 1,980 | 1,951 |
| 기타영업외손익 | -132 | -569 | 31 | 0 | 0 |
| 종속관계기업관련손익 | 137 | 98 | 69 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 1,638 | 396 | 1,159 | 1,244 | 1,278 |
| 세전계속사업이익률 | 4.3 | 1.1 | 3.1 | 3.4 | 3.4 |
| 증가율 (%) | 흑전 | -75.8 | 192.7 | 7.3 | 2.7 |
| 법인세비용 | 489 | 264 | 280 | 311 | 320 |
| 계속사업이익 | 1,149 | 132 | 879 | 933 | 959 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 1,149 | 132 | 879 | 933 | 959 |
| 당기순이익률 (%) | 3.0 | 0.4 | 2.4 | 2.5 | 2.6 |
| 증가율 (%) | 흑전 | -88.5 | 565.9 | 6.1 | 2.8 |
| 지배주주지분 순이익 | 1,147 | 133 | 880 | 933 | 959 |
| 비지배주주지분 순이익 | 2 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 기타포괄이익 | 52 | -27 | 120 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 1,201 | 105 | 999 | 933 | 959 |

(단위:십억원)

| 현금흐름표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동으로인한현금흐름 | 3,630 | 6,539 | 3,474 | 2,904 | 2,820 |
| 당기순이익 | 1,149 | 132 | 879 | 933 | 959 |
| 유형자산 상각비 | 1,864 | 1,803 | 1,805 | 1,817 | 1,817 |
| 무형자산 상각비 | 119 | 121 | 116 | 109 | 100 |
| 외환손익 | 311 | 73 | 271 | 40 | 30 |
| 운전자본의 감소(증가) | -479 | 3,588 | 516 | 6 | -86 |
| 기타 | 666 | 822 | -113 | -1 | 0 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | -1,747 | -2,256 | -1,920 | -1,855 | -1,879 |
| 투자자산의 감소(증가) | 189 | 251 | -159 | 2 | -32 |
| 유형자산의 감소 | 6 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -1,666 | -1,988 | -1,885 | -1,817 | -1,817 |
| 기타 | -276 | -523 | 124 | -40 | -30 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | -1,837 | -4,056 | -1,244 | -625 | -633 |
| 차입금의 증가(감소) | 61 | 11 | 50 | 0 | 0 |
| 사채의증가(감소) | -1,463 | -1,272 | 244 | -500 | -500 |
| 자본의 증가 | -664 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금 | -26 | -127 | -101 | -125 | -133 |
| 기타 | 255 | -2,668 | -1,437 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | 103 | -9 | 48 | 0 | 0 |
| 현금의증가(감소) | 149 | 218 | 358 | 425 | 309 |
| 기초현금 | 781 | 929 | 1,147 | 1,505 | 1,930 |
| 기말현금 | 929 | 1,147 | 1,505 | 1,930 | 2,239 |

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)

| 재무상태표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 16,969 | 13,634 | 13,517 | 13,931 | 14,405 |
| 현금성자산 | 929 | 1,147 | 1,505 | 1,930 | 2,239 |
| 단기투자자산 | 462 | 119 | 215 | 215 | 215 |
| 매출채권 | 6,867 | 6,060 | 5,968 | 5,961 | 6,070 |
| 재고자산 | 4,605 | 3,346 | 3,076 | 3,072 | 3,128 |
| 기타유동자산 | 4,101 | 2,930 | 2,734 | 2,734 | 2,734 |
| 비유동자산 | 40,701 | 39,993 | 40,259 | 40,148 | 40,080 |
| 유형자산 | 23,008 | 22,834 | 23,275 | 23,275 | 23,275 |
| 무형자산 | 1,670 | 1,429 | 1,398 | 1,289 | 1,189 |
| 투자자산 | 2,572 | 2,268 | 2,498 | 2,496 | 2,527 |
| 기타비유동자산 | 13,451 | 13,462 | 13,088 | 13,088 | 13,089 |
| 기타금융업자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자산총계 | 57,670 | 53,628 | 53,777 | 54,079 | 54,485 |
| 유동부채 | 21,267 | 17,237 | 16,704 | 16,702 | 16,728 |
| 단기차입금 | 10,081 | 7,078 | 6,358 | 6,358 | 6,358 |
| 매입채무 | 1,963 | 1,954 | 1,368 | 1,366 | 1,391 |
| 유동성장기부채 | 4,929 | 5,149 | 5,247 | 5,247 | 5,247 |
| 기타유동부채 | 4,294 | 3,056 | 3,731 | 3,731 | 3,732 |
| 비유동부채 | 25,577 | 25,592 | 25,477 | 24,974 | 24,528 |
| 사채 | 21,055 | 21,413 | 20,897 | 20,397 | 19,897 |
| 장기차입금 | 331 | 348 | 395 | 395 | 395 |
| 장기금융부채 | 47 | 42 | 44 | 44 | 44 |
| 기타비유동부채 | 4,144 | 3,789 | 4,141 | 4,138 | 4,192 |
| 기타금융업부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 46,843 | 42,829 | 42,181 | 41,676 | 41,256 |
| 지배주주지분 | 10,829 | 10,802 | 11,599 | 12,408 | 13,234 |
| 자본금 | 462 | 462 | 462 | 462 | 462 |
| 자본잉여금 | 1,355 | 1,355 | 1,355 | 1,355 | 1,355 |
| 자본조정 등 | 841 | 841 | 841 | 841 | 841 |
| 기타포괄이익누계액 | 392 | 370 | 486 | 486 | 486 |
| 이익잉여금 | 7,780 | 7,776 | 8,456 | 9,265 | 10,091 |
| 비지배주주지분 | -3 | -3 | -4 | -5 | -5 |
| 자본총계 | 10,826 | 10,799 | 11,595 | 12,403 | 13,229 |

(단위:원, 배, %)

| 주요투자지표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EPS(당기순이익 기준) | 12,447 | 1,433 | 9,524 | 10,106 | 10,386 |
| EPS(지배순이익 기준) | 12,422 | 1,441 | 9,529 | 10,112 | 10,392 |
| BPS(자본총계 기준) | 117,279 | 116,982 | 125,606 | 134,360 | 143,309 |
| BPS(지배지분 기준) | 117,308 | 117,020 | 125,649 | 134,410 | 143,364 |
| DPS | 1,455 | 1,154 | 1,430 | 1,520 | 1,560 |
| P/E(당기순이익 기준) | 2.8 | 27.4 | 3.8 | 3.6 | 3.5 |
| P/E(지배순이익 기준) | 2.8 | 27.3 | 3.8 | 3.6 | 3.5 |
| P/B(자본총계 기준) | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| P/B(지배지분 기준) | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| EV/EBITDA(Reported) | 8.3 | 9.4 | 9.0 | 8.8 | 8.6 |
| 배당수익률 | 4.2 | 2.9 | 3.8 | 4.0 | 4.1 |
| 성장성 (%) | | | | | |
| EPS(당기순이익 기준) | 흑전 | -88.5 | 564.8 | 6.1 | 2.8 |
| EPS(지배순이익 기준) | 흑전 | -88.4 | 561.3 | 6.1 | 2.8 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE(당기순이익 기준) | 11.1 | 1.2 | 7.9 | 7.8 | 7.5 |
| ROE(지배순이익 기준) | 11.2 | 1.2 | 7.9 | 7.8 | 7.5 |
| ROA | 2.0 | 0.2 | 1.6 | 1.7 | 1.8 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 부채비율 | 432.7 | 396.6 | 363.8 | 336.0 | 311.9 |
| 순차입금비율 | 351.1 | 315.9 | 287.0 | 260.9 | 238.5 |
| 이자보상배율 | 2.0 | 1.7 | 1.6 | 1.6 | 1.6 |

한전KPS (051600)

COVERAGE INITIATION
Analyst 신동현 dhshin@hmsec.com

확대되는 원전의 생애주기를 함께 하다

BUY

TP 67,000원

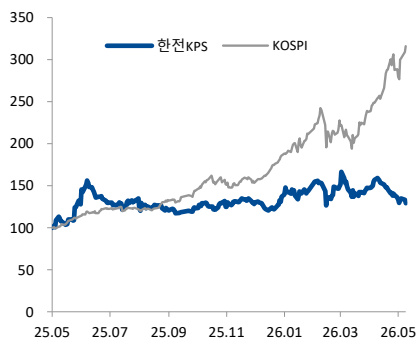
| | |
|----------------|-----------------|
| 현재주가 (5/27) | 52,300원 |
| 상승여력 | 28.1% |
| 시가총액 | 2,354십억원 |
| 발행주식수 | 45,000천주 |
| 자본금/액면가 | 9십억원/200원 |
| 52주 최고가/최저가 | 67,500원/42,000원 |
| 일평균 거래대금 (60일) | 14십억원 |
| 외국인 지분율 | 9.03% |
| 주요주주 지분율 | |
| 한국전력공사의 1인 | 51.02% |

| | | | |
|----------|-------|-------|-------|
| 추가상승률 | 1M | 3M | 6M |
| 절대주가(%) | -18.9 | -15.6 | -1.1 |
| 상대주가(%p) | -34.8 | -36.0 | -52.1 |

* K-IFRS 연결 기준

| | | | |
|-----------|----------|----------|--------|
| (단위: 원) | EPS(26F) | EPS(27F) | TP |
| Before | N/A | N/A | N/A |
| After | 3,418 | 3,857 | 67,000 |
| Consensus | 3,504 | 3,810 | 68,455 |
| Cons. 차이 | -2.5% | 1.2% | -2.1% |

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

요약 실적 및 Valuation

| 구분 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EBITDA (십억원) | EPS (원) | 증감율 (%) | P/E (배) | P/B (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 배당수익률 (%) |
|-------|--------------|---------------|--------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|--------------|
| 2024 | 1,557 | 209 | 172 | 274 | 3,832 | 6.0 | 11.5 | 1.5 | 5.7 | 13.3 | 5.6 |
| 2025 | 1,577 | 140 | 124 | 205 | 2,761 | -28.0 | 17.9 | 1.7 | 9.0 | 9.3 | 3.3 |
| 2026F | 1,623 | 188 | 154 | 251 | 3,418 | 23.8 | 15.3 | 1.7 | 8.0 | 11.4 | 3.8 |
| 2027F | 1,700 | 206 | 174 | 269 | 3,857 | 12.8 | 13.6 | 1.6 | 7.2 | 12.4 | 4.2 |
| 2028F | 1,738 | 207 | 177 | 270 | 3,935 | 2.0 | 13.3 | 1.6 | 6.9 | 12.0 | 4.3 |

* K-IFRS 연결 기준

투자포인트 및 결론

-2026F 연결 매출액 1조 6,228억원(+2.9% yoy), 영업이익 1,878억원(+34.1% yoy, OPM 11.6%) 전망. 목표주가 67,000원, 투자의견 BUY를 제시하며 커버리지 개시
-화력부문은 석탄발전 이용률 하락 전망에 따라 장기적으로 점진적 매출 축소가 예상되나 매출비중 약 40%를 차지하는 원자력/양수 부문은 국내 대형원전 정비 증가 및 증설 사이클에 맞추어 지속 성장 가능. 또한 팀코리아를 통한 해외 원전 정비사업 확대로 해외부문의 외형 성장도 기대됨. 원전 모멘텀의 직접 수혜 가능

주요이슈 및 실적전망

-26년 원전 계획예방정비는 총 23개호기가 예정되어 있으며, 호기 수는 전년과 동일하나 당해 매출로 반영되는 실질적인 비중은 전년대비 약 10% 증가 전망
-국내의 원전 정비 수주 기대감도 유효. 올해~내년에 걸쳐 준공 예정인 새울 3, 4호기 관련 매출은 이미 인식 중이며, 신한울 3, 4호기(32~33년 준공 예정), 체코 두코바니 대형원전(2H26 수주 예상) 등 가능성 높은 안건 대기 중
-또한 베트남, 사우디, 미국, 튀르키예 등 지역에서도 팀코리아 수주가 예상되며, 원전 정비에 있어 독보적인 위치를 점하고 있는 동사의 참여 가능성은 매우 높다고 판단됨. 참고로 작년 수주한 루마니아 체르노보다 노후설비 개선사업(4,850억원)은 27년 9월 중 본격적인 인력투입이 시작될 전망

BUY(신규) / TP 67,000 원(신규) = 12m Fwd. EPS 3,461 원 * Target P/E 19.2x

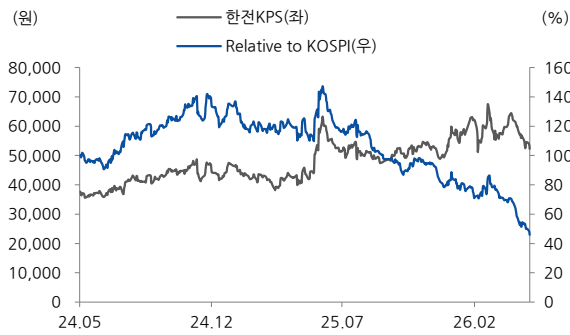
-목표주가는 12m Fwd. EPS 3,461원에 Target P/E 19.2x를 적용. 해당 P/E는 UAE 바라카 원전 정비사업 계약을 체결했던 2013년 P/E 밴드 상단임. 현재는 당시에 비해 압도적으로 많은 해외 원전 수주가 예상되고 있어 밴드 상단을 부여하는 것에는 무리가 없다고 판단함. 글로벌 에너지 및 원전 사이클이 본격화되는 시점에서 직접 수혜가 가능한 동사의 투자 매력은 충분한 상황
-목표주가 67,000원, 투자의견 BUY를 제시하며 커버리지 개시

<표1> 한전KPS 연간 실적 추정 변경 내역

| (단위: 십억원) | 변경 후 | | 변경 전 | | 변화율 | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F |
| 매출액 | 1,623 | 1,700 | NA | NA | NA | NA |
| 영업이익 | 188 | 206 | NA | NA | NA | NA |
| 세전이익 | 202 | 226 | NA | NA | NA | NA |
| 당기순이익 | 154 | 174 | NA | NA | NA | NA |

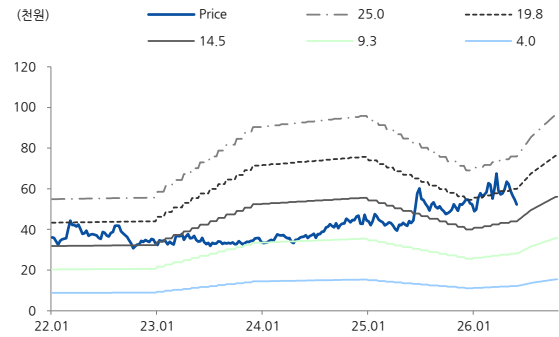
자료: 현대차증권

<그림1> 한전KPS 주가 추이



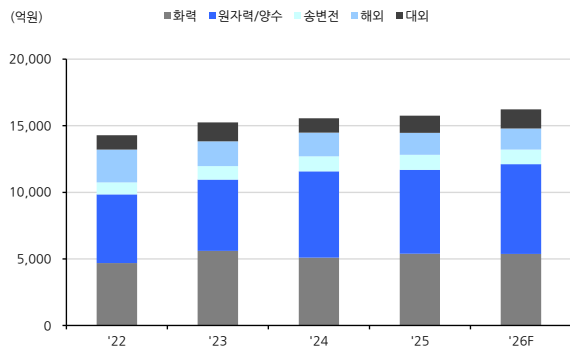
자료: FnGuide, 현대차증권

<그림2> 한전KPS P/E 밴드 추이



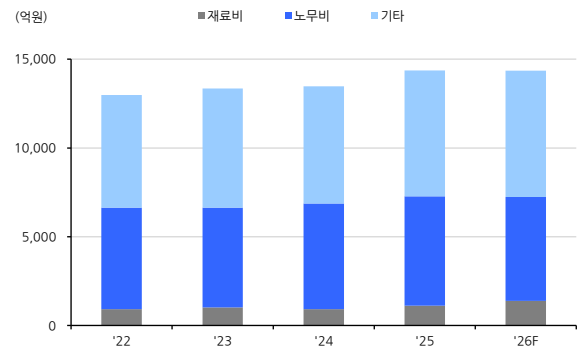
자료: FnGuide, 현대차증권

<그림3> 한전KPS 부문별 매출액 Breakdown



자료: 한전KPS, 현대차증권

<그림4> 한전KPS 영업비용 Breakdown



자료: 한전KPS, 현대차증권

<표2> 한전KPS 목표주가 산정

| 항목 | 내용 | 비고 |
|-----------------|---------------|---------------------------|
| Target EPS (원) | 3,461 | - 12m Fwd. EPS |
| Target P/E (x) | 19.2 | - 13년 P/E 밴드 상단 |
| 적정주가 (원) | 66,545 | - Target EPS * Target P/E |
| 목표주가 (원) | 67,000 | |
| 전일종가 (원) | 52,300 | - 2026.05.27 종가 |
| 상승여력 (%) | 28.1 | |
| 투자 의견 | BUY | |

자료: 현대차증권

<표3> 한전KPS 분기별 실적 추정

| (단위: 십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2025 | 2026F | 2027F |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 288 | 454 | 394 | 441 | 352 | 464 | 377 | 429 | 1,577 | 1,623 | 1,700 |
| YoY | -16.0% | 5.9% | 11.1% | 2.2% | 22.4% | 2.3% | -4.2% | -2.7% | 1.2% | 2.9% | 4.7% |
| >화력 | 115 | 186 | 108 | 131 | 109 | 192 | 107 | 129 | 539 | 537 | 521 |
| YoY | 100% | 22.2% | 6.7% | -13.6% | -5.0% | 3.7% | -1.3% | -1.4% | 60% | -0.4% | -2.9% |
| >원자력/양수 | 103 | 150 | 177 | 200 | 150 | 167 | 167 | 191 | 631 | 674 | 741 |
| YoY | -29.7% | -11.2% | 11.7% | 14.0% | 45.4% | 11.3% | -5.7% | -4.9% | -3.0% | 7.0% | 9.9% |
| >송변전 | 26 | 28 | 30 | 28 | 28 | 27 | 28 | 28 | 112 | 110 | 112 |
| YoY | 9.6% | -3.1% | 4.6% | -7.5% | 4.6% | -3.2% | -6.4% | -1.8% | 0.4% | -1.9% | 1.9% |
| >해외 | 31 | 36 | 45 | 52 | 36 | 41 | 40 | 41 | 165 | 158 | 176 |
| YoY | -37.9% | -27.3% | 30.5% | 20.7% | 14.8% | 13.3% | -11.9% | -21.9% | -7.4% | -4.5% | 11.4% |
| >대외 | 13 | 54 | 34 | 29 | 30 | 36 | 36 | 41 | 129 | 143 | 149 |
| YoY | -27.7% | 87.8% | 6.0% | -3.7% | 135.9% | -32.5% | 6.5% | 41.0% | 19.4% | 10.8% | 4.3% |
| 영업비용 | 280 | 388 | 346 | 422 | 315 | 401 | 331 | 387 | 1,436 | 1,435 | 1,494 |
| YoY | -3.6% | 9.7% | 10.8% | 8.0% | 12.6% | 3.3% | -4.3% | -8.1% | 6.6% | -0.1% | 4.1% |
| >재료비 | 13 | 39 | 22 | 38 | 31 | 39 | 32 | 36 | 111 | 139 | 114 |
| YoY | -16.7% | 51.2% | -10.4% | 39.1% | 146.4% | 2.0% | 48.4% | -4.3% | 20.4% | 25.1% | -17.7% |
| >노무비 | 141 | 151 | 142 | 183 | 141 | 144 | 151 | 150 | 617 | 586 | 637 |
| YoY | 2.5% | 4.3% | 5.9% | 2.4% | -0.1% | -4.4% | 6.1% | -17.9% | 3.7% | -5.0% | 8.8% |
| >기타 | 127 | 199 | 183 | 201 | 144 | 218 | 148 | 201 | 709 | 711 | 743 |
| YoY | -8.2% | 8.1% | 18.4% | 8.8% | 13.5% | 9.3% | -18.7% | 0.1% | 7.3% | 0.2% | 4.5% |
| 영업이익 | 8 | 66 | 47 | 19 | 37 | 63 | 46 | 42 | 140 | 188 | 206 |
| YoY | -85.1% | -11.8% | 13.0% | -52.9% | 374.6% | -3.7% | -3.4% | 117.4% | -33.1% | 34.1% | 9.6% |
| OPM | 2.7% | 14.5% | 12.0% | 4.4% | 10.5% | 13.6% | 12.1% | 9.8% | 8.9% | 11.6% | 12.1% |
| 세전이익 | 16 | 65 | 52 | 24 | 39 | 67 | 49 | 46 | 156 | 202 | 226 |
| YoY | -72.3% | -17.0% | 17.3% | -48.7% | 151.7% | 3.2% | -4.2% | 91.5% | -30.8% | 29.2% | 12.1% |
| 세전이익률 | 5.4% | 14.2% | 13.1% | 5.5% | 11.1% | 14.4% | 13.1% | 10.8% | 9.9% | 12.4% | 13.3% |
| 자배주순이익 | 11 | 51 | 43 | 19 | 29 | 50 | 39 | 36 | 124 | 154 | 174 |
| YoY | -74.2% | -14.6% | 26.1% | -45.2% | 162.1% | -1.6% | -9.4% | 83.5% | -28.0% | 23.8% | 12.8% |
| 자배주순이익률 | 3.9% | 11.2% | 10.8% | 4.4% | 8.3% | 10.8% | 10.3% | 8.3% | 7.9% | 9.5% | 10.2% |

자료: 현대차증권

COMPANY NOTE

(단위:십억원)

| 포괄손익계산서 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,557 | 1,577 | 1,623 | 1,700 | 1,738 |
| 증가율 (%) | 1.5 | 1.3 | 2.9 | 4.7 | 2.2 |
| 매출원가 | 1,262 | 1,339 | 1,330 | 1,389 | 1,424 |
| 매출원가율 (%) | 81.1 | 84.9 | 81.9 | 81.7 | 81.9 |
| 매출총이익 | 295 | 238 | 293 | 310 | 315 |
| 매출이익률 (%) | 18.9 | 15.1 | 18.1 | 18.2 | 18.1 |
| 증가율 (%) | 4.2 | -19.3 | 23.1 | 5.8 | 1.6 |
| 판매관리비 | 86 | 98 | 105 | 105 | 107 |
| 판매비율 (%) | 5.5 | 6.2 | 6.5 | 6.2 | 6.2 |
| EBITDA | 274 | 205 | 251 | 269 | 270 |
| EBITDA 이익률 (%) | 17.6 | 13.0 | 15.5 | 15.8 | 15.5 |
| 증가율 (%) | 9.2 | -25.2 | 22.4 | 7.2 | 0.4 |
| 영업이익 | 209 | 140 | 188 | 206 | 207 |
| 영업이익률 (%) | 13.4 | 8.9 | 11.6 | 12.1 | 11.9 |
| 증가율 (%) | 5.0 | -33.0 | 34.3 | 9.6 | 0.5 |
| 영업외손익 | 15 | 15 | 14 | 20 | 23 |
| 금융수익 | 18 | 19 | 17 | 20 | 23 |
| 금융비용 | 2 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 기타영업외손익 | -1 | -1 | -3 | 0 | 0 |
| 종속관계기업관련손익 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 225 | 156 | 202 | 226 | 230 |
| 세전계속사업이익률 | 14.5 | 9.9 | 12.4 | 13.3 | 13.2 |
| 증가율 (%) | 6.6 | -30.7 | 29.5 | 11.9 | 1.8 |
| 법인세비용 | 53 | 32 | 48 | 52 | 53 |
| 계속사업이익 | 172 | 124 | 154 | 174 | 177 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 172 | 124 | 154 | 174 | 177 |
| 당기순이익률 (%) | 11.0 | 7.9 | 9.5 | 10.2 | 10.2 |
| 증가율 (%) | 5.5 | -27.9 | 24.2 | 13.0 | 1.7 |
| 지배주주지분 순이익 | 172 | 124 | 154 | 174 | 177 |
| 비지배주주지분 순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | -20 | 4 | 9 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 153 | 128 | 163 | 174 | 177 |

(단위:십억원)

| 현금흐름표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|---------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동으로인한현금흐름 | 540 | 136 | 175 | 230 | 245 |
| 당기순이익 | 172 | 124 | 154 | 174 | 177 |
| 유형자산 상각비 | 62 | 63 | 61 | 62 | 62 |
| 무형자산 상각비 | 2 | 2 | 2 | 2 | 1 |
| 외환손익 | -2 | 1 | -1 | 0 | 0 |
| 운전자본의 감소(증가) | 154 | -200 | -71 | -7 | 5 |
| 기타 | 152 | 146 | 30 | -1 | 0 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | -380 | 36 | -58 | -62 | -62 |
| 투자자산의 감소(증가) | 8 | 7 | 2 | 0 | 0 |
| 유형자산의 감소 | 2 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -50 | -62 | -52 | -62 | -62 |
| 기타 | -340 | 89 | -8 | 0 | 0 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | -111 | -125 | -77 | -92 | -104 |
| 차입금의 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채의 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금 | -97 | -111 | -74 | -92 | -104 |
| 기타 | -14 | -14 | -3 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | 2 | -1 | 1 | 0 | 0 |
| 현금의증가(감소) | 51 | 46 | 42 | 76 | 79 |
| 기초현금 | 49 | 100 | 146 | 188 | 264 |
| 기말현금 | 100 | 146 | 188 | 264 | 343 |

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)

| 재무상태표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 1,051 | 1,006 | 1,090 | 1,175 | 1,249 |
| 현금성자산 | 100 | 146 | 188 | 264 | 343 |
| 단기투자자산 | 342 | 253 | 260 | 260 | 260 |
| 매출채권 | 190 | 192 | 171 | 178 | 173 |
| 재고자산 | 25 | 25 | 30 | 31 | 30 |
| 기타유동자산 | 394 | 391 | 442 | 442 | 442 |
| 비유동자산 | 639 | 698 | 694 | 692 | 690 |
| 유형자산 | 458 | 472 | 469 | 469 | 469 |
| 무형자산 | 9 | 10 | 8 | 6 | 5 |
| 투자자산 | 59 | 52 | 51 | 51 | 51 |
| 기타비유동자산 | 113 | 164 | 166 | 166 | 165 |
| 기타금융업자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자산총계 | 1,690 | 1,704 | 1,784 | 1,867 | 1,939 |
| 유동부채 | 347 | 350 | 417 | 418 | 417 |
| 단기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매입채무 | 13 | 11 | 13 | 13 | 13 |
| 유동성장기부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동부채 | 334 | 339 | 404 | 405 | 404 |
| 비유동부채 | 14 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기금융부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 14 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 기타금융업부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 362 | 358 | 424 | 425 | 425 |
| 지배주주지분 | 1,328 | 1,346 | 1,360 | 1,441 | 1,514 |
| 자본금 | 9 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 자본잉여금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본조정 등 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익누계액 | 1 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 이익잉여금 | 1,319 | 1,335 | 1,349 | 1,430 | 1,503 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 1,328 | 1,346 | 1,360 | 1,441 | 1,514 |

(단위:원, 배, %)

| 주요투자지표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS(당기순이익 기준) | 3,832 | 2,761 | 3,418 | 3,857 | 3,936 |
| EPS(지배순이익 기준) | 3,832 | 2,761 | 3,418 | 3,857 | 3,935 |
| BPS(자본총계 기준) | 29,522 | 29,908 | 30,218 | 32,026 | 33,652 |
| BPS(지배지분 기준) | 29,520 | 29,906 | 30,216 | 32,023 | 33,648 |
| DPS | 2,469 | 1,651 | 2,050 | 2,310 | 2,360 |
| P/E(당기순이익 기준) | 11.5 | 17.9 | 15.3 | 13.6 | 13.3 |
| P/E(지배순이익 기준) | 11.5 | 17.9 | 15.3 | 13.6 | 13.3 |
| P/B(자본총계 기준) | 1.5 | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 1.6 |
| P/B(지배지분 기준) | 1.5 | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 1.6 |
| EV/EBITDA(Reported) | 5.7 | 9.0 | 8.0 | 7.2 | 6.9 |
| 배당수익률 | 5.6 | 3.3 | 3.8 | 4.2 | 4.3 |
| 성장성 (%) | | | | | |
| EPS(당기순이익 기준) | 6.0 | -27.9 | 23.8 | 12.8 | 2.0 |
| EPS(지배순이익 기준) | 6.0 | -28.0 | 23.8 | 12.8 | 2.0 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE(당기순이익 기준) | 13.3 | 9.3 | 11.4 | 12.4 | 12.0 |
| ROE(지배순이익 기준) | 13.3 | 9.3 | 11.4 | 12.4 | 12.0 |
| ROA | 10.5 | 7.3 | 8.8 | 9.5 | 9.3 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 부채비율 | 27.2 | 26.6 | 31.2 | 29.5 | 28.0 |
| 순차입금비율 | 순현금 | 순현금 | 순현금 | 순현금 | 순현금 |
| 이자보상배율 | 299.4 | 299.1 | 600.0 | 636.5 | 624.4 |

LX하우시스 (108670)

COVERAGE INITIATION
Analyst 신동현 dhshin@hmsec.com

부진한 업황에도 불구하고 완만한 회복 전망

BUY

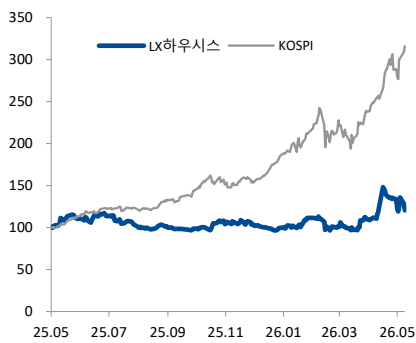
TP 50,000원

| | | |
|----------------|-----------------|-------------|
| 현재주가 (5/27) | 34,550원 | |
| 상승여력 | 44.7% | |
| 시가총액 | 310십억원 | |
| 발행주식수 | 8,968천주 | |
| 자본금/액면가 | 50십억원/5,000원 | |
| 52주 최고가/최저가 | 42,500원/27,700원 | |
| 일평균 거래대금 (60일) | 2십억원 | |
| 외국인 지분율 | 14.53% | |
| 주요주주 지분율 | | |
| 엘엑스홀딩스 | 33.53% | |
| 추가상승률 | 1M | 3M 6M |
| 절대주가(%) | 9.0 | 8.8 14.4 |
| 상대주가(%p) | -12.4 | -17.4 -44.6 |

* KIFRS 연결 기준

| (단위: 원) | EPS(26F) | EPS(27F) | TP |
|-----------|----------|----------|--------|
| Before | N/A | N/A | N/A |
| After | 7,560 | 7,548 | 50,000 |
| Consensus | 6,543 | 6,980 | 48,750 |
| Cons. 차이 | 15.5% | 8.1% | 2.6% |

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

요약 실적 및 Valuation

| 구분 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EBITDA (십억원) | EPS (원) | 증감율 (%) | P/E (배) | P/B (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 배당수익률 (%) |
|-------|--------------|---------------|--------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|--------------|
| 2024 | 3,572 | 97 | 44 | 265 | 4,821 | -27.9 | 6.6 | 0.4 | 3.3 | 5.2 | 3.1 |
| 2025 | 3,179 | 13 | -44 | 172 | -4,892 | 적전 | NA | 0.3 | 4.5 | -5.1 | 0.0 |
| 2026F | 3,240 | 115 | 69 | 257 | 7,560 | 흑전 | 4.6 | 0.4 | 2.8 | 7.9 | 3.9 |
| 2027F | 3,314 | 115 | 69 | 255 | 7,548 | -0.2 | 4.6 | 0.4 | 2.6 | 7.4 | 3.9 |
| 2028F | 3,442 | 136 | 86 | 274 | 9,388 | 24.4 | 3.7 | 0.3 | 2.2 | 8.6 | 4.9 |

* KIFRS 연결 기준

투자포인트 및 결론

-2026F 연결 매출액 3조 2,396억원(+1.9% yoy), 영업이익 1,079억원(+726.5% yoy, OPM 3.3%) 전망. 목표주가 50,000원, 투자의견 BUY 제시하며 커버리지 개시
-영업이익이 2025년 저점 기록 후 회복세에 들어섰고 완만하지만 점진적인 선행지표의 개선이 전망됨. 현재 12m Fwd, P/B 약 0.42x로 역사적 저점 수준에 있어 Valuation 매력 역시 충분함(FY0 기준 동사 P/B 0.44x, 건설업종 평균 1.28x)

주요이슈 및 실적전망

-건축자재부문은 5/9 양도세 중과 유예 종료 전까지 집중된 주택거래량의 영향과 1Q26까지 우호적이었던 원가 흐름을 바탕으로 양호한 매출액 및 수익성 기록
-다만 2H26부터는 전쟁으로 인한 자재가격 상승과 주택거래량 재감소에 따른 고정비 상승 효과를 일부 반영함. 이에 따라 상고하저의 실적 흐름이 예상됨
-미국에서는 고수익성 → 중저가 라인 위주로의 수요 이동 지속. 금리 인하 기대 시점 지연으로 주택경기 반등 가능성 역시 제한적. 당분간 제품 Mix는 보수적으로 추정하는 것이 합리적임
-자동차부품소재와 산업용필름은 전방산업에 발맞춰 양호한 실적 기록 중. 2H26에도 큰 하방 리스크는 보이지 않는 상황. 건축자재부문의 턴어라운드와 동사 실적에 핵심이 될 전망. 유의미한 매출액 증가는 착공 회복이 선행되어야 가능할 것

BUY(신규) / TP 50,000 원(신규) = 12m Fwd. BPS 93,536 원 * Target P/B 0.53x

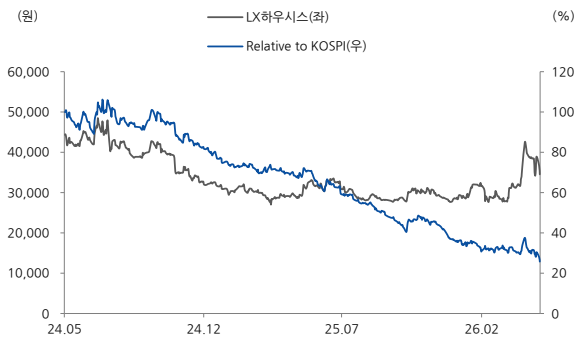
-12m Fwd. BPS 93,536원에 Target P/B 0.53x 적용. 해당 P/B는 동사의 주된 매출원인 건축자재 매출액의 선행지표인 주택 착공물량이 전년동기대비 크게 감소세로 접어들던 2022년 평균 P/B임
-장기간의 주가 부진 및 작년 순이익 적자 이후 업황과 실적의 완만한 회복이 예상되며 이에 따른 배당 재개 가능성까지 열려 있어 매수에 대한 부담은 적은 상황
-목표주가 50,000원, 투자의견 BUY를 제시하며 커버리지 개시

<표1> LX하우시스 연간 실적 추정 변경 내역

| (단위: 십억원) | 변경 후 | | 변경 전 | | 변화율 | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F |
| 매출액 | 3,240 | 3,314 | NA | NA | NA | NA |
| 영업이익 | 115 | 115 | NA | NA | NA | NA |
| 세전이익 | 90 | 92 | NA | NA | NA | NA |
| 당기순이익 | 69 | 69 | NA | NA | NA | NA |

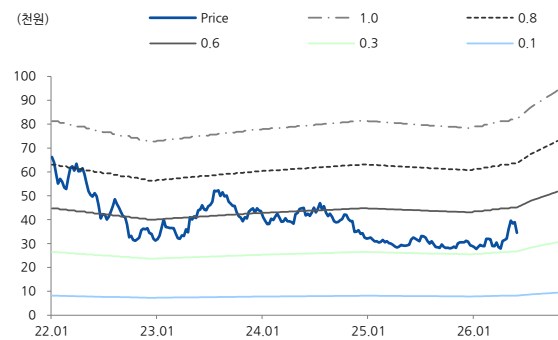
자료: 현대차증권

<그림1> LX하우시스 주가 추이



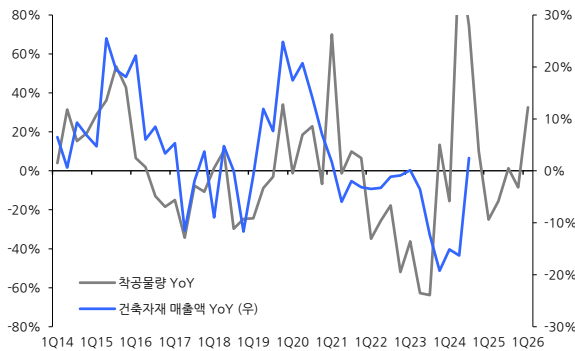
자료: FnGuide, 현대차증권

<그림2> LX하우시스 P/B 밴드 추이



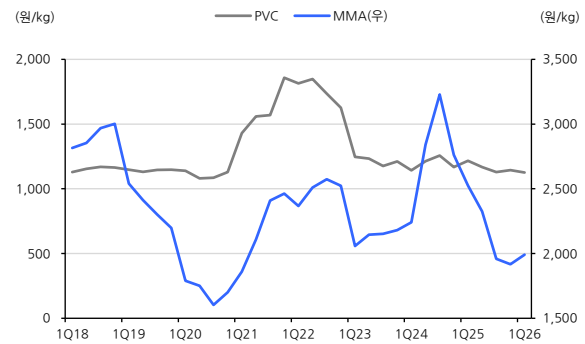
자료: FnGuide, 현대차증권

<그림3> 건축자재 매출액 및 착공물량 yoy 비교



주: 건축자재 매출액은 착공물량에 약 1.5년(6개 분기) 후행. 이를 반영한 차트
 자료: LX하우시스, 국토교통부, 현대차증권

<그림4> 주요 원자재(PVC, MMA) 가격 추이



자료: LX하우시스, 현대차증권

<표2> LX하우시스 목표주가 산정

| 항목 | 내용 | 비고 |
|-----------------|---------------|---------------------------|
| Target BPS (원) | 93,536 | - 12M Fwd. BPS |
| Target P/B (x) | 0.53 | - 22년 P/B 평균 |
| 적정주가 (원) | 49,574 | - Target BPS * Target P/B |
| 목표주가 (원) | 50,000 | |
| 전일종가 (원) | 36,900 | - 2026.05.28 종가 |
| 상승여력 (%) | 35.5 | |
| 투자의견 | BUY | |

자료: 현대차증권

<표3> LX하우시스 분기별 실적 추정

| (단위: 십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2025 | 2026F | 2027F |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 781 | 819 | 813 | 765 | 815 | 852 | 802 | 771 | 3,179 | 3,240 | 3,314 |
| YoY | -8.0% | -13.0% | -8.7% | -14.1% | 43% | 3.9% | -1.3% | 0.7% | -11.0% | 1.9% | 2.3% |
| >건축자재 | 538 | 547 | 541 | 506 | 551 | 574 | 521 | 496 | 2,132 | 2,142 | 2,184 |
| YoY | -12.4% | -19.2% | -15.1% | -16.3% | 25% | 4.9% | -3.7% | -2.1% | -15.8% | 0.4% | 2.0% |
| >자동차/필름 | 243 | 272 | 272 | 259 | 263 | 278 | 281 | 275 | 1,045 | 1,097 | 1,128 |
| YoY | 3.4% | 3.0% | 7.5% | -9.4% | 83% | 2.0% | 3.5% | 6.3% | 0.8% | 4.9% | 2.9% |
| 매출총이익 | 184 | 197 | 193 | 170 | 214 | 219 | 177 | 168 | 744 | 778 | 824 |
| YoY | -15.1% | -17.4% | -7.1% | -12.1% | 162% | 10.9% | -8.1% | -0.9% | -13.1% | 4.6% | 5.9% |
| GPM | 23.5% | 24.1% | 23.7% | 22.2% | 26.2% | 25.7% | 22.1% | 21.8% | 23.4% | 24.0% | 24.9% |
| 영업이익 | 7 | 13 | 22 | -29 | 46 | 28 | 25 | 16 | 13 | 115 | 115 |
| YoY | -78.2% | -66.2% | -1.1% | 적전 | 549.7% | 119.4% | 13.6% | 흑전 | -86.6% | 783.9% | -0.5% |
| OPM | 0.9% | 1.6% | 2.7% | -3.8% | 5.6% | 3.3% | 3.1% | 2.1% | 0.4% | 3.6% | 3.5% |
| >건축자재 | -5 | 1 | 5 | -32 | 27 | 14 | 11 | 2 | -30 | 55 | 61 |
| YoY | 적전 | -95.6% | -51.4% | 적지 | 흑전 | 1400.8% | 103.1% | 흑전 | 적전 | 흑전 | 11.6% |
| OPM | -1.0% | 0.2% | 1.0% | -6.2% | 4.9% | 2.5% | 2.1% | 0.5% | -1.4% | 2.6% | 2.8% |
| >자동차/필름 | 12 | 12 | 17 | 3 | 19 | 14 | 14 | 14 | 44 | 61 | 54 |
| YoY | 9.7% | -26.4% | 48.5% | -69.2% | 53.9% | 15.8% | -14.6% | 408.1% | -8.2% | 39.6% | -11.3% |
| OPM | 5.1% | 4.4% | 6.2% | 1.1% | 7.3% | 5.0% | 5.1% | 5.1% | 4.2% | 5.6% | 4.8% |
| 세전이익 | -1 | -1 | 20 | -91 | 38 | 22 | 19 | 11 | -73 | 90 | 92 |
| YoY | 적전 | 적전 | 90.3% | 적지 | 흑전 | 흑전 | -4.5% | 흑전 | 적전 | 흑전 | 2.2% |
| 세전이익률 | -0.2% | -0.1% | 2.5% | -11.8% | 4.7% | 2.6% | 2.4% | 1.4% | -2.3% | 2.8% | 2.8% |
| 지배주순이익 | -2 | 0 | 13 | -55 | 30 | 17 | 14 | 8 | -44 | 69 | 69 |
| YoY | 적전 | 적전 | 36.3% | 적지 | 흑전 | 흑전 | 8.2% | 흑전 | 적전 | 흑전 | -0.2% |
| 지배주순이익률 | -0.3% | 0.0% | 1.6% | -7.1% | 3.7% | 1.9% | 1.8% | 1.0% | -1.4% | 2.1% | 2.1% |

자료: 현대차증권

COMPANY NOTE

(단위:십억원)

| 포괄손익계산서 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 3,572 | 3,179 | 3,240 | 3,314 | 3,442 |
| 증가율 (%) | 1.3 | -11.0 | 1.9 | 2.3 | 3.9 |
| 매출원가 | 2,716 | 2,435 | 2,462 | 2,490 | 2,522 |
| 매출원가율 (%) | 76.0 | 76.6 | 76.0 | 75.1 | 73.3 |
| 매출총이익 | 856 | 744 | 778 | 824 | 920 |
| 매출이익률 (%) | 24.0 | 23.4 | 24.0 | 24.9 | 26.7 |
| 증가율 (%) | 1.8 | -13.1 | 4.6 | 5.9 | 11.7 |
| 판매관리비 | 759 | 731 | 663 | 709 | 784 |
| 판매비율 (%) | 21.2 | 23.0 | 20.5 | 21.4 | 22.8 |
| EBITDA | 265 | 172 | 257 | 255 | 274 |
| EBITDA 이익률 (%) | 7.4 | 5.4 | 7.9 | 7.7 | 8.0 |
| 증가율 (%) | -7.7 | -35.1 | 49.4 | -0.8 | 7.5 |
| 영업이익 | 97 | 13 | 115 | 115 | 136 |
| 영업이익률 (%) | 2.7 | 0.4 | 3.5 | 3.5 | 4.0 |
| 증가율 (%) | -11.8 | -86.6 | 784.6 | 0.0 | 18.3 |
| 영업외손익 | -49 | -85 | -25 | -22 | -21 |
| 금융수익 | 23 | 15 | 11 | 12 | 13 |
| 금융비용 | 51 | 39 | 36 | 34 | 34 |
| 기타영업외손익 | -21 | -61 | -0 | 0 | 0 |
| 종속/관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 49 | -73 | 90 | 92 | 115 |
| 세전계속사업이익률 | 1.4 | -2.3 | 2.8 | 2.8 | 3.3 |
| 증가율 (%) | -31.0 | 적전 | 흑전 | 2.2 | 25.0 |
| 법인세비용 | 5 | -29 | 21 | 23 | 29 |
| 계속사업이익 | 44 | -44 | 69 | 69 | 86 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 44 | -44 | 69 | 69 | 86 |
| 당기순이익률 (%) | 1.2 | -1.4 | 2.1 | 2.1 | 2.5 |
| 증가율 (%) | -29.0 | 적전 | 흑전 | 0.0 | 24.6 |
| 지배주주지분 순이익 | 44 | -44 | 69 | 69 | 86 |
| 비지배주주지분 순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | 10 | 18 | 9 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 54 | -26 | 79 | 69 | 86 |

(단위:십억원)

| 현금흐름표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|---------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동으로인한현금흐름 | 184 | 195 | 304 | 205 | 205 |
| 당기순이익 | 44 | -44 | 69 | 69 | 86 |
| 유형자산 상각비 | 156 | 147 | 130 | 131 | 131 |
| 무형자산 상각비 | 12 | 13 | 12 | 9 | 7 |
| 외환손익 | -1 | -3 | -3 | 0 | 0 |
| 운전자본의 감소(증가) | -68 | 26 | 88 | -5 | -19 |
| 기타 | 41 | 56 | 8 | 1 | 0 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | -94 | -81 | -118 | -131 | -131 |
| 투자자산의 감소(증가) | -5 | -13 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 감소 | 12 | 1 | -0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -99 | -79 | -122 | -131 | -131 |
| 기타 | -2 | 10 | 4 | 0 | 0 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | -158 | -65 | 34 | -15 | -15 |
| 차입금의 증가(감소) | -56 | -30 | 0 | 0 | 0 |
| 사채의 증가(감소) | 30 | -22 | 54 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금 | -17 | -10 | 0 | -15 | -15 |
| 기타 | -115 | -3 | -20 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | -3 | -4 | 2 | 0 | 0 |
| 현금의증가(감소) | -71 | 45 | 222 | 59 | 59 |
| 기초현금 | 241 | 170 | 215 | 438 | 496 |
| 기말현금 | 170 | 215 | 438 | 496 | 555 |

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)

| 재무상태표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 1,082 | 1,007 | 1,194 | 1,260 | 1,349 |
| 현금성자산 | 170 | 215 | 438 | 496 | 555 |
| 단기투자자산 | 27 | 12 | 7 | 7 | 7 |
| 매출채권 | 487 | 419 | 414 | 418 | 435 |
| 채고자산 | 354 | 310 | 298 | 301 | 313 |
| 기타유동자산 | 44 | 50 | 38 | 38 | 38 |
| 비유동자산 | 1,272 | 1,163 | 1,152 | 1,143 | 1,136 |
| 유형자산 | 976 | 883 | 887 | 887 | 887 |
| 무형자산 | 55 | 51 | 41 | 32 | 25 |
| 투자자산 | 18 | 31 | 31 | 31 | 31 |
| 기타비유동자산 | 223 | 198 | 193 | 193 | 193 |
| 기타금융업자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자산총계 | 2,354 | 2,170 | 2,346 | 2,403 | 2,485 |
| 유동부채 | 974 | 910 | 957 | 959 | 970 |
| 단기차입금 | 173 | 187 | 200 | 200 | 200 |
| 매입채무 | 249 | 214 | 250 | 253 | 263 |
| 유동성장기부채 | 184 | 201 | 185 | 185 | 185 |
| 기타유동부채 | 368 | 308 | 322 | 321 | 322 |
| 비유동부채 | 510 | 426 | 477 | 477 | 477 |
| 사채 | 337 | 315 | 369 | 369 | 369 |
| 장기차입금 | 30 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기금융부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 143 | 111 | 108 | 108 | 108 |
| 기타금융업부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 1,484 | 1,336 | 1,434 | 1,436 | 1,447 |
| 지배주주지분 | 870 | 834 | 913 | 967 | 1,038 |
| 자본금 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| 자본잉여금 | 616 | 616 | 616 | 616 | 616 |
| 자본조정 등 | -8 | -8 | -8 | -8 | -8 |
| 기타포괄이익누계액 | 22 | 34 | 43 | 43 | 43 |
| 이익잉여금 | 190 | 143 | 212 | 266 | 337 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 870 | 834 | 913 | 967 | 1,038 |

(단위:원, 배, %)

| 주요투자지표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| EPS(당기순이익 기준) | 4,821 | -4,892 | 7,560 | 7,548 | 9,388 |
| EPS(지배순이익 기준) | 4,821 | -4,892 | 7,560 | 7,548 | 9,388 |
| BPS(자본총계 기준) | 86,988 | 83,422 | 91,275 | 96,701 | 103,819 |
| BPS(지배지분 기준) | 86,988 | 83,422 | 91,275 | 96,701 | 103,819 |
| DPS | 1,000 | 0 | 1,500 | 1,500 | 1,900 |
| P/E(당기순이익 기준) | 6.6 | NA | 4.6 | 4.6 | 3.7 |
| P/E(지배순이익 기준) | 6.6 | NA | 4.6 | 4.6 | 3.7 |
| P/B(자본총계 기준) | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.3 |
| P/B(지배지분 기준) | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.3 |
| EV/EBITDA(Reported) | 3.3 | 4.5 | 2.8 | 2.6 | 2.2 |
| 배당수익률 | 3.1 | 0.0 | 3.9 | 3.9 | 4.9 |
| 성장성 (%) | | | | | |
| EPS(당기순이익 기준) | -27.9 | 적전 | 흑전 | -0.2 | 24.4 |
| EPS(지배순이익 기준) | -27.9 | 적전 | 흑전 | -0.2 | 24.4 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE(당기순이익 기준) | 5.2 | -5.1 | 7.9 | 7.4 | 8.6 |
| ROE(지배순이익 기준) | 5.2 | -5.1 | 7.9 | 7.4 | 8.6 |
| ROA | 1.9 | -1.9 | 3.1 | 2.9 | 3.5 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 부채비율 | 170.6 | 160.1 | 157.1 | 148.5 | 139.4 |
| 순차입금비율 | 64.4 | 60.5 | 37.6 | 29.4 | 21.7 |
| 이자보상배율 | 2.4 | 0.4 | 3.4 | 3.4 | 4.0 |

HL D&I (014790)

COVERAGE INITIATION
Analyst 신동현 dhshin@hmsec.com

업황 부진을 이익창출능력으로 극복

BUY

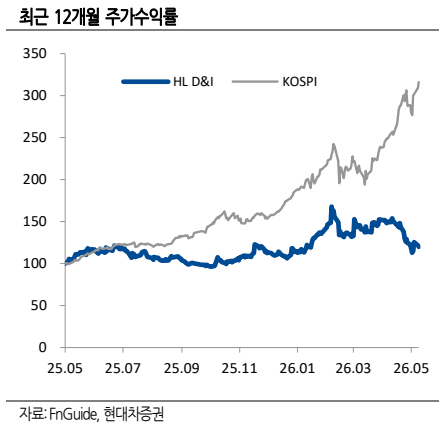
TP 4,200원

| | |
|----------------|---------------|
| 현재주가 (5/27) | 2,835원 |
| 상승여력 | 48.1% |
| 시가총액 | 107십억원 |
| 발행주식수 | 37,859천주 |
| 자본금/액면가 | 245십억원/5,000원 |
| 52주 최고가/최저가 | 3,975원/2,275원 |
| 일평균 거래대금 (60일) | 1십억원 |
| 외국인 지분율 | 2.75% |
| 주요주주 지분율 | |
| 에이치엘홀딩스외인 | 46.35% |

| | | | |
|----------|-------|-------|-------|
| 추가상승률 | 1M | 3M | 6M |
| 절대주가(%) | -19.7 | -23.1 | 10.5 |
| 상대주가(%p) | -35.4 | -41.6 | -46.4 |

* K-IFRS 연결 기준

| | | | |
|-----------|----------|----------|--------|
| (단위: 원) | EPS(26F) | EPS(27F) | TP |
| Before | N/A | N/A | N/A |
| After | 1,346 | 2,170 | 4,200 |
| Consensus | 1,078 | 1,867 | 4,750 |
| Cons. 차이 | 24.9% | 16.2% | -11.6% |



투자포인트 및 결론

-2026F 연결 매출액 1조 8,733억원(+7.5% yoy), 영업이익 1,157억원(+45.0% yoy, OPM 6.2%) 전망. 목표주가 4,200원, 투자의견 BUY를 제시하며 커버리지 개시
-동사는 디벨로퍼로의 포트폴리오 전환을 지속 추진 중. 안정적으로 유지되는 일반 도급사업 실적에 더해 21년 이후 꾸준히 늘려온 자체사업 매출액을 기반으로 큰 폭의 영업이익 증가가 예상됨

주요이슈 및 실적전망

-현재 이천 부발역 에피트(약 0.5조원), 울산 태화강 에피트(약 0.2조원) 등 주요 자체사업장 중심으로 매출 본격화 구간에 진입. 분양률은 80~100%를 기록해 대부분의 매출액이 진행기준으로 인식될 예정이며 2개 사업장 모두 27년 하반기 준공 전까지 실적 기여를 이어갈 전망
-또한 27년 분양 진행할 추가 자체사업과 준자체사업(시행이익 공유)을 준비 중. 해당 사업들까지 가미될 경우 동사의 영업이익은 27년 이후로도 지속 성장 가능

BUY(신규) / TP 4,200 원(신규) = 12m Fwd. EPS 1,663 원 * Target P/E 2.54x

-12m Fwd. EPS 1,663원에 Target P/E 2.54x 적용. 해당 P/E는 동사가 전략을 디벨로퍼로 확립한 뒤 자체사업 매출비중을 꾸준히 늘려 최고치(2024년 자체사업 매출비중 11.6%)를 기록했던 2024년 평균 P/E임
-당시 주택주 업황은 2023년 바닥을 기록한 후 유의미한 회복을 하지 못하던 시기. 현재 수도권 위주의 주택가격 상승세만 이어질 뿐 전국적으로는 분양물량의 큰 개선이 없고 지방 부진이 이어지고 있어 업황의 유사성은 당시와 높다고 판단
-다만 동사의 개별적인 수익성은 자체사업을 기반으로 우상향이 예상되는 국면이므로 유사한 투자포인트가 형성되었던 시기의 평균 P/E를 적용함
-목표주가 4,200원, 투자의견 BUY를 제시하며 커버리지 개시

요약 실적 및 Valuation

| 구분 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EBITDA (십억원) | EPS (원) | 증감율 (%) | P/E (배) | P/B (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 배당수익률 (%) |
|-------|--------------|---------------|--------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|--------------|
| 2024 | 1,579 | 58 | 21 | 77 | 565 | -30.2 | 3.9 | 0.2 | 8.9 | 4.6 | 0.0 |
| 2025 | 1,742 | 80 | 15 | 100 | 268 | -52.6 | 10.1 | 0.2 | 7.0 | 2.9 | 0.0 |
| 2026F | 1,873 | 116 | 56 | 134 | 1,346 | 401.9 | 2.1 | 0.2 | 5.4 | 9.3 | 3.4 |
| 2027F | 2,045 | 155 | 87 | 173 | 2,170 | 61.3 | 1.3 | 0.2 | 3.7 | 13.1 | 3.4 |
| 2028F | 2,148 | 168 | 101 | 186 | 2,540 | 17.0 | 1.1 | 0.2 | 3.2 | 13.5 | 3.4 |

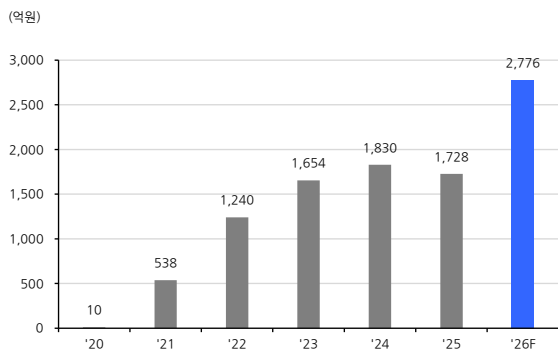
* K-IFRS 연결 기준

<표1> HLD&I 연간 실적 추정 변경 내역

| (단위: 십억원) | 변경 후 | | 변경 전 | | 변화율 | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F |
| 매출액 | 1,873 | 2,045 | NA | NA | NA | NA |
| 영업이익 | 116 | 155 | NA | NA | NA | NA |
| 세전이익 | 76 | 116 | NA | NA | NA | NA |
| 당기순이익 | 56 | 87 | NA | NA | NA | NA |

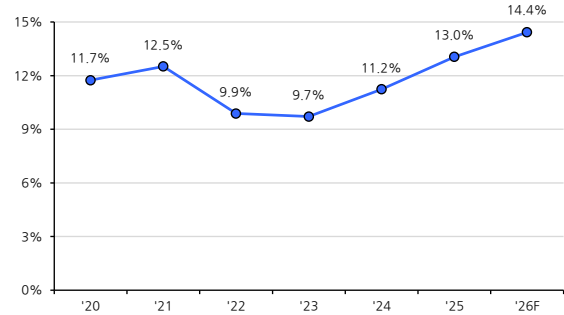
자료: 현대차증권

<그림1> HLD&I 자체사업 매출액 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

<그림2> HLD&I GPM 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

<표2> HL D&I 목표주가 산정

| 항목 | 내용 | 비고 |
|-----------------|--------------|---------------------------|
| Target EPS (원) | 1,663 | - 12M Fwd. EPS |
| Target P/E (x) | 2.54 | - 24년 P/E 평균 |
| 적정주가 (원) | 4,225 | - Target EPS * Target P/E |
| 목표주가 (원) | 4,200 | |
| 전일종가 (원) | 2,935 | - 2026.05.28 종가 |
| 상승여력 (%) | 43.1 | |
| 투자 의견 | BUY | |

자료: 현대차증권

<표3> HL D&I 분기별 실적 추정

| (단위: 십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2025 | 2026F | 2027F |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 325 | 407 | 477 | 533 | 385 | 464 | 496 | 528 | 1,742 | 1,873 | 2,045 |
| YoY | -18.5% | 3.4% | 35.0% | 22.9% | 18.4% | 14.1% | 4.1% | -0.9% | 10.3% | 7.5% | 9.2% |
| >개발/건축 | 254 | 326 | 379 | 406 | 328 | 372 | 399 | 429 | 1,365 | 1,528 | 1,615 |
| YoY | -17.1% | 24.1% | 47.1% | 29.5% | 28.9% | 14.0% | 5.4% | 5.7% | 19.7% | 11.9% | 5.7% |
| >인프라 | 44 | 50 | 67 | 95 | 28 | 62 | 66 | 69 | 256 | 224 | 308 |
| YoY | -25.0% | -39.7% | 13.3% | 15.9% | -37.3% | 23.9% | -0.9% | -28.0% | -9.4% | -12.5% | 37.4% |
| >해외/기타/연결 | 26 | 31 | 31 | 32 | 29 | 31 | 31 | 31 | 121 | 121 | 122 |
| YoY | -19.6% | -35.3% | -15.0% | -15.7% | 10.4% | -1.1% | -1.1% | -4.4% | -22.4% | 0.5% | 0.6% |
| 매출총이익 | 35 | 47 | 62 | 83 | 54 | 65 | 71 | 80 | 227 | 270 | 318 |
| YoY | -13.6% | -0.4% | 70.8% | 55.9% | 56.2% | 38.8% | 14.4% | -4.6% | 28.1% | 18.9% | 17.8% |
| GPM | 10.7% | 11.6% | 13.0% | 15.6% | 14.2% | 14.1% | 14.3% | 15.1% | 13.0% | 14.4% | 15.6% |
| >개발/건축 | 34 | 44 | 55 | 73 | 56 | 58 | 63 | 71 | 206 | 247 | 281 |
| YoY | 7.4% | 25.8% | 104.5% | 83.8% | 64.8% | 31.5% | 13.3% | -2.3% | 54.7% | 20.1% | 13.3% |
| GPM | 13.4% | 13.4% | 14.6% | 18.0% | 17.1% | 15.5% | 15.7% | 16.6% | 15.1% | 16.2% | 17.4% |
| >인프라 | -3 | -1 | 0 | 6 | -8 | 3 | 4 | 4 | 3 | 3 | 20 |
| YoY | 적전 | 적전 | -88.2% | -34.2% | 적지 | 흑전 | 664.6% | -36.9% | -87.6% | -8.0% | 631.2% |
| GPM | -6.8% | -1.1% | 0.7% | 6.3% | -28.3% | 5.2% | 5.3% | 5.5% | 1.1% | 12% | 6.4% |
| >해외/기타/연결 | 4 | 4 | 6 | 4 | 6 | 5 | 5 | 5 | 18 | 20 | 18 |
| YoY | -31.2% | -24.7% | 15.8% | -3.7% | 61.4% | 19.4% | -25.1% | 1.6% | -11.5% | 9.3% | -9.4% |
| GPM | 14.9% | 12.3% | 19.6% | 14.0% | 21.8% | 14.9% | 14.9% | 14.9% | 15.2% | 16.6% | 14.9% |
| 영업이익 | 14 | 20 | 26 | 20 | 19 | 28 | 31 | 37 | 80 | 116 | 155 |
| YoY | -22.7% | 77.0% | 92.7% | 34.2% | 34.0% | 43.0% | 21.7% | 83.7% | 37.8% | 45.0% | 33.8% |
| OPM | 4.4% | 4.9% | 5.4% | 3.8% | 4.9% | 6.1% | 6.3% | 7.1% | 4.6% | 6.2% | 7.6% |
| 세전이익 | 4 | 12 | 4 | 5 | 11 | 18 | 21 | 27 | 24 | 76 | 116 |
| YoY | -73.2% | 71.1% | -66.7% | 흑전 | 169.4% | 53.9% | 486.9% | 424.1% | -20.2% | 212.3% | 52.3% |
| 세전이익률 | 1.2% | 2.9% | 0.7% | 1.0% | 2.7% | 3.9% | 4.2% | 5.1% | 1.4% | 4.1% | 5.7% |
| 자배주순이익 | 3 | 9 | 3 | 0 | 7 | 14 | 15 | 20 | 15 | 56 | 87 |
| YoY | -71.7% | 59.2% | -46.9% | 흑전 | 94.7% | 55.6% | 438.5% | 1384.0% | -29.0% | 267.2% | 56.0% |
| 자배주순이익률 | 1.0% | 2.2% | 0.6% | 0.0% | 1.7% | 3.0% | 3.1% | 3.8% | 0.9% | 3.0% | 4.3% |
| 수주잔고 | 5,201 | 5,700 | 5,415 | 6,230 | 5,987 | 6,323 | 6,127 | 6,399 | 6,230 | 6,399 | 6,849 |
| >개발/건축 | 4,393 | 4,723 | 4,499 | 4,883 | 4,597 | 4,831 | 4,586 | 4,762 | 4,883 | 4,762 | 4,963 |
| >인프라 | 798 | 968 | 906 | 1,339 | 1,382 | 1,485 | 1,534 | 1,630 | 1,339 | 1,630 | 1,882 |
| >해외 | 11 | 9 | 9 | 8 | 8 | 7 | 6 | 6 | 8 | 6 | 4 |

자료: 현대차증권

COMPANY NOTE

| | (단위:십억원) | | | | |
|-----------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 포괄손익계산서 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
| 매출액 | 1,579 | 1,742 | 1,873 | 2,045 | 2,148 |
| 증가율 (%) | 0.4 | 10.3 | 7.5 | 9.2 | 5.0 |
| 매출원가 | 1,401 | 1,515 | 1,603 | 1,727 | 1,829 |
| 매출원가율 (%) | 88.7 | 87.0 | 85.6 | 84.4 | 85.1 |
| 매출총이익 | 177 | 227 | 270 | 318 | 319 |
| 매출이익률 (%) | 11.2 | 13.0 | 14.4 | 15.6 | 14.9 |
| 증가율 (%) | 15.7 | 28.2 | 18.9 | 17.8 | 0.3 |
| 판매관리비 | 120 | 148 | 155 | 164 | 150 |
| 판매비율 (%) | 7.6 | 8.5 | 8.3 | 8.0 | 7.0 |
| EBITDA | 77 | 100 | 134 | 173 | 186 |
| EBITDA 이익률 (%) | 4.9 | 5.7 | 7.2 | 8.5 | 8.7 |
| 증가율 (%) | 13.2 | 29.9 | 34.0 | 29.1 | 7.5 |
| 영업이익 | 58 | 80 | 116 | 155 | 168 |
| 영업이익률 (%) | 3.7 | 4.6 | 6.2 | 7.6 | 7.8 |
| 증가율 (%) | 13.7 | 37.9 | 45.0 | 33.6 | 8.4 |
| 영업외손익 | -36 | -57 | -39 | -39 | -34 |
| 금융수익 | 10 | 7 | 12 | 14 | 19 |
| 금융비용 | 65 | 76 | 51 | 53 | 53 |
| 기타영업외손익 | 19 | 12 | 0 | 0 | 0 |
| 종속/관계기업관련손익 | 8 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 31 | 24 | 76 | 116 | 135 |
| 세전계속사업이익률 | 2.0 | 1.4 | 4.1 | 5.7 | 6.3 |
| 증가율 (%) | -8.8 | -22.6 | 216.7 | 52.6 | 16.4 |
| 법인세비용 | 9 | 9 | 20 | 29 | 34 |
| 계속사업이익 | 21 | 15 | 56 | 87 | 101 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 21 | 15 | 56 | 87 | 101 |
| 당기순이익률 (%) | 1.3 | 0.9 | 3.0 | 4.3 | 4.7 |
| 증가율 (%) | -32.3 | -28.6 | 273.3 | 55.4 | 16.1 |
| 지배주주지분 순이익 | 21 | 15 | 56 | 87 | 101 |
| 비지배주주지분 순이익 | 0 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| 기타포괄이익 | -2 | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 19 | 22 | 56 | 87 | 101 |

| | (단위:십억원) | | | | |
|---------------------|----------|------|-------|-------|-------|
| 현금흐름표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
| 영업활동으로인한현금흐름 | -2 | 75 | 70 | 155 | 129 |
| 당기순이익 | 21 | 15 | 56 | 87 | 101 |
| 유형자산 상각비 | 19 | 20 | 17 | 17 | 17 |
| 무형자산 상각비 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 외환손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 운전자본의 감소(증가) | -113 | -68 | -52 | 1 | -38 |
| 기타 | 71 | 108 | 48 | 49 | 48 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | 36 | -68 | -17 | -17 | -27 |
| 투자자산의 감소(증가) | 89 | -30 | 1 | 0 | -9 |
| 유형자산의 감소 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -0 | -2 | -17 | -17 | -17 |
| 기타 | -53 | -36 | -1 | 0 | -1 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | -39 | 20 | -54 | -57 | -57 |
| 차입금의 증가(감소) | -208 | 274 | 0 | 0 | 0 |
| 사채의 증가(감소) | 49 | -30 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | 0 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금 | -0 | -1 | -5 | -9 | -9 |
| 기타 | 120 | -223 | -49 | -48 | -48 |
| 기타현금흐름 | 1 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의증가(감소) | -4 | 27 | -0 | 81 | 45 |
| 기초현금 | 85 | 81 | 109 | 108 | 189 |
| 기말현금 | 81 | 109 | 108 | 189 | 234 |

* K-IFRS 연결 기준

| | (단위:십억원) | | | | |
|----------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 재무상태표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
| 유동자산 | 917 | 1,046 | 1,092 | 1,170 | 1,300 |
| 현금성자산 | 81 | 109 | 108 | 189 | 234 |
| 단기투자자산 | 49 | 27 | 27 | 27 | 27 |
| 매출채권 | 257 | 368 | 405 | 403 | 458 |
| 채고자산 | 74 | 220 | 230 | 229 | 259 |
| 기타유동자산 | 456 | 322 | 322 | 322 | 322 |
| 비유동자산 | 786 | 898 | 897 | 896 | 905 |
| 유형자산 | 381 | 338 | 338 | 338 | 338 |
| 무형자산 | 4 | 5 | 4 | 4 | 3 |
| 투자자산 | 150 | 180 | 179 | 179 | 188 |
| 기타비유동자산 | 251 | 375 | 376 | 375 | 376 |
| 기타금융업자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자산총계 | 1,703 | 1,943 | 1,988 | 2,065 | 2,204 |
| 유동부채 | 965 | 858 | 853 | 851 | 889 |
| 단기차입금 | 138 | 57 | 57 | 57 | 57 |
| 매입채무 | 255 | 290 | 285 | 283 | 322 |
| 유동성장기부채 | 261 | 107 | 107 | 107 | 107 |
| 기타유동부채 | 311 | 404 | 404 | 404 | 403 |
| 비유동부채 | 264 | 513 | 513 | 513 | 521 |
| 사채 | 75 | 60 | 60 | 60 | 60 |
| 장기차입금 | 85 | 358 | 358 | 358 | 358 |
| 장기금융부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 104 | 95 | 95 | 95 | 103 |
| 기타금융업부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 1,228 | 1,371 | 1,365 | 1,364 | 1,411 |
| 지배주주지분 | 475 | 572 | 623 | 701 | 794 |
| 자본금 | 245 | 245 | 245 | 245 | 245 |
| 자본잉여금 | 150 | 150 | 150 | 150 | 150 |
| 자본조정 등 | -2 | 75 | 75 | 75 | 75 |
| 기타포괄이익누계액 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 이익잉여금 | 79 | 100 | 151 | 229 | 321 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | -0 | -0 | -0 |
| 자본총계 | 475 | 572 | 623 | 701 | 794 |

| | (단위:원, 배, %) | | | | |
|---------------------|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 주요투자지표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
| EPS(당기순이익 기준) | 565 | 268 | 1,345 | 2,169 | 2,538 |
| EPS(지배순이익 기준) | 565 | 268 | 1,346 | 2,170 | 2,540 |
| BPS(자본총계 기준) | 10,129 | 12,211 | 13,293 | 14,965 | 16,934 |
| BPS(지배지분 기준) | 10,129 | 12,211 | 13,294 | 14,966 | 16,937 |
| DPS | 0 | 0 | 100 | 100 | 100 |
| P/E(당기순이익 기준) | 3.9 | 10.1 | 2.1 | 1.3 | 1.1 |
| P/E(지배순이익 기준) | 3.9 | 10.1 | 2.1 | 1.3 | 1.1 |
| P/B(자본총계 기준) | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| P/B(지배지분 기준) | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| EV/EBITDA(Reported) | 8.9 | 7.0 | 5.4 | 3.7 | 3.2 |
| 배당수익률 | 0.0 | 0.0 | 3.4 | 3.4 | 3.4 |
| 성장성 (%) | | | | | |
| EPS(당기순이익 기준) | -30.2 | -52.6 | 401.6 | 61.3 | 17.0 |
| EPS(지배순이익 기준) | -30.2 | -52.6 | 401.9 | 61.3 | 17.0 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE(당기순이익 기준) | 4.6 | 2.9 | 9.3 | 13.1 | 13.5 |
| ROE(지배순이익 기준) | 4.6 | 2.9 | 9.3 | 13.1 | 13.5 |
| ROA | 1.2 | 0.8 | 2.8 | 4.3 | 4.7 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 부채비율 | 258.7 | 239.6 | 219.2 | 194.5 | 177.8 |
| 순차입금비율 | 128.0 | 105.2 | 96.7 | 74.4 | 60.1 |
| 이자보상배율 | 1.5 | 1.5 | 2.4 | 3.2 | 3.4 |

세아홀딩스 (058650)

Analyst 박현욱 hwpark@hmsec.com

올해 자회사 실적 개선 예상

BUY

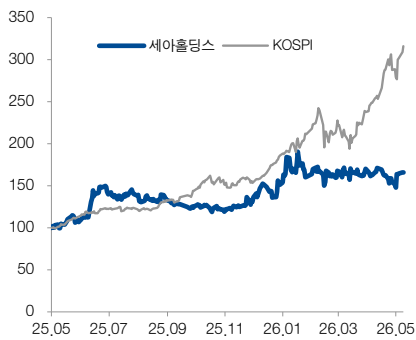
TP 214,000원

| | | |
|-----------------|------------------|-------------|
| 현재주가 (5/27) | 157,500원 | |
| 상승여력 | 35.9% | |
| 시가총액 | 668십억원 | |
| 발행주식수 | 4,242천주 | |
| 자본금/액면가 | 20십억원/5,000원 | |
| 52주 최고가/최저가 | 181,000원/94,600원 | |
| 일평균 거래대금 (60일) | 1십억원 | |
| 외국인 지분율 | 2.09% | |
| 주요주주 지분율 | | |
| 이태성외 15인 | 76.08% | |
| 추가상승률 | 1M | 3M 6M |
| 절대주가(%) | -0.2 | -1.1 33.6 |
| 상대주가(%p) | -19.8 | -25.0 -35.3 |

* K-IFRS 연결 기준

| (단위: 원) | EPS(26F) | EPS(27F) | TP |
|-----------|----------|----------|---------|
| Before | 17,291 | 20,437 | 214,000 |
| After | 19,384 | 24,841 | 214,000 |
| Consensus | 17,934 | 26,000 | 207,000 |
| Cons. 차이 | 8.1% | -4.5% | 3.4% |

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 투자 의견 BUY를 유지하며 올해 자회사 실적 개선이 기대되고 현재 P/B 0.3배로 저평가 매력을 보유
- 목표주가 214,000원을 유지함

주요이슈 및 실적전망

- 올해 1분기 영업이익은 577억원으로 전년동기대비 48%, 전분기대비 41% 증가로 주력 자회사의 실적 개선의 영향으로 양호한 실적을 기록
- 26년 매출액 7조 2,239억원 영업이익 2,055억원으로 영업이익은 전년동기대비 17% 증가할 것으로 예상. 한국 정부는 5월에 중국산 특수강에 대하여 덤핑여부에 대한 조사 개시를 결정한 바 있고, 빠르면 3분기 중 잠정 판정을 기대할 수 있어 덤핑방지관세가 실현되면 국내 시장 점유율 상승으로 주요 자회사들의 실적 개선이 기대됨. 또한 올해 6월 연산 6천톤의 미국 특수합금 업체인 SST의 공장이 완공되면서 전방산업인 우주 및 항공산업의 성장과 동반하여 실적 증가에 기여할 것으로 예상
- 당사는 자기주식 취득 결정을 공시하였으며 187,000주(약 300억원)를 취득하여 소각할 예정임(취득 예상 기간 26년 5월 20일~6월 8일)

주가전망 및 Valuation

- 목표주가 214,000원은 2026년 예상 주당순자산에 지속가능한 ROE를 고려한 적정 P/B 0.40배(지속가능한 ROE 23년~27년 평균 3.3%, COE 8.2%)를 적용하여 산출함. 직전 목표주가 산출방식과 같음

요약 실적 및 Valuation

| 구분 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EBITDA (십억원) | EPS (원) | 증감율 (%) | P/E (배) | P/B | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 배당수익률 (%) |
|-------|--------------|---------------|--------------|-----------------|------------|------------|------------|-----|------------------|------------|--------------|
| 2024 | 6,017 | 99 | 33 | 242 | 8,314 | -59.4 | 11.5 | 0.2 | 11.3 | 1.5 | 4.2 |
| 2025 | 6,611 | 175 | 65 | 332 | 16,154 | 94.3 | 8.9 | 0.3 | 9.9 | 2.9 | 3.0 |
| 2026F | 7,224 | 205 | 82 | 360 | 19,384 | 20.0 | 8.1 | 0.3 | 9.3 | 3.6 | 2.8 |
| 2027F | 7,804 | 251 | 105 | 408 | 24,841 | 28.2 | 6.3 | 0.3 | 8.4 | 4.5 | 2.8 |
| 2028F | 8,451 | 281 | 121 | 437 | 28,518 | 14.8 | 5.5 | 0.3 | 8.0 | 5.0 | 2.8 |

* K-IFRS 연결 기준

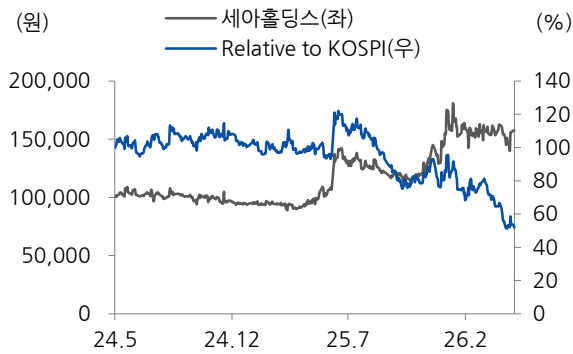
<표1> 세아홀딩스 분기 실적 추이

(단위: 십억원)

| | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2025 | 2026F | 2027F |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,530 | 1,696 | 1,668 | 1,717 | 1,711 | 1,776 | 1,761 | 1,976 | 6,611 | 7,224 | 7,804 |
| 영업이익 | 39 | 45 | 51 | 41 | 58 | 60 | 40 | 48 | 175 | 205 | 251 |
| 세전이익 | 30 | 38 | 45 | 17 | 48 | 46 | 24 | 31 | 130 | 149 | 180 |
| 당기순이익 | 21 | 28 | 34 | 2 | 29 | 33 | 18 | 22 | 86 | 102 | 131 |
| 영업이익률 | 3% | 3% | 3% | 2% | 3% | 3% | 2% | 2% | 3% | 3% | 3% |
| 세전이익률 | 2% | 2% | 3% | 1% | 3% | 3% | 1% | 2% | 2% | 2% | 2% |
| 순이익률 | 1% | 2% | 2% | 0% | 2% | 2% | 1% | 1% | 1% | 1% | 2% |

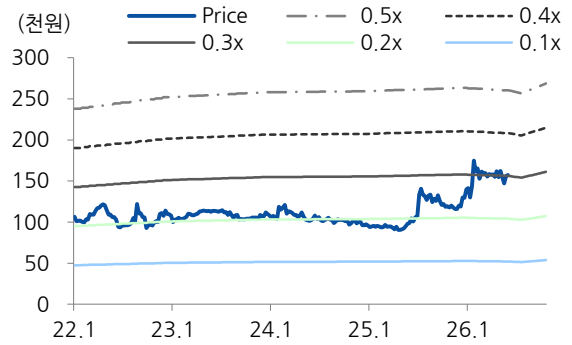
자료: 현대차증권

<그림1> 세아홀딩스 주가 추이



자료: 현대차증권

<그림2> 세아홀딩스 P/B 밴드 추이



자료: 현대차증권

| (단위:십억원) | | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 포괄손익계산서 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
| 매출액 | 6,017 | 6,611 | 7,224 | 7,804 | 8,451 |
| 증가율 (%) | -6.3 | 9.9 | 9.3 | 8.0 | 8.3 |
| 매출원가 | 5,655 | 6,158 | 6,676 | 7,191 | 7,787 |
| 매출원가율 (%) | 94.0 | 93.1 | 92.4 | 92.1 | 92.1 |
| 매출총이익 | 362 | 453 | 548 | 613 | 664 |
| 매출이익률 (%) | 6.0 | 6.9 | 7.6 | 7.9 | 7.9 |
| 증가율 (%) | -18.1 | 25.1 | 21.0 | 11.9 | 8.3 |
| 판매관리비 | 262 | 278 | 343 | 362 | 384 |
| 판매비율 (%) | 4.4 | 4.2 | 4.7 | 4.6 | 4.5 |
| EBITDA | 242 | 332 | 360 | 408 | 437 |
| EBITDA 이익률 (%) | 4.0 | 5.0 | 5.0 | 5.2 | 5.2 |
| 증가율 (%) | -27.5 | 37.2 | 8.4 | 13.3 | 7.1 |
| 영업이익 | 99 | 175 | 205 | 251 | 281 |
| 영업이익률 (%) | 1.6 | 2.6 | 2.8 | 3.2 | 3.3 |
| 증가율 (%) | -50.7 | 76.8 | 17.1 | 22.4 | 12.0 |
| 영업외손익 | -39 | -63 | -54 | -69 | -71 |
| 금융수익 | 185 | 188 | 80 | 74 | 72 |
| 금융비용 | 225 | 258 | 155 | 155 | 155 |
| 기타영업외손익 | 1 | 7 | 21 | 12 | 12 |
| 종속/관계기업관련손익 | -14 | 18 | -2 | -2 | -2 |
| 세전계속사업이익 | 47 | 130 | 149 | 180 | 207 |
| 세전계속사업이익률 | 0.8 | 2.0 | 2.1 | 2.3 | 2.4 |
| 증가율 (%) | -72.8 | 176.6 | 14.6 | 20.8 | 15.0 |
| 법인세비용 | 13 | 44 | 47 | 49 | 56 |
| 계속사업이익 | 34 | 86 | 102 | 131 | 150 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 34 | 86 | 102 | 131 | 150 |
| 당기순이익률 (%) | 0.6 | 1.3 | 1.4 | 1.7 | 1.8 |
| 증가율 (%) | -74.2 | 152.9 | 18.6 | 28.4 | 14.5 |
| 지배주주지분 순이익 | 33 | 65 | 82 | 105 | 121 |
| 비지배주주지분 순이익 | 1 | 21 | 20 | 26 | 29 |
| 기타포괄이익 | 42 | -16 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 76 | 70 | 102 | 131 | 150 |

| (단위:십억원) | | | | | |
|---------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 현금흐름표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
| 영업활동으로인한현금흐름 | 265 | 106 | 286 | 209 | 214 |
| 당기순이익 | 34 | 86 | 102 | 131 | 150 |
| 유형자산 상각비 | 138 | 148 | 149 | 151 | 151 |
| 무형자산 상각비 | 5 | 9 | 6 | 6 | 5 |
| 외환손익 | 41 | 2 | -6 | -3 | -2 |
| 운전자본의 감소(증가) | 29 | -136 | 33 | -78 | -93 |
| 기타 | 18 | -3 | 2 | 2 | 3 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | -236 | -366 | -248 | -221 | -233 |
| 투자자산의 감소(증가) | -53 | -146 | -50 | -21 | -32 |
| 유형자산의 감소 | 6 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -202 | -263 | -200 | -200 | -200 |
| 기타 | 13 | 40 | 2 | 0 | -1 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | 156 | 139 | -13 | -17 | -16 |
| 차입금의 증가(감소) | -45 | 301 | 0 | 0 | 0 |
| 사채의 증가(감소) | -59 | 172 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | -3 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금 | -33 | -33 | -16 | -18 | -18 |
| 기타 | 296 | -299 | 3 | 1 | 2 |
| 기타현금흐름 | 9 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의증가(감소) | 194 | -121 | 24 | -28 | -35 |
| 기초현금 | 264 | 458 | 337 | 362 | 333 |
| 기말현금 | 458 | 337 | 362 | 333 | 299 |

* K-IFRS 연결 기준

| (단위:십억원) | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 재무상태표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
| 유동자산 | 2,879 | 2,772 | 2,903 | 3,010 | 3,155 |
| 현금성자산 | 458 | 337 | 362 | 333 | 299 |
| 단기투자자산 | 51 | 26 | 30 | 32 | 34 |
| 매출채권 | 787 | 765 | 880 | 927 | 999 |
| 채고자산 | 1,486 | 1,518 | 1,488 | 1,567 | 1,661 |
| 기타유동자산 | 75 | 122 | 141 | 148 | 160 |
| 비유동자산 | 3,226 | 3,419 | 3,512 | 3,575 | 3,649 |
| 유형자산 | 1,973 | 2,092 | 2,144 | 2,193 | 2,242 |
| 무형자산 | 124 | 114 | 108 | 102 | 97 |
| 투자자산 | 775 | 905 | 953 | 973 | 1,003 |
| 기타비유동자산 | 354 | 308 | 307 | 307 | 307 |
| 기타금융업자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자산총계 | 6,106 | 6,191 | 6,416 | 6,585 | 6,804 |
| 유동부채 | 2,113 | 1,772 | 1,877 | 1,920 | 1,986 |
| 단기차입금 | 790 | 676 | 676 | 676 | 676 |
| 매입채무 | 397 | 368 | 424 | 446 | 481 |
| 유동성장기부채 | 502 | 396 | 396 | 396 | 396 |
| 기타유동부채 | 424 | 332 | 381 | 402 | 433 |
| 비유동부채 | 842 | 1,330 | 1,364 | 1,378 | 1,399 |
| 사채 | 341 | 514 | 514 | 514 | 514 |
| 장기차입금 | 272 | 572 | 572 | 572 | 572 |
| 장기금융부채 | 20 | 21 | 21 | 21 | 21 |
| 기타비유동부채 | 209 | 223 | 257 | 271 | 292 |
| 기타금융업부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 2,955 | 3,102 | 3,241 | 3,298 | 3,385 |
| 지배주주지분 | 2,198 | 2,221 | 2,286 | 2,373 | 2,476 |
| 자본금 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 자본잉여금 | 419 | 417 | 417 | 417 | 417 |
| 자본조정 등 | -10 | -10 | -10 | -10 | -10 |
| 기타포괄이익누계액 | 55 | 34 | 34 | 34 | 34 |
| 이익잉여금 | 1,715 | 1,760 | 1,825 | 1,913 | 2,015 |
| 비지배주주지분 | 952 | 868 | 888 | 914 | 943 |
| 자본총계 | 3,150 | 3,089 | 3,174 | 3,287 | 3,419 |

| (단위:원, 배, %) | | | | | |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주요투자지표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
| EPS(당기순이익 기준) | 8,542 | 21,471 | 24,084 | 30,865 | 35,434 |
| EPS(지배순이익 기준) | 8,314 | 16,154 | 19,384 | 24,841 | 28,518 |
| BPS(자본총계 기준) | 787,526 | 772,189 | 748,288 | 774,887 | 806,054 |
| BPS(지배지분 기준) | 549,482 | 555,082 | 538,879 | 559,453 | 583,706 |
| DPS | 4,000 | 4,300 | 4,300 | 4,300 | 4,300 |
| P/E(당기순이익 기준) | 11.2 | 6.7 | 6.5 | 5.1 | 4.4 |
| P/E(지배순이익 기준) | 11.5 | 8.9 | 8.1 | 6.3 | 5.5 |
| P/B(자본총계 기준) | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| P/B(지배지분 기준) | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| EV/EBITDA(Reported) | 11.3 | 9.9 | 9.3 | 8.4 | 8.0 |
| 배당수익률 | 4.2 | 3.0 | 2.8 | 2.8 | 2.8 |
| 성장성 (%) | | | | | |
| EPS(당기순이익 기준) | -74.1 | 151.3 | 12.2 | 28.2 | 14.8 |
| EPS(지배순이익 기준) | -59.4 | 94.3 | 20.0 | 28.2 | 14.8 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE(당기순이익 기준) | 1.1 | 2.8 | 3.3 | 4.1 | 4.5 |
| ROE(지배순이익 기준) | 1.5 | 2.9 | 3.6 | 4.5 | 5.0 |
| ROA | 0.6 | 1.4 | 1.6 | 2.0 | 2.2 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 부채비율 | 93.8 | 100.4 | 102.1 | 100.3 | 99.0 |
| 순차입금비율 | 44.5 | 59.4 | 57.0 | 55.9 | 54.7 |
| 이자보상배율 | 1.3 | 2.0 | 2.3 | 2.8 | 3.1 |

동국홀딩스 (001230)

Analyst 박현욱 hwpark@hmsec.com

절대적으로 낮은 P/B, 주요 계열사 실적 개선 예상

BUY

TP 14,400원

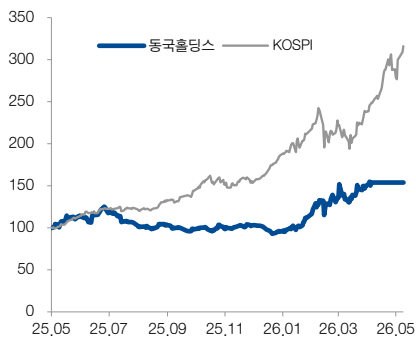
| | |
|----------------|----------------|
| 현재주가 (5/27) | 11,400원 |
| 상승여력 | 26.3% |
| 시가총액 | 363십억원 |
| 발행주식수 | 31,102천주 |
| 자본금/액면가 | 271십억원/5,000원 |
| 52주 최고가/최저가 | 11,470원/6,890원 |
| 일평균 거래대금 (60일) | 1십억원 |
| 외국인 지분율 | 12.35% |
| 주요주주 지분율 | |
| 장세주외 16인 | 63.02% |

| | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|
| 추가상승률 | 1M | 3M | 6M |
| 절대주가(%) | 0.0 | 15.6 | 54.7 |
| 상대주가(%p) | -19.6 | -12.3 | -25.1 |

* K-IFRS 연결 기준

| (단위: 원) | EPS(26F) | EPS(27F) | TP |
|-----------|----------|----------|--------|
| Before | 818 | 1,105 | 12,600 |
| After | 896 | 1,236 | 14,400 |
| Consensus | 830 | 1,125 | 12,600 |
| Cons. 차이 | 8.0% | 9.9% | 14.3% |

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

요약 실적 및 Valuation

| 구분 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EBITDA (십억원) | EPS (원) | 증감율 (%) | P/E (배) | P/B (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 배당수익률 (%) |
|-------|--------------|---------------|--------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|--------------|
| 2024 | 1,999 | 58 | 12 | 82 | 369 | -91.5 | 20.0 | 0.1 | 3.2 | 0.7 | 6.8 |
| 2025 | 1,985 | 39 | 16 | 64 | 506 | 36.9 | 14.7 | 0.1 | 5.4 | 0.9 | 1.3 |
| 2026F | 2,275 | 38 | 28 | 65 | 896 | 77.3 | 12.7 | 0.2 | 8.1 | 1.5 | 1.8 |
| 2027F | 2,327 | 47 | 38 | 74 | 1,236 | 37.9 | 9.2 | 0.2 | 7.3 | 2.1 | 1.8 |
| 2028F | 2,398 | 51 | 41 | 77 | 1,326 | 7.3 | 8.6 | 0.2 | 7.1 | 2.2 | 1.8 |

* K-IFRS 연결 기준

투자포인트 및 결론

- 투자 의견 BUY를 유지하며 그 근거는 주요 자회사의 실적 개선이 예상되고, 동사 P/B가 0.2배로 절대적으로 낮은 수준이기 때문
- 목표주가 14,400원(기존 12,600원)을 제시함

주요이슈 및 실적전망

- 1분기 영업이익 62억원, 순이익 53억원으로 전년동기대비 증가. 올해 순이익 422억원으로 전년대비 104% 증가 예상
- 올해 연초부터 전세계 주요 지역 철강 가격 상승이 지속되고 있어 철강과 무역 부문의 실적은 개선될 것으로 예상됨
- 지분법 대상 법인(동국제강과 동국씨엠)은 올해 실적 개선이 예상됨. 국내 철근 유통 가격은 연초대비 20% 이상 상승하였고 미국 향 수출이 크게 증가하여 톤당 고정비를 낮출 수 있어 국내 수요 부진에도 수익성은 호전될 것으로 기대. 또한 한국 정부는 중국산 도금강판에 대하여 잠정 덤핑방지관세 부과하기로 결정함에 따라 가격 인상과 시장 점유율 상승으로 이익 증가 예상

주가전망 및 Valuation

- 목표주가 14,400원은 2026년 예상 주당순자산에 지속가능한 ROE를 고려한 적정 P/B 0.25배(지속가능한 ROE 24년~27년 평균, COE 5.7%)를 적용하여 산출하였음. 직전 목표주가 산출 방식과 같음
- 정기주주총회에서 감사와 액면분할을 승인한 바 있으며(매매거래 정지 4/24~5/28), 동사는 배당 자원 확대를 위하여 준비금 감소 및 이익잉여금 전입을 안건으로 임시주총(6/24) 개최 예정

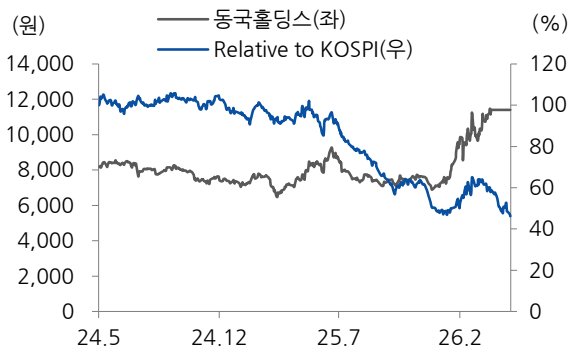
<표1> 동국홀딩스 분기 실적 추이

(단위: 십억원)

| | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2025 | 2026F | 2027F |
|-------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 466 | 481 | 497 | 542 | 565 | 576 | 570 | 563 | 1,985 | 2,275 | 2,327 |
| 영업이익 | 15 | 13 | 10 | 2 | 6 | 17 | 11 | 4 | 39 | 38 | 47 |
| 세전이익 | 5 | 7 | 11 | -12 | 8 | 23 | 14 | 11 | 11 | 57 | 76 |
| 당기순이익 | 2 | 7 | 8 | 4 | 5 | 18 | 11 | 9 | 21 | 42 | 58 |
| 영업이익률 | 3% | 3% | 2% | 0% | 1% | 3% | 2% | 1% | 2% | 2% | 2% |
| 세전이익률 | 1% | 1% | 2% | -2% | 1% | 4% | 2% | 2% | 1% | 2% | 3% |
| 순이익률 | 0% | 1% | 2% | 1% | 1% | 3% | 2% | 2% | 1% | 2% | 2% |

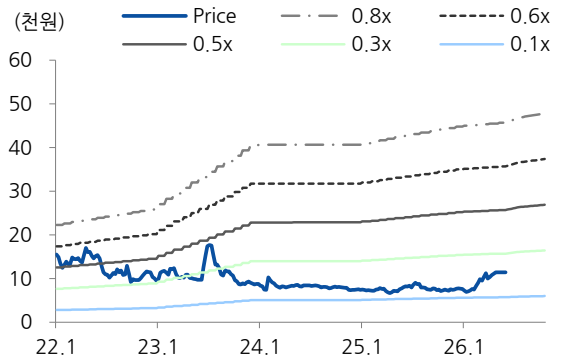
자료: 현대차증권

<그림1> 동국홀딩스 주가 추이



자료: 현대차증권

<그림2> 동국홀딩스 P/B 밴드 추이



자료: 현대차증권

| (단위:십억원) | | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 포괄손익계산서 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
| 매출액 | 1,999 | 1,985 | 2,275 | 2,327 | 2,398 |
| 증가율 (%) | 8.6 | -0.7 | 14.6 | 2.3 | 3.1 |
| 매출원가 | 1,830 | 1,832 | 2,123 | 2,163 | 2,227 |
| 매출원가율 (%) | 91.5 | 92.3 | 93.3 | 93.0 | 92.9 |
| 매출총이익 | 169 | 153 | 153 | 164 | 171 |
| 매출이익률 (%) | 8.5 | 7.7 | 6.7 | 7.0 | 7.1 |
| 증가율 (%) | -2.9 | -9.5 | 0.0 | 7.2 | 4.3 |
| 판매관리비 | 111 | 113 | 114 | 117 | 121 |
| 판매비율 (%) | 5.6 | 5.7 | 5.0 | 5.0 | 5.0 |
| EBITDA | 82 | 64 | 65 | 74 | 77 |
| EBITDA 이익률 (%) | 4.1 | 3.2 | 2.9 | 3.2 | 3.2 |
| 증가율 (%) | -48.4 | -22.0 | 1.6 | 13.8 | 4.1 |
| 영업이익 | 58 | 39 | 38 | 47 | 51 |
| 영업이익률 (%) | 2.9 | 2.0 | 1.7 | 2.0 | 2.1 |
| 증가율 (%) | -3.3 | -32.8 | -2.6 | 23.7 | 8.5 |
| 영업외손익 | -17 | -1 | 8 | 7 | 9 |
| 금융수익 | 20 | 17 | 10 | 6 | 6 |
| 금융비용 | 18 | 12 | 12 | 10 | 10 |
| 기타영업외손익 | -19 | -6 | 10 | 11 | 13 |
| 종속/관계기업관련손익 | -4 | -27 | 11 | 23 | 23 |
| 세전계속사업이익 | 37 | 11 | 57 | 76 | 82 |
| 세전계속사업이익률 | 1.9 | 0.6 | 2.5 | 3.3 | 3.4 |
| 증가율 (%) | -93.0 | -70.3 | 418.2 | 33.3 | 7.9 |
| 법인세비용 | 17 | -10 | 14 | 19 | 20 |
| 계속사업이익 | 20 | 21 | 42 | 58 | 62 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 20 | 21 | 42 | 58 | 62 |
| 당기순이익률 (%) | 1.0 | 1.1 | 1.8 | 2.5 | 2.6 |
| 증가율 (%) | -91.4 | 5.0 | 100.0 | 38.1 | 6.9 |
| 지배주주지분 순이익 | 12 | 16 | 28 | 38 | 41 |
| 비지배주주지분 순이익 | 8 | 5 | 14 | 19 | 21 |
| 기타포괄이익 | 8 | 173 | 16 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 27 | 193 | 58 | 58 | 62 |

| (단위:십억원) | | | | | |
|---------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 현금흐름표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
| 영업활동으로인한현금흐름 | 85 | 55 | 64 | 76 | 65 |
| 당기순이익 | 20 | 21 | 42 | 58 | 62 |
| 유형자산 상각비 | 21 | 22 | 25 | 25 | 25 |
| 무형자산 상각비 | 2 | 2 | 2 | 1 | 1 |
| 외환손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 운전자본의 감소(증가) | -6 | -26 | 6 | 15 | -1 |
| 기타 | 48 | 36 | -11 | -23 | -22 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | -85 | -125 | -93 | -62 | -56 |
| 투자자산의 감소(증가) | 30 | -17 | -29 | -16 | -10 |
| 유형자산의 감소 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -34 | -42 | -42 | -42 | -42 |
| 기타 | -81 | -66 | -22 | -4 | -4 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | -44 | 1 | 24 | -6 | -6 |
| 차입금의 증가(감소) | 8 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 사채의증가(감소) | 5 | -5 | 5 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | 0 | -0 | -1 | 0 | 0 |
| 배당금 | -24 | -17 | -3 | -6 | -6 |
| 기타 | -33 | 15 | 23 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | 12 | -1 | 5 | 0 | 0 |
| 현금의증가(감소) | -31 | -70 | 0 | 9 | 3 |
| 기초현금 | 259 | 228 | 157 | 157 | 166 |
| 기말현금 | 228 | 157 | 157 | 166 | 169 |

* K-IFRS 연결 기준

| (단위:십억원) | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 재무상태표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
| 유동자산 | 1,036 | 978 | 991 | 1,008 | 1,031 |
| 현금성자산 | 228 | 157 | 157 | 166 | 169 |
| 단기투자자산 | 100 | 117 | 121 | 126 | 130 |
| 매출채권 | 392 | 368 | 368 | 381 | 393 |
| 채고자산 | 228 | 227 | 249 | 237 | 239 |
| 기타유동자산 | 63 | 66 | 69 | 71 | 74 |
| 비유동자산 | 1,473 | 1,715 | 1,810 | 1,864 | 1,912 |
| 유형자산 | 449 | 513 | 536 | 553 | 570 |
| 무형자산 | 14 | 14 | 12 | 11 | 10 |
| 투자자산 | 912 | 1,078 | 1,121 | 1,159 | 1,193 |
| 기타비유동자산 | 98 | 110 | 141 | 141 | 139 |
| 기타금융업자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자산총계 | 2,509 | 2,693 | 2,801 | 2,871 | 2,943 |
| 유동부채 | 619 | 613 | 657 | 672 | 685 |
| 단기차입금 | 185 | 208 | 243 | 243 | 243 |
| 매입채무 | 349 | 310 | 322 | 334 | 344 |
| 유동성장기부채 | 5 | 11 | 5 | 5 | 5 |
| 기타유동부채 | 80 | 84 | 87 | 90 | 93 |
| 비유동부채 | 111 | 125 | 133 | 137 | 140 |
| 사채 | 5 | 0 | 5 | 5 | 5 |
| 장기차입금 | 19 | 27 | 27 | 27 | 27 |
| 장기금융부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 87 | 98 | 101 | 105 | 108 |
| 기타금융업부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 730 | 738 | 791 | 810 | 826 |
| 지배주주지분 | 1,630 | 1,796 | 1,835 | 1,867 | 1,903 |
| 자본금 | 271 | 271 | 271 | 271 | 271 |
| 자본잉여금 | 1,065 | 1,065 | 1,063 | 1,063 | 1,063 |
| 자본조정 등 | -1,680 | -1,680 | -1,680 | -1,680 | -1,680 |
| 기타포괄이익누계액 | 34 | 196 | 211 | 211 | 211 |
| 이익잉여금 | 1,940 | 1,944 | 1,970 | 2,002 | 2,037 |
| 비지배주주지분 | 150 | 160 | 175 | 195 | 215 |
| 자본총계 | 1,780 | 1,956 | 2,010 | 2,062 | 2,118 |

| (단위:원, 배, %) | | | | | |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주요투자지표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
| EPS(당기순이익 기준) | 618 | 652 | 1,348 | 1,859 | 1,994 |
| EPS(지배순이익 기준) | 369 | 506 | 896 | 1,236 | 1,326 |
| BPS(자본총계 기준) | 55,961 | 61,501 | 64,625 | 66,289 | 68,088 |
| BPS(지배지분 기준) | 51,259 | 56,462 | 58,989 | 60,030 | 61,160 |
| DPS | 500 | 100 | 200 | 200 | 200 |
| P/E(당기순이익 기준) | 11.9 | 11.4 | 8.5 | 6.1 | 5.7 |
| P/E(지배순이익 기준) | 20.0 | 14.7 | 12.7 | 9.2 | 8.6 |
| P/B(자본총계 기준) | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| P/B(지배지분 기준) | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| EV/EBITDA(Reported) | 3.2 | 5.4 | 8.1 | 7.3 | 7.1 |
| 배당수익률 | 6.8 | 1.3 | 1.8 | 1.8 | 1.8 |
| 성장성 (%) | | | | | |
| EPS(당기순이익 기준) | -86.1 | 5.4 | 106.9 | 37.9 | 7.3 |
| EPS(지배순이익 기준) | -91.5 | 36.9 | 77.3 | 37.9 | 7.3 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE(당기순이익 기준) | 1.1 | 1.1 | 2.1 | 2.8 | 3.0 |
| ROE(지배순이익 기준) | 0.7 | 0.9 | 1.5 | 2.1 | 2.2 |
| ROA | 0.8 | 0.8 | 1.5 | 2.0 | 2.1 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 부채비율 | 41.0 | 37.7 | 39.3 | 39.3 | 39.0 |
| 순차입금비율 | 순현금 | 순현금 | 순현금 | 순현금 | 순현금 |
| 이자보상배율 | 5.5 | 4.2 | 3.7 | 4.5 | 4.9 |

한국철강 (104700)

Analyst 박현욱 hwpark@hmsec.com

수요 부진 지속, 향후 완만한 실적 개선 기대

BUY

TP 12,000원

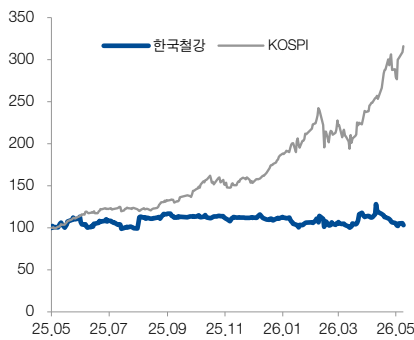
| | |
|----------------|----------------|
| 현재주가 (5/27) | 9,200원 |
| 상승여력 | 30.4% |
| 시가총액 | 335십억원 |
| 발행주식수 | 36,450천주 |
| 자본금/액면가 | 46십억원/1,000원 |
| 52주 최고가/최저가 | 11,440원/8,830원 |
| 일평균 거래대금 (60일) | 1십억원 |
| 외국인 지분율 | 5.35% |
| 주요주주 지분율 | |
| KSCO홀딩스외6인 | 66.17% |

| | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|
| 추가상승률 | 1M | 3M | 6M |
| 절대주가(%) | -11.3 | -9.8 | -7.9 |
| 상대주가(%p) | -28.7 | -31.6 | -55.4 |

* K-IFRS 개별 기준

| (단위: 원) | EPS(26F) | EPS(27F) | TP |
|-----------|----------|----------|--------|
| Before | 649 | 682 | 12,700 |
| After | 214 | 652 | 12,000 |
| Consensus | 658 | 686 | 12,700 |
| Cons. 차이 | -67.5% | -5.0% | -5.5% |

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

요약 실적 및 Valuation

| 구분 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EBITDA (십억원) | EPS (원) | 증감율 (%) | P/E (배) | P/B (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 배당수익률 (%) |
|-------|--------------|---------------|--------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|--------------|
| 2024 | 600 | 2 | 23 | 14 | 554 | -65.5 | 15.1 | 0.4 | NA | 2.8 | 9.5 |
| 2025 | 487 | -39 | -9 | -26 | -245 | 적전 | NA | 0.5 | 1.3 | -1.1 | 7.6 |
| 2026F | 528 | -11 | 8 | 1 | 214 | 흑전 | 43.1 | 0.5 | 19.7 | 1.0 | 8.0 |
| 2027F | 567 | 9 | 24 | 21 | 652 | 205.3 | 14.1 | 0.5 | 0.0 | 3.2 | 8.0 |
| 2028F | 604 | 12 | 26 | 24 | 724 | 11.0 | 12.7 | 0.5 | 0.3 | 3.6 | 8.0 |

* K-IFRS 개별 기준

투자포인트 및 결론

- 실적 부진이 지속되고 있으나 투자의견 BUY를 유지하며 그 이유는 철근 가격 상승 및 수요의 완만한 개선으로 실적이 점진적으로 나아질 것으로 예상되기 때문
- 목표주가 12,000원 제시(기존 12,700원)

주요이슈 및 실적전망

- 26년 1분기 영업손익 -143억원으로 전년동기대비 및 전분기대비 적자 지속. 1분기 국내 철근 수요는 148만톤을 기록하였는데 전년동기대비 7% 감소, 전분기대비 8% 감소하였고 2000년 이후 살펴봤을 때도 가장 낮은 분기 수요 기록
- 올해 영업이익은 115억원 적자로 예상되나 2분기부터 실적이 완만하게 개선될 것으로 전망. 국내 철근 유통가격은 4월 초 79만원에서 5월 현재 85만원으로 상승하였으며 국내 철근 수요도 감소세가 진정될 것으로 기대됨
- 국내 철근 수요는 작년 665만톤에서 올해 682만톤으로 2% 증가하여 4년 간의 감소세에서 벗어날 것으로 예상됨. 또한 동사를 포함한 국내 철근업체들은 미국으로의 수출을 확대하여 수익성 개선을 위하여 노력하고 있음. 미국은 대규모 데이터센터 투자로 봉형강 수요가 견조할 것으로 판단됨. 국내 철근업체들의 수출은 작년 12월부터 증가하여 올해 4월까지 월평균 10만톤을 기록하고 있음

주가전망 및 Valuation

- 최근 2개월 주가는 전방산업 부진으로 조정을 시현하였으며 중장기 관점에서의 접근이 유효하다고 판단됨. 목표주가 12,000원은 2026년 예상 주당순자산에 지속가능한 ROE를 고려한 적정 P/B 0.60배(지속가능한 ROE 23년~27년 평균)를 적용하여 산출함(실적 하향 조정을 반영한 결과이며, 직전 목표주가와 산출 방식 같음)

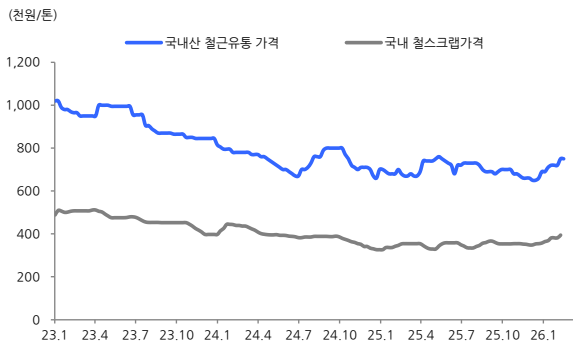
<표1> 한국철강 분기 실적 추이

(단위: 십억원)

| | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2025 | 2026F | 2027F |
|-------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|
| 매출액 | 116 | 122 | 122 | 126 | 112 | 141 | 132 | 144 | 487 | 528 | 567 |
| 영업이익 | -11 | -3 | -10 | -16 | -14 | 1 | 0 | 2 | -39 | -11 | 9 |
| 세전이익 | -5 | -4 | -6 | -1 | -15 | 8 | 9 | 8 | -15 | 10 | 31 |
| 당기순이익 | -4 | -3 | -5 | 2 | -11 | 6 | 7 | 6 | -9 | 8 | 24 |
| 영업이익률 | -9% | -2% | -8% | -12% | -13% | 0% | 0% | 1% | -8% | -2% | 2% |
| 세전이익률 | -4% | -3% | -5% | 0% | -13% | 6% | 7% | 6% | -3% | 2% | 6% |
| 순이익률 | -3% | -2% | -4% | 2% | -10% | 4% | 5% | 4% | -2% | 1% | 4% |

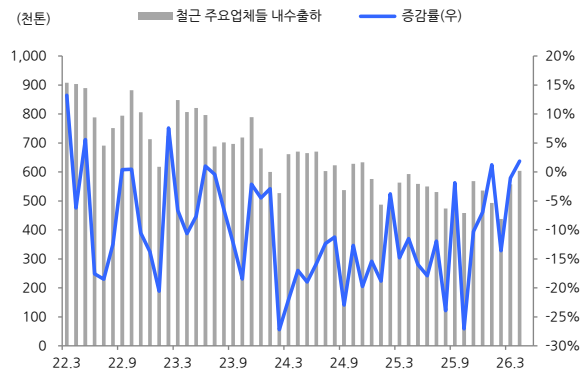
자료: 현대차증권

<그림1> 국내 주요 철근 유통 가격 추이



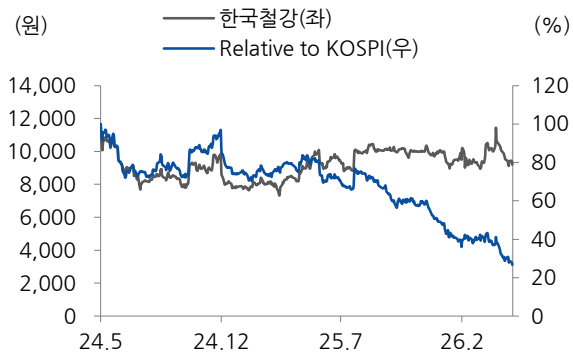
자료: 스틸데일리, 철강금속신문, 현대차증권

<그림2> 국내 주요 철근업체들 내수 출하 추이



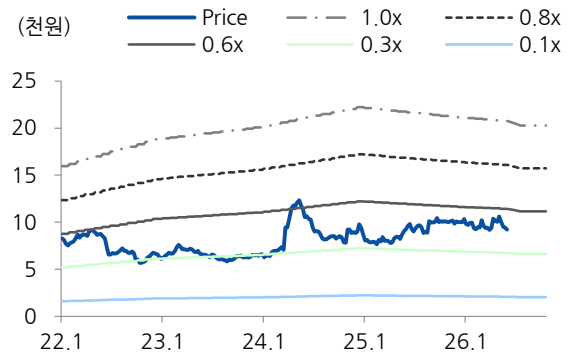
자료: 스틸데일리, 철강금속신문, 현대차증권

<그림3> 한국철강 주가 추이



자료: 현대차증권

<그림4> 한국철강 P/B 밴드 추이



자료: 현대차증권

| | (단위:십억원) | | | | |
|-----------------|----------|-------|-------|---------|-------|
| 포괄손익계산서 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
| 매출액 | 600 | 487 | 528 | 567 | 604 |
| 증가율 (%) | -33.7 | -18.8 | 8.4 | 7.4 | 6.5 |
| 매출원가 | 564 | 493 | 501 | 519 | 550 |
| 매출원가율 (%) | 94.0 | 101.2 | 94.9 | 91.5 | 91.1 |
| 매출총이익 | 36 | -6 | 27 | 48 | 55 |
| 매출이익률 (%) | 6.0 | -1.2 | 5.1 | 8.5 | 9.1 |
| 증가율 (%) | -71.7 | 적전 | 흑전 | 77.8 | 14.6 |
| 판매관리비 | 34 | 32 | 38 | 40 | 42 |
| 판매비율(%) | 5.7 | 6.6 | 7.2 | 7.1 | 7.0 |
| EBITDA | 14 | -26 | 1 | 21 | 24 |
| EBITDA 이익률 (%) | 2.3 | -5.3 | 0.2 | 3.7 | 4.0 |
| 증가율 (%) | -85.7 | 적전 | 흑전 | 2,000.0 | 14.3 |
| 영업이익 | 2 | -39 | -11 | 9 | 12 |
| 영업이익률 (%) | 0.3 | -8.0 | -2.1 | 1.6 | 2.0 |
| 증가율 (%) | -97.7 | 적전 | 적지 | 흑전 | 33.3 |
| 영업외손익 | 29 | 23 | 22 | 23 | 23 |
| 금융수익 | 18 | 12 | 20 | 21 | 21 |
| 금융비용 | 0 | 0 | 8 | 8 | 8 |
| 기타영업외손익 | 11 | 11 | 10 | 10 | 10 |
| 종속/관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 32 | -15 | 10 | 31 | 35 |
| 세전계속사업이익률 | 5.3 | -3.1 | 1.9 | 5.5 | 5.8 |
| 증가율 (%) | -64.8 | 적전 | 흑전 | 210.0 | 12.9 |
| 법인세비용 | 8 | -6 | 3 | 8 | 8 |
| 계속사업이익 | 23 | -9 | 8 | 24 | 26 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 23 | -9 | 8 | 24 | 26 |
| 당기순이익률 (%) | 3.8 | -1.8 | 1.5 | 4.2 | 4.3 |
| 증가율 (%) | -66.2 | 적전 | 흑전 | 200.0 | 8.3 |
| 지배주주지분 순이익 | 23 | -9 | 8 | 24 | 26 |
| 비지배주주지분 순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | 11 | 17 | 3 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 34 | 9 | 11 | 24 | 26 |

| | (단위:십억원) | | | | |
|---------------------|----------|------|-------|-------|-------|
| 현금흐름표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
| 영업활동으로인한현금흐름 | 38 | 24 | -27 | 45 | 26 |
| 당기순이익 | 23 | -9 | 8 | 24 | 26 |
| 유형자산 상각비 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 무형자산 상각비 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 외환손익 | 0 | -0 | -0 | 0 | 0 |
| 운전자본의 감소(증가) | 18 | 18 | -42 | 19 | -3 |
| 기타 | -15 | 3 | -5 | -10 | -9 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | 17 | 48 | 52 | -11 | 2 |
| 투자자산의 감소(증가) | -4 | -8 | -1 | -0 | -0 |
| 유형자산의 감소 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -24 | -19 | -19 | -19 | -19 |
| 기타 | 45 | 75 | 72 | 8 | 21 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | -76 | -48 | -31 | -24 | -24 |
| 차입금의 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채의증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | -50 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금 | -16 | -40 | -24 | -24 | -24 |
| 기타 | -10 | -8 | -7 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | -0 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의증가(감소) | -20 | 25 | -5 | 10 | 4 |
| 기초현금 | 30 | 10 | 35 | 30 | 40 |
| 기말현금 | 10 | 35 | 30 | 40 | 44 |

* K-IFRS 개별 기준

| | (단위:십억원) | | | | |
|----------------|----------|------|-------|-------|-------|
| 재무상태표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
| 유동자산 | 589 | 531 | 501 | 503 | 507 |
| 현금성자산 | 10 | 35 | 30 | 40 | 44 |
| 단기투자자산 | 396 | 357 | 271 | 273 | 262 |
| 매출채권 | 77 | 83 | 94 | 78 | 83 |
| 채고자산 | 64 | 47 | 72 | 78 | 83 |
| 기타유동자산 | 3 | 4 | 5 | 5 | 5 |
| 비유동자산 | 310 | 336 | 348 | 355 | 362 |
| 유형자산 | 271 | 275 | 283 | 290 | 297 |
| 무형자산 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 투자자산 | 20 | 34 | 38 | 38 | 38 |
| 기타비유동자산 | 18 | 26 | 26 | 26 | 26 |
| 기타금융업자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자산총계 | 899 | 867 | 849 | 858 | 869 |
| 유동부채 | 56 | 57 | 65 | 71 | 75 |
| 단기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매입채무 | 30 | 35 | 40 | 43 | 46 |
| 유동성장기부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동부채 | 26 | 22 | 25 | 28 | 29 |
| 비유동부채 | 32 | 39 | 44 | 48 | 51 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기금융부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 32 | 39 | 44 | 48 | 51 |
| 기타금융업부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 89 | 96 | 109 | 119 | 126 |
| 지배주주지분 | 810 | 771 | 740 | 740 | 742 |
| 자본금 | 46 | 46 | 46 | 46 | 46 |
| 자본잉여금 | 502 | 502 | 502 | 502 | 502 |
| 자본조정 등 | -33 | -41 | -47 | -47 | -47 |
| 기타포괄이익누계액 | 3 | 9 | 12 | 12 | 12 |
| 이익잉여금 | 292 | 254 | 226 | 227 | 229 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 810 | 771 | 740 | 740 | 742 |

| | (단위:원, 배, %) | | | | |
|---------------------|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 주요투자지표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
| EPS(당기순이익 기준) | 554 | -245 | 214 | 652 | 724 |
| EPS(지배순이익 기준) | 554 | -245 | 214 | 652 | 724 |
| BPS(자본총계 기준) | 22,232 | 21,148 | 20,294 | 20,295 | 20,368 |
| BPS(지배지분 기준) | 22,232 | 21,148 | 20,294 | 20,295 | 20,368 |
| DPS | 800 | 750 | 750 | 750 | 750 |
| P/E(당기순이익 기준) | 15.1 | NA | 43.1 | 14.1 | 12.7 |
| P/E(지배순이익 기준) | 15.1 | NA | 43.1 | 14.1 | 12.7 |
| P/B(자본총계 기준) | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| P/B(지배지분 기준) | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| EV/EBITDA(Reported) | NA | 1.3 | 19.7 | 0.0 | 0.3 |
| 배당수익률 | 9.5 | 7.6 | 8.0 | 8.0 | 8.0 |
| 성장성 (%) | | | | | |
| EPS(당기순이익 기준) | -65.5 | 적전 | 흑전 | 205.3 | 11.0 |
| EPS(지배순이익 기준) | -65.5 | 적전 | 흑전 | 205.3 | 11.0 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE(당기순이익 기준) | 2.8 | -1.1 | 1.0 | 3.2 | 3.6 |
| ROE(지배순이익 기준) | 2.8 | -1.1 | 1.0 | 3.2 | 3.6 |
| ROA | 2.5 | -1.0 | 0.9 | 2.8 | 3.1 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 부채비율 | 10.9 | 12.4 | 14.7 | 16.0 | 17.0 |
| 순차입금비율 | 순현금 | 순현금 | 순현금 | 순현금 | 순현금 |
| 이자보상배율 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |

대한제강 (084010)

Analyst 박현욱 hwpark@hmsec.com

도전적인 업황, 더디겠지만 실적 개선 예상

BUY

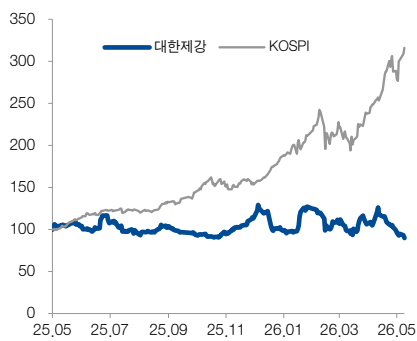
TP 13,800원

| | | |
|-----------------|----------------|-------|
| 현재주가 (5/27) | 9,650원 | |
| 상승여력 | 43.0% | |
| 시가총액 | 332십억원 | |
| 발행주식수 | 34,372천주 | |
| 자본금/액면가 | 36십억원/1,000원 | |
| 52주 최고가/최저가 | 13,870원/9,650원 | |
| 일평균 거래대금 (60일) | 1십억원 | |
| 외국인 지분율 | 3.89% | |
| 주요주주 지분율 | | |
| 오차혼외 15인 | 52.75% | |
| 주가상승률 | 1M | 3M |
| 절대주가(%) | -23.5 | -25.1 |
| 상대주가(%p) | -38.5 | -43.1 |
| | 6M | |
| | -10.1 | -56.5 |

* KIFRS 연결 기준

| (단위: 원) | EPS(26F) | EPS(27F) | T/P |
|-----------|----------|----------|--------|
| Before | 711 | 755 | 17,100 |
| After | 500 | 698 | 13,800 |
| Consensus | 718 | 834 | 15,700 |
| Cons. 차이 | -30.4% | -16.3% | -12.1% |

최근 12개월 추가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 업황이 부진하지만 투자의견 BUY를 유지하는 배경은 철근 업체들의 공급측면 개선 노력이 철근 가격 상승으로 이어지고 있어 실적 개선에 기여할 것으로 예상되고, 국내 철근 수요도 소폭이나마 개선될 것으로 기대되며, 현재 P/B는 0.4배로 최근 5년간 P/B밴드의 저점 수준이기 때문
- 목표주가 13,800원(기존 17,100원)으로 조정

주요이슈 및 실적전망

- 26년 1분기 영업이익 0.64억원으로 전분기 대비 흑자 전환 기록. 1분기 국내 철근 수요는 148만톤으로 전분기대비 8% 감소하였으나 철근 가격 상승이 실적 개선을 견인. 철근 유통가격은 연초 톤당 70만원에서 1분기말 79만원으로 상승함
- 2분기 영업이익은 45억원으로 전분기 대비 증가할 것으로 예상됨. 철근 유통가격은 5월 현재 85만원으로 상승이 지속되고 있고 spread도 개선될 것으로 추정. 수요가 예상보다 더딘 상황을 반영하여 연간 영업이익은 11% 하향 조정함
- 국내 철근 수요는 상당히 완만하게 개선될 것으로 기대하는데 작년 665만톤에서 올해 682만톤(기존 701만톤 예상)으로 전년 대비 2% 증가할 것으로 예상됨
- 국내 철근업체들의 미국 향 철근 수출이 크게 증가하고 있으며 동사를 포함한 국내 철근업체들의 가동률 상승과 고정비 감소로 수익성 개선의 요인으로 작용. 한국의 철근 수출은 4월 누계 41만톤으로 작년 연간 15만톤을 넘어섰으며 대부분 미국향 수출임. 미국은 데이터센터 대규모 투자로 봉형강을 수요가 견조한 것으로 파악됨

주가전망 및 Valuation

- 주가는 1만원 내외의 박스권 등락을 보이고 있으며 전방산업 개선 여부가 중요. 목표주가 13,800원은 26년 예상 BPS에 지속가능한 ROE를 고려한 적정 P/B 0.59배(지속가능한 ROE 23~27년 평균 4.4%, COE 7.4%)를 적용하여 산출하였음. 기존 목표주가 산출 방식과 같으며 실적 하향 조정을 반영

요약 실적 및 Valuation

| 구분 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EBITDA (십억원) | EPS (원) | 증감율 (%) | P/E (배) | P/B (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 배당수익률 (%) |
|-------|--------------|---------------|--------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|--------------|
| 2024 | 1,225 | 10 | 38 | 38 | 1,068 | -45.6 | 10.4 | 0.5 | 5.5 | 4.9 | 3.0 |
| 2025 | 1,247 | -3 | 15 | 27 | 420 | -60.7 | 30.6 | 0.6 | 11.4 | 1.9 | 2.6 |
| 2026F | 1,364 | 17 | 17 | 42 | 500 | 19.1 | 19.3 | 0.4 | 5.1 | 2.1 | 4.9 |
| 2027F | 1,432 | 30 | 24 | 55 | 698 | 39.6 | 13.8 | 0.4 | 3.8 | 3.0 | 4.9 |
| 2028F | 1,495 | 37 | 38 | 62 | 1,102 | 57.9 | 8.8 | 0.4 | 3.3 | 4.6 | 4.9 |

* KIFRS 연결 기준

<표1> 대한제강 분기 실적 추이

(단위: 십억원)

| | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2025 | 2026F | 2027F |
|-------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 290 | 349 | 320 | 289 | 306 | 356 | 341 | 361 | 1,247 | 1,364 | 1,432 |
| 영업이익 | 2 | 8 | 8 | -21 | 0 | 5 | 3 | 9 | -3 | 17 | 30 |
| 세전이익 | 6 | 12 | 17 | -21 | 0 | 5 | 4 | 13 | 15 | 22 | 31 |
| 당기순이익 | 7 | 10 | 14 | -18 | 0 | 4 | 3 | 10 | 14 | 17 | 24 |
| 영업이익률 | 1% | 2% | 3% | -7% | 0% | 1% | 1% | 2% | 0% | 1% | 2% |
| 세전이익률 | 2% | 4% | 5% | -7% | 0% | 1% | 1% | 4% | 1% | 2% | 2% |
| 순이익률 | 2% | 3% | 4% | -6% | 0% | 1% | 1% | 3% | 1% | 1% | 2% |

자료: 현대차증권

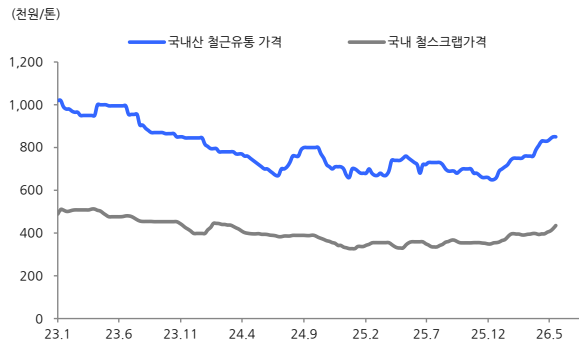
<표2> 대한제강 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

| | 변경 후 | | 변경 전 | | 변동률 | |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F |
| 매출액 | 1,364 | 1,432 | 1,328 | 1,375 | 3% | 4% |
| 영업이익 | 17 | 30 | 19 | 22 | -11% | 33% |
| 세전이익 | 22 | 31 | 33 | 35 | -33% | -12% |
| 당기순이익 | 17 | 24 | 25 | 27 | -32% | -12% |

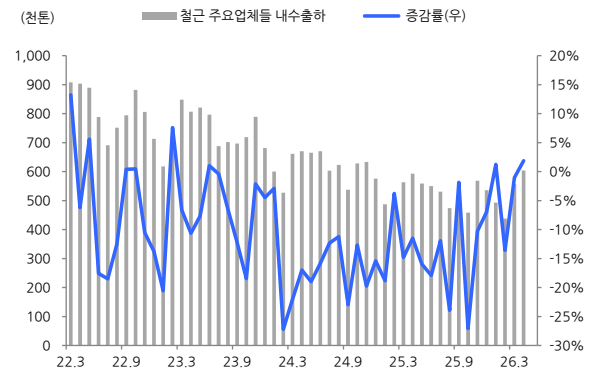
자료: 현대차증권

<그림1> 국내 주요 철근 유통 가격 추이



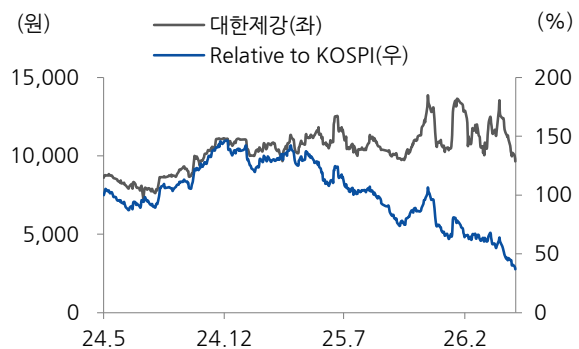
자료: 스틸데일리, 철강금속신문, 현대차증권

<그림2> 국내 주요 철근업체들 내수 출하 추이



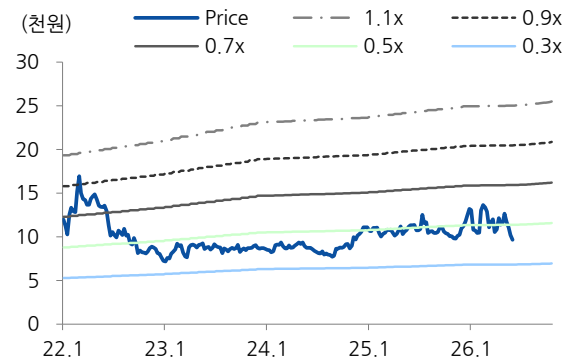
자료: 스틸데일리, 철강금속신문, 현대차증권

<그림3> 대한제강 주가 추이



자료: 현대차증권

<그림4> 대한제강 P/B 밴드 추이



자료: 현대차증권

| | (단위:십억원) | | | | |
|-----------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 포괄손익계산서 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
| 매출액 | 1,225 | 1,247 | 1,364 | 1,432 | 1,495 |
| 증가율 (%) | -15.4 | 1.8 | 9.4 | 5.0 | 4.4 |
| 매출원가 | 1,148 | 1,177 | 1,279 | 1,331 | 1,383 |
| 매출원가율 (%) | 93.7 | 94.4 | 93.8 | 92.9 | 92.5 |
| 매출총이익 | 77 | 70 | 85 | 101 | 112 |
| 매출이익률 (%) | 6.3 | 5.6 | 6.2 | 7.1 | 7.5 |
| 증가율 (%) | -56.5 | -9.1 | 21.4 | 18.8 | 10.9 |
| 판매관리비 | 66 | 73 | 68 | 71 | 74 |
| 판매비율 (%) | 5.4 | 5.9 | 5.0 | 5.0 | 4.9 |
| EBITDA | 38 | 27 | 42 | 55 | 62 |
| EBITDA 이익률 (%) | 3.1 | 2.2 | 3.1 | 3.8 | 4.1 |
| 증가율 (%) | -73.6 | -28.9 | 55.6 | 31.0 | 12.7 |
| 영업이익 | 10 | -3 | 17 | 30 | 37 |
| 영업이익률 (%) | 0.8 | -0.2 | 1.2 | 2.1 | 2.5 |
| 증가율 (%) | -90.9 | 적전 | 흑전 | 76.5 | 23.3 |
| 영업외손익 | 41 | 8 | 5 | 1 | 12 |
| 금융수익 | 18 | 18 | 11 | 8 | 23 |
| 금융비용 | 3 | 6 | 7 | 11 | 9 |
| 기타영업외손익 | 26 | -4 | 1 | 4 | -2 |
| 종속/관계기업관련손익 | 0 | 9 | 1 | 1 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 51 | 15 | 22 | 31 | 49 |
| 세전계속사업이익률 | 4.2 | 1.2 | 1.6 | 2.2 | 3.3 |
| 증가율 (%) | -46.3 | -70.6 | 46.7 | 40.9 | 58.1 |
| 법인세비용 | 11 | 1 | 5 | 7 | 11 |
| 계속사업이익 | 40 | 14 | 17 | 24 | 37 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 40 | 14 | 17 | 24 | 37 |
| 당기순이익률 (%) | 3.3 | 1.1 | 1.2 | 1.7 | 2.5 |
| 증가율 (%) | -48.1 | -65.0 | 21.4 | 41.2 | 54.2 |
| 지배주주지분 순이익 | 38 | 15 | 17 | 24 | 38 |
| 비지배주주지분 순이익 | 2 | -1 | -0 | -0 | -0 |
| 기타포괄이익 | 6 | 12 | 5 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 46 | 26 | 22 | 24 | 37 |

| | (단위:십억원) | | | | |
|---------------------|----------|------|-------|-------|-------|
| 현금흐름표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
| 영업활동으로인한현금흐름 | 17 | 40 | 59 | 45 | 28 |
| 당기순이익 | 40 | 14 | 17 | 24 | 37 |
| 유형자산 상각비 | 25 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| 무형자산 상각비 | 3 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 외환손익 | -1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 운전자본의 감소(증가) | -20 | 7 | 50 | -6 | -21 |
| 기타 | -30 | -11 | -33 | 2 | -13 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | -47 | -55 | -16 | -18 | -2 |
| 투자자산의 감소(증가) | 48 | -11 | 9 | -1 | -2 |
| 유형자산의 감소 | 7 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -32 | -21 | -21 | -21 | -21 |
| 기타 | -70 | -23 | -4 | 4 | 21 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | -7 | -29 | -42 | -23 | -23 |
| 차입금의 증가(감소) | 3 | 3 | 15 | 0 | 0 |
| 사채의증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | 0 | 2 | -0 | 0 | 0 |
| 배당금 | -9 | -9 | -9 | -14 | -14 |
| 기타 | -1 | -25 | -48 | -9 | -9 |
| 기타현금흐름 | 2 | 0 | 2 | 0 | 0 |
| 현금의증가(감소) | -35 | -44 | 4 | 3 | 3 |
| 기초현금 | 240 | 205 | 161 | 165 | 169 |
| 기말현금 | 205 | 161 | 165 | 169 | 171 |

* K-IFRS 연결 기준

| | (단위:십억원) | | | | |
|----------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 재무상태표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
| 유동자산 | 656 | 671 | 775 | 807 | 849 |
| 현금성자산 | 205 | 161 | 165 | 169 | 171 |
| 단기투자자산 | 18 | 42 | 28 | 29 | 31 |
| 매출채권 | 149 | 149 | 88 | 93 | 97 |
| 채고자산 | 155 | 197 | 155 | 165 | 188 |
| 기타유동자산 | 15 | 9 | 205 | 217 | 227 |
| 비유동자산 | 494 | 579 | 562 | 560 | 558 |
| 유형자산 | 324 | 338 | 330 | 326 | 322 |
| 무형자산 | 23 | 21 | 20 | 20 | 20 |
| 투자자산 | 91 | 119 | 110 | 113 | 114 |
| 기타비유동자산 | 56 | 101 | 102 | 101 | 102 |
| 기타금융업자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자산총계 | 1,150 | 1,250 | 1,337 | 1,366 | 1,406 |
| 유동부채 | 211 | 256 | 311 | 328 | 342 |
| 단기차입금 | 15 | 20 | 17 | 17 | 17 |
| 매입채무 | 74 | 123 | 154 | 163 | 170 |
| 유동성장기부채 | 3 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| 기타유동부채 | 119 | 110 | 138 | 146 | 153 |
| 비유동부채 | 43 | 64 | 90 | 93 | 96 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 16 | 19 | 19 | 19 | 19 |
| 장기금융부채 | 0 | 0 | 15 | 15 | 15 |
| 기타비유동부채 | 27 | 45 | 56 | 59 | 62 |
| 기타금융업부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 254 | 320 | 401 | 421 | 438 |
| 지배주주지분 | 778 | 800 | 805 | 814 | 838 |
| 자본금 | 25 | 25 | 36 | 36 | 36 |
| 자본잉여금 | 27 | 29 | 17 | 17 | 17 |
| 자본조정 등 | -84 | -73 | -72 | -72 | -72 |
| 기타포괄이익누계액 | -2 | 6 | 10 | 10 | 10 |
| 이익잉여금 | 812 | 814 | 814 | 823 | 847 |
| 비지배주주지분 | 118 | 130 | 131 | 131 | 130 |
| 자본총계 | 896 | 930 | 936 | 945 | 968 |

| | (단위:원, 배, %) | | | | |
|---------------------|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 주요투자지표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
| EPS(당기순이익 기준) | 1,139 | 395 | 499 | 690 | 1,089 |
| EPS(지배순이익 기준) | 1,068 | 420 | 500 | 698 | 1,102 |
| BPS(자본총계 기준) | 25,512 | 27,067 | 27,233 | 27,503 | 28,172 |
| BPS(지배지분 기준) | 22,144 | 23,285 | 23,417 | 23,695 | 24,377 |
| DPS | 333 | 333 | 500 | 500 | 500 |
| P/E(당기순이익 기준) | 9.7 | 32.5 | 19.3 | 14.0 | 8.9 |
| P/E(지배순이익 기준) | 10.4 | 30.6 | 19.3 | 13.8 | 8.8 |
| P/B(자본총계 기준) | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.3 |
| P/B(지배지분 기준) | 0.5 | 0.6 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| EV/EBITDA(Reported) | 5.5 | 11.4 | 5.1 | 3.8 | 3.3 |
| 배당수익률 | 3.0 | 2.6 | 4.9 | 4.9 | 4.9 |
| 성장성 (%) | | | | | |
| EPS(당기순이익 기준) | -45.8 | -65.3 | 26.2 | 38.2 | 57.9 |
| EPS(지배순이익 기준) | -45.6 | -60.7 | 19.1 | 39.6 | 57.9 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE(당기순이익 기준) | 4.6 | 1.5 | 1.8 | 2.5 | 3.9 |
| ROE(지배순이익 기준) | 4.9 | 1.9 | 2.1 | 3.0 | 4.6 |
| ROA | 3.5 | 1.2 | 1.3 | 1.8 | 2.7 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 부채비율 | 28.3 | 34.4 | 42.8 | 44.5 | 45.2 |
| 순차입금비율 | 순현금 | 순현금 | 순현금 | 순현금 | 순현금 |
| 이자보상배율 | 7.0 | NA | 8.1 | 3.2 | 4.0 |

KISCO홀딩스 (001940)

Analyst 박현욱 hwpark@hmsec.com

가격 상승 및 하반기 수요 증가로 자회사 실적 완만한 개선 예상

BUY

TP 33,000원

| | | | |
|----------------|-----------------|-------|-------|
| 현재주가 (5/27) | 22,900원 | | |
| 상승여력 | 44.1% | | |
| 시가총액 | 325십억원 | | |
| 발행주식수 | 14,176천주 | | |
| 자본금/액면가 | 18십억원/1,000원 | | |
| 52주 최고가/최저가 | 28,500원/22,050원 | | |
| 일평균 거래대금 (60일) | 0.2십억원 | | |
| 외국인 지분율 | 7.73% | | |
| 주요주주 지분율 | | | |
| 장세홍외 10인 | 55.81% | | |
| 주가상승률 | 1M | 3M | 6M |
| 절대주가(%) | -16.3 | -12.6 | -11.6 |
| 상대주가(%p) | -32.7 | -33.7 | -57.2 |

* K-IFRS 연결 기준

| (단위: 원) | EPS(26F) | EPS(27F) | TP |
|-----------|----------|----------|--------|
| Before | 1,873 | 1,990 | 33,000 |
| After | 972 | 2,296 | 33,000 |
| Consensus | 1,905 | 1,975 | 33,000 |
| Cons. 차이 | -49.0% | 16.3% | 0.0% |

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 동사는 철근업체인 한국철강(지분율 60.34%)과 환영철강(지분율 83.50%)을 보유
- 투자이견 BUY 유지하며 철근 가격이 연초부터 상승하고 있고 철근 수요도 작년을 저점으로 올해 소폭이나마 증가할 것으로 예상되어 자회사 실적이 완만하게 개선될 것으로 예상됨 현재 P/B는 0.3배에 불과하다는 점임
- 목표주가 33,000원을 유지함

주요이슈 및 실적전망

- 올해 1분기 영업손익은 -173억원 적자를 기록. 자회사인 한국철강과 환영철강이 각각 -143억원과 -27억원의 영업손실을 기록. 1분기 국내 철근 수요는 2000년 이후 가장 낮은 분기 수요를 기록한 바 있음
- 26년 매출액 9,082억원 영업손익 -131억원으로 예상되며 한국철강과 환영철강의 실적이 나아지면서 동사의 영업손익은 2분기부터 흑자전환 할 것으로 기대
- 국내 철근 수요는 25년 665만톤으로 역사적으로 부진하였으나 선행지표 등을 고려하면 올해 수요는 작년 대비 2% 소폭이나마 증가 예상. 국내 철근업체들의 공급측면 개선 노력의 결과로 국내 철근 유통 가격은 연초 톤당 70만원에서 5월 현재 85만원으로 상승. 국내 철근 업체는 미국 향 철근 수출을 작년 12월부터 확대하고 있어 수익성 개선 기대

주가전망 및 Valuation

- 목표주가 33,000원은 26년 예상 주당순자산에 지속가능한 ROE를 고려한 적정 P/B 0.41배(지속가능한 ROE 23년~27년 평균)를 적용하여 산출함. 기존 목표주가 산출 방식과 같음

요약 실적 및 Valuation

| 구분 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EBITDA (십억원) | EPS (원) | 증감율 (%) | P/E (배) | P/B (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 배당수익률 (%) |
|-------|--------------|---------------|--------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|--------------|
| 2024 | 1,013 | -4 | 32 | 19 | 2,007 | -64.3 | 9.9 | 0.2 | NA | 2.8 | 9.0 |
| 2025 | 825 | -71 | -18 | -47 | -1,287 | 적전 | NA | 0.3 | 3.8 | -1.6 | 7.4 |
| 2026F | 908 | -13 | 14 | 11 | 972 | 흑전 | 23.6 | 0.3 | NA | 1.2 | 7.9 |
| 2027F | 960 | 14 | 33 | 38 | 2,296 | 136.2 | 10.0 | 0.3 | NA | 2.9 | 7.9 |
| 2028F | 1,023 | 20 | 37 | 44 | 2,585 | 12.6 | 8.9 | 0.3 | NA | 3.2 | 7.9 |

* K-IFRS 연결 기준

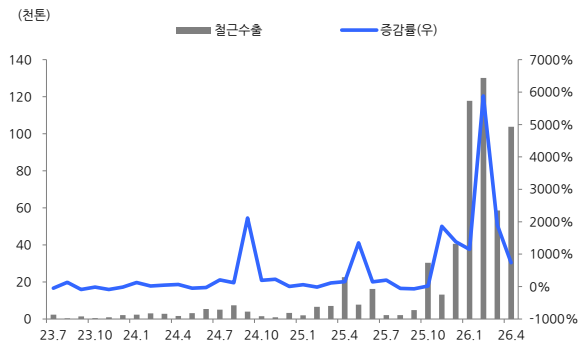
<표1> KISCO홀딩스 분기 실적 추이

(단위: 십억원)

| | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2025 | 2026F | 2027F |
|-------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|
| 매출액 | 191 | 212 | 204 | 219 | 203 | 238 | 224 | 243 | 825 | 908 | 960 |
| 영업이익 | -20 | -3 | -20 | -29 | -17 | 1 | 0 | 3 | -71 | -13 | 14 |
| 세전이익 | -9 | -2 | -11 | -12 | -19 | 14 | 13 | 7 | -33 | 15 | 45 |
| 당기순이익 | -7 | -1 | -8 | -7 | -14 | 10 | 10 | 5 | -23 | 11 | 34 |
| 영업이익률 | -10% | -1% | -10% | -13% | -9% | 0% | 0% | 1% | -9% | -1% | 1% |
| 세전이익률 | -5% | -1% | -5% | -5% | -9% | 6% | 6% | 3% | -4% | 2% | 5% |
| 순이익률 | -3% | -1% | -4% | -3% | -7% | 4% | 4% | 2% | -3% | 1% | 4% |

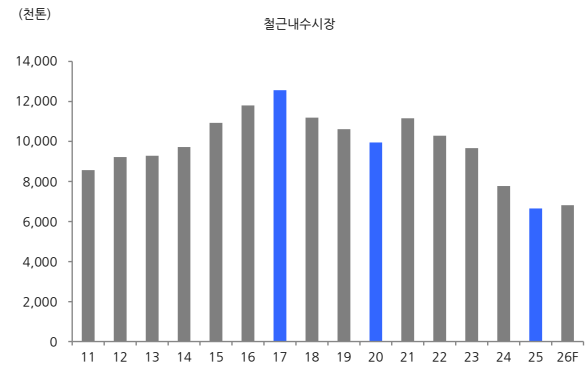
자료: 현대차증권

<그림1> 한국의 철근 수출 추이



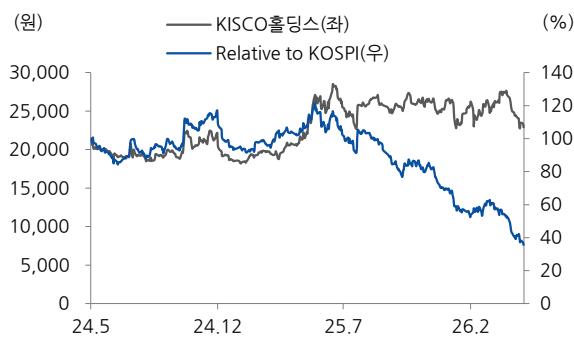
자료: 한국철강협회, 현대차증권

<그림2> 국내 연간 철근 수요 추이



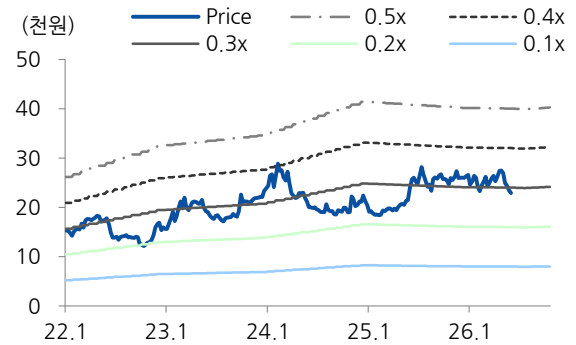
자료: 한국철강협회, 현대차증권

<그림3> KISCO홀딩스 주가 추이



자료: 현대차증권

<그림4> KISCO홀딩스 P/B 밴드 추이



자료: 현대차증권

| (단위:십억원) | | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 포괄손익계산서 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
| 매출액 | 1,013 | 825 | 908 | 960 | 1,023 |
| 증가율 (%) | -34.3 | -18.6 | 10.1 | 5.7 | 6.6 |
| 매출원가 | 960 | 839 | 859 | 880 | 932 |
| 매출원가율 (%) | 94.8 | 101.7 | 94.6 | 91.7 | 91.1 |
| 매출총이익 | 53 | -14 | 50 | 80 | 90 |
| 매출이익률 (%) | 5.2 | -1.7 | 5.5 | 8.3 | 8.8 |
| 증가율 (%) | -75.3 | 적전 | 흑전 | 60.0 | 12.5 |
| 판매관리비 | 57 | 57 | 63 | 66 | 71 |
| 판매비율 (%) | 5.6 | 6.9 | 6.9 | 6.9 | 6.9 |
| EBITDA | 19 | -47 | 11 | 38 | 44 |
| EBITDA 이익률 (%) | 1.9 | -5.7 | 1.2 | 4.0 | 4.3 |
| 증가율 (%) | -89.0 | 적전 | 흑전 | 245.5 | 15.8 |
| 영업이익 | -4 | -71 | -13 | 14 | 20 |
| 영업이익률 (%) | -0.4 | -8.6 | -1.4 | 1.5 | 2.0 |
| 증가율 (%) | 적전 | 적지 | 적지 | 흑전 | 42.9 |
| 영업외손익 | 60 | 37 | 28 | 32 | 32 |
| 금융수익 | 42 | 31 | 25 | 25 | 25 |
| 금융비용 | 1 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 기타영업외손익 | 19 | 8 | 4 | 8 | 8 |
| 종속/관계기업관련손익 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 57 | -33 | 15 | 45 | 51 |
| 세전계속사업이익률 | 5.6 | -4.0 | 1.7 | 4.7 | 5.0 |
| 증가율 (%) | -66.3 | 적전 | 흑전 | 200.0 | 13.3 |
| 법인세비용 | 12 | -10 | 4 | 11 | 12 |
| 계속사업이익 | 45 | -23 | 11 | 34 | 39 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 45 | -23 | 11 | 34 | 39 |
| 당기순이익률 (%) | 4.4 | -2.8 | 1.2 | 3.5 | 3.8 |
| 증가율 (%) | -65.4 | 적전 | 흑전 | 209.1 | 14.7 |
| 지배주주지분 순이익 | 32 | -18 | 14 | 33 | 37 |
| 비지배주주지분 순이익 | 13 | -5 | -3 | 2 | 2 |
| 기타포괄이익 | 16 | 25 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 62 | 2 | 11 | 34 | 39 |

| (단위:십억원) | | | | | |
|---------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 현금흐름표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
| 영업활동으로인한현금흐름 | 79 | 49 | 1 | 26 | 32 |
| 당기순이익 | 45 | -23 | 11 | 34 | 39 |
| 유형자산 상각비 | 23 | 23 | 24 | 24 | 24 |
| 무형자산 상각비 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 외환손익 | 0 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 운전자본의 감소(증가) | 44 | 39 | -12 | -10 | -9 |
| 기타 | -33 | 10 | -22 | -22 | -22 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | -7 | -1 | 35 | 8 | -32 |
| 투자자산의 감소(증가) | -5 | -16 | -0 | -0 | -0 |
| 유형자산의 감소 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -42 | -29 | -29 | -29 | -29 |
| 기타 | 40 | 44 | 64 | 37 | -3 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | -98 | -70 | -23 | -23 | -23 |
| 차입금의 증가(감소) | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채의 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | -45 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금 | -21 | -51 | -23 | -22 | -22 |
| 기타 | -34 | -19 | 0 | -1 | -1 |
| 기타현금흐름 | -0 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의증가(감소) | -25 | -22 | 13 | 10 | -23 |
| 기초현금 | 115 | 90 | 68 | 81 | 91 |
| 기말현금 | 90 | 68 | 81 | 91 | 68 |

* K-IFRS 연결 기준

| (단위:십억원) | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 재무상태표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
| 유동자산 | 1,238 | 1,160 | 1,159 | 1,180 | 1,203 |
| 현금성자산 | 90 | 68 | 81 | 91 | 68 |
| 단기투자자산 | 697 | 695 | 654 | 639 | 665 |
| 매출채권 | 141 | 147 | 163 | 177 | 189 |
| 채고자산 | 127 | 90 | 100 | 108 | 115 |
| 기타유동자산 | 20 | 21 | 23 | 25 | 27 |
| 비유동자산 | 472 | 497 | 503 | 508 | 514 |
| 유형자산 | 386 | 388 | 393 | 398 | 403 |
| 무형자산 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 투자자산 | 37 | 61 | 61 | 62 | 62 |
| 기타비유동자산 | 46 | 45 | 46 | 45 | 46 |
| 기타금융업자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자산총계 | 1,710 | 1,657 | 1,662 | 1,689 | 1,717 |
| 유동부채 | 96 | 101 | 110 | 119 | 126 |
| 단기차입금 | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 매입채무 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유동성장기부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동부채 | 85 | 90 | 99 | 108 | 115 |
| 비유동부채 | 53 | 62 | 69 | 75 | 79 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기금융부채 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 기타비유동부채 | 51 | 60 | 67 | 73 | 77 |
| 기타금융업부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 150 | 163 | 179 | 194 | 206 |
| 지배주주지분 | 1,179 | 1,143 | 1,135 | 1,145 | 1,159 |
| 자본금 | 18 | 18 | 18 | 18 | 18 |
| 자본잉여금 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| 자본조정 등 | 253 | 254 | 254 | 254 | 254 |
| 기타포괄이익누계액 | -1 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 이익잉여금 | 893 | 852 | 843 | 853 | 867 |
| 비지배주주지분 | 382 | 351 | 348 | 350 | 352 |
| 자본총계 | 1,561 | 1,494 | 1,483 | 1,495 | 1,511 |

| (단위:원, 배, %) | | | | | |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주요투자지표 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
| EPS(당기순이익 기준) | 2,806 | -1,636 | 778 | 2,416 | 2,721 |
| EPS(지배순이익 기준) | 2,007 | -1,287 | 972 | 2,296 | 2,585 |
| BPS(자본총계 기준) | 110,095 | 105,407 | 104,598 | 105,442 | 106,590 |
| BPS(지배지분 기준) | 83,144 | 80,632 | 80,016 | 80,740 | 81,752 |
| DPS | 1,800 | 1,850 | 1,850 | 1,850 | 1,850 |
| P/E(당기순이익 기준) | 7.1 | NA | 29.4 | 9.5 | 8.4 |
| P/E(지배순이익 기준) | 9.9 | NA | 23.6 | 10.0 | 8.9 |
| P/B(자본총계 기준) | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| P/B(지배지분 기준) | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| EV/EBITDA(Reported) | NA | 3.8 | NA | NA | NA |
| 배당수익률 | 9.0 | 7.4 | 7.9 | 7.9 | 7.9 |
| 성장성 (%) | | | | | |
| EPS(당기순이익 기준) | -65.1 | 적전 | 흑전 | 210.6 | 12.6 |
| EPS(지배순이익 기준) | -64.3 | 적전 | 흑전 | 136.2 | 12.6 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE(당기순이익 기준) | 2.9 | -1.5 | 0.7 | 2.3 | 2.6 |
| ROE(지배순이익 기준) | 2.8 | -1.6 | 1.2 | 2.9 | 3.2 |
| ROA | 2.6 | -1.4 | 0.7 | 2.0 | 2.3 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 부채비율 | 9.6 | 10.9 | 12.1 | 13.0 | 13.6 |
| 순차입금비율 | 순현금 | 순현금 | 순현금 | 순현금 | 순현금 |
| 이자보상배율 | NA | NA | NA | 16.4 | 23.2 |

Credit Weekly

전쟁 장기화, AI 반도체 호조 채권 시장에는 부담

Analyst 이화진 hlee@hmsec.com

끝날 듯 끝나지 않는 전쟁과 반도체 호조로 8천피를 돌파한 주식 시장

- 4월 8일 45일간 휴전 시한 종료로 앞두고 주말사이 추가적인 휴전과 종전 양해각서 체결이 임박한 것으로 보도되면서 종전 기대감이 확산됨. MOU 주요 내용은 통행료 없는 완전한 호르무즈해협 개방(Vs. 통행료부과), 고농축 우라늄 폐기 선결조건(Vs. 60일 이내 협상), 동결자산 순차 해제(Vs. 즉시해제), 이스라엘 레바논 헤즈볼라 공격(Vs. 전면 종전) 등의 내용으로 알려짐

- 그러나 다시 트럼프 대통령은 합의를 서두르지 않을 것이며, 합의가 없으면 다시 이전보다 더 강한 공격을 언급하면서 이란을 압박함. 월요일에는 이란을 기습 공격함. 이란은 보복을 언급했고, 한편 전쟁 후 87일 넘게 차단했던 인터넷을 복구하기로 결정하면서 긍정적 시그널로 해석됨. 반면, 사법리스크가 10월로 임박한 네타나후 총리, 이스라엘은 레바논 헤즈볼라 공격을 지속하고 있음. 끝날 듯 끝나지 않는 전쟁으로 고유가 고금리가 지속됨. 막대한 전쟁비용, AI투자로 재정적자 부담이 가중되고, 전쟁 장기화에 따른 고유가는 인플레이션 압력을 높이고 있음. 국내 주식 시장은 AI 반도체 호조에 힘입어 코스피가 8천선을 돌파했고, 예상보다 좋은 경제 상황, 부동산과 고환율 등 모두 채권 시장에는 부담이 되고 있음

금리 불확실성에도 금리 매리트 부각되면서 크레딧 스프레드 약보합

- 회사채 발행은 금리 매리트가 부각되면서 대부분 유효수요가 8~15배까지 모집됨. LG전자(AA0)는 2년/5년/10년 2,500억원 발행에 8배/15배/7배 수준으로 모집됐고, -3bp/-9bp/-30bp로 낙찰금리가 결정됨. 키움에프앤아이(A0)는 2년/3년 발행에 10배/8배 수요가 응찰. -25bp/-35bp로 낙찰됨. 삼천리(AA+)는 2년/3년 각각 12~15배 수요가 모집되었고, -6bp 수준에서 결정됨. 한투증권(AA0)는 2년/3년 2,500억원 조달에 9~11배 수요가 모집, -5bp에 결정되면서, 총 5천억원으로 증액을 결정함

- 신용등급 전망 상황이 다수 있었음. 오케이저축은행(BBB0)는 안정적에서 긍정적으로 KR에서 전망을 상향함. 수익성 개선과 적극적인 부실채권 정리로 고위험 익스포져가 축소되었으며 자산 건전성이 개선됨. 한진칼(A-)과 대한항공(A0) 신용등급 전망이 상향됨. 대한항공은 5월 13일자로 아시아나항공 합병을 이사회에서 결의했고, 합병에 따른 통합 시너지, 시장지위 제고, 양호한 실적을 반영해 전망이 상향됨. 다만, 유가와 환율 상승에 따른 매크로 불확실성에도 중등 매출비중(1%), 유류할증료로 판가전가, 30% 유류 소모량 헤지 등으로 대응하고 있으나, 장기화시 여객 수요감소로 이어질 수 있어 부담 확대 가능성은 상존함. LG전자(AA0)는 프리미엄가전 판매, 가전구독, webOS 플랫폼 사업 매출 호조와 전년도 관세, 희망퇴직 비용으로 수익저하 된 부분이 개선되면서 KIS에서 긍정적으로 전망을 상향함

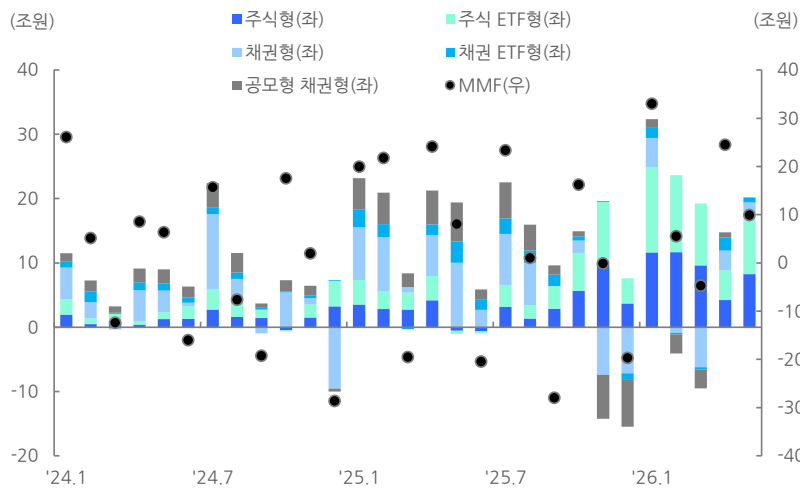
- 5월 24일 취임한 신임 연준의장 케빈워시의 6월 FOMC와 그보다 앞서 신임 한은 총재의 첫 금통위에 대한 채권 시장의 관심과 경계감이 고조됨. 크레딧 스프레드는 금리 불확실성이 지속되고 있고, 국고 금리레벨 자체도 높아졌지만, 시장의 부담 요인들이 상당히 반영되고 있고 신용리스크가 부각되고 있는 상황은 아니기 때문에 추가적 확대보다는 약보합 흐름을 전망함

<표 1> 주간 금리 및 스프레드 변동 (5/27일 기준)

| 구분 | 금리(%) | | | | | 크레딧 스프레드(bp) | | | | | 전주 대비 스프레드 변동(bp) | | | | | 전월 대비 스프레드 변동(bp) | | | | |
|----------|-------|------|------|------|------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------------------|------|------|------|------|-------------------|------|------|------|------|
| | 1Y | 3Y | 5Y | 7Y | 10Y | 1Y | 3Y | 5Y | 7Y | 10Y | 1Y | 3Y | 5Y | 7Y | 10Y | 1Y | 3Y | 5Y | 7Y | 10Y |
| 국고채 | 3.16 | 3.72 | 3.96 | 4.07 | 4.11 | - | - | - | - | - | -1.7 | -4.1 | -1.8 | -5.2 | -8.8 | 16.6 | 19.2 | 25.5 | 28.7 | 26.5 |
| 특수채 AAA | 3.39 | 3.99 | 4.18 | 4.28 | 4.30 | 23.1 | 27.3 | 22.1 | 21.2 | 18.9 | 13.3 | 0.9 | 0.1 | 0.0 | -0.3 | 9.3 | -2.5 | -0.8 | -1.0 | -1.8 |
| 은행채 AAA | 3.41 | 4.01 | 4.24 | 4.33 | 4.53 | 25.6 | 29.2 | 27.9 | 26.2 | 41.8 | 12.2 | 0.6 | 1.0 | 0.3 | 0.0 | 9.8 | -1.3 | -0.1 | -1.0 | -1.4 |
| 여전채 AA+ | 3.59 | 4.23 | 4.34 | 4.63 | 5.48 | 43.4 | 51.0 | 38.3 | 56.7 | 137.0 | 13.4 | 0.7 | -0.2 | 0.0 | 0.0 | 5.8 | -4.4 | -1.8 | -1.2 | -1.1 |
| 여전채 AA- | 3.67 | 4.39 | 4.61 | 5.07 | 5.87 | 51.7 | 66.8 | 64.9 | 99.9 | 176.6 | 13.3 | 0.9 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 5.9 | -4.2 | -1.7 | -1.1 | -1.1 |
| 여전채 A+ | 4.02 | 5.17 | 5.74 | 5.97 | 6.57 | 86.2 | 145.2 | 178.5 | 189.8 | 245.9 | 13.3 | 0.8 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 5.8 | -3.7 | -1.7 | -1.2 | -1.2 |
| 회사채 AAA | 3.49 | 4.14 | 4.29 | 4.37 | 4.60 | 33.6 | 42.3 | 32.8 | 30.4 | 49.3 | 13.5 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.0 | 3.7 | -4.0 | -2.6 | -0.9 | -1.4 |
| 회사채 AA+ | 3.58 | 4.24 | 4.38 | 4.48 | 4.88 | 42.6 | 52.1 | 42.0 | 40.8 | 77.7 | 14.0 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.0 | 5.4 | -4.2 | -2.7 | -0.8 | -1.4 |
| 회사채 AA0 | 3.62 | 4.28 | 4.44 | 4.57 | 5.23 | 46.1 | 56.2 | 48.7 | 50.5 | 111.8 | 14.0 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.0 | 5.4 | -4.2 | -2.7 | -0.8 | -1.3 |
| 회사채 AA- | 3.65 | 4.33 | 4.55 | 4.77 | 5.59 | 49.6 | 61.3 | 59.0 | 70.1 | 148.0 | 14.0 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.0 | 5.4 | -4.0 | -2.5 | -0.8 | -1.3 |
| 회사채 A+ | 3.80 | 4.71 | 5.22 | 5.44 | 6.17 | 64.1 | 99.7 | 126.2 | 136.9 | 205.8 | 14.0 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.0 | 4.8 | -3.0 | -2.0 | -0.8 | -1.4 |
| 회사채 A0 | 3.96 | 4.99 | 5.67 | 5.90 | 6.63 | 80.1 | 126.9 | 171.2 | 183.5 | 252.0 | 14.1 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.0 | 4.9 | -3.0 | -2.0 | -0.8 | -1.4 |
| 회사채 A- | 4.23 | 5.45 | 6.26 | 6.43 | 7.14 | 107.2 | 173.2 | 230.2 | 236.0 | 303.1 | 14.1 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.0 | 5.0 | -2.8 | -1.7 | -0.8 | -1.3 |
| 회사채 BBB+ | 5.28 | 7.72 | 8.14 | 8.23 | 8.63 | 212.4 | 399.8 | 418.1 | 416.1 | 452.7 | 13.7 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.0 | 4.4 | -2.8 | -1.7 | -0.8 | -1.4 |

주: 민평3사 기준, 전월대비 스프레드 변동 중 국고채는 금리 변동
 자료: Infomax, 현대차증권

<그림 1> 상품별 펀드 자산 증감(설정-해지) 추이



주: 해당 데이터는 해당월 설정(입금)액 - 해지(출금)액, 26년 5월은 4~22일까지의 값 합산
 자료: 금융투자협회, 현대차증권

〈표 2〉 수요예측 (5/19-6/5)

| 발행종목 | 수요 예측일 | 발행일 | 신용 등급 | 예측 금액 (억원) | 발행 금액 (억원) | 만기 (년) | 금리밴드(bp, %) | | | 낙찰 (bp, %) | 유효 수요 (억원) | 유효 경쟁률 (배) | 발행목적 | 개별민평 (%) |
|------------|------------|------------|----------|------------------|------------------|-----------|-------------|-------|-------|---------------|------------------|------------------|------------|-------------|
| | | | | | | | 기준 | 하단 | 상단 | | | | | |
| LG전자 | 2026-05-19 | 2026-05-28 | AA0 | 1,500 | 3,500 | 2.0 | 개별민평 | -30 | 30 | -3 | 11,700 | 7.80 | 차환자금, 운영자금 | 3.96% |
| LG전자 | 2026-05-19 | 2026-05-28 | AA0 | 500 | 1,000 | 5.0 | 개별민평 | -30 | 30 | -9 | 7,500 | 15.00 | 차환자금, 운영자금 | 4.24% |
| LG전자 | 2026-05-19 | 2026-05-28 | AA0 | 500 | 500 | 10.0 | 개별민평 | -30 | 30 | -30 | 3,300 | 6.60 | 차환자금 | 4.76% |
| 키움에프앤아이 | 2026-05-19 | 2026-05-28 | A0 | 400 | 870 | 2.0 | 개별민평 | -30 | 30 | -25 | 4,040 | 10.10 | 차환자금, 운영자금 | 4.61% |
| 키움에프앤아이 | 2026-05-19 | 2026-05-28 | A0 | 300 | 630 | 3.0 | 개별민평 | -30 | 30 | -35 | 2,510 | 8.37 | 운영자금 | 4.93% |
| 삼천리 | 2026-05-19 | 2026-05-28 | AA+ | 300 | 500 | 2.0 | 개별민평 | -30 | 30 | -6 | 3,700 | 12.33 | 차환자금 | 4.02% |
| 삼천리 | 2026-05-19 | 2026-05-28 | AA+ | 300 | 500 | 3.0 | 개별민평 | -30 | 30 | -6 | 4,700 | 15.67 | 차환자금 | 4.18% |
| 하나금융지주(신종) | 2026-05-21 | 2026-05-29 | AA- | 2,700 | 3,500 | NC5 | 절대금리 | 4.20% | 4.80% | 4.80% | 3,850 | 1.43 | 차환자금, 운영자금 | - |
| 신세계 | 2026-05-21 | 2026-06-01 | AA0 | 1,000 | 1,000 | 2.0 | 개별민평 | -30 | 30 | -7 | 5,700 | 5.70 | 차환자금 | 3.97% |
| 신세계 | 2026-05-21 | 2026-06-01 | AA0 | 1,500 | 2,400 | 3.0 | 개별민평 | -30 | 30 | 2 | 6,800 | 4.53 | 차환자금 | 4.13% |
| 동화기업 | 2026-05-21 | 2026-06-01 | BBB+ | 400 | 400 | 1.5 | 절대금리 | 5.50% | 6.50% | 6.50% | | | 차환자금 | 5.75% |
| 한국투자증권 | 2026-05-21 | 2026-06-01 | AA0 | 1,000 | 2,300 | 2.0 | 개별민평 | -30 | 30 | -5 | 11,400 | 11.40 | 차환자금 | 4.12% |
| 한국투자증권 | 2026-05-21 | 2026-06-01 | AA0 | 1,500 | 2,700 | 3.0 | 개별민평 | -30 | 30 | -5 | 13,550 | 9.03 | 차환자금 | 4.29% |
| 경남은행(신종) | 2026-05-27 | 2026-06-05 | A+ | 1,000 | | NC5 | 절대금리 | 4.70% | 5.20% | | | | 운영자금 | - |
| 하나증권(신종) | 2026-06-04 | 2026-06-04 | A+ | 2,700 | | NC5 | 절대금리 | 5.30% | 5.30% | | | | 운영자금 | - |
| 미래에셋증권(후) | 2026-06-05 | 2026-06-05 | AA- | 3,000 | | 6.0 | 절대금리 | 5.20% | 5.20% | | | | 차환자금 | - |

주: 날짜는 수요예측일 기준
 자료: 다트공시, 현대차증권

<표 3> 신용등급 변경 (4/8-5/12)

| 회사명 | 변경일 | 평가 기관 | 직전 등급 | 변경 등급 | 등급 변동 | 적용 등급 | 구분 | 비고 |
|---------------------------|------------|----------|-------|-------|-------|-------|----|--|
| 삼양식품 | 2026-04-08 | KR | A+ | AA- | 상향 | AA- | 유지 | - 불닭볶음면의 높은 제품경쟁력 기반으로 우수한 수익성이 지속 전망 - 해외 판매 확대 및 수출 지역 다각화를 바탕으로 외형 성장 전망 |
| 풍산 | 2026-04-09 | NICE | A+ | AA- | 상향 | A+ | 유지 | - 방위산업 부문 해외 수출 확대 기반 우수한 영업수익성 시현 - 확대된 현금창출능력을 바탕으로 양호한 재무안정성 유지 전망 |
| 현대로템 | 2026-04-10 | KR | A+ | AA- | 상향 | A+ | 유지 | - 안정적인 국내 사업기반 보유하며 방산 수출 확대로 수익구조 개선 - 투자 확대에도 불구하고 매우 우수한 재무안정성 유지 전망 |
| 한화엔진(ICR) | 2026-04-10 | KR | BBB- | BBB0 | 상향 | BBB0 | 상향 | - 신사업 지분투자 등 자금소요에도 우수한 재무안정성 유지 전망 - 전방 조선업 수요 확대로 수주잔고의 양과 질 모두 개선세 |
| 현대로템 | 2026-04-16 | KS, NICE | A+ | AA- | 상향 | AA- | 상향 | - 4/15 KS에서 AA-로 등급 상향하며 적용등급 상승 - 안정적인 국내 사업기반 보유하며 방산 수출 확대로 수익구조 개선 - 투자 확대에도 불구하고 매우 우수한 재무안정성 유지 전망 |
| 제이알글로벌 위탁관리부동산 투자회사 | 2026-04-20 | KS | A- | BBB+ | 하향 | BBB+ | 하향 | - 보유중인 벨기에 타워 가치 하락으로 재무부담 확대 - 기발행 차입부채 차환 및 단기 자금 소요 대응 관련 모니터링 필요 |
| 풍산 | 2026-04-21 | KS | A+ | AA- | 상향 | AA- | 상향 | - 방산 부문 성장으로 개선된 이익창출력 - 운전자본 및 투자 부담에도 우수한 재무안정성 유지 |
| 파라다이스 | 2026-04-21 | KR, NICE | A0 | A+ | 상향 | A+ | 상향 | - 카지노 고객 수요 증가로 실적 개선세 유지 - 호텔 인수 및 신규 호텔 건설 등으로 매출 성장세 유지 예상 |
| 키움캐피탈 | 2026-04-24 | 3사 | A- | A0 | 상향 | A0 | 상향 | - 부동산 및 기업금융 중심의 다각화된 포트폴리오 보유 - 수익성 양호한 수준이며, 조달비용 경감으로 개선 전망 |
| 키움에프앤아이 | 2026-04-24 | NICE, KR | A- | A0 | 상향 | A0 | 상향 | - NPL 자산 및 대체투자자산을 중심으로 영업자산 규모 확대 - 계열의 유상증자 및 자체이익 누적으로 우수한 수준의 자본적정성 유지 |
| 한국자산신탁 | 2026-04-28 | KR | A0 | A- | 하향 | A- | 하향 | - 신탁계정대여금 회수 부진으로 재무건정성 지표 회복 지연 - 영업수익 감소 및 이자비용 부담으로 수익성 저하 |
| 제이알글로벌 위탁관리부동산 투자회사 | 2026-04-28 | KR, KS | A- | D | 하향 | D | 하향 | - KR은 4/24 BBB+로, 4/28D 로 등급하향. KS는 4/20 BBB+로, 4/27 BB+로, 4/28D 로 등급하향 - 동사는 서울회생법원에 기업회생절차 개시를 신청하고 04/27 만기도래한 전자단기사채를 미상환 |
| 플무원(후) | 2026-04-29 | KS | BBB+ | BBB0 | 하향 | BBB0 | 하향 | - 해외사업 및 건강케어제조유통부문 실적 부진의 지속 - 국내외 시설투자 등 지속된 자금소요로 저하된 계열 재무안정성 |
| 푸본현대 생명보험(후) | 2026-05-08 | KR | A0 | A- | 하향 | A- | 하향 | - 퇴직연금 이자부담, 투자성과 부진으로 대규모 적자 시현 - 대규모 자본확충에도 불구하고 중장기적으로 자본관리 부담 지속 전망 |
| 두산에너지빌리티 | 2026-05-08 | KR | BBB+ | A- | 상향 | BBB+ | 유지 | - 수주잔고 양적 및 질적 개선을 바탕으로 사업안정성 제고 - 영업실적 호조세가 지속되고 있고, 향후 개선 폭이 확대될 전망 |
| 이수페타시스 (ICR) | 2026-05-12 | KR | BBB0 | BBB+ | 상향 | BBB+ | 상향 | - 강력한 SI 인프라 투자 사이클 기반 영업실적이 유의미하게 개선됨 - 현금창출력 제고를 바탕으로 개선된 재무구조 유지 전망 |

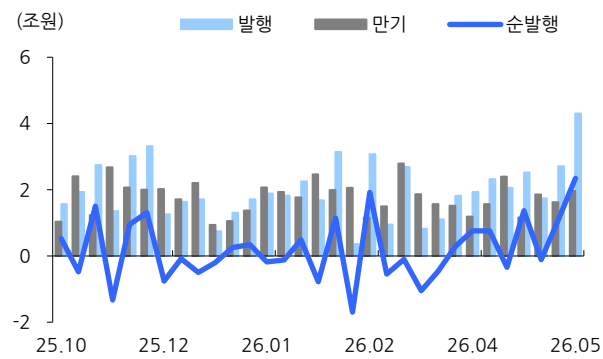
자료: 신평 3사, 현대차증권

〈표 4〉 신용등급 전망 변경 (3/24-5/26)

| 회사명 | 변경일 | 평가 기관 | 직전등급 /아웃룩 | 변경등급 /아웃룩 | 적용 등급 | 구분 | 비고 |
|---------------------------|------------|-------------|-----------|-----------|----------|------|--|
| 한온시스템 | 2026-03-24 | 3사 | AA-N | AA-S | 전망 상향 | AA- | -공조부품 분야 내 우수한 시장 지위 및 최상위 수준의 경쟁력 보유 -풍부한 수주잔량 보유 기반으로 우수한 매출 실적세가 지속중 |
| 무림페이퍼 | 2026-04-02 | KIS | A-S | A-N | 전망 하향 | A- | -펄프가격 약세 및 수출 판매량 감소로 이익창출력 약화 -대규모 시설투자로 인해 영업현금창출력 대비 재무부담 확대 |
| 금호타이어 | 2026-04-03 | NICE | A0/S | A0/P | 전망 상향 | A0 | -북미 및 유럽지역 매출 성장을 바탕으로 외형확대가 지속될 전망 -글로벌 사업기반 확대에 따른 영업실적 개선세로 재무안정성 개선 |
| 포스코인터내셔널 | 2026-04-07 | KR | AA-S | AA-P | 전망 상향 | AA- | -사업 포트폴리오 강화로 수익구조 안정화 및 실적변동성 완화 -가스전 개발, 터미널 확장, 팜농장 인수로 이익창출력 제고 전망 |
| 한화엔진(CR) | 2026-04-14 | KIS | BBB0/S | BBB0/P | 전망 상향 | BBB0 | -우수한 조선 업황 기반으로 양호한 영업실적 지속될 전망 -투자 부담에도 이익창출력 바탕으로 우수한 재무안정성 유지 전망 |
| 에스엘엘중앙 | 2026-04-14 | KIS | BBB0/S | BBB0/N | 전망 하향 | BBB0 | -콘크리트 투자 및 M&A 등 금융비용 부담으로 확대된 차입 규모 -계열의 과중한 재무부담으로 인해 사업 불확실성 상존 |
| 무림페이퍼 | 2026-04-16 | KR | A-S | A-N | 전망 하향 | A- | -펄프가 상승으로 실적 회복 전망되나, 저수익구조 지속될 것 예상 -영업실적 부진 및 대규모 시설투자에 따른 재무안정성 저하 |
| 제이알글로벌 위탁관리부동산 투자회사 | 2026-04-17 | KR | A-S | A-N | 전망 하향 | A- | -보유중인 벨기에 타워 가치 하락으로 재무부담 확대 -기발행 차입부채 차환 및 단기 자금 소요 대응 관련 모니터링 필요 |
| 중앙일보 | 2026-04-20 | KIS | BBB0/S | BBB0/N | 전망 하향 | BBB0 | -계열사 출자 및 대여 등으로 인해 재무부담 확대 -차입과 보증 규모 확대 및 금리 상승에 따른 이자비용 증가 |
| LG 화학 | 2026-04-23 | KIS | AA+S | AA+N | 전망 하향 | AA+ | -석유화학/2차전지 업황 부진 영향으로 이익창출력 약화 -대규모 투자로 차입금이 과하게 확대되었고, 이에 재무안정성 저하 |
| 코리아신탁(CR) | 2026-04-29 | NICE, KR | BBB0/S | BBB0/N | 전망 하향 | BBB0 | -토지신탁 사업 부진으로 대규모 손실인식 등 실적 저하 -신탁계정대 규모 증가 및 건전성 저하 지속 |
| 신원 | 2026-04-30 | NICE | BBB-S | BBB-N | 전망 하향 | BBB- | -동사는 의료 OEM 기업으로, 현금창출력 대비 과중한 차입 부담 -금융비용 부담으로 인한 불안정한 현금흐름 전망 |
| 푸본현대생명보험 (후) | 2026-05-13 | NICE | A0/S | A0/N | 전망 하향 | A- | -보험손익 적자 지속되는 가운데, 보험이익창출력 개선 더딜 전망 -투자손익 또한 저조한 수준이며 자기자본 관리부담 가중되고 있음 |
| 아시아나항공 | 2026-05-14 | KR | BBB0/S | BBB0/I | 전망 상향 | BBB0 | -합병법인인 대한항공의 우수한 신용도 감안 -제한 합병절차 진행 과정 모니터링은 필요 |
| 중앙일보 | 2026-05-15 | NICE, KR | BBB0/S | BBB0/N | 전망 하향 | BBB0 | -신문광고 시장의 위축 등 신문사업의 낮은 산업 매력도 -현금창출력 대비 과중한 차입금 보유 및 관제사 지원부담 |
| LG 전자 | 2026-05-15 | KIS | AA0/S | AA0/P | 전망 상향 | AA0 | -B2B 사업 비중 확대를 통해 사업 포트폴리오 확장 -재무안정성 우수하며, 추가적인 재무구조 개선 가능할 전망 |
| 오케이저축은행 (CR) | 2026-05-21 | KR | BBB0/S | BBB0/P | 전망 상향 | BBB0 | -고위험 익스포저 축소되었고, 자산건전성 개선 -수익성 개선되었고, 부실채권 관련 비용 부담이 경감될 것으로 예상 |
| 한진칼 | 2026-05-26 | KR, NICE | A-S | A-P | 전망 상향 | A- | -엔데믹 이후 배당, 로열티 수취 증가로 자체현금흐름 개선 -핵심 자회사인 대한항공 등급전망 긍정적으로 변경 |
| 대한항공 | 2026-05-26 | KR, NICE | A0/S | A0/P | 전망 상향 | A0 | -국내 1위 국적항공사로서 우수한 시장지위 보유 -높은 브랜드인지도 바탕으로 양호한 이익창출력 유지 전망 |

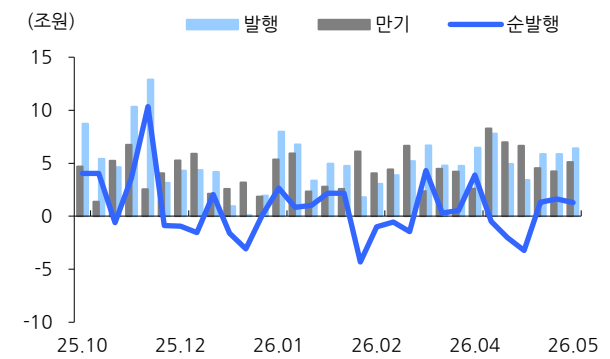
자료: 신평 3사, 현대차증권

<그림 2> 공사채 발행, 만기, 순발행



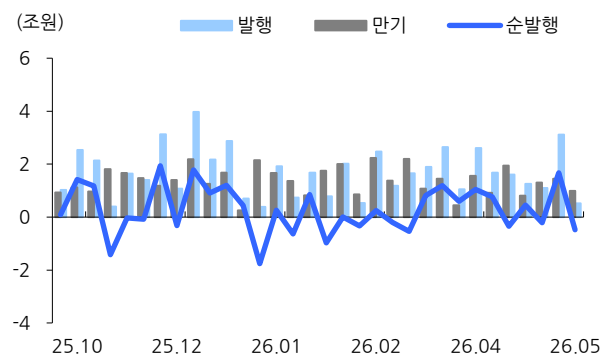
주: 직전 주말까지 주간단위 순발행. 단, 발행 없는 주에는 순발행 집계하지 않음
 자료: Infomax, 현대차증권

<그림 3> 은행채 발행, 만기, 순발행



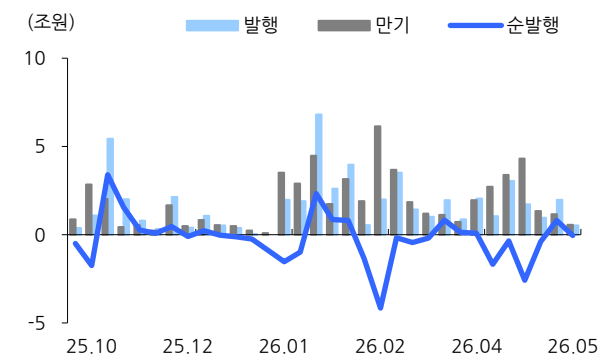
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 4> 여전채 발행, 만기, 순발행



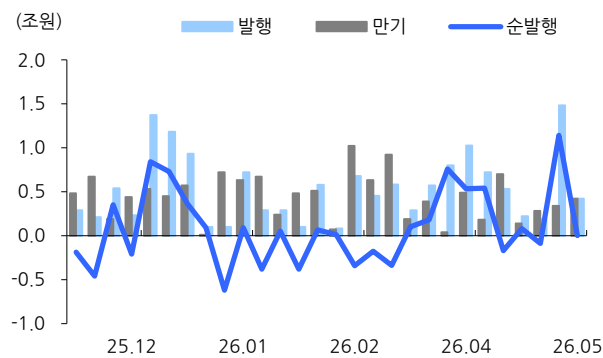
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 5> 회사채 발행, 만기, 순발행



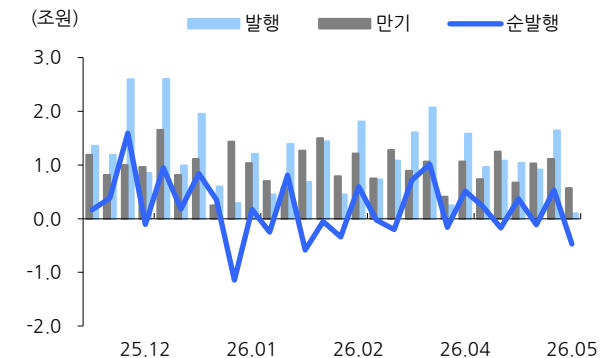
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 6> 카드 발행, 만기, 순발행



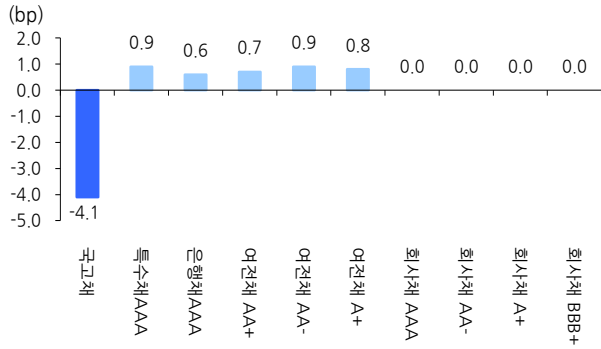
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 7> 캐피탈 발행, 만기, 순발행



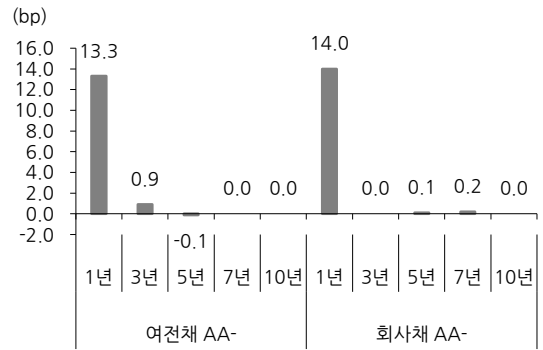
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 8> 전주대비 스프레드 변동(3년물)



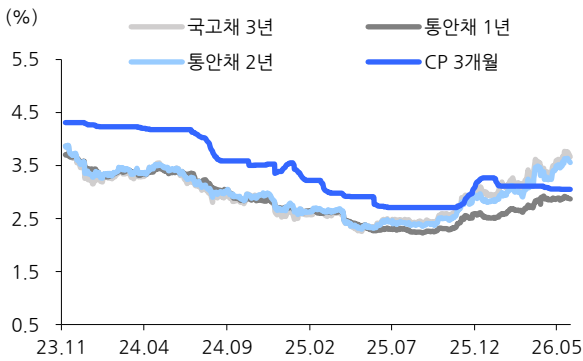
주: 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 9> 전주대비 여전채, 회사채 스프레드 변화



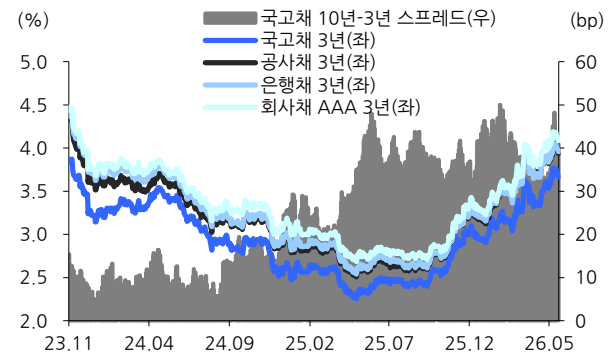
주: 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 10> 국고채 3년, 통안채 1,2년, CP 3개월 금리



주: 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 11> 국고채, 공사채, 은행채, 회사채 AAA 3년



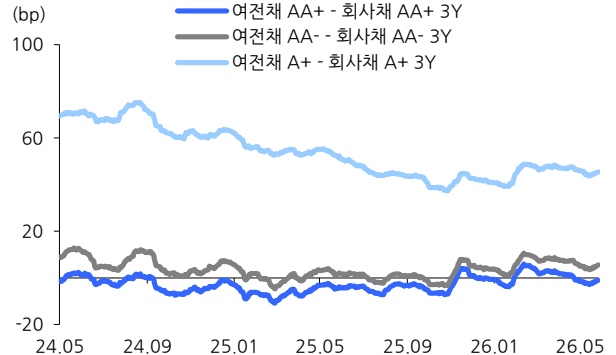
주: 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 12> 여전채 AA- vs. 회사채 AA-



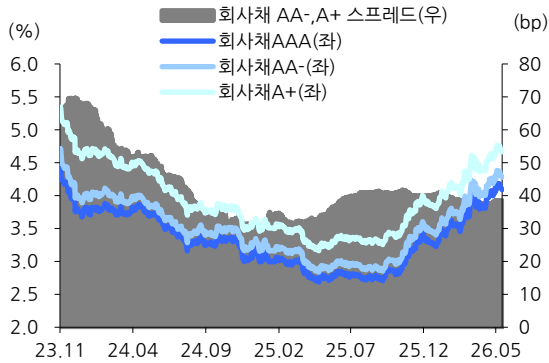
주: 3년물, 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 13> 여전채 vs. 회사채



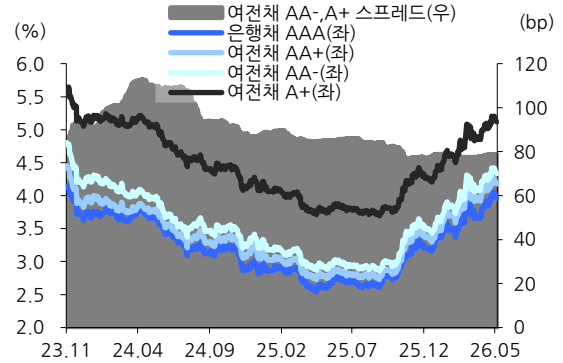
주: 3년물, 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 14> 회사채 AAA, AA-, A+ 금리



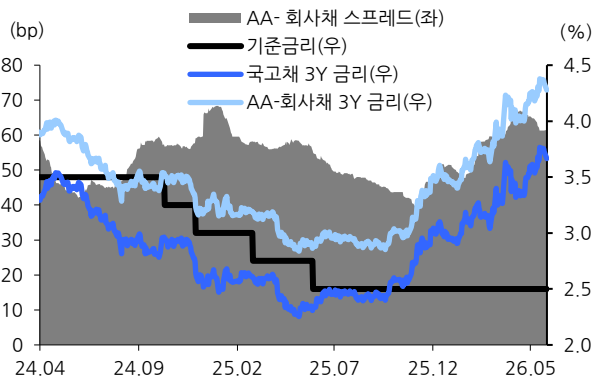
주: 3년물, 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 15> 은행채 AAA, 여전채 AA+, AA-, A+ 금리



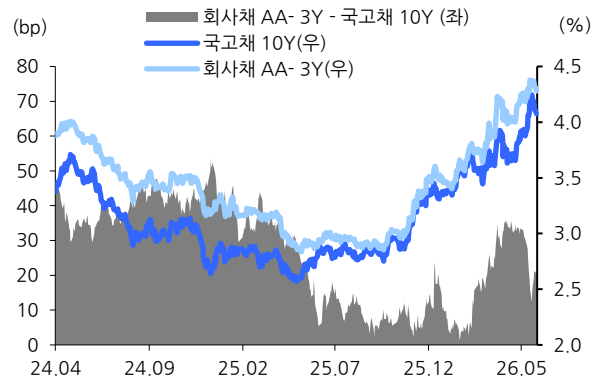
주: 3년물, 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 16> 회사채 AA- vs 국고채



주: 3년물, 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 17> 회사채 3Y - 국고채 10Y



주: 3년물, 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 18> 미국채 10년



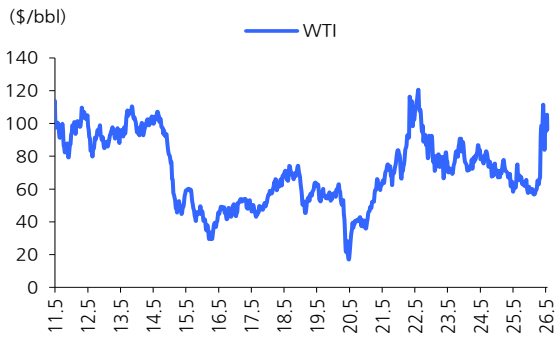
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림 19> 원달러 환율



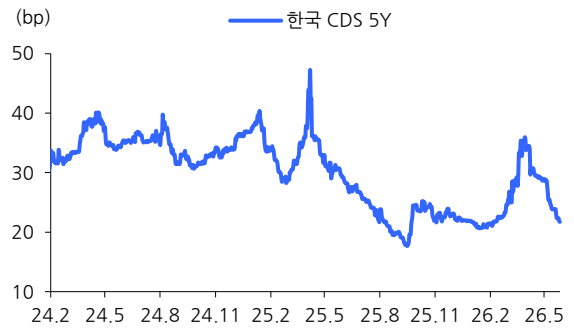
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림 20> WTI 유가



자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림 21> 일별 CDS 프리미엄



자료: Bloomberg, 현대차증권

탄소감축 목표 달성의 Key: 메탄

탄소감축 목표 달성을 위해 메탄 감축이 필요

유엔기후변화협약에 의해 규제 대상으로 분류되는 온실가스는 크게 7가지로, 이산화탄소(CO₂), 메탄(CH₄), 이산화질소(N₂O), 그리고 4가지의 불소계(F)-온실가스로 구성된다. 같은 무게의 온실가스라도 그 종류에 따라 온실효과가 다르기 때문에, 이산화탄소와 다른 온실가스의 상대적인 영향을 수치화 하는데, 이것이 GWP(Global Warming Potential; 지구온난화지수)다. 흔히 탄소배출 통계에서 나오는 이산화탄소 환산톤은 각 가스의 절대적인 배출량에 GWP를 곱해 이산화탄소 기준으로 환산한 것이다. 예컨대 메탄의 GWP는 대략 27-30로, 메탄 1kg이 대기중으로 배출되면 이산화탄소 27-30kg이 배출된 것과 동일한 온실효과를 유발한다

글로벌 온실가스 배출은 각국의 감축 노력에도 불구하고, 증가세를 보이고 있다. 2015년 대비 2024년 이산화탄소, 메탄, 이산화질소의 배출(이산화탄소 환산톤 기준)은 각각 3.03%, 10.24%, 7.09% 만큼 증가했다. 파리협정의 1.5℃ 목표 달성을 위해 2019년 대비 2035년까지 60%의 온실가스 감축이 필요하지만, 이러한 목표 달성에서 멀어지고 있다. 목표 달성을 위해서는 강도 높은 메탄 감축이 동반되어야 한다. 메탄의 경우, 산업혁명 이후 전 세계 기온 상승의 30% 정도에 영향을 미친 것으로 추정된다. 다행히도 메탄은 대기 중 체류 시간이 10-12년 정도로, 수백 년인 이산화탄소보다 짧다. 따라서 지금부터 신속하게 메탄 배출을 줄인다면, 단기간에 온난화를 지연시킬 수 있다.

메탄 배출원 ① 자연 ② 농축산업 ③ 에너지(화석연료 등) ④ 폐기물

메탄은 주로 유기물이 물에서 부패하거나 발효될 때 발생한다. 예컨대 물에서 벼를 재배하는 논농사, 반추동물(ex. 소)의 소화, 쓰레기 매립, 하수처리 과정이 메탄을 발생시킨다. 뿐만 아니라 화석연료도 오래 전의 유기물이 열과 압력에 의해 변형되며 형성된 것이므로 메탄을 만들어낸다. 2020년 기준 전 세계 메탄 배출량은 약 6억1천만 톤(Mt)으로 추정되는데, 3분의 2 정도가 인간 활동(농축산업 44%, 에너지 37%, 폐기물 19%)에 기인하고, 나머지는 자연에서 발생한다

화석연료 부문, 가장 빠르고 저비용으로 감축 기대

현재 실현 가능한 메탄 감축 방법은 농업·폐기물·에너지 전 부문에 존재한다. 농사 방식 개선, 저메탄 사료 사용, 화석연료 생산시설에서 메탄 누출 차단, 폐기물 처리장 메탄 포집 등이 있다. 이중에서도 가장 신속하고 가장 낮은 비용으로 감축을 실행할 수 있는 분야는 화석연료 부문이다. 화석연료 부문의 메탄 배출 약 70%가 이미 있는 기술만으로 감축 가능하고, 약 30%가 추가 비용이 들지 않는 것으로 추정된다. 최근에는 석유 시추 과정에서 부산물로 나오는 수반가스를 그대로 방출(Venting)하거나 단순 소각(Flaring)하지 않고 데이터 센터 등을 위한 발전 연료로 활용하는 방식이 주목받고 있다

Analyst 이화진 hlee@hmsec.com
RA 이수현 suhyeon@hmsec.com

탄소감축 목표 달성을 위해 메탄 감축이 필요

지구온난화지수:
온실가스의 종류별로 다른
온실효과를 수치화

지구 상에는 수증기를 비롯하여 대기에 열을 잡아 두는 다양한 온실가스가 존재한다. 그 중 유엔기후변화협약에 의해 규제 대상으로 분류되는 온실가스는 크게 7가지로, 이산화탄소(CO₂), 메탄(CH₄), 이산화질소(N₂O), 그리고 4가지의 불소계(F)-온실가스로 구성된다

한편, 같은 무게의 온실가스라도 그 종류에 따라 온실효과가 상이하다. 이를 수치화하기 위해, 100년 동안 지구를 가열하는 효과를 측정하고, 이산화탄소와 다른 온실가스의 상대적인 영향을 계산한다. 이것이 GWP(Global Warming Potential; 지구온난화지수)로, 흔히 탄소배출 통계에서 나오는 이산화탄소 환산톤은 각 가스의 절대적인 배출량에 GWP를 곱해 이산화탄소 기준으로 환산한 것이다. 예컨대 메탄의 GWP는 대략 27-30로, 메탄 1kg이 대기중으로 배출되면 이산화탄소 27-30kg이 배출된 것과 동일한 온실효과를 유발한다

이산화탄소 감축만으로는
파리협정의 1.5°C 목표 달성
어려움

글로벌 온실가스 배출은 각국의 감축 노력에도 불구하고, 증가세를 보이고 있다. 2015년 대비 2024년 이산화탄소, 메탄, 이산화질소의 배출(이산화탄소 환산톤 기준)은 각각 3.03%, 10.24%, 7.09% 만큼 증가했다. IPCC 6차 보고서(‘23.3)와 전지구적 이행점검 결과(‘23.11)는 파리협정의 1.5°C 목표 달성을 위해 2019년 대비 2035년까지 60%의 온실가스 감축이 필요하다고 평가했으나, 이러한 목표 달성에 멀어지고 있는 실정이다. 발전, 화학, 운송, 철강 등 고탄소 업종의 전환 속도 현실을 감안할 때, 이산화탄소 감축만으로는 파리협정의 감축 목표를 단기간에 달성할 가능성은 제한적이다

메탄 감축에 성공한다면 단
기간에 온난화를 지연시킬
수 있음

그러나, 강도 높은 메탄 감축이 동반된다면 상황이 달라질 가능성이 있다. 메탄의 경우, 산업혁명 이후 전 세계 기온 상승의 30% 정도에 영향을 미친 것으로 추정된다.¹ 현재 대기 중 메탄 농도는 산업혁명 이전 수준 대비 2.5배를 넘어선 상태로, 다른 온실가스들보다 더 빠르게 농도가 높아지고 있다. 이는 주로 인간 활동에 따른 배출 증가에 기인한다. 다행히도 메탄은 대기 중 체류 시간이 10-12년 정도로, 수백 년인 이산화탄소보다 짧다. 따라서 지금부터 신속하게 메탄 배출을 줄인다면, 단기간에 온난화를 지연시킬 수 있다

「Global Methane Assessment」에 따르면, 인간 활동에 의해 발생하는 메탄 배출은 이번 10년 동안 최대 45%까지 감축할 수 있을 것으로 예상된다. 이 경우 2045년까지 약 0.3°C의 지구온난화를 방지할 수 있고, 이는 파리협약의 목표인 지구 평균기온 상승폭을 1.5°C 이내로 제한하는 데 부합하는 수준일 것으로 전망된다

〈표1〉 주요 온실가스의 GWP(Global Warming Potential, 지구온난화지수)

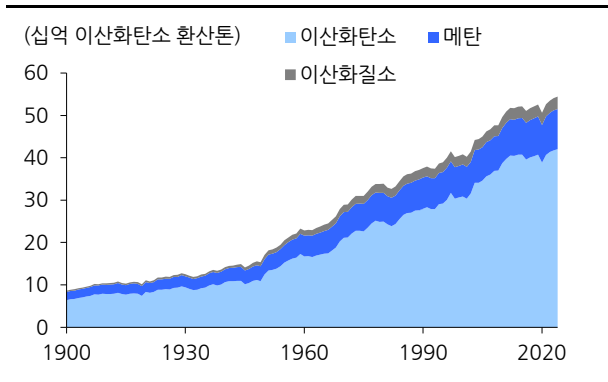
| 이산화탄소 CO ₂ | 메탄 (비화석 기원) | 메탄 (화석 기원) | 이산화질소 N ₂ O | 삼불화질소 NF ₃ | 육불화황 SF ₆ |
|--------------------------|----------------|---------------|---------------------------|--------------------------|-------------------------|
|--------------------------|----------------|---------------|---------------------------|--------------------------|-------------------------|

1 UNEP, Global Assessment: Urgent steps must be taken to reduce methane emissions this decade(2021)

| | | | | | |
|-----|------|------|-------|----------|----------|
| | CH. | CH. | | | |
| 1.0 | 27.0 | 29.8 | 273.0 | 17,400.0 | 24,300.0 |

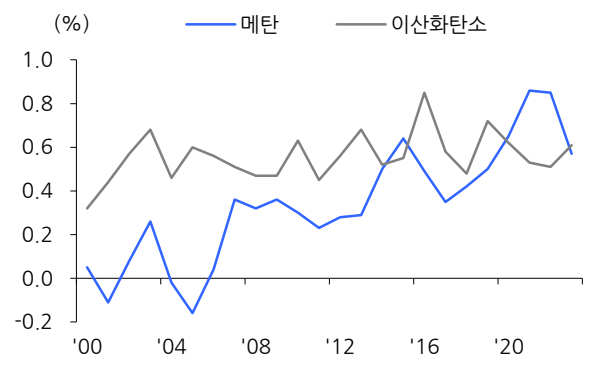
자료: IPCC Global Warming Potential Values

<그림1> 주요 온실가스의 글로벌 배출량 추이



주: 1900년부터 2024년까지
자료: Jones et al. (2025)

<그림2> 대기 중 이산화탄소와 메탄 농도의 연간 변화율(%)



자료: IEA

메탄을 방출하는 인간 활동

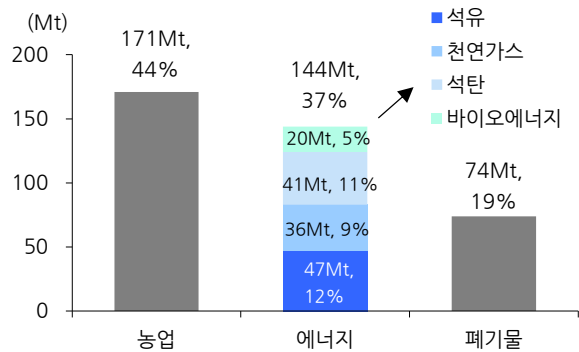
- 메탄 배출원** 메탄은 주로 유기물이 물에서 부패하거나 발효될 때 발생한다. 예컨대 물에서 벼를 재배하는 논농사, 반추동물(ex. 소)의 소화, 쓰레기 매립, 하수처리 과정이 메탄을 발생시킨다. 뿐만 아니라 화석연료도 오래 전의 유기물이 열과 압력에 의해 변형되며 형성된 것이므로 메탄을 만들어낸다. 2020년 기준 전 세계 메탄 배출량은 약 6억1천만 톤(Mt)으로 추정되는데, 3분의 2 정도가 인간 활동(농축산업 44%, 에너지 37%, 폐기물 19%)에 기인하고, 나머지는 자연에서 발생한다²
- ① 자연
 - ② 농축산업
 - ③ 에너지(화석연료 등)
 - ④ 폐기물

국가별로도 에너지, 농축산, 폐기물업이 발전한 국가의 배출량이 높음

국가별로 메탄 배출량을 살펴봐도 미국을 제외한 신흥국이 다수다. 글로벌 밸류체인에서 에너지, 농축산, 폐기물 처리를 주로 담당해온 국가들이다. 유럽 주요국과 한국, 일본 등은 메탄 배출 상위국에 랭크되지 않았는데, 이는 해당 통계가 발생지를 기준으로 하기 때문이다. 그러나 선진국들의 에너지 수입, 소고기 소비, 그리고 쓰레기 매립의 외주화 등을 고려한다면, 최종 소비지 기준에서의 메탄 배출 책임은 달리 평가될 수 있다

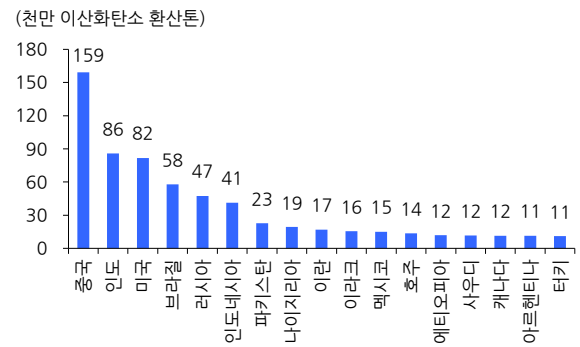
2 Global Methane Budget (2025)

<그림3> 인간 활동에 의한 메탄 배출



주: 1900년부터 2024년까지
자료: IEA

<그림4> 국가별 메탄 배출량



주: '24년 기준 1억톤 이상인 17개국만 표시
자료: Jones et al. (2025)

<표2> 국가별 메탄 주 배출 요인

| 국가 | 섹터 | 주 배출 요인 |
|-------|----------|----------------|
| 중국 | 에너지 | 석탄 채굴, 농업, 폐기물 |
| 인도 | 농축산 | 소 사육, 벼 재배 |
| 미국 | 에너지 | 석유·가스 생산, 소 사육 |
| 브라질 | 농축산 | 세계 최대 소 수출 국가 |
| 러시아 | 에너지 | 석유·가스 생산 |
| 인도네시아 | 농축산, 폐기물 | 벼 재배, 쓰레기 매립지 |
| 파키스탄 | 농축산 | 가축, 벼 농업 |
| 나이지리아 | 에너지 | 석유·가스 생산 |
| 이란 | 에너지 | 석유·가스 생산 |
| 이라크 | 에너지 | 석유·가스 생산 |
| 멕시코 | 에너지 | 석유·가스 생산 |
| 호주 | 농축산 | 대규모 소·양 사육 |
| 에티오피아 | 농축산 | 가축 중심 농업 |
| 사우디 | 에너지 | 석유·가스 생산 |
| 캐나다 | 에너지 | 석유·가스 생산 |
| 아르헨티나 | 농축산 | 소 사육 |
| 터키 | 농축산, 폐기물 | 가축 사육, 쓰레기 매립지 |

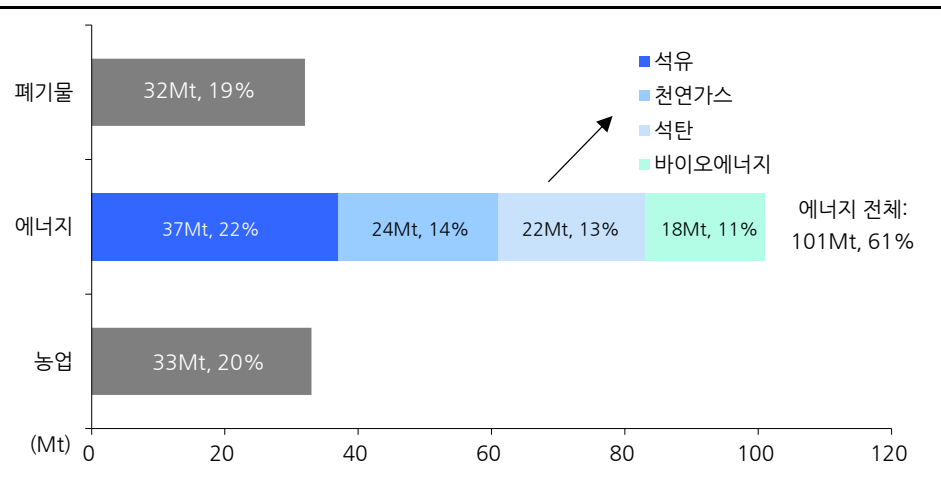
자료: 현대차증권

화석연료 부문에서의 메탄 감축 효과가 클 것으로 기대

화석연료 부문, 가장 빠르고 저비용으로 감축 기대

현재 실현 가능한 메탄 감축 방법은 농업·폐기물·에너지 전 부문에 존재한다. 농사 방식 개선, 저메탄 사료 사용, 화석연료 생산시설에서 메탄 누출 차단, 폐기물 처리장 메탄 포집 등이 있다. 이 중에서도 가장 신속하고 가장 낮은 비용으로 감축을 실행할 수 있는 분야는 화석연료 부문이다. 화석연료 부문의 메탄 배출 약 70%가 이미 있는 기술만으로 감축 가능하고, 약 30%가 추가 비용이 들지 않는 것으로 추정된다.³ 최근에는 석유 시추 과정에서 부산물로 나오는 수반가스를 그대로 방출(Venting)하거나 단순 소각(Flaring)하지 않고 데이터 센터 등을 위한 발전 연료로 활용하는 방식이 주목받고 있다

<그림5> 2030년까지 부문별 메탄 감축 잠재력



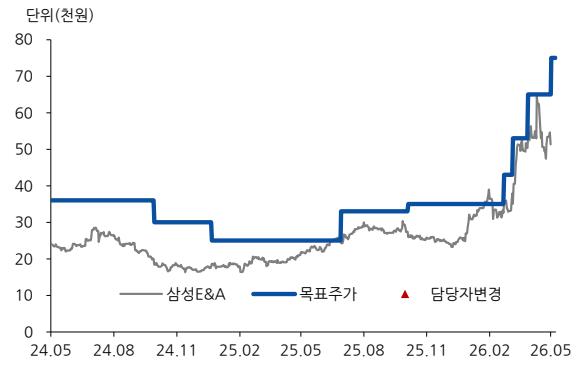
주: %는 전체 감축 잠재력 추정치 중 각 부문의 비중
 자료: IEA

³ 주: 2024년 평균 에너지 가격을 기준으로 하여 계산되어 그 이후의 천연가스 가격 상승은 고려하지 않았으므로, 천연가스 가격이 상승한 현재 시점에서는 더욱 경제성이 개선되었을 것으로 추정. 자료: IEA, Global Methane Tracker 2025 Understanding methane emissions.

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 과리율(%) | |
|------------|----------|--------|--------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2024.01.31 | BUY | 36,000 | -31.68 | -20.83 |
| 2024.07.31 | AFTER 6M | 36,000 | -32.71 | -21.11 |
| 2024.10.25 | BUY | 30,000 | -41.20 | -37.07 |
| 2025.01.17 | BUY | 25,000 | -18.96 | 1.40 |
| 2025.07.17 | AFTER 6M | 25,000 | 1.72 | -0.20 |
| 2025.07.25 | BUY | 33,000 | -15.60 | -8.18 |
| 2025.10.31 | BUY | 35,000 | -19.26 | 11.29 |
| 2026.03.20 | BUY | 43,000 | -19.68 | -11.86 |
| 2026.04.02 | BUY | 53,000 | -6.59 | -1.13 |
| 2026.04.24 | BUY | 65,000 | -16.82 | -0.92 |
| 2026.05.28 | BUY | 75,000 | | |

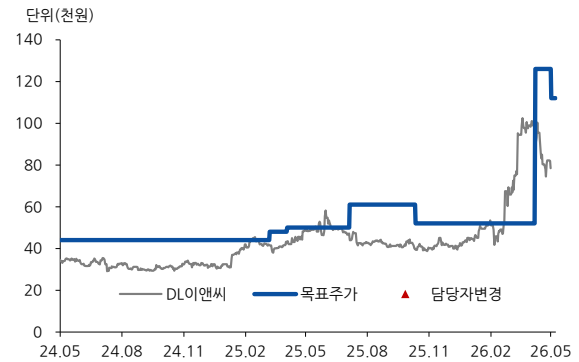
▶ 최근 2년간 삼성E&A 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 과리율(%) | |
|------------|----------|---------|--------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2024.04.08 | BUY | 44,000 | -25.07 | -15.00 |
| 2024.10.08 | AFTER 6M | 44,000 | -20.97 | 3.18 |
| 2025.04.04 | BUY | 48,000 | -15.72 | -9.90 |
| 2025.04.30 | BUY | 50,000 | -2.95 | 16.40 |
| 2025.08.01 | BUY | 61,000 | -30.15 | -21.48 |
| 2025.11.07 | BUY | 52,000 | 4.98 | 97.12 |
| 2026.05.04 | BUY | 126,000 | -32.81 | -20.40 |
| 2026.05.28 | BUY | 112,000 | | |

▶ 최근 2년간 DL이앤씨 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 과리율(%) | |
|------------|----------|--------|--------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2024.05.02 | BUY | 5,000 | -23.06 | -14.80 |
| 2024.11.02 | AFTER 6M | 5,000 | -26.71 | 0.40 |
| 2026.01.23 | BUY | 6,000 | -13.30 | -3.83 |
| 2026.02.10 | BUY | 7,400 | 179.84 | 402.03 |
| 2026.05.28 | BUY | 32,000 | | |

▶ 최근 2년간 대우건설 주가 및 목표주가



▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

| 일자 | 투자 의견 | 목표주가 | 과리율(%) | |
|------------|-------|--------|--------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2024.02.26 | BUY | 32,000 | -35.22 | -22.34 |
| 2024.08.21 | BUY | 29,000 | 7.98 | 134.14 |
| 2026.01.22 | BUY | 82,000 | -40.34 | -21.59 |
| 2026.05.27 | 종목편출 | 종목편출 | | |
| 2026.05.28 | 담당자변경 | 담당자변경 | | |
| 2026.05.28 | BUY | 53,000 | | |

▶ 최근 2년간 한국전력 주가 및 목표주가



▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

| 일자 | 투자 의견 | 목표주가 | 과리율(%) | |
|------------|-----------|--------|--------|-------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2024.11.14 | M.PERFORM | 43,000 | -8.79 | 10.81 |
| 2026.03.12 | M.PERFORM | 41,000 | -10.45 | -4.39 |
| 2026.05.27 | 종목편출 | 종목편출 | | |
| 2026.05.28 | 담당자변경 | 담당자변경 | | |
| 2026.05.28 | BUY | 45,000 | | |

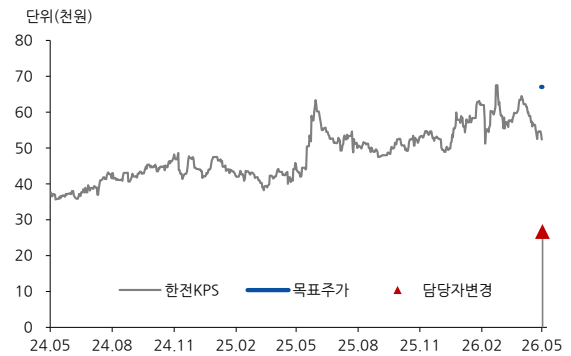
▶ 최근 2년간 한국가스공사 주가 및 목표주가



▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

| 일자 | 투자 의견 | 목표주가 | 과리율(%) | |
|------------|-------|--------|--------|-------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2026.05.28 | 담당자변경 | 담당자변경 | | |
| 2026.05.28 | BUY | 67,000 | | |

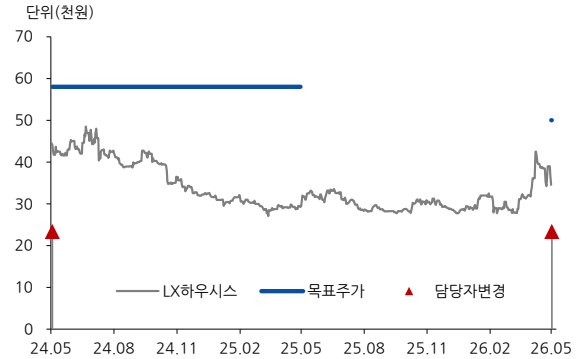
▶ 최근 2년간 한전KPS 주가 및 목표주가



▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

| 일자 | 투자 의견 | 목표주가 | 과리율(%) | |
|------------|----------|--------|--------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2024.05.29 | BUY | 58,000 | -28.66 | -16.38 |
| 2024.11.29 | AFTER 6M | 58,000 | -46.97 | -38.10 |
| 2025.05.27 | 종목편출 | 종목편출 | | |
| 2026.05.28 | 담당자변경 | 담당자변경 | | |
| 2026.05.28 | BUY | 50,000 | | |

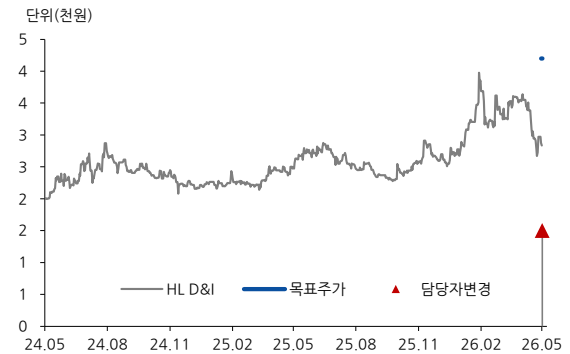
▶ 최근 2년간 LX하우시스 주가 및 목표주가



▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

| 일자 | 투자 의견 | 목표주가 | 과리율(%) | |
|------------|-------|-------|--------|-------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2026.05.27 | 담당자변경 | 담당자변경 | | |
| 2026.05.28 | BUY | 4,200 | | |

▶ 최근 2년간 HL D&I 주가 및 목표주가



▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

| 일자 | 투자 의견 | 목표주가 | 과리율(%) | |
|------------|-------|---------|--------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2026.03.13 | BUY | 214,000 | -27.39 | -23.83 |
| 2026.05.28 | BUY | 214,000 | | |

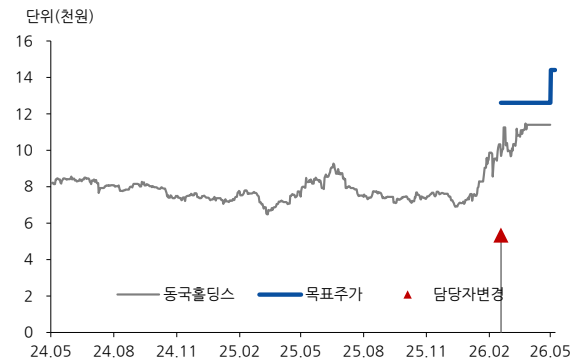
▶ 최근 2년간 세아홀딩스 주가 및 목표주가



▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

| 일자 | 투자 의견 | 목표주가 | 과리율(%) | |
|------------|-------|--------|--------|-------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2026.03.16 | BUY | 12,600 | -13.34 | -8.97 |
| 2026.05.28 | BUY | 14,400 | | |

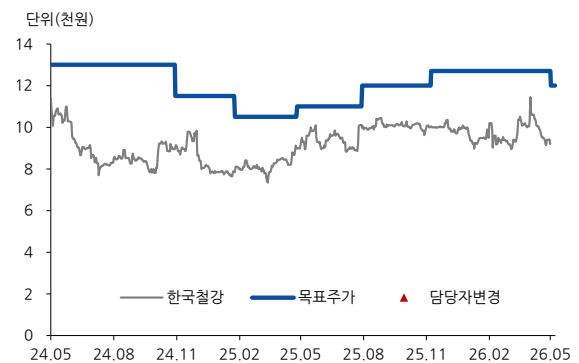
▶ 최근 2년간 동국홀딩스 주가 및 목표주가



▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

| 일자 | 투자 의견 | 목표주가 | 과리율(%) | |
|------------|-----------|--------|--------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2024.05.20 | M.PERFORM | 13,000 | -27.27 | -10.38 |
| 2024.08.26 | BUY | 13,000 | -33.96 | -28.31 |
| 2024.11.25 | BUY | 11,500 | -26.49 | -14.52 |
| 2025.02.20 | BUY | 10,500 | -22.16 | -13.14 |
| 2025.05.22 | BUY | 11,000 | -14.65 | -8.09 |
| 2025.08.25 | BUY | 12,000 | -16.06 | -13.00 |
| 2025.12.04 | BUY | 12,700 | -23.41 | -9.92 |
| 2026.05.28 | BUY | 12,000 | | |

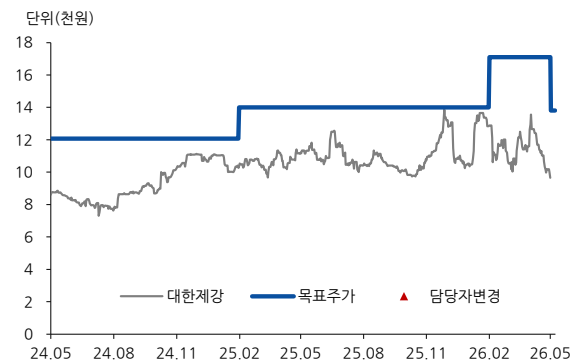
▶ 최근 2년간 한국철강 주가 및 목표주가



▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

| 일자 | 투자 의견 | 목표주가 | 과리율(%) | |
|------------|----------|-----------------------------|--------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2024.01.16 | BUY | 12,070 | -27.35 | -22.10 |
| 2024.07.16 | AFTER 6M | 12,070 | -21.45 | -7.79 |
| 2025.02.26 | BUY | 14,004 | -22.28 | -10.34 |
| 2025.08.26 | AFTER 6M | 14,004 (무상증자전 21,000) | -21.04 | -0.96 |
| 2026.02.27 | BUY | 17,100 | -33.74 | -20.76 |
| 2026.05.28 | BUY | 13,800 | | |

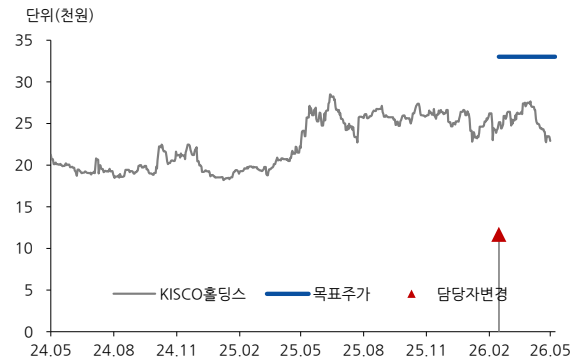
▶ 최근 2년간 대한제강 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 과리율(%) | |
|------------|------|--------|--------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2026.03.13 | BUY | 33,000 | -22.61 | -16.21 |
| 2026.05.28 | BUY | 33,000 | | |

▶ 최근 2년간 KISCO홀딩스 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2025.04.01~2026.03.31)

| 투자등급 | 건수 | 비율(%) |
|------|------|-------|
| 매수 | 181건 | 93.8% |
| 보유 | 12건 | 6.2% |
| 매도 | 0건 | 0% |

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.