Morning Meeting Notes

2025-06-26

내일의 차이 현대차증권

What's Inside

SK하이닉스(BUY/325,000원): 성장성을 감안할 때 Valuation 재평가는 정당하다
현대제철(BUY/38,000원): 2분기 흑자 전환 예상
제일기획(BUY/24,000원): 실적은 괘청, 남은 것은 시장의 평가
China Issue - 트럼프의 SNS, 관세전쟁 해법의 힌트

주식시장

국내 증시는 혼조 마감. 지정학적 리스크 완화, MSCI 선진국지수 워치리스트 등재 실패 등 혼재된 재료 소화하며 숨고르기 양상. 업종별로는, 한국전력(+11.0%)이 전일에 이어 급등하며 전기/가스 업종 상승 견인. 반도체 업종은 24일, 뉴욕증시 반도체주 상승 등 영향에 강세 연장. 반면, 최근 급등한 LG씨앤에스(-11.9%), NAVER(-2.4%) 등 스테이블코인 테마 차익실현 발생. 중동 긴장감 완화에 방산주, 조선주 또한 약세
미국 증시는 혼조 마감. 이날 주식시장에 영향을 줄 굵직한 재료는 부재했고, 최근 이란-이스라엘 휴전 합의로 급등했던 증시가 보합권에서 숨을 고르는 분위기. 엔비디아는 젠슨 황 CEO의 연례 주주총회 발언으로 4.33% 급등했고, 이에 필라델피아 반도체지수도 1% 상승. 반면, 테슬라는 유럽 전기차 판매량이 5개월 넘게 둔화되었다는 소식에 3% 넘게 하락

금리&환율

국고채 금리는 하락 마감. 국고채 금리는 장초반 국제유가 급락 및 CB 소비자신뢰지수 부진에 영향받아 강세 보인 미국채 동조하며 하락세. 다만, 이후 한은 상반기 금융안정보고서가 다소 매파적으로 해석되며 국고채 금리는 낙폭 축소
미국채 금리는 단기물 중심의 하락 마감. 이날 파월 의장의 상원 반기 통화정책 보고가 진행되었고 시장에서 파월 의장의 발언이 비둘기파적으로 해석됨에 따라 국채 금리는 하락. 또한 연준의 SLR 완화 발표도 하락 요인으로 작용
원/달러 환율은 전장 대비 2.2원 상승한 1,362.4원에 마감. 환율은 24일에 20원 이상 급격히 하락한 부담감에 반등하는 모습. 또한, 한국이 MSCI 관찰대상국에 등재되지 못했다는 소식에 외인들이 2천억원가량 주식 순매도를 한 점도 환율 상승 요인으로 작용
달러인덱스는 97.7로 하락. 연준의 금리 인하 기대와 SLR 완화 발표가 달러 약세 요인으로 작용

Trump Watch

트럼프, 젤렌스키 대통령과 50분 회동
도널드 트럼프 미국 대통령과 볼로디미르 젤렌스키 우크라이나 대통령은 25일(현지시간) 네덜란드 헤이그에서 열린 나토(NATO) 정상회의 기간 중 약 50분간 회담을 가짐
두 정상은 우크라이나의 미국산 방공시스템(패트리엇 등) 구입, 드론 공동생산, 미국 방산업체 지원 방안 등을 논의했으며, 젤렌스키 대통령은 러시아에 휴전을 압박할 추가 제재도 미국에 촉구
트럼프 대통령은 패트리엇 미사일 추가 제공 가능성을 검토하겠다고 밝혔고, 젤렌스키는 "우리는 장비를 구입할 준비가 되어 있다"고 강조

New Publications

[자산배분] 자산배분 전략: 초저금리와 인플레를 넘어, 전략은 원칙에서 시작한다 (2025-06-13)
[중국] 2025년 하반기 중국 경제/증시 전망 - 망진자(亡秦者)는 호야(胡也) (2025-06-12)
[방산]MADEX 2025참관기 - 智者圖勝, 善者制勢(2025-06-05)
[미국주식] 2025년 하반기 미국 전망 - 착륙 줄타기 속 AI phase 3(2025-06-02)
[자산배분] 2025년 하반기 자산배분 전략 - 정책 변화에 대응하라(2025-05-29)

Rating, Target Price Changes

제일기획	BUY	23,000 원 ▷	BUY	24,000 원	(2025-06-26)
현대제철	BUY	32,000 원 ▷	BUY	38,000 원	(2025-06-26)
SK하이닉스	BUY	280,000 원 ▷	BUY	325,000 원	(2025-06-26)
한국항공우주	BUY	110,000 원 ▷	BUY	150,000 원	(2025-06-25)
카카오게임즈	M.PERFORM	15,000 원 ▷	BUY	22,000 원	(2025-06-23)
한화	BUY	86,000 원 ▷	BUY	108,000 원	(2025-06-19)
SK	BUY	165,000 원 ▷	BUY	223,000 원	(2025-06-16)
현대지에프홀딩스	BUY	6,600 원 ▷	BUY	8,900 원	(2025-06-16)
CJ프레시웨이	BUY	31,000 원 ▷	BUY	36,000 원	(2025-06-12)
한화	BUY	59,000 원 ▷	BUY	86,000 원	(2025-05-30)
삼성증권	BUY	59,000 원 ▷	BUY	68,000 원	(2025-05-29)
피엔에이치테크	BUY	12,000 원 ▷	M.PERFORM	5,500 원	(2025-05-28)
심텍	BUY	30,000 원 ▷	BUY	23,000 원	(2025-05-28)
두산테스나	BUY	40,000 원 ▷	BUY	32,000 원	(2025-05-28)

순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
삼성전자	120,534	한국전력	71,536
SK이터닉스	66,473	NAVER	46,486
LIG넥스원	42,556	알테오젠	17,680
현대차	37,538	현대모비스	13,814
HD현대일렉트릭	34,917	현대차	11,140

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
NAVER	-153,994	SK이터닉스	-88,231
한국전력	-94,014	카카오페이	-59,105
한화오션	-72,721	삼성전자	-48,786
두산에너빌리티	-69,874	한화오션	-39,292
두산밥캣	-37,060	현대로템	-37,254

국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	3,108.25	+0.15	+16.41
대형주	3,105.19	+0.17	+16.95
중형주	3,418.24	+0.47	+13.91
소형주	2,509.23	-0.01	+9.34
KOSDAQ	798.21	-0.34	+9.53

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	-5,676	4,436	2,594
누적순매수(D-20)	-42,295	48,794	-4,611

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	263,825	270,916	138,090

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	110.29	+3.69	+19.63
금융	681.22	+0.04	+23.77
운수장비	3,898.46	-0.94	+11.77
유통	406.95	+0.97	+7.49
음식료	4,482.30	+0.26	+5.26
의약품	15,127.16	-0.24	+1.13
전기전자	26,420.71	+1.18	+16.45
철강금속	5,688.83	-0.40	+12.13
화학	3,750.16	-0.11	+11.92
유틸리티	1,176.47	+9.43	+20.16
통신	495.78	+0.48	+6.72

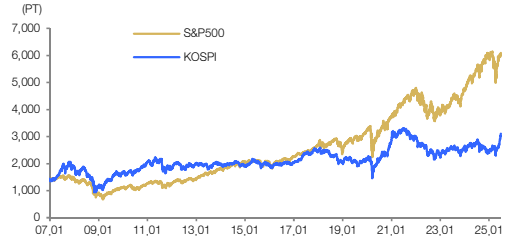
해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	6,092.16	-0.00	+3.46
NASDAQ	19,973.55	+0.31	+4.57
일본	38,942.07	+0.39	+3.23
중국	3,455.97	+1.03	+3.47
독일	23,507.95	-0.57	-2.21

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	2.46	-0.10	+14.60
국고채 (10년)	2.82	-0.30	+11.40
은행채AAA (3년)	2.74	+0.20	+15.10
미국국채 (2년)	3.78	-4.20	-20.70
미국국채 (10년)	4.29	-0.40	-18.75

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,362.40	+0.16	-1.02
원/백 엔	937.76	-0.08	-1.33
원/위안	189.84	+0.09	-0.78
달러/유로	1.17	+0.43	+3.24
위안/달러	7.18	+0.07	-0.25
엔/달러	145.28	+0.24	+0.31
Dollar Index	97.70	-0.28	-2.18

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	64.92	+0.85	+4.98
금 (usd/oz)	3,346.40	+0.37	+1.56
BDI	1,681.00	+0.42	+29.71
천연가스(NYMEX)	3.41	-3.70	+6.30

KOSPI, S&P 추이



본 조사지표는 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.

SK하이닉스 (000660)

Analyst 노근창 greg@hmsec.com
RA 윤동욱 donguk.youn@hmsec.com

성장성을 감안할 때 Valuation 재평가는 정당하다

BUY **TP 325,000원**

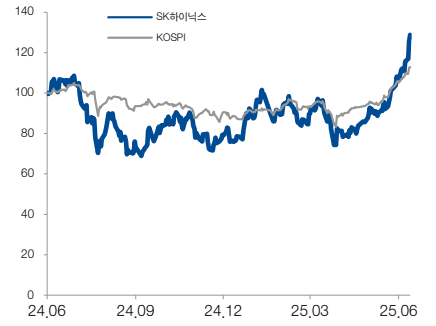
현재주가 (6/25)	286,000원
상승여력	13.6%
시가총액	208,209십억원
발행주식수	728,002천주
자본금/액면가	3,658십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	286,000원/152,800원
일평균 거래대금 (60일)	734십억원
외국인 지분율	55.59%
주요주주 지분율	
에스케이스퀘어외 7인	20.07%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	43.0	37.5	69.7
상대주가(%p)	19.3	15.7	33.3

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	46,499	44,896	280,000
After	44,395	48,373	325,000
Consensus	41,373	42,898	280,960
Cons. 차이	7.3%	12.8%	15.7%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- SK하이닉스의 6개월 목표주가를 280,000원 (25년 예상 지배주주 BPS에 Target P/B 2배 적용)에서 325,000원 (25년 예상 지배주주 BPS에 Target P/B 2.3배 적용, HBM성장성에 대한 Conviction을 가졌던 24년 2분기 P/B에 10% 할증)으로 상향하며 투자의견 매수를 유지. 동사의 **2분기 DRAM과 NAND Bit Growth**는 관세 부과 전 고객사들의 Pull In 수요에 힘입어 기존 추정치를 상회하는 **DRAM 13.7%, NAND 24.0%**를 기록할 것으로 예상. 다만, 현물가격이 급등하고 있는 DDR4와는 달리 동사의 주력 제품인 DDR5의 가격 상승 폭은 시장 기대보다는 낮을 것으로 예상되며 기존 전망을 상회하는 원화가치 상승으로 인해 **2분기 매출액은 기존 추정치와 유사한 19.9조원, 영업이익은 기존 추정치를 2.2% 하회하는 9조원**을 기록할 것으로 보임. DRAM내 HBM 비중은 2분기에도 45%대를 기록한 것으로 추정되며 하반기 HBM 비중은 NVIDIA의 B200 수요 증가에 힘입어 점진적으로 상승할 것으로 예상. **하반기에도 원화강세**가 이어질 것으로 예상됨에 따라 **2025년 영업이익 전망을 기존 대비 1.9%하향**한 38.8조원으로 변경하지만 HBM Content가 50% 증가하는 **Blackwell Ultra 효과를 감안하여 26년 영업이익 전망을 기존 대비 8.7% 상향**

주요 이슈 및 실적전망

- 우리는 계속해서 기존 CSP 이외에 1) 국가별로 LLM을 구축하고 있는 Sovereign AI, 2) GPU Resource를 CSP대비 저렴하게 공급하는 GPU as a Service 수요 증가, 3) 미국, 유럽, UAE의 Stargate Project에 힘입어 AI Server 수요가 향후 4년간 시장 예상보다 양호한 성장이 예상되며, HBM Bit의 DRAM내 비중도 시장 예상을 크게 상회할 것으로 전망하고 있음. 동사는 이에 따른 직접적인 수혜 예상

주가전망 및 Valuation

- HBM 1등 기업으로 1분기에 금액기준으로 **DRAM 1위 업체로 등극**하였고, **AI산업과 한국시장의 Valuation Multiple 상승이 동시에 반영**되고 있는 동사에 대해 Buy & Hold 전략 권고

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	32,766	-7,730	-9,112	5,943	-12,517	적전	N/A	1.9	21.1	NA	0.8
2024	66,193	23,467	19,789	36,049	27,182	흑전	6.4	1.7	3.8	31.1	1.3
2025F	88,464	38,775	32,319	57,105	44,395	63.3	6.3	2.0	3.5	36.3	0.5
2026F	107,597	43,755	35,216	65,449	48,373	9.0	5.8	1.5	2.7	29.1	0.5
2027F	126,189	51,036	40,905	74,919	56,188	16.2	5.0	1.1	2.0	25.9	0.5

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 실적 추정 변경 사항 (십억원)

		변경 후						변경 전					
		1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025F	2026F	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025F	2026F
DRAM	Bit Growth	-7.9%	13.7%	7.6%	7.2%	15.7%	17.1%	-7.9%	10.2%	13.3%	13.6%	18.2%	24.2%
	ASP변화(QoQ)	0.0%	5.4%	8.4%	6.4%	31.2%	9.3%	0.0%	9.3%	10.9%	11.7%	39.6%	14.8%
NAND	Bit Growth	-17.5%	24.0%	35.0%	25.0%	8.9%	29.8%	-17.5%	20.0%	35.0%	35.0%	8.9%	35.6%
	ASP변화(QoQ)	-20.0%	3.0%	5.0%	-2.0%	0.9%	-2.6%	-20.0%	3.5%	3.0%	-2.0%	0.1%	-3.2%
매출액		17,639	19,925	23,751	27,148	88,464	107,597	17,639	19,937	25,251	31,877	94,704	126,848
영업이익		7,440	9,007	10,522	11,806	38,775	43,755	7,440	9,208	11,593	11,302	39,544	40,241
영업이익률		42.2%	45.2%	44.3%	43.5%	43.8%	40.7%	42.2%	46.2%	45.9%	35.5%	41.8%	31.7%
세전이익		9,299	8,221	9,260	11,172	37,953	41,499	9,299	8,423	10,331	10,656	38,710	37,839
지배주주 순이익		8,107	6,904	7,832	9,477	32,319	35,216	8,107	7,073	8,738	9,039	32,957	32,111

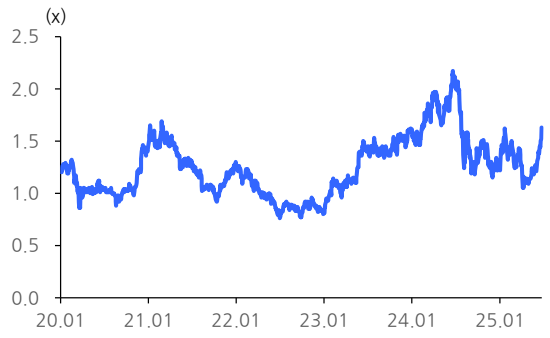
자료: SK하이닉스, 현대차증권. Solidigm 포함

〈표2〉 분기별 실적 전망 (십억원)

	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q5F	2025F
매출액 (A+B+C)	32,766	12,430	16,423	17,573	19,767	66,193	17,639	19,925	23,751	27,148	88,464
영업이익	-7,730	2,886	5,469	7,030	8,083	23,467	7,440	9,007	10,522	11,806	38,775
영업이익률	-23.6%	23.2%	33.3%	40.0%	40.9%	35.5%	42.2%	45.2%	44.3%	43.5%	43.8%
EBITDA	5,943	6,080	8,600	10,112	11,256	36,049	10,786	13,862	15,548	16,908	57,104
EBITDA Margin	18.1%	48.9%	52.4%	57.5%	56.9%	54.5%	61.1%	69.6%	65.5%	62.3%	64.6%
DRAM 부문											
매출액 (A)	20,904	7,582	10,839	12,125	14,628	45,174	13,582	15,005	17,056	19,179	64,822
Bit Growth (QoQ, YoY)	12.5%	-15.0%	20.3%	-1.7%	5.3%	16.0%	-7.9%	13.7%	7.6%	7.2%	15.7%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	-39.4%	20.2%	15.8%	16.9%	10.4%	79.0%	0.0%	5.4%	8.4%	6.4%	31.2%
영업이익	912	2,506	5,166	6,873	8,314	22,859	7,970	8,949	10,260	11,711	38,890
영업이익률	4.4%	33.0%	47.7%	56.7%	56.8%	50.6%	58.7%	59.6%	60.2%	61.1%	60.0%
NAND 부문											
매출액 (B)	9,597	4,350	5,091	4,920	4,744	19,106	3,246	4,442	6,139	7,411	21,238
Bit Growth (QoQ, YoY)	34.6%	0.0%	-1.2%	-15.0%	-5.2%	-0.4%	-17.5%	24.0%	35.0%	25.0%	8.9%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	-51.2%	30.0%	18.5%	15.2%	-5.0%	92.2%	-20.0%	3.0%	5.0%	-2.0%	0.9%
영업이익	-8,814	466	498	244	46	1,254	5	106	317	168	596
영업이익률	-91.8%	10.7%	9.8%	4.9%	1.0%	6.6%	0.2%	2.4%	5.2%	2.3%	2.8%
Others(C)											
매출액	2,265	497	493	527	395	1,912	812	478	556	559	2,404
영업이익	171	-86	-195	-87	-278	-645	-535	-48	-56	-73	-711
영업이익률	7.6%	-17.3%	-39.6%	-16.4%	-70.2%	-33.7%	-65.9%	-10.0%	-10.0%	-13.0%	-29.6%
세전 계속사업이익	-11,658	2,373	5,052	6,879	9,581	23,885	9,299	8,221	9,260	11,172	37,953
법인세	-2,520	456	932	1,126	1,575	4,088	1,191	1,317	1,427	1,694	5,629
지배주주 순이익	-9,112	1,919	4,120	5,749	8,000	19,789	8,107	6,904	7,832	9,477	32,319

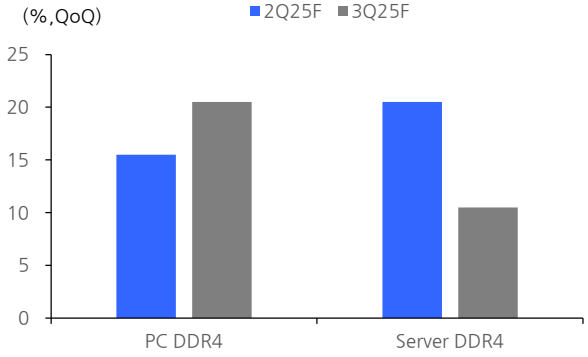
자료: SK하이닉스, 현대차증권. Solidigm 포함

<그림1> SK하이닉스 P/B Band 추이



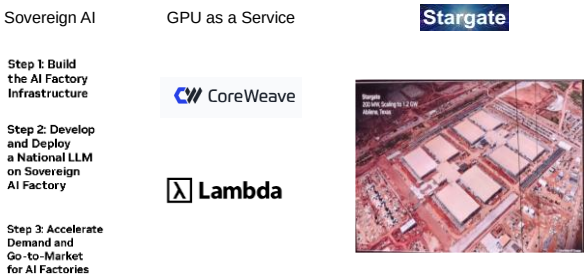
자료: 현대차증권

<그림2> 주요 DDR4 제품 QoQ 가격 변화율



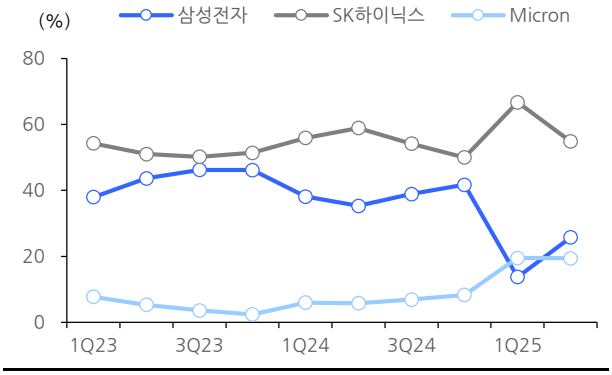
자료: Trend Force

<그림3> AI Server 신규 성장 동력



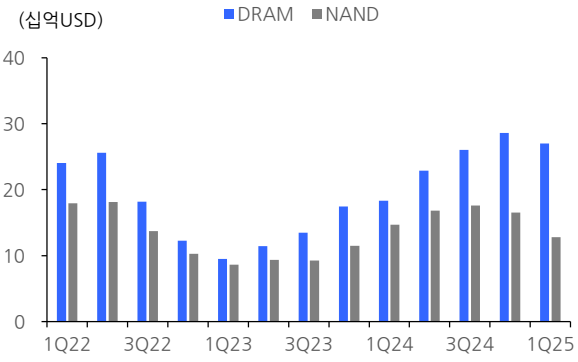
자료: 현대차증권

<그림4> HBM시장 금액 기준 점유율 추이



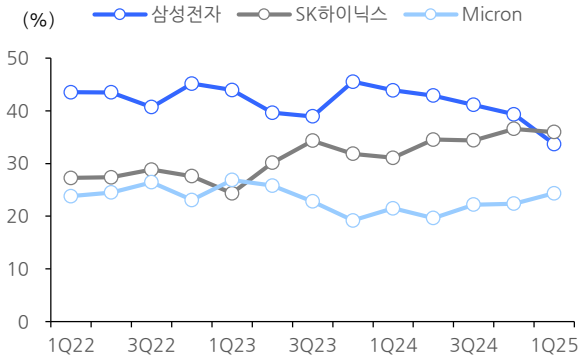
자료: Trend Force

<그림5> 메모리 반도체 시장 추이



자료: Trend Force

<그림6> DRAM시장 금액기준 점유율 추이



자료: Trend Force

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	88,464	107,597	126,189
증가율 (%)	-26.6	102.0	33.6	21.6	17.3
매출원가	33,299	34,365	36,070	47,353	55,796
매출원가율 (%)	101.6	51.9	40.8	44.0	44.2
매출총이익	-533	31,828	52,393	60,244	70,393
매출이익률 (%)	-1.6	48.1	59.2	56.0	55.8
증가율 (%)	적전	흑전	64.6	15.0	16.8
판매관리비	7,197	8,361	13,618	16,489	19,357
판관비율(%)	22.0	12.6	15.4	15.3	15.3
EBITDA	5,943	36,049	57,105	65,449	74,919
EBITDA 이익률 (%)	18.1	54.5	64.6	60.8	59.4
증가율 (%)	-71.6	506.5	58.4	14.6	14.5
영업이익	-7,730	23,467	38,775	43,755	51,036
영업이익률 (%)	-23.6	35.5	43.8	40.7	40.4
증가율 (%)	적전	흑전	65.2	12.8	16.6
영업외손익	-3,943	456	-782	-2,256	-2,810
금융수익	2,262	4,855	3,551	2,238	1,997
금융비용	6,093	5,708	4,160	4,220	4,505
기타영업외손익	-111	1,309	-173	-274	-302
종속/관계기업관련손익	15	-38	-41	0	0
세전계속사업이익	-11,658	23,885	37,953	41,499	48,226
세전계속사업이익률	-35.6	36.1	42.9	38.6	38.2
증가율 (%)	적전	흑전	58.9	9.3	16.2
법인세비용	-2,520	4,088	5,629	6,278	7,316
계속사업이익	-9,138	19,797	32,324	35,221	40,911
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9,138	19,797	32,324	35,221	40,911
당기순이익률 (%)	-27.9	29.9	36.5	32.7	32.4
증가율 (%)	적전	흑전	63.3	9.0	16.2
지배주주지분 순이익	-9,112	19,789	32,319	35,216	40,905
비지배주주지분 순이익	-25	8	4	5	6
기타포괄이익	100	1,248	8	0	0
총포괄이익	-9,037	21,044	32,332	35,221	40,911

(단위: 십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	30,468	42,279	69,487	98,656	135,724
현금성자산	7,587	11,205	23,414	48,745	77,309
단기투자자산	573	2,441	3,352	3,636	4,264
매출채권	6,600	13,019	18,198	19,738	23,148
재고자산	13,481	13,314	21,444	23,258	27,277
기타유동자산	1,366	1,731	2,377	2,578	3,024
비유동자산	69,862	77,576	89,762	97,479	106,271
유형자산	52,705	60,157	69,605	77,837	86,590
무형자산	3,835	4,019	3,189	2,387	1,787
투자자산	5,809	6,522	9,506	9,794	10,433
기타비유동자산	7,514	6,878	7,462	7,462	7,462
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	100,330	119,855	159,249	196,136	241,995
유동부채	21,008	24,965	36,154	38,445	43,519
단기차입금	4,146	1,283	2,018	2,018	2,018
매입채무	1,846	2,277	3,128	3,392	3,979
유동성장기부채	5,712	3,969	7,061	7,061	7,061
기타유동부채	9,305	17,436	23,947	25,973	30,461
비유동부채	25,819	20,974	19,117	19,528	20,439
사채	9,490	12,409	10,100	10,100	10,100
장기차입금	10,121	5,022	4,154	4,154	4,154
장기금융부채	3	6	6	6	6
기타비유동부채	6,204	3,537	4,857	5,268	6,179
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	46,826	45,940	55,271	57,973	63,958
지배주주지분	53,504	73,903	103,959	138,140	178,009
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,373	4,487	4,715	4,715	4,715
자본조정 등	-2,269	-2,192	-2,113	-2,113	-2,113
기타포괄이익누계액	1,014	2,532	2,542	2,542	2,542
이익잉여금	46,729	65,418	95,157	129,337	169,207
비지배주주지분	-1	12	18	23	29
자본총계	53,504	73,916	103,977	138,162	178,038

(단위: 십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	4,278	29,796	44,904	55,990	62,503
당기순이익	-9,138	19,797	32,324	35,221	40,911
유형자산 상각비	13,121	11,985	17,334	20,892	23,282
무형자산 상각비	553	596	995	802	600
외환손익	332	352	-252	0	0
운전자본의 감소(증가)	794	-5,600	-3,708	-1,124	-2,490
기타	-1,384	2,665	-1,788	200	200
투자활동으로인한현금흐름	-7,335	-18,005	-32,475	-29,895	-33,502
투자자산의 감소(증가)	1,682	-568	-2,997	-288	-639
유형자산의 감소	1,540	47	46	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-8,325	-15,946	-27,084	-29,123	-32,036
기타	-2,231	-1,539	-2,439	-484	-828
재무활동으로인한현금흐름	5,697	-8,704	-259	-765	-436
차입금의 증가(감소)	3,188	-7,739	736	271	600
사채의증가(감소)	2,993	2,919	-2,309	0	0
자본의 증가	36	115	228	0	0
배당금	-826	-826	-1,677	-1,036	-1,036
기타	306	-3,172	2,762	0	0
기타현금흐름	-30	530	39	0	0
현금의증가(감소)	2,610	3,618	12,209	25,330	28,565
기초현금	4,977	7,587	11,205	23,414	48,745
기말현금	7,587	11,205	23,414	48,745	77,309

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	-12,552	27,193	44,401	48,380	56,196
EPS(지배순이익 기준)	-12,517	27,182	44,395	48,373	56,188
BPS(자본총계 기준)	73,494	101,532	142,826	189,783	244,556
BPS(지배지분 기준)	73,495	101,515	142,801	189,752	244,517
DPS	1,200	2,204	1,500	1,500	1,500
P/E(당기순이익 기준)	N/A	6.4	6.3	5.8	5.0
P/E(지배순이익 기준)	N/A	6.4	6.3	5.8	5.0
P/B(자본총계 기준)	1.9	1.7	1.9	1.5	1.1
P/B(지배지분 기준)	1.9	1.7	2.0	1.5	1.1
EV/EBITDA(Reported)	21.1	3.8	3.5	2.7	2.0
배당수익률	0.8	1.3	0.5	0.5	0.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적전	흑전	63.3	9.0	16.2
EPS(지배순이익 기준)	적전	흑전	63.3	9.0	16.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-15.6	31.1	36.3	29.1	25.9
ROE(지배순이익 기준)	-15.6	31.1	36.3	29.1	25.9
ROA	-8.9	18.0	23.2	19.8	18.7
안정성 (%)					
부채비율	87.5	62.2	53.2	42.0	35.9
순차입금비율	42.2	14.6	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	NA	17.4	36.8	40.4	46.2

** K-IFRS 연결기준*

현대제철 (004020)

2분기 흑자 전환 예상

Analyst 박현욱 hwpark@hmsec.com

BUY **TP 38,000원**

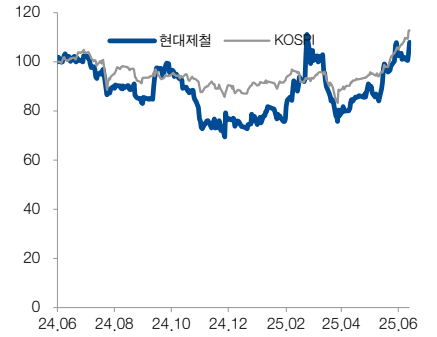
현재주가 (6/25)	30,950원
상승여력	22.8%
시가총액	4,130십억원
발행주식수	133,446천주
자본금/액면가	667십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	31,850원/19,900원
일평균 거래대금 (60일)	13십억원
외국인 지분율	18.10%
주요주주 지분율	
기아외6인	35.96%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	28.4	12.8	42.6
상대주가(%p)	7.1	-5.1	12.0

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	1,054	1,853	32,000
After	452	1,542	38,000
Consensus	1,104	3,175	38,947
Cons. 차이	-59.1%	-51.4%	-2.4%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 25년 2분기 영업이익 910억원으로 예상하며 당사 추정치는 컨센서스 대비 낮음
- 투자의견 BUY를 유지함. 그 이유는 1) 2분기 흑자로 전환할 것으로 기대되는데 이어 하반기 실적도 완만하지만 개선될 것으로 예상되고, 2) 향후 중국의 철강 감산과 구조 조정이 진행되면서 중국발 공급과잉은 완화될 것이며, 3) 최근 주가 상승에도 여전히 P/B는 역사적 밴드의 하단에 있기 때문. 목표주가 38,000원 제시(기존 32,000원)

주요이슈 및 실적전망

- 25년 2분기 연결 매출액 5조 6,250억원, 영업이익 910억원, 세전이익 310억원으로 영업이익은 전년동기 대비 -7%, 전분기 대비 흑자전환 예상. 별도 영업이익 610억원 예상되며 전년동기 대비 +33%, 전분기 대비 흑자전환 예상
- 2분기 흑자 전환은 1분기에 반영되었던 당진 냉연공장 파업 등의 일회성 이슈들이 해소될 것으로 예상되기 때문
- 국내외 철강 업황은 2분기에도 여전히 부진. 중국 철강 가격은 연초대비 하락하여 톤당 400달러 중반에서 횡보. 미국 철강 가격은 관세 인상 효과로 단기적으로는 반등하지만 수요가 뒷받침이 안되는 상황에서 하반기 중 다시 약세를 시현할 것으로 전망
- 다만 하반기 중국 철강 감산이 지속되고 수출량 감소로 이어지면 가격에 있어서 국내 철강업체들의 입지가 나아지면서 실적이 개선될 것으로 예상. 5월 중국의 조강생산량은 전년동월 대비 7% 감소하여 올해 들어 처음으로 생산량이 줄었으나 수출량은 전년동월 대비 10% 증가하여 작년에 이어 사상 최대 수준을 기록하고 있음

주가전망 및 Valuation

- 동사 주가는 4월 초 2만원 초반에서 6월 3만원 초반으로 상승하였음. 2분기 실적 호전 예상과 중국의 철강 감산 기대, 지수 상승에 따른 순환매 등이 복합적으로 작용하였기 때문. 최근 주가 상승에도 현재 주가는 P/B 0.2배 초반에 불과하여 여전히 낮은 수준임. 목표주가는 지속가능한 ROE를 고려한 적정 P/B 0.27배를 적용하여 산출

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	25,915	798	461	2,441	3,456	-54.7	10.6	0.3	5.2	2.4	2.7
2024	23,226	159	-12	1,870	-87	적전	NA	0.1	5.8	NA	3.6
2025F	22,578	311	60	2,037	452	흑전	65.4	0.2	5.9	0.3	2.5
2026F	23,410	486	206	2,209	1,542	241.2	19.2	0.2	5.4	1.1	2.5
2027F	23,878	530	244	2,255	1,826	18.4	16.2	0.2	5.2	1.3	2.5

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 현대제철 2025년 2분기 별도 예상 실적 (단위: 십억원)

	분기실적			증감률		컨센서스	
	2Q24	1Q25	2Q25F	(YoY)	(QoQ)	2Q25F	대비
매출액	4,852	4,290	4,351	-10%	1%	4,638	-6%
영업이익	46	-56	61	33%	흑전	80	-24%
세전이익	18	-62	30	67%	흑전	42	-28%
당기순이익	5	-38	23	360%	흑전	22	5%

자료: 현대차증권

〈표2〉 현대제철 2025년 2분기 연결 예상 실적 (단위: 십억원)

	분기실적			증감률		컨센서스	
	2Q24	1Q25	2Q25F	(YoY)	(QoQ)	2Q25F	대비
매출액	6,041	5,563	5,625	-7%	1%	5,874	-4%
영업이익	98	-19	91	-7%	흑전	117	-22%
세전이익	55	-67	31	-44%	흑전	63	-51%
당기순이익	1	-54	23	2200%	흑전	45	-48%

자료: 현대차증권

〈표3〉 현대제철 분기 별도 실적 추이 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	4,819	4,852	4,463	4,483	4,290	4,351	4,288	4,554	18,618	17,483	18,316
영업이익	89	46	32	-152	-56	61	73	108	15	186	365
세전이익	88	18	-75	-186	-62	30	48	78	-156	93	265
당기순이익	102	5	-62	-110	-38	23	37	59	-65	81	203
영업이익률	2%	1%	1%	-3%	-1%	1%	2%	2%	0%	1%	2%
세전이익률	2%	0%	-2%	-4%	-1%	1%	1%	2%	-1%	1%	1%
순이익률	2%	0%	-1%	-2%	-1%	1%	1%	1%	0%	0%	1%

자료: 현대차증권

〈표4〉 현대제철 분기 연결 실적 추이 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	5,948	6,041	5,624	5,613	5,563	5,625	5,561	5,828	23,226	22,578	23,410
영업이익	56	98	52	-46	-19	91	101	138	159	311	486
세전이익	8	55	-56	-66	-67	31	46	78	-59	87	275
당기순이익	32	1	-16	-9	-54	23	35	59	9	62	208
영업이익률	1%	2%	1%	-1%	0%	2%	2%	2%	1%	1%	2%
세전이익률	0%	1%	-1%	-1%	-1%	1%	1%	1%	0%	0%	1%
순이익률	1%	0%	0%	0%	-1%	0%	1%	1%	0%	0%	1%

자료: 현대차증권

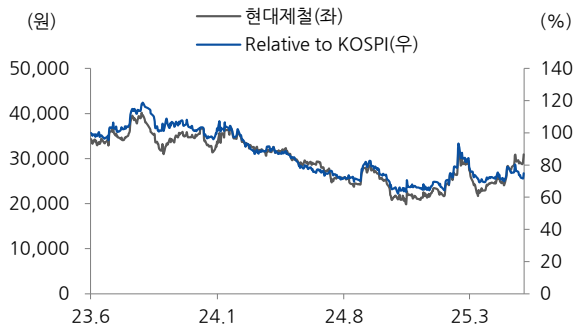
〈표5〉 현대제철 별도 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 후		변경 전		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	17,483	18,316	18,489	19,279	-5%	-5%
영업이익	186	365	251	284	-26%	28%
세전이익	93	265	76	124	22%	114%
당기순이익	81	203	58	94	40%	115%

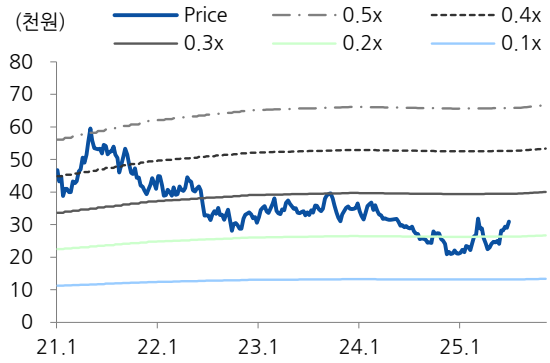
자료: 현대차증권

〈그림1〉 현대제철 주가 추이



자료: 현대차증권

〈그림2〉 현대제철 P/B 밴드 추이



자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	25,915	23,226	22,578	23,410	23,878
증가율 (%)	-5.2	-10.4	-2.8	3.7	2.0
매출원가	23,782	21,832	21,029	21,650	22,048
매출원가율 (%)	91.8	94.0	93.1	92.5	92.3
매출총이익	2,132	1,394	1,548	1,760	1,830
매출이익률 (%)	8.2	6.0	6.9	7.5	7.7
증가율 (%)	-24.8	-34.6	11.0	13.7	4.0
판매관리비	1,334	1,234	1,237	1,274	1,300
판관비율(%)	5.1	5.3	5.5	5.4	5.4
EBITDA	2,441	1,870	2,037	2,209	2,255
EBITDA 이익률 (%)	9.4	8.1	9.0	9.4	9.4
증가율 (%)	-23.8	-23.4	8.9	8.4	2.1
영업이익	798	159	311	486	530
영업이익률 (%)	3.1	0.7	1.4	2.1	2.2
증가율 (%)	-50.6	-80.1	95.6	56.3	9.1
영업외손익	-272	-231	-228	-214	-208
금융수익	372	384	407	415	422
금융비용	651	664	649	639	640
기타영업외손익	7	49	14	10	10
종속/관계기업관련손익	5	12	4	4	4
세전계속사업이익	532	-59	87	275	326
세전계속사업이익률	2.1	-0.3	0.4	1.2	1.4
증가율 (%)	-60.6	적전	흑전	216.1	18.5
법인세비용	89	-68	25	67	79
계속사업이익	443	9	62	208	247
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	443	9	62	208	247
당기순이익률 (%)	1.7	0.0	0.3	0.9	1.0
증가율 (%)	-57.3	-98.0	588.9	235.5	18.8
지배주주지분 순이익	461	-12	60	206	244
비지배주주지분 순이익	-18	20	2	2	3
기타포괄이익	57	-40	126	0	0
총포괄이익	500	-31	188	208	247

(단위: 십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	11,954	11,460	12,416	12,833	13,229
현금성자산	1,386	1,296	1,484	1,602	1,738
단기투자자산	813	1,015	1,028	1,066	1,091
매출채권	2,929	2,524	2,722	2,822	2,887
재고자산	6,279	6,291	6,856	7,006	7,168
기타유동자산	250	335	326	338	346
비유동자산	23,265	23,284	22,814	22,718	22,609
유형자산	18,250	18,431	17,961	17,921	17,875
무형자산	1,438	1,402	1,316	1,228	1,144
투자자산	2,200	2,292	2,458	2,490	2,511
기타비유동자산	1,377	1,159	1,079	1,079	1,079
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	35,219	34,744	35,230	35,552	35,838
유동부채	7,984	7,699	8,048	8,205	8,308
단기차입금	1,289	1,216	1,492	1,492	1,492
매입채무	1,330	1,467	1,523	1,579	1,616
유동성장기부채	2,552	2,364	994	994	994
기타유동부채	2,813	2,652	4,039	4,140	4,206
비유동부채	7,739	7,711	7,858	7,913	7,949
사채	3,207	2,775	2,769	2,769	2,769
장기차입금	2,635	3,383	3,491	3,491	3,491
장기금융부채	126	111	101	101	101
기타비유동부채	1,771	1,442	1,497	1,552	1,588
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	15,723	15,410	15,906	16,118	16,257
지배주주지분	19,100	18,919	18,908	19,014	19,160
자본금	667	667	667	667	667
자본잉여금	3,906	3,905	3,905	3,905	3,905
자본조정 등	-112	-112	-112	-112	-112
기타포괄이익누계액	1,000	1,059	1,186	1,186	1,186
이익잉여금	13,639	13,400	13,262	13,369	13,514
비지배주주지분	396	415	416	419	421
자본총계	19,496	19,334	19,324	19,433	19,581

(단위: 십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	1,948	1,777	1,699	1,878	1,873
당기순이익	443	9	62	208	247
유형자산 상각비	1,555	1,621	1,636	1,635	1,641
무형자산 상각비	87	90	90	88	84
외환손익	8	7	3	-0	-0
운전자본의 감소(증가)	304	276	-22	-53	-99
기타	-449	-226	-70	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-132	-1,503	-1,712	-1,665	-1,641
투자자산의 감소(증가)	-74	-90	-69	-32	-21
유형자산의 감소	24	22	9	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-824	-1,672	-1,653	-1,595	-1,595
기타	742	237	1	-38	-25
재무활동으로인한현금흐름	-2,121	-354	197	-95	-96
차입금의 증가(감소)	-1,006	732	98	0	0
사채의증가(감소)	-589	-432	1,278	0	0
자본의 증가	0	-1	0	0	0
배당금	-132	-132	-99	-99	-99
기타	-394	-521	-1,080	4	3
기타현금흐름	-8	-10	5	0	0
현금의증가(감소)	-313	-90	188	118	136
기초현금	1,699	1,386	1,296	1,484	1,602
기말현금	1,386	1,296	1,484	1,602	1,738

(단위: 원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	3,320	66	468	1,561	1,848
EPS(지배순이익 기준)	3,456	-87	452	1,542	1,826
BPS(자본총계 기준)	146,097	144,880	144,806	145,627	146,736
BPS(지배지분 기준)	143,130	141,768	141,688	142,491	143,578
DPS	1,000	750	750	750	750
P/E(당기순이익 기준)	11.0	318.7	63.2	18.9	16.0
P/E(지배순이익 기준)	10.6	-241.7	65.4	19.2	16.2
P/B(자본총계 기준)	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
P/B(지배지분 기준)	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(Reported)	5.2	5.8	5.9	5.4	5.2
배당수익률	2.7	3.6	2.5	2.5	2.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-57.3	-98.0	608.4	233.6	18.4
EPS(지배순이익 기준)	-54.7	적전	흑전	241.2	18.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	2.3	0.0	0.3	1.1	1.3
ROE(지배순이익 기준)	2.4	-0.1	0.3	1.1	1.3
ROA	1.2	0.0	0.2	0.6	0.7
안정성 (%)					
부채비율	80.6	79.7	82.3	82.9	83.0
순차입금비율	38.1	39.5	39.9	38.9	37.8
이자보상배율	1.9	0.4	0.8	1.3	1.4

** K-IFRS 연결 기준*

제일기획 (030000)

Analyst 김현용 hykim@hmsec.com

실적은 쾌청, 남은 것은 시장의 평가

BUY **TP 24,000원**

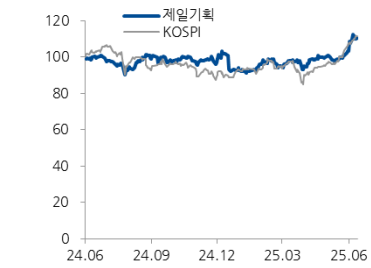
현재주가 (6/25)	20,300원
상승여력	18.2%
시가총액	2,335십억원
발행주식수	115,041천주
자본금/액면가	23십억원/200원
52주 최고가/최저가	20,700원/16,600원
일평균 거래대금 (60일)	4십억원
외국인 지분율	24.04%
주요주주 지분율	
삼성전자외5인	28.55%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	13.0	12.9	8.5
상대주가(%p)	-2.8	-1.0	-12.1

※ K-IFRS XX 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	1,916	2,104	23,000
After	1,837	2,173	24,000
Consensus	1,927	2,150	24,636
Cons. 차이	-4.7%	1.1%	-2.6%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

2 분기 영업이익 585 억원으로 시장 기대치 부합

-동사 2분기 매출총이익은 4,820억원(YoY +6.3%), OP는 924억원(YoY +4.8%)으로 시장 기대치(OP 940억원)에 거의 부합하는 양호한 실적을 전망함. 국내 GP 성장률은 YoY +5.8%로 예상하는데, 이는 신정부 정책 효과는 기대되나 아직 소비 회복 및 마케팅 예산 증가가 포착되지 않은 점에 기인. 해외 GP 성장률은 YoY +6.5%를 기대하는데 중국의 부진이(2Q25F YoY -6%) 이어지는 가운데 미국 고성장(2Q25F YoY +28%)이 전체를 성장으로 견인할 전망. 영업이익은 인력 증가 및 아이리스 효율화 비용(일회성, 2Q25 및 3Q25 발생)에도 경비 효율화 지속되며 YoY +4.8% 증익을 달성할 것

상반기까지 탑라인은 가이던스 대폭 상회했으나, 마진은 소폭 하회 중

-동사 2025년 실적 가이던스는 매출총이익 YoY +5% 이상, 영업이익률 전년비(2024년 18.6%) 개선으로 제시된 바 있음. 상반기까지 살펴보면 탑라인은 YoY +8.5%로 예상되어 가이던스를 3.5%p 상회할 전망이나, 마진은 OPM 16.5%로 전년동기대비 0.4%p 하회로 예상됨. 당사의 2025년 실적 전망치는 매출총이익 18,695억원(YoY +8.2%), 영업이익 3,452억원(YoY +7.6%), 영업이익률 18.5%(YoY -0.1%p)를 제시

목표주가 24,000 원으로 상향 조정

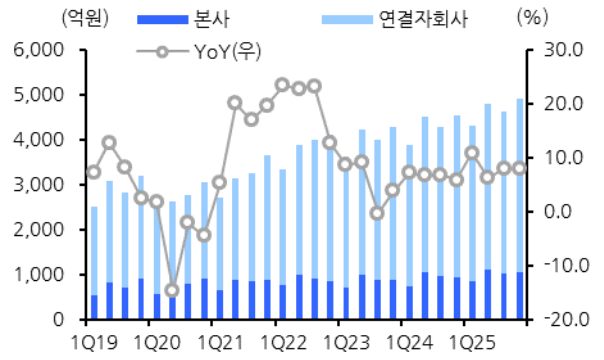
-동사 투자의견을 매수로 유지하고 목표주가는 24,000원으로 4% 상향 조정함. 목표주가는 2026년 예상 EPS에 Target P/E 11배를 적용하여 산정. 동사 디레이팅 해소 조건은 해외, 비계열을 중심으로 국내 광고 경기에 구애되지 않고 10% 수준의 성장률을 지속하는 것. 탑라인 성장률이 2023년 -1.2%에서 2024년 4.3%, 2025년 7.6%로 가파르게 회복되고 있는 점은 긍정적으로 판단

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	4,138	308	187	383	1,628	-3.3	11.7	1.7	4.1	15.0	5.8
2024	4,344	321	208	398	1,804	10.8	9.4	1.3	2.9	15.1	7.3
2025F	4,510	345	211	453	1,837	1.8	11.1	1.6	3.4	14.6	6.2
2026F	4,660	376	250	422	2,173	18.3	9.4	1.5	3.2	16.6	6.5
2027F	4,847	401	285	426	2,481	14.2	8.2	1.4	2.8	17.4	6.5

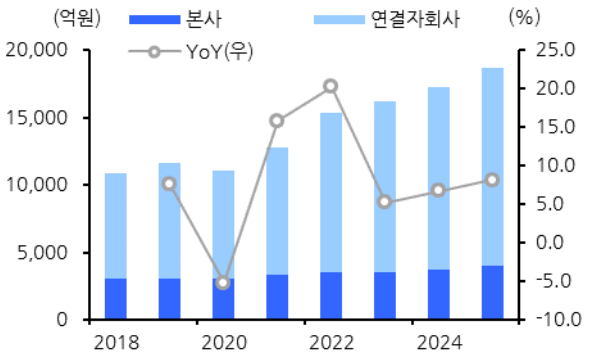
* K-IFRS 연결 기준

<그림1> 분기별 매출총이익 전망



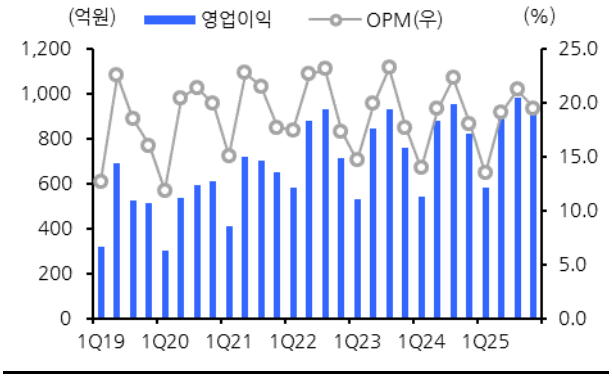
자료 : 제일기획, 현대차증권

<그림2> 연간 매출총이익 전망



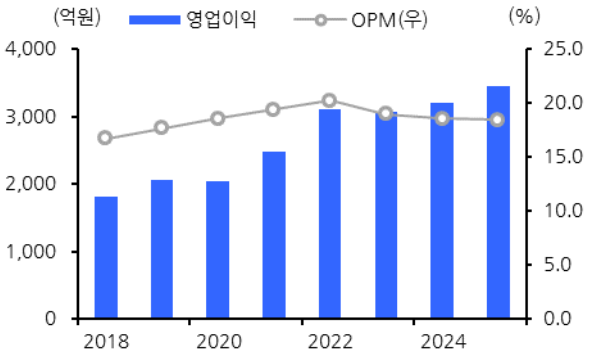
자료 : 제일기획, 현대차증권

<그림3> 분기별 영업이익 & 영업이익률 전망



자료 : 제일기획, 현대차증권

<그림4> 연간 영업이익 & 영업이익률 전망



자료 : 제일기획, 현대차증권

<표1> 제일기획 실적 전망 상세 내역 (단위: 억원, %)

항목	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024	2025F
매출총이익	**3,641**	**4,247**	**4,009**	**4,292**	**3,907**	**4,534**	**4,285**	**4,548**	**4,335**	**4,820**	**4,631**	**4,909**	**15,383**	**16,189**	**17,275**	**18,695**
본사	713	1,015	880	883	757	1,058	968	952	859	1,119	1,031	1,049	3,535	3,491	3,735	4,058
연결자회사	2,928	3,232	3,129	3,409	3,150	3,476	3,317	3,596	3,476	3,701	3,600	3,860	11,849	12,698	13,539	14,637
% YoY	**8.7**	**9.3**	**-0.3**	**3.9**	**7.3**	**6.8**	**6.9**	**6.0**	**11.0**	**6.3**	**8.1**	**7.9**	**20.2**	**5.2**	**6.7**	**8.3**
본사	-6.3	1.3	-4.3	3.6	6.2	4.2	10.0	7.8	13.5	5.8	6.5	10.2	7.3	-1.2	7.0	8.6
연결자회사	13.1	12.1	0.9	4.0	7.6	7.6	6.0	5.5	10.3	6.5	8.5	7.4	24.7	7.2	6.6	8.1
판관비	**3,107**	**3,400**	**3,075**	**3,532**	**3,362**	**3,652**	**3,329**	**3,724**	**3,750**	**3,896**	**3,646**	**3,951**	**12,269**	**13,114**	**14,067**	**15,243**
인건비	2,241	2,449	2,182	2,447	2,458	2,644	2,446	2,699	2,776	2,901	2,703	2,915	8,662	9,319	10,247	11,295
경비	866	951	893	1,085	904	1,008	883	1,025	974	995	943	1,036	3,608	3,795	3,820	3,948
영업이익	**534**	**847**	**934**	**760**	**545**	**882**	**956**	**824**	**585**	**924**	**985**	**958**	**3,114**	**3,075**	**3,207**	**3,452**
% YoY	-8.7	-3.8	0.3	5.8	2.0	4.2	2.4	8.4	7.3	4.8	3.0	16.3	25.4	-1.2	4.3	7.6
OPM(%)	**14.7**	**19.9**	**23.3**	**17.7**	**13.9**	**19.5**	**22.3**	**18.1**	**13.5**	**19.2**	**21.3**	**19.5**	**20.2**	**19.0**	**18.6**	**18.5**
매출총이익 비중(%)																
본사	19.6	23.9	22.0	20.6	19.4	23.3	22.6	20.9	19.8	23.2	22.3	21.4	23.0	21.6	21.6	21.7
해외	80.4	76.1	78.0	79.4	80.6	76.7	77.4	79.1	80.2	76.8	77.7	78.6	77.0	78.4	78.4	78.3

자료 : 제일기획, 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**4,138**	**4,344**	**4,510**	**4,660**	**4,847**
증가율 (%)	-2.7	5.0	3.8	3.3	4.0
매출원가	**2,519**	**2,617**	**2,641**	**2,683**	**2,734**
매출원가율 (%)	60.9	60.2	58.6	57.6	56.4
매출총이익	**1,619**	**1,727**	**1,869**	**1,977**	**2,113**
매출이익률 (%)	39.1	39.8	41.4	42.4	43.6
증가율 (%)	5.2	6.7	8.2	5.8	6.9
판매관리비	**1,311**	**1,407**	**1,524**	**1,601**	**1,712**
판관비율(%)	31.7	32.4	33.8	34.4	35.3
EBITDA	**383**	**398**	**453**	**422**	**426**
EBITDA 이익률 (%)	9.2	9.2	10.1	9.1	8.8
증가율 (%)	-0.6	4.0	14.0	-6.8	0.9
영업이익	**308**	**321**	**345**	**376**	**401**
영업이익률 (%)	7.4	7.4	7.7	8.1	8.3
증가율 (%)	-1.2	4.3	7.6	8.9	6.6
영업외손익	**-23**	**-9**	**-37**	**-13**	**14**
금융수익	51	63	34	28	33
금융비용	47	44	21	12	12
기타영업외손익	-27	-28	-50	-29	-7
종속/관계기업관련손익	1	1	0	0	0
세전계속사업이익	**285**	**313**	**308**	**363**	**414**
세전계속사업이익률	6.9	7.2	6.8	7.8	8.5
증가율 (%)	-5.2	10.1	-1.8	17.9	14.2
법인세비용	95	105	99	116	132
계속사업이익	190	208	209	247	282
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**190**	**208**	**209**	**247**	**282**
당기순이익률 (%)	4.6	4.8	4.6	5.3	5.8
증가율 (%)	-2.9	9.6	0.4	18.3	14.2
지배주주지분 순이익	187	208	211	250	285
비지배주주지분 순이익	3	1	-2	-3	-3
기타포괄이익	4	78	22	0	0
총포괄이익	194	286	231	247	282

(단위: 십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**2,372**	**2,724**	**2,851**	**3,045**	**3,248**
현금성자산	607	705	739	901	1,072
단기투자자산	94	146	153	155	157
매출채권	1,474	1,642	1,718	1,744	1,770
재고자산	53	61	63	64	65
기타유동자산	144	170	178	181	183
비유동자산	**517**	**583**	**544**	**499**	**474**
유형자산	85	92	29	6	1
무형자산	130	216	193	169	148
투자자산	100	108	81	81	82
기타비유동자산	202	166	242	242	242
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	**2,890**	**3,307**	**3,395**	**3,544**	**3,722**
유동부채	**1,375**	**1,565**	**1,639**	**1,664**	**1,689**
단기차입금	0	4	6	6	6
매입채무	605	678	709	720	731
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	770	883	923	937	951
비유동부채	**217**	**268**	**300**	**305**	**309**
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	20	20	20
기타비유동부채	217	268	280	284	289
기타금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**1,592**	**1,833**	**1,939**	**1,968**	**1,998**
지배주주지분	1,287	1,458	1,442	1,564	1,716
자본금	23	23	23	23	23
자본잉여금	124	124	124	124	124
자본조정 등	-348	-348	-348	-348	-348
기타포괄이익누계액	-16	72	93	93	93
이익잉여금	1,503	1,587	1,549	1,672	1,823
비지배주주지분	**11**	**16**	**14**	**12**	**9**
자본총계	**1,298**	**1,474**	**1,456**	**1,575**	**1,724**

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**267**	**346**	**301**	**293**	**307**
당기순이익	190	208	209	247	282
유형자산 상각비	66	67	85	23	5
무형자산 상각비	9	10	23	24	21
외환손익	4	-2	-3	0	0
운전자본의 감소(증가)	-59	-5	-31	-1	-1
기타	57	68	17	0	0
투자활동으로인한현금흐름	**-7**	**-78**	**18**	**-3**	**-3**
투자자산의 감소(증가)	-3	0	36	-1	-1
유형자산의 감소	1	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-22	-26	-8	0	0
기타	17	-52	-10	-2	-2
재무활동으로인한현금흐름	**-192**	**-170**	**-286**	**-127**	**-133**
차입금의 증가(감소)	-16	-8	25	1	1
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-117	-113	-125	-128	-134
기타	-59	-50	-186	0	0
기타현금흐름	**-1**	**0**	**1**	**0**	**0**
현금의증가(감소)	**66**	**98**	**34**	**163**	**171**
기초현금	541	607	705	739	901
기말현금	607	705	739	901	1,072

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	1,653	1,811	1,818	2,150	2,455
EPS(지배순이익 기준)	1,628	1,804	1,837	2,173	2,481
BPS(자본총계 기준)	11,281	12,813	12,654	13,695	14,988
BPS(지배지분 기준)	11,183	12,674	12,531	13,594	14,913
DPS	1,110	1,230	1,260	1,320	1,320
P/E(당기순이익 기준)	11.5	9.4	11.2	9.5	8.3
P/E(지배순이익 기준)	11.7	9.4	11.1	9.4	8.2
P/B(자본총계 기준)	1.7	1.3	1.6	1.5	1.4
P/B(지배지분 기준)	1.7	1.3	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA(Reported)	4.1	2.9	3.4	3.2	2.8
배당수익률	5.8	7.3	6.2	6.5	6.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-2.9	9.6	0.4	18.3	14.2
EPS(지배순이익 기준)	-3.3	10.8	1.8	18.3	14.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	15.1	15.0	14.3	16.3	17.1
ROE(지배순이익 기준)	15.0	15.1	14.6	16.6	17.4
ROA	6.7	6.7	6.2	7.1	7.8
안정성 (%)					
부채비율	122.7	124.3	133.2	124.9	115.9
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	28.2	32.7	30.2	31.3	32.5

** K-IFRS 연결기준*

China Issue

트럼프의 SNS, 관세전쟁 해법의 힌트

Analyst 여태경 Tk.yeo@hmsec.com

미국의 대이란 제재와 중국의 이란 관계에서의 이익

-미국의 대이란 규제는 1979년 이란의 이슬람혁명 발생 및 테헤란 주재 미국 대사관 인질 사건이 후 시작되었고, 이란의 석유 수출에 대한 규제는 로널드 레이건, 빌 클린턴 정부등을 통해 강화된 후 트럼프1.0 시기 2019년 모든 국가 및 기업에 세컨더리 제재를 통해 전면 금수조치 됨

-중국은 이란과 정상 외교 관계를 유지하며 미국의 대이란 독자 제재를 국제법상 정당하지 않다며 수입을 지속하고 있고, 달러 사용을 피하기 위해 위안화 결제 또는 물자/기술로 교환방식 구매

-중국은 미국이 규제하는 이란과 관계를 유지함으로써 1)낮은 가격에 원유 수입이 가능하고, 2)에너지 안보 리스크를 분산할 수 있고, 3)중동에서의 일대일로 및 무기 수출 등 전략적 이익을 얻음

-만약, 이번 이스라엘과 이란 분쟁에 미국의 참여가 심화되고 호르무즈 해협이 봉쇄되거나 또는 이란의 현 정권이 붕괴될 경우 사실상 가장 큰 피해국은 중국일 수밖에 없었음

트럼프 say, 중국은 이란의 석유를 계속 구입할 수 있다

-6/24 트럼프 대통령이 이-이 휴전에 대한 강조와 더불어 중국이 이란의 석유를 계속해서 구입할 수 있다고 언급한 의미는 1)중동의 전쟁에 미국의 군사 자원이 더 이상 개입되길 원치 않음, 2)중국의 희토류 수출 규제에 대응할 수 있는 에너지 주도권이 미국에 있음을 확인시켰음, 3)미·중 관세전쟁의 해법은 중국이 미국산 석유 및 LNG 등 에너지 수입을 확대해 무역수지 격차를 축소하는 것이 방법이라는 메시지를 전달한 것으로 이해할 수 있음

-또한, 트럼프 정부는 기존의 입장과 동일하게 이란이 핵무기 개발을 포기하고 미국 주도의 협상에 임할 수 있는 기회를 제공한 것으로 볼 수 있음

-미국이 개입한 이스라엘-이란간 무력 분쟁에 공개적으로 이란을 지원하기 어려운 중국 입장에서는 트럼프의 코멘트를 통해 이란의 피해가 현재 수준으로 제한된다는 점만으로도 안도할 수 상황

중국의 대외 불확실성 완화는 증시 상승으로 반응

-트럼프 대통령의 SNS가 미·중 관세전쟁이 단기간, 쉽게 해결될 것으로 예상하긴 어렵지만, 트럼프 2.0은 바이든 정부와는 달리 중국과 협상이 우선이라는 의지를 확인시켜줬다는 점에서 중국 경제/증시에는 긍정적 이슈

-향후 미·중 무역협상에서 금융시장의 개방과 같이 중국 정부가 허용하기 난감한 내용이 아닌, 탄소중립을 완성하기 전까지는 무조건 수입할 수밖에 없는 원유나 LNG 등 에너지의 미국산 비중을 확대할 경우 협상을 진전시킬 수 있는 카드라는 점은 트럼프의 코멘트를 통해 분명해진 셈

-이스라엘-이란 무력 분쟁을 통해 재무장이 필요한 이란 입장에서는 러-우 전쟁 진행 중인 러시아보다 중국산 장비로 재무장을 추진할 가능성이 높아진 점은 중국 방산산업에 호재가 될 것

-6/25 중국 증시는 스테이블 코인 라이선스 이슈로 증권주가 강세를 보인 것 외에 지수 전체가 1%이상 상승했으며, 방산섹터도 상승률 상위를 기록하며 대외 불확실성 완화 및 호재에 반응함

〈표1〉미국의 과거 對이란 주요 규제 정리

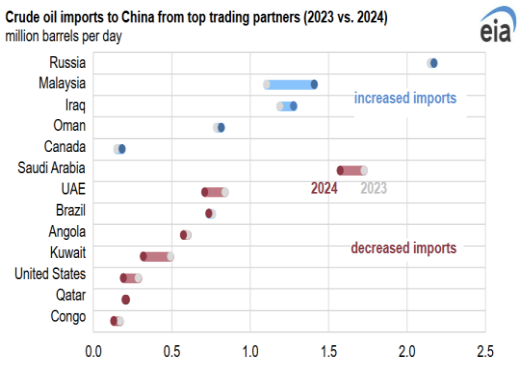
연도	미국 대통령	계기/명분	규제 내용
1979	지미 카터	이슬람 혁명 및 미국 대사관 점거	미국내 이란의 자산 120억$ 동결
1984	로널드 레이건	이란의 헤즈볼라 등 테러단체 지원, 베이루트 테러 혐의	이란을 테러지원국으로 지정, 무기수출 금지, 외국은행 이란 대출 금지
1987		이란-이라크 전쟁 중 걸프 해상 공격으로 유조선 위협	이란산 원유 수입 금지
1995	빌 클린턴	이란의 석유 가스 산업 투자 유치 확대 저지 목적	미국 기업의 이란 투자 · 무역 전면 금지
1996		이란의 핵 개발 의혹 및 테러 지원 지속	이란-리비아 제재법으로 이란, 리비아 원유 및 가스개발 외국 투자 봉쇄
2006	조지W 부시	이란의 우라늄 농축 활동 확대	UN안보리 제재, 미국은 단독 금융 제재
2010	버락 오바마	핵 협상 결렬	포괄적 이란 제재법으로 이란 금융, 에너지 부문 대규모 제재
2012		국방수권법(NDAA)	외국 금융기관 · 수입국 대상 세컨더리 제재 본격화(한국, 일본 예외 인정)
2015		이란의 핵 개발 제한에 합의(JCPOA)	이란 핵합의(JCPOA)체결로 경제 제재 일부 해제
2018	트럼프	오바마의 JCPOA를 불환전한 합의로 비난하며 탈퇴 후 압박 극대화	이란산 원유 수입 전면 금지 및 세컨더리 제재(단기적 유예국가 제외)
2019			모든 이란산 원유 수입에 대한 예외 종료 → 전면 금수
2021	바이든	이란과 핵합의(JCPOA) 복원 시도, 협상은 지지부진	기존 제재 유지, 2025년 중국행 석유 수출 회피 네트워크 제재

자료: 언론보도, 현대차증권

〈그림1〉 6/24 트럼프 대통령의 TRUTH SOCIAL

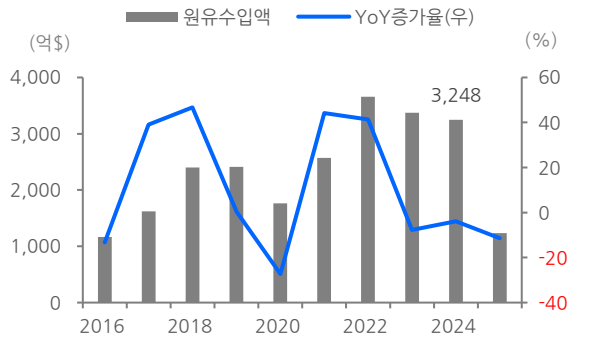
자료: TRUTH, 현대차증권

〈그림2〉 중국 2023 vs 2024 Crude Oil 수입 상위국



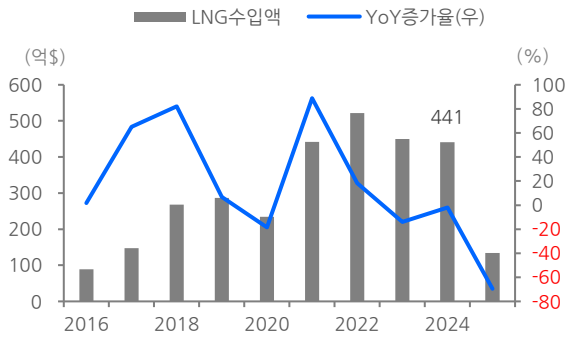
자료: EIA, 해관총서, 현대차증권

〈그림3〉 중국 연간 원유수입액 규모 및 YoY증감율



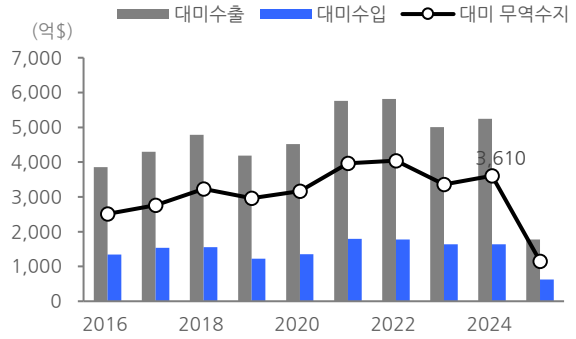
자료: Wind, 해관총서, 현대차증권 / 주: 2025년은 5월까지 누적 기준

〈그림4〉 중국 연간 LNG수입액 규모 및 YoY증감율



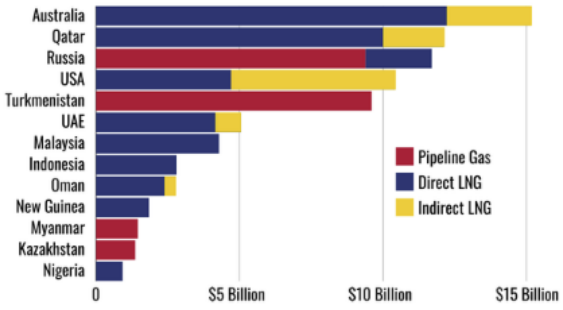
자료: Wind, 해관총서, 현대차증권 / 주: 2025년은 5월까지 누적 기준

〈그림5〉 중국의 대미 수출/입 및 무역수지 연간 추이



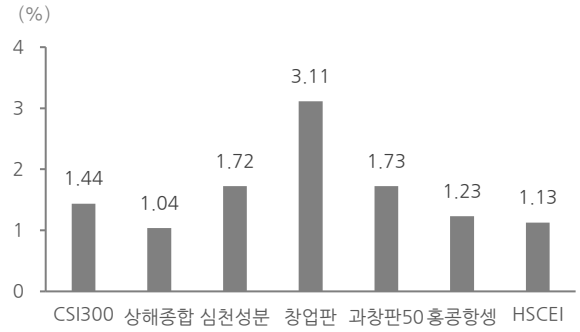
자료: Wind, 해관총서, 현대차증권 / 주: 2025년은 5월까지 누적 기준

〈그림6〉 2023년 기준 중국의 천연가스 수입 주요 국가



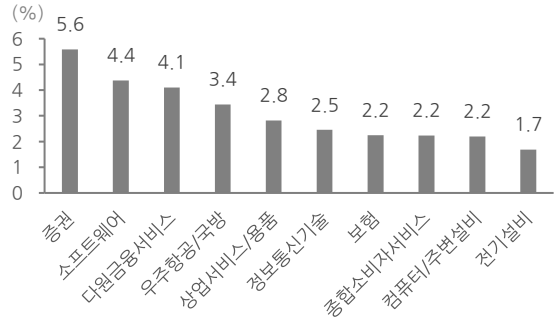
자료: ASP, UN comtrade, 현대차증권

〈그림7〉 6/25 중국/홍콩 증시 주요 지수 수익률 비교



자료: Wind, 현대차증권

〈그림8〉 6/25 중국 A증시 수익률 상위 Top10섹터

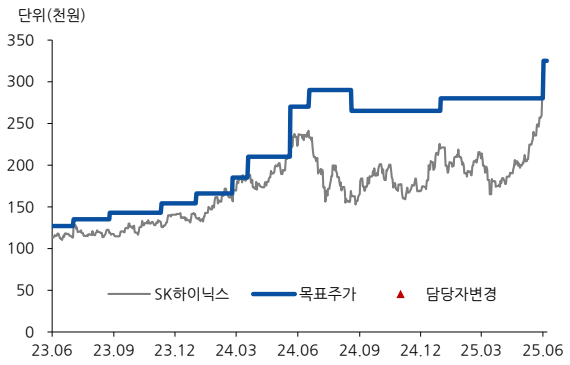


자료: Wind, 현대차증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.06.05	BUY	127,000	-9.37	-5.91
2023.07.27	BUY	135,000	-11.99	-5.19
2023.09.19	BUY	143,000	-12.19	-6.22
2023.12.05	BUY	154,000	-11.46	-7.40
2024.01.26	BUY	166,000	-8.00	3.55
2024.03.20	BUY	185,000	-2.61	1.84
2024.04.12	BUY	210,000	-10.12	5.71
2024.06.14	BUY	270,000	-13.41	-10.74
2024.07.12	BUY	290,000	-36.55	-19.66
2024.09.13	BUY	265,000	-30.88	-14.91
2025.01.24	BUY	280,000	-27.75	-0.54
2025.06.26	BUY	325,000		

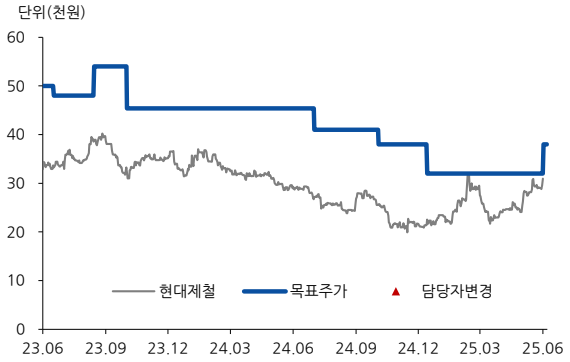
▶ 최근 2년간 SK하이닉스 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.04.27	BUY	50,000	-31.25	-25.50
2023.07.11	BUY	48,000	-26.52	-17.71
2023.09.08	BUY	54,000	-32.83	-25.56
2023.10.26	BUY	45,400	-25.41	-18.50
2024.04.26	AFTER 6M	45,400	-34.36	-28.19
2024.07.26	BUY	41,000	-36.31	-30.49
2024.10.28	BUY	38,000	-41.58	-32.37
2025.01.07	BUY	32,000	-20.37	-0.47
2025.06.26	BUY	38,000		

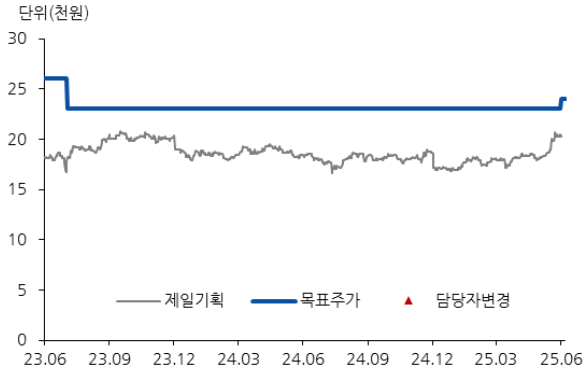
▶ 최근 2년간 현대제철 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.05.02	BUY	26,000	-29.37	-26.92
2023.07.28	BUY	23,000	-14.84	-9.57
2024.01.28	AFTER 6M	23,000	-20.73	-10.87
2025.06.26	BUY	24,000		

▶ 최근 2년간 제일기획 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.
- 당사는 추천일 현대제철과 관련하여 계열 회사의 관계에 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 노근창의 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.