Daishin 증권

2026년 02월 06일 금요일

# Morning Meeting Brief

## Global Strategy

### [THE GLOBAL 주간 증시 전략 / 2월 2주차] 미국 증시를 두고 인지 함정에 빠지지 말라

- 현 미국 증시, 등락 장세. 하루 이틀 사이의 '하락', 큰 의미 부여할 필요 없음
- 3가지 시장 의구심(1. AI 투자 과열과 수익화 논란, 2. 기술주→경기방어주 자금 이동 가능성, 3. AI 도입, 소프트웨어 산업 피해 가능성)
- 의구심 발단, 증시 사상 최고치 경신에 대한 시장참여자 부담. 인지 함정 경계, 3월까지 미국 증시 긍정적 견해 유지(비중확대)

문남중. namjoong.moon@daishin.com

## Strategy

### [퀀틴전시 플랜] 비용에 가로막힌 AI? 진짜 이유는 가치주 로테이션

- 연이은 미국 기술주 하락, 코스피에도 영향을 주기 시작
- 하락의 근본적 원인은 가격 부담과 로테이션, 가치주로 이동하는 자금
- 가치주 순환매, 시장의 급락 하락에도 견조했던 내수업종

정해창. haechang.chung@daishin.com

## Strategy

### [다음주 시장은?] 실적 장세 유효. 기대와 현실 간 괴리 조정 국면

- 반복되는 AI 우려, 위험자산 선호심리 후퇴와 단기 변동성 확대 불가피
- 11일로 지연된 고용보고서 영향 제한적, 중국 물가지표의 반등여부 체크
- 급등락은 단기 매물소화, 과열해소 국면. 업종 순환매 대응 전략 강화

정해창. haechang.chung@daishin.com

## Commodity

### 중국 지방정부 양회 리뷰, 더욱 강해질 비철금속

- 올해 GDP 목표치 하향 조정한 중국 지방정부들, 추가 부양을 위한 명분 쌓기
- 재강화된 유동성, 내수 부양 카드로 부동산 규제 완화 + 전력망 투자까지 동원
- 중국 경기 반등으로 강해질 위안화, 이를 Proxy 삼는 비철금속 가격도 상승 유효

최진영. jinyoing.choi@daishin.com

## 자산배분

### 투자자산 사이의 변동성 전이와 VIX 의 계절성

- 최근 VIX 상승은 주식시장에 대한 시스템 위험보다 섹터 로테이션과 타 자산의 내재 변동성 확대에 따른 일시적 상승이라 판단
- 내재 변동성이 급등한 금과 은, VIX의 상승을 부추긴 외환 변동성, 고개를 들기 시작한 채권시장의 내재변동성 움직임 주목
- VIX는 1월 중순 ~ 3월 중순까지 상승하는 계절성을 나타냄. 투자환경은 양호한 상황인 만큼 주가 조정시 비중확대 전략 유효

조승빈. seungbin.cho@daishin.com

**[4Q25 Review] SK 텔레콤: 신박한 아이디어 (투자의견 BUY 상향, 목표주가 44.8% 상향)**

- 4Q25 매출 4.3조원(-4% yoy), OP 1.2천억원(-53% yoy)
- 26년 매출은 24년 수준에 미치지 못 하겠지만, OP는 1.76조원으로 근접
- 비과세 배당이라는 신박한 아이디어. 26E DPS 3,320원으로 불확실성 감소

김회재. hoijae.kim@daishin.com

**[4Q25 Review] CJ ENM: 26 년은 전 사업부 흑자 도전**

- 4Q25 매출 1.4조원(-20% yoy), OP 860억원(+110% yoy), 기대 상회
- TV광고 부진에도 불구하고, 티빙 실적 개선으로 미디어 약진. 커머스 양호
- 26년 티빙 이익 창출 가시권 진입, F/S 흑자 전환 전망. 실적 레버리지

김회재. hoijae.kim@daishin.com

**[4Q25 Review] LG 유플러스: 이제 1 조원은 기본입니다.**

- 4Q25 매출 3.8조원(+3% yoy), OP 1.7천억원(+20% yoy)
- 일회성 요인 제외시 25E OP 1.1 조원. 26E OP 1.16조원(+30% yoy)
- 총주주환원 25E 3.6천억원, 26E 3.7~4.3천억원

김회재. hoijae.kim@daishin.com

**[4Q25 Review] 신한지주: 배당을 향한 총력적인 노력이 모두 가시화 (목표주가 +29.0% 상향)**

- 총 환원율 50%, 배당소득분리과세, 감액배당 3콤보 모두 달성
- 안정적 이익 증가+ 배당정책 신뢰성 확보, 목표주가 상향
- 남은 과제는 ROE개선, 10% 이상 달성한다면 주가는 또 한번 레벨업

박혜진. hyejin.park@daishin.com

**[4Q25 Review] KB 금융: 이제 글로벌 상위권 은행과 어깨를 나란히 (목표주가 +25.8% 상향)**

- 4분기 시장의 기대를 뛰어넘는 깜짝 배당, 총 환원액 3조원의 위엄
- CET1비율에 따라 총 환원액 상단은 없어 실적에 따른 기대감 점증
- 글로벌 상위 은행과 견주어 전혀 손색없는 행보, 목표주가 상향

박혜진. hyejin.park@daishin.com

**[4Q25 Review] HL 만도 (목표주가 -6.8% 하향)**

- 4Q 일회성 비용(품질/정산) 반영으로 컨센 하회/당사 추정엔 부합
- 2026년 가이던스 매출 보수적이라 판단하는 바, 무난히 달성 예상
- 주가 트리거는 1) 휴머노이트 액츄에이터, 2) SDV 차세대 부품 수주

김귀연. Gwiyeon.kim@daishin.com

**[4Q25 Review] 스튜디오드래곤: 제작은 늘리고, 마진은 올리고**

- 4Q25 매출 1.5천억원(+12% yoy), OP 185억원(+246% yoy)
- 작품 수 회복. 4Q 58회차(+12회 yoy), 25년 230회차(+12회 yoy)
- 성과도 입증. 연초 시청률 부진했으나, 하반기 회복. 26년 좋은 출발

김회재. hoijae.kim@daishin.com

**[4Q25 Review] 넷마블: 호실적에도 설레지 않는 신작**

- 4Q. 컨센 상회하는 호실적 기록. 전통적 성수기 및 3Q~4Q25 신작 성과 반영
- 자산 유동화를 통한 재무 구조 개선 노력 및 주주환원 정책은 긍정적
- 단, 1Q 신작 모멘텀 제한적, 주가 횡보 전망. 2Q 신작 구체화 시 모멘텀 기대

이지은. jeeeun.lee@daishin.com

**[4Q25 Review] 알파벳(GOOGL): AI로 광고 + 클라우드 성장률 가속화**

- AI로 광고 + 클라우드 매출 성장률 가속화
- CapEx + AI 채용으로 비용 늘어날 전망. 다만, 성장이 투자를 정당화
- 12개월 선행 PER 29배 수준이나 프리미엄 받아야 할 실적

서영재. youngjae.seo@daishin.com

Global Strategy

Global & DM Strategist 문남중
namjoong.moon@daishin.com

# 미국 증시를 두고 인지 함정에 빠지지 말라

- 현 미국 증시, 등락 장세. 인지 함정 경계, '하락' 큰 의미 부여할 필요 없음
- 3가지 시장 의구심, 발단에는 사상 최고치 경시에 대한 부담
- 인지 함정 경계하며, 3월까지 미국 증시 긍정적 견해 유지(비중확대)

## 현 미국 증시, 등락 장세 지속. 하루 이틀 사이의 하락, 큰 의미 없음

올해 미국 증시(S&P500) 수익률은 +0.54%(2.4일 기준)로 소위 오른게 없다. 그래서 떨어질 것도 없다. 해석하자면 등락 장세가 지속되고 있기 때문에, 하루 이틀 사이의 하락을 놓고 큰 의미를 부여할 이유가 없다. 앞으로 미국 증시를 두고 인지 함정을 경계해야 한다. 인지 함정은 사람이 인지 과정에서 정보가 선택적으로 해석, 필터링 되며 '사실' 과 '감정' 이 섞여 판단이 왜곡되는 현상을 말한다.

현재 미국 투자환경은 경기 확장(69개월. 26.1월 기준) 국면, 10개 분기 연속 이익 증가, 올해 주요국들의 핵심산업의 대미 투자 본격화로 자금흐름 추가 개선, 감세 및 재정 지출 그리고 금리 인하 유도 친 시장적 정부정책, AI 혁명 주도 등 위험자산 선호심리를 지탱할 수 있는 요인이 다분하다. 올해 1/4분기 미국 증시 경로는 상승으로 3월로 갈수록 AI 관련 산업 주도로 증시는 약진할 것이다.

## 최근 시장에서 회자되는 의구심 3가지(1. AI 투자 과열과 수익화 논란, 2. 기술주→경기방어주로의 자금 이동 가능성, 3. AI 도입에 따른 소프트웨어 산업 피해 가능성)

AMD 주가 급락, 월마트의 시가총액 1조 달러 상회, 엔트로픽과 구글이 개발중인 AI 도구(클로드 코워크, 프로젝트 지니)의 기존 소프트웨어 대체 등 최근 시장에서 회자되는 의구심은 크게 3가지(1. AI 투자 과열과 수익화 논란, 2. 기술주에서 경기방어주로의 자금 이동 가능성, 3. AI 도입에 따른 소프트웨어 산업 피해 가능성)이다.

첫째, [AI 투자 과열과 수익화 논란] 은 AI 투자 기대와 Capex에 따른 수익성 우려가 공존하면서 발생한 것으로 이로 인한 AI 고평가 우려는 기우이다. 기업들은 훈련을 통한 모델 성능 개선, 사용자 증가와 추론 수요 급증 등으로 사업 선점을 위한 대규모 연산 및 전력설비 투자를 계속할 수 밖에 없다. 또한 24.4/4분기 어닝시즌을 맞이해서 짧게는 24.4/4분기, 길게는 올해와 내년 연간 실적 개선을 주도하는 섹터는 IT 라는 점은 수익화 논란을 불식시킨다. 둘째, [기술주에서 경기방어주로의 자금 이동 가능성]은 일회성 이벤트로 그칠 것이다. 올해 1월 S&P500 수익률을 살펴보면, 상위 섹터는 반도체 장비(27%), 석유가스장비(24%), 농산물(20%), 구리(19%), 종합 석유천연가스(17%), 종목은 샌디스크(143%), 모더나(49%), 씨게이트(48%), 마이크론(45%), 웨스턴디지털(45%) 순으로 AI 관련 반도체 등 기술주 선호는 지속되고 있다. 셋째, [AI 도입에 따른 소프트웨어 산업 피해 가능성]은 실사용도 측면에서 기업의 AI 도입 속도가 생각보다 빠르지 않을 것이다. 이는 기업이 법적, 보안 위험과 관련이 있는 경우 신중한 태도를 취할 가능성이 높기 때문이다.

## 3가지 의구심의 발단, 증시 사상 최고치 경신 부담. 3월까지 미국 증시, 긍정적 견해

궁극적으로 이러한 3가지 의구심의 발단에는 역사적 사상 최고치를 경신해 왔던 주가지수(1.28일 S&P500 최고가)에 대한 시장 참여자들의 부담이 가장 크다. 인지 함정을 경계하면서 3월까지 미국 증시에 대한 긍정적 견해를 유지해야 한다(비중확대).

Strategy

Strategist Jr. 정해창
haechang.chung@daishin.com

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

# 비용에 가로막힌 AI? 진짜 이유는 가치주 로테이션

- 연이은 미국 기술주 하락, 코스피에도 영향을 주기 시작
- 하락의 근본적 원인은 가격 부담과 로테이션, 가치주로 이동하는 자금
- 가치주 순환매, 시장의 급락 하락에도 견조했던 내수업종

## 연이은 미국 기술주 하락, 코스피에도 영향을 주기 시작

– 전일 나스닥의 표면적 하락 원인은 AMD의 급락(–17%), 전일 실적에서 분기 매출과 EPS 모두 컨센서스를 상회했으나 시장의 "초고성장" 기대에는 미달했고, 중국 매출 비중에 대한 의문 제기

– 알파벳은 실적이 예상을 상회했음에도 불구하고 대규모 AI 투자 확대 발표가 오히려 투자자들의 비용 부담 우려를 자극, 시간 외 거래에서 –2%대 하락을 유발

– 특히 26년 자본지출 가이던스 상단을 1,850억 달러로 제시 예상(1,150억 달러)을 상회. 시장은 막대한 자본 지출이 이익으로 전환되는 시점에 의문 제기

– 경쟁 심화의 직접적 수혜를 입을 수 있는 반도체기업들의 주가가 하락한 것은 모순적, 프로그램 비차익매도 급증과 글로벌 헤지펀드의 IT섹터 비중 축소 또한 무차별적 하락의 원인으로 추정

– **반도체**: 삼성전자(–5.8%), SK하이닉스(–6.4%), 한미반도체(–4.4%)

– **원전/전력기기**: 두산에너빌리티(–6.1%), HD현대일렉트릭(–5.5%)

## 하락의 근본적 원인은 가격 부담과 로테이션, 가치주로 이동하는 자금

– 하락의 근본적 원인은 상승 피로감과 가치주 순환매 국면에서의 차익실현으로 풀이. 코스피의 4% 가까운 급락에도 상승종목이 300종목을 상회

– 내수주(소비재/유통)들은 비교적 안정적인 흐름, 전일 미국증시에서도 기술주 하락과 동시에 에너지, 소비재, 금융 등 가치주 섹터는 오히려 상승

– 지난 주말 연준의장 지명 이후 정책 패러다임 변화 대응 움직임. 유동성에 기대어 미래 수익을 선반영한 고밸류에이션 기업에서 펀더멘털 중심의 가치주 업종 로테이션의 촉매로 작용한 것으로 판단

## 가치주 순환매, 시장의 급락 하락에도 견조했던 내수업종

– **유통**: 대형마트 영업시간 외 배송 제한 규제가 13년 만에 해제 논의 돌입

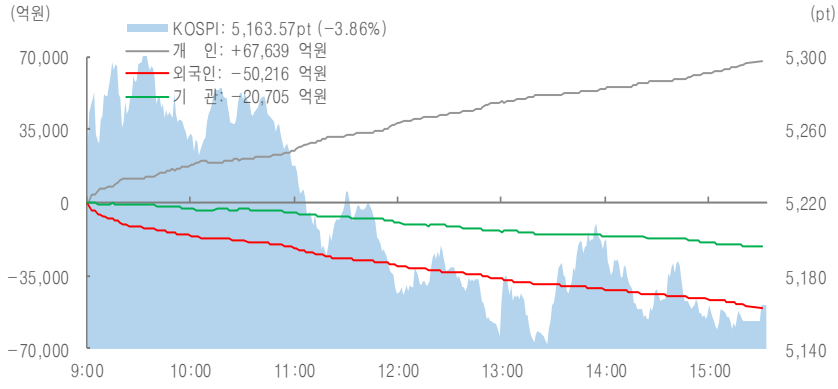
이마트(+9.5%), 호텔신라(+5.0%), 신세계(+2.2%), 롯데쇼핑(+0.6%)

– **내수업종**: 중국 춘절 연휴와 한일령 반사수혜, 내수회복 기대 등

**소비재(의류/화장품):** 영원무역(+5.8%), 미스토홀딩스(+5.0%), 에이피알(+5.3%)

**호텔/레저**: 롯데관광개발(+5.4%), GS피앤엘(+10.1%), 파라다이스(+3.5%)

**KOSPI 투자주체별 수급 및 장중흐름**




자료: 대신증권 Research Center

Strategy

# 실적 장세 유효.
# 기대와 현실 간 괴리 조정 국면

Strategist JR. 정해창
haechang.chung@daishin.com

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

- 반복되는 AI 우려, 위험자산 선호심리 후퇴와 단기 변동성 확대 불가피
- 11일로 지연된 고용보고서 영향 제한적, 중국 물가지표의 반등여부 체크
- 급등락은 단기 매물소화, 과열해소 국면. 업종 순환매 대응 전략 강화

## 반복되는 AI 우려, 위험자산 선호심리 후퇴와 단기 변동성 확대 불가피

트럼프의 케빈 워시 신임 연준 의장 지명으로 시작된 위험자산 선호심리 후퇴 지속. 여기에 소프트웨어 기업 약세와 주요 AI 기업들의 실적 기대와 현실 간 괴리 축소가 전개되며 금융시장 단기 변동성 확대. AI 우려는 현 단계에서 과도하다고 판단. 궁극적으로 빠른 속도로 발전하는 AI 산업과 기업별 이해관계, 수익모델 변화에 시장이 적응하는 과정. AI 인프라 구축의 핵심인 국내 주요 산업들의 실적 전망은 여전히 견조. 실적에 근거한 KOSPI 상승 추세 속에 단기 과열해소, 매물소화 국면 진행 중

## 11일로 지연된 고용보고서 영향 제한적, 중국 물가지표의 반등여부 체크

연방정부 단기 셧다운으로 고용보고서는 11일로 발표 지연. 1월 비농업 고용자수는 7.1만명으로 전월(5만명)대비 개선, 실업률은 전월과 동일한 4.4%로 예상. 최근 글로벌 금융시장 변동성을 자극하고 있는 것은 차기 연준의장의 매파적 스탠스에 대한 우려. 예상에서 크게 벗어나지 않는 고용지표 결과라면 통화정책 컨센서스에 미치는 영향은 제한적일 것. 견고한 경기, 고용을 확인할 경우 오히려 기술주에서 가치주로의 순환매를 가속화시킬 가능성 확대. 10일 발표되는 12월 소매판매 또한 전월대비 0.5% 성장 예상. 미국 내수주, 소비주 상대적 강세에 힘이 실릴 수 있음

11일 발표되는 중국 물가 지표의 반등 여부 체크. 1월 CPI는 YoY +0.3%로 전월(+0.8%)대비 둔화, PPI는 -1.6%로 여전히 부진하지만 마이너스 폭 축소 예상(12월 -1.9%. 중국은 과잉 공급으로 인한 불균형을 해소하기 위해 내수경기 부양을 정책 목표로 추진 중인 상황. 부진한 CPI는 더 강한 내수부양 필요성을 시사하는 한편, PPI 개선은 과잉생산 기업들의 구조조정 진행으로 해석. 중국 수출주 이외에도 중국과의 가격 경쟁에서 부진했던 시클리컬 산업들이 최근 주목을 받는 이유. 13~15일 뮌헨 안보회의를 앞두고 미국-유럽간 지정학적 갈등이 노이즈가 될 가능성도 경계 변수

## 급등락은 단기 매물소화, 과열해소 국면. 업종 순환매 대응 전략 강화

실적에 근거한 KOSPI 상승추세, 즉, 실적 장세는 여전히 유효. 대신증권은 상반기 중 KOSPI Target을 5,800p로 상향조정. 기업들의 실적 전망과 선행 EPS 상승세가 예상보다 강하고 빠르다는 점을 반영. 실제로 12개월 선행 EPS는 576.3p로 레벨업(25년 12월말 410p), 선행 PER은 8.96배로 9배 하회, 극심한 저평가 영역 진입

2월 들어 전개되는 급등락은 단기 매물소화, 과열해소 국면. 다음주는 설 연휴를 앞둔데 따른 관망/경계심리 강화로 KOSPI 단기 하방압력 확대 가능성 경계. 이는 실적 개선 기여도가 높은 반도체를 비롯한 주도주(자동차, 조선, 방산 등) 비중확대 기회. 다만, 추격매수보다는 단기 변동성을 활용한 분할매수, 매집 전략 유효

KOSPI 변동성 확대 국면에서는 에너지, 디스플레이, 소프트웨어, 미디어/교육, 바이오, 철강 등 실적대비 저평가 업종 중심의 순환매 대응 필요. 에너지, 철강, 미디어/교육 업종은 중국의 물가에 따라 경쟁완화와 수요 개선 측면에서 주목받을 수 있음

Commodity

# 중국 지방정부 양회 리뷰, 더욱 강해질 비철금속

Commodity Analyst 최진영
jinyoing.choi@daishin.com

- GDP 목표치 하향 조정한 중국 지방정부들, 추가 부양을 위한 명분 쌓기
- 재강화된 유동성, 내수 부양 카드로 부동산 규제 완화+전력망 투자 동원
- 중국 경기 반등으로 강해질 위안화, 이를 Proxy 삼는 비철금속도↑ 유효

## GDP 목표치 하향 조정한 중국 지방정부들, 추가 부양을 위한 명분 쌓기

글로벌 최대 비철금속 소비국 중국이 흔들리고 있다. 2월 5일 안휘성을 끝으로 31개 지방정부 양회가 종료됐다. 취합 결과, GDP 성장률 목표치는 +5.05%(가중 평균)로 전년보다 -0.23%p 하향 조정됐다. 하향 조정한 곳은 18곳으로 전년보다 5곳이 늘었다. 중앙정부 양회(3월)의 예고편인 지방정부 양회에서 이 같은 결과가 나왔다면 수요에 대한 기대는 꺾일 수밖에 없다.

그러나 비관적으로만 바라볼 필요는 없다. 그만큼 현 상황이 중대하다는 것으로 추가 부양을 위한 명분 쌓기일 뿐이다. 정책 최우선 순위로 내수 확대가 선정된 것만 보더라도 알 수 있는 사실이다. 여전히 질적 성장을 추구하지만 어디까지나 향후 5년의 계획일 뿐, 지금 당장은 내수 확대에 초점을 맞추고 있다.

## 재강화된 유동성, 내수 부양 카드로 부동산 규제 완화+전력망 투자까지 동원

이미 행동에 돌입했다. 1월 15일 인민은행은 재대출 상품(1년 만기) 금리를 25bp 인하한데 이어 2월 3일에는 MLF 금리(1년 만기)를 역대 최저 수준으로 인하(1.55%→1.50%)했다. 저우란 인민은행 부총재는 지급준비율과 LPR 금리 인하 여력이 여전히 남아 있다면서 더 다양한 정책들까지 동원(예: 국채 매입 확대)할 계획이라 밝혔다.

내수 부양 위한 세부 정책도 마련되고 있다. 1선 도시들은 내구재 소비를 유도하기 위한 목적으로 부동산 규제를 완화했는데 외지인 수요 뿐만 아니라 2주택자에 대한 주담대 금리까지 1주택자와 동일 수준으로 적용했다. 미래 성장을 위한 투자 역시 긍정적이다. 지방정부 31곳 중 18곳은 데이터센터향 전력 수요를 감안해 전력망(초고압 송전 설비) 사업에 대한 투자를 확대할 것이라 응답했다. 15차 5개년 계획(이전 대비 +40% 증가한 4조위안)을 고려하면 올해에만 +15% 이상 성장이 가능하다. 전력망 투자가 제조업 PMI를 선행한다는 점에서 경기 반등을 기대할 수 있다.

## 중국 경기 반등으로 강해질 위안화, 이를 Proxy 삼는 비철금속도 상승 유효

그렇다면 비철금속 가격은 연말까지 상승이 유효하다. FX는 성장률의 함수이다. 금리(비용)-부동산(소비)-전력망(투자) 정책 패키지가 본격적인 경기 반등의 Key라면 위안화(바잉 파워) 역시 한층 더 강해질 수 있으며, 이를 Proxy로 삼는 비철금속 또한 상승 속도가 가속화될 수 있다. 물론 중국 경기에 대한 의구심은 여전히 존재한다. 끝을 알 수 없는 부동산 경기 침체와 불안정한 소비 심리, 그리고 보호무역주의가 그 예이다. 다만, 2025년 초부터 상승한 Credit Impulse가 올해 경기 회복으로 반영되기 시작하면 불확실성은 진정될 것이며 비관론은 역전될 수 있다. 중국의 추가 부양과 시작된 원자재 슈퍼 사이클(귀금속 → 비철금속 → 에너지 → 농산물), 지금은 비철금속에 주목해야 될 때이다.

자산배분

# 투자자산 사이의 변동성 전이와 VIX의 계절성

Asset Allocation 조승빈
seungbin.cho@daishin.com

**2025년 연말 저점 이후 점진적으로 상승하고 있는 VIX**

– S&P500 지수의 내재 변동성을 나타내는 VIX가 2025년 12월말 저점 이후 점진적으로 상승중

– VIX의 변동성 지수인 VVIX는 VIX의 변화 속도로 해석. VVIX의 상승속도가 2월 들어 둔화되며 VIX의 추가 상승 제한 가능성 시사

– 시가총액 상위 종목 내재 변동성의 상관관계를 나타내는 Implied Correlation Index의 안정은 시장의 급격한 하락 가능성이 낮다는 것을 의미

– 최근 VIX 상승은 주식시장에 대한 시스템 위험보다 섹터 로테이션 흐름과 다른 자산의 내재 변동성 확대에 따른 일시적 상승일 것으로 판단

**타 자산 가격의 변동성 확대 가능성과 VIX의 계절성도 염두**

– 가파르게 가격이 상승한 금과 은은 내재 변동성도 급등. 전형적인 강세장 과열 현상으로 상방과 하방 리스크 모두 열려있는 상황

– 1월초까지 안정적이었던 외환 변동성(CVIX)이 고개를 들기 시작. 엔화 강세로 인한 엔캐리 트레이드 청산 우려가 겹쳐있다는 점이 우려 요인

– 연준의 기준금리 인하 시점이 예상보다 뒤로 밀리면서 채권 시장의 내재 변동성도 상승. 다만, 양호한 경제지표가 뒷받침되고 있어 우려는 크지 않아

– 올해도 VIX가 연초 이후 상승하면서 1월 중순 ~ 3월 중순에  상승하는 VIX의 계절성이 나타남. 투자 환경이 양호해 변동성 확대는 단기에 그칠 것으로 전망

**자산배분 전략: 풍부한 유동성과 양호한 경제 환경으로 주식 비중확대 전략 유지**

– 주요국 합산 기준 M2 증가율(YoY)이 11.2%로 상승하며 2021년 7월 이후 최고 수준 기록. 풍부한 유동성은 위험자산 가격 강세 뒷받침

– 연준의 기준금리 인하 시점이 뒤로 밀리고, 원자재 종합지수의 상승과 장단기 금리차 확대 등은 국채금리 변동성 확대 요인

– 풍부한 유동성과 글로벌 교역 확대는 달러 약세 흐름으로 연결. 달러 약세는 미국 이외 시장과 원자재 등에 투자 기회를 제공할 것으로 예상

– 주요 자산 가격의 변동성 확대와 VIX의 계절성 등 금융시장의 불확실성이 확대될 경우 주식에 대한 비중 확대 기회로 활용할 필요가 있다고 판단

Results Comment

# SK텔레콤 (017670)

# 신박한 아이디어

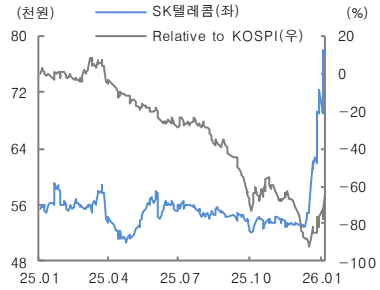

김회재

hoijae.kim@daishin.com


| | |
|---|---|
| 투자의견 | BUY<br>매수, 상향 |
| 6개월 목표주가 | 97,000<br>상향 |
| 현재주가<br>(26.02.05) | 77,500 |
| | 통신서비스업종 |

| | |
|---|---|
| KOSPI | 5163.57 |
| 시가총액 | 16,646십억원 |
| 시가총액비중 | 0.50% |
| 자본금(보통주) | 31십억원 |
| 52주 최고/최저 | 77,900원 / 50,700원 |
| 120일 평균거래대금 | 524억원 |
| 외국인지분율 | 39.02% |
| 주요주주 | SK 외 9 인 30.59%<br>국민연금공단 7.45% |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | 46.2 | 47.1 | 37.2 | 38.9 |
| 상대수익률 | 26.2 | 14.0 | -15.0 | -32.5 |




- 4Q25 매출 4.3조원(-4% yoy), OP 1.2천억원(-53% yoy)
- 26년 매출은 24년 수준에 미치지 못 하겠지만, OP는 1.76조원으로 근접
- 비과세 배당이라는 신박한 아이디어. 26E DPS 3,320원으로 불확실성 감소

## 투자의견 매수(Buy)로 상향, 목표주가 97,000원으로 +45% 상향

목표주가는 26E EPS 57,450원에 PER 13배 적용. 최근 5년 통신업(KT, LGU+ 기준) 평균 10배 대비 30% 할증 적용. 이번 리포트부터 타겟 PER을 13배로 상향

26E EPS에는 투자자산(엔트로픽 지분)의 가치를 약 1조원으로 가정하여 반영
배당 불확실성이 상당부분 해소되면서, 경쟁사들과 동일한 타겟 PER 적용

## 4Q25 Review: 침해사고를 딛고 새로운 출발

4Q25 매출 4.3조원(-4% yoy), OP 1.2천억원(-53% yoy)
25년 OP 1.1조원(-41% yoy), 26E OP 1.76조원(+64% yoy)

무선 서비스 매출 25년 9.9조원(-7% yoy), 26E 10.4조원(+4% yoy)
가입자 감소 여파로 24년 매출인 1.7조원에는 미치지 못 할 것으로 전망하나,
비용 효율화 작업이 진행되면서 OP는 24년 수준인 1.82조원에 근접

## 비과세 배당이라는 신박한 아이디어. 26E DPS 3,320원

SKT의 배당 정책은 연결 당기순이익의 50% 이상. 과거 평균은 70%
지난 10년간 3가지 정책하에 실시한 배당을 성향으로 환산하면 당기순이익(23년까지는 별도, 24년 이후는 연결)의 평균 70%. 21~23년 74%, 24년 60%

이익 급감으로 3Q, 4Q 미배당. 25년 DPS 1,660원(-53% / -1,880원)
23년과 24년은 1~3Q 830원, 4Q 1,050원 총 3,540원. 26E 3,320원

SKT는 전일 컨퍼런스콜을 통해 비과세 배당(감액 배당) 가능성 제시
주식발행초과금을 감안하면 통상적인 과거 정상 배당의 2년치를 감액 배당 가능
감액 배당은 주총 결의 사항이어서, 26.3월 통과시 27년(4Q26 포함) 부터 적용

15~22년까지 DPS는 약 3,300원. 22년 3,320원
26E DPS 3,320원은 15~22년 DPS 수준까지 회복한다는 의미 부여

26E DPS 3,320원은 4Q26부터 비과세 적용시 실수령액 3천원으로
23~24년 DPS 3,540원의 실수령액 3천원 수준으로 회복한다는 의미 부여
26E DPS 3,320원은 경상 연결 당기순이익의 60%로 24년 배당성향과 동일

26E DPS 3,320원은 15년 이후의 배당 정책과 일맥상통하고, 이를 위해
감액 배당이라는 신박한 아이디어 도출. 배당 불확실성 상당부분 해소

(단위: 십억원, %)

| 구분 | 4Q24 | 3Q25 | 4Q25 | | | | | 1Q26 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 직전추정 | 잠정치 | YoY | QoQ | Consensus | 당사추정 | YoY | QoQ |
| 매출액 | 4,512 | 3,978 | 4,359 | 4,329 | -4.1 | 8.8 | 4,396 | 4,436 | -0.4 | 2.5 |
| 영업이익 | 254 | 48 | 65 | 119 | -53.1 | 145.9 | 110 | 529 | -6.7 | 344.2 |
| 순이익 | 291 | -158 | 61 | 113 | -61.3 | 흑전 | 35 | 325 | -10.9 | 188.2 |

자료: SK텔레콤, FnGuide, 대신증권 Research Center

Results Comment

# CJ ENM (035760)

# 26년은 전 사업부 흑자 도전

- 4Q25 매출 1.4조원(-20% yoy), OP 860억원(+110% yoy), 기대 상회
- TV광고 부진에도 불구하고, 티빙 실적 개선으로 미디어 약진. 커머스 양호
- 26년 티빙 이익 창출 가시권 진입, F/S 흑자 전환 전망. 실적 레버리지

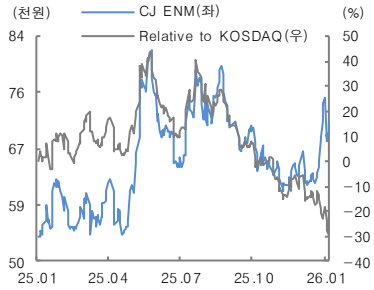

**김회재**

hojae.kim@daishin.com


| | |
|---|---|
| 투자의견 | BUY |
| | 매수, 유지 |
| 6개월 목표주가 | 94,000 |
| | 상향 |
| 현재주가 (26.02.05) | 70,900 |
| | 미디어업종 |

| | |
|---|---|
| KOSDAQ | 1108.41 |
| 시가총액 | 1,555십억원 |
| 시가총액비중 | 0.33% |
| 자본금(보통주) | 111십억원 |
| 52주 최고/최저 | 81,800원 / 53,900원 |
| 120일 평균거래대금 | 53억원 |
| 외국인지분율 | 17.32% |
| 주요주주 | CJ 외 8 인 42.81% |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | 11.3 | 7.1 | 7.6 | 31.1 |
| 상대수익률 | -3.9 | -12.9 | -22.5 | -13.6 |




## 투자의견 매수(Buy), 목표주가 94,000원으로 +9% 상향

12M FWD EPS 4,471원에 PER 21배(합병 전 평균) 적용
26E EPS는 보유자산의 손상 가능성 등을 반영하여 -18% 하향 조정
합병 전 합산 OP 2.5천억원 수준에 근접하면서 타겟 멀티플은 21배로 정상화

## 4Q25 Review: 커머스가 받쳐주고 미디어는 개선

4Q25 매출 1.4조원(-20% yoy, +15% qoq), OP 860억원(+110% y, +389% q)
25년 매출 5.1조원(-2% yoy), OP 1.3천억원(+27% yoy)
26E 매출 5.4조원(+5% yoy), OP 2.2천억원((+63% / +835억원)

미디어 178억원(+162억원 yoy). 25년 8억원(-97%), 26E 538억원(+6,421%)
영화 164억원(+158억원 yoy). 25년 -10억원(적지), 26E 187억원(흑전)
음악 190억원(+2억원 yoy). 25년 407억원(+32%), 26E 462억원(+13%)
커머스 359억원(+156억원 yoy). 25년 958억원(+15%), 26E 1,016억원(+6%)

[미디어플랫폼] 작품 성과 우수. 광고는 아직 부진하나, 1Q26부터 개선 전망
25년 OP 8억원(-245억원 yoy). 티빙을 제외한 실적은 707억원(-266억원 yoy).
광고 -23% yoy. 작품 성과는 좋았으나, TV광고 시장이 아직까지는 부진

광고 매출 21년 5.4천억원, 25년 2.8천억원, -49%. 경제상황, 디지털/옥외 등 다른 광고의 고성장, 견조한 시청률 대비 지나친 하락. 26E +7% yoy 전망

tvN 주요 작품들의 평균 시청률 14년 이후 6.3%. 1Q25는 3%로 부진, 2Q 5.9%, 3Q 8.9%, 4Q 7.5%로 25년 평균 6.3%로 마감. 1Q26 6.7%로 좋은 출발

[티빙] 마케팅 다변화로 가입자 꾸준히 증가. 티빙-웨이브 통합으로 비용 절감
가입자 450만명(+20만명 yoy) 추정. 배민 제휴, AVOD, 통신사 제휴 확대, 티빙-웨이브 통합, OTT 3팩 상품 출시 등으로 견조한 증가

티빙-웨이브 통합 광고 플랫폼 도입에 따라 1천만명 기반의 광고 상품 판매로 실적 개선. 25년 OP -698억원(+12억원 yoy), 26E OP -225억원(+473억원 yoy)

[F/S] 일부 작품의 공급 지연. 25년 TV 6편(기존 전망 7편). 그래도 손익은 개선
25년 OP -56억원(+464억원 yoy), 26E OP 150억원(+206억원)
꾸준한 작품 공급, 비용 구조 개선, 통상 3년 정도의 판권 판매 계약 종료 후 회수한 판권의 재판매 수익 발생 등 손익 구조 개선

[음악] 4Q 제베원 월드 투어 12회차 인식 등 연말 효과
[커머스] 성수기 효과, MLC 중심 순조로운 디지털 전환

(단위: 십억원, %)

| 구분 | 4Q24 | 3Q25 | 4Q25 | | | | | 1Q26 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 직전추정 | 잠정치 | YoY | QoQ | Consensus | 당사추정 | YoY | QoQ |
| 매출액 | 1,788 | 1,246 | 1,371 | 1,438 | -19.6 | 15.4 | 1,457 | 1,179 | 3.6 | -18.0 |
| 영업이익 | 41 | 18 | 47 | 86 | 109.8 | 389.4 | 48 | 46 | 6,358.5 | -47.1 |
| 순이익 | -26 | 46 | 14 | -80 | 적지 | 적전 | -18 | 22 | 흑전 | 흑전 |

자료: CJ ENM, FnGuide, 대신증권 Research Center

Results Comment

# LG유플러스 (032640)

# 이제 1조원은 기본입니다.


김회재

hoijae.kim@daishin.com


투자의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 20,000
상향

현재주가 15,680
(26.02.05)

통신서비스업종

- 4Q25 매출 3.8조원(+3% yoy), OP 1.7천억원(+20% yoy)
- 일회성 요인 제외시 25E OP 1.1 조원. 26E OP 1.16조원(+30% yoy)
- 총주주환원 25E 3.6천억원, 26E 3.7~4.3천억원

## 투자의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 20,000원으로 +18% 상향

26E EPS 1,575원에 PER 13배 적용. 최근 5년 통신업(KT, LGU+ 기준) 평균 10배 대비 30% 할증 적용. 이번 리포트부터 26E EPS 적용하면서 TP 상향

## 4Q25 Review: 25년 최고의 한 해

4Q25 매출 3.8조원(+3% yoy, -4% qoq), OP 1.7천억원(+20% yoy, +6% qoq) 성과급 등 일회성 비용 제외시 당사의 직전 추정인 2.4천억원 수준 추정

25년 OP는 8.9천억원(+3% yoy). 연초 전망인 1조원 하회. 명퇴비용 등 일회성 요인 제외시 약 1.1조원 수준, 연초 전망에 부합. 26E OP 1.16조원(+30% yoy)

무선서비스 매출 1.6조원(+5% yoy), 무선 ARPU(MNO) 36천원(+2% yoy)
인터넷 매출 3.1천억원(+7% yoy), B2B 매출 5.9천억원(+16% yoy)

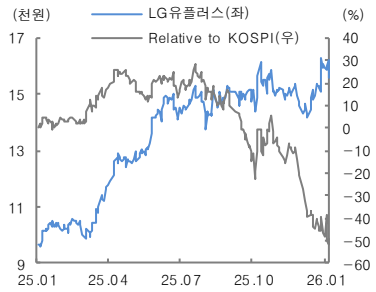
마케팅비 6.3천억원(+8% yoy). 매출 대비 21.5%로 5G 도입 이후 평균인 21.9% 수준. 감가비 5.9천억원(+5% yoy). 매출 대비 20%로 5G 도입 이후 평균인 19.7% 수준. 판매비는 안정적, 감가비는 23~24년 대비 부담 완화

## 25년 43% 최고 상승률. 26년도 기대. OP 1조원대 안착, 주주환원 규모 확대

주주환원 정책: 별도 조정 당기순이익의 40% 이상의 배당 및 0~20% 자사주
최소 배당은 DPS 650원. DPS 25E 670원, 26E 700원, 27E 770원
자사주 취득/소각 25년 800억원, 26E 800억원(10%)~1.4천억원(20%)
총주주환원 25년 3.6천억원, 26E 3.7~4.3천억원. 총주주환원 수익률 5.5~6.4%

| | |
|---|---|
| KOSPI | 5163.57 |
| 시가총액 | 6,740십억원 |
| 시가총액비중 | 0.20% |
| 자본금(보통주) | 2,540십억원 |
| 52주 최고/최저 | 16,320원 / 10,190원 |
| 120일 평균거래대금 | 141억원 |
| 외국인지분율 | 42.27% |
| 주요주주 | LG 외 3 인 38.26%<br>국민연금공단 7.38% |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | 7.7 | 4.7 | 6.3 | 53.9 |
| 상대수익률 | -7.0 | -18.8 | -34.2 | -25.2 |




(단위: 십억원, %)

| 구분 | 4Q24 | 3Q25 | 4Q25 | | | | | 1Q26 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 직전추정 | 잠정치 | YoY | QoQ | Consensus | 당사추정 | YoY | QoQ |
| 매출액 | 3,753 | 4,011 | 3,975 | 3,848 | 2.5 | -4.0 | 3,926 | 3,923 | 4.7 | 1.9 |
| 영업이익 | 142 | 162 | 186 | 171 | 19.9 | 5.5 | 203 | 273 | 6.8 | 60.1 |
| 순이익 | -58 | 50 | 97 | 79 | 흑전 | 58.6 | 117 | 157 | -5.3 | 99.0 |

자료: LG유플러스, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

| | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 14,373 | 14,625 | 15,452 | 16,095 | 16,400 |
| 영업이익 | 998 | 863 | 892 | 1,156 | 1,236 |
| 세전순이익 | 771 | 451 | 680 | 876 | 995 |
| 총당기순이익 | 630 | 315 | 509 | 666 | 756 |
| 지배지분순이익 | 623 | 374 | 514 | 673 | 764 |
| EPS | 1,426 | 858 | 1,184 | 1,575 | 1,812 |
| PER | 7.2 | 12.0 | 12.4 | 9.3 | 8.1 |
| BPS | 19,404 | 19,596 | 19,769 | 20,624 | 21,630 |
| PBR | 0.5 | 0.5 | 0.8 | 0.8 | 0.7 |
| ROE | 7.5 | 4.4 | 6.0 | 7.7 | 8.5 |

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

Results Comment

# 신한지주 (055550)

# 배당을 향한 총력적인 노력이 모두 가시화


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


투자의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 120,000
상향

현재주가 (26.02.05) 90,900
은행업종

| | |
|---|---|
| KOSPI | 5,163.57 |
| 시가총액 | 44,131십억원 |
| 시가총액비중 | 1.33% |
| 자본금(보통주) | 2,371십억원 |
| 52주 최고/최저 | 90,900원 / 43,600원 |
| 120일 평균거래대금 | 933억원 |
| 외국인지분율 | 60.29% |
| 주요주주 | 국민연금공단 9.03%<br>BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.99% |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | 14.9 | 20.7 | 33.7 | 79.3 |
| 상대수익률 | -0.8 | -6.4 | -17.2 | -12.9 |

- 총 환원율 50%, 배당소득분리과세, 감액배당 3콤보 모두 달성
- 안정적 이익 증가+ 배당정책 신뢰성 확보, 목표주가 상향
- 남은 과제는 ROE개선, 10% 이상 달성한다면 주가는 또 한번 레벨업

## 투자의견 Buy, 목표주가 120,000원으로 29.0% 상향

총 주주환원율 50% 조기달성, 배당소득분리과세 실시, 감액배당 주총 예정 등 배당을 향한 총력적인 노력이 모두 가시화 되어 동사의 목표주가를 기존 93,000원에서 120,000원으로 상향. 이와 동시에 '26년 DPS를 2,960원으로 '25년 대비 14.3% 증가시킬 예정. 우리는 동사의 '26년 순이익을 5.37조원으로 7.9% 증가할 것으로 전망하는데, 안정적 이익 증가와 더불어 배당정책의 신뢰성이 충분한 수준에 도달. 남은 과제는 ROE개선일 것인데 사측이 목표한 10%, 혹은 그 이상의 달성이 가시화된다면 한번 더 Valuation re-rating이 가능할 것으로 전망

## 4Q25 지배주주 순이익 5,106억원(QoQ -64.1% YoY +7.9%) 기록

4분기 순이익은 당사 추정과 컨센서스를 8% 상회하는 실적을 기록. 이자이익은 3.03조원(QoQ +2.7%, YoY +4.1%) 기록. 주식시장으로의 머니무브가 가속화되고 있다고는 하나 4분기 핵심예금은 14.5조원으로 분기 대비 1.8% 오히려 증가, 따라서 평균 스프레드 마진이 1.6bp 개선되어 은행 NIM 역시 2bp 상승한 1.58% 기록하여 증가세 기록

비이자이익은 신용카드, 증권 브로커리지 등 수수료 수익은 양호하였으나 금리 상승에 따른 유가증권/파생관련 이익이 크게 감소하여 5,749억원(QoQ -40.4%, YoY +144%) 기록. 판관비 및 대손비용은 희망퇴직 비용 2,361억원, RC값 변동효과 958억원, 부동산 PF 사업성 평가 379억원 등 반영되며 계절적인 증가세 기록. 자회사 특이요인으로는 증권(223억원) 및 생명(-68억원)의 순이익이 다소 부진하였는데 브로커리지 수익 증가에도 금리 상승에 따른 상품운용수익 손실 전환한 영향과 생명의 이연법인세비용 800억원 각각 반영된 영향. 그 밖의 일회성 요인으로는 ELT/LTV 과징금 1,846억원, 배드뱅크 출연비용 625억원 반영

CET1비율은 13.33%(QoQ -22bp, YoY +32bp) 기록하였으며 주당 균등배당금 570원 + 배당소득분리과세를 위한 추가배당금 310원, 총 880원 결의. 상반기 자사주 취득/소각 금액은 5,000억원으로 지난 상반기 발표한 이연된 규모 2,000억원(1월중 취득 완료)까지 합산하여 '26년 7월까지 취득 예정 금액은 7,000억원. 이로써 현금배당 1.25조원, 자사주 매입/소각 금액 1.25조원으로 '25년 총 환원율 50.2% 달성

**영업실적 및 주요 투자지표** (단위: 십억원, 원, %)

| | 2023 | 2024 | 2025P | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| 순영업수익 | 14,247 | 14,580 | 15,439 | 15,310 | 15,655 |
| 영업이익 | 6,101 | 6,470 | 7,023 | 6,612 | 6,819 |
| 순이익 | 4,368 | 4,518 | 4,972 | 5,365 | 5,561 |
| YoY(%) | -6.4 | 3.4 | 10.0 | 7.9 | 3.7 |
| ROE | 8.1 | 8.1 | 8.6 | 8.9 | 8.9 |
| EPS | 8,455 | 9,276 | 10,075 | 11,094 | 11,735 |
| BPS | 103,990 | 115,675 | 117,459 | 124,790 | 132,418 |
| PBR | 0.34 | 0.50 | 0.67 | 0.72 | 0.68 |
| PER | 4.16 | 6.21 | 7.76 | 8.15 | 7.70 |

자료: 신한지주, 대신증권 Research Center

Results Comment

# KB금융 (105560)

# 이제 글로벌 상위권 은행과 어깨를 나란히

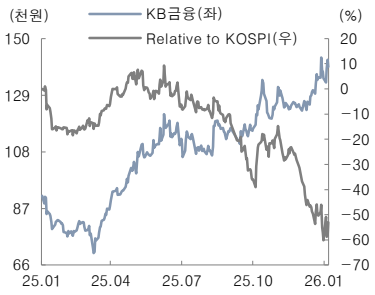
- 4분기 시장의 기대를 뛰어넘는 깜짝 배당, 총 환원액 3조원의 위엄
- CET1비율에 따라 총 환원액 상단은 없어 실적에 따른 기대감 점증
- 글로벌 상위 은행과 견주어 전혀 손색없는 행보, 목표주가 상향


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


| | |
|---|---|
| 투자의견 | BUY<br>매수, 유지 |
| 6개월 목표주가 | 190,000<br>상향 |
| 현재주가 (26.02.05) | 139,500 |
| | 은행업종 |

| | |
|---|---|
| KOSPI | 5,163.57 |
| 시가총액 | 52,013십억원 |
| 시가총액비중 | 1.56% |
| 자본금(보통주) | 2,091십억원 |
| 52주 최고/최저 | 143,000원 / 70,500원 |
| 120일 평균거래대금 | 1,143억원 |
| 외국인지분율 | 75.93% |
| 주요주주 | 국민연금공단 8.74%<br>Capital Research and Management Company 외 2인 8.03% |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | 10.0 | 14.7 | 24.1 | 53.3 |
| 상대수익률 | -5.0 | -11.0 | -23.1 | -25.5 |




## 투자의견 Buy, 목표주가 190,000원으로 25.8% 상향

총 환원율 50% 조기달성, 배당소득분리과세, 감액배당 주총 결의 예정 등 환원을 위한 3대 조건 및 총 환원액 3.06조원이라는 압도적인 실적을 달성하며 업종 1위사의 명성을 다시 한번 증명. CET1비율에 따른 총 환원율 상단을 제한하지 않는 기존 정책은 여전히 고수하고 있으며 따라서 금번 4분기와 마찬가지로 '26년 시장의 예상을 뛰어넘는 환원액을 기대할 여지 존재. 미국, 일본, 대만 등 글로벌 상위권 은행과 견주어 전혀 부족함 없는 행보이며 따라서 동사에 대한 Valuation 프리미엄을 충분히 부여할 수 있다는 판단. 우리는 동사의 목표주가를 기존 151,000원에서 190,000원으로 상향하며 Target PBR 1.2x 적용. 향후 ROE개선 정도에 따라 프리미엄은 더욱 강화될 것

## 4Q25 지배주주 순이익 7,213원(QoQ -57.2% YoY +5.6%) 기록

4분기 순이익은 우리의 추정과 컨센서스를 10.3%, 31% 상회하는 양호한 실적을 기록. 은행 마진이 1bp 상승하여 이자이익이 분기 대비 소폭 증가하였고, 비이자이익이 계절성에도 불구하고 1조원이 넘는 실적을 기록. 신용카드, 신탁, 브로커리지 등 수수료 핵심부문이 모두 증가하였고, 매매평가이익이 7,309억원으로 3분기 대비 무려 64%나 증가한 데 기인. 판관비 및 대손비용은 희망퇴직, 4분기 기업평가 분류 변경 등 계절적 요인으로 증가. 당 분기 일회성 요인으로는 ELS/ LTV 충당부채 비용 2,633억원, 697억원 각각 반영

기말 CET1비율은 13.79%(QoQ -4bp)기록하였으며 4분기 DPS가 1,605원으로 기존 추정(1,100원) 및 컨센서스 대비 크게 증가. 이로써 '25년 자사주 매입금액 1.48조원, 현금배당금 1.58조원, 총 환원금 3.06조원으로 총 환원율 52.4%를 달성. 또한 '26년 총 현금배당액 1.62조원과 더불어 상반기까지 자사주 매입/소각금액 1.2조원을 확정. 자사주 매입은 분기 당 6,000억원씩 진행할 예정

**영업실적 및 주요 투자지표** (단위: 십억원, 원, %)

| | 2023 | 2024 | 2025P | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| 순영업수익 | 16,229 | 17,028 | 17,945 | 18,148 | 18,372 |
| 영업이익 | 6,435 | 8,046 | 8,531 | 8,820 | 8,970 |
| 순이익 | 4,632 | 5,078 | 5,843 | 6,172 | 6,332 |
| YoY(%) | 12.4 | 9.6 | 15.1 | 5.6 | 2.6 |
| ROE | 8.1 | 8.8 | 9.9 | 10.0 | 9.9 |
| EPS | 11,888 | 13,034 | 14,996 | 15,841 | 16,251 |
| BPS | 146,111 | 148,573 | 151,573 | 158,872 | 163,370 |
| PER | 4.7 | 5.4 | 8.4 | 8.0 | 7.8 |
| PBR | 0.38 | 0.47 | 0.83 | 0.79 | 0.77 |

자료: KB금융, 대신증권 Research Center

Results Comment

# HL만도 (204320)

# 스쳐간 4분기 악몽, 다가올 수주 기대

- 4Q 일회성 비용(품질/정산) 반영으로 컨센 하회/당사 추정엔 부합
- 2026년 가이던스 매출 보수적이라 판단하는 바, 무난히 달성 예상
- 주가 트리거는 1) 휴머노이트 액츄에이터, 2) SDV 차세대 부품 수주

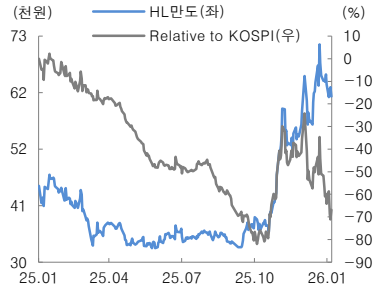

**김귀연**

gwiyeon.kim@daishin.com


| | |
|---|---|
| 투자의견 | BUY<br>매수, 유지 |
| 6개월 목표주가 | 87,000<br>하향 |
| 현재주가<br>(26.02.05) | 61,500<br>자동차업종 |

| | |
|---|---|
| KOSPI | 5163.57 |
| 시가총액 | 2,888십억원 |
| 시가총액비중 | 0.09% |
| 자본금(보통주) | 47십억원 |
| 52주 최고/최저 | 71,400원 / 32,650원 |
| 120일 평균거래대금 | 512억원 |
| 외국인지분율 | 12.41% |
| 주요주주 | 에이치엘홀딩스 외 4 인 30.26%<br>국민연금공단 13.05% |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | 1.3 | 70.1 | 77.5 | 45.4 |
| 상대수익률 | -12.5 | 31.9 | 9.9 | -29.3 |




## 투자의견 매수, 목표주가 87,000원 하향(-6.5%)

TP 8.7만원은 2026년 PER 5,421원에 Target PER 16배(자율주행/EV 모멘텀 반영됐던 2021년 밸류에 26년 북미T사 미국 판매 부진 우려 감안하여 40% 할인) 적용해 산출. 2026년 1) 글로벌 수요 성장 제한, 2) 북미 T사 수요 둔화 감안해 매출-손익 추정 하향함에 따라 TP 조정

2026년 완만한 매출 성장과 비용 절감 전략 지속되며 연간 4%대 OPM 달성 무리 없을 것으로 판단. 주가의 핵심은 1) 휴머노이드 액츄에이터 및 2) SDV 관련 SbW 등 차세대 전장부품 수주 성과가 될 것. 2026년 이익 눈높이 재차 조정된 점은 아쉬우나, 수주 가능성 감안 시 매수 전략 유효하다는 판단

## 4Q25 매출 2.5조(YoY +2%, 이하 YoY), OP 797억(-28%), OPM 3.2% 시현

OP 컨센(979억) 대비 -19% 하회했으나, 당사 추정(763억)에는 부합. 1) 연말 품질/비용 정산, 2) 관세 정산 반영 시점 이연으로 QoQ 수익성 둔화. 일회성 영향은 430억 규모로 품질 충당금/SPM 사업중단 비용 반영된 것으로 파악. 일회성 제외한 실질 OP는 1,227억(OPM 5.0%)로 추정. 영업 외 손익에서는 투자주식 평가손실 -58억, 이연/자산손상 관련 법인세 -110억 인식

## 26년 매출 9.6조. 한국 -6%/중국 +4%/미주 +2%/인도 +25%/유럽-5%

동사는 26년 매출 가이던스 9.6조/+1.8% 제시. 지역별로는 인도/중국 성장 두드러진 반면, 한국/미주/유럽 성장 제한될 것으로 예상. 동사의 보수적인 국가별 산업수요 전망 감안 시, 무난히 달성 가능할 것. 2026년 1) 관세 정산, 2) 품질비용 환입에 따라 일회성 이익 반영 가능성 높음. 이익 추정치는 소폭 하향 조정하나, 로봇/자율주행 수주에 따른 주가 업사이드 유효하다는 판단

(단위: 십억원, %)

| 구분 | 4Q24 | 3Q25 | 4Q25 | | | | | 1Q26 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 직전추정 | 잠정치 | YoY | QoQ | Consensus | 당사추정 | YoY | QoQ |
| 매출액 | 2,422 | 2,321 | 2,300 | 2,462 | 1.6 | 6.0 | 2,479 | 2,317 | 2.0 | -5.9 |
| 영업이익 | 111 | 94 | 76 | 80 | -28.2 | -15.4 | 98 | 96 | 20.7 | 20.0 |
| 순이익 | 43 | 44 | 61 | 24 | -43.6 | -45.1 | 52 | 58 | 106.3 | 140.2 |

자료: HL만도, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

| | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 8,393 | 8,848 | 9,455 | 9,830 | 10,339 |
| 영업이익 | 279 | 359 | 357 | 415 | 624 |
| 세전순이익 | 226 | 265 | 218 | 358 | 568 |
| 총당기순이익 | 155 | 158 | 123 | 274 | 435 |
| 지배지분순이익 | 136 | 130 | 100 | 255 | 413 |
| EPS | 2,887 | 2,767 | 2,130 | 5,421 | 8,794 |
| PER | 13.6 | 14.7 | 27.6 | 10.8 | 6.7 |
| BPS | 47,505 | 53,635 | 55,156 | 59,918 | 68,054 |
| PBR | 0.8 | 0.8 | 1.1 | 1.0 | 0.9 |
| ROE | 6.2 | 5.5 | 3.9 | 9.4 | 13.7 |

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

Results Comment

# 스튜디오 드래곤 (253450)

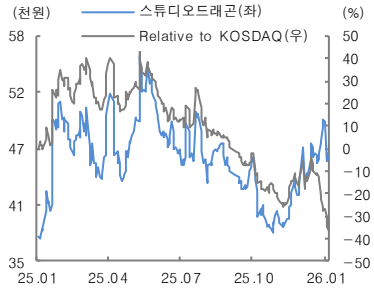

김회재

hoijae.kim@daishin.com


| | |
|---|---|
| 투자의견 | BUY<br>매수, 유지 |
| 6개월 목표주가 | 64,000<br>유지 |
| 현재주가<br>(26.02.05) | 45,400<br>미디어업종 |

| | |
|---|---|
| KOSDAQ | 1108.41 |
| 시가총액 | 1,365십억원 |
| 시가총액비중 | 0.29% |
| 자본금(보통주) | 15십억원 |
| 52주 최고/최저 | 56,000원 / 37,950원 |
| 120일 평균거래대금 | 53억원 |
| 외국인지분율 | 8.83% |
| 주요주주 | CJ ENM 외 3 인 54.79%<br>네이버 6.25% |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | 6.6 | 7.5 | 1.2 | 18.5 |
| 상대수익률 | -7.9 | -12.6 | -27.1 | -21.8 |




# 제작은 늘리고, 마진은 올리고

- 4Q25 매출 1.5천억원(+12% yoy), OP 185억원(+246% yoy)
- 작품 수 회복. 4Q 58회차(+12회 yoy), 25년 230회차(+12회 yoy)
- 성과도 입증. 연초 시청률 부진했으나, 하반기 회복. 26년 좋은 출발

## 투자의견 매수(Buy), 목표주가 64,000원 유지

목표주가 64천원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출
12M FWD EPS 1,407원에 PER 45배 적용 수준. 최근 5년 PER 평균 하단 47배

## 4Q25 Review: 실적 회복의 확신을 심어 준 의미 있는 실적

4Q25 매출 1.5천억원(+12% yoy, +7% qoq), OP 185억원(+246% y, +77% q)
25년 매출 5.3천억원(-4% yoy), OP 304억원(-17% yoy), 순이익 103억원(-69%)
26E 매출 6.2천억원(+17% yoy), OP 563억원(+85% yoy), 순이익 394억원(+283%)

자회사 영업권 손상이 반영되면서 당기순이익은 낮게 형성
26년 작품 수 회복하면서 자회사 작품 활동 재개 전망. 영업권 추가 손상은 제한적

1) 작품 수 회복. 25년 작품은 당사 기준 21편(+2편 yoy), 회차수는 230회차(+12회차 yoy)로 회복(회사 기준 24년 18편, 25년 19편). 26년 25~30편 전망

2) 성과 입증. 드래곤 작품의 14년 이후 장기 평균 시청률은 6.3%. 1Q25는 3%로 낮게 시작했지만, 2Q 5.9%, 3Q 8.9%, 4Q 7.5%로 25년 평균 6.3%로 마감
1Q26 평균 시청률 6.7%로 좋은 출발

3) 새로운 시장 개척. 일본향 작품 3편 제작
〈내 남편과 결혼해줘〉, 〈하츠코이 도그즈〉, 〈소울메이트〉. 〈내 남편과 결혼해줘〉 일본 아마존 프라임 1위 달성. 규모는 작지만 글로벌 현지 제작의 성공 가능성

4) 새로운 시장 개척. 미국 현지 제작 추진. 미국 제작비는 한국의 10배 수준
현재 20여개 프로젝트 진행 중. 26년 중 1~3개 Series Order 전망

## 26년 편안한 외형 성장. 마진 개선도 기대

26년 작품 편수는 최소 25편(+4편 yoy). 〈100일의 거짓말〉, tving 〈유미의 세포들 3〉, 디즈니+ 〈골드랜드〉, NFLX 〈참교육〉, 〈천천히 강렬하게〉 등 TV와 OTT에 걸쳐서 다양한 대작들이 편성될 예정. 플랫폼도 다변화. 지상파향 4편, NFLX 오리지널 4편, 디즈니+ 오리지널 1편, 티빙 오리지널 4편 등

비용 효율화에 따른 마진 개선. OPM 3Q 7.7%(+8.7%p yoy), 4Q 12.7%(+8.6%p yoy). 25년 5.7%(-0.9%p), 26E 9.0%(+3.3%p), 27E 11.8%(+2.8%p)

동사가 18년에 판매한 〈나의 아저씨〉 판권을 기반으로 중국판 리메이크작 공개 한한령 해제의 시그널. 당사 추정 구작 70여편 약 350억원, 동시방영 2편 약 420억원 반영시 26년 OP는 1.3천억원 가능, PER은 13배 수준에 불과

(단위: 십억원, %)

| 구분 | 4Q24 | 3Q25 | 4Q25 | | | | | 1Q26 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 직전추정 | 잠정치 | YoY | QoQ | Consensus | 당사추정 | YoY | QoQ |
| 매출액 | 131 | 137 | 171 | 146 | 11.7 | 6.9 | 158 | 122 | -9.0 | -16.6 |
| 영업이익 | 5 | 10 | 19 | 19 | 245.7 | 76.7 | 17 | 9 | 112.9 | -50.8 |
| 순이익 | 11 | 9 | 13 | 3 | -75.5 | -69.0 | 12 | 7 | 197.8 | 155.7 |

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 대신증권 Research Center

Results Comment

# 넷마블 (251270)

# 호실적에도 설레지 않는 신작

- 4Q. 컨센 상회하는 호실적 기록. 전통적 성수기 및 3Q~4Q25 신작 성과 반영
- 자산 유동화를 통한 재무 구조 개선 노력 및 주주환원 정책은 긍정적
- 단, 1Q 신작 모멘텀 제한적, 주가 횡보 전망. 2Q 신작 구체화 시 모멘텀 기대

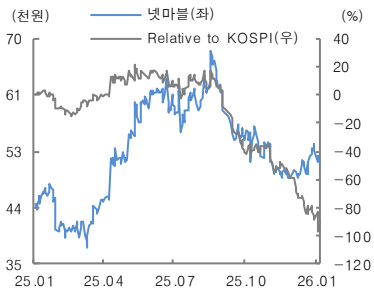

이지은

jeeeun.lee@daishin.com


| | |
|---|---|
| 투자의견 | BUY<br>매수, 유지 |
| 6개월 목표주가 | 66,000<br>유지 |
| 현재주가<br>(26.02.05) | 50,800 |
| | 디지털컨텐츠업종 |

| | |
|---|---|
| KOSPI | 5163.57 |
| 시가총액 | 4,366십억원 |
| 시가총액비중 | 0.13% |
| 자본금(보통주) | 9십억원 |
| 52주 최고/최저 | 68,000원 / 37,500원 |
| 120일 평균거래대금 | 106억원 |
| 외국인지분율 | 27.62% |
| 주요주주 | 방준혁 외 12 인 24.33%<br>HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD. 17.52% |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | 3.3 | -6.4 | -13.2 | 12.9 |
| 상대수익률 | -10.9 | -27.4 | -46.2 | -45.1 |




## 투자의견 매수, 목표주가 66,000원 유지

2026 EPS 3,281원에 Target PER 20.2배 적용. Target PER은 글로벌 peer의 2026 PER 평균 적용하며, 신작 출시일이 가까워짐에 따라 기존에 부여하던 할인율 20% 제거. 단, TP 산출연도 변경하면서 EPS 26% 하향, 목표주가 유지

## 4분기 실적은 안정적이나, 당분간 신작 모멘텀은 제한적

4Q25 매출액 7,976억원(YoY 22.9%, QoQ 14.6%), 영업이익 1,108억원(YoY 214.8%, QoQ 21.9%) 기록. 매출, 영업이익 모두 컨센 상회하는 실적 기록

4분기는 전통적인 성수기로, 매출 비중이 큰 'MCoC', '7대죄: 그랜드크로스', 스핀엑스 게임 3종 등의 매출이 전분기대비 증가. 또한 기존 흥행작들의 지역, 플랫폼 확장 출시가 이어지며 전반적인 실적 개선에 기여. 2025년 다수의 신작 흥행에 따른 인센티브 발생으로 인건비는 QoQ 7% 증가한 1,820억원 기록, 마케팅비는 지스타 참가 및 글로벌 지역 신작 마케팅 집행으로 QoQ 23% 증가한 1,787억원 기록

실적 발표와 함께 회사는 하이브 지분 매각 및 주주환원 정책을 공개. 하이브 지분 처분 금액은 3,208억원으로 처분 이후 넷마블의 하이브 잔여 지분율은 기존 9.44% → 7.09%로 감소. 3Q25말 기준 동사의 연결 순차입금은 약 6,480억원 수준으로 추정. 2024년 턴어라운드 이후 안정적인 영업현금흐름을 기반으로 부채 축소가 이미 빠르게 진행되는 가운데, 투자자산 유동화를 통한 재무구조 개선은 긍정적으로 판단. 또한 실적 안정성을 바탕으로 한 자사주 소각 및 배당 확대 등 주주환원 정책 역시 긍정적. 다만, 지속적인 주가 상승을 이끌 신작 모멘텀은 당분간은 제한적으로 판단. 1분기 출시 예정인 신작 2종('스톤에이지 키우기', '일곱 개의 대죄: 오리진')의 기대감은 높지 않은 반면, 2분기 출시 예정인 '몬길 스타다이브'와 '솔: 인챈트'의 기대감은 상대적으로 높은 것으로 파악. 이에 따라, 주가는 당분간 신작 모멘텀 부재로 횡보 전망. 이후 2분기 신작 일정 구체화 시 신작 모멘텀 발생 전망

(단위: 십억원, %)

| 구분 | 4Q24 | 3Q25 | 4Q25 | | | | | 1Q26 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 직전추정 | 잠정치 | YoY | QoQ | Consensus | 당사추정 | YoY | QoQ |
| 매출액 | 649 | 696 | 734 | 798 | 22.9 | 14.6 | 738 | 644 | 3.3 | -19.2 |
| 영업이익 | 35 | 91 | 105 | 111 | 214.5 | 21.9 | 105 | 52 | 4.7 | -53.0 |
| 순이익 | -166 | 38 | 112 | -36 | 적지 | 적전 | 42 | 41 | -45.6 | 흑전 |

자료: 넷마블, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

| | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 2,502 | 2,664 | 2,835 | 2,973 | 3,097 |
| 영업이익 | -68 | 216 | 353 | 369 | 398 |
| 세전순이익 | -159 | 76 | 363 | 357 | 378 |
| 총당기순이익 | -304 | 3 | 245 | 282 | 299 |
| 지배지분순이익 | -256 | 26 | 239 | 269 | 285 |
| EPS | -2,975 | 298 | 2,784 | 3,281 | 3,314 |
| PER | NA | 173.3 | 18.2 | 16.2 | 15.3 |
| BPS | 57,933 | 63,011 | 72,982 | 89,662 | 118,231 |
| PBR | 1.0 | 0.8 | 0.7 | 0.6 | 0.4 |
| ROE | -4.9 | 0.5 | 4.1 | 3.8 | 3.2 |

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

Results Comment

# Alphabet (GOOGL)

# AI로 광고 + 클라우드 성장률 가속화


**서영재**

youngjae.seo@daishin.com


**투자의견 (팩트셋 평균)** BUY *(1.2)

**목표주가($) (팩트셋 평균)** 350.4

**현재주가($)** (26.02.04) 333.0

IT

- AI로 광고 + 클라우드 매출 성장률 가속화
- CapEx + AI 채용으로 비용 늘어날 전망. 다만, 성장이 투자를 정당화
- 12개월 선행 PER 29배 수준이나 프리미엄 받아야 할 실적

## 4Q25 Review: 광고 + 클라우드 매출 성장 가속화

4분기 매출액은 1,138억 달러(+18.0% YoY, +11.2% QoQ)를 기록하면서 컨센서스 +2.2% 상회, 영업이익은 359억 달러(+16.0% YoY, +15.1% QoQ)로 컨센서스를 -2.5% 하회. 다만, 웨이모 가치 재산정에 따른 주식 보상 비용 영향 제외할 경우 +3.2% 상회. EPS(GAAP 기준)는 2.82달러로 예상치 +7.0% 상회

광고 및 클라우드 부문 매출 성장률 가속화. 광고의 경우 AI 모드 & AI 오버뷰가 실적 성장을 견인. 알파벳은 AI 모드 & AI 오버뷰에 Gemini 3를 통합하고, 신규 기능을 250개 이상 출시. 특히, 구매가 임박한 것으로 추정되는 유저에게 독점 광고를 제공하는 '다이렉트 오퍼' 파일럿 발표. 또한, 유니버설 커머스 프로토콜 출시로 AI 검색과 이커머스 구매 절차를 효율화 & 간소화. AI 검색 쿼리 증가하는 가운데, 신규 광고 방식이 도입되면서 모멘텀이 이어질 것으로 판단

클라우드의 경우 AI 인프라 및 AI 솔루션 수요 모두 증가. 전년대비 분기별 클라우드 성장률 1Q25 +28.1% → 2Q25 +31.7% → 3Q25 +33.5% → 4Q25 +47.8%. 특히, 수주잔고는 +55% QoQ 증가하면서 2,400억 달러를 기록. 4분기의 경우 1분기 대비 2배 빠른 속도로 신규 고객을 확보. 2025년에 10억 달러 이상 계약을 맺은 고객 수는 직전 3년을 합친 수보다 컸음. 아울러, Gemini Enterprise의 경우에도 출시 4개월 만에 800만 개 이상 유료 좌석 판매. 기업들의 AI 수요를 보면 클라우드도 양호한 성장세 지속할 전망

## CapEx + AI 채용으로 비용 늘어날 전망. 다만, 성장이 투자를 정당화

2026년 CapEx 가이던스는 1,750~1,850억 달러로 제시하면서 컨센서스 1,150억 달러를 큰 폭으로 상회. 이 중 서버는 60%, 데이터센터 & 네트워킹 40% 수준. CapEx의 절반 이상을 외부 클라우드 고객 대응에 사용할 예정. 이에 따라, 감가상각비 증가율은 26년 1분기에 가속화될 전망. 전년대비 감가상각비 증가율 1Q25 +31.5% → 2Q25 +34.8% → 3Q25 +40.8% → 4Q25 +43.6%

AI 인력도 늘릴 것이라 밝힘에 따라 영업비용은 증가할 전망. 감가상각 + 영업비용은 유의미하게 증가할 것으로 보이나 가파른 성장세가 투자를 정당화. 12MF PER 29배 수준이나 타 테크 기업들 대비 프리미엄 부여는 합리적이라 판단. 멀티플의 추가 상승은 제한적이더라도 실적 성장에 기반한 주가 상승 기대

* 투자의견: 애널리스트의 컨센서스를 구간별로(1=Strong Buy, 1.5=Buy, 2=Hold, 2.5=Sell, 3.0=Strong Sell) 수치화. 1에 근접할수록 긍정적인 투자의견

**4Q25 실적 지표** (단위: 십억달러, 달러, %)

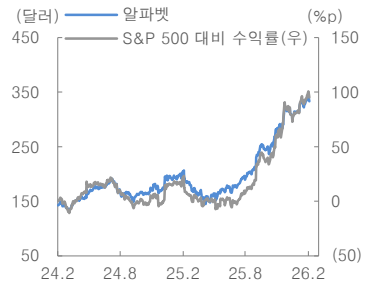
| 구분 | 4Q24 | 3Q25 | 4Q25 발표치 | 4Q25 컨센 | 4Q25 서프 | 4Q25 YoY | 4Q25 QoQ | 1Q26E 컨센 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 96.5 | 102.3 | 113.8 | 111.3 | 2.2 | 18.0 | 11.2 | 103.8 |
| 영업이익 | 31.0 | 31.2 | 35.9 | 36.8 | -2.5 | 16.0 | 15.1 | 35.2 |
| 순이익 | 26.5 | 35.0 | 34.5 | 31.9 | 7.9 | 29.8 | -1.5 | 30.9 |
| EPS | 2.15 | 2.87 | 2.82 | 2.63 | 7.0 | 31.2 | -1.7 | 2.55 |

자료: Factset, 대신증권 Research Center

## Alphabet

| | |
|---|---|
| 기업명 | Alphabet Inc |
| 한글명 | 알파벳 |
| 홈페이지 | https://www.abc.xyz |
| 결산월 | 12월 |
| 거래소 국가 | US |
| 상장 거래소 | NASDAQ |
| 시가총액(십억달러) | 4,020.4 |
| 시가총액(조원) | 5,831.6 |
| 발행주식수(백만주) | 5,818.0 |
| 52주최고가/최저가 | 349.0 / 140.5 |
| 주요주주 | The Vanguard Group, 8.1% |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | 5.7 | 20.1 | 71.0 | 62.0 |
| 상대수익률 | 5.3 | 18.4 | 62.0 | 47.4 |



## ▶ 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.