Morning Meeting Notes

2025-05-07

내일의 차이 현대차증권

What's Inside
자동차 산업 - 여의도통신사의 중국 e-Mobility 견문록
AI 산업(OVERWEIGHT) - AMD 실적 Review: AI는 모호, Client는 호조
녹십자(BUY/210,000) 1Q25 Review: 흑자전환은 늘 옳다
[크레딧] Credit Monthly- 경기침체 우려 & 관세 전쟁 완화
[미국주식] 애플(AAPL. US) - 불확실성이 걷히기 전까지
[미국주식] 아마존(AMZN. US) - 밸류 메리트 뿐

주식시장
전일 국내 증시는 휴장
미국 증시는 미국의 관세 불확실성에 위험회피 심리 강해지며 하락 마감. 미국이 중국 및 다른 주요 교역국과의 무역 합의 발표가 부재하자 시장은 구체적인 진전이 없다는 점에 실망. 더불어, 3월 무역수지 적자가 사상 최대치를 기록하며 관세 정책에 따른 불확실성 상승. 업종별로는 에너지와 유틸리티만 상승했고, 헬스케어주는 트럼프의 의약품 관세 예고 여파로 3% 가까이 급락

금리&환율
전일 국내 채권시장은 휴장
미국채 금리는 FOMC 결과 발표를 하루 앞둔 경계감 속 하락 마감. 10년물 입찰 호조 또한 금리 하락 요인으로 작용
전일 국내 외환시장은 휴장
달러인덱스는 99.28로 하락. 트럼프 대통령의 무역정책 불확실성 속 미국채 금리 하락에 연동되며 달러 약세 양상

Trump watch
트럼프, "2주 내 의약품 관세 발표"
트럼프 대통령은 향후 2주 이내 의약품에 대한 품목별 관세를 발표하겠다고 밝힘
다음 주에는 의약품 가격과 관련한 큰 발표도 예고하며, 미국이 다른 나라에 비해 불공정하게 피해를 보고 있다고 주장
트럼프는 미국 내 제약 공장 설립 승인 절차 단축 등 의약품 제조 촉진 행정명령에 서명했으며, 해외 제조시설 검사 수수료 인상, 외국 제약업체 유효성분 출처 보고 강화 등도 추진

New Publications
[자동차] 여의도통신사의 중국 e-Mobility 견문록(2025-05-07)
[자산배분] 퇴직연금 시장 구조 변화와 대응전략(2025-04-30)
[증권] 밸류업의 NEXT LEVEL(2025-04-23)
[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)

Rating, Target Price Changes

아모레퍼시픽	BUY	150,000 원 ▷	BUY	170,000 원	(2025-05-02)
풍산	BUY	76,000 원 ▷	BUY	82,000 원	(2025-05-02)
ISC	BUY	85,000 원 ▷	BUY	60,000 원	(2025-05-02)
한국항공우주	BUY	98,000 원 ▷	BUY	110,000 원	(2025-05-02)
롯데정밀화학	BUY	70,000 원 ▷	BUY	50,000 원	(2025-04-30)
DL이앤씨	BUY	48,000 원 ▷	BUY	50,000 원	(2025-04-30)
현대건설	BUY	38,000 원 ▷	BUY	53,000 원	(2025-04-30)
현대오토에버	BUY	180,000 원 ▷	BUY	160,000 원	(2025-04-29)
현대모비스	BUY	380,000 원 ▷	BUY	360,000 원	(2025-04-28)
HDC현대산업개발	BUY	27,000 원 ▷	BUY	31,000 원	(2025-04-28)
LG전자	BUY	120,000 원 ▷	BUY	100,000 원	(2025-04-25)
LG디스플레이	BUY	13,500 원 ▷	BUY	12,500 원	(2025-04-25)
한화솔루션	BUY	29,000 원 ▷	BUY	37,000 원	(2025-04-25)

외국인 순매수

순매수	금액(백만)
SK하이닉스	373,173
두산	48,526
한화시스템	41,093
KB금융	37,869
삼성바이오로직스	32,702

국내기관 순매수

순매수	금액(백만)
삼성전자	61,470
이수페타시스	36,761
KODEX 코스닥150레버리지	26,372
KODEX 레버리지	22,227
한국항공우주	19,413

외국인 순매도

순매도	금액(백만)
삼성전자	-657,800
삼성전자우	-39,357
한화오션	-23,148
현대글로비스	-19,989
두산에너빌리티	-19,789

국내기관 순매도

순매도	금액(백만)
SK텔레콤	-22,167
LG에너지솔루션	-21,198
현대글로비스	-18,804
KODEX 200선물인버스2X	-16,746
LG화학	-15,051

국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,559.79	휴장	+3.83
대형주	2,546.10	휴장	+3.48
중형주	2,865.34	휴장	+5.85
소형주	2,206.23	휴장	+4.56
KOSDAQ	721.86	휴장	+5.01

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	휴장	휴장	휴장
누적순매수(D-20)	4,669	-29,707	15,773

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	127,791	137,804	183,513

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	78.67	휴장	+11.12
금융	502.63	휴장	+9.86
운수장비	3,444.90	휴장	+9.82
유통	345.04	휴장	+2.61
음식료	4,172.55	휴장	+9.87
의약품	15,522.58	휴장	+0.15
전기전자	21,908.99	휴장	-0.85
철강금속	4,903.23	휴장	+4.13
화학	3,274.73	휴장	+1.92
유틸리티	838.23	휴장	+14.65
통신	476.98	휴장	+4.26

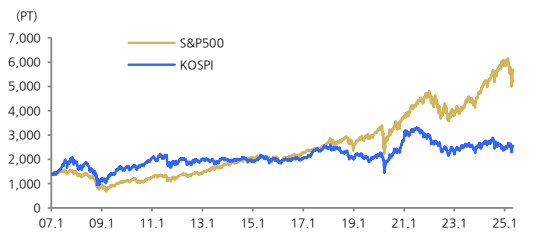
해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	5,606.91	-0.77	+12.53
NASDAQ	17,689.66	-0.87	+15.86
일본	36,830.69	휴장	+11.57
중국	3,316.11	+1.13	+5.42
독일	23,344.54	휴장	+15.11

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	2.28	휴장	-13.10
국고채 (10년)	2.59	휴장	-9.30
은행채AAA (3년)	2.57	휴장	-12.60
미국국채 (2년)	3.79	-4.55	+6.10
미국국채 (10년)	4.30	-4.80	+0.15

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,405.30	휴장	-4.61
원/백 엔	986.28	+0.85	-2.08
원/위안	194.74	+0.76	-2.99
달러/유로	1.14	+0.48	+3.76
위안/달러	7.22	-0.75	-1.67
엔/달러	142.49	-0.85	-2.59
Dollar Index	99.28	-0.52	-3.58

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	59.09	+3.43	-0.82
금 (usd/oz)	3,322.30	+0.02	+11.11
BDI	1,411.00	+0.00	+0.71
천연가스(NYMEX)	3.46	-2.45	-0.06

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.

자동차/모빌리티

汝矣島通信使의 中国 e-Mobility 見聞錄:
千品牌，百新车，争一客户

- 천개의 브랜드, 백개의 신차, 그리고 하나의 고객 -

자동차/모빌리티 장문수
02) 3787-2639
joseph@hmsec.com

Executive Summary

1. 2025 Auto Shanghai 참관: 千品牌，百新车，争一客户 (천개의 브랜드, 백개의 신차, 그리고 하나의 고객)

- 지난 2025년 4월 25일 – 4월 29일 상해에서 개최된 2025 Auto Shanghai(상해 모터쇼) 및 중국 주요 EV OEM 딜러쉽 7개소를 방문. 이번 상해 모터쇼는 1,000여개의 브랜드가 출전해 100개 이상의 신차를 선보이며 중국 소비자 니즈를 대응하기 위한 차종을 전시
- 중국 OEM 주도로 소비자가 선호하는 자율주행 기능과 스마트 칵핏, SDV 기능이 브랜드 간 포지셔닝에 무차별하게 표준화 된 형태로 고객에 설득
  재무 성과나 점유율 등 브랜드가 처한 조건에 따라 민첩한 대응(예. 자체 개발 혹은 선도 기술업체 생태계 편입)의 결과이며, 글로벌 OEM은 상대적으로 도태

2. Key Insight: 중국 브랜드의 인해전술(人海戰術)은 합종연횡(合從連橫) 이후 글로벌 시장에서 교란, 선도 전망

- 중국 자동차 시장은 수요자의 특성과 공급자의 대응을 위한 전략의 매치로 중국 OEM과 글로벌 OEM 간 격차가 더욱 벌어지고 있으며, 정부 정책은 이를 촉진
  ① 수요자: 높은 요구 명확성으로 빠른 브랜드 전환에 대해 소비 선호 (높은 기술 수용도, SDV/자율주행 요구, 가용 소득을 고려한 경제성, 프리미엄 선호)
  ② 공급자: 빠른 브랜드 턴오버를 통해 고객의 명확한 요구 수용도를 높임 (브랜드 생존을 위한 빠른 기술 적용, 전략적 민첩성, 강한 공급망 기반 낮은 생산원가)
  ③ 정부: 풍부한 지원과 전략적 구조조정을 통해 브랜드간 격차를 더욱 벌임 (부양책/보호책, 기술 기업 육성 및 지원, 브랜드간 구조조정)
- 중국 OEM의 글로벌 시장 경쟁 시 시장을 교란, 선도 전망: 구조조정 후 생존한 중국 OEM이 단점 보완을 통해 글로벌 시장 개척 시 1) 규모의 경제 확대를 통한 원가 경쟁력 추가 개선으로 가격 혹은 수익성 측면 차별화 확대, 2) 내구성/품질 보완 후 고도화된 기술의 확산 주도, 3) 조기 확보된 생태계 install base를 바탕으로 자동차 시장의 진입장벽 높일 것으로 판단하기 때문
  ① 원가 경쟁력: 규모의 경제 조기 확보와 공급망 강화, 공정 기술 혁신, 구조조정 후 공급망 내 협상력 강화
  ② 기술 경쟁력: AI, 자율주행, SDV, 전동화 조기 투자 집행 후 빠른 진보, 투자 자원의 확대 적용 (AI, 자율주행, 전동화 → 로보틱스)
  ③ 생태계 경쟁력: 화웨이 생태계로 대표되는 China One-team 전략, 수요자/서비스 업체/기술 자립 어려운 OEM 등 Lock-in을 통한 생태계 조기 육성

3. Legacy OEM의 Leading OEM과 격차를 축소하기 위한 전략적 방향성에 관심

- 중국 OEM은 전동화 공급망과 자율주행, AI, SDV 기술 고도화로 자국 시장을 선점한 이후, 글로벌 시장 표준의 요구를 빠르게 메우며 원가, 기술 경쟁력을 바탕으로 신흥 시장과 선진 시장을 교환할 전망. 이를 대응하기 위한 구체적이고 명확한 Legacy의 전략 방향성이 선도 업체와 벌어진 격차를 메우는 역할을 할 것
- 자본 시장에서 전략적 명확성과 가시적 성과를 근거로 선도 업체에 높은 Valuation을 부과하고 있으며, 반대로 Legacy OEM은 낮은 Valuation을 부과. 1) 이익 창출 능력과 2) 풍부한 유동성, 3) 전략적 의지가 경쟁 시장에서 경쟁 우위를 유지, 달성할 가시성을 높이고 Valuation 격차를 줄일 것으로 판단

AI 산업

AMD 실적 Review: AI는 모호, Client는 호조

OVERWEIGHT

Analyst 박준영 1300900@hmsec.com
RA 윤동욱 donguk.youn@hmsec.com

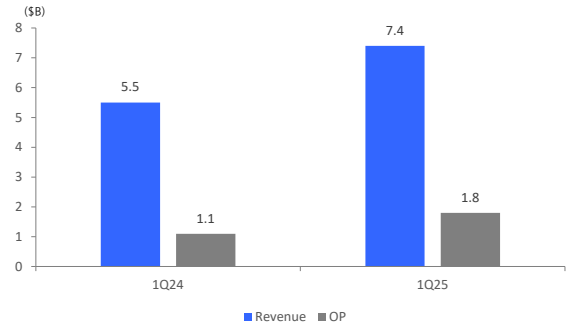
모호한 AI, 선방한 Client

- AMD의 FY1Q25 매출은 $7.4B(YoY +36%, QoQ -3%)로 시장 컨센서스 $7.1B을 상회하는 호실적을 기록
- 이에 더해 FY2Q25 매출 가이던스로 $7.4B +/- 0.3B(현재 컨센서스 $7.2B)을 제시하며 컨센서스 대비 높은 상단값을 제시
- Datacenter Segment 매출은 $3.7B(YoY +57%, QoQ -5%), Embedded Segment 매출은 $0.8B(YoY -3%, QoQ -11%), Client and Gaming Segment(YoY +28%, QoQ -5%) $2.9B의 매출을 기록

AMD AI GPU의 경쟁력 부진인가, AI 투자 Slow Down인가

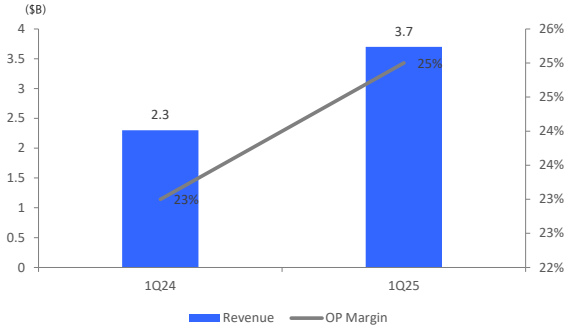
- 관세에 대한 질문에 대해서는 Client 부문 내 신작으로 인한 제품 믹스 개선이 있었고 이로 인한 ASP 상승으로 상당 부분의 피해를 최소화할 수 있을 것으로 밝혔으며 새로운 수출제한 조치로 인해 $0.7B 정도의 역풍을 예상하고 있기는 하지만 이 또한 MI350 신작의 하반기 출시로 만회할 수 있을 것이라는 자신감을 보임
- 다만 부문별 매출을 보았을 때 AI GPU의 판매가 호실적에 큰 영향을 주었다고 보기는 힘들어 보임. Datacenter Segment 매출은 $3.7B(YoY +57%, QoQ -5%)으로 Intel과의 경쟁 관계에서 Server CPU 제품의 점유율 확대가 지속되고 있음에도 불구하고 QoQ로는 감소하는 모습을 보였음
- AMD의 CEO 리사 수는 연간으로 보았을 때 AI GPU의 강한 두자릿수 성장을 예상한다고 밝혔으나 결과적으로 1Q에는 4Q 대비 소폭 낮은 수준의 매출이 발생했음을 밝힘
- 이는 최근 MI325 출시에도 불구하고 신작 출시의 효과가 미미하다는 우려를 불러일으킬 수 있으며 AI GPU 관련 발언들을 전후로 AMD의 After Market 주가는 +5% 수준에서 -2% 수준까지 하락하는 모습을 보였음
- 또한 지난 4분기 실적발표에서 밝혔던 것과 같이 2025년도 상반기 Datacenter Segment 매출은 지난해 하반기와 플랫한 수준을 유지할 것으로 밝혔으며 대부분의 $0.7B 역풍은 2분기와 3분기에 반영될 것으로 밝힘
- 금번 AMD의 실적발표는 AI 산업 측면에서 mixed signal을 보여주고 있다고 판단. 첫번째 가능성은 최근 美 CSP들의 실적발표 내용과 같이 전반적인 AI 데이터센터 투자가 줄어들지 않은 상태에서 AMD의 제품 경쟁력으로 인한 부진이 있었던 것, 혹은 CSP들의 실적발표 내용과 달리 전반적인 AI 데이터센터 투자가 줄어들었을 가능성
- 다만 연초부터 대만 측에서 제기되어 온 것처럼 AMD가 TSMC CoWoS CAPA 예약 일부를 취소하는 가운데 NVIDIA와 Broadcom의 예약 CAPA는 늘어났음을 감안할 때 AMD 개별의 이슈일 가능성이 더욱 높다고 판단
- 국내외 AI 관련주들의 향방은 NVIDIA의 실적발표에 따라 추세를 명확히 할 것으로 예상

〈그림1〉 전사 매출, 영억이익 추이



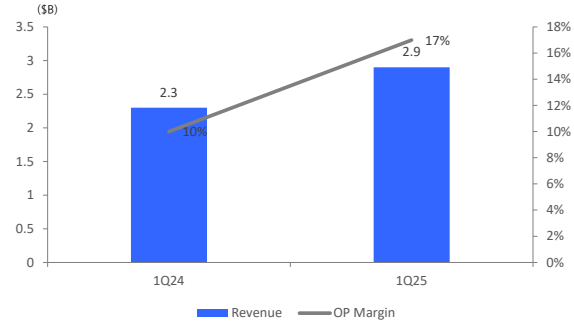
자료 : AMD, 현대차증권

〈그림2〉 Datacenter 사업부 실적 추이



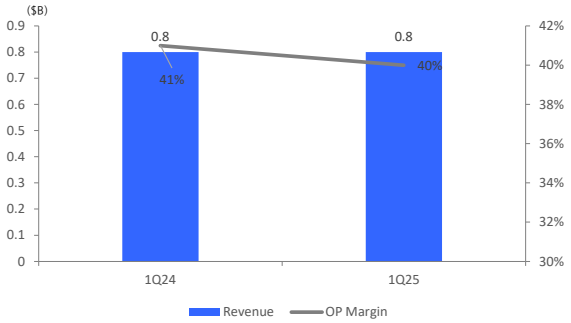
자료 : AMD, 현대차증권

〈그림3〉 Client and Gaming 사업부 실적 추이



자료 : AMD, 현대차증권

〈그림4〉 Embedded사업부 실적 추이



자료 : AMD, 현대차증권

녹십자 (006280)

Analyst 여노래 noraeyeo@hmsec.com
RA 김현석 heunseok0419@hmsec.com

1Q25 Review: 흑자전환은 늘 옳다

BUY **TP 210,000원**

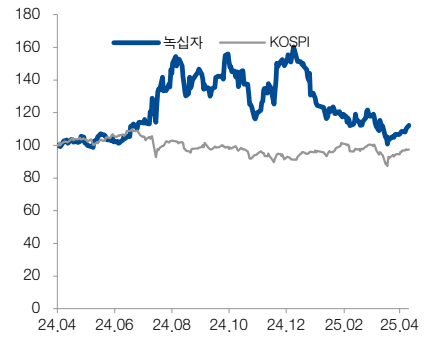
현재주가 (5/2)	125,800원
상승여력	66.9%
시가총액	1,470십억원
발행주식수	11,687천주
자본금/액면가	58십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	179,500원/110,600원
일평균 거래대금 (60일)	5십억원
외국인 지분율	19.86%
주요주주 지분율	
녹십자홀딩스외 11인	51.41%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-0.2	-8.8	-17.3
상대주가(%p)	-2.3	-10.4	-17.9

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	4,405	10,055	210,000
After	2,907	3,391	210,000
Consensus	2,279	4,430	187,143
Cons. 차이	27.6%	-23.5%	12.2%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1Q25 연결 매출 3,838 억(YoY +7.6%), 영업이익 80 억(YoY 흑자전환)

- 1Q25 연결 매출 3,838억(YoY+7.6%, QoQ-13%), 영업이익 80억(YoY 흑전, QoQ 흑전) 기록
- 국내 혈액제제 약가 인상으로 국내 혈액제제 수익성이 개선, 고수익 제품 알리글로, 배리셀라, 헌터라제 글로벌 매출 증가하며 매출, 영업이익 YoY 성장세에 힘입은 매출 성장과 흑자전환 기록.
- 2024년 전체 적자구조의 원인이었던 지씨셀, ABO홀딩스 등의 자회사는 적자 지속. 지씨셀의 경우 경영효율화 프로세스에 있으며, 2Q25부터 본격적으로 비용구조 개선 기대. ABO홀딩스의 경우 PMI 작업 마무리되고 하반기부터 수익성 개선, 2026년 흑자 기록 기대
- 2025년 1분기 혈액제제 1,272억원 기록, 별도 기준 알리글로의 국내/해외 매출 성장으로 2024년 1분기 대비 377억 매출 성장
- 일반적으로 녹십자는 판관비의 증가로 1/4분기의 적자가 발생하였으나 주요 제품군의 매출 성장으로 흑자전환 기록
- 알리글로의 slow landing 부분은 아쉬울 수 있으나 연간 1억 달러 판매 가이던스는 유지, 연내 가장 높은 매출을 달성하는 2분기/3분기의 성장을 기대. 관세 우려는 1) 미국산 원료 2) DP CMO로 영향은 제한적일 것으로 예상

배리셀라와 헌터라제의 해외 성장도 탄탄

- 수두 백신 배리셀라의 해외 매출 성장 중. 현재 한국, WHO, 터키, 파키스탄, 네팔에 판매 중이며 중동 및 아시아 중심 글로벌 시장을 목표로 해외 성장 중. 별도기준 백신 매출도 2024년 1분기 대비 174억원 성장하였으며, 국내의 뒤늦은 독감백신접종과 해외의 성장이 견인한 것으로 분석
- 영업이익률이 높은 1분기 헌터라제의 매출도 130억원 발생, 브라질 및 인도 등 이머징 마켓에서 경쟁력을 갖추는 중. 2025년 전체 700억원, 2028년까지 신규 국가 추가 진출로 단일 품목 매출 1,000억원 달성 목표

탄저 백신 배리트락스의 승인, mRNA 백신 과제로 응급감염병 백신 포트폴리오 구축

- 25년 4월 세계 최초 재조합 탄저 백신 배리트락스 국내 시판 허가, 탄저균은 생물학적 무기로 사용될 수 있는 균으로 탄저병의 원인. 배리트락스는 위기응급상황에 대비한 비축용으로 질병관리청 및 국가기관에게서 매년 일정 규모의 지속적인 매출이 발생할 것으로 예상. 탄저균 백신에 대한 수요는 테러위험으로 글로벌 국가 기관에도 있기에 수출 성장도 기대
- 25년 4월 질병관리청의 '팬데믹(대유행) 대비 메신저리보핵산(mRNA) 백신 개발 지원사업'에 선정, mRNA 백신 플랫폼 구축으로 다양한 응급감염병 포트폴리오 구축도 가능할 것으로 예상

투자의견 매수, 목표주가 210,000 원 유지

- 투자의견 매수, 목표주가 210,000원 유지. 연구실적과 제품매출이 지속적인 성장곡선을 그리는 중. 핵심 제품인 알리글로의 매출이 본격화되는 2/3분기를 기대

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	1,627	34	-27	110	-2,279	적전	NA	1.1	20.7	NA	1.2
2024	1,680	32	-26	113	-2,249	적지	NA	1.7	26.8	NA	0.8
2025F	1,797	64	34	132	2,907	흑전	43.3	1.2	17.9	2.7	1.2
2026F	1,970	89	40	151	3,391	16.6	37.1	1.1	15.7	3.1	1.2
2027F	2,192	135	71	193	6,071	79.1	20.7	1.1	12.5	5.4	1.2

* K-IFRS 연결 기준

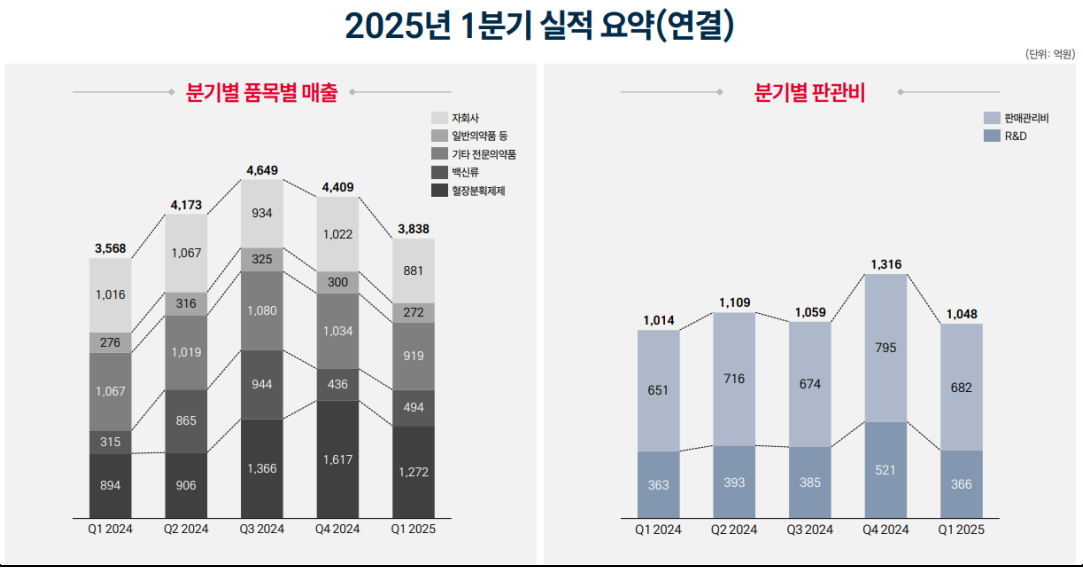
〈표1〉 녹십자 1Q25 실적

(단위: 십억원)

	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	1Q24	4Q24	1Q25P	(YoY)	(QoQ)	1Q25P	차이	1Q25F	차이
매출액	357	441	384	7.6%	-12.9%	445	-13.7%	409	-6.1%
영업이익	-15	-10	9	흑전	흑전	31	-70.8%	6	51.8%
세전이익	-32	-44	23	흑전	흑전	21	8.0%	0	11400.0%
순이익	-31	-39	22	흑전	흑전	20	8.9%	1	3042.9%

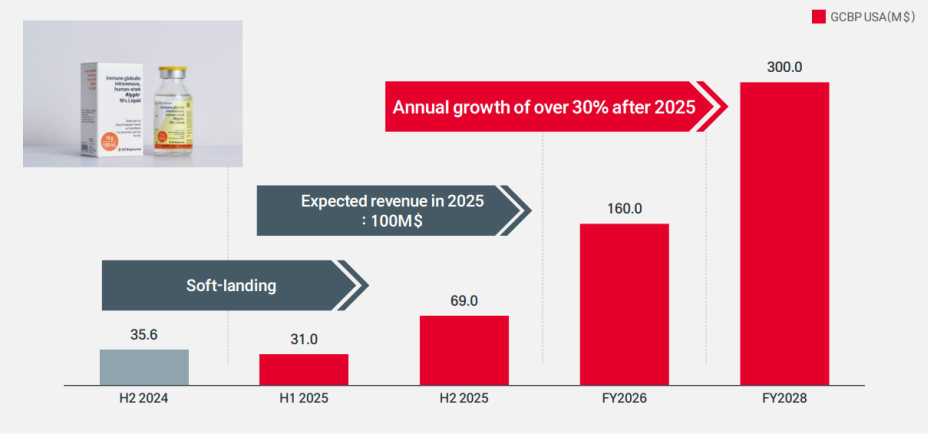
자료: 현대차증권

〈그림1〉 녹십자 2025년 1분기 실적



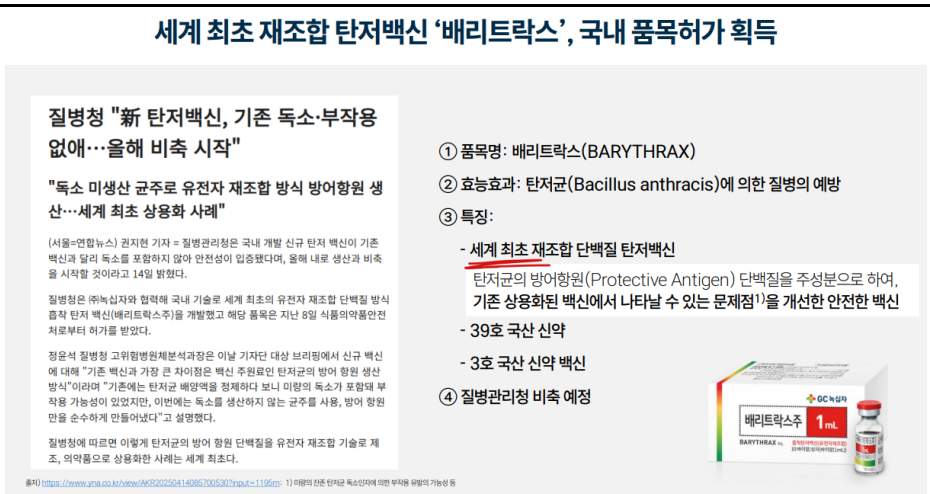
자료 녹십자, 현대차증권

〈그림2〉 알리글로의 연매출 목표



자료 녹십자, 현대차증권

〈그림3〉 탄저백신 배리트락스 정보



자료 녹십자, 현대차증권

〈그림4〉 녹십자의 mRNA 정부지원 사업 선정

자료 녹십자, 현대차증권

〈그림5〉 녹십자 파이프라인

자료 녹십자, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,627	1,680	1,797	1,970	2,192
증가율 (%)	-4.9	3.3	7.0	9.6	11.3
매출원가	1,142	1,198	1,175	1,202	1,403
매출원가율 (%)	70.2	71.3	65.4	61.0	64.0
매출총이익	485	482	622	768	789
매출이익률 (%)	29.8	28.7	34.6	39.0	36.0
증가율 (%)	-16.7	-0.6	29.0	23.6	2.7
판매관리비	450	450	557	680	654
판관비율 (%)	27.7	26.8	31.0	34.5	29.9
EBITDA	110	113	132	151	193
EBITDA 이익률 (%)	6.8	6.7	7.3	7.7	8.8
증가율 (%)	-24.6	2.5	16.6	14.7	27.3
영업이익	34	32	64	89	135
영업이익률 (%)	2.1	1.9	3.6	4.5	6.1
증가율 (%)	-57.6	-6.8	100.1	38.0	51.8
영업외손익	-23	-46	-37	-28	-25
금융수익	11	26	6	15	18
금융비용	32	50	43	43	43
기타영업외손익	-2	-22	0	0	0
종속/관계기업관련손익	-38	-27	24	0	0
세전계속사업이익	-27	-41	51	61	109
세전계속사업이익률	-1.7	-2.4	2.9	3.1	5.0
증가율 (%)	적전	적지	흑전	18.4	79.3
법인세비용	-7	2	3	5	9
계속사업이익	-20	-43	48	56	101
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-20	-43	48	56	101
당기순이익률 (%)	-1.2	-2.5	2.7	2.9	4.6
증가율 (%)	적전	적지	흑전	16.6	79.1
지배주주지분 순이익	-27	-26	34	40	71
비지배주주지분 순이익	7	-16	14	17	30
기타포괄이익	17	-8	0	0	0
총포괄이익	-3	-51	48	56	101

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,039	1,202	1,284	1,418	1,577
현금성자산	50	23	57	73	67
단기투자자산	2	10	10	11	11
매출채권	437	387	388	378	393
재고자산	516	747	794	919	1,068
기타유동자산	28	34	33	36	37
비유동자산	1,604	1,542	1,470	1,415	1,361
유형자산	828	805	746	692	642
무형자산	338	307	299	290	282
투자자산	209	226	222	229	233
기타비유동자산	229	204	204	204	204
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,643	2,744	2,754	2,833	2,939
유동부채	869	769	755	783	799
단기차입금	315	367	367	367	367
매입채무	144	157	151	162	169
유동성장기부채	203	11	11	11	11
기타유동부채	207	235	226	243	252
비유동부채	235	493	488	499	505
사채	79	239	239	239	239
장기차입금	6	101	101	101	101
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	150	154	148	159	165
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,103	1,263	1,242	1,282	1,304
지배주주지분	1,300	1,253	1,270	1,292	1,346
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	394	396	396	396	396
자본조정 등	-36	-36	-36	-36	-36
기타포괄이익누계액	11	18	18	18	18
이익잉여금	873	815	832	855	909
비지배주주지분	240	228	243	259	289
자본총계	1,540	1,481	1,512	1,551	1,635

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	-5	-53	25	39	14
당기순이익	-20	-43	48	56	101
유형자산 상각비	66	66	59	54	50
무형자산 상각비	9	15	9	8	8
외환손익	2	-2	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-100	-144	-67	-80	-144
기타	37	54	-24	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-150	-68	28	-8	-5
투자자산의 감소(증가)	13	-8	28	-7	-4
유형자산의 감소	1	1	0	0	0
유형자산의 증가	-79	-32	0	0	0
기타	-86	-29	0	-1	0
재무활동으로인한현금흐름	101	94	-18	-15	-16
차입금의 증가(감소)	131	141	-1	2	1
사채의증가(감소)	-193	160	0	0	0
자본의 증가	0	3	0	0	0
배당금	-25	-20	-17	-17	-17
기타	187	-190	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-56	-27	35	16	-6
기초현금	105	50	23	57	73
기말현금	50	23	57	73	67

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	-1,695	-3,648	4,124	4,809	8,611
EPS(지배순이익 기준)	-2,279	-2,249	2,907	3,391	6,071
BPS(자본총계 기준)	131,764	126,728	129,387	132,731	139,878
BPS(지배지분 기준)	111,259	107,187	108,629	110,555	115,161
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
P/E(당기순이익 기준)	N/A	N/A	30.1	25.8	14.4
P/E(지배순이익 기준)	N/A	N/A	42.7	36.6	20.5
P/B(자본총계 기준)	1.0	1.4	1.0	0.9	0.9
P/B(지배지분 기준)	1.1	1.7	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA(Reported)	20.7	26.8	17.9	15.7	12.5
배당수익률	1.2	0.8	1.2	1.2	1.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적전	적지	흑전	16.6	79.1
EPS(지배순이익 기준)	적전	적지	흑전	16.6	79.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-1.3	-2.8	3.2	3.7	6.3
ROE(지배순이익 기준)	-2.0	-2.1	2.7	3.1	5.4
ROA	-0.8	-1.6	1.8	2.0	3.5
안정성 (%)					
부채비율	71.7	85.3	82.1	82.6	79.8
순차입금비율	37.4	47.9	44.6	42.5	40.8
이자보상배율	1.2	0.8	1.5	2.1	3.1

** K-IFRS 연결 기준*

HYUNDAI
MOTOR GROUP

Credit Monthly

경기침체 우려 & 관세 전쟁 완화

Credit 이화진
02-3787-2343
hlee@hmsec.com

현대차증권

ISSUE : 관세 전쟁 숨 고르기, 경기 침체와 금리 인하

예측할 수 없는 정책 혼란과 시장 변동성 확대

- 트럼프 대통령의 오락가락 발언에 시장 변동성 확대는 지속되고, 예측할 수 없는 정책 흐름에 시장 불안감과 불확실성이 크게 확대됨
- 고율 관세와 예측불허의 정책 결정으로 미국 경기 침체와 신뢰도 하락에 대한 우려가 커지면서, 미국채 장기물 금리는 오르고, 달러는 약세를 나타냄
- 유로, 엔, 스위스 프랑이 안전자산으로 가치가 높아지면서 상대적 강세를 나타냄. 향후 관세 전쟁 완화와 경기둔화우려로 미국채 금리 강세 흐름을 전망함

트럼프 취임 100일 전후로 관세 전쟁 완화

- 강경했던 관세정책 완화적 발언들 : 대통령의 중국 관세는 협상을 통해 내려갈 것(4/22일), 파월 해임하겠다는 것은 아니다 금리를 내려라(4/23일), 미-중 가까운 시일 내 무역전쟁 완화 예상(4/23일), 미-중 빅딜 가능성(4/24일) 언급, 1개 국가와 관세 협정 완료 및 승인 대기 중(4/29일)
- 관세 부가 일부 유예 : 관세율 관련해서는 미국으로 수입되는 중국 제품에 펜타닐 관세 20%가 다른 관세율에 더해져 부과되고 있었음. 상호관세 125%와 품목별 관세 철강 · 알루미늄 25%에 20% 펜타닐 관세가 각각 더해지면 145%와 45%였으나, 일부 자동차 부품(철강 · 알루미늄 품목별 관세에서 파생된)에는 펜타닐 관세를 더하지 않겠다는 보도(4/24일). 앞서서 전자 제품 관련 관세 유예를 발표(4/11일). 자동차 부품 관세 2년간 완화(4/29일)

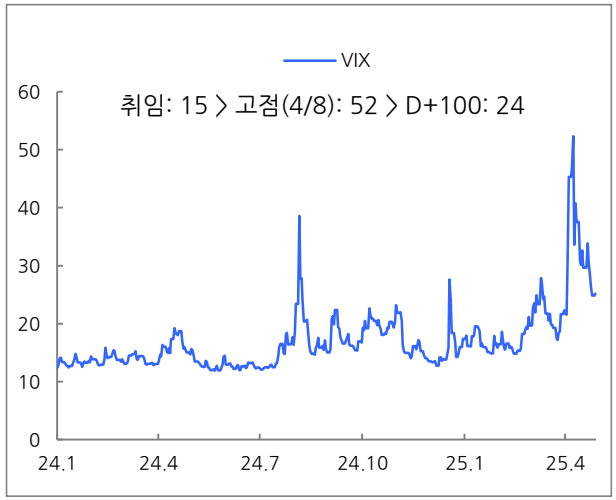
크레딧 시장, 경기 침체 우려와 금리 인하

- IMF가 관세 전쟁 영향을 반영하면서 1월 경제 성장률 전망 대비 큰 폭으로 하향 조정하면서, 기준 금리 인하 폭도 커질 것으로 예상됨. 세계 경제성장률 전망은 3.3%에서 2.8%, 미국은 2.7% 에서 1.8%, 한국은 2%에서 1%로 하향 조정함. 한은 1분기 GDP 성장률은 내수와 수출 부진으로 전기대비 -0.2%을 기록함. 성장률 전망 하향과 1분기 GDP 성장률 쇼크로 한국 기준 금리 인하 3회 2.00% 가능성이 높아짐
- 이재명 후보 선거법 유죄 취지 파기환송 결정(5/1), 한덕수 최상목 사퇴로 이주호 사회부총리 대행 체제 (5/2)➔ 정치적 불확실성 확대, 금융시장 영향 제한
- 건설사: 지방 미분양 증가와 시공 순위 100위 이상 건설사들의 차입 부담 확대로 부도 위험이 높아지고 있고, 지방 사업장 책임 준공 관련 부담이 큰 부동산 신탁사의 신용등급 전망 하향
- 비우호적 영업환경 속에서 수익성 저하가 계속되고, 투자 부담이 큰 기업들의 등급전망 하향도 늘어날 것으로 예상됨

트럼프 취임 100일

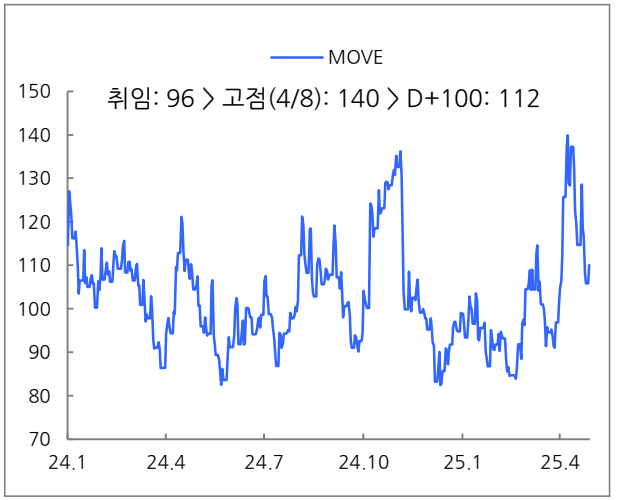
- 예상보다 높은 관세율과 광범위한 적용으로 시장 쇼크 ➔ 금융시장 변동성 확대 ➔ 관세전쟁 완화로 변동성 축소

주식시장 변동성 지수 VIX 추이



자료 : Bloomberg, 현대차증권

채권시장 변동성 지수 MOVE 추이

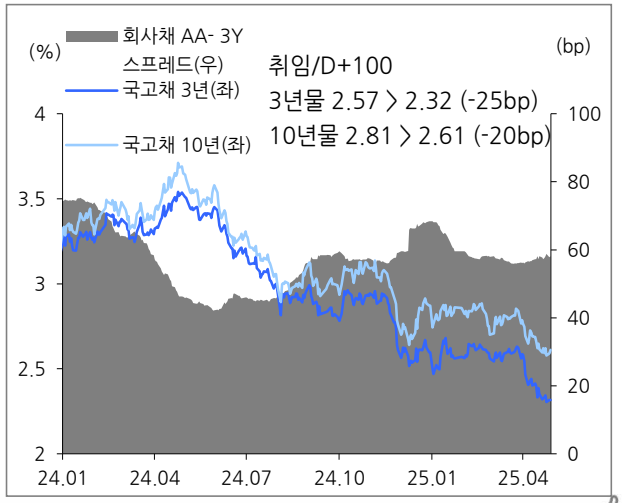


자료 : Bloomberg, 현대차증권

미국 장단기 국채 금리 추이

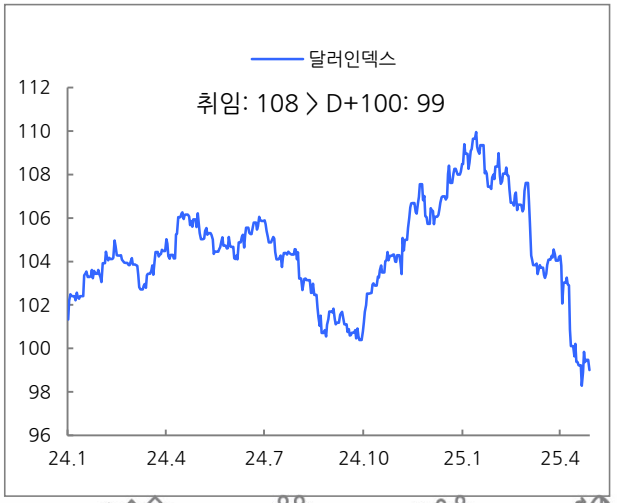
자료 : Bloomberg, 현대차증권

한국 장단기 국채 금리 및 크레딧 스프레드 추이



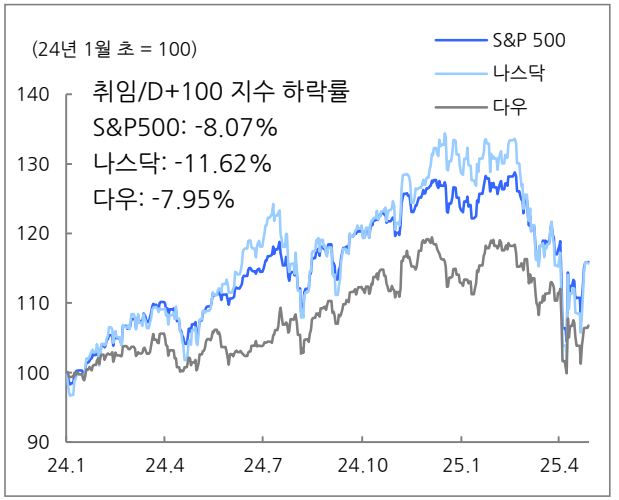
자료 : Bloomberg, 현대차증권

미국 달러화 지수 추이



자료 : Bloomberg, 현대차증권

미국 주식시장(3대 지수) 추이

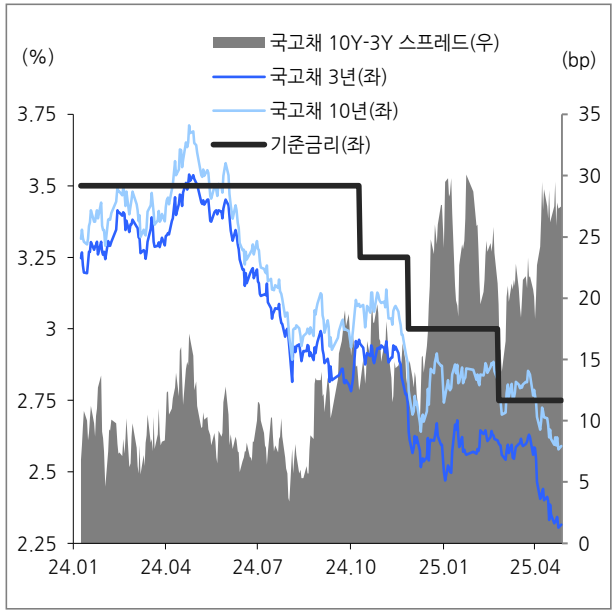


자료 : Bloomberg, 현대차증권

[금리] 경기침체 우려로 금리 인하 기대감 강화

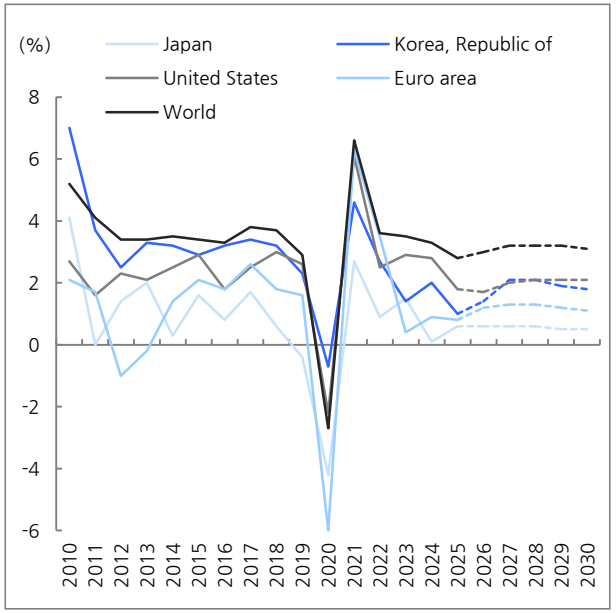
- IMF 미국 성장률 전망 2.7% ➔1.8% 하향. 1분기 GDP -0.3% ➔하반기 금리인하 3회 전망, 시장 참여자 4회 이상 하락 가능성
- IMF 한국 경제성장률 전망 2%(1월) ➔1% 하향 조정, 한은 1분기 GDP 성장률 전분기 대비 -0.2% 역성장 기록 ➔ 금리인하 3회 2% 전망
- 새정부 추경 규모 확대 시 공급 부담으로 장기금리 상승 부담. 경기 침체 우려로 금리인하 기대감 강화

국고 3년/10년 2.3%/2.6% 급락



자료: Quantiwise, 현대차증권

IMF 25년 4월 보고서, GDP 전망치 추이



자료: IMF(2025.04), 현대차증권

한국 경제성장률 전망치 하향 조정 지속 중

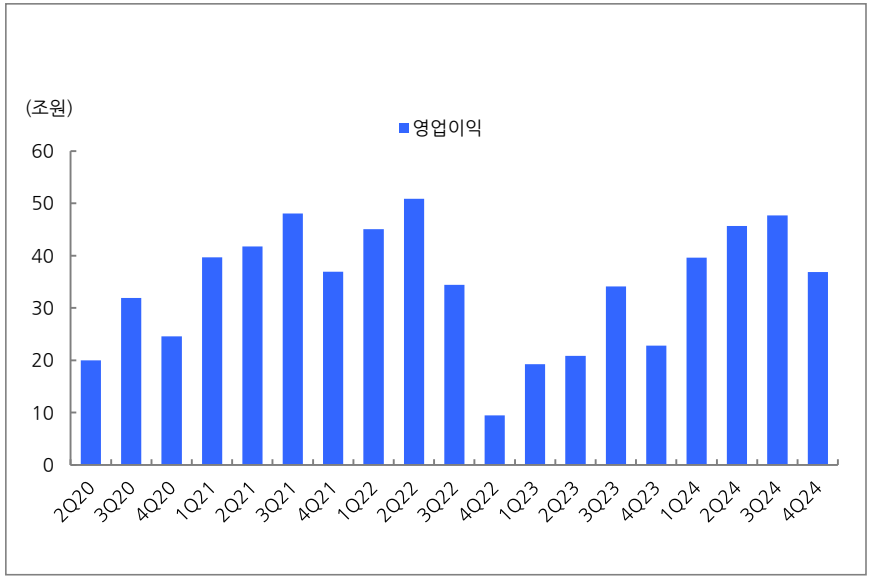
국가	2024	2025	2026
World	2.9	1.9	2.0
United States	2.8	1.2	1.3
China	5.0	3.9	3.8
Eurozone	0.9	0.6	0.8
Korea	2.0	1.0	1.4
Japan	0.1	0.8	0.5
Australia	1.1	1.7	1.9
India	6.2	6.4	6.3
Indonesia	5.0	4.9	4.7

자료: S&P Global, 현대차증권

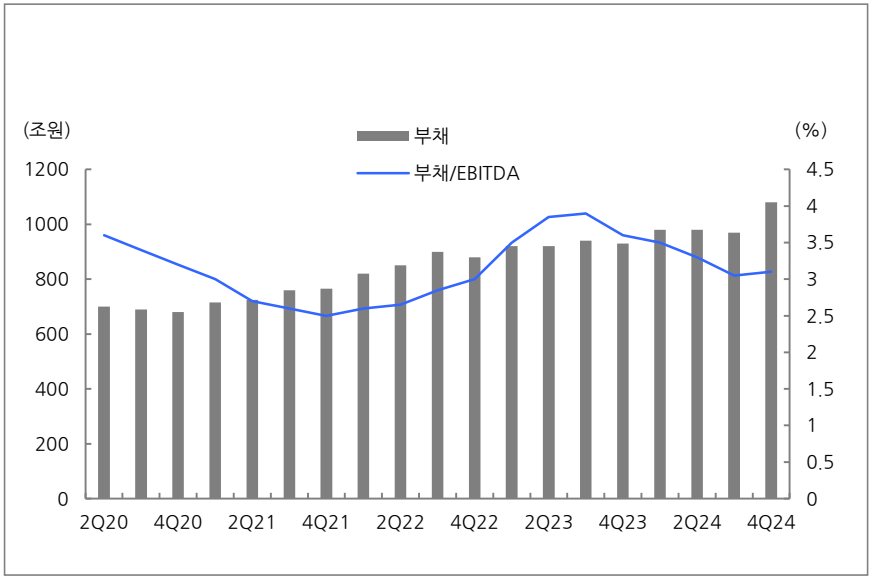
[크레딧] 관세 전쟁 장기화될 경우 개별 기업 등급 하향 압력 확대

- 우리나라는 대중 무역흑자가 컸으나, 2017년 사드배치 이후 대중 갈등, 코로나 이후 대중 무역은 '23년 적자 전환, 대미 무역 흑자 크게 증가하면서 미국 관세 전쟁의 충격이 커짐. '24년 대중무역적자 69억달러, 대미 무역흑자 557억 달러 수준
- 기 결정된 대규모 투자, 미국 생산시설 투자 등 당분간 부채 증가. 투자회수 지연에 따른 기업 재무 부담 확대 예상
- 관세 부과 ➔ 기업 마진 감소와 수익성 저하, 재무 부담 확대 ➔ 신용등급 하향 압력 확대
- 가계부채 증가 ➔ 소비감소 ➔ 내수침체, 대미 투자 증가 ➔ 국내 투자 감소 ➔ 고용 및 소비 감소 ➔ 경기침체

Top 100 영업이익 추이



Top 100 부채 및 부채/EBITDA 추이



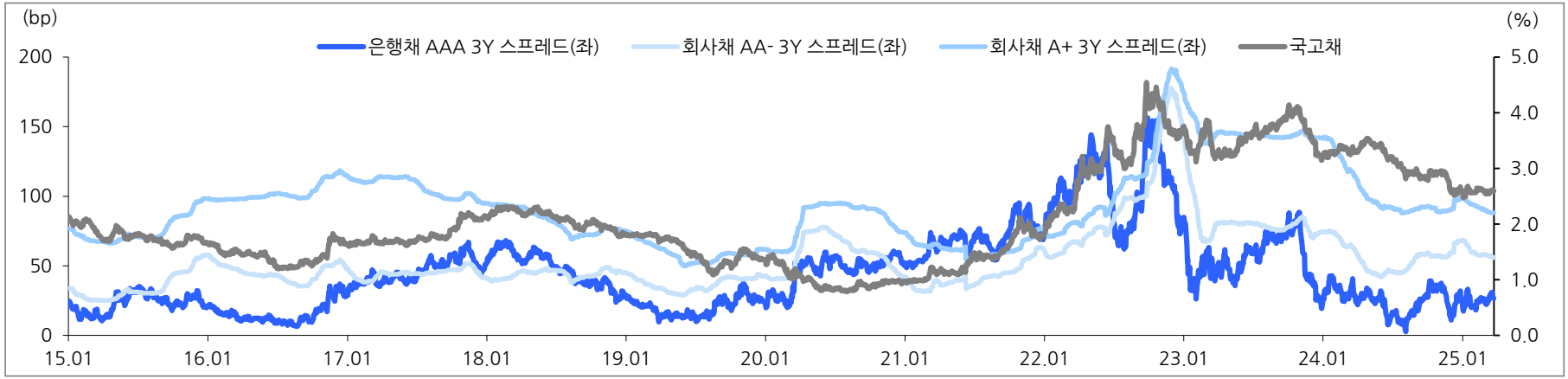
주: 24년 4분기 기준 자산 규모 상위 100개 상장사(금융기관 제외) 기준, EBITDA는 최근 4개 분기의 EBITDA를 합산한 연환산 수치를 사용
자료: Quantiwise, Bloomberg, S&P Global Ratings, 현대차증권

[크레딧] 스프레드 전망

- 스프레드 레벨 부담, 예측불허의 미국 관세 정책과 금융시장 변동성 확대로 크레딧 스프레드 약세 전환
- 경기침체 우려와 금리 인하 기대 강화는 크레딧 강세 요인으로 크레딧 스프레드 보합세 전망

(단위: %,bp,원)

구분	2024 (분기평균 값)				2025				
	1Q	2Q	3Q	4Q	3월 (평균)	월말-월초 변동	4월 (평균)	월말-월초 변동	현재 값
기준금리	3.50	3.50	3.50	3.25	2.75	0.00	2.75	0.00	2.75
국고채3년	3.35	3.38	2.87	2.78	2.58	5.50	2.40	-27	2.32
공사채 (AAA)	3.60	3.55	3.18	3.06	2.83	6.80	2.66	-25.6	2.57
은행채 (AAA)	3.72	3.65	3.24	3.09	2.87	5.70	2.69	-26	2.61
여전채 AA-(sp)	88	56	58	63	56	2.9	58	5.4	61.3
여전채 A+(sp)	185	166	160	154	143	0.2	143	4.2	145.7
회사채 AA-(sp)	69	47	51	60	57	-2.2	57	1.7	57.8
회사채 A+(sp)	129	97	90	92	89	-1.9	89	2.5	90.5
국고채 10년	3.39	3.48	3.07	2.95	2.79	10.80	2.66	-20	2.59
미국 2년	4.50	4.85	4.05	4.16	3.99	8.30	3.81	13.7	3.75
미국 10년	4.15	4.45	3.95	4.28	4.27	18.00	4.29	9.0	4.26
원달러환율	1329.4	1371.2	1358.4	1398.8	1454.5	5.9	1443.2	24	1442.6



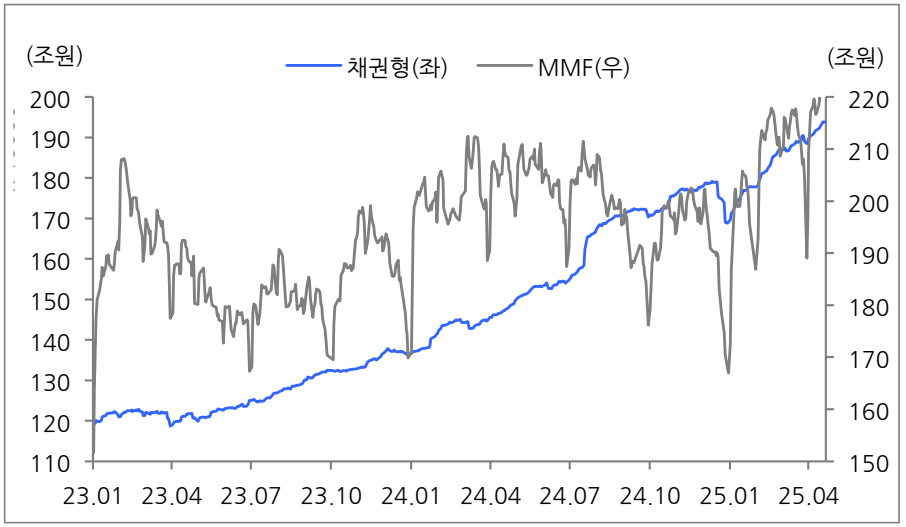
주: 민평 삼사 평균, 2025년은 한달 평균,월말-월초 4월 28일과 4월1일 기준임

자료: 인포맥스, 현대차증권

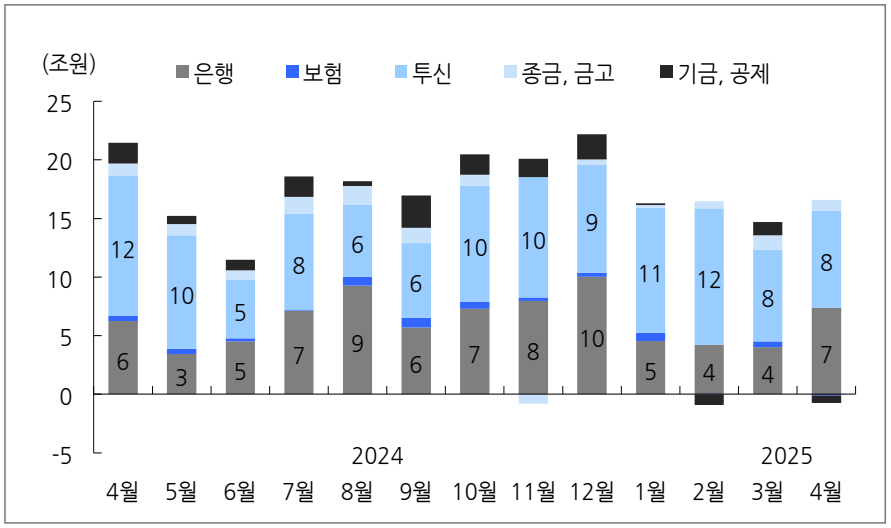
기관별 순매수

- 금리 인하 기대와 안전자산 선호로 채권형 자금 유입 지속
- 미국과 국내 경기 우려와 금리 인하 3회 이상 기대감 유효
- 크레딧 레버리지 펀드 자금, 크레딧 수요 지속될 것으로 예상

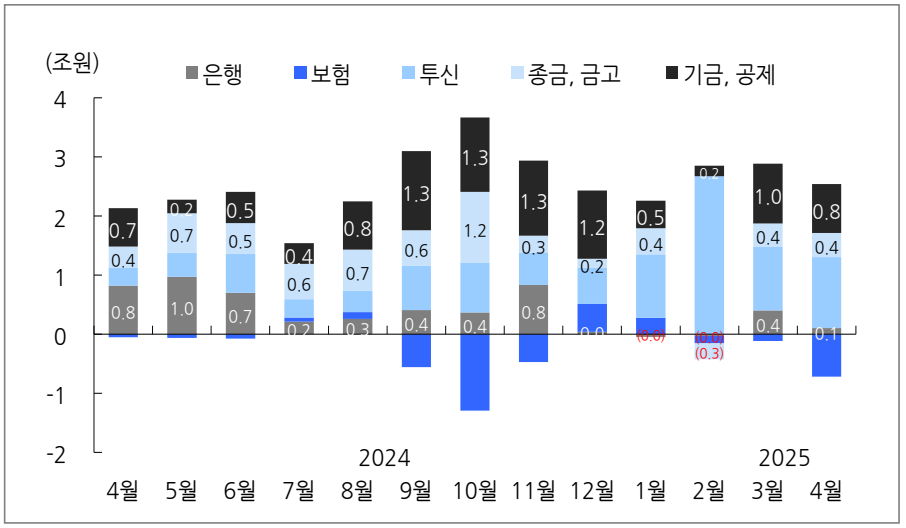
채권형 자금 추이



금융채 기관별 순매수(과거 1년)



회사채 기관별 순매수 (과거 1년)

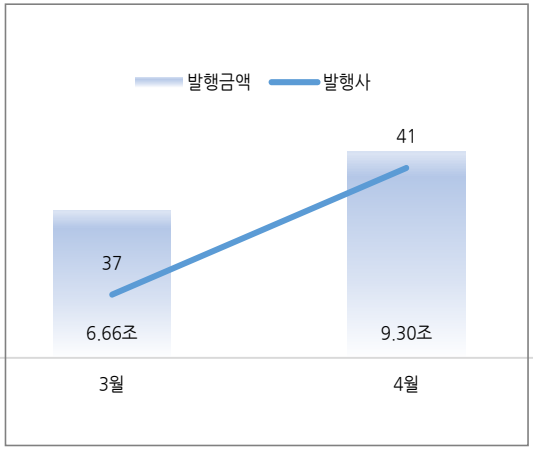


주: 2025.4.28 기준. 주요기관의 순매수 현황으로 전체 규모와 차이
자료: Infomax, 현대차증권

크레딧 발행시장

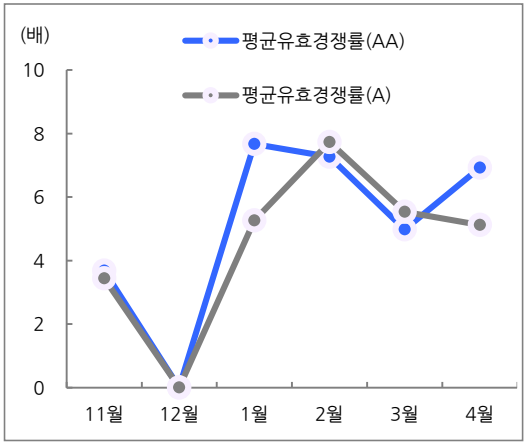
- 12·3 비상계엄사태와 탄핵 정국으로 투자심리가 위축되고, 회사채 연초 효과가 옅어질 것을 우려했으나, 2024년 연초 이후 가파른 스프레드 축소로 크레딧 매수 타이밍을 놓쳤던 기관들의 연초 매수세에 힘입어 크레딧 스프레드 축소
- 기준금리보다 낮은 국고채 금리로 크레딧 금리 매리트 부각되면서 발행 수요가 지속
- 4월 공모 회사채 발행(~4/29)은 총 41건, 9조 3,000억원으로 3월 6조 6,560억원 대비 2조 6,438억 증가하였으며, 전년 동기 6조 4,570억원 대비 2조 8,430억원 증가
- 전년 동기간 대비 발행 물량 증가에 따른 공급 부담, 트럼프 관세 정책에 따른 부정적 영향, 비우량 등급, 화학 업종 같은 장기적 업황 부진과 적자시현 기업도 견조한 고금리 크레딧 수요로 대체로 발행 호조. 다만, 금리 메리트가 점차 약화되면서 관세 영향에 따른 업종별, 기업별 차별화 심화 전망

공모 회사채 발행 (단위: 건수, 조원)



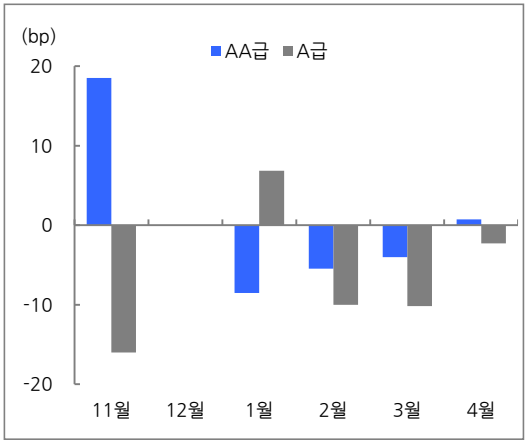
주: 4월은 29일, 공모원화회사채, 투자등급기준
자료: 인포맥스 화면번호 8475, 8452

평균 유효경쟁률 (단위:배)



주: 투자등급이상, 4월은 수요예측일 4월 29일까지 기준,
자료: Dart, 현대차증권

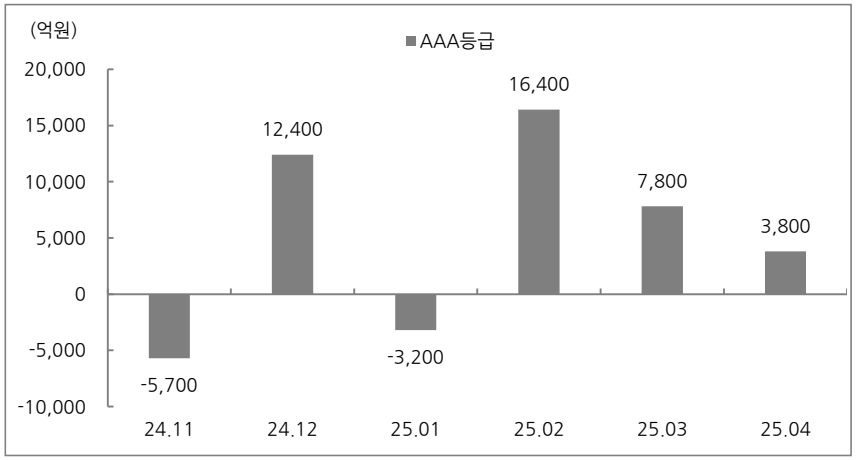
낙찰금리 월별평균 (단위:bp)



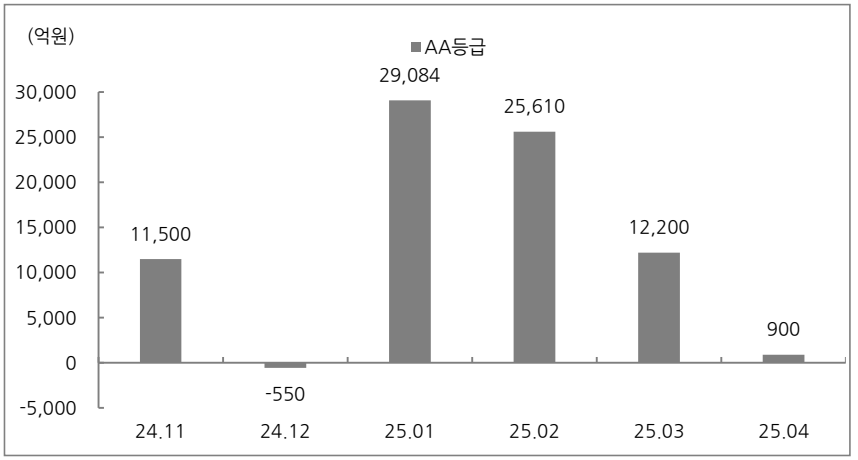
회사채 등급별 순발행

- 4월 A등급과 BBB등급 순 발행 증가. 낮아진 금리로 고금리 크레딧 수요 증가

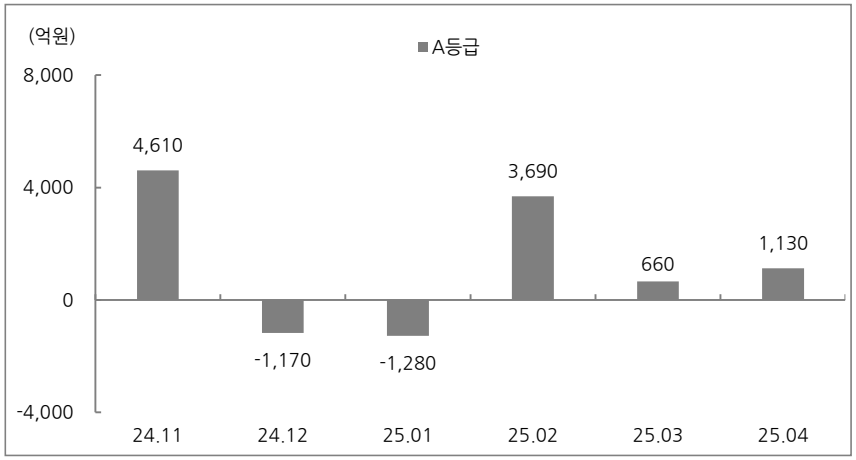
일반 회사채 등급별 순발행 AAA등급



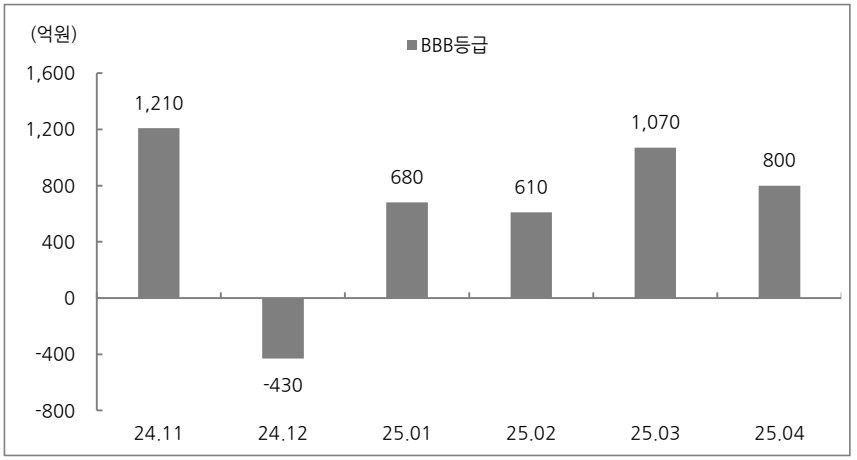
일반 회사채 등급별 순발행 AA등급



일반 회사채 등급별 순발행 A등급



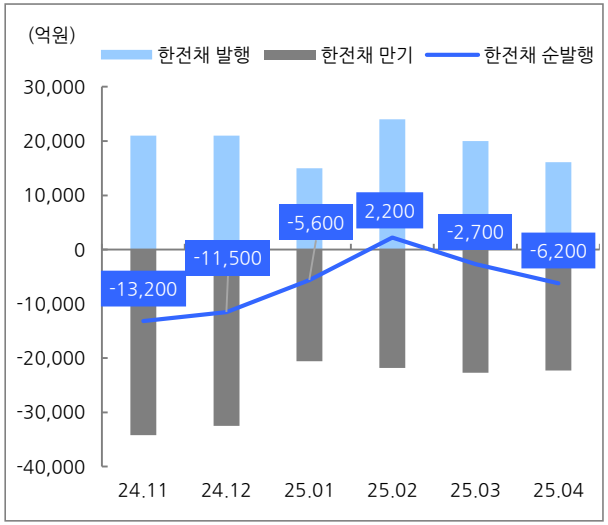
일반 회사채 등급별 순발행 BBB등급



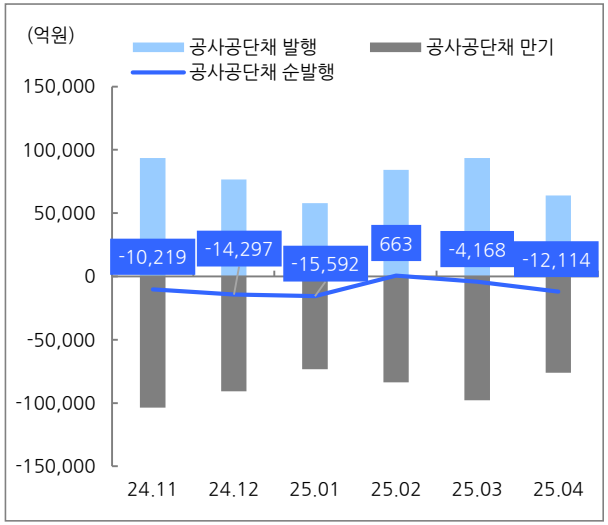
주: 2025년 4월은 25.4.28까지의 데이터 기준
자료: Infomax, 현대차증권

섹터별 순발행

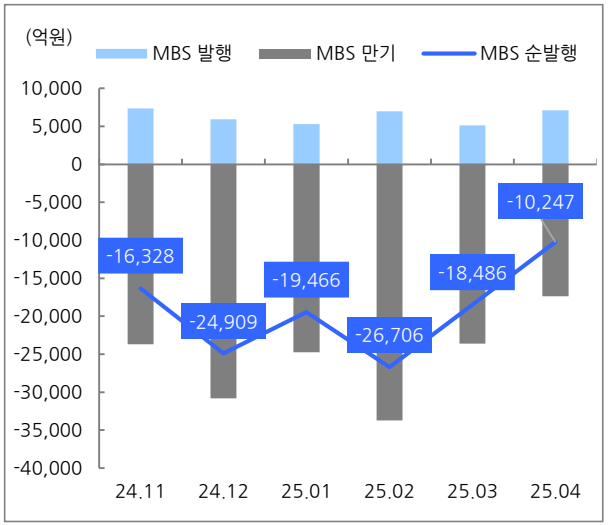
한전채



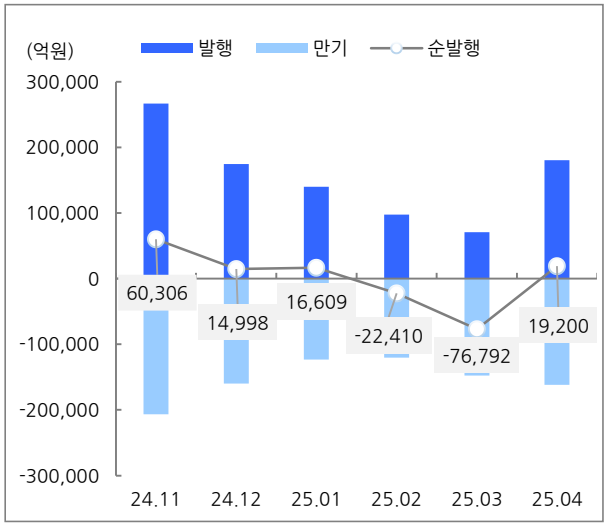
공사공단채(전체)



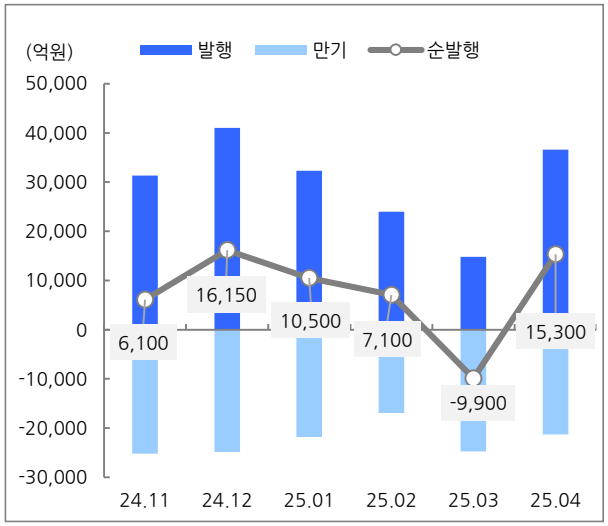
MBS



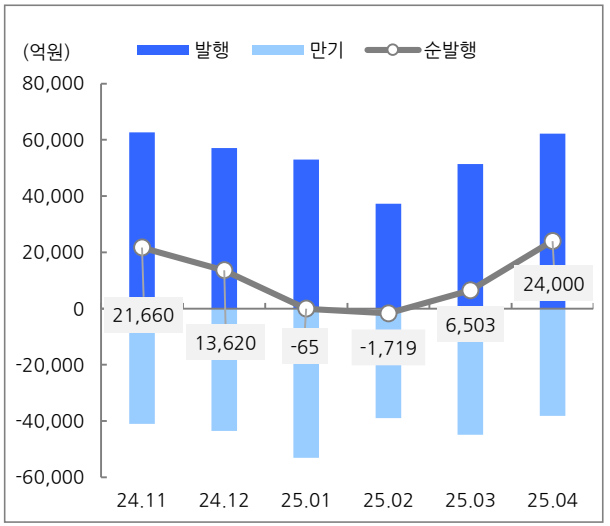
은행채



카드채



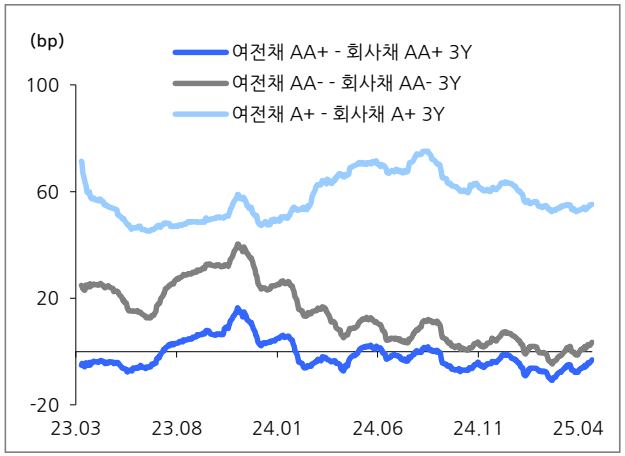
캐피탈채



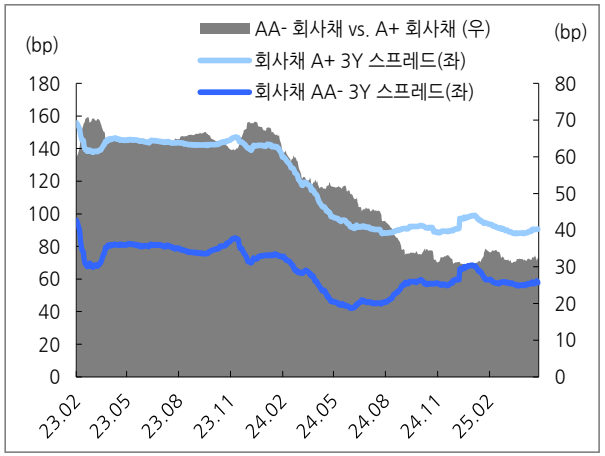
주: 2025년은 발행, 만기, 순발행은 4월 28일 기준, 표시된 값은 순발행 값
자료: Infomax, 현대차증권

크레딧 투자 매력 상대비교(1)

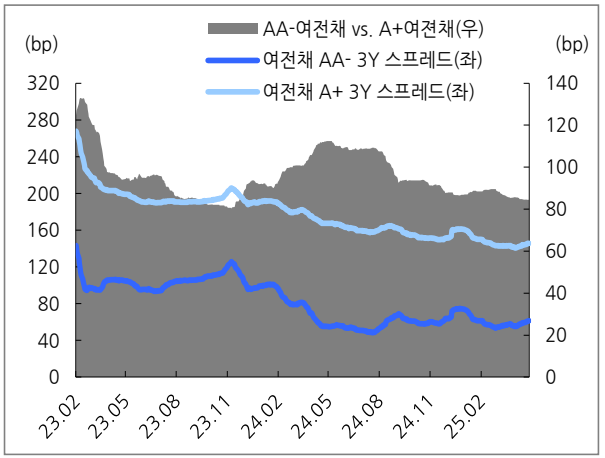
AA 등급 여전채-회사채 스프레드 확대



회사채 AA-등급과 A+등급 스프레드

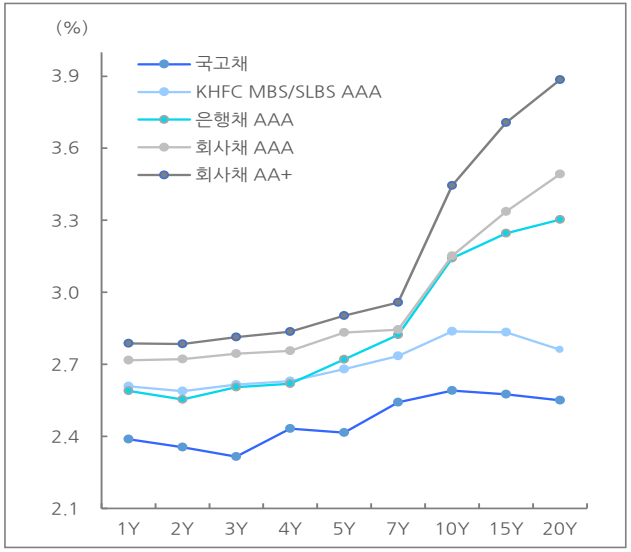


여전채 AA등급과 A 등급 스프레드

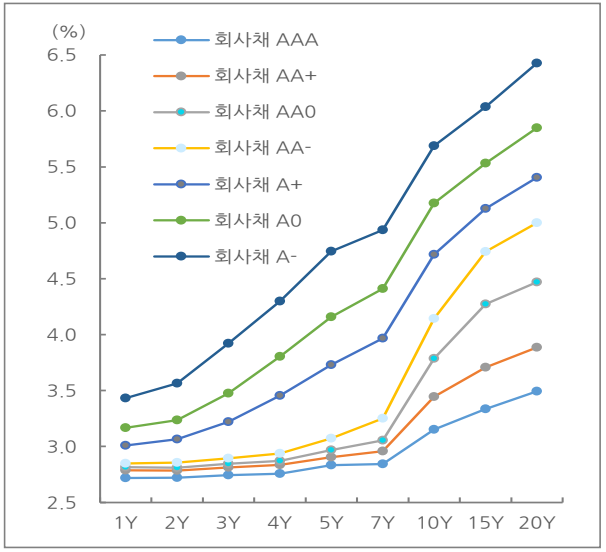


자료: Infomax 현대차증권

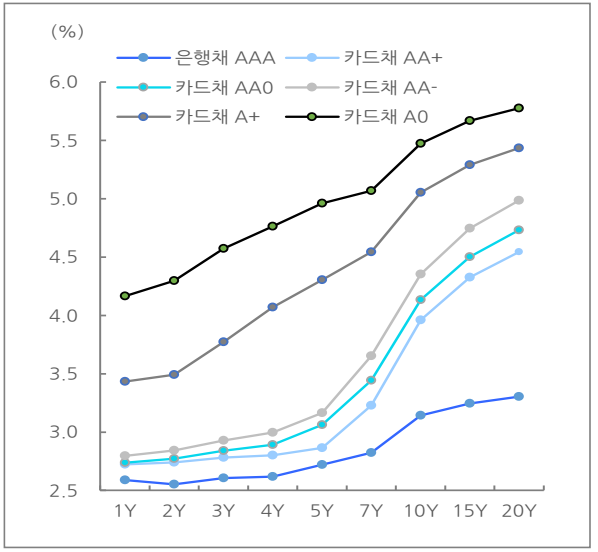
종류별 장단기 금리 차이



회사채 장단기 금리 차이



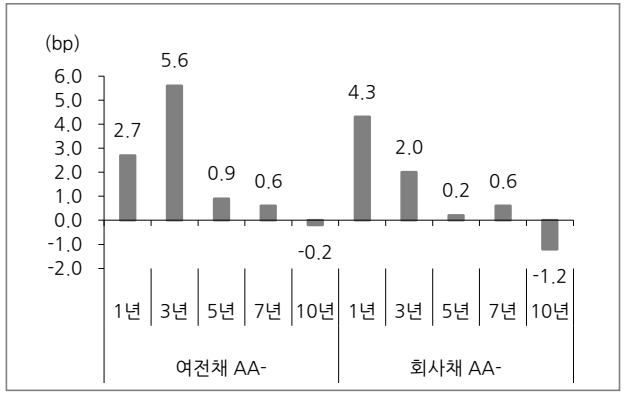
금융채 장단기 금리 차이



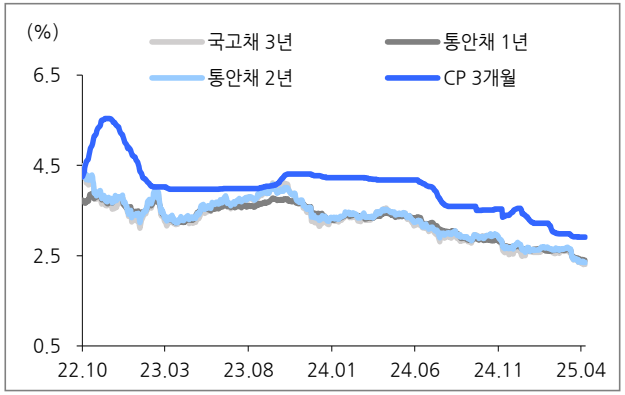
주: 2025.4.28 기준
자료: 인포맥스, 현대차증권

크레딧 투자 매력 상대비교(2)

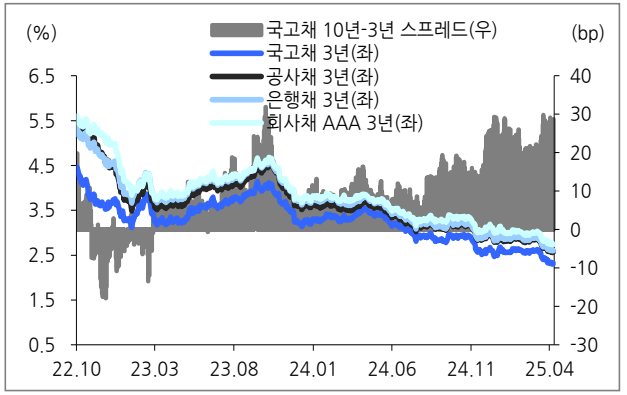
월간 만기별 스프레드 변동폭



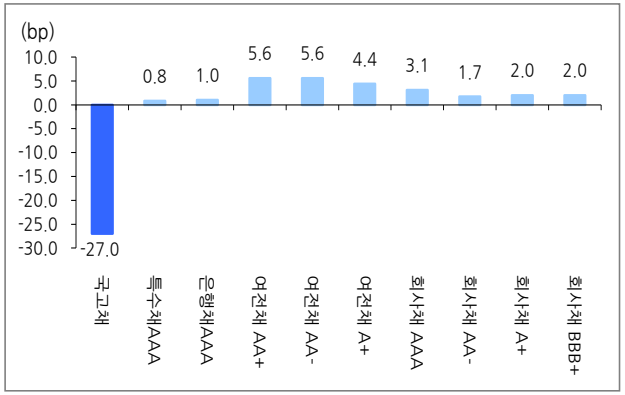
단기채 금리



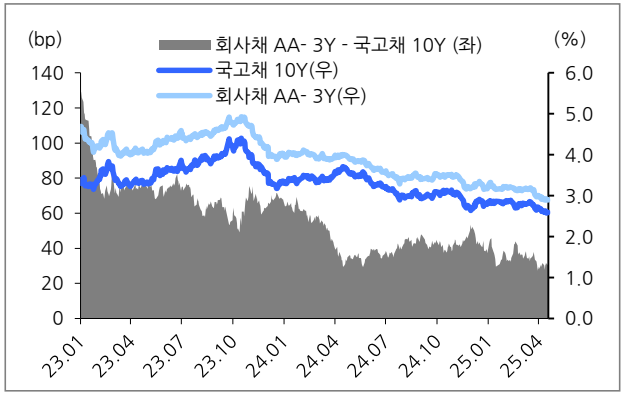
장단기 스프레드 축소



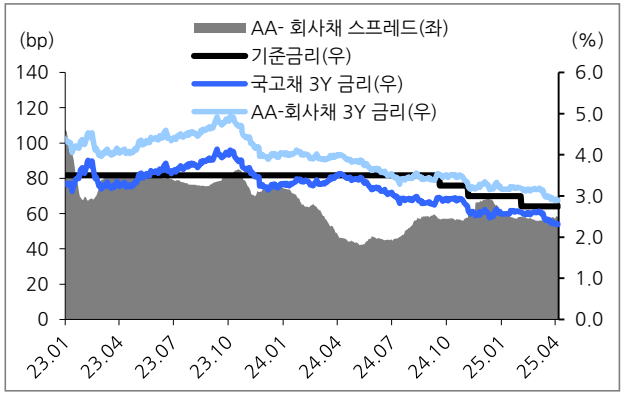
월간 섹터별 스프레드 변동



회사채 Vs 국고채 금리차이



기준금리 보다 낮은 국고금리



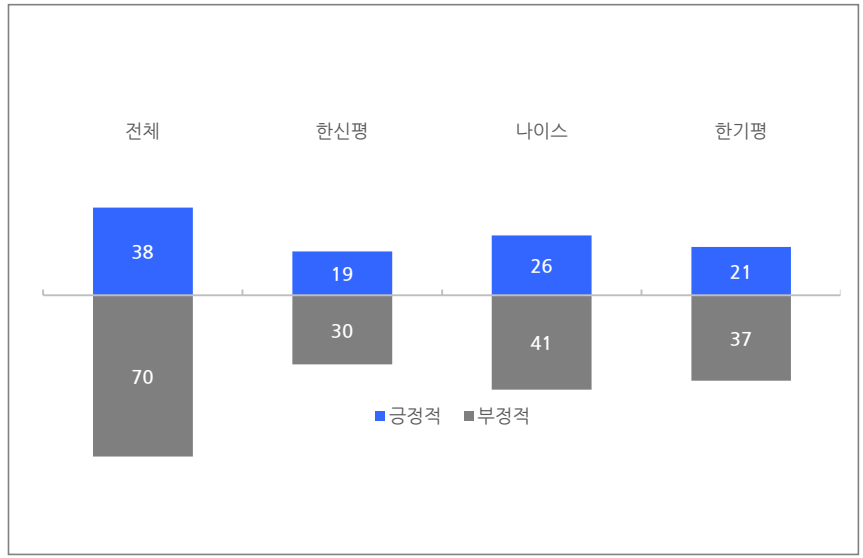
주: 변동폭은 2025년 4월 29일 기준 4월 1일 대비 변동폭임
자료: Infomax, 현대차증권

등급Outlook (1)

- 여전히 등급 전망은 부정적 기업수가 우세. 투기등급과 위험업종 쏠림

	유효등급 (채권)	한신평	outlook	나이스	outlook	한기평	outlook
DB손해보험(후)	AA0	AA+	안정적	AA0	안정적	AA0	긍정적
S-Oil	AA0	AA0	긍정적	AA0	긍정적	AA+	안정적
현대글로비스	AA0	AA+	안정적	AA0	긍정적	AA0	안정적
LG씨엔에스	AA-	AA-	긍정적	AA-	긍정적	AA-	긍정적
동양생명보험(후)	AA-	AA-	↑	AA-	↑		
삼성바이오로직스	AA-	AA-	긍정적	AA0	안정적	AA-	긍정적
엘에스일렉트릭	AA-	AA-	긍정적	AA-	긍정적	AA-	긍정적
한화시스템	AA-	AA-	긍정적			AA-	안정적
DB생명(후)	A+	A+	긍정적	A+	긍정적		
HD현대중공업	A+	A+	안정적	A+	안정적	A0	긍정적
금호석유화학	A+	A+	안정적	A+	긍정적	A+	안정적
아이엠캐피탈	A+	A+	긍정적	A+	안정적	A+	긍정적
티케이지태광	A+			A+	긍정적	A+	긍정적
풍산	A+	A+	긍정적	A+	긍정적	A+	안정적
ABL생명보험(후)	A0	A0	↑			A0	↑
DL에너지	A0	A0	긍정적	A0	긍정적		
HD현대일렉트릭	A0	A0	긍정적	A0	긍정적	A+	안정적
현대로템	A0	A0	긍정적	A0	긍정적	A0	긍정적
CJ CGV	A-	A-	긍정적	A-	긍정적	A-	긍정적
DN오토모티브	A-			A-	긍정적	A-	긍정적
대한항공	A-	A-	긍정적	A-	긍정적	A-	긍정적
엠지캐피탈	A-	A-	긍정적	A-	↑	A-	긍정적
CJ CGV (하이브리드)	BBB+	BBB+	긍정적	BBB+	긍정적	BBB+	긍정적
CJ CGV(후)	BBB+	BBB+	긍정적				
코스맥스	BBB+	BBB+	긍정적				
한진칼	BBB+			BBB+	긍정적	BBB+	긍정적
두산	BBB0	BBB+	안정적	BBB0	긍정적		

	유효등급 (채권)	한신평	outlook	나이스	outlook	한기평	outlook
화신	BBB0			BBB0	긍정적		
JW홀딩스	BBB-			BBB-	긍정적	BBB-	긍정적
일신건영	BB+			BB+	긍정적		
경창산업	BB0			BB0	긍정적		
삼보모터스	BB0					BB0	긍정적
프라코	BB0			BB0	긍정적		
모베이스전자	BB-			BB-	긍정적		
티에이치엔	BB-					BB-	긍정적
현대알루미늄	BB-			BB-	긍정적		
DH오토리드	B-	B-	안정적			B-	긍정적
대유이피	B-					B-	긍정적



주: 2025.4.28일자
자료: 신평사, KIS채권평가, 현대차증권

등급Outlook (2)

	유효등급 (채권)	한신평	outlook	나이스	outlook	한기평	outlook
LG화학	AA+	AA+	안정적	AA+	부정적	AA+	안정적
고려아연	AA+	AA+	부정적	AA+	부정적		
롯데케미칼	AA0	AA0	부정적	AA0	부정적	AA0	↑
롯데물산	AA-	AA-	부정적	AA-	안정적	A+	안정적
롯데지주	AA-	AA-	부정적	AA-	부정적	AA-	부정적
한온시스템	AA-	AA-	부정적	AA-	부정적	AA-	부정적
한화솔루션	AA-			AA-	부정적	AA-	부정적
호텔신라	AA-	AA-	안정적	AA-	부정적	AA-	안정적
SKC	A+	A+	부정적	A+	부정적	A+	부정적
넷마블	A+	A+	부정적			A+	부정적
롯데건설	A+	A+	부정적	A+	부정적	A+	부정적
롯데렌탈	A+	AA-	↓	A+	안정적	A+	안정적
롯데캐피탈	A+	AA-	부정적	A+	안정적	A+	안정적
케이디비생명보험(후)	A+	A+	부정적			A+	부정적
SK아이이테크놀로지	A0			A0	안정적	A0	부정적
쌍용씨앤이	A0	A0	부정적	A0	부정적	A0	부정적
에코프로비엠	A0			A0	부정적	A0	부정적
푸본현대생명보험(후)	A0			A+	부정적	A0	안정적
한국자산신탁	A0			A0	부정적	A0	부정적
현대엘리베이터	A0			A0	안정적	A+	부정적
현대케미칼	A0	A0	안정적	A0	부정적	A0	부정적
KCC건설	A-	A-	부정적	A-	부정적		
동화기업	A-	A-	부정적	A-	부정적		
에스케이어드밴스드	A-	A-	부정적	A-	부정적		
에코프로	A-			A0	부정적	A-	부정적
여천NCC	A-	A-	부정적			A-	부정적
컴투스	A-			A0	부정적	A-	안정적
풀무원식품	A-			A-	부정적	A-	부정적
대동	BBB+			BBB+	부정적	BBB+	부정적
비에스한양	BBB+	BBB+	안정적			BBB+	부정적
이랜드리테일	BBB+					BBB+	부정적
제주대동	BBB+					BBB+	부정적
풀무원(하이브리드)	BBB+	BBB+	부정적	BBB+	부정적		
풀무원(후)	BBB+	BBB+	부정적				
풀무원식품(하이브리드)	BBB+			BBB+	부정적	BBB+	부정적

	유효등급 (채권)	한신평	outlook	나이스	outlook	한기평	outlook
한독	BBB+	BBB+	부정적				
효성화학	BBB+	BBB+	부정적	BBB+	부정적		
동원건설산업	BBB0			BBB0	부정적	BBB0	부정적
메가박스	BBB0					BBB0	부정적
에스엘에중앙	BBB0	BBB0	안정적	BBB0	부정적	BBB0	안정적
오케이캐피탈	BBB0	BBB0	안정적			BBB+	부정적
이랜드월드	BBB0	BBB0	부정적	BBB0	안정적	BBB0	안정적
제이티비씨	BBB0			BBB0	부정적	BBB0	부정적
한솔홈데코	BBB0	BBB0	부정적				
대보건설	BBB-	BBB-	부정적				
한신공영	BBB-	BBB-	부정적			BBB0	안정적
가온그룹	BB+					BB+	부정적
금양	BB+			BB+	부정적		
신영	BB+			BB+	부정적	BB+	부정적
아주스틸	BB+					BB+	부정적
에쓰푸드	BB+					BB+	부정적
일성건설	BB+					BB+	부정적
다원시스	BB0			BB0	부정적		
아진산업	BB0	BB0	부정적				
애드스테인리스	BB0	BB0	부정적				
케이비아이동국실업	BB0			BB0	부정적		
팬코	BB0			BB+	부정적	BB0	안정적
동서기공	BB-			BB-	부정적		
유니슨	BB-			BB-	부정적	BB-	부정적
SG	B+			BB-	부정적	B+	부정적
에듀윌	B+					B+	부정적
태왕이앤씨	B+			B+	부정적		
핸즈코퍼레이션	B0	B0	부정적	B0	부정적		
대유에이텍	B-			B-	부정적	B-	부정적
동일스틸럭스	B-	B-	부정적	B-	부정적		
디와이디	B-			B-	부정적	B-	부정적
에스앤지컨설턴트	CCC	CCC	부정적				
한창	CCC			B-	↓	CCC	부정적
한국유니온제약	CC	CC	안정적			CCC	↓
엠에프엠코리아	C	CC	↓			C	

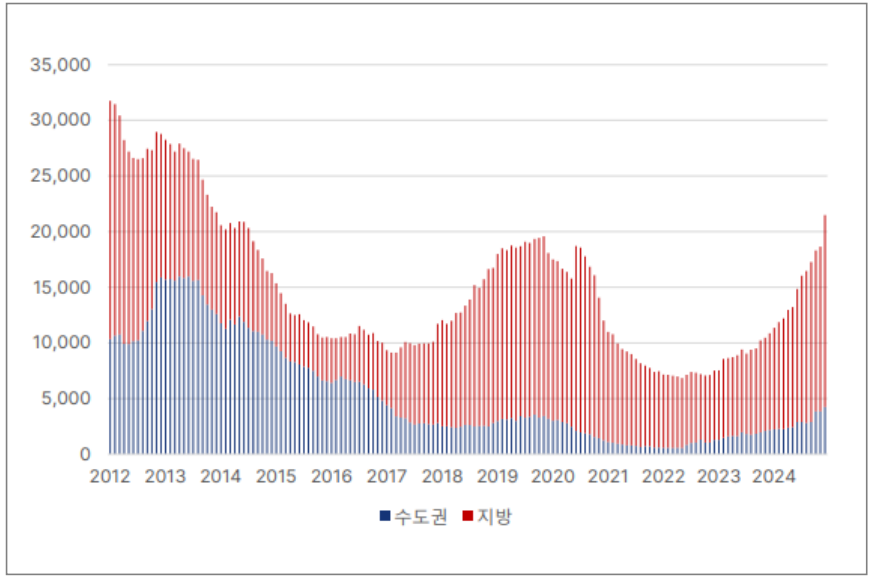
주:2025.4.28일자
자료: 신평사, KIS채권평가, 현대차증권

[크레딧] 건설업 리스크

- 시공 순위 100위 이상 건설사 법정관리 신청 증가. ‘23년 4개, ‘24년 15개, ‘25년 4월 현재 11개
- 건설업리스크: PF 리스크 완화 ➔ 서울과 지방 양극화 심화. 인구 서울 집중화, 투자 목적 수요도 수도권 중심 형성
- 지방 지역 고령화와 지방 인구 감소 ➔ 부동산 수요위축 ➔ 악성 미분양인 준공 후 미분양(24년말 2.1만 세대, 전체 미분양의 80.2%) 증가
- 서울 수도권 분양 물량 상위 10개 건설사 비중이 ’22년 33%에서 ’24년 65%로 집중. 지방 비중 높은 건설사 유의

준공 후 미분양 물량

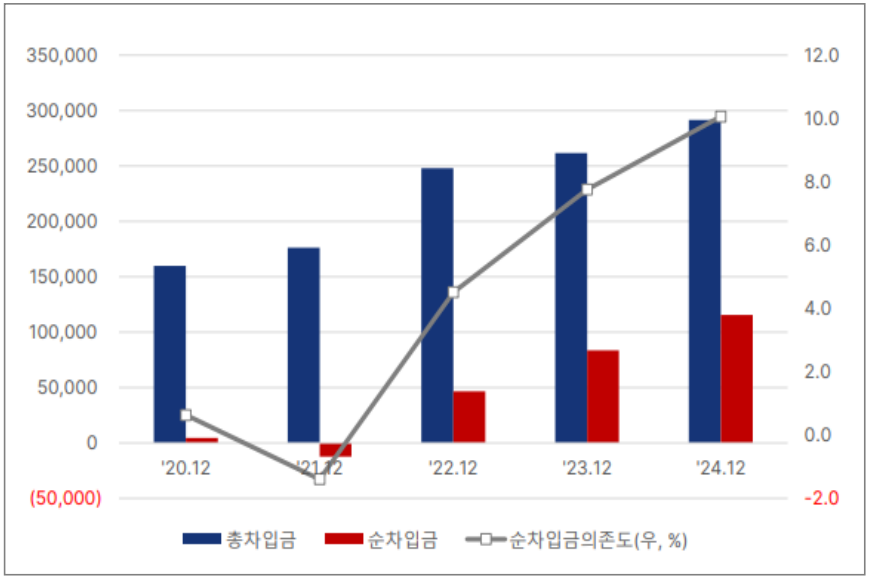
(단위: 호)



자료: 국토교통부. NICE신용평가재인용

주요 건설사 차입금

(단위: 억원, %)



자료: 각 사 공시자료. NICE신용평가재인용

Appendix. DCM 부문 (4월 수요예측 결과 1/3)

발행종목	수요 예측일	발행일	신용 등급	예측 금액 (억원)	발행 금액 (억원)	만기 (년)	금리밴드(bp,%)			낙찰 (bp,%)	유효 수요 (억원)	유효 경쟁률 (배)	발행목적	개별민평 (%)
							기준	하단	상단					
지에스엔텍(GS글로벌지급보증)	2025-04-01	2025-04-09	A0	400	400	2.0	개별민평	-30	30	0	510	1.28	차환자금	-
지에스엔텍(GS글로벌지급보증)	2025-04-01	2025-04-09	A0	500	500	3.0	개별민평	-30	30	-5	950	1.90	차환자금	-
하림지주	2025-04-02	2025-04-09	A-	700	1,000	1.5	개별민평	-30	30	30	880	1.26	차환자금, 운영자금	4.02%
하림지주	2025-04-02	2025-04-09	A-	500	500	2.0	개별민평	-30	30	30	400	0.80	차환자금, 운영자금	4.14%
경기평택항만공사	2025-04-02	2025-04-10	AA+	100	100	3.0	등급민평	-15	15	-6	900	9.00	시설자금	-
유안타증권	2025-04-02	2025-04-10	AA-	500	1,000	2.0	개별민평	-30	30	-16	5,700	11.40	차환자금	3.26%
유안타증권	2025-04-02	2025-04-10	AA-	700	1,000	3.0	개별민평	-30	30	-26	7,080	10.11	차환자금, 운영자금	3.46%
한화호텔앤드리조트	2025-04-03	2025-04-11	A-	300	500	1.5	개별민평	-40	40	30	960	3.20	차환자금, 운영자금	3.36%
한화호텔앤드리조트	2025-04-03	2025-04-11	A-	400	400	2.0	개별민평	-40	40	31	520	1.30	차환자금	3.46%
고려아연	2025-04-03	2025-04-11	AA+	2,000	3,900	2.0	등급민평	-50	50	25	6,550	3.28	차환자금	-
고려아연	2025-04-03	2025-04-11	AA+	2,000	3,100	3.0	등급민평	-50	50	28	5,050	2.53	차환자금	-
동원시스템즈	2025-04-03	2025-04-14	A+	400	600	3.0	개별민평	-30	30	-6	2,420	6.05	차환자금	3.25%
LX하우시스	2025-04-07	2025-04-14	A+	500	500	2.0	개별민평	-30	30	-10	3,150	6.30	차환자금	3.20%
LX하우시스	2025-04-07	2025-04-14	A+	500	1,000	3.0	개별민평	-30	30	-9	4,150	8.30	차환자금	3.36%
평택에너지앤파워	2025-04-07	2025-04-16	A0	400	500	2.0	개별민평	-30	30	-9	1,510	3.78	차환자금	-
평택에너지앤파워	2025-04-07	2025-04-16	A0	400	500	3.0	개별민평	-30	30	-17	1,940	4.85	차환자금	-
CJ제일제당	2025-04-07	2025-04-16	AA0	2,000	4,800	3.0	개별민평	-30	30	5	9,500	4.75	차환자금	3.00%
CJ제일제당	2025-04-07	2025-04-16	AA0	1,000	1,200	5.0	개별민평	-30	30	4	3,600	3.60	차환자금	3.07%
키움증권	2025-04-08	2025-04-15	AA-	1,000	2,200	3.0	개별민평	-30	30	-4	5,400	5.40	차환자금	3.28%
키움증권	2025-04-08	2025-04-15	AA-	500	800	5.0	개별민평	-30	30	-11	2,600	5.20	차환자금	3.46%
삼천리	2025-04-08	2025-04-16	AA+	400	500	2.0	개별민평	-30	30	-2	4,300	10.75	차환자금	3.01%
삼천리	2025-04-08	2025-04-16	AA+	400	1,000	3.0	개별민평	-30	30	-5	5,800	14.50	차환자금	3.08%
포스코이앤씨	2025-04-08	2025-04-16	A+	600	1,000	2.0	개별민평	-50	50	25	1,780	2.97	차환자금, 운영자금	3.38%
포스코이앤씨	2025-04-08	2025-04-16	A+	400	1,000	3.0	개별민평	-50	50	30	1,050	2.63	차환자금, 운영자금	3.58%
세아제강	2025-04-09	2025-04-17	A+	300	600	2.0	개별민평	-30	30	3	1,300	4.33	차환자금	3.29%
세아제강	2025-04-09	2025-04-17	A+	500	1,000	3.0	개별민평	-30	30	-16	4,400	8.80	차환자금, 운영자금	3.53%
LX인터내셔널	2025-04-09	2025-04-16	AA-	600	1,200	2.0	개별민평	-30	30	-5	4,800	8.00	차환자금	3.14%
LX인터내셔널	2025-04-09	2025-04-16	AA-	900	1,800	3.0	개별민평	-30	30	-12	8,000	8.89	차환자금, 운영자금	3.25%

주: 날짜는 수요예측일 기준, 4월 수요예측은 4/29일까지의 기준

자료: Dart, 현대차증권

Appendix. DCM 부문 (4월 수요예측 결과 2/3)

발행종목	수요 예측일	발행일	신용 등급	예측 금액 (억원)	발행 금액 (억원)	만기 (년)	금리밴드(bp,%)			낙찰 (bp,%)	유효 수요 (억원)	유효 경쟁률 (배)	발행목적	개별민평 (%)
							기준	하단	상단					
SK네트웍스	2025-04-09	2025-04-17	AA-	300	1,200	2.0	개별민평	-30	30	-4	4,700	15.67	차환자금, 운영자금	3.21%
SK네트웍스	2025-04-09	2025-04-17	AA-	800	900	3.0	개별민평	-30	30	-9	6,400	8.00	차환자금	3.29%
SK네트웍스	2025-04-09	2025-04-17	AA-	400	400	5.0	개별민평	-30	30	-7	3,000	7.50	차환자금	3.42%
아이지이(SK이노베이션 지급보증)	2025-04-11	2025-04-21	AA0	400	400	2.0	개별민평	-50	50	14	1,200	3.00	차환자금	-
아이지이(SK이노베이션 지급보증)	2025-04-11	2025-04-21	AA0	400	400	3.0	개별민평	-50	50	17	1,000	2.50	차환자금	-
HD현대건설기계	2025-04-14	2025-04-22	A0	200	200	2.0	개별민평	-30	30	-10	2,200	11.00	차환자금	3.40%
HD현대건설기계	2025-04-14	2025-04-22	A0	300	700	3.0	개별민평	-30	30	-24	3,580	11.93	차환자금	3.61%
HD현대건설기계	2025-04-14	2025-04-22	A0	100	300	5.0	개별민평	-30	30	-40	1,150	11.50	차환자금	4.27%
신세계센트럴	2025-04-14	2025-04-23	AA-	400	700	2.0	개별민평	-30	30	3	2,800	7.00	차환자금	-
신세계센트럴	2025-04-14	2025-04-23	AA-	600	1,300	3.0	개별민평	-30	30	7	3,100	5.17	차환자금	-
CJ대한통운	2025-04-15	2025-04-23	AA-	500	500	2.0	개별민평	-30	30	-1	2,800	5.60	차환자금	2.97%
CJ대한통운	2025-04-15	2025-04-23	AA-	1,500	2,400	3.0	개별민평	-30	30	3	7,800	5.20	차환자금	3.03%
CJ대한통운	2025-04-15	2025-04-23	AA-	500	1,100	5.0	개별민평	-30	30	4	3,100	6.20	차환자금	3.15%
보령	2025-04-15	2025-04-23	A0	500	860	2.0	등급민평	-30	30	-10	1,720	3.44	차환자금, 운영자금	-
보령	2025-04-15	2025-04-23	A0	500	1,140	3.0	등급민평	-30	30	-23	3,030	6.06	운영자금	-
금호타이어	2025-04-15	2025-04-23	A0	300	500	2.0	등급민평	-30	30	-8	750	2.50	차환자금	-
금호타이어	2025-04-15	2025-04-23	A0	700	1,500	3.0	등급민평	-30	30	-30	3,380	4.83	차환자금	-
NH투자증권	2025-04-15	2025-04-23	AA+	1,700	2,700	3.0	개별민평	-30	30	-4	9,900	5.82	차환자금	-
NH투자증권	2025-04-15	2025-04-23	AA+	800	1,300	5.0	개별민평	-30	30	-8	6,900	8.63	차환자금	-
풍산	2025-04-17	2025-04-25	A+	1,500	2,000	3.0	개별민평	-30	30	-20	9,900	6.60	차환자금	3.43%
삼척블루파워	2025-04-17	2025-04-25	A+	1,500	1,500	3.0	개별민평	-30	30	1	2,020	1.35	차환자금	5.89%
HL홀딩스	2025-04-18	2025-04-28	A0	400	710	2.0	개별민평	-30	30	-1	3,470	8.68	차환자금	3.51%
HL홀딩스	2025-04-18	2025-04-28	A0	400	490	3.0	개별민평	-30	30	-1	3,010	7.53	차환자금, 운영자금	3.75%
호텔신라	2025-04-18	2025-04-28	AA-	400	1,000	2.0	개별민평	-30	30	11	3,700	9.25	차환자금, 운영자금	3.11%
호텔신라	2025-04-18	2025-04-28	AA-	1,200	2,600	3.0	개별민평	-30	30	10	5,350	4.46	차환자금, 운영자금	3.23%
호텔신라	2025-04-18	2025-04-28	AA-	400	400	5.0	개별민평	-30	30	9	950	2.38	차환자금	3.48%

주: 날짜는 수요예측일 기준, 4월 수요예측은 4/29일까지의 기준

자료: Dart, 현대차증권

Appendix. DCM 부문 (4월 수요예측 결과 3/3)

발행종목	수요 예측일	발행일	신용 등급	예측 금액 (억원)	발행 금액 (억원)	만기 (년)	금리밴드(bp,%)			낙찰 (bp,%)	유효 수요 (억원)	유효 경쟁률 (배)	발행목적	개별민평 (%)
							기준	하단	상단					
한진칼	2025-04-21	2025-04-28	BBB+	200	500	2.0	개별민평	-30	0	-52	700	3.50	차환자금	4.23%
한진칼	2025-04-21	2025-04-28	BBB+	300	500	3.0	개별민평	-30	0	-66	1,200	4.00	차환자금	5.07%
대웅제약	2025-04-21	2025-04-29	A+	400	500	2.0	개별민평	-30	30	-10	2,100	5.25	차환자금, 시설자금	3.27%
대웅제약	2025-04-21	2025-04-29	A+	500	900	3.0	개별민평	-30	30	-14	3,750	7.50	차환자금, 운영자금	3.41%
에스케이브로드밴드	2025-04-21	2025-04-29	AA0	500	500	3.0	개별민평	-30	30	-3	5,400	10.80	차환자금	-
에스케이브로드밴드	2025-04-21	2025-04-29	AA0	600	1,200	5.0	개별민평	-30	30	0	3,800	6.33	차환자금	-
에스케이브로드밴드	2025-04-21	2025-04-29	AA0	300	300	10.0	개별민평	-30	30	-45	3,100	10.33	차환자금	-
한화시스템	2025-04-21	2025-04-29	AA-	500	600	2.0	등급민평	-30	30	-7	4,100	8.20	차환자금	3.05%
한화시스템	2025-04-21	2025-04-29	AA-	1,000	1,700	3.0	등급민평	-30	30	-9	6,500	6.50	차환자금, 운영자금	3.14%
한화시스템	2025-04-21	2025-04-29	AA-	500	700	5.0	등급민평	-30	30	-13	2,300	4.60	운영자금	3.32%
GS칼텍스	2025-04-22	2025-04-29	AA+	700	1,000	3.0	개별민평	-30	30	-4	6,700	9.57	차환자금	2.98%
GS칼텍스	2025-04-22	2025-04-29	AA+	500	600	5.0	개별민평	-30	30	2	5,000	10.00	차환자금	3.05%
한국토지신탁	2025-04-22	2025-04-29	A-	200	200	2.0	개별민평	-30	30	28	200	1.00	차환자금	5.64%
한국토지신탁	2025-04-22	2025-04-29	A-	300	300	3.0	개별민평	-30	30	28	310	1.03	차환자금	5.87%
한솔제지	2025-04-22	2025-04-29	A0	300	400	2.0	개별민평	-30	30	-30	1,970	6.57	차환자금	3.90%
한솔제지	2025-04-22	2025-04-29	A0	300	800	3.0	개별민평	-30	30	-36	2,530	8.43	차환자금	4.14%
SK이노베이션	2025-04-22	2025-04-30	AA0	1,300	3,500	2.0	개별민평	-30	30	15	7,400	5.69	차환자금	2.98%
SK이노베이션	2025-04-22	2025-04-30	AA0	1,700	2,900	3.0	개별민평	-30	30	15	7,100	4.18	차환자금	3.05%
SK이노베이션	2025-04-22	2025-04-30	AA0	1,000	1,600	5.0	개별민평	-30	30	14	3,100	3.10	차환자금	3.13%
엘엑스판토스	2025-04-22	2025-04-30	AA-	400	600	2.0	등급민평	-30	30	-3	4,500	11.25	차환자금, 운영자금	-
엘엑스판토스	2025-04-22	2025-04-30	AA-	700	1,000	3.0	등급민평	-30	30	-6	9,500	13.57	차환자금, 운영자금	-
엘엑스판토스	2025-04-22	2025-04-30	AA-	400	400	5.0	등급민평	-30	30	-19	1,400	3.50	차환자금	-
신한은행(신종)	2025-04-23	2025-04-30	AA-	2,700	4,000	NC5	절대금리	3.30%	3.90%	3.45%	7,950	2.94	운영자금	-
대한제당	2025-04-23	2025-04-30	A-	300	430	3.0	개별민평	-30	30	-20	1,970	6.57	차환자금, 운영자금	4.13%
현대백화점	2025-04-23	2025-04-30	AA+	1,000	1,500	2.0	개별민평	-30	30	-5	11,100	11.10	차환자금	2.92%
현대백화점	2025-04-23	2025-04-30	AA+	500	900	3.0	개별민평	-30	30	-5	10,100	20.20	차환자금	2.98%
롯데쇼핑	2025-04-23	2025-04-30	AA-	700	900	2.0	개별민평	-30	30	-2	4,000	5.71	차환자금	3.21%
롯데쇼핑	2025-04-23	2025-04-30	AA-	1,300	1,600	3.0	개별민평	-30	30	-1	4,600	3.54	차환자금	3.30%
GS리테일	2025-04-24	2025-05-08	AA0	400		2.0	개별민평	-30	30				차환자금	2.95%
GS리테일	2025-04-24	2025-05-08	AA0	600		3.0	개별민평	-30	30				차환자금	3.01%
우리금융지주(신종)	2025-04-29	2025-05-13	AA-	2,700		NC5	절대금리	3.30%	3.90%				차환자금	-

주: 날짜는 수요예측일 기준, 4월 수요예측은 4/29일까지의 기준

자료: Dart, 현대차증권

Appendix. 관세 타임라인 (1)

날짜	구분	발표국	대상국	세부사항	비고
2월 1일	펜타닐 및 이민	미국	캐나다, 멕시코, 중국	미국, 2월 4일부터 멕시코와 캐나다에 25%, 중국에 10% 관세 부과 발표	발표
2월 1일	보복	캐나다	미국	캐나다, 음식료와 의류 등 미국의 수출품 대상 두 차례 보복관세 발표	발표
2월 3일	펜타닐 및 이민	미국	캐나다, 멕세코	미국, 멕시코와 캐나다에 25% 관세 부과 한 달간 유예	유예/연기
2월 4일	펜타닐 및 이민	미국	중국	미국, 중국에 10% 추가 관세 조치 발표(총 20%), 중국산 제품에 대한 면세 패키지 종료 발표	발표
2월 10일	철강 및 알루미늄	미국	세계	미국, 3월 12일부터 철강과 알루미늄 제품에 대해 25% 관세 부과 포고문에 서명, 예외나 면제가 없다고 강조	발표
3월 4일	펜타닐 및 이민	미국	캐나다	미국, 캐나다산 석유 및 에너지 제품에 10% 관세 부과, 나머지 캐나다산 수입품에 25% 관세 부과 발표	발효
3월 4일	펜타닐 및 이민	미국	멕시코	미국, 멕시코산 모든 수입품에 대한 25% 관세 부과 발표	발효
3월 4일	펜타닐 및 이민	미국	중국	미국, 중국에 대한 펜타닐 관세를 기존 10%에서 20%로 상향 조정 발표	발효
3월 4일	보복	캐나다	미국	캐나다, 미국산 음식료, 의류 등에(1,550억 CAD 상당) 25% 보복 관세 발표	발표
3월 6일	펜타닐 및 이민	미국	캐나다, 멕시코	미국, USMCA 원산지 규정을 충족하는 캐나다, 멕시코산 제품에 25% 관세를 4월 2일까지 유예	유예/연기
3월 12일	철강 및 알루미늄	미국	세계	미국, 2월 10일에 발표된 철강 및 알루미늄에 대한 관세 발효	발효
3월 12일	보복	캐나다, 미국	캐나다, 미국	캐나다, 미국 수출 전력에 25% 할증 예고, 이에 미국은 캐나다산 철강과 알루미늄 관세를 50%로 인상하겠다 위협. 이후 양측의 철회 의사 발표	유예/연기
3월 12일	보복	EU	미국	EU, 철강 및 알루미늄 관세에 대한 보복으로 미국산 위스키에 50% 관세 부과 발표	발표
3월 25일	베네수엘라 제재	미국	베네수엘라	미국, 4월 2일부터 제 3국을 통해 베네수엘라산 석유가 미국으로 수입될 경우 25% 관세 부과 발표	발표
3월 26일	자동차 및 부품	미국	세계	미국, 4월 3일부터 자동차 및 부품에 25% 관세 부과 발표, USMCA 기준 충족하는 수입 자동차에 대해서는 특별 관세 면제 적용	발표

자료 : PIIE, 언론종합, 현대차증권

Appendix. 관세 타임라인 (2)

날짜	구분	발표국	대상국	세부사항	비고
4월 3일	상호 관세	미국	세계	미국, 전세계 183개국에 관세 부과(중국 34%, EU 20%, 한국 25%, 일본 24% 등), 상호 관세는 '무역적자/수입액' 으로 산출	발표
4월 3일	자동차 및 부품	미국	세계	미국, 수입자동차와 부품에 대한 관세 발효	발효
4월 4일	보복	중국	미국	중국, 4월 2일 상호관세에 대응해 34% 보복관세 발표	발표
4월 5일	상호 관세	미국	세계	미국, 대부분의 국가 수입품에 10% 관세 발효	발효
4월 8일	보복	미국	중국	미국, 중국의 4월 4일 보복에 대응해 추가 50% 관세 부과(중국에 대한 상호관세율 총 84%)	발표
4월 9일	보복	중국	미국	중국, 미국의 4월 8일 조치에 대응해 34%에서 84%로 보복 관세율 인상	발표
4월 9일	철강 및 알루미늄, 보복	EU	미국	EU, 미국 철강 및 알루미늄 관세(3월 12일 발효)에 대해 220억 유로 규모 보복관세 부과 확정(4월 15일 발효 예정)	발표
4월 9일	자동차 및 부품, 보복	캐나다	미국	캐나다, 미국 자동차 및 부품(USMCA 비준수) 대상 25% 보복관세 발효	발효
4월 9일	상호 관세	미국	세계	미국, 무역흑자국에 대해 차등적 상호관세 발효	발효
4월 10일	보복	중국	미국	중국, 4월 3일 트럼프 상호관세에 보복하며 4월 10일부터 모든 미국산 수입품에 84% 보복관세 발효	발효
4월 10일	상호 관세	미국	세계	미국, 4월 9일 발효된 상호관세를 90일간 유예(보편관세율 10% 적용), 중국에는 125% 관세 적용 발표 및 즉시 발효	발효
4월 10일	보복	미국	중국	미국, 대중국 총 관세율은 125%가 아니며 펜타닐 관세율 20% 포함하여 145%임을 발표	발효
4월 10일	철강 및 알루미늄, 보복	EU	미국	EU, 미국의 철강 및 알루미늄 관세에 대한 보복관세 조치 90일 유예	유예/연기
4월 11일	보복	중국	미국	중국, 미국산 수입품에 대한 추가 관세율을 84%에서 125%로 인상하며 더 이상의 보복관세율 인상은 없을 것이라 발표	발효
4월 12일	상호 관세	미국	중국	미국, 상호관세 대상에서 스마트폰과 노트북, 컴퓨터 등 주요 전자 제품을 임시 면제(별도의 관리 대상으로 지정)	유예/연기
4월 25일	완화	중국	미국	중국, 미국산 반도체 8개 품목에 대한 관세 철회	발효
4월 29일	완화	중국	미국	중국, 미국산 에탄 수입에 대한 125% 관세 철회	발표
4월 29일	완화	미국	세계	미국에서 만들어지는 자동차 가격의 15%에 해당하는 수입 부품에 대해서는 25% 관세를 적용하지 않을 것을 발표	발표

자료 : PIIE, 언론종합, 현대차증권

애플(AAPL. US)

불확실성이 걷히기 전까지

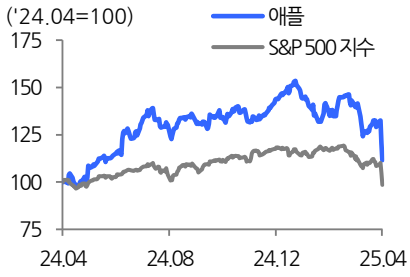
Analyst 하장권 research.ha@hmsec.com

Not Rated

현재주가 (5/7)	$188.38
블룸버그 컨센서스 목표주가	$250.83
상승여력	33.15%
시가총액(백만달러)	2,829,858.1
유통주식수(백만주)	15,022
52주 최고가/최저가(달러)	260.1/164.08
일평균 거래량(3M)	54,573,844
주요 주주 지분율	
블랙록	7.79%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-20	-23.1	-16.9
상대주가(%p)	-9	-10.5	-6.8

최근 12개월 주가수익률



자료: Bloomberg, 현대차증권

기업개요 및 실적

- FY 2Q25 매출액 $95.4B(+5.1%YoY), EPS $1.65(+5.9%YoY)로 시장 예상치 소폭 상회. 컨센서스 상회한 실적에도 아마존 주가는 실적이 반영된 다음 거래일 -3.7%로 급락하며 당일 S&P 500 지수 수익률(+1.5%)을 크게 언더퍼폼
- 지역별로 매출액을 살펴보면, 비중이 가장 큰 미국에서 +8.2%YoY로 증가율 가속됐으며, 일본에서도(+16.5%YoY) 마찬가지. 다만, 시장 우려 요인으로 주목받은 것은 중국향 매출. 중국에서는 -2.3%YoY로 감소하며 시장 예상치 하회하며 부진한 모습 지속. 전년비 성장률 기준 7개 분기 연속 (-) 성장률 이어가고 있는 중. 유럽에서도 매출 증가율이 +1.4%YoY로 전분기 대비 둔화
- Product 내 매출액은 아이폰 $46.8B(+1.9%YoY), 맥북 $7.9B(+6.7%YoY), 아이패드 $6.4B(+15.2%YoY), 웨어러블 $7.5B(-4.9%YoY) 기록. 서비스 매출액은 $26.6B(+11.6%YoY)로 사상 최고치 기록했으나 시장 컨센서스는 밑도는 수준
- 뚜렷한 매출 가이던스도 부재. FY 3Q25 매출 성장률로 한 자릿수 초중반 정도로 예상하며 이번 FY 2Q25 성장률을 밑돌 가능성이 부각된 것
- 뿐만 아니라, 관세 관련된 불확실성 역시 부각됨. CEO 팀 쿡은 관세 관련하여 다음 분기에 9억달러의 추가 비용이 발생할 것으로 예상

투자포인트 및 전망

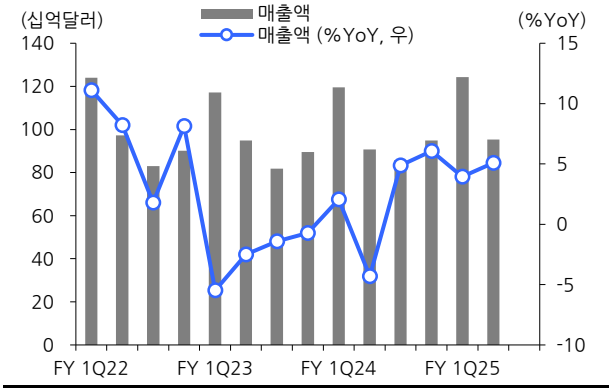
- 여타 주도주(예: M7 종목) 대비 이익, 멀티플 모두에서 매리트 부재. 트럼프 관세 불확실성 잔존하나, 불확실성의 정점은 통과하며 이미 동사 주가는 5년 평균 수준까지 반등한 상황
- 이익과 이익수정비율 역시 이번 실적 여파 반영하며 하향 조정될 가능성 농후할 것으로 판단
- 관세 불확실성이 걷히기 전까지 이익, 멀티플 모두에서 탄력적인 반등 모멘텀 부재할 것으로 예상

컨센서스 및 Valuation

구분	매출액 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EBITDA (백만달러)	EPS (달러)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
FY 2023	307,394	84,293	73,795	99,601	5.80	27.23	22.83	6.14	16.65	27.36	N/A
FY 2024	350,018	112,390	100,118	131,005	8.04	39.21	23.92	7.11	17.11	32.91	0.32
FY 2025F	327,797	126,314	108,262	157,205	8.89	13.01	16.88	4.52	11.43	29.43	0.42
FY 2026F	365,538	141,850	121,367	175,190	10.07	14.44	14.75	3.65	10.26	26.32	0.47

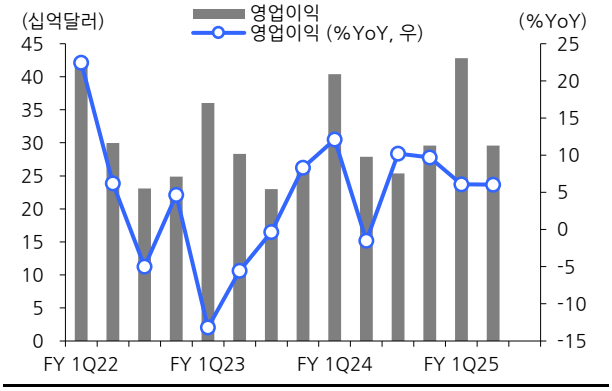
자료: Bloomberg, 현대차증권 주) 2025년 5월 7일 블룸버그 컨센서스 기준

<그림1> 애플 매출액 & 증가율



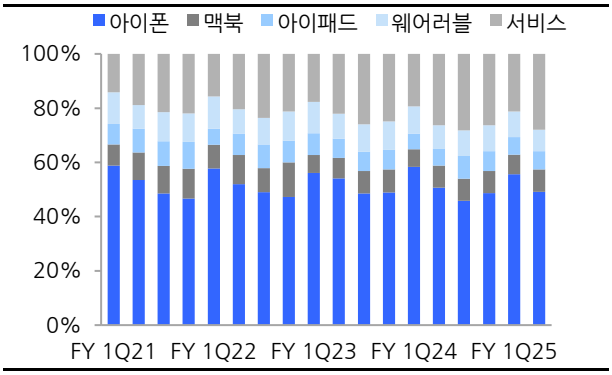
자료: FactSet, 현대차증권

<그림2> 애플 영업이익 & 증가율



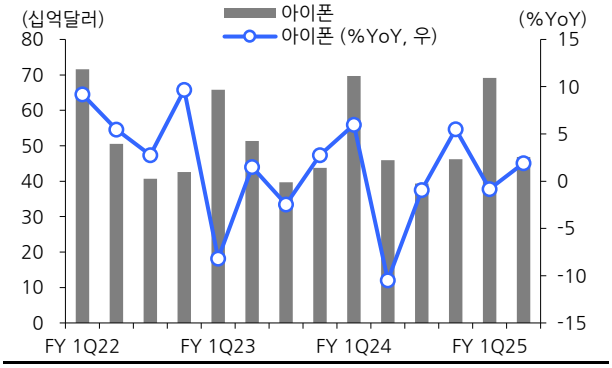
자료: FactSet, 현대차증권

<그림3> 애플 제품별 매출 비중 추이



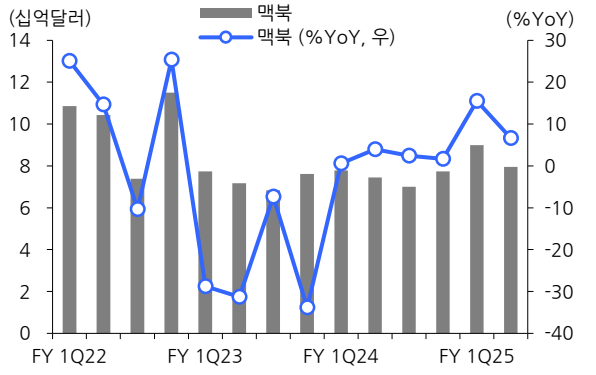
자료: LSEG, 현대차증권

<그림4> 애플 아이폰 매출 & 증가율



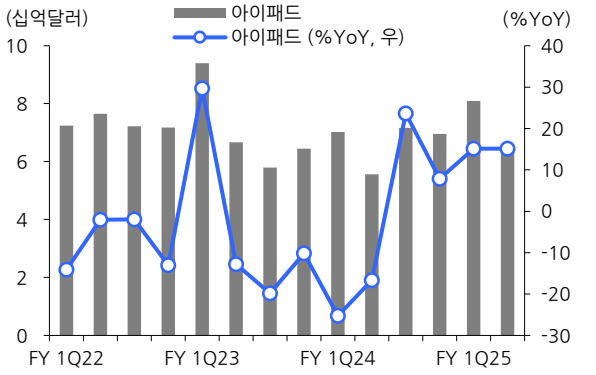
자료: LSEG, 현대차증권

<그림5> 애플 맥북 매출 & 증가율



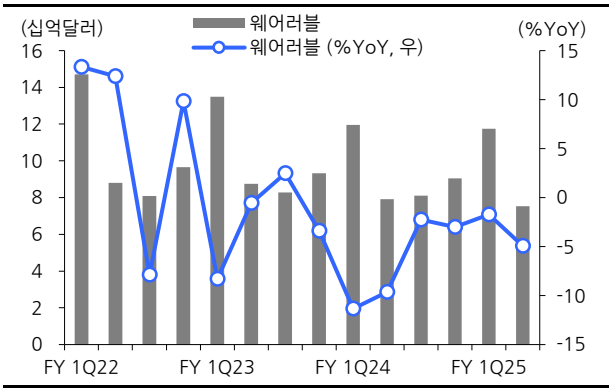
자료: LSEG, 현대차증권

<그림6> 애플 아이패드 매출 & 증가율



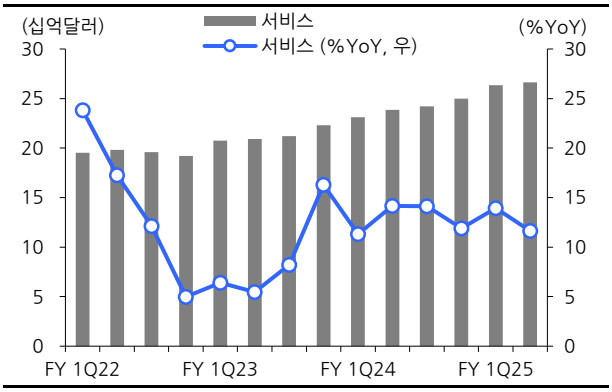
자료: LSEG, 현대차증권

<그림7> 애플 웨어러블 매출 & 증가율



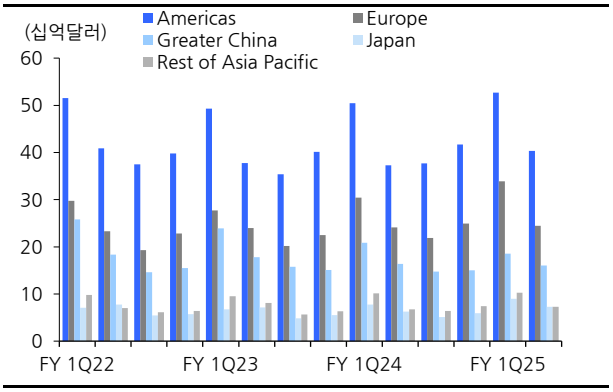
자료: LSEG, 현대차증권

<그림8> 애플 서비스 매출 & 증가율



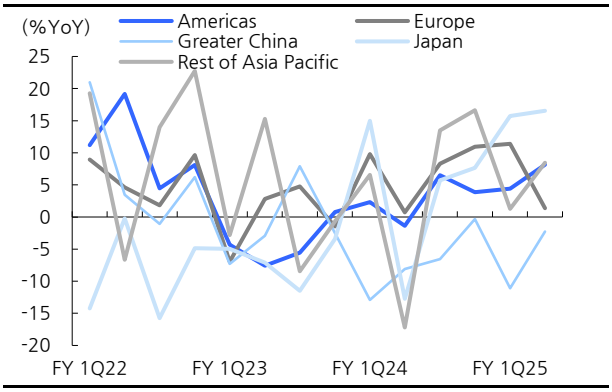
자료: LSEG, 현대차증권

<그림9> 애플 지역별 매출



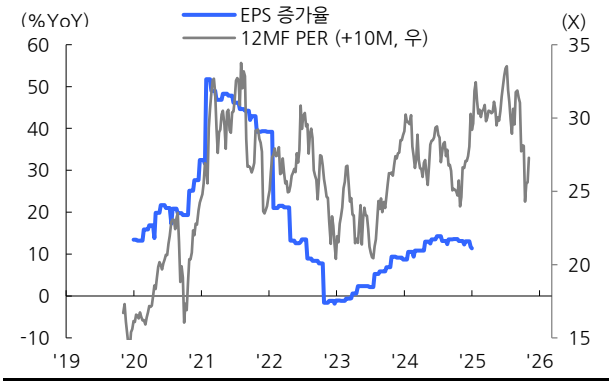
자료: LSEG, 현대차증권

<그림10> 애플 지역별 매출 증가율



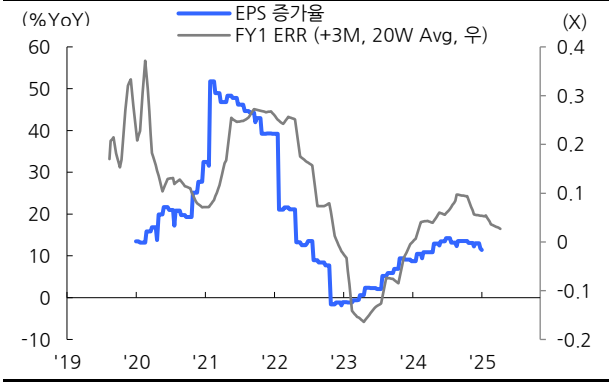
자료: LSEG, 현대차증권

<그림11> 애플 12MF EPS 증가율 & P/E



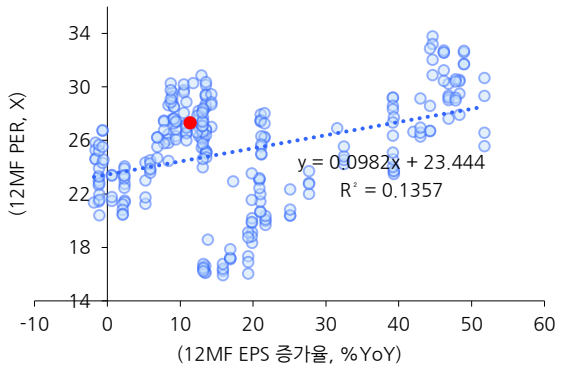
자료: LSEG, 현대차증권

<그림12> 애플 12MF EPS 증가율 & ERR



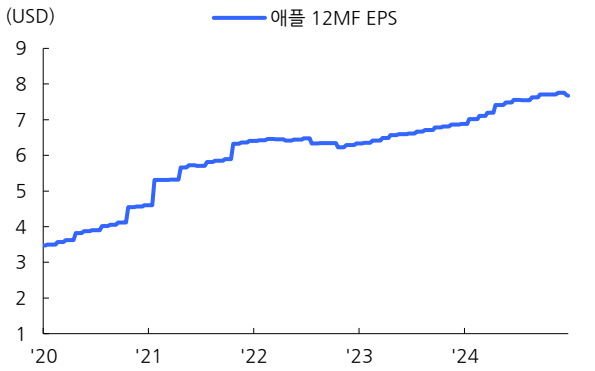
자료: LSEG, 현대차증권

<그림13> 애플 12MF EPS 증가율 & P/E 산포도



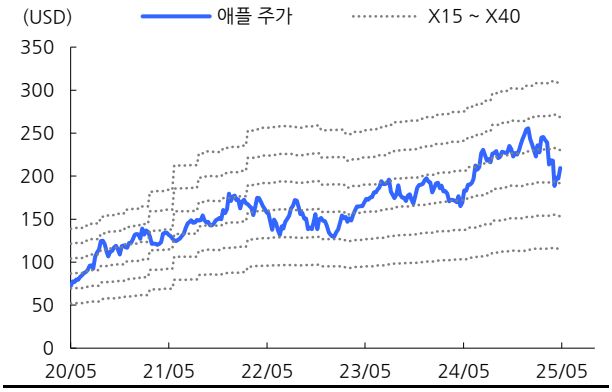
참고: 빨간 점은 선행성을 고려하지 않은 현재 12MF 이익 증가율과 멀티플
자료: LSEG, 현대차증권

<그림14> 애플 12MF EPS



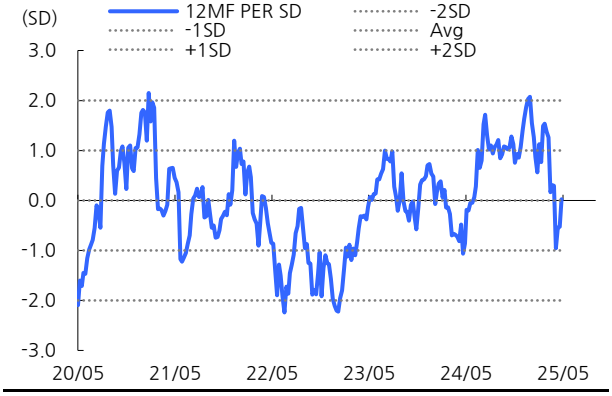
자료: LSEG, 현대차증권

<그림15> 애플 12MF P/E



자료: LSEG, 현대차증권

<그림16> 애플 12MF P/E SD



자료: LSEG, 현대차증권

아마존(AMZN. US)

밸류 메리트 뿐

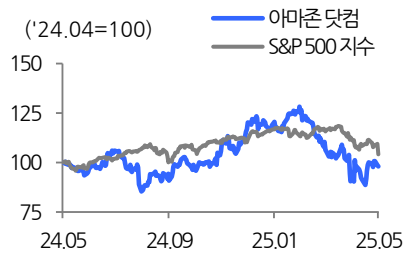
Analyst 하장권 research.ha@hmsec.com

Not Rated

현재주가 (5/7)	$185.01
블룸버그 컨센서스 목표주가	$241.54
상승여력	30.56%
시가총액(백만달러)	1,964,131.4
유통주식수(백만주)	10,616
52주 최고가/최저가(달러)	242.52/151.61
일평균 거래량(3M)	51,355,748
주요 주주 지분율	
블랙록	7.79%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	8.2	-22.5	-10.7
상대주가(%p)	-2.1	-15.9	-5.5

최근 12개월 주가수익률



자료: Bloomberg, 현대차증권

기업개요 및 실적

- 1Q25 매출액 $155.7B(+9%YoY), EPS $1.59(62%YoY)로 시장 예상치($154.9B, $1.38) 모두 상회. 컨센서스 상회한 실적에도 아마존 주가는 실적이 반영된 다음 거래일 -0.1%으로 하락하며 당일 S&P 500 지수 수익률(+1.5%) 대비 언더퍼폼
- 시장 반응이 부정적인 이유 다수. 우선 나머지 사업부의 견조한 실적에도 불구하고 AWS 매출 전년비 성장률이 19%에서 17%로 둔화하면서 시장 예상치를 하회. 경쟁사 대비 성장률이 부진하다는 우려 확산
- 가이던스까지 부진. 다음 분기 매출액 가이던스 $159B~$164B 제시하며 시장 눈높이에 부합했으나, 영업이익을 $130B~$175B로 제시하면서 시장 예상치($178B)를 큰 폭으로 하회. 주식보상 및 관세 불확실성 반영하여 보수적으로 숫자를 제시한 까닭

투자포인트 및 전망

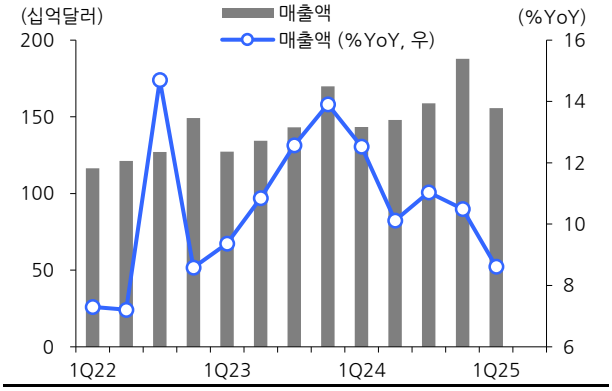
- 지난 5일 주가 기준, 동사 주가는 12MF EV/EBITDA는 11.5배로 최근 5년 기준 평균 대비 -1표준편차 수준. 밸류 메리트는 분명 존재하나, 멀티플은 이익 증가율의 함수임을 고려하면 이익 증가율이 둔화 국면에 놓여 있다는 것이 해당 종목의 핵심 우려 요인
- 관세 불확실성으로 리테일 성장률 전망이 부진한 가운데, AWS 매출까지 플랫, 내지는 둔화 국면을 직면하고 있어 전체 이익 성장률 둔화 불가피. 이런 상황을 고려하면 탄력적 멀티플 상승세는 제한적일 전망
- 주가의 또 다른 변수 요인인 이익 역시 가이던스 반영하여 하향 조정될 우려. 현재 12MF EPS와 EIBTDA 모두 Peak-out 진행되고 있어 멀티플과 이익 모두에서 상승 동력 부재한 상황

컨센서스 및 Valuation

구분	매출액 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EBITDA (백만달러)	EPS (달러)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
FY 2023	574,785	36,852	30,425	96,065	2.83	N/A	51.92	7.81	17.13	17.49	N/A
FY 2024	637,959	68,593	59,248	133,349	5.53	91.86	39.00	8.13	17.78	24.29	N/A
FY 2025F	695,307	78,186	67,022	158,248	6.19	-9.03	26.82	5.44	12.25	20.43	0.00
FY 2026F	763,030	95,529	80,124	185,524	7.32	16.41	23.04	4.42	10.45	19.32	0.00

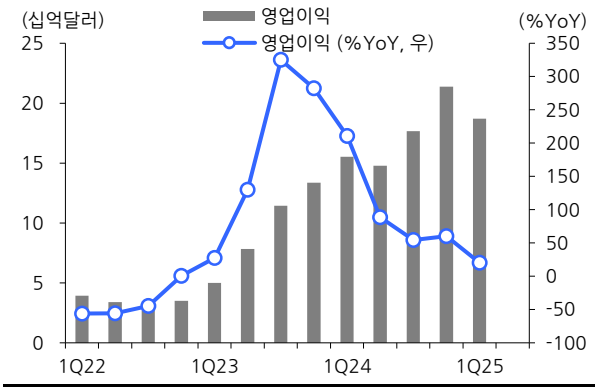
자료: Bloomberg, 현대차증권 주) 2025년 5월 7일 블룸버그 컨센서스 기준

<그림1> 아마존 매출액 & 증가율



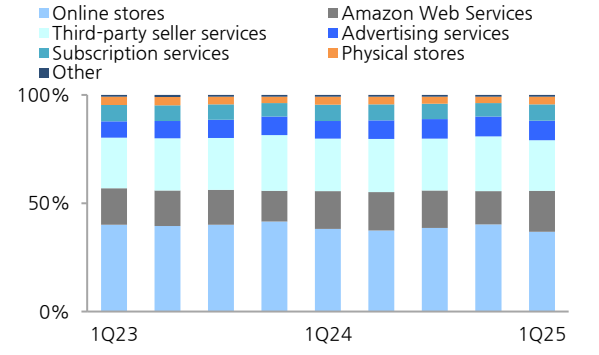
자료: FactSet, 현대차증권

<그림2> 아마존 영업이익 & 증가율



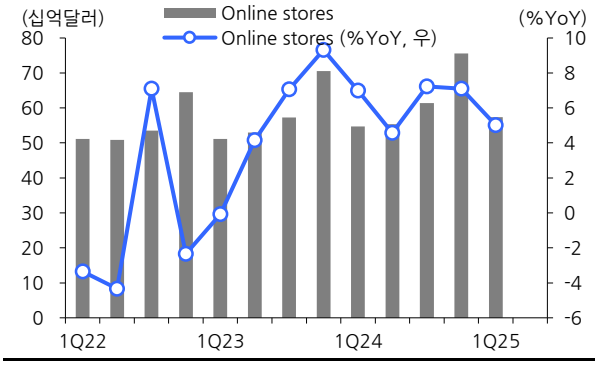
자료: FactSet, 현대차증권

<그림3> 아마존 사업부 매출 비중 추이



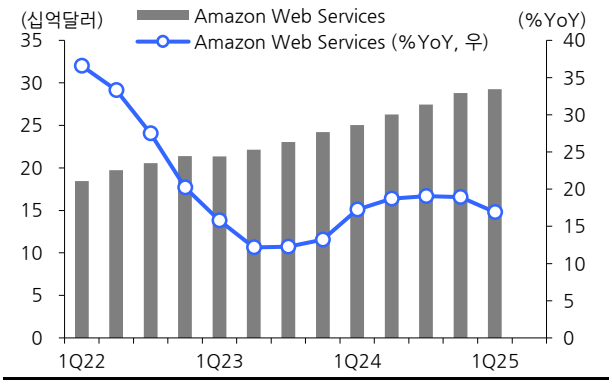
자료: LSEG, 현대차증권

<그림4> 아마존 온라인 판매 매출 & 증가율



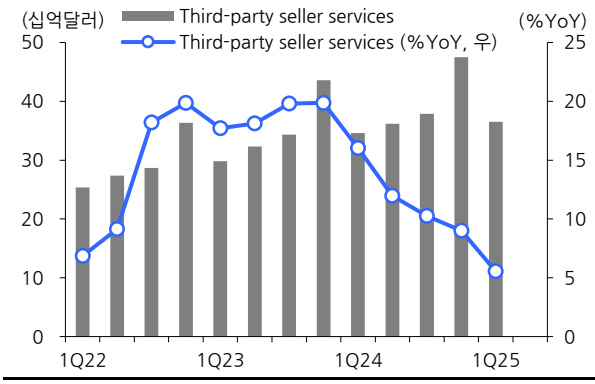
자료: LSEG, 현대차증권

<그림5> 아마존 AWS 매출 & 증가율



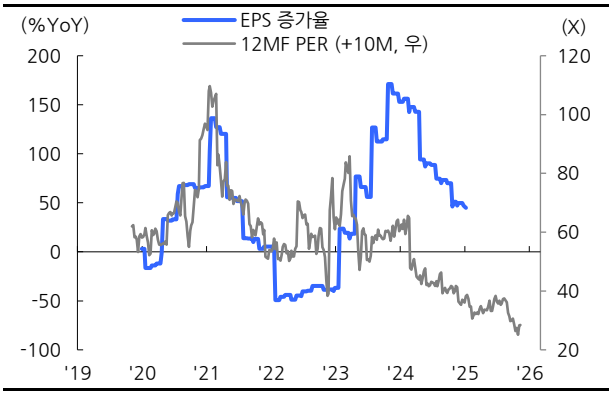
자료: LSEG, 현대차증권

<그림6> 아마존 제3자 판매 매출 & 증가율



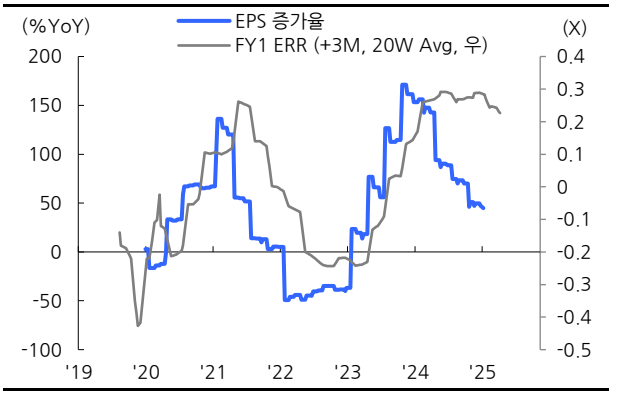
자료: LSEG, 현대차증권

<그림7> 아마존 12MF EPS 증가율 & P/E



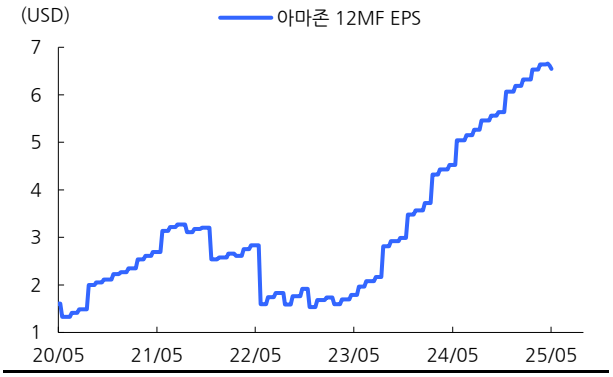
자료: LSEG, 현대차증권

<그림8> 아마존 12MF EPS 증가율 & ERR



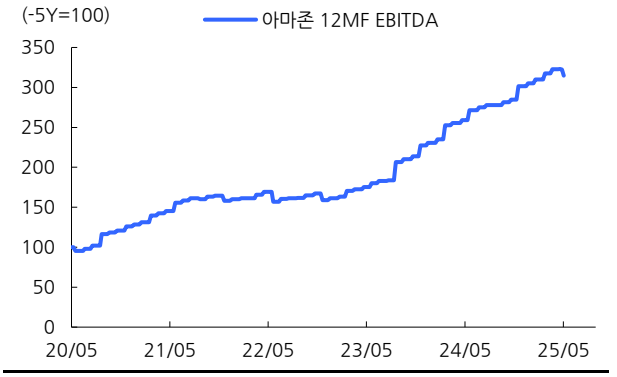
자료: LSEG, 현대차증권

<그림9> 아마존 12MF EPS



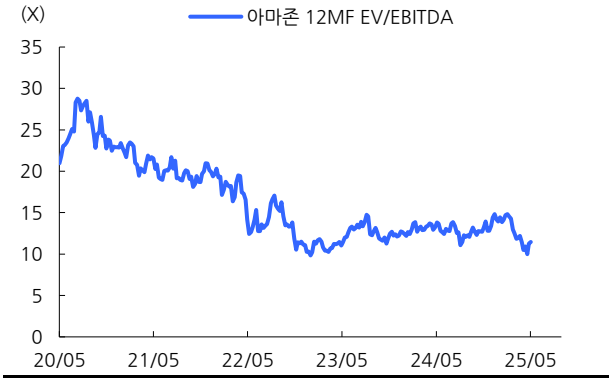
자료: LSEG, 현대차증권

<그림10> 아마존 12MF EBITDA



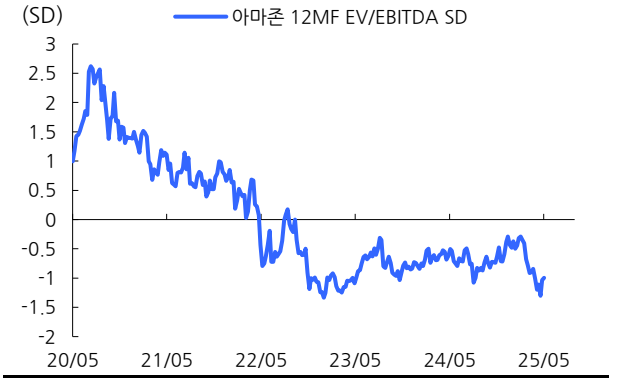
자료: LSEG, 현대차증권

<그림11> 아마존 12MF EV/EBITDA



자료: LSEG, 현대차증권

<그림12> 아마존 12MF EV/EBITDA SD

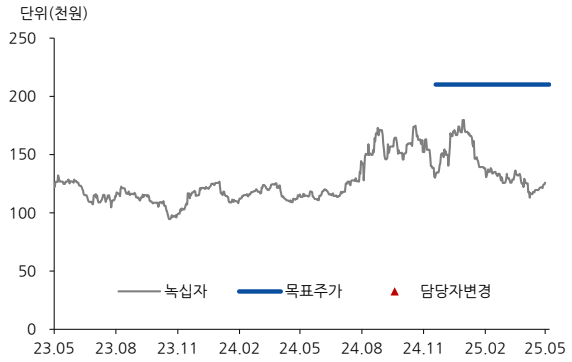


자료: LSEG, 현대차증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.11.20	BUY	210,000	-33.49	-14.52
2025.05.07	BUY	210,000		

▶ 최근 2년간 녹십자 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.