

Morning Meeting Notes

2026-09-18

내일의 차이
현대차증권

What's Inside

[방산] 한화-EDGE 통합대공망 구축 협의
한국전력(BUY/43,000원) - 원자력 발전 비중 확대 기대
한샘(M.PERFORM/38,000원) - 부진한 전방시장 업황 지속
LX하우시스(BUY/50,000원) - B2C 호조와 비건축자재 매출 증가가 견인
HL D&I(BUY/3,400원) - 자체 중심의 증익 지속. 부진한 전방업황이 문제
보로노이(BUY/230,000원) - 타그리스를 넘어 왕좌를 노린다
HLB이노베이션(BUY/24,300원) - ASH를 기다리며
한솔케미칼(BUY/325,000원) - 고객사 Q 증가에 동행하는 성장
[크레딧] Credit Weekly - AI 조달확대, FOMC 금리인상, 분기말 경계감 고조

주식시장

국내 증시는 혼조 마감. 매파적 FOMC에도 불구하고 유가 하락이 투자심리에 우호적으로 작용. 다만 외국인인 전기전자 업종을 중심으로 순매도하면서 코스피는 약보합 마감. 조선, 우주-방산, 광통신, 전력인프라, 정유, 원자력, 로봇 등 강세
미국 증시는 상승 마감. 전일 연준의 금리인상과 연준 의장의 긴축적 발언이 불확실성 해소를 해석되면서 안도감에 일제히 상승. 영국의 국채 매각 중단 소식에 미국채 금리가 하락한 점과 사우디-에멘 간 휴전 기대감에 국제유가가 하락한 점도 상방 요인으로 작용. 업종별로는 금융, 필수소비재를 제외한 모든 업종이 상승했으며, 인공지능 및 반도체 관련주가 지수 상승을 주도함

금리&환율

국고채 금리는 혼조 마감. 국고채는 매파적 FOMC 소화에 중단기물 금리가 상승세를 나타낸 반면 장기물 및 초장기물 금리는 하락하며 커브 플래트닝
미국채 금리는 하락 마감. 국제유가 하락한 가운데, BOE의 QT 개편안(장기 국채 매각 중단)에 따른 영국 장기국채 랠리에 영향 받아 미국채 금리는 하락
원/달러 환율은 전장 대비 13.60원 급등한 1,382.20원에 마감. 원/달러는 매파적 FOMC 결과에 영향 받아 크게 상승하였으나, 엔화 강세로 인해 상승폭 일부 축소
달러인덱스는 100.22로 하락. 장 초반 사우디-에멘 간 휴전 기대감에 국제유가 하락하며 달러는 약세를 보였으나, 트럼프 대통령의 이란을 향한 강경 발언에 낙폭 축소

주요 뉴스

사우디, 후티 반군에 휴전 제안
치이랑 성향의 레바논 매체에 따르면 사우디가 최근 오만을 중재자로 삼아 후티 반군에 2주간 휴전을 제안하고, 휴전 동안 합의하는 방안을 추진하고 있다는 보도. 이에 따르면 사우디는 예멘에 대한 봉쇄를 해제하고, 인도적 지원이 들어갈 수 있도록 할 준비가 돼 있다는 입장

New Publications

[증권] Keep Calm and Carry On(2026-09-11)
[인터넷/SW] SW/서비스의 겨울, AI인프라/네오클라우드의 봄(2026-09-02)
[자동차/반도체소부장/로보틱스] 중국 WRC 2026 방문 후기 및 투자 활용법 - 이제 그만 출추고 일할 시간(2026-08-26)

Rating, Target Price Changes

한국전력	BUY	53,000 원	▷ BUY	43,000 원	(2026-09-18)
HL D&I	BUY	4,200 원	▷ BUY	3,400 원	(2026-09-18)
보로노이	신규		▷ BUY	230,000 원	(2026-09-18)
HLB이노베이션	BUY	34,500 원	▷ BUY	24,300 원	(2026-09-18)
한솔케미칼	BUY	410,000 원	▷ BUY	325,000 원	(2026-09-18)
롯데칠성	BUY	170,000 원	▷ BUY	140,000 원	(2026-09-14)
삼성증권	신규		▷ BUY	146,000 원	(2026-09-11)
한국금융지주	신규		▷ BUY	312,000 원	(2026-09-11)
키움증권	신규		▷ BUY	434,000 원	(2026-09-11)
미래에셋증권	신규		▷ BUY	42,000 원	(2026-09-11)
와이씨	BUY	19,000 원	▷ BUY	16,000 원	(2026-09-11)
CJ프레시웨이	BUY	41,000 원	▷ BUY	35,000 원	(2026-09-11)
클리오	BUY	14,000 원	▷ BUY	17,000 원	(2026-09-09)
유한양행	BUY	120,000 원	▷ BUY	110,000 원	(2026-09-08)
아이에스동서	BUY	31,000 원	▷ BUY	23,000 원	(2026-09-08)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
현대무백스	73,688	두산	53,892
TIGER 미국나스닥100	40,239	삼성전자	50,959
SK스퀘어	34,685	삼성전자우	38,163
삼성중공업	22,308	한미약품	32,535
LIG디펜스앤에어로스페이스	20,217	KODEX 200	30,819

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
SK하이닉스	-1,229,552	SK하이닉스	-92,945
삼성전자	-551,416	SK스퀘어	-44,864
넷마블	-374,369	삼성전기	-42,624
삼성전자우	-157,470	TIGER 미국나스닥100	-37,366
두산	-118,931	KODEX 레버리지	-34,829

국내시장 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	6,715.41	-0.04	-2.00
대형주	7,329.35	-0.07	-2.29
중형주	4,092.78	+0.33	+1.55
소형주	2,393.79	+0.33	+1.00
KOSDAQ	822.18	+0.76	-2.23

투자자별 매매동향	개인	외국인	기관
KOSPI	(억원)	(억원)	(억원)
순매수	6,761	-26,362	2,497
누적순매수(D-20)	-101,386	-223,503	19,541

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균, 단위 : 억 원)	224,437	224,742	321,014

업종별 지수	증가	D-1(%)	D-20(%)
건설	170.34	+0.00	+6.57
금융	1,102.62	+0.15	-0.02
운수장비	4,710.23	+2.40	-9.01
유통	609.12	+0.81	-1.94
음식료	4,731.58	+0.93	-4.27
의약품	15,214.04	+0.28	-7.76
전기전자	108,282.90	-0.57	-1.88
철강금속	6,764.40	+0.92	-2.81
화학	4,700.24	+0.72	+1.08
유틸리티	997.05	+0.51	-2.20
통신	604.53	+0.15	-3.89

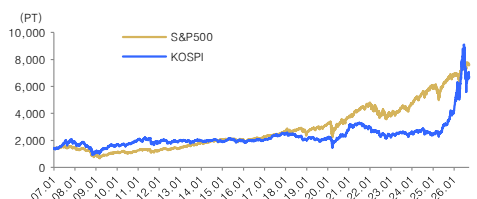
해외시장 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	7,637.71	+1.14	-0.05
NASDAQ	26,418.30	+1.69	+1.35
일본	64,136.25	+0.33	-3.14
중국	3,875.60	-0.41	-0.72
독일	25,537.75	+0.00	-1.71

주요 금리 동향	증가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	4.06	+1.00	+25.20
국고채 (10년)	4.51	-4.10	+18.30
은행채AAA (3년)	4.39	+1.00	+24.50
미국국채 (2년)	4.67	-7.30	+47.55
미국국채 (10년)	4.93	-9.00	+22.70

환율 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,382.20	+0.99	-0.75
원/백 엔	884.85	+0.44	+0.96
원/위안	205.90	+0.86	-0.70
달러/유로	1.15	+0.10	-1.73
위안/달러	6.71	-0.07	-0.22
엔/달러	155.98	-0.17	-1.93
Dollar Index	100.23	-0.08	+1.37

상품시장 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	101.91	-0.51	+16.03
금 (usd/oz)	4,387.50	+0.00	-4.02
BDI	3,336.00	+0.27	+20.17
천연가스(NYMEX)	2.90	+0.35	+6.15

KOSPI, S&P 추이



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

방산

한화-EDGE 통합대공망 구축 협의

천궁-II를 넘어 L-SAM, 천무 등 UAE 방공·정밀타격 협력 확대

한화시스템이 EDGE(UAE 국영방산기업)와 UAE 통합 대공망 구축사업에 대한 주요조건 합의서(Term sheet)를 체결

'텀잇 → JV → 공급계약' 경로 측면에 있어 (그림3) 한화-EDGE 텀잇은 한화-WB 건과 유사, 단순 비교를 통한 향후 일정은 2027년 상반기 중 JV 계약 진행으로 예상. 다만, WB 건은 2022-2024년 계약으로 천무 도입 기반을 확보한 상태에서 추진한 현지화였던 반면, EDGE 건은 신규 정부 구매계약이 공개되기 전에 JV 논의가 먼저 진행되는 점은 고려할 필요. 이번 협의를 통해 L-SAM 수출사업 참여와 중동 사업 확대 기대. 이번 협력으로 개별 체계 공급에서 통합방공 솔루션으로 사업 범위를 확대할 계획. 장거리·중거리 지대공 유도무기체계 외에도 대드론체계(C-UAS)와 단거리 방공체계 연계로 다계층 방공망 구상

L-SAM: 현재 UAE 방공망의 경우 고고도 위협에 대응하는 THAAD와 천궁-II 사이에 요격고도가 40~60km인 L-SAM 도입시 기존 체계와 중첩방어를 강화(그림4). 요격고도 40~60km인 L-SAM 도입 시 독립적인 교전 기회가 2회에서 3회로 늘어난다고 가정하면, 계층별 요격률 90% 가정 시 100발 중 기대 잔존 표적은 1발에서 0.1발로 감소

천궁-II: UAE는 2026년 3월 당시 배치된 2개 포대에서 요격탄 약 60발을 사용해 약 30개 표적 중 29개를 요격한 것으로 보도됐으며, 한국에 계약 일정보다 이른 인도를 요청. 이후 4월 1~9일 UAE가 대응한 미사일·드론 누적 수량이 2,469개에서 2,819개로 증가하며 방공능력 확충과 요격탄 재보급 필요성이 지속. 6월에는 세 번째 포대와 유도탄을 조기 확보하기 위해 UAE가 군 수송기를 한국에 보내 수송을 진행한 것으로 보도됨. 기존 계약 물량의 인도 가속에 더해 소모탄 보충과 추가 전력 확보 수요가 기대되는 상황. Army Recognition에 따르면 UAE는 총 12개 포대 확보를 계획 중이나, 이번 합의의 추가 포대 수는 미공개. 포대는 다기능레이더 1기, 교전통제소 1개, 발사대 4~6기로 구성되며, 발사대당 8발 기준 즉응 장전량은 32~48발.

천무 경우, K239 발사대 12대 기운용 중으로 추가 물량, 현지 생산관련 논의 가능성. 향후 UAE를 중동 및 제3국 시장 진출 교두보로 활용 가능하다는 점에서도 의의

OVERWEIGHT

Analyst 백주호 juho4281@hmsec.com

〈그림1〉 통합대공망 구축사업에 대한 주요조건합의서 체결



자료: 한화시스템 현대차증권

〈그림2〉 다계층 방공망 포트폴리오

분류	고도·거리	구성 체계
방공(중층)	고도 40~60km	L-SAM (ABM·AAM)
방공(하층)	고도 40km 미만	천궁-II (M-SAM)
방공(단거리·저고도)	수 km	H-SHORAD, 40mm 차륜형 무인방공
방공(초근접 대드론)	3~5km	천광 레이저, 요격드론, H-Shield
지상 정밀타격		천무 MLRS

자료: 언론 보도, 현대차증권

〈그림3〉 과거 수출 계약 구조 및 일정 비교

구분	한화-WB(폴란드)	한화-EDGE(UAE)
구매 기본계약	2022-10-19 / 천무 발사대 288 대·유도탄	-
선행 수출 실행계약	1 차 2022-11-04 약 5 조원 / 2 차 2024-04-25 약 2.25 조원	-
기업 간 MOU	2024-09-04 / MSPO 2024	2025-11-20 / 두바이 에어쇼 2025 *2026-02 정부 간 방산협력 프레임워크 MOU
JV 실행구조 합의	2024-10-02 / KADDEX / Executive Agreement	-
Term Sheet	2025-04-15 / 한화 51%·WB 49%	2026-09-15 / JV 지분율·자본금·설립 일정 미공개
JV 본계약	2025-09-02 / MSPO 2025 / 텀시트 후 140 일	향후 진행
JV 법인 설립	2025-10 / HWB 설립	향후 진행
공급계약	2025-12-29 / 3 차 실행계약 약 5.6 조원	향후 진행

자료: HD현대중공업 현대차증권

〈그림4〉 L-SAM 도입 시 UAE 방공체계

방어층	체계	요격 고도	보유 현황
상층	THAAD	60km 이상	2 개 포대 운용 중
중층	L-SAM	약 40~60km	미보유
하층	M-SAM II (천궁-II)	약 20km	2 개 포대 배치, 12 개 포대 계획
하층	Patriot		운용 중

자료: Army Recognition 현대차증권

한국전력 (015760)

Analyst 신동현 dhshin@hmsec.com

원자력 발전 비중 확대 기대

BUY

TP 43,000원

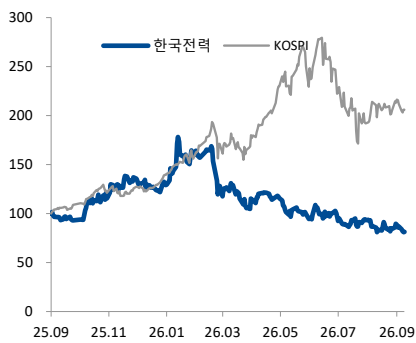
현재주가 (9/17)	31,000원
상승여력	38.7%
시가총액	19,901십억원
발행주식수	641,964천주
자본금/액면가	3,210십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	67,900원/30,850원
일평균 거래대금 (60일)	63십억원
외국인 지분율	20.84%
주요주주 지분율	
한국산업은행외 1인	51.11%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-6.8	-23.5	-35.7
상대주가(%p)	-3.1	1.0	-46.0

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	7,375	10,903	53,000
After	6,201	12,084	43,000
Consensus	6,303	9,874	50,077
Cons. 차이	-1.6%	22.4%	-14.1%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

-발전믹스 내 원전 비중의 감소 및 저조한 원전 이용률이 지속됨에 따라 연료비 부담이 상승. 유가 및 LNG 가격 상승이 하반기 연료비 상승압박으로 나타날 것으로 예상되는 상황에서 빠른 원전 이용률 회복이 필요

주요이슈 및 실적전망

-동사의 연료비 및 구입전력비는 급등한 유가의 영향으로 3Q26부터 본격적으로 증가할 것으로 추정됨. 한동안 안정화되던 두바이유가가 하반기 들어 빠르게 상승하고 있어 동사의 영업이익 및 순이익이 크게 축소될 전망. 다만 하반기 중 신규 원전(새울 3호기) 진입과 장기화되던 기존 원전 예방정비 종료에 따라 원전 이용률 반등 가능성이 있어 발전믹스의 개선이 기대됨

-대미투자자금을 활용한 미국 원전 건설 8기 건설의 경우 협력 가능성 자체는 높아 보이나 국내 밸류체인 활용 정도와 같은 구체적 사안에 있어 양국 의견차가 존재하는 것으로 보임. 전체 시공을 주관하는 입장에서 원가를 결정지를 중요한 요소만큼 향후 추가적인 진행상황 확인이 필요함

-한편, 국내 AI 데이터센터 확대 등에 따라 전력망에 대한 투자가 크게 늘어날 것으로 보이는 바, 향후 전기요금 인상을 위한 근거가 마련되었다고 판단됨. 단기 실적 전망은 다소 아쉬우나 주가 측면에서 상승 모멘텀으로 작용할 주요 이슈들이 여럿 대기 중이기에 동사에 대한 매수 의견을 유지함

BUY(유지) / TP 43,000 원(하향) = 12m Fwd. BPS 80,322 원 * Target P/B 0.53x

-Target P/B는 기존 0.63x(유가 급등 → 연료비 상승, 제한적 요금 인상 가능성, 원전 발전비중 확대 기대감 존재하던 06년 밴드 상단)에서 동년 평균 0.53x로 하향. 연료비 부담 확대 및 장기화, 발전믹스 내 원전비중 증가의 지연 등을 반영함

-목표주가 53,000원 → 43,000원 하향, 투자의견 BUY 유지

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	97,263	7,006	3,981	20,890	6,201	-53.4	5.0	0.4	6.8	8.0	2.6
2027F	97,905	12,052	7,758	26,043	12,084	94.9	2.6	0.3	5.3	14.0	5.2
2028F	99,211	17,394	11,754	31,362	18,309	51.5	1.7	0.3	4.1	18.2	7.9

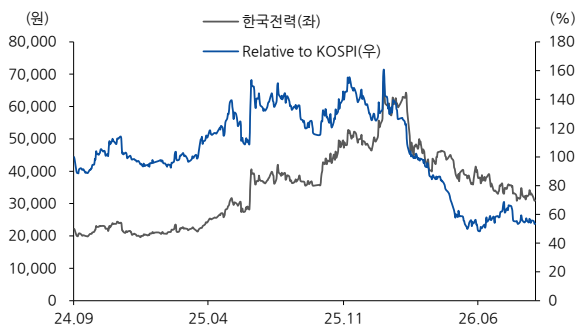
* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 한국전력 연간 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)	변경 후		변경 전		변화율	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	97,263	97,905	97,977	98,400	-0.7%	-0.5%
영업이익	7,006	12,052	7,622	12,076	-8.1%	-0.2%
세전이익	5,511	10,740	6,416	9,430	-14.1%	13.9%
당기순이익	4,064	8,055	4,785	7,073	-15.1%	13.9%

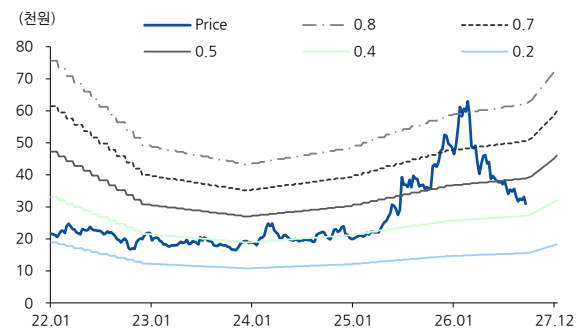
자료: 현대차증권

〈그림1〉 한국전력 주가 추이



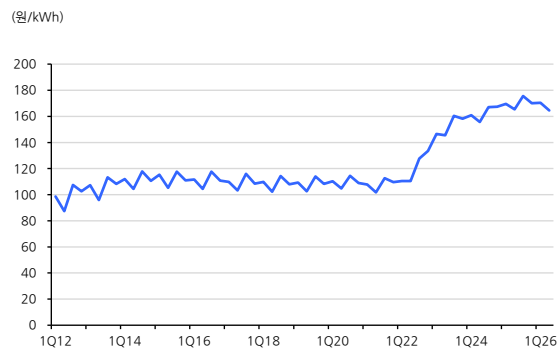
자료: FnGuide, 현대차증권

〈그림2〉 한국전력 P/B 밴드 추이



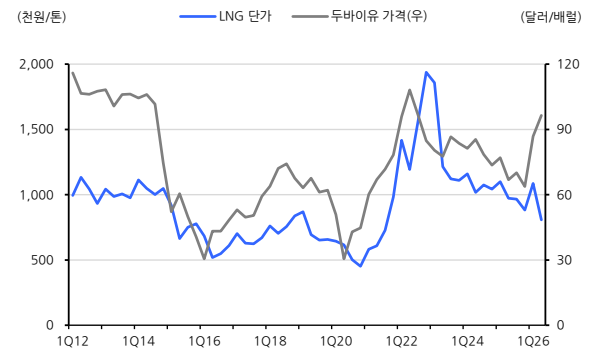
자료: FnGuide, 현대차증권

〈그림3〉 전력판매단가 추이



자료: 한국전력, EPSIS, 현대차증권

〈그림4〉 두바이유 및 LNG 단가 추이



자료: 한국전력, Quantiwise, 현대차증권

〈표2〉 한국전력 목표주가 산정

항목	내용	비고
Target BPS (원)	80,322	- 12m Fwd. BPS
Target P/B (x)	0.53	- 06년 P/B 밴드 평균
적정주가 (원)	42,570	- Target BPS * Target P/B
목표주가 (원)	43,000	
전일종가 (원)	31,000	- 2026.09.17 종가
상승여력 (%)	38.7	
투자 의견	BUY	

자료: 현대차증권

〈표3〉 한국전력 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
영업수익	24,224	21,950	27,572	23,683	24,398	21,919	27,715	23,230	97,429	97,263	97,905
YoY	40%	72%	56%	07%	07%	-01%	05%	-19%	43%	-02%	07%
영업비용	20,470	19,814	21,920	21,734	20,614	20,790	26,093	22,759	83,939	90,257	85,853
YoY	-69%	3.1%	-3.5%	30%	07%	49%	19.0%	4.7%	-1.3%	7.5%	-4.9%
> 연료비	5,010	4,315	5,501	4,610	5,218	4,925	6,706	5,759	19,436	22,608	20,528
> 구입전력비	8,757	8,601	9,249	7,446	8,720	8,487	12,045	9,679	34,053	38,931	36,435
> 감가상각비	2,951	2,927	2,956	2,833	2,938	3,014	3,036	2,969	11,668	11,957	11,238
> 기타	3,753	3,971	4,215	6,843	3,739	4,365	4,307	4,351	18,782	16,761	17,652
영업이익	3,754	2,136	5,652	1,949	3,784	1,129	1,622	472	13,491	7,006	12,052
YoY	188.9%	70.8%	66.4%	-19.4%	0.8%	-47.2%	-71.3%	-75.8%	61.3%	-48.1%	72.0%
OPM	15.5%	9.7%	20.5%	8.2%	15.5%	5.1%	5.9%	2.0%	13.8%	7.2%	12.3%
세전이익	3,232	1,665	5,349	1,341	3,395	426	1,356	334	11,587	5,511	10,740
YoY	338.1%	377.1%	79.7%	12.4%	5.0%	-74.4%	-74.6%	-75.1%	120.4%	-52.4%	94.9%
세전이익률	13.3%	7.6%	19.4%	5.7%	13.9%	1.9%	4.9%	1.4%	11.9%	5.7%	11.0%
자배주순이익	2,328	1,137	3,756	1,324	2,493	267	980	241	8,545	3,981	7,758
YoY	314.7%	164.65%	103.1%	30.4%	7.1%	-76.5%	-73.9%	-81.8%	144.7%	-53.4%	94.9%
자배주순이익률	9.6%	5.2%	13.6%	5.6%	10.2%	1.2%	3.5%	1.0%	8.8%	4.1%	7.9%
주요 가정											
> 전기판매량(GWh)	141,018	127,341	151,506	129,551	139,742	126,929	154,711	129,330	549,417	550,712	554,534
> 판매단가(원/kWh)	170	165	176	170	170	165	173	167	170	169	169
> SMP(원/kWh)	116	123	117	96	107	118	147	131	113	126	113
> LNG 단가(달러/톤)	1,100	972	967	883	1,086	807	1,250	1,285	981	1,107	984
> 석탄 단가(천원/톤)	193	185	165	170	204	185	213	193	178	199	185
> 평균환율(원/달러)	1,453	1,402	1,386	1,450	1,464	1,502	1,432	1,407	1,422	1,451	1,356

자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	93,399	97,429	97,263	97,905	99,211
증가율 (%)	5.9	4.3	-0.2	0.7	1.3
매출원가	81,964	80,705	86,803	82,419	78,544
매출원가율 (%)	87.8	82.8	89.2	84.2	79.2
매출총이익	11,435	16,725	10,460	15,486	20,667
매출이익률 (%)	12.2	17.2	10.8	15.8	20.8
증가율 (%)	흑전	46.3	-37.5	48.0	33.5
판매관리비	3,070	3,234	3,454	3,434	3,273
판매비율 (%)	3.3	3.3	3.6	3.5	3.3
EBITDA	22,362	27,279	20,890	26,043	31,362
EBITDA 이익률 (%)	23.9	28.0	21.5	26.6	31.6
증가율 (%)	163.4	22.0	-23.4	24.7	20.4
영업이익	8,365	13,491	7,006	12,052	17,394
영업이익률 (%)	9.0	13.8	7.2	12.3	17.5
증가율 (%)	흑전	61.3	-48.1	72.0	44.3
영업외손익	-3,990	-2,480	-2,388	-2,268	-2,073
금융수익	3,448	2,038	3,029	2,482	2,399
금융비용	7,535	5,039	5,681	5,043	4,764
기타영업외손익	97	521	264	293	292
종속/관계기업관련손익	882	576	893	954	950
세전계속사업이익	5,257	11,587	5,511	10,740	16,271
세전계속사업이익률	5.6	11.9	5.7	11.0	16.4
증가율 (%)	흑전	120.4	-52.4	94.9	51.5
법인세비용	1,635	2,920	1,447	2,685	4,068
계속사업이익	3,622	8,667	4,064	8,055	12,203
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,622	8,667	4,064	8,055	12,203
당기순이익률 (%)	3.9	8.9	4.2	8.2	12.3
증가율 (%)	흑전	139.3	-53.1	98.2	51.5
지배주주지분 순이익	3,492	8,545	3,981	7,758	11,754
비지배주주지분 순이익	130	122	83	297	450
기타포괄이익	629	-145	784	0	0
총포괄이익	4,251	8,521	4,848	8,055	12,203

(단위: 십억원)

현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	15,876	20,880	15,870	20,686	23,453
당기순이익	3,622	8,667	4,064	8,055	12,203
유형자산 상각비	13,834	13,630	13,740	13,864	13,858
무형자산 상각비	164	159	144	126	110
외환손익	2,367	-407	1,194	30	20
운전자본의 감소(증가)	-3,790	-5,383	-2,045	-1,389	-2,737
기타	-321	4,214	-1,227	0	-1
투자활동으로인한현금흐름	-14,093	-18,445	-12,198	-13,558	-13,678
투자자산의 감소(증가)	-2,275	-1,846	872	-64	-100
유형자산의 감소	403	468	133	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-14,216	-15,834	-13,530	-13,688	-13,858
기타	1,995	-1,233	327	194	280
재무활동으로인한현금흐름	-3,849	-2,635	-3,305	-7,540	-10,868
차입금의 증가(감소)	-447	8	-206	-150	-119
사채의증가(감소)	-4,145	-4,365	-3,194	-2,969	-3,539
자본의 증가	0	-34	2	0	0
배당금	-137	-219	-1,053	-522	-1,034
기타	880	1,975	1,146	-3,899	-6,176
기타현금흐름	106	58	66	0	0
현금의증가(감소)	-1,960	-142	433	-413	-1,092
기초현금	4,343	2,383	2,241	2,673	2,261
기말현금	2,383	2,241	2,673	2,261	1,168

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	29,255	30,715	32,947	32,396	33,986
현금성자산	2,383	2,241	2,673	2,261	1,168
단기투자자산	2,106	3,029	2,869	2,645	2,345
매출채권	11,099	11,625	10,559	10,602	10,668
채고자산	9,769	10,153	10,932	10,976	13,411
기타유동자산	2,420	2,347	4,099	4,099	4,580
비유동자산	217,553	224,212	225,573	225,335	225,326
유형자산	182,983	187,752	189,381	189,205	189,205
무형자산	1,146	1,101	1,071	945	835
투자자산	16,232	17,929	17,626	17,690	17,791
기타비유동자산	17,192	17,430	17,495	17,495	17,495
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	246,808	254,927	258,520	257,731	259,312
유동부채	63,969	67,107	70,468	65,120	58,964
단기차입금	9,123	9,979	10,397	9,077	8,028
매입채무	4,495	3,543	4,557	3,110	3,129
유동성장기부채	35,319	35,908	37,587	35,007	29,880
기타유동부채	15,032	17,677	17,927	17,926	17,927
비유동부채	141,476	138,497	134,939	131,965	128,533
사채	84,973	80,608	77,414	74,445	70,906
장기차입금	3,119	3,275	3,104	2,954	2,835
장기금융부채	261	113	78	78	78
기타비유동부채	53,123	54,501	54,343	54,488	54,714
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	205,445	205,605	205,407	197,086	187,497
지배주주지분	39,915	48,170	51,897	59,133	69,852
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,445	2,410	2,412	2,412	2,412
자본조정 등	12,709	12,709	12,709	12,709	12,709
기타포괄이익누계액	1,424	1,341	1,932	1,932	1,932
이익잉여금	20,128	28,501	31,634	38,869	49,589
비지배주주지분	1,448	1,153	1,216	1,513	1,963
자본총계	41,363	49,323	53,113	60,646	71,815

(단위: 원, 배, %)

주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	5,642	13,500	6,331	12,547	19,009
EPS(지배순이익 기준)	5,439	13,311	6,201	12,084	18,309
BPS(자본총계 기준)	64,432	76,831	82,735	94,469	111,867
BPS(지배지분 기준)	62,177	75,035	80,840	92,112	108,810
DPS	213	1,542	813	1,611	2,441
P/E(당기순이익 기준)	3.6	3.5	4.9	2.5	1.6
P/E(지배순이익 기준)	3.7	3.5	5.0	2.6	1.7
P/B(자본총계 기준)	0.3	0.6	0.4	0.3	0.3
P/B(지배지분 기준)	0.3	0.6	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA(Reported)	6.3	5.7	6.8	5.3	4.1
배당수익률	1.1	3.3	2.6	5.2	7.9
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	139.3	-53.1	98.2	51.5
EPS(지배순이익 기준)	흑전	144.7	-53.4	94.9	51.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	9.2	19.1	7.9	14.2	18.4
ROE(지배순이익 기준)	9.2	19.4	8.0	14.0	18.2
ROA	1.5	3.5	1.6	3.1	4.7
안정성 (%)					
부채비율	496.7	416.9	386.7	325.0	261.1
순차입금비용	308.1	251.1	229.3	190.3	149.0
이자보상배율	1.8	3.1	1.7	3.0	4.6

한샘 (009240)

Analyst 신동현 dhshin@hmsec.com

부진한 전방시장 업황 지속

M.PERFORM TP 38,000원

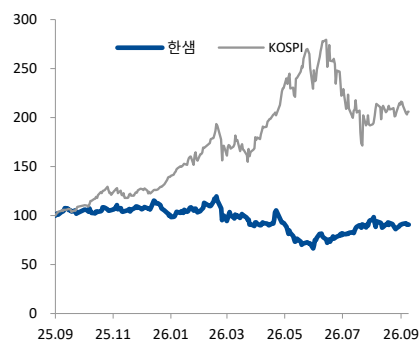
현재주가 (9/17)	39,050원
상승여력	-2.7%
시가총액	919십억원
발행주식수	23,534천주
자본금/액면가	24십억원/1,000원
52주 최고가/최저가	51,400원/28,550원
일평균 거래대금 (60일)	2십억원
외국인 지분율	12.71%
주요주주 지분율	
하임유휴화사외2인	19.23%

추가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-3.6	11.3	-6.5
상대주가(%p)	0.2	46.9	-21.4

* KIFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	1,146	1,841	38,000
After	1,004	1,712	38,000
Consensus	916	1,374	48,500
Cons. 차이	9.6%	24.6%	-21.6%

최근 12개월 추가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 2Q26 연결 매출액 4,172억원(-9.2% yoy, +4.5% qoq), 영업이익 113억원(+400.2% yoy, +12.0% qoq, OPM 2.7%) 기록
- 리하우스 매출액은 예상을 웃도는 실적을 기록했으나 전방 건설경기 부진으로 B2B 매출액이 예상보다 큰 폭으로 감소해 전사 매출액 부진

주요이슈 및 실적전망

- 리하우스 매출액은 1Q26 아파트 매매거래량이 +22.6% yoy 증가함에 따라 +12.8% yoy 증가. 전분기에 이어 당분기에도 전년동기대비 성장을 기록한 것은 지속적으로 주택 관련 규제가 강화되었음에도 불구하고 5/9 다주택자 양도세 중과 유예 종료 전 매매거래량이 집중된 것에 기인
- 매매거래량이 5월까지의 양호한 증가세를 보인 반면 6월 감소세 전환(-6.6% yoy) 후 7월에도 +0.4% yoy로 보합 수준을 보인 바 있어 리하우스 매출액의 성장세는 다소 정체될 가능성이 있음
- B2B 매출액은 착공에 약 2년 후행, 또는 준공(및 입주)에 약 2개분기 선행하는 경향이 있음. 24년 하반기 착공이 기저효과로 인해 전년동기대비 증가한 것은 맞으나 현재 준공물량 자체가 크게 감소(7월 YTD -41.4% yoy)했고 23년 이후 착공물량으로 미루어 볼 때 향후 3년간의 준공물량은 지속적으로 저조할 것
- 또한 원자재 가격 상승에 따른 벤더들의 단가 인상 압박이 존재하며 한샘넥서스 합병에 따른 세무 관련 비용이 3분기에 영업비용으로 인식될 계획인만큼 하반기 중 수익성의 빠른 회복은 제한적일 것

M.PERFORM(유지) / TP 38,000 원(유지) = 12m Fwd. BPS 17,891 원 * Target P/B 2.1x

- Target P/B는 기존 2.1x(주택가격은 상승폭이 축소되었으나 분양물량은 점진적 회복세에 진입했던 유사 국면 19년 평균 P/B)를 유지함
- 이에 따라 목표주가를 기존 38,000원으로 유지하며 투자의견 M.PERFORM 유지

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	1,908	31	151	106	6,422	흑전	7.4	3.2	9.4	43.6	17.9
2025	1,745	18	46	89	1,967	-69.4	23.5	2.7	9.8	12.3	0.0
2026F	1,657	37	24	98	1,004	-49.0	38.9	2.3	7.8	6.0	3.8
2027F	1,714	42	40	99	1,712	70.5	22.8	2.1	7.2	9.8	3.8
2028F	1,778	60	54	117	2,307	34.8	16.9	2.0	5.9	12.1	3.8

* KIFRS 연결 기준

〈표1〉 한샘 연간 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)	변경 후		변경 전		변화율	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	1,657	1,714	1,779	1,870	-6.8%	-8.3%
영업이익	37	42	35	45	5.3%	-6.6%
세전이익	32	54	36	58	-9.8%	-7.0%
당기순이익	24	40	27	43	-12.4%	-7.0%

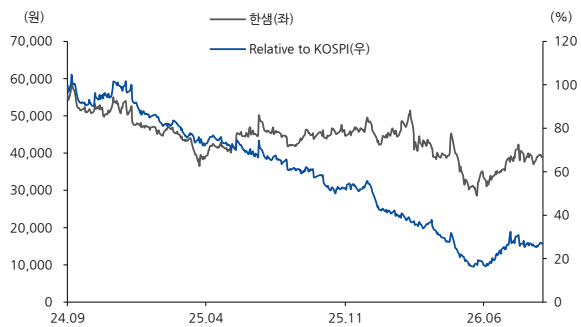
자료: 현대차증권

〈표2〉 한샘 목표주가 산정

항목	내용	비고
Target BPS (원)	18,319	- 12m Fwd. BPS
Target P/B (배)	2.1	- 주택가격 상승폭 축소, 분양물량 점진적 회복세 유사 국면 19년 평균
적정주가 (원)	38,469	- Target BPS * Target P/B
목표주가 (원)	38,000	
전일종가 (원)	39,050	- 2026.09.17 종가
상승여력 (%)	-2.7	
투자의견	M,PERFORM	

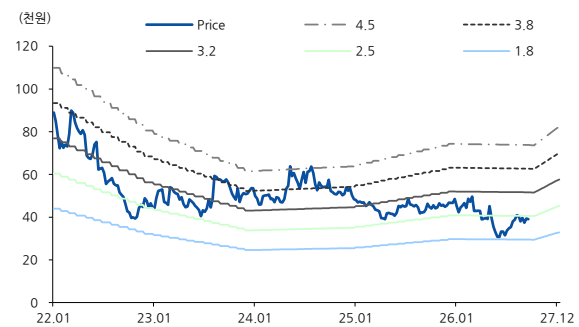
자료: 현대차증권

〈그림1〉 한샘 주가 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

〈그림2〉 한샘 P/B 밴드 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

〈표3〉 한샘 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	443	459	441	400	399	417	407	433	1,745	1,657	1,714
YoY	-8.7%	-3.9%	-2.8%	-18.4%	-9.9%	-9.2%	-7.8%	8.3%	-8.6%	-5.0%	3.4%
>B2C	258	257	254	253	264	275	260	285	1,022	1,084	1,112
YoY	-2.0%	-2.8%	0.8%	-13.0%	2.4%	6.7%	2.5%	12.6%	-4.5%	6.0%	2.6%
>>리하우스	115	147	137	145	130	166	142	159	544	597	623
YoY	-4.3%	6.0%	7.4%	-4.5%	13.2%	12.8%	3.5%	9.8%	1.1%	9.7%	4.3%
>>홈퍼니싱	143	110	117	108	134	108	118	125	478	487	490
YoY	-0.1%	-12.5%	-6.1%	-22.3%	-6.1%	-1.5%	1.3%	16.3%	-10.2%	1.8%	0.7%
>B2B	111	115	99	72	73	81	85	84	396	323	350
YoY	-21.8%	-7.1%	-5.8%	-40.8%	-34.0%	-29.0%	-13.8%	16.3%	-19.4%	-18.4%	8.3%
>기타/연결조정	75	88	89	76	62	61	62	65	327	251	252
YoY	-7.9%	-2.8%	-8.8%	-3.8%	-16.9%	-30.2%	-30.2%	-13.7%	-5.9%	-23.3%	0.5%
매출총이익	106	115	106	106	113	112	107	117	432	449	466
YoY	-6.6%	3.5%	-4.5%	-2.7%	7.1%	-2.6%	1.7%	10.1%	-2.6%	3.9%	3.8%
GPM	23.9%	25.0%	23.9%	26.5%	28.4%	26.8%	26.4%	26.9%	24.8%	27.1%	27.2%
영업이익	6	2	7	3	10	11	8	8	18	37	42
YoY	-50.4%	-68.2%	-6.1%	-23.5%	56.4%	400.2%	9.7%	175.6%	-40.8%	100.1%	12.8%
OPM	1.5%	0.5%	1.6%	0.7%	2.5%	2.7%	1.8%	1.9%	1.1%	2.2%	2.4%
세전이익	11	35	4	-2	4	7	11	11	49	32	54
YoY	-77.6%	185.2%	-96.5%	적전	-68.2%	-79.2%	139.8%	흑전	-74.4%	-33.4%	65.5%
세전이익률	2.5%	7.6%	1.0%	-0.5%	0.9%	1.7%	2.6%	2.6%	2.8%	2.0%	3.1%
당기순이익	10	32	-0	5	3	5	8	8	46	24	40
YoY	-80.2%	137.5%	적전	흑전	-72.6%	-85.2%	흑전	82.1%	-69.4%	-49.0%	70.5%
당기순이익률	2.2%	7.0%	0.0%	1.1%	0.7%	1.1%	1.9%	1.9%	2.7%	1.4%	2.4%

자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	1,908	1,745	1,657	1,714	1,778
증가율 (%)	-3.0	-8.5	-5.0	3.4	3.7
매출원가	1,465	1,312	1,208	1,248	1,277
매출원가율 (%)	76.8	75.2	72.9	72.8	71.8
매출총이익	444	432	449	466	501
매출이익률 (%)	23.3	24.8	27.1	27.2	28.2
증가율 (%)	2.8	-2.7	3.9	3.8	7.5
판매관리비	413	414	412	425	441
판매비율 (%)	21.6	23.7	24.9	24.8	24.8
EBITDA	106	89	98	99	117
EBITDA 이익률 (%)	5.6	5.1	5.9	5.8	6.6
증가율 (%)	35.9	-16.0	10.1	1.0	18.2
영업이익	31	18	37	42	60
영업이익률 (%)	1.6	1.0	2.2	2.5	3.4
증가율 (%)	1,450.0	-41.9	105.6	13.5	42.9
영업외손익	178	31	-4	12	12
금융수익	9	11	16	20	20
금융비용	17	17	12	8	8
기타영업외손익	186	37	-8	0	0
종속/관계기업관련손익	-20	0	0	0	0
세전계속사업이익	190	49	32	54	72
세전계속사업이익률	10.0	2.8	1.9	3.2	4.0
증가율 (%)	흑전	-74.2	-34.7	68.8	33.3
법인세비용	39	2	9	13	18
계속사업이익	151	46	24	40	54
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	151	46	24	40	54
당기순이익률 (%)	7.9	2.6	1.4	2.3	3.0
증가율 (%)	흑전	-69.5	-47.8	66.7	35.0
지배주주지분 순이익	151	46	24	40	54
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-4	4	1	0	0
총포괄이익	147	50	24	40	54

(단위: 십억원)

현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	49	69	39	99	112
당기순이익	151	46	24	40	54
유형자산 상각비	68	64	57	55	55
무형자산 상각비	7	6	4	3	2
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-68	9	-59	1	1
기타	-109	-56	13	0	0
투자활동으로인한현금흐름	91	31	-54	-55	-55
투자자산의 감소(증가)	16	19	-2	0	0
유형자산의 감소	140	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-10	-15	-33	-55	-55
기타	-55	27	-19	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-163	-63	-55	0	-24
차입금의 증가(감소)	12	-40	50	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-141	0	-25	0	-24
기타	-34	-23	-80	0	0
기타현금흐름	0	1	0	0	0
현금의증가(감소)	-22	39	-70	44	33
기초현금	82	60	98	28	72
기말현금	60	98	28	72	105

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	512	500	529	576	613
현금성자산	60	98	28	72	105
단기투자자산	234	251	279	279	279
매출채권	89	56	50	51	52
채고자산	105	77	91	93	96
기타유동자산	25	18	81	81	81
비유동자산	555	493	441	438	437
유형자산	338	305	272	272	272
무형자산	17	11	7	5	3
투자자산	87	67	69	69	69
기타비유동자산	113	110	93	92	93
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,067	993	970	1,014	1,050
유동부채	472	407	369	372	377
단기차입금	88	51	50	50	50
매입채무	157	125	148	152	156
유동성장기부채	0	46	0	0	0
기타유동부채	227	185	171	170	171
비유동부채	245	186	209	209	210
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	40	0	46	46	46
장기금융부채	2	2	5	5	5
기타비유동부채	203	184	158	158	159
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	717	593	577	582	587
지배주주지분	351	400	393	433	463
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	44	44	44	44	44
자본조정 등	-267	-268	-275	-275	-275
기타포괄이익누계액	-4	-7	-7	-7	-7
이익잉여금	553	607	606	646	677
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	351	400	393	433	463

(단위: 원, 배, %)

주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	6,422	1,967	1,004	1,712	2,307
EPS(지배순이익 기준)	6,422	1,967	1,004	1,712	2,307
BPS(자본총계 기준)	14,900	16,987	16,678	18,390	19,694
BPS(지배지분 기준)	14,900	16,987	16,678	18,390	19,694
DPS	8,530	0	1,500	1,500	1,500
P/E(당기순이익 기준)	7.4	23.5	38.9	22.8	16.9
P/E(지배순이익 기준)	7.4	23.5	38.9	22.8	16.9
P/B(자본총계 기준)	3.2	2.7	2.3	2.1	2.0
P/B(지배지분 기준)	3.2	2.7	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA(Reported)	9.4	9.8	7.8	7.2	5.9
배당수익률	17.9	0.0	3.8	3.8	3.8
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	-69.4	-49.0	70.5	34.8
EPS(지배순이익 기준)	흑전	-69.4	-49.0	70.5	34.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	43.6	12.3	6.0	9.8	12.1
ROE(지배순이익 기준)	43.6	12.3	6.0	9.8	12.1
ROA	14.3	4.5	2.4	4.1	5.3
안정성 (%)					
부채비율	204.4	148.4	147.1	134.4	126.6
순차입금비용	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	1.9	1.1	N/A	N/A	N/A

LX하우시스 (108670)

Analyst 신동현 dhshin@hmsec.com

B2C 호조와 비건축자재 매출 증가가 견인

BUY

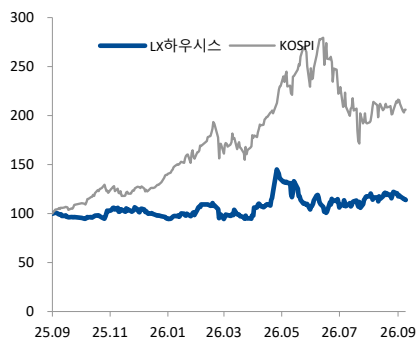
TP 50,000원

현재주가 (9/17)	33,400원
상승여력	49.7%
시가총액	300십억원
발행주식수	8,968천주
자본금/액면가	50십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	42,500원/27,700원
일평균 거래대금 (60일)	1십억원
외국인 지분율	14.93%
주요주주 지분율	
엘엑스홀딩스	33.53%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-2.2 -2.1 16.2
상대주가(%p)	1.6 29.3 -2.4

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	7,560	7,548	50,000
After	10,491	8,047	50,000
Consensus	9,363	8,070	45,667
Cons. 차이	12.0%	-0.3%	9.5%

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	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	3,374	135	96	277	10,491	흑전	3.2	0.4	2.1	10.8	6.1
2027F	3,436	119	74	262	8,047	-23.3	4.2	0.3	2.1	7.6	4.6
2028F	3,561	138	90	279	9,746	21.1	3.4	0.3	1.7	8.7	5.8

* K-IFRS 연결 기준

투자포인트 및 결론

- 주택 관련 규제 강화에도 불구하고 2Q26 주택 거래량은 전년동기대비 증가해 건축자재부문 매출액은 큰 폭으로 증가. 더불어 미국 관세 환급 효과가 일시적으로 반영되어 영업이익 역시 크게 증가함

주요이슈 및 실적전망

- 상반기 주택 거래량은 강한 대출규제에도 불구하고 전년동기대비 증가세를 이어감. 다만 7, 8월에 걸쳐 한은 기준금리가 인상되었고 주택담보대출금리 역시 기준금리와 가산금리의 동반 상승에 따라 높은 수준을 기록하고 있어 하반기 주택 거래량을 낙관적으로 전망하기는 어려움. 건축자재부문의 일시적 매출 감소가 예상됨
- 또한 직전 보고서에서 언급한 바와 같이 2H26부터는 미국-이란 전쟁으로 인한 자재가격 상승과 운임비 상승 효과가 원가 상승압박 요인으로 작용할 전망
- 그러나 자동차소재 및 산업용필름 부문의 견조한 해외 매출을 바탕으로 전사 매출을 방어 중이고 B2C 비중을 키워가며 건축자재부문의 건설업황 노출도를 줄이고 있어 구조적인 매출 감소 가능성은 제한적일 것이라 예상함
- 분양 및 착공 지표는 점진적으로 개선세를 보이고 있으나 낮은 기저효과와 완만한 속도, 높은 서울/수도권 집중도를 고려할 때 동사의 B2B 매출액 증가를 판단하기는 이른 시점이라고 판단함. 다만 동사는 지속적으로 B2C 영업 및 유통 경쟁력을 강화하며 고부가제품 포트폴리오를 확대하려는 전략을 취하고 있음

BUY(유지) / TP 50,000 원(유지) = 12m Fwd. BPS 97,062 원 * Target P/B 0.53x

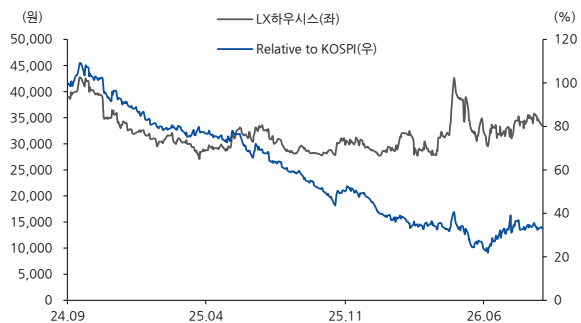
- 12m Fwd. BPS 97,062원에 직전 보고서와 동일한 Target P/B 0.53x(매출액 주요 선행지표인 주택 착공물량이 크게 감소하던 2022년 평균 P/B)를 적용함. 목표주가 변동폭 5% 미만임에 따라 기존 목표주가 50,000원을 유지
- 느리지만 점진적인 업황 및 실적 회복세, 흑자전환에 따른 배당 재개 가능성 등을 고려해 동사에 대한 투자의견 BUY를 유지함

〈표1〉LX하우시스 연간 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)	변경 후		변경 전		변화율	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	3,374	3,436	3,240	3,314	4.1%	3.7%
영업이익	135	119	115	115	16.7%	3.6%
세전이익	115	98	90	92	27.7%	6.6%
당기순이익	96	74	69	69	38.8%	6.6%

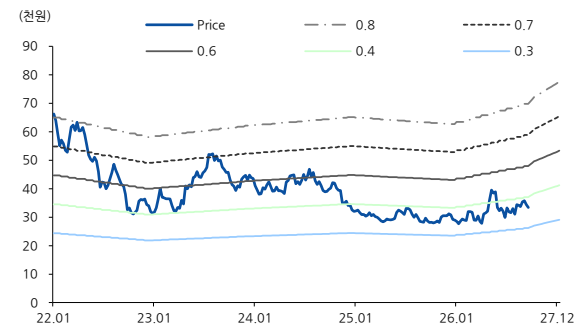
자료: 현대차증권

〈그림1〉LX하우시스 주가 추이



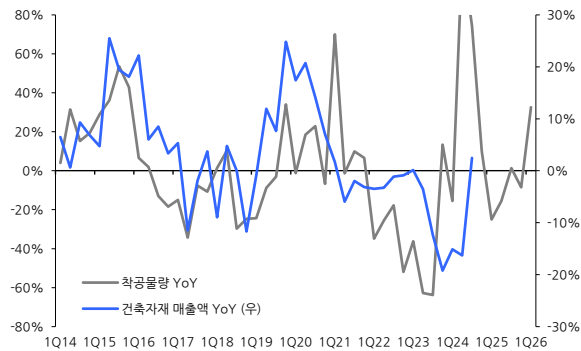
자료: FnGuide, 현대차증권

〈그림2〉LX하우시스 P/B 밴드 추이



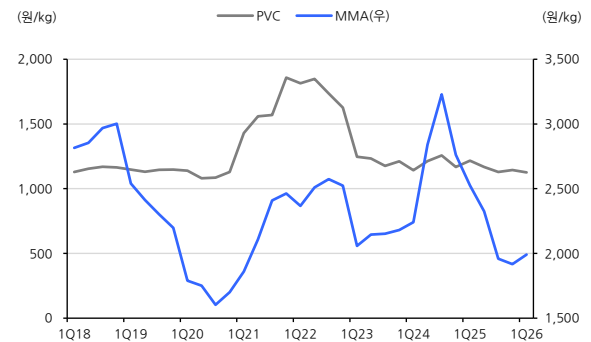
자료: FnGuide, 현대차증권

〈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)	33,400	- 2026.09.17 종가
상승여력 (%)	49.7	
투자 의견	BUY	

자료: 현대차증권

〈표3〉LX하우시스 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	781	819	813	765	815	940	827	792	3,179	3,374	3,436
YoY	-8.0%	-13.0%	-8.7%	-14.1%	43%	14.7%	1.8%	35%	-11.0%	6.1%	1.8%
>건축자재	538	547	541	506	551	656	546	517	2,132	2,270	2,300
YoY	-12.4%	-19.2%	-15.1%	-16.3%	25%	19.8%	0.9%	2.1%	-15.8%	6.4%	1.3%
>자동차/필름	243	272	272	259	263	284	281	275	1,045	1,103	1,135
YoY	3.4%	3.0%	7.5%	-9.4%	83%	4.3%	3.5%	6.3%	0.8%	5.5%	2.9%
매출총이익	184	197	193	170	214	241	185	185	744	825	826
YoY	-15.1%	-17.4%	-7.1%	-12.1%	162%	22.2%	-4.0%	9.2%	-13.1%	11.0%	0.0%
GPM	23.5%	24.1%	23.7%	22.2%	26.2%	25.7%	22.4%	23.4%	23.4%	24.5%	24.0%
영업이익	7	13	22	-29	46	55	19	15	13	135	119
YoY	-78.2%	-66.2%	-1.1%	적전	549.7%	329.0%	-12.8%	흑전	-86.6%	931.4%	-11.7%
OPM	0.9%	1.6%	2.7%	-3.8%	5.6%	5.8%	2.3%	1.8%	0.4%	4.0%	3.5%
>건축자재	-5	1	5	-32	27	37	8	5	-30	77	66
YoY	적전	-95.6%	-51.4%	적지	흑전	3741.6%	52.0%	흑전	적전	흑전	-14.4%
OPM	-1.0%	0.2%	1.0%	-6.2%	4.9%	5.6%	1.5%	1.0%	-1.4%	3.4%	2.9%
>자동차/필름	12	12	17	3	19	18	11	10	44	58	54
YoY	9.7%	-26.4%	48.5%	-69.2%	53.9%	51.9%	-33.0%	248.7%	-8.2%	32.4%	-7.9%
OPM	5.1%	4.4%	6.2%	1.1%	7.3%	6.4%	4.0%	3.5%	4.2%	5.3%	4.7%
세전이익	-1	-1	20	-91	38	52	15	10	-73	115	98
YoY	적전	적전	90.3%	적지	흑전	흑전	-27.6%	흑전	적전	흑전	-14.7%
세전이익률	-0.2%	-0.1%	2.5%	-11.8%	4.7%	5.5%	1.8%	1.3%	-2.3%	3.4%	2.9%
자배주순이익	-2	0	13	-55	30	47	11	8	-44	96	74
YoY	적전	적전	36.3%	적지	흑전	흑전	-17.9%	흑전	적전	흑전	-23.3%
자배주순이익률	-0.3%	0.0%	1.6%	-7.1%	3.7%	5.0%	1.3%	1.0%	-1.4%	2.9%	2.1%

자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	3,572	3,179	3,374	3,436	3,561
증가율 (%)	1.3	-11.0	6.1	1.8	3.6
매출원가	2,716	2,435	2,548	2,610	2,698
매출원가율 (%)	76.0	76.6	75.5	76.0	75.8
매출총이익	856	744	825	826	863
매출이익률 (%)	24.0	23.4	24.5	24.0	24.2
증가율 (%)	1.8	-13.1	10.9	0.1	4.5
판매관리비	759	731	691	707	725
판매비율 (%)	21.2	23.0	20.5	20.6	20.4
EBITDA	265	172	277	262	279
EBITDA 이익률 (%)	7.4	5.4	8.2	7.6	7.8
증가율 (%)	-7.7	-35.1	61.0	-5.4	6.5
영업이익	97	13	135	119	138
영업이익률 (%)	2.7	0.4	4.0	3.5	3.9
증가율 (%)	-11.8	-86.6	938.5	-11.9	16.0
영업외손익	-49	-85	-20	-20	-19
금융수익	23	15	15	16	17
금융비용	51	39	36	36	36
기타영업외손익	-21	-61	1	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	49	-73	115	98	119
세전계속사업이익률	1.4	-2.3	3.4	2.9	3.3
증가율 (%)	-31.0	적전	흑전	-14.8	21.4
법인세비용	5	-29	19	25	30
계속사업이익	44	-44	96	74	90
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	44	-44	96	74	90
당기순이익률 (%)	1.2	-1.4	2.8	2.2	2.5
증가율 (%)	-29.0	적전	흑전	-22.9	21.6
지배주주지분 순이익	44	-44	96	74	90
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	10	18	13	0	0
총포괄이익	54	-26	109	74	90

(단위: 십억원)

현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	184	195	388	199	214
당기순이익	44	-44	96	74	90
유형자산 상각비	156	147	131	134	134
무형자산 상각비	12	13	12	9	7
외환손익	-1	-3	-4	0	0
운전자본의 감소(증가)	-68	26	134	-18	-17
기타	41	56	19	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-94	-81	-104	-134	-134
투자자산의 감소(증가)	-5	-13	19	0	0
유형자산의 감소	12	1	-0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-99	-79	-110	-134	-134
기타	-2	10	-13	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-158	-65	14	-21	-16
차입금의 증가(감소)	-56	-30	0	0	0
사채의증가(감소)	30	-22	-56	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-17	-10	0	-21	-16
기타	-115	-3	70	0	0
기타현금흐름	-3	-4	3	0	0
현금의증가(감소)	-71	45	302	44	63
기초현금	241	170	215	517	561
기말현금	170	215	517	561	624

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,082	1,007	1,247	1,320	1,411
현금성자산	170	215	517	561	624
단기투자자산	27	12	5	5	5
매출채권	487	419	404	421	437
채고자산	354	310	277	289	300
기타유동자산	44	50	44	44	44
비유동자산	1,272	1,163	1,141	1,132	1,124
유형자산	976	883	882	882	882
무형자산	55	51	41	32	25
투자자산	18	31	12	12	12
기타비유동자산	223	198	206	206	205
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,354	2,170	2,387	2,451	2,535
유동부채	974	910	1,077	1,088	1,099
단기차입금	173	187	195	195	195
매입채무	249	214	258	269	279
유동성장기부채	184	201	293	293	293
기타유동부채	368	308	331	331	332
비유동부채	510	426	367	367	367
사채	337	315	259	259	259
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	1,444	1,455	1,465
지배주주지분	870	834	943	996	1,070
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	616	616	616	616	616
자본조정 등	-8	-8	-8	-8	-8
기타포괄이익누계액	22	34	47	47	47
이익잉여금	190	143	239	292	365
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	870	834	943	996	1,070

(단위: 원, 배, %)

주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	4,821	-4,892	10,491	8,047	9,746
EPS(지배순이익 기준)	4,821	-4,892	10,491	8,047	9,746
BPS(자본총계 기준)	86,988	83,422	94,349	99,634	106,983
BPS(지배지분 기준)	86,988	83,422	94,349	99,634	106,983
DPS	1,000	0	2,100	1,600	2,000
P/E(당기순이익 기준)	6.6	NA	3.2	4.2	3.4
P/E(지배순이익 기준)	6.6	NA	3.2	4.2	3.4
P/B(자본총계 기준)	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3
P/B(지배지분 기준)	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA(Reported)	3.3	4.5	2.1	2.1	1.7
배당수익률	3.1	0.0	6.1	4.6	5.8
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-27.9	적전	흑전	-23.3	21.1
EPS(지배순이익 기준)	-27.9	적전	흑전	-23.3	21.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	5.2	-5.1	10.8	7.6	8.7
ROE(지배순이익 기준)	5.2	-5.1	10.8	7.6	8.7
ROA	1.9	-1.9	4.2	3.1	3.6
안정성 (%)					
부채비율	170.6	160.1	153.0	146.0	137.0
순차입금비용	64.4	60.5	27.5	21.6	14.2
이자보상배율	2.4	0.4	4.2	3.7	4.3

HL D&I (014790)

Analyst 신동현 dhshin@hmsec.com

자체 중심의 증익 지속. 부진한 전방업황이 문제

BUY

TP 3,400원

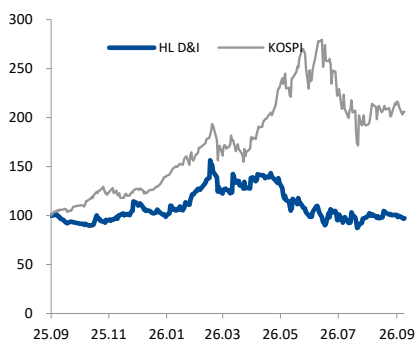
현재주가 (9/17)	2,475원
상승여력	37.4%
시가총액	94십억원
발행주식수	37,859천주
자본금/액면가	245십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	3,975원/2,220원
일평균 거래대금 (60일)	십억원
외국인 지분율	2.98%
주요주 지분율	
에이치엘홀딩스 외 9인	46.35%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-3.9	-11.3	-20.7
상대주가(%p)	-0.1	17.1	-33.4

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	1,346	2,170	4,200
After	1,292	2,064	3,400
Consensus	683	1,366	5,500
Cons. 차이	89.2%	51.1%	-38.2%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 2Q26 일회성 판관비 제거 효과로 영업이익 265억원 기록, 당사 추정치 부합
- 자체사업부문 핵심 사업지에서 본격화되는 매출액을 바탕으로 자체사업 매출 비중은 지속적으로 증가 전망. 올해와 내년까지 큰 폭의 영업이익 증가가 이어질 전망. 부진한 업황 속에서도 고수익성 사업 바탕의 빠른 이익 성장세가 돋보임

주요이슈 및 실적전망

- 2Q26 자체 GPM이 다소 하락한 것은 준공 현장에서의 일부 계약해지로 인한 일회성 비용의 영향임. 3Q26부터는 정상적인 자체 수익성을 보일 것
- 동사의 핵심 자체사업장(이천 부발역 에피트(약 0.5조원), 울산 태화강 에피트(약 0.2조원))는 당사 추정치 대비 소폭 높은 진행률 기록 중. 각 누적 진행률은 22.9%, 48.6%로 매출 본격화 구간을 지나고 있음. 매출이 집중되는 시기는 2027년으로, 당사 추정치 기준 26F 2,730억원, 27F 3,201억원 전망. 일반 도급사업 대비 높은 수익성 바탕으로 이익 기여도는 더욱 클 것. 도급 GPM 역시 15% 내외 유지
- 또한 2027년 신규 자체/준자체사업을 준비 중이므로 이익 성장의 지속성도 기대됨. 도급사업부문에서는 시행사와 시행이익을 공유하는 형태의 사업이 대기 중이며 추가적인 자체사업 역시 개발 중에 있음. 2028년에도 꾸준한 증익 전망

BUY(유지) / TP 3,400 원(하향) = 12m Fwd. EPS 1,983 원 * Target P/E 1.73x

- 12m Fwd. EPS 1,983원에 Target P/E 1.73x 적용. 해당 P/E는 동사의 자체사업 매출비중이 고점을 기록했던 2024년 평균 P/E로, 기존 Target P/E 2.54x 대비 하향한 수치임. 상반기 이후 전체적인 시장의 조정과 (서울/수도권을 제외한) 주택업황의 유의미한 회복이 지연되고 있는 것을 반영함. 주택주 전반의 Valuation이 높아지기 위해서는 전국적인 주택 시세 상승 및 분양/착공 증가가 필요
- 그럼에도 동사는 빠른 EPS growth를 바탕으로 여전히 상승여력이 존재하는 상황임. 목표주가는 4,200원 → 3,400원으로 하향하나 투자 의견은 BUY를 유지함

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	1,797	118	54	136	1,292	382.0	1.9	0.2	6.3	9.0	4.0
2027F	1,949	157	83	176	2,064	59.7	1.2	0.2	4.3	12.6	4.0
2028F	2,086	177	101	195	2,546	23.4	1.0	0.1	3.9	13.7	4.0

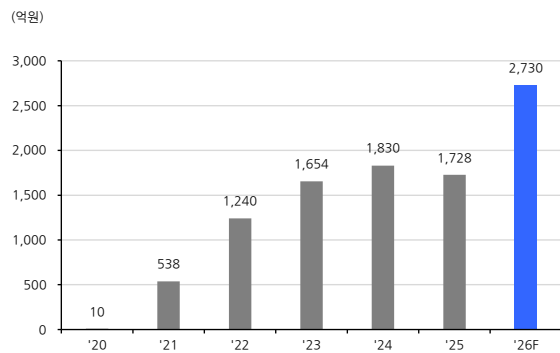
* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 HLD&I 연간 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)	변경 후		변경 전		변화율	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	1,797	1,949	1,873.3	2,044.9	-4.1%	-4.7%
영업이익	118	157	115.7	154.8	1.9%	1.6%
세전이익	74	111	76.1	115.9	-2.4%	-4.6%
당기순이익	54	83	55.8	87.0	-3.6%	-4.6%

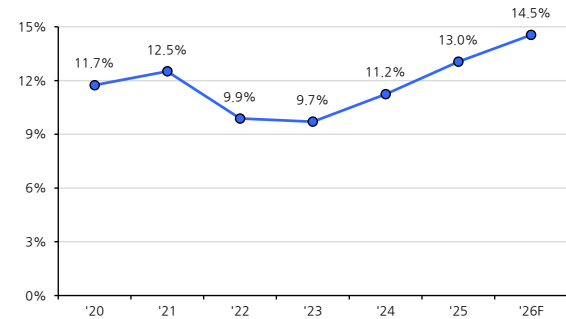
자료: 현대차증권

〈그림1〉 HLD&I 자체사업 매출액 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

〈그림2〉 HLD&I GPM 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

〈표2〉 HLD&I 목표주가 산정

항목	내용	비고
Target EPS (원)	1,983	- 12m Fwd. EPS
Target P/E (x)	1.73	- 24년 P/E 평균
적정주가 (원)	3,431	- Target EPS * Target P/E
목표주가 (원)	3,400	
전일종가 (원)	2,475	- 2026.09.17 종가
상승여력 (%)	37.4	
투자 의견	BUY	

자료: 현대차증권

〈표3〉 HLD&I 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	325	407	477	533	385	446	456	511	1,742	1,797	1,949
YoY	-18.5%	3.4%	35.0%	22.9%	18.4%	9.5%	-4.4%	-4.2%	10.3%	3.2%	8.4%
> 개발/건축	254	326	379	406	328	354	383	435	1,365	1,500	1,620
YoY	-17.1%	24.1%	47.1%	29.5%	28.9%	8.7%	1.0%	7.3%	19.7%	9.9%	8.0%
> 인프라	44	50	67	95	28	59	43	45	256	174	207
YoY	-25.0%	-39.7%	13.3%	15.9%	-37.3%	17.9%	-36.0%	-52.7%	-9.4%	-32.0%	18.9%
> 해외/기타/연결	26	31	31	32	29	33	30	30	121	123	121
YoY	-19.6%	-35.3%	-15.0%	-15.7%	10.3%	4.9%	-2.1%	-5.2%	-22.4%	1.6%	-1.0%
매출총이익	35	47	62	83	54	57	70	79	227	261	313
YoY	-13.6%	-0.4%	70.8%	55.9%	56.2%	21.6%	13.5%	-4.7%	28.1%	15.0%	19.8%
GPM	10.7%	11.6%	13.0%	15.6%	14.2%	12.9%	15.4%	15.6%	13.0%	14.5%	16.1%
> 개발/건축	34	44	55	73	56	47	63	72	206	239	281
YoY	7.4%	25.8%	104.5%	83.8%	64.8%	8.1%	14.7%	-0.6%	54.7%	16.1%	17.6%
GPM	13.4%	13.4%	14.6%	18.0%	17.1%	13.4%	16.6%	16.6%	15.1%	15.9%	17.4%
> 인프라	-3	-1	0	6	-8	5	2	3	3	2	14
YoY	적전	적전	-88.2%	-34.2%	적지	흑전	378.9%	-58.6%	-87.6%	-31.3%	577.9%
GPM	-6.8%	-1.1%	0.7%	6.3%	-28.2%	8.7%	5.2%	5.5%	1.1%	12%	6.6%
> 해외/기타/연결	4	4	6	4	6	5	5	5	18	20	18
YoY	-31.2%	-24.7%	15.8%	-3.7%	60.8%	25.5%	-25.6%	1.0%	-11.5%	10.1%	-10.4%
GPM	14.9%	12.3%	19.6%	14.0%	21.8%	14.7%	14.9%	14.9%	15.2%	16.5%	14.9%
영업이익	14	20	26	20	19	27	34	39	80	118	157
YoY	-22.7%	77.0%	92.7%	34.2%	34.0%	34.1%	32.1%	89.9%	37.8%	47.7%	33.4%
OPM	4.4%	4.9%	5.4%	3.8%	4.9%	6.0%	7.4%	7.6%	4.6%	6.6%	8.1%
세전이익	4	12	4	5	11	15	23	26	24	74	111
YoY	-73.2%	71.1%	-66.7%	흑전	168.7%	25.8%	544.0%	415.2%	-20.2%	204.9%	48.8%
세전이익률	1.2%	2.9%	0.7%	1.0%	2.7%	3.3%	5.0%	5.1%	1.4%	4.1%	5.7%
자배주순이익	3	9	3	0	7	11	17	20	15	54	83
YoY	-71.7%	59.2%	-46.9%	흑전	94.0%	19.9%	490.5%	135.9%	-29.0%	254.0%	54.3%
자배주순이익률	1.0%	2.2%	0.6%	0.0%	1.7%	2.4%	3.7%	3.9%	0.9%	3.0%	4.3%
수주잔고	5,201	5,700	5,415	6,230	5,987	5,834	5,728	6,017	6,230	6,017	6,564
> 개발/건축	4,393	4,723	4,499	4,883	4,597	4,343	4,165	4,334	4,883	4,334	4,529
> 인프라	798	968	906	1,339	1,382	1,484	1,556	1,676	1,339	1,676	2,029
> 해외	11	9	9	8	8	8	7	7	8	7	6

자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	1,579	1,742	1,797	1,949	2,086
증가율 (%)	0.4	10.3	3.2	8.5	7.0
매출원가	1,401	1,515	1,536	1,635	1,742
매출원가율 (%)	88.7	87.0	85.5	83.9	83.5
매출총이익	177	227	261	313	343
매출이익률 (%)	11.2	13.0	14.5	16.1	16.4
증가율 (%)	15.7	28.2	15.0	19.9	9.6
판매관리비	120	148	144	156	167
판매비율 (%)	7.6	8.5	8.0	8.0	8.0
EBITDA	77	100	136	176	195
EBITDA 이익률 (%)	4.9	5.7	7.6	9.0	9.3
증가율 (%)	13.2	29.9	36.0	29.4	10.8
영업이익	58	80	118	157	177
영업이익률 (%)	3.7	4.6	6.6	8.1	8.5
증가율 (%)	13.7	37.9	47.5	33.1	12.7
영업외손익	-36	-57	-44	-46	-41
금융수익	10	7	13	10	15
금융비용	65	76	56	56	56
기타영업외손익	19	12	-1	0	0
종속/관계기업관련손익	8	1	0	0	0
세전계속사업이익	31	24	74	111	135
세전계속사업이익률	2.0	1.4	4.1	5.7	6.5
증가율 (%)	-8.8	-22.6	208.3	50.0	21.6
법인세비용	9	9	21	28	34
계속사업이익	21	15	54	83	101
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	21	15	54	83	101
당기순이익률 (%)	1.3	0.9	3.0	4.3	4.8
증가율 (%)	-32.3	-28.6	260.0	53.7	21.7
지배주주지분 순이익	21	15	54	83	101
비지배주주지분 순이익	0	-0	-0	-0	-0
기타포괄이익	-2	7	2	0	0
총포괄이익	19	22	56	83	101

(단위: 십억원)

현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	-2	75	-73	181	83
당기순이익	21	15	54	83	101
유형자산 상각비	19	20	18	18	18
무형자산 상각비	0	0	1	1	0
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-113	-68	-231	27	-89
기타	71	108	85	52	53
투자활동으로인한현금흐름	36	-68	-3	-14	-32
투자자산의 감소(증가)	89	-30	3	4	-14
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-0	-2	-9	-18	-18
기타	-53	-36	3	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-39	20	25	-61	-61
차입금의 증가(감소)	-208	274	-3	0	0
사채의증가(감소)	49	-30	-1	0	0
자본의 증가	0	-0	0	0	0
배당금	-0	-1	-5	-9	-9
기타	120	-223	34	-52	-52
기타현금흐름	1	-1	1	0	0
현금의증가(감소)	-4	27	-50	106	-10
기초현금	85	81	109	58	164
기말현금	81	109	58	164	155

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	917	1,046	1,183	1,241	1,389
현금성자산	81	109	58	164	155
단기투자자산	49	27	2	2	2
매출채권	257	368	553	520	631
채고자산	74	220	231	217	263
기타유동자산	456	322	338	338	338
비유동자산	786	898	912	908	921
유형자산	381	338	335	335	335
무형자산	4	5	4	4	3
투자자산	150	180	177	173	187
기타비유동자산	251	375	396	396	396
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,703	1,943	2,095	2,149	2,309
유동부채	965	858	881	865	920
단기차입금	138	57	161	161	161
매입채무	255	290	276	260	315
유동성장기부채	261	107	92	92	92
기타유동부채	311	404	352	352	352
비유동부채	264	513	593	589	602
사채	75	60	147	147	147
장기차입금	85	358	355	355	355
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	104	95	91	87	100
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,228	1,371	1,474	1,454	1,522
지배주주지분	475	572	621	695	788
자본금	245	245	245	245	245
자본잉여금	150	150	150	150	150
자본조정 등	-2	75	75	75	75
기타포괄이익누계액	2	2	3	3	3
이익잉여금	79	100	147	222	314
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	475	572	621	695	788

(단위: 원, 배, %)

주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	565	268	1,292	2,064	2,546
EPS(지배순이익 기준)	565	268	1,292	2,064	2,546
BPS(자본총계 기준)	10,129	12,211	13,247	14,834	16,810
BPS(지배지분 기준)	10,129	12,211	13,247	14,833	16,809
DPS	0	0	100	100	100
P/E(당기순이익 기준)	3.9	10.1	1.9	1.2	1.0
P/E(지배순이익 기준)	3.9	10.1	1.9	1.2	1.0
P/B(자본총계 기준)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
P/B(지배지분 기준)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
EV/EBITDA(Reported)	8.9	7.0	6.3	4.3	3.9
배당수익률	0.0	0.0	4.0	4.0	4.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-30.2	-52.6	382.0	59.7	23.4
EPS(지배순이익 기준)	-30.2	-52.6	382.0	59.7	23.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	4.6	2.9	9.0	12.6	13.7
ROE(지배순이익 기준)	4.6	2.9	9.0	12.6	13.7
ROA	1.2	0.8	2.7	3.9	4.5
안정성 (%)					
부채비율	258.7	239.6	237.5	209.1	193.2
순차입금비용	128.0	105.2	123.5	95.1	85.1
이자보상배율	1.5	1.5	2.3	3.0	3.4

보로노이 (310210)

Analyst 김현석 heunseok0419@hmsec.com

타그리소를 넘어 왕좌를 노린다

BUY

TP 230,000원

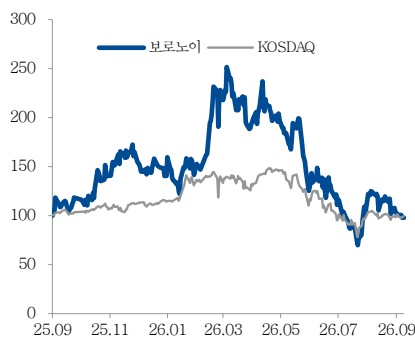
현재주가 (9/17)	141,400원
상승여력	62.7%
시가총액	2,619십억원
발행주식수	18,536천주
자본금/액면가	9십억원/500원
52주 최고가/최저가	363,500원/100,800원
일평균 거래대금 (60일)	14십억원
외국인 지분율	6.16%
주요주주 지분율	
김한태외 5인	39.19%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-21.3	-34.2	-59.3
상대주가(%p)	-17.2	-17.5	-43.7

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	-3,600	-5,541	220,000
After	-4,234	-1,450	230,000
Consensus	-5,201	-5,665	450,000
Cons. 차이	-18.6%	-74.4%	-48.9%

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	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	0	-36	-33	-34	-1,818	적지	NA	22.1	NA	-44.1	0.0
2025	8	-54	-43	-53	-2,323	적지	NA	38.5	NA	-50.2	0.0
2026F	4	-83	-78	-80	-4,234	적지	NA	62.3	NA	-107.2	0.0
2027F	4	-27	-27	-25	-1,450	적지	NA	172.9	NA	-94.0	0.0
2028F	4	-26	-27	-25	-1,463	적지	NA	NA	NA	-1,692.3	0.0

* K-IFRS 연결 기준

왕좌를 위한 첫걸음: C797S 변이 양성 환자 대상 2L 가속승인

- EGFR 변이 비소세포폐암에서 3세대 TKI 치료 이후 C797S 내성 변이가 발생하는 환자의 비중은 약 10% 수준. 현재 C797S 변이 양성 환자로 승인된 치료 옵션은 없는 상황으로 1b/2상 이후 가속승인 절차 진입할 수 있을 것으로 판단
- 현재 개발 중인 4세대 C797S 변이 타겟 EGFR TKI 파이프라인들과 비교했을 때 우월한 유효성 및 안전성 확인

3세대 TKI를 능가할 CNS 유효성

- 오시머티닙은 기존 1, 2세대 약물 대비 CNS 유효성이 개선된 결과를 보여주었으나, CNS 내 유효성이 충분하다고 보기는 어려운 상황. 오시머티닙의 CNS 유효성은 ORR 87%/CR 16% 수준이며 24개월 누적 CNS 진행 환자 비율은 23%. 3세대 ALK TKI인 롤라티닙의 CNS 유효성 대비 저조
- 혈액 대비 뇌에서의 약물 농도를 보면 오시머티닙 0.2, 롤라티닙 0.77, VRN11 2 수준으로 약물의 뇌투과율에서 압도적으로 우월
- 전임상 마우스 모델에서 오시머티닙 대비 우월한 종양 억제 능력을 보였으며, 타겟 변이 음성 환자군에서도 긍정적인 유효성 시그널을 시사

1L을 위한 마지막 퍼즐: Classic 변이에 대한 억제력과 T790M까지 잡는다면

- 기존 TKI 대비 정상 EGFR 대비 Classic 변이인 Del19과 L858R에 대한 우월한 선택성 확인. 비공유결합 약물임에도 공유결합 약물과 비교했을 때 더 빠르고 강한 결합력 확인
- 전임상에서 기존 1, 2세대 TKI와는 달리 T790M 변이에 대한 준수한 억제력 확인

추가전망 및 Valuation

- 투자 의견 BUY 및 목표주가 230,000원으로 커버리지 개시
- 목표주가는 핵심 파이프라인 VRN11에 대한 가치평가를 통해 산정. VRN11의 가치는 가장 승인 가능성이 높은 3세대 EGFR TKI 치료 이후 생기는 C797S 변이 양성 환자에 대한 2차 치료 시장과 뇌전이 환자 시장을 가치에 반영. 향후 임상 1b/2상에서 치료 이력이 없는 환자들을 대상으로 한 데이터가 공개되면 1차 표준 치료제로서의 시장 확장 가능성이 존재

보로노이 밸류에이션

〈표1〉 보로노이 Valuation Table

구분	내용	비고
파이프라인 가치	4,231	
VRN11 2L C797S	1,355	
VRN11 1L 뇌전이	2,877	
발행주식수	18,420,949	
적정주가	229,701	
목표주가	230,000	
현재주가	141,400	
상승여력	62.7%	

자료 : 현대차증권

투자의견 BUY, 목표주가 230,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 동사의 핵심 파이프라인인 VRN11에 대한 가치평가를 통해 산정했다. VRN11의 가치는 가장 승인 가능성이 높은 3세대 EGFR TKI 치료 이후 생기는 C797S 변이 양성 환자에 대한 2차 치료 시장과 뇌전이 환자 시장을 가치에 반영하였다. 향후 임상 1b/2상에서 치료 이력이 없는 환자들을 대상으로 한 데이터가 공개되면 1차 표준 치료제로서의 시장 확장 가능성이 존재한다.

기술이전 가능성보다는 M&A 가능성이 더 높다고 판단되어 M&A를 가정하여 밸류에이션을 진행하였다. VRN11은 현재 진행 중인 임상 1b/2상이 종료되고 나면 가속승인 절차에 들어갈 수 있으며 2029년 상업화될 것으로 판단되기 때문이다.

1차 표준 치료 이후 C797S 변이가 발생한 환자들을 대상으로 한 2차 치료 시장은 현재 치료 옵션이 없어 최근 개시한 1b/2상 종료 후 가속승인 절차에 들어갈 수 있을 것으로 판단된다. 또한 현재 개발 중인 경쟁 파이프라인들 중 가장 유망한 결과를 보여주고 있다는 점을 감안해 성공확률 70%를 적용하였다.

〈표2〉 VRN11 2L C797S 변이 양성 환자 대상 파이프라인 가치 산정

	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2036F	2042F	2043F	2044F
미국 폐암 신규 발생(명)	236,361	238,725	241,112	243,523	245,959	253,411	269,001	271,691	274,408
비소세포폐암(85%)	200,907	202,916	204,945	206,995	209,065	215,400	228,651	230,938	233,247
Adenocarcinoma(40%)	80,363	81,166	81,978	82,798	83,626	86,160	91,460	92,375	93,299
EGFR 변이 양성(24%)	19,287	19,480	19,675	19,872	20,070	20,678	21,951	22,170	22,392
Classic 변이(90%)	17,358	17,532	17,707	17,884	18,063	18,611	19,755	19,953	20,153
3-4 기 환자 비중(70%)	12,151	12,272	12,395	12,519	12,644	13,027	13,829	13,967	14,107
C797S 변이 양성(10%, 명)	1,458	1,473	1,487	1,502	1,517	1,563	1,659		
점유율	10%	20%	30%	40%	50%	80%	80%		
연간 약가(인상을 2%, 달러)	216,486	220,816	225,232	229,737	234,332	248,675	280,048		
US 매출(백만달러)	26	54	84	115	148	259	310		
exUS(백만달러, 오시머티닙 ex-US 비중)	37	76	117	161	207	363	434		
전체 매출(백만달러)	63	130	201	276	356	622	744	520	372
기여이익(70%)	44	91	141	193	249	435	520	364	260
NOPLAT(법인세율 22%)	34	71	110	151	194	340	406	284	203
NOPLAT(환율 1,350 원)	47	96	148	204	262	458	548	384	274
할인계수	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2
PV	35	65	92	115	134	177	119	76	49
sum of PV(십억원)	1,935								
성공확률	70%								
VRN11 2L C797S+ 가치(십억원)	1,355								

자료 : 현대차증권

〈표3〉 VRN11 뇌전이 환자 대상 파이프라인 가치 산정

	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2036F	2042F	2043F	2044F
미국 폐암 신규 발생(명)	236,361	238,725	241,112	243,523	245,959	253,411	269,001	271,691	274,408
비소세포폐암(85%)	200,907	202,916	204,945	206,995	209,065	215,400	228,651	230,938	233,247
Adenocarcinoma(40%)	80,363	81,166	81,978	82,798	83,626	86,160	91,460	92,375	93,299
EGFR 변이 양성(24%)	19,287	19,480	19,675	19,872	20,070	20,678	21,951	22,170	22,392
Classic 변이(90%)	17,358	17,532	17,707	17,884	18,063	18,611	19,755	19,953	20,153
3-4 기 환자 비중(70%)	12,151	12,272	12,395	12,519	12,644	13,027	13,829	13,967	14,107
뇌전이 환자(50%)	7,291	7,363	7,437	7,511	7,587	7,816	8,297		
점유율	0%	5%	10%	15%	20%	30%	30%		
연간약가(인상률 2%, 달러)	216,486	220,816	225,232	229,737	234,332	248,675	280,048		
US 매출(백만달러)	0	135	279	431	593	972	1,162		
exUS(백만달러, 오시머티닙 ex-US 비중)	0	190	391	604	830	1,361	1,627		
전체 매출(백만달러)	0	325	670	1,035	1,422	2,332	2,788	1,952	1,394
기여이익(70%)	0	228	469	725	996	1,633	1,952	1,366	976
NOPLAT(법인세율 22% 가정)	0	178	366	565	777	1,274	1,522	1,066	761
NOPLAT(환율 1,350 원)	0	240	494	763	1,048	1,719	2,055	1,439	1,028
할인계수	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2
PV	0	164	307	431	538	663	447	285	185
sum of PV(십억원)	7,191								
성공확률	40%								
VRN11 1L 뇌전이 가치(십억원)	2,877								

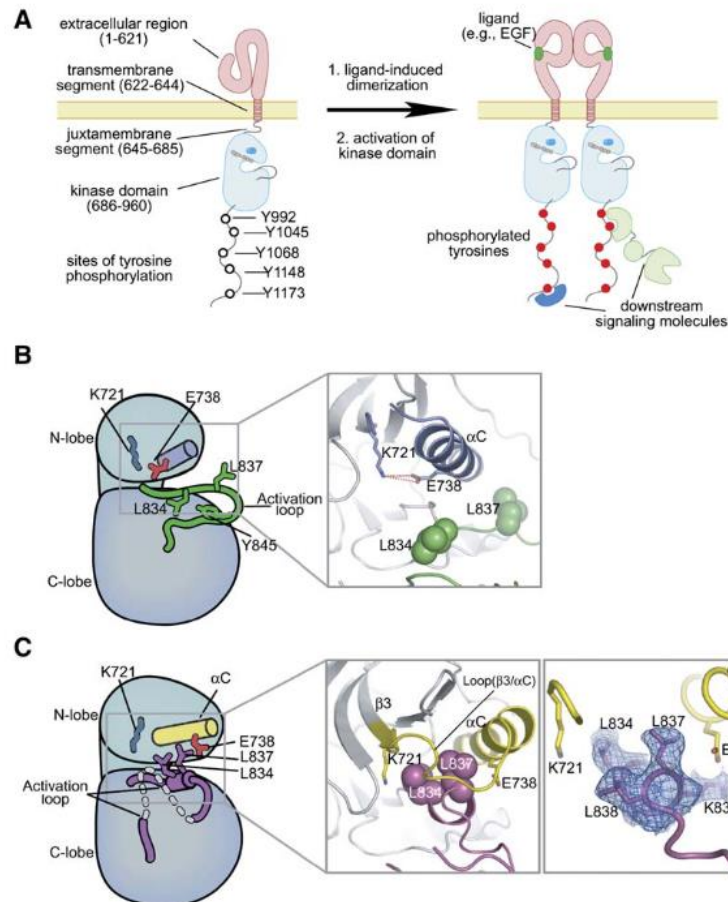
자료 : 현대차증권

EGFR 변이와 EGFR TKI 개발의 역사

EGFR의 구조와 주요 변이

EGFR은 상피세포 성장인자 수용체(Epidermal Growth Factor Receptor)로 세포의 분열과 조직 재생을 통제하는 핵심 신호 전달자의 역할을 수행한다. 주로 인체의 피부 표면이나 내부 장기의 점막을 덮고 있는 상피 조직(Epithelial tissue)에 광범위하고 밀집하게 분포한다. EGFR의 작동방식을 살펴보면 외부 성장 신호(EGF)가 감지되면 EGFR은 활성화형 구조로 전환되며 C나선이 안으로 들어가고 활성화 루프(A-loop)가 나와 ATP가 안정적으로 자리잡을 수 있는 K-E 염다리(salt bridge)를 형성한다. 이를 통해 생체 에너지원인 ATP를 촉매 포켓에 정밀하게 고정할 수 있게 된다. 이후 ATP가 자리잡으면 키나아제는 이 ATP에서 인산기를 떼어내 하위 표적 단백질에 부착함으로써 세포 증식 스위치를 켜는. 반대로 신호가 없을 때는 C나선이 밖으로 나와 활성화 루프를 막고 염다리가 끊어지는 비활성형 구조를 유지하여 불필요한 작동을 차단한다.

〈그림1〉 EGFR의 작동 방식

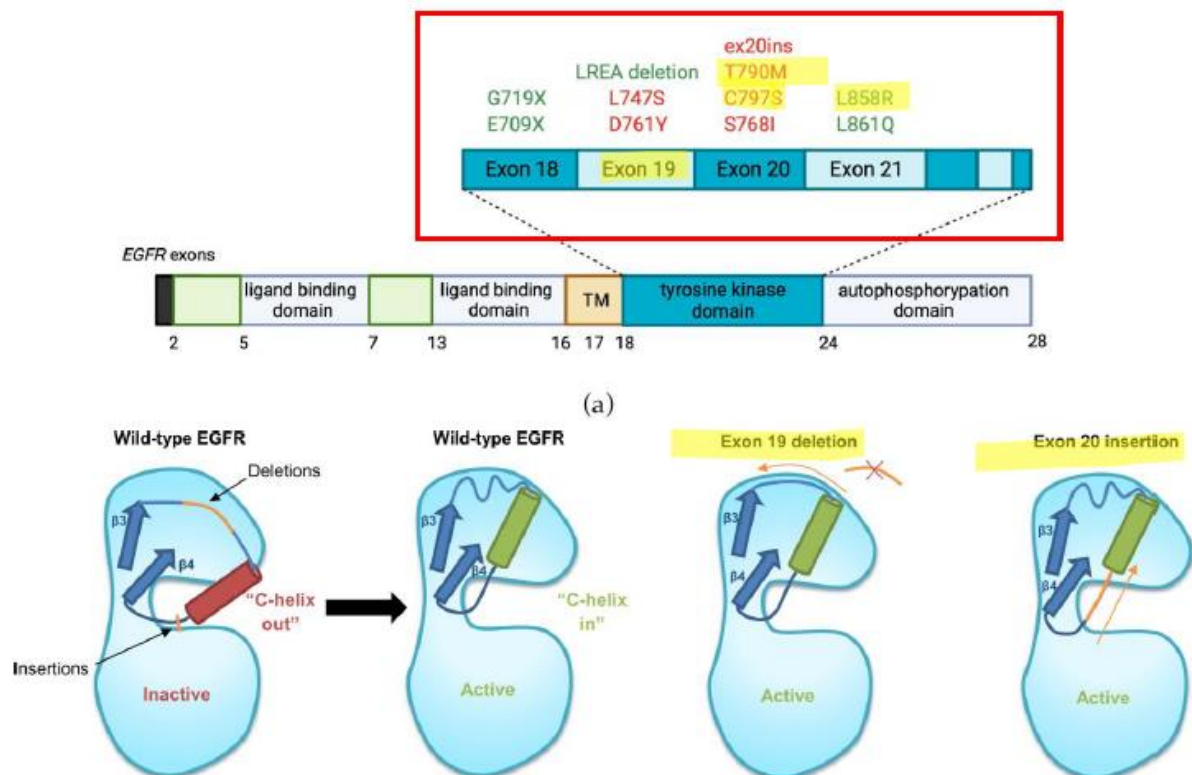


자료 : Cell Press Journal, 현대차증권

정상상태에서는 앞서 살펴본 바와 같이 세포의 분열을 통한 조직 재생의 역할을 수행한다. 그런데 피부, 위장관, 폐 점막 등의 상피세포는 외부 환경에 직접 노출되면서 지속적으로 손상과 재생을 반복하는 조직이다. 그렇기 때문에 재생과정에서 변이가 나타나기 쉬운 환경이며, 변이가 발생했을 때 세포 증식 스위치가 영구적으로 켜지면서 계속해서 증식하게 된다.

대표적으로 발견되는 EGFR 변이는 주로 티로신 키나아제가 ATP와 결합하는 부분 주변에 위치하는 Exon 19, Exon 20, Exon 21에서 발생한다. Exon 19가 사라지면서 C나선을 세포 안 쪽으로 끌어당겨서 ATP가 들어오는 문을 지속적으로 열고 있는 활성화 상태가 되고, Exon 20 이 삽입은 힌지 부분이 길어져서 C나선을 세포 안으로 밀어 넣어서 활성화 상태가 지속된다. 이렇듯 문이 항상 열려 있어 ATP가 끊임없이 들어와 무한 증식 스위치를 누르게 되는 구조를 만드는 변이에 의해 암세포가 증식하게 된다.

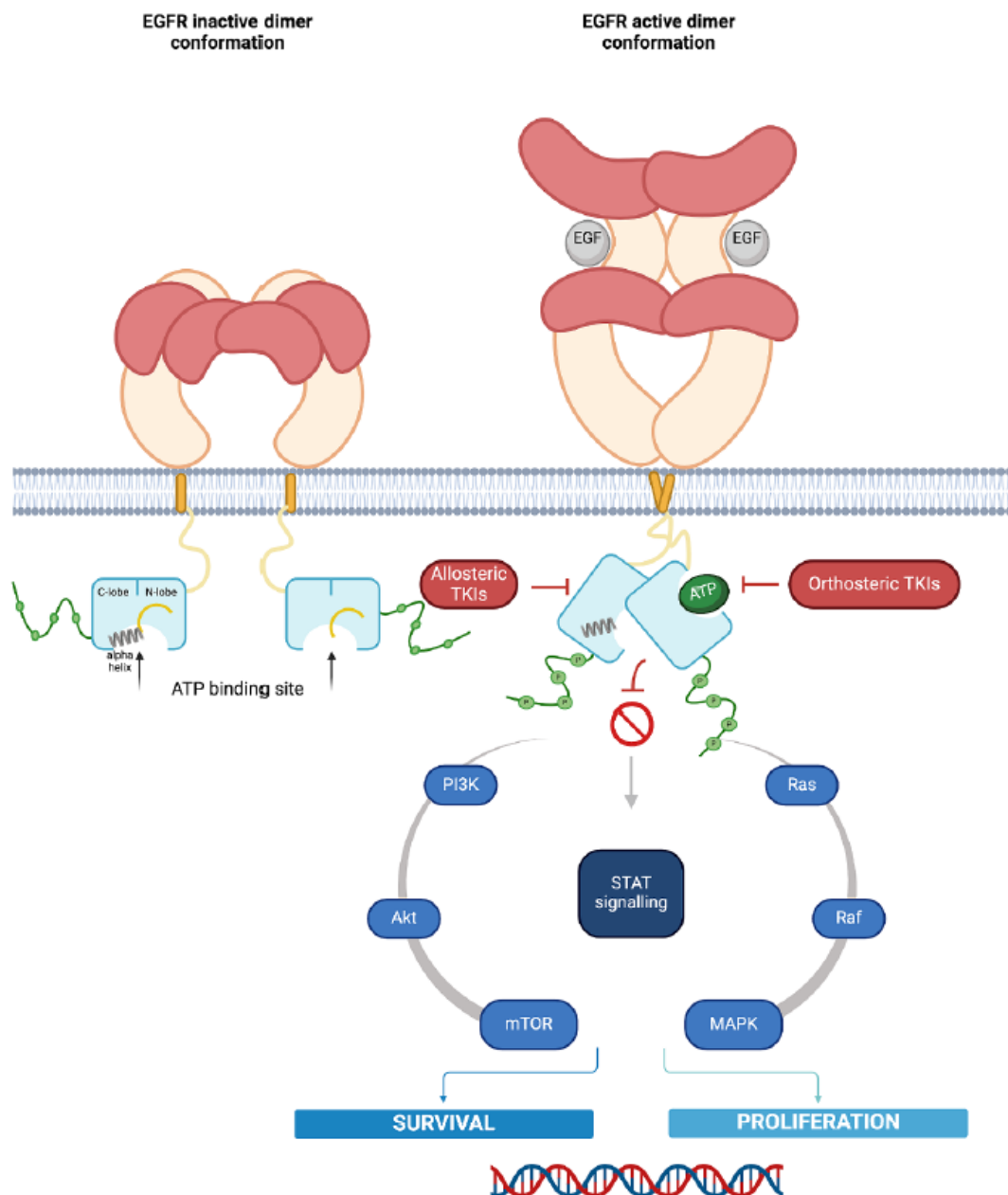
〈그림2〉 주요 EGFR 변이



자료 : Springer Nature, 현대차증권

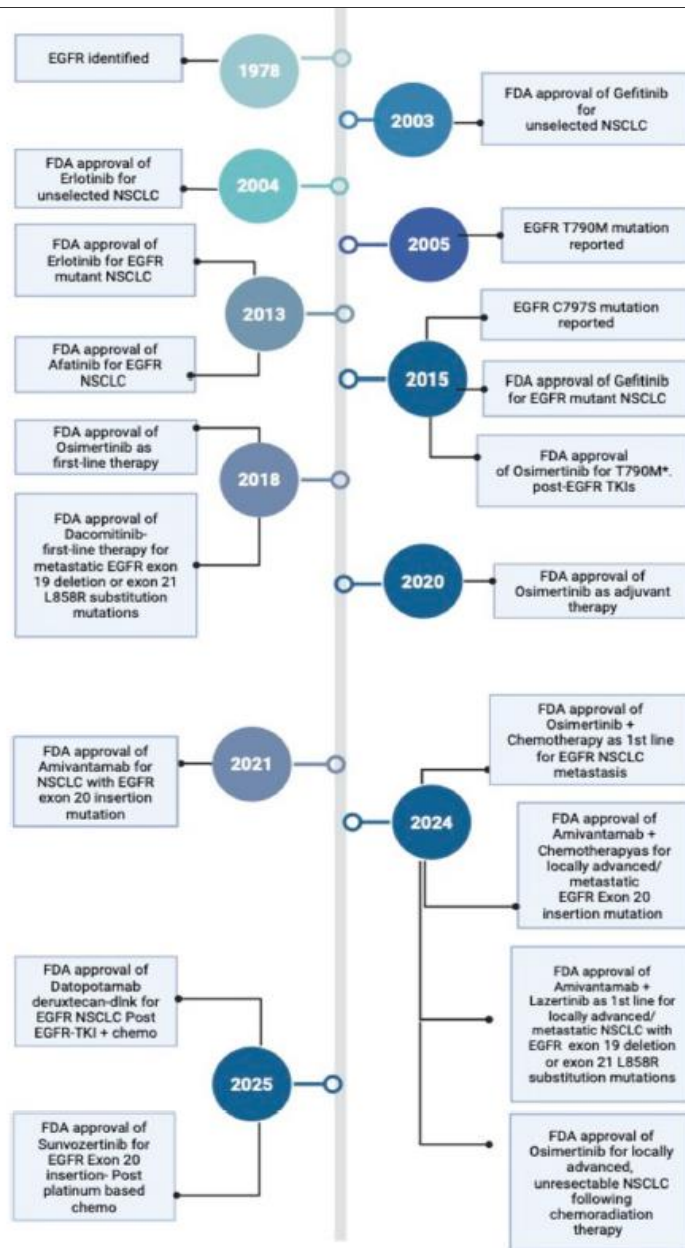
티로신 키나아제 억제제(Tyrosine kinase inhibitor, TKI)는 바로 이 신호를 끊는 방식으로 작동한다. 현재 승인 받은 EGFR TKI는 모두 ATP가 티로신 키나아제에 결합하는 자리에 ATP 보다 먼저 결합하여 신호전달을 막는 방식으로 작동한다. EGFR 변이 암세포는 EGFR 신호에만 의존하기 때문에 EGFR TKI는 약 하나로 끝 수 있는 효율적인 전략이 된다. TKI의 효과가 좋은 이유이기도 하지만 동시에 내성 변이가 생기면 곧바로 진행되는 이유가 되기도 한다.

〈그림3〉 EGFR TKI 작용 방식



자료 : Science direct, 현대차증권

〈그림4〉 EGFR 변이 비소세포암 치료제 개발의 역사



자료 : Springer Nature, 현대차증권

1978년 EGFR이 발견된 이후로 현재까지도 EGFR TKI는 활발하게 개발되고 있다. 현재 승인된 EGFR TKI는 1세대 게피티닙, 엘로티닙부터 시작해서 2세대 아파티닙, 다코미티닙, 그리고 3세대 오시머티닙이 있다. 또한 동사의 VRN11을 비롯해 기존 3세대 TKI들의 한계를 극복하고자 개발 중인 4세대 TKI 파이프라인들 역시 다수 존재한다. 지금부터는 1세대 TKI에서 시작해서 다음세대 약물이 어떤 한계점들을 극복해서 더 높은 유효성을 달성했는지를 살펴보고, 이를 통해 동사 VRN11의 성공 가능성을 짐쳐보고자 한다.

〈그림5〉 EGFR TKI 주요 임상 결과

Gen.	EGFR-TKI	Type	Clinical Trial	Control Arm	N° of pts	PFS (median)	OS (median)
I	Erlotinib	Reversible	EURTAC [†]	PBC	174	10.4 vs 5.1 months (HR 0.34; 95 %CI, 0.23–0.49)	22.9 vs 19.5 months (HR, 0.93; 95 % CI 0.64–1.35)
			OPTIMAL [*]	PBC	164	13.1 vs 4.6 months (HR 0.16; 95 %CI, 0.10–0.26)	22.8 vs 27.2 months (HR, 1.19; 95 %CI, 0.83–1.71)
			ENSURE [*]	PBC	217	11.0 vs 5.5 months (HR 0.34, 95 %CI, 0.22–0.51)	26.3 vs 25.5 months, (HR, 0.91, 95 %CI 0.63–1.31)
	Gefitinib		IPASS [*]	PBC	261	9.5 vs 6.3 months (HR 0.48; 95 %CI, 0.36–0.64)	21.6 vs 21.9 months (HR, 1.00; 95 % CI, 0.76–1.33)
			WJTOG3405 [*]	PBC	172	9.2 vs 6.3 months (HR 0.49; 95 %CI, 0.33–0.71)	34.9 vs 37.3 months (HR, 1.252; 95 % CI, 0.883–1.775)
			NEJ002 [*]	PBC	228	10.8 vs 5.4 months (HR 0.322; 95 %CI, 0.236–0.438)	27.7 vs 26.6 months (HR, 0.887; 95 % CI, 0.634–1.241)
	Icotinib		CONVINCE [*]	PBC	296	11.2 vs 7.9 months (HR 0.61; 95 %CI, 0.43–0.87)	30.5 vs 32.1 months (log rankP=0.885)
II	Afatinib	Irreversible	Lux-Lung 3 [§]	PBC	345	11.1 vs 6.9 months (HR 0.58, 95 % CI 0.43–0.78)	28.2 vs 28.2 months (HR 0.88, 95 % CI 0.66–1.17)
			Lux-Lung 6 [*]	PBC	364	11.0 vs 5.6 months (HR 0.28, 95 % CI 0.20–0.39)	23.1 vs 23.5 months (HR 0.93, 95 % CI 0.72–1.22)
			Lux-Lung 7 [§] (phase II B)	Gefitinib	319	11.0 vs 10.9 months (HR 0.73; 95 %CI, 0.57–0.95)	27.9 vs 24.5 months (HR, 0.86; 95 % CI, 0.66–1.12)
	Dacomitinib		ARCHER 1050 [*]	Gefitinib	452	14.7 vs 9.2 months (HR 0.59; 95 %CI, 0.47–0.74)	34.1 vs 27.0 months (HR, 0.748; 95 % CI, 0.591–0.947)
III	Osimertinib	Irreversible	FLAURA [§]	Gefitinib or Erlotinib	556	18.9 vs 10.2 months (HR 0.46; 95 %CI, 0.37–0.57)	38.6 vs 31.8 months (HR, 0.80; 95.05 % CI, 0.64–1.00)
	Almonertinib		AENEAS [*]	Gefitinib	429	19.3 vs 9.9 months (HR 0.46; 95 %CI, 0.36–0.60)	Data immature
	Furmonertinib		FURLONG [*]	Gefitinib	358	20.8 vs 11.1 months (HR 0.44; 95 %CI 0.34–0.58)	Data immature
	Lazertinib		LASER301 [*]	Gefitinib	393	20.6 vs 9.7 months (HR 0.45; 95 %CI, 0.34–0.58)	Data immature

자료 : Science direct, 현대차증권

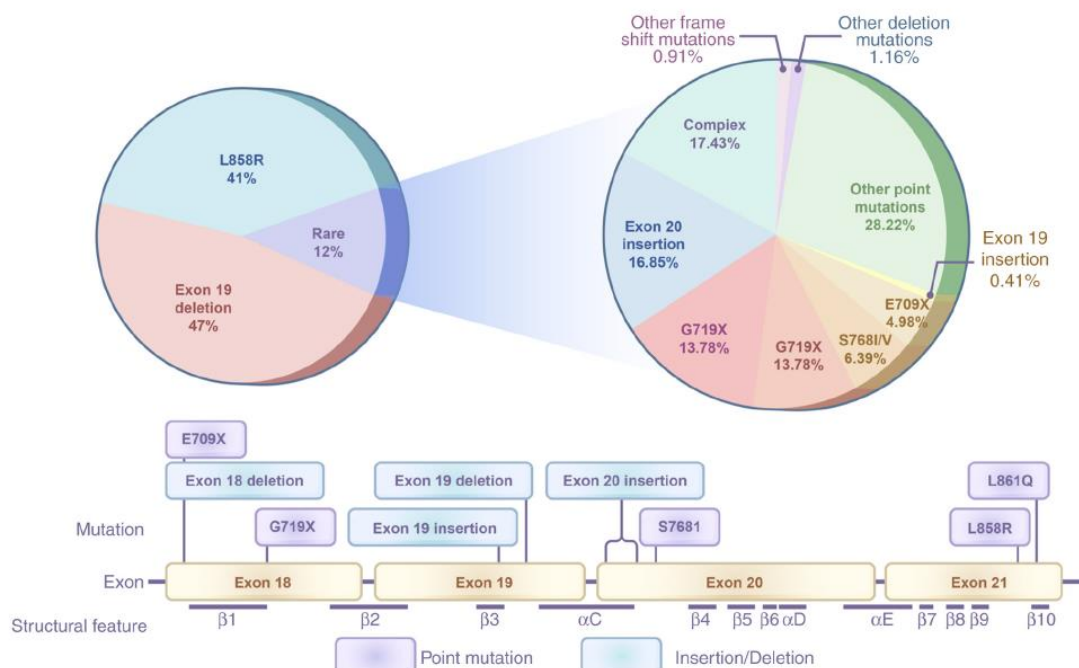
의도치 않는 성공, 1세대 게피티닙, 엘로티닙

EGFR 발견 이후 여러 종류의 상피세포암에서 EGFR이 과발현되고 예후 불량과 연관된다는 관찰이 지속적으로 나오면서 EGFR 신호를 차단하면 암세포 증식을 억제한다는 가설이 힘을 얻기 시작한다. 따라서 첫번째 EGFR TKI 개발은 EGFR이 과발현된 환자에게 EGFR 티로신 키나아제 신호를 끊으면 종양억제가 가능할 것이라는 가설에서 출발한다. 즉 유전자 변이가 아니라 단백질 발현량을 타겟으로 잡았던 것이다.

게피티닙은 임상 2상에서 1-2개의 화학항암제에 실패한 환자군을 대상으로 단일군 임상을 진행했고 ORR 12% 수준을 근거로 가속승인을 받았다. 다만, 동일 조건으로 위약을 대조군으로 진행한 임상 3상에서 위약 대비 PFS를 개선하지 못하며 실패했으며, 미국에서는 신규 처방이 제한되었다. 엘로티닙의 경우 임상 3상에서 위약군 대비 PFS, OS를 모두 유의미하게 개선하면서 정식 승인이 되었다. 다만, 두 약물의 임상 3상에서의 ORR은 8-9% 수준으로 반응률이 높지 않았다.

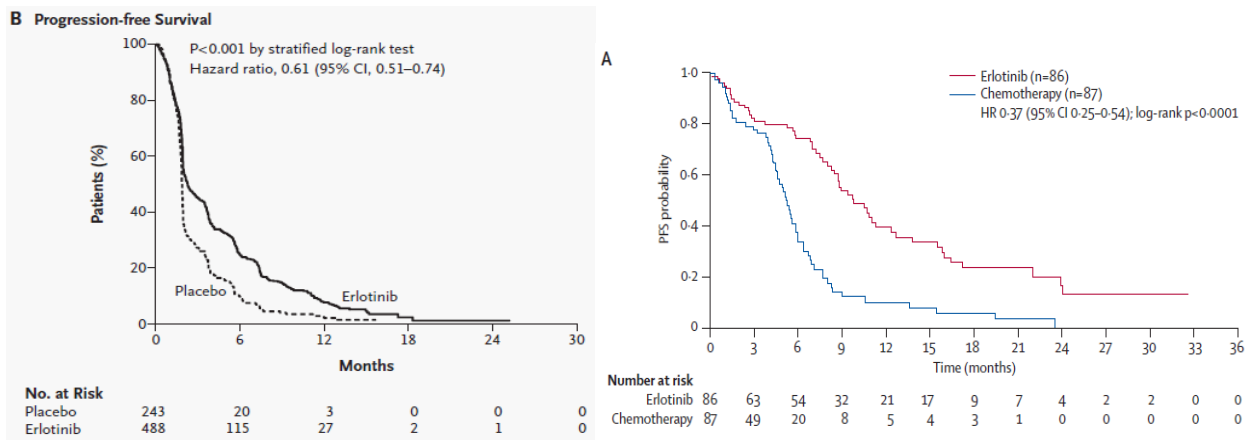
게피티닙과 엘로티닙의 임상에서도 비흡연자, 아시아인, 동양인 등 특정 하위 환자군에서 반응률이 높게 관찰되었으며, 이후 후속관찰을 지속하던 연구자들이 결국 유전자 시퀀싱을 시도했다. 그 결과 2004년 높은 반응률을 보였던 환자들의 종양에서 EGFR 키나아제 도메인의 활성화 변이인 exon 19 deletion과 exon 21 L858R이 발견되었다.

〈그림6〉 EGFR 변이 비소세포암 하위 변이 타입



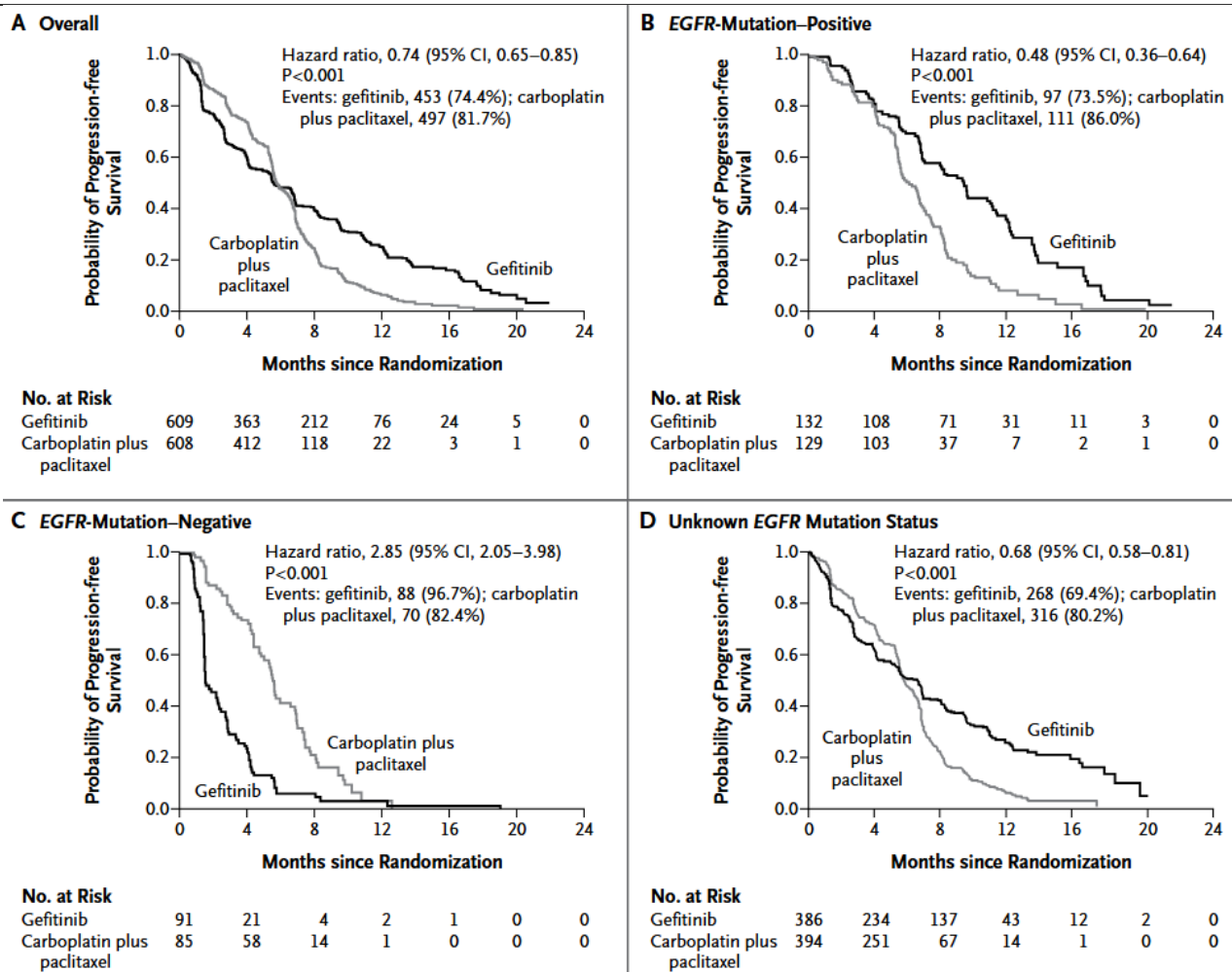
자료 : Science Direct, 현대차증권

〈그림7〉 엘로티닙 EGFR 변이 구분에 따른 유효성 결과 차이



자료 : NEJM, 현대차증권

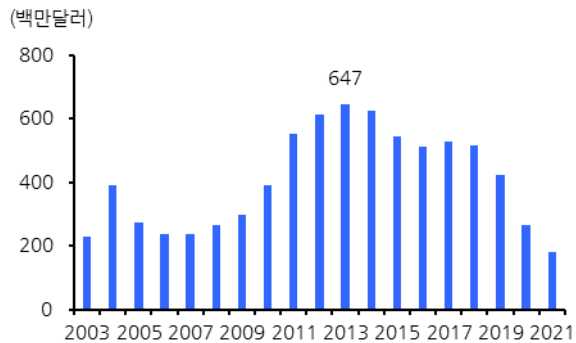
〈그림8〉 게피티닙 PFS 결과



자료 : NEJM, 현대차증권

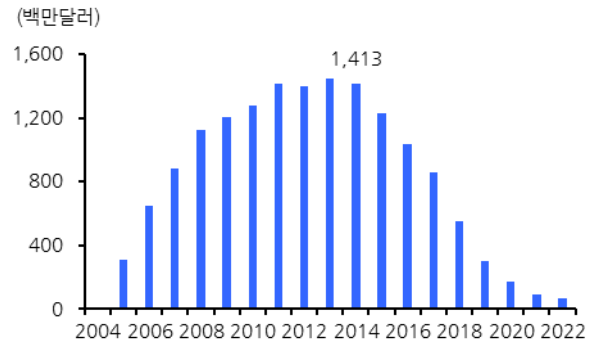
유전자 변이 발견 이후 게피티닙과 엘로티닙 모두 EGFR 변이 양성 환자들을 대상으로 임상을 진행했으며, 유효성 차이는 ORR 10% 수준에서 70% 수준으로 상승했으며, PFS는 2개월 수준에서 10개월 수준까지 개선되었다. 이후 두 약물 모두 EGFR 변이 양성 환자들을 대상으로 1차 치료제로 승인되었다.

〈그림9〉 Gefitinib (Iressa) 매출 추이



자료 : EP, 현대차증권

〈그림10〉 Erlotinib (Tarceva) 매출 추이



자료 : EP, 현대차증권

이렇게 극적인 유효성 차이가 난 이유는 exon 19 deletion과 exon 21 L858R 변이가 생기면서 EGFR 티로신 키나아제가 활성화 상태로 고정되고, ATP 친화성이 낮아지면서 ATP와 경쟁적으로 결합하는 TKI가 훨씬 더 쉽게 결합할 수 있는 환경이 조성되었기 때문이다. 또한 EGFR 변이가 있는 종양 세포의 경우 성장 신호를 전적으로 EGFR 변이에 의존하기 때문에 이 신호를 끊었을 때의 효과가 증폭되기 때문이었다.

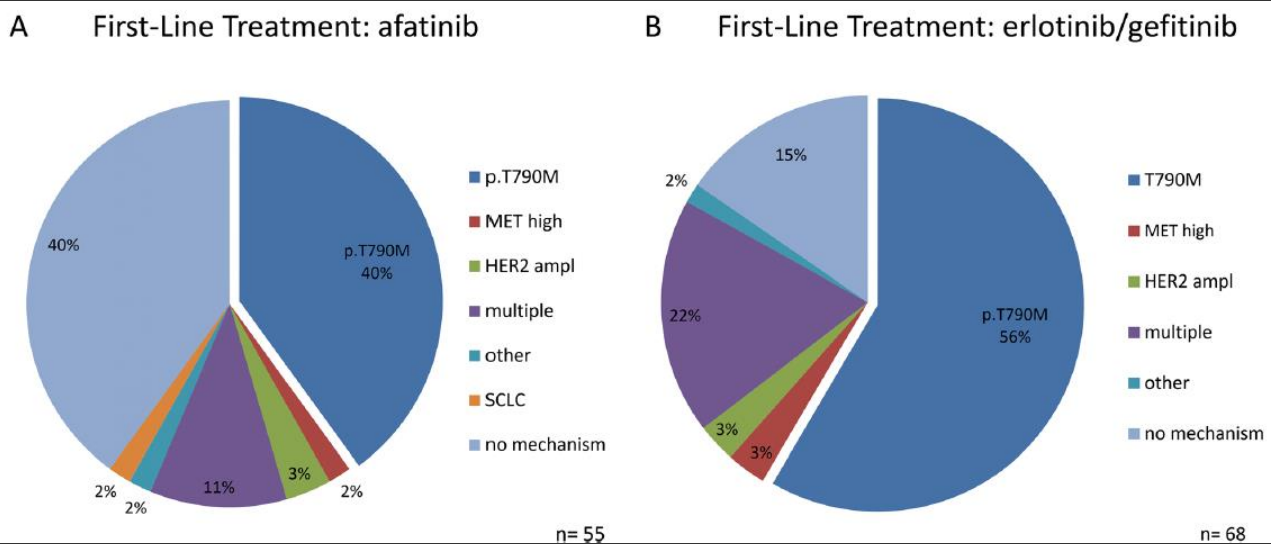
다만, 이러한 극적인 유효성 개선도 내성 변이의 등장으로 한계를 맞이한다. 1세대 TKI로 치료받은 환자들의 50% 수준에서 새로운 내성 변이인 T790M이 발견되었다. 1세대 약물들은 이 T790M 변이를 극복하지 못했으며 PFS 10개월 수준에 그친다.

T790M의 등장과 2세대 TKI의 실패

T790M 내성 변이를 잡기 위해서 2세대가 출발한 것은 아니다. 2세대 약물들의 개발이 시작된 것은 2000년대 초반이었고, T790M 변이는 2005년에 발견이 되었기 때문이다. 설계단계에서 2세대 약물들이 목표로 한 것은 EGFR 키나아제와의 결합 방식을 비가역적 공유결합으로 바꾸면서 1세대 보다 억제 지속시간을 늘리겠다는 의도였다.

그런데 2005년에 기존 1세대 TKI 치료 이후 50% 이상의 환자에서 T790M 내성변이가 발생한다는 것이 발견되었고, 비가역적 결합방식이 T790M을 억제할 수 있다는 사실이 2세대 약물의 전임상 단계에서 밝혀지면서 2세대 약물들이 T790M을 억제할 수 있다는 기대감이 대두되었다.

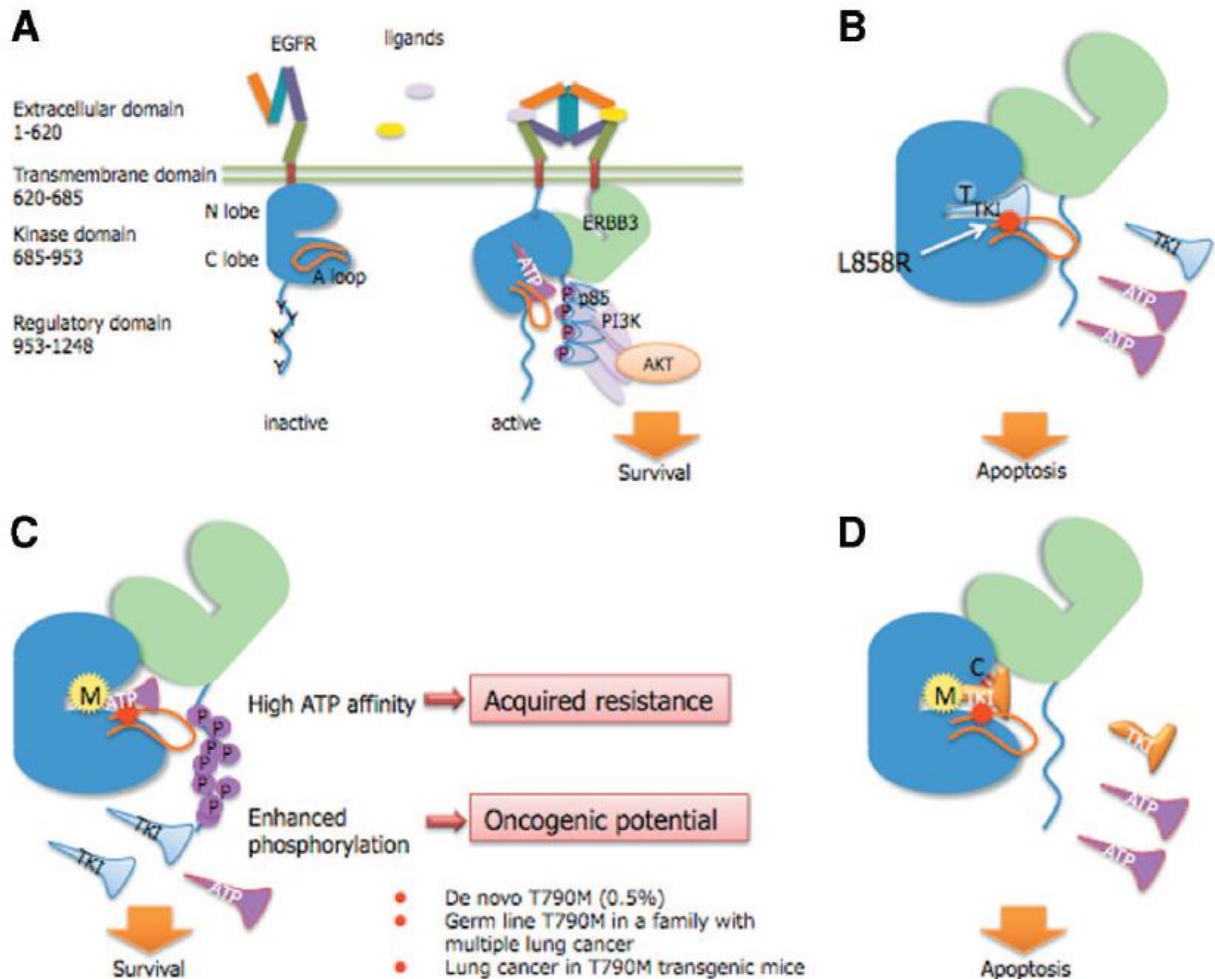
〈그림11〉 1세대 EGFR TKI 치료 이후 내성 변이 발생 비율



자료 : Science direct, 현대차증권

1세대 TKI가 T790M 내성변이 발생 이후 치료에 실패하는 이유는 2가지로 설명된다. 첫 번째는 T790M은 gatekeeper 잔기로, ATP가 결합하는 포켓을 지키는 문지기 역할을 수행하는데 T790M 변이가 되면 크기가 커지면서 TKI가 들어갈 수 있는 물리적 공간이 줄어든다. 두 번째는 T790M 변이가 생기면서 기존 del19, L858R 변이에서 낮아져 있던 ATP 친화도가 야생형 수준으로 되돌아오기 때문에 결합력이 떨어지게 된다. 이 결과로 1세대 TKI는 PFS 10개월 수준을 넘기지 못하는 결과를 보였다.

〈그림12〉 T790M 내성 변이에 따른 1세대 TKI 실패 원인

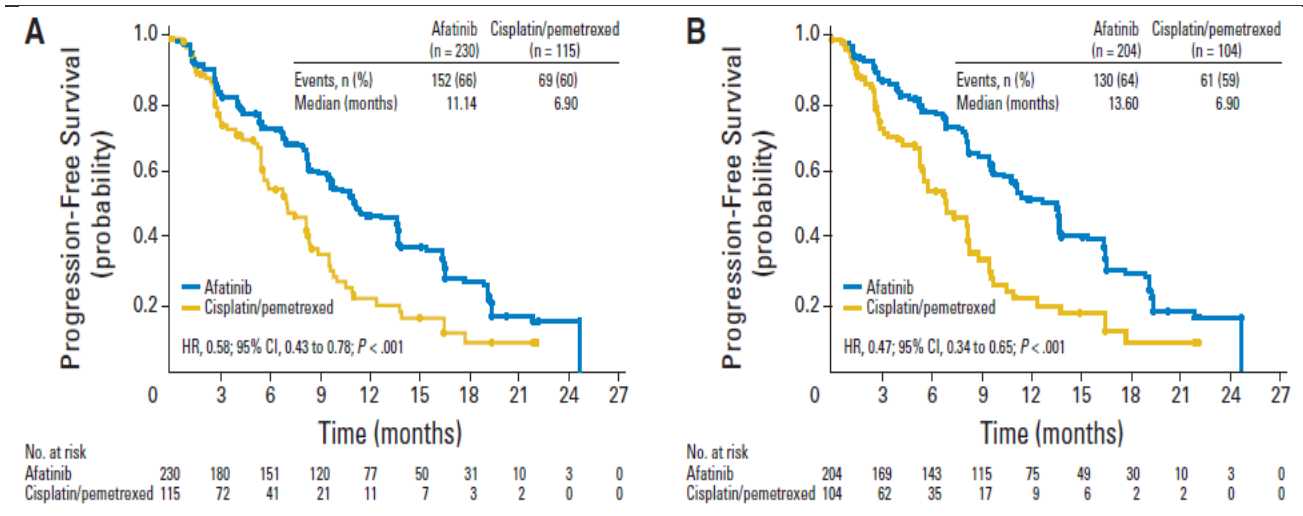


자료: Science direct, 현대차증권

2세대 약물들은 1세대와는 다르게 키나아제가 ATP와 결합하는 포켓 내부의 C797 시스테인과 영구적으로 결합한다. 그렇기 때문에 ATP와의 경쟁적 결합에서 1세대보다는 우위를 점할 수 있게 되는 것으로 보인다. 이는 2세대 전임상에서 T790M 변이에 대한 결합력이 확인되기도 하였다.

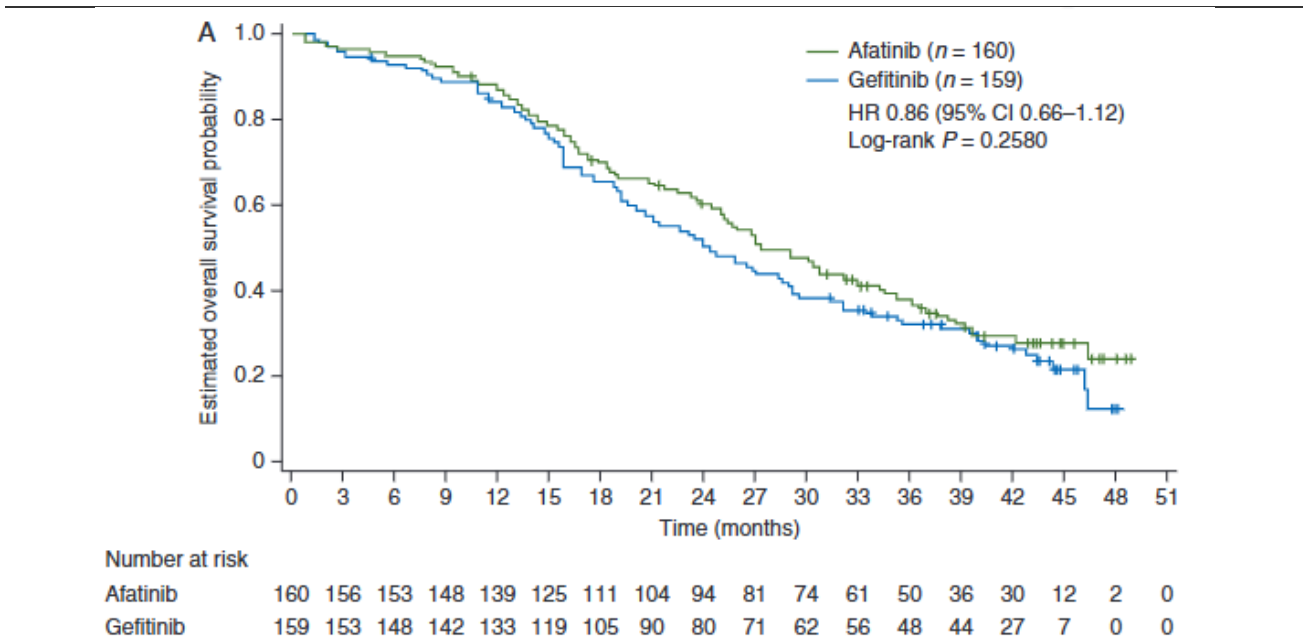
다만 2세대 약물들은 애초에 T790M 변이를 타겟하기 위해 설계된 것이 아니었기 때문에 T790M 변이 양성 환자들을 대상으로 임상을 진행하지 않았고, 오히려 더 큰 시장을 타겟하는 포부를 보였다. 1세대와는 다른 방식의 결합을 사용했고, HER 경로도 차단하는 기전이었기 때문에 EGFR 변이 양성 환자들만이 아닌 환자들 대상으로도 유효성이 있을 것으로 판단했다. 그래서 초기임상을 1세대 TKI 실패 이후 화학요법까지 실패한 EGFR 과발현 환자들을 모집해서 임상을 진행했다. 그 결과 모두 실패했으며, 결국 EGFR 변이 양성환자들을 대상으로 임상 3상 시험에 들어갔다.

〈그림13〉 아파티닙 vs. 화학항암제 임상 PFS 결과



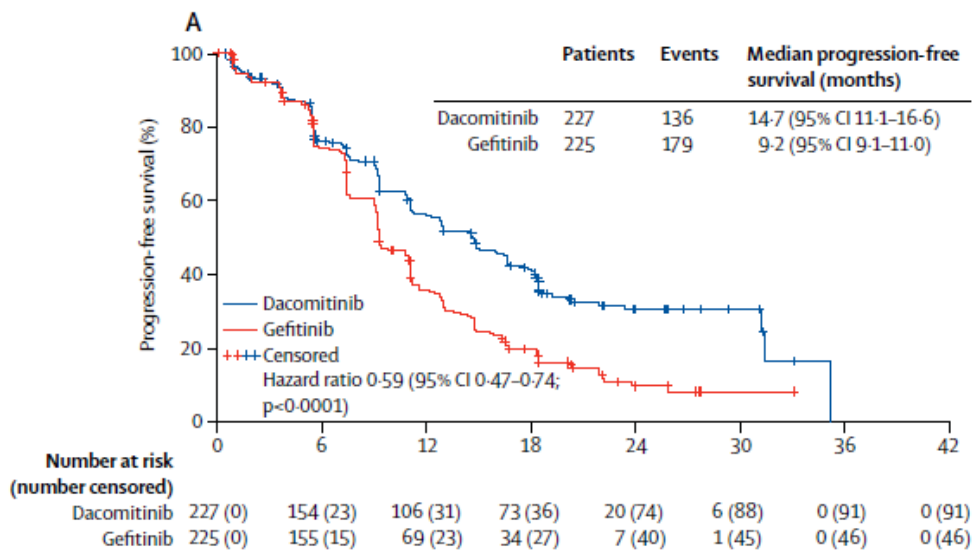
자료 : Science direct, 현대차증권

〈그림14〉 아파티닙 vs. 게피티닙 임상 PFS 결과



자료 : ESMO, 현대차증권

〈그림15〉 다코미티닙 vs. 게피티닙 임상 PFS 결과



자료 : ESMO, 현대차증권

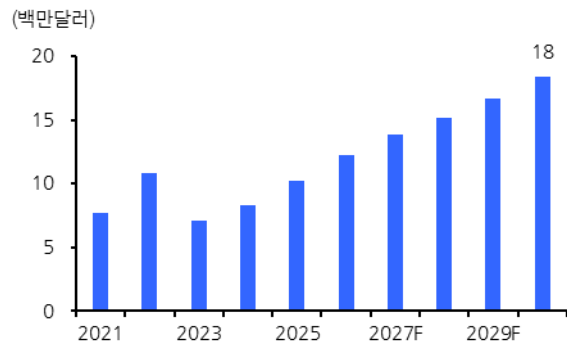
다만 EGFR 변이 양성 환자군에서도 상반되는 결과를 보였으며, T790M 변이에 대한 유효성도 확인되지 않았다. 아파티닙의 경우 화학항암제 대조 3상에서는 유의미한 유효성 개선에 성공했으나, 1세대 약물인 게피티닙과의 대조 3상에서는 PFS 11.0개월 vs. 10.9개월($p=0.017$)으로 통계적 유의성은 달성했으나 PFS에서의 임상적 이점이 0.1개월 수준밖에 되지 않아 사실상 실패하였다. 반면 다코미티닙의 경우 게피티닙 대조 3상에서 PFS 14.7개월 vs 9.2개월($p<0.0001$)로 성공했다. 결국 2세대 약물 중 다코미티닙만 1세대 약물 대비 유효성 개선에 성공했으나, 다코미티닙 치료 이후에도 지속적으로 T790M 변이가 검출이 되었다.

뿐만 아니라 부작용 또한 문제점이었다. 2세대 약물은 기본적으로 1세대 약물과 같은 구조라서 야생형 EGFR의 ATP 포켓에 최적화되어 있다. 이러한 구조는 그대로 두고 비가역성 결합을 추가했으니 당연히 1세대 대비 야생형 EGFR에 대한 결합의 지속성 역시 길어진다. 이 때문에 1세대 대비 독성이 크게 증가했으며, 임상 시험에서 고용량군에서 용량 감량률이 아파티닙 52%, 다코미티닙 66%로 매우 높았다.

뿐만 아니라 부작용 또한 문제점이었다. 2세대 약물은 기본적으로 1세대 약물과 같은 구조라서 야생형 EGFR의 ATP 포켓에 최적화되어 있다. 이러한 구조는 그대로 두고 비가역성 결합을 추가했으니 당연히 1세대 대비 야생형 EGFR에 대한 결합의 지속성 역시 길어진다. 이 때문에 1세대 대비 독성이 크게 증가했으며, 임상 시험에서 고용량군에서 용량 감량률이 아파티닙 52%, 다코미티닙 66%로 매우 높았다.

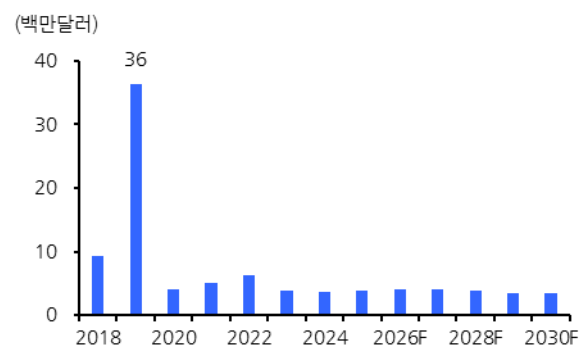
결과적으로 2세대 약물은 실패했다. 1세대 대비 애매한 유효성 개선에 독성은 확실히 높아졌으며, 1세대 이후 생긴 내성변이에 대한 유효성도 보여주지 못했다. 이는 2세대 약물의 매출액에서도 여실히 드러난다. 상대적으로 빠르게 승인을 받은 아파티닙의 경우 1세대 약물 대비 유효성 개선을 입증하지 못했다. 또한 1세대 대비 유효성 개선에 성공한 다코미티닙은 임상 3상에서 뇌전이 환자를 의도적으로 배제하면서 상업적으로 결함이 있었으며, 무엇보다도 FDA 승인 시점이 이미 3세대 약물인 오시머티닙이 1차 치료제로 승인이 난 이후였기 때문에 유의미한 매출을 발생시킬 수 없었다.

〈그림16〉 Afatinib (Gilotrif) 매출 추이



자료 : EP, 현대차증권

〈그림17〉 Dacomitinib (Vizimpro) 매출 추이

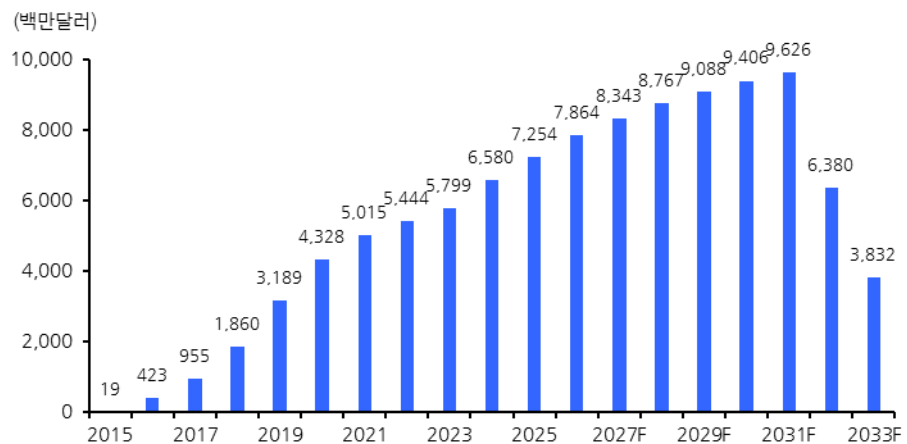


자료 : EP, 현대차증권

1, 2세대의 문제점을 해결하고 블록버스터가 된 3세대 오시머티닙

오시머티닙은 앞선 2세대 약물과는 달리 설계 단계부터 T790M 변이를 억제하기 위한 의도를 가지고 개발되었다. 1차적으로 EGFR 변이 양성 환자들 중 1세대 약물 치료 이후 진행된 T790M 변이 양성 환자들을 대상으로 2차 치료제로 임상을 진행했다. 이를 통해 T790M 변이 양성 환자들을 대상으로 2차 치료제 가속승인을 우선 받았으며, 이후 EGFR 변이 양성 1차 치료제로 라벨을 확장했다.

〈그림18〉 오시머티닙 매출 전망



자료 : ESMO, 현대차증권

오시머티닙 역시 2세대 약물과 동일하게 ATP가 결합하는 포켓 내부의 C797에 영구적으로 공유결합을 하게 설계되었다. 다만 구조 자체를 2세대 약물과 다르게 설계하여 T790M 변이가 있는 상황에서도 더 잘 결합하는 동시에 야생 EGFR에는 덜 결합하도록 만들었다. 기존 1, 2세대 약물들은 이중고리 형태로 본체가 크기 때문에 구조가 뻣뻣한 특성을 갖는다. 반면 오시머티닙의 경우 단일고리 형태로 이중고리에 비해 본체의 덩치가 훨씬 작고, 약물 분자가 휘어질 수 있는 유연성을 확보했다.

또한 2세대 약물은 C797에 결합하는 부분이 이중고리 본체에 직접 달려 있어 유연성이 떨어지는 것에 반해 오시머티닙은 단일고리 본체 부분이 아닌 끝부분에 위치하고 있어 유연성이 높은 구조이다. 이로 인해 작아진 덩치 덕분에 좁아진 T790M 게이트키퍼 더 잘 통과할 수 있고, 결합부위의 유연성을 통해 C797에 보다 적합한 각도로 결합할 수 있게 된다.

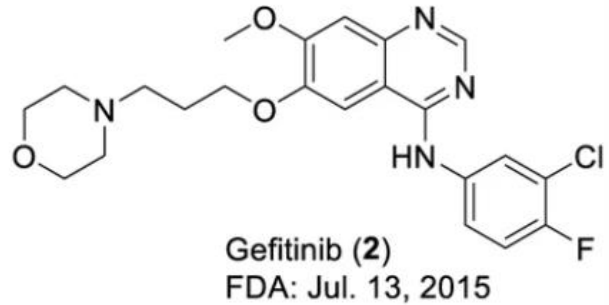
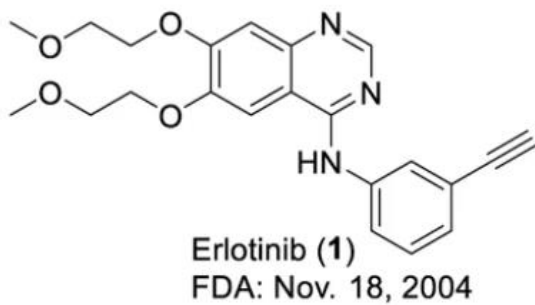
게이트키퍼 역할을 하는 T790은 정상 상태일 때는 친수성을 띄고, T790M 변이가 생겼을 경우에는 경우에는 소수성을 띄게 된다. 오시머티닙의 본체인 단일고리 위쪽에 위치하고 있는 인돌고리 역시 소수성을 띄고 있어 기름과 결합력이 높고 물과는 결합력이 낮아진다. 이로 인해 오시머티닙은 야생형일 때의 T790과는 결합력이 낮아지고, T790M 변이가 생겼을 경우에

는 결합력이 높아지게 된다.

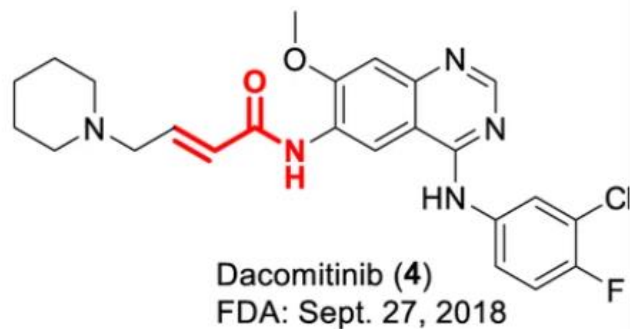
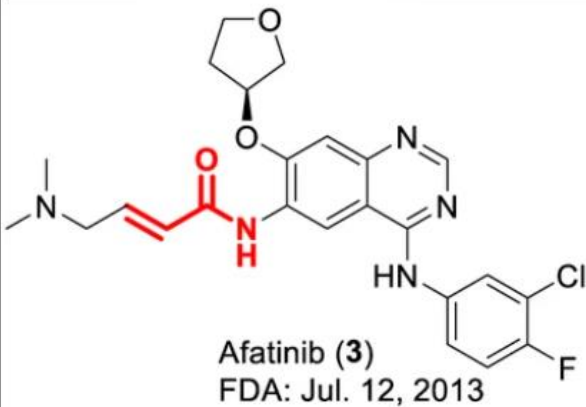
이러한 구조적인 차이로 인해 기존 1, 2세대 대비 T790M 변이에 대한 결합력이 강해지고, 동시에 정상적인 EGFR에 대한 결합력은 낮아져 선택성이 강해진다. 이는 오시머티닙의 전임상 결과에서도 확인이 된다.

〈그림19〉 EGFR TKI 별 분자 구조

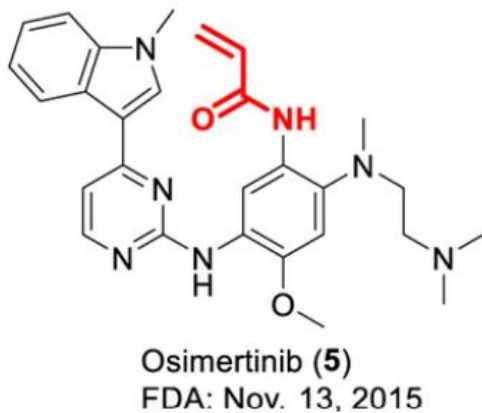
First generation EGFR tyrosine kinase inhibitors: Quinazoline-based, reversible



Second generation EGFR tyrosine kinase inhibitors: Quinazoline-based, irreversible



Third generation EGFR tyrosine kinase inhibitors: Indole pyrimidine-based, irreversible



자료 : Research Gate, 현대차증권

〈그림20〉 오시머티닙 전임상 EGFR 변이별 GI50 농도

A

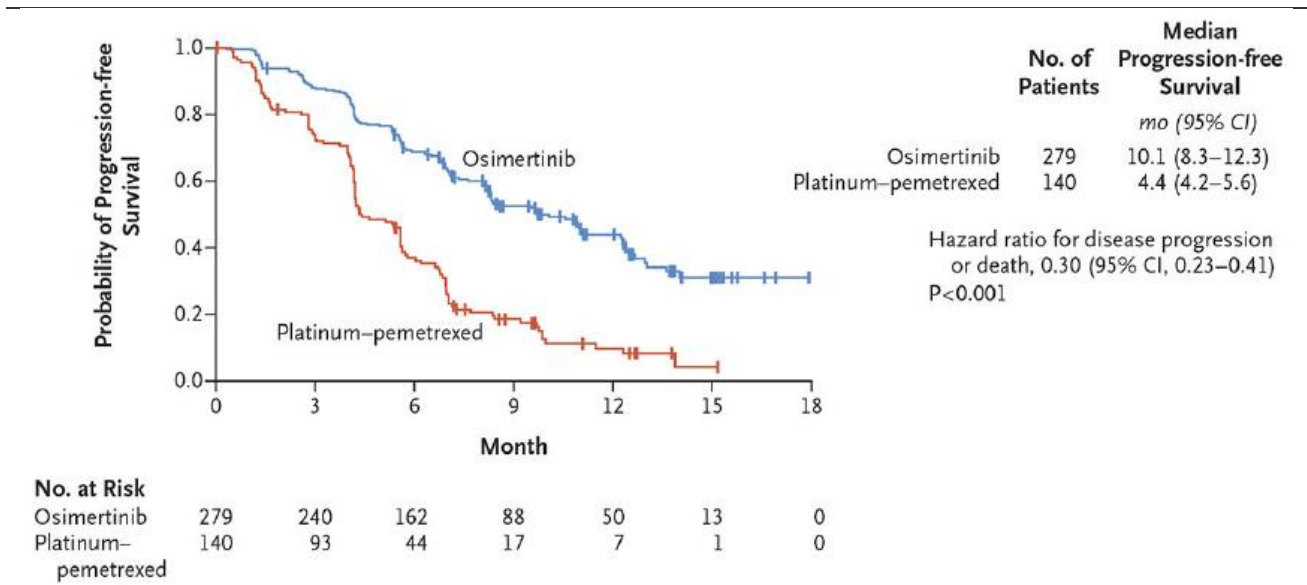
	H1975 (T790M/L858R)	PC-9 VanR (ex19del/T790M)	PC-9 (ex19del)	Calu 3 (WT)	NCI-H2073 (WT)
AZD9291	11 (6, 19)	40 (30, 54)	8 (7, 9)	650 (457, 924)	461 (230, 924)
Dacomitinib	335 (265, 424)	531 (465, 607)	0.4 (0.3, 1)	65 (37, 116)	54 (ND)
Afatinib	483 (403, 579)	679 (532, 868)	0.8 (0.7, 0.9)	71 (35, 144)	30 (9, 99)
Gefitinib	6962 (6304, 7688)	4232 (1998, 8965)	23 (20, 25)	1933 (1299, 2876)	200 (41, 974)
Erlotinib	6165 (5392, 7050)	5778 (4766, 7029)	28 (22, 36)	4101 (2732, 6156)	692 (193, 2478)

자료 : AACR, 현대차증권

EGFR TKI 별 세포 증식을 50% 억제하기 위해 필요한 세포 내 농도를 보면 1, 2세대 약물들이 왜 T790M 변이에서 유효성을 보이지 못했는지 알 수 있다. Del19 변이만 있을 때와 T790M 변이가 함께 있을 때를 비교했을 때 세포 증식 50% 수준을 억제하는데 필요한 세포 내 농도가 오시머티닙은 1세대 약물들이 각각 23nmol, 28nmol 수준에서 약 2,000~3,000배 수준으로 치솟고, 2세대 약물들은 역시 각각 0.4nmol, 0.8 nmol 수준에서 850~1,300배 수준의 농도가 더 필요하다. 이는 T790M 변이의 유무에 따라 타겟 결합력이 1세대 약물은 2,000배 이상, 2세대 약물은 850배 이상 떨어진다는 것을 의미한다.

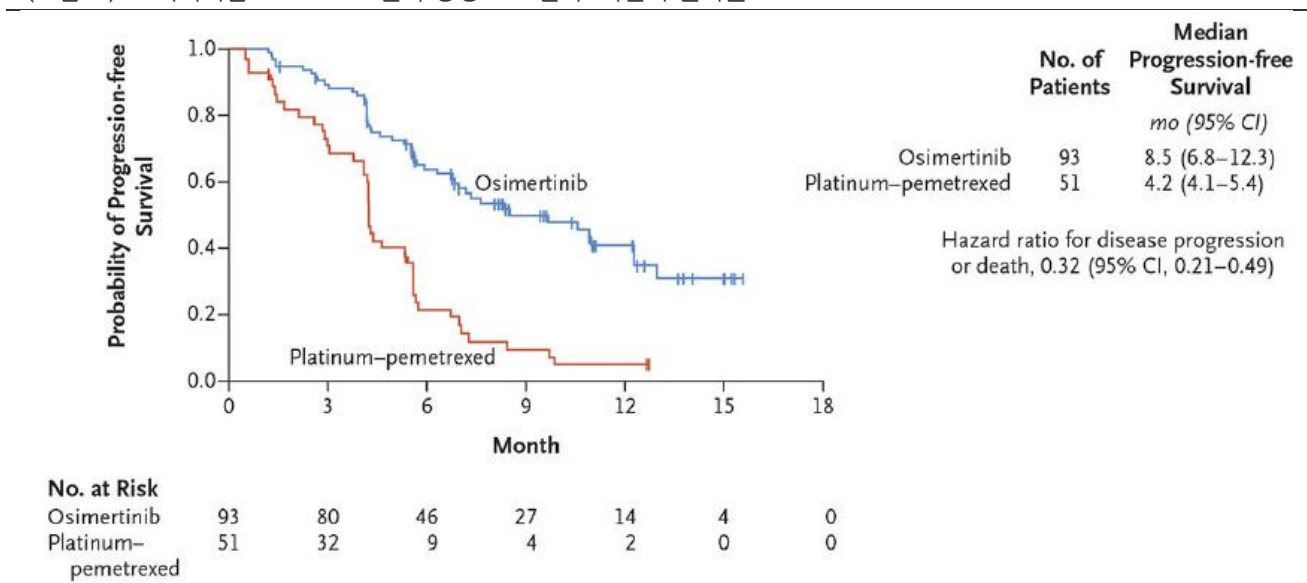
또한 정상적인 EGFR에 대한 GI50 농도를 비교했을 때 2세대 약물들이 1, 2세대와 오시머티닙 대비 매우 강하게 결합하는 것을 확인할 수 있다. 이로 인해 2세대 약물들의 독성이 매우 높았다는 것 역시 확인할 수 있다. 반면 오시머티닙은 T790M에 대한 결합력이 강하면서도 정상적인 EGFR에 대한 결합력은 낮은 것을 확인할 수 있다. 이러한 특성을 바탕으로 T790M 변이 양성 환자들을 대상으로 유효성을 확보하며 가속승인을 받았다.

〈그림21〉 오시머티닙 2L T790M 변이 양성 PFS 결과: 전체 환자군



자료 : WCLC 2026, 현대차증권

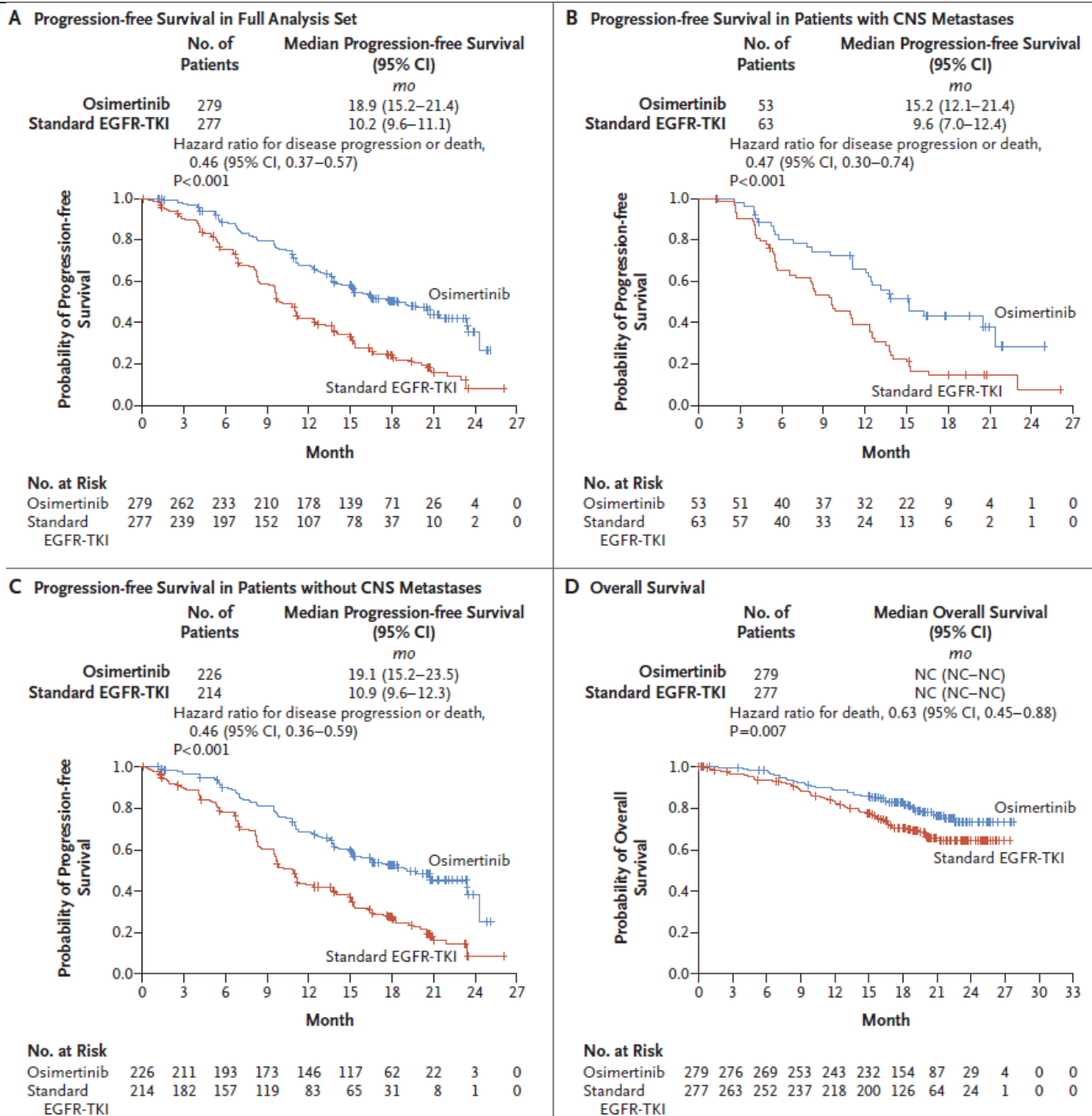
〈그림22〉 오시머티닙 2L T790M 변이 양성 PFS 결과: 뇌전이 환자군



자료 : WCLC 2026, 현대차증권

2차 치료제 가속승인에 그치지 않고 바로 1세대 약물과 대조 임상 3상에 들어갔다. 1세대 약물과의 대조 임상 3상에서 PFS 18.9개월 vs. 10.2개월($p<0.001$), OS 38.6개월 vs. 31.8개월($p=0.046$)으로 1세대 약물 대비 유효성 개선에 성공하면서 EGFR 변이 비소세포폐암 1차 치료제로 승인되었다.

〈그림23〉 오시메티닙 1L EGFR 변이 양성 1세대 TKI 대조 임상 결과: PFS



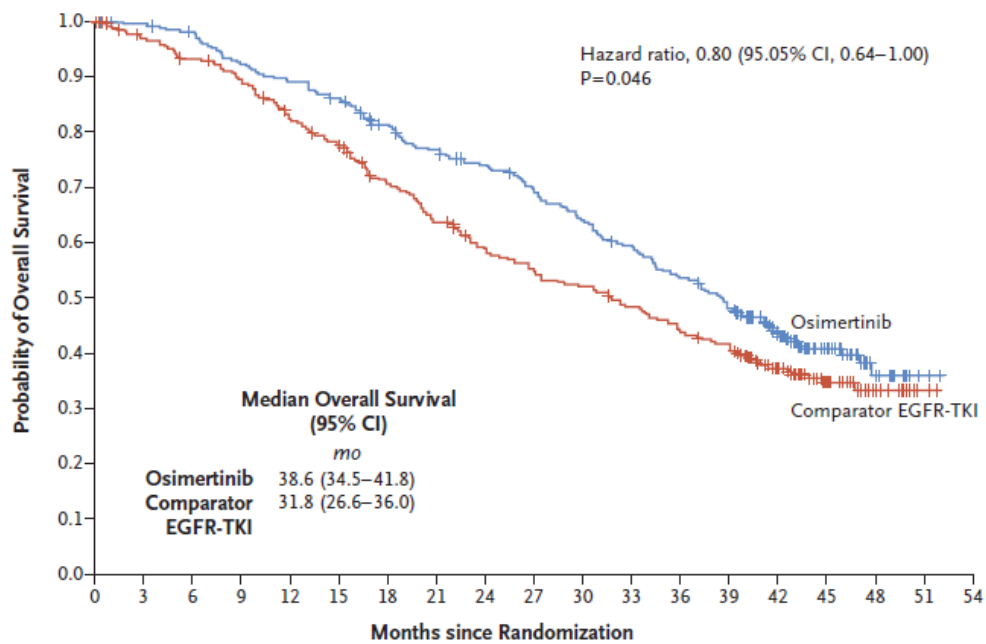
자료 : NEJM, 현대차증권

〈그림24〉 오시머티닙 1L EGFR 변이 양성 1세대 TKI 대조 임상 결과: ORR

End Point	Osimertinib (N= 279)	Standard EGFR-TKI (N= 277)
Type of response — no. (%)†		
Complete	7 (3)	4 (1)
Partial	216 (77)	206 (74)
Stable disease for ≥6 wk	47 (17)	46 (17)
Progression	3 (1)	14 (5)
Death	0	5 (2)
Could not be evaluated	6 (2)	7 (3)
Objective response rate — % of patients (95% CI)	80 (75–85)	76 (70–81)
Disease-control rate — % of patients (95% CI)‡	97 (94–99)	92 (89–95)

자료 : NEJM, 현대차증권

〈그림25〉 오시머티닙 1L EGFR 변이 양성 1세대 TKI 대조 임상 결과: OS



No. at Risk																			
Osimertinib	279	276	270	254	245	236	217	204	193	180	166	153	138	123	86	50	17	2	0
Comparator EGFR-TKI	277	263	252	239	219	205	182	165	148	138	131	121	110	101	72	40	17	2	0

자료 : NEJM, 현대차증권

〈그림26〉 오시메티닙 1L EGFR 변이 양성 1세대 TKI 대조 임상 결과: 안전성 프로파일

Table 3. Adverse Events.*

Adverse Event	Osimertinib (N = 279)					Standard EGFR-TKI (N = 277)				
	Any Grade	Grade 1	Grade 2	Grade 3	Grade 4	Any Grade	Grade 1	Grade 2	Grade 3	Grade 4
	<i>number of patients (percent)</i>									
Any adverse event	273 (98)	34 (12)	144 (52)	83 (30)	6 (2)	271 (98)	22 (8)	125 (45)	103 (37)	11 (4)
Rash or acne†	161 (58)	134 (48)	24 (9)	3 (1)	0	216 (78)	110 (40)	87 (31)	19 (7)	0
Diarrhea	161 (58)	120 (43)	35 (13)	6 (2)	0	159 (57)‡	116 (42)	35 (13)	6 (2)	0
Dry skin†	100 (36)	87 (31)	12 (4)	1 (<1)	0	100 (36)	76 (27)	21 (8)	3 (1)	0
Paronychia†	97 (35)	52 (19)	44 (16)	1 (<1)	0	91 (33)	55 (20)	34 (12)	2 (1)	0
Stomatitis	80 (29)	65 (23)	13 (5)	1 (<1)	1 (<1)	56 (20)	47 (17)	8 (3)	1 (<1)	0
Decreased appetite	56 (20)	27 (10)	22 (8)	7 (3)	0	52 (19)	25 (9)	22 (8)	5 (2)	0
Pruritus	48 (17)	40 (14)	7 (3)	1 (<1)	0	43 (16)	30 (11)	13 (5)	0	0
Cough	46 (16)	34 (12)	12 (4)	0	0	42 (15)	25 (9)	16 (6)	1 (<1)	0
Constipation	42 (15)	33 (12)	9 (3)	0	0	35 (13)	28 (10)	7 (3)	0	0
Nausea	39 (14)	28 (10)	11 (4)	0	0	52 (19)‡	32 (12)	19 (7)	0	0
Fatigue	38 (14)	21 (8)	15 (5)	2 (1)	0	33 (12)	23 (8)	8 (3)	2 (1)	0
Dyspnea	35 (13)	24 (9)	10 (4)	1 (<1)	0	20 (7)‡	8 (3)	8 (3)	3 (1)	0
Anemia	34 (12)	19 (7)	12 (4)	3 (1)	0	25 (9)	18 (6)	4 (1)	3 (1)	0
Headache	33 (12)	26 (9)	6 (2)	1 (<1)	0	19 (7)	12 (4)	7 (3)	0	0
Vomiting	31 (11)	25 (9)	6 (2)	0	0	29 (10)	22 (8)	3 (1)	4 (1)	0
Upper respiratory tract infection	28 (10)	16 (6)	12 (4)	0	0	18 (6)	9 (3)	9 (3)	0	0
Pyrexia	28 (10)	27 (10)	1 (<1)	0	0	11 (4)	8 (3)	2 (1)	1 (<1)	0
Prolonged QT interval on ECG	28 (10)	11 (4)	11 (4)	5 (2)	1 (<1)	11 (4)	6 (2)	3 (1)	2 (1)	0
Aspartate aminotransferase elevation	26 (9)	18 (6)	6 (2)	2 (1)	0	68 (25)	38 (14)	18 (6)	12 (4)	0
Alopecia	20 (7)	17 (6)	3 (1)	0	0	35 (13)	31 (11)	4 (1)	0	0
Alanine aminotransferase elevation	18 (6)	11 (4)	6 (2)	1 (<1)	0	75 (27)	31 (11)	19 (7)	21 (8)	4 (1)

* Listed are adverse events that were reported in at least 10% of the patients in any group. Safety analyses included all the patients who received at least one dose of a trial drug (safety analysis set). Some patients had more than one adverse event. ECG denotes electrocardiography.

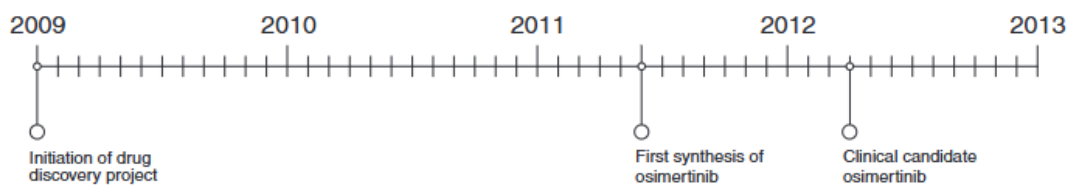
† This category represents a grouped term for the event. If a patient had multiple preferred-term events within a specific grouped-term adverse event, then the maximum grade (according to the Common Terminology Criteria for Adverse Events) across those events was counted.

‡ In the standard EGFR-TKI group, there were two patients who had missing data on grade, one with diarrhea and one with nausea. In addition, there was one patient with grade 5 diarrhea and one patient with grade 5 dyspnea.

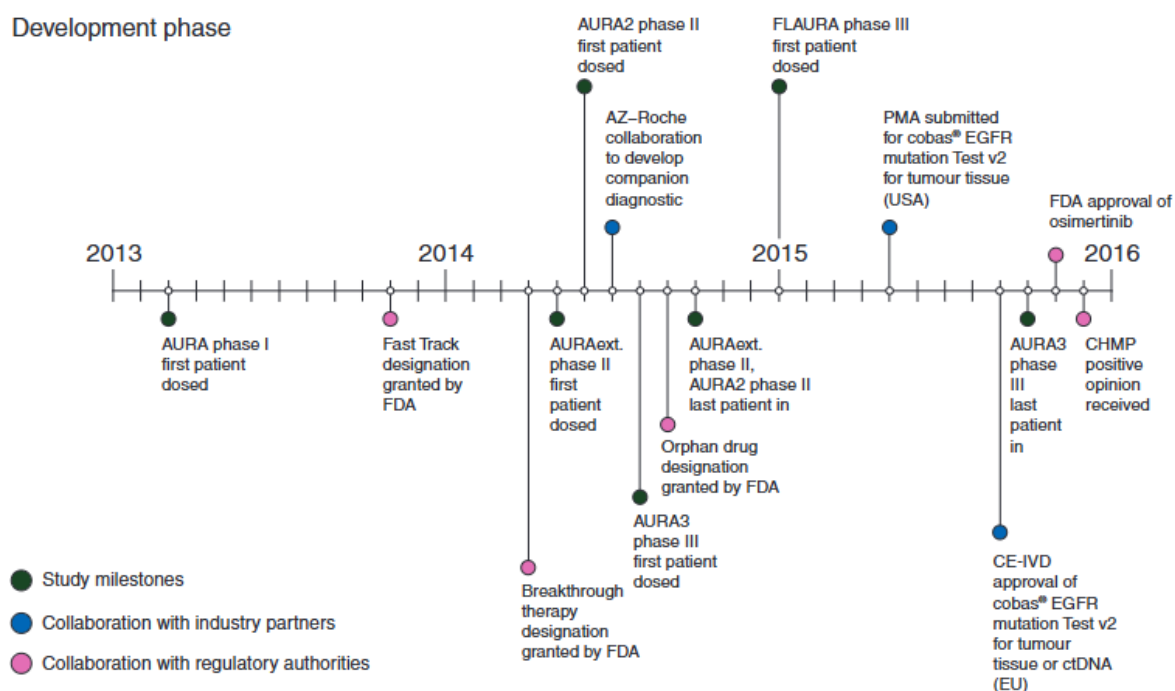
자료 : NEJM, 현대차증권

〈그림27〉 오시머티닙 개발 타임라인

A Discovery phase



B Development phase



자료 : Science Direct, 현대차증권

타그리소를 넘어 왕좌를 향해

왕좌를 위한 첫걸음: C797S 변이 양성 환자 대상 2L 가속승인

VRN11 역시 오시머티닙과 마찬가지로 표준 치료 이후 획득된 내성변이를 타깃하는 2차 치료 옵션으로 가속승인을 노린다. 3세대 약물 치료 이후 발생하는 내성변이는 C797S 변이로 3세대 치료를 받은 환자 중 약 10% 수준에서 발생한다. C797S 변이는 2세대 약물과 오시머티닙이 공유결합하는 C797 부분에 변이가 발생한 것으로 C797에 공유 결합하는 약물들은 타깃할 수 없는 표적이다.

현재 C797S 변이 양성을 특정해서 승인을 받은 치료 옵션은 없는 상황이다. 1차 치료에서 오시머티닙 치료 이후 진행된 환자들의 2차 치료 옵션은 아미반타맙 + 화학항암제 병용과 화학항암제 단독 요법이다. 2차 옵션의 유효성과 안전성 데이터는 MARIPOSA-2 임상 결과에서 직접 비교가 가능하다.

〈그림28〉 MARIPOSA-2 유효성 결과

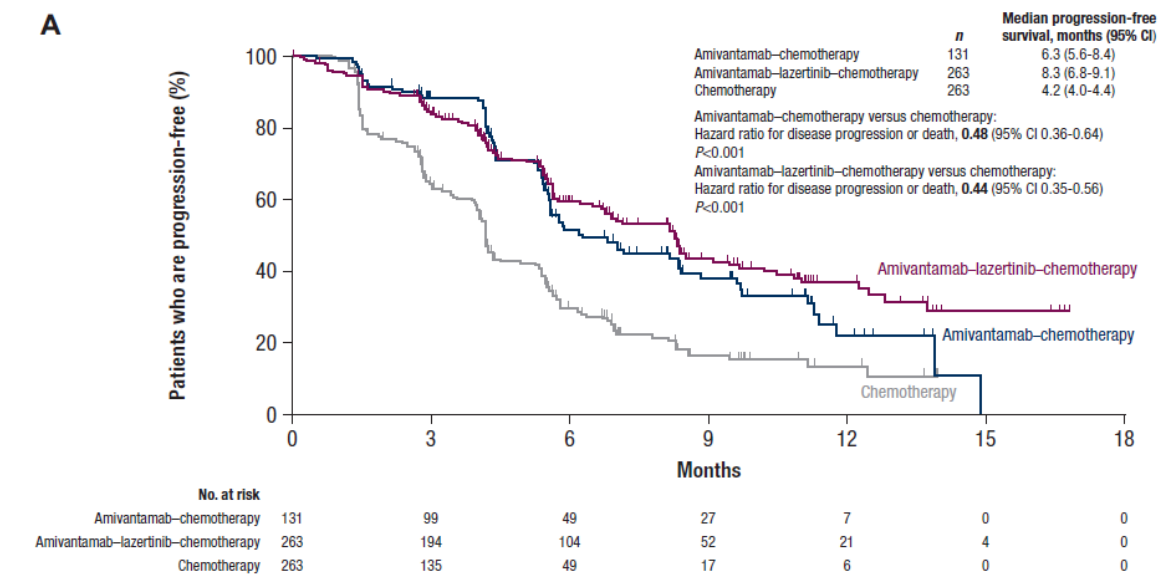


Table 2. Key efficacy endpoints by blinded independent central review

Endpoint	Chemotherapy (n = 263)	Amivantamab-chemotherapy (n = 131)	Amivantamab-lazertinib-chemotherapy (n = 263)
Progression-free survival			
No. of months, median (95% CI)	4.2 (4.0-4.4)	6.3 (5.6-8.4)	8.3 (6.8-9.1)
% of patients progression-free at 6 months (95% CI)	30 (23-36)	51 (41-60)	59 (52-65)
% of patients progression-free at 12 months (95% CI)	13 (8-20)	22 (12-34)	37 (29-45)
Objective response rate, ^a % (95% CI)	36 (30-42)	64 (55-72)	63 (57-69)
Duration of response ^a			
No. of months, median (95% CI) ^b	5.6 (4.2-9.6)	6.9 (5.5-NE)	9.4 (6.9-NE)
Intracranial progression-free survival			
No. of months, median (95% CI)	8.3 (7.3-11.3)	12.5 (10.8-NE)	12.8 (11.1-14.3)
% of patients progression-free at 6 months (95% CI)	66 (59-72)	78 (69-85)	79 (74-84)
% of patients progression-free at 12 months (95% CI)	34 (23-45)	50 (35-64)	54 (45-63)

자료 : WCLC 2026, 현대차증권

MARIPOSA-2이 결과에 따르면 아미반타맙 + 화학항암제 요법의 PFS는 6.3개월, ORR 64%였으며, 화학항암제 요법은 PFS 4.2개월, ORR 36% 수준이었다. 다만, 아미반타맙 + 화학항암제 병용요법은 안전성에서 상당한 부담이 있다. Grade 3 이상 부작용 발생환자가 72%였으며 투약 용량을 줄인 환자가 41%, 투약을 중단한 환자가 18%로 확인되었다.

〈그림29〉 MARIPOSA-2안전성 결과

Table 3. Treatment-emergent adverse events						
Event, n (%)	Chemotherapy (n = 243)		Amivantamab—chemotherapy (n = 130)		Amivantamab—lazertinib—chemotherapy (n = 263)	
Any event	227 (93)		130 (100)		263 (100)	
Grade ≥3	117 (48)		94 (72)		242 (92)	
Any serious event	49 (20)		42 (32)		137 (52)	
Any event resulting in death	3 (1)		3 (2)		14 (5)	
Any event leading to:						
Interruptions of any study agent	81 (33)		84 (65)		202 (77)	
Reductions of any study agent	37 (15)		53 (41)		171 (65)	
Discontinuations of any study agent	9 (4)		24 (18)		90 (34)	
Adverse events ^a	All	Grade ≥3	All	Grade ≥3	All	Grade ≥3
Neutropenia ^b	101 (42)	52 (21)	74 (57)	59 (45)	181 (69)	144 (55)
Thrombocytopenia ^b	72 (30)	22 (9)	57 (44)	19 (15)	158 (60)	96 (37)
Infusion-related reaction	1 (0.4)	0	76 (58)	7 (5)	148 (56)	9 (3)
Anemia	97 (40)	23 (9)	51 (39)	15 (12)	141 (54)	48 (18)
Paronychia	1 (0.4)	0	48 (37)	3 (2)	133 (51)	11 (4)
Nausea	90 (37)	2 (1)	58 (45)	1 (1)	131 (50)	16 (6)
Rash	12 (5)	0	56 (43)	8 (6)	126 (48)	17 (6)
Stomatitis	21 (9)	0	41 (32)	1 (1)	120 (46)	24 (9)
Leukopenia	68 (28)	23 (9)	37 (28)	26 (20)	106 (40)	71 (27)
Hypoalbuminemia	21 (9)	1 (0.4)	29 (22)	3 (2)	104 (40)	12 (5)
Constipation	72 (30)	0	50 (38)	1 (1)	96 (37)	3 (1)
Decreased appetite	51 (21)	3 (1)	40 (31)	0	85 (32)	7 (3)
Peripheral edema	15 (6)	0	42 (32)	2 (2)	85 (32)	1 (0.4)
Vomiting	42 (17)	1 (0.4)	32 (25)	1 (1)	76 (29)	10 (4)
Fatigue	47 (19)	4 (2)	36 (28)	4 (3)	69 (26)	15 (6)
Diarrhea	16 (7)	1 (0.4)	18 (14)	1 (1)	68 (26)	10 (4)
Asthenia	40 (16)	5 (2)	34 (26)	1 (1)	67 (25)	14 (5)
Dermatitis acneiform	7 (3)	0	26 (20)	5 (4)	62 (24)	17 (6)
Alanine aminotransferase increased	67 (28)	10 (4)	26 (20)	7 (5)	55 (21)	14 (5)
Hypokalemia	15 (6)	6 (2)	24 (18)	6 (5)	55 (21)	16 (6)
COVID-19	25 (10)	0	27 (21)	2 (2)	44 (17)	0
Hypocalcemia	9 (4)	0	16 (12)	1 (1)	44 (17)	3 (1)
Aspartate aminotransferase increased	57 (23)	0	19 (15)	1 (1)	43 (16)	7 (3)
Hyponatremia	16 (7)	2 (1)	13 (10)	5 (4)	42 (16)	10 (4)
Pruritus	17 (7)	0	20 (15)	0	30 (11)	0
Adverse events of special interest	All	Grade ≥3	All	Grade ≥3	All	Grade ≥3
Rash ^c	30 (12)	0	92 (71)	13 (10)	197 (75)	40 (15)
Venous thromboembolism ^d	11 (5)	7 (3)	13 (10)	3 (2)	58 (22)	17 (6)
Interstitial lung disease ^e	0	0	2 (2)	1 (1)	7 (3)	5 (2)

자료 : WCLC 2026, 현대차증권

또 한 가지 주목할만한 점은 MARIPOSA-2의 내성기전별 하위분석을 보면 2차적인 EGFR 변이가 나타난 환자군에서는 아미반타맙 + 화학항암제 병용요법이 화학항암제 단독 대비 통계적 유의성을 확보하지 못했다는 점이다. 물론 2차적인 EGFR 변이가 C797S만 있는 것은 아니나 추가적인 EGFR 변이 발생시 아미반타맙 + 화학항암제 병용 요법의 유효성이 떨어진다는 것을 유추해볼 수 있다.

〈그림30〉 MARIPOSA-2 내성기전별 하위분석 결과

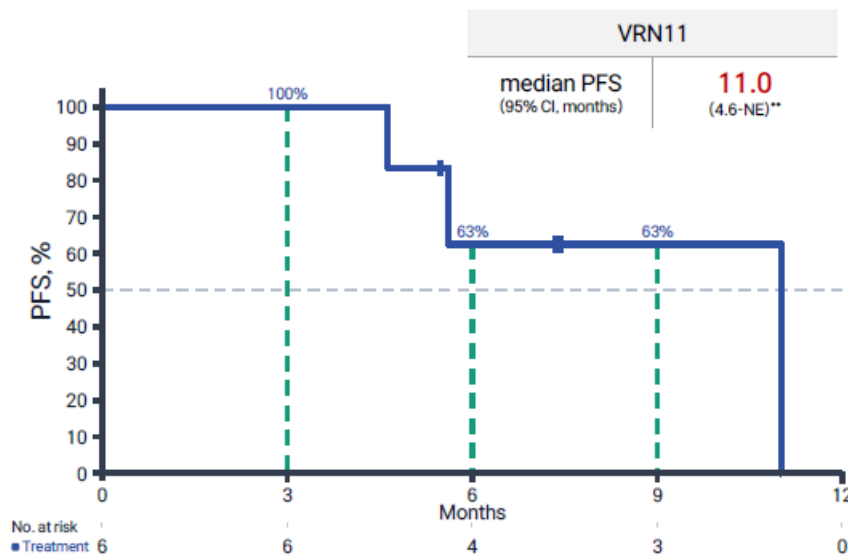
	Ami-chemo, chemo (n)	Ami-chemo vs chemo, mPFS (mo)	HR (95% CI); P value
Detectable baseline ctDNA	104, 195	5.9 vs 4.2	0.49 (0.36–0.68); <0.001
TP53 co-mutation	59, 127	5.6 vs 4.1	0.63 (0.44–0.92); 0.014
METamp present	12, 30	4.4 vs 3.1	0.51 (0.24–1.11); 0.078
Secondary EGFR resistance mutations present	15, 39	5.7 vs 5.0	0.55 (0.26–1.19); 0.125
Secondary EGFR resistance mutations absent	89, 156	6.2 vs 4.2	0.47 (0.34–0.67); <0.001
EGFR/MET dependent	27, 62	5.5 vs 4.1	0.57 (0.33–0.99); 0.042
EGFR/MET independent	39, 41	5.6 vs 3.9	0.54 (0.31–0.94); 0.025
Unknown	38, 92	9.7 vs 4.2	0.31 (0.17–0.56); <0.001
Independent + unknown	77, 133	7.0 vs 4.2	0.47 (0.32–0.68); <0.001

자료 : ASCO 2025, 현대차증권

이번 WCLC 2026에서 VRN11의 C797S 양성 변이 환자의 PFS 데이터가 공개되었다. C797S 양성 환자 7명 중 160mg 이상 투약한 환자 6명에 대해서만 유효성 분석을 진행한 결과이긴 하나, 데이터가 상당히 일관되게 확인되고 있다. 6명 환자 모두 40% 이상의 종양 감소를 일관되게 보이며 PR을 달성했으며, PFS는 11개월을 달성했다. 뿐만 아니라 투약 이후의 ctDNA 검사에서 C797S 변이가 모두 소실된 것이 확인되었다.

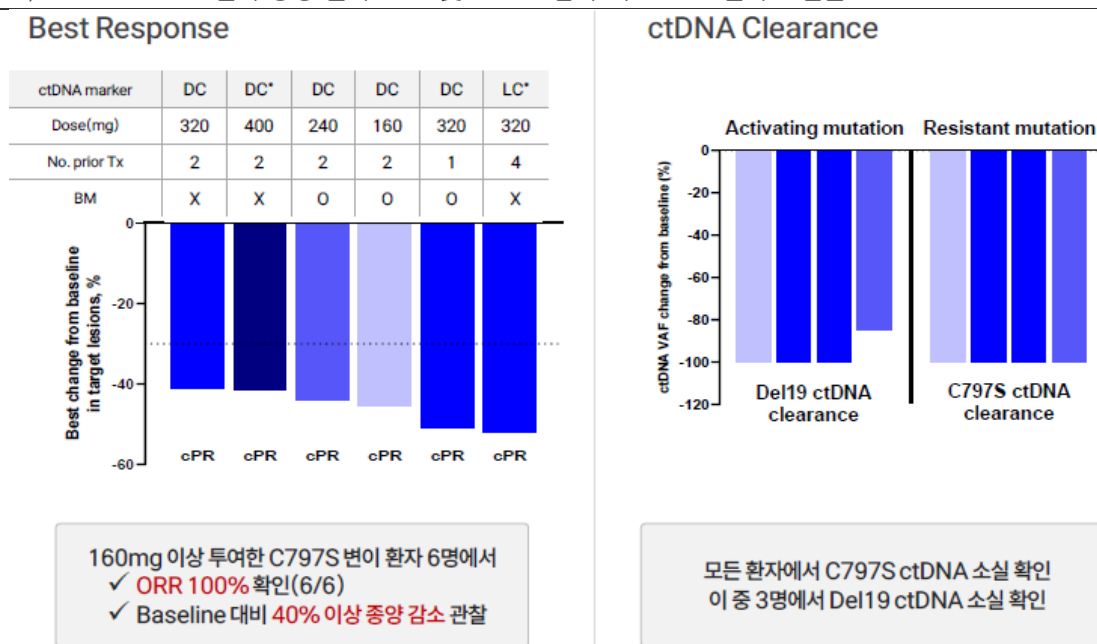
안전성에서도 2차 표준옵션이 아미반타맙 + 화학항암제 요법 대비 월등히 우월한 결과를 보여주었다. 1a상 480mg 이하 전체 환자 67명 중 단 3%의 환자에서만 Grade 3 이상 부작용이 확인되었으며 용량을 줄인 환자는 6%, 투약을 중단한 환자는 없었다. 또한 320mg 이상 용량에서 6개월 이상 투약한 환자군에서도 Grade 3 이상 부작용은 발견되지 않았다.

〈그림31〉 VRN11 C797S 변이 양성 환자 PFS



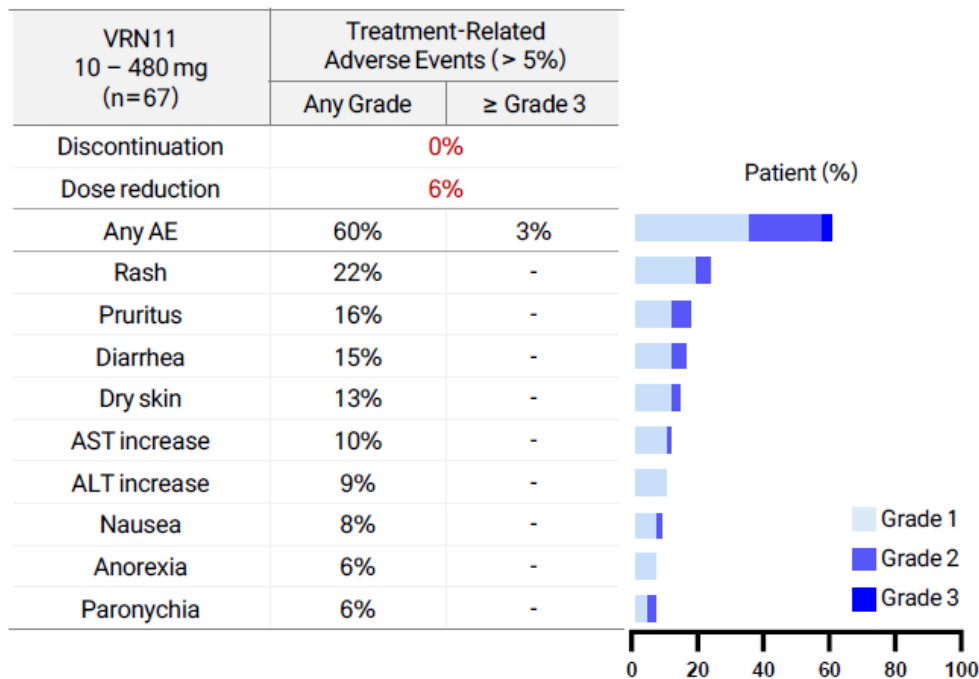
자료 : WCLC 2026, 현대차증권

〈그림32〉 VRN11 C797S 변이 양성 환자 ORR 및 ctDNA 검사 시 C797S 변이 소실률



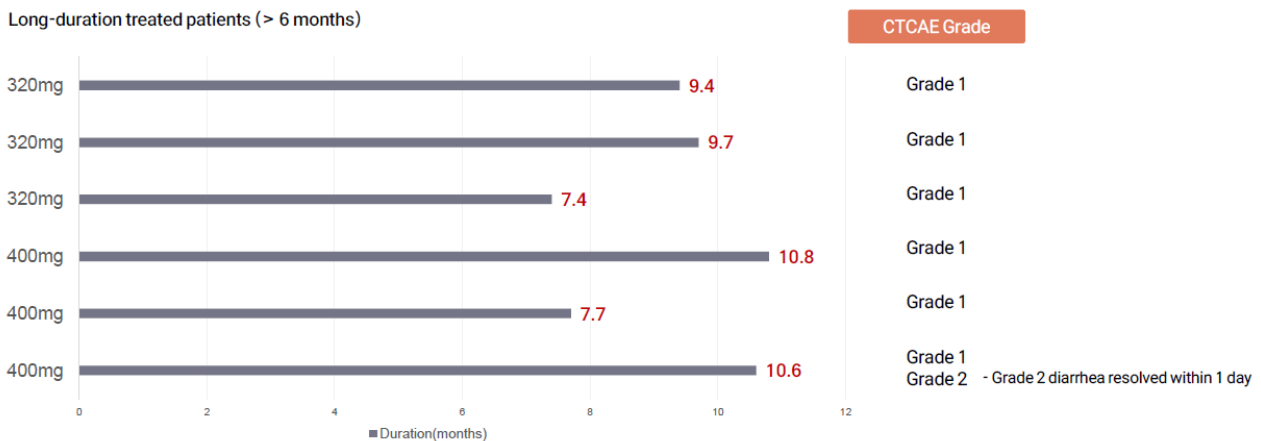
자료 : WCLC 2026, 현대차증권

〈그림33〉 VRN11 1a상 전체 환자군에서의 안전성 데이터



자료 : WCLC 2026, 현대차증권

〈그림34〉 VRN11 320mg 이상, 6개월 이상 투약군에서도 안전성 확인



자료 : 보로노이, 현대차증권

결론적으로 현재 C797S 변이에 대한 뚜렷한 치료 옵션은 부재한 상황에서 현재 2차 치료제 이미반타맙 + 화학항암제 대비 유효성과 안전성 개선 가능성을 상당 부분 시사하고 있다. 또한 현재 개발 중인 4세대 EGFR TKI 파이프라인들과 비교했을 때도 우월한 유효성 및 안전성을 보여주고 있다. 따라서 1b/2상 결과 확보 이후 FDA 가속승인을 들어갈 수 있을 것으로 전망된다.

〈표4〉 4세대 EGFR TKI 파이프라인 C797S 변이 양성 환자군에서의 유효성 및 안전성 비교

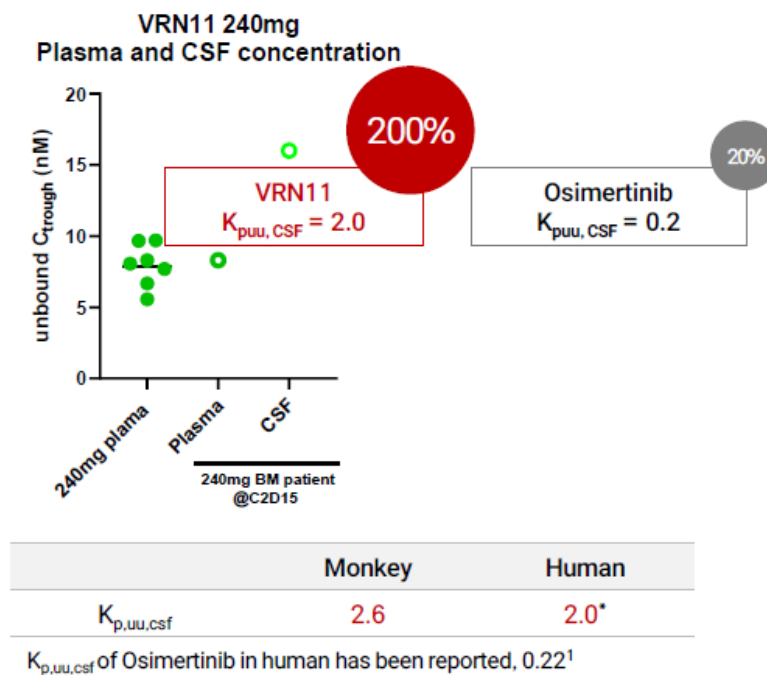
	VRN11	DZD6008	BH-30643	HS-10504		Silevertinib (BDTX-1535)
				300mg	400mg	
임상단계	1 상	1 상	1 상	1 상	1 상	2 상
ORR	100% (6/6)	42.9% (9/21) (60mg)	43.8% (14/32)	31.8%	52.9%	36.4% (12/33) (200mg)
≥G3 TRAE	3%	보고되지 않음	20%	35.3%	65.7%	35%
Dose reduction	6%	보고되지 않음	16%	보고되지 않음	42.9%	32%

자료 : 각 사, 현대차증권

3세대를 능가할 CNS 유효성

오시머티닙은 기존 1, 2세대 약물 대비 CNS 유효성이 개선된 결과를 보여주었으나, CNS 내 유효성이 충분하다고 보기는 어렵다고 판단된다. 뇌 유리농도는 혈장 내 유리농도와 혈액과 뇌 사이의 약물 분포 비율 상수인 $K_{p,uu}$ 에 따라 결정된다. 오시머티닙의 연수막 전이 (LM) 임상에서는 오시머티닙의 $K_{p,uu}$ 가 0.16-0.22 수준으로 보고된다. 즉, 혈액 농도 대비 20% 수준만 뇌로 들어간다는 의미이다.

〈그림35〉 240mg 투약 환자에서 확인한 혈장 대비 뇌척수액 내 유리 약물 계수



자료 : 보로노이, 현대차증권

이는 오시머티닙의 임상 결과에서도 나타난다. CNS ORR 87%, CR16%, 24개월 누적 CNS 진행 환자 비율 23%라는 데이터는 “잘 반응하지만 완전관해는 적고 신규 병변이 계속 생긴다”는 의미로 해석된다. 이는 3세대 ALK TKI 롤라티닙과 비교했을 때 더 잘 드러난다. 롤라티닙은 1세대 ALK TKI 크리조티닙 대비 CNS에서의 유효성을 극적으로 개선한 것으로 잘 알려져 있다.

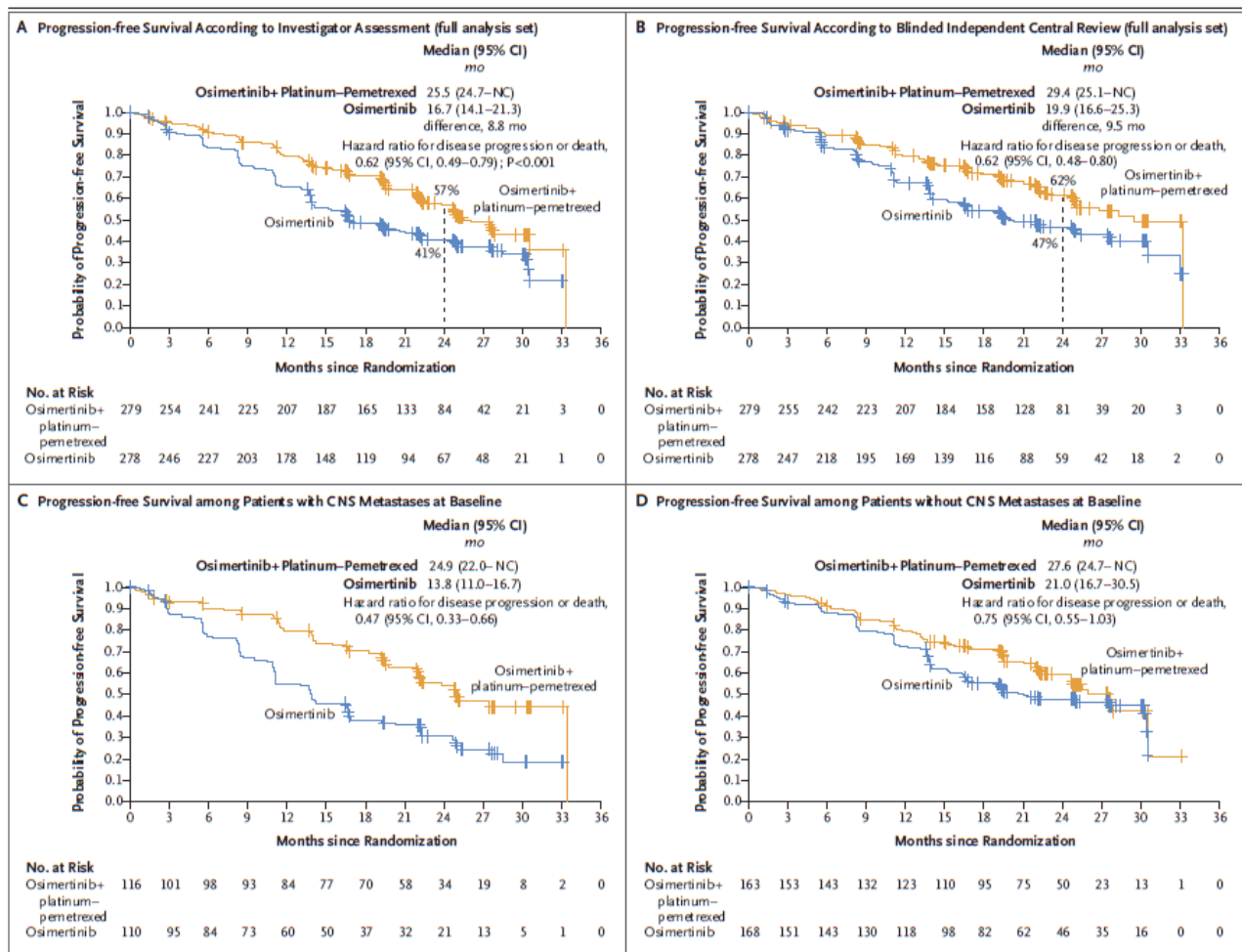
롤라티닙의 $K_{p,uu}$ 는 0.77로 측정가능 병변 기준으로 CNS ORR 82%, CR71%, 12개월 누적 CNS 진행 환자 비율 7%로 오시머티닙과 비교했을 때 반응률(ORR)은 비슷한데 반응의 깊이(CR)에서는 큰 차이를 보인다.

〈표5〉 FLAURA2 뇌전이 환자 하위분석

지표	오시메티닙 단독	오시메티닙 + 화학항암제
전신 PFS, 뇌전이 환자	13.8 개월	24.9 개월
CNS ORR / CR (cFAS, 비측정 병변 포함)	69% / 43%	73% / 59%
CNS ORR / CR (cEFR, 측정가능 병변만)	87% / 16%	88% / 48%
CNS PFS (cFAS)	27.6 개월	30.2 개월
누적 CNS 진행, 24 개월	23%	9%
신규 CNS 병변 발생	5%	4%

자료 : NEJM, 현대차증권

〈그림36〉 오시메티닙 FLAURA2 PFS 결과



자료 : NEJM, 현대차증권

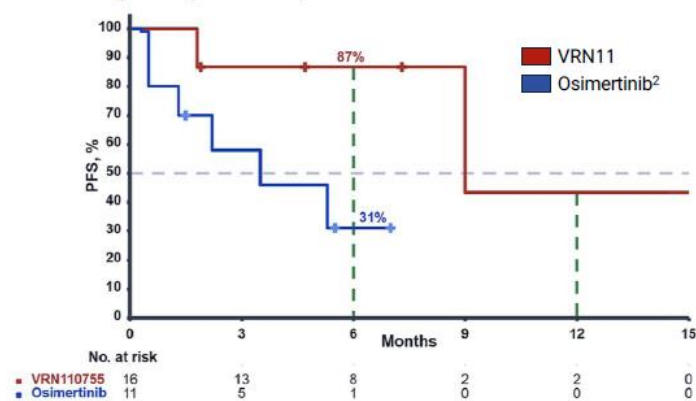
오시머티닙의 CNS 유효성 부족은 PFS에서도 관찰된다. 톨라티닙은 뇌전이 여부에 따른 PFS 격차가 거의 없다. 오시머티닙의 경우 FLAURA2의 뇌전이 하위환자군 분석에서도 뇌전이 없는 환자군에서의 PFS는 21개월, 뇌전이가 있는 환자군에서의 PFS는 13.8개월로 약 7개월 차이가 난다.

반면, VRN11의 경우 $K_{p,uu}$ 가 2이기 때문에 혈중에서의 약물 농도보다 뇌에서의 약물 농도가 2배 많다. 이게 가능한 이유는 VRN11은 기질(Substrate)이 아니기 때문이다. 뇌혈관장벽에는 MDR1(P-gp 펌프)이라는 배출 펌프가 있는데 기질을 뇌 밖으로 밀어내는 작용을 한다. VRN11은 거기서 그치지 않고 MDR1을 억제한다. 즉 VRN11은 "배출을 안 당한다"에 그치지 않고 배출 펌프가 작동하지 못하게 막아 유입이 더 잘 되게 만든다.

이는 실제로 전임상 및 임상 데이터로 확인된다. 내성 변이 음성 환자군에서의 두개 내 PFS를 비교했을 때 오시머티닙은 3.5개월, VRN11은 9개월로 확인이 되었다. 다만, 이는 각각 다른 임상에서의 결과를 가져온 것이기 때문에 환자군의 baseline에 따라 해석될 달라질 수 있다. 마우스 모델에서도 두개 내 종양에 대한 억제력이 오시머티닙보다 더 뛰어난 결과를 보여 주고 있다.

〈그림37〉 타깃 변이 음성 환자에서의 두개내 PFS 비교

[biomarker-negative pts] Comparison of iPFS From Published Studies



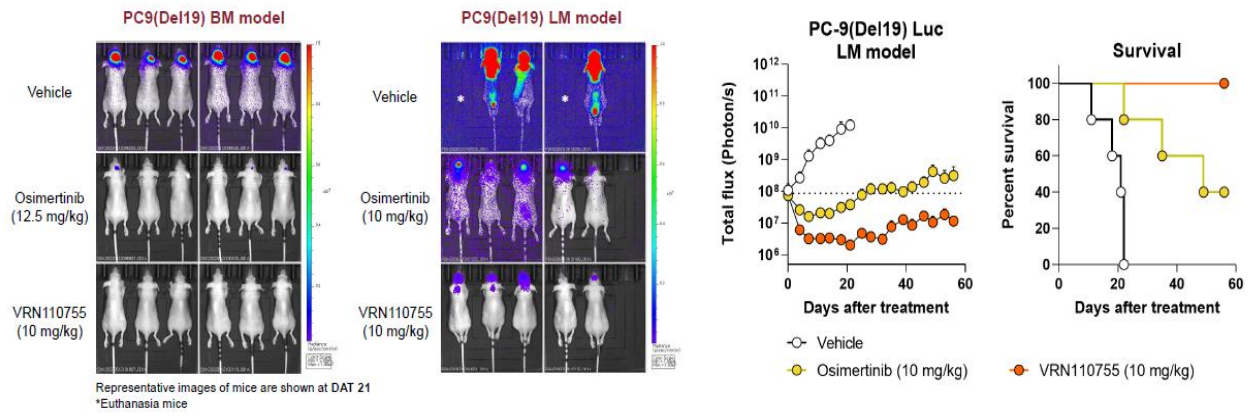
✓ 15 patients previously treated with 3rd-gen. EGFR TKIs (15/16)

Efficacy in BM patients

With baseline BM	VRN11 (≥ 160 mg, C797S negative)	Osimertinib ^{1,2} (T790M negative)
iPFS	9.0 months (9.0-NR)	3.5 months (1.0-NR)

자료 : WCLC 2026, TREM 2020, 현대차증권

〈그림38〉 VRN11 전임상: 마우스 모델 두개 내 종양 억제력 비교

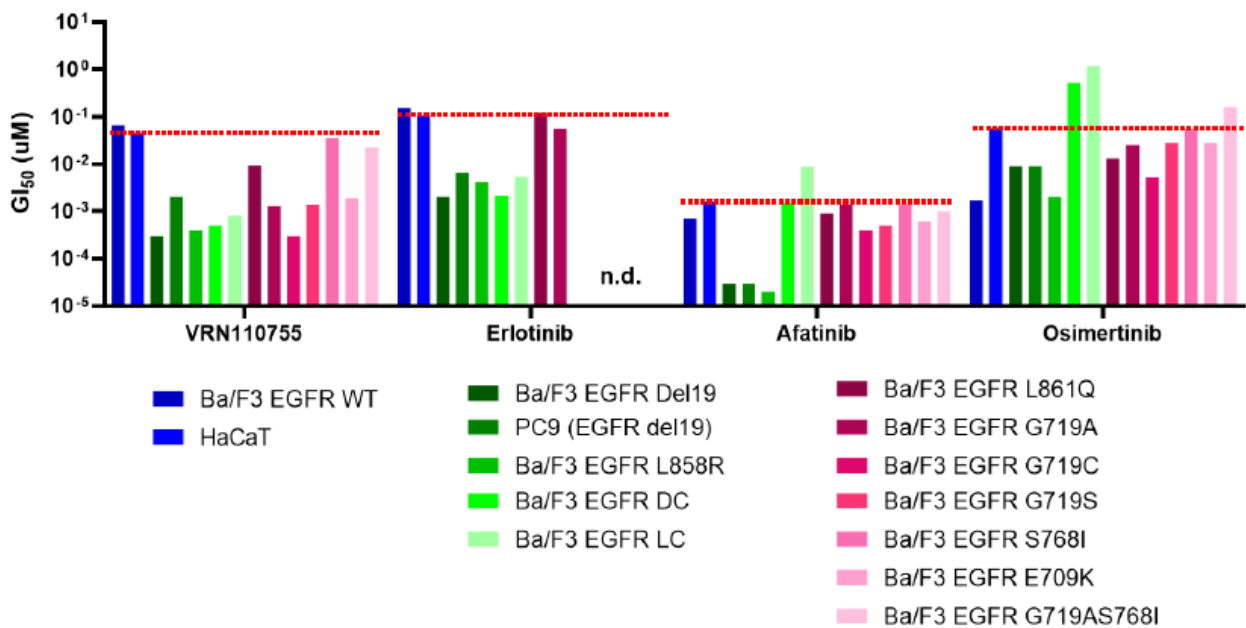


자료 : WCLC 2026, 현대차증권

1L을 위한 마지막 퍼즐: Classic 변이에 대한 억제력과 T790M까지 잡는다면

앞서 오시머티닙의 전임상 결과에서 기존 세대 약물 대비 개선된 EGFR 선택성을 봤던 것과 동일하게 VRN11을 살펴보자. 기존 약물 대비 정상 EGFR 억제 농도에 비해 EGFR 변이에 대한 억제 농도가 훨씬 낮은 것을 확인할 수 있다. 특히 오시머티닙 대비했을 때 EGFR Classic 변이인 Del19과 L858R에 대한 선택성이 우월함을 확인할 수 있다.

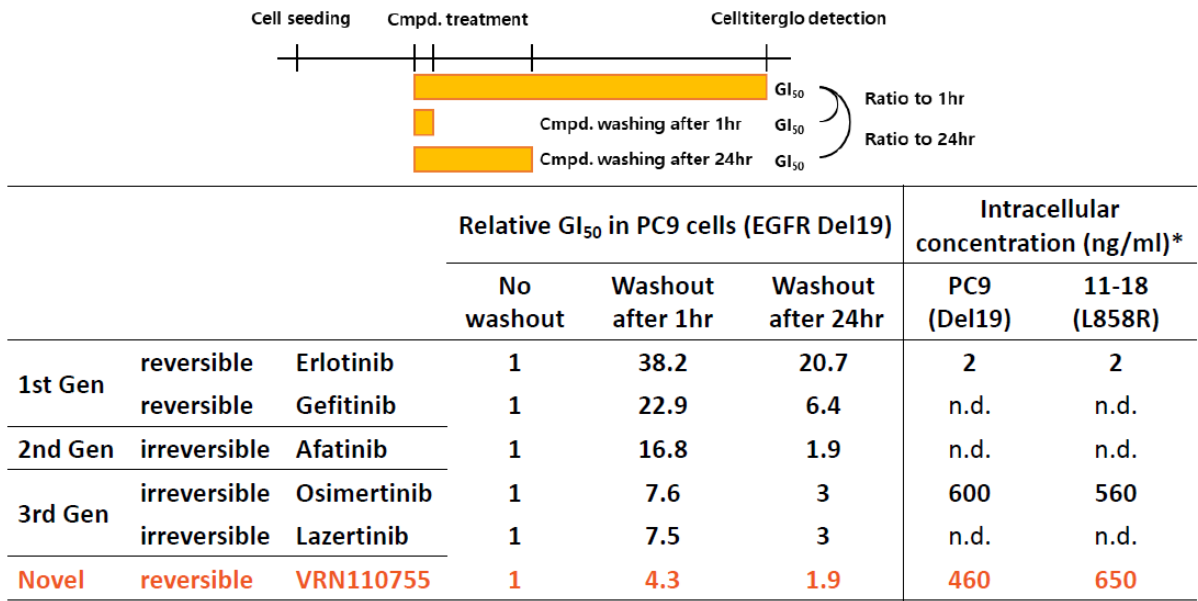
〈그림39〉 VRN11의 우월한 EGFR 변이 선택성



자료 : WCLC 2023, 현대차증권

다음으로는 Del19 변이에 얼마나 빠르고 강하게 결합하는지를 본 약물 세척 시험이다. 투약 이후 씻어내지 않은 세포주 대비 1시간 이후 씻어낸 세포주와 24시간 이후 세척한 세포주에서 세포 증식을 얼마나 억제했는지를 비교한다. 1세대 비공유결합 약물은 세척 시 떨어져 나가기 때문에 세포 증식을 억제하지 못하는 것을 볼 수 있다. 다만 VRN11은 비공유결합임에도 불구하고 공유결합하는 2, 3세대 약물보다 더 빠르고 강하게 결합하는 것을 확인할 수 있다.

〈그림40〉 약물 세척 시험 결과



자료 : WCLC 2023, 현대차증권

결론적으로 전임상 결과로 미루어 보았을 때 VRN11은 EGFR 변이에 대한 선택성이 강하고, 비공유결합 방식임에도 불구하고 공유결합 방식의 약물들보다 타겟 변이에 더 빠르고 강하게 결합한다는 것을 알 수 있다. 이러한 EGFR 변이에 대한 높은 선택성으로 인해 1a상에 서의 320mg 이상의 용량에서도 낮은 부작용을 유지하는 것으로 판단된다.

현재 오시머티닙이 1차 치료제가 되면서 T790M 변이 검출이 크게 감소했으나, VRN11이 치료 이력이 없는 환자들을 대상으로 처방되었을 때는 T790M 변이가 다시 증가할 수 있다. 다만 T790M 변이 발생 시 결합력이 급감하는 1, 2세대 약물들과는 달리 VRN11은 순수한 T790M 변이 결합력을 보여줄 것으로 기대된다.

〈그림41〉 T790M 변이에서도 순수한 결합력을 보이는 VRN11

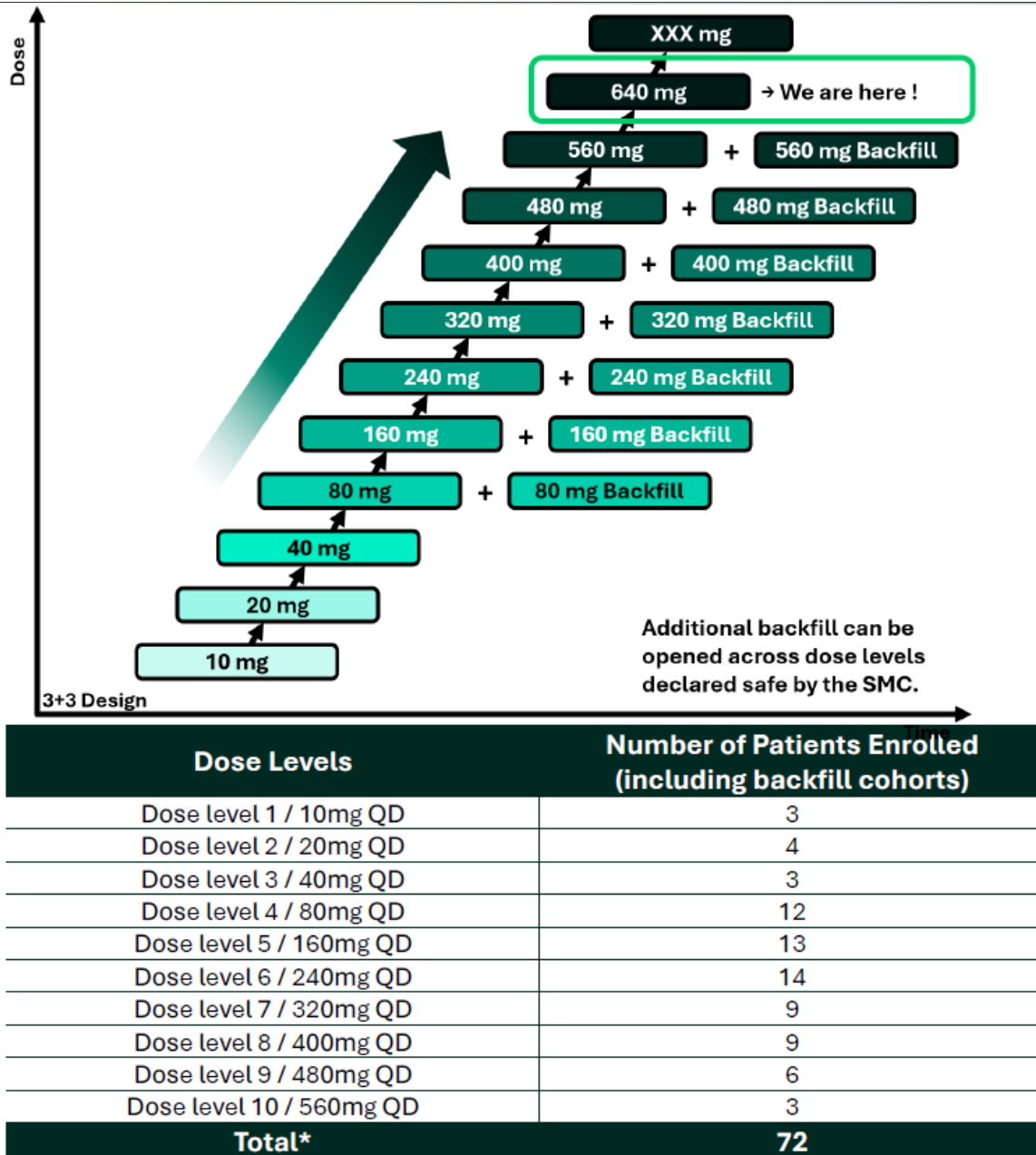
Catalytic IC ₅₀ (nM)	Driver	Resistance		Uncommon		
TKI	Del19	Del19-T790M	Del19-C797S	L861Q	G719S	L718Q
1G Erlotinib	3	1,390	<1.0	<1.0	2	34.1
3G Osimemrtinib	2.8	0.8	240	<1.0	10.3	292
VRN110755	3.6	7.1	<1.0	<1.0	<1.0	3

자료 : AOS 2025, 현대차증권

1b/2상 나이트 환자 대상 임상 개시, 본게임 시작

VRN11은 현재 1a상에서 560mg 용량까지 총 72명의 환자들을 대상으로 투약을 진행했으며, 9월 15일 WCLC 2026에서 10~480mg 용량을 투약한 67명의 환자에 대한 데이터를 발표했다. 현재 640mg까지 용량 증량할 계획이며 추후 560mg, 640mg 투약 환자에 대한 데이터 공개가 기대되는 상황이다.

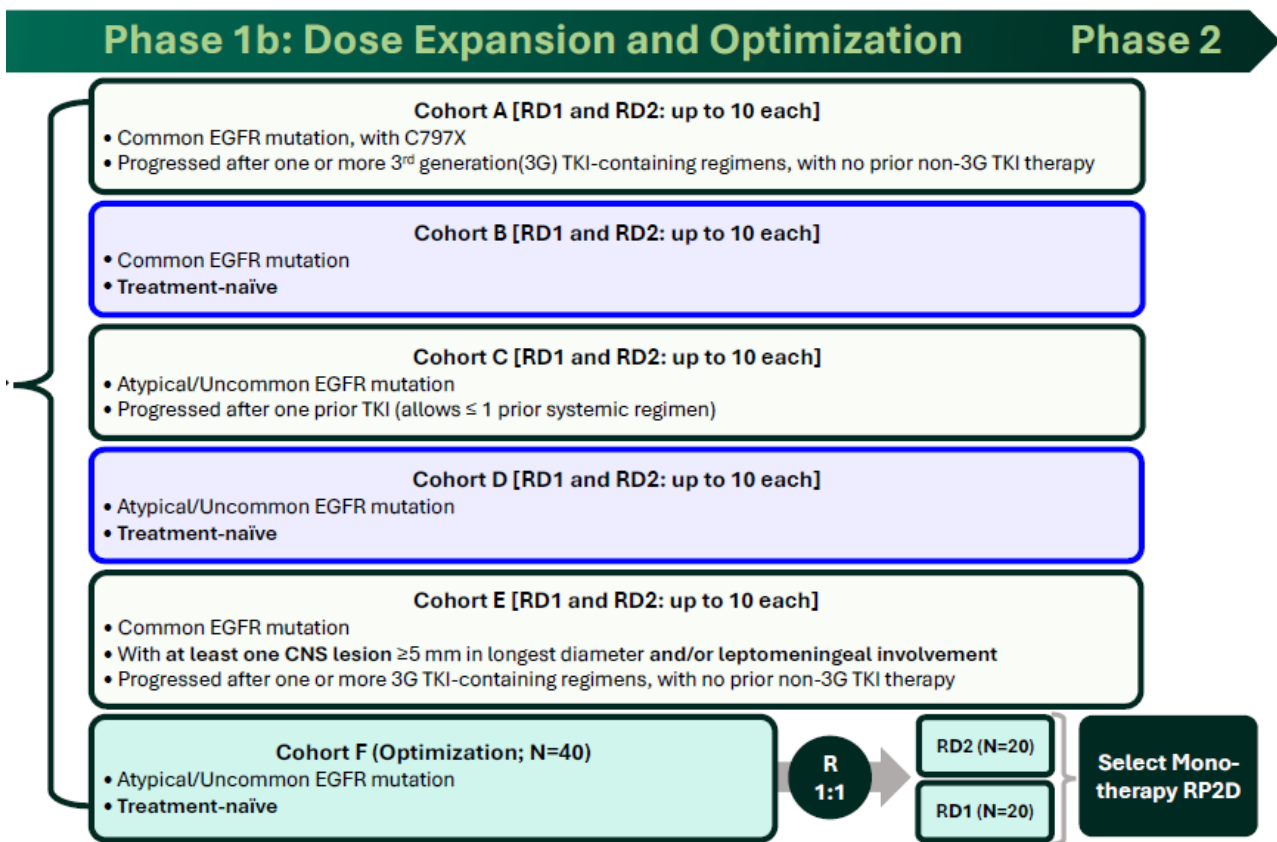
〈그림42〉 VRN11 임상 1a상 디자인



자료 : WCLC 2026, 현대차증권

현재 호주와 홍콩, 싱가포르, 말레이시아, 태국에서 1b상을 개시했으며, 치료 이력이 없는 환자들을 대상으로도 임상을 진행한다. 현재 저용량은 320mg으로 확정이 된 상황이며, 고용량은 아직 확정이 되지 않았으나 뛰어난 안전성을 고려했을 때 640mg가 선정될 가능성이 높을 것으로 판단된다. 각 코호트 당 저용량 10명, 고용량 10명 최대 20명의 환자를 모집할 계획이며, 무엇보다 1차 치료제로서의 가능성을 확인할 수 있는 데이터 발표가 기대된다.

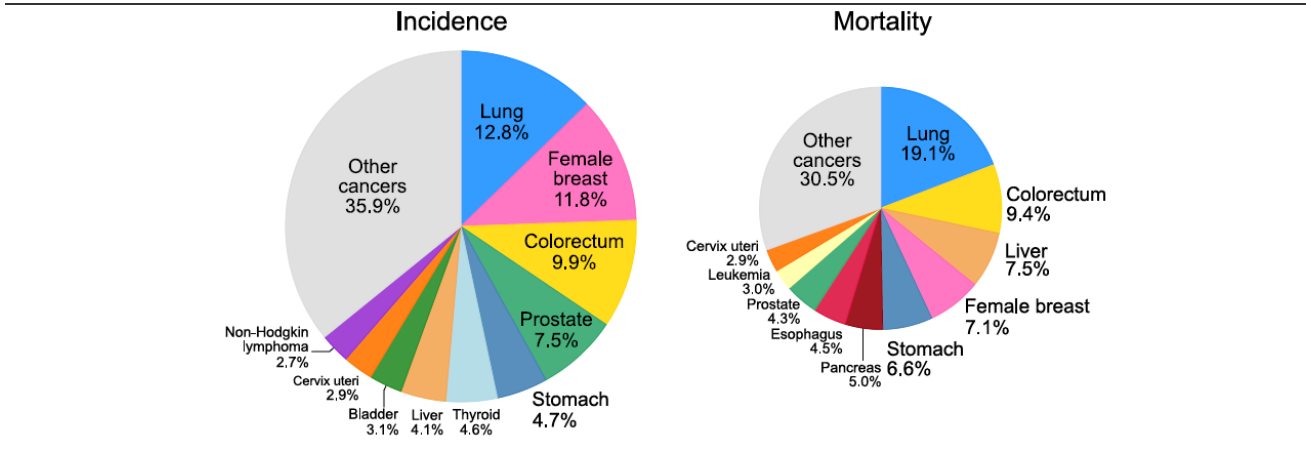
〈그림43〉 VRN11 임상 1b상 디자인



자료 : WCLC 2026, 현대차증권

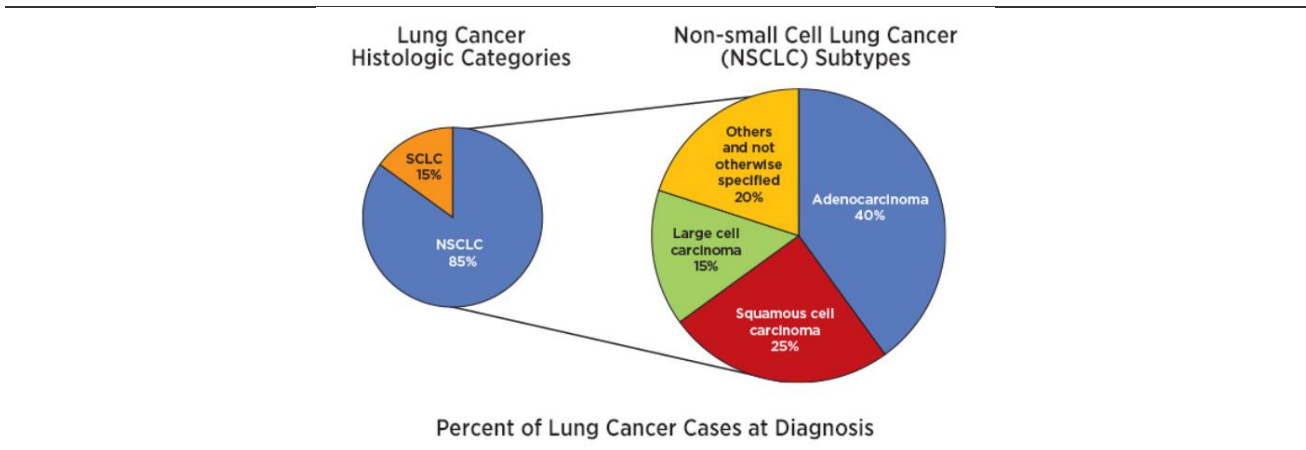
Appendix

〈그림44〉 2024년 암종별 신규 환자 및 사망 환자 발생 비중



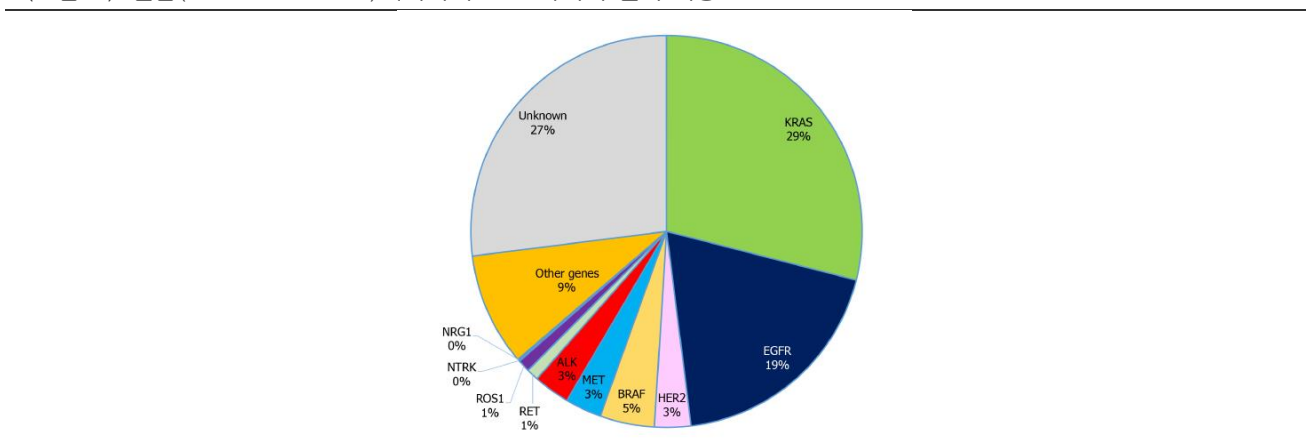
자료 : GLOBAL CANCER STATISTICS 2024, 현대차증권

〈그림45〉 폐암 하위 분류



자료 : AACR, 현대차증권

〈그림46〉 선암(Adenocarcinoma)에서의 주요 드라이버 변이 비중



자료 : Science Direct, 현대차증권

〈그림47〉 EGFR 변이 비소세포폐암 NCCN 가이드라인

Guide 3 Targeted therapy for metastatic NSCLC with <i>EGFR</i> deletions and mutations	
<i>EGFR</i> exon 19 deletion or <i>EGFR</i> L858R mutation	Preferred therapies • Osimertinib • Carboplatin (or Cisplatin), Osimertinib, Pemetrexed for adenocarcinoma, large cell carcinoma, and rare cell types of lung cancer • Lazertinib plus Amivantamab-vmjw
	Therapies used in certain cases • Afatinib • Dacomitinib • Erlotinib • Erlotinib plus Bevacizumab • Erlotinib plus Ramucirumab • Gefitinib • Lazertinib
<i>EGFR</i> S768I, L861Q, or G719X mutation	Preferred therapies • Afatinib • Osimertinib
	Other recommended therapies • Dacomitinib • Erlotinib • Gefitinib

자료 : NCCN, 현대차증권

〈그림48〉 EGFR 변이 비소세포폐암 TKI 치료 중 진행했을 시 가이드라인

Guide 4 Options if metastatic NSCLC grows during <i>EGFR</i>-targeted therapy
Stay on targeted therapy if it has some benefit. Your care team will consider if local treatment would also help.
Switch to a different targeted therapy • Switch from Afatinib, Dacomitinib, Erlotinib, or Gefitinib to Osimertinib • Switch from chemotherapy-Osimertinib to Datopotamab deruxtecan-dlnk (Preferred therapy) or to Lazertinib plus Amivantamab (Other recommended therapy) • Switch from Osimertinib to Carboplatin, Pemetrexed plus Amivantamab (Preferred therapy) or to Lazertinib plus Amivantamab (Used in certain cases) • Switch from a kinase inhibitor to Afatinib plus Cetuximab
Start treatment listed in Chapter 6

자료 : NCCN, 현대차증권

COMPANY REPORT

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	0	8	4	4	4
증가율 (%)	N/A	N/A	-50.0	0.0	0.0
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	0	8	4	4	4
매출이익률 (%)	N/A	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	N/A	N/A	-50.0	0.0	0.0
판매관리비	36	62	87	31	31
판매비율 (%)	N/A	775.0	2,175.0	775.0	775.0
EBITDA	-34	-53	-80	-25	-25
EBITDA 이익률 (%)	N/A	-662.5	-2,000.0	-625.0	-625.0
증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익	-36	-54	-83	-27	-26
영업이익률 (%)	N/A	-675.0	-2,075.0	-675.0	-650.0
증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	적지
영업외손익	4	4	-1	-3	-4
금융수익	5	10	6	2	2
금융비용	1	6	7	5	6
기타영업외손익	-0	-0	0	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-33	-51	-84	-30	-31
세전계속사업이익률	N/A	-637.5	-2,100.0	-750.0	-775.0
증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	적지
법인세비용	-0	-8	-6	-4	-4
계속사업이익	-33	-43	-78	-27	-27
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-33	-43	-78	-27	-27
당기순이익률 (%)	N/A	-537.5	-1,950.0	-675.0	-675.0
증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	적지
지배주주지분 순이익	-33	-43	-78	-27	-27
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	1	1	0	0
총포괄이익	-32	-42	-77	-27	-27

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	-29	-72	-67	-25	-26
당기순이익	-33	-43	-78	-27	-27
유형자산 상각비	2	2	3	2	1
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	-0	0	-0	0	0
운전자본의 감소(증가)	1	-30	2	0	0
기타	1	-1	6	0	0
투자활동으로인한현금흐름	22	-32	56	10	0
투자자산의 감소(증가)	16	-3	0	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1	-2	-4	0	0
기타	7	-27	60	10	0
재무활동으로인한현금흐름	4	130	1	0	15
차입금의 증가(감소)	0	19	0	0	0
사채의증가(감소)	-11	37	-6	0	15
자본의 증가	20	72	12	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-5	2	-5	0	0
기타현금흐름	0	-0	0	0	0
현금의증가(감소)	-3	26	-10	-14	-11
기초현금	13	10	36	26	12
기말현금	10	36	26	12	1

* K-IFRS 연결 기준

	(단위:십억원)				
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	56	148	77	52	42
현금성자산	10	36	26	12	1
단기투자자산	6	60	10	0	0
매출채권	0	0	0	0	0
채고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	1	1	1	1	1
비유동자산	17	23	26	24	22
유형자산	5	6	8	6	4
무형자산	1	1	1	1	1
투자자산	10	13	14	14	14
기타비유동자산	1	3	3	3	3
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	74	171	103	76	64
유동부채	7	8	8	8	23
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	7	8	8	8	23
비유동부채	0	60	53	53	53
사채	0	37	31	31	31
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	19	19	19	19
기타비유동부채	0	4	3	3	3
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	7	67	61	61	76
지배주주지분	66	104	42	15	-12
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	242	314	326	326	326
자본조정 등	12	19	22	22	22
기타포괄이익누계액	-7	-6	-5	-5	-5
이익잉여금	-190	-232	-310	-337	-364
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	66	104	42	15	-12

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	-1,818	-2,323	-4,234	-1,450	-1,463
EPS(지배순이익 기준)	-1,818	-2,323	-4,234	-1,450	-1,463
BPS(자본총계 기준)	3,615	5,643	2,268	818	-645
BPS(지배지분 기준)	3,615	5,643	2,268	818	-645
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	NA	NA	NA	NA	NA
P/E(지배순이익 기준)	NA	NA	NA	NA	NA
P/B(자본총계 기준)	22.1	38.5	62.3	172.9	-219.2
P/B(지배지분 기준)	22.1	38.5	62.3	172.9	-219.2
EV/EBITDA(Reported)	NA	NA	NA	NA	NA
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적지	적지	적지	적지	적지
EPS(지배순이익 기준)	적지	적지	적지	적지	적지
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-44.1	-50.2	-107.2	-94.0	-1,692.3
ROE(지배순이익 기준)	-44.1	-50.2	-107.2	-94.0	-1,692.3
ROA	-38.8	-34.9	-56.9	-29.9	-38.6
안정성 (%)					
부채비율	10.9	65.0	145.6	403.8	-637.5
순차입금비용	순현금	순현금	순현금	25.2	순현금
이자보상배율	NA	NA	NA	NA	NA

HLB이노베이션 (024850)

Analyst 김현석 heunsek0419@hmsec.com

ASH를 기다리며

BUY

TP 24,300원

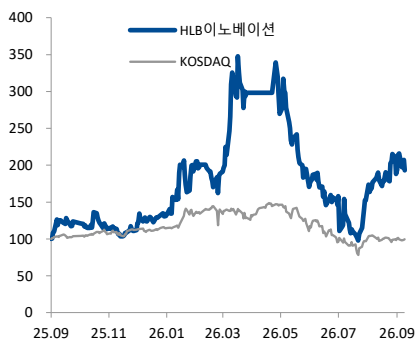
현재주가 (9/17)	14,950원
상승여력	62.5%
시가총액	475십억원
발행주식수	34,518천주
자본금/액면가	79십억원/2,500원
52주 최고가/최저가	26,950원/7,580원
일평균 거래대금 (60일)	3십억원
외국인 지분율	0.00%
주요주주 지분율	
에이치엘비외 12인	35.64%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	9.1	1.7	-27.4
상대주가(%p)	14.8	27.6	0.4

* KIFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	-258	-339	6,900
After	-1,085	-911	24,300
Consensus	N/A	N/A	
Cons. 차이	N/A	N/A	N/A

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

12월 미국혈액학회(ASH) SynKIR-310 임상 1상 중간 결과 발표 예정

- 4월 AACR에서 메소텔린 양성 고형암 대상 임상 1상에서 기존 CAR-T 세포 치료제보다 우수한 안전성 확인. 현재 진행 중인 혈액암 파이프라인 SynKIR-310 임상 1상에서도 우수한 안전성이 확인되고 있는 것으로 파악

- SynKIR-310은 기존 임상계획으로는 코호트2에서 용량 증량 시험을 종료할 예정이었으나, 우수한 안전성이 확인되어 코호트4까지 증량하는 계획으로 변경. 현재 코호트3에서 투약을 진행하고 있는 것으로 파악. 코호트3의 경우 승인 받은 약물 대비 3배-9배 높은 용량으로 이때까지의 CAR-T 세포치료제가 시도하지 못했던 용량

- CAR-T 세포치료제 처방이 고려되는 환자들은 상태가 매우 좋지 않아 부작용 우려로 처방을 못하는 경우가 다수 존재. 혈액암에서 기존 치료제들 대비 우수한 안전성이 확인된다면 CAR-T 세포 치료제 중 가장 선호되는 옵션이 될 것으로 전망

- 올해 12월 ASH 학회에서 SynKIR-310의 임상 1상 중간 결과가 공개될 것으로 예상. 우수한 안전성 확인 시 기존 2세대 CAR-T 세포 부작용 문제를 구조적으로 해결했다는 점 고려 시 KIRCAR 플랫폼 가치 상승 기대

CAR-T 세포 치료제는 모달리티, 적응증, 타깃 전 방향으로 확장 중

- 환자의 체내에 유전자를 전달하여 체내에서 CAR-T 세포를 생산하는 in-vivo CAR-T에 대한 글로벌 빅파마들의 관심 지속. 작년부터 in-vivo CAR-T M&A 및 기술이전 계약 9건으로 총 189억 달러 규모

- CAR-T 세포 치료제 개발은 기존 항암 분야 뿐만 아니라 자가면역질환으로 영역 확장. 특히 중증근무력증, 류마티스관절염 등 자가항체 매개 면역질환에서 B세포 제거를 통한 면역 리셋 이전의 파이프라인 개발 활발히 진행 중

- 중국에서 최초의 고형암 대상 CAR-T 세포 치료제 Satri-cel 승인. CLDN18.2 타깃 CAR-T 세포 치료제로 진행성 위암 미 위식도 접합부 선암 구제요법 승인

주가전망 및 Valuation

- 투자이견 BUY 유지. 목표주가 24,300원(기존 34,300원)으로 하향

- 고형암 파이프라인 SynKIR-110 임상 성공 가능성 기존 20%에서 13%로 하향 조정

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	25	-12	-12	-11	-705	적지	NA	1.5	NA	-8.1	0.0
2025	32	-38	-33	-35	-1,156	적지	NA	1.4	NA	-14.6	0.0
2026F	39	-37	-35	-35	-1,085	적지	NA	2.3	NA	-16.0	0.0
2027F	44	-33	-31	-31	-911	적지	NA	2.7	NA	-15.0	0.0
2028F	53	-32	-30	-30	-873	적지	NA	3.2	NA	-16.9	0.0

* KIFRS 연결 기준

HLB이노베이션 밸류에이션

〈표1〉HLB이노베이션 Valuation Table

(십억원, 배, 주, 원)

구분	내용	비고
Verismo 파이프라인 가치	820.5	
SynKIR-110	376.8	
SynKIR-310	443.7	
적정기업가치	820.5	
순차입금	-17.0	2Q26 기준
주주가치	837.5	
발행주식수	34,517,671	
적정주가	24,263	
목표주가	24,300	
현재주가	14,950	
상승여력	62.5%	

자료: 현대차증권

〈표2〉Verismo SynKIR - 310 파이프라인 가치 산정

	2030F	2031F	2032F	2033F	2035F	2040F	2045F
DLBCL	1,782	1,790	1,798	1,806	1,821	1,855	1,888
FL	1,434	1,440	1,446	1,452	1,464	1,492	1,519
MCL	1,468	1,475	1,481	1,487	1,500	1,528	1,555
타깃가능 환자수(명)	4,684	4,705	4,725	4,745	4,785	4,876	4,963
SynKIR-310 점유율	5%	10%	15%	20%	30%	30%	30%
SynKIR-310 미국 매출액	105	212	319	427	646	658	670
SynKIR-310 ex-US 매출액	21	85	159	214	323	329	335
SynKIR-310 매출액 (백만달러)	126	296	478	641	969	987	1,005
HLB 이노베이션 로열티 (백만달러)	32	74	120	160	242	247	251
HLB 이노베이션 로열티 (십억원)	44	104	167	224	339	346	352
할인계수(10%)	0.7	0.6	0.6	0.5	0	0	0
PV(십억원)	30	64	95	115	144	91	58
Sum of PV(십억원)	1,479						
성공확률	30%						
SynKIR-310 가치(십억원)	443.7						

자료: 현대차증권

〈표3〉 Verismo SynKIR - 110 파이프라인 가치 산정

	2030F	2031F	2032F	2033F	2035F	2040F	2045F
난소암	5,550	5,575	5,599	5,623	5,669	5,777	5,880
담관암	1,230	1,236	1,241	1,246	1,257	1,281	1,303
중피종	996	1,000	1,005	1,009	1,017	1,037	1,055
총 타깃 가능 환자(명)	7,776	7,811	7,845	7,878	7,943	8,095	8,239
SynKIR-110 점유율	5%	10%	15%	20%	30%	40%	40%
SynKIR-110 미국 매출액	175	351	530	709	1,072	1,457	1,483
SynKIR-110 ex-US 매출액	35	105	212	355	536	729	741
SynKIR-110 매출액	210	457	741	1,064	1,609	2,186	2,224
HLB 이노베이션 로열티 (백만달러)	52	114	185	266	402	546	556
HLB 이노베이션 로열티 (십억원)	73	160	259	372	563	765	779
할인계수(10%)	0.7	0.6	0.6	0.5	0	0	0
PV	50	99	146	191	239	201	127
Sum of PV(십억원)	2,899						
성공확률(0.15)	13%						
SynKIR-110 가치	376.8						

자료: 현대차증권

〈표4〉 SynKIR-110 임상 1상 중간 결과 비교(vs. 기존 혈액암 승인 제품)

의약품명	공자극 도메인	승인용량	cells/m ² 환산	Gr3+ CRS	Gr3+ ICANS
Carykti	4-1BB (dual VHH)	3.5-7.0 × 10 ⁷	2.1-4.1 × 10 ⁷ /m ²	4%	2%
Breyanzi	4-1BB	1.0 × 10 ⁸	5.9 × 10 ⁷ /m ²	2%	12%
Anito-cel (BLA심사중)	4-1BB(D-domain)	1.15 × 10 ⁸	6.8 × 10 ⁷ /m ²	1%	2%
SynKIR-110(C3)	DAPI2(KIRCAR)	~1.7 × 10⁸	1 × 10⁸/m²	0%	0%
Yescarta	CD28	1.4-2.0 × 10 ⁸	0.8-1.2 × 10 ⁸ /m ²	13%	28%
Tecartus	CD28	1.4-2.0 × 10 ⁸	0.8-1.2 × 10 ⁸ /m ²	15%	31%
Aucatzyl	4-1BB	4.1 × 10 ⁸	2.4 × 10 ⁸ /m ²	3%	7%
Abecma	4-1BB	3.0-4.6 × 10 ⁸	1.76-2.7 × 10 ⁸ /m ²	5%	3%
Kymriah	4-1BB	0.6-6.0 × 10 ⁸	0.35-3.5 × 10 ⁸ /m ²	17%	12%

자료: 현대차증권

〈표5〉 in-vivo CAR-T 딜 현황

계약날짜	계약 유형	인수/라이선스 기업	대상 기업(파트너)	계약 규모 (십억달러)	비고
2026-07-31	M&A	Johnson & Johnson	Sail Biomedicines	3.5	자가면역질환 in-vivo CAR-T
2026-06-15	Licensing	Cartesian Therapeutics	WestGene	비공개	자가면역질환 in-vivo CAR-T
2026-04-20	M&A	Eli Lilly	Kelonia	7.0	렌티바이러스 벡터 in-vivo CAR-T: BCMA 표적 KLN-1010(다발골수종)
2026-02-09	M&A	Eli Lilly	Orna	2.4	Circular RNA + LNP 플랫폼: CD19 자가면역질환
2025-10-16	Licensing	Gilead	Pregene	1.6	차세대 in-vivo CAR-T/CAR-NK/TCR-T 공동연구·개발
2025-10-11	M&A	BMS	Orbital	1.5	RNA 치료제 플랫폼 — in-vivo CAR-T 및 면역치료 확장 목적
2025-08-21	M&A	Gilead	Interius	0.4	바이러스 벡터 기반 in-vivo CAR-T, 전처치 화학요법 불필요 — 필라델피아 거점 신설
2025-06-30	M&A	AbbVie	Capstan	2.1	LNP(지질나노입자)-RNA 기반 체내 CAR-T 리프로그래밍, 자가면역질환 중심
2025-03-17	M&A	AstraZeneca	EsoBiotec	1.0	RNA 기반-비바이러스 전달 플랫폼, 다세포유형 표적 가능
2024-01-04	Licensing	AbbVie	Umoja	1.4	VivoVec 렌티바이러스 플랫폼 — CD19 표적 UB-VV111(B 세포암) 등, 추가 물질 4 개 옵션 포함

자료: 현대차증권

(단위:십억원)					
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	25	32	39	44	53
증가율 (%)	19.0	28.0	21.9	12.8	20.5
매출원가	23	28	33	38	45
매출원가율 (%)	92.0	87.5	84.6	86.4	84.9
매출총이익	3	4	6	7	8
매출이익률 (%)	12.0	12.5	15.4	15.9	15.1
증가율 (%)	0.0	33.3	50.0	16.7	14.3
판매관리비	15	42	43	40	40
판매비율 (%)	60.0	131.3	110.3	90.9	75.5
EBITDA	-11	-35	-35	-31	-30
EBITDA 이익률 (%)	-44.0	-109.4	-89.7	-70.5	-56.6
증가율 (%)	N/A	적지	적지	적지	적지
영업이익	-12	-38	-37	-33	-32
영업이익률 (%)	-48.0	-118.8	-94.9	-75.0	-60.4
증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	적지
영업외손익	-1	2	0	0	0
금융수익	3	5	1	0	0
금융비용	4	3	1	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-12	-35	-37	-33	-32
세전계속사업이익률	-48.0	-109.4	-94.9	-75.0	-60.4
증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	적지
법인세비용	0	-2	-1	-1	-1
계속사업이익	-12	-34	-35	-32	-31
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-12	-34	-35	-32	-31
당기순이익률 (%)	-48.0	-106.3	-89.7	-72.7	-58.5
증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	적지
지배주주지분 순이익	-12	-33	-35	-31	-30
비지배주주지분 순이익	-0	-0	-0	-0	-0
기타포괄이익	16	-7	13	0	0
총포괄이익	4	-40	-22	-32	-31

(단위:십억원)					
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	-8	-30	-27	-30	-30
당기순이익	-12	-34	-35	-32	-31
유형자산 상각비	1	2	2	2	2
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	-0	0	-0	0	0
운전자본의 감소(증가)	2	1	4	-1	-1
기타	1	1	2	1	0
투자활동으로인한현금흐름	-141	-3	14	-1	-1
투자자산의 감소(증가)	20	-15	13	-1	-1
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-20	-1	-0	0	0
기타	-141	13	1	0	0
재무활동으로인한현금흐름	157	34	65	50	50
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	-27	31	34	50	50
자본의 증가	154	-56	37	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	30	59	-6	0	0
기타현금흐름	0	-0	-0	0	0
현금의증가(감소)	8	0	52	19	19
기초현금	23	32	32	83	102
기말현금	32	32	83	102	122

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)					
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	56	47	102	123	147
현금성자산	32	32	83	102	122
단기투자자산	14	0	0	0	0
매출채권	3	5	6	7	8
채고자산	6	9	10	12	14
기타유동자산	1	2	2	3	3
비유동자산	212	221	220	219	218
유형자산	21	21	20	18	17
무형자산	184	179	192	192	192
투자자산	4	18	5	6	7
기타비유동자산	3	3	3	3	2
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	268	269	322	342	365
유동부채	14	46	47	99	152
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	2	3	4	4	5
유동성장기부채	1	1	1	1	1
기타유동부채	11	42	42	94	146
비유동부채	2	1	37	37	38
사채	0	0	36	36	36
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2	1	1	1	2
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	16	47	84	136	190
지배주주지분	246	210	225	194	164
자본금	72	72	79	79	79
자본잉여금	171	114	144	144	144
자본조정 등	-3	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	17	10	23	23	23
이익잉여금	-11	16	-18	-50	-80
비지배주주지분	6	11	13	12	12
자본총계	252	221	238	206	176

(단위:원, 배, %)					
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	-708	-1,166	-1,100	-924	-885
EPS(지배순이익 기준)	-705	-1,156	-1,085	-911	-873
BPS(자본총계 기준)	8,731	7,656	6,897	5,973	5,088
BPS(지배지분 기준)	8,506	7,282	6,523	5,612	4,739
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	NA	NA	NA	NA	NA
P/E(지배순이익 기준)	NA	NA	NA	NA	NA
P/B(자본총계 기준)	1.4	1.3	2.2	2.5	2.9
P/B(지배지분 기준)	1.5	1.4	2.3	2.7	3.2
EV/EBITDA(Reported)	NA	NA	NA	NA	NA
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적지	적지	적지	적지	적지
EPS(지배순이익 기준)	적지	적지	적지	적지	적지
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-8.0	-14.2	-15.4	-14.4	-16.0
ROE(지배순이익 기준)	-8.1	-14.6	-16.0	-15.0	-16.9
ROA	-6.9	-12.5	-12.0	-9.6	-8.6
안정성 (%)					
부채비율	6.4	21.4	35.3	66.1	108.0
순차입금비용	순현금	1.4	순현금	8.3	27.1
이자보상배율	NA	NA	N/A	N/A	N/A

한솔케미칼 (014680)

Analyst 윤동욱 donguk.youn@hmsec.com

고객사 Q 증가에 동행하는 성장

BUY

TP 325,000원

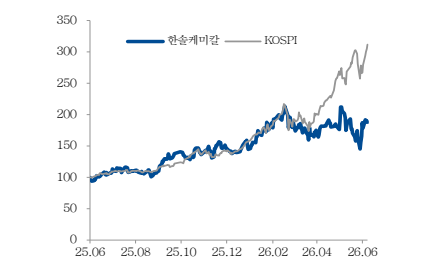
현재주가 (9/17)	215,000원
상승여력	51.2%
시가총액	2,321십억원
발행주식수	10,794천주
자본금/액면가	57십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	338,000원/186,800원
일평균 거래대금 (60일)	11십억원
외국인 지분율	43.43%
주요주주 지분율	
조동혁 외 7인	12.82%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-1.6	-28.6	-24.7
상대주가(%p)	2.2	-5.7	-36.7

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	TP
Before	15,004	17,458	410,000
After	15,156	19,421	325,000
Consensus	15,287	18,606	344,167
Cons. 차이	-0.9%	4.4%	-5.6%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 한솔케미칼에 대해 목표주가 325,000원으로 하향하며 BUY 의견 유지
- 1) 고객사 신규 Fab 가동에 따른 공급 물량 증가로 과산화수소 부문은 견조한 성장 이어갈 전망이다 2) 프리커서 부문은 주요 고객사 Capa 확대 및 2027년 이후 High-K 소재 신규 고객사 확보에 따라 동사 실적 성장을 견인할 것으로 기대

주요이슈 및 실적전망

- 한솔케미칼 2Q26 실적은 매출액 2,475억원(YoY +11.5%, QoQ +6.8%), 영업이익 498억원(YoY +1.8%, QoQ +12.0%)으로 컨센서스와 당사 추정치에 부합. 과산화수소 판가 인상과 고객사 신규 Fab 공급 물량 증가에 따라 견조한 실적 성장세 시현
- 정밀화학 부문은 Y1, P5 등 고객사 신규 Fab 가동에 대응하기 위해 과산화수소 Capa 25% 증설이 계획되어 있으며, 해당 증설 물량은 2H27부터 매출에 반영될 것으로 예상. 고객사 수요 증가에 따라 Full Capa로 가동 중이며 2029년 이후 수요 대응 위해 추가적인 증설도 고려 중인 것으로 파악
- 전자 및 이차전지 소재 부문은 QD 소재 매출 하락에도 불구하고 프리커서 부문의 성장이 이를 상쇄할 것으로 전망. 프리커서 매출 중 40% 이상을 차지하는 TSA 소재는 주요 고객사 2nm Capa 확대 본격화되며 공급 물량 증가할 것으로 전망. 올해 하반기 Hf, Zr 등 High-K 소재들의 원천 특허도 만료되며 내년부터 추가 고객사 확보하며 관련 매출 확대할 수 있을 것으로 보임. 2026년 매출액 9,899억원(YoY +12.0%), 영업이익 1,759억원(YoY +12.6%, OPM 17.8%) 추정하며 2027년에는 정밀화학 부문 과산화수소 증설 물량과 프리커서 부문의 성장세를 반영해 매출액 1조 1,902억원(YoY +20.2%), 영업이익 2,294억원(YoY +30.5%, OPM 19.3%) 추정

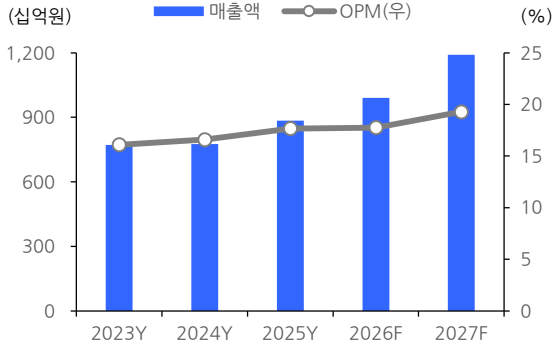
주가전망 및 Valuation

- Valuation 방식은 P/E Valuation 적용. 한솔케미칼 2027F EPS 19,421원에 국내 주요 반도체 소재 기업의 2027F P/E 평균 16.7배를 곱하여 목표주가 325,000원을 산출(상세 내용은 p.3 참고)

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	776	129	123	180	10,823	16.5	9.0	1.1	7.4	13.5	2.2
2025	884	156	147	210	12,993	20.1	17.5	2.4	13.0	14.3	1.1
2026F	990	176	167	240	15,156	16.6	14.2	2.0	10.5	14.9	1.4
2027F	1,190	229	210	298	19,421	28.1	11.1	1.7	8.2	16.7	1.7
2028F	1,376	277	252	351	23,373	20.4	9.2	1.5	6.5	17.4	1.7

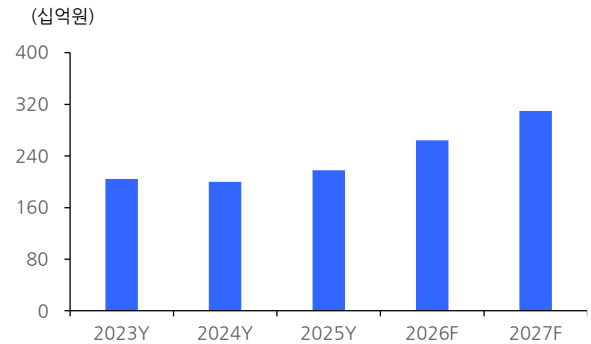
* K-IFRS 연결 기준

〈그림1〉 한솔케미칼 실적 추이 및 전망



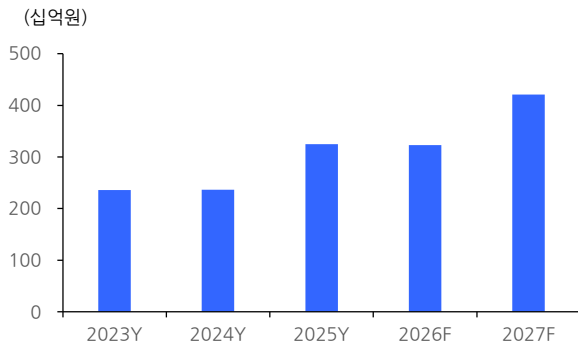
자료: 한솔케미칼, 현대차증권

〈그림2〉 한솔케미칼 정밀화학 부문 실적 추이 및 전망



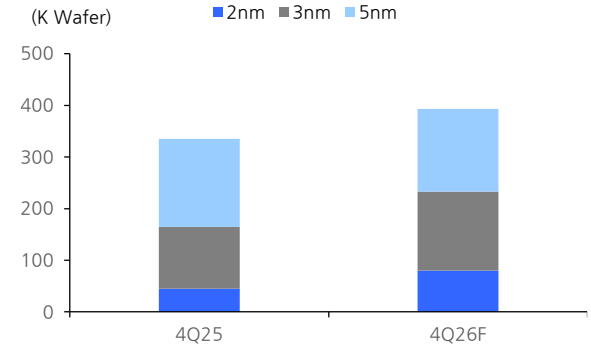
자료: 한솔케미칼, 현대차증권

〈그림3〉 한솔케미칼 전자 및 이차전지 소재 부문 실적 추이 및 전망



자료: 한솔케미칼, 현대차증권

〈그림4〉 TSMC 선단 공정 Capa (4Q25 vs 4Q26F)



자료: TrendForce, 현대차증권

〈표1〉 분기별 매출추정

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025F	2026F	2027F
매출액	209.6	221.9	230.0	222.4	231.9	247.5	253.4	257.1	884.0	989.9	1,190.2
YoY(%)	5.9	11.5	20.7	17.8	10.6	11.5	10.1	15.6	13.9	12.0	20.2
정밀화학	52.2	55.3	55.4	54.8	55.7	65.0	70.8	72.6	217.7	264.2	309.7
제지/환경	27.8	29.5	25.7	27.1	27.1	36.6	30.6	31.9	110.1	126.2	149.5
전자 및 이차전지 소재	76.5	81.4	85.7	81.2	81.5	76.9	82.8	81.9	324.7	323.1	421.2
한솔전자재료	10.7	9.4	8.6	10.3	10.8	11.9	11.0	11.6	39.1	45.3	50.8
테이팩스	31.1	35.8	37.4	36.9	38.6	40.7	42.2	43.6	141.1	165.1	184.2
기타	11.4	10.6	17.2	12.1	18.1	16.4	15.9	15.6	51.3	66.0	74.9
영업이익	41.7	48.9	48.8	16.9	44.4	49.8	47.7	34.0	156.2	175.9	229.4
OPM(%)	19.9	22.0	21.2	7.6	19.2	20.1	18.8	13.2	17.7	17.8	19.3
YoY(%)	22.0	39.1	31.9	-25.0	6.5	1.8	-2.3	101.6	21.3	12.6	30.5
지배주주순이익	36.4	49.1	45.3	16.5	41.3	51.4	42.8	31.8	148.1	174.1	219.0
지배주주순이익률(%)	17.4	22.1	19.7	7.4	17.8	20.8	16.9	12.4	16.8	17.6	18.4

자료: 한솔케미칼, 현대차증권

Valuation 및 목표주가 산출

PER Valuation 적용하여 목표주가 325,000원 제시

한솔케미칼에 대해 목표주가 325,000원으로 목표주가를 26.2% 하향. 한솔케미칼의 2027F EPS 19,421원에 국내외 반도체 소재 기업 솔브레인, Mitsubishi Gas Chemical, Entegris의 2027F P/E 평균 16.7배를 Target P/E로 적용. 기존 목표주가 410,000원은 한솔케미칼 2027F EPS 17,458원에 국내외 반도체 소재 기업 2027F P/E 평균 23.6배를 곱하여 산출.

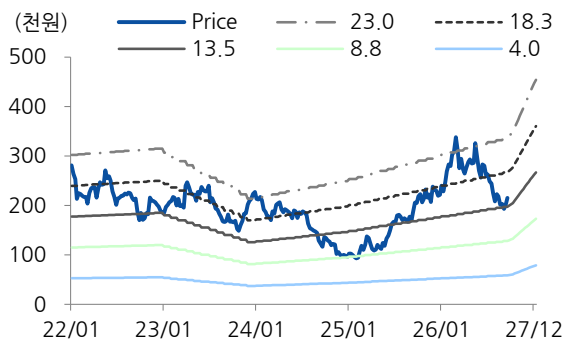
〈표2〉 한솔케미칼 Valuation Table

(단위: 십억원, 주, 배, 원, %)

구분	내용	비고
2027F EPS	19,421	①
Target Multiple	16.7	②: 국내외 주요 반도체 소재 기업 솔브레인, Mitsubishi Gas Chemical, Entegris의 2027F P/E 평균
적정 주가	325,164	
목표 주가	325,000	③ = ① × ②
전일 종가	215,000	2026.09.17 종가
상승 여력	51.2	

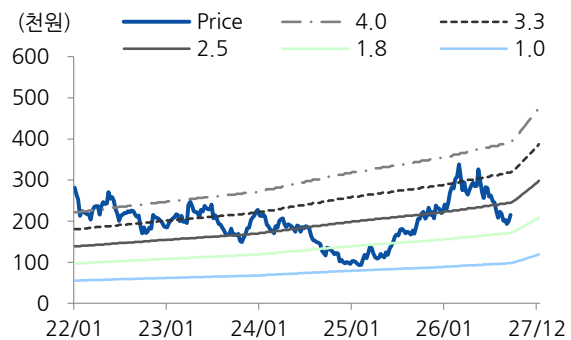
자료: 한솔케미칼, 현대차증권

〈그림5〉 한솔케미칼 P/E Band



자료: Quantwise, 현대차증권

〈그림6〉 한솔케미칼 P/B Band



자료: Quantwise, 현대차증권

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	776	884	990	1,190	1,376
증가율 (%)	0.5	13.9	12.0	20.2	15.6
매출원가	572	634	697	835	956
매출원가율 (%)	73.7	71.7	70.4	70.2	69.5
매출총이익	205	250	293	355	420
매출이익률 (%)	26.4	28.3	29.6	29.8	30.5
증가율 (%)	0.0	22.0	17.2	21.2	18.3
판매관리비	76	94	117	125	143
판매비율 (%)	9.8	10.6	11.8	10.5	10.4
EBITDA	180	210	240	298	351
EBITDA 이익률 (%)	23.2	23.8	24.2	25.0	25.5
증가율 (%)	1.7	16.7	14.3	24.2	17.8
영업이익	129	156	176	229	277
영업이익률 (%)	16.6	17.6	17.8	19.2	20.1
증가율 (%)	4.0	20.9	12.8	30.1	21.0
영업외손익	-1	-1	-1	-5	-3
금융수익	12	11	8	6	8
금융비용	7	13	11	11	11
기타영업외손익	-6	1	2	0	0
종속/관계기업관련손익	20	23	27	29	31
세전계속사업이익	148	180	202	254	306
세전계속사업이익률	19.1	20.4	20.4	21.3	22.2
증가율 (%)	8.8	21.6	12.2	25.7	20.5
법인세비용	23	31	28	35	42
계속사업이익	125	148	174	219	264
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	125	148	174	219	264
당기순이익률 (%)	16.1	16.7	17.6	18.4	19.2
증가율 (%)	14.7	18.4	17.6	25.9	20.5
지배주주지분 순이익	123	147	167	210	252
비지배주주지분 순이익	2	1	7	9	11
기타포괄이익	2	-1	4	0	0
총포괄이익	127	147	178	219	264

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	162	200	233	267	320
당기순이익	125	148	174	219	264
유형자산 상각비	49	52	62	66	71
무형자산 상각비	2	2	3	3	2
외환손익	-1	1	-0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-9	-14	-24	-21	-18
기타	-4	11	18	0	1
투자활동으로인한현금흐름	-72	-131	-186	-184	-109
투자자산의 감소(증가)	-14	-12	-16	-24	-20
유형자산의 감소	0	1	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-108	-84	-152	-150	-80
기타	50	-36	-18	-10	-9
재무활동으로인한현금흐름	-77	-40	-62	-31	-38
차입금의 증가(감소)	-44	1	0	0	0
사채의증가(감소)	0	30	80	0	0
자본의 증가	27	0	3	0	0
배당금	-24	-23	-29	-32	-39
기타	-36	-48	-116	1	1
기타현금흐름	3	-1	2	0	0
현금의증가(감소)	17	29	-13	52	173
기초현금	67	84	113	100	151
기말현금	84	113	100	151	324

* K-IFRS 연결 기준

	(단위:십억원)				
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	348	448	495	585	792
현금성자산	84	113	83	131	289
단기투자자산	28	46	55	62	70
매출채권	90	95	113	128	145
재고자산	126	124	148	166	188
기타유동자산	10	11	14	15	17
비유동자산	1,117	1,152	1,266	1,363	1,389
유형자산	862	881	950	1,034	1,043
무형자산	78	79	77	75	73
투자자산	98	110	130	146	164
기타비유동자산	78	82	109	109	109
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,465	1,600	1,761	1,948	2,180
유동부채	272	275	229	249	272
단기차입금	69	53	51	51	51
매입채무	36	36	43	48	55
유동성장기부채	86	90	20	20	20
기타유동부채	81	96	115	129	147
비유동부채	121	148	230	232	233
사채	70	100	179	179	179
장기차입금	36	38	39	39	39
장기금융부채	1	0	0	0	0
기타비유동부채	14	10	12	14	15
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	393	423	459	480	506
지배주주지분	974	1,080	1,201	1,361	1,560
자본금	57	57	57	57	57
자본잉여금	60	60	64	64	64
자본조정 등	-46	-62	-60	-60	-60
기타포괄이익누계액	-5	-4	-1	-1	-1
이익잉여금	909	1,030	1,141	1,301	1,500
비지배주주지분	97	97	101	107	114
자본총계	1,071	1,177	1,302	1,468	1,675

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	11,018	13,069	15,457	17,985	22,273
EPS(지배순이익 기준)	10,823	12,993	15,004	17,458	21,619
BPS(자본총계 기준)	94,524	103,859	118,217	133,285	152,058
BPS(지배지분 기준)	85,955	95,322	109,012	123,553	141,672
DPS	2,100	2,600	3,000	3,600	3,600
P/E(당기순이익 기준)	8.8	17.4	19.2	16.5	13.4
P/E(지배순이익 기준)	9.0	17.5	19.8	17.0	13.8
P/B(자본총계 기준)	1.0	2.2	2.5	2.2	2.0
P/B(지배지분 기준)	1.1	2.4	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA(Reported)	7.4	13.0	13.8	11.9	9.4
배당수익률	2.2	1.1	1.0	1.2	1.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	14.9	18.6	18.3	16.4	23.8
EPS(지배순이익 기준)	16.5	20.1	15.5	16.4	23.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	12.4	13.2	13.9	14.3	15.6
ROE(지배순이익 기준)	13.5	14.3	14.7	15.0	16.3
ROA	8.9	9.7	10.3	10.7	11.9
안정성 (%)					
부채비율	36.7	35.9	35.3	32.7	30.2
순차입금비용	13.3	5.6	5.6	1.2	순현금
이자보상배율	24.2	21.5	21.7	25.2	31.5

Credit Weekly

AI 조달확대, FOMC금리인상, 분기말 경계감 고조

복잡해진 AI인프라 자금 조달 구조와 리스크

- 미국의 AI 관련 기업들의 회사채 발행이 빠르게 증가함. '24년 201억달러 수준이었던 발행액은 '26년 상반기 1,692억달러로 급증했으며, 이중 회사채 발행이 전체 Capex 조달에 있어 51%를 차지함. 데이터센터 임대료, Compute 계약금융, 미래사용 장기약정 등을 기초자산으로 하는 ABS 발행도 동반 증가해, 데이터 센터 ABS '24년 39억달러에서 '26년 3월 230억달러로 늘어남. AI 인프라 투자 속도와 규모 확대의 주요 동력이 되고 있음

다만, 한신평은 최근 데이터 센터 재임대리스크, GPU 가치 하락, 장기 계약 옵션 미실행 가능성 등을 잠재적 리스크로 지적함. 금리 상승 등 금융시장 여건 변화가 AI 투자 속도와 규모에 직접적인 영향을 줄 수 있다는 점도 언급함

- 기존에는 데이터센터 투자금을 임대료 수취를 통해 장기간에 걸쳐 회수해왔지만, 최근에는 미래 들어올 임대료를 담보로 채권을 발행해 자본을 조기에 회수하는 구조가 나오면서 신규 투자여력이 커지고 투자 속도와 규모가 확대되고 있음. 다만, AI 서비스 수요 변화와 데이터 센터 재임대 여부, 자산가치 변화, 금리상승에 따른 이자부담 확대 등의 리스크도 있음

MS, Meta, Open AI, Anthropic 등과 장기 Compute 계약을 기반으로 DDTL(Delayed Draw Term Loan; GPU 도입 일정에 따라 분할 인출하는 대출) 방식으로 자금을 조달하고 있음. 이는 대기업의 재무부담 관리, 벤처기업의 자금 조달력 확보, 엔비디아의 고객 다각화라는 이해관계가 맞아떨어진 측면도 있음

- SPV 설립을 통해 유동화증권이 발행되는 구조에서, 과거 GPU 담보 방식의 주요 리스크가 GPU 가치 하락이었다면, Compute계약 방식은 고객 신용도, 계약해지, 낮은 가격의 재계약 등이 리스크임. 채권자 입장에서는 우선 변제 받는 SPV와 HoldCo(본사)간 변제 우선 순위로 신용등급 차이가 발생함. 신용평가사들은 이처럼 AI 투자구조가 복잡해지면서 실질 현금흐름과 정확한 재무 부담 파악이 어려워지고 있다는 점을 공통적으로 지적하고 있음

9월 FOMC: 물가 안정에 무게를 둔 만장일치 25bp 인상, 연내 추가 인상 가능성 확대

- 9월 FOMC는 만장일치로 정책금리를 기존 3.50~3.75%에서 3.75~4.00%로 25bp 인상함. 위시 연준 의장은 ① 예상보다 견조한 경제, ② 충분히 개선되지 않은 인플레이션 추세, ③ 지정학적 불확실성의 확대를 이번 인상의 배경으로 설명함. 9월 FOMC는 6월 대비 성장률 전망 상향(26년 2.2%→2.3%), 실업률 전망 하향(26년 4.3%→4.1%), PCE 전망 상향(26년 3.6%→3.7%)을 제시함. 점도표에서 18명 중 16명이 연내 추가 인상을 예상한 만큼 FedWatch의 연말까지 추가 인상 확률도 88.5%까지 높아짐. FOMC 이후 미국채 금리도 단기금리는 상승하고 장기 금리는 상대적으로 소폭 상승하면서 베어 플래트닝 양상을 나타냄

Analyst 이화진 hlee@hmsec.com
RA 조준우 jjw980803@hmsec.com

백투백 인상과 매파적 FOMC, 분기말 자금 수요 경계감

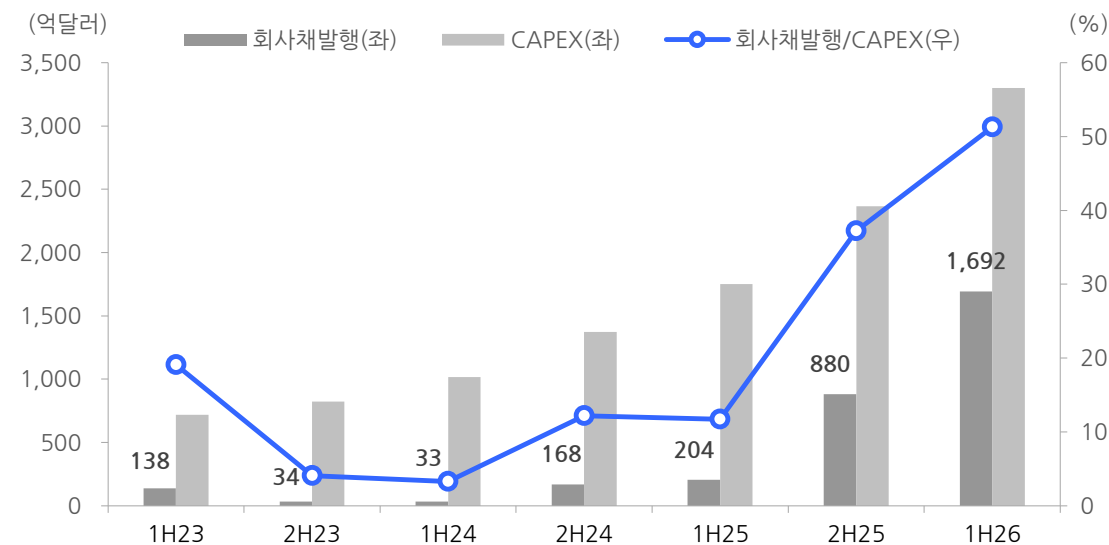
- 회사채 수요예측은 제주은행 신종증권(A+)가 5.90%에 결정됨. SK리츠(AA-)는 1년/2년 만기로 총 1,000억원 발행에 4배이상 수요가 응찰했고 개별민평 수준에서 낙찰됨. 대한전선(A0)는 2년/3년 각각 200억원 발행에 2~4배 수요가 모집됐고, +6bp/Par 수준에서 결정됨. 에스케이오센트릭(AA-) 2년/3년 총 700억원 발행에 2~3배 수요가 응찰. +38bp/+55bp로 낙찰됨. 그동안 증권사, NPL사 등 금융사들의 발행만 이어지다 일반 기업의 발행이 있었지만, 부동산 및 화학 관련 업종인 점, 전력기기 관련해서는 이미 가격이 높게 형성되어 있는 점, 백투백 인상과 미국 금리 인상 경계감까지 더해지면서 이전보다 낙찰금리 수준이 높아짐. 추석 연휴와 분기말 앞두고 은행채 발행 약세까지 더해지면서 경계감이 높아지고 있어 차주 크레딧 스프레드는 보합세를 전망함

〈그림 1〉AI 인프라 금융화의 주요 유형

구 분	데이터센터 임대료 유동화	Compute 계약금융	장기 사용약정 기반 데이터센터 개발금융
대표 사례	Compass ABS, Databank ABS	CoreWeave DDTL, Nebius Backlog ABS, NVIDIA Compute Financing	Meta JV, Oracle PF
금융화 대상	데이터센터 임대차 계약	Compute 계약	미래 사용 장기약정
신용 기반	임차인 신용도, 임대료 지속성	고객신용도, 계약현금흐름, GPU 가치	장기 사용약정의 구축성
상환자원	데이터센터 임대료	Compute 사용료	미래 임대료
주요 위험	재임대 실패, 자산가치 하락	재계약 실패 또는 비우호적 조건 재계약, GPU 가치 하락	계약 연장 옵션 미실행, 부외부채 부채성 인정
메모리 수요 전이 경로	데이터센터 재투자 지연	GPU 발주 둔화	데이터센터 CAPEX 조정

자료: 한국신용평가

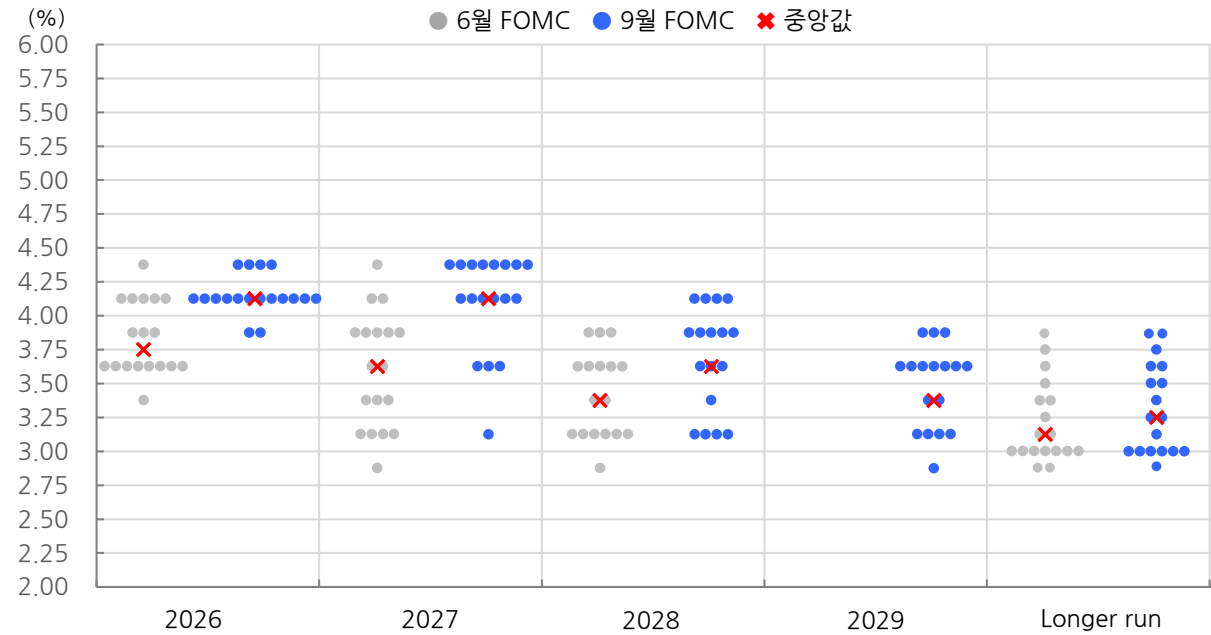
〈그림 2〉주요 빅테크 회사채 발행 및 CAPEX



주: 아마존, 마이크로소프트, 구글, 메타, 오라클 기준

자료: 한국은행, Bloomberg, 현대차증권

〈그림 3〉 2026년 6월, 2026년 9월 FOMC 회의 연방기금금리 점도표 및 중앙값 변화



자료: Fed, 현대차증권

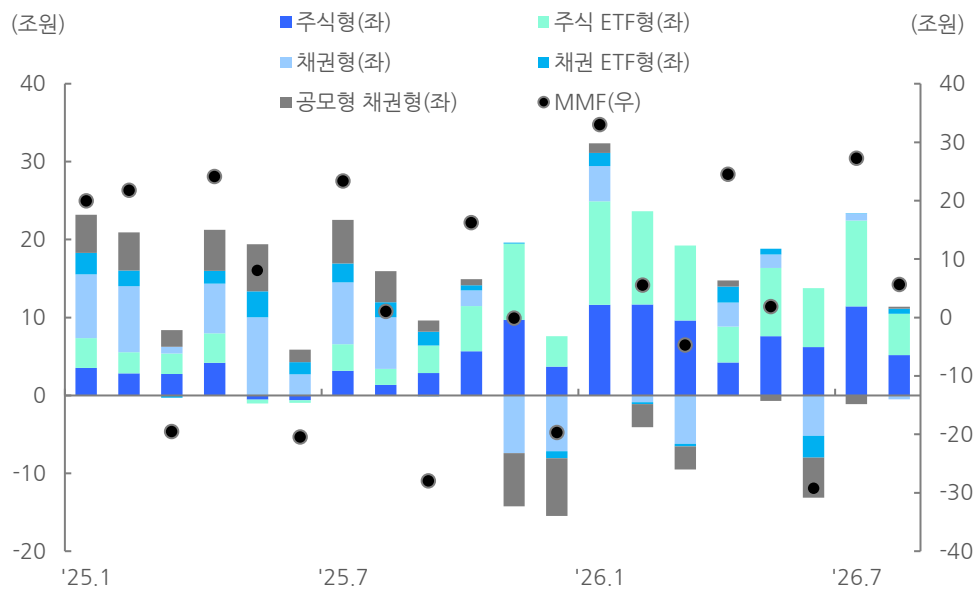
〈표 1〉 주간 금리 및 스프레드 변동 (9/16일 기준)

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	3.68	4.04	4.27	4.40	4.54	-	-	-	-	-	15.4	13.0	14.0	12.6	13.7	28.5	25.3	21.5	19.1	20.2
특수채 AAA	3.93	4.37	4.56	4.61	4.72	25.8	33.3	28.6	21.2	17.8	-4.2	1.1	-2.3	0.0	0.0	-3.4	1.4	0.0	0.2	-0.2
은행채 AAA	3.97	4.38	4.58	4.68	4.96	29.0	34.4	31.0	28.7	42.1	-3.6	0.9	-2.0	0.0	0.0	-2.1	1.6	-1.9	0.2	0.0
여전채 AA+	4.10	4.59	4.68	4.96	5.90	42.9	54.9	40.3	55.9	136.0	-3.0	-0.2	-1.8	-0.2	0.0	-6.5	-1.6	-2.0	-0.1	0.0
여전채 AA-	4.18	4.74	4.94	5.39	6.29	50.9	70.0	66.9	99.2	175.7	-3.0	-0.4	-1.7	-0.2	0.0	-6.5	-2.1	-2.0	-0.2	0.0
여전채 A+	4.54	5.53	6.08	6.29	7.00	86.6	148.6	180.5	189.2	245.8	-3.0	-0.3	-1.6	-0.1	0.0	-5.9	-2.0	-1.8	-0.1	0.0
회사채 AAA	4.02	4.51	4.63	4.72	5.03	34.7	46.7	35.9	32.2	49.2	-4.4	-0.5	-1.8	0.0	0.0	-6.6	-2.8	-1.9	0.0	0.0
회사채 AA+	4.12	4.61	4.72	4.82	5.31	44.0	56.7	45.0	42.5	77.6	-4.4	-0.9	-1.7	0.0	0.0	-6.5	-2.3	-1.8	0.0	0.0
회사채 AA0	4.15	4.65	4.79	4.92	5.65	47.6	60.7	51.7	52.3	111.7	-4.4	-0.9	-1.7	0.0	0.0	-6.6	-2.4	-1.8	0.1	0.0
회사채 AA-	4.19	4.70	4.89	5.12	6.02	51.3	65.9	62.0	71.9	147.9	-4.4	-0.9	-1.7	0.0	0.0	-6.5	-2.3	-1.8	0.0	0.0
회사채 A+	4.33	5.08	5.55	5.78	6.59	65.3	104.4	128.1	138.2	205.7	-4.4	-0.7	-1.8	0.0	0.0	-6.9	-2.4	-1.8	0.1	0.0
회사채 A0	4.49	5.36	6.01	6.24	7.06	81.0	131.6	173.2	184.8	251.9	-4.4	-0.7	-1.7	0.0	0.0	-7.0	-2.5	-1.7	0.1	0.0
회사채 A-	4.76	5.82	6.60	6.77	7.57	108.0	177.5	232.2	237.3	303.0	-4.4	-0.8	-1.7	0.0	0.0	-6.9	-2.5	-1.7	0.1	0.0
회사채 BBB+	5.81	8.08	8.47	8.57	9.07	213.7	403.9	420.1	417.7	453.3	-4.4	-0.7	-1.8	0.0	0.0	-7.0	-2.4	-1.9	0.0	0.0

주: 민평3사 기준, 전월대비 스프레드 변동 중 국고채는 금리 변동

자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 4〉 상품별 펀드 자산 증감(설정·해지) 추이



주: 해당 데이터는 해당월 설정(입금)액 - 해지(출금)액

자료: 금융투자협회, 현대차증권

〈표 2〉 수요예측 (8/21-9/15)

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					
KB금융(신종)	2026-08-21	2026-08-31	AA-	2,700	4,000	NC5	절대금리	4.30%	4.90%	4.85%	5,200	1.93	차환자금	-
교보생명보험(신종)	2026-08-24	2026-09-01	AA0	3,000	5,000	NC5	절대금리	4.80%	5.40%	5.39%	4,460	1.49	운영자금	-
롯데지주	2026-08-25	2026-09-03	A+	400	950	2.0	개별민평	-30	30	6	2,050	5.13	차환자금	5.02%
롯데지주	2026-08-25	2026-09-03	A+	400	550	3.0	개별민평	-30	30	2	1,400	3.50	차환자금	5.19%
삼양패키징	2026-08-28	2026-09-04	A-	600	600	2.0	개별민평	-30	30	12	910	1.52	차환자금	5.00%
한화리츠	2026-08-28	2026-09-04	A+	800	800	1.0	등급민평	-30	30	20	1,600	2.00	차환자금	4.54%
한화리츠	2026-08-28	2026-09-04	A+	1,200	1,200	1.5	등급민평	-30	30	17	3,150	2.63	차환자금	4.78%
우리금융에프앤아이	2026-09-01	2026-09-09	A0	200	240	1.5	개별민평	-30	30	-3	1,280	6.40	차환자금	4.65%
우리금융에프앤아이	2026-09-01	2026-09-09	A0	700	1,360	2.0	개별민평	-30	30	-3	3,800	5.43	차환자금	4.86%
우리금융에프앤아이	2026-09-01	2026-09-09	A0	600	840	3.0	개별민평	-30	30	-10	4,440	7.40	차환자금	5.05%
대신증권	2026-09-01	2026-09-10	AA-	700	1,600	2.0	개별민평	-30	30	-6	8,200	11.71	차환자금	4.64%
대신증권	2026-09-01	2026-09-10	AA-	800	1,400	3.0	개별민평	-30	30	-6	7,700	9.63	차환자금	4.78%
DB증권	2026-09-02	2026-09-10	A+	700	900	1.5	등급민평	-30	30	-3	3,400	4.86	차환자금	4.56%
DB증권	2026-09-02	2026-09-10	A+	800	1,100	3.0	등급민평	-30	30	-7	3,200	4.00	차환자금	5.00%
코웨이	2026-09-02	2026-09-10	AA-	600	900	2.0	개별민평	-30	30	-5	6,400	10.67	운영자금, 차환자금	4.53%
코웨이	2026-09-02	2026-09-10	AA-	1,100	2,000	3.0	개별민평	-30	30	-2	8,900	8.09	운영자금, 차환자금	4.64%
코웨이	2026-09-02	2026-09-10	AA-	300	1,100	5.0	개별민평	-30	30	0	2,700	9.00	운영자금, 차환자금	4.84%
하나증권	2026-09-02	2026-09-10	AA0	1,500	1,900	2.0	개별민평	-30	30	-7	8,700	5.80	차환자금	4.60%
하나증권	2026-09-02	2026-09-10	AA0	1,500	3,050	3.0	개별민평	-30	30	-8	11,450	7.63	차환자금	4.71%
iM금융지주(신종)	2026-09-03	2026-09-11	NC5	1,000	1,000	NC5	절대금리	4.50%	5.10%	5.08%	2,250	2.25	차환자금	-
신한지주(신종)	2026-09-04	2026-09-14	AA-	2,700	4,000	NC5	절대금리	4.30%	4.90%	4.80%	5,840	2.16	운영자금, 차환자금	-
대신에프앤아이	2026-09-07	2026-09-15	A+	800	1,110	2.0	개별민평	-30	30	-15	6,840	8.55	차환자금	4.98%
대신에프앤아이	2026-09-07	2026-09-15	A+	700	1,890	3.0	개별민평	-30	30	-20	9,050	12.93	차환자금	5.18%
롯데오토리스(롯데렌탈지급보증)	2026-09-07	2026-09-15	A+	200	200	1.5	개별민평	-40	40	29	750	3.75	차환자금	-
롯데오토리스(롯데렌탈지급보증)	2026-09-07	2026-09-15	A+	100	300	2.0	개별민평	-40	40	25	900	9.00	차환자금	-
NH투자증권	2026-09-08	2026-09-15	AA+	500	700	2.0	개별민평	-30	30	-6	6,700	13.40	차환자금	4.47%
NH투자증권	2026-09-08	2026-09-15	AA+	1,200	1,900	3.0	개별민평	-30	30	-6	11,800	9.80	차환자금	4.57%
NH투자증권	2026-09-08	2026-09-15	AA+	300	400	5.0	개별민평	-30	30	-3	5,000	16.70	차환자금	4.70%
대한항공	2026-09-08	2026-09-16	A0	800	1,700	2.0	개별민평	-30	30	0	2,380	2.98	차환자금	4.79%
대한항공	2026-09-08	2026-09-16	A0	1,200	1,800	3.0	개별민평	-30	30	-3	2,250	1.88	차환자금	4.95%
한양증권	-	2026-09-21	A0	300	500	1.0	절대금리	5.10%	5.10%	5.10%	-	-	차환자금	-
한양증권	-	2026-09-21	A0	300	600	1.0	절대금리	5.20%	5.20%	5.20%	-	-	차환자금	-
한양증권	-	2026-09-21	A0	300	200	1.5	절대금리	5.35%	5.35%	5.35%	-	-	차환자금	-
한양증권	-	2026-09-21	A0	300	200	2.0	절대금리	5.65%	5.65%	5.65%	-	-	차환자금	-
제주은행(신종)	2026-09-14	2026-09-22	A+	340	480	NC5	절대금리	5.20%	5.90%	5.90%	480	1.41	운영자금	-
SK리츠	2026-09-14	2026-09-22	AA-	400	400	1.0	개별민평	-30	30	0	1,700	4.25	차환자금	4.36%
SK리츠	2026-09-14	2026-09-22	AA-	600	600	2.0	개별민평	-30	30	0	1,950	3.25	차환자금	4.77%
대한전선	2026-09-15	2026-09-22	A0	200	210	2.0	개별민평	-30	30	6	430	2.15	운영자금	4.71%
대한전선	2026-09-15	2026-09-22	A0	200	280	3.0	개별민평	-30	30	0	760	3.80	운영자금	4.83%
에스케이지오센트릭	2026-09-15	2026-09-22	AA-	400	650	2.0	개별민평	-40	40	38	650	1.63	차환자금	-
에스케이지오센트릭	2026-09-15	2026-09-22	AA-	300	750	3.0	개별민평	-60	60	55	750	2.50	차환자금	-

주: 날짜는 수요예측일 기준

자료: 다트공사, 현대차증권

〈표 3〉 신용등급 변경 (6/19-9/16)

회사명	변경일	평가 기관	직전 등급	변경 등급	등급 변동	적용 등급	구분	비고
엔에이치 저축은행(CR)	2026-06-19	KIS	A0	A-	하향	A-	하향	- 최근 3개년 간 두 차례 대규모 적자를 기록하는 등 수익성 악화 - 자본감소로 인해 자본완충력이 크게 저하됨
아이비케이 저축은행(CR)	2026-06-19	KIS	A0	A-	하향	A-	하향	- 최근 3개년 연속 대규모 적자를 기록한 가운데 적자 폭이 확대됨 - 자산건전성 지표 개선되고 있으나, 여전히 잠재부실 위험이 높음
중앙일보	2026-06-22	NICE, KR	CCC	D	하향	D	하향	- KR과 NICE는 신용등급을 D 등급으로 하향. 중앙일보 최종 부도
에스케이이앤디	2026-06-22	KIS	BBB0	BBB-	하향	BBB-	하향	- 지배주주의 변경(한앤코개발홀딩스)으로 유사시 계열 지원가능성 배제 - 지식산업센터 등 일부 개발사업 관련 변동성 확대되고 있음
풀무원식품	2026-06-23	NICE	A-	BBB+	하향	BBB+	유지	- 해외사업 및 건강케어제조유통부문의 실적 부진으로 수익성 제약됨 - 국내외 CAPEX 등으로 향후 현금창출력의 유의미한 개선 쉽지 않을 전망
풀무원식품(후)	2026-06-23	NICE	BBB+	BBB0	하향	BBB0	유지	- 해외사업 및 건강케어제조유통부문의 실적 부진으로 수익성 제약됨 - 국내외 CAPEX 등으로 향후 현금창출력의 유의미한 개선 쉽지 않을 전망
풀무원(후)	2026-06-23	NICE	BBB+	BBB0	하향	BBB0	유지	- 해외사업 및 건강케어제조유통부문의 실적 부진으로 수익성 제약됨 - 국내외 CAPEX 등으로 향후 현금창출력의 유의미한 개선 쉽지 않을 전망
여천엔씨씨	2026-06-23	KR	A-	BBB+	하향	BBB+	유지	- 비우호적 업황으로 실적부진 장기화되고 있음 - 높은 업황변동성으로 중단기 실적개선 여력 제한적임
두산에너지빌리티	2026-06-24	NICE	BBB+	A-	상향	A-	상향	- 원전 및 가스터빈을 중심으로 제고된 수주경쟁력 및 이익창출력 - 보유 자산을 활용한 차입금 대응능력 등 양호한 재무안정성
케이비저축은행 (ICR)	2026-06-24	KIS	A0	A-	하향	A-	하향	- 수익성이 악화되었으며 이익변동성이 높음 - 자산건전성 지표 열위한 수준으로 건전성 부담 지속
한국자산신탁	2026-06-26	NICE	A0	A-	하향	A-	유지	- 수수료수익 감소와 이자/대손비용 확대로 이익 창출력 저하됨 - 신탁계정대 회수 지연 등으로 인한 자산건전성 저하
하나자산신탁 (ICR)	2026-06-26	KR	A+	A0	하향	A0	하향	- 신탁계정대여금 및 고정이자자산 증가로 재무건전성 지표 저하 지속 - 영업수익 감소, 이자비용 부담으로 수익성 저하
에스케이윌더스	2026-06-29	KR	A0	A-	하향	A-	유지	- 최대주주(Sotera Bicko SCSP) 변경에 따른 사업기반 강화 효과 미흡 - 모회사 역합병으로 재무지표 개선되었으나, 과중한 차입부담 지속됨
현대코퍼레이션 (주)	2026-06-30	NICE, KIS	A0	A+	상향	A0	유지	- 범 현대그룹 등의 고객기반을 토대로 한 우수한 사업안정성 - 매출 및 이익규모 성장세 지속되며, 차입부담도 양호한 수준으로 통제중
현대코퍼레이션 홀딩스	2026-06-30	KIS	A-	A0	상향	A-	유지	- 자회사 현대코퍼레이션의 외형 및 이익규모 성장 이어짐 - 실질 무차입의 우수한 재무안정성 보유
에스케이이앤디	2026-06-30	KR	BBB0	BBB-	하향	BBB-	유지	- 최대주주(한앤코개발홀딩스) 변경으로 유사시 계열의 지원가능성 악화 - 운전자본 회수 지연, 지분 투자 등으로 과중한 차입부담 지속
한화엔진(ICR)	2026-08-31	KIS	BBB0	BBB+	상향	BBB+	상향	- 조선업 업황 개선으로 동사의 이익창출력 개선됨 - 투자 부담 잔존하나 수주잔고 구성 등 이익창출력 기반 우수한 재무안정성
금호타이어	2026-09-10	KR, NICE	A0	A+	상향	A+	상향	- 지역 및 제품 믹스 개선을 통한 외형 성장, 영업실적 호조 유지 전망 - 현금창출력 강화된 영향으로 재무안정성 개선

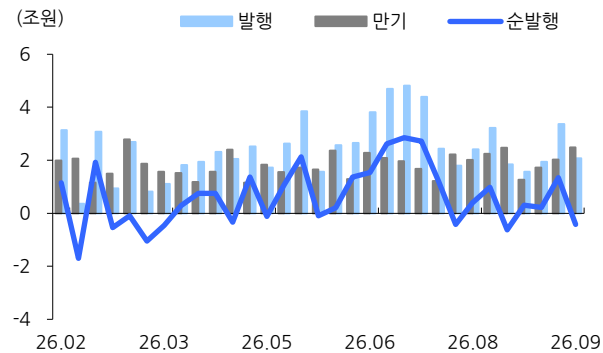
자료: 신평 3사, 현대차증권

〈표 4〉 신용등급 전망 변경 (6/26-9/16)

회사명	변경일	평가 기관	직전등급 /아웃룩	변경등급 /아웃룩	적용 등급	구분	비고
롯데물산	2026-06-26	NICE	AA-/S	AA-/N	전망 하향	AA-	-담보제공 중인 롯데케미칼 실적 저하 및 신용도 하락으로 재무부담 확대 가능성 증가
코리아세븐	2026-06-26	3사	A0/S	A0/N	전망 하향	A0	-저성과 점포 폐점으로 매출 감소 및 이자비용 부담 -신종자본증권 발행에도 불구하고 당기순손실 지속
동원에프앤비	2026-06-26	KIS, NICE	A+/S	A+/P	전망 상향	A+	-주요 제품군들의 우수한 시장경쟁력 바탕으로 견조한 실적 성장 지속 -당기순이익 누적 등 자본 확충을 통한 재무안정성 개선세
호텔신라	2026-06-29	NICE	AA-/N	AA-/S	전망 상향	AA-	-면세부문의 영업이익 개선으로 전사적인 영업수익성 회복 전망 -이익창출력 개선으로 재무안정성 개선 예상
두산	2026-06-29	NICE, KIS	BBB+/S	BBB+/P	전망 상향	BBB+	-전자부문의 사업기반 확대를 바탕으로 이익창출력 개선 -주력 사회사의 재무안정성 개선으로 직간접적 지원부담 완화
두산퓨얼셀	2026-06-29	NICE, KIS	BBB0/S	BBB0/N	전망 하향	BBB0	-높은 경쟁강도, 저가수주 등으로 영업수익성 저하 -과중한 차입부담으로 유의미한 재무안정성 개선은 시간이 필요할 전망
엘에스전선	2026-06-30	3사	A+/S	A+/P	전망 상향	A+	-고부가 제품의 수주 및 매출 확대를 바탕으로 영업수익성이 점차 개선될 전망 -현금창출력 개선 등으로 양호한 수준의 재무안정성 유지 예상
CJ CGV	2026-06-30	3사	A-/P	A-/S	전망 하향	A-	-영화관 부문의 가시적인 실적 개선 지연 -자체현금창출능력을 통한 실질 차입부담 경감 지연
케이씨씨글라스	2026-06-30	3사	AA-/S	AA-/N	전망 하향	AA-	-판유리 경쟁 심화 및 원가 부담 확대로 수익성 저하 -단기간 내 자체 영업현금창출에 기반한 차입부담 완화폭이 제한적일 전망
엘에스	2026-06-30	3사	A+/S	A+/P	전망 상향	A+	-다변화된 사업포트폴리오를 보유하고 있으며, 주요 사업별 경쟁지위 우수 -현금창출력 개선세를 바탕으로 현 수준의 재무안정성 유지 예상
애류온캐피탈	2026-06-30	KIS	A0/S	A0/↑	전망 상향	A0	-6월 29일 애류온캐피탈의 자본 인수 우선협상대상자로 한화생명보험 선정 -한화생명의 동사에 대한 유사시 지원가능성 고려 시 상황 검토에 등록
우리투자증권(ICR)	2026-06-30	KR	A+/S	A+/P	전망 상향	A+	-대규모 자본 확충으로 시장지위 및 사업경쟁력 제고될 전망 -우수한 자본 완충력에 힘입어 재무건전성이 우수한 수준을 유지할 전망
에코프로	2026-08-25	NICE	A-/S	A-/N	전망 하향	BBB+	-원재료 밸류체인 확장 투자 영향으로 계열전반 채무 부담 증가 -자회사 출자 및 투자 계획을 감안하면 중단기적으로 지주사의 채무부담이 증가할 것으로 전망
SK 아이이테크놀로 지	2026-08-26	NICE KR	A-/S A-/N	A-/↓ A-/P	전망 상향	A-	- 8월 25일 동사는 SK 이노베이션으로의 흡수합병을 결정 - 존속법인이 동사의 차입금 상환 의무를 이행할 것을 감안해 전망 상향
SK 어드밴스드	2026-08-27	NICE KIS	BBB+/N BBB0/S	BBB+/↓ BBB0/↑	전망 상향	BBB0	-8월 26일 동사는 SK 가스로의 흡수합병을 공시 -동사보다 신용도가 높은 존속법인의 신용등급을 적용 받을 예정임을 고려해 상황 검토 등록
동화기업	2026-08-31	KIS	BBB+/S	BBB+/N	전망 하향	BBB+	-전해액 사업에서 판매량 회복이 지연되는 등 영업적자 지속 -순차입금 증가와 계열사 지급보증 관련 잠재적 부담으로 재무구조 개선 지연

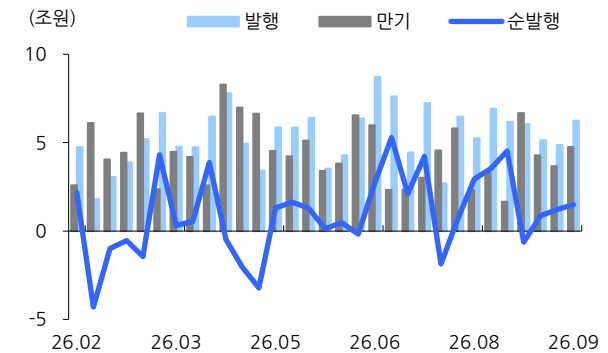
자료: 신평 3사, 현대차증권

〈그림 5〉 공사채 발행, 만기, 순발행



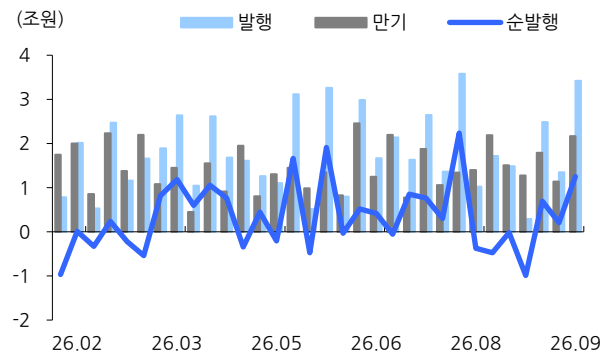
주: 직전 주말까지 주간단위 순발행. 단, 발행 없는 주에는 순발행 집계하지 않음
자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 6〉 은행채 발행, 만기, 순발행



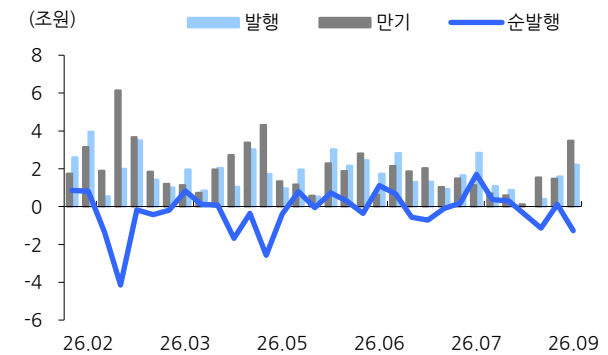
자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 7〉 여전채 발행, 만기, 순발행



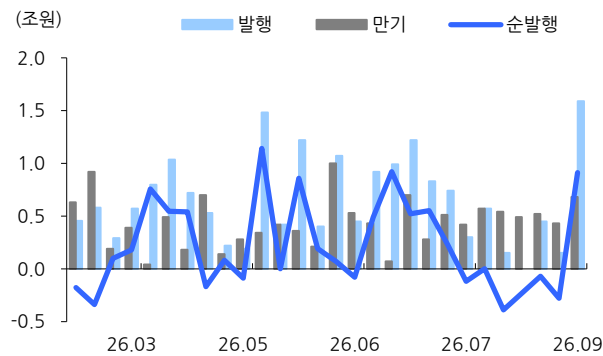
자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 8〉 회사채 발행, 만기, 순발행



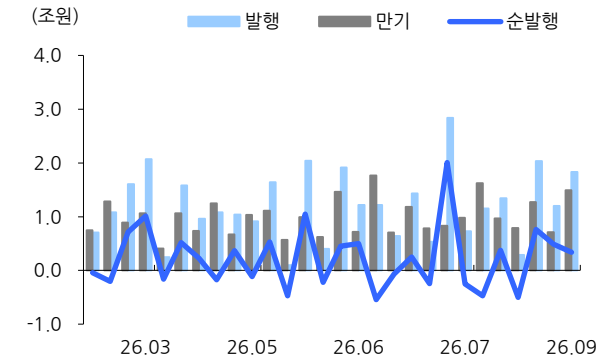
자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 9〉 카드 발행, 만기, 순발행



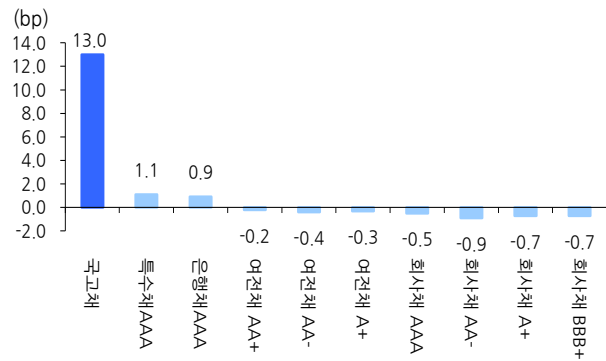
자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 10〉 캐피탈 발행, 만기, 순발행



자료: Infomax, 현대차증권

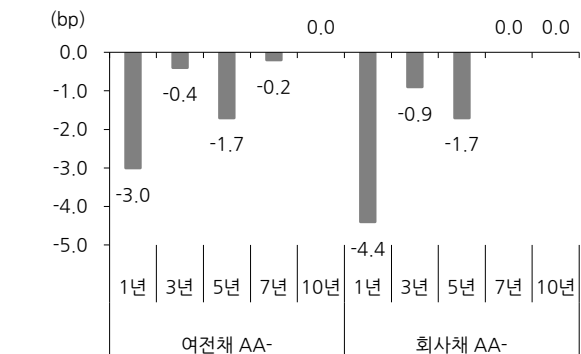
〈그림 11〉 전주 대비 스프레드 변동(3년물)



주: 민평3사 기준

자료: Infomax, 현대차증권

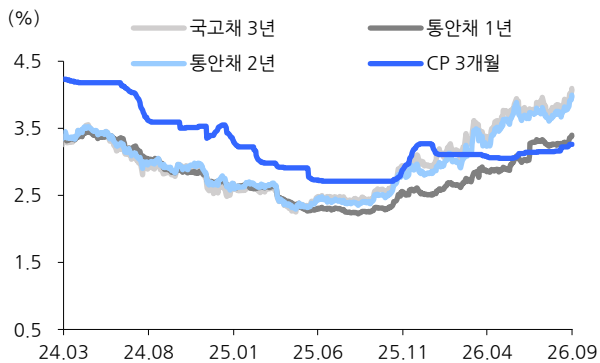
〈그림 12〉 전주 대비 여전채, 회사채 스프레드 변화



주: 민평3사 기준

자료: Infomax, 현대차증권

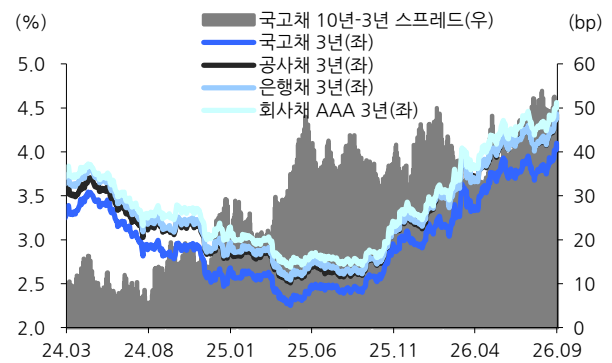
〈그림 13〉 국고채 3년, 통안채 1,2년, CP 3개월 금리



주: 민평3사 기준

자료: Infomax, 현대차증권

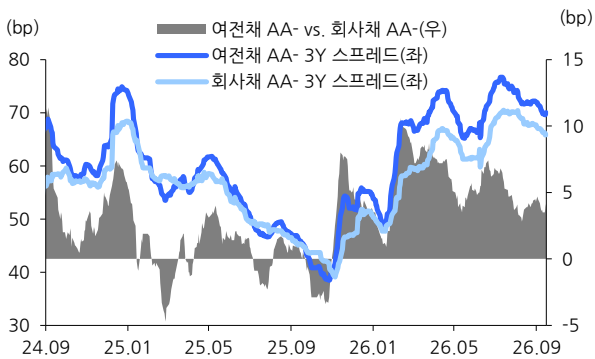
〈그림 14〉 국고채, 공사채, 은행채, 회사채 AAA 3년



주: 민평3사 기준

자료: Infomax, 현대차증권

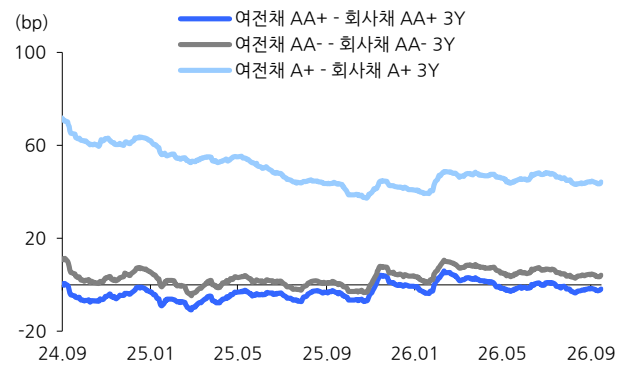
〈그림 15〉 여전채 AA- vs. 회사채 AA-



주: 3년물, 민평3사 기준

자료: Infomax, 현대차증권

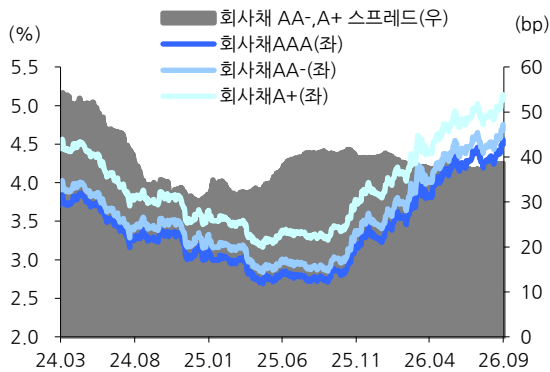
〈그림 16〉 여전채 vs. 회사채



주: 3년물, 민평3사 기준

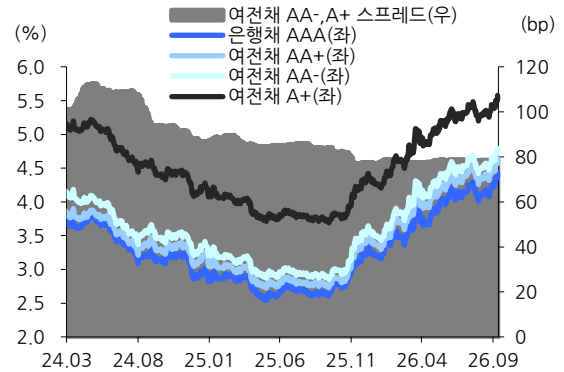
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 17> 회사채 AAA, AA-, A+ 금리



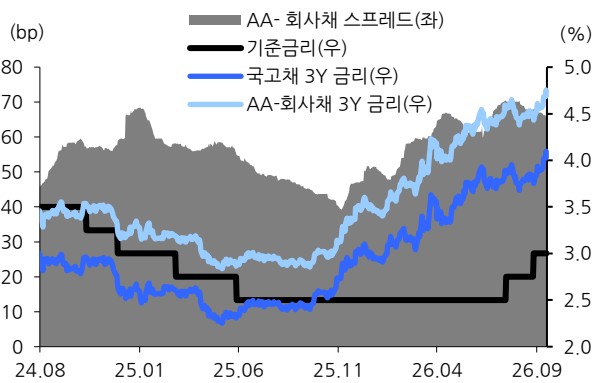
주: 3년물, 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 18> 은행채 AAA, 여전채 AA+, AA-, A+ 금리



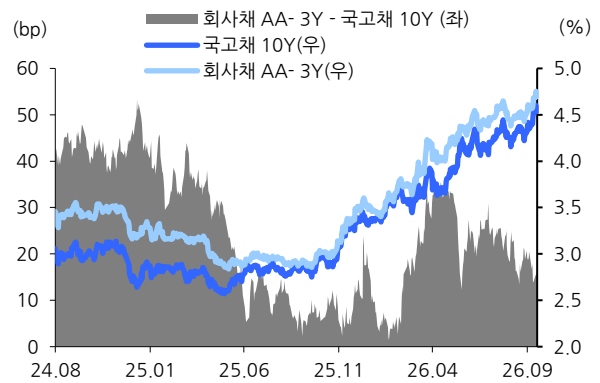
주: 3년물, 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 19> 회사채 AA- vs 국고채



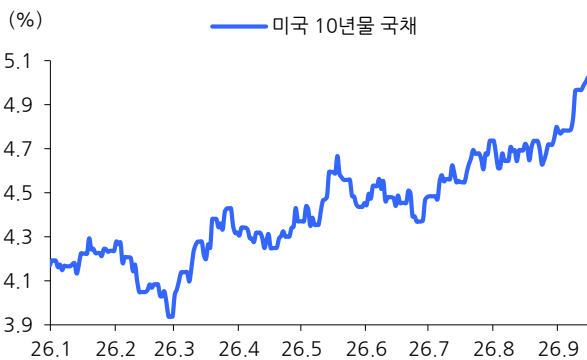
주: 3년물, 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 20> 회사채 3Y - 국고채 10Y



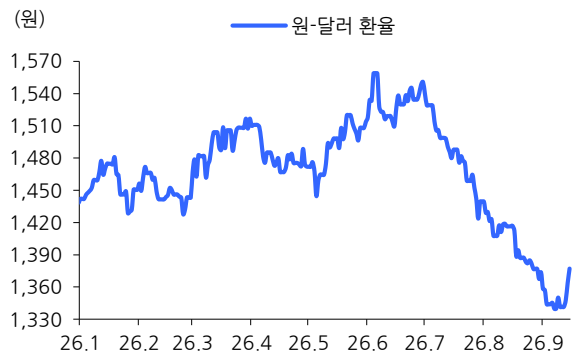
주: 3년물, 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 21> 미국채 10년



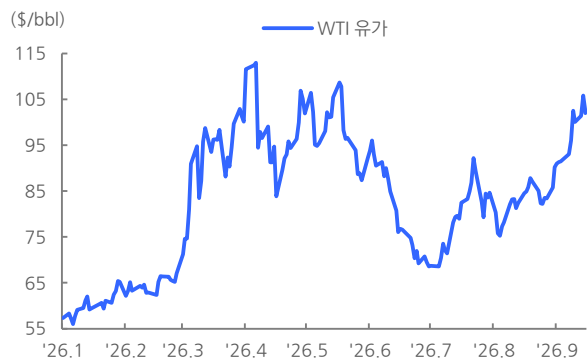
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림 22> 원달러 환율



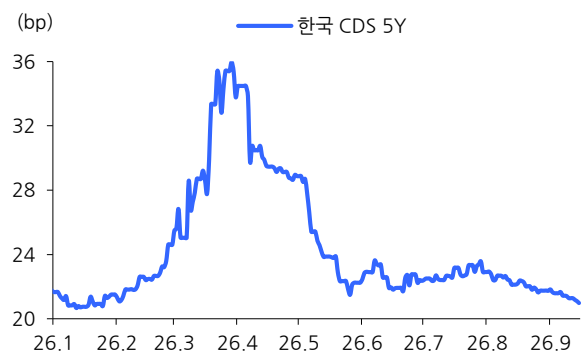
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림 23〉WTI 유가



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림 24〉일별 CDS 프리미엄



자료: Bloomberg, 현대차증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.08.21	BUY	29,000	7.98	134.14
2026.01.22	BUY	82,000	-40.34	-21.59
2026.05.28	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2026.05.28	BUY	53,000	-33.67	-21.89
2026.09.18	BUY	43,000		

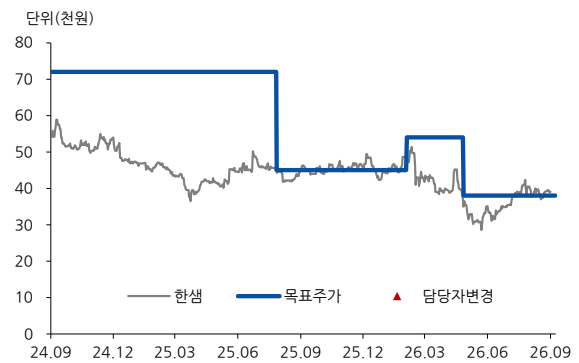
▶ 최근 2년간 한국전력 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.08.13	BUY	72,000	-28.41	-17.50
2025.02.13	AFTER 6M	72,000	-39.25	-30.28
2025.08.13	M.PERFORM	45,000	-0.04	10.00
2026.02.13	AFTER 6M	45,000	-100.00	-100.00
2026.02.19	M.PERFORM	54,000	-22.24	-4.81
2026.05.13	M.PERFORM	38,000	-5.72	11.32
2026.09.18	M.PERFORM	38,000		

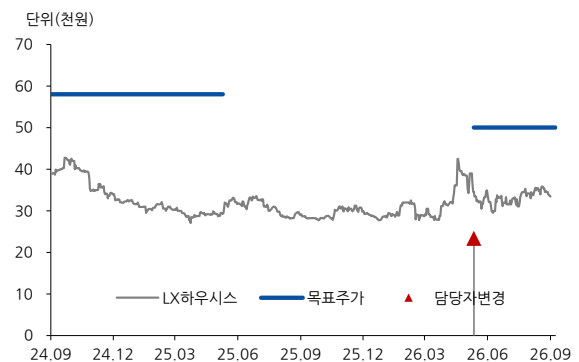
▶ 최근 2년간 한샘 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	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
2026.05.28	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2026.05.28	BUY	50,000	-33.71	-28.40
2026.09.18	BUY	50,000		

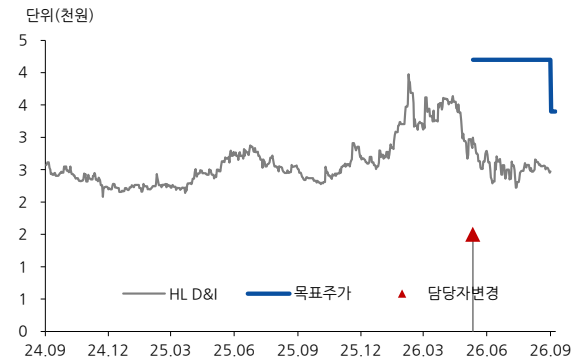
▶ 최근 2년간 LX하우시스 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2026.05.28	BUY	4,200	-39.75	-30.95
2026.09.18	BUY	3,400		

▶ 최근 2년간 HL D&I 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2025.04.18	BUY	220,000	-49.58	-35.32
2026.09.18	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2026.09.18	BUY	230,000		

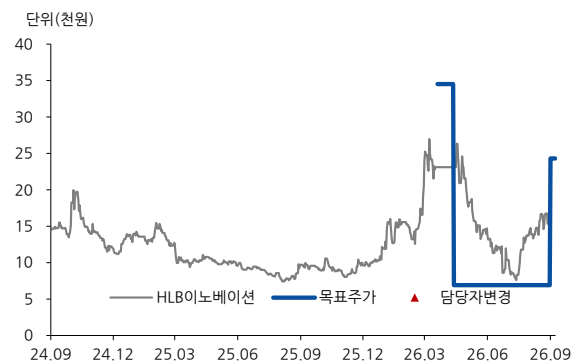
▶ 최근 2년간 보로노이 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2026.04.06	BUY	34,500	-54.69	-23.77
2026.05.04	5대 1 주식 병합			
2026.09.18	BUY	24,300		

▶ 최근 2년간 HLB이노베이션 주가 및 목표주가



▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2026.06.19	BUY	410,000	-44.81	-25.85
2026.09.18	BUY	325,000		

▶ 최근 2년간 한솔케미칼 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자자 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 중간사로 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.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 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 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2025.07.01~2026.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	189건	95.5%
보유	9건	4.5%
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.