Daishin 증권

2026년 02월 05일 목요일

Morning Meeting Brief

Strategy

[퀀틴전시 플랜] AI 노이즈를 이겨낸 코스피, 차별적 상승의 이유는?

- AI 논란과 미국 기술주 하락에도 불구하고 코스피가 견조했던 이유
- 또다른 코스피의 아웃퍼폼 요인, 생산적 머니무브 정책 모멘텀 유효
- 특징 섹터: 친환경에너지, 희토류/소재

정해창. haechang.chung@daishin.com

산업 및 종목 분석

[4Q25 Review] 키움증권: '26년 BK 수수료수익만 2조원 (목표주가 +35.4% 상향)

- 양호한 탑라인, '25년 실적 호조에 따른 성과급 지급으로 컨센서스 하회
- IB사상 최대 실적 달성, 다만 대형주 중심 장세로 BK수익은 다소 부진
- 거래대금 급증에 따른 '26년 이익 전망치 상향, 목표주가 역시 상향조정

박혜진. hyejin.park@daishin.com

[4Q25 Review] 한국타이어앤테크놀로지: 업종 내 주가 키맞추기 예상 (목표주가 +29% 상향)

- 한온 턴어라운드 가시화에 따른 이익추정/타겟밸류 조정 => TP +29%상향
- 4Q25 실적은 시장 컨센 대비 다소 하회 했으나, 26년 견조한 수익성 전망
- 업종 모멘텀 수혜 소외됐으나, 실적 견조/SDV 수혜에 따른 키맞추기 예상

김귀연. Gwiyeon.kim@daishin.com

[4Q25 Review] 넥센타이어: 2026년 수익성 개선에 따른 기업가치 우상향 전망 (목표주가 +28% 상향)

- 4Q OP 405억으로 컨센 하회. 원재료 래깅/관세 영향으로 마진 개선 제한
- 유럽 풀가동/유통망 효율화/믹스 개선/비용 안정화에 따른 마진 개선 전망
- 2026년 본업 실적 개선에 따른 기업가치 우상향 예상

김귀연. Gwiyeon.kim@daishin.com

[4Q25 Review] 에이피알: 노이즈를 뚫고 갈 압도적 성장세 (목표주가 +9% 상향)

- 실적 추정치 상향에 힘입어 목표주가 350,000원 상향(기존 대비 +9%)
- 4Q25 실적 컨센서스 15% 상회. 미국향 화장품 매출이 폭발적 성장
- 기저가 높아지긴 했으나 글로벌 확장의 성장 로직은 아직 유효

한송협. Songhyeop.han@daishin.com

[4Q25 Review] 파마리서치: 왜 나한테만 이렇게 엄격한건데 (목표주가 -11% 하향)

- 4Q25 컨센 하회는 회계 이슈 및 선제적 투자에 따른 일시적 현상
- 내수 회복 및 유럽 진출 가시화로 성장 모멘텀은 유효
- 다만 향후 실적 회복 확인 과정을 감안하여 멀티플 및 목표주가 하향

한송협. Songhyeop.han@daishin.com

[4Q25 Review] 한화오션: 일회성 비용 반영에도 구조적 이익 체력 확인

- 성과급 2,300억원 반영, 일회성 제외시 영업이익 13.0% 기록
- LNGC의 매출 비중이 줄어들지만 LNGC의 P-mix는 개선
- 2026년부터 남미, 서아프리카 위주의 프로젝트 입찰 규모 확대 예상

이지니, jini.lee@daishin.com

Strategy

Strategist Jr. 정해창
haechang.chung@daishin.com

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

AI 노이즈를 이겨낸 코스피, 차별적 상승의 이유는?

- AI 논란과 미국 기술주 하락에도 불구하고 코스피가 견조했던 이유
- 또다른 코스피의 아웃퍼폼 요인, 생산적 머니무브 정책 모멘텀 유효
- 특징 섹터: 친환경에너지, 희토류/소재

AI 논란과 미국 기술주 하락에도 불구하고 코스피가 견조했던 이유

– 전일 미국 기술주 약세의 원인은 크게 두가지. 첫번째는 OpenAI와 엔비디아의 관계 악화 우려, 갈등의 본질은 핵심 고객사이면서 투자 대상인 OpenAI에 대한 엔비디아의 가격 협상과 비용 대비 성능,

– 공급 안정성을 위해 엔비디아 의존도를 줄여야 하는 OpenAI 사이의 이해상충으로 판단. 다만 갈등이 대외적으로 노출되면서 AI 투자심리를 악화시킨 것

– 두 번째는 앤트로픽의 AI 에이전트인 '클로드 코워크'가 법률/회계 등 고도화된 분석에서도 우수한 퍼포먼스를 보이면서 기존 소프트웨어 업체들의 대체 우려

엔트로픽 투자 테마: SK텔레콤(+5.8%), LG씨엔에스(+3.0%) 등

– 두 이유 모두 궁극적으로 빠른 속도로 발전하는 AI 산업과 기업별 이해관계, 수익모델 변화에 시장이 적응하는 과정. AI의 인프라를 구성하는 반도체, 원전, 전력기기 등의 산업 전망은 여전히 견조

반도체: 삼성전자(+1.0%), SK하이닉스(–0.8%), 파두(+29.9%)

원전/전력기기: 두산에너빌리티(+5.8%), 한국전력(+5.4%), 한전기술(+12.2%)

또다른 코스피의 아웃퍼폼 요인, 생산적 머니무브 정책 모멘텀 유효

– 정치권에서는 여당을 중심으로 늦어도 3월 내 3차 상법개정 처리 방침을 재확인

– 이재명 대통령의 다주택자 양도세 중과 유예 종료 방침. 청와대 참모진들이 다주택 처분에 나섰다는 소식과 국세청장의 일관된 유예 종료 시사 등 부동산 시장에 대한 정책 압박 강도가 높아지는 중

– 정부의 성장전략 TF에서는 구윤철 부총리가 반도체, AI 등 첨단산업에 대한 정책 지원을 재차 강조. 국가 성장전략 차원 생산적 머니무브 정책기조 이어지는 중

특징 섹터: 친환경에너지, 희토류/소재

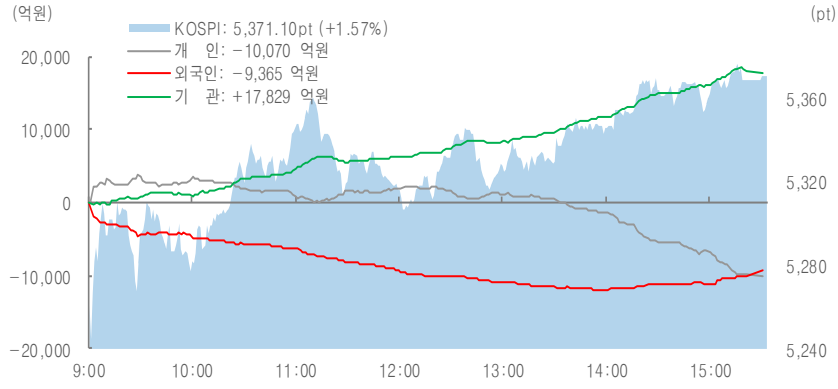
– **친환경에너지**: 미국 인페이즈 에너지의 호실적과 해상풍력 공사 재개 판결 등

한화솔루션(+30.0%), HD현대에너지솔루션(+29.8%), OCI홀딩스(+28.1%)

– **희토류/소재:** 4일 미국 국무부 핵심광물 공급망 강화를 위한 장관급 회의 예정, 조현 외교부장관 참석

고려아연(+6.6%), 영풍(+4.4%), 포스코인터내셔널(+4.8%)

KOSPI 투자주체별 수급 및 장중흐름



자료: 대신증권 Research Center

Results Comment

키움증권 (039490)

'26년 BK수수료수익만 2조원

박혜진 hyejin.park@daishin.com
권용수RA yongsu.kwon@daishin.com

투자의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 540,000
상향

현재주가 (26.02.03) 455,000
증권업종

- 양호한 탑라인, '25년 실적 호조에 따른 성과급 지급으로 컨센서스 하회
- IB사상 최대 실적 달성, 다만 대형주 중심 장세로 BK수익은 다소 부진
- 거래대금 급증에 따른 '26년 이익 전망치 상향, 목표주가 역시 상향조정

투자의견 매수, 목표주가 540,000원으로 35.4% 상향

1월 평균 거래대금이 62.3조원을 기록하여 '26년 1분기 순이익이 5,000억원에 육박할 전망. 우리는 '26년 거래대금 전망을 수정함에 따라 동사의 순이익을 기존 1.15조원에서 1.58조원으로 37.2% 상향조정함. 이에 따라 동사의 목표주가를 기존 400,000원에서 540,000원으로 35.4% 상향. '26년 브로커리지 수수료수익으로만 2조원을 상회할 가능성이 높아짐. 뿐만 아니라 코스닥 시장을 활성화시키려는 정부의 정책 방향성에 동사가 가장 수혜를 볼 것으로 전망하는 바 업종 내 최선호주 유지

4Q25 연결 순이익 2,466억원(QoQ -23.4%, YoY +68.4%) 기록

4분기 순이익은 당사 추정과 컨센서스를 20.2%, 16.3% 하회. 거래대금 호조에 따라 브로커리지를 비롯한 전반적인 탑라인 성장은 상당히 양호하였으나 성과급 지급에 따른 판관비 증가로 컨센서스를 하회하는 실적을 기록

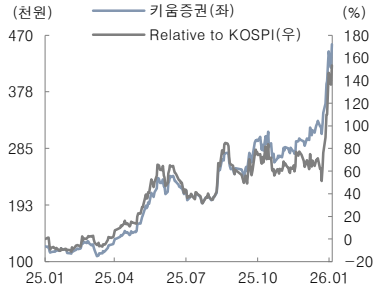
거래대금이 45% 이상 증가하였음에도 BK수수료수익은 3,249억원(QoQ +24.8%, YoY +68.2%)으로 다소 부진하였는데, 대형주 위주 시장 상승이 지속되면서 동사의 MS가 하락한 원인. IB수수료수익은 부동산 PF를 필두로 ECM, DCM, IPO, M&A 등 전통적 IB도 약진하며 사상 최대 실적을 기록. 특히 목동 KT부지, 송도 주상복합 개발사업 등 다수의 딜 수행하여 본PF잔액이 전 분기 대비 9,000억원 증가하며 IB실적 증가를 견인

S&T수익은 운용수익보다는 분배금이 급증하여 양호한 실적 기록하였는데, 동사는 최근 ETF LP 점유율 1등 사업자로 중소형운용사까지 커버리지를 확대하여 관련 수익이 증가. 이런 과정에서 최근 월배당, 분기배당하는 ETF가 늘어나 분배금이 크게 증가하였음

다만 판관비가 2,975억원으로 분기 대비 45.3%나 증가하였는데, 주식 연동 성과급 지급 및 '25년 실적이 당초 사업계획을 크게 상회하여 인센티브 지급한 영향. 퇴직연금 사업을 3분기부터 시작할 예정인데, 관련 인력충원에 따른 인건비 증가 외에는 이 정도의 판관비 급증은 반복되진 않을 것으로 사측은 설명

KOSPI	5,288.08
시가총액	12,306십억원
시가총액비중	0.37%
자본금(보통주)	110십억원
52주 최고/최저	455,000원 / 109,200원
120일 평균거래대금	378억원
외국인지분율	29.58%
주요주주	다우기술 외 4인 41.23% 국민연금공단 11.70%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	50.9	49.7	126.9	267.5
상대수익률	23.0	19.5	33.9	70.6



영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2023	2024	2025P	2026E	2027E
순영업수익	1,151	1,833	2,378	2,978	2,553
영업이익	565	1,098	1,488	2,140	1,746
당기순이익	436	835	1,114	1,578	1,298
YoY	-14.0%	91.4%	33.3%	41.7%	-17.7%
EPS	16,189	31,397	41,865	59,333	48,815
BPS	181,973	236,819	282,675	336,593	391,361
PER	6.15	3.73	10.59	7.47	9.09
PBR	0.55	0.49	1.57	1.32	1.13
ROE	8.90	14.83	16.57	19.72	13.95

자료: 키움증권, 대신증권 Research Center

Results Comment

한국타이어앤테크놀로지 (161390)

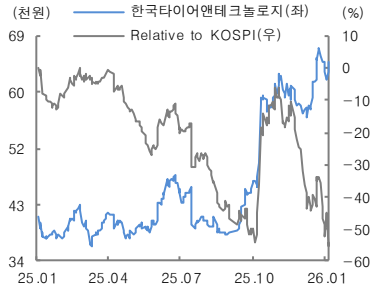
김귀연

gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	89,000 상향
현재주가 (26.02.04)	65,100
	자동차업종

KOSPI	5371.1
시가총액	8,064십억원
시가총액비중	0.24%
자본금(보통주)	62십억원
52주 최고/최저	67,200원 / 36,200원
120일 평균거래대금	180억원
외국인지분율	38.37%
주요주주	한국앤컴퍼니 외 22 인 43.19% 국민연금공단 8.01%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.2	41.7	50.7	62.5
상대수익률	-8.4	8.7	-11.7	-24.9



업종 내 주가 키맞추기 예상

- 한온 턴어라운드 가시화에 따른 이익추정/타겟밸류 조정 => TP +29%상향
- 4Q25 실적은 시장 컨센 대비 다소 하회 했으나, 26년 견조한 수익성 전망
- 업종 모멘텀 수혜 소외됐으나, 실적 견조/SDV 수혜에 따른 키맞추기 예상

투자의견 매수 유지, 목표주가 89,000원 상향(+29%)

TP 8.9만원은 26년 EPS 11,493원에 Target P/E 7.7배(글로벌 피어그룹 평균에 오너리스크 감안해 10% 할인) 적용해 산출. 2026년 한온시스템 실적 턴어라운드 전망함에 따라, 1) 손익 추정치 상향하고, 2) 목표배수 할인율 축소(20% => 10%). 이에 따라, 기존 대비 TP 29% 상향 조정

26년 YTD 주가 수익률 +12%로 자동차 업종(+38%) 대비 Underperform. 업종 모멘텀(로봇/SDV) 수혜 기대감에서 상대적으로 소외된 영향. 1) 한온 실적 턴어라운드에 따른 인수 리스크 완화, 2) 고인치/EV타이어 믹스 개선, 3) 원재료(유가/SBR) 안정화, 4) 로보택시 확대에 따른 타이어 부가가치 확대(전장화/EV타이어↑) 가능성 감안 시, 주가 키맞추기 예상

4Q25 타이어 매출 2.8조(YoY +9%), OP 4,850억(+3%), OPM 18% 시현

연결 매출 5.5조/OP 5,483억(OPM 10%) 기록. 당사 추정 타이어 매출 2.7조/OP 4,572억 대비 양호한 실적 기록. 다만, 연결 OP 컨센 5,551억 대비 한온시스템 컨센(740억) 대비 서프 효과(+170억) 감안하면 시장 기대 다소 하회한 실적. YoY 매출 변동에 있어 물량(-0.9%) 부정적이었으나, 판가(+3.5%)/환율(+6.8%) 긍정적. 수익성에 있어서는 4Q24 반덤핑 환급 기저부담(700억) 있었으나, 원재료/물류비 안정화와 고인치 타이어 비중 확대(+1.1%pt) 영향으로 양호한 수익성 기록

2026년 타이어 매출 11조(YoY +7%), OP 1.7조(+4%), OPM 16% 전망

26년 글로벌 타이어 수요 성장 제한적인 가운데, 1) 고인치/EV타이어 비중 확대, 2) 테네시 2공장 물량 본격화, 3) 주요국(한국/유럽/미국) 점유율 상승에 따른 매출 성장 예상. 수익성에 있어서는 원재료/운임 비용 안정화 긍정적인 반면, 테네시 2공장 초도 생산에 따른 인건비/마케팅비 증가 예상됨에 따라 마진개선율 제한적일 것으로 예상. 다만, 해당 추정치는 미국 관세 환급액이 반영되지 않은 수치로, 1H26 해당 금액 반영에 따라 추가 상향 여지 존재

(단위: 십억원, %)

구분	4Q24	3Q25	4Q25					1Q26		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,532	5,413	5,240	5,456	115.5	0.8	5,407	5,289	6.6	-3.1
영업이익	473	586	523	576	21.8	-1.7	551	540	52.1	-6.4
순이익	59	390	157	206	250.2	-47.1	324	324	1.2	56.7

자료: 한국타이어앤테크놀로지, FnGuide, 대신증권 Research Center

Results Comment

넥센타이어 (002350)

2026년 수익성 개선에 따른 기업가치 우상향 전망

- 4Q OP 405억으로 컨센 하회. 원재료 래깅/관세 영향으로 마진 개선 제한
- 유럽 풀가동/유통망 효율화/믹스 개선/비용 안정화에 따른 마진 개선 전망
- 2026년 본업 실적 개선에 따른 기업가치 우상향 예상

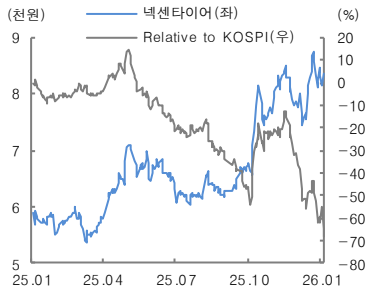
김귀연

gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	9,800 상향
현재주가 (26.02.04)	8,040 자동차업종

KOSPI	5371.1
시가총액	810십억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	51십억원
52주 최고/최저	8,450원 / 4,960원
120일 평균거래대금	11억원
외국인지분율	9.87%
주요주주	넥센 외 2 인 69.18% 브이아이피자산운용 5.03%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.9	28.8	37.2	44.9
상대수익률	-13.4	-1.1	-19.6	-33.1



투자의견 매수 유지, 목표주가 9,800원 상향(+28%)

TP 9,800원은 2026년 EPS 1,273원에 Target PER(글로벌 피어그룹 평균에 MS 차이 고려하여 10% 할인 적용/한국타이어와 동일한 밸류) 적용. 2026년 1) 체코 공장 풀가동 효과 온기 반영, 2) 유통망 효율화 통한 점유율 확대, 3) 고인치 비중 확대, 4) 원재료/운임비 안정화로 수익성 개선 가시성 높다는 판단. 2026년 YTD 주가 수익률 +7%로 업종(+38%) 대비 Underperform 했으나, 2026년 본업 실적 개선에 따른 기업가치 우상향 전망

4Q25 매출 8,330억(YoY +19%, 이하 YoY), OP 405억(+162%), OPM 4.9% 시현

OP 컨센(460억) 하회, 당시 추정(422억) 부합. 4Q 회계처리 변경(렌탈 잔여계약 손익 현가로 일괄인식)에 따른 일회성 매출 효과 +800억 제외 시, 실질 매출 성장 +8% 성장. 1) 고부가/고인치 비중 확대, 2) 원재료/운임 안정화 긍정적이었으나, 품목 관세 영향(매출 1% 수준 추정)으로 YoY 마진 개선 제한적

2026년 매출 3.4조(+6%), OP 2,157억(+27%), OPM 6.4% 추정

2026년 매출 가이던스 3.3조/OPM 하이싱글 타겟 달성 가능할 것으로 전망. 1) 유럽 풀가동 효과 온기 반영, 2) 미국/유럽 공급망 효율화 통한 물량 확대, 3) 운임/원재료 안정세 본격 반영됨에 따라 연간 수익성 개선 가시성 높다는 판단

(단위: 십억원, %)

구분	4Q24	3Q25	4Q25					1Q26		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	698	781	799	833	19.4	6.7	786	869	12.7	4.3
영업이익	15	46	42	40	161.3	-13.1	46	53	30.4	31.4
순이익	48	55	30	37	-22.6	-32.1	27	33	-18.1	-12.4

자료: 넥센타이어, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,702	2,848	3,190	3,374	3,468
영업이익	187	172	170	216	257
세전순이익	150	170	198	179	211
총당기순이익	103	127	151	134	159
지배지분순이익	103	126	151	133	158
EPS	987	1,213	1,448	1,273	1,513
PER	8.1	5.0	5.2	5.9	5.0
BPS	16,286	17,877	19,210	20,367	21,766
PBR	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
ROE	6.3	7.1	7.8	6.4	7.2

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

Results Comment

에이피알 (278470)

노이즈를 뚫고 갈 압도적 성장세

한송협

songhyeop.han@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	350,000 상향
현재주가 (26.02.04)	264,000
	개인생활용품 업종

- 실적 추정치 상향에 힘입어 목표주가 350,000원 상향(기존 대비 +9%)
- 4Q25 실적 컨센서스 15% 상회. 미국향 화장품 매출이 폭발적 성장
- 기저가 높아지긴 했으나 글로벌 확장의 성장 로직은 아직 유효

투자의견 매수 유지, 목표주가 350,000원 상향(기존 대비 +9%)

목표주가는 12개월 선행 EPS 11,970원에 Peer 평균 PER(25.4배)에 15% 할증을 적용한 29.2배 반영 (표1 참고). TP 상향은 실적 추정치 9% 상향에 기인

현재 12개월 선행 P/E는 22.6배 수준으로 과거 최고점이었던 31.2배 대비 낮음. 당시보다 압도적인 실적 성장성과 글로벌 확장성을 입증한 현시점에서 타겟 멀티플 30배 적용은 충분히 합리적인 수준이라 판단

4Q25 Review: 이런 실적이 어떻게 가능한 건지 놀라울 정도

4Q25 매출 5,476억원(YoY+124%), OP 1,301억원(YoY+228%, OPM 24%)으로 컨센서스를 15% 상회하는 어닝 서프라이즈로 분기 최대 실적 경신. 블랙프라이데이 시즌의 마케팅이 실제 매출로 전환되었으며, 특정 제품에 쏠리지 않고 다양한 효자 상품(Hero SKU)을 확보한 전략으로 전 품목이 고르게 성장

사업부별로는 **화장품/뷰티**가 4,128억원(YoY+255%)으로 성장을 견인. 베스트셀러 포트폴리오가 고르게 확대되며 분기 최초 4천억원을 돌파. **뷰티 디바이스는** 1,229억원(YoY+19%)으로 글로벌 시장에서 안정적으로 성장 중

지역별로는 **미국이** 2,551억원(YoY +270%)을 기록하며 단일 국가 최초로 분기 2,500억 원을 돌파. 특히 B2B를 중심으로 한 기타 지역이 1,188억 원(YoY +192%)으로 처음으로 1천억원을 상회. 수익성 측면에서도 광고비 비중 상승(18.3%)에도 불구하고 고정비 감소 효과와 제품 믹스 개선, 할인 제한 정책에 힘입어 OPM이 YoY+7.5%p 개선

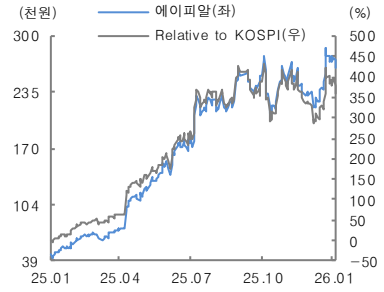
2026F Overview: 높아진 기저 부담 vs. 글로벌 성장 로직

2026년 매출액 2조 2,396억원(YoY+47%), 영업이익 5,451억원(YoY+49%, OPM 24%) 전망. 다만, 2025년의 압도적 성과에 따른 높은 기저 부담은 존재

어닝 서프라이즈에 힘입어 주가는 장중 30만원(+12.5%)까지 급등했으나 완만한 유럽 직판 램프업, 재고 부족, 물류 부담, 보수적 가이던스 등으로 차익 실현 매물 출회된 것으로 판단. 그럼에도 글로벌 확장의 성장 로직은 아직 유효

KOSPI	5371.1
시가총액	9,882십억원
시가총액비중	0.30%
자본금(보통주)	4십억원
52주 최고/최저	286,000원 / 45,100원
120일 평균거래대금	1,324억원
외국인지분율	29.83%
주요주주	김병훈 외 5 인 34.80%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.3	-4.3	47.8	485.4
상대수익률	-9.1	-26.6	-13.4	170.5



(단위: 십억원, %)

구분	4Q24	3Q25	4Q25					1Q26		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	244	386	473	548	124.2	41.9	472	503	89.1	-8.1
영업이익	40	96	117	130	227.9	35.4	113	109	99.6	-16.3
순이익	43	75	99	100	129.4	33.4	92	87	73.7	-12.9

자료: 에이피알, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 , %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	524	723	1,527	2,240	2,780
영업이익	104	123	365	545	741
세전순이익	106	133	364	538	734
총당기순이익	82	108	290	435	587
지배지분순이익	82	108	290	435	587
EPS	11,244	2,910	7,725	11,632	15,678
PER	0.0	17.2	29.9	19.9	14.7
BPS	5,431	8,546	11,866	22,191	34,935
PBR	0.0	5.9	22.2	11.9	7.6
ROE	54.9	41.3	75.5	68.2	54.9

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

Results Comment

파마리서치 (214450)

왜 나한테만 이렇게 엄격한건데

한송협

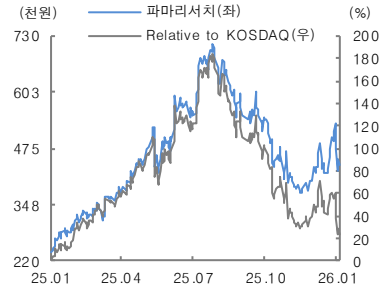
songhyeop.han@daishin.com

투자의견	**BUY** 매수, 유지
6개월 목표주가	**620,000** 하향
현재주가 (26.02.04)	**439,500**

의료 장비 및 서비스 업종

KOSDAQ	1149.43
시가총액	4,566십억원
시가총액비중	0.96%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	711,000원 / 250,000원
120일 평균거래대금	741억원
외국인지분율	9.81%
주요주주	정상수 외 7 인 34.92%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.3	-17.7	-20.8	75.8
상대수익률	-16.7	-33.7	-46.0	10.1



* 4분기부터 기존 판관비로 처리하던 리쥬란 정품 인증 및 마케팅 지원금을 매출에서 직접 차감하는 순액(Net) 인식으로 변경함. 4분기 매출에서 차감된 약 50억 원은 2025년 연간 발생분에 대한 누적 조정치가 일시에 반영된 결과. 이는 영업이익에 영향이 없는 단순 재분류

- 4Q25 컨센 하회는 회계 이슈 및 선제적 투자에 따른 일시적 현상
- 내수 회복 및 유럽 진출 가시화로 성장 모멘텀은 유효
- 다만 향후 실적 회복 확인 과정을 감안하여 멀티플 및 목표주가 하향

투자의견 매수 유지, 목표주가 620,000원으로 하향(-11%)

목표주가는 12M Fwd EPS 21,379원에 PER 28.9배 적용(글로벌 피어 갈더마 대비 30% 할인, 표1 참고). 멀티플 조정으로 목표주가를 하향(-11%)하나 현재 주가는 12M Fwd PER 21배 수준으로 고점 대비 38% 조정받은 상황

5,400억 규모의 현금성 자산, 주당 3,700원의 결산배당(향후 배당성향 25% 이상 시사)이 하방을 제공. 이번 실적 부진은 회계 변경 및 투자 집행에 따른 것으로 리쥬란의 브랜드 파워를 감안할 때 우려보다는 저가 매수 기회

4Q25 Review: 회계 노이즈와 일회성 비용의 정산

4Q25 매출액 1,428억원(YoY+39%), 영업이익 518억원(YoY+54%, OPM 36%)을 기록. OP 기준 컨센서스를 약 20% 하회했으나 **순액 인식 전환***(-50억) 및 유럽향 이연(20억)을 감안한 실질 성장세는 견조. 내수 의료기기 596억원(QoQ+4%) 기록. 의료진 공백 영향에도 리쥬란은 QoQ 30억원 성장하며 수요를 입증했으나, 기타 필러 및 콘쥬란의 부진이 합산 실적을 제한

OPM 하락은 판관비가 전 분기 대비 100억원 증가한 영향이 큼. 일본과 미국 임상 R&D(35억), 성과급(30억), 화장품 수수료(17억) 등 성장을 위한 선제적 투자 및 일회성 비용이 집중된 결과로 본업 훼손과는 무관하다고 판단

2026F Outlook: 숫자로 증명될 성장 모멘텀

2026년 매출액 6,750억원(YoY+26%), 영업이익 2,735억원(YoY+28%, OPM 41%) 전망. 사측 가이드라인(매출 +25%, OPM 40% 초반)은 보수적 외형 성장 시나리오를 반영한 수치로 초과 달성 가능성 또한 충분하다고 판단

1월 유럽향 Vivacy 초도 물량 공급 개시 및 영국 시장 목표 초과 달성이 유럽 시장 안착의 청신호임. 2026년은 내수 수요 회복과 유럽 리오더 데이터가 확인되는 구간이며, 숫자가 지표로 증명될수록 시장의 가혹한 잣대도 점차 완화될 것으로 판단

(단위: 십억원, %)

구분	4Q24	3Q25	4Q25					1Q26		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	103	135	154	143	38.5	5.4	155	153	30.5	6.8
영업이익	34	62	68	52	53.7	-16.3	65	60	35.0	16.6
순이익	19	49	39	36	94.1	-25.9	52	42	16.6	16.3

자료: 파마리서치, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	261	350	536	675	845
영업이익	92	126	214	274	321
세전순이익	101	116	221	283	330
총당기순이익	77	89	171	218	254
지배지분순이익	77	92	169	216	252
EPS	7,569	8,743	16,163	20,808	24,233
PER	14.5	30.0	24.9	19.4	16.6
BPS	42,323	50,448	59,860	77,887	98,684
PBR	2.6	5.2	7.3	5.6	4.5
ROE	19.7	18.9	27.3	27.1	24.7

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

Results Comment

한화오션 (042660)

일회성 비용 반영에도 구조적 이익 체력 확인

- 성과급 2,300억원 반영, 일회성 제외시 영업이익 13.0% 기록
- LNGC의 매출 비중이 줄어들지만 LNGC의 P-mix는 개선
- 2026년부터 남미, 서아프리카 위주의 프로젝트 입찰 규모 확대 예상

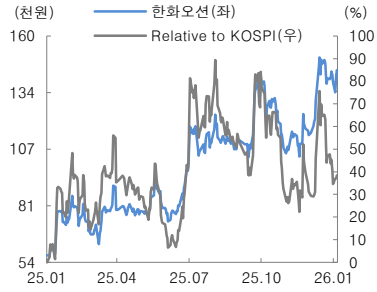
이지니

jini.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	180,000 유지
현재주가 (26.02.04)	144,000 조선업종

KOSPI	5371.1
시가총액	44,124십억원
시가총액비중	1.33%
자본금(보통주)	1,537십억원
52주 최고/최저	149,900원 / 58,100원
120일 평균거래대금	3,275억원
외국인지분율	11.10%
주요주주	한화에어로스페이스 외 1 인 42.01% 한국산업은행 15.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	25.5	5.4	26.0	136.5
상대수익률	0.7	-19.1	-26.2	9.3



투자의견 매수, 목표주가 180,000원 유지

2025년 4분기 매출액은 3조 2,278억원(-0.8% yoy), 영업이익은 1,890억원(+11.8% yoy), OPM 5.9% 기록. 일회성 비용으로 성과급 및 기타 인건비 증가분으로 2,300억원 반영. 일회성 제외시 영업이익은 4,190억원(+147.9% yoy, +44.6% qoq), OPM은 13.0%로 컨센서스를 상회하는 기록. 전체 매출의 70% 이상을 차지하는 상선 부문의 이익 성장은 실적의 단기 실적 변동성에 저해되지 않을만큼 멈추지 않고 개선되는 중

2025년을 돌아보며: 지정학적 리스크의 반사수혜

[상선] 2025년 신규수주는 LNGC 13척, VLCC 20척, 컨테이너선 17척, 금액은 95.5억불 기록. 노후선박의 교체수요와 미국 LNG 프로젝트 가동 가시화가 신조수주 기대감으로 이어진 해였으나 시장 기대치 대비 아쉬운 수주실적을 기록 [해양] 일감 부족으로 고정비 지출이 늘어났으나 때에 맞춰 발생한 C/O로 만회 [특수선] 국제 해양 안보 강화로 해군 전력에 대한 중요도가 올라오며 정부 정책 드라이브 모멘텀이 강하게 작용. 여러 국가와의 파이프라인이 확대됨

2026년을 기대하며: 조용했던 해양 사업부를 눈여겨볼 때

[상선] 신규수주는 LNGC>VLCC>LPGC>Cont 순서로 우호적인 수주량을 보일 것. 2026년 전체 매출에서 고마진선종인 LNGC의 비중이 줄어들지만 평균 수주선가 레벨이 상승함에 따라 이익은 안정적으로 상승할 것 [해양] 개발도상국의 에너지 수요 증가를 전망함에 따라 중장기적으로 FPS, FLNG 등을 수주하기 우호적인 환경이 조성될 것. 특히 남미와 서아프리카 시장의 발주 기대

(단위: 십억원, %)

구분	4Q24	3Q25	4Q25					1Q26		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	3,253	3,023	3,405	3,228	-0.8	6.8	3,442	3,536	12.5	9.5
영업이익	169	290	344	189	11.7	-34.8	363	383	48.1	102.9
순이익	579	269	213	539	-7.0	100.2	247	326	51.4	-39.5

자료: 한화오션, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,408	10,776	12,688	14,465	16,906
영업이익	-196	238	1,109	1,690	2,764
세전순이익	-116	181	768	1,790	2,904
총당기순이익	160	528	1,173	1,432	2,323
지배지분순이익	160	528	1,173	1,432	2,323
EPS	757	1,724	3,827	4,674	7,582
PER	33.1	21.7	29.7	24.3	15.0
BPS	20,400	15,858	19,934	24,887	32,784
PBR	1.2	2.4	7.2	5.8	4.4
ROE	6.3	11.5	21.4	20.9	26.3

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

▶ Compliance Notice

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