Morning Meeting Notes

2025-04-21

내일의 차이 현대차증권

What's Inside
네이버(BUY/260,000) 어서 와, 네이버 컬리는 처음이지?
[주식전략] Strategy Weekly - 조기대선 스타트, 지수보다는 업종 중심으로 대응할 필요
[미국주식] 비추세 미국. 구간별 섹터/테마 전략

주식시장
국내 증시는 미국의 관세 협상 가능성에 주목 하며 상승 마감. 다만 외국인은 6거래일 연속 코스피 순매도를 지속. 업종별로는 자동차 업종 강세 시현. 한편, 정부는 국무회의를 통해 추경안 편성을 의결한 가운데, 유력 대선후보인 이재명 후보의 탈원전 기조 탈피와 글로벌 IB의 아시아 원자력 부활을 보고서에 원전 및 전력 업종 급등
미국 증시는 전일 휴장

금리&환율
국고채 금리는 하락 마감. 국고채 금리는 특별한 이벤트 없이 거래량 얇은 장세 속 외국인 매수세 영향받으며 전 거래일 상승폭 되돌리는 모습
미국 채권시장은 전일 휴장
원/달러 환율은 전장 대비 4.40원 상승한 1,423.30원에 마감. 원화는 미국, 유럽 등 주요 금융시장 휴장을 앞두고 글로벌 거래 수요 축소된 채 좁은 범위에서 등락
미국 외환시장은 전일 휴장

Trump watch
트럼프 "러-우크라 이번 주 휴전 합의 희망"
트럼프 미국 대통령은 20일 소셜미디어를 통해 러시아와 우크라이나가 이번 주 휴전 합의에 도달하기를 희망한다고 밝힘
그는 휴전 이후 양국이 미국과 큰 사업을 시작해 부를 쌓게 될 것이라고 언급

New Publications
[미국주식] 비추세 미국. 구간별 섹터/테마 전략(2025-04-21)
[자산배분] 자산배분 전략: 환율 전환점 분석과 자산군별 환헤지 시나리오 분석(2025-04-17)
[로봇] Give me Hyund-AI or Give me Hyund-DIE(2025-04-08)
[반도체] 일본, 대만 기업 탐방 후기(2025-04-01)
[경제] 트럼프의 국부론 - The Wealth of 'My' Nation(2025-03-25)
[금융지주/은행] 모범생이 그리워질 때(2025-03-21)
[ESG] ESG Report - 탄소배출권 그리고 주요 기업분석(2025-03-21)
[게임] GAME START(2025-03-17)
[중국주식] 2025 중국 경제/증시 전망: Part.2 시진핑 4연임을 위한 전환점(2025-03-14)
[전기전자] 유리 기판, 다가올 미래에 준비하자(2025-03-13)
[반도체] MWC 2025 방문 후기 및 투자 활용법(2025-03-11)

Rating, Target Price Changes

OCI홀딩스	BUY	110,000 원 ▷	BUY	90,000 원	(2025-04-18)
보로노이	INITIATION	▷	BUY	220,000 원	(2025-04-18)
오리온	BUY	130,000 원 ▷	BUY	150,000 원	(2025-04-16)
현대로템	BUY	114,000 원 ▷	BUY	150,000 원	(2025-04-16)
S-oil	BUY	75,000 원 ▷	M.PERFORM	57,000 원	(2025-04-16)
SK이노베이션	BUY	160,000 원 ▷	BUY	130,000 원	(2025-04-16)
한온시스템	BUY	6,500 원 ▷	BUY	5,000 원	(2025-04-15)
세아베스틸지주	BUY	26,000 원 ▷	BUY	22,400 원	(2025-04-15)
시프트업	INITIATION	▷	BUY	60,000 원	(2025-04-14)
SK	BUY	220,000 원 ▷	BUY	165,000 원	(2025-04-11)
HD현대산업개발	BUY	24,000 원 ▷	BUY	27,000 원	(2025-04-11)
엔씨소프트	BUY	235,000 원 ▷	BUY	210,000 원	(2025-04-10)
포스코퓨처엠	M.PERFORM	145,000 원 ▷	BUY	145,000 원	(2025-04-10)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
한화에어로스페이스	68,321	KODEX 레버리지	36,623
삼성전자	27,405	두산에너빌리티	33,348
알테오젠	17,890	현대차	30,100
디앤디파마텍	13,407	KODEX 코스닥150레버리지	26,437
KB금융	12,236	한미반도체	19,320

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
SK하이닉스	-37,150	삼성전자	-37,997
한미반도체	-27,265	셀트리온	-23,932
삼성중공업	-21,005	삼성중공업	-21,951
한국항공우주	-19,538	KODEX 200선물인버스2X	-21,935
HD현대중공업	-18,909	한화에어로스페이스	-11,283

국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,483.42	+0.53	-6.04
대형주	2,472.08	+0.48	-6.55
중형주	2,751.48	+0.67	-4.78
소형주	2,169.47	+0.88	+0.09
KOSDAQ	717.77	+0.85	-0.23

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	-1,102	-3,510	3,689
누적순매수(D-20)	59,706	-114,181	35,001

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	126,902	126,799	120,810

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	74.22	+1.66	+3.85
금융	463.53	+0.97	-4.13
운수장비	3,329.73	+0.91	+3.08
유통	335.44	+0.44	-6.77
음식료	4,066.67	+0.20	+3.46
의약품	15,050.22	-0.66	-7.17
전기전자	21,905.62	+0.09	-10.55
철강금속	4,605.23	-0.70	-15.40
화학	3,157.67	+0.28	-9.49
유틸리티	797.14	+0.74	+6.67
통신	467.72	+0.38	+1.40

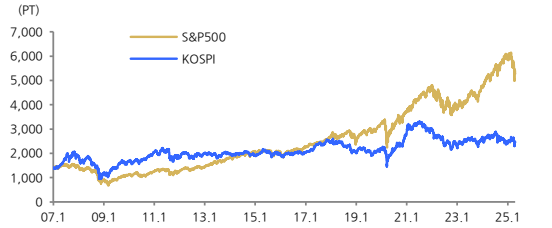
해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	5,282.70	휴장	-6.79
NASDAQ	16,286.45	휴장	-8.42
일본	34,730.28	+1.03	-7.82
중국	3,276.73	-0.11	-2.62
독일	21,205.86	휴장	-7.36

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	2.36	-2.30	-23.50
국고채 (10년)	2.62	-2.50	-18.50
은행채AAA (3년)	2.64	-3.30	-23.70
미국국채 (2년)	3.81	휴장	-13.90
미국국채 (10년)	4.33	휴장	+8.15

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,423.30	+0.31	-2.69
원/백 엔	1,001.00	+0.49	+2.19
원/위안	194.98	+0.30	-3.37
달러/유로	1.14	+0.20	+5.34
위안/달러	7.30	+0.01	+0.69
엔/달러	142.19	-0.18	-4.77
Dollar Index	99.23	-0.18	-4.72

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	64.68	휴장	-5.27
금 (usd/oz)	3,328.40	휴장	+10.16
BDI	1,261.00	+1.61	-22.87
천연가스(NYMEX)	3.25	휴장	-18.47

KOSPI, S&P 추이



본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

NAVER (035420)

Analyst 김현용 hykim@hmsec.com

어서 와, 네이버 컬리는 처음이지?

BUY **TP 260,000원**

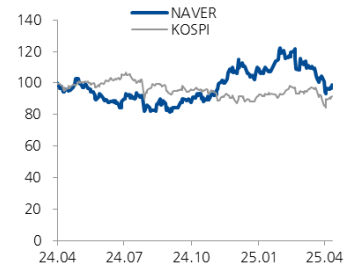
현재주가 (4/18)	187,500원
상승여력	38.7%
시가총액	29,707십억원
발행주식수	158,437천주
자본금/액면가	16십억원/100원
52주 최고가/최저가	232,000원/155,000원
일평균 거래대금 (60일)	164십억원
외국인 지분율	48.53%
주요주주 지분율	
국민연금공단	9.24%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-10.3	-10.3	6.1
상대주가(%p)	-5.6	-8.8	10.8

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	12,292	14,767	260,000
After	12,292	14,767	260,000
Consensus	12,112	13,878	279,783
Cons. 차이	1.5%	6.4%	-7.1%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

네이버-컬리 전략적 파트너십 체결: 연내 플러스 스토어에 컬리 상품 입점 예정

- 네이버는 컬리와의 전략적 파트너십을 18일 발표하였으며, 연내 플러스 스토어에 컬리 상품을 입점시킬 예정. 네이버는 신선식품 경쟁력을 크게 강화시키고, 컬리는 신규 고객을 대거 확보한다는 점에서 윈윈 전략으로 평가. 특히, 컬리의 익일 새벽배송 서비스인 샛별배송까지 활용이 가능해져 플러스 스토어를 통한 신선식품 구매가 급증할 것으로 기대

거래액 50 조원에 육박하며 이커머스 시장의 18%를 차지한 신선식품

- 신선신품 거래액은 2024년 47.4조원(YoY +15.0%)으로 전체 이커머스 시장의 18.2%를 차지. 지난 3년간 연평균성장률은 15%로 동기간 전체 이커머스 연평균성장률이 10.5%인 점을 고려하면 고성장 유지 중으로 판단. 신선식품은 크게 음식료품(34.5조원) 및 농축수산물(12.8조원)으로 대별되며, 컬리의 2024년 시장점유율은 5.7%로 파악

기업가치 급락 & 거래액 성장 둔화 이중고 겪던 컬리로서는 최적의 선택

- 컬리 기업가치는 팬데믹 초기인 2020년 5월 8천억원에 도달한 후 2022년초 3.5조원을 마크하며 최고치를 기록. 이후 엔데믹 초기인 2023년 5월 1.4조원으로 급락했고 현재 장외 시세는 5~6천억원 수준으로 알려짐. 동기간 거래액 성장률도 2021년 65%, 2022년 31%에서 2023년 6%, 2024년 12%로 눈에 띄게 감소한 것이 사실. 컬리로서는 네이버와의 파트너십을 통해 신규 고객을 확보하고 거래액 고성장을 재개하는 것이 급선무. 한편, 네이버가 컬리 지분 투자를 고려 중이라는 언론 보도도 전해진 바 있어 추가적인 협업 확대 가능성도 상존

네이버 쇼핑 전략: 새로움(발견)은 더하고 부족함(배송/신선식품)은 메운다!

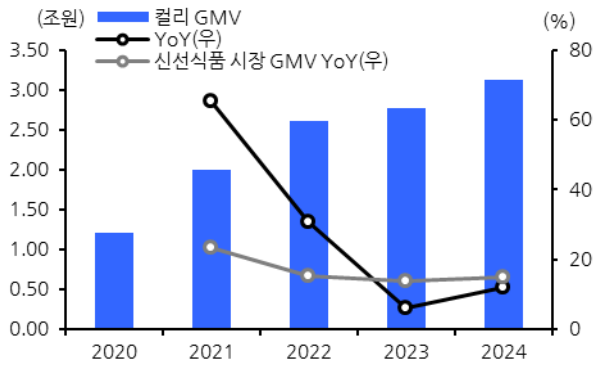
- 플러스 스토어 쇼핑앱(3/12 출시)은 3월말 누적 284만 다운로드를 달성하였으며, iOS 출시(3/19) 이후로는 일평균 16만명씩 다운로드 중인 것으로 파악. 따라서 현재 약 500만 다운로드에 육박했을 것으로 당사는 추정. 쇼핑앱 성공을 위해 확실한 차별화 요소인 발견탭(구매내역 기반 쇼핑라이브 피드 및 구매연계)을 신설했고, 배송 리브랜딩(N배송) 및 신선식품 강화(컬리 제휴) 노력 중

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 (%)
2023	9,671	1,489	1,012	2,071	6,180	33.4	36.2	1.6	17.7	4.4	0.5
2024	10,738	1,979	1,923	2,653	11,913	92.8	16.7	1.2	11.1	7.9	0.6
2025F	11,893	2,277	1,948	3,070	12,292	3.2	15.3	1.1	8.9	7.4	0.7
2026F	13,022	2,516	2,340	3,362	14,767	20.1	12.7	1.0	6.9	8.3	0.9
2027F	14,439	2,773	2,257	3,280	14,248	-3.5	13.2	0.9	7.0	7.4	0.9

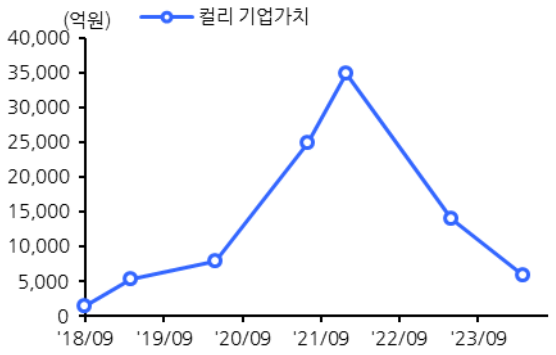
* K-IFRS 연결 기준

<그림1> 컬리 거래액 및 성장률 추이



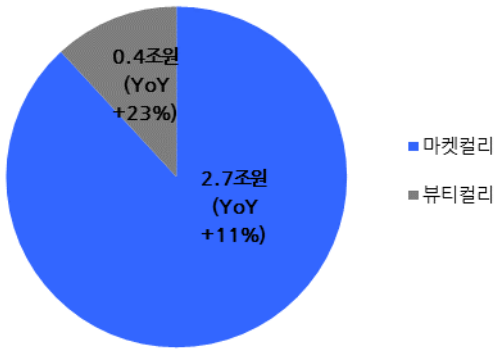
자료 : 컬리, 통계청, 현대차증권

<그림2> 컬리 기업가치 추이



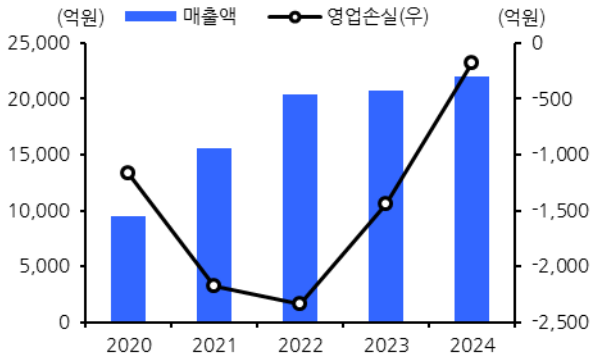
자료 : 언론보도 종합, 현대차증권

<그림3> 컬리 2024년 거래액 구성



자료 : 컬리, 현대차증권

<그림4> 컬리 매출액 및 영업손익 추이



자료 : 컬리, DART, 현대차증권

<표1> NAVER 실적 전망 상세 내역

(단위: 억원, 만명, %)

항목	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024	2025F
영업수익	22,804	24,079	24,453	25,370	25,261	26,105	27,156	28,856	27,675	29,219	30,401	31,634	82,201	96,706	107,377	118,929
서치플랫폼(광고)	8,518	9,104	8,985	9,283	9,054	9,784	9,977	10,647	9,832	10,467	10,850	11,220	35,680	35,890	39,462	42,369
검색광고	6,557	6,892	6,882	6,922	6,964	7,314	7,533	7,684	7,464	7,758	8,055	8,176	26,086	27,253	29,495	31,453
디스플레이	1,961	2,212	2,103	2,361	2,090	2,470	2,444	2,963	2,368	2,709	2,795	3,044	9,594	8,637	9,967	10,916
커머스(쇼핑)	6,059	6,329	6,474	6,605	7,034	7,190	7,254	7,751	7,855	8,274	8,559	8,763	18,011	25,467	29,229	33,451
핀테크(페이)	3,182	3,397	3,408	3,560	3,539	3,685	3,851	4,009	4,014	4,181	4,337	4,513	11,866	13,547	15,084	17,045
콘텐츠(웹툰/뮤직)	4,113	4,204	4,349	4,663	4,463	4,200	4,628	4,673	4,569	4,734	4,916	5,186	12,616	17,329	17,964	19,405
클라우드	932	1,045	1,236	1,259	1,170	1,246	1,446	1,776	1,405	1,563	1,739	1,952	4,028	4,472	5,638	6,659
% YoY	23.6	17.7	18.9	11.7	10.8	8.4	11.1	13.7	9.6	11.9	11.9	9.6	20.6	17.6	11.0	10.8
서치플랫폼	0.2	0.5	0.3	1.3	6.3	7.5	11.0	14.7	8.6	7.0	8.8	5.4	8.4	0.6	10.0	7.4
검색광고	5.2	4.3	3.5	4.8	6.2	6.1	9.5	11.0	7.2	6.1	6.9	6.4	8.6	4.5	8.2	6.6
디스플레이	-13.6	-9.6	-9.2	-7.8	6.6	11.7	16.2	25.5	13.3	9.7	14.4	2.7	8.1	-10.0	15.4	9.5
커머스(쇼핑)	45.5	44.0	41.3	35.7	16.1	13.6	12.0	17.4	11.7	15.1	18.0	13.1	22.1	41.4	14.8	14.4
핀테크(페이)	15.8	14.9	15.1	11.3	11.2	8.5	13.0	12.6	13.4	13.5	12.6	12.6	21.2	14.2	11.3	13.0
콘텐츠(웹툰/뮤직)	94.0	40.0	39.4	6.6	8.5	-0.1	6.4	0.2	2.4	12.7	6.2	11.0	82.0	37.4	3.7	8.0
클라우드	1.2	-0.4	30.5	13.3	25.5	19.2	17.0	41.1	20.1	25.4	20.3	9.9	6.0	11.0	26.1	18.1
영업비용	19,499	20,352	20,651	21,315	20,868	21,378	21,903	23,436	22,621	23,623	24,450	25,467	69,154	81,817	87,585	96,161
영업이익	3,305	3,727	3,802	4,055	4,393	4,727	5,253	5,420	5,054	5,596	5,951	6,167	13,047	14,888	19,793	22,768
광고/커머스	4,641	4,818	4,933	5,146	5,070	5,585	5,774	6,140	5,489	6,077	6,257	6,423	17,893	19,538	22,570	24,246
핀테크	271	270	334	205	261	361	328	246	302	388	384	335	961	1,080	1,196	1,409
콘텐츠	-752	-607	-621	-315	-97	-686	-146	-412	-275	-162	-137	-102	-3,699	-2,295	-1,341	-676
클라우드	-817	-693	-870	-967	-672	-651	-599	-594	-565	-541	-484	-533	-2,006	-3,347	-2,516	-2,123
영업이익률(%)	14.5	15.5	15.5	16.0	17.4	18.1	19.3	18.8	18.3	19.2	19.6	19.5	15.9	15.4	18.4	19.1
검색외 광고시장	8,627	9,321	9,532	9,873	9,377	9,801	9,793	10,169	-	-	-	-	35,736	37,352	39,140	40,706
동영상 광고 시장	3,336	3,819	3,891	4,433	4,236	4,452	4,251	4,610	-	-	-	-	13,352	15,479	17,549	-
모바일 DA 시장	3,492	3,575	3,656	3,639	3,494	3,583	3,726	3,748	-	-	-	-	14,242	14,362	14,551	-
PC DA 시장	1,798	1,927	1,985	1,802	1,647	1,766	1,816	1,811	-	-	-	-	8,142	7,511	7,040	-
% YoY	1.7	6.9	5.6	3.9	8.7	5.2	2.7	3.0	-	-	-	-	9.9	4.5	4.8	4.0
온라인 쇼핑시장	53.7	55.5	57.2	61.7	59.7	60.7	59.0	62.6	65.3	67.7	67.0	68.8	206.9	228.1	242.0	268.8
% YoY	9.3	9.6	10.4	11.6	11.2	9.5	3.1	1.4	2.4	4.2	5.5	2.4	10.6	10.2	6.1	3.6
커머스 GMV (조원)	11.6	11.9	12.0	12.4	12.2	12.3	12.5	13.2	13.2	13.3	13.5	14.1	41.7	47.9	50.2	54.1
% YoY	20	15	14	11	5	4	5	6	8	8	8	7	18	15	5	8
Take Rate (%)	4.88	4.98	5.05	4.95	5.37	5.46	5.43	5.51	5.66	5.83	5.95	5.79	4.03	4.96	5.45	5.81
핀테크 GMV (조원)	13.4	14.6	15.2	16.3	16.7	17.5	18.6	19.3	20.2	20.8	22.1	22.9	48.8	59.5	72.1	86.0
% YoY	20	15	14	11	25	20	22	18	21	19	19	19	28	22	21	19
네이버	8.0	8.3	8.3	8.6	8.5	8.7	9.0	9.5	10.0	10.3	10.9	11.4	30.3	33.2	35.7	42.6
대외	5.4	6.3	6.9	7.7	8.2	8.8	9.6	9.8	10.2	10.5	11.2	11.5	18.5	26.3	36.4	43.4
Take Rate (%)	2.37	2.33	2.24	2.18	2.12	2.11	2.07	2.08	1.98	2.01	1.96	1.97	2.43	2.28	2.09	1.98
콘텐츠 매출액	4,113	4,204	4,349	4,663	4,463	4,200	4,628	4,673	4,569	4,734	4,916	5,186	12,616	17,329	17,964	19,405
% YoY	94.0	40.0	39.4	6.6	8.5	-0.1	6.4	0.2	2.4	12.7	6.2	11.0	82.0	37.4	3.7	8.0
웹툰	3,531	3,696	3,798	4,006	3,946	3,829	4,241	4,278	4,077	4,290	4,482	4,667	10,664	15,031	16,294	17,516
스노우	448	358	395	494	355	223	211	258	327	285	263	339	1,279	1,695	1,047	1,214
기타	134	150	156	163	162	148	176	137	165	159	171	180	673	603	623	675

자료 : NAVER, 디지털광고협회, 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**9,671**	**10,738**	**11,893**	**13,022**	**14,439**
증가율 (%)	17.6	11.0	10.8	9.5	10.9
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	**9,671**	**10,738**	**11,893**	**13,022**	**14,439**
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	17.6	11.0	10.8	9.5	10.9
판매관리비	**8,182**	**8,758**	**9,616**	**10,506**	**11,666**
판관비율(%)	84.6	81.6	80.9	80.7	80.8
EBITDA	**2,071**	**2,653**	**3,070**	**3,362**	**3,280**
EBITDA 이익률 (%)	21.4	24.7	25.8	25.8	22.7
증가율 (%)	11.0	28.1	15.7	9.5	-2.4
영업이익	**1,489**	**1,979**	**2,277**	**2,516**	**2,773**
영업이익률 (%)	15.4	18.4	19.1	19.3	19.2
증가율 (%)	14.1	32.9	15.0	10.5	10.2
영업외손익	**-274**	**198**	**102**	**350**	**-17**
금융수익	603	633	358	631	740
금융비용	683	579	426	625	951
기타영업외손익	-195	144	170	344	195
종속/관계기업관련손익	267	145	207	244	246
세전계속사업이익	**1,481**	**2,322**	**2,586**	**3,111**	**3,002**
세전계속사업이익률	15.3	21.6	21.7	23.9	20.8
증가율 (%)	36.7	56.8	11.4	20.3	-3.5
법인세비용	496	390	603	728	703
계속사업이익	985	1,932	1,983	2,383	2,299
중단사업이익					
당기순이익	**985**	**1,932**	**1,983**	**2,383**	**2,299**
당기순이익률 (%)	10.2	18.0	16.7	18.3	15.9
증가율 (%)	46.3	96.1	2.7	20.1	-3.5
지배주주지분 순이익	1,012	1,923	1,948	2,340	2,257
비지배주주지분 순이익	-27	9	36	43	41
기타포괄이익	-261	699	0	0	0
총포괄이익	724	2,631	1,983	2,383	2,299

(단위: 십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**7,028**	**9,375**	**10,103**	**19,335**	**20,031**
현금성자산	3,576	4,196	4,557	13,601	13,566
단기투자자산	827	2,927	3,145	2,964	3,372
매출채권	491	478	524	629	715
재고자산	15	22	24	20	23
기타유동자산	1,421	1,340	1,440	1,708	1,943
비유동자산	**28,710**	**28,793**	**30,590**	**27,302**	**29,587**
유형자산	2,742	2,910	3,087	2,808	2,911
무형자산	3,446	3,657	3,586	3,520	3,459
투자자산	21,231	20,910	22,601	19,658	21,900
기타비유동자산	1,291	1,316	1,316	1,316	1,316
기타금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**35,738**	**38,168**	**40,694**	**46,638**	**49,618**
유동부채	**6,306**	**6,092**	**6,592**	**10,722**	**11,385**
단기차입금	333	135	135	135	135
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	443	200	200	5,200	5,200
기타유동부채	5,530	5,757	6,257	5,387	6,050
비유동부채	**5,194**	**5,075**	**5,286**	**4,919**	**5,198**
사채	1,656	2,007	2,007	2,007	2,007
장기차입금	994	863	863	863	863
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,545	2,204	2,415	2,048	2,328
기타금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**11,500**	**11,167**	**11,878**	**15,641**	**16,583**
지배주주지분	23,206	25,460	27,239	29,377	31,373
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,423	1,423	1,423	1,423
자본조정 등	-607	-639	-639	-639	-639
기타포괄이익누계액	-1,990	-1,306	-1,306	-1,306	-1,306
이익잉여금	24,544	25,965	27,744	29,882	31,879
비지배주주지분	**1,032**	**1,541**	**1,577**	**1,620**	**1,661**
자본총계	**24,238**	**27,001**	**28,816**	**30,997**	**33,034**

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**2,002**	**2,590**	**3,112**	**1,412**	**3,152**
당기순이익	985	1,932	1,983	2,383	2,299
유형자산 상각비	528	609	722	779	446
무형자산 상각비	54	65	71	66	61
외환손익	-46	117	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	361	152	543	-1,571	592
기타	120	-285	-207	-244	-246
투자활동으로인한현금흐름	**-950**	**-1,340**	**-2,602**	**2,868**	**-2,953**
투자자산의 감소(증가)	895	766	-1,484	3,187	-1,996
유형자산의 감소	7	32	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-641	-554	-900	-500	-550
기타	-1,212	-1,584	-218	181	-407
재무활동으로인한현금흐름	**-110**	**-770**	**-148**	**4,764**	**-235**
차입금의 증가(감소)	779	-354	20	-35	27
사채의증가(감소)	-49	352	0	0	0
자본의 증가	-314	180	0	0	0
배당금	-62	-119	-168	-201	-261
기타	-464	-829	0	5,000	0
기타현금흐름	**-90**	**140**	**0**	**0**	**0**
현금의증가(감소)	**852**	**619**	**362**	**9,044**	**-35**
기초현금	2,724	3,576	4,196	4,557	13,601
기말현금	3,576	4,196	4,557	13,601	13,566

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	6,013	11,967	12,518	15,038	14,509
EPS(지배순이익 기준)	6,180	11,913	12,292	14,767	14,248
BPS(자본총계 기준)	149,241	170,420	181,875	195,642	208,502
BPS(지배지분 기준)	142,887	160,694	171,923	185,419	198,019
DPS	1,205	1,130	1,350	1,750	1,750
P/E(당기순이익 기준)	37.2	16.6	15.0	12.5	12.9
P/E(지배순이익 기준)	36.2	16.7	15.3	12.7	13.2
P/B(자본총계 기준)	1.5	1.2	1.0	0.9	0.8
P/B(지배지분 기준)	1.6	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(Reported)	17.7	11.1	8.9	6.9	7.0
배당수익률	0.5	0.6	0.7	0.9	0.9
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	46.5	99.0	4.6	20.1	-3.5
EPS(지배순이익 기준)	33.4	92.8	3.2	20.1	-3.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	4.1	7.5	7.1	8.0	7.2
ROE(지배순이익 기준)	4.4	7.9	7.4	8.3	7.4
ROA	2.8	5.2	5.0	5.5	4.8
안정성 (%)					
부채비율	47.4	41.4	41.2	50.5	50.2
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	11.7	18.9	5.4	4.0	2.9

** K-IFRS 연결기준*

Strategist 김재승
jaeseung.kim@hmsec.com

Strategy Weekly

조기대선 스타트, 지수보다는 업종 중심으로 대응할 필요

- 조기대선 스타트, 다만 코스피는 대외 여건에 더욱 민감히 반응
- 수출에 민감한 코스피 특성 상 글로벌 무역 전쟁에 지수 레벨은 보수적으로 봐야함
- 업종 관점에서 조기대선 주목. 내수 회복과 성장 산업, 미래 성장 동력에 주목

조기대선 스타트, 다만 코스피는 대외 여건에 더욱 민감히 반응

6월 3일 대한민국의 21대 대통령을 선출하는 조기대선이 본격적으로 막을 올렸다. 더불어민주당과 국민의힘 등 주요 정당들은 경선 후보와 일정을 확정하고 본격적인 레이스에 돌입하였다. 더불어민주당은 이재명 전 대표와 김경수 전 경남지사, 김동연 경기지사의 3파전으로 확정되었다. 국민의힘도 16일 김문수 전 장관과 나경원 의원, 안철수 의원, 한동훈 전 대표 등 8명의 1차 경선 진출자를 확정했다. 더불어민주당은 4월 27일 최종 대선 후보를 확정하고, 국민의힘은 5월 3일 최종 후보를 확정하게 된다.

대통령 선거를 앞두고 언론들은 유력 후보들의 경제 정책을 기사로 쏟아내고 새정부 기대감에 불을 지피지만, 실제 국내 증시는 대통령의 정치적 성향보다는 글로벌 경기와 수출 환경에 더 큰 영향을 받는다**(그림1,2,3)**. 대형 수출주 중심의 코스피 특성상 대외 여건이 우호적인지 여부가 증시의 방향성을 결정시킨다. 대통령은 외교와 통상에 대한 의사결정을 통해 수출에 부분적으로 영향을 미칠 수 있지만, 큰 틀에서 대외 여건은 외생 변수로 대통령이 바뀌더라도 달라지기 쉽지 않다.

글로벌 무역 전쟁에 한국 수출 성장률 점차 둔화될 것. 업종으로 대응해야

새정부는 도널드 트럼프 미국 대통령발 통상 리스크를 맞닥뜨려야 한다. 트럼프의 관세 폭탄 불확실성은 어느정도 피크를 형성했다고 판단한다. 하지만 이번 무역 전쟁은 미-중간 패권 전쟁도 내포하고 있다. 미국은 일본과 영국 등 일부 우방국들과의 협상을 통해 우려를 낮추겠지만, 중국과의 협상은 쉽지 않을 전망이다. 중국도 트럼프 1기때와는 달리 많은 준비를 갖췄다. 미-중간 갈등 상황에서 글로벌 물동량은 줄어들고 한국의 수출 성장률도 둔화될 수 밖에 없다**(그림4)**. 관세로 인한 미국의 경기 침체도 수요 감소로 인해 한국 수출에 부정적이다**(그림5)**. 조기대선에도 불구하고 수출에 민감한 코스피 특성 상 지수 레벨은 상승 기대감보다는 단기적으로 보수적으로 볼 수 밖에 없다.

다만 업종별로는 차별화가 발생할 수 있다. 지난 2017년 조기대선을 앞두고 2016년 10월부터 국정농단으로 인한 정치적 불확실성에 소비자 심리가 위축되고 있었다. 이후 2017년 3월 탄핵 심판이 인용되고, 5월 10일 조기대선을 거치면서 소비자 심리가 회복되었다. 특히 향후 경기 전망치가 빠르게 높아졌다**(그림6)**. 이에 2017년 조기대선 기간동안 내수 관련 업종이 강세를 보였다**(그림7)**. 이번에도 유사한 흐름이 나타날 수 있다.

한국의 성장 동력 갈증 높아짐, 성장 산업과 신성장 동력에 시장 관심 집중될 것

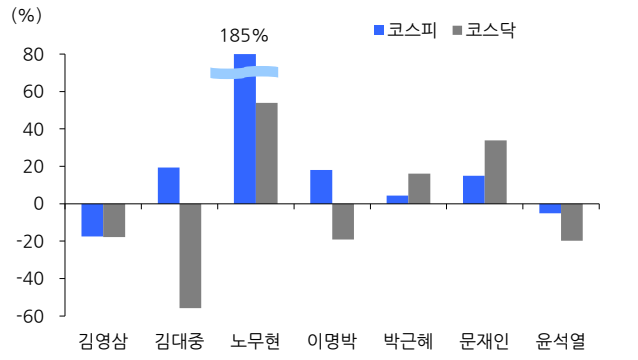
글로벌 자유 무역 환경에서 제조업 수출 중심으로 높은 성장을 보였던 한국 경제는 트럼프가 주도하는 보호무역주의로 패러다임 전환에 큰 영향을 받을 수 밖에 없다. 내수가 부진한 상황에서 수출의 타격이 예상되기 때문에 향후 새정부의 정책 드라이브와 이에 따른 국내 증시의 반응은 크게 3가지를 통해 이뤄질 것으로 전망된다.

첫째, 침체된 내수 경기에 대한 부양이다. 정부는 4월 18일 임시 국무회의를 열어 12조 2천억원의 추경안을 의결했다. 하지만 조기대선 이후 2차 추경이 편성될 것으로 전망된다. 양당은 현재 극도의 내수 부진을 인식하고 있다. 더불어민주당은 2월에 35조원 규모의 추경안을 제안했는데 민생회복 소비쿠폰 13.1조원 등 총 18조원의 소비진작 패키지가 포함되었다**(표1)**. 향후 오프라인을 중심으로 소비 활성화 정책이 예상되고, 소비 및 소매/유통 업종에 우호적일 것이다.

둘째, 통상 대응이다. 무역 전쟁 하에서 수혜를 받는 업종들은 한국의 수출 둔화 상황에서 더욱 부각될 수 밖에 없다. 최근 증시 조정에도 불구하고 조선, 기계, 방산 등 모멘텀이 계속 강세를 보이는 이유이다**(그림8)**. 결국 트럼프의 무역 전쟁에서 살아남을 수 있는 성장 산업에 시장의 쏠림이 확대되고 있는 것이다.

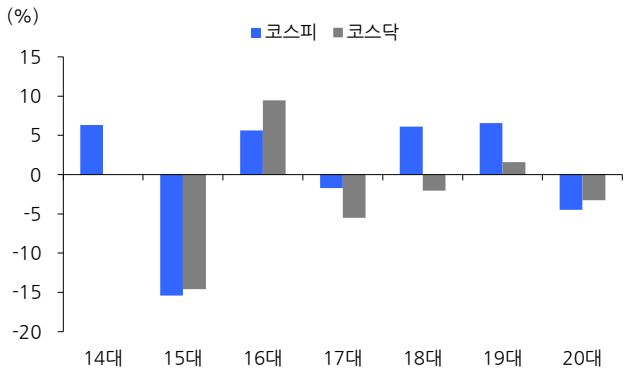
마지막으로 새로운 성장 동력에 주목해야 한다. 더불어민주당은 지난 2월 국가 중점 추진 과제로 ABCDEF 정책을 발표했다. 인공지능(AI), 바이오(Bio), 문화 콘텐츠(Contents & Culture), 방위산업(Defense), 에너지(Energy), 제조업 부활(Factory)이다. 대부분의 대통령 후보들은 AI에 대한 대규모 투자를 공언하고 있다. 정부가 AI 인프라를 구축해 그 위에서 기업들이 정부 데이터, 제조업 데이터 등을 이용해 경제 생산성을 높이는 어플리케이션 개발을 유도할 것으로 보인다. 또한 대규모 에너지 인프라의 필요성도 언급되고 있다. 한국의 성장성이 줄어들수록 새로운 성장 동력에 대한 갈증과 시장의 쏠림은 강해질 것으로 전망된다.

<그림 1> 역대 대통령 임기내 증시 수익률



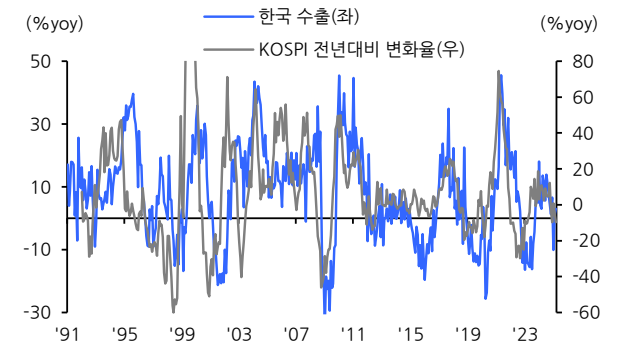
주: 박근혜 정부는 2013년 2월 25일부터 2017년 3월 10일까지, 윤석열 정부는 2022년 5월 10일부터 2025년 4월 4일까지 지수별 수익률
자료: 인포맥스, 퀀티와이즈, 현대차증권

<그림 2> 대선 한달전 증시 수익률, 대외 요인에 더 큰 영향



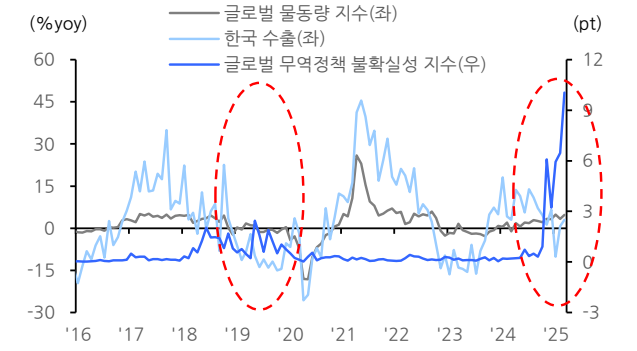
주: 코스닥 시장은 1996년 출범해 15대 대통령 선거(1997년 12월 18일)부터 산정
자료: 인포맥스, 퀀티와이즈, 현대차증권

<그림 3> 한국 수출과 코스피 움직임



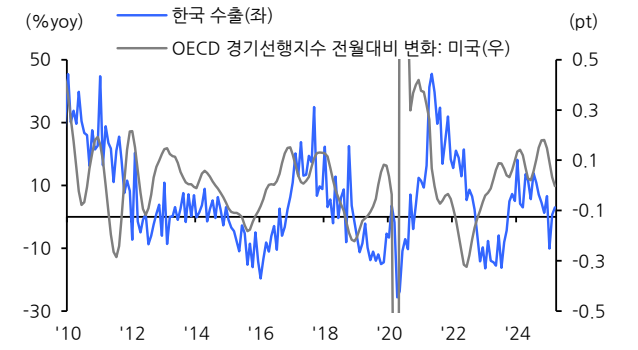
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 4> 글로벌 무역정책 불확실성 확대는 수출 감소 유발



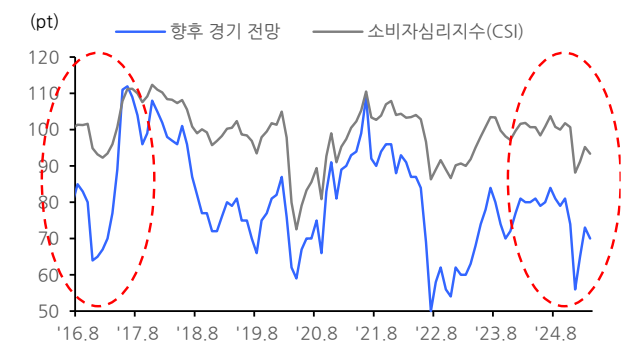
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 5> 미국 경기 침체도 수요 감소에 수출 감소 유발



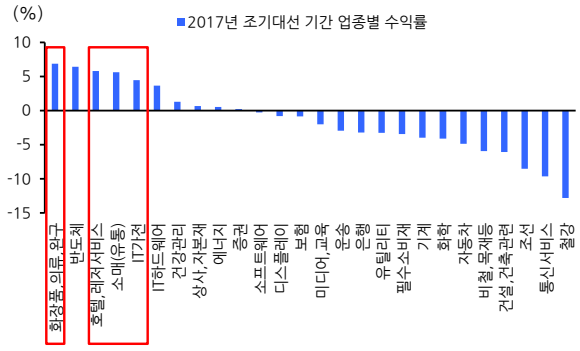
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 6> 조기대선 이후 소비자 심리와 높아질 수 있음



자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 7> 2017년 조기 대선 당시 내수 관련 업종 강세



주: 탄핵 직후인 2017년 3월 13일부터 조기대선 전날인 5월 9일까지 수익률
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

<그림 8> 코스피 12개월 가격 모멘텀 전략 강세 지속

주: 코스피 WICS 기준 26개 산업 중 12개월 가격 모멘텀 상위 3개 업종 Long, 하위 3개 업종 Short. 월말 기준 월간 리벨런싱
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

<표 1> 2월 발표된 민주당 추경안 주요내용, 총 34.7조원 규모

구분		사업	금액	주요 내용
민생 회복 (23.5조원)	소비 진작 4대 패키지 (18조원)	민생회복 소비쿠폰	13.1조원	인당 25만원 지역화폐
		상생소비 캐시백	2.4조원	소비 증가 캐시백
		8대분야 소비바우처	0.5조원	숙박, 관광 등 바우처
		지역화폐 할인지원	2.0조원	지역화폐 할인비용 지원
		소상공인 손실보상 및 지원	2.8조원	손실보상 및 지원
		농어업 지원	1.3조원	비료 등 지원
		취약계층 지원	0.5조원	서민금융, 장애인예산
		국민안전 강화	0.9조원	장병 처우개선
경제 성장 (11.2조원)		공공주택 및 SOC 투자	1.1조원	공공주택과 SOC 투자
		일자리 및 창업지원	0.5조원	일자리 관련 예산 증액
		AI·반도체 지원 및 R&D확대	5.0조원	투자확대 및 R&D
		RE100 대응	0.8조원	전력망 확충 등
		기후위기 대응	1.0조원	전기차 지원 등
		무상교육 등	1.2조원	고교무상교육 등
		지방재정 보강	2.6조원	지방채 인수

자료: 민주당 보도자료, 현대차증권

HYUNDAI MOTOR GROUP

비추세 미국. 구간별 섹터/테마 전략

미국주식 | 하장권

내일의 차이 현대차증권

Executive Summary

1. 추세 안에 있다면, 낮아진 눈높이에 집중하자

-최근 트럼프 관세 정책 불확실성 반영하며 지수는 고점 대비 18.9% 하락

-MDD 20% 이상의 베어 마켓 진입 요건은 충족하지 않은 상황에서, 지수 이익 관점에서는 최근 MDD 10% 이상의 하락은 순전히 불확실성의 영역을 반영한 것

-2018년과 비교할 여지 다수. 당시엔 관세와 경기 둔화 불확실성 각각을 시계열에 나뉘어 반영

-반면, 현재의 경우 작년 대비 양대책무 균형이 조금은 흐트러진 것은 사실이나, 관세 정책발 불확실성을 다소 과하게 반영한 것이 가장 큰 차이라 판단

-그렇다고 상방을 보자니 추정한 이익 경로는 향후 둔화될 것으로 추정. 향후 있을 관세 정책과 그에 따른 물가, 경기 영향도 소화하는 과정 필요

-연착륙 낙관이 강했던 작년의 확산 장세. 지금부터는 연준의 양대책무 기준으로 연착륙 돌다리를 다시 두들겨 봐야할 때

2. 당장은 낙폭 과대 겨냥

-통상 쏠림의 완화는 두 가지 방식으로 해소됨. 1)주도주/소외주가 번갈아 모멘텀을 보이는 순환매 장세, 2)그리고 급락 구간에서 주도주가 더 큰 낙폭을 보일 때

-현재는 후자의 경우이며, 주도주를 대표하는 M7 기업 주가는 22년 조정 국면 바닥 이후로 가장 저렴한 구간

-12MF PER 기준으로 22년 조정 국면 바닥에서 21.5배, 최근엔 23.4배에서 바닥 형성

-이익 증가율 둔화, 딥시크로 인한 모멘텀 둔화, 그리고 관세 정책 불확실성이 상존한 것은 사실

-다만, 펀더멘탈을 기준으로 낮아진 눈높이에 주목할 구간이라 판단. 12MF PER SD 기준으로는 이들의 프리미엄은 5년래 최저 수준에 위치

-중소형 스타일 역시 낙폭 과대 측면에서 유효. 다만, 착륙에 대한 노이즈가 상존한 현재 중장기보다는 단기적 접근 권고

3. 불확실성에 강할 스타일/산업/종목

-통상 불확실성이 확대될 때 고배당, 저변동성 스타일이 상대성과, 절대성과 상 Hit Ratio 우수

-오프-프라이스 리테일(Off-Price Retail) 업종은 관세 정책에 따른 물가/경기 불확실성 속 제품을 조금이라도 더 저렴하게 구매하려는 소비자를 겨냥한 테마

-실제 소매판매 둔화 국면에서 이들의 절대/상대성과 역시 우수한 모습. P 상승은 물론, Q 상승까지 노릴 수 있는 강점

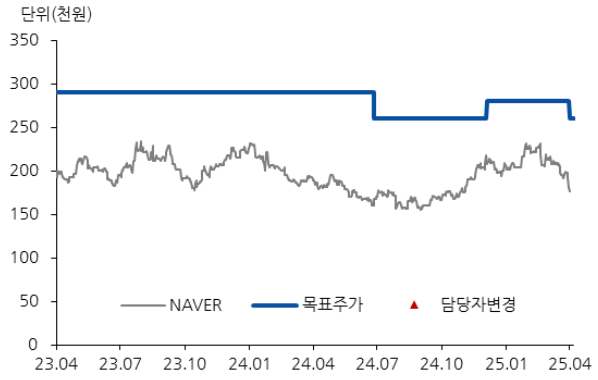
-필수소비재 내에서도 담배 산업 역시 최근 불안한 장세 속에 52주 신고가 기록 중. 세부 산업 6개 중 유일하게 이익 증가율 및 ERR 상승세 확인됨

-2018년 후반~2019년 초반 S&P 500 이익 둔화 국면에서도 이들 기업의 이익 전망은 우상향을 지속했던 경험

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.10.31	BUY	290,000	-32.57	-20.52
2023.05.01	AFTER 6M	290,000	-31.19	-19.14
2024.07.05	BUY	260,000	-33.23	-16.15
2024.12.12	BUY	280,000	-25.40	-17.32
2025.04.11	BUY	260,000		

▶ 최근 2년간 NAVER 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 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 (2024.04.01~2025.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	166건	92.7%
보유	13건	7.3%
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.