Morning Meeting Notes

2025-11-07

내일의 차이 현대차증권

What's Inside

KT&G(BUY/180,000) 3Q25 Review: 견조한 실적 지속
에이피알(BUY/310,000) 4분기는 더 좋다!
미래에셋증권(M.PERFORM/23,000) 3Q25 Review: '쇼크' 아니라 '서프' 입니다
한화(BUY/108,000) 별도기준 실적 발표. 점진적 증가를 기대
DL이앤씨(BUY/52,000) 3Q25 Review: 보수적인 신규 가이던스 제시
롯데정밀화학(BUY/65,000) ECH 강세로 호실적 지속. '26년까지 호실적 이어질 전망

주식시장

국내 증시는 혼조 마감. 코스피는 외국인 순매도세 이어졌으나, 기관과 개인이 매수하며 상승. 코스피 업종별로는 전기/가스(+5.37%), 보험(+4.99%), 금융(+3.51%) 상승. 기계/장비(-3.56%), IT 서비스(-3.02%), 오락/문화(-1.89%) 하락. 연내 상법개정안 처리 가능성 및 배당소득세 분리과세 기대감에 지주사가 강세를 보인 반면, 화장품주는 달바글로벌 실적쇼크에 전반 약세
미국 증시는 하락 마감. AI 거품론 속, 미국 비공식 고용 지표가 부진한 것으로 발표되자 투심 위축. 챌린저그레이앤드크리스마스(CG&C)가 발표한 감원보고서에 따르면 미국 기업의 10월 일자리 축소 규모는 15.3만 명 수준으로 집계되었고, 이는 지난 9월 대비 183% 급증한 수치. 업종별로는 에너지와 헬스케어를 제외한 모든 업종이 하락. 구글이 AI 추론용 신규 AI 칩 '아이언우드'를 발표하자 엔비디아는 -3.7% 급락

금리&환율

국고채 금리는 상승 마감. 국고채는 전일 미국채 금리 상승, 한국전력공사 채권 입찰 결과, 외국인 순매도세 소화하며 약세. ADP 미국 고용지표와 재무부 분기 국채 발행이 미국채 약세 재료로 작용했으며, 한국전력공사가 3년물과 5년물을 민평 대비 10bp 이상 높게 찍기로 하면서 채권 시장 전반 투자 심리 약화
미국채 금리는 하락 마감. BOE의 비둘기파적 금리 동결 결정에 의한 길트 수익률 하락 및 미국 고용 시장 냉각으로 미국채 금리는 하방 압력을 받음. 이날 미국 기업의 10월 감원 규모가 전월대비 183% 급증한 15만 3천 74명으로 집계되었다고 발표됨
원/달러 환율은 전날 대비 1.70원 하락한 1,447.70원에 마감. 최근 글로벌 금융시장에 위험 회피 분위기가 잦아든 영향으로 원/달러 환율은 하락
달러인덱스는 99.70로 하락. 달러는 미국 고용 시장 냉각으로 인한 미국채 금리 하락에 맞물리며 약세 양상

Trump watch

美 10월 감원 규모
미국기업의 10월 감원 규모는 15만3천74명으로 집계. 이는 지난 9월 대비 183%, 전년 동기 대비 175% 급증한 수치
또한 10월 기준으로는 2003년 이후 최고 수준이며 월간 감원 규모 기준으로는 2008년 4분기 이후 최고 수준

New Publications

[ESG] ESG Report - 주요 기업 분석 (2025-11-05)
[미국주식] 2026년 미국 연간전망 - 유동성 + AI = 버블은 필연 (2025-11-03)
[음식료](Overweight) 일본 음식료 기업 탐방기(2025-10-17)
[의료기기](Overweight) Less Pain More Gain - 미용시술의 대중화(2025-10-15)

Rating, Target Price Changes

KT&G	BUY	170,000 원 ▷	BUY	180,000 원	(2025-11-07)
에이피알	BUY	280,000 원 ▷	BUY	310,000 원	(2025-11-07)
DL이앤씨	BUY	61,000 원 ▷	BUY	52,000 원	(2025-11-07)
롯데정밀화학	BUY	60,000 원 ▷	BUY	65,000 원	(2025-11-07)
NAVER	BUY	300,000 원 ▷	BUY	340,000 원	(2025-11-06)
LG유플러스	BUY	15,000 원 ▷	BUY	18,000 원	(2025-11-06)
SK바이오팜	BUY	130,000 원 ▷	BUY	150,000 원	(2025-11-06)
S-OIL	M.PERFORM	67,000 원 ▷	M.PERFORM	83,000 원	(2025-11-06)
한화솔루션	BUY	41,000 원 ▷	BUY	38,000 원	(2025-11-06)
크래프톤	BUY	450,000 원 ▷	BUY	390,000 원	(2025-11-05)
휴젤	BUY	390,000 원 ▷	BUY	350,000 원	(2025-11-05)
유티아이	BUY	36,000 원 ▷	BUY	40,000 원	(2025-11-04)
현대모비스	BUY	390,000 원 ▷	BUY	440,000 원	(2025-11-03)

외국인 순매수 / 국내기관 순매수

외국인 순매수	금액(백만)	국내기관 순매수	금액(백만)
하나금융지주	51,855	SK하이닉스	734,380
LG이노텍	39,953	삼성전자	351,660
LG전자	38,977	KB금융	120,615
한국전력	26,793	KODEX 레버리지	108,639
고영	25,790	두산	94,846

외국인 순매도 / 국내기관 순매도

외국인 순매도	금액(백만)	국내기관 순매도	금액(백만)
삼성전자	-725,708	NAVER	-148,470
SK하이닉스	-467,899	두산에너빌리티	-134,193
두산에너빌리티	-166,055	달바글로벌	-75,242
NAVER	-113,840	KODEX 200선물인버스2X	-59,093
에이피알	-74,881	에이피알	-56,714

국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	4,026.45	+0.55	+13.45
대형주	4,168.10	+0.52	+15.14
중형주	3,726.09	+0.81	+5.00
소형주	2,443.05	+0.79	-0.56
KOSDAQ	898.17	-0.41	+5.14

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	25,538	-20,700	-1,877
누적순매수(D-20)	31,272	-37,299	7,187

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	320,319	392,399	275,128

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	92.91	+0.02	+2.21
금융	763.10	+3.51	+7.85
운수장비	4,612.49	-0.26	+3.07
유통	449.30	+1.47	+4.76
음식료	4,532.48	+0.47	-1.11
의약품	17,609.86	-0.10	+11.52
전기전자	45,575.41	+0.35	+25.51
철강금속	6,097.39	-0.00	+3.19
화학	4,282.53	-0.51	+10.47
유틸리티	1,379.76	+5.37	+24.93
통신	480.59	+1.91	-1.86

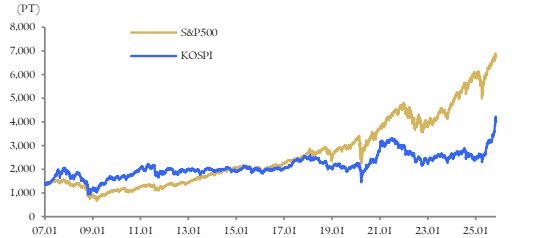
해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	6,722.06	-1.09	-0.19
NASDAQ	23,053.99	-1.90	+0.13
일본	50,883.68	+1.34	+4.74
중국	4,007.76	+0.97	+1.88
독일	24,049.74	+0.00	-2.28

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	2.83	+6.70	+25.30
국고채 (10년)	3.20	+7.80	+24.40
은행채AAA (3년)	3.03	+7.80	+25.20
미국국채 (2년)	3.56	-7.45	-3.70
미국국채 (10년)	4.08	-7.55	-5.50

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,447.70	-0.12	+3.41
원/백 엔	946.02	+0.60	+3.39
원/위안	203.37	-0.01	+3.55
달러/유로	1.15	+0.52	-0.15
위안/달러	7.12	-0.10	-0.14
엔/달러	153.03	-0.71	+0.02
Dollar Index	99.70	-0.49	+0.30

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	59.43	-0.29	-3.38
금 (usd/oz)	3,992.90	+0.00	+0.51
BDI	2,063.00	+5.36	+5.09
천연가스(NYMEX)	4.36	+2.95	+33.28

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.

KT&G (033780)

Analyst 하희지 1300691@hmsec.com

3Q25 Review: 견조한 실적 지속

BUY **TP 180,000원**

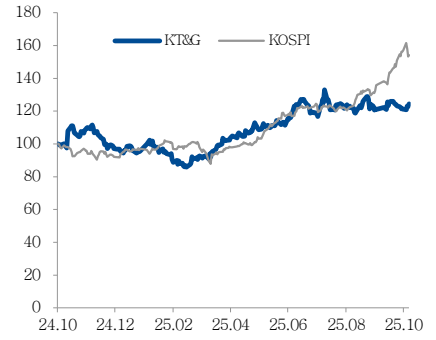
현재주가 (11/6)	137,700원
상승여력	30.7%
시가총액	16,506십억원
발행주식수	117,977천주
자본금/액면가	955십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	147,200원/95,000원
일평균 거래대금 (60일)	51십억원
외국인 지분율	41.05%
주요주주 지분율	
국민연금공단	8.30%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	2.8	-2.0	18.7
상대주가(%p)	-9.4	-22.2	-24.5

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	7,948	10,351	170,000
After	8,330	10,617	180,000
Consensus	8,230	10,009	175,278
Cons. 차이	1.2%	6.1%	2.7%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- KT&G 3Q25 연결 기준 매출액은 1조 8,269억원(+11.6%yoy), 영업이익은 4,653억원(+11.4%yoy, OPM 25.5%)로 시장 기대치에 부합하는 실적 시현
- 향후에도 ①해외 궐련 중심의 성장, ②해외 공장 가동에 기인한 생산 효율화 및 원가 하향 안정화, ③신사업 성과 가시화되는 구간에서 모멘텀 시현에 대한 기대감 유효하다는 판단

주요이슈 및 실적전망

- 1) 담배: 매출 +17.6%yoy, 영업이익 +11.0%yoy 기록. 해외 궐련 고성장 지속되는 가운데, 당분기 내수 담배 추석 시점 차에 의한 선출고 영향 반영, 해외 NGP 공급망 이슈 정상화되며 견조한 실적 시현
- 내수 담배: 매출 +4.7yoy. 국내 궐련, NGP 모두 추석 시점차에 의한 선출고 영향으로 3분기 담배 총 시장 성장 전환(+1.3%yoy)하며 국내 궐련 매출 +3.6%yoy, NGP +7.5%yoy 기록
- 해외 담배: 매출 +39.2%yoy. 해외 궐련 3분기 높은 기저에도 불구하고 당분기에도 판가 인상, 고가 브랜드 믹스 개선, 수량 증가 동시에 이뤄지며 매출 +24.9%yoy. 해외 NGP 또한 상반기 베트남 공급망 이슈 정상화되며 디바이스 매출 회복 및 스틱 수량 확대되며 매출 +203%yoy 성장
- 2) 건기식: 매출 -11.3yoy, 영업이익 +3.9%yoy. 소비 심리 부진 및 체질 개선 위한 채널 개편으로 매출 감소. 다만, 수익성 중심의 사업 전략(원가 개선 및 마케팅 효율화)으로 이익은 소폭 개선
- 3) 부동산: 매출액 +48.3%yoy, 영업이익 +63.0%yoy. 안양/미아 등 개발 사업 진척에 따른 매출 인식되며 이익 기여도 확대

주가전망 및 Valuation

- 투자의견 BUY, 목표주가 180,000원으로 상향 조정. 밸류에이션 산정 시점 변경 및 26F 실적 추정치 상향 조정에 따라, 26F 추정 EBITDA 1.7조에 Target EV/EBITDA 10.4배(26F 글로벌 담배 Peer EV/EBITDA multiple 평균, 직전 Valuation은 25F EBITDA 1.6조에 25F 글로벌 담배 Peer Target Multiple 11배 적용)를 적용하여 목표주가 기존 170,000원에서 180,000원으로 상향 조정

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	5,863	1,167	903	1,408	6,615	-10.6	13.1	1.3	7.5	9.8	6.0
2024	5,909	1,189	1,166	1,439	8,975	35.7	11.9	1.5	9.1	12.7	5.0
2025F	6,471	1,337	1,015	1,623	8,330	-7.2	16.5	1.7	9.9	10.7	4.5
2026F	6,681	1,434	1,273	1,723	10,617	27.5	13.0	1.6	9.0	12.7	4.6
2027F	6,894	1,504	1,307	1,792	10,901	2.7	12.6	1.5	8.5	12.3	4.8

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 KT&G 목표 주가 산정

	내용	비고
A) 영업가치 (십억 원)	**17,868**	- Target EV/EBITDA * 26F EBITDA
EBITDA (십억 원)	1,723	- 26F EBITDA 추정치
Target EV/EBITDA (배)	10.4	- 글로벌 Peer 26F EV/EBITDA multiple 평균
B) 비영업가치 (십 억원)	**278**	투자부동산 장부가액 50% 할인
C) 순현금 (십 억원)	**852**	
D) 총 기업 가치 (A+B+C)	**18,998**	
주식 수 (천 주)	103,860	- KT&G 유통주식 수
적정 주가(원)	182,921	- 총 기업 가치/주식 수
목표 주가(원)	**180,000**	
전일 종가(원)	137,700	2025.11.06 종가
상승여력(%)	30.7	
투자의견	**BUY**	

자료: KT&G, 현대차증권

〈표2〉 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q24P	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	**1,292.3**	**1,423.8**	**1,636.4**	**1,556.4**	**1,491.1**	**1,547.9**	**1,826.9**	**1,604.7**	**5,908.8**	**6,470.6**	**6,681.3**
YoY(%)	*-7.4%*	*6.6%*	*-3.1%*	*8.0%*	*15.4%*	*8.7%*	*11.6%*	*3.1%*	*0.8%*	*9.5%*	*3.3%*
1. 담배	856.6	989.9	1,047.8	1,012.0	988.0	1,090.6	1,232.3	1,073.4	3,906.3	4,384.3	4,524.4
YoY(%)	*-0.1%*	*11.5%*	*7.7%*	*13.2%*	*15.3%*	*10.2%*	*17.6%*	*6.1%*	*8.1%*	*12.2%*	*3.2%*
1-1. 국내	513.0	566.2	587.5	541.5	512.1	548.4	614.9	527.7	2,208.2	2,203.1	2,162.6
YoY(%)	*-0.9%*	*2.9%*	*0.6%*	*-0.7%*	*-0.2%*	*-3.1%*	*4.7%*	*-2.6%*	*0.5%*	*-0.2%*	*-1.8%*
궐련	382.9	428.9	430.9	406.5	373.6	408.3	446.6	389.7	1,649.2	1,618.2	1,569.7
NGP	130.1	137.3	156.6	135.0	138.5	140.1	168.3	138.0	559.0	584.9	592.9
1-2. 해외	338.0	419.5	456.3	461.2	469.6	525.0	635.0	536.4	1,675.0	2,166.0	2,323.6
YoY(%)	*0.4%*	*26.5%*	*19.9%*	*34.1%*	*38.9%*	*25.1%*	*39.2%*	*16.3%*	*20.3%*	*29.3%*	*7.3%*
궐련	291.8	359.1	419.7	379.5	449.1	469.0	524.2	459.2	1,450.1	1,901.5	2,092.8
NGP	46.2	60.4	36.6	81.7	20.5	56.0	110.8	77.2	224.9	264.5	230.8
1-3 반제품	5.6	4.2	4.0	9.3	6.3	17.2	-17.6	9.4	23.1	15.3	38.2
2. 건기식	308.4	265.1	405.8	322.3	314.4	220.6	359.8	303.0	1,301.6	1,197.8	1,216.4
YoY(%)	*-19.7%*	*1.6%*	*-1.7%*	*-4.0%*	*1.9%*	*-16.8%*	*-11.3%*	*-6.0%*	*-6.6%*	*-8.0%*	*1.6%*
3. 부동산	45.2	80.5	98.5	137.1	100.4	143.7	146.1	139.0	361.3	529.2	563.0
YoY(%)	*-46.1%*	*-29.2%*	*-56.2%*	*7.4%*	*122.1%*	*78.5%*	*48.3%*	*1.4%*	*-34.3%*	*46.5%*	*6.4%*
4. 기타	82.1	88.3	84.2	85.0	88.3	93.0	88.7	89.3	339.6	359.3	377.5
YoY(%)	*17.1%*	*20.3%*	*6.5%*	*1.2%*	*7.6%*	*5.4%*	*5.3%*	*5.0%*	*10.8%*	*5.8%*	*5.1%*
영업이익	**236.6**	**322.0**	**417.8**	**212.5**	**285.6**	**349.9**	**465.3**	**236.7**	**1,188.8**	**1,337.5**	**1,433.8**
OPM(%)	***18.3%***	***22.6%***	***25.5%***	***13.7%***	***19.2%***	***22.6%***	***25.5%***	***14.8%***	***20.1%***	***20.7%***	***21.5%***
YoY(%)	***-25.3%***	***30.8%***	***2.7%***	***7.3%***	***20.7%***	***8.7%***	***11.4%***	***11.4%***	***1.8%***	***12.5%***	***7.2%***
1. 담배	206.6	316.4	335.0	223.5	252.9	321.8	371.8	223.3	1,081.5	1,169.8	1,254.7
OPM(%)	*24.1%*	*32.0%*	*32.0%*	*22.1%*	*25.6%*	*29.5%*	*30.2%*	*20.8%*	*27.7%*	*26.7%*	*27.7%*
YoY(%)	*-12.7%*	*30.4%*	*24.4%*	*-2.1%*	*22.4%*	*1.7%*	*11.0%*	*-0.1%*	*10.7%*	*8.2%*	*7.3%*
2. 건기식	23.0	-1.0	68.8	5.6	18.2	6.2	71.5	7.0	96.4	102.9	112.2
OPM(%)	*7.5%*	*-0.4%*	*17.0%*	*1.7%*	*5.8%*	*2.8%*	*19.9%*	*2.3%*	*7.4%*	*8.6%*	*9.2%*
YoY(%)	*-58.2%*	*적지*	*13.3%*	*-53.7%*	*-20.9%*	*흑전*	*3.9%*	*24.4%*	*-17.7%*	*6.7%*	*9.0%*
세전이익	**365.5**	**430.7**	**317.0**	**445.5**	**335.2**	**187.5**	**544.2**	**268.9**	**1,558.7**	**1,335.8**	**1,689.2**
세전이익(%)	***28.3%***	***30.3%***	***19.4%***	***28.6%***	***22.5%***	***12.1%***	***29.8%***	***16.8%***	***26.4%***	***20.6%***	***25.3%***
YoY(%)	***-6.3%***	***57.0%***	***-30.8%***	***274.7%***	***-8.3%***	***-56.5%***	***71.7%***	***-39.6%***	***25.6%***	***-14.3%***	***26.5%***
지배주주순이익	**286.3**	**312.8**	**241.2**	**325.3**	**255.6**	**143.3**	**419.3**	**196.6**	**1,165.7**	**1,016.4**	**1,270.9**
순이익(%)	***22.2%***	***22.0%***	***14.7%***	***20.9%***	***17.1%***	***9.3%***	***22.9%***	***12.2%***	***19.7%***	***15.7%***	***19.0%***
%YoY	***5.9%***	***55.8%***	***-23.1%***	***176.8%***	***-10.7%***	***-54.2%***	***73.8%***	***-39.6%***	***29.1%***	***-12.8%***	***25.0%***

자료: KT&G, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	5,863	5,909	6,471	6,681	6,894
증가율 (%)	0.2	0.8	9.5	3.2	3.2
매출원가	3,054	3,007	3,359	3,432	3,532
매출원가율 (%)	52.1	50.9	51.9	51.4	51.2
매출총이익	2,808	2,902	3,111	3,249	3,362
매출이익률 (%)	47.9	49.1	48.1	48.6	48.8
증가율 (%)	-5.1	3.3	7.2	4.4	3.5
판매관리비	1,641	1,713	1,774	1,816	1,858
판관비율(%)	28.0	29.0	27.4	27.2	27.0
EBITDA	1,408	1,439	1,623	1,723	1,792
EBITDA 이익률 (%)	24.0	24.4	25.1	25.8	26.0
증가율 (%)	-5.7	2.2	12.8	6.2	4.0
영업이익	1,167	1,189	1,337	1,434	1,504
영업이익률 (%)	19.9	20.1	20.7	21.5	21.8
증가율 (%)	-8.0	1.9	12.4	7.3	4.9
영업외손익	71	357	-21	236	213
금융수익	139	165	144	152	161
금융비용	68	92	98	108	103
기타영업외손익	0	284	-67	192	155
종속/관계기업관련손익	10	19	23	19	18
세전계속사업이익	1,248	1,566	1,339	1,689	1,734
세전계속사업이익률	21.3	26.5	20.7	25.3	25.2
증가율 (%)	-12.7	25.5	-14.5	26.1	2.7
법인세비용	319	394	319	418	429
계속사업이익	930	1,172	1,020	1,271	1,305
중단사업이익	-7	-7	-4	0	0
당기순이익	922	1,165	1,016	1,271	1,305
당기순이익률 (%)	15.7	19.7	15.7	19.0	18.9
증가율 (%)	-8.3	26.4	-12.8	25.1	2.7
지배주주지분 순이익	903	1,166	1,015	1,273	1,307
비지배주주지분 순이익	20	-1	2	-2	-2
기타포괄이익	-22	30	5	0	0
총포괄이익	901	1,195	1,021	1,271	1,305

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	6,418	7,176	7,463	8,084	8,572
현금성자산	1,032	1,136	1,297	1,755	2,034
단기투자자산	361	484	499	512	530
매출채권	1,329	1,363	1,405	1,444	1,494
재고자산	2,764	3,101	3,197	3,286	3,399
기타유동자산	590	797	822	845	874
비유동자산	6,354	6,749	7,052	7,104	7,183
유형자산	2,096	2,664	2,847	2,832	2,825
무형자산	175	180	172	175	177
투자자산	2,701	2,852	2,970	3,034	3,117
기타비유동자산	1,382	1,053	1,063	1,063	1,064
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	12,772	13,925	14,515	15,188	15,755
유동부채	2,672	3,143	3,216	3,217	3,257
단기차입금	62	288	146	106	116
매입채무	261	352	363	356	359
유동성장기부채	46	184	287	287	287
기타유동부채	2,303	2,319	2,420	2,468	2,495
비유동부채	805	1,424	1,596	1,617	1,481
사채	323	808	1,051	1,061	911
장기차입금	147	214	131	131	131
장기금융부채	18	7	7	7	7
기타비유동부채	317	395	407	418	432
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	3,478	4,567	4,812	4,834	4,738
지배주주지분	9,174	9,239	9,657	10,309	10,975
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	534	535	535	535	535
자본조정 등	-1,237	-1,031	-835	-835	-835
기타포괄이익누계액	-57	-3	6	6	6
이익잉여금	8,979	8,783	8,996	9,649	10,314
비지배주주지분	121	119	46	44	42
자본총계	9,295	9,358	9,703	10,353	11,017

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	1,266	822	1,187	1,375	1,330
당기순이익	922	1,165	1,016	1,271	1,305
유형자산 상각비	211	219	252	255	254
무형자산 상각비	30	31	33	34	33
외환손익	5	-327	183	0	0
운전자본의 감소(증가)	185	-365	-157	-99	-149
기타	-87	99	-140	-86	-113
투자활동으로인한현금흐름	-848	-530	-558	-193	-203
투자자산의 감소(증가)	-338	-123	-66	-65	-83
유형자산의 감소	7	21	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-473	-768	-448	-240	-248
기타	-44	340	-44	112	128
재무활동으로인한현금흐름	-776	-293	-470	-725	-848
차입금의 증가(감소)	59	56	-83	0	0
사채의증가(감소)	323	485	272	10	-150
자본의 증가	0	1	0	0	0
배당금	-776	-587	-603	-620	-641
기타	-382	-248	-56	-115	-57
기타현금흐름	-11	105	3	0	0
현금의증가(감소)	-369	104	161	457	279
기초현금	1,401	1,032	1,136	1,297	1,755
기말현금	1,032	1,136	1,297	1,755	2,034

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	6,759	8,969	8,343	10,602	10,886
EPS(지배순이익 기준)	6,615	8,975	8,330	10,617	10,901
BPS(자본총계 기준)	69,457	74,651	80,942	86,368	91,906
BPS(지배지분 기준)	68,557	73,700	80,561	86,002	91,556
DPS	5,200	5,400	6,000	6,200	6,400
P/E(당기순이익 기준)	12.9	11.9	16.5	13.0	12.6
P/E(지배순이익 기준)	13.1	11.9	16.5	13.0	12.6
P/B(자본총계 기준)	1.3	1.4	1.7	1.6	1.5
P/B(지배지분 기준)	1.3	1.5	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA(Reported)	7.5	9.1	9.9	9.0	8.5
배당수익률	6.0	5.0	4.5	4.6	4.8
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-7.7	32.7	-7.0	27.1	2.7
EPS(지배순이익 기준)	-10.6	35.7	-7.2	27.5	2.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	9.9	12.5	10.7	12.7	12.2
ROE(지배순이익 기준)	9.8	12.7	10.7	12.7	12.3
ROA	7.4	8.7	7.1	8.6	8.4
안정성 (%)					
부채비율	37.4	48.8	49.6	46.7	43.0
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	25.5	28.2	19.0	18.9	22.0

** K-IFRS 연결 기준*

에이피알 (278470)

4분기는 더 좋다!

Analyst 하희지 1300691@hmsec.com

BUY **TP 310,000원**

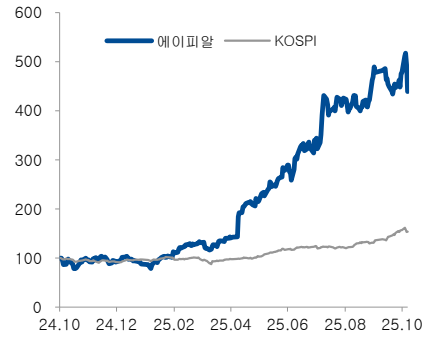
현재주가 (11/6)	234,000원
상승여력	32.5%
시가총액	8,759십억원
발행주식수	37,431천주
자본금/액면가	4십억원/100원
52주 최고가/최저가	276,000원/41,900원
일평균 거래대금 (60일)	127십억원
외국인 지분율	25.43%
주요주주 지분율	
김병훈 외 5인	34.81%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-8.2	12.2	207.1
상대주가(%p)	-19.1	-10.9	95.2

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	7,370	9,256	280,000
After	7,823	10,091	310,000
Consensus	7,013	9,743	292,700
Cons. 차이	11.5%	3.6%	5.9%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 3Q25 에이피알 연결 기준 매출액은 3,859억원(+122%yoy), 영업이익은 961억원(+253%yoy, OPM 24.9%)으로 컨센서스는 상회, 6분기 연속 최대 실적 경신. 직전 분기 대비 마케팅비 상승에도 매출 고성장에 따른 레버리지 효과 시현한 점 고무적

주요이슈 및 실적전망

- **1) 사업 부문별로** ①화장품/뷰티 매출 +219.8%yoy, ②뷰티 디바이스 +38.8%yoy, ③ 기타 -28.4%yoy 시현. 3분기 화장품 계절적 비수기임에도 불구 미국/일본 이벤트향 물량 고성장 고무적. 당분기 에이피알 해외 매출 비중은 80%(vs. 24년 50%)를 상회하며 글로벌 확장 가속
- **2) 지역별로** ①한국 +2.9%yoy, ②미국 +280.1%yoy, ③일본 +206.5%yoy 시현
- **[미국]:** 7월 아마존 프라임 데이 성과 호조 및 온라인 채널 상위 랭킹 지속 유지. 또한, 당분기 ULTA Beauty향 리오더 물량(약 7~80억) 반영되며 오프라인 확장의 기반 만들고 있다는 점 긍정적. 이에 따라 미국 3Q25 화장품 매출액은 약 1,280억원(+416%yoy)추정. 4Q25에는 아마존 블랙 프라이데이 대규모 이벤트(11/28) 실적 반영에 대한 기대감 유효하며, 향후 ULTA 내 SKU 확대 및 기타 오프라인 채널 진출을 통해 2026년에는 오프라인 매출 비중 20% 이상 도달 목표
- **[일본]:** 일본 온라인 Qoo10 메가와리 성과 가시화되며 3분기에도 일본 매출은 +206.5%yoy 시현. 3분기 일본 오프라인 입점 수는 2,500개로 2분기와 유사한 수준이나 4분기까지 3,000개 입점 완료할 것으로 전망

주가전망 및 Valuation

- 에이피알, 투자의견 BUY, 목표주가 310,000원으로 상향 조정. 밸류에이션 산정 시점 변경 및 25-26F 실적 추정치 상향에 따라, 12M Fwd EPS를 기존 8,627원에서 9,713원으로 상향 조정, Target P/E 32배(국내 화장품 14~16년 대형사 글로벌 확장 시기 P/E, 직전과 동일) 적용하여 목표 주가 기존 28만원에서 31만원으로 상향. 금일 호실적에도 주가는 -10% 하락. 다만, 향후에도 미국 고성장 지속(4분기 대형 이벤트 및 오프라인 채널 확대) 및 유럽 등 지역 확장에 대한 기대감 유효. 매수 의견 유지

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	524	104	82	118	2,249	166.3	N/A	N/A	N/A	54.9	N/A
2024	723	123	108	145	2,842	26.4	17.6	5.9	12.5	41.3	0.0
2025F	1,439	349	294	382	7,823	175.3	29.9	19.4	25.1	75.9	1.4
2026F	1,765	440	378	477	10,091	29.0	23.2	11.6	19.6	62.6	0.8
2027F	2,013	506	429	542	11,456	13.5	20.4	8.0	16.6	46.2	0.8

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 에이피알 목표 주가 산정

	내용	비고
12M Forward EPS(원)	9,713	- 12M Fwd EPS 추정치
Target P/E(배)	32	- 국내 화장품 14~16년 대형사 글로벌 확장기 Valuation
적정 주가(원)	306,929	
목표주가(원)	**310,000**	- Target P/E * 12M fwd EPS
전일 종가(원)	234,000	- 2025.11.06 종가
상승여력(%)	32.5	
투자의견	**BUY**	

자료: 에이피알, 현대차증권

〈표2〉 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	**148.9**	**155.5**	**174.1**	**244.2**	**266.0**	**327.7**	**385.9**	**459.3**	**722.8**	**1,439.0**	**1,764.9**
YoY(%)	*22%*	*22%*	*43%*	*61%*	*79%*	*111%*	*122%*	*88%*	*38%*	*99%*	*23%*
지역별 매출액											
1. 국내	82.8	78.4	73.9	88.0	76.8	73.2	76.0	89.4	323.1	315.4	325.1
YoY(%)	*-2%*	*-6%*	*12%*	*3%*	*-7%*	*-7%*	*3%*	*2%*	*1%*	*-2%*	*3%*
2. 미국	24.7	24.9	39.6	69.0	70.9	96.2	150.5	188.4	158.3	506.0	660.8
YoY(%)	*196%*	*109%*	*123%*	*131%*	*187%*	*286%*	*280%*	*173%*	*133%*	*220%*	*31%*
3. 일본	9.8	9.4	15.2	17.7	29.3	43.9	46.6	50.0	52.2	169.8	218.9
YoY(%)	*16%*	*13%*	*79%*	*125%*	*198%*	*366%*	*207%*	*182%*	*57%*	*226%*	*29%*
4. 중화권	20.3	25.7	24.5	28.3	28.4	34.7	27.4	33.1	98.8	123.7	145.1
YoY(%)	*28%*	*40%*	*4%*	*41%*	*40%*	*35%*	*12%*	*17%*	*27%*	*25%*	*17%*
5. 기타(B2B 포함)	11.2	17.0	21.0	41.1	60.7	79.7	85.4	98.4	90.4	324.1	415.0
사업 부문별 매출액											
1. 화장품	65.4	71.6	85.1	116.3	165.0	227.1	272.3	308.0	338.5	972.4	1,232.3
YoY(%)	*37%*	*33%*	*54%*	*103%*	*152%*	*217%*	*220%*	*165%*	*58%*	*187%*	*27%*
2. 뷰티 디바이스	66.8	68.2	74.3	103.4	90.9	90.0	103.1	131.3	312.6	415.4	484.7
YoY(%)	*30%*	*40%*	*62%*	*47%*	*36%*	*32%*	*39%*	*27%*	*45%*	*33%*	*17%*
3. 기타	16.8	15.7	14.7	24.5	10.1	10.6	10.5	20.0	71.6	51.2	47.9
YoY(%)	*-27%*	*-37%*	*-29%*	*0%*	*-40%*	*-32%*	*-28%*	*-18%*	*-23%*	*-28%*	*-6%*
영업이익	**27.8**	**28.0**	**27.2**	**39.7**	**54.6**	**84.6**	**96.1**	**113.4**	**122.7**	**348.7**	**439.7**
OPM(%)	*19%*	*18%*	*16%*	*16%*	*21%*	*26%*	*25%*	*25%*	*17%*	*24%*	*25%*
YoY(%)	*20%*	*13%*	*25%*	*16%*	*97%*	*202%*	*253%*	*186%*	*18%*	*184%*	*26%*
세전이익	**30.4**	**28.8**	**26.4**	**47.6**	**59.2**	**78.4**	**96.0**	**122.3**	**133.3**	**355.8**	**457.9**
세전이익(%)	*20%*	*19%*	*15%*	*20%*	*22%*	*24%*	*25%*	*27%*	*18%*	*25%*	*26%*
YoY(%)	*28%*	*17%*	*14%*	*40%*	*95%*	*172%*	*226%*	*127%*	*26%*	*167%*	*29%*
지배주주순이익	**24.1**	**24.1**	**16.0**	**43.4**	**49.9**	**66.3**	**74.6**	**103.3**	**107.6**	**294.1**	**377.7**
순이익(%)	*16%*	*15%*	*9%*	*18%*	*19%*	*20%*	*19%*	*22%*	*15%*	*20%*	*21%*
%YoY	*19%*	*28%*	*-13%*	*80%*	*107%*	*175%*	*331%*	*112%*	*32%*	*173%*	*28%*

자료: 에이피알, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	524	723	1,439	1,765	2,013
증가율 (%)	31.7	38.0	99.0	22.7	14.1
매출원가	128	179	353	437	494
매출원가율 (%)	24.4	24.8	24.5	24.8	24.5
매출총이익	395	544	1,086	1,327	1,519
매출이익률 (%)	75.4	75.2	75.5	75.2	75.5
증가율 (%)	35.7	37.7	99.6	22.2	14.5
판매관리비	291	421	737	888	1,014
판관비율(%)	55.5	58.2	51.2	50.3	50.4
EBITDA	118	145	382	477	542
EBITDA 이익률 (%)	22.5	20.1	26.5	27.0	26.9
증가율 (%)	136.0	22.9	163.4	24.9	13.6
영업이익	104	123	349	440	506
영업이익률 (%)	19.8	17.0	24.3	24.9	25.1
증가율 (%)	166.7	18.3	183.7	26.1	15.0
영업외손익	1	11	7	18	14
금융수익	9	29	36	49	46
금융비용	7	17	28	31	31
기타영업외손익	-1	-1	-1	0	-1
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	106	133	356	458	520
세전계속사업이익률	20.2	18.4	24.7	25.9	25.8
증가율 (%)	171.8	25.5	167.7	28.7	13.5
법인세비용	24	26	62	80	91
계속사업이익	82	108	294	378	429
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	82	108	294	378	429
당기순이익률 (%)	15.6	14.9	20.4	21.4	21.3
증가율 (%)	173.3	31.7	172.2	28.6	13.5
지배주주지분 순이익	82	108	294	378	429
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-0	-2	-0	0	0
총포괄이익	81	106	294	378	429

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	219	286	547	888	1,262
현금성자산	125	90	90	359	677
단기투자자산	7	25	46	55	62
매출채권	22	39	74	89	100
재고자산	57	110	206	248	279
기타유동자산	8	18	34	41	46
비유동자산	68	279	268	280	289
유형자산	14	51	56	56	56
무형자산	4	6	6	5	4
투자자산	18	62	91	103	113
기타비유동자산	32	160	115	116	116
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	287	565	815	1,168	1,551
유동부채	82	145	255	301	340
단기차입금	8	0	0	0	0
매입채무	12	34	51	56	63
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	62	111	204	245	277
비유동부채	8	96	108	112	110
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	8	96	108	112	110
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	90	242	364	414	450
지배주주지분	197	324	452	754	1,101
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	61	137	148	148	148
자본조정 등	8	-47	-30	-30	-30
기타포괄이익누계액	1	1	1	1	1
이익잉여금	124	229	329	632	978
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	197	324	452	754	1,101

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	108	79	330	399	454
당기순이익	82	108	294	378	429
유형자산 상각비	13	22	32	36	36
무형자산 상각비	0	1	1	1	1
외환손익	-0	-5	1	0	0
운전자본의 감소(증가)	1	-58	-16	-21	-18
기타	12	11	18	5	6
투자활동으로인한현금흐름	-28	-110	-169	-58	-53
투자자산의 감소(증가)	-10	-44	-29	-13	-10
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-10	-45	-26	-36	-36
기타	-8	-21	-114	-9	-7
재무활동으로인한현금흐름	-11	-5	-160	-72	-83
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	2	0	-3	0	0
자본의 증가	9	76	11	0	0
배당금	0	0	-134	-75	-82
기타	-22	-81	-34	3	-1
기타현금흐름	0	0	-1	0	0
현금의증가(감소)	68	-35	-1	269	318
기초현금	57	125	90	90	359
기말현금	125	90	90	359	677

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	2,249	2,842	7,823	10,091	11,456
EPS(지배순이익 기준)	2,249	2,842	7,823	10,091	11,456
BPS(자본총계 기준)	5,414	8,486	12,066	20,157	29,413
BPS(지배지분 기준)	5,414	8,486	12,066	20,157	29,413
DPS	0	0	3,590	2,000	2,200
P/E(당기순이익 기준)	N/A	17.6	29.9	23.2	20.4
P/E(지배순이익 기준)	N/A	17.6	29.9	23.2	20.4
P/B(자본총계 기준)	N/A	5.9	19.4	11.6	8.0
P/B(지배지분 기준)	N/A	5.9	19.4	11.6	8.0
EV/EBITDA(Reported)	N/A	12.5	25.1	19.6	16.6
배당수익률	N/A	0.0	1.4	0.8	0.8
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	166.3	26.4	175.3	29.0	13.5
EPS(지배순이익 기준)	166.3	26.4	175.3	29.0	13.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	54.9	41.3	75.9	62.6	46.2
ROE(지배순이익 기준)	54.9	41.3	75.9	62.6	46.2
ROA	34.6	25.2	42.6	38.1	31.5
안정성 (%)					
부채비율	45.9	74.7	80.5	54.8	40.9
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	82.3	32.6	67.7	73.6	73.6

** K-IFRS 연결 기준*

미래에셋증권 (006800)

Analyst 장영임 yijang123@hmsec.com

3Q25 Review: '쇼크' 아니라 '서프'입니다

M.PERFORM **TP 23,000원**

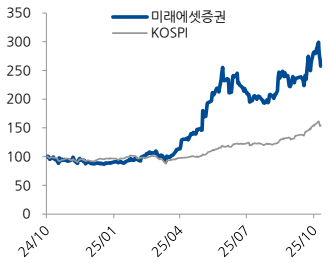
현재주가 (11/6)	23,650원
상승여력	-2.7%
시가총액	13,488십억원
발행주식수	570,316천주
자본금/액면가	4,102십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	27,500원/7,980원
일평균 거래대금 (60일)	74십억원
외국인 지분율	11.68%
주요주주 지분율	
미래에셋캐피탈외 18인	33.05%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	9.0	26.3	97.6
상대주가(%p)	-3.9	0.3	25.6

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	2,071	1,933	23,000
After	2,212	2,054	23,000
Consensus	1,661	1,623	25,208
Cons. 차이	33.2%	26.6%	-8.8%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 미래에셋증권에 대해 투자의견 M.PERFORM 유지, 목표주가 23,000원 유지
- 10월 일평균 거래대금이 40.3조원(MoM +50.9%)을 기록하며 브로커리지 경쟁력이 부각될 수 있는 국면이며, 투자목적자산 평가이익이 3분기 연속 흑자를 시현한 점 역시 긍정적
- 다만, 상반기에 축소되는 모습을 보였던 해외 상업용 부동산 평가손실이 1,600억원으로 확대(vs. 1분기 1,000억원, 2분기 630억원)되며 이익 변동성이 존재한다는 점은 리스크
- 또한, 올해 이익 전망치 상향에도 올해 예상 ROE 10.3%로 경쟁사 대비 낮은 수준. 자사주 소각 의무화에 대한 논의가 진전될 것으로 보이나, 이러한 정책 기대감이 상당부분 주가에 반영되었다고 판단. 현재 12MF P/B 1.01배에 거래되며 추가 업사이드가 크지 않아 투자의견 M.PERFORM 유지

주요이슈 및 실적전망

- 3Q25 연결 지배주주순이익은 3,404억원(YoY +16.9%, QoQ -15.6%)으로 컨센서스 12.7% 상회. 1) 증시 호조에 따라 브로커리지 및 자산관리 수수료수익이 예상치를 상회, 2) 투자목적자산 공정가치평가 손익의 기여가 주요하였음
- 연결 영업이익은 컨센서스를 하회하며 실적 공시 후 주가가 하락하였으나, 이는 판교 테크원 건물 매각이익의 회계처리 방식 때문(전체 처분이익 3,400억원을 연결 영업외수익으로 반영하고, 비지배지분 조정을 기타영업비용으로 반영). 실제 순이익을 고려하면 양호한 실적이었다고 평가
- 3분기 연결 투자목적자산 공정가치평가 손익은 930억원으로 3분기 연속 흑자 시현. 이는 해외 상업용 부동산 평가손실을 약 1,600억원 반영하였음에도 불구하고, 판교 테크원타워 매각으로 1,593억원의 매각이익과 혁신 기업군 평가이익이 3분기에도 견조하게 나타났기 때문
- 3분기 해외법인 실적은 748억원(QoQ -30%)으로 1~2분기 각각 1,000억원 이상의 실적 대비 감소하였으나, 해외법인 투자자산에서 발생한 115억원의 손실을 제외 시 경상이익은 860억원으로 작년에 분기 500억원대였던 것에서 이익 체력이 개선되었음

주가전망 및 Valuation

- 지속가능한 ROE 9.2%(2025F~2027F 3개년 평균 ROE), COE 8.0%(무위험수익률 2.5%, 리스크 프리미엄 5.9%, 베타 1.0 적용)를 바탕으로 Target P/B 0.98배를 도출. 이를 12MF P/B 23,741원에 적용하여 목표주가 23,000원 산출. 목표주가 유지

요약 실적 및 Valuation

구분	순영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	ROE (%)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2023	1,887	521	379	327	540	-48.0	14.1	0.4	3.1	0.3	2.0
2024	2,832	1,188	1,224	922	1,574	191.7	5.1	0.4	8.0	0.7	3.1
2025F	3,254	1,308	1,686	1,289	2,212	40.6	10.7	1.1	10.3	0.9	1.5
2026F	3,328	1,417	1,562	1,196	2,054	-7.2	11.5	1.0	9.0	0.8	1.4
2027F	3,412	1,503	1,615	1,237	2,124	3.4	11.1	0.9	8.7	0.8	1.5

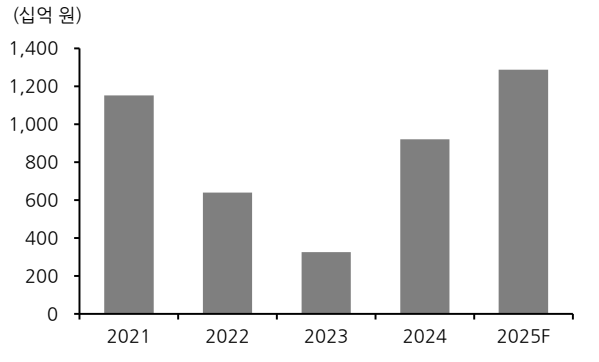
* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 미래에셋증권 별도 기준 주요 실적 (단위: 십억 원)

	3Q25P	3Q24	YoY	2Q25	QoQ	2025F	2024	YoY
순영업수익	595	573	3.9%	714	-16.7%	2,480	2,068	20.0%
수수료손익	334	249	34.5%	273	22.4%	1,234	971	27.1%
수수료수익	425	304	39.8%	360	18.0%	1,544	1,193	29.4%
위탁매매	264	174	52.0%	216	21.9%	969	705	37.5%
자산관리	88	68	29.5%	73	21.1%	329	266	23.6%
IB 및기타	73	63	17.2%	71	3.1%	245	222	10.5%
수수료비용	91	56	63.4%	87	4.4%	310	222	39.5%
이자손익	104	49	112.0%	80	30.4%	362	233	55.6%
운용손익	128	272	-53.1%	369	-65.4%	856	857	-0.1%
기타손익	29	3	803.8%	-8	흑자전환	28	6	329.4%
판매및관리비	390	283	37.7%	343	13.8%	1,370	1,143	19.8%
영업이익	205	290	-29.2%	371	-44.8%	1,110	924	20.1%
영업외손익	-116	43	적자전환	-56	적자지속	-237	4	적자전환
세전이익	89	333	-73.3%	315	-71.7%	873	928	-5.9%
법인세비용	18	68	-73.1%	81	-77.5%	216	229	-5.8%
별도 당기순이익	71	265	-73.3%	234	-69.8%	658	699	-5.9%
연결 당기순이익	344	290	18.5%	406	-15.3%	1,294	925	39.9%
지배주주순이익	340	291	16.9%	403	-15.6%	1,289	922	39.8%

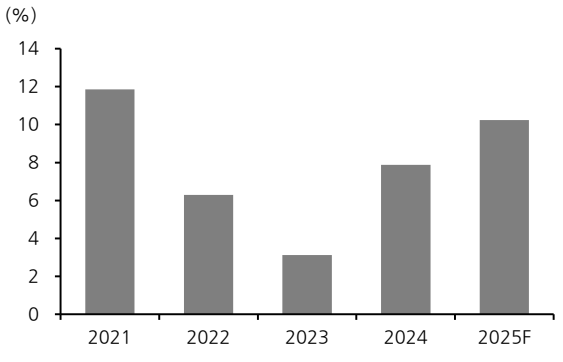
자료: 미래에셋증권, 현대차증권

〈그림1〉 연간 연결 지배주주순이익 추정



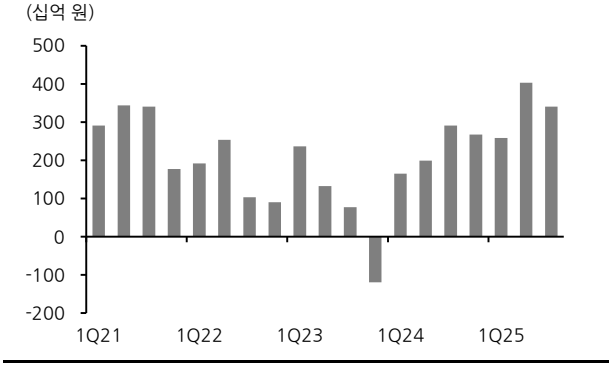
자료: 미래에셋증권, 현대차증권

〈그림2〉 연간 ROE 추정



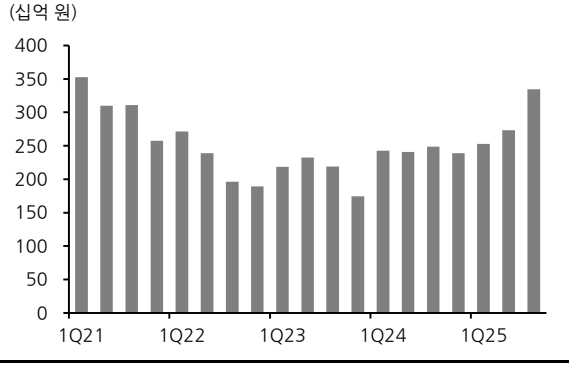
자료: 미래에셋증권, 현대차증권

〈그림3〉 분기별 연결 지배주주순이익 추이



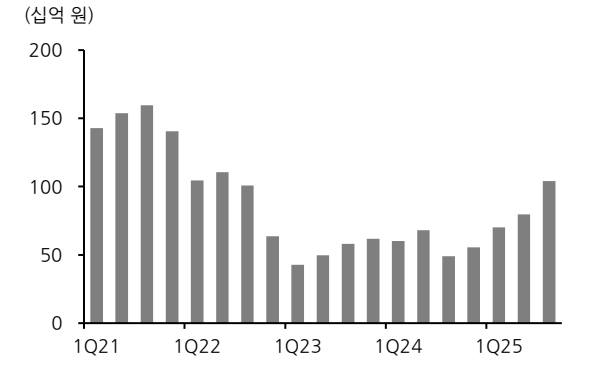
자료: 미래에셋증권, 현대차증권

〈그림4〉 분기별 수수료손익 추이



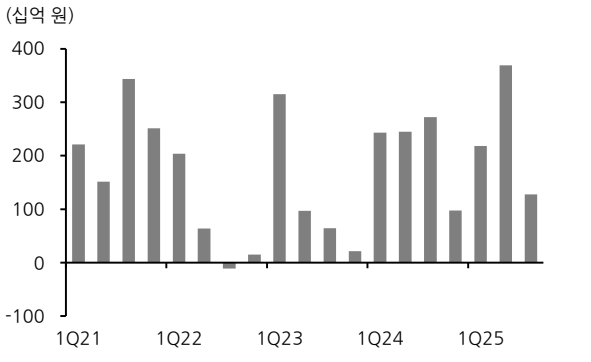
자료: 미래에셋증권, 현대차증권

<그림5> 분기별 이자손익 추이



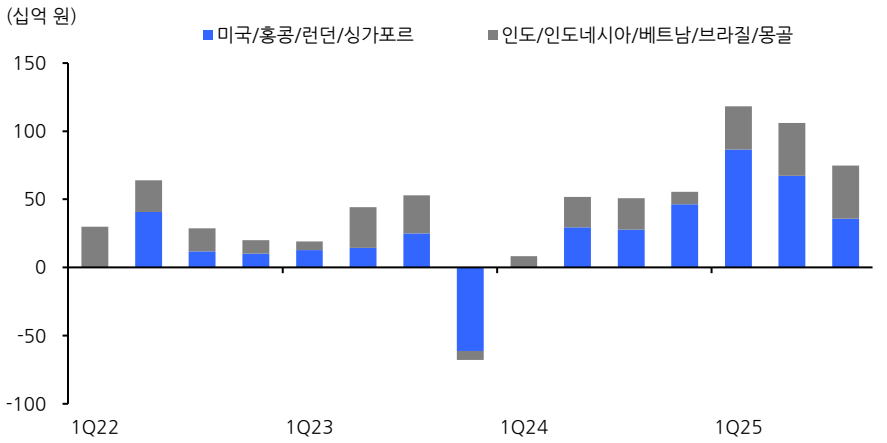
자료: 미래에셋증권, 현대차증권

<그림6> 분기별 운용손익 추이



자료: 미래에셋증권, 현대차증권

<그림7> 해외법인 세전이익 추이



자료: 미래에셋증권, 현대차증권

<표2> 미래에셋증권 목표주가 산정

	내용	비고
Sustainable ROE(%)	9.2	2025F~2027F ROE 평균
자기자본비용(COE)(%)	8.0	무위험수익률 2.5%, 리스크 프리미엄 5.9%, 베타 1.0 적용
영구성장률(g)(%)	0.0	보수적으로 0% 가정
적정 P/B(배)	1.15	P/B = (ROE-g) / (COE-g)
Discount(%)	15.0	
Target P/B(배)	0.98	
12M Forward BPS(원)	23,741	
적정 주가(원)	23,192	
목표 주가(원)	**23,000**	
전일 종가(원)	23,650	2025.11.06 종가
상승여력(%)	-2.7	
투자의견	**M.PERFORM**	

자료: Fnguide, 현대차증권

(단위: 십억 원)

손익계산서(별도)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
순영업수익	1,478	2,068	2,480	2,542	2,663
수수료손익	845	971	1,234	1,335	1,390
수수료수익	1,034	1,193	1,544	1,652	1,710
위탁매매	552	705	969	1,053	1,088
자산관리	231	266	329	339	355
IB및기타	252	222	245	260	267
수수료비용	190	222	310	317	319
이자손익	212	233	362	377	389
운용손익	498	857	856	792	842
기타손익	-77	6	28	39	41
판매및관리비	971	1,143	1,370	1,421	1,491
영업이익	507	924	1,110	1,122	1,172
영업외손익	-274	4	-237	-37	-18
세전이익	233	928	873	1,085	1,154
법인세비용	-5	229	216	263	280
당기순이익	238	699	658	822	874

(단위: 십억 원)

손익계산서(연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
순영업수익	1,887	2,832	3,254	3,328	3,412
수수료손익	900	1,042	1,304	1,505	1,586
수수료수익	1,138	1,308	1,875	2,017	2,110
위탁매매	636	801	1,249	1,366	1,432
자산관리	233	270	350	363	381
IB및기타	269	237	277	288	297
수수료비용	238	266	571	513	524
이자손익	365	385	514	533	549
운용손익	446	1,080	1,412	1,267	1,245
기타손익	177	325	24	23	32
판매및관리비	1,366	1,643	1,946	1,911	1,909
영업이익	521	1,188	1,308	1,417	1,503
영업외손익	-142	36	378	145	112
세전이익	379	1,224	1,686	1,562	1,615
법인세비용	41	299	392	361	374
당기순이익	338	925	1,294	1,201	1,242
지배순이익	327	922	1,289	1,196	1,237

(단위: %)

전년 대비 성장성(연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
순영업수익	-13.3	50.0	14.9	2.3	2.5
수수료손익	-5.5	15.8	25.2	15.4	5.4
이자손익	-27.0	5.5	33.5	3.8	3.0
운용손익	-24.2	142.4	30.8	-10.3	-1.7
판매및관리비	1.9	20.3	18.4	-1.8	-0.1
영업이익	-37.6	128.0	10.1	8.3	6.1
당기순이익	-48.8	173.9	39.9	-7.2	3.4
지배순이익	-48.9	181.8	39.8	-7.2	3.4
자산총계	20.7	7.0	5.9	2.5	4.4
부채총계	22.0	6.8	5.9	2.0	4.2
자본총계	8.5	9.1	6.2	7.4	6.5

** K-IFRS 별도 및 연결기준*

(단위: 십억 원)

재무상태표(연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
자산총계	128,177	137,177	145,255	148,865	155,480
현금 및 예치금	8,194	10,518	11,104	11,034	11,169
FVPL 금융자산	44,783	55,235	65,117	66,439	71,178
FVOCI 금융자산	16,088	17,578	11,881	12,102	13,127
AC 금융자산	51,175	46,073	49,468	50,888	51,948
종속및관계기업투자	2,022	1,626	2,200	2,300	2,407
유형자산	519	534	529	530	529
투자부동산	3,725	3,680	3,202	2,997	2,942
무형자산	507	761	737	747	754
기타자산	1,166	1,171	1,017	1,828	1,427
부채총계	116,938	124,913	132,230	134,871	140,579
예수부채	10,927	12,230	15,397	15,907	16,485
차입부채	67,895	77,117	78,813	79,024	83,700
사채	6,976	7,744	8,123	8,404	8,739
FVPL 금융부채	14,151	11,906	11,824	12,231	12,498
매도파생결합증권	9,424	6,559	6,686	7,016	7,309
기타부채	16,989	15,916	18,073	19,304	19,157
자본총계	11,239	12,264	13,025	13,994	14,902
지배주주지분	11,081	12,100	12,862	13,830	14,737
자본금	4,102	4,102	4,102	4,102	4,102
자본잉여금	2,158	2,157	2,157	2,157	2,157
이익잉여금	4,821	5,472	6,396	7,296	8,244
기타자본	1	370	206	275	235
비지배주주지분	158	163	163	164	164

순영업수익 구성(별도)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
수수료손익	57.1%	47.0%	49.8%	52.5%	52.2%
Brokerage	32.6%	30.7%	35.6%	37.7%	37.2%
WM	15.3%	12.7%	13.1%	13.2%	13.1%
IB및기타	9.2%	3.6%	1.1%	1.6%	1.9%
이자손익	14.4%	11.3%	14.6%	14.8%	14.6%
운용손익	33.7%	41.5%	34.5%	31.1%	31.6%
기타손익	-5.2%	0.3%	1.1%	1.5%	1.5%

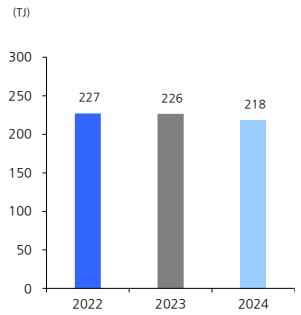
주요 지표(연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
수익성(%)					
ROE(지배)	3.1	8.0	10.3	9.0	8.7
ROA(지배)	0.3	0.7	0.9	0.8	0.8
판관비용률	72.4	58.0	59.8	57.4	55.9
투자지표(원)					
EPS(지배)	540	1,574	2,212	2,054	2,124
BPS(지배)	18,281	20,662	22,079	23,741	25,299
DPS(보통주)	150	250	360	340	360
Valuation					
P/E(X)	14.1	5.1	10.7	11.5	11.1
P/B(X)	0.4	0.4	1.1	1.0	0.9
배당성향(%)	27.6	16.2	16.4	16.7	17.1
배당수익률(%)	2.0	3.1	1.5	1.4	1.5

ESG Index & Summary Report

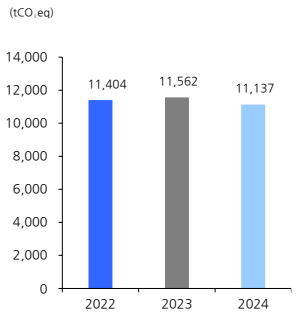
〈그림1〉 미래에셋증권 주요 ESG INDEX

환경(E)

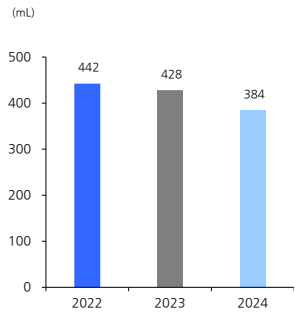
에너지 사용량



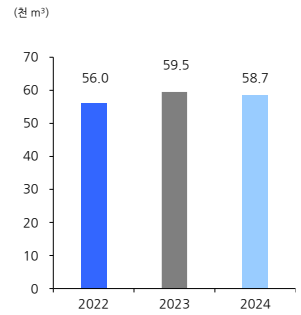
온실가스 총배출량



폐기물 배출량

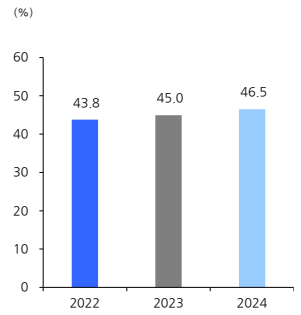


용수 사용량

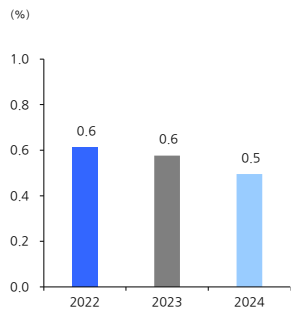


사회(S)

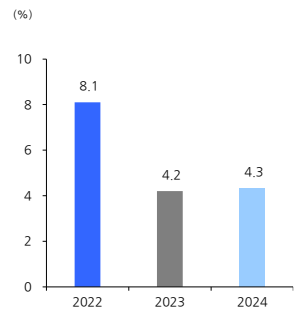
여성 임직원 비율



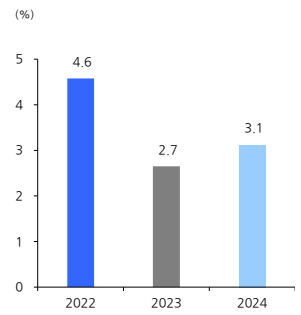
장애인 직원 비율



이직률

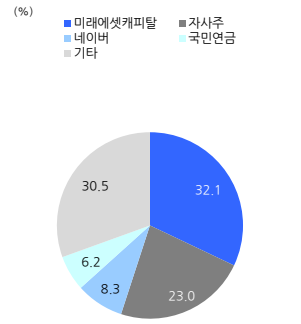


신규채용률

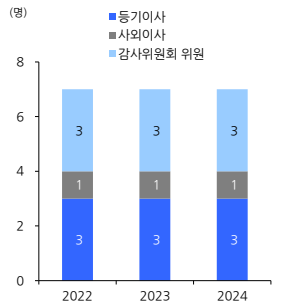


지배구조(G)

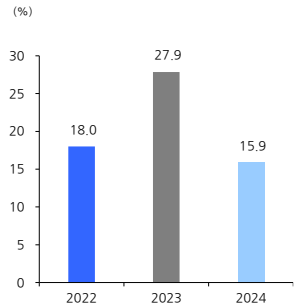
주주구성 현황



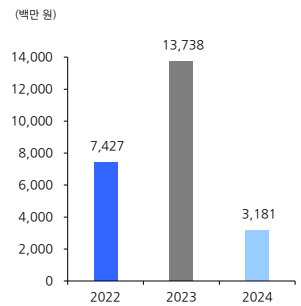
이사회 구성



현금배당성향



이사 및 감사보수 지급액(총액)



자료: 미래에셋증권 지속가능경영보고서, 현대차증권

<그림2> 미래에셋증권 ESG Summary Report (1)

미래에셋증권
종목코드: 006800
NICE 산업분류: 증권

NICE신용평가

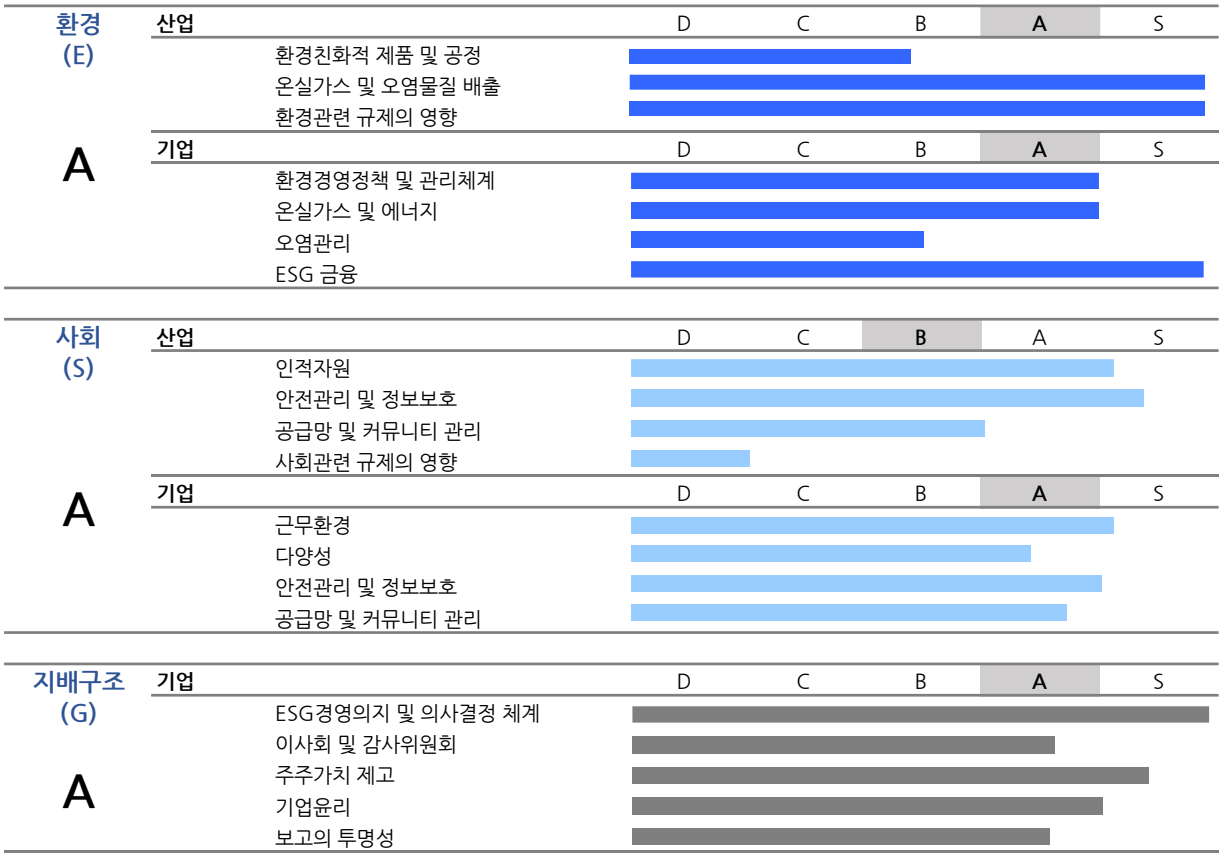
기업ESG평가 Corporate ESG Evaluation
평가일: 2025.07.10

기업ESG등급						
A	환경(E)	S	**A**	B	C	D
	사회(S)	S	**A**	B	C	D
	지배구조(G)	S	**A**	B	C	D

송미경 실장 02.2014.6216 mksong@nicerating.com
최영록 수석연구원 02.2014.6228 youngchoi@nicerating.com

미래에셋증권의 기업 ESG 평과결과는 '우수'

평가요소별 평가 결과



자료: NICE신용평가, 현대차증권

〈그림3〉 미래에셋증권 ESG Summary Report (2)

평가요소별 주요 평가내용 요약

부문	구분	평가요소	주요 평가내용
환경	산업요인		• 해당산업 영위에 있어 환경 관련 위험요인의 영향수준 '낮음(A)'
	기업요인	환경경영 정책 및 관리체계	• 환경경영 조직구성 및 경영체계, 탄소중립 선언 여부, 환경관련 교육수행 여부, 환경관련 보유인증, 생물다양성 보호활동, 재생/재활용품 사용 현황 등을 종합하면, 회사의 '환경경영 및 대응전략' 수준 '우수(A)'
		온실가스 및 에너지	• 온실가스 배출, 에너지소비 수준 및 감축 추세, 신재생에너지 사용 현황 등을 종합하면, 회사의 '온실가스 저감 및 친환경 에너지 활용' 수준 '우수(A)'
		오염관리	• 용수 사용, 폐기물 배출, 대기오염물질과 수질오염물질의 배출 관리 등을 종합하면, 회사의 '오염관리' 수준 '양호(B)'
		ESG 금융	• 회사의 'ESG금융에 대한 정책수립 및 ESG금융 취급 실적' 수준 '매우 우수(S)'
사회	산업요인		• 해당산업 영위에 있어 사회 관련 위험요인의 영향수준 '양호(B)'
	기업요인	근무환경	• 보상수준, 근속연수, 정규직 비율, 노조활동, 임직원 교육, 직원 고충처리제도 등을 종합하면, 회사의 '근무환경' 수준 '우수(A)'
		다양성	• 직원 및 임원의 성별 다양성, 장애인 고용 현황, 차별금지정책 시행 현황 등을 종합하면, 회사의 '다양성' 수준 '우수(A)'
		안전관리 및 정보보호	• 안전 관련 조직, 교육 및 안전점검 활동, 인증 보유 현황 등 안전경영체계와 정보보호 관련 관리체계, 안전 및 정보 관련 사고 발생 이력 등을 종합하면, 회사의 '안전관리 및 정보보호' 수준 '우수(A)'
		공급망 및 커뮤니티 관리	• 공급망 관련 ESG경영 수준, 고객 소통 채널 운영 현황, 사회공헌활동 수준 등을 종합하면, 회사의 '공급망 및 커뮤니티 관리' 수준 '우수(A)'
지배구조		ESG경영의지 및 의사결정체계	• ESG위원회 설립 여부 및 이사회의 ESG의사 결정 관여 등 'ESG경영 관련 의사결정 체계' 수준 '매우 우수(S)'
		이사회 및 감사위원회	• 등기이사와 사외이사, 감사위원회의 구성, 이사회의장의 대표이사 겸임 여부, 사외이사 활동 현황 등을 종합하면, 회사의 '이사회 및 감사위원회 운영의 적정성' 수준 '우수(A)'
		주주가치 제고	• 주주 보호 관련 제도의 도입 현황, 지분 구조의 특성, 배당 정책 및 실행의 안정성 등을 종합하면, 회사의 '주주가치 제고 노력' 수준 '매우 우수(S)'
		기업윤리	• 윤리경영 관련 경영체계, 배임/횡령 등 부정/부패행위 발생 이력, 공기업의 경우 청렴도 평가 등을 반영한 회사의 '기업윤리' 수준 '우수(A)'
		보고의 투명성	• 주요 경영활동 및 ESG 경영활동의 공시 수준, 외부회계감사 이력 및 의견 등을 종합할 때, 회사의 '보고의 투명성' 수준 '우수(A)'
기타 고려요소		해당 사항 없음	

자료: NICE신용평가, 현대차증권

<그림4> 미래에셋증권 ESG Summary Report (3)

【기업ESG 평가등급의 정의】

등 급	정 의
S	환경, 사회, 지배구조 측면의 경영활동 계획 및 이행실적과 환경, 사회, 지배구조 관련 위험 및 기회에 대한 대응능력 등이 [매우 우수]한 수준임
A	환경, 사회, 지배구조 측면의 경영활동 계획 및 이행실적과 환경, 사회, 지배구조 관련 위험 및 기회에 대한 대응능력 등이 [우수]한 수준임
B	환경, 사회, 지배구조 측면의 경영활동 계획 및 이행실적과 환경, 사회, 지배구조 관련 위험 및 기회에 대한 대응능력 등이 [양호]한 수준임
C	환경, 사회, 지배구조 측면의 경영활동 계획 및 이행실적과 환경, 사회, 지배구조 관련 위험 및 기회에 대한 대응능력 등이 [미흡]한 수준임
D	환경, 사회, 지배구조 측면의 경영활동 계획 및 이행실적과 환경, 사회, 지배구조 관련 위험 및 기회에 대한 대응능력 등이 [매우 미흡]한 수준임

○ Disclaimer

본 기업ESG기본평가는 NICE신용평가㈜의 기업ESG 평가방법론에 의거하여 수행되었습니다.

NICE신용평가㈜가 제공하는 기업 ESG 기본평가는 ESG 요소가 사업 및 재무적으로 기업에 미치는 영향과 이와 관련한 기업의 대응 수준, ESG 경영활동 성과 등에 대한 NICE신용평가㈜ 고유의 평가기준에 따른 독자적인 의견입니다. 본 기업 ESG 기본평가는 평가대상 기업의 의뢰에 기반하지 않으며, 평가대상 기업의 자료 제출, 의견 소명 등의 절차를 갖지 않습니다.

NICE신용평가㈜는 기업 ESG 기본평가의 주요 판단근거로서 제시하는 정보를 신뢰할 만하다고 판단하는 각종 공개/공시자료 등의 자료원으로부터 수집하여 분석, 인용하고 있습니다. 다만, NICE신용평가㈜는 자료원의 정확성 및 완전성에 대해 자체적인 실사를 하지는 않고 있습니다. 또한, 자료원의 제한성, 인간적, 기계적 또는 기타 요인에 의한 오류의 가능성이 있습니다.

이에 NICE신용평가㈜는 기업 ESG 기본평가시 활용된 어떠한 정보에 대해서도 그 정확성, 적합성 또는 충분성을 보증하지 않으며, 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않습니다.
또한, NICE신용평가㈜는 고의 또는 중대한 과실에 기인한 사항을 제외하고 평가결과 및 발간물 정보의 이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 책임지지 않습니다.

NICE신용평가㈜의 평가결과와 발간물은 예상치 못한 환경변화 및 정부 정책의 변동 등에 따라 영향을 받을 수 있습니다.
또한, 평가결과와 발간물은 사실의 진술이 아니라, 기업의 ESG경영성과 등에 대한 NICE신용평가㈜의 독자적인 의견으로, 특정 유가증권의 투자의사결정(매매, 보유 등)을 권고하는 것이 아닙니다. 즉, 평가결과와 발간물은 정보이용자의 투자결정을 대신할 수 없으며, 어떠한 경우에도 정보 이용자의 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

NICE 신용평가㈜에서 작성한 본 보고서에 수록된 모든 정보의 저작권은 NICE 신용평가㈜의 소유입니다.
따라서 NICE 신용평가㈜의 사전 서면동의 없이는 본 보고서 내용의 무단 전재, 복사, 유포(재배포), 인용, 가공(재가공), 인쇄(재인쇄), 재판매 등 어떠한 형태든 저작권에 위배되는 모든 행위를 금합니다.

특히, 본 보고서의 전부 또는 일부가 NICE신용평가㈜의 사전 서면동의 없이 기재 또는 첨부되어서는 안되며,
NICE신용평가㈜는 이로 인해 발생하는 어떠한 민형사상 책임을 지지 않습니다.

자료: NICE신용평가, 현대차증권

한화 (000880)

Analyst 김한이 haneykim@hmsec.com

별도기준 실적 발표. 점진적 증가를 기대

BUY **TP 108,000원**

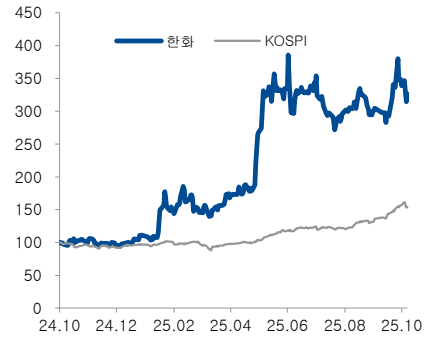
현재주가 (11/6)	92,100원
상승여력	17.3%
시가총액	6,904십억원
발행주식수	74,959천주
자본금/액면가	474십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	108,800원/26,300원
일평균 거래대금 (60일)	29십억원
외국인 지분율	17.79%
주요주주 지분율	
한화에너지외 7인	55.85%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	7.2	1.2	88.3
상대주가(%p)	-5.5	-19.6	19.7

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	9,169	13,656	108,000
After	5,749	11,794	108,000
Consensus	6,236	9,225	115,333
Cons. 차이	-7.8%	27.8%	-6.4%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 투자의견 BUY, TP 10.8만원 유지. 변동된 NAV에 할인율 57%를 기준으로 TP를 유지함. NAV할인율의 7월 전저점 수준. 직전 보고서보다 소폭 높은 수준인데, 별도기준 실적 기대요인이 완만하게 반영되고 있음을 감안한 수치
- 시장 상승과 함께, 본업의 실적 개선 확인하며 점진적으로 재평가될 것으로 기대함. 현 NAV는 17.8조원으로 영업가치 1.1조원, 상장지분 19.9조원, 비상장자회사 1.3조원, 자기주식 0.5조원, 순차입금 4.9조원, 현재 NAV 대비 할인율은 61.2%
- 3Q25 별도실적 발표. 매출 1.08조원으로 전분기대비 4.8%, 전년동기대비 14% 감소. 영업이익은 650억원으로 전년동기대비 10% 증가했으나 일회성 이익 요인이 있었던 전분기대비 50% 감소한 수준
- 건설부문, 이라크 BNCP 3만 세대 3분기 준공 완료했고 국무회의 승인 후 7만 세대에 대한 공사 재개 준비 예정. 글로벌 부문은 40만톤 CAPA의 여수 질산 공장 9월 준공 완료, 외부판매를 통한 수익 기반 강화 기대. 2026년 가동률 높아지면 매출 기여도 생겨날 것으로 전망

주요 이슈 및 실적 전망

- 건설부문 매출 7,040억원(-5% QoQ, -13% YoY). 전년도 주요 공동주택 사업 준공의 역기저로 매출 감소했으나 영업이익은 189억원으로 전년동기 대비 흑전
- 건설부문 3Q25 OPM은 2.7%, 원가율 개선으로 흑자 전환한 것으로 제시됨. 일회성 이익 있었던 2분기를 제외하고도 금년 분기별 2% 이상을 기록하는 중
- 건설부문 이라크 BNCP 3만세대 준공 완료, 이라크 국무회의 승인 후 7만세대 공사 재개 준비 예정. 기다림이 일부 길어지고 있는 상황. 25F 연간 매출은 3.2조원(-15%)으로 감소 전망, 영업이익은 원가율 개선과 전분기 일회성 이익 등에 기반하여 1,340억원(흑전)으로 증가 예상. 과거 GPM 두자릿수 상회했던 사업인만큼 점진적 실적 견인 역할 기대
- 글로벌부문 매출 3,135억원(-5% QoQ, -18% YoY), 영업이익 138억원(+97% QoQ, -34% YoY). 여수 공장 4분기 가동 예정이나 YTD 실적 감안 시 25F 연간 매출은 1.3조원(-10%), 영업이익 410억원(-40%)으로 감소 예상. 내년 가동률 확대에 따른 개선폭 점검 필요
- 25F 주요 자회사로부터의 배당수입과 브랜드 라이선스 매출은 합산 2,739억원 예상. 과거 재배당률 20~40% 수준으로 안정적인 주주환원을 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	53,135	2,412	380	3,966	4,831	-68.7	5.3	0.2	33.6	3.5	2.9
2024	55,647	2,416	773	4,018	10,090	108.9	2.7	0.2	39.4	7.2	3.0
2025F	74,625	4,551	449	8,769	5,749	-43.0	16.0	0.8	8.7	4.1	0.9
2026F	81,731	6,634	902	10,365	11,794	105.1	7.8	0.7	7.7	7.8	0.9
2027F	86,167	7,773	1,112	11,132	14,596	23.8	6.3	0.7	7.5	8.9	0.9

* K-IFRS 연결 기준

〈그림1〉 분기 실적 추이

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	QoQ	YoY
매출액	1,652	1,557	1,257	1,417	1,103	1,130	1,076	-4.8	-14.4
(배당수익제외)	1,507	1,554	1,254	1,406	1,009	1,125	na		
글로벌	386	340	383	331	306	330	314	-4.9	-18.2
건설	958	968	809	1,010	654	738	704	-4.6	-12.9
그 외	188	47	65	76	143	63	59	-7.1	-10.0
(배당수익)	146	2	3	10	94	6	na		
영업이익	184	-22	59	87	152	130	65	-49.9	10.4
(배당수익제외)	38	-24	56	77	58	124	na		
-글로벌	12	22	21	14	11	7	14	97.1	-34.3
-건설	9	-59	-3	26	13	83	19	-77.2	흑전
-그외	162	15	41	48	128	40	32	-18.8	-21.8
OPM									
-글로벌	3.2%	6.5%	5.5%	4.2%	3.5%	2.1%	4.4%	2.3%	-1.1%
-건설	1.0%	-6.1%	-0.4%	2.5%	2.0%	11.2%	2.7%	-8.6%	3.1%

자료: 한화, 현대차증권

〈그림2〉 NAV 산출

(십억원, %, 원)	지분율	시가총액	평가금액	비중	
영업가치			**1,075**	**6.0**	**평가금액 유지. 24A EBITDA 3.2x 수준**
별도 EBITDA			1,075	6.0	(배당수익, 건설 일회성이익 제외)
상장 자회사			**19,857**	**111.7**	**전일종가**
한화솔루션	36.3%	4,744	1,723	9.7	
한화생명	43.2%	2,719	1,175	6.6	
한화에어로	32.2%	50,017	16,097	90.6	
한화비전	34.0%	2,317	787	4.4	
한화갤러리아	36.3%	205	74	0.4	
비상장자회사			**1,259**	**7.1**	**직전 장부가액**
한화호텔&리조트	50.6%		249	1.4	
기타비상장			1,010	5.7	
자기주식	**7.4%**	**6,904**	**514**	**2.9**	
순차입금			**4,934**	**-27.8**	**직전분기 별도 + 2025.7 한화에어로 증자대금 가산**
NAV(십억원)			**17,771**	**100.0**	

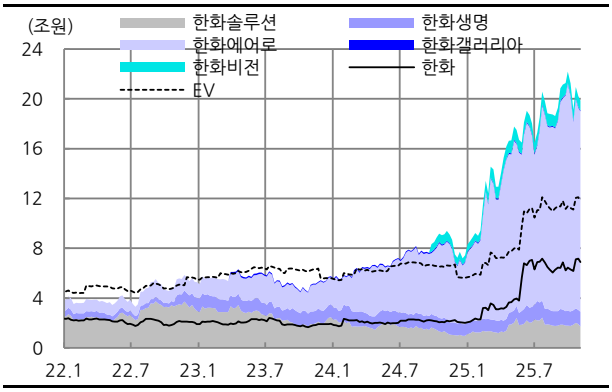
자료: 한화, 현대차증권

<그림3> Daily 시가총액과 NAV

자료: 현대차증권

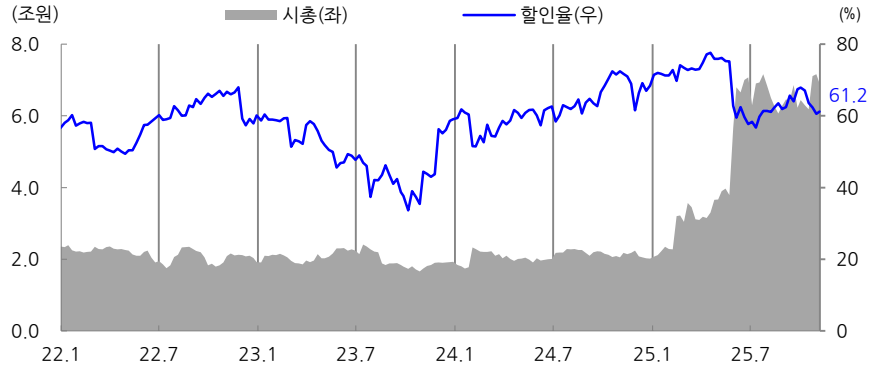
주: ◆ = 영업가치 변동에 따른 NAV 급등락

<그림4> Daily 시가총액과 상장지분가치, EV



자료: Quantiwise, 현대차증권

<그림5> Daily NAV 대비 할인율 추이 (2024.11~)



자료: 한화, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	53,135	55,647	74,625	81,731	86,167
증가율 (%)	4.4	4.7	34.1	9.5	5.4
매출원가	46,735	48,724	64,449	68,675	71,763
매출원가율 (%)	88.0	87.6	86.4	84.0	83.3
매출총이익	6,400	6,923	10,176	13,056	14,404
매출이익률 (%)	12.0	12.4	13.6	16.0	16.7
증가율 (%)	10.3	8.2	47.0	28.3	10.3
판매관리비	3,988	4,507	5,625	6,422	6,631
판관비율(%)	7.5	8.1	7.5	7.9	7.7
EBITDA	3,966	4,018	8,769	10,365	11,132
EBITDA 이익률 (%)	7.5	7.2	11.8	12.7	12.9
증가율 (%)	6.4	1.3	118.2	18.2	7.4
영업이익	2,412	2,416	4,551	6,634	7,773
영업이익률 (%)	4.5	4.3	6.1	8.1	9.0
증가율 (%)	1.8	0.2	88.4	45.8	17.2
영업외손익	-215	-371	-2,194	-1,905	-1,962
금융수익	239	235	275	275	276
금융비용	903	1,193	1,348	1,388	1,430
기타영업외손익	449	587	-1,121	-792	-808
종속/관계기업관련손익	49	23	23	24	24
세전계속사업이익	2,247	2,068	2,380	4,752	5,835
세전계속사업이익률	4.2	3.7	3.2	5.8	6.8
증가율 (%)	5.3	-8.0	15.1	99.7	22.8
법인세비용	611	378	684	1,331	1,634
계속사업이익	1,636	1,690	1,695	3,422	4,201
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,636	1,690	1,695	3,422	4,201
당기순이익률 (%)	3.1	3.0	2.3	4.2	4.9
증가율 (%)	-18.6	3.3	0.3	101.9	22.8
지배주주지분 순이익	380	773	449	902	1,112
비지배주주지분 순이익	1,255	917	1,247	2,520	3,089
기타포괄이익	-353	-1,412	0	0	0
총포괄이익	1,282	278	1,695	3,422	4,201

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	60,512	83,191	95,946	100,760	105,218
현금성자산	8,529	8,844	8,601	8,549	9,968
단기투자자산	1,020	1,643	2,203	2,413	2,544
매출채권	4,826	7,339	9,841	10,778	11,364
재고자산	7,750	13,350	17,903	19,608	20,673
기타유동자산	7,939	15,780	21,161	23,176	24,434
비유동자산	149,227	168,846	169,346	169,455	169,788
유형자산	22,994	31,755	30,786	30,274	30,111
무형자산	4,982	10,586	10,138	9,735	9,372
투자자산	114,940	119,858	121,575	122,377	122,992
기타비유동자산	6,311	6,647	6,847	7,069	7,313
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	209,738	252,037	265,293	270,215	275,005
유동부채	40,441	58,787	67,035	66,907	66,224
단기차입금	13,703	20,125	20,527	20,938	21,356
매입채무	4,067	5,439	7,294	7,989	8,422
유동성장기부채	4,122	5,023	5,174	5,329	5,489
기타유동부채	18,549	28,200	34,040	32,651	30,957
비유동부채	136,099	153,688	157,073	158,779	160,127
사채	6,496	8,800	9,064	9,336	9,616
장기차입금	5,985	9,982	10,381	10,796	11,228
장기금융부채	114,889	126,172	126,172	126,172	126,172
기타비유동부채	8,729	8,734	11,456	12,475	13,111
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	176,539	212,475	224,108	225,685	226,351
지배주주지분	10,791	10,714	11,091	11,916	12,950
자본금	490	474	474	474	474
자본잉여금	1,355	1,793	1,793	1,793	1,793
자본조정 등	81	-71	-71	-71	-71
기타포괄이익누계액	1,266	387	387	387	387
이익잉여금	7,599	8,131	8,508	9,333	10,368
비지배주주지분	22,408	28,848	30,094	32,614	35,704
자본총계	33,199	39,562	41,185	44,530	48,654

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	3,793	6,881	4,049	3,455	4,793
당기순이익	1,636	1,690	1,695	3,422	4,201
유형자산 상각비	1,319	1,369	3,771	3,328	2,996
무형자산 상각비	235	233	448	403	363
외환손익	-453	-2,079	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-2,381	-420	-2,739	-4,601	-3,700
기타	3,437	6,088	874	903	933
투자활동으로인한현금흐름	-6,668	-14,049	-5,166	-3,936	-3,708
투자자산의 감소(증가)	-106,145	-2,561	-1,693	-778	-591
유형자산의 감소	148	313	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-4,280	-5,595	-2,802	-2,817	-2,832
기타	103,609	-6,206	-671	-341	-285
재무활동으로인한현금흐름	1,799	7,179	874	428	334
차입금의 증가(감소)	115,198	15,279	399	415	432
사채의증가(감소)	2,658	2,303	264	272	280
자본의 증가	17	423	0	0	0
배당금	-74	-74	-72	-77	-77
기타	-116,000	-10,752	283	-182	-301
기타현금흐름	9	305	0	0	0
현금의증가(감소)	-1,067	316	-243	-53	1,419
기초현금	9,596	8,529	8,844	8,601	8,549
기말현금	8,529	8,844	8,601	8,549	9,968

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	21,574	22,329	22,381	45,413	55,809
EPS(지배순이익 기준)	4,831	10,090	5,749	11,794	14,596
BPS(자본총계 기준)	339,074	418,368	435,533	470,908	514,523
BPS(지배지분 기준)	110,214	113,303	117,283	126,009	136,955
DPS	750	800	850	850	850
P/E(당기순이익 기준)	1.2	1.2	4.1	2.0	1.7
P/E(지배순이익 기준)	5.3	2.7	16.0	7.8	6.3
P/B(자본총계 기준)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
P/B(지배지분 기준)	0.2	0.2	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(Reported)	33.6	39.4	8.7	7.7	7.5
배당수익률	2.9	3.0	0.9	0.9	0.9
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-18.8	3.5	0.2	102.9	22.9
EPS(지배순이익 기준)	-68.7	108.9	-43.0	105.1	23.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	4.9	4.6	4.2	8.0	9.0
ROE(지배순이익 기준)	3.5	7.2	4.1	7.8	8.9
ROA	0.8	0.7	0.7	1.3	1.5
안정성 (%)					
부채비율	531.8	537.1	544.1	506.8	465.2
순차입금비율	327.2	321.6	92.7	87.7	82.1
이자보상배율	2.7	2.0	3.4	4.8	5.4

** K-IFRS 연결 기준*

DL이앤씨 (375500)

Analyst 신동현 dhshin@hmsec.com

3Q25 Review: 보수적인 신규 가이던스 제시

BUY **TP 52,000원**

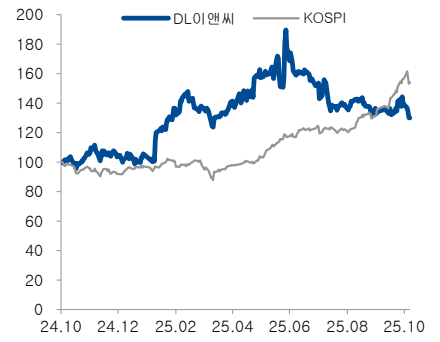
현재주가 (11/6)	39,900원
상승여력	30.3%
시가총액	1,544십억원
발행주식수	38,694천주
자본금/액면가	229십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	58,200원/29,350원
일평균 거래대금 (60일)	10십억원
외국인 지분율	31.43%
주요주주 지분율	
DL외7인	24.82%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-3.2	-16.7	-5.2
상대주가(%p)	-14.6	-33.8	-39.7

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	8,128	12,529	61,000
After	6,337	10,706	52,000
Consensus	5,610	8,878	57,962
Cons. 차이	13.0%	20.6%	-10.3%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 3Q25 연결 매출액 1조 9,070억원(-0.6% yoy, -4.2% qoq), 영업이익 1,168억원(+40.1% yoy, -7.5% qoq, OPM 6.1%)으로 컨센서스 부합
- 원활한 주택 GPM 개선에 힘입어 연간 영업이익 가이던스 달성이 가까워졌다고 판단했으나 토목, 플랜트부문 및 자회사 DL건설에서 예상 외의 추가 원가가 발생하며 가이던스 하향 조정. 원가 증가를 반영해 당사 실적 추정치 역시 하향함

주요이슈 및 실적전망

- 당분기 주택 GPM은 17.4%로, 당초 예상했던 수준을 크게 상회함. 일부 도급증액이 인식되긴 했으나 경상적 GPM 역시 약 16%로 양호한 것으로 확인
- 다만 토목현장에서의 공기지연에 따른 추가 투입원가가 발생해 당분기 적자를 기록했으며, 대형 플랜트 사업장의 예정원가가 상향조정되어 최근 다소 악화된 플랜트부문 GPM을 추가로 낮춤. 1H26까지의 플랜트부문 GPM은 예정원가 상승 영향이 지속된다는 가정 하에 보수적인 수준으로 추정함
- 자회사 DL건설은 토목부문 GPM 개선이 포착되었으나 주택현장의 미분양에 따른 대손상각비가 발생함. 4Q25에도 추가적인 대손 가능성이 열려 있어 판관비 추정치를 소폭 상향 조정함
- 당사는 실적 추정치를 하향했으나 이번 실적발표에서 새롭게 제시된 가이던스가 상당히 보수적인 수준이라고 판단함. 가이던스 소폭 상회 가능성은 여전히 존재함

주가전망 및 Valuation

- 12M Fwd. BPS 126,321원에 예상보다 길어지는 분양경기 회복 및 주택주의 리스크 요인인 각종 규제의 영향을 반영한 보수적 Target P/B 0.41배(주택경기 침체 국면 22년 평균)를 적용함(기존 Target P/B 1H22 밴드 상단 0.49배)
- 목표주가를 61,000원 → 52,000원으로 약 14.8% 하향하며, 최근의 주가 조정으로 인해 여전히 충분한 Upside가 존재하므로 투자의견은 BUY를 유지함

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	7,991	331	188	418	4,799	-54.6	7.5	0.3	1.0	4.1	1.4
2024	8,318	271	229	356	5,873	22.4	5.5	0.3	0.9	4.8	1.7
2025F	7,592	414	245	513	6,337	7.9	6.3	0.3	1.6	4.9	1.5
2026F	6,908	503	414	630	10,706	68.9	3.7	0.3	0.8	7.8	2.5
2027F	7,035	603	500	729	12,930	20.8	3.1	0.3	0.2	8.8	3.1

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 DL이앤씨 3Q25 실적

(단위: 십억원)	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	3Q24	2Q25	3Q25P	(YoY)	(QoQ)	3Q25F	Diff.	3Q25F	Diff.
매출액	1,919	1,991	1,907	-0.6%	-4.2%	1,926	-1.0%	1,865	2.3%
영업이익	83	126	117	40.1%	-7.5%	103	13.3%	121	-3.5%
세전이익	57	25	150	162.2%	501.0%	185	-18.8%	134	12.3%
당기순이익	45	8	126	178.9%	1478.5%	139	-9.0%	90	41.0%

자료: FnGuide, 현대차증권

〈표2〉 DL이앤씨 연간 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)	변경 후		변경 전		변화율	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	7,592	6,908	7,866	7,367	-3.5%	-6.2%
영업이익	414	503	461	577	-10.3%	-12.9%
세전이익	325	552	435	646	-25.4%	-14.5%
당기순이익	245	414	314	485	-22.0%	-14.5%

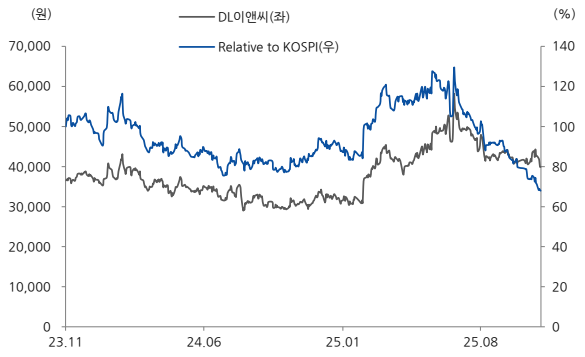
자료: 현대차증권

〈표3〉 DL이앤씨 목표주가 산정

항목	내용	비고
Target BPS (원)	126,321	- 12M Fwd. BPS
Target P/B (배)	0.41	- 22년 평균 P/B
적정주가 (원)	51,792	- Target BPS * Target P/B
목표주가 (원)	**52,000**	
전일종가 (원)	39,900	- 2025.11.06 종가
상승여력 (%)	30.3	
투자의견	**BUY**	

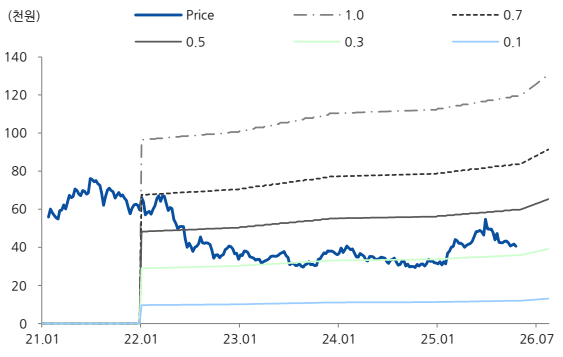
자료: 현대차증권

〈그림1〉 DL이앤씨 주가 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

〈그림2〉 DL이앤씨 P/B 밴드 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

<표4> DL이앤씨 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	**1,891**	**2,070**	**1,919**	**2,439**	**1,808**	**1,991**	**1,907**	**1,885**	**8,318**	**7,592**	**6,908**
YoY	2.2%	5.1%	4.4%	4.5%	-4.4%	-3.8%	-0.6%	-22.7%	4.1%	-8.7%	-9.0%
1. DL 이앤씨(별도)	**1,295**	**1,399**	**1,350**	**1,816**	**1,344**	**1,556**	**1,537**	**1,463**	**5,860**	**5,900**	**5,251**
YoY	-3.2%	1.9%	8.2%	11.2%	3.8%	11.2%	13.8%	-19.5%	4.8%	0.7%	-11.0%
>주택	673	715	638	905	574	659	686	710	2,932	2,628	2,648
YoY	-13.2%	-17.3%	-15.3%	3.1%	-14.8%	-7.8%	7.5%	-21.6%	-10.4%	-10.3%	0.7%
>토목	199	223	227	270	193	190	152	207	918	741	814
YoY	-3.3%	-1.1%	0.9%	3.5%	-3.4%	-14.9%	-33.1%	-23.1%	0.2%	-19.3%	9.8%
>플랜트	423	461	485	642	578	707	699	546	2,010	2,530	1,790
YoY	18.9%	62.9%	79.8%	29.5%	36.8%	53.5%	44.1%	-14.9%	43.2%	25.9%	-29.3%
2. DL 건설	597	672	570	630	467	438	369	425	2,469	1,698	1,662
YoY	15.9%	11.9%	-3.9%	-12.7%	-21.9%	-34.9%	-35.3%	-32.6%	1.6%	-31.2%	-2.1%
매출총이익	**181**	**167**	**210**	**287**	**193**	**254**	**257**	**227**	**846**	**931**	**942**
YoY	-6.2%	-12.5%	18.8%	30.0%	6.7%	51.5%	22.2%	-20.9%	8.1%	10.0%	1.3%
GPM	9.6%	8.1%	10.9%	11.8%	10.7%	12.7%	13.5%	12.1%	10.2%	12.3%	13.6%
1. DL 이앤씨(별도)	**139**	**137**	**164**	**235**	**140**	**209**	**203**	**171**	**674**	**723**	**724**
YoY	-13.9%	-9.1%	22.4%	27.2%	1.0%	52.1%	23.8%	-27.0%	7.0%	7.2%	0.2%
GPM	10.7%	9.8%	12.1%	12.9%	10.4%	13.4%	13.2%	11.7%	11.5%	12.3%	13.8%
>주택	46.9	50	49	127	53.1	84	119	106	274	363	431
YoY	-21.2%	-30.3%	-8.0%	57.9%	13.2%	67.2%	142.1%	-16.5%	3.0%	32.5%	18.8%
GPM	7.0%	7.0%	7.7%	14.1%	9.3%	12.8%	17.4%	15.0%	9.3%	13.8%	16.3%
>토목	20	20	24	9	20	17	-14	10	73	32	66
YoY	-22.3%	-18.6%	-33.0%	-68.2%	-3.0%	-15.1%	적전	13.8%	-36.3%	-55.6%	103.7%
GPM	10.1%	8.8%	10.4%	3.4%	10.2%	8.8%	-9.5%	5.0%	7.9%	4.3%	8.1%
>플랜트	71	67	91	98	67	108	98	55	328	328	227
YoY	-5.3%	23.1%	101.1%	30.5%	-5.9%	60.4%	7.8%	-44.5%	30.9%	-0.1%	-30.6%
GPM	16.9%	14.6%	18.8%	15.3%	11.6%	15.2%	14.1%	10.0%	16.3%	13.0%	12.7%
2. DL 건설	**41**	**29**	**45**	**51**	**51**	**45**	**51**	**56**	**166**	**203**	**219**
YoY	31.9%	-24.5%	12.2%	24.6%	25.1%	54.0%	14.8%	9.1%	10.3%	22.4%	7.8%
GPM	6.8%	4.3%	7.8%	8.1%	11.0%	10.2%	13.9%	13.1%	6.7%	11.9%	13.1%
영업이익	**61**	**33**	**83**	**94**	**81**	**126**	**117**	**90**	**271**	**414**	**503**
YoY	-32.5%	-54.7%	3.7%	6.7%	33.0%	287.5%	40.1%	-4.7%	-18.1%	52.7%	21.6%
OPM	3.2%	1.6%	4.3%	3.9%	4.5%	6.3%	6.1%	4.8%	3.3%	5.4%	7.3%
세전이익	**44**	**56**	**57**	**197**	**43**	**25**	**150**	**107**	**354**	**325**	**552**
YoY	-65.1%	-11.4%	-28.4%	1800.3%	-3.6%	-55.9%	162.2%	-45.5%	26.5%	-8.3%	70.1%
세전이익률	2.3%	2.7%	3.0%	8.1%	2.4%	1.2%	7.9%	5.7%	4.3%	4.3%	8.0%
당기순이익	**26**	**41**	**45**	**117**	**30**	**8**	**126**	**80**	**229**	**245**	**414**
YoY	-72.3%	14.4%	-32.5%	1915.5%	16.4%	-79.6%	178.9%	-31.5%	13.4%	7.0%	68.9%
당기순이익률	1.4%	2.0%	2.4%	4.8%	1.7%	0.4%	6.6%	4.3%	2.8%	3.2%	6.0%
수주잔고	**30,837**	**29,955**	**29,231**	**30,178**	**29,386**	**28,802**	**27,546**	**29,738**	**30,178**	**29,738**	**33,625**
>주택	15,706	15,685	15,561	15,882	15,948	16,084	15,458	17,249	15,882	17,249	20,601
>토목	2,761	2,853	3,158	3,111	3,092	3,570	3,849	4,442	3,111	4,442	5,328
>플랜트	5,210	4,901	4,521	4,725	4,337	3,523	2,768	2,421	4,725	2,421	1,432
>DL 건설	7,160	6,516	5,991	6,460	6,009	5,626	5,472	5,626	6,460	5,626	6,264

주: DL이앤씨(별도)는 현지법인 실적 포함된 수치
자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	7,991	8,318	7,592	6,908	7,035
증가율 (%)	6.6	4.1	-8.7	-9.0	1.8
매출원가	7,209	7,473	6,661	5,966	5,994
매출원가율 (%)	90.2	89.8	87.7	86.4	85.2
매출총이익	782	846	931	942	1,041
매출이익률 (%)	9.8	10.2	12.3	13.6	14.8
증가율 (%)	-16.0	8.2	10.0	1.2	10.5
판매관리비	451	575	517	439	438
판관비율(%)	5.6	6.9	6.8	6.4	6.2
EBITDA	418	356	513	630	729
EBITDA 이익률 (%)	5.2	4.3	6.8	9.1	10.4
증가율 (%)	-28.3	-14.8	44.1	22.8	15.7
영업이익	331	271	414	503	603
영업이익률 (%)	4.1	3.3	5.5	7.3	8.6
증가율 (%)	-33.4	-18.1	52.8	21.5	19.9
영업외손익	-74	92	-108	49	64
금융수익	146	203	143	138	156
금융비용	63	66	139	63	85
기타영업외손익	-157	-45	-112	-26	-7
종속/관계기업관련손익	24	-8	20	0	0
세전계속사업이익	280	354	325	552	667
세전계속사업이익률	3.5	4.3	4.3	8.0	9.5
증가율 (%)	-52.9	26.4	-8.2	69.8	20.8
법인세비용	78	125	79	138	167
계속사업이익	202	229	245	414	500
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	202	229	245	414	500
당기순이익률 (%)	2.5	2.8	3.2	6.0	7.1
증가율 (%)	-53.2	13.4	7.0	69.0	20.8
지배주주지분 순이익	188	229	245	414	500
비지배주주지분 순이익	14	0	0	0	0
기타포괄이익	-9	-111	117	0	0
총포괄이익	194	118	362	414	500

(단위: 십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,783	6,006	5,459	5,794	6,241
현금성자산	2,004	1,864	1,780	2,110	2,462
단기투자자산	284	299	231	231	237
매출채권	851	1,041	1,133	1,135	1,164
재고자산	938	921	862	863	885
기타유동자산	1,679	1,879	1,453	1,454	1,492
비유동자산	3,561	3,707	3,671	3,667	3,676
유형자산	128	36	22	22	22
무형자산	33	29	22	18	14
투자자산	1,370	1,433	1,352	1,353	1,364
기타비유동자산	2,030	2,209	2,275	2,274	2,276
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	9,344	9,712	9,130	9,461	9,917
유동부채	3,749	3,855	3,167	3,170	3,241
단기차입금	145	160	190	190	190
매입채무	1,061	1,054	740	741	760
유동성장기부채	375	70	250	250	250
기타유동부채	2,168	2,571	1,987	1,989	2,041
비유동부채	827	1,012	815	815	815
사채	209	419	294	294	294
장기차입금	418	428	300	300	300
장기금융부채	8	19	16	16	16
기타비유동부채	192	146	205	205	205
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	4,575	4,867	3,982	3,985	4,056
지배주주지분	4,769	4,846	5,148	5,476	5,861
자본금	215	229	229	229	229
자본잉여금	3,847	3,831	3,831	3,831	3,831
자본조정 등	-105	-16	-53	-115	-190
기타포괄이익누계액	-178	-274	-157	-157	-157
이익잉여금	990	1,076	1,298	1,689	2,148
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,769	4,846	5,148	5,476	5,861

(단위: 십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	231	188	-193	568	615
당기순이익	202	229	245	414	500
유형자산 상각비	78	76	94	123	123
무형자산 상각비	10	9	5	4	3
외환손익	-4	-123	13	28	8
운전자본의 감소(증가)	-364	-375	-640	-1	-20
기타	309	372	90	0	1
투자활동으로인한현금흐름	201	-167	187	-152	-148
투자자산의 감소(증가)	-113	-50	113	-1	-11
유형자산의 감소	1	5	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-12	-10	-52	-123	-123
기타	325	-112	125	-28	-14
재무활동으로인한현금흐름	-189	-192	-125	-86	-115
차입금의 증가(감소)	14	20	-130	0	0
사채의증가(감소)	-218	210	-125	0	0
자본의 증가	353	-2	-0	0	0
배당금	-44	-22	-23	-24	-41
기타	-294	-398	153	-62	-74
기타현금흐름	8	31	45	0	0
현금의증가(감소)	252	-140	-85	330	352
기초현금	1,752	2,004	1,864	1,780	2,110
기말현금	2,004	1,864	1,780	2,110	2,462

(단위: 원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	5,169	5,873	6,337	10,706	12,930
EPS(지배순이익 기준)	4,799	5,873	6,337	10,706	12,930
BPS(자본총계 기준)	111,110	112,902	119,951	127,595	136,552
BPS(지배지분 기준)	111,110	112,902	119,951	127,595	136,552
DPS	500	540	630	1,070	1,290
P/E(당기순이익 기준)	7.0	5.5	6.3	3.7	3.1
P/E(지배순이익 기준)	7.5	5.5	6.3	3.7	3.1
P/B(자본총계 기준)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
P/B(지배지분 기준)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(Reported)	1.0	0.9	1.6	0.8	0.2
배당수익률	1.4	1.7	1.5	2.5	3.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-53.2	13.6	7.9	68.9	20.8
EPS(지배순이익 기준)	-54.6	22.4	7.9	68.9	20.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	4.3	4.8	4.9	7.8	8.8
ROE(지배순이익 기준)	4.1	4.8	4.9	7.8	8.8
ROA	2.2	2.4	2.6	4.5	5.2
안정성 (%)					
부채비율	95.9	100.4	77.3	72.8	69.2
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	6.8	5.0	9.4	12.5	14.9

** K-IFRS 연결 기준*

롯데정밀화학 (004000)

Analyst 강동진 dongjin.kang@hmsec.com

ECH 강세로 호실적 지속. '26년까지 호실적 이어질 전망

BUY **TP 65,000원**

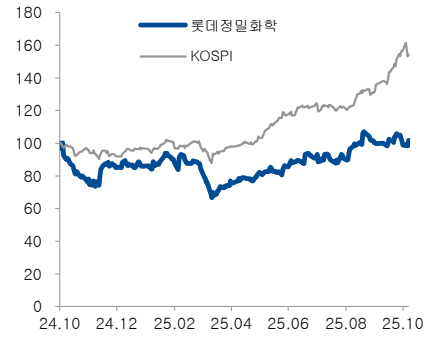
현재주가 (11/6)	46,950원
상승여력	38.4%
시가총액	1,211십억원
발행주식수	25,800천주
자본금/액면가	129십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	49,400원/30,700원
일평균 거래대금 (60일)	3십억원
외국인 지분율	18.87%
주요주주 지분율	
롯데케미칼외 7인	43.53%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	2.1	12.2	34.3
상대주가(%p)	-10.0	-10.9	-14.6

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	3,981	6,611	60,000
After	4,196	7,004	65,000
Consensus	4,132	6,412	59,750
Cons. 차이	1.5%	9.2%	8.8%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 3Q25 실적은 당사 전망 및 컨센서스를 상회하는 호실적
- 4Q25는 견조한 Spread 지속 및 전력 요금 비수기 영향으로 실적 개선 전망
- EUDR 시행이 연기되었으나, 여전히 글리세린 가격은 견조한 상황
- 장기적으로 암모니아 사업 성장 매력 높아질 것. 긍정적 시각 유지
- 목표주가는 기존 60,000원에서 65,000원으로 상향. 이전 목표주가는 25년 기준 추정 BPS 94,641원에 Target P/B 0.65x 적용하여 60,000원 산출하였으며, 이번에는 '26년 추정 BPS 100,066원에 전과 동일한 Target P/B Multiple 0.65x 적용하여 65,000원 산출하였음. '26년 OPM은 8.9%로 8.8% OPM을 기록한 '23년과 유사할 것으로 전망하기 때문에 '23년 Multiple 적용. 당초 target P/B 역시 '23년 평균인 0.65x를 적용하여 적용 Multiple은 동일

주요이슈 및 실적전망

- 3Q25 실적은 매출액 4,434억원(+4.4% qoq, +5.5% yoy), 영업이익 276억원(+217.2% qoq, +168.0% yoy) 기록하여 컨센서스 및 당사 전망을 상회하는 호실적 기록. 염소 계열 호실적 및 암모니아 계열 수익성 개선 영향
- 4Q25 실적은 염소 계열 호실적 지속되는 가운데, 비수기 영향으로 전력 요금이 하락하며 전분기 대비 소폭 개선된 수준인 영업이익 282억원 전망
- 당초 12월말 시행하기로 한 EUDR이 1년 연기 되었으나, 글리세린 강세 기조는 지속되고 있음. 팜오일 역시 강세. ECH Spread를 지지해 줄 전망
- 셀룰로스 사업은 전분기 대비 매출액 소폭 감소했으나, 수익성은 개선. 4Q25 역시 견조한 수익성 이어갈 전망
- 암모니아는 향후 벙커링 등 시장이 확대될 가능성 높음

주가전망 및 Valuation

- 여전히 '25년 기준, EV/EBITDA Multiple 2.7x, P/B 0.48x 저평가 영역으로 판단

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	1,769	155	182	293	7,055	24.5	8.2	0.6	2.5	7.8	0.0
2024	1,671	50	36	210	1,410	-80.0	27.9	0.4	2.9	1.5	0.0
2025F	1,739	83	108	249	4,196	197.6	11.2	0.5	2.7	4.5	3.5
2026F	1,959	174	181	357	7,004	66.9	6.7	0.5	1.9	7.2	3.7
2027F	2,001	215	221	406	8,570	22.4	5.5	0.4	1.3	8.3	4.0

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 롯데정밀화학 3분기 잠정실적 요약 (단위: 십억원)

	분기실적			증감률		당사 추정		컨센서스	
	3Q25P	3Q24	2Q25	(YoY)	(QoQ)	3Q25	대비	3Q25	대비
매출액	443.4	420.4	424.7	5.5%	4.4%	456.1	-2.8%	445.1	-0.4%
영업이익	27.6	10.3	8.7	168.0%	217.2%	23.3	18.4%	24.9	11.0%
영업이익률	6.2%	2.5%	2.1%	3.8%p	4.2%p	5.1%	1.1%p	5.6%	0.6%p
세전이익	35.6	-94.6	18.3	흑전	94.7%	32.7	8.9%	36.1	-1.3%
지배지분순이익	35.2	-71.6	15.5	흑전	126.7%	25.2	39.9%	29.6	18.9%

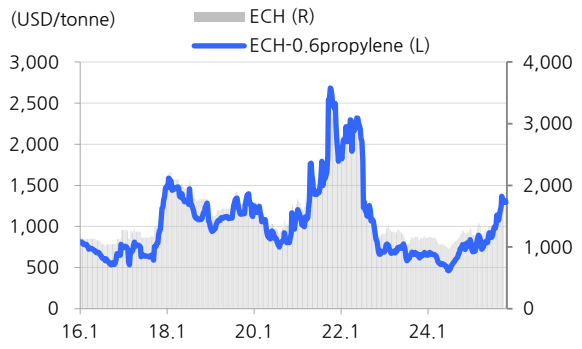
자료: 롯데정밀화학, Fnguide, 현대차증권
주 : K-IFRS 연결 기준

〈표2〉 롯데정밀화학 실적 추정 변경 (단위: 십억원)

	2025F					2026F				
	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이
매출액	1,738.9	1,794.9	-3.1%	1,772.1	-1.9%	1,958.9	1,952.8	0.3%	1,890.2	3.6%
영업이익	83.3	85.3	-2.4%	82.9	0.4%	174.4	178.6	-2.4%	152.6	14.3%
영업이익률	4.8%	4.8%	0.0%p	4.7%	0.1%p	8.9%	9.1%	-0.2%p	8.1%	0.8%p
지배지분순이익	108.3	102.7	5.4%	106.6	1.5%	180.7	170.6	5.9%	165.4	9.2%

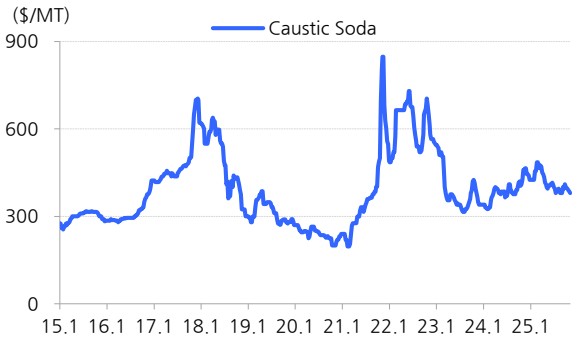
자료: 롯데정밀화학, Fnguide, 현대차증권

〈그림1〉 ECH Spread



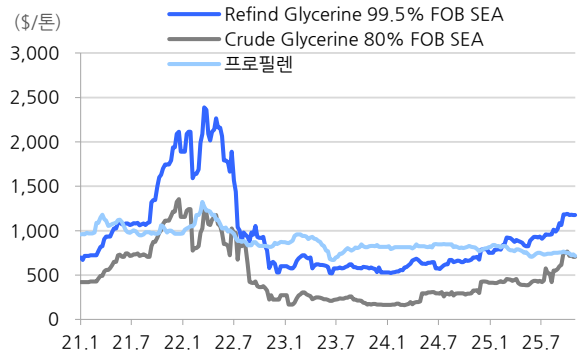
자료 : Cischem, 현대차증권

〈그림2〉 가성소다 가격 추이



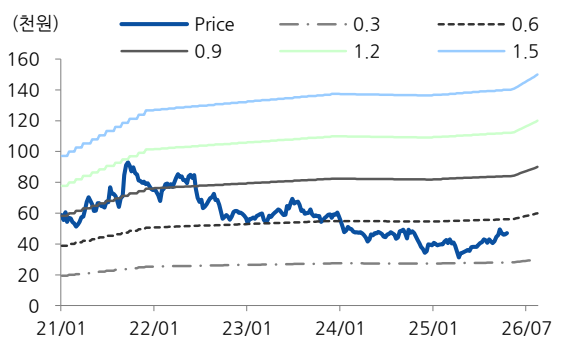
자료 : Cischem, 현대차증권

〈그림3〉 정제, Crude 글리세린 & 프로필렌 가격 추이



자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈그림4〉 P/B band chart



자료 : Wisefn, 현대차증권

〈표3〉 롯데정밀화학 상세 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

(단위: 십억 원)	2024	2025F	2026F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F
매출	**1,670.5**	**1,739.0**	**1,958.9**	**399.4**	**422.1**	**420.4**	**428.6**	**445.6**	**424.7**	**443.4**	**425.3**
(yoy, %)	-5.5%	4.1%	12.6%	-23.9%	-2.1%	4.8%	4.2%	11.6%	0.6%	5.5%	-0.8%
(qoq, %)	-	-	-	-2.9%	5.7%	-0.4%	2.0%	4.0%	-4.7%	4.4%	-4.1%
케미칼	1,141.7	1,203.9	1,314.3	280.0	281.9	278.5	301.3	318.2	287.3	308.7	289.7
그린소재	528.8	535.1	644.6	119.4	140.2	141.9	127.3	127.4	137.4	134.7	135.6
(yoy, %)											
케미칼	-10.2%	5.4%	9.2%	-28.7%	-4.2%	-0.9%	-0.6%	13.6%	1.9%	10.8%	-3.9%
그린소재	6.3%	1.2%	20.5%	-9.7%	2.3%	18.0%	17.8%	6.7%	-2.0%	-5.1%	6.5%
영업이익	**50.4**	**83.3**	**174.4**	**10.8**	**17.1**	**10.3**	**12.2**	**18.8**	**8.7**	**27.6**	**28.2**
OPM	3.0%	4.8%	8.9%	2.7%	4.1%	2.5%	2.8%	4.2%	2.1%	6.2%	6.6%
(yoy, %)	-67.5%	65.3%	109.4%	-74.4%	-75.2%	-70.6%	43.1%	74.3%	-49.1%	167.3%	131.6%
(qoq, %)	-	-	-	26.7%	58.8%	-39.6%	17.8%	54.4%	-53.6%	216.8%	2.1%
세전이익	**26.1**	**125.6**	**209.9**	**105.8**	**55.1**	**-94.6**	**-40.3**	**33.9**	**18.3**	**35.6**	**37.8**
(yoy, %)	-89.7%	382.2%	67.1%	-55.6%	-1695.8%	353.9%	-204.2%	-68.0%	-66.8%	-137.6%	-193.9%
(qoq, %)	-	-	-	173.7%	-47.9%	-271.6%	-57.4%	-184.1%	-46.0%	94.7%	6.3%
지배순이익	**36.4**	**108.3**	**180.7**	**83.4**	**43.3**	**-71.6**	**-18.8**	**28.4**	**15.5**	**35.2**	**29.1**
(yoy, %)	-80.0%	197.6%	66.9%	-55.0%	흑전	적지	적전	-66.0%	-64.1%	-149.2%	-255.4%
(qoq, %)	-	-	-	760.0%	-48.1%	적전	적지	-251.4%	-45.3%	126.7%	-17.2%

자료: 롯데정밀화학, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,769	1,671	1,739	1,959	2,001
증가율 (%)	-28.2	-5.5	4.1	12.7	2.1
매출원가	1,486	1,491	1,528	1,636	1,634
매출원가율 (%)	84.0	89.2	87.9	83.5	81.7
매출총이익	283	179	211	322	367
매출이익률 (%)	16.0	10.7	12.1	16.4	18.3
증가율 (%)	-46.1	-36.7	17.9	52.6	14.0
판매관리비	128	129	128	148	151
판관비율(%)	7.2	7.7	7.4	7.6	7.5
EBITDA	293	210	249	357	406
EBITDA 이익률 (%)	16.6	12.6	14.3	18.2	20.3
증가율 (%)	-44.5	-28.3	18.6	43.4	13.7
영업이익	155	50	83	174	215
영업이익률 (%)	8.8	3.0	4.8	8.9	10.7
증가율 (%)	-61.6	-67.7	66.0	109.6	23.6
영업외손익	52	-43	30	23	30
금융수익	58	46	35	32	39
금융비용	43	102	9	9	9
기타영업외손익	37	13	4	0	0
종속/관계기업관련손익	45	19	12	12	12
세전계속사업이익	253	26	126	210	257
세전계속사업이익률	14.3	1.6	7.2	10.7	12.8
증가율 (%)	58.1	-89.7	384.6	66.7	22.4
법인세비용	71	-10	17	29	36
계속사업이익	182	36	108	181	221
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	182	36	108	181	221
당기순이익률 (%)	10.3	2.2	6.2	9.2	11.0
증가율 (%)	24.7	-80.2	200.0	67.6	22.1
지배주주지분 순이익	182	36	108	181	221
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-4	0	0	0	0
총포괄이익	178	36	109	181	221

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,347	1,046	1,119	1,212	1,356
현금성자산	461	298	446	452	582
단기투자자산	300	0	0	0	0
매출채권	247	261	267	308	314
재고자산	306	304	297	342	349
기타유동자산	24	27	25	26	27
비유동자산	1,336	1,668	1,703	1,794	1,839
유형자산	784	848	916	956	988
무형자산	21	23	20	16	14
투자자산	433	527	520	573	589
기타비유동자산	98	270	247	249	248
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,683	2,714	2,822	3,006	3,195
유동부채	282	178	214	233	240
단기차입금	1	1	1	1	1
매입채무	105	48	90	104	106
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	176	129	123	128	133
비유동부채	18	167	166	191	195
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	3	0	0	0	0
기타비유동부채	15	167	166	191	195
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	300	345	380	425	435
지배주주지분	2,383	2,369	2,442	2,582	2,759
자본금	129	129	129	129	129
자본잉여금	331	331	331	331	331
자본조정 등	-9	-9	-9	-9	-9
기타포괄이익누계액	-20	-15	-15	-15	-15
이익잉여금	1,952	1,933	2,006	2,146	2,324
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,383	2,369	2,442	2,582	2,759

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	224	160	334	307	395
당기순이익	182	36	108	181	221
유형자산 상각비	135	156	162	179	188
무형자산 상각비	3	4	4	3	3
외환손익	1	0	-3	0	0
운전자본의 감소(증가)	-55	-83	54	-45	-4
기타	-42	47	9	-11	-13
투자활동으로인한현금흐름	-233	-244	-134	-262	-223
투자자산의 감소(증가)	48	-90	13	-42	-3
유형자산의 감소	35	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-100	-198	-208	-220	-220
기타	-216	44	61	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-109	-79	-52	-39	-42
차입금의 증가(감소)	-2	-3	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-89	-51	-36	-41	-43
기타	-18	-25	-16	2	1
기타현금흐름	0	1	0	0	0
현금의증가(감소)	-117	-162	147	6	130
기초현금	578	461	298	446	452
기말현금	461	298	446	452	582

(단위:원, 배, %)

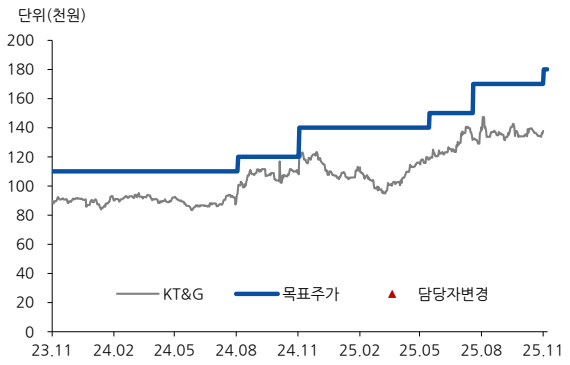
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	7,055	1,410	4,196	7,004	8,570
EPS(지배순이익 기준)	7,055	1,410	4,196	7,004	8,570
BPS(자본총계 기준)	92,372	91,810	94,641	100,066	106,957
BPS(지배지분 기준)	92,372	91,810	94,641	100,066	106,957
DPS	0	0	1,600	1,700	1,800
P/E(당기순이익 기준)	8.2	27.9	11.2	6.7	5.5
P/E(지배순이익 기준)	8.2	27.9	11.2	6.7	5.5
P/B(자본총계 기준)	0.6	0.4	0.5	0.5	0.4
P/B(지배지분 기준)	0.6	0.4	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(Reported)	2.5	2.9	2.7	1.9	1.3
배당수익률	0.0	0.0	3.5	3.7	4.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	24.5	-80.0	197.6	66.9	22.4
EPS(지배순이익 기준)	24.5	-80.0	197.6	66.9	22.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	7.8	1.5	4.5	7.2	8.3
ROE(지배순이익 기준)	7.8	1.5	4.5	7.2	8.3
ROA	6.8	1.3	3.9	6.2	7.1
안정성 (%)					
부채비율	12.6	14.6	15.6	16.4	15.8
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	184.9	7.1	9.7	19.9	23.6

** K-IFRS 연결 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.05.18	BUY	110,000	-22.36	-16.00
2023.11.18	AFTER 6M	110,000	-18.44	-13.45
2024.08.09	BUY	120,000	-10.43	-2.58
2024.11.08	BUY	140,000	-22.39	-11.86
2025.05.08	AFTER 6M	140,000	-16.21	-14.50
2025.05.21	BUY	150,000	-14.53	-6.20
2025.07.25	BUY	170,000	-19.85	-13.41
2025.11.07	BUY	180,000		

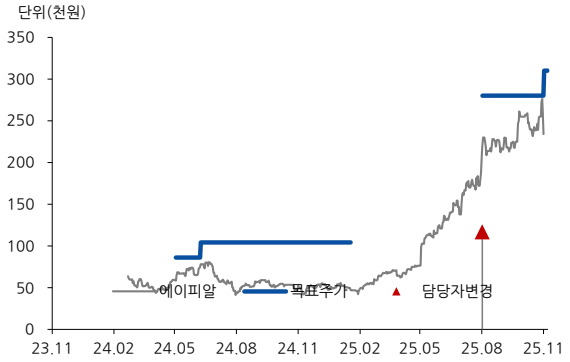
▶ 최근 2년간 KT&G 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.05.08	BUY	86,000	-19.97	-13.72
2024.06.14	BUY	104,000	-46.73	-22.60
2024.12.14	AFTER 6M	104,000	-50.95	-46.73
2025.08.07	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2025.08.07	BUY	280,000	-17.12	-1.43
2025.11.07	BUY	310,000		

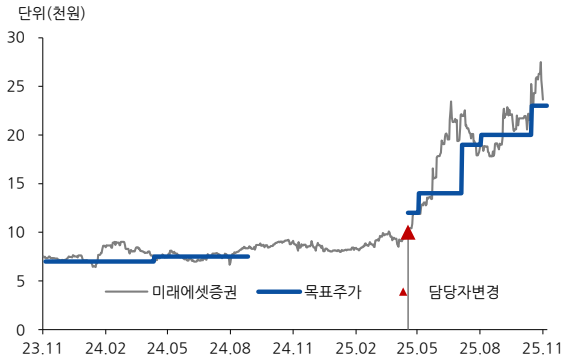
▶ 최근 2년간 에이피알 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.10.12	BUY	7,200	-7.59	4.86
2023.11.10	M.PERFORM	7,000	10.87	-8.14
2024.04.17	M.PERFORM	7,500	1.06	13.47
2024.10.17	AFTER 6M	7,500	17.05	6.40
2025.04.23	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2025.04.23	BUY	12,000	-6.31	1.42
2025.05.09	BUY	14,000	27.23	67.50
2025.07.11	M.PERFORM	19,000	4.34	-5.68
2025.08.08	M.PERFORM	20,000	1.90	26.25
2025.10.21	M.PERFORM	23,000	9.47	-0.22
2025.11.07	M.PERFORM	23,000		

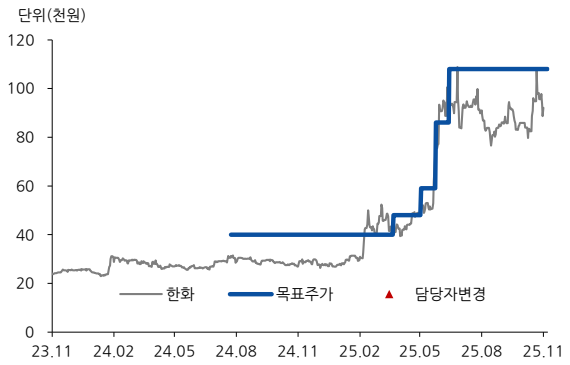
▶ 최근 2년간 미래에셋증권 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.07.29	BUY	40,000	-28.14	-21.38
2025.01.29	AFTER 6M	40,000	4.53	30.75
2025.03.28	BUY	48,000	-7.89	2.50
2025.05.08	BUY	59,000	-7.68	26.10
2025.05.30	BUY	86,000	7.42	16.98
2025.06.19	BUY	108,000	-17.23	0.74
2025.11.06	BUY	108,000		

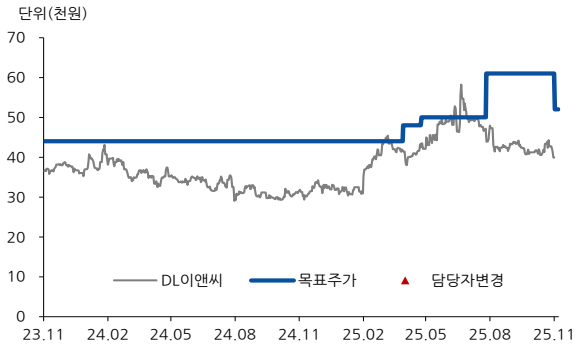
▶ 최근 2년간 한화 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.05.19	BUY	44,000	-24.93	-14.09
2023.11.19	AFTER 6M	44,000	-13.61	-2.05
2024.02.02	M.PERFORM	44,000	-16.11	-9.43
2024.04.08	BUY	44,000	-25.07	-15.00
2024.10.08	AFTER 6M	44,000	-20.97	3.18
2025.04.04	BUY	48,000	-15.72	-9.90
2025.04.30	BUY	50,000	-2.95	16.40
2025.08.01	BUY	61,000	-30.15	-21.48
2025.11.07	BUY	52,000		

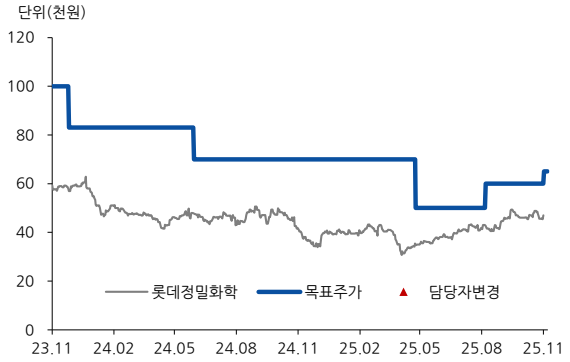
▶ 최근 2년간 DL이앤씨 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.06.21	BUY	100,000	-38.97	-29.60
2023.12.01	BUY	83,000	-40.46	-24.22
2024.06.01	AFTER 6M	83,000	-42.35	-42.35
2024.06.04	BUY	70,000	-35.92	-27.71
2024.12.04	AFTER 6M	70,000	-44.64	-38.14
2025.04.30	BUY	50,000	-21.54	-13.40
2025.08.12	BUY	60,000	-24.40	-17.67
2025.11.07	BUY	65,000		

▶ 최근 2년간 롯데정밀화학 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 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 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 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 (2024.10.01~2025.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	142건	89.3%
보유	17건	10.7%
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.