Daishin 증권

2025년 11월 05일 수요일

Morning Meeting Brief

Strategy

코스피, 전 거래일 급등 폭 되돌림

- 급등 이후 차익실현 압력 확대, AI를 중심으로 한 과도한 쏠림 완화
- ISM 제조업지수 부진, 연준 위원들 매파적 발언 등 차익실현 압력 강화
- 정책 기대감에 소외 업종 반등, 국민성장 펀드 조성 계획 등 온기 확산 가능성

정해창. haechang.chung@daishin.com

Macro

[경제학월(月)론] 정책 불확실성의 대가

- 미 대외 정책 불확실성은 완화, 대내 셧다운 등 재정정책 불확실성 여전
- 통화정책 불확실성도 여전, 더딘 고용 회복 감안하면 금리 인하 지속 가능
- 정책 불확실성 장기화에 경제주체심리 약화, 연말 소비시즌 부진 우려

이하연. hayeon.lee@daishin.com

FX

[이달의 환율] 달러 이즈 백?

- 달러인덱스는 10월초대비 반등하며 99pt대 진입. 월말 통화정책회의에서 연준은 매파적, BOJ는 완화적인 스탠스를 보인 영향
- 그간 원화 약세요인으로 작용했던 한미협상 불확실성 해소. 다만 월말 대외 달러가치 상승에 달러원환율도 반등
- 미 인하 사이클 및 글로벌 유동성 확대 국면 유효함이 다시 확인되어야 달러하락 재개와 함께 달러원환율도 하향 안정화 가능

이주원. joowon.lee2@daishin.com

Fixed Income

다소 과도했던 금리 상승, 급격한 투자심리 악화 영향

- 한국 시장금리 급등. 한때 24년 10월 인하 당시보다 높았던 국고 10년 금리
- 1) 기준금리 인하 기대 무산 우려 2) 美 추가 인하 불확실성 3) 손절성 매도
- 다소 과도했던 시장금리 상승. 통화정책 우려에도 “금리 너무 뛰었다”

공동락. dongrak.kong@daishin.com

[NDR 후기] 하나금융지주: 자본비율과 ROE에 주목

- 대손비용, ROE, 자본비율 측면 강점으로 은행 이익 상당히 견조
- 증권/캐피탈 손상차손 우려 존재, '27년 본격적인 턴어라운드 예상
- 이익 개선+환원율 상승으로 상대적으로 높은 환원 기대

박혜진. hyejin.park@daishin.com

[NDR 후기] 현대차: 현재의 우려는 2026년 기저효과가 될 것

- 투자자의 주요 3가지 관심: ①엔비디아 협력, ② 관세, ③ 주주환원
- 단기 주가 급등 이후, 2026년 실적 개선 강도 및 업황 우려 여전히 존재
- 신차라인 및 26년 CES 로봇 모멘텀 확대 가능성 감안 시, 상승 여력 충분

김귀연. Gwiyeon.kim@daishin.com

[3Q25 Review] 금호타이어: 더 이상의 소외는 과도하다

- 3Q25 OP 1,085억원으로 컨센(914억)/당사 추정(711억) 대비 서프 기록
- 공장화재/미국 관세 영향을 고인치 타이어 비중 확대/판가 인상으로 상쇄
- 우려 대비 양호한 이익체력 감안 시, 더 이상의 소외는 과도하다는 판단

김귀연. Gwiyeon.kim@daishin.com

[3Q25 Review] 크래프톤: 펍지, 신작, 투자 모두 속도 조절

- 3Q 영업이익 컨센 하회. 비용 증가로 성수기 효과는 제한적이었음
- 펍지 PC, 모바일 모두 경쟁작 영향으로 성장세 둔화 지속 전망
- 차기 신작은 2H26 출시 예상. 실적, 신작 모멘텀 둔화 예상, 보수적 접근 추천

이지은. Jeeeun.lee@daishin.com

[3Q25 Review] 대덕전자: AI, 자율주행으로 매출 확대. 밸류에이션의 상향~

- 3Q25 영업이익 245억원으로 컨센서스(169억원) 45% 상회
- AI 서버향 MLB 및 메모리향 패키지 등 동시에 매출 증가
- FC BGA 턴어라운드, AI 및 자율주행 진입으로 재평가 진행

박강호. kangho.park@daishin.com

[3Q25 Review] 비에이치: 2026년 좋다~

- 3Q25 영업이익(345억원)은 컨센서스(507억원) 하회
- 미래 경쟁력 확보차원에서 경성PCB(HDI) 투자 증가, 비용 반영
- 저평가(2025년 P/B 0.8배), 2026년 영업이익은 126%(yoy) 증가 추정

박강호. kangho.park@daishin.com

[Issue Comment] KT: 유심 무료 교체

- 해킹 사고에 대한 조치로, 전고객인 1.7천만명 대상 유심 무료 교체 결정. 11/5부터 접수
- 당사 추정 비용은 약 1천억원, 실제 반영되는 비용은 30% 수준 전망. 일부 고객의 정보만 유출. 유심정보보호 서비스라는 대안
- 차기 CEO 선임 절차 착수. 주가 불확실성을 일찍 해소한 측면에서는 긍정적

김회재. hoijae.kim@daishin.com

[3Q25 Review] GS 건설: 안정된 주택에 더해진 베트남 효과

- 3Q25 연결 영업이익 1,485억원(+81.5% yoy) 기록. 컨센서스 상회
- 신사업이 베트남 효과로 좋았고, 주택도 일회성 없이 양호한 수익성
- 이니마 매각 결정으로 재무구조 우려 해소. 딜클로징 시점은 미정

이태환. taehwan.lee@daishin.com

[3Q25 Review] 세아베스틸지주: 우리도 '방산' 합니다

- 3Q25 연결 영업이익 267억원(+9.5% yoy) 기록. 시장 컨센서스 부합
- 시장 침체로 철강 판매량은 부진했고 수익성도 약화. 시장 변화 필요
- 항공용 알루미늄 소재 신규공장 투자 결정. 또 하나의 미래 성장 동력

이태환. taehwan.lee@daishin.com

[3Q25 Review] 휴젤: 체질 개선이 필요한 상황

- 투자의견 매수 유지, 목표주가 400,000원으로 하향(-22%)
- 3Q25 OP 474억원으로 컨센(588억) 하회. 국내 부진, 추가 비용이 원인
- 해외는 성장 모멘텀 유지, 2026년 마진 정상화 구간 진입 전망

한송협. songhyeop.han@daishin.com

[3Q25 Review] 셀트리온: 원가율 정상화 국면 진입

- 3Q25 매출 1조 290억원(+16.7% yoy), 영업이익 3,014억원(+45.1% yoy)
- 고수익 신제품 확대에 따른 이익률 개선 가속화
- 4분기 이익률 개선 지속, 26년 미국 공장 실적 반영 전망

이희영. heeyoung.lee@daishin.com

Strategy

Strategist Jr. 정해창
haechang.chung@daishin.com

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

코스피, 전 거래일 급등 폭 되돌림

- 급등 이후 차익실현 압력 확대, AI를 중심으로 한 과도한 쏠림 완화
- ISM 제조업지수 부진, 연준 위원들 매파적 발언 등 차익실현 압력 강화
- 정책 기대감에 소외 업종 반등, 국민성장 펀드 조성 계획 등 온기 확산 가능성

급등 이후 차익실현 압력 확대, 과도한 쏠림 완화

코스피는 APEC 전후 반영된 기대감과 급등세 소화하며 숨고르기 장세 돌입. 전일 상승분(114pt)의 대부분인 100pt를 되돌림. 트럼프 대통령, CBS 인터뷰에서 "가장 진보된 칩은 미국 외 보유 불가" 발언 재조명. 맥락상 중국을 염두에 둔 발언이지만 한국의 블랙웰 GPU 26만 장 확보 기대감 일부 훼손. 팔란티어 3분기 실적 예상치 상회, 4분기 가이던스 상향에도 불구 시간외 주가 5%대 하락. 글로벌 증시 전반에서 AI 쏠림 현상 이후 차익실현 압력 증가. 예상치 하회한 ISM 제조업지수(48.7) 및 연준 위원들의 연이은 매파적 발언 등도 차익실현 압력 강화 요인으로 작용

APEC 전후 급등했던 업종(자동차, 조선, 증권 등) 하락. 반도체 업종은 삼성전자/SK하이닉스 하락에도 장비주는 상승하며 쏠림 완화 및 순환매 장세로 해석

반도체: SK하이닉스(-5.5%), 삼성전자(-5.6%) / 이오테크닉스(+20.5%) 등

조선/방산: HD현대중공업(-6.6%), HD한국조선해양(-4.6%), 한화오션(-1.6%) 등

자동차: 현대차(-5.3%), 기아(-2.8%), 현대모비스(-1.2%) 등

증권: 미래에셋증권(-6.7%), 한국금융지주(-4.9%), 키움증권(-4.4%) 등

정책 기대감에 소외 업종 반등, 국민성장 펀드 조성 계획 등 온기 확산 가능성

이재명 대통령, 국회 예산안 시정연설 진행. 5년간 150조 원 규모 국민성장 펀드 조성 계획 발표 주목. 9월 정부 발표에 따르면 국민성장 펀드는 AI, 반도체, 바이오, 백신, 방산, 로봇, 수소, 이차전지, 디스플레이, 미래차 등 10대 첨단산업 및 밸류체인에 투자 예정. 취약계층 및 민생지원 등 균형발전 정책 방향도 함께 제시

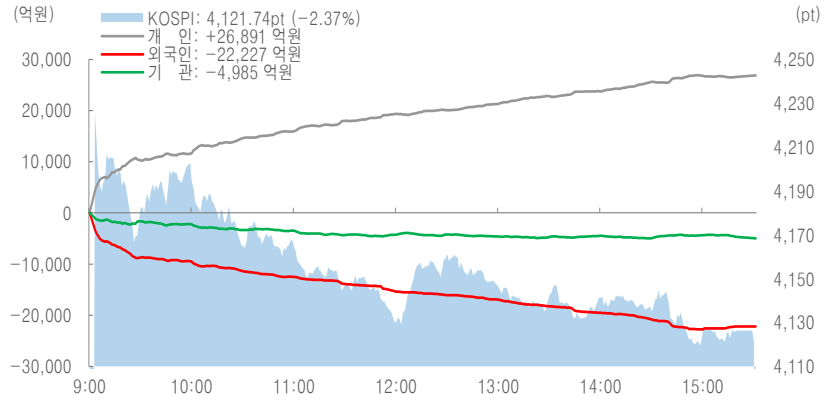
쏠림 현상이 상대적으로 덜했던 바이오, 백신, 중소형주, 내수주, 코스닥 종목 중심으로 순환매 전개

바이오/백신: SK바이오사이언스(+18.3%), 한미약품(+6.5%), 신풍제약(+9.5%) 등

필수소비재: 롯데칠성(+4.8%), 농심(+3.0%), 오리온(+2.1%), 삼양식품(+1.8%) 등

소매/유통: 현대백화점(+5.4%), 신세계(+3.4%), BGF리테일(+1.3%) 등

KOSPI 투자주체별 수급 및 장중흐름



자료: 대신증권 Research Center

Macro

정책 불확실성의 대가

Economist 이하연
hayeon.lee@daishin.com

- 미 대외 정책 불확실성은 완화, 대내 셧다운 등 재정정책 불확실성 여전
- 통화정책 불확실성도 여전. 더딘 고용 회복 감안하면 금리 인하 지속 가능
- 정책 불확실성 장기화에 경제주체심리 약화, 연말 소비시즌 부진 우려

미 대내·외/통화·재정 정책 불확실성 장기화로 4분기 경기 둔화 우려

미·중 정상회담이 마무리되고 무역전쟁은 휴전에 들어가면서, 시장 관심은 미국 내 정치 이벤트로 향하는 중. 4일 일부 주 지방선거(주지사, 시장 등) 예정, 5일 IEEPA 위법 여부 판결 시작. 특히 역대 최장기간으로 이어지고 있는 셧다운 여파가 확인되기 시작

완화 기조 지속이 예상됐던 미국 통화정책도 10월 FOMC회의 이후 불확실성 고조. 취약한 고용 여건에 금리 인하를 재개했으나, 셧다운으로 경제지표 발표가 지연되면서 연준은 추가 금리 인하에 신중한 입장. 연준 내 일부는 관세 부과로 인한 물가 상승을 여전히 우려하고 있으나, 고용 회복이 더뎌 통화 완화 기조 지속 예상. 고용 지표 부진 확인 시, 금리 인하 기대 재유입 가능. 게다가 시중 유동성은 축소되고, 단기 금융시장 불안이 꾸준히 재기되고 있다는 점도 감안할 필요

끊임없는 대내외 정책 불확실성에 경제주체 심리 위축. 관세 부과 앞두고 선수요에 개선됐던 기업 경기지수 부진. 특히 향후 경기 개선 기대가 낮아 경기 회복 제한. 소비심리도 약화, 연말 소비시즌 지출 부진 우려. 비미국의 수출 수요 둔화 요인

다만, 경기 부진이 정부 재정 지출 확대를 자극할 가능성. 특히 주요국 정부 주도로 공급망 분리 및 안보 관련 투자는 지속될 전망. 미국은 이전과 달리 우방국과 협력 강화가 예상. 유로존 주요국은 3분기에 이어 인프라 투자 등 총고정자산투자 중심 성장 예상. 일본은 신임 다카이치 총리가 국방비 지출 증대 예고

셧다운 장기화로 재무부 잔고 증가

자료: FRB, 대신증권 Research Center

FX

달러 이즈 백?

Economist /FX 이주원
joowon.lee2@daishin.com

10월 외환시장 리뷰: 또 못 빠진 달러원 환율

달러인덱스는 10월초대비 반등하며 99pt대 진입. 미 정부 셧다운 장기화되는 가운데, 프랑스, 일본 등 비미국 정치 불확실성 및 미중갈등 동향에 따라 등락을 보였음. 여기에 월말 주요국 통화정책회의에서 FED는 매파적, BOJ는 완화적인 스탠스를 보이며 달러강세압력 확대

그간 원화 약세요인으로 작용했던 한미협상 관련 불확실성은 해소. 달러원환율은 협상 타결 전 1,440원대까지 상승했으나, 이후 1,420원대로 레벨을 낮췄음. 다만 월말 대외 달러가치가 상승하며 달러원환율도 반등

11월 외환시장 프리뷰: 끝이 보이는 정책 불확실성

미국 셧다운 장기화되는 가운데, 프랑스, 영국 등 주요 비미국도 예산안 수립에 난항을 겪으며 재정정책 불안 요인 여전. 여기에 최근 연준이 신중한 스탠스 보이며 통화정책 경로 불확실성까지 부각

그러나 셧다운 종료 후 경제지표에서 미 경기 둔화 조짐 확인될 경우 금리인하 기대는 다시 살아날 것으로 예상. 미국 중심 글로벌 유동성 확대에 따른 위험선호 심리 국면은 유효하며, 정책 불확실성 해소에 달러는 약세를 재개할 공산이 큼

달러원환율의 경우 한미협상이 극적으로 마무리되며 그간 원화 약세요인으로 작용했던 정책 불안요인은 해소. 다만 주요국 통화정책 경로 불확실성 부각되며 반등한 상황. 미 금리인하 사이클 및 글로벌 유동성 확대 국면 유효함이 다시 확인되어야 대외 달러가치 하락과 함께 달러원환율도 하향 안정화 가능할 전망

향후 3개월 FX 전망

	USD	EUR	JPY	CNY
Fundamental	− • 셧다운 장기화에 따른 경기하방 리스크 불가피 • 연말 소비 눈높이 하향 조정	+ • 올해 성장률 전망치 상향조정 • 독일 주도 서베이 지표 개선되고 있으나 낙관론 확산은 제한적	+ • 대외 통상여건 악화 vs. 내수는 완만히 회복 중 • 도쿄 CPI 상승률 반등한 가운데 엔저로 인한 수입물가 부담 잔존	− • 하반기 성장률 상반기보다 낮아질 가능성 • 내수 개선 시그널 제한적
Policy	0 • 연준 인하사이클 유효 • 데이터 발표 지연에 통화정책 불확실성 부각될 여지	− • 주요국 정책 불확실성 여전, 재정 리스크 잔존	0 • 정책 수립과정에서 확장재정에 따른 부담 부각될 여지 • 그러나 BOJ 금리인상 기조 유효	0 • 미중협상 마무리 • 장기적으로 기술 자립, 내수 확대 동시에 추구하는 만큼 인위적인 위안화 약세 조성 가능성 제한적
Sentiment/ Trading	+ • 글로벌 유동성 확대 및 위험선호 심리 국면 유효 • 비미국도 정책 불확실성 남아있어 상대적 달러 강세가 될 소지	0 • 재정리스크에 유로화 수요 약화 • vs. 투기포지션은 여전히 순매수	+ • 정책 수립 및 BOJ 스탠스 확인 과정에서 변동성 확대 주의 • 미 셧다운 장기화 및 경기 불안 부각될 경우 안전선호 확대 가능	+ • 미중갈등 완화는 위안화 자산 투자심리에 긍정적
Range	90~105	1.05~1.20	145~158	7.00~7.40
KRWUSD	• 한미협상이 극적으로 마무리되며 그간 원화 약세요인으로 작용했던 정책 불안요인은 해소. 다만 주요국 통화정책 경로 불확실성 부각되며 달러원환율은 다시 상승 • 미 금리인하 사이클 및 글로벌 유동성 확대 국면 유효함이 다시 확인되어야 대외 달러가치 하락과 함께 달러원환율도 하향 안정화 가능할 전망 • 향후 3개월 Range: 1,360~1,480원			

자료: 대신증권 Research Center

Fixed Income

다소 과도했던 금리 상승, 급격한 투자심리 악화 영향

- 한국 시장금리 급등. 한때 24년 10월 인하 당시보다 높았던 국고 10년 금리
- 1) 기준금리 인하 기대 무산 우려 2) 美 추가 인하 불확실성 3) 손절성 매도
- 다소 과도했던 시장금리 상승. 통화정책 우려에도 "금리 너무 뛰었다"

Fixed Income Strategist 공동락
dongrak.kong@daishin.com

한국 시장금리 급등: 인하 기대 무산 우려, 손절성 물량 등 충격

한국 시장금리가 인하 기대 무산 우려, 손절성 매도 물량 등의 여파로 장중 큰 폭으로 상승했다.

한때 시장금리는 지난해 금리 인하 사이클 개시 당시(25년 10월 11일)보다 높은 수준을 나타내기도 했으나(채권 가격 하락), 막판 하락 반전했다.

4일 한국 채권 벤치마크인 국채 10년 금리는 전일대비 0.004%p 하락한 3.082%를 기록했다. 국고 3년과 5년 금리는 각각 2.729%, 2.879%를 기록, 역시 소폭 빠졌다.

국고 10년 한때 3.15% 상회. 지난해 기준금리 인하 개시 당시보다 높은 수준

시장금리는 거래 출발부터 상승세를 보이며 한때 3.15%을 웃돌았고 오후장까지 높은 수준에서 등락을 보였다. 장 마무리 국면에 대기 매수세가 유입되며 상승 폭을 줄인 이후 마감 종가 기준으로 전일보다 소폭 금리가 빠지며 거래를 마쳤다.

당사는 이번 시장금리 급등의 원인으로 1) 한국 기준금리 인하 기대 무산 우려 2) 연준의 10월 기준금리 인하 이후 12월 인하에 대한 경계성 발언 3) 시장금리 누적 상승에 따른 손절 매도 물량 등을 지목한다.

특히 손절 물량의 경우 지난해 10월 기준금리 인하 개시(3.50%에서 3.25%로 25bp 인하) 당시에 비해 지표 금리가 더욱 높게 뛴데 따른 부담감의 표출이란 의미를 지니고 있다고 평가한다. 그간 지속적인 기준금리 인하를 통해 총 100bp나 기준금리가 낮아졌음에도 오히려 시장금리는 당시 수준까지 다시 높아진 데 따른 충격이 거래 동향에도 반영됐다는 의미다.

또한 장중 호주 중앙은행(RBA)이 기준금리 동결과 함께 향후 인하 기대를 제어하는 성격의 매파적인 발언을 내놓은 것도 부담이었다.

다소 과도했던 시장금리 상승. 1) 美 추가 인하 가능 2) 韓 마이너스 GDP 갭

당사는 이 같은 시장금리의 상승에 대해 '다소 과도했던 상승'이라는 의견을 밝히고자 한다. 그간 시장금리 동향을 추세적으로 이끌어 왔던 기준금리 인하에 대한 기대가 급격하게 악화됐지만 지나친 투자심리 위축에 따른 불안감이 현 금리 수준에 반영됐다는 것이다.

실제 이번 금리 급등의 원인 가운데 하나로 지목되고 있는 12월 미국 기준금리 결정에 대한 불확실성 우려는 FedWatch 기준으로 여전히 인하 확률이 절대적으로 높은 수준을 유지하고 있다.

또 한국 기준금리 인하 사이클이 이미 종료된 것이 아닌가에 대한 우려 역시 적어도 내년 상반기까지 마이너스 GDP 갭 상황이 지속될 여지가 크다는 점을 고려할 때 인하 기조 자체를 접을 단계는 아닌 것으로 보인다.

국내 NDR 후기

하나금융지주 (086790)

자본비율과 ROE에 주목

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

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	110,000 유지
현재주가 (25.11.04)	87,900 은행업종

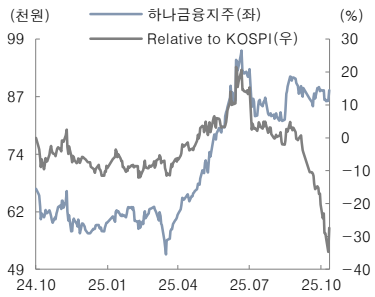
- 대손비용, ROE, 자본비율 측면 강점으로 은행 이익 상당히 견조
- 증권/캐피탈 손상차손 우려 존재, '27년 본격적인 턴어라운드 예상
- 이익 개선+환원율 상승으로 상대적으로 높은 환원 기대

[애널리스트 코멘트]

대손비용과 ROE, 자본비율 측면에서 경쟁사 대비 강점 보유. 은행 이익 상당히 견조하나 비은행 계열사, 특히 증권/캐피탈의 손상차손 인식에 따른 낮은 이익 기여도가 투자자들의 공통된 우려 요인이었음. 증권사들이 사상 최고 이익을 경신하는 환경에서 전술한 요인은 안타깝지만 2027년부터 본격적인 턴어라운드 예상되는데, 같은 시기 총 환원율 60%를 기대할 수 있기에 이익 개선과 더불어 환원율 상승으로 상대적으로 높은 환원을 기대 할 수 있을 것

KOSPI	4,121.74
시가총액	24,465십억원
시가총액비중	0.74%
자본금(보통주)	1,501십억원
52주 최고/최저	96,500원 / 52,200원
120일 평균거래대금	773억원
외국인지분율	67.68%
주요주주	국민연금공단 8.88% The Capital Group Companies, Inc. 외 28 인 6.62%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.6	6.7	37.1	45.8
상대수익률	-14.4	-18.5	-14.8	-8.4



[배당 관련]

금번 자사주 매입 규모 시장 컨센서스 대비 소폭 하회, 관련하여 기말 현금배당으로 조절할 가능성 높음. 배당소득 분리과세 관련 동사 개인 주주 비중 7%에 불과하기 때문에 현금배당/자사주 비중 조정 긍정적으로 검토 중에 있으며 감액배당 여력 7조원으로 '26년 3월 주총 통과한다면 기말배당부터 적용됨. 금융당국과 공감대 형성되면 실시할 가능성 높음. TSR관련 ROE 10%가 관건인데 RWA 연간 4% 성장 가능하면 총 환원율 60% 지속가능할 것으로 사측은 판단

[비은행 계열사 관련]

해외 CRE 때문에 손실 지속. 이 부문 투자 늘리고 있지 않아 손실은 제한적, 2027년 본격적 개선 예상하며 비이자이익 비중 30% 목표. 증권은 3분기말 기준 자본 6.1조원으로 상업용 부동산 익스포저 증권 7~8,000억원, 캐피탈 3,000억원 잔존. 3분기까지 누적 3,000억원 손상 인식. 연말 발행어음 인가 새로운 기회로 모색. 손해보험 2,000억원 증자 관련 5년간 550억원 이익 증가 기대, 현재로써 M&A검토는 하고 있지 않음

[대손비용 관련]

올해-내년 20~30bp 수준에서 관리 가능할 것. 카드 연체율 하락은 민생회복지원금 영향이 컸으며 PF관련 추가 인식 예상하여 내년 CCR은 '25년 대비 하락은 쉽지 않을 전망. 4분기는 과징금 등 고려하여 30bp 초반 예상

[과징금 관련]

홍콩 ELS 과징금 관련 위반 행위 중대성 기준 매우중대/중대/경미 가운데 중대, 감경사유 75% 적용한 과징금 1,200억원 선이 합리적 기준으로 사측은 추정. 시나리오별 과징금 레인지는 최소 367억원~최대 5,800억원 예상

LTV 담합 관련 담합은 경제적 이득이 있어야 하는데 오히려 비율을 낮춰 대출 잔액이 낮아져 이자이익이 감소함. 이를 담합으로 볼 수 없으나 예상 과징금 일부를 충당금 처리 할 가능성 있음

NDR 후기

현대차 (005380)

현재의 우려는 2026년 기저효과가 될 것

김귀연

gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	330,000 유지
현재주가 (25.11.04)	276,000
	자동차업종

- 투자자의 주요 3가지 관심: ①엔비디아 협력, ② 관세, ③ 주주환원
- 단기 주가 급등 이후, 2026년 실적 개선 강도 및 업황 우려 여전히 존재
- 신차라인 및 26년 CES 로봇 모멘텀 확대 가능성 감안 시, 상승 여력 충분

투자 판단: 2025년의 우려는 2026년의 기저로 작용. 더 커질 우려는 없을 것

1) 관세 15% 인하, 2) 엔비디아 협력 기대에 2025.10월 이후 주가 반등. 단기에 주가 급등한 이후, 2026년 실적 개선 강도 및 업황에 대한 우려는 여전히 존재. 당사는 현대차 **1) 2026년 신차 라인업(팰리=>투싼/아반떼/그랜저/싼타페, 2) 관세 인하 및 상쇄(환급/컨틴전시 플랜), 3) 유럽/인도 물량 개선 가능성, 4) 2026년 CES 통한 로보틱스 모멘텀 강화 가능성 감안 시, '26년 추세 상승 가능성은 충분**하다는 판단

투자자의 주요 3가지 관심: ①엔비디아 협력, ② 관세, ③ 주주환원

11/3~4일 기관투자자 대상 현대차 NDR 진행. 대다수 기관투자자들의 관심은 1) 엔비디아 협력(블랙웰GPU 5만장 관련 디테일), 2) 관세, 3) 주주환원. 이 외에 로보틱스, 2026년 신차 및 실적 전망에 대한 내용이 주를 이루었음

[엔비디아 협력] 현재 MOU 단계로 확정된 계획이나 투자 일정 제한적. 큰 틀에서 AI팩토리, 피지컬AI, 로보틱스 투자하겠다는 방향성 정도만 전달. 정부와 투자 일정 감안해서 2030년까지 블랙웰칩 구매 및 관련 투자 현실화될 것으로 예상. 관련한 논의 구체화되면서 추가로 소통할 기회 만들 수 있을 것

3Q26 SDV 페이스카 공개, 2H27 자율주행 레벨2+ 양산차종에 순차적용 일정에 변화 없음. '26년 신형 그랜저에는 플레오스 인포테인먼트 기능 도입 계획

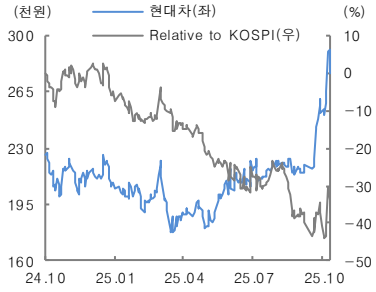
[관세] 2Q 8,280억 => 3Q 1.8조원 반영. 재고 소진 및 부품 관세 반영으로 QoQ 영향 확대. 컨틴전시 플랜 통한 경상 예산 절감/물량 재배치/투자 이연 등 통해 60%가량 손익 만회. 금액 기준 1조원 수준으로 이연된 투자 집행 등 영향 감안 시, 해당 규모 지속되긴 어려움. 다만, 2026년 부품 Import Adjustment Offset 및 비용 절감 노력, 현지화 등 통해 최대한 상쇄할 수 있도록 노력할 것

[주주환원] 2025~27년 TSR 35%/최소배당 1만원 가이던스/4조원 자사주 매입 정책엔 변화 없음. 자사주 매입은 2025년 관세로 인한 실적 불확실성 컸기에 결산 실적 나오고 2026년에 매입규모 확정할 계획. 이후에는 실적 가시성에 따라 연중에도 해당연도 자사주 매입 진행할 수 있을 것. 배당은 회사/정부의 정책 방향성(배당소득분리과세 등) 감안 시, DPS 축소 가능성은 제한적이라 판단(2024년 연간 DPS 1.2만원)

[4Q25/2026년 전망] 4Q25 변수별로 보면 (+) QoQ 인센 하락, 환율 안정세, 팰리 신차 효과, (-) 25% 관세 지속, 계절성(연말 비용집행 확대) 등이 주요함. (-) 요인들의 4Q 불확실성 있는 상황이라 방향성 명확히 보긴 어려우나, 컨틴전시 플랜 등 지속에 따라 수익성 확보 최대한 노력할 것. 2026년 사업계획 진행중. 기본적으로 관세 15% 인하로 YoY 부담 일부 완화될 것으로 예상. 견조한 P/Q 효과 지속되는 가운데, 2026년 신차 사이클 돌입에 따라 수익성 개선 노력할 것. 1H26 그랜저 FL/아이오닉5(유럽)/스타리아 EV => 2H25 투싼/아반떼FMC/GV90(신규)/싼타페 FL 출시 계획 (*뒤에 주요 QnA 전체 내용 첨부)

KOSPI	4121.74
시가총액	68,937십억원
시가총액비중	2.07%
자본금(보통주)	1,135십억원
52주 최고/최저	291,500원 / 177,500원
120일 평균거래대금	1,739억원
외국인지분율	35.69%
주요주주	현대모비스 외 11 인 30.67% 국민연금공단 7.31%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	25.5	30.8	45.7	27.5
상대수익률	8.0	-0.1	-9.5	-19.9



Results Comment

금호타이어 (073240)

더 이상의 소외는 과도하다

김귀연

gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 6,500
상향

현재주가 4,575
(25.11.04)

자동차업종

- 3Q25 OP 1,085억원으로 컨센(914억)/당사 추정(711억) 대비 서프 기록
- 공장화재/미국 관세 영향을 고인치 타이어 비중 확대/판가 인상으로 상쇄
- 우려 대비 양호한 이익체력 감안 시, 더 이상의 소외는 과도하다는 판단

투자의견 매수 유지, 목표주가 6,500원 상향(+16%)

TP 6,500원은 12MF EPS 9,466원에 Target PER 6.3배 적용. 2026년 손익에서 화재보험금 수취에 따른 손익 영향 제외하였으며, 목표배수는 피어그룹 평균에 MS/오버행 우려 감안하며 20% 할인. 우려했던 광주공장 화재/미국 관세 영향을 1) 고인치 타이어 비중 확대, 2) 판가인상으로 상쇄한 점 긍정적. 4Q25 미국 관세 인하 전 선수요 기저 영향은 있겠으나, 1) 광주 1공장 가동률 개선, 2) 고인치 비중 확대 지속, 3) 고무/운임 하락 영향으로 QoQ 수익성 부담 제한적일 것. 2025년 YTD 주가수익률 -4.2%로 시장 관심에서 철저히 소외. 개선된 이익체력 감안 시, 매수전략 유효

3Q25 매출 1.1조(YoY -0.1%, 이하 YoY), OP 1,085억(-23%), OPM 10% 시현

OP 컨센(914억)/당사 추정(711억) 상회하는 호실적 기록. 2025.05월 광주 2공장 화재(광주 전체 Capa 연산 1,200만본/일산 3.3만본)로 인한 차질에도, 1) 고인치 타이어 비중 확대(3Q25 43.3%/YoY +1.5%pt/QoQ +0.3%pt), 2) 미국 중심 판가 인상 효과로 안정적인 수익성 유지. 3Q25 미국 관세 영향 약 360억 반영됐으나, 판가 인상으로 50%가량 상쇄한 것으로 파악

4Q25 OP 1,360억(-10%), OPM 11% 전망. 저점에서 점진적인 개선 예상

3Q25 미국의 본격적인 가격인상 전 수요효과 감안 시, 4Q25 QoQ 수요 효과는 제한적일 가능성. 하지만, 1) 우호적인 환율, 2) 광주 1공장 가동률 개선(3Q25 일 3,000본 => 2026년 1만개 타겟), 3) 원재료비 하락효과 지속, 4) 믹스/판가인상 통한 관세 상쇄율 확대(3Q25 50% => 2026년 75%)로 3Q25 저점으로 점진적인 개선세 전망. 참고로, 유럽 EUDR 고무 규제 관련해서는 대체 물량 대응 전략 지속 검토 중이며, 현재 추가 연기 가능성도 제기되고 있어 상황 주시중인 것으로 파악

(단위: 십억원, %)

구분	3Q24	2Q25	3Q25					4Q25		
			직전	잠정치	YoY	QoQ	Consen	추정	YoY	QoQ
매출액	1,115	1,221	1,134	1,114	-0.1	-8.8	1,110	1,244	0.3	11.7
영업이익	140	175	71	109	-22.6	-38.1	91	136	-10.0	25.4
순이익	88	-1	77	83	-6.3	흑전	47	46	-39.6	-44.7

자료: 금호타이어, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

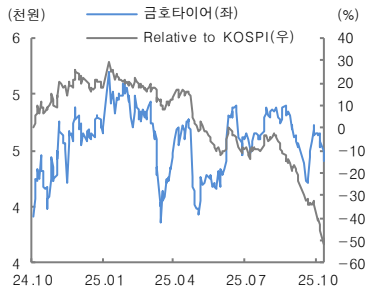
(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,041	4,532	4,786	4,992	5,278
영업이익	411	589	566	571	637
세전순이익	227	433	295	807	580
총당기순이익	172	352	242	617	444
지배지분순이익	158	325	224	573	412
EPS	549	1,131	780	1,994	1,433
PER	9.8	4.2	6.4	2.5	3.5
BPS	4,401	5,990	6,779	8,782	10,225
PBR	1.2	0.8	0.7	0.5	0.4
ROE	13.2	21.8	12.2	25.6	15.1

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

KOSPI	4121.74
시가총액	1,314십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	1,436십억원
52주 최고/최저	5,250원 / 4,105원
120일 평균거래대금	25억원
외국인지분율	6.70%
주요주주	상해이코리아 45.00% 한국산업은행 7.43%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.9	-2.6	-2.3	3.0
상대수익률	-16.4	-25.6	-39.4	-35.3



Results Comment

크래프톤 (259960)

펍지, 신작, 투자 모두 속도 조절

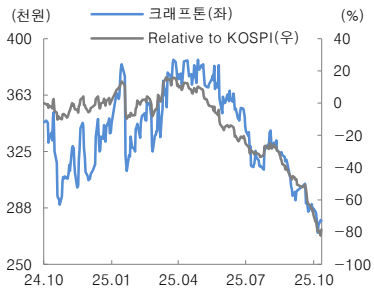
이지은

jeeeun.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	410,000 하향
현재주가 (25.11.04)	279,000
	디지털컨텐츠업종

KOSPI	4121.74
시가총액	13,223십억원
시가총액비중	0.40%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	386,000원 / 271,000원
120일 평균거래대금	402억원
외국인지분율	42.33%
주요주주	장병규 외 31 인 21.90% IMAGE FRAME INVESTMENT(HK) LIMITED 14.01%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.7	-11.3	-27.5	-17.3
상대수익률	-19.7	-32.3	-55.0	-48.1



- 3Q 영업이익 컨센 하회. 비용 증가로 성수기 효과는 제한적이었음
- 펍지 PC, 모바일 모두 경쟁작 영향으로 성장세 둔화 지속 전망
- 차기 신작은 2H26 출시 예상. 실적, 신작 모멘텀 둔화 예상, 보수적 접근 추천

투자의견 매수 유지, 목표주가 41만원으로 7% 하향

12MF EPS 23,076원에 Target PER 17.9배 적용. Target PER은 글로벌 peer의 12MF PER 평균대비 20% 할인

목표주가 기존대비 7% 하향: 펍지 성장세 둔화 및 신작 모멘텀 발생 시점이 아직 이르다는 점을 반영해 멀티플 할인율을 기존 10%→20%로 확대

3분기 성수기에도 드러난 위험 신호

3Q25 매출액 8,706억원(YoY 21%, QoQ 32%), 영업이익 3,486억원(YoY 7%, QoQ 42%) 기록. 매출은 컨센 부합, 영업이익은 컨센 하회하는 실적 기록

1) PC 매출 3,539억원(YoY 29%, QoQ 61%) 기록. 펍지 트래픽 감소에도 불구하고, 3Q25 평균 매출 순위는 5위권 기록(vs. 2Q25 10위). 아티스트, 슈퍼카 등의 콜라보 업데이트를 통한 높은 ARPU 영향. 2) 모바일 매출 4,885억원(YoY 15%, QoQ 14%) 기록. 글로벌 지역은 안정적인 성장 중이나, 중국에서 9월부터 '델타포스모바일' 등의 경쟁작의 영향을 받는 것으로 판단. 이번 분기부터 반영된 넵튠 모바일 매출 약 180억원 추정. 영업비용의 특이사항으로, 지급수수료 1,416억원(QoQ 47%), 마케팅비 433억원(QoQ 66%) 기록. 지급수수료에는 신작 외주 개발비, 언노운월즈 관련 소송비용 등이 반영되었으며, 마케팅비는 모바일 게임 위주의 넵튠의 마케팅비 반영 영향

펍지 PC, 모바일 모두 경쟁작의 영향을 크게 받고 있는 것으로 판단. PC의 경우, 트래픽이 지속 감소세에 있으며, 모바일의 경우, 중국 지역의 매출 순위 하락세 지속. PC는 11월부터 포르쉐 등의 ARPU 높은 컨텐츠 업데이트가 있으나 트래픽 하락을 상쇄하기 어려울 것으로 전망. 4분기엔 전반적으로 펍지의 매출 감소와 함께 언노운월즈 관련 소송비 추가 발생 등 비용 증가 전망. 신작의 경우, 2026년 상반기 출시 어려울 것으로 판단. 실적, 신작 모멘텀이 부재한 상황, 보수적인 접근 추천

(단위: 십억원, %)

구분	3Q24	2Q25	3Q25					4Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	719	662	882	871	21.0	31.5	846	1,004	62.6	15.4
영업이익	324	246	371	349	7.5	41.7	367	232	7.6	-33.5
순이익	122	195	253	272	123.2	39.6	290	180	-63.5	-34.0

자료: 크래프톤, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,911	2,710	3,411	4,344	4,614
영업이익	768	1,182	1,284	1,319	1,395
세전순이익	829	1,723	1,337	1,398	1,474
총당기순이익	594	1,303	1,005	1,061	1,119
지배지분순이익	595	1,306	1,002	1,055	1,112
EPS	12,221	27,162	20,911	22,020	23,206
PER	15.8	11.5	13.3	12.7	12.0
BPS	114,012	141,993	163,423	185,441	208,647
PBR	1.7	2.2	1.7	1.5	1.3
ROE	11.2	21.1	13.7	12.6	11.8

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

Results Comment

대덕전자 (353200)

AI, 자율주행으로 매출 확대. 밸류에이션의 상향~

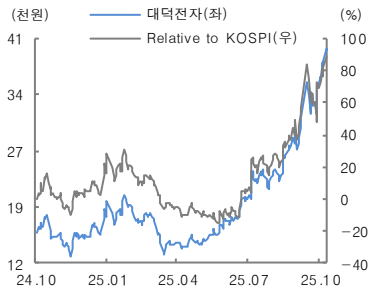
박강호
kangho.park@daishin.com
RA서지원
jiwon0.seo@daishin.com

- 3Q25 영업이익 245억원으로 컨센서스(169억원) 45% 상회
- AI 서버향 MLB 및 메모리향 패키지 등 동시에 매출 증가
- FC BGA 턴어라운드, AI 및 자율주행 진입으로 재평가 진행

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	47,000 상향
현재주가 (25.11.04)	40,000
	가전 및 전자부품업종

KOSPI	4121.74
시가총액	1,972십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	25십억원
52주 최고/최저	39,850원 / 12,870원
120일 평균거래대금	245억원
외국인지분율	10.10%
주요주주	대덕 외 5 인 32.76% 국민연금공단 13.34%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	28.3	75.5	177.9	137.3
상대수익률	10.5	34.0	72.6	49.1



투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 47,000원 상향(17.5%)

2025년 3Q 영업이익은 244.5억원(165% yoy/1210% qoq)으로 종전 추정(234억원)을 4.7% 상회, 컨센서스(169억원)를 44.9% 상회. 매출은 2,862억원으로 추정(2,870억원)과 컨센서스(2,735억원)을 각각 0.3% 하회, 4.6% 상회 등 기대 이상의 실적으로 평가. 메모리향 패키지 매출은 24.2%(qoq) 증가가 전체 성장과 이익을 견인, MLB 매출도 11.5%(qoq) 증가하여 가동률 확대, 믹스 개선으로 수익성 기여도가 높아짐

2025년 4Q 영업이익은 246억원(흑전 yoy/0.7% qoq)으로 컨센서스(202억원) 상회 등 실적 개선의 지속 예상. 2025년과 2026년 주당순이익(EPS)을 종전 대비 각각 4.6%, 1.7%씩 상향, 목표주가를 47,000원(2026년 목표P/E 24.2배, 실적 회복기 상단 평균)으로 상향(17.5%). 투자의견은 매수(BUY) 유지. 중소형 PCB 업종에서 AI, 자율주행, FC BGA의 포트폴리오를 모두 보유, 특히 FC BGA 매출 증가로 밸류에이션의 재평가를 예상. 투자포인트는

2026년 FC BGA 매출 증가로 영업이익은 154%(yoy) 증가 추정

2026년 성장 확대로 전환, 밸류에이션의 상향을 예상. 2025년 3Q 호실적을 반영, 연간 매출은 2025년(1조 399억원 추정) 16.5%(yoy) 증가, 2026년(1조 1,987억원) 15.3%(yoy) 증가 등 높은 성장을 전망. 영업이익은 2025년(447억원 추정) 297%(yoy) 증가, 2026년(1,136억원) 154%(yoy) 증가 등 수익성 개선이 2년 연속으로 진행 판단

② 고다층 MLB, FC BGA에서 신규 고객 추가, 기존 고객에서 수주 확대가 진행, 2026년 매출 증가, 믹스 개선으로 전체 영업이익률은 9.5%(추정)로 전년대비 5.2%p 개선 예상. AI향 MLB 신규 매출이 2025년 2Q 반영, 4Q는 자율주행향 반도체에 FC BGA 공급이 진행. 특히 2025년 4Q, FC BGA 부문에서 가동률이 빠르게 개선, 2026년 1Q에 손익분기점을 달성 전망. 삼성전자가 테슬라 자율주행 AI5, AI6 반도체를 수주하면서 추가 매출을 예상. 2026년 FC BGA 매출은 3,053억원으로 44%(yoy) 증가하여 본격적인 수익성 기여 추정

3Q25 영업이익(245억원, 165% yoy)은 컨센서스를 45% 상회

2025년 3Q 매출은 2,861.7억원(23% yoy/16.4% qoq), 영업이익은 244.5억원(165% yoy/1210% qoq), 당기순이익 232.8억원(350% yoy/428% qoq) 기록. 패키지 매출은 17.3%(qoq/23.3% yoy) 증가, MLB 매출은 424억원으로 12.6%(qoq/21.3% yoy) 증가

(단위: 십억원, %)

구분	3Q24	2Q25	3Q25					4Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	233	246	287	286	23.0	16.4	274	292	41.4	2.0
영업이익	9	2	23	24	165.2	1,210.1	17	25	흑전	0.7
순이익	5	4	22	23	349.7	428.0	16	23	424.7	-1.2

자료: 대덕전자, FnGuide, 대신증권 Research Center

Results Comment

비에이치 (090460)

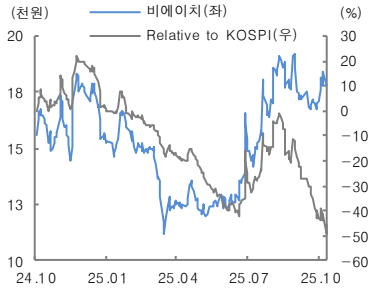
박강호
kangho.park@daishin.com
RA서지원
jwon0.seo@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	20,000 상향
현재주가 (25.11.04)	17,770

가전 및 전자부품업종

KOSPI	4121.74
시가총액	599십억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	17십억원
52주 최고/최저	19,200원 / 11,160원
120일 평균거래대금	123억원
외국인지분율	15.87%
주요주주	이경환 외 6 인 21.85% 국민연금공단 7.46%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.3	19.7	42.6	8.1
상대수익률	-11.0	-8.6	-11.4	-32.1



2026년 좋다~

- 3Q25 영업이익(345억원)은 컨센서스(507억원) 하회
- 미래 경쟁력 확보차원에서 경성PCB(HDI) 투자 증가, 비용 반영
- 저평가(2025년 P/B 0.8배), 2026년 영업이익은 126%(yoy) 증가 추정

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 20,000원 상향(14.3%)

2025년 3Q 영업이익은 344.8억원(115% qoq/-34.4 yoy)으로 종전 추정(550억원)과 컨센서스(507억원) 대비 각각 37.2%, 31.9%씩 하회. 매출은 5,625억원(44.3% qoq/12.7% yoy)으로 컨센서스(5,430억원) 상회(3.6%). 2025년 3Q&4Q 영업이익은 추정대비 부진하나 2026년 실적 회복 및 개선, 애플의 폴더블폰 관련하여 수혜가 예상, 중장기적 관점에서 긍정적인 시각 유지, 밸류에이션의 저평가(현재 2025년 P/B 0.8배)로 주가의 하방경직성을 예상, 장기 방향 제시 차원에서 목표주가를 20,000원으로 상향(2026년 목표 P/B 0.82배 적용 변경). 투자의견은 매수(BUY) 및 투자 포인트는

2026년 영업이익(965억원)은 126%(yoy) 증가 추정

①2026년 성장 전환에 주목 필요. 애플이 폴더블폰을 출시할 것으로 추정, 경성PCB(HDI) 매출 증가 등 전체적인 가동률 확대로 수익성 개선이 높을 것으로 예상, 2025년 3Q 실적 부진을 반영하더라도 2026년 영업이익은 전년대비 126% 증가 추정. R/F PCB는 애플과 삼성전자가 폴더블폰의 라인업 확대에 초점, 디스플레이의 면적 증가로 R/F PCB 공급가격이 상승, 수량 증가로 매출 성장이 높을 것으로 전망

②애플이 아이패드에 OLED 패널 적용 확대, 후속 모델 출시로 2026년 경성PCB(HDI) 매출 증가가 예상, 가동률 개선으로 적자 축소, 이익 개선으로 연결 ③ 차량용 무선 충전기 부문도 자동차의 전장화 추세로 안정적인 성장 예상, 이익 개선에 기여 ④2026년 P/E 7.2배, P/B 0.7배로 추정, 중장기 관점에서 비중확대

2025년 3Q 영업이익은 34.4%(yoy)감소, 컨센서스 하회

2025년 3Q 매출은 5,625억원, 영업이익은 345억원 시현. 애플의 아이폰 17 출시 및 초기에 판매 호조로 매출 성장은 12.7%(yoy/44.3% qoq) 증가, 애플향 R/F PCB 매출은 12.5%(yoy) 증가. 차량용 무선 충전기 매출은 2.6%(yoy) 증가하였으나 전분기대비 9.2% 감소. HDI(경성PCB) 부문은 2026년 물량 증가에 대비한 설비투자, 비용 반영으로 수익성 부진

(단위: 십억원, %)

구분	3Q24	2Q25	3Q25						4Q25	
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	499	390	542	562	12.7	44.3	543	538	10.3	-4.3
영업이익	53	16	55	34	-34.4	115.1	51	18	흑전	-49.2

자료: 비에이치, FnGuide, 대신증권 Research Center

대신증권 Daishin Securities

KT. 유심 무료 교체

김회재 hoijae.kim@daishin.com

2025.11.05

해킹 사고에 대한 조치로, 전고객 대상 유심 무료 교체 결정

- KT는 11/4 이사회를 개최하고 전고객 대상 유심 무료 교체 의결. 대상은 1.4천만명의 자사 고객과 300만명의 알뜰폰 고객 등 총 1.7천만명
- 11/5 09:00 KT닷컴과 유심교체 전담센터를 통해 접수한 고객을 대상으로 전국 KT 대리점에서 교체
- 11/11 부터는 택배 배송을 통한 셀프 개통도 가능

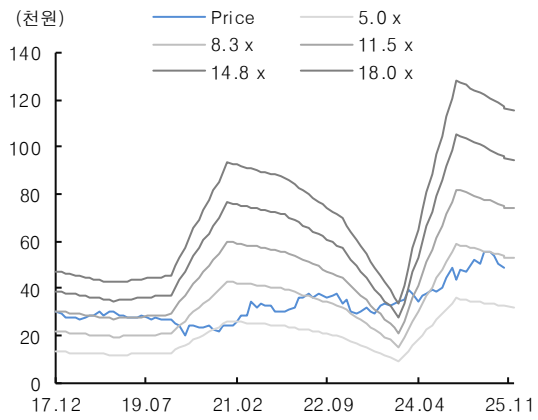
당사 추정 비용은 약 1천억원, 실제 반영되는 비용은 30% 수준 전망

- 당사 추정 교체 비용은 약 1,000억원이고, 4Q25 실적에 반영될 것으로 전망
- 교체 기간 완료 후 미교체 물량에 대한 비용은 환입, 시점은 미정이나 26년 상반기 정도로 추정
- SKT의 사이버 침해사고는 전고객의 정보가 유출되었고, KT의 경우는 특정 지역에서 해커의 불법 소형 기지국 설치에 따라 약 2.2만명의 고객 정보만 유출된 사항
- 유심 교체와 유심 정보보호 서비스는 동일한 수준의 효과가 있어서, SKT의 경우 전고객 대상 유심 무료 교체를 진행했지만, 실제 교체는 50% 미만인 것으로 추정
- KT의 해킹은 일부 고객의 정보만 유출되었고, SKT의 사이버 침해사고가 발생한 25.4월 이후 KT와 LGU+의 고객들도 상당부분 유심 정보보호 서비스에 가입을 한 것으로 알려져 있어서, 유심 교체 수요는 많지 않을 것으로 전망

차기 CEO 선임 절차 착수

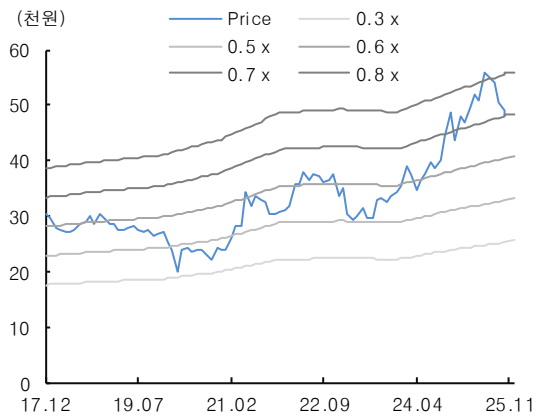
- 11/4 이사회에서 현 CEO는 연임하지 않겠다는 의사 전달
- 이사회 산하의 이사후보추천위원회에서 사내외 인사를 대상으로 후보 심사 및 추천, 이사회 의결 후 주총에서 선임
- KT의 주가는 CEO 교체기에 변동성 확대. 그 동안 KT의 CEO는 연임 후 다양한 이유로 도중에 하차하는 경우가 많았기 때문에, 현 CEO가 연임을 신청하지 않은 것은 불확실성을 일찍 해소한 측면에서는 긍정적이라고 판단

12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

12M FWD PBR Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

ISSUE COMMENT

Results Comment

GS건설 (006360)

안정된 주택에 더해진 베트남 효과

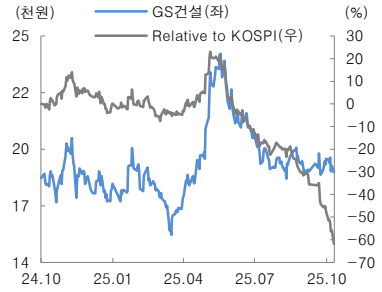
이태환

taehwan.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	24,000 유지
현재주가 (25.11.04)	18,660
	건설업종

KOSPI	4,121.74
시가총액	1,597십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	428십억원
52주 최고/최저	24,150원 / 15,340원
120일 평균거래대금	108억원
외국인지분율	24.49%
주요주주	허창수 외 16 인 23.64% 국민연금공단 7.55%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.2	-1.3	5.2	5.4
상대수익률	-12.8	-24.6	-34.7	-33.8



- 3Q25 연결 영업이익 1,485억원(+81.5% yoy) 기록. 컨센서스 상회
- 신사업이 베트남 효과로 좋았고, 주택도 일회성 없이 양호한 수익성
- 이니마 매각 결정으로 재무구조 우려 해소. 딜클로징 시점은 미정

투자의견 매수, 목표주가 24,000원 유지

목표주가는 12MF BPS 55,799원에 타깃 PBR 0.44배 적용. 타깃 PBR은 25E, 26E 평균 ROE를 기준으로 PBR-ROE 방식으로 산출한 이론 PBR을 적용

안정된 주택에 더해진 베트남 효과

3Q25 연결기준 매출액 3.2조원(+3.2% yoy), 영업이익 1,485억원(+81.5% yoy), 영업이익률 4.6%(+2.0%p yoy) 기록. 잠정치는 시장 컨센서스를 상회

신사업 부문이 프리팹(pre-fab) 업체인 단우드, GPC 실적이 상당히 우수했던 동시에, 베트남 뚜띠엠 매출이 1천억원 가량 반영되면서 전분기 대비 +67% 늘어나는 큰 폭의 성장을 시현. 수익성도 GPM 19.0%(+8.5%p yoy)로 상당히 우수했음. 다만, 연말까지 예정됐던 베트남 물량이 집중된 효과임을 감안하면 4분기 눈높이는 조정 필요

건축/주택 부문이 일회성 도급증액 없이 GPM 11.8% 수준의 양호한 수익성을 보이며 2개 분기 연속 80% 후반 원가율을 유지. 악성 현장들이 대부분 준공단계에 있고, 수익성 중심의 수주현장이 착공되면서 현재 수준의 수익성을 유지할 것으로 전망. 안전관리 비용은 이미 충분히 투입하고 있어 특별한 비용 변화 없을 것으로 예상

GS이니마 매각 결정

자회사 GS이니마를 1.68조원 규모로 UAE TAQA에 매각하기로 확정. 신사업 부문 실적 감소가 예상되나, 확보하는 현금을 통해 재무구조를 개선하여 우려 해소 가능. 다만, 분산되어 있는 사업장에 대해 각국의 개별 승인 획득을 요하여 실제 딜 클로징까지 상당기간 소요될 수 있으며, 그 전까지는 연결실적으로 반영될 가능성이 있음

(단위: 십억원, %)

구분	3Q24	2Q25	3Q25					4Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	3,109	3,196	2,924	3,208	3.2	0.4	2,993	3,046	-10.1	-5.0
영업이익	82	162	73	147	79.9	-9.2	105	124	207.3	-16.0
순이익	119	-63	61	89	-24.8	흑전	74	79	흑전	-11.0

자료: GS건설, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 , %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	13,437	12,864	12,513	12,321	13,478
영업이익	-388	286	503	540	609
세전순이익	-517	442	252	649	646
총당기순이익	-420	264	157	434	433
지배지분순이익	-482	246	134	318	317
EPS	-5,631	2,869	1,569	3,715	3,701
PER	NA	6.0	11.7	5.0	5.0
BPS	50,413	51,578	53,394	56,018	58,588
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE	-10.5	5.6	3.0	6.8	6.5

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

Results Comment

세아베스틸지주 (001430)

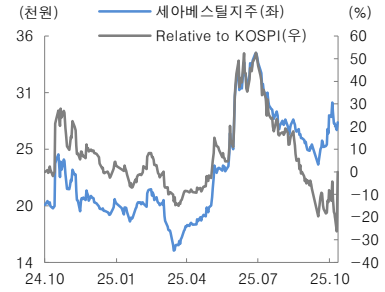
이태환

taehwan.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	33,000 유지
현재주가 (25.11.04)	27,600 철강금속업종

KOSPI	4121.74
시가총액	990십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	219십억원
52주 최고/최저	34,350원 / 15,140원
120일 평균거래대금	45억원
외국인지분율	7.72%
주요주주	세아홀딩스 외 3 인 62.66% 국민연금공단 7.37%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.4	-8.6	56.4	43.3
상대수익률	-6.6	-30.2	-2.9	-10.0



우리도 '방산' 합니다

- 3Q25 연결 영업이익 267억원(+9.5% yoy) 기록. 시장 컨센서스 부합
- 시장 침체로 철강 판매량은 부진했고 수익성도 약화. 시장 변화 필요
- 항공용 알루미늄 소재 신규공장 투자 결정. 또 하나의 미래 성장 동력

투자의견 매수, 목표주가 33,000원 유지

목표주가는 12MF BPS 58,225원에 타깃 PBR 0.56배 적용. 타깃 PBR은 '25E, '26E 평균 ROE를 기준으로 PBR-ROE 방식으로 산출한 이론 PBR을 적용

시장 변화를 기다리는 중

3Q25 연결 매출액 9,259억원(+4.8% yoy), 영업이익 267억원(+9.5% yoy), 영업이익률 2.9%(+0.1%p yoy) 기록. 잠정치는 시장 컨센서스에 부합

판매량은 베스틸 39.3만톤, 창원특수강 10.3만톤으로 조업일수 감소 영향 외에도 전방 수요 침체가 느껴지는 수준에 머물러 있어 수요 회복을 말하기에는 다소 이른 단계. 원재료가 약세와 중국산 저가 수입재 유입으로 인해 판매가격도 하향 안정화되어 있어 수익성도 약화된 상태. 11월 중 중국산 특수강봉강 AD 조사 개시 여부가 발표될 예정에 있어, 긍정적인 시장 변화를 기대

세아항공방산소재는 매출액 329억원(+25.9% yoy), 영업이익 69억원(+37.3% yoy) 기록하며 자회사 중 가장 안정적인 실적 상승세를 보이고 있음

영업외로는 과거 통상임금 소송 관련 충당금의 일부 환입이 있었던 것으로 파악

우리도 '방산' 합니다

세아항공방산소재는 경남 창녕에 연간 770톤 규모의 고강도 항공용 알루미늄 소재를 생산하는 신규공장 착공을 결정. 우선 1단계 투자로 약 588억원을 투입하여 '27년 상반기 준공, 하반기 상업생산을 목표로 하며, 2034년까지 총 1,000억원의 투자규모가 될 예정. 기존 판매량이 연간 7,600톤 내외인 점을 감안하면 작아 보이나, 고급강종 위주 생산·판매로 실제 기여도는 더 높을 것으로 전망

(단위: 십억원, %)

구분	3Q24	2Q25	3Q25					4Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	883	965	889	926	4.8	-4.0	852	942	13.6	1.8
영업이익	24	44	32	27	9.5	-39.9	25	24	흑전	-11.3
순이익	11	18	23	29	162.1	64.2	15	16	흑전	-45.3

자료: 세아베스틸지주, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,083	3,636	3,733	4,039	4,725
영업이익	197	52	113	142	219
세전순이익	155	23	96	138	205
총당기순이익	126	20	70	103	151
지배지분순이익	128	20	69	102	150
EPS	3,576	564	1,936	2,847	4,188
PER	6.9	35.0	13.9	9.4	6.4
BPS	54,525	54,089	55,616	58,462	62,650
PBR	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4
ROE	6.7	1.0	3.5	5.0	6.9

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

Results Comment

휴젤 (145020)

체질 개선이 필요한 상황

한송협

songhyeop.han@daishin.com

투자의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 400,000
하향

현재주가 236,000
(25.11.04)

의료 장비 및 서비스 업종

- 투자의견 매수 유지, 목표주가 400,000원으로 하향(-22%)
- 3Q25 OP 474억원으로 컨센(588억) 하회. 국내 부진, 추가 비용이 원인
- 해외는 성장 모멘텀 유지, 2026년 마진 정상화 구간 진입 전망

투자의견 매수 유지, 목표주가 400,000원으로 하향(기존 대비 -22%)

목표주가는 12개월 선행 EPS(15,472원)에 멀티플 26.3배(과거 21~22년 평균) 적용

미국·중국·브라질 등 주요 시장의 톡신 수출 확대가 3공장 가동률 상승과 레버리지 효과로 이어질 전망. 내수 부진으로 체질 개선을 위해 단기 수익 둔화는 불가피하나 해외 성장과 In-organic 확장 가능성을 고려하면 현재는 저평가 구간으로 판단 (3분기 말 기준 현금성 자산 약 4,700억원)

3Q25 Review: 추가 비용이 이익률을 눌렀지만 탑라인은 여전히 견조

3Q25 매출 1,059억원(YoY +0.8%, QoQ -4%), 영업이익 474억원(YoY -11%, QoQ -16%, OPM 44.8%)으로 OP 기준 컨센서스(588억)를 하회

사업부별로 톡신 602억(YoY-7%), 필러 302억(+1%), 화장품 149억(+65%)을 기록. 국내는 단가 경쟁 심화로 톡신과 필러 각각 -36%, -50% 감소했으나 해외 수출이 증가하며 분기 1,000억원 대 외형 유지

3공장 비상업용 배치(20억), 학술·광고비(50억), 스톡옵션비(20억) 등의 요인으로 OPM이 전년 대비 -6%p 하락. 판관비 증액의 약 2/3는 화장품 수수료+마케팅, 1/3은 비현금성 주식보상 비용으로 4Q까지 유사한 수준 지속 전망

해외는 성장 모멘텀 유지, 2026년 마진 정상화 구간 진입 전망

미국은 Benev 재고가 업계 평균(4~5개월)보다 낮고, 1월에도 추가 선적이 필요할 만큼 수요가 견조. 중국은 경쟁사 출시 지연 속에 수요 선점 효과가 이어지고, 브라질은 Derma Dream과의 파트너쉽 후 첫 선적 완료로 시장 안착

2026년 매출액 4,908억원(YoY+18%), 영업이익 2,319억원(YoY+20%, OPM 47%) 전망. 단기적으로는 판관비와 스톡옵션비 부담으로 OPM 개선 속도가 완만하겠으나 비용 정상화+공장 효율화 효과로 26년 마진 개선 예상

(단위: 십억원, %)

구분	3Q24	2Q25	3Q25					4Q25F		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	105	110	123	106	0.8	-3.9	119	111	13.2	4.9
영업이익	53	57	64	47	-11.2	-16.3	59	50	8.4	6.2
순이익	40	36	45	36	-9.7	-0.2	49	38	-5.9	3.5

자료: 휴젤, FnGuide, 대신증권 Research Center

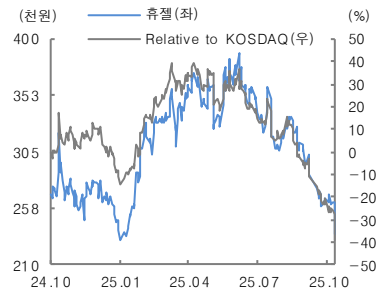
영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	320	373	417	491	614
영업이익	118	166	193	232	283
세전순이익	133	165	197	239	290
총당기순이익	98	143	147	189	220
지배지분순이익	93	136	139	179	209
EPS	7,517	10,985	11,310	15,850	18,513
PER	19.9	25.5	23.3	16.6	14.2
BPS	60,353	65,015	82,884	100,077	118,148
PBR	2.5	4.3	2.8	2.4	2.0
ROE	12.1	17.5	15.3	16.6	17.0

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

KOSDAQ	926.57
시가총액	2,904십억원
시가총액비중	0.61%
자본금(보통주)	6십억원
52주 최고/최저	388,000원 / 231,000원
120일 평균거래대금	209억원
외국인지분율	54.72%
주요주주	Aphrodite Acquisition Holdings LLC 외 1 인 43.68%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-17.3	-27.5	-36.6	-17.9
상대수익률	-23.8	-38.6	-50.6	-33.2



Results Comments

셀트리온 (068270)

원가율 정상화 국면 진입

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 240,000
유지

현재주가 176,900
(25.11.04)

제약업종

- 3Q25 매출 1조 290억원(+16.7% yoy), 영업이익 3,014억원(+45.1% yoy)
- 고수익 신제품 확대에 따른 이익률 개선 가속화
- 4분기 이익률 개선 지속, 26년 미국 공장 실적 반영 전망

투자의견 매수, 목표주가 240,000원 유지

3분기 실적은 높은 시장 컨센서스를 하회하였으나, 영업이익과 영업이익률(OPM) 모두 사상 최대치를 기록하며 수익성 개선이 본격화됨. 이는 고마진의 신규제품 매출 증가와 합병효과(고원가 재고, 상각비 등) 해소에 따른 원가 구조 개선에 기인함. 글로벌 바이오시밀러 시장은 오리지널 약물 특허 만료로 구조적 성장세가 이어지고 있으며, 미국에 출시한 짐펜트라 역시 처방 건수가 꾸준히 증가하고 있음. 이에 동사에 대한 투자의견 매수, 목표주가 240,000원 유지

3Q25 Review: 고수익 신제품 확대에 따른 이익률 개선 가속화

[연결] 매출 1조 290억원(+16.7% yoy), 영업이익 3,014억원(+45.1% yoy), OPM 29.3%으로 높은 시장 컨센서스를 하회하였으나, 영업이익은 3천억원을 돌파하며 역대 최고치를 경신. 합병 이후 지속되던 고원가 재고와 상각 부담이 해소되면서 매출원가율이 39.3%(1Q 47.4%, 2Q 43.4%)로 정상화되었고, TI(공정 개선) 버전 전환과 고수익 신제품 매출 비중 확대가 이익률 상승을 견인

[기존 제품] 매출 4,402억원(-16.9% yoy)로 감소. 이는 램시마IV 2,653억원(-16.4% yoy)가 영향을 줌. 이는 전년도 유럽 파트너사 재고 확보에 따른 기저효과에 기인함. 다만 점유율 자체는 유럽 59%, 미국 29~30% 수준으로 안정적으로 유지되고 있음. [후속 제품] 매출 5,211억원(+52% yoy)로 전체 매출의 54%를 차지하며 성장세를 주도. 유플라이마 1,438억원(+52.3% yoy), 스테키마 353억원(+2,106%), 신규 파이프라인 539억원이 고성장을 견인. 유플라이마는 유럽, 일본 시장에서 빠르게 점유율 확대하고 있음

4분기 이익률 개선 지속, 26년 미국 생산시설 인수로 신규 매출 발생 전망

4분기에도 고수익 제품 출하 확대와 합병 관련 비용 소멸로 원가율 하락세가 지속될 전망. 10월 인수한 일라이릴리의 뉴저지 생산시설은 외주 CMO 대비 30~40% 수준의 원가 절감 효과 기대, 26년부터 연결 매출 반영 예정. 중장기적으로는 CAPA를 10만L 이상으로 확장해 글로벌 공급 안정성 강화할 것으로 기대

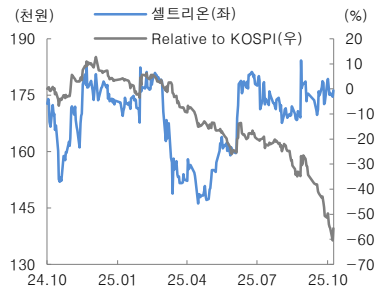
(단위: 십억원, %)

구분	3Q24	2Q25	3Q25					4Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	882	961	1,170	1,031	16.9	7.2	1,131	1,279	20.3	24.1
영업이익	208	242	322	301	44.9	24.1	336	428	117.7	42.0
순이익	86	61	254	332	294.6	424.3	265	303	27.9	-26.6

자료: 셀트리온, FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI	4121.74
시가총액	40,715십억원
시가총액비중	1.22%
자본금(보통주)	225십억원
52주 최고/최저	184,200원 / 146,216원
120일 평균거래대금	838억원
외국인지분율	21.18%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 96 인 30.72% 국민연금공단 6.40%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.5	1.4	12.7	2.3
상대수익률	-13.4	-22.6	-30.0	-35.8



▶ Compliance Notice

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