Morning Meeting Notes

2025-12-01

내일의 차이 현대차증권

What's Inside

삼성전자(BUY/129,000) 메모리 가격 급등은 반전을 위한 체력 보강에 긍정적
SK하이닉스(BUY/740,000) 범용 메모리 반도체 확보 전쟁의 수혜 본격화
롯데케미칼(M.PERFORM/77,000) 구조조정의 신호탄. 업황 개선은 아직
[자산배분] 주간 Sytle 전략: 변동성 확대 국면, 대형성장 ·고배당 바벨 전략
[투자전략] Strategy Weekly - 외국인은 돌아올 것이다. 늘 그랬듯이
[중국주식] China Issue - 11월 중앙정치국 회의 정리

주식시장

국내 증시, 코스피는 하락한 반면 코스닥은 +3.7% 상승 마감. 정부의 코스닥시장 활성화 정책 추진 소식에 코스닥에서 외국인 및 기관의 강한 순매수 나타남. 제약 업종이 코스닥 상승 주도. 반면 코스피는 대형 반도체 중심으로 매물 출회되며 하락
미국 증시는 상승 마감. 블랙프라이데이로 인한 소비 증가에 대한 기대감으로 우량주 중심 매수세가 몰리며 투심 호조. 업종별로는 의료건강만 0.5% 하락했고, 그 외 모든 업종은 상승. 특징 종목으로는 인텔은 27년부터 애플 제품의 반도체를 생산할 수 있다는 기대감에 주가가 10% 넘게 급등

금리&환율

국고채 금리는 하락 마감. 국고채 금리는 전일 급등에 따른 저가 매수세 유입으로 일부 되돌려지며 하락 마감
미국채 금리는 상승 마감. 이날 특별한 재료가 부진한 채, 미국채 금리는 뉴욕증시의 강세에 따라 상승 압력을 받음
원/달러 환율은 전날 대비 5.70원 오른 1,470.60원에 마감. 환율은 외국인 대규모 국내주식 매도세로 상방 압력을 받음. 이날 외국인은 국내주식을 2조원어치 이상 매도
달러인덱스는 99.46로 하락. 달러는 12월 금리 인하 기대감 속, 캐나다 달러 강세와 맞물리며 약세 양상. 캐나다의 3분기 GDP가 전분기 대비 연율로 2.6% 상승하며 캐나다 달러 상승을 유발

주요 뉴스

해싯, 연준 의장으로 지명된다면 기꺼이 맡겠다
케빈 해싯 백악관 국가경제위원회 위원장이 차기 연준 의장으로 자신이 유력하다는 보도와 관련하여 트럼프 대통령이 지명한다면 기꺼이 봉사하겠다는 입장을 확인
트럼프 대통령이 파월 의장의 사임을 압박하는 가운데, 해싯 위원장이 처음으로 의장직 수락 의사를 밝힌 상황

New Publications

[지주] (OVERWEIGHT) 2026년 지주회사 전망 - 계속 여력이 남아있다(2025-11-26)
[건설] (OVERWEIGHT) 2026년 건설 전망 - 오늘보다 나은 내일(2025-11-21)
[음식료/화장품] (OVERWEIGHT) 2026년 음식료/화장품 전망 - 이제는 K-소비재가 Trend Setter! (2025-11-21)
[투자전략] 2026년 투자전략 연간전망 - Thrive to Survive(2025-11-19)
[전기전자/디스플레이] (Overweight) 2026년 전기전자/디스플레이 산업 전망: Super-Cycle 지속(2025-11-19)
[자동차/모빌리티] (Overweight) 2026년 자동차/모빌리티 전망 MAGA의 역설: Made in Asia - 한국 자동차 할인 축소 기대-(2025-11-18)

Rating, Target Price Changes

삼성전자	BUY	125,000 원 ▷	BUY	129,000 원	(2025-12-01)
SK하이닉스	BUY	650,000 원 ▷	BUY	740,000 원	(2025-12-01)
롯데케미칼	M.PERFORM	65,000 원 ▷	M.PERFORM	77,000 원	(2025-12-01)
사피엔반도체	BUY	40,000 원 ▷	BUY	46,000 원	(2025-11-28)
하이트진로	BUY	27,000 원 ▷	BUY	25,000 원	(2025-11-28)
SK	BUY	260,000 원 ▷	BUY	300,000 원	(2025-11-26)
LG	BUY	96,000 원 ▷	BUY	93,000 원	(2025-11-26)
CJ	BUY	170,000 원 ▷	BUY	215,000 원	(2025-11-26)
삼양식품	BUY	1,700,000 원 ▷	BUY	1,850,000 원	(2025-11-21)
농심	BUY	540,000 원 ▷	BUY	580,000 원	(2025-11-21)
코스메카코리아		▷	BUY(신규)	95,000 원	(2025-11-21)
대웅제약	BUY	180,000 원 ▷	BUY	210,000 원	(2025-11-21)
켐트로닉스	BUY	44,000 원 ▷	BUY	40,000 원	(2025-11-19)

외국인 순매수

순매수	금액(백만)
SK하이닉스	259,725
삼성전자	149,925
이수페타시스	50,383
LG화학	24,193
에이피알	21,040

국내기관 순매수

순매수	금액(백만)
SK하이닉스	406,398
삼성전자	199,936
에이피알	73,068
두산	59,339
삼양식품	53,856

외국인 순매도

순매도	금액(백만)
NAVER	-90,903
한화에어로스페이스	-66,560
삼성에피스홀딩스	-50,979
원익홀딩스	-41,360
한미반도체	-34,558

국내기관 순매도

순매도	금액(백만)
NAVER	-259,169
한화오션	-45,004
HD현대중공업	-30,282
LG화학	-26,585
KODEX 200선물인버스2X	-25,401

국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	3,926.59	-1.51	-4.40
대형주	4,043.95	-1.81	-5.07
중형주	3,749.00	+0.17	-0.04
소형주	2,478.47	+1.05	+0.98
KOSDAQ	912.67	+3.71	+1.36

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	-6,152	1,577	4,326
누적순매수(D-20)	77,190	-124,151	50,416

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	234,019	213,828	349,363

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	95.01	+1.42	-4.22
금융	752.50	-0.30	+1.24
운수장비	4,444.61	-1.02	-11.20
유통	470.85	-1.72	+3.37
음식료	4,717.38	+0.43	+3.31
의약품	17,138.24	-0.51	-2.07
전기전자	43,461.02	-2.85	-6.39
철강금속	6,452.50	+0.01	+2.13
화학	4,297.18	-1.27	-2.65
유틸리티	1,537.47	+0.89	+19.15
통신	482.54	-0.14	+1.61

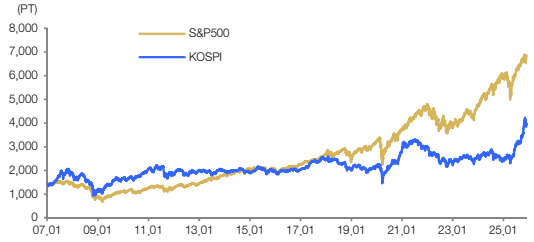
해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	6,849.09	+0.54	+0.13
NASDAQ	23,365.69	+0.65	-1.51
일본	50,253.91	+0.17	-4.12
중국	3,888.60	+0.34	-1.67
독일	23,836.79	+0.29	-0.51

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	2.99	-2.20	+27.50
국고채 (10년)	3.34	-0.70	+28.30
은행채AAA (3년)	3.20	-3.10	+30.50
미국국채 (2년)	3.50	+2.45	-7.35
미국국채 (10년)	4.02	+2.10	-6.20

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,470.60	+0.39	+3.24
원/백 엔	941.79	+0.50	+1.81
원/위안	207.86	+0.44	+3.86
달러/유로	1.16	+0.05	+0.53
위안/달러	7.08	-0.06	-0.59
엔/달러	156.15	-0.11	+1.41
Dollar Index	99.46	-0.11	-0.25

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	58.55	-0.17	-3.98
금 (usd/oz)	4,254.90	+1.25	+6.47
BDI	2,560.00	+6.62	+29.10
천연가스(NYMEX)	4.85	+6.41	+17.60

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.

삼성전자 (005930)

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

메모리 가격 급등은 반전을 위한 체력 보강에 긍정적

BUY **TP 129,000원**

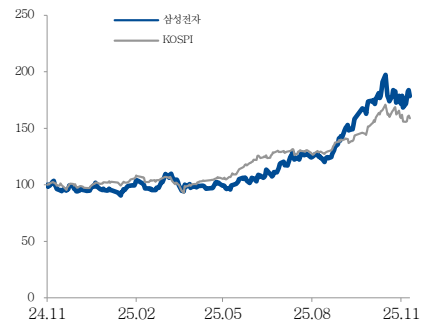
현재주가 (11/28)	100,500원
상승여력	28.4%
시가총액	594,924십억원
발행주식수	728,002천주
자본금/액면가	898십억원/100원
52주 최고가/최저가	111,100원/51,000원
일평균 거래대금 (60일)	2,112십억원
외국인 지분율	52.17%
주요주주 지분율	
삼성생명보험외 15인	19.84%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	1.0	44.4	79.8
상대주가(%p)	3.2	17.5	22.3

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	6,343	12,193	125,000
After	6,713	13,481	129,000
Consensus	5,513	10,184	136,615
Cons. 차이	21.8%	32.4%	-5.6%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

-삼성전자의 6개월 목표주가를 125,000원 (2026년 예상 BPS에 Target P/B 1.73배 적용)에서 129,000원 (2026년 예상 BPS 3.2% 상향)으로 상향하며 투자의견 매수 유지. 11월 Server DRAM 고정가격은 MoM으로 25% 내외로 급등하는 등 최근 주요 고객사들의 Server DRAM 확보 전쟁 본격화. Trend Force에 따르면 2026년 Server DRAM의 Demand Bit Growth (Server Unit 출하량은 YoY로 9% 예상)는 YoY로 35% 증가할 것으로 예상되는 반면에 Server DRAM Supply Bit Growth는 YoY로 23% 성장에 그칠 것으로 예상됨에 따라 북미CSP, OEM, 중국CSP까지 좋은 LTA 조건을 내걸면서 재고 확보에 사활을 걸고 있음. 무엇보다도 DRAM회사들의 In-House 재고는 2~3주 내외라는 점에서 메모리 반도체 회사들이 재고 축소를 통한 공급에도 한계에 이르렀고 이와 같은 극심한 공급 부족은 내년 상반기까지 이어질 것으로 예상. 무엇보다도 한정된 DRAM Wafer를 수요가 왕성한 HBM과 Server DRAM에 할당하면서 Mobile DRAM과 PC DRAM에 대한 공급 부족 우려로 동 제품들 가격까지 4분기에 QoQ로 40% 이상 상승이 예상됨. 범용 메모리 반도체 가격 급등에 힘입어 동사의 **4분기 매출액과 영업이익**을 기존 대비 각각 7.0%, 16.2% 상향한 **95.1조원과 16.4조원**으로 상향하며, **2025년과 2026년 연간 영업이익** 전망도 각각 6.1%, 10.4% 상향한 **40조원과 84조원**으로 변경

주요 이슈 및 실적전망

-동사의 1c DRAM 수율은 빠른 속도로 개선되고 있으며, HBM4에는 동사 Foundry 사업부의 4nm FinFet 기술을 적용한 Base Die가 탑재되는 등 동사에 기술 경쟁력에 대한 우려는 향후 크게 해소될 것으로 보임. 동사의 올해 3분기 누적 R&D 비용은 YoY로 8.3% 증가한 26.8조원으로 전사 매출액의 11.2%로 24년 11.0%대비 소폭 상승하였음. 반면에 **올해 Capex**는 Foundry 투자 축소로 **YoY로 11.6% 감소할 것으로 예상**. 2026년은 DRAM 생산 능력 확대와 Foundry 2nm Ramp Up을 위해 **Capex 증가가 예상**된다는 점에서 범용 메모리 반도체 가격 급등에 따른 수익성 개선은 동사의 **체력 보강에 큰 힘**이 될 것으로 보임

주가전망 및 Valuation

-메모리 반도체 부문 실적 개선 가시성을 감안할 때 Buy & Hold 전략 유효

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	258,935	6,567	14,473	45,234	2,225	-75.2	35.3	1.5	9.9	4.1	1.8
2024	300,871	32,726	33,621	75,357	5,433	144.1	9.8	0.9	3.5	9.0	2.7
2025F	334,839	39,967	40,968	87,294	6,713	23.6	15.0	1.6	6.4	10.2	1.5
2026F	399,821	84,195	80,980	135,222	13,481	100.8	7.5	1.4	3.7	17.9	1.5
2027F	436,185	87,055	85,596	139,814	14,261	5.8	7.0	1.2	3.1	16.3	1.5

* K-IFRS 연결 기준

<표1> 실적 추정 변경사항 (십억원)

		변경 후						변경 전					
		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2025F	2026F	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2025F	2026F
매출액	DS	25,100	27,900	33,100	41,133	127,233	196,853	25,100	27,900	33,100	36,089	122,189	159,926
	SDC	5,926	6,400	8,100	8,920	29,346	31,885	5,926	6,400	8,100	8,712	29,138	31,125
	MX/NW	37,000	29,200	34,100	32,739	133,039	124,593	37,000	29,200	34,100	32,094	132,394	123,893
	VD/가전	14,500	14,100	13,900	14,664	57,164	58,305	14,500	14,100	13,900	14,456	56,956	58,092
	합계	79,141	74,566	86,062	95,071	334,839	399,821	79,141	74,566	86,100	88,862	328,669	360,844
영업이익	DS	1,100	400	7,002	11,644	20,146	63,932	1,100	400	7,002	9,460	17,962	55,831
	SDC	529	539	1,205	1,285	3,557	4,537	529	539	1,205	1,251	3,523	4,424
	MX/NW	4,320	3,113	3,595	2,994	14,022	12,916	4,320	3,113	3,595	2,933	13,961	13,247
	VD/가전	343	210	-104	102	552	903	343	210	-104	101	551	901
	합계	6,685	4,676	12,166	16,439	39,967	84,195	6,685	4,676	12,200	14,147	37,708	76,296
세전이익		9,152	5,756	13,546	17,753	46,206	91,149	9,152	5,756	13,500	15,257	43,665	82,269
지배주주 순이익		8,028	4,934	12,006	15,999	40,968	80,980	8,028	4,934	12,017	13,795	38,775	73,352

자료: 삼성전자, 현대차증권.

<표2> 기본가정

			2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2025F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026F
산업수요	Note PC 출하량 증가율 (YoY)		2.3%	-5.8%	11.4%	2.9%	-5.9%	4.4%	-12.0%	12.2%	7.5%	-4.6%	-2.0%
	스마트폰 출하량 증가율 (YoY)		2.4%	2.6%	4.4%	3.5%	-1.7%	1.4%	-1.2%	-0.4%	6.5%	-1.9%	0.7%
	Server 출하량 증가율 (YoY)		3.8%	11.1%	6.6%	2.6%	5.2%	6.2%	7.0%	8.5%	10.0%	12.0%	9.4%
삼성전자	DS	DRAM Bit Growth	15.6%	1.8%	10.4%	15.4%	1.4%	11.1%	-5.4%	6.8%	5.2%	7.9%	15.3%
		DRAM ASP 변화 (USD,QoQ)	61.0%	-6.3%	2.2%	15.7%	34.6%	41.0%	20.3%	7.5%	2.9%	1.9%	69.8%
		NAND Bit Growth	11.8%	-10.2%	28.0%	10.0%	-10.0%	4.3%	-2.0%	8.0%	8.0%	5.0%	12.1%
		NAND ASP 변화 (USD,QoQ)	64.0%	-15.0%	-4.0%	5.0%	8.0%	-9.4%	3.0%	-3.0%	5.0%	5.0%	12.3%
	SDC	OLED 매출액	28,554	5,696	6,109	7,785	8,589	28,179	5,471	6,343	8,997	9,677	30,487
	MX	스마트폰 출하량 (천대)	223,600	60,800	58,000	61,000	55,000	234,800	61,000	58,200	61,500	56,500	237,200
		Tablet PC 출하량 (천대)	28,000	7,000	7,000	7,000	7,100	28,100	7,070	7,070	7,070	7,171	28,381
	VD	LCD TV 출하량 (천대)	34,864	8,460	8,113	8,251	9,497	34,321	8,629	8,275	8,416	9,687	35,008
원/달러 환율			1,361.0	1,452.9	1,401.0	1,386.1	1,445.0	1,421.0	1,440.0	1,420.0	1,390.0	1,405.0	1,414.0

자료: 삼성전자, 현대차증권

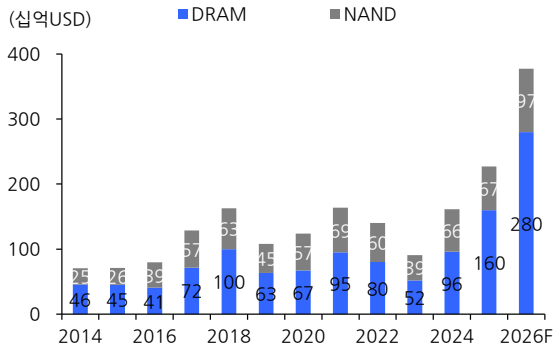
<표3> 분기별 실적 전망

(십억원)

		2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2025F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026F
매출액	DS	111,067	25,100	27,900	33,100	41,133	127,233	43,093	47,327	50,571	55,862	196,853
	Memory	84,500	19,100	21,200	26,700	33,280	100,280	36,403	40,144	43,107	47,919	167,573
	LSI, Foundry, 기타	26,567	6,000	6,700	6,400	7,852	26,952	6,690	7,183	7,464	7,943	29,280
	SDC	29,142	5,926	6,400	8,100	8,920	29,346	5,795	6,683	9,354	10,052	31,885
	MX/NW	117,230	37,000	29,200	34,100	32,739	133,039	33,574	27,326	30,568	33,125	124,593
	MX(휴대폰, Tab)	114,410	36,200	28,500	33,500	31,915	130,115	32,790	26,640	29,980	32,317	121,727
	VD/가전	56,287	14,500	14,100	13,900	14,664	57,164	14,789	14,382	14,178	14,956	58,305
	VD	30,953	7,800	7,000	7,306	8,748	30,854	7,955	7,140	7,452	8,922	31,468
	Harman	14,250	3,400	3,800	3,800	4,272	15,272	3,538	4,044	4,001	4,362	15,945
	내부조정	-27,106	-6,785	-6,834	-6,938	-6,658	-27,215	-6,921	-6,970	-7,077	-6,791	-27,760
	합계	300,871	79,141	74,566	86,062	95,071	334,839	93,869	92,792	101,595	111,566	399,821
영업이익	DS	15,120	1,100	400	7,002	11,644	20,146	13,687	15,608	17,613	17,025	63,932
	Memory	20,544	3,706	2,709	7,964	12,779	27,158	14,687	16,563	18,549	18,045	67,844
	LSI, Foundry, 기타	-5,424	-2,606	-2,309	-962	-1,135	-7,012	-1,000	-956	-936	-1,020	-3,911
	SDC	3,752	529	539	1,205	1,285	3,557	493	635	1,656	1,753	4,537
	MX/NW	10,645	4,320	3,113	3,595	2,994	14,022	3,999	2,892	3,131	2,893	12,916
	MX(휴대폰, Tab)	10,506	4,296	3,085	3,571	2,965	13,918	3,952	2,852	3,126	2,885	12,815
	VD/가전	1,777	343	210	-104	102	552	241	313	202	148	903
	VD	1,108	217	35	-167	46	131	80	107	75	91	352
	Harman	1,310	300	500	400	457	1,657	344	567	457	505	1,874
	합계	32,726	6,685	4,676	12,166	16,439	39,967	18,858	19,928	23,128	22,280	84,195
영업이익률	DS	13.6%	4.4%	1.4%	21.2%	28.3%	15.8%	31.8%	33.0%	34.8%	30.5%	32.5%
	Memory	24.3%	19.4%	12.8%	29.8%	38.4%	27.1%	40.3%	41.3%	43.0%	37.7%	40.5%
	LSI, Foundry, 기타	-20.4%	-43.4%	-34.5%	-15.0%	-14.5%	-26.0%	-14.9%	-13.3%	-12.5%	-12.8%	-13.4%
	SDC	12.9%	8.9%	8.4%	14.9%	14.4%	12.1%	8.5%	9.5%	17.7%	17.4%	14.2%
	MX/NW	9.1%	11.7%	10.7%	10.5%	9.1%	10.5%	11.9%	10.6%	10.2%	8.7%	10.4%
	MX(휴대폰, Tab)	9.2%	11.9%	10.8%	10.7%	9.3%	10.7%	12.1%	10.7%	10.4%	8.9%	10.5%
	VD/가전	3.2%	2.4%	1.5%	-0.7%	0.7%	1.0%	1.6%	2.2%	1.4%	1.0%	1.5%
	VD	3.6%	2.8%	0.5%	-2.3%	0.5%	0.4%	1.0%	1.5%	1.0%	1.0%	1.1%
	합계	10.9%	8.4%	6.3%	14.1%	17.3%	11.9%	20.1%	21.5%	22.8%	20.0%	21.1%
세전이익		37,530	9,152	5,756	13,546	17,753	46,206	20,741	21,399	24,752	24,257	91,149
법인세		3,078	929	640	1,320	1,462	4,350	2,035	2,081	2,321	2,253	8,690
지배주주 순이익		33,621	8,028	4,934	12,006	15,999	40,968	18,371	18,972	22,028	21,609	80,980

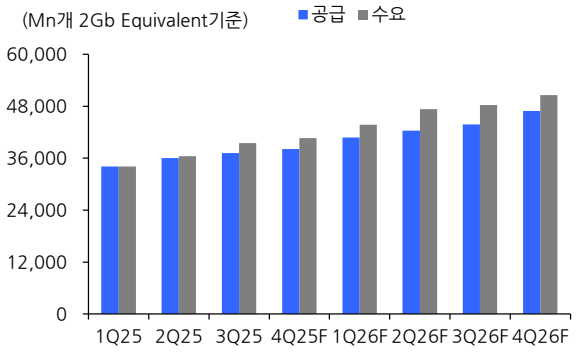
자료: 삼성전자, 현대차증권

<그림1> 메모리 반도체 시장 전망



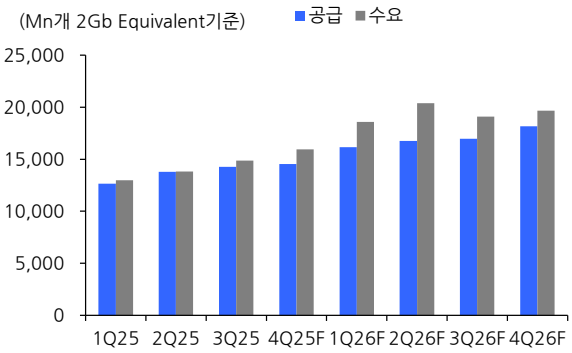
자료: 현대차증권, Trend Force

<그림2> 전세계 DRAM 수요와 공급 전망



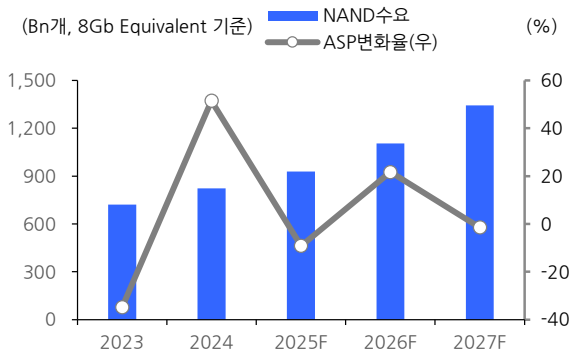
자료: Trend Force

<그림3> 전세계 Server DRAM 수요와 공급 전망



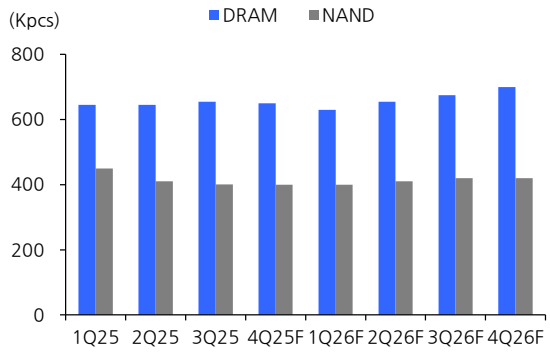
자료: Trend Force

<그림4> 전세계 NAND 수요와 ASP 변화율 추이



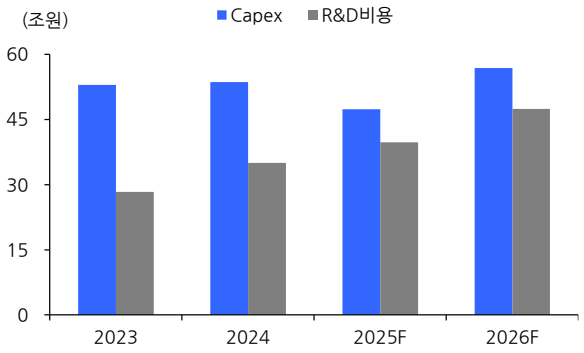
자료: Trend Force

<그림5> 삼성전자 DRAM과 NAND Wafer Capa추이



자료:Trend Forcel

<그림6> 삼성전자 연결 Capex와 R&D 비용 추이



자료 현대차증권, 삼성전자

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	258,935	300,871	334,839	399,821	436,185
증가율 (%)	-14.3	16.2	11.3	19.4	9.1
매출원가	180,389	186,562	203,622	205,558	233,170
매출원가율 (%)	69.7	62.0	60.8	51.4	53.5
매출총이익	78,547	114,309	131,217	194,263	203,015
매출이익률 (%)	30.3	38.0	39.2	48.6	46.5
증가율 (%)	-30.0	45.5	14.8	48.0	4.5
판매관리비	71,980	81,583	91,251	110,068	115,960
판관비율(%)	27.8	27.1	27.3	27.5	26.6
EBITDA	45,234	75,357	87,294	135,222	139,814
EBITDA 이익률 (%)	17.5	25.0	26.1	33.8	32.1
증가율 (%)	-45.2	66.6	15.8	54.9	3.4
영업이익	6,567	32,726	39,967	84,195	87,055
영업이익률 (%)	2.5	10.9	11.9	21.1	20.0
증가율 (%)	-84.9	398.3	22.1	110.7	3.4
영업외손익	3,552	4,053	5,681	6,954	9,224
금융수익	16,100	16,703	12,750	8,328	9,741
금융비용	12,646	12,986	7,858	1,374	517
기타영업외손익	97	335	789	0	0
종속/관계기업관련손익	888	751	558	0	0
세전계속사업이익	11,006	37,530	46,206	91,149	96,279
세전계속사업이익률	4.3	12.5	13.8	22.8	22.1
증가율 (%)	-76.3	241.0	23.1	97.3	5.6
법인세비용	-4,481	3,078	4,350	8,690	9,119
계속사업이익	15,487	34,451	41,856	82,459	87,160
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	15,487	34,451	41,856	82,459	87,160
당기순이익률 (%)	6.0	11.5	12.5	20.6	20.0
증가율 (%)	-72.2	122.5	21.5	97.0	5.7
지배주주지분 순이익	14,473	33,621	40,968	80,980	85,596
비지배주주지분 순이익	1,014	830	888	1,479	1,563
기타포괄이익	3,350	16,845	588	0	0
총포괄이익	18,837	51,296	42,444	82,459	87,160

(단위: 십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	195,937	227,062	262,760	347,990	429,736
현금성자산	69,081	53,706	45,323	92,831	151,372
단기투자자산	22,691	58,909	73,897	86,719	94,606
매출채권	36,647	43,623	54,722	64,216	70,057
재고자산	51,626	51,755	64,922	76,187	83,116
기타유동자산	15,256	19,033	23,875	28,017	30,565
비유동자산	259,969	287,470	299,185	307,828	316,531
유형자산	187,256	205,945	208,201	217,317	227,144
무형자산	22,742	23,739	25,596	22,383	19,573
투자자산	20,680	24,349	31,903	34,644	36,330
기타비유동자산	29,291	33,437	33,484	33,484	33,484
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	455,906	514,532	561,944	655,818	746,267
유동부채	75,719	93,326	108,765	125,759	136,221
단기차입금	7,115	13,173	9,817	9,847	9,872
매입채무	11,320	12,370	15,517	18,210	19,866
유동성장기부채	1,309	2,207	1,170	1,170	1,170
기타유동부채	55,976	65,576	82,260	96,533	105,313
비유동부채	16,509	19,014	25,841	29,974	32,517
사채	538	15	14	14	14
장기차입금	0	7	2,002	2,002	2,002
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	15,971	18,993	23,825	27,958	30,501
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	92,228	112,340	134,605	155,734	168,738
지배주주지분	353,234	391,688	415,547	486,812	562,695
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
자본조정 등	99	-1,725	-6,292	-6,292	-6,292
기타포괄이익누계액	1,181	17,598	17,712	17,712	17,712
이익잉여금	346,652	370,513	398,825	470,091	545,973
비지배주주지분	10,444	10,504	11,793	13,272	14,835
자본총계	363,678	402,192	427,339	500,084	577,530

(단위: 십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	44,137	72,983	87,375	129,684	137,580
당기순이익	15,487	34,451	41,856	82,459	87,160
유형자산 상각비	35,532	39,650	44,009	47,814	49,949
무형자산 상각비	3,134	2,981	3,319	3,213	2,810
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-5,459	-1,568	-3,531	-3,803	-2,339
기타	-4,557	-2,532	1,722	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-16,923	-85,382	-73,973	-72,492	-69,350
투자자산의 감소(증가)	5,460	-384	-3,288	-2,741	-1,686
유형자산의 감소	98	156	170	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-57,611	-51,406	-51,073	-56,930	-59,777
기타	35,130	-33,748	-19,783	-12,821	-7,887
재무활동으로인한현금흐름	-8,593	-7,797	-21,419	-9,684	-9,689
차입금의 증가(감소)	1,933	6,064	-1,360	30	25
사채의증가(감소)	2	-523	-1	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-9,864	-10,889	-9,897	-9,714	-9,714
기타	-664	-2,450	-10,161	0	0
기타현금흐름	779	4,821	-364	0	0
현금의증가(감소)	19,400	-15,375	-8,382	47,508	58,541
기초현금	49,681	69,081	53,706	45,323	92,831
기말현금	69,081	53,706	45,323	92,831	151,372

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	2,395	5,572	6,863	13,731	14,525
EPS(지배순이익 기준)	2,225	5,433	6,713	13,481	14,261
BPS(자본총계 기준)	53,540	59,210	63,445	74,245	85,743
BPS(지배지분 기준)	52,002	57,663	61,694	72,274	83,540
DPS	1,444	1,446	1,465	1,465	1,465
P/E(당기순이익 기준)	32.8	9.5	14.6	7.3	6.9
P/E(지배순이익 기준)	35.3	9.8	15.0	7.5	7.0
P/B(자본총계 기준)	1.5	0.9	1.6	1.4	1.2
P/B(지배지분 기준)	1.5	0.9	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA(Reported)	9.9	3.5	6.4	3.7	3.1
배당수익률	1.8	2.7	1.5	1.5	1.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-73.7	132.6	23.2	100.1	5.8
EPS(지배순이익 기준)	-75.2	144.1	23.6	100.8	5.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	4.3	9.0	10.1	17.8	16.2
ROE(지배순이익 기준)	4.1	9.0	10.2	17.9	16.3
ROA	3.4	7.1	7.8	13.5	12.4
안정성 (%)					
부채비율	25.4	27.9	31.5	31.1	29.2
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	7.1	36.2	70.2	163.3	168.4

** K-IFRS 연결기준*

SK하이닉스 (000660)

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

범용 메모리 반도체 확보 전쟁의 수혜 본격화

BUY **TP 740,000원**

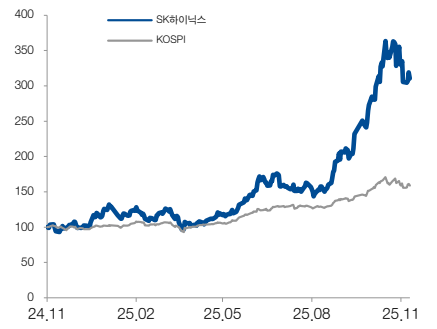
현재주가 (11/28)	530,000원
상승여력	39.6%
시가총액	385,841십억원
발행주식수	728,002천주
자본금/액면가	3,658십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	620,000원/158,800원
일평균 거래대금 (60일)	1,977십억원
외국인 지분율	53.21%
주요주주 지분율	
에스케이스퀘어외 8인	20.07%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	1.7	97.4	154.8
상대주가(%p)	3.9	60.7	73.3

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	51,551	69,671	650,000
After	55,631	94,033	740,000
Consensus	52,954	81,558	742,692
Cons. 차이	5.1%	15.3%	-0.4%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- SK하이닉스의 6개월 목표주가를 650,000원 (2026년 예상 BPS에 Target P/B 3.0배 적용)에서 740,000원 (26년 예상 BPS 13.9% 상향, Target P/B 3.0배 유지)으로 상향하며 투자의견 매수를 유지. 최근 범용 메모리 반도체 시장은 주요 고객사들의 재고 확보 전쟁이 더욱 심화되고 있으며, 동사와 같은 Tier1 DRAM회사들을 중심으로 주요 고객사들의 LTA (Long Term Agreement) 요구가 거세지고 있음. 특히, 북미 CSP들은 Server DRAM 물량 확보를 위해 LTA를 확대하고 있으며 PC OEM과 중국 스마트폰 회사들까지 물량 확보를 위해 가격 인상을 수용하고 있음. 특히, 11월말 Server DRAM 가격 협상은 거의 마무리 되었는데 DDR5 5600MT/s 64GB~96GB 제품들 모두 MoM으로 25%내외로 급등하면서 **4분기 ASP 상승폭은 기존 예상치 (QoQ 45%)를 재차 상회하는 QoQ로 55%내외 상승**이 예상. Data Center용 일반 Server 투자가 확대되면서 26년 1분기 Server DRAM 가격은 QoQ로 15~20% 상승이 예상되며, 2분기에도 5~10% 상승이 이어질 것으로 보이는 등 일반 Server용 메모리 반도체에 대한 재고 축적이 내년 상반기까지 강하게 진행될 것으로 전망. 범용 메모리 반도체 가격 상승폭이 기존 추정치를 크게 상회할 것으로 예상됨에 따라 동사의 **4분기 매출액과 영업이익** 전망을 기존 대비 각각 19.2%, 29.4% 상향한 **32.7조원과 15.8조원으로 변경**하며. 2025년과 2026년 영업이익 전망도 각각 8.9%, 31.5% 상향한 43.9조원과 82.4조원으로 변경

주요 이슈 및 실적전망

- Open AI가 중심이 된 Stargate 진영의 공격적인 행보는 기존 시장을 지키려는 북미 CSP들의 Data Center 고도화로 이어지고 있으며 범세계적인 추론 서비스 확대는 일반 Data Center의 Server와 SSD 교체로 이어지고 있음. 물론, 동사의 지배력이 확고한 HBM도 NVIDIA의 Blackwell Ultra와 북미 CSP들의 Custom 가속기 수요에 힘입어 여전히 수요가 왕성하지만, 범용 메모리 가격 급등은 HBM에 대한 가격 협상에도 좀더 유리하게 작용할 것으로 예상

주가전망 및 Valuation

- 수요처들의 공격적인 AI Infra 투자로 HBM, Server DRAM eSSD수요 증가가 예상된다는 점에서 기존의 Buy & Hold 전략 유효

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	32,766	-7,730	-9,112	5,943	-12,517	적전	N/A	1.9	21.1	-15.6	0.8
2024	66,193	23,467	19,789	36,049	27,182	흑전	6.4	1.7	3.8	31.1	1.3
2025F	97,004	43,872	40,500	58,306	55,631	104.7	9.5	3.4	6.4	43.4	0.5
2026F	157,678	82,387	68,456	99,536	94,033	69.0	5.6	2.2	3.2	47.0	0.6
2027F	183,586	83,045	68,009	101,709	93,419	-0.7	5.7	1.6	2.5	32.1	0.6

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 실적 추정 변경 사항 (십억원)

		변경 후						변경 전					
		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2025F	2026F	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2025F	2026F
DRAM	Bit Growth	-7.9%	25.1%	8.6%	2.6%	23.9%	18.4%	-7.9%	25.1%	8.6%	2.6%	23.9%	18.4%
	ASP변화(QoQ)	0.0%	1.1%	5.6%	28.6%	32.9%	43.6%	0.0%	1.1%	5.6%	8.9%	25.9%	20.6%
NAND	Bit Growth	-17.5%	71.0%	-5.0%	3.5%	9.0%	19.5%	-17.5%	71.0%	-5.0%	3.5%	9.0%	19.5%
	ASP변화(QoQ)	-20.0%	-8.0%	10.5%	20.0%	-7.3%	43.7%	-20.0%	-8.0%	10.5%	7.0%	-10.9%	30.3%
매출액		17,639	22,232	24,449	32,684	97,004	157,678	17,639	22,232	24,449	27,409	91,729	125,208
영업이익		7,441	9,213	11,383	15,835	43,872	82,387	7,441	9,213	11,383	12,235	40,271	62,628
영업이익률		42.2%	41.4%	46.6%	48.4%	45.2%	52.3%	42.2%	41.4%	46.6%	44.6%	43.9%	50.0%
세전이익		9,299	8,723	14,790	15,235	48,047	81,575	9,299	8,723	14,802	11,678	44,502	60,422
지배주주 순이익		8,107	6,997	12,595	12,800	40,500	68,456	8,107	6,997	12,610	9,815	37,529	50,721

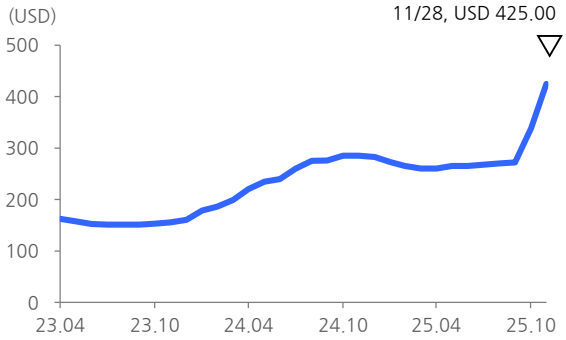
자료: SK하이닉스, 현대차증권. Solidigm 포함

〈표2〉 분기별 실적 전망 (십억원)

	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2025F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026F
매출액 (A+B+C)	66,193	17,639	22,232	24,449	32,684	97,004	35,457	36,362	41,076	44,783	157,678
영업이익	23,467	7,441	9,213	11,383	15,835	43,872	17,970	19,363	23,121	21,933	82,387
영업이익률	35.5%	42.2%	41.4%	46.6%	48.4%	45.2%	50.7%	53.3%	56.3%	49.0%	52.3%
EBITDA	36,049	10,786	12,645	14,943	19,910	58,284	22,177	23,588	27,414	26,358	99,536
EBITDA Margin	54.5%	61.1%	56.9%	61.1%	60.9%	60.1%	62.5%	64.9%	66.7%	58.9%	63.1%
DRAM 부문											
매출액 (A)	45,174	13,582	17,119	19,070	24,720	74,491	26,926	27,572	31,286	35,076	120,860
Bit Growth (QoQ, YoY)	16.0%	-7.9%	25.1%	8.6%	2.6%	23.9%	-1.4%	1.5%	7.9%	9.4%	18.4%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	79.0%	0.0%	1.1%	5.6%	28.6%	32.9%	10.8%	2.3%	7.4%	1.4%	43.6%
영업이익	22,859	7,543	9,143	10,756	14,941	42,384	16,352	17,090	19,992	19,468	72,902
영업이익률	50.6%	55.5%	53.4%	56.4%	60.4%	56.9%	60.7%	62.0%	63.9%	55.5%	60.3%
NAND 부문											
매출액 (B)	19,106	3,246	4,669	4,890	7,363	20,167	7,766	8,362	9,196	9,095	34,419
Bit Growth (QoQ, YoY)	-0.4%	-17.5%	71.0%	-5.0%	3.5%	9.0%	-2.0%	6.0%	7.0%	3.0%	19.5%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	92.2%	-20.0%	-8.0%	10.5%	20.0%	-7.3%	8.0%	3.0%	5.0%	-5.0%	43.7%
영업이익	1,254	5	127	706	1,044	1,882	1,656	2,294	3,159	2,496	9,605
영업이익률	6.6%	0.2%	2.7%	14.4%	14.2%	9.3%	21.3%	27.4%	34.4%	27.4%	27.9%
Others(C)											
매출액	1,912	812	445	489	600	2,345	764	428	594	613	2,399
영업이익	-645	-108	-57	-79	-150	-394	-38	-21	-30	-31	-120
영업이익률	-33.7%	-13.3%	-12.9%	-16.1%	-25.0%	-16.8%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
세전 계속사업이익	23,885	9,299	8,723	14,790	15,235	48,047	17,980	18,525	23,454	21,616	81,575
법인세	4,088	1,191	1,726	2,193	2,432	7,543	2,850	3,077	3,709	3,471	13,106
지배주주 순이익	19,789	8,107	6,997	12,595	12,800	40,500	15,128	15,446	19,742	18,141	68,456

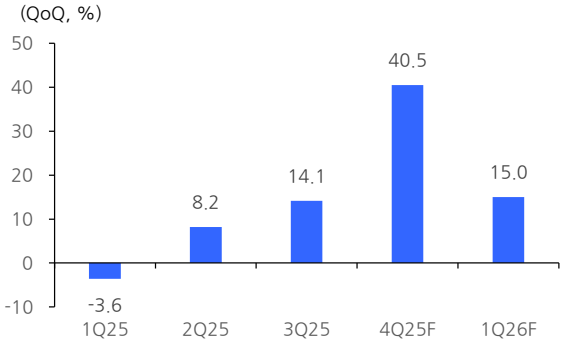
자료: SK하이닉스, 현대차증권. Solidigm 포함

<그림1> Server DDR5 64GB 5600Mbps 고정가격 추이



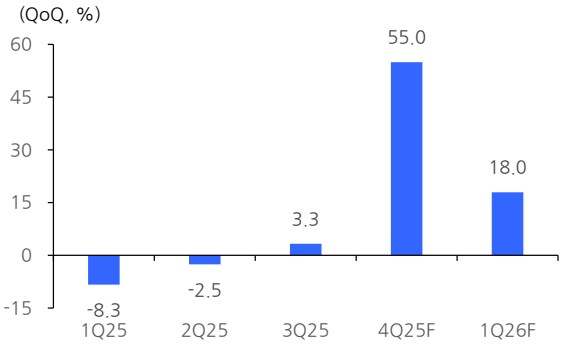
자료: Trend Force

<그림2> LPDDR5 12GB 고정가격 QoQ 변화율



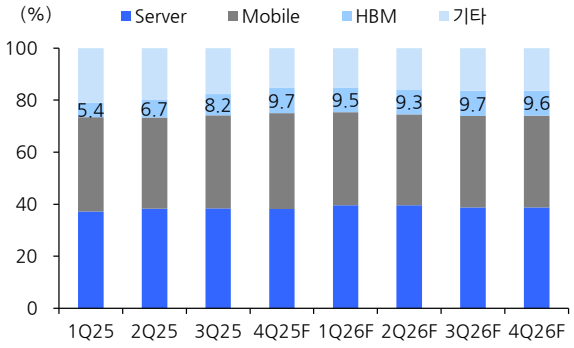
자료: Trend Force, 현대차증권

<그림3> Server DDR5 64GB 고정가격 QoQ 변화율



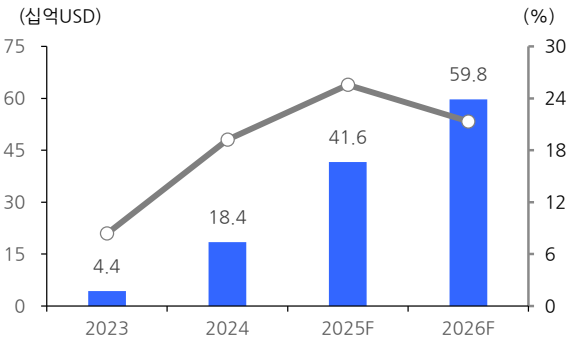
자료: Trend Force, 현대차증권

<그림4> HBM Bit 수요 비중 추이



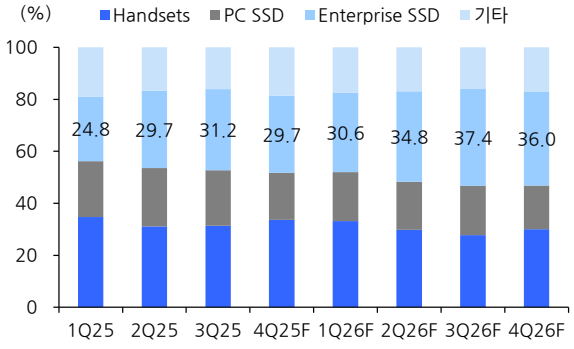
자료: 현대차증권, Trend Force

<그림5> 2026년 HBM 출하액 전망



자료: 현대차증권, Trend Force

<그림6> NAND 수요에서 Enterprise SSD 비중 추이



자료: Trend Force

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	97,004	157,678	183,586
증가율 (%)	-26.6	102.0	46.5	62.5	16.4
매출원가	33,299	34,365	40,611	54,073	72,361
매출원가율 (%)	101.6	51.9	41.9	34.3	39.4
매출총이익	-533	31,828	56,393	103,605	111,225
매출이익률 (%)	-1.6	48.1	58.1	65.7	60.6
증가율 (%)	적전	흑전	77.2	83.7	7.4
판매관리비	7,197	8,361	12,521	21,218	28,181
판관비율(%)	22.0	12.6	12.9	13.5	15.4
EBITDA	5,943	36,049	58,306	99,536	101,709
EBITDA 이익률 (%)	18.1	54.5	60.1	63.1	55.4
증가율 (%)	-71.6	506.5	61.7	70.7	2.2
영업이익	-7,730	23,467	43,872	82,387	83,045
영업이익률 (%)	-23.6	35.5	45.2	52.3	45.2
증가율 (%)	적전	흑전	86.9	87.8	0.8
영업외손익	-3,943	456	4,222	-812	-1,991
금융수익	2,262	4,855	8,330	3,748	2,734
금융비용	6,093	5,708	4,012	4,314	4,454
기타영업외손익	-111	1,309	-95	-247	-271
종속/관계기업관련손익	15	-38	-47	0	0
세전계속사업이익	-11,658	23,885	48,047	81,575	81,053
세전계속사업이익률	-35.6	36.1	49.5	51.7	44.1
증가율 (%)	적전	흑전	101.2	69.8	-0.6
법인세비용	-2,520	4,088	7,543	13,106	13,032
계속사업이익	-9,138	19,797	40,504	68,469	68,022
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9,138	19,797	40,504	68,469	68,022
당기순이익률 (%)	-27.9	29.9	41.8	43.4	37.1
증가율 (%)	적전	흑전	104.6	69.0	-0.7
지배주주지분 순이익	-9,112	19,789	40,500	68,456	68,009
비지배주주지분 순이익	-25	8	5	13	13
기타포괄이익	100	1,248	-559	0	0
총포괄이익	-9,037	21,044	39,945	68,469	68,022

(단위: 십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	30,468	42,279	79,630	152,525	218,931
현금성자산	7,587	11,205	32,923	89,901	146,628
단기투자자산	573	2,441	4,036	5,530	6,438
매출채권	6,600	13,019	18,340	25,129	29,258
재고자산	13,481	13,314	17,756	24,329	28,327
기타유동자산	1,366	1,731	2,862	3,921	4,566
비유동자산	69,862	77,576	95,445	103,317	111,430
유형자산	52,705	60,157	70,470	77,528	85,289
무형자산	3,835	4,019	3,754	3,051	2,479
투자자산	5,809	6,522	13,220	14,739	15,662
기타비유동자산	7,514	6,878	8,000	8,000	8,000
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	100,330	119,855	175,075	255,842	330,361
유동부채	21,008	24,965	41,845	53,911	61,250
단기차입금	4,146	1,283	2,180	2,180	2,180
매입채무	1,846	2,277	3,765	5,159	6,007
유동성장기부채	5,712	3,969	7,070	7,070	7,070
기타유동부채	9,305	17,436	28,829	39,502	45,993
비유동부채	25,819	20,974	20,681	22,846	24,162
사채	9,490	12,409	11,025	11,025	11,025
장기차입금	10,121	5,022	3,804	3,804	3,804
장기금융부채	3	6	4	4	4
기타비유동부채	6,204	3,537	5,848	8,013	9,329
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	46,826	45,940	62,526	76,757	85,412
지배주주지분	53,504	73,903	112,526	179,049	244,900
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,373	4,487	4,757	4,757	4,757
자본조정 등	-2,269	-2,192	-2,099	-2,099	-2,099
기타포괄이익누계액	1,014	2,532	1,979	1,979	1,979
이익잉여금	46,729	65,418	104,231	170,754	236,606
비지배주주지분	-1	12	23	36	49
자본총계	53,504	73,916	112,549	179,085	244,949

(단위: 십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	4,278	29,796	51,977	84,201	85,902
당기순이익	-9,138	19,797	40,504	68,469	68,022
유형자산 상각비	13,121	11,985	13,608	16,446	18,092
무형자산 상각비	553	596	826	704	572
외환손익	332	352	-292	0	0
운전자본의 감소(증가)	794	-5,600	2,081	-1,617	-983
기타	-1,384	2,665	-4,751	200	200
투자활동으로인한현금흐름	-7,335	-18,005	-31,673	-26,716	-27,886
투자자산의 감소(증가)	1,682	-568	-6,764	-1,519	-924
유형자산의 감소	1,540	47	106	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-8,325	-15,946	-21,848	-23,503	-25,853
기타	-2,231	-1,539	-3,167	-1,694	-1,109
재무활동으로인한현금흐름	5,697	-8,704	1,505	-507	-1,290
차입금의 증가(감소)	3,188	-7,739	1,199	1,426	867
사채의증가(감소)	2,993	2,919	-1,385	0	0
자본의 증가	36	115	270	0	0
배당금	-826	-826	-1,677	-1,933	-2,158
기타	306	-3,172	3,098	0	0
기타현금흐름	-30	530	-91	0	0
현금의증가(감소)	2,610	3,618	21,717	56,979	56,726
기초현금	4,977	7,587	11,205	32,923	89,901
기말현금	7,587	11,205	32,923	89,901	146,628

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	-12,552	27,193	55,638	94,051	93,436
EPS(지배순이익 기준)	-12,517	27,182	55,631	94,033	93,419
BPS(자본총계 기준)	73,494	101,532	154,600	245,995	336,467
BPS(지배지분 기준)	73,495	101,515	154,568	245,946	336,401
DPS	1,200	2,204	2,800	3,125	3,225
P/E(당기순이익 기준)	N/A	6.4	9.5	5.6	5.7
P/E(지배순이익 기준)	N/A	6.4	9.5	5.6	5.7
P/B(자본총계 기준)	1.9	1.7	3.4	2.2	1.6
P/B(지배지분 기준)	1.9	1.7	3.4	2.2	1.6
EV/EBITDA(Reported)	21.1	3.8	6.4	3.2	2.5
배당수익률	0.8	1.3	0.5	0.6	0.6
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적전	흑전	104.6	69.0	-0.7
EPS(지배순이익 기준)	적전	흑전	104.7	69.0	-0.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-15.6	31.1	43.4	47.0	32.1
ROE(지배순이익 기준)	-15.6	31.1	43.4	47.0	32.1
ROA	-8.9	18.0	27.5	31.8	23.2
안정성 (%)					
부채비율	87.5	62.2	55.6	42.9	34.9
순차입금비율	42.2	14.6	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	NA	17.4	46.0	80.3	78.8

** K-IFRS 연결기준*

롯데케미칼 (011170)

Analyst 강동진 dongjin.kang@hmsec.com

구조조정의 신호탄. 업황 개선은 아직

M.PERFORM **TP 77,000원**

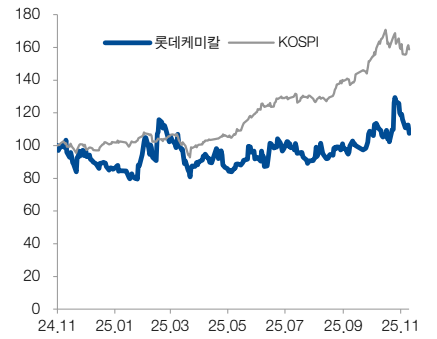
현재주가 (11/28)	72,200원
상승여력	6.6%
시가총액	3,088십억원
발행주식수	42,775천주
자본금/액면가	214십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	87,000원/53,400원
일평균 거래대금 (60일)	13십억원
외국인 지분율	22.59%
주요주주 지분율	
롯데지주외42인	54.58%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-2.0	12.6	21.3
상대주가(%p)	0.1	-8.3	-17.5

*K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	-20,427	-9,403	65,000
After	-20,129	-9,793	77,000
Consensus	-20,322	-6,193	107,875
Cons. 차이	-0.9%	58.1%	-28.6%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

-동사는 최근 대산공장을 물적분할하고 HD현대케미칼과 합병. 향후 롯데케미칼의 대산 NCC(110만톤) 셧다운하고, 가동률을 높여 수익성을 안정화시키는 방향으로 진행될 가능성이 높을 것. 중장기 효율성 개선 기대 긍정적

-'26년 범용화학 시황은 중국을 중심으로 한 약 1,000만톤 수준의 Ethylene 증설이 예정되어 있어, 큰 폭의 개선을 기대하기는 어려울 것. 다만, 저유가로 인한 원가 하락 등으로 전년비 롯데케미칼 타이탄 등 적자는 소폭 개선될 수 있을 전망

-연결 자회사인 롯데정밀화학, 롯데에너지머티리얼즈 역시 실적 개선 및 적자 축소가 전망됨. 이에 따라 롯데케미칼 연결기준 적자폭은 축소될 전망이나, 흑자 전환 등 큰 폭의 개선을 기대하기에는 불확실성이 높은 상황

-목표주가는 65,000원에서 77,000원으로 상향. 투자의견은 Marketperform유지. 기존 목표주가 65,000원은 '25년 말 BPS 추정 318,872원에 '25년 평균 Trading Band인 Target P/B 0.2x를 적용한 63,774원을 바탕으로 산정. 신규 목표주가는 '26년 추정 BPS 300,001원에 '24~'25 평균 Trading Band인 Target P/B 0.26x를 적용하여 산정. 2H24 중 재무 우려로 Multiple De-rating 발생하였으나, 점진적 해소 전망. 다만, 화학산업 전반 시황은 공급과잉 상황인 지난 2년과 유사할 것으로 전망함에 따라, Trading Band는 '24년~'25년을 반영하여 Target Multiple을 적용

주요 이슈 및 실적전망

-'26년 실적은 매출액 19.7조원, 영업적자 4,472억원 전망. 자회사 실적 개선, 유가 하락으로 인한 원가 효과 등으로 전년비 적자 폭은 축소될 전망이나, 흑자 전환 등 큰 폭의 회복을 기대하기에는 불확실성이 여전한 상황. 미국 천연가스 가격은 상승하나, Ethane 가격은 안정적. 지속적인 생산 증대로 가격 상승 제한적 전망

-향후 대산공장 합병 및 구조조정 등으로 손익 전망 일부 변동될 수 있을 것. 합병 스케줄 등 구체화 시 반영 예정. 다만, 현 상황에서 큰 그림의 변화는 많지 않을 전망. 신규로 가동하는 인도네시아 Line 프로젝트 수익성 역시 확인 필요할 것

주가전망 및 Valuation

-구조조정의 시작은 긍정적. 시황 개선 확인 필요

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	19,946	-348	-50	825	-1,194	적전	NA	0.4	20.5	-0.3	2.3
2024	20,430	-894	-1,711	397	-39,988	적지	NA	0.2	40.8	-11.4	3.3
2025F	18,771	-704	-861	516	-20,129	적지	NA	0.2	35.5	-6.2	2.0
2026F	19,718	-447	-419	831	-9,793	적지	NA	0.3	22.2	-3.2	2.0
2027F	19,830	-371	-386	883	-9,022	적지	NA	0.3	21.3	-3.1	2.0

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 롯데케미칼 실적 요약 (단위: 십억원)

	분기실적			증감률		당사 추정		컨센서스	
	3Q25	3Q24	2Q25	(YoY)	(QoQ)	3Q25	대비	3Q25	대비
매출액	4,786.1	5,080.2	4,085.2	-5.8%	17.2%	4,229.9	13.1%	4,513.6	6.0%
영업이익	-132.6	-417.4	-250.5	적지	적지	-148.6	N/A	-132.6	N/A
영업이익률	-2.8%	-8.2%	-6.1%	5.4%p	3.4%p	-3.5%	0.7%p	-2.9%	0.2%p
세전이익	-243.3	-716.2	-503.6	적지	적지	-229.8	N/A	-247.4	N/A

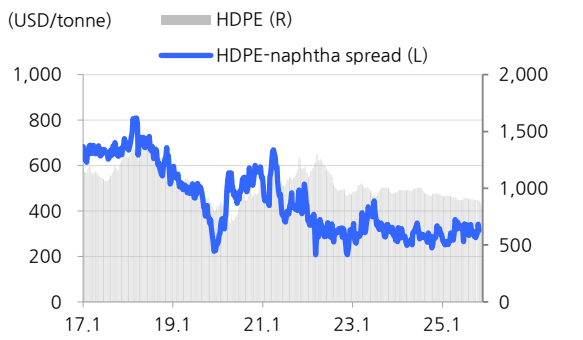
자료: 롯데케미칼, Fnguide, 현대차증권
주 : K-IFRS 연결 기준

〈표2〉 롯데케미칼 실적 추정 변경 (단위: 십억원)

	2025F					2026F				
	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이
매출액	18,770.5	17,478.5	7.4%	18,629.4	0.8%	19,717.6	16,933.0	16.4%	20,181.6	-2.3%
영업이익	-704.1	-654.5	N/A	-670.1	N/A	-447.2	-257.8	N/A	-109.9	N/A
영업이익률	-3.8%	-3.7%	0.0%p	-3.6%	-0.2%p	-2.3%	-1.5%	-0.7%p	-0.5%	-1.7%p
지배지분순이익	-861.0	-873.8	N/A	-869.3	N/A	-418.9	-402.2	N/A	-264.9	N/A

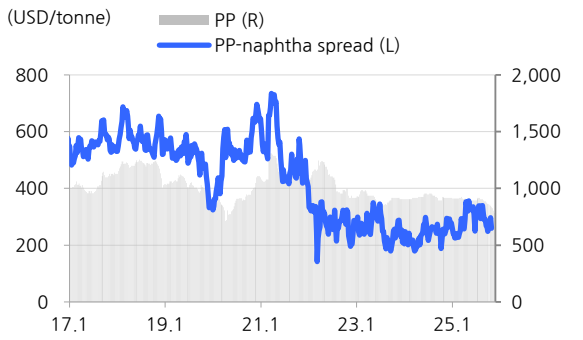
자료: 롯데케미칼, Fnguide, 현대차증권

〈그림1〉 HDPE Spread



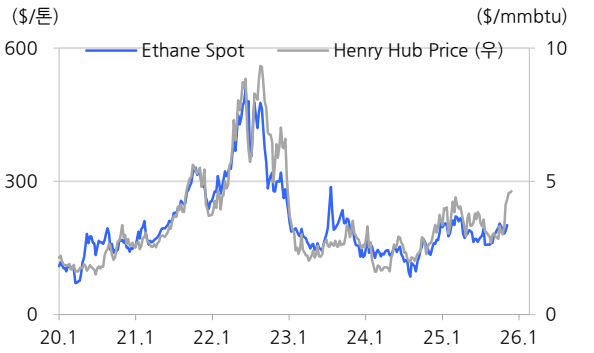
자료 : Cischem, 현대차증권

〈그림2〉 PP Spread



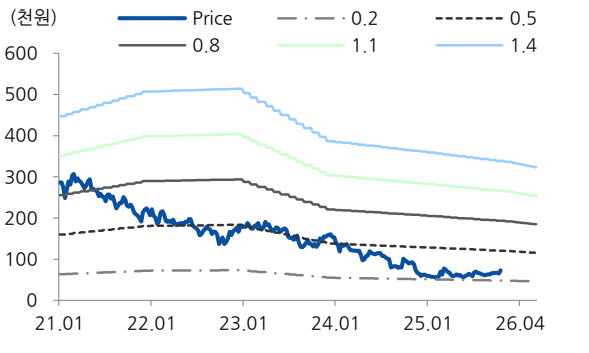
자료 : Cischem, 현대차증권

〈그림3〉 미국 천연가스, Ethane 가격 추이



자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈그림4〉 롯데케미칼 P/B Band Chart



자료 : Wisefn, 현대차증권

〈표3〉 롯데케미칼 상세실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

(십억원)	2024	2025F	2026F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F
매출액	**20,862**	**18,882**	**19,718**	**5,086**	**5,248**	**5,200**	**5,328**	**4,902**	**4,197**	**4,786**	**4,997**
% QoQ	-	-	-	3.7%	3.2%	-0.9%	2.5%	-8.0%	-14.4%	14.0%	4.4%
% YoY	6.1%	-9.5%	4.4%	3.1%	4.9%	8.0%	8.6%	-3.6%	-20.0%	-8.0%	-6.2%
본사 기초소재	10,444	9,419	9,684	2,627	2,693	2,692	2,432	2,503	2,022	2,291	2,602
% QoQ	-	-	-	1.7%	2.5%	0.0%	-9.7%	2.9%	-19.2%	13.3%	13.6%
% YoY	-0.9%	-9.8%	2.8%	-2.9%	0.8%	4.2%	-5.8%	-4.7%	-24.9%	-14.9%	7.0%
LC Titan	2,216	2,598	3,220	541	515	587	573	487	466	806	838
% QoQ	-	-	-	4.0%	-4.9%	14.1%	-2.5%	-15.0%	-4.3%	72.8%	3.9%
% YoY	0.9%	17.2%	24.0%	-5.8%	-5.3%	5.6%	10.0%	-10.0%	-9.4%	37.3%	46.2%
LC US	590	585	675	135	142	144	168	155	114	154	162
% QoQ	-	-	-	-3.9%	5.0%	1.5%	16.5%	-7.6%	-26.8%	35.1%	5.0%
% YoY	9.3%	-0.9%	15.4%	5.9%	-5.1%	19.3%	19.4%	14.9%	-19.9%	6.6%	-3.9%
롯데첨단소재	4,382	4,193	4,128	1,032	1,134	1,122	1,094	1,108	1,046	1,022	1,017
% QoQ	-	-	-	6.7%	10.0%	-1.1%	-2.4%	1.3%	-5.7%	-2.2%	-0.5%
% YoY	4.7%	-4.3%	-1.6%	-1.7%	3.2%	5.0%	13.1%	7.4%	-7.8%	-8.9%	-7.0%
롯에머	881	674	821	220	263	211	186	158	205	144	167
% QoQ	-	-	-	-4.1%	19.4%	-19.5%	-11.8%	-15.2%	29.7%	-29.9%	16.1%
% YoY	36.4%	-23.5%	21.9%	NA	32.5%	-2.9%	-18.8%	NA	-22.0%	-32.0%	-10.5%
롯데정밀화학	1,671	1,739	1,791	399	422	420	429	446	425	443	425
% QoQ	-	-	-	-2.9%	5.7%	-0.4%	2.0%	4.0%	-4.7%	4.4%	-4.1%
% YoY	-5.5%	4.1%	3.0%	NA	NA	NA	4.2%	NA	NA	NA	-0.8%
영업이익	**-787**	**-699**	**-447**	**-135**	**-111**	**-414**	**-127**	**-127**	**-245**	**-133**	**-194**
% QoQ	-	-	-	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
% YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지
본사 기초소재	-496	-320	-283	-91	-68	-208	-129	-81	-127	-49	-62
% QoQ	-	-	-	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
% YoY	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
LC Titan	-262	-221	-194	-53	-81	-63	-64	-41	-52	-51	-78
% QoQ	-	-	-	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
% YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
LC US	-107	-54	-26	-6	-12	-107	18	-5	-38	-7	-3
% QoQ	-	-	-	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	적지
% YoY	적지	적지	적지	적지	적전	적지	흑전	적지	적지	적지	적전
롯데첨단소재	188	227	251	44	76	38	30	73	56	58	41
% QoQ	-	-	-	22.0%	70.5%	-49.7%	-22.0%	145.5%	-23.2%	2.7%	-29.4%
% YoY	-19.2%	20.8%	10.4%	-2.4%	0.8%	-49.5%	-18.4%	64.2%	-26.0%	50.9%	36.6%
롯에머	-64	-141	-30	4	3	-32	-40	-46	-31	-34	-30
% QoQ	-	-	-	238.5%	-31.8%	적전	적지	적지	적지	적지	적지
% YoY	적전	적지	적지	NA	100.0%	적전	적전	NA	적전	적지	적지
롯데정밀화학	50	83	174	11	17	10	12	19	9	28	28
% QoQ	-	-	-	27.0%	58.4%	-39.6%	17.8%	54.4%	-53.6%	216.8%	2.1%
% YoY	-67.4%	65.2%	109.4%	NA	NA	NA	43.1%	NA	NA	NA	131.6%
영업이익률	**-3.8%**	**-3.7%**	**-2.3%**	**-2.7%**	**-2.1%**	**-8.0%**	**-2.4%**	**-2.6%**	**-5.8%**	**-2.8%**	**-3.9%**
세전이익	**-2,258**	**-1,254**	**-754**	**-88**	**-129**	**-716**	**-1,325**	**-241**	**-504**	**-243**	**-266**
지배지분순이익	**-1,711**	**-861**	**-419**	**-85**	**-109**	**-447**	**-1,068**	**-191**	**-405**	**-118**	**-148**

자료: 롯데케미칼, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	19,946	20,430	18,771	19,718	19,830
증가율 (%)	-10.5	2.4	-8.1	5.0	0.6
매출원가	19,165	20,101	18,256	18,893	18,923
매출원가율 (%)	96.1	98.4	97.3	95.8	95.4
매출총이익	781	330	514	824	907
매출이익률 (%)	3.9	1.6	2.7	4.2	4.6
증가율 (%)	176.0	-57.7	55.8	60.3	10.1
판매관리비	1,129	1,224	1,218	1,271	1,279
판관비율(%)	5.7	6.0	6.5	6.4	6.4
EBITDA	825	397	516	831	883
EBITDA 이익률 (%)	4.1	1.9	2.7	4.2	4.5
증가율 (%)	345.9	-51.9	30.0	61.0	6.3
영업이익	-348	-894	-704	-447	-371
영업이익률 (%)	-1.7	-4.4	-3.8	-2.3	-1.9
증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	적지
영업외손익	-125	-1,243	-442	-267	-284
금융수익	510	445	241	116	99
금융비용	735	802	653	383	383
기타영업외손익	100	-886	-30	0	0
종속/관계기업관련손익	20	-121	-114	-40	-40
세전계속사업이익	-452	-2,258	-1,260	-754	-695
세전계속사업이익률	-2.3	-11.1	-6.7	-3.8	-3.5
증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	적지
법인세비용	-413	-433	-168	-173	-160
계속사업이익	-39	-1,826	-1,092	-581	-535
중단사업이익	0	0	6	0	0
당기순이익	-39	-1,826	-1,086	-581	-535
당기순이익률 (%)	-0.2	-8.9	-5.8	-2.9	-2.7
증가율 (%)	적전	적지	적지	적지	적지
지배주주지분 순이익	-50	-1,711	-861	-419	-386
비지배주주지분 순이익	11	-115	-225	-162	-149
기타포괄이익	42	1,309	-401	0	0
총포괄이익	3	-517	-1,487	-581	-535

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,814	8,983	10,853	10,391	9,980
현금성자산	2,702	2,112	2,735	2,368	1,884
단기투자자산	1,417	1,362	652	645	650
매출채권	2,267	2,088	1,959	1,936	1,953
재고자산	2,802	2,818	2,663	2,632	2,656
기타유동자산	516	563	2,835	2,802	2,827
비유동자산	23,662	25,569	24,992	24,745	24,608
유형자산	14,273	16,085	16,208	16,188	16,171
무형자산	3,732	3,314	3,106	2,926	2,769
투자자산	4,494	4,656	4,199	4,151	4,188
기타비유동자산	1,163	1,514	1,479	1,480	1,480
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	33,476	34,552	35,845	35,137	34,588
유동부채	6,524	8,502	9,468	9,414	9,456
단기차입금	3,444	2,788	3,164	3,164	3,164
매입채무	1,354	1,276	1,197	1,183	1,194
유동성장기부채	676	2,548	1,547	1,547	1,547
기타유동부채	1,050	1,890	3,560	3,520	3,551
비유동부채	6,720	6,062	7,419	7,408	7,416
사채	2,291	469	634	634	634
장기차입금	3,416	4,662	5,876	5,876	5,876
장기금융부채	10	4	16	16	16
기타비유동부채	1,003	927	893	882	890
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	13,244	14,564	16,887	16,823	16,872
지배주주지분	15,544	14,352	13,315	12,833	12,383
자본금	214	214	214	214	214
자본잉여금	1,943	1,730	1,860	1,860	1,860
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	422	1,346	1,021	1,021	1,021
이익잉여금	12,965	11,062	10,220	9,738	9,289
비지배주주지분	4,689	5,636	5,643	5,481	5,333
자본총계	20,233	19,988	18,958	18,314	17,716

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	790	1,542	-9	505	473
당기순이익	-39	-1,826	-1,086	-581	-535
유형자산 상각비	987	1,079	1,025	1,099	1,097
무형자산 상각비	185	211	194	179	158
외환손익	19	-10	44	0	0
운전자본의 감소(증가)	110	1,029	-453	39	-31
기타	-472	1,059	267	-231	-216
투자활동으로인한현금흐름	-5,075	-1,948	-455	-410	-524
투자자산의 감소(증가)	-88	44	339	8	-77
유형자산의 감소	92	14	28	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,640	-2,238	-1,674	-1,080	-1,080
기타	-1,439	232	852	662	633
재무활동으로인한현금흐름	4,196	-188	1,097	-462	-433
차입금의 증가(감소)	2,917	1,240	1,226	0	0
사채의증가(감소)	465	-1,872	165	0	0
자본의 증가	1,160	-213	129	0	0
배당금	-190	-225	-83	-63	-63
기타	-156	882	-340	-399	-370
기타현금흐름	-19	4	-10	0	0
현금의증가(감소)	-108	-590	623	-367	-484
기초현금	2,810	2,702	2,112	2,735	2,368
기말현금	2,702	2,112	2,735	2,368	1,884

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	-936	-42,678	-25,383	-13,572	-12,503
EPS(지배순이익 기준)	-1,194	-39,988	-20,129	-9,793	-9,022
BPS(자본총계 기준)	472,995	467,276	443,197	428,146	414,164
BPS(지배지분 기준)	363,366	335,527	311,273	300,001	289,501
DPS	3,500	2,000	1,500	1,500	1,500
P/E(당기순이익 기준)	NA	NA	NA	NA	NA
P/E(지배순이익 기준)	NA	NA	NA	NA	NA
P/B(자본총계 기준)	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2
P/B(지배지분 기준)	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3
EV/EBITDA(Reported)	20.5	40.8	35.5	22.2	21.3
배당수익률	2.3	3.3	2.0	2.0	2.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적전	적지	적지	적지	적지
EPS(지배순이익 기준)	적전	적지	적지	적지	적지
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-0.2	-9.1	-5.6	-3.1	-3.0
ROE(지배순이익 기준)	-0.3	-11.4	-6.2	-3.2	-3.1
ROA	-0.1	-5.4	-3.1	-1.6	-1.5
안정성 (%)					
부채비율	65.5	72.9	89.1	91.9	95.2
순차입금비율	28.0	39.9	49.6	53.3	57.9
이자보상배율	NA	NA	NA	NA	NA

** K-IFRS 연결 기준*

HYUNDAI
MOTOR GROUP

2025.12.01

주간 Style 전략 :

변동성 확대 국면,

대형성장 · 고배당 바벨 전략

자산배분/스타일전략 김중원
02) 3787-2290
simon@hmsec.com

내일의 차이
현대차증권

Executive Summary

1. 변동성 확대 국면: 대형성장 · 고배당 바벨 전략
- 11월 국내증시는 A.I 버블 논란이 부각되며 조정 흐름이 확대된 가운데, 일본 KIOXIA의 실적 쇼크가 반도체 업황 우려를 자극한 상황
- 반도체 가격 급등은 단기 호재였으나 Set 업체의 비용 부담 우려가 부각되며 성장주 중심으로 조정 압력이 나타난 구간
- 11월 26일 Dell 실적은 판매가격 인상 전략을 통해 반도체 가격 부담이 상쇄될 수 있음을 보여주며 시장 불안을 완화한 흐름
- 11월 조정 국면에서는 고배당 · 저변동성 중심의 방어적 스타일이 부각되며 스타일 간 차별화가 확대된 상황
- 당분간 A.I 버블 논란이 이어질 가능성이 높아 성장 · 방어 스타일을 병행하는 바벨 전략의 필요성이 강화된 구간

2. 성장주: ROE 개선 중심의 주도 흐름 유지
- 대형 · 중형 성장주는 연초 이후 ROE 전망 개선을 바탕으로 주도 흐름을 이어온 상황.
- 11월 조정으로 밸류 부담은 완화되었으나 ROE가 구조적으로 개선되며 성장주의 프리미엄이 유지되는 구간.

3. 가치주: 제한적 ROE 개선과 약화된 밸류에이션 매력
- 대형 · 중형 가치주는 ROE 개선 폭이 제한적이며 PER · PBR 프리미엄 축소 또는 할인 전환으로 밸류에이션 매력이 약화된 국면
- 단기 조정에서는 중형가치의 방어력이 나타났으나, 중기 실적 모멘텀은 정체된 흐름
- 업종 전반의 기대 ROE가 성장주 대비 부진해 스타일 매력도는 상대적으로 낮은 구조

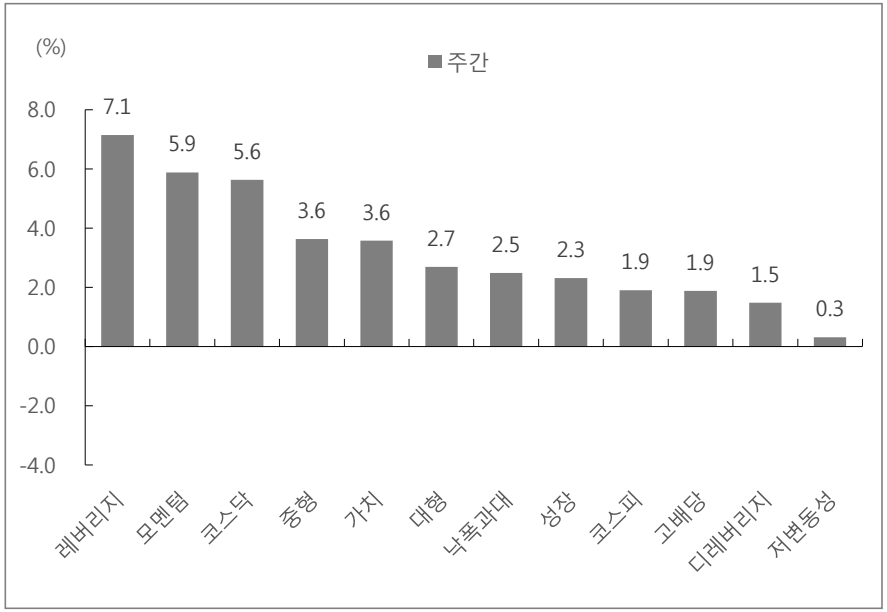
4. 대형 · 중형주: 펀더멘털 안정성과 단기 방어력 확인
- 대형주는 ROE 개선과 PER 부담 완화가 지속되며 안정적 펀더멘털을 유지했으나, 11월 조정폭이 크게 나타난 상황
- 중형주는 ROE 둔화에도 불구하고 11월 조정장에서 상대적 강세를 보이며 단기 방어력을 확인한 국면
- 대형주는 실적 기반의 안정성, 중형주는 단기 변동성 완충 역할이 구분되어 나타나며 두 시가총액 구간의 역할 차이가 명확해진 흐름

5. 방어적 스타일 부각: 고배당 · 저변동성
- 고배당주는 배당 안정성과 저평가 매력을 바탕으로 11월 조정장에서 플러스 수익률을 기록한 대표적 방어 스타일
- 저변동성은 실적 둔화 속에서도 할인폭 확대가 밸류 매력으로 작용하며 안정적 수익률이 부각된 구간
- 두 스타일 모두 변동성 구간에서 핵심 방어축 역할을 수행하며 바벨 전략의 한 축을 형성한 흐름

11월 마지막주 스타일 동향: 레버리지와 소형성장 강세

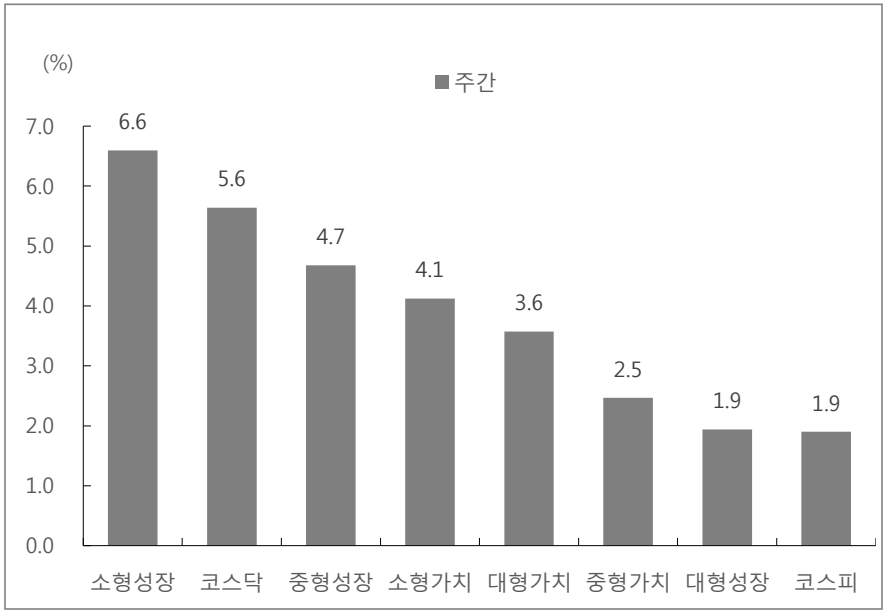
- 11월 마지막주 코스피와 코스닥 시장은 각각 +1.9%, +5.6% 상승한 가운데, 레버리지와(+7.1%) 모멘텀(+5.9%) 스타일이 강세를 보이며 차별적인 수익률을 기록한 상황.
- 반면 저변동성과(+0.3%) 디레버리지(+1.5%)스타일은 부진한 흐름을 나타낸 국면.
- 시총별로는 가치주와 성장주 수익률을 비교하면 소형성장과(–+6.6)와 중형성장이(–4.2%) 상대적으로 높은 수익률을 기록한 반면, 대형성장과(+1.9%) 중형가치는(+2.5%) 상대적으로 약세를 기록

11월 24~28일 국내 주요 스타일 지수 수익률 비교



자료: Quantiwise, 현대차증권

11월 24~28일 시총별 가치주와 성장주 수익률 비교

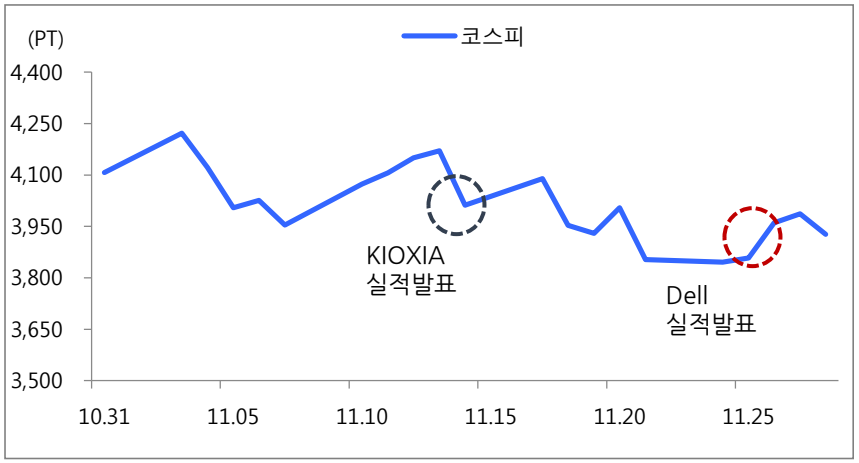


자료: Quantiwise, 현대차증권

11월 주식시장 조정과 A.I 버블 논란의 영향

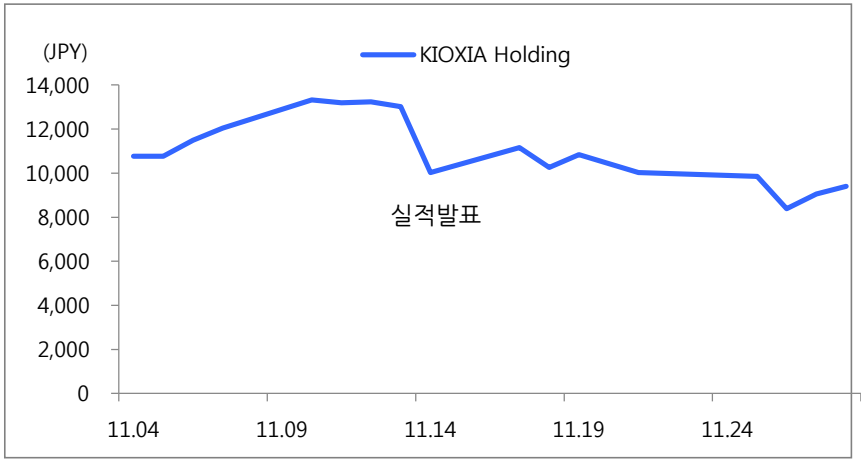
- 11월 코스피는 A.I 버블 논란이 확대되며 4.4% 하락한 가운데, 일본 Kioxia의 실적 부진이 반도체 업황 우려를 자극한 상황
- 반도체 가격은 9월 이후 급등하며 단기 호재로 작용했으나, Set 업체의 비용 부담 우려가 확대된 국면
- 11월 26일 Dell 실적에서 판매가격 인상으로 마진을 방어하겠다는 전략이 제시되며 시장 심리가 개선된 흐름
- A.I 채택 확산이 실제 하드웨어 발주로 이어지고 있음을 확인시키며, 11월 말 우려가 일부 완화된 상황

11월 코스피 주가 추이



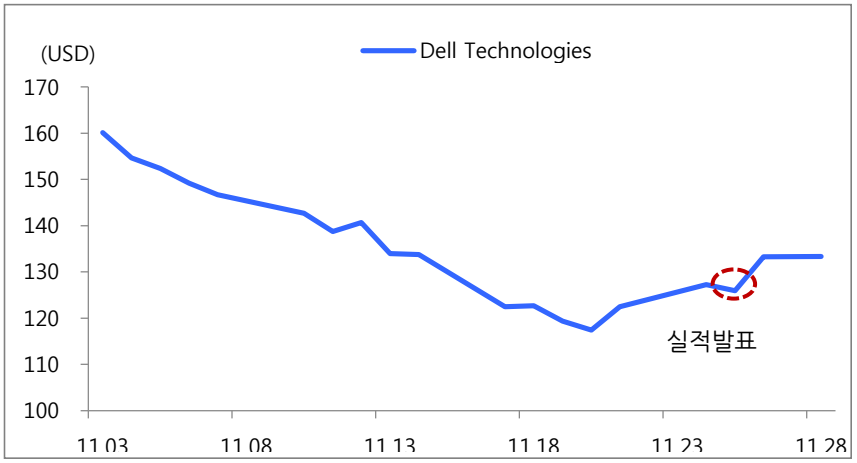
자료: Quantiwise, 현대차증권

11월 일본 Flash 반도체 회사 KIOXIA 주가 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

11월 Dell Technoilgies 주가 추이



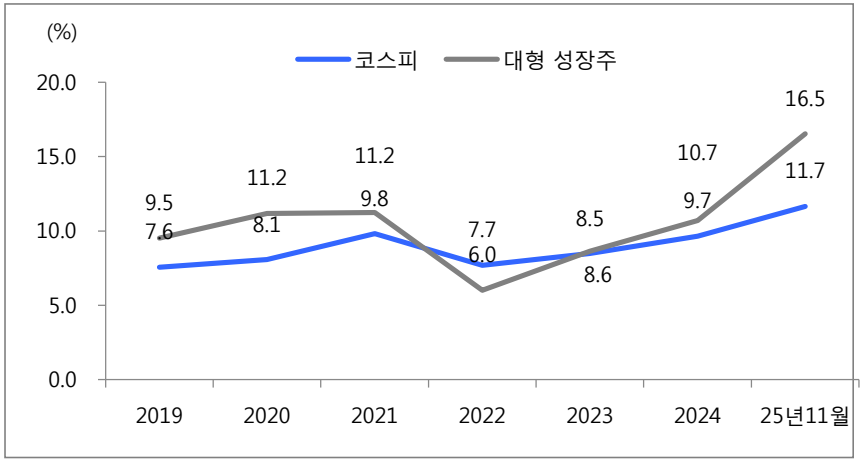
자료: Bloomberg, 현대차증권

성장주:
A.I 사이클 중심의 ROE 주도 개선 흐름

대형 성장주, 주가 조정으로 밸류에이션 매력 부각

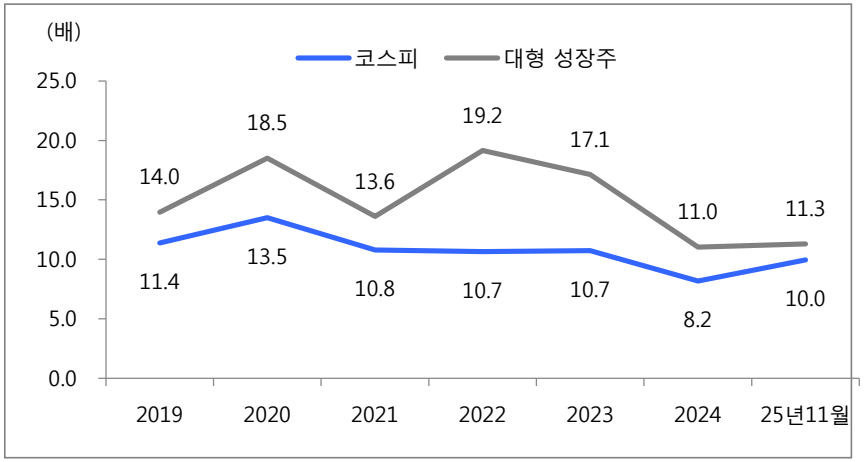
- 12개월 선행 ROE는 평균 9.6%로 코스피 대비 1.1%p 높은 수준을 유지해 왔으며, 2025년 11월 현재는 16.5%로 +4.9% 높은 펀더멘털 강세가 이어진 상황.
- 동기간 12개월 선행 PER은 코스피 대비 평균 43.2% 할증된 수준에서 현재 13.7%까지 하락했으며, 11월 주가 조정 영향으로 밸류에이션 부담이 크게 완화된 구간.
- 반면 12개월 선행 PBR은 코스피 대비 평균 58.0% 할증 거래되었으나 11월 현재 61.2%까지 확대되며 성장주의 자산가치 프리미엄이 유지되는 흐름.

2019년 이후 코스피와 대형 성장주 12개월 선행 R.O.E 추이



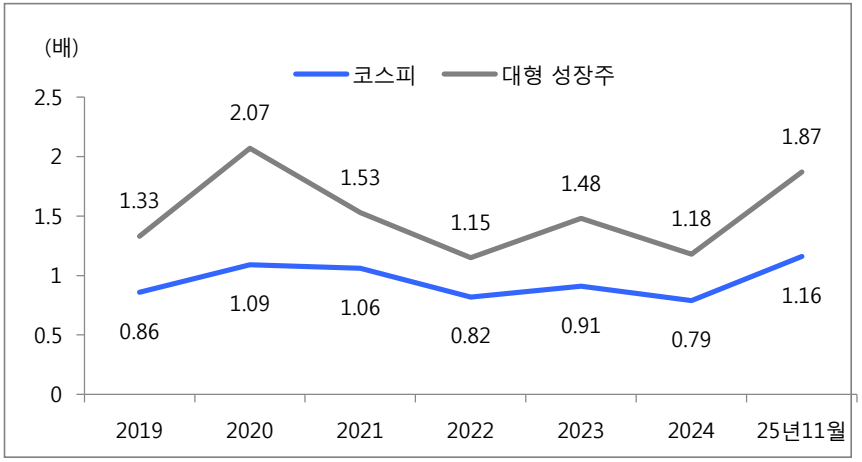
자료: Quantiwise, 현대차증권

2019년 이후 코스피와 대형 성장주 12개월 선행 PER 추이



자료: Quantiwise, 현대차증권

2019년 이후 코스피와 대형 성장주 12개월 선행 PBR 추이

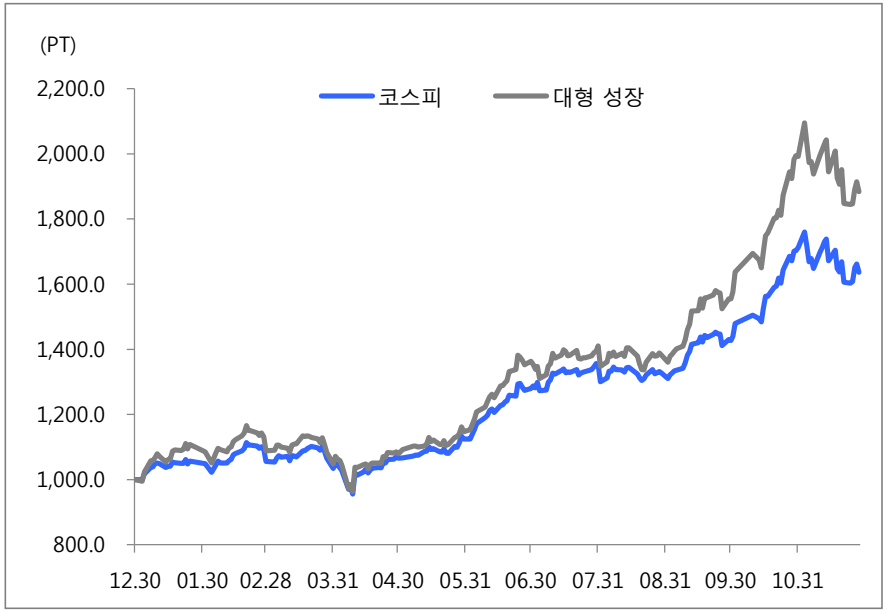


자료: Quantiwise, 현대차증권

대형 성장주, 11월 조정 속에서도 ROE 개선 유지

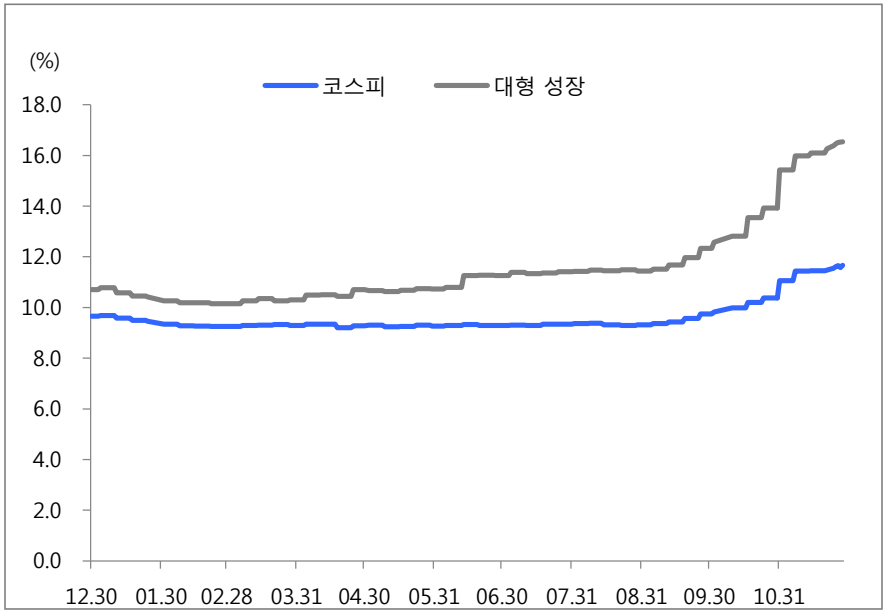
- 11월 28일 현재 연초 이후 대형 성장주는 88.3% 상승하며 코스피 상승률(63.6%)을 크게 상회했지만 11월에는 -5.5% 하락해 조정 기간 코스피 수익률을 (-4.4%) 하회한 상황
- 같은 기간 코스피의 12개월 선행 ROE는 9.7%에서 11.7%로 개선된 반면, 대형 성장주는 11%에서 16.5%까지 상승하며 펀더멘털 개선폭이 훨씬 크게 확대된 흐름.
- 대형 성장주는 주가 조정이 있었음에도 ROE 개선이 구조적으로 강화되며 시장 내 성장주 매력과 주도권이 견고하게 유지되는 국면.

연초 이후 코스피와 대형 성장주 주가 추이



자료: Quantiwise, 현대차증권

연초 이후 코스피와 대형 성장주 12개월 선행 R.O.E 전망 추이

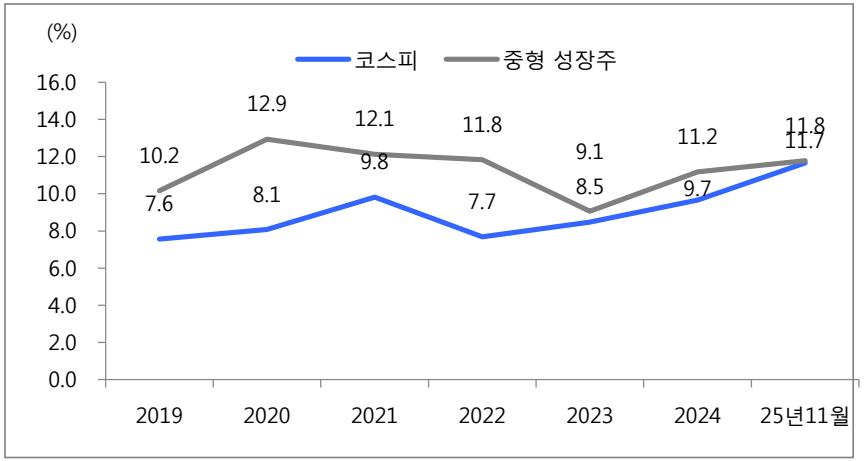


자료: Quantiwise, 현대차증권

중형 성장주: ROE 우위와 프리미엄 확대 지속

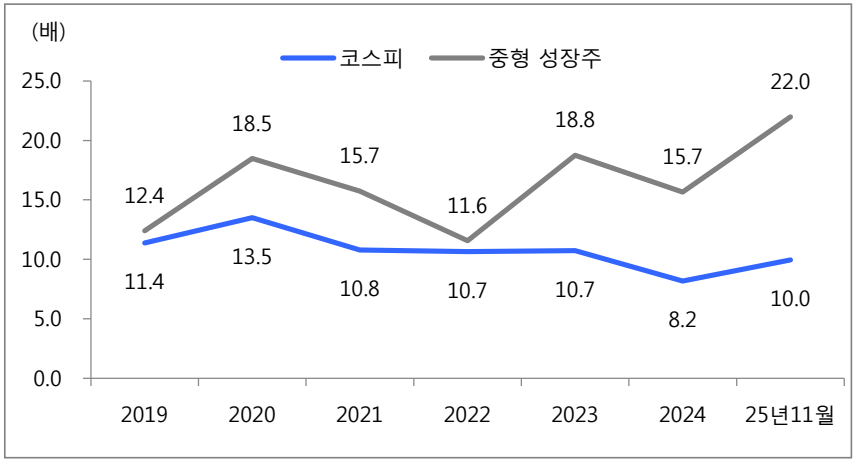
- 2019년 이후 중형 성장주의 12개월 선행 ROE는 평균 11.6%로 코스피 대비 3.0%p 높은 수준을 유지해 왔으며, 2025년 11월 현재 격차는 0.1%p까지 축소된 상황.
- 동기간 12개월 선행 PER은 코스피 대비 평균 41.9% 할증 거래되었으나, 2025년 11월 현재 121.0%까지 상승하며 밸류에이션 프리미엄이 크게 확대된 구간
- PBR 프리미엄 또한 평균 87.7%에서 123.3%로 확대되며, 중형 성장주의 자본 효율성과 성장성에 대한 투자자 선호가 강화된 흐름이 반영된 모습.

2019년 이후 코스피와 중형성장주 12개월 선행 R.O.E 추이



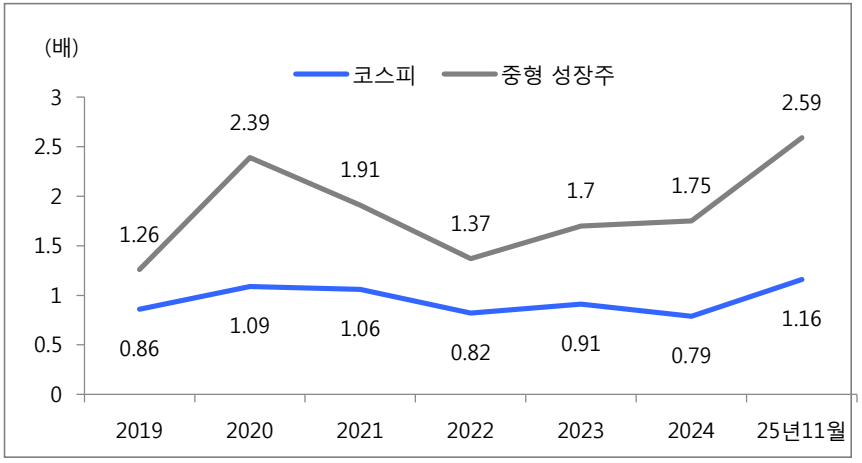
자료: Quantiwise, 현대차증권

2019년 이후 코스피와 중형 성장주 12개월 선행 PER 추이



자료: Quantiwise, 현대차증권

2019년 이후 코스피와 중형 성장주 12개월 선행 PBR 추이

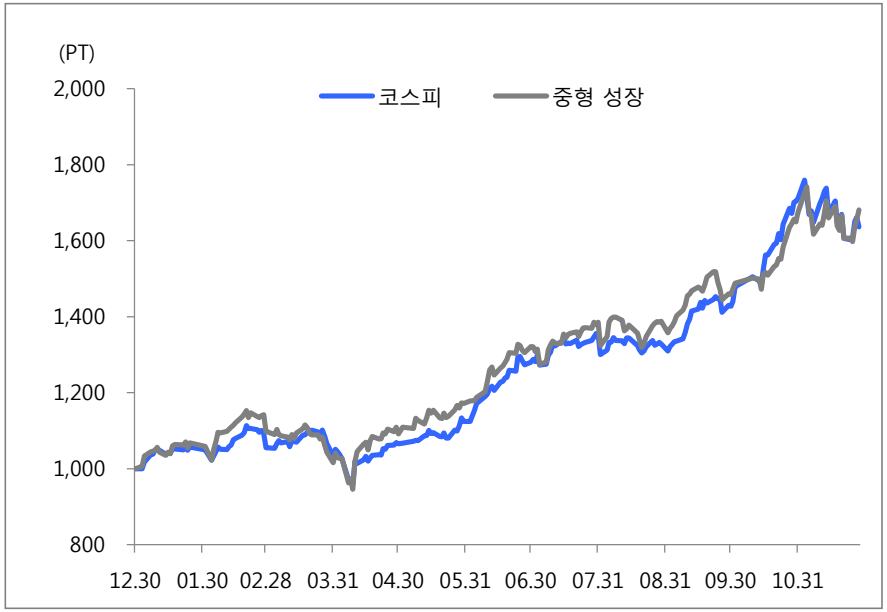


자료: Quantiwise, 현대차증권

중형 성장주, 코스피와 동일한 주가 흐름, ROE 개선 폭 확대

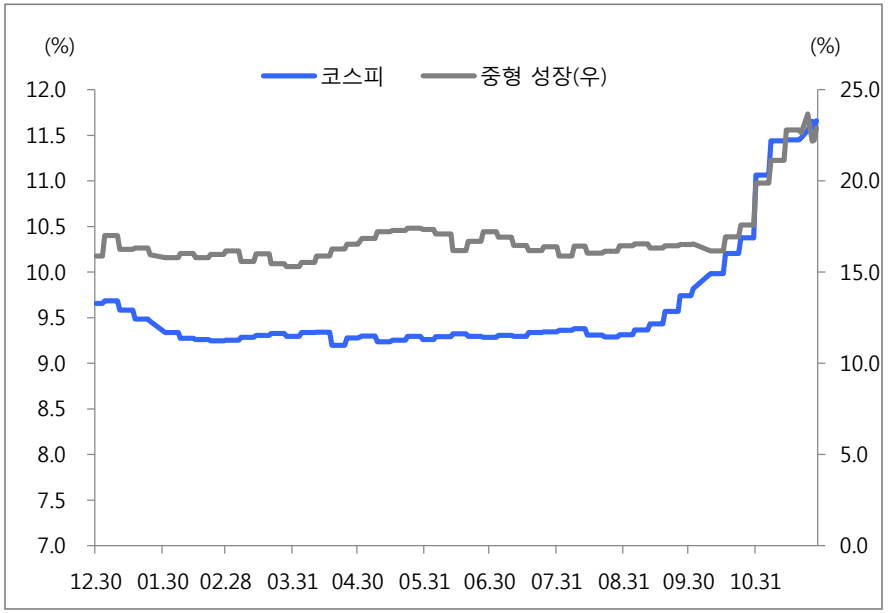
- 11월 28일 기준 연초 이후 중형 성장주는 68.1% 상승하며 코스피 수익률을(63.6%) 소폭 상회하고 있으며 11월에는 코스피가 4.4% 하락하는 동안 중형성장주는 +0.3% 상승하며 코스피 수익률을 상회 한 상황
- 동기간 코스피의 12개월 선행 ROE는 9.7%에서 11.7%로 개선되었으나, 중형 성장주는 16%에서 22.9%까지 상승하며 실적 개선 폭이 더 크게 확대된 모습.
- 주가 흐름은 코스피와 유사했으나 ROE 개선 속도는 더 강하게 나타나며 펀더멘털 매력이 강화된 국면.

연초 이후 코스피와 중형 성장주 주가 추이



자료: Quantiwise, 현대차증권

연초 이후 코스피와 중형 성장주 12개월 선행 R.O.E 전망 추이



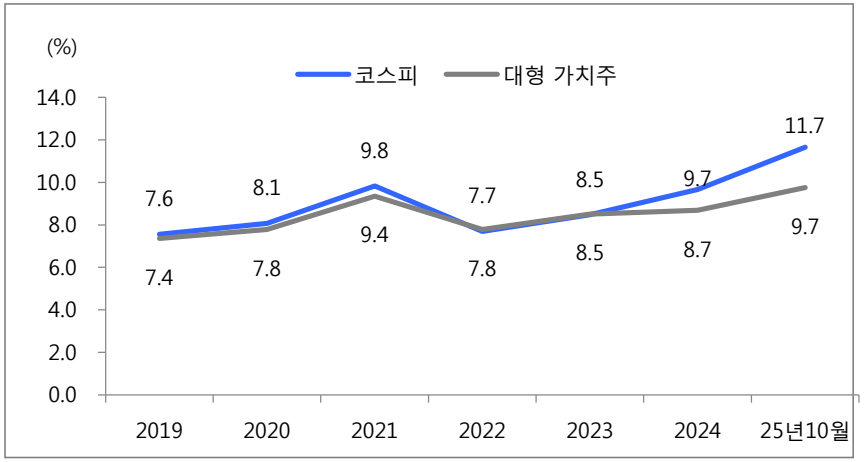
자료: Quantiwise, 현대차증권

가치주:
ROE 개선과 약화 및 밸류에이션 매력

대형 가치주: ROE 격차 확대와 밸류에이션 부담 완화

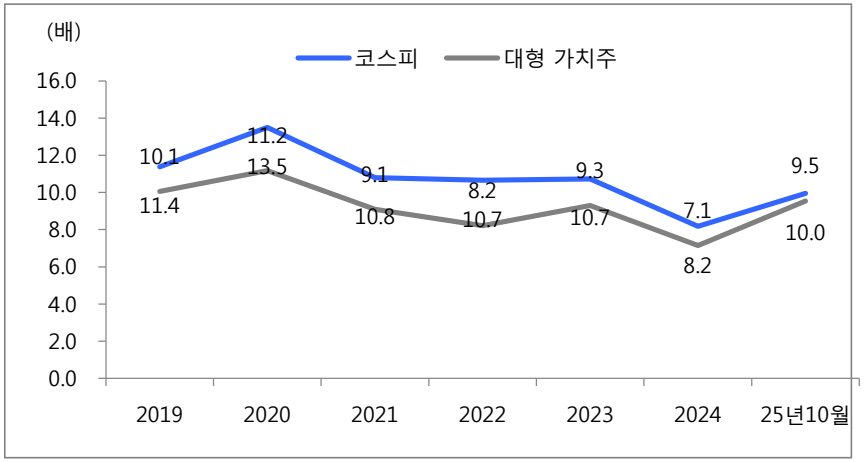
- 2019년 이후 대형 가치주의 12개월 선행 ROE는 평균 8.3%로 코스피 평균(8.5%) 대비 소폭 낮았으나, 2025년 11월 현재 8.4%로 격차가 −1.9%p까지 확대된 상황으로 실적 개선 흐름은 제한적 수준.
- 동기간 PER은 코스피 대비 평균 15.7% 할인을 유지해 왔으며 최근에는 −4.1%까지 축소된 모습.
- 밸류에이션 부담이 완화되며 일부 매력 회복이 확인된 구간.
- PBR 또한 평균 −18.4%에서 −19.8%까지 할인율이 확대되며 자산가치 측면의 재평가 여지가 높아진 상황으로, Book-value 기반의 하방 안정성이 점진적으로 강화되는 흐름이 나타나는 국면.

ROE 격차 확대: 실적 개선은 제한적 흐름



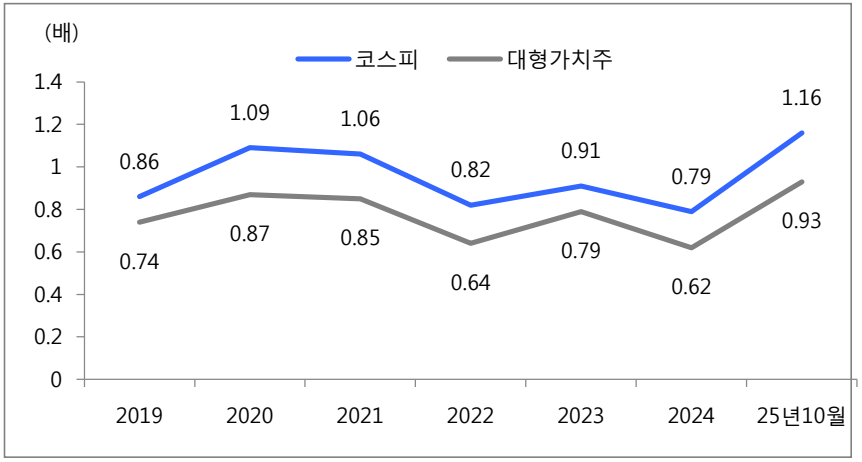
자료: Quantiwise, 현대차증권

PER 할인율 축소: 밸류에이션 매력 회복



자료: Quantiwise, 현대차증권

PBR 할인 확대: 자산가치 재평가 국면

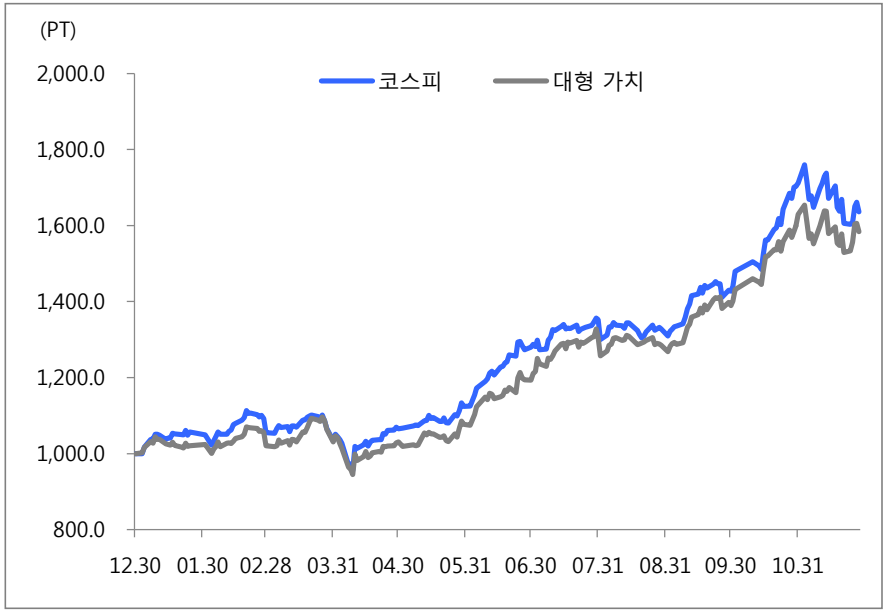


자료: Quantiwise, 현대차증권

대형가치주: 연초 이후 상대적 약세와 제한적인 ROE 개선

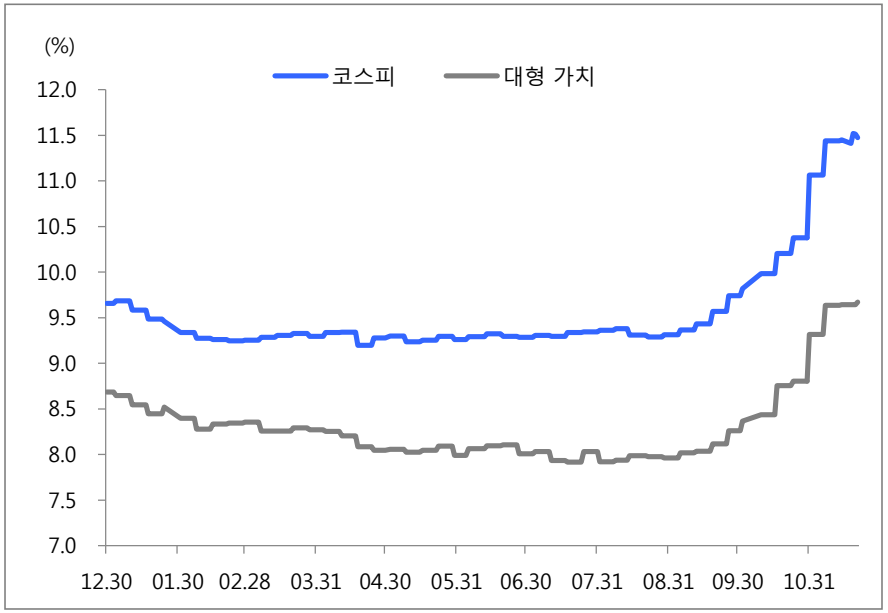
- 11월 21일 기준 연초 이후 대형 가치주는 58.4% 상승하며 코스피(63.6%)를 하회하는 상대적 약세를 기록했지만 11월에는 대형가치주가 -2.8% 하락해 코스피 수익률을(-4.4%) 상회했음
- .동기간 코스피의 12개월 선행 ROE는 9.7%에서 11.5%까지 개선된 반면, 대형 가치주는 8.7%에서 9.7%로 상승하며 개선 폭이 상대적으로 제한된 흐름.
- 주가 흐름과 펀더멘털 개선이 모두 코스피 대비 뒤처지며 대형 가치주의 시장 내 매력도가 약화된 구간.

연초 이후 코스피와 대형 가치주 주가 추이



자료: Quantiwise, 현대차증권

연초 이후 코스피와 대형 가치주 12개월 선행 R.O.E 전망 추이

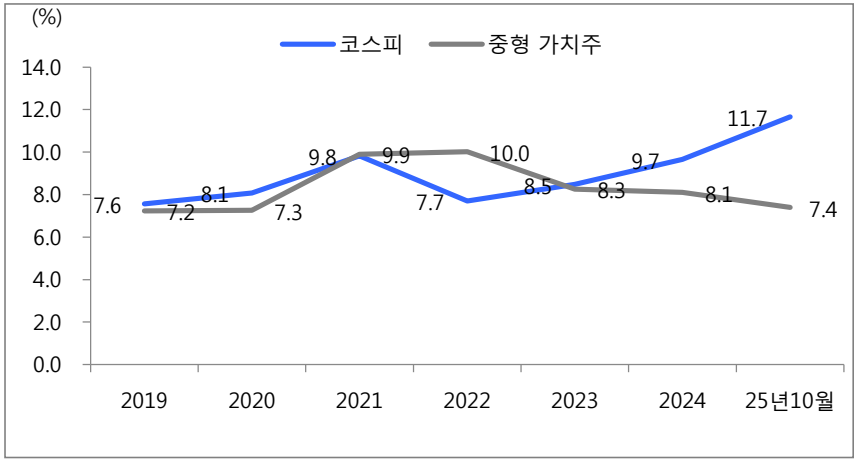


자료: Quantiwise, 현대차증권

중형 가치주, 밸류에이션 할인 확대와 자산가치 저평가 구간 진입

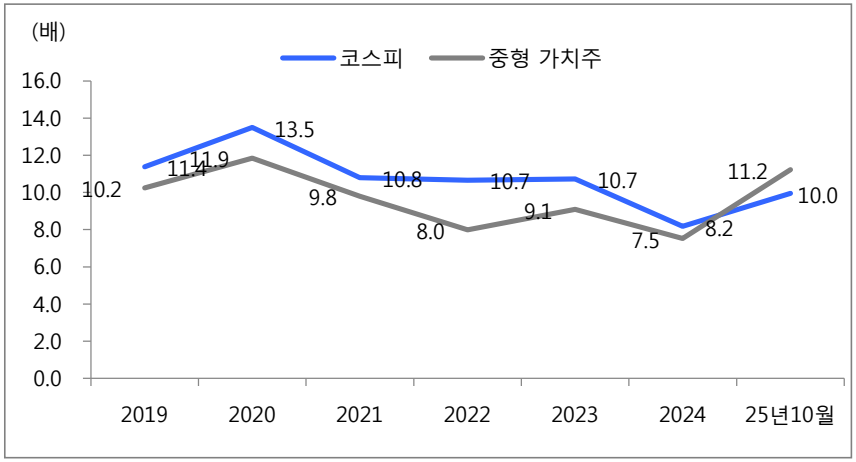
- 2019년 이후 중형 가치주의 12개월 선행 ROE는 평균 8.3%로 코스피 평균(8.5%) 대비 낮은 수준을 유지해 왔으며, 2025년 11월 현재 격차가 –4.3%p로 확대되며 실적 모멘텀이 제한된 상황.
- 동기간 12개월 선행 PER은 코스피 대비 평균 13.4% 할인 거래되는 흐름이 지속되었으나, 11월 현재에는 +12.8%로 전환되며 오히려 할증 거래되는 모습.
- 시장의 기대보다 높은 밸류에이션 부담이 확인된 구간.
- PBR 또한 평균 –15.4%에서 –28.4%로 할인 폭이 확대되며 자산가치 측면에서는 여전히 저평가 영역에 위치한 상황.

ROE 격차 확대, 실적 모멘텀 제한



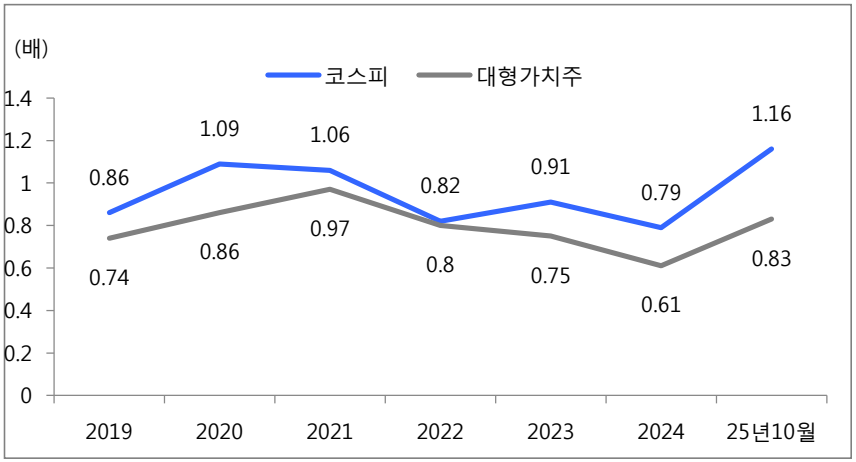
자료: Quantiwise, 현대차증권

PER 할인에서 할증으로 전환된 밸류에이션



자료: Quantiwise, 현대차증권

PBR 할인 확대, 자산가치 저평가 지속

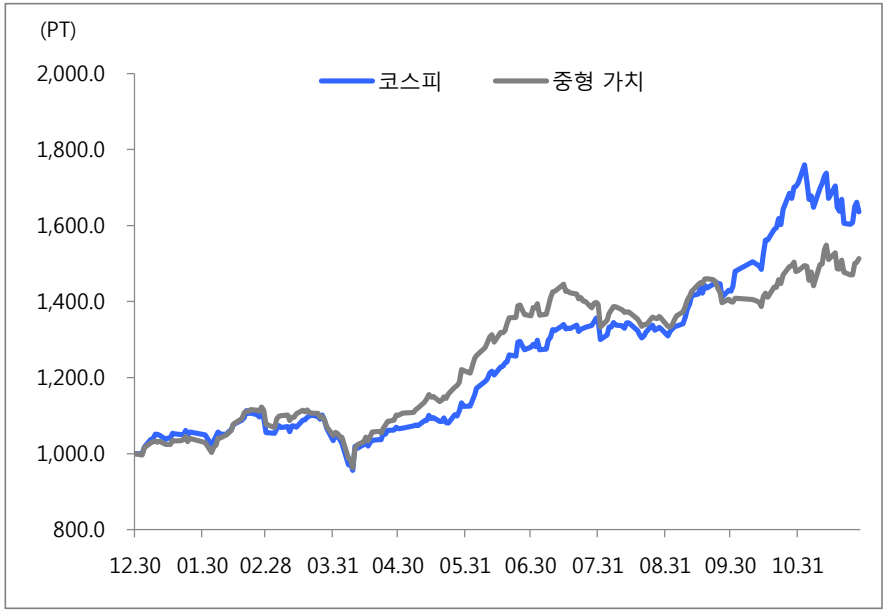


자료: Quantiwise, 현대차증권

중형 가치주: 11월 조정장에서 드러난 상대적 방어력

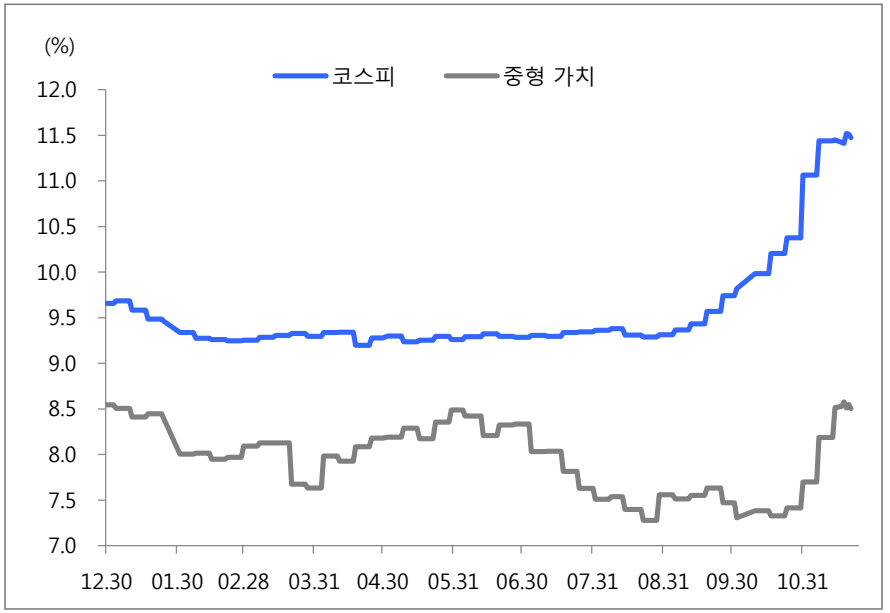
- 11월28일 기준, 연초 이후 중형 가치주는 51.3% 상승하며 코스피 수익률을(63.6%) 하회했고 11월에는 코스피가 4.4% 하락하는 동안 중형가치주는 +2.2% 상승해 조정 국면에서 뚜렷한 상대적 강세를 기록한 상황
- 같은 기간 코스피 12개월 선행 ROE는 9.7%에서 11.7%로 개선세를 보인 반면, 중형 가치주는 연초 8.5%에서 11월 현재 8.7%로 소폭 개선되며 이익 모멘텀이 정체된 모습
- 주가 조정 구간에서는 방어력이 돋보였지만, ROE 개선 속도는 제한적이어서 펀더멘털 측면에서의 차별화는 크지 않은 국면.

연초 이후 코스피와 중형 가치주 주가 추이



자료: Quantiwise, 현대차증권

연초 이후 코스피와 중형 가치주 12개월 선행 R.O.E 전망 추이



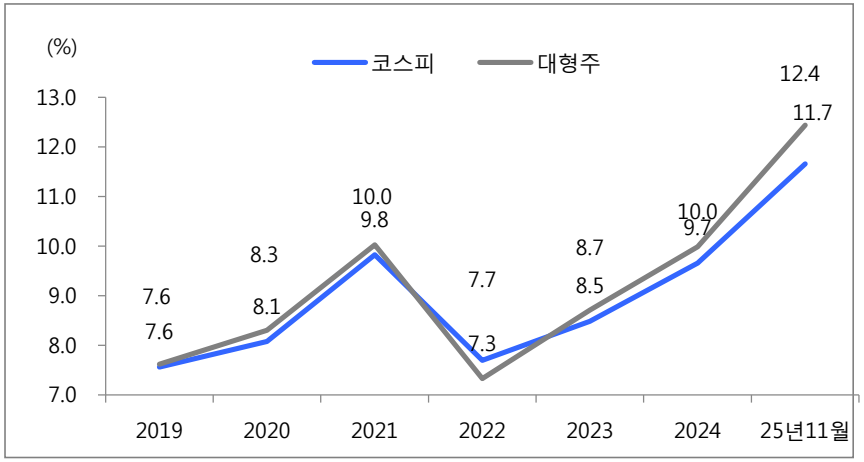
자료: Quantiwise, 현대차증권

대형 · 중형주:
안정적 펀더멘털과 단기 방어력의 병존 구간

대형주: ROE 개선과 밸류에이션 부담 완화

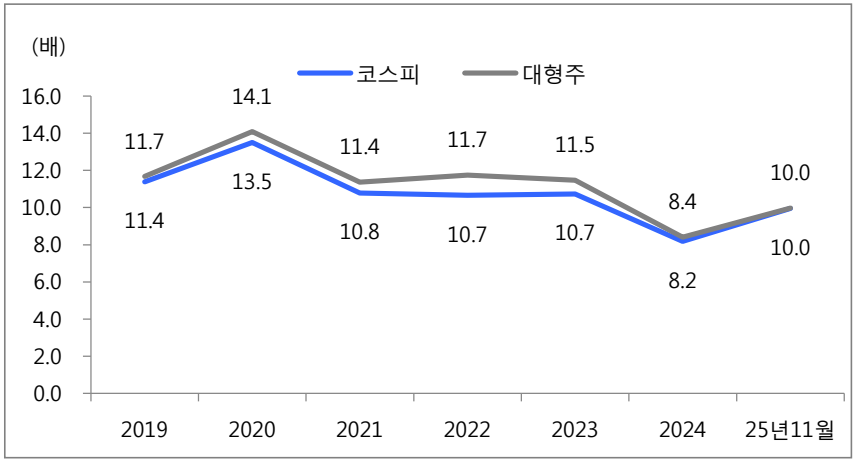
- 2019년 이후 대형주의 12개월 선행 ROE는 평균 8.7%로 코스피(8.5%) 대비 소폭 높은 수준을 유지해 왔으며, 2025년 11월 현재는 12.4%로 격차가 +0.8%p로 확대된 상황.
- 동기간 12개월 선행 PER은 코스피 대비 평균 +5.5% 할증에서 현재는 동일한 수준까지 축소되며, 밸류에이션 부담 완화 흐름이 진행된 국면.
- PBR 또한 평균 +6.7%에서 +6.9%로 소폭 확대되며, 자산 효율성 개선이 반영되고 있는 흐름.

ROE 격차 확대, 안정적 이익 구조 유지



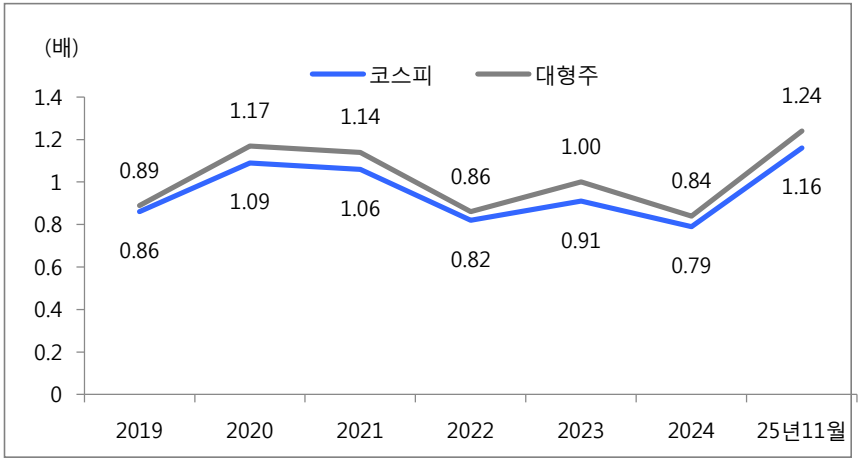
자료: Quantiwise, 현대차증권

PER 할증 축소, 밸류에이션 부담 완화



자료: Quantiwise, 현대차증권

PBR 프리미엄 상승, 자본 효율성 개선 반영

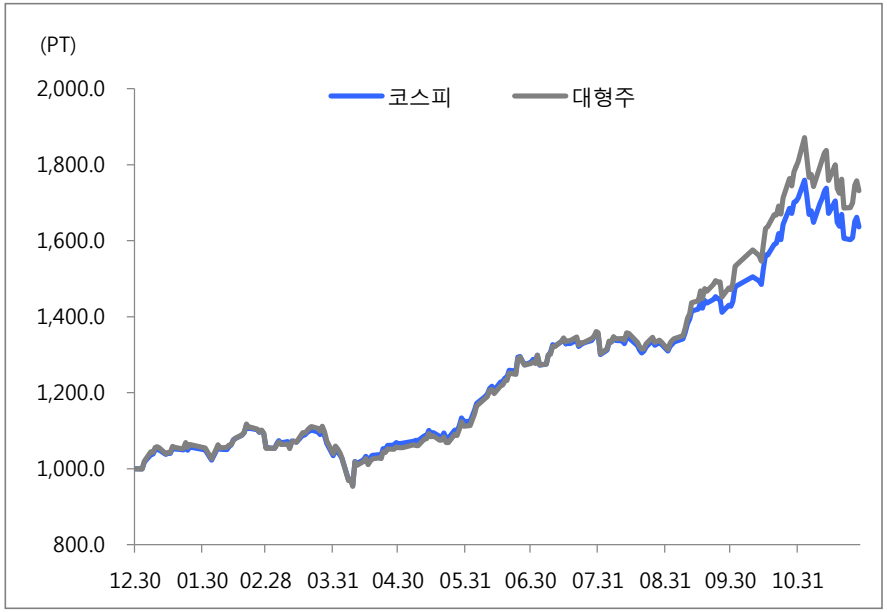


자료: Quantiwise, 현대차증권

대형주: 연초 강세 지속 속 11월 조정 영향 반영

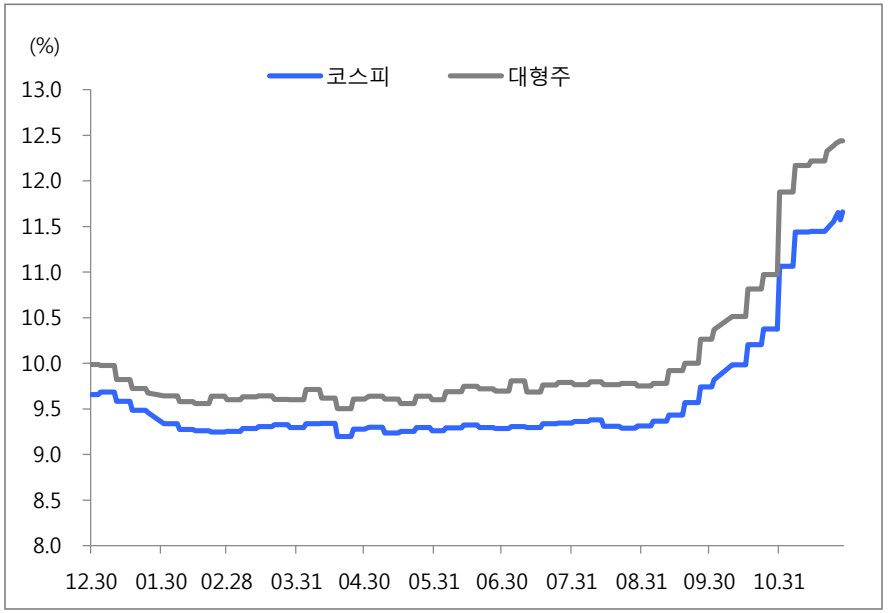
- 11월 21일 기준 연초 이후 대형주는 73.1% 상승하며 코스피(63.6%)를 상회했고 11월에는 -4.2% 하락해 코스피 수익률(-4.4%)을 소폭 상회한 상황.
- 같은 기간 코스피의 12개월 선행 ROE는 9.7%에서 11.7%까지 개선된 가운데, 대형주는 10.0%에서 12.4%로 상승하며 이익 개선 흐름을 지속한 모습.
- 주가 조정은 있었으나 펀더멘털 개선 속도는 유지되며, 대형주의 안정적 이익 구조가 확인되는 국면.

연초 이후 코스피와 대형주 주가 추이



자료: Quantiwise, 현대차증권

연초 이후 코스피와 대형주 12개월 선행 R.O.E 전망 추이

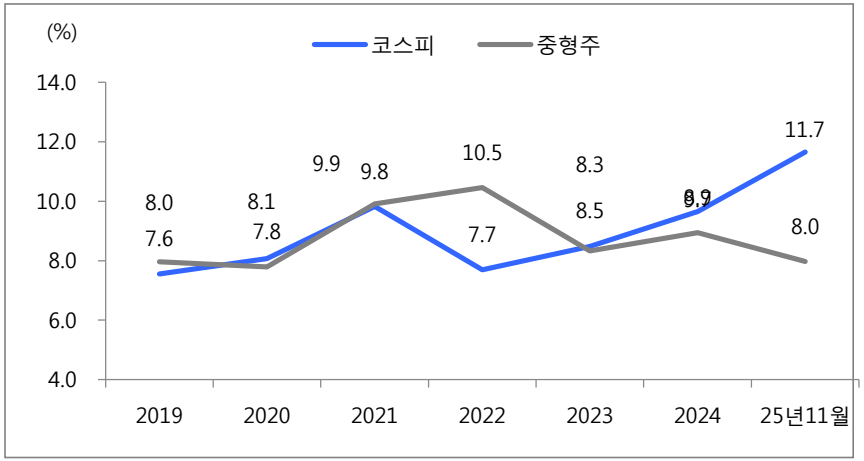


자료: Quantiwise, 현대차증권

중형주: ROE 하락 전환과 밸류 프리미엄 확대

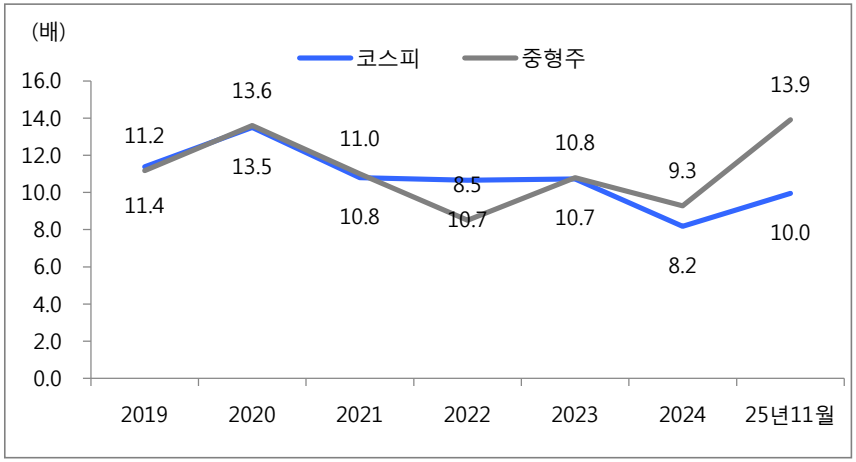
- 2019년 이후 중형주의 12개월 선행 ROE는 평균 8.9%로 코스피(8.5%) 대비 0.4%p 높은 수준을 유지해 왔으나, 2025년 11월말 현재는 8.0%로 −3.7%p 하락하며 둔화된 흐름.
- 동기간 12개월 선행 PER은 코스피 대비 −1.3% 소폭 할인 거래되었으나, 2025년 11월 현재는 +39.9%로 전환되며 이익 둔화 대비 밸류에이션 프리미엄이 확대된 구조.
- PBR은 평균 +2.4%에서 −4.3%로 전환되며 자본 효율성 둔화가 반영된 모습.

ROE 하락 전환, 이익 모멘텀 둔화 구간



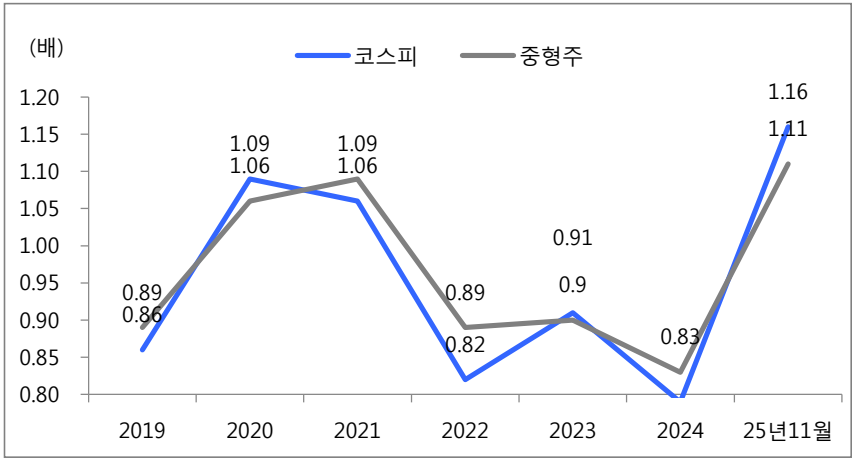
자료: Quantiwise, 현대차증권

PER 프리미엄 확대, 성장 기대 반영



자료: Quantiwise, 현대차증권

PBR 할인 전환, 자본 효율성 둔화 반영

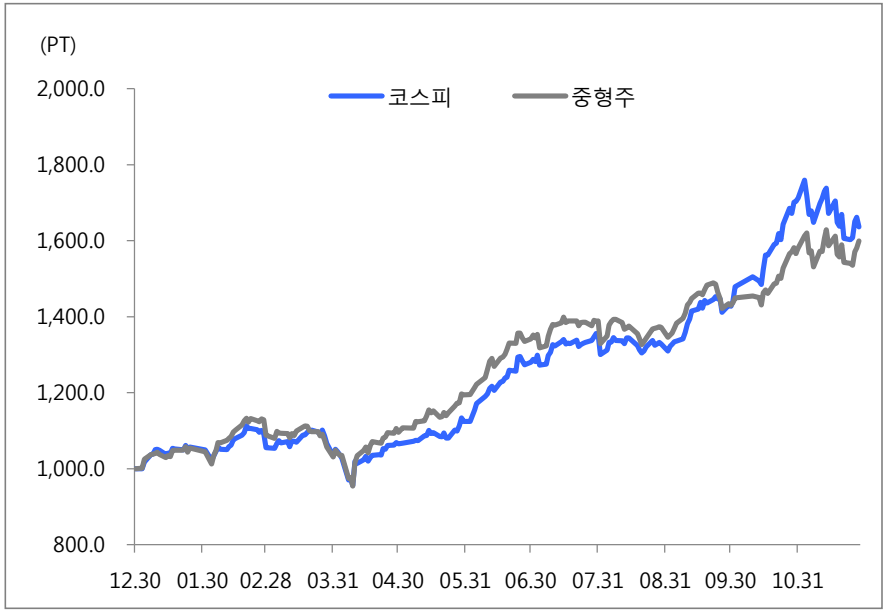


자료: Quantiwise, 현대차증권

중형주: 이익 모멘텀 둔화 속에서도 11월 상대적 강세

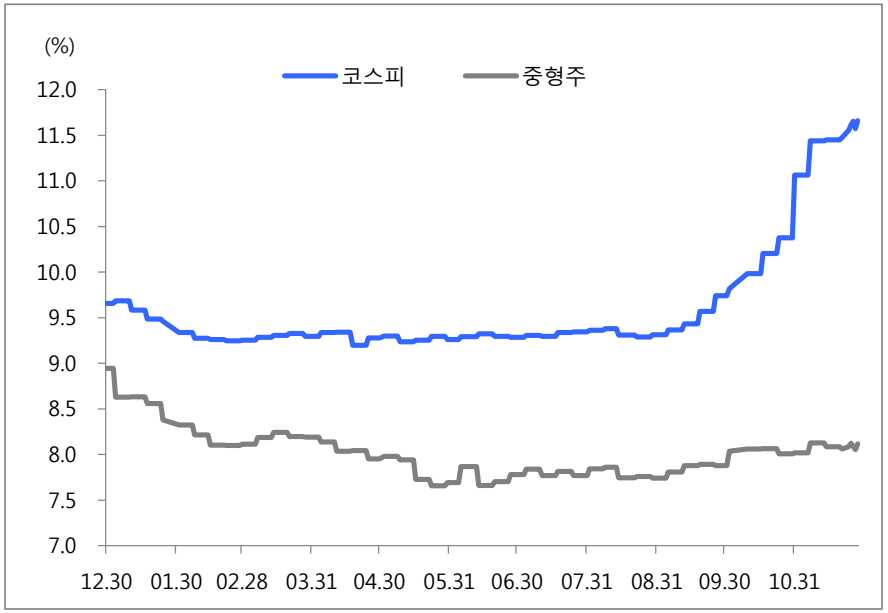
- 연초 이후 중형주는 59.9% 상승하며 코스피(63.6%)를 하회했으나, 11월 코스피가 -4.4% 하락하는 동안 중형주는 오히려 +2.2% 상승하며 조정 국면에서 상대적 강세를 기록한 상황.
- 다만 같은 기간 코스피의 12개월 선행 ROE는 9.7%에서 11.7%까지 개선된 반면, 중형주는 8.5%에서 8.1%로 하락하며 이익 모멘텀 둔화가 확인된 모습.
- 단기 조정에서는 방어력이 나타났지만, 중장기 펀더멘털 측면에서는 성장주 · 고배당 · 저변동성 대비 경쟁력이 제한된 흐름.

연초 이후 코스피와 중형주 주가 추이



자료: Quantiwise, 현대차증권

연초 이후 코스피와 중형주 12개월 선행 R.O.E 전망 추이



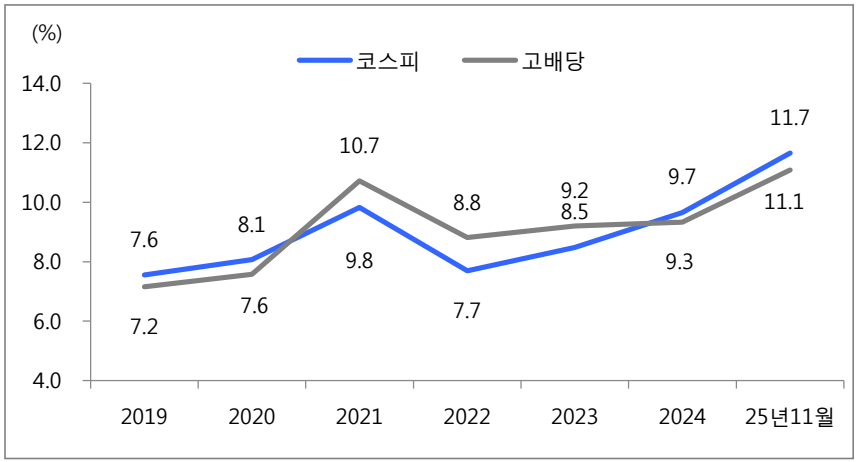
자료: Quantiwise, 현대차증권

고배당 · 저변동성: 변동성 확대 국면에서 부각된 방어적 스타일

고배당주, 제한적 ROE 개선과 밸류에이션 매력 부각

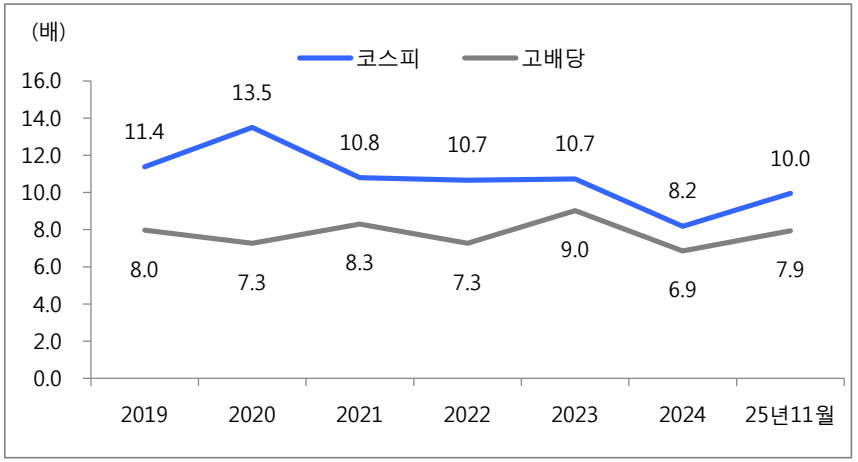
- 2019년 이후 고배당주의 12개월 선행 ROE는 평균 8.8%로 코스피(8.5%) 대비 소폭 상회했으나, 2025년 11월 현재 11.1%로 -0.6%p 하회하며 둔화세 전개
- 동기간 PER은 코스피 대비 평균 -28.5% 할인에서 -20.2%로 할인 폭이 축소된 상황
- PBR 또한 평균 -25.5%에서 -24.1%로 할인 폭이 소폭 둔화되었으나, 자산가치 대비 저평가 구간이 유지되는 흐름.
- 이익 모멘텀이 제한적임에도 배당 안정성과 밸류에이션 매력으로 방어적 투자 대안으로 작용하는 국면.

ROE



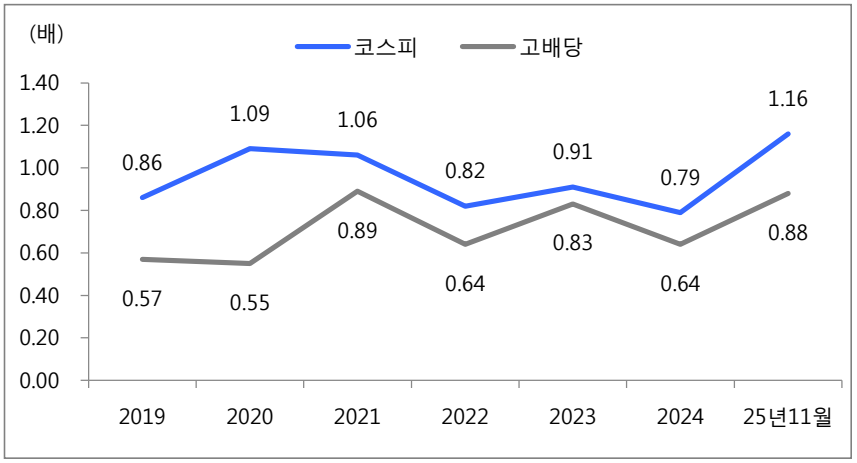
자료: Quantiwise, 현대차증권

PER 할인 확대, 밸류에이션 매력 부각



자료: Quantiwise, 현대차증권

PBR 할인 완화, 자산가치 저평가 유지

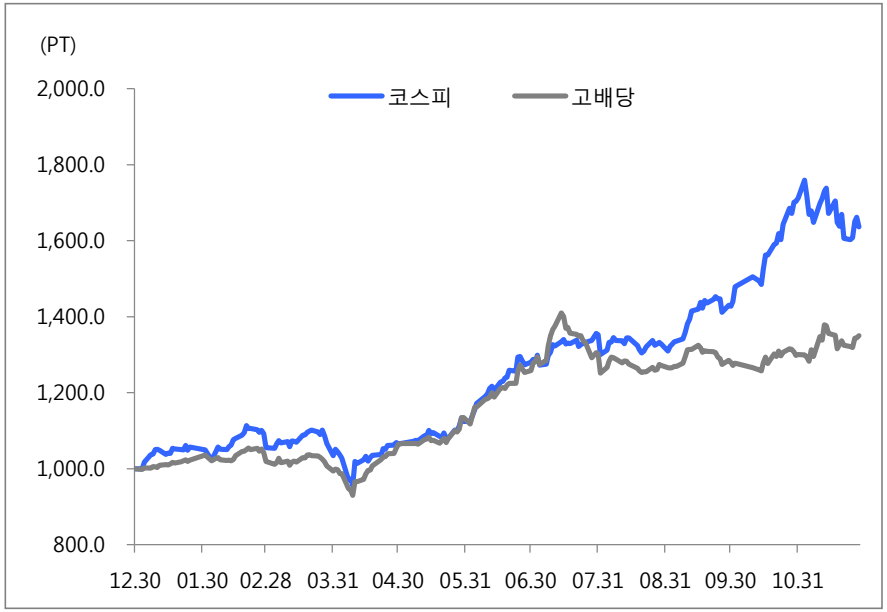


자료: Quantiwise, 현대차증권

고배당주:11월 조정 국면에서 두드러진 상대 강세

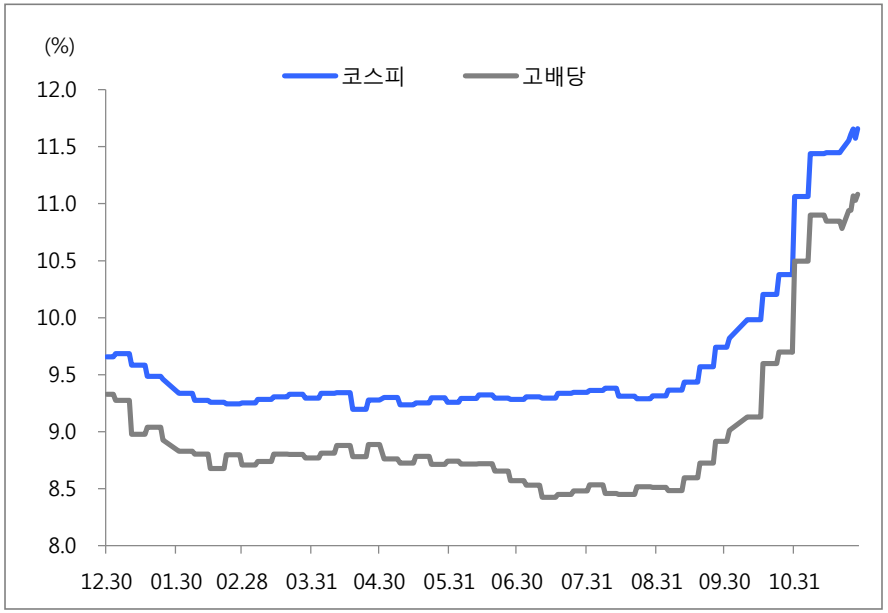
- 연초 이후 코스피가 63.6% 상승하는 동안 고배당주는 35.0% 상승해 코스피 수익률을 크게 하회
- 반면, 11월 국내증시가 코스피 -4.4% 하락하며 조정 국면에 진입한 가운데, 고배당주는 +3.8% 상승하며 시장 대비 뚜렷한 상대 강세를 기록한 상황.
- 동기간 코스피의 12개월 선행 ROE는 완만한 개선 흐름을 보였으며, 고배당주 ROE 또한 9.3%에서 11.1%로 상승하며 펀더멘털 기반의 안정성이 확인된 국면.
- 배당 안정성이 높은 종목군 중심으로 수급이 유입되며, 금리 불확실성과 실적 피크아웃 논란이 확대되는 환경에서 방어적 스타일로서의 매력이 강화된 모습.

연초 이후 코스피와 고배당 주가 추이



자료: Quantiwise, 현대차증권

연초 이후 코스피와 고배당 12개월 선행 R.O.E 전망 추이

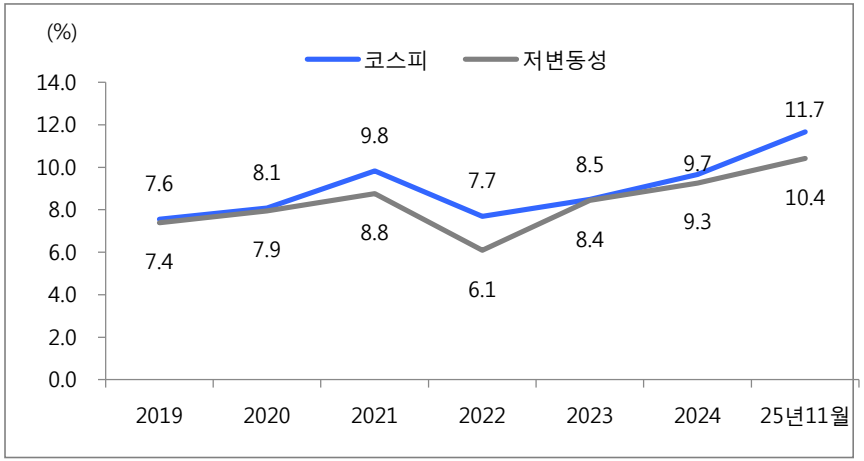


자료: Quantiwise, 현대차증권

저변동성: 실적 둔화 속 할인 확대와 밸류 매력 부각

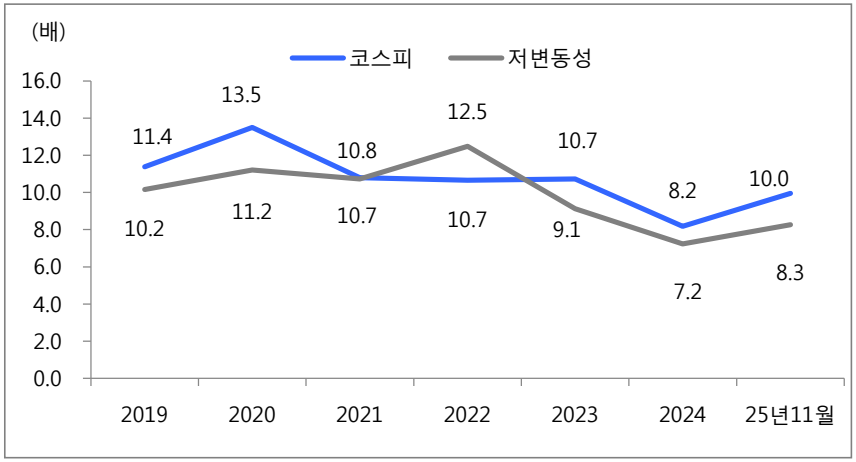
- 2019년 이후 저변동성의 12개월 선행 ROE는 평균 8.0%로 코스피 평균(8.5%) 대비 −0.5%p 낮은 수준을 유지했으며, 2025년 11월 현재는 10.3%로 −1.2%p까지 격차가 확대된 상황.
- 동기간 12개월 선행 PER은 코스피 대비 평균 −6.6% 할인에서 −17.0%로 확대되며 실적 둔화가 밸류에이션 할인의 확대와 연결된 흐름.
- PBR 또한 평균 −13.6%에서 −25.9%로 할인 폭이 확대되며 자산가치 저평가 구간이 강화된 모습.이익 모멘텀 둔화가 지속되는 가운데 고배당주 대비 밸류 중심의 대안으로 작용하는 국면.

ROE 격차 확대, 실적 모멘텀 둔화



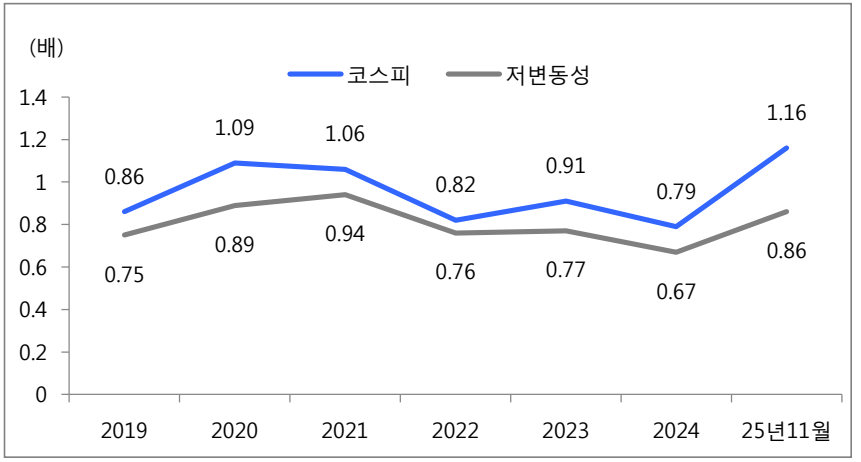
자료: Quantiwise, 현대차증권

PER 할인폭 확대, 밸류 매력은 지속



자료: Quantiwise, 현대차증권

PBR 할인 심화, 자산가치 저평가 구간

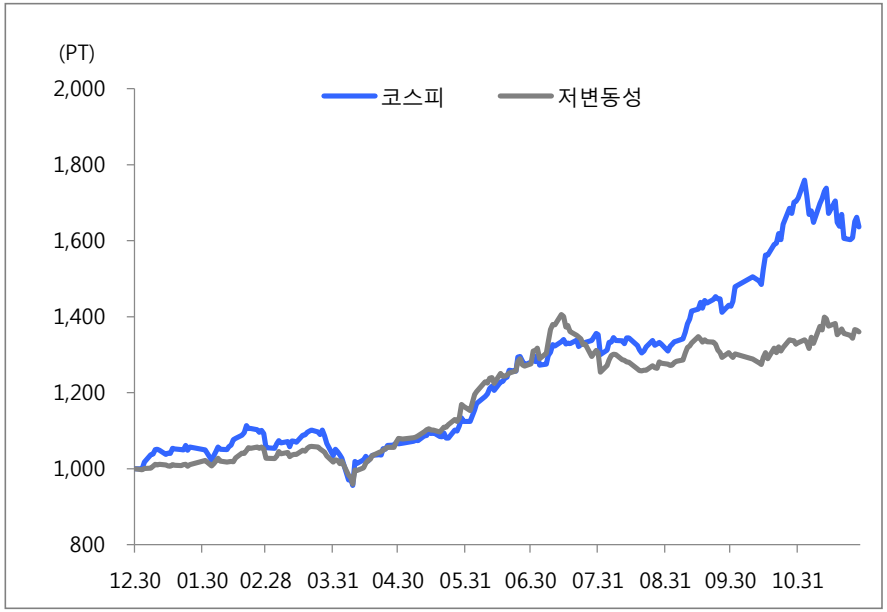


자료: Quantiwise, 현대차증권

저변동성: 11월 조정 국면에서 드러난 안정적 방어력

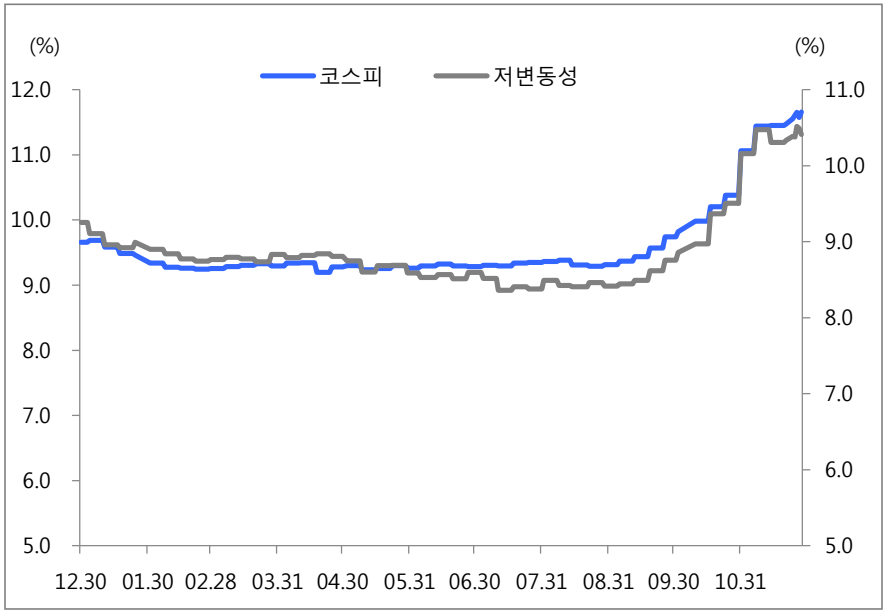
- 연초 이후 저변동성 지수는 36.1% 상승하며 코스피(63.6%)를 하회했으나, 11월 코스피가 –4.4% 하락하는 동안 저변동성 스타일은 +2.2% 상승하며 조정 국면에서 뚜렷한 상대 강세를 기록한 상황.
- 동기간 코스피의 12개월 선행 ROE는 9.7%에서 11.7%까지 개선되었고, 저변동성 스타일 또한 9.3%에서 10.4%로 안정적인 개선 흐름을 이어가며 방어적 특성이 강화된 모습.
- 금리 변동성과 실적 불확실성이 확대된 환경에서 변동성이 낮은 종목 중심의 수급이 강화되며, 단기 조정장에서 효과적인 방어 전략으로 작용한 국면.

연초 이후 코스피와 저변동성 주가 추이



자료: Quantiwise, 현대차증권

연초 이후 코스피와 저변동성 12개월 선행 R.O.E 전망 추이



자료: Quantiwise, 현대차증권

Strategy Weekly

외국인은 돌아올 것이다. 늘 그랬듯이

Strategist 김재승
jaeseung.kim@hmsec.com

- 코스피 4000선에서 상승 탄력 둔화된 모습. 외국인 순매도 영향
- 코스피 방향성 외국인 수급이 결정한다는 점에서 향후 외국인 수급 관심
- 외국인 순매도 이유는 크게 2가지. AI 버블 우려와 글로벌 유동성 경색
- 12월 이후 외국인 점차 순매수 보일 전망. 반도체 중심 대형주 우호적

코스피 4000선에서 상승 탄력 둔화된 모습. 외국인 순매도 영향

지난주 코스피는 +1.9% 상승하며 회복세를 보였지만, 미국 나스닥이 +4.9% 상승하고, 대만 가권지수가 +4.5% 상승하는 등 기술주가 큰 폭 회복을 보였다는 점에서 글로벌 증시와 비교하면 다소 부진한 모습을 보였다**(그림1)**. **특히 코스피는 최근 9거래일 중 8번 음봉이 나왔다는 점에서 4000선 부근에서 상승 탄력이 둔화되었다는 우려가 높아지고 있다(그림2)**.

코스피의 상승 탄력성이 둔화된 이유 중 하나는 이번 강세장을 이끌던 외국인 순매수가 11월들어 빠르게 순매도로 전환되었기 때문이다(그림3). 외국인은 올해 5월부터 10월까지 코스피에서 약 +21조원 규모의 순매수를 보였다. 하지만 11월들어 -14조원이 넘는 순매도를 보였다. 2020년 3월 코로나 확산에 글로벌 증시가 패닉에 빠지면서 외국인이 -12조원 넘게 순매도를 보였던 시기보다 올해 11월 더 큰 순매도를 보인 것이다. 일반적으로 코스피에서 지수의 방향성은 외국인이 결정한다**(그림4)**. 11월 이후 외국인의 순매도 전환은 코스피가 4000선에서 상승 탄력성을 잃은 이유이고, 향후 코스피의 방향성을 판단하기 위해서는 외국인의 순매수 재개 여부를 고려해야 한다.

외국인 순매도 이유는 크게 2가지. AI 버블 우려와 미국 단기자금 시장 경색

외국인이 코스피에서 순매도를 보인 이유는 크게 AI 버블 우려와 미국 단기자금 시장의 유동성 경색이다. **첫째, AI 버블 우려로 SK하이닉스에 순매도가 집중되었다(그림5).** 외국인은 11월 코스피에서 -14조원 가량 순매도했는데, SK하이닉스 한 종목에 대해서만 -8.7조원의 순매도를 보였다. 최근 2달동안 SK하이닉스에 대한 순매도 규모는 -13조원에 달한다. 반면 삼성전자는 11월 -2.2조원 순매도를 보여 상대적으로 순매도 규모가 작았다.

SK하이닉스에 대한 외국인 순매도 집중 현상은 외국인 시각에서 SK하이닉스가 오픈AI 진영에 속한다고 보는 상황에서, 오픈AI 진영의 주가가 11월 이후 급락하고 있기 때문이다.

미국 증시에서 AI 버블 우려가 높아지며 AI 관련주들이 급락한 이후 기술주가 회복되고 있지만, 구글의 Gemini와 TPU 관련 생태계 위주로 강세를 보이고 있다**(그림6)**. 반면, 오픈AI 생태계에 속하는 종목들의 주가는 아직도 부진한 흐름을 보이고 있고, 이에 외국인들은 SK하이닉스에 대한 순매도에 나서고 있는 것으로 추정된다.

둘째, 미국 단기자금 시장 경색에 안전자산 수요가 확대되고 있다. 10월 말부터 연준의 단기 유동성 공급 장치인 스탠딩 레포(Standing Repo Facility, SRF) 수요가 급증하고 있다. 금융시스템 내 단기 유동성이 부족하다는 신호이다. 미국내 단기 유동성이 부족하자 시장에서는 안전자산인 달러화 수요가 높아지고, 외국인의 순매도를 야기했다**(그림7)**. 이에 더해 원/달러 환율이 상승하고, 원/달러 환율의 변동성이 높아진 점도 달러 기준 수익률을 고려하는 외국인의 원화 자산 매력도를 떨어뜨리고 있다**(그림8,9)**.

12월 이후 외국인 점차 순매수 보일 전망. 반도체 중심 대형주 우호적

12월 이후엔 외국인이 코스피 시장에서 점차 순매수에 나설 전망이다. AI 버블에 대한 우려가 완화되고, 미국의 유동성 경색이 완화되면서 원/달러 환율의 변동성도 낮아질 것이기 때문이다.

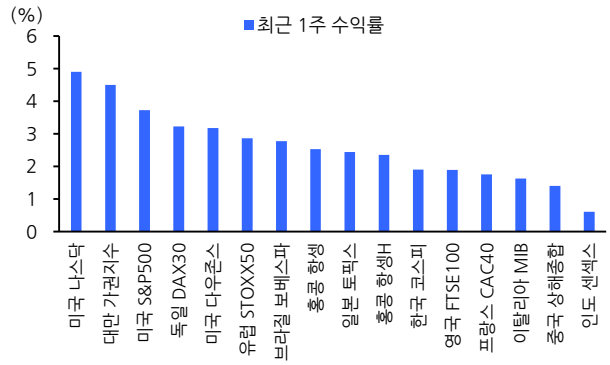
첫째, AI 버블 논란에도 AI 인프라에 대한 투자는 지속될 것으로 전망된다. 11월 AI 버블 우려가 높아졌지만 주요 하이퍼스케일러의 미래 CAPEX 전망치는 상향 수정되고 있다**(그림10)**. AI 투자의 수익성 논란은 이어지겠지만, AI 인프라에 대한 투자는 2028년까지 이어질 전망이다. 국내 반도체 업체들에게는 우호적인 환경이다. **코스피의 외국인 지분율은 반도체 슈퍼사이클 시기에 높아지는 경향이 있다(그림11)**. 2024년부터 AI 투자 경쟁으로 반도체 시장의 슈퍼사이클이 발생하고 있다. 하지만 코스피의 외국인 지분율은 현재 35%로 2001년 이후 평균 수준이다. 과거 반도체 슈퍼사이클 대비 상대적으로 낮다. **반도체 슈퍼사이클을 감안한다면 외국인의 추가적인 매수 여력이 남아있다고 판단한다.**

둘째, 연준은 미국내 금융시스템의 유동성 부족 현상을 인지하고 12월 1일부로 양적긴축(QT)를 종료할 예정이다. 또한 연준은 12월 FOMC에서 기준금리를 인하할 것으로 전망된다. 연준의 양적긴축(QT) 종료와 기준금리 인하는 유동성 측면에서 숨통을 틔워줄 것이다**(그림12)**. 케빈 해싯 백악관 국가경제위원회(NEC) 위원장이 차기 연준 의장 후보로 유력하다는 점도 연준의 완화적 통화정책 전망을 높이고 있다. 반면 한국은행은 내년까지 기준금리 인하 가능성이 낮다는 점에서 **12월 이후 한-미 금리차는 축소되고, 원/달**

러 환율의 변동성이 줄어들면 코스피 시장에서 외국인 수급은 긍정적일 것으로 전망된다.

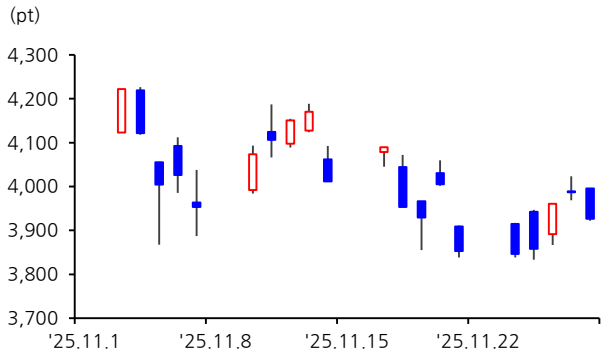
코스피에서 외국인 수급은 펀더멘털과 연관된다. 외국인은 미래 실적이 상향 조정되는 업종/종목에 대해 순매수를 보이는 경향이 있다. 현재 코스피 업종 중 실적이 상향 조정되는 업종으로 반도체가 눈에 띈다**(그림13)**. 또한, 외국인이 순매수 하는 기간에는 대형주가 강세를 보인다**(그림14)**. 12월 이후 외국인이 재차 순매수에 나설 것으로 전망되는 상황에서 **반도체를 중심으로 대형주에 대한 포지션을 유지할 필요가 있다**.

〈그림 1〉 코스피 주간 수익률, 글로벌 증시 대비 다소 부진



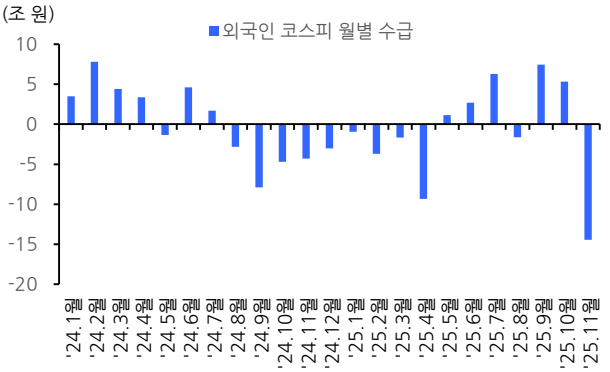
주: 11월 28일 종가 기준
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

〈그림 2〉 코스피 11월 일봉, 최근 음봉 늘어나는 모습



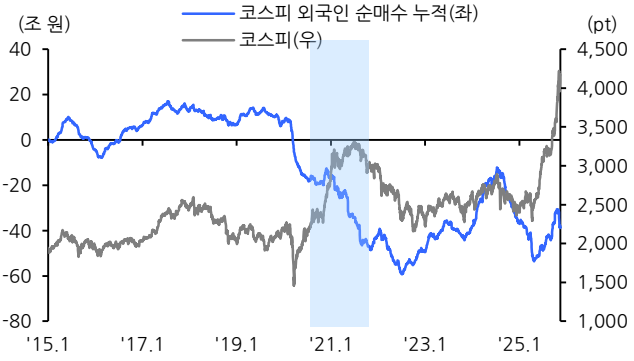
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

〈그림 3〉 코스피 외국인 수급, 11월들어 강한 순매도 전환



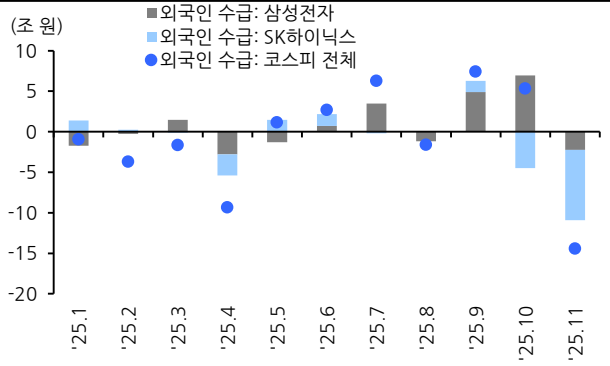
자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림 4〉 코스피 방향성은 주로 외국인 수급이 결정



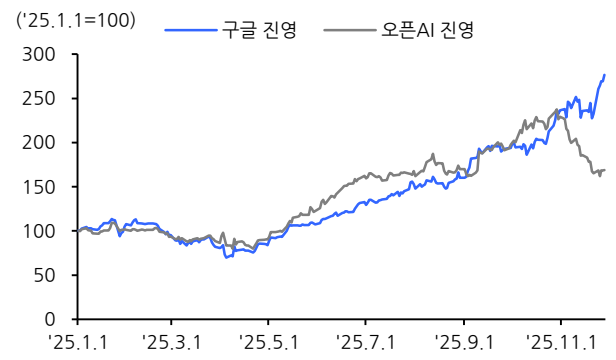
주: 음영은 개인의 순매수가 강했던 동학개미운동 시기
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

〈그림 5〉 SK하이닉스로 집중된 외국인 순매도



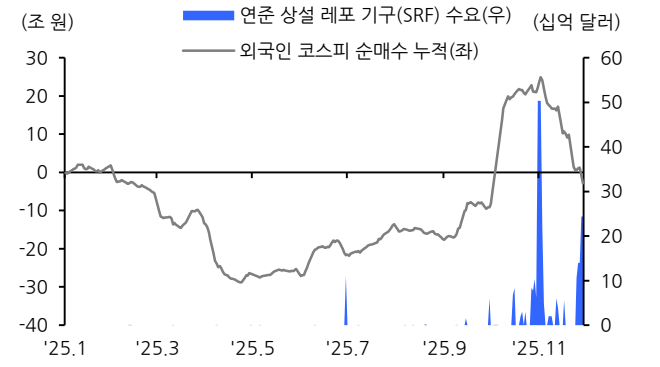
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

〈그림 6〉 오픈AI 진영의 주가 약세에 영향 받고 있다고 추정



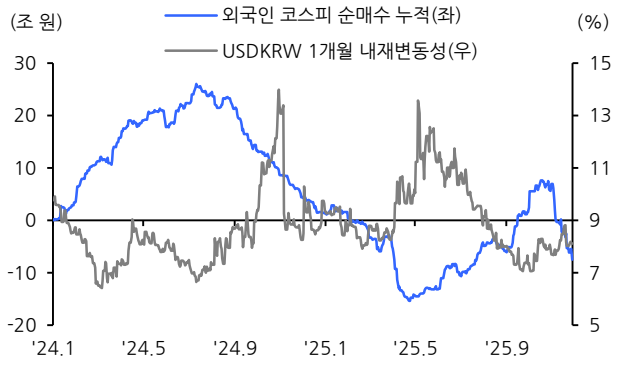
주1: 구글 진영은 구글, 브로드컴, Celestica, Lumentum, TTM Technologies 5개 종목. 오픈AI 진영은 엔비디아, AMD, 마이크로소프트, 소프트뱅크, 오라클, 코어위브 6개 종목
주2: 시가총액이 아닌 동일가중 기준 바스켓 수익률
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 7> 미국 유동성 우려 커지자 외국인 순매도 확대



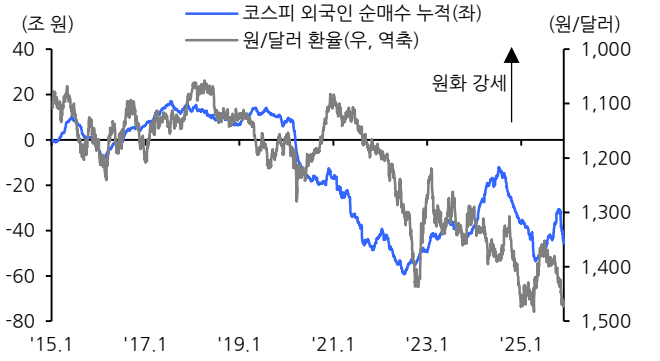
주: 연준은 상설 레포 기구(SRF)를 통해 금융시스템 내 단기 유동성 공급 가능
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 8> 외환시장 변동성 확대는 외국인 순매도 야기



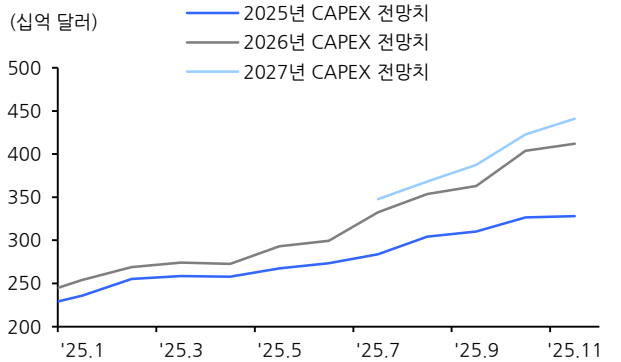
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 9> 원화 약세는 코스피 외국인 순매도 야기



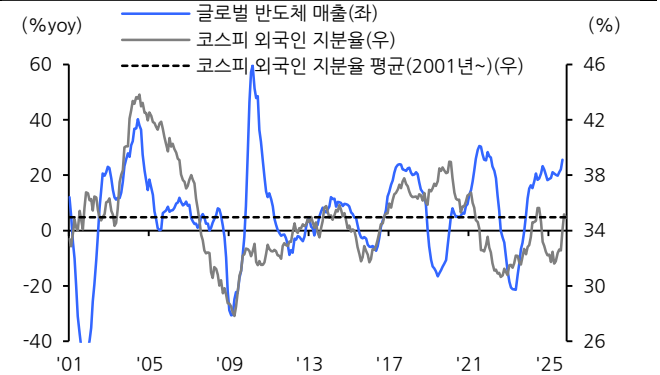
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

<그림 10> 하이퍼스케일러들의 투자 확대 지속될 전망



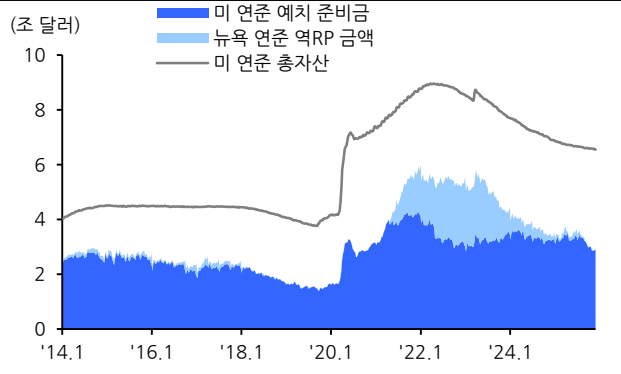
주: 구글, 아마존, 메타, 마이크로소프트, 오라클의 연간 CAPEX 전망치의 합
자료: FACTSET, 현대차증권

<그림 11> 반도체 슈퍼사이클 대비 외국인 지분율 높지 않음



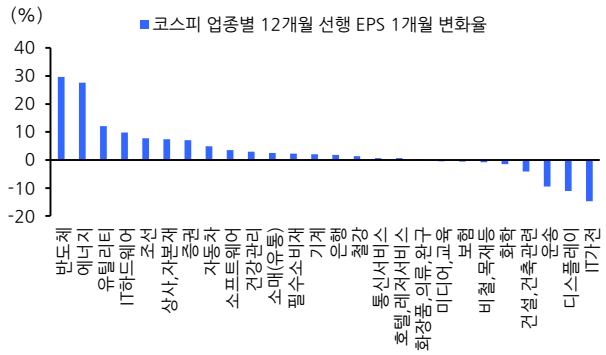
주: SIA 글로벌 반도체 매출 데이터 기준
자료: 블룸버그, 퀀티와이즈, 현대차증권

<그림 12> 양적긴축 종료는 금융시스템 유동성 경색 완화할 것



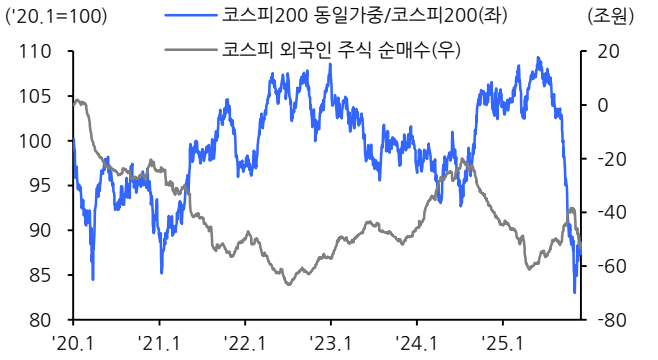
자료: 블룸버그, 현대차증권

〈그림 13〉 반도체 업종의 펀더멘털 개선 눈에 띔



주: 11월 28일 기준
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

〈그림 14〉 외국인 순매수 재개는 재차 대형주 강세장 만들 것



자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

China Issue

11월 중앙정치국 회의 정리

Analyst 여태경 Tk.yeo@hmsec.com

11월 중앙정치국 회의 주요 내용 정리

-11월 28일 중앙정치국 회의가 개최되었으며 주제는 20기 중앙의 5,6차 성(자치구, 직할시)순시 상황의 종합보고'에 대한 심의였음

-지적된 문제는 각 성마다 일정한 성과도 있지만 중앙 정부의 주요 정책이 지방에서 실행되는 과정에서 지역별로 편차, 선택적 이행, 형식주의 처리 등이 발생한 점

-중앙 정부의 정책들에 대해 지방 정부의 실행력 강화를 위해 강도 높은 정정을 요구함

15.5계획 실시를 앞둔 정책 추진력 강화를 위한 조치

-이번의 지방 정부에 대한 문제 지적은 현재 수립 중인 15.5계획에 지역별 순시 상황을 반영하여 중장기 국가 전략이 지방 차원에서도 일관성 있고 실질적으로 집행하기 위한 목적에 있음

-각 성(자치구, 직할시) 당위원회에 지역별 전략적 지위를 확실히 파악할 것과 중앙의 주요 정책 결정을 일관되게 철저히 집행할 것을 요구했으며 2가지 측면의 관리 감독 강화도 언급

-①최고 책임자 감독 강화: 권력 운영 규범화 및 감독 강화, 중앙 8항 규정 정신(반부패, 작풍 개선) 지속 추진, 권력 및 자원 배분의 규범화 등의 조치를 통해 1)시장의 공정경쟁을 추구하고, 2)금융/에너지/건설 등 시스템 리스크 연관 분야의 안정을 도모하며, 3)자본의 중점육성분야 및 취약지대 투입 유도 예정

-②간부 및 지도층 건설 및 법치 기반 강화: 역량 있고 단결된 지도층 및 간부 집단을 통한 1)복잡한 환경에 대응과 지역 발전을 추진하고 2)책임감으로 부동산/지방정부 채무/금융 시스템 등 시스템 리스크 방지를 위한 조치를 지속해나가길 요구

12월 정치국회의 및 경제공작회의를 앞둔 내부 단속 강화

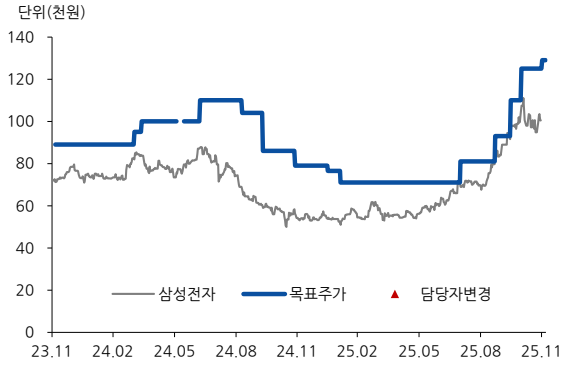
-12월 상순 개최되는 정치국회의('24년은 12월 9일에 개최)에서 2026년 경제 분위기를 조성하고 통화, 금융, 산업이라는 세가지 주요 정책의 틀을 제시할 예정이며, 12월 중순 개최되는 경제공작회의('24년은 12월 11~12일 개최)는 연례 최고 수준의 경제 회의로 2026년의 구체적 과제가 배치되어 내년 3월 양회의 정부 행동계획으로 연결되는 향후 5년의 정책 풍향계

-11월 정치국회의는 어느 해보다 지방 정부의 향후 정책 실행력을 높이기 위한 인적 규제 내용들이 중점적으로 강조되어 1)2026년부터 다시 시작되는 중국 정부의 중점산업 육성 정책의 성공적 실행에 대한 의지가 강하다는 점과 2)지방 정부의 부동산 및 금융 등 시스템적 리스크에 대해 경계감을 나타내며 불확실성으로 인식하는 점을 확인할 수 있는 내부단속 강화라고 평가할 수 있음

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.06.15	BUY	87,000	-19.57	-15.63
2023.12.05	BUY	89,000	-15.23	-4.16
2024.04.12	BUY	100,000	-21.32	-12.90
2024.07.08	BUY	110,000	-28.17	-20.18
2024.09.09	BUY	104,000	-39.33	-36.25
2024.10.10	BUY	86,000	-33.44	-29.07
2024.11.27	BUY	79,000	-31.15	-27.47
2025.01.15	BUY	76,500	-29.90	-29.02
2025.02.03	BUY	71,000	-17.90	2.25
2025.08.01	BUY	81,000	-11.26	-0.62
2025.09.22	BUY	93,000	-5.97	1.51
2025.10.15	BUY	110,000	-9.82	-5.36
2025.10.31	BUY	125,000	-19.44	-11.12
2025.12.01	BUY	129,000		

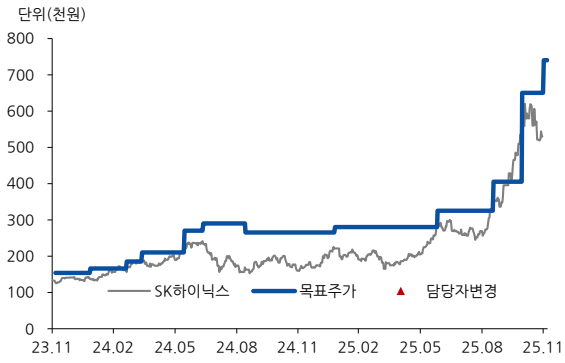
▶ 최근 2년간 삼성전자 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.09.19	BUY	143,000	-12.19	-6.22
2023.12.05	BUY	154,000	-11.46	-7.40
2024.01.26	BUY	166,000	-8.00	3.55
2024.03.20	BUY	185,000	-2.61	1.84
2024.04.12	BUY	210,000	-10.12	5.71
2024.06.14	BUY	270,000	-13.41	-10.74
2024.07.12	BUY	290,000	-36.55	-19.66
2024.09.13	BUY	265,000	-30.88	-14.91
2025.01.24	BUY	280,000	-27.44	2.14
2025.06.26	BUY	325,000	-15.23	7.08
2025.09.17	BUY	405,000	4.34	37.78
2025.10.30	BUY	650,000	-12.10	-4.62
2025.12.01	BUY	740,000		

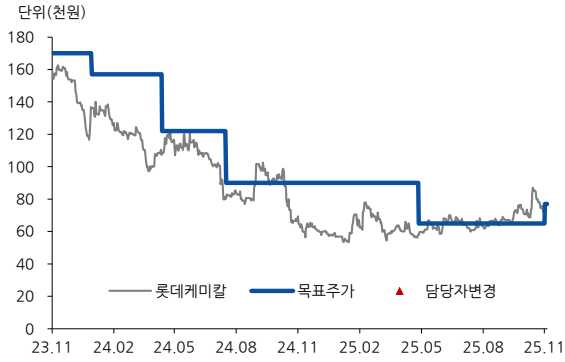
▶ 최근 2년간 SK하이닉스 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.07.18	M.PERFORM	170,000	-14.84	-4.35
2024.01.18	AFTER 6M	170,000	-26.88	-19.47
2024.01.26	M.PERFORM	157,000	-23.58	-10.76
2024.05.10	M.PERFORM	122,000	-11.12	-0.25
2024.08.13	M.PERFORM	90,000	-16.98	13.78
2025.02.13	AFTER 6M	90,000	-28.64	-13.44
2025.05.27	M.PERFORM	65,000	3.44	33.85
2025.11.27	AFTER 6M	65,000	11.08	11.08
2025.12.01	M.PERFORM	77,000		

▶ 최근 2년간 롯데케미칼 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.