Morning Meeting Notes

2026-01-23

내일의 차이 현대차증권

What's Inside
LG(BUY/104,000) 양호한 주가 흐름 시현 중
삼양식품(BUY/1,800,000) 4Q25 Preview: 여전히 유효한 성장 Story
한미약품(BUY/550,000) 4Q25 Preview: 실적, 신약 둘다 좋다
대우건설(BUY/6,000) 4Q25 Preview: 잊고 있던 원전 기업
[경제] Macro Comment - 한국 GDP: 1% 성장 턱걸이, 회복 국면은 유지

주식시장
국내 증시는 상승 마감. 트럼프 대통령이 유럽 관세 부과 계획을 철회함에 따라 위험선호 심리 회복.
미국 증시 AI 관련주 강세에 대형 반도체주가 지수 상승을 주도했으며, 로봇용 배터리 수요 확대 기대로 2차전지 업종 상승. 한편, 최근 급등한 자동차주는 외국인 매도세 몰리며 하락했으며 지정학적 리스크 완화에 조선/방산주 약세
미국 증시는 상승 마감. 전날에 이어 트럼프발 타코(TACO) 트레이드가 지속되며 투자 심리 회복. 여기에 미국, 우크라이나, 러시아가 3자 회담을 갖기로 결정한 점도 증시에 호재로 작용. 업종별로는 임의소비재와 통신서비스가 1% 이상 상승. 특징 종목으로 인텔은 올해 1분기 실적 전망이 예상치보다 낮자 장 마감 후 주가가 약 11% 하락 중

금리&환율
국고채 금리는 하락 마감. 트럼프 대통령의 그린란드 관세 철회와 한국 4분기 GDP 성장률 둔화가 국고채 강세 압력으로 작용
미국채 금리는 혼조 마감. 미국의 작년 3분기 GDP 소폭 상향 및 실업수당청구건수 예상치보다 하락 등 경제지표가 견고하게 나오자 금리 인하 기대감이 약해지며 단기물 중심으로 국채금리는 상승
원/달러 환율은 전날대비 1.40원 하락한 1,469.90원에 마감. 원/달러는 전일 이재명 대통령의 기자회견에 영향받아 크게 하락했으나, 저가매수세 유입 및 엔화 약세로 인해 낙폭을 줄임
달러인덱스는 98.33로 하락. 달러는 우크라이나 종전 기대감에 상승한 유로에 영향받아 약세 양상

주요뉴스
트럼프 유럽, 美 국채 매도에 대한 보복 경고
트럼프 대통령은 폭스 비즈니스 네트워크와 인터뷰에서 만약 유럽이 미 국채를 매도할 경우 미국은 큰 보복에 나설 것이고, 모든 카드를 쥐고 있다고 경고
유럽 국가는 2025년 11월 말 기준 미국 국채를 3조6천350억달러(미국 국채의 약 40%)를 보유하였으며, 이미 덴마크 등 일부 펀드는 매도한 상황

New Publications
[전기전자/디스플레이] 기판 New Normal Era: 구조적 Up-Cycle 진입(2026-01-20)
[반도체/자동차/2차전지] CES 2026 - 방문 후기 및 투자 활용법(2026-01-14)
[자산배분] 대체투자 비중확대와 자산배분 - 대체투자 벤치마크 한계와 TPA의 대안(2025-01-07)
[중국] 2026년 중국 경제/증시 전망 - 소비&투자 확대가 5%성장의 Key (2025-12-15)
[반도체] (OVERWEIGHT) 2026년 반도체 산업 전망(2025-12-08)
[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)

Rating, Target Price Changes

대우건설	M.PERFORM	5,000 원 ▷	BUY	6,000 원	(2026-01-23)
삼양식품	BUY	1,850,000 원 ▷	BUY	1,800,000 원	(2026-01-23)
LG	BUY	93,000 원 ▷	BUY	104,000 원	(2026-01-23)
현대위아	BUY	75,000 원 ▷	BUY	110,000 원	(2026-01-22)
현대글로비스	BUY	200,000 원 ▷	BUY	320,000 원	(2026-01-22)
한국전력	M.PERFORM	29,000 원 ▷	BUY	82,000 원	(2026-01-22)
현대모비스	BUY	440,000 원 ▷	BUY	570,000 원	(2026-01-20)
기아	BUY	175,000 원 ▷	BUY	210,000 원	(2026-01-20)
티엘비	BUY	92,000 원 ▷	BUY	83,000 원	(2026-01-20)
네오티스	BUY	14,000 원 ▷	BUY	15,500 원	(2026-01-20)
코리아써키트	신규	▷	BUY	93,000 원	(2026-01-20)
S-Oil	M.PERFORM	83,000 원 ▷	BUY	107,500 원	(2026-01-16)
한화	BUY	108,000 원 ▷	BUY	157,000 원	(2026-01-16)

외국인 순매수

순매수	금액(백만)
삼성전자	209,783
삼성SDI	207,475
SK하이닉스	88,489
두산	81,292
에이피알	77,325

국내기관 순매수

순매수	금액(백만)
SK하이닉스	399,679
삼성SDI	298,966
KODEX 코스닥150레버리지	104,989
두산	99,769
삼양식품	78,377

외국인 순매도

순매도	금액(백만)
현대차	-1,110,798
삼성바이오로직스	-181,250
현대모비스	-121,664
현대글로비스	-90,025
현대차2우B	-79,966

국내기관 순매도

순매도	금액(백만)
현대차	-562,966
한온시스템	-139,115
두산에너빌리티	-105,369
현대모비스	-97,553
기아	-92,560

국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	4,952.53	+0.87	+20.54
대형주	5,223.16	+0.80	+23.12
중형주	4,021.26	+1.39	+5.71
소형주	2,550.62	+0.72	-0.07
KOSDAQ	970.35	+2.00	+6.03

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	1,520	-2,983	-1,027
누적순매수(D-20)	-76,388	44,718	5,318

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	481,435	498,935	249,879

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	119.16	-1.71	+19.98
금융	839.94	+1.02	+7.83
운수장비	6,409.87	-3.32	+36.26
유통	553.76	+0.07	+13.33
음식료	4,565.58	+0.83	+0.02
의약품	18,275.65	-1.55	+5.29
전기전자	60,564.83	+2.41	+29.45
철강금속	7,613.73	-1.50	+15.32
화학	4,568.74	+4.61	+9.14
유틸리티	1,865.50	-2.19	+30.66
통신	529.59	+0.10	+6.54

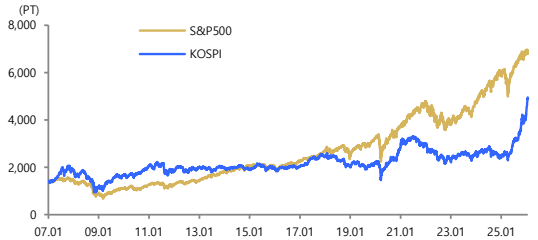
해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	6,912.92	+0.54	-0.28
NASDAQ	23,436.02	+0.91	-0.75
일본	53,688.89	+1.73	+6.51
중국	4,122.58	+0.14	+4.12
독일	24,856.47	+1.20	+2.12

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.11	-2.90	+17.00
국고채 (10년)	3.56	-4.40	+21.30
은행채AAA (3년)	3.36	-2.50	+15.70
미국국채 (2년)	3.61	+2.05	+10.15
미국국채 (10년)	4.25	+0.15	+10.95

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,469.90	-0.10	+1.39
원/백 엔	927.72	-0.14	-0.37
원/위안	210.78	-0.24	+1.86
달러/유로	1.17	+0.53	-0.23
위안/달러	6.97	+0.14	-0.46
엔/달러	158.44	+0.04	+1.76
Dollar Index	98.33	-0.46	+0.41

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	59.67	-1.57	+2.26
금 (usd/oz)	4,938.90	+2.10	+9.69
BDI	1,761.00	-2.33	-6.18
천연가스(NYMEX)	5.05	+3.49	+18.93

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.

LG (003550)

Analyst 김한이 haneykim@hmsec.com

양호한 주가 흐름 시현 중

BUY **TP 104,000원**

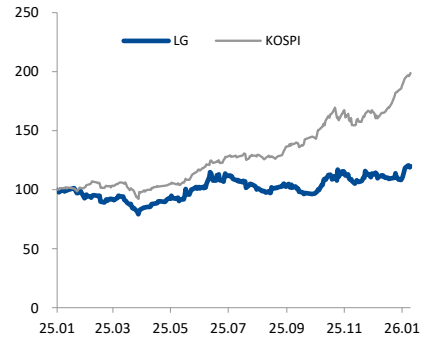
현재주가 (1/22)	88,700원
상승여력	17.2%
시가총액	13,679십억원
발행주식수	154,222천주
자본금/액면가	802십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	89,200원/58,500원
일평균 거래대금 (60일)	26십억원
외국인 지분율	35.44%
주요주주 지분율	
구광모 외 29인	42.54%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	7.1	10.7	11.0
상대주가(%p)	-11.2	-13.2	-28.9

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	7,747	9,474	93,000
After	7,747	9,474	104,000
Consensus	7,660	8,921	
Cons. 차이	1.1%	6.2%	N/A

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 1월 2주 이후 LG 9.5% 상승. 동 기간 LG전자, LG CNS 중심 상장지분가치 증가에 따라 NAV도 9.4% 증가했고, LG AI연구원이 자체 개발한 LLM 엑사원에 대한 관심과 기대도 발생한 것으로 생각
- 발표된 세제개편 후속 시행령 개정안에 따라, 배당소득 분리과세 대상인 고배당기업 배당성향은 연결재무제표 기준으로 산정하게 됨. 자회사들 이익변동에 따라, 커버리지 지주 업종 내에서 고배당기업 요건 충족 가능성 있어 보이는 종목으로서 LG에 관심 늘어날 수 있다는 시각 유지
- 안정적인 배당 지급 추이 이어져 온 점도 긍정적이며 기업가치제고 기대요인들도 유효. 기 공시된 기업가치제고계획 이행 현황 자료에는 1) 상반기 내 잔여 자사주 약 2.0% 전량 소각 예정이며 2) 광화문빌딩 매각 대금 활용하여 ① 미래투자 + ② 주주환원에 활용하는 방안 검토 계획도 제시됨

주요이슈 및 실적전망

- 최근 LG전자, LG CNS 주가 호조가 상장지분가치 증가를 견인. NAV 중 양사 지분가치의 비중은 각 21%, 10%
- 한편 동사의 배당 정책은 경상이익 기준 별도 배당성향을 60% 이상으로 하며, 이를 상회하는 수준의 배당을 지급해 왔음. 배당 꾸준하고 추이가 안정적인 점 매력 요인
- 별도당기순이익의 주축인 배당수입이 25F 3,893억원(-10% YoY)으로 감소함에 따라 25F DPS를 전년도 보통주 기준 3,100원 유지 가정 시 배당총액 4,782억원. 연결배당성향은 현 이익추정치 기준 39% 수준으로 계산되나 4분기 비용반영 및 영업외손익 변동성 있고, 미실현손익 등 상계처리 규모에 따라 실적 변동성 있는 점 감안 시 고배당기업 요건 충족 여력에 대해 긍정적 시각 열어 두어야 한다고 생각

주가전망 및 Valuation

- TP 9.3만원→10.4만원으로 12% 상향. 상장지분가치 증가를 반영한 NAV 29.1조원에 목표 할인율을 48.5%→46.1%로 5% 하향 적용, 잔여 자기주식 소각 계획 반영한 결과
- NAV 구성은 영업가치 5.0조원, 상장지분 21.7조원, 비상장지분 1.5조원, 순현금 0.8조원 등. 상장지분가치 직전 20.4조원→현 21.7조원으로 증가하며 NAV 견인
- 기존 목표 할인율 48.5%는 LG CNS 상장 이후 저점으로, 잔여 자사주 추가 소각 계획과 빌딩매각대금 활용 계획 제시된 점을 반영하여 5% 하향. 현 할인율은 53.0%
- 이에 따라 점진적으로 할인율 축소되어 가는 주가 흐름을 전망함

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	7,445	1,589	1,261	1,777	7,958	-36.5	10.8	0.5	7.0	4.9	3.6
2024	7,176	967	575	1,161	3,593	-54.8	20.0	0.4	9.0	2.2	4.3
2025F	8,087	1,539	1,220	1,736	7,747	115.6	10.4	0.5	7.3	4.4	3.5
2026F	9,080	1,993	1,471	2,172	9,474	22.3	9.4	0.5	5.9	5.2	3.5
2027F	10,251	2,491	1,837	2,661	11,848	25.1	7.5	0.5	4.9	6.2	3.5

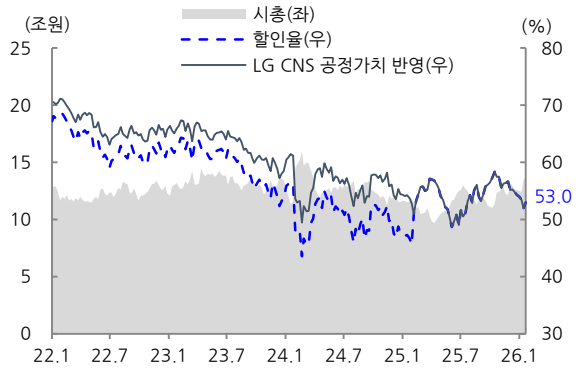
* K-IFRS 연결 기준

〈그림1〉 NAV, TP 산출

(십억원, %)	지분율	기업가치	평가금액	비중	비고
영업가치			**4,995**	**17.2**	24A 유입액 10x
브랜드로열티			3,564	12.2	
용역수익			1,431	4.9	
상장자회사			**21,742**	**74.7**	**전일 종가**
LG화학	34.9%	24,743	8,647	29.7	
LG전자	35.3%	17,299	6,099	21.0	
LG생활건강	34.7%	4,193	1,456	5.0	
LG유플러스	38.3%	6,611	2,529	8.7	
LG CNS	45.0%	6,588	2,962	10.2	
HS애드	35.8%	134	48	0.2	
비상장자회사			**1,544**	**5.3**	**직전 공시 기준 장부가액**
디앤오	100.0%		250	0.9	
기타			1,294	4.4	
자기주식	-	-	-	-	**소각 예정, 제외**
순차입금			**-815**	**2.8**	**직전분기 별도**
NAV			**29,095**	**100.0**	
목표할인율			46.1%		LG CNS 상장 이후 저점 대비 5% 추가 축소 기대
TP(원)			**104,000**		

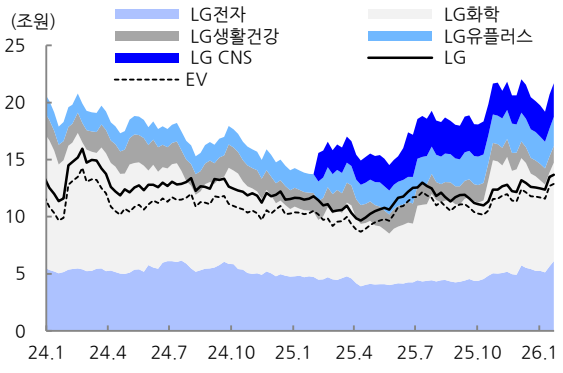
자료: 현대차증권

〈그림2〉 시가총액 vs. NAV 대비 할인율



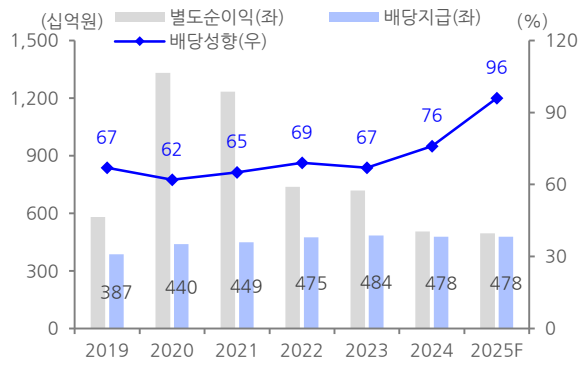
자료: Quantiwise, 현대차증권

〈그림3〉 시가총액, EV vs. 상장지분가치



자료: Quantiwise, 현대차증권

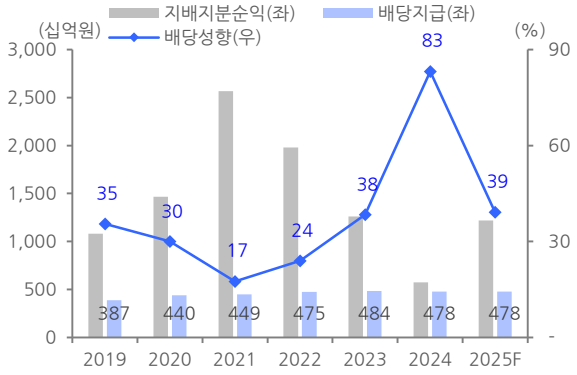
<그림4> 배당지급 vs. 별도 배당성향



자료: LG, 현대차증권

주: 배당성향은 경상순이익 기준, 회사 자료

<그림5> 배당지급 vs. 연결 배당성향



자료: DART, 현대차증권

<그림6> 연결 실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
연결매출	1,624	1,824	1,944	1,783	1,936	1,798	1,996	2,357	7,176	8,087	9,080
지분법이익	319	123	261	-486	482	93	223	-42	232	756	1,107
화학	49	-103	157	-269	82	-142	33	36	-166	10	307
생활건강	34	32	20	-28	33	10	6	0	58	49	124
전자	143	114	38	-159	298	137	124	-102	135	456	200
유플러스	88	63	53	-19	60	80	33	20	185	193	231
기타	5	17	-7	-11	9	8	28	4	19	48	39
LG CNS	1,070	1,450	1,438	2,024	1,211	1,460	1,522	2,174	5,983	6,368	6,975
디앤오	77	68	61	79	80	65	67	78	284	290	296
경영개발원	61	72	70	70	66	72	72	66	273	276	279
연결영업이익	423	309	477	-242	638	277	419	205	967	1,539	1,993
지분법이익	319	123	261	-486	482	93	223	-42	232	756	1,107
LG CNS	32	138	143	200	79	141	120	216	513	556	643
디앤오	9	-6	-4	9	10	-11	1	9	8	8	9
경영개발원	5	3	3	-1	5	4	3	0	11	11	11
순이익	368	290	443	-311	608	244	373	141	790	1,367	1,742
LG CNS	13	102	118	132	57	99	105	147	365	409	474
디앤오	77	19	20	29	28	-8	17	36	145	72	74
경영개발원	5	3	3	0	2	4	3	2	11	11	11
지배지분순익	345	251	370	-392	580	205	315	119	575	1,220	1,471

자료: 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	7,445	7,176	8,087	9,080	10,251
증가율 (%)	3.6	-3.6	12.7	12.3	12.9
매출원가	5,439	5,747	6,063	6,541	7,145
매출원가율 (%)	73.1	80.1	75.0	72.0	69.7
매출총이익	2,006	1,429	2,024	2,538	3,106
매출이익률 (%)	26.9	19.9	25.0	28.0	30.3
증가율 (%)	-14.0	-28.8	41.6	25.4	22.4
판매관리비	417	462	485	545	615
판관비율(%)	5.6	6.4	6.0	6.0	6.0
EBITDA	1,777	1,161	1,736	2,172	2,661
EBITDA 이익률 (%)	23.9	16.2	21.5	23.9	26.0
증가율 (%)	-16.2	-34.7	49.5	25.1	22.5
영업이익	1,589	967	1,539	1,993	2,491
영업이익률 (%)	21.3	13.5	19.0	21.9	24.3
증가율 (%)	-18.1	-39.1	59.2	29.5	25.0
영업외손익	29	40	7	10	14
금융수익	128	131	86	90	94
금융비용	58	34	38	39	39
기타영업외손익	-41	-57	-41	-41	-41
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,618	1,007	1,545	2,003	2,504
세전계속사업이익률	21.7	14.0	19.1	22.1	24.4
증가율 (%)	-20.9	-37.8	53.4	29.6	25.0
법인세비용	204	217	178	262	329
계속사업이익	1,414	790	1,367	1,742	2,175
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,414	790	1,367	1,742	2,175
당기순이익률 (%)	19.0	11.0	16.9	19.2	21.2
증가율 (%)	-33.2	-44.1	73.0	27.4	24.9
지배주주지분 순이익	1,261	575	1,220	1,471	1,837
비지배주주지분 순이익	153	216	147	271	339
기타포괄이익	75	1,025	270	10	10
총포괄이익	1,489	1,815	1,637	1,752	2,185

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,199	5,064	5,083	5,230	5,513
현금성자산	779	1,380	1,570	1,394	1,307
단기투자자산	1,933	1,324	1,492	1,675	1,891
매출채권	1,564	1,679	1,176	1,293	1,422
재고자산	70	51	57	64	73
기타유동자산	853	630	788	804	820
비유동자산	25,054	26,575	27,477	28,658	30,193
유형자산	1,525	1,546	1,747	1,727	1,712
무형자산	143	117	93	74	60
투자자산	21,821	23,241	23,966	25,186	26,751
기타비유동자산	1,565	1,671	1,671	1,671	1,670
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	30,253	31,639	32,561	33,888	35,706
유동부채	1,937	2,245	2,298	2,333	2,412
단기차입금	3	6	6	6	6
매입채무	773	801	809	688	584
유동성장기부채	16	200	290	300	310
기타유동부채	1,145	1,238	1,193	1,339	1,512
비유동부채	1,299	1,262	1,045	1,054	1,086
사채	549	390	175	185	195
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	750	872	870	869	891
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	3,237	3,507	3,423	3,477	3,588
지배주주지분	26,128	27,084	27,941	28,943	30,312
자본금	802	802	802	802	802
자본잉여금	2,968	2,968	2,968	2,968	2,968
자본조정 등	-1,914	-2,065	-1,815	-1,815	-1,815
기타포괄이익누계액	2,972	4,054	4,324	4,334	4,344
이익잉여금	21,301	21,325	21,663	22,656	24,014
비지배주주지분	888	1,049	1,197	1,468	1,806
자본총계	27,016	28,133	29,138	30,411	32,118

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	883	1,361	1,107	582	713
당기순이익	1,414	790	1,367	1,742	2,175
유형자산 상각비	155	164	174	160	155
무형자산 상각비	33	30	24	19	15
외환손익	-2	-24	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-295	134	298	-120	-67
기타	-422	267	-756	-1,219	-1,565
투자활동으로인한현금흐름	-179	-66	-162	-303	-346
투자자산의 감소(증가)	-425	-461	-725	-1,219	-1,565
유형자산의 감소	5	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-111	-102	-105	-130	-130
기타	352	497	668	1,046	1,349
재무활동으로인한현금흐름	-976	-706	-754	-455	-454
차입금의 증가(감소)	-0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	399	-159	-215	10	10
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-527	-550	-632	-478	-478
기타	-848	3	93	13	14
기타현금흐름	1	12	0	0	0
현금의증가(감소)	-272	601	191	-176	-87
기초현금	1,051	779	1,380	1,570	1,394
기말현금	779	1,380	1,570	1,394	1,307

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	8,930	4,965	8,689	11,231	14,043
EPS(지배순이익 기준)	7,958	3,593	7,747	9,474	11,848
BPS(자본총계 기준)	168,513	175,475	185,315	193,414	204,271
BPS(지배지분 기준)	162,977	168,930	177,706	184,081	192,784
DPS	3,100	3,100	3,100	3,100	3,100
P/E(당기순이익 기준)	9.6	14.5	9.3	7.9	6.3
P/E(지배순이익 기준)	10.8	20.0	10.4	9.4	7.5
P/B(자본총계 기준)	0.5	0.4	0.4	0.5	0.4
P/B(지배지분 기준)	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(Reported)	7.0	9.0	7.3	5.9	4.9
배당수익률	3.6	4.3	3.5	3.5	3.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-33.3	-44.4	75.0	29.3	25.0
EPS(지배순이익 기준)	-36.5	-54.8	115.6	22.3	25.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	5.3	2.9	4.8	5.8	7.0
ROE(지배순이익 기준)	4.9	2.2	4.4	5.2	6.2
ROA	4.7	2.6	4.3	5.2	6.3
안정성 (%)					
부채비율	12.0	12.5	11.7	11.4	11.2
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	40.0	35.8	55.3	70.2	86.0

** K-IFRS 연결 기준*

삼양식품 (003230)

Analyst 하희지 1300691@hmsec.com

4Q25 Preview: 여전히 유효한 성장 Story

BUY **TP 1,800,000원**

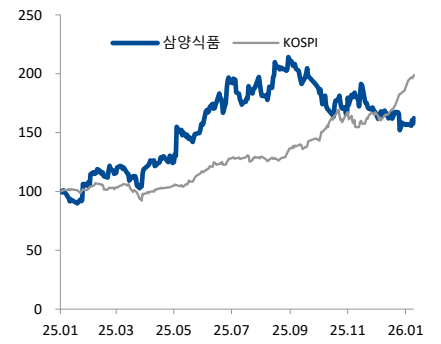
현재주가 (1/22)	1,235,000원
상승여력	45.7%
시가총액	9,303십억원
발행주식수	7,533천주
자본금/액면가	38십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	1,630,000원/684,000원
일평균 거래대금 (60일)	80십억원
외국인 지분율	17.04%
주요주주 지분율	
삼양라운드스퀘어 외 6인	44.98%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-3.8	-4.7	-8.6
상대주가(%p)	-20.3	-25.3	-41.5

*K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	55,489	75,731	1,850,000
After	55,271	71,210	1,800,000
Consensus	54,064	71,625	
Cons. 차이	2.2%	-0.6%	N/A

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 삼양식품 4Q25F 연결 기준 매출액은 6,450억원(+34.7%yoy), 영업이익은 1,435억원(+63.7%yoy, OPM 22.3%)으로 시장 컨센서스에 부합하는 실적 전망

주요이슈 및 실적전망

- 삼양식품 4분기 **①미국 법인** 가격 인상에도 불구, 견조한 수요 지속됨에 따라, 당분기에도 메인스트림(월마트, 샘스 클럽, 타겟, 크로거 등) 입점율 확대 및 매출 성장 QoQ 지속되고 있다는 점 고무적. **② 중국 법인** 광군제 물량 3Q25 선출고 영향으로 4Q25는 QoQ 역성장 전망되나, 1Q26 춘절 물량 반영 및 2,3선 도시 침투율 지속 확대되며 회복 전망 **③ 유럽 법인** 매출은 거래선 정비 영향으로 QoQ 플랫 전망. 유럽 법인 현재 영국을 중심 메인스트림 채널 입점 확대하고 있으며, 거래선 정비 후 성장 가속화될 것으로 전망. 다만, 4Q25 국내 우지 라면 출시, 중국 온라인 채널 관련 비용 약 300억원(vs. 3Q25 169억원) 예상됨에 따라 마케팅비 확대
- 밀양 2공장 현재 봉지면 3개 라인(2교대) + 용기면 3개 라인(1교대) 가동 중. 기존 라인들은 생산 라인 효율화 지속. 26년 상반기 밀양 2공장 풀가동 타겟. 해외 확장 가속화 및 믹스 개선에 따른 성장 모멘텀 여전히 유효

주가전망 및 Valuation

- 삼양식품에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 기존 1,850,000원에서 1,800,000원으로 하향 조정. 목표주가는 12M Fwd EPS를 기존 74,044원에서 71,904원으로 하향, Target Multiple 25배(글로벌 Peer 해외 확장기 3년 평균 P/E, 직전 Valuation과 동일) 적용하여 산정. 최근 삼양식품 수출 성장률 둔화 및 생산성에 대한 우려로 주가 조정 거쳤음. 다만, 여전히 상반기 밀양 2공장 풀가동 및 지속적인 생산 효율 개선 반영한 연간 실적 가시성은 충분하며, Peer 대비 독보적인 성장 속도, 견조한 수요 감안시 성장 스토리 여전히 유효하다고 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	1,193	148	126	180	16,761	58.2	12.9	2.9	9.5	24.8	1.0
2024	1,728	345	272	391	36,106	115.4	21.2	7.1	14.8	39.4	0.4
2025F	2,359	528	416	591	55,271	53.1	22.3	7.7	15.6	41.2	0.3
2026F	2,935	677	536	742	71,210	28.8	16.9	5.3	12.0	36.8	0.3
2027F	3,320	779	599	837	79,544	11.7	15.1	4.0	9.9	30.0	0.3

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 삼양식품 목표 주가 산정

	내용	비고
12M Forward EPS(원)	71,904	- 삼양식품 12M Fwd EPS 추정치
Target P/E(배)	25	- 글로벌 Peer 해외 확장기 3년 P/E 평균 적용
적정 주가(원)	1,797,602	
목표주가(원)	**1,800,000**	
전일 종가(원)	1,235,000	- 2026.01.22 종가
상승여력(%)	45.7	
투자의견	**BUY**	

자료: 현대차증권

〈표2〉 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	**529.0**	**553.1**	**632.0**	**645.0**	**681.2**	**723.9**	**755.4**	**774.1**	**1,728.0**	**2,359.1**	**2,934.5**
YoY(%)	*37.1%*	*30.3%*	*44.0%*	*34.7%*	*28.8%*	*30.9%*	*19.5%*	*20.0%*	*44.9%*	*36.5%*	*24.4%*
1. 해외	424.0	440.2	510.5	523.4	566.4	604.2	629.2	647.4	1,335.9	1,898.0	2,447.1
YoY(%)	*47%*	*33%*	*50%*	*40%*	*34%*	*37%*	*23%*	*24%*	*65.1%*	*42.1%*	*28.9%*
2. 국내	105.0	112.9	121.5	121.7	114.8	119.7	126.2	126.7	392.1	461.1	487.4
YoY(%)	*9%*	*22%*	*24%*	*16%*	*9%*	*6%*	*4%*	*4%*	*2.2%*	*17.6%*	*5.7%*
영업이익	**134.0**	**120.1**	**130.9**	**143.5**	**158.7**	**165.0**	**171.5**	**181.9**	**344.6**	**528.5**	**677.1**
OPM(%)	*25.3%*	*21.7%*	*20.7%*	*22.3%*	*23.3%*	*22.8%*	*22.7%*	*23.5%*	*19.9%*	*22.4%*	*23.1%*
YoY(%)	*67.2%*	*34.2%*	*49.9%*	*63.7%*	*18.5%*	*37.4%*	*31.0%*	*26.7%*	*133.6%*	*53.4%*	*28.1%*
세전이익	**135.0**	**104.9**	**138.0**	**154.9**	**157.7**	**169.0**	**168.5**	**192.7**	**352.3**	**532.7**	**688.0**
세전이익(%)	*25.5%*	*19.0%*	*21.8%*	*24.0%*	*23.2%*	*23.4%*	*22.3%*	*24.9%*	*20.4%*	*22.6%*	*23.4%*
YoY(%)	*60.3%*	*13.7%*	*73.6%*	*60.8%*	*16.8%*	*61.2%*	*22.1%*	*24.5%*	*125.3%*	*51.2%*	*29.2%*
지배주주순이익	**99.1**	**84.5**	**110.2**	**122.5**	**118.5**	**132.8**	**134.5**	**150.6**	**272.0**	**416.4**	**536.4**
순이익(%)	*18.7%*	*15.3%*	*17.4%*	*19.0%*	*17.4%*	*18.4%*	*17.8%*	*19.5%*	*15.7%*	*17.6%*	*18.3%*
%YoY	*49.1%*	*19.8%*	*87.2%*	*60.4%*	*19.5%*	*57.1%*	*22.1%*	*23.0%*	*115.4%*	*53.1%*	*28.8%*

자료: 삼양식품, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,193	1,728	2,359	2,935	3,320
증가율 (%)	31.2	44.8	36.5	24.4	13.1
매출원가	776	1,005	1,329	1,637	1,843
매출원가율 (%)	65.0	58.2	56.3	55.8	55.5
매출총이익	417	723	1,031	1,298	1,478
매출이익률 (%)	35.0	41.8	43.7	44.2	44.5
증가율 (%)	66.1	73.4	42.6	25.9	13.9
판매관리비	269	379	502	621	699
판관비율(%)	22.5	21.9	21.3	21.2	21.1
EBITDA	180	391	591	742	837
EBITDA 이익률 (%)	15.1	22.6	25.1	25.3	25.2
증가율 (%)	56.5	117.2	51.2	25.5	12.8
영업이익	148	345	528	677	779
영업이익률 (%)	12.4	20.0	22.4	23.1	23.5
증가율 (%)	64.4	133.1	53.0	28.2	15.1
영업외손익	4	6	4	11	-3
금융수익	6	10	20	21	21
금융비용	12	29	23	27	33
기타영업외손익	10	25	7	17	9
종속/관계기업관련손익	6	0	0	0	0
세전계속사업이익	156	352	533	688	776
세전계속사업이익률	13.1	20.4	22.6	23.4	23.4
증가율 (%)	52.9	125.6	51.4	29.1	12.8
법인세비용	30	80	117	152	177
계속사업이익	127	271	415	536	598
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	127	271	415	536	598
당기순이익률 (%)	10.6	15.7	17.6	18.3	18.0
증가율 (%)	58.8	113.4	53.1	29.2	11.6
지배주주지분 순이익	126	272	416	536	599
비지배주주지분 순이익	0	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익	-2	-1	-0	0	0
총포괄이익	124	271	415	536	598

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	497	682	1,093	1,784	2,493
현금성자산	219	335	592	1,190	1,836
단기투자자산	23	16	17	21	23
매출채권	80	137	184	221	246
재고자산	142	148	199	239	267
기타유동자산	34	47	63	76	84
비유동자산	673	913	1,244	1,182	1,125
유형자산	543	748	1,029	980	933
무형자산	55	58	61	46	34
투자자산	11	16	26	28	29
기타비유동자산	64	91	128	128	129
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,170	1,595	2,338	2,966	3,618
유동부채	402	492	712	817	890
단기차입금	76	78	122	122	122
매입채무	107	145	195	234	261
유동성장기부채	91	25	65	65	65
기타유동부채	128	244	330	396	442
비유동부채	192	274	406	423	435
사채	0	0	50	50	50
장기차입금	141	211	271	271	271
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	51	63	85	102	114
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	594	767	1,119	1,241	1,325
지배주주지분	565	817	1,203	1,710	2,279
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	11	11	11	11	11
자본조정 등	-7	-7	-7	-7	-7
기타포괄이익누계액	0	5	4	4	4
이익잉여금	522	770	1,157	1,663	2,232
비지배주주지분	12	11	16	15	14
자본총계	577	828	1,219	1,725	2,293

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	168	358	519	618	655
당기순이익	127	271	415	536	598
유형자산 상각비	32	46	53	49	47
무형자산 상각비	0	0	9	15	11
외환손익	1	-13	-1	0	0
운전자본의 감소(증가)	-8	-7	48	25	17
기타	16	61	-5	-7	-18
투자활동으로인한현금흐름	-24	-214	-408	21	34
투자자산의 감소(증가)	3	-5	-10	-2	-1
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-45	-228	-408	0	0
기타	18	19	10	23	35
재무활동으로인한현금흐름	-20	-35	149	-41	-43
차입금의 증가(감소)	-10	70	60	0	0
사채의증가(감소)	-75	0	50	0	0
자본의 증가	-0	0	0	0	0
배당금	-12	-19	-30	-30	-30
기타	77	-86	69	-11	-13
기타현금흐름	-3	7	-2	0	0
현금의증가(감소)	122	116	257	598	646
기초현금	97	219	335	592	1,190
기말현금	219	335	592	1,190	1,836

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	16,805	36,009	55,142	71,106	79,429
EPS(지배순이익 기준)	16,761	36,106	55,271	71,210	79,544
BPS(자본총계 기준)	76,568	109,921	161,832	228,939	304,368
BPS(지배지분 기준)	74,979	108,436	159,752	226,961	302,505
DPS	2,100	3,300	4,000	4,000	4,000
P/E(당기순이익 기준)	12.9	21.2	22.3	16.9	15.1
P/E(지배순이익 기준)	12.9	21.2	22.3	16.9	15.1
P/B(자본총계 기준)	2.8	7.0	7.6	5.2	3.9
P/B(지배지분 기준)	2.9	7.1	7.7	5.3	4.0
EV/EBITDA(Reported)	9.5	14.8	15.6	12.0	9.9
배당수익률	1.0	0.4	0.3	0.3	0.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	57.7	114.3	53.1	29.0	11.7
EPS(지배순이익 기준)	58.2	115.4	53.1	28.8	11.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	24.5	38.6	40.6	36.4	29.8
ROE(지배순이익 기준)	24.8	39.4	41.2	36.8	30.0
ROA	12.1	19.6	21.1	20.2	18.2
안정성 (%)					
부채비율	102.9	92.6	91.8	72.0	57.8
순차입금비율	13.0	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	12.1	23.9	28.9	35.6	41.9

** K-IFRS 연결 기준*

한미약품 (128940)

Analyst 여노래 noraeyeo@hmsec.com
RA 성기용 yong2259@hmsec.com

4Q25 Preview: 실적, 신약 둘다 좋다

BUY **TP 550,000원**

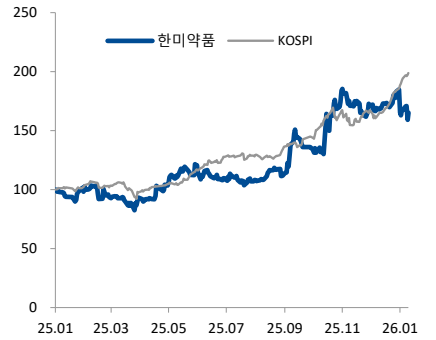
현재주가 (1/22)	430,500원
상승여력	27.8%
시가총액	5,515십억원
발행주식수	12,811천주
자본금/액면가	32십억원/2,500원
52주 최고가/최저가	483,000원/215,000원
일평균 거래대금 (60일)	66십억원
외국인 지분율	11.46%
주요주주 지분율	
한미사이언스외4인	50.29%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-1.7	23.4	50.0
상대주가(%p)	-18.5	-3.3	-4.0

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	13,121	14,686	550,000
After	13,375	16,218	550,000
Consensus	12,770	14,420	
Cons. 차이	4.7%	12.5%	N/A

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

4Q25 연결 매출액 4,257억원, 영업이익 696억원 전망

- 한미약품의 연결 기준 4Q25 매출액 4,257억원(YoY +21.1%, QoQ +17.5%), 영업이익 696억원(YoY +128.6%, QoQ +26.4%)으로 호실적 예상.
- 한미약품 별도 부문에서 독감 유행에 따른 한미플루 등 호흡기 질환 관련 ETC 품목의 매출 증가와 호중구감소증 신약 롤베돈의 미국 판매증가에 따른 로열티 수익 확대, 파트너사 임상 시료 공급 등이 실적에 기여.
- 자회사 실적 또한 견조. 북경한미는 계절적 성수기 진입, 진해거담제 및 정장제 판매호조로 연간 매출액 4,006억원(YoY +3.9%)을 기록하며 매출 가이던스 4,000억원 달성 전망. 정밀화학은 고수익성 CDMO 매출이 확대되며 분기 흑자 전환 예상.

2026년 연이은 비만/MASH 신약 모멘텀

- 미국 파트너사 MSD가 주도하는 에피노페그듀타이드(MASH 치료제)는 '25년 12월 말 임상 2b상 완료되어 임상 결과는 상반기 중 학회를 통해 발표 예정. 최근 JPM에서 MSD의 언급이 없어 일부 우려감에 주가가 하락했으나 이는 이중 맹검 임상 특성상 MSD도 데이터를 알 수 없기 때문인 것으로 판단됨.
- 에포시페그트루다이드(MASH 삼중작용제)는 하반기 글로벌 2b상 결과 발표 예상.
- 동사가 자체 개발한 비만치료제 에페글레나타이드는 올해 하반기 출시 예정. 유의미한 체중 감량 효과와 우월한 안전성이 입증된 바 있으며 약가는 아직 결정되지 않았으나 경쟁제품인 위고비, 마운자로 대비 낮은 약가로 책정될 예정. 가격 경쟁력과 평택 바이오플랜트를 활용한 안정적인 공급을 바탕으로 출시 후 1년 내 1,000억원 매출 달성이 목표.

투자의견 매수, 목표주가 550,000원 유지

- 투자의견 매수, 목표주가는 550,000원 유지. 기존과 동일한 SoTP 밸류에이션으로 영업가치와 에페글레나타이드, 에피노페그듀타이드, HM15275 파이프라인의 rNPV 가치, 순현금을 더하여 기업가치를 산출. 영업가치는 기존과 동일하게 제약사 평균 12M Fwd EV/EBITDA 13배를 적용하여 산출. 비영업가치는 동일하게 임상이 진행중인 3개의 파이프라인의 가치를 rNPV방식 (WACC 8.3%, 영구성장율 -10%)로 적용하여 산출.
- 비만, MASH 파이프라인의 임상 개발 마일스톤이 목표대로 성과를 달성하고 있으며, 비만 경쟁 시장에서 L/O(기술계약) 가능성도 존재.

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	1,491	221	146	319	11,415	76.6	30.9	4.7	15.3	16.0	0.1
2024	1,496	216	121	314	9,470	-17.0	29.6	3.3	12.9	11.9	0.4
2025F	1,540	244	171	342	13,375	41.2	33.8	4.7	18.0	14.8	0.2
2026F	1,671	296	208	388	16,218	21.3	26.5	3.8	14.6	15.5	0.2
2027F	1,867	384	277	468	21,614	33.3	19.9	3.2	11.6	17.5	0.2

* K-IFRS 연결 기준

〈표 1〉 한미약품 밸류에이션 주요 가정

구 분	주요 가정	숫자	비고
밸류에이션	약가인상율	-1.0%	비만치료제 평균 약가 할인율
	환율(원)	1,421	2025 년 환율 평균
	WACC	8.3%	파이프라인 밸류에이션 평균
	Terminal Growth	-10.0%	특허산업 영구성장율
	순매출액 비중	80%	상위 3 개 글로벌 제약사 GPM 평균
	세율	25%	법인세율 최고구간 적용
에페글레나타이드	국내 비만 환자 수	22,000,000	2023 비만팩트시트, 성인인구 중 49.8%
	환자 증가율	0.1%	대한민국 인구증가율
	GLP-1 사용자 비율	12.4%	25.10 기준 미국 사용자 응답비율
	GLP-1 사용자 증가율	10.0%	처방 성장율 추정
	평균 약가(원)	277,500	위고비 2.4mg 국내 평균 가격 37 만원 대비 25%할인
	추정 중단율	7%	Semaglutide 임상 3 상 중단율
HM15275	미국 비만 환자 수	171,600,000	Lancet, 2024
	환자 증가율	1%	평균 인구증가율
	GLP-1 사용자 비율	12.4%	25.10 기준 미국 사용자 응답비율
	GLP-1 사용자 증가율	10.0%	처방 성장율 추정
	투약 중단율	18.2%	Retratrutide 12mg 중단율
	약가	12,204	젭바운드 약가, 1 년 복용 기준, Evaluate Pharma Retail Price :1,017.81 (per Month)
	투약 의향 설문 긍정 비율	26%	랜드 연구소 설문조사, 2025
HM17321	MASH 인구(미국)	2,200,000	2022 기준
	MASH 인구 증가율	1%	평균 인구증가율
	MASH 인구 중 F1 비율	50.80%	독일 클리닉 방문 MASH 환자 분석 연구(2025)
	MASH 인구 중 F2 비율	18.30%	
	MASH 인구 중 F3 비율	12.50%	
	MASH 인구 중 F4 비율	18%	
	약가	12,204	젭바운드 약가, 1 년 복용 기준, Evaluate Pharma Retail Price :1,017.81 (per Month)
	GLP-1 작용제 MASH 치료율	32.7%	Semaglutide MASH 임상 3 상
	플라시보 개선율	16.2%	Semaglutide MASH 임상 3 상
	추정 중단율	4.2%	에피노페그듀타이드 임상 2a 상

자료 : 현대차증권

〈표 2〉 한미약품 SOTP 벨류에이션 요약

(단위: 십억원, %)

구분	기업가치(십억원)	내용/비고
영업가치	**4,597**	12M Fwd 추정 EBITDA * 상위제약사 평균 EV/EBITDA 적용
비영업가치	**2,681**	
에페글레나타이드(LAPS-Exd4 analog)	1,141	
HM15275(LA-GLP/GCG/GIP)	1,186	
에피노페그듀타이드(MK-6024(GLP/GCG))	354	
순차입금	**297**	2024 년 말 기준
주주가치	**6,981**	
발행주식수(E, 천주)	**12,680**	자사주 제외
목표주가(원)	**550,000**	
현재주가(원)	**430,500**	
상승여력	**27.8%**	

자료 : 현대차증권

〈표 3〉 에페글레나타이드 파이프라인 밸류에이션

			3상	3상/허가신청	시판개시		
순번	구분		2025	2026	2027	…	2040
1	비만환자(KR)		22,000,000	22,022,000	22,044,022	…	22,332,320
2_1	GLP-1 사용자 비율	12%	2,728,000	2,730,728	2,733,459	…	2,769,208
2_2	GLP-1 사용자 증가율	10%	2,728,000	3,000,800	3,300,880	…	11,395,533
3	Target Patients (5+6+7)		2,728,000	3,000,800	3,300,880	…	11,395,533
4	M/S		-	-	12%	…	20%
5	투약 환자 수		-	-	396,106	…	2,279,107
6	추정 중단율	7.0%	-	-	27,727	…	159,537
7	최종 환자 수(5-6)		-	-	368,378	…	2,119,569
8	약가(인상율, KRW)	-1.0%	277,500	274,725	271,978	…	238,666
9	매출액(8X9)(백만원)		-	-	100,191	…	505,869
9	순매출액(백만원)	80%			80,153	…	404,696
14	세후이익(NOPLAT)(십억원)	25%	-	-	60	…	304
15	위험 조정 비율(임상확률조정)		100%	81%	81%	…	81%
16	위험 조정 FCFF		-	-	49	…	247
17	NPV		774	838	908	…	228
18	PV Factor		1	0.9	0.9	…	0.3
19	TV					…	1,214
20	PV of TV		367			…	
21	rNPV(십억원)(17+20)		1,141				

자료 : 현대차증권

〈표 4〉 HM15275 파이프라인 밸류에이션

			2상 첫환자	2상	3상		
순번	구분		2025	2026	2027	…	2040
1	비만환자(US)		171,600,000	171,771,600	171,943,372	…	174,192,096
2_1	투약의향설문율	26%	44,616,000	44,660,616	44,705,277	…	45,289,945
2_2	GLP-1 사용자 비율	12%	5,353,920	5,359,274	5,364,633	…	5,434,793
2_3	GLP-1 사용자 증가율	10%	5,353,920	5,889,312	6,478,243	…	22,364,653
3	Target Patients(2_4+2_5)		5,353,920	5,889,312	6,478,243	…	22,364,653
4	M/S		-	-	-	…	7%
5	투약 환자 수		-	-	-	…	1,565,526
6	추정 중단율	18.2%	-	-	-	…	109,587
7	최종환자수(5-6)		-	-	-	…	1,455,939
8	약가(인상율,$)	-1.0%	12,204	12,082	11,961	…	10,496
9	매출액(8X9)(m$)		-	-	-	…	15,282
9	순매출액(m$)	80%				…	12,225
9	로열티율(highsingle)					…	10%
10	로열티 수령금액(m$)					…	1,223
11	원화환산(십억원)	1,421	-	-	-	…	1,737
13	마일스톤(십억원)		10	10	30	…	300
14	세후이익(NOPLAT)(십억원)	25%	8	8	23	…	1,528
15	위험 조정 비율(임상확률조정)		100%	100%	43%	…	23%
16	위험 조정 FCFF		8	8	10	…	351
17	NPV		664	711	763	…	324
18	PV Factor		1	0.9	0.9	…	0.3
19	TV					…	1,728
20	PV of TV		523			…	
21	rNPV(십억원)(17+20)		1,186			…	

자료 : 현대차증권

〈표 5〉 에피노페그듀타이드 파이프라인 밸류에이션

			2상	3상	3상		
순번	구분		2025	2026	2027	…	2040
1	MASH 환자(US)		22,000,000	22,022,000	22,044,022		22,332,320
2_1	F2-F3 환자 비율	31%	5,720,000	5,725,720	5,731,446		5,806,403
2_2	GLP-1 사용자 치료율	33%	1,870,440	1,872,310	1,874,183		1,898,694
2_3	플라시보 개선율	16%	301,141	301,442	301,743		305,690
3	Target Patients (2_4+2_5)		3,548,419	3,551,968	3,555,520		3,602,020
4	M/S		-	-	-		10%
5	투약 환자 수		-	-	-		360,202
6	추정 중단율	4.2%	-	-	-		15,128
7	최종 환자 수(5-6)		-	-	-		345,073
8	약가(인상율, $)	-1.0%	12,204	12,082	11,961		10,496
9	매출액(8X9)(m$)		-	-	-		3,622
9	순매출액(m$)	80%					2,898
9	로열티율(high single)						10%
10	로열티 수령금액(m$)						290
11	원화환산(십억원)	1421	-	-	-		412
13	마일스톤(십억원)			10	30		100
14	세후이익(NOPLAT)(십억원)	25%	-	8	23		384
15	위험 조정 비율(임상확률조정)		100%	100%	43%		23%
16	위험 조정 FCFF		-	8	10		88
17	NPV		223	241	254		82
18	PV Factor		1	0.9	0.9		0.3
19	TV						434
20	PV of TV		131				
21	rNPV(십억원)(17+20)		**354**				

자료 : 현대차증권

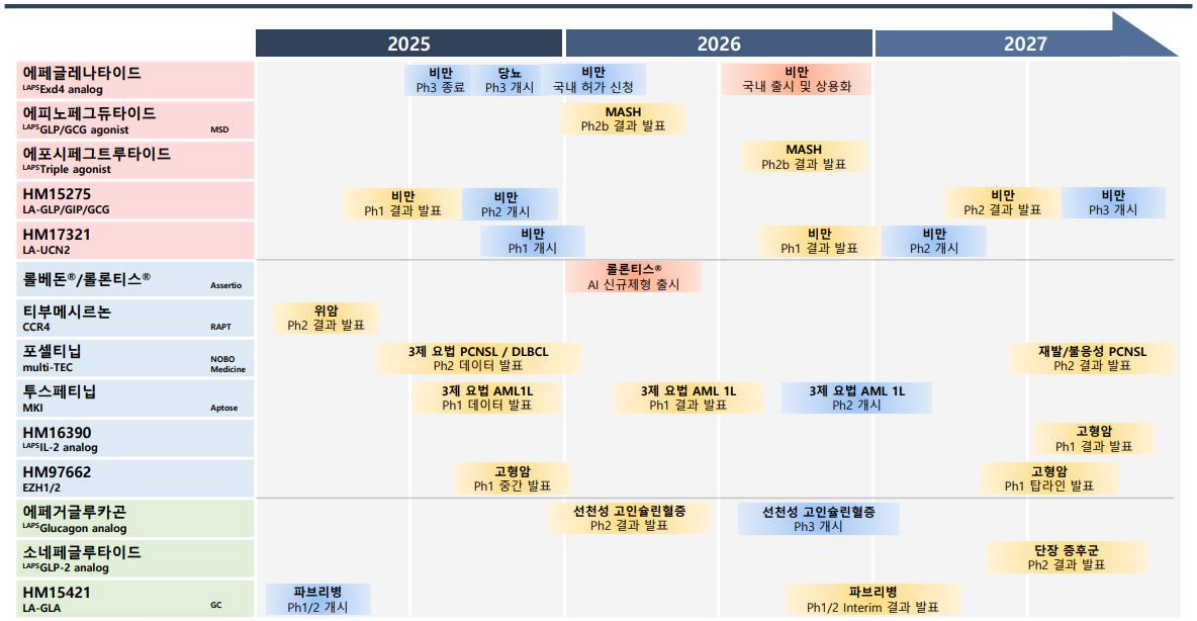
〈표6〉 한미약품 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F
연결매출	403.7	378.1	362.1	351.6	390.9	361.3	362.3	425.7	1,495.5	1,540.2
YoY(%)	25.7	19.2	5.8	0.1	(3.2)	(4.5)	0.1	21.1	0.3	3.0
별도매출	275.1	281.8	276.4	280.3	295.1	276.6	269.2	308.9	1,113.6	1,149.7
제품	230.7	228.0	235.0	235.0	257.4	233.1	228.0	243.6	928.7	962.2
상품	40.6	49.7	36.2	37.6	31.1	33.5	31.4	52.6	164.1	148.6
기술수출 및 기타	3.8	4.2	5.2	7.7	6.6	9.9	9.8	12.6	20.9	38.9
북경한미	127.7	98.7	84.3	74.9	96.5	86.7	94.1	123.3	385.6	400.6
YoY(%)	15.1	9.6	(9.7)	(27.5)	(24.4)	(12.2)	11.7	64.5	(3.0)	3.9
한미정밀화학	24.8	34.3	17.2	20.7	22.8	23.0	17.2	22.3	97.0	85.4
YoY(%)	(4.1)	14.3	(20.2)	(38.5)	(8.1)	(32.9)	0.0	8.0	(12.7)	(12.0)
연결조정	(23.9)	(36.7)	(28.7)	(29.2)	(23.4)	(25.0)	(28.1)	(28.8)	(100.7)	(95.4)
매출총이익	226.5	206.7	198.6	185.2	213.6	204.7	205.5	238.0	817.0	861.8
YoY(%)	31.1	24.5	5.3	(3.2)	(5.7)	(0.9)	3.5	28.5	(1.5)	5.5
GPM(%)	56.1	54.7	54.9	52.7	54.6	56.7	56.7	55.9	54.6	56.0
영업이익	76.6	58.1	51.0	30.5	59.0	60.4	55.1	69.6	216.2	244.1
YoY(%)	87.6	84.0	8.9	(21.6)	(23.0)	4.0	8.0	128.6	(2.0)	12.9
OPM(%)	19.0	15.4	14.1	8.7	15.1	16.7	15.2	16.4	14.5	15.9
당기순이익	63.2	47.1	35.0	(4.8)	44.7	43.0	45.4	55.8	140.4	188.8
YoY(%)	152.3	107.6	11.8	적전	(29.3)	(8.6)	29.9	흑전	(15.1)	34.5
NPM(%)	27.4	20.6	14.9	(2.0)	17.3	18.4	19.9	22.9	15.1	19.6

자료: 현대차증권

<그림1> 한미약품 R&D 타임라인



자료 : 한미약품, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,491	1,496	1,540	1,671	1,867
증가율 (%)	11.9	0.3	2.9	8.5	11.7
매출원가	662	678	678	699	723
매출원가율 (%)	44.4	45.3	44.0	41.8	38.7
매출총이익	829	817	862	972	1,144
매출이익률 (%)	55.6	54.6	56.0	58.2	61.3
증가율 (%)	15.3	-1.4	5.5	12.8	17.7
판매관리비	609	601	618	676	760
판관비율(%)	40.8	40.2	40.1	40.5	40.7
EBITDA	319	314	342	388	468
EBITDA 이익률 (%)	21.4	21.0	22.2	23.2	25.1
증가율 (%)	25.1	-1.6	8.9	13.5	20.6
영업이익	221	216	244	296	384
영업이익률 (%)	14.8	14.4	15.8	17.7	20.6
증가율 (%)	39.9	-2.3	13.0	21.3	29.7
영업외손익	-25	-45	-23	-20	-14
금융수익	7	12	7	5	5
금융비용	29	31	13	-2	-4
기타영업외손익	-3	-26	-17	-27	-23
종속/관계기업관련손익	-1	-0	-0	0	0
세전계속사업이익	194	171	221	277	369
세전계속사업이익률	13.0	11.4	14.4	16.6	19.8
증가율 (%)	60.3	-11.9	29.2	25.3	33.2
법인세비용	29	31	32	41	55
계속사업이익	165	140	190	235	313
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	165	140	190	235	313
당기순이익률 (%)	11.1	9.4	12.3	14.1	16.8
증가율 (%)	61.8	-15.2	35.7	23.7	33.2
지배주주지분 순이익	146	121	171	208	277
비지배주주지분 순이익	19	19	18	27	36
기타포괄이익	-55	35	-12	20	-5
총포괄이익	111	175	177	255	308

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	731	746	918	1,217	1,564
현금성자산	55	192	186	392	620
단기투자자산	110	1	1	1	1
매출채권	168	238	288	328	380
재고자산	289	301	364	415	479
기타유동자산	18	14	17	19	22
비유동자산	1,168	1,275	1,264	1,232	1,213
유형자산	833	796	743	697	656
무형자산	81	94	101	89	78
투자자산	45	172	195	221	254
기타비유동자산	209	213	225	225	225
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,899	2,021	2,182	2,449	2,777
유동부채	705	683	673	696	727
단기차입금	336	371	320	296	266
매입채무	45	39	47	53	61
유동성장기부채	145	31	14	14	14
기타유동부채	179	242	292	333	386
비유동부채	94	97	107	109	111
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	82	86	93	93	93
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	12	11	14	16	18
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	798	780	780	805	838
지배주주지분	955	1,085	1,234	1,448	1,708
자본금	31	32	32	32	32
자본잉여금	412	411	411	411	411
자본조정 등	-40	-43	-43	-43	-43
기타포괄이익누계액	-30	4	-6	14	9
이익잉여금	582	681	840	1,035	1,299
비지배주주지분	145	156	168	196	232
자본총계	1,100	1,241	1,402	1,644	1,940

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	217	193	250	283	341
당기순이익	165	140	190	235	313
유형자산 상각비	86	86	86	80	74
무형자산 상각비	12	12	12	12	11
외환손익	1	-6	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-57	-90	-39	-44	-57
기타	10	51	1	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-183	25	-156	-40	-71
투자자산의 감소(증가)	-23	-135	-25	-26	-33
유형자산의 감소	3	0	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-27	-39	-33	-34	-33
기타	-136	199	-99	20	-5
재무활동으로인한현금흐름	-127	-94	-96	-36	-42
차입금의 증가(감소)	-60	4	7	0	0
사채의증가(감소)	-75	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-18	-13	-31	-13	-13
기타	26	-85	-72	-23	-29
기타현금흐름	1	13	-5	0	0
현금의증가(감소)	-92	137	-7	206	228
기초현금	147	55	192	186	392
기말현금	55	192	186	392	620

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	12,908	10,962	14,798	18,355	24,462
EPS(지배순이익 기준)	11,415	9,470	13,375	16,218	21,614
BPS(자본총계 기준)	85,880	96,851	109,452	128,342	151,415
BPS(지배지분 기준)	74,580	84,685	96,324	113,077	133,301
DPS	490	1,250	1,000	1,000	1,000
P/E(당기순이익 기준)	27.3	25.6	30.5	23.5	17.6
P/E(지배순이익 기준)	30.9	29.6	33.8	26.5	19.9
P/B(자본총계 기준)	4.1	2.9	4.1	3.4	2.8
P/B(지배지분 기준)	4.7	3.3	4.7	3.8	3.2
EV/EBITDA(Reported)	15.3	12.9	18.0	14.6	11.6
배당수익률	0.1	0.4	0.2	0.2	0.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	62.8	-15.1	35.0	24.0	33.3
EPS(지배순이익 기준)	76.6	-17.0	41.2	21.3	33.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	15.7	12.0	14.3	15.4	17.5
ROE(지배순이익 기준)	16.0	11.9	14.8	15.5	17.5
ROA	8.7	7.2	9.0	10.2	12.0
안정성 (%)					
부채비율	72.6	62.9	55.6	48.9	43.2
순차입금비율	28.2	24.0	12.9	순현금	순현금
이자보상배율	7.7	8.9	14.2	19.9	27.7

** K-IFRS 연결 기준*

대우건설 (047040)

Analyst 신동현 dhshin@hmsec.com

4Q25 Preview: 잊고 있던 원전 기업

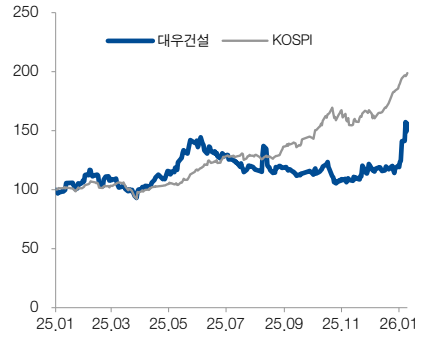
BUY	TP 6,000원
현재주가 (1/22)	4,970원
상승여력	20.7%
시가총액	2,066십억원
발행주식수	415,623천주
자본금/액면가	2,078십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	5,020원/2,970원
일평균 거래대금 (60일)	12십억원
외국인 지분율	10.06%
주요주주 지분율	
중흥토건외2인	50.75%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	31.3	33.6	25.3
상대주가(%p)	8.9	4.8	-19.8

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	354	766	5,000
After	104	824	6,000
Consensus	-2	602	
Cons. 차이	-5300.0%	36.9%	N/A

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 4Q25F 연결 매출액 1조 8,920억원(-28.5% yoy, -5.0% qoq), 영업이익 993억원(-18.1% yoy, +75.5% qoq, OPM 5.2%)으로 컨센서스 부합 전망
- 주택/건축부문 매출액 감소에 따른 매출 및 영업이익 전년동기대비 감소 전망. 그 외 사업부문에서의 특이사항은 확인되지 않아 무난한 실적이 예상됨

주요이슈 및 실적전망

- 주택/건축부문 매출액은 '23년 이후 신규 현장 부족 영향이 이어지며 전년동기대비 감소를 지속할 것. 다만 꾸준한 Mix 개선이 이루어지며 동 부문 GPM은 더블디짓을 달성할 수 있을 것이라 추정함
- 전분기까지 토목부문에서 반복적 비용 반영이 있었으나 당분기부터는 해당 리스크가 해소되었고, 높아진 원가율에 따른 일시적 수익성 하락을 반영해 당분기 토목 GPM 0%로 가정함. 반면 플랜트부문에서는 견조한 수익성이 이어질 전망
- 25년 연간 분양실적은 약 1.9만세대로, 연초 제시한 가이던스 17,519세대를 상회

BUY(유지) / TP 6,000 원(상향) = 12m Fwd. BPS 11,049 원 * Target P/B 0.55x

- 최근 팀코리아의 미국 진출 가능성 등 원전 추가 기대감이 증가하며 팀코리아에 주로 참여하는 동사의 주가 역시 상승폭이 확대됨. 체코원전 뿐이었던 기존 파이프라인이 확대될 것이라는 기대감을 반영하기 위해 동사의 해외수주가 크게 증가하던 '20년 평균 P/B 0.55x 적용(기존에는 주택시장 침체만을 반영해 '22년 평균 P/B 적용). '20년은 COVID-19 쇼크로 크게 훼손됐던 멀티플이 주택가격 상승 초입, 해외수주 반등 등을 재료로 회복되기 시작한 구간이므로 주택가격 상승과 원전 기대감 확대가 기대되는 현 시점과 비교하기 적합하다고 판단됨
- 목표주가를 기존 5,000원에서 6,000원으로 +20% 상향하며 투자의견 BUY 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	11,648	663	512	790	1,231	1.5	3.4	0.4	3.2	13.2	0.0
2024	10,504	403	234	526	563	-54.3	5.5	0.3	5.9	5.6	0.0
2025F	8,233	389	43	505	104	-81.6	36.9	0.4	6.2	1.0	0.0
2026F	8,054	544	342	663	824	695.2	6.0	0.5	5.0	7.8	0.0
2027F	9,186	723	456	842	1,097	33.2	4.5	0.4	3.2	9.5	0.0

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 대우건설 4Q25 실적 추정

(단위: 십억원)	분기실적 4Q24	분기실적 3Q25	분기실적 4Q25F	증감 (YoY)	증감 (QoQ)	Consensus 4Q25F	Consensus Diff.
매출액	2,647	1,991	1,892	-28.5%	-5.0%	2,087	-9.3%
영업이익	121	57	99	-18.1%	75.5%	95	4.0%
세전이익	28	-56	111	295.1%	흑전	56	98.3%
당기순이익	15	-53	83	454.2%	흑전	44	90.8%

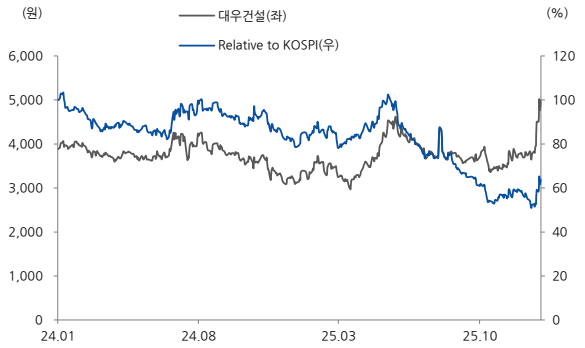
자료: FnGuide, 현대차증권

〈표2〉 대우건설 목표주가 산정

항목	내용	비고
Target BPS (원)	11,049	- 12M Fwd. BPS
Target P/B (배)	0.55	- 20년 평균 P/B
적정주가 (원)	6,077	- Target BPS * Target P/B
목표주가 (원)	**6,000**	
전일종가 (원)	4,970	- 2026.01.22 종가
상승여력 (%)	20.7	
투자의견	**BUY**	

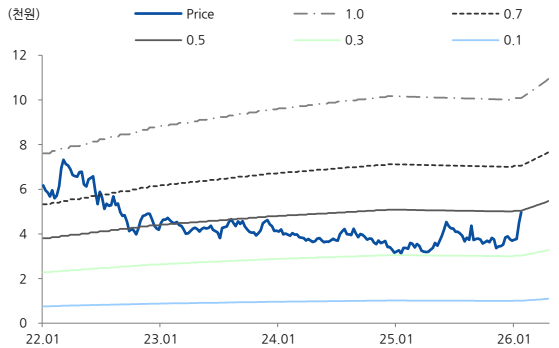
자료: 현대차증권

〈그림1〉 대우건설 주가 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

〈그림2〉 대우건설 P/B 밴드 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

<표3> 대우건설 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	**2,077**	**2,273**	**1,991**	**1,892**	**1,959**	**2,130**	**1,983**	**1,982**	**10,504**	**8,233**	**8,054**
YoY	-16.5%	-19.4%	-21.9%	-28.5%	-5.7%	-6.3%	-0.4%	4.8%	-9.8%	-21.6%	-2.2%
>주택/건축	1,382	1,476	1,322	1,344	1,339	1,526	1,329	1,344	6,842	5,523	5,538
YoY	-13.5%	-21.4%	-19.6%	-22.0%	-3.1%	3.4%	0.5%	0.0%	-5.0%	-19.3%	0.3%
>토목	415	427	409	303	380	356	397	372	2,170	1,554	1,505
YoY	-24.2%	-20.9%	-20.8%	-46.5%	-8.3%	-16.8%	-3.0%	22.9%	-10.1%	-28.4%	-3.1%
>플랜트	227	259	220	195	189	198	207	216	1,139	900	810
YoY	-16.5%	-12.8%	-24.2%	-30.5%	-16.8%	-23.3%	-5.5%	10.6%	-29.7%	-20.9%	-10.0%
매출총이익	**251**	**248**	**173**	**213**	**225**	**257**	**254**	**256**	**928**	**885**	**992**
YoY	16.7%	-10.0%	2.3%	-20.5%	-10.1%	3.4%	46.9%	20.2%	-23.5%	-4.6%	12.1%
GPM	12.1%	10.9%	8.7%	11.2%	11.5%	12.1%	12.8%	12.9%	8.8%	10.7%	12.3%
>주택/건축	150	176	152	161	167	191	173	175	544	639	706
YoY	42.8%	30.5%	75.1%	-25.6%	12.0%	8.2%	13.5%	8.3%	-2.5%	17.6%	10.4%
GPM	10.8%	11.9%	11.5%	12.0%	12.5%	12.5%	13.0%	13.0%	7.9%	11.6%	12.7%
>토목	36	-13	-23	0	11	18	32	30	16	1	91
YoY	-39.4%	적전	적지	N/A	-68.5%	흑전	흑전	N/A	-93.6%	-96.3%	15019.4%
GPM	8.7%	-2.9%	-5.6%	0.0%	3.0%	5.0%	8.0%	8.0%	0.7%	0.0%	6.0%
>플랜트	51	48	35	39	34	36	37	39	242	174	146
YoY	6.6%	-26.8%	-27.1%	-51.1%	-33.9%	-26.3%	7.6%	-0.5%	-13.3%	-28.2%	-16.0%
GPM	22.6%	18.7%	15.8%	20.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	21.2%	19.3%	18.0%
영업이익	**151**	**82**	**57**	**99**	**114**	**144**	**141**	**145**	**403**	**389**	**544**
YoY	31.8%	-21.5%	-9.2%	-18.1%	-24.9%	75.0%	149.8%	45.9%	-39.2%	-3.4%	39.6%
OPM	7.3%	3.6%	2.8%	5.2%	5.8%	6.8%	7.1%	7.3%	3.8%	4.7%	6.8%
세전이익	**96**	**-51**	**-56**	**111**	**99**	**117**	**125**	**111**	**358**	**100**	**453**
YoY	-29.8%	적전	적전	295.1%	3.6%	흑전	흑전	0.4%	-51.9%	-72.2%	354.2%
세전이익률	4.6%	-2.3%	-2.8%	5.9%	5.1%	5.5%	6.3%	5.6%	3.4%	1.2%	5.6%
당기순이익	**58**	**-43**	**-53**	**83**	**74**	**88**	**94**	**83**	**243**	**45**	**340**
YoY	-36.6%	적전	적전	473.0%	28.3%	흑전	흑전	0.4%	-53.4%	-81.4%	651.8%
당기순이익률	2.8%	-1.9%	-2.7%	4.4%	3.8%	4.1%	4.7%	4.2%	2.3%	0.5%	4.2%
수주잔고	**45,013**	**44,993**	**48,804**	**52,812**	**52,403**	**54,323**	**54,890**	**59,058**	**44,440**	**52,812**	**59,058**
>주택/건축	35,427	35,428	38,717	39,873	40,233	40,408	41,379	42,335	34,433	39,873	42,335
>토목	5,671	5,224	5,710	5,507	5,227	5,871	5,574	6,702	6,015	5,507	6,702
>플랜트	3,869	4,305	4,340	4,195	4,406	4,608	4,800	4,984	3,949	4,195	4,984

자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	11,648	10,504	8,233	8,054	9,186
증가율 (%)	11.8	-9.8	-21.6	-2.2	14.1
매출원가	10,436	9,576	7,348	7,061	7,972
매출원가율 (%)	89.6	91.2	89.3	87.7	86.8
매출총이익	1,212	928	885	992	1,214
매출이익률 (%)	10.4	8.8	10.7	12.3	13.2
증가율 (%)	-3.3	-23.4	-4.6	12.1	22.4
판매관리비	549	524	495	449	491
판관비율(%)	4.7	5.0	6.0	5.6	5.3
EBITDA	790	526	505	663	842
EBITDA 이익률 (%)	6.8	5.0	6.1	8.2	9.2
증가율 (%)	-9.6	-33.4	-4.0	31.3	27.0
영업이익	663	403	389	544	723
영업이익률 (%)	5.7	3.8	4.7	6.8	7.9
증가율 (%)	-12.8	-39.2	-3.5	39.8	32.9
영업외손익	91	-44	-248	-91	-119
금융수익	136	104	125	172	172
금융비용	150	160	194	234	231
기타영업외손익	105	12	-179	-29	-60
종속/관계기업관련손익	-9	0	-42	0	0
세전계속사업이익	745	358	100	453	604
세전계속사업이익률	6.4	3.4	1.2	5.6	6.6
증가율 (%)	4.5	-51.9	-72.1	353.0	33.3
법인세비용	223	116	55	113	151
계속사업이익	521	243	45	340	453
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	521	243	45	340	453
당기순이익률 (%)	4.5	2.3	0.5	4.2	4.9
증가율 (%)	2.6	-53.4	-81.5	655.6	33.2
지배주주지분 순이익	512	234	43	342	456
비지배주주지분 순이익	10	9	2	-3	-3
기타포괄이익	-186	-4	-114	0	0
총포괄이익	336	239	-69	340	453

(단위: 십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	8,021	9,589	10,686	11,075	11,634
현금성자산	982	1,162	2,349	2,505	3,025
단기투자자산	755	916	776	776	776
매출채권	1,856	2,777	2,768	2,900	2,604
재고자산	1,684	1,945	2,142	2,244	2,579
기타유동자산	2,744	2,786	2,649	2,649	2,649
비유동자산	3,222	3,070	2,932	2,929	2,936
유형자산	384	380	394	394	394
무형자산	66	63	62	55	49
투자자산	1,103	1,009	967	971	985
기타비유동자산	1,669	1,618	1,509	1,509	1,508
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	11,243	12,658	13,617	14,004	14,571
유동부채	5,033	4,544	4,733	4,750	4,764
단기차입금	603	659	552	502	452
매입채무	323	250	205	264	304
유동성장기부채	763	542	677	677	677
기타유동부채	3,344	3,093	3,299	3,307	3,331
비유동부채	2,148	3,780	4,585	4,615	4,714
사채	248	306	0	0	0
장기차입금	706	2,164	3,161	3,161	3,161
장기금융부채	42	52	61	61	61
기타비유동부채	1,152	1,258	1,363	1,393	1,492
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	7,181	8,324	9,318	9,365	9,478
지배주주지분	4,046	4,291	4,223	4,564	5,021
자본금	2,078	2,078	2,078	2,078	2,078
자본잉여금	550	562	562	562	562
자본조정 등	-99	-99	-99	-99	-99
기타포괄이익누계액	-446	-433	-547	-547	-547
이익잉여금	1,963	2,183	2,228	2,571	3,027
비지배주주지분	16	43	77	75	71
자본총계	4,062	4,334	4,300	4,639	5,092

(단위: 십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	-833	-1,284	326	352	756
당기순이익	521	243	45	340	453
유형자산 상각비	119	114	107	113	113
무형자산 상각비	9	8	8	7	6
외환손익	-147	-128	-34	29	60
운전자본의 감소(증가)	-1,801	-1,873	43	-137	125
기타	466	352	157	0	-1
투자활동으로인한현금흐름	26	104	112	-146	-187
투자자산의 감소(증가)	-202	130	45	-4	-14
유형자산의 감소	3	2	9	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-70	-38	-124	-113	-113
기타	295	10	182	-29	-60
재무활동으로인한현금흐름	168	1,170	762	-50	-50
차입금의 증가(감소)	-87	1,468	1,005	0	0
사채의증가(감소)	44	37	-306	0	0
자본의 증가	0	13	0	0	0
배당금	-0	-0	-2	0	0
기타	211	-348	65	-50	-50
기타현금흐름	198	190	-13	0	0
현금의증가(감소)	-441	180	1,187	156	520
기초현금	1,423	982	1,162	2,349	2,505
기말현금	982	1,162	2,349	2,505	3,025

(단위: 원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	1,255	584	109	818	1,089
EPS(지배순이익 기준)	1,231	563	104	824	1,097
BPS(자본총계 기준)	9,773	10,428	10,345	11,162	12,252
BPS(지배지분 기준)	9,735	10,325	10,159	10,983	12,080
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	3.3	5.3	35.1	6.1	4.6
P/E(지배순이익 기준)	3.4	5.5	36.9	6.0	4.5
P/B(자본총계 기준)	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
P/B(지배지분 기준)	0.4	0.3	0.4	0.5	0.4
EV/EBITDA(Reported)	3.2	5.9	6.2	5.0	3.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	2.7	-53.4	-81.4	651.8	33.2
EPS(지배순이익 기준)	1.5	-54.3	-81.6	695.2	33.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	13.4	5.8	1.0	7.6	9.3
ROE(지배순이익 기준)	13.2	5.6	1.0	7.8	9.5
ROA	4.7	2.0	0.3	2.5	3.2
안정성 (%)					
부채비율	176.8	192.1	216.7	201.9	186.1
순차입금비율	18.7	40.9	33.5	26.6	13.1
이자보상배율	4.4	2.5	2.1	2.6	3.6

** K-IFRS 연결 기준*

Macro Comment

한국 GDP: 1% 성장 턱걸이, 회복 국면은 유지

Economist 최제민 jmchoi@hmsec.com
RA 조준우 jjw980803@hmsec.com

- 4Q GDP 역성장(QoQ -0.3%)으로 예상보다 부진, 다만 25년 연간 경제성장률 1.0%는 달성
- 4Q GDP 갭률 마이너스 폭 재차 확대됐으나, 3분기에 이어 4분기도 경기는 회복 국면에 위치
- 당사 26년 성장률 전망치 기존 1.9%로 유지. 기저효과, 수출 설비투자, 정부가 성장 견인
- K자 회복 및 성장 경로 기존 전망과 유사할 전망, 기준금리 연내 동결 기조 지속 예상

25년 4Q GDP 전기비 0.3% 역성장(전년동기비 1.5% 성장)하며 25년 1.0% 성장 턱걸이

25년 4분기 우리나라 경제성장률은 전기대비(QoQ) 0.3% 역성장을 기록했다. 전년동기비(YoY)로는 1.5% 성장했다. 4분기 성장률은 당사 전망치 QoQ -0.1%, YoY +1.6%, 시장 예상치(연합인포맥스 기준) QoQ +0.1%, YoY +1.8%를 모두 하회했다. 3분기 강한 경기 반등에 따른 기저효과(base effect)의 영향이 컸고, 민간투자 부진 지속과 수출물량이 아닌 수출가격 중심의 수출 호조가 4분기 역성장의 주요 원인으로 작용했다. 2025년 연간으로는 1.0% 성장해 당사 전망과 시장 컨센에 부합했다.

전분기대비(QoQ) 내수의 성장기여도는 -0.1%p(3분기 +1.2%p), 순수출 성장 기여도는 -0.2%p(3분기 +0.1%p)로 내수와 수출 모멘텀이 모두 약해졌다. 민간의 성장 기여도는 -0.2%p, 정부의 성장 기여도는 -0.1%p를 기록했고, 민간소비의 성장 기여도는 +0.1%p, 민간투자는 -0.5%p를 기록했다(건설투자 -0.5%p, 설비투자 -0.2%p, 재고 +0.3%). 수출은 -1.0%p, 수입은 +0.7%p 성장에 기여했다.

GDP 갭률 마이너스 폭은 재차 확대됐으나 경기 순환상 회복 국면에는 여전히 위치

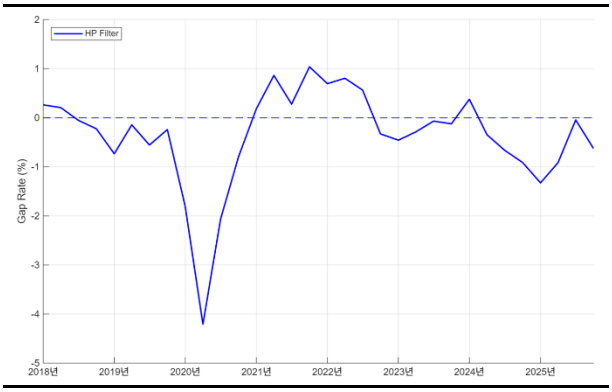
3분기 견조한 성장세로 대폭 축소됐던 GDP갭률 마이너스 폭은 4분기에 재차 확대된 것으로 나타났다. [그림 1]. 다만, GDP갭률 하락 폭이 예상보다 컸음에도 불구하고 경기순환 국면(확장, 둔화, 하강, 회복) 상에서 경기는 회복국면에 머무른 것으로 나타났다.

올해 경제성장률 전망치 1.9% 유지, 통화정책 경로에 영향 미칠 만한 내용은 없었음

당사의 26년도 한국 경제성장률 전망치는 기존 1.9%를 유지한다. 소비와 투자 부문에서 강한 회복을 기대하기는 어려우나 기저효과를 감안할 때 25년 대비 소비와 투자 모두 성장률이 높아질 것이다(특히, 건설투자는 지난 5년 연속 역성장 폭이 갈수록 확대, 민간소비도 24년 25년 모두 잠재수준을 크게 하회). 정부의 확장재정 기조와 산업정책, IT 수출 호조와 수출 호조에 따른 설비투자 확대도 성장을 견인할 전망이다. 부의 효과는 가계대출 수요 억제와 부동산 거래 위축 등에 따른 부동산 경기와 연계된 소비 위축을 감안할 때 크게 기대하기는 어렵겠으나 최근 증시 호조가 일부 긍정적 영향을 줄 소지가 있다.

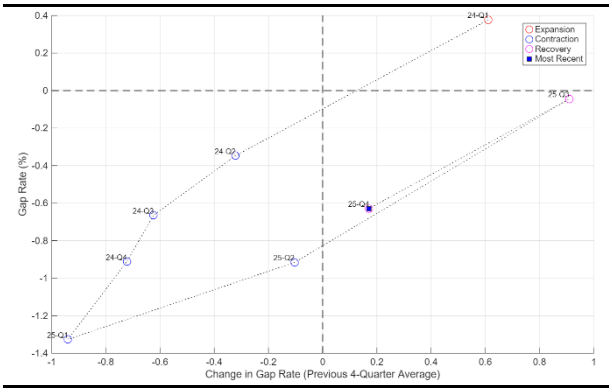
종합적으로 볼 때 4분기 GDP 역성장 폭이 예상보다 컸으나 26년도 성장경로에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단한다. 26년에도 한국 경기는 회복 국면에 위치해 있을 공산이 크고, 이에 따라 한국은행 금통위위 기준금리 동결 기조도 이어질 전망이다. 성장률은 상반기 2.3%, 하반기 1.6% 수준을 나타낼 전망이다. 한편, 내수와 수출, 반도체와 非반도체, 대기업과 중소기업 간의 회복 격차가 유지되면서 K자 회복 흐름도 여전히 이어질 전망이다.

〈그림 1〉 4Q25 GDP 갭률 마이너스폭 재차 확대



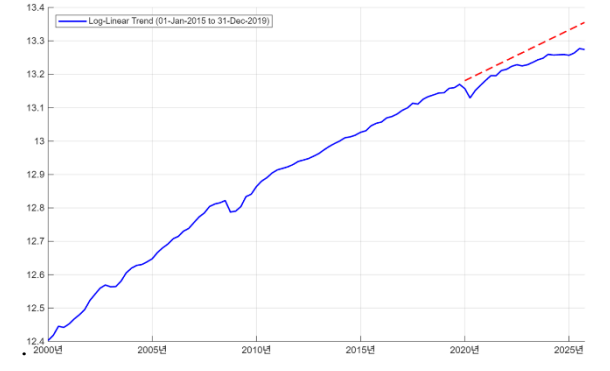
자료: 현대차증권 추정치

〈그림 2〉 성장순환: 여전히 회복국면에 위치하나, 모멘텀은 상당 폭 둔화



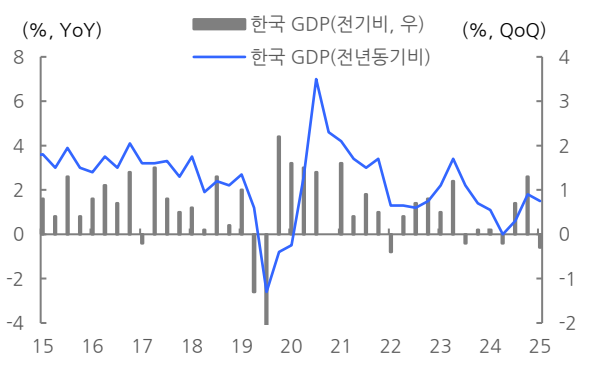
자료: 현대차증권 추정치

〈그림 3〉 추세 회복으로부터 괴리



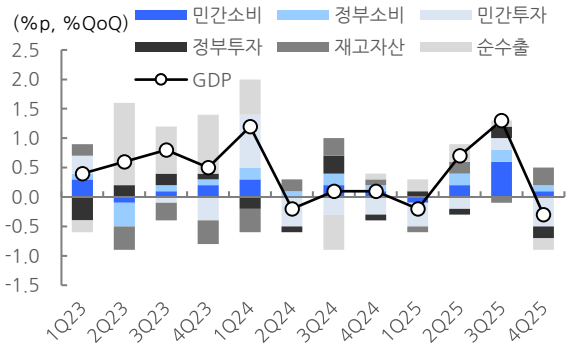
자료: ECOS, 현대차증권

〈그림 4〉 GDP 성장률 추이



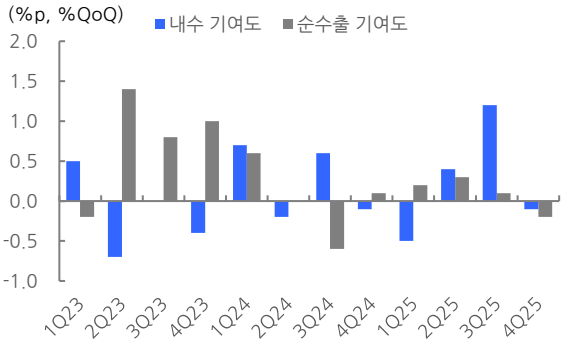
자료: ECOS, 현대차증권

〈그림 5〉 GDP 성장률 기여도 추이



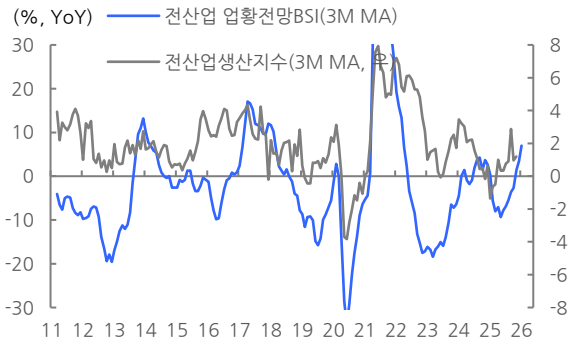
자료: ECOS, 현대차증권

〈그림 6〉 내수 기여도 및 순수출 기여도 축소



자료: ECOS, 현대차증권

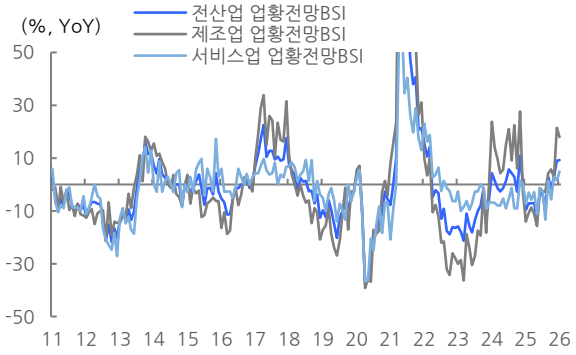
〈그림 7〉 기업심리지수(BSI) 상승



주: 업황전망BSI은 매출액가중 기준

자료: ECOS, 현대차증권

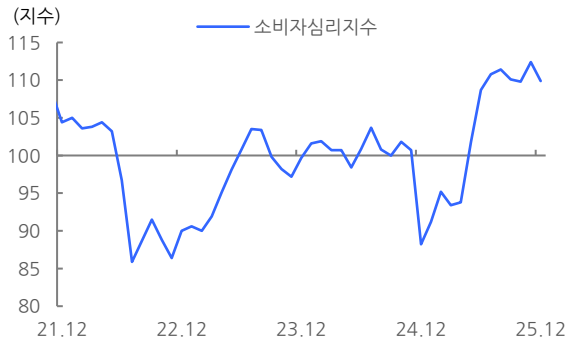
〈그림 8〉 제조업 기업심리 전망 호조



주: 업황전망BSI은 매출액가중 기준

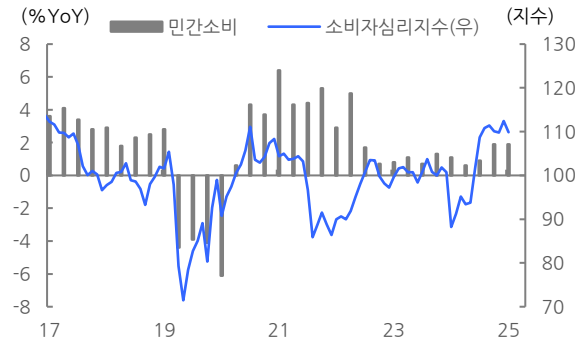
자료: ECOS, 현대차증권

〈그림 9〉 소비자심리지수 양호



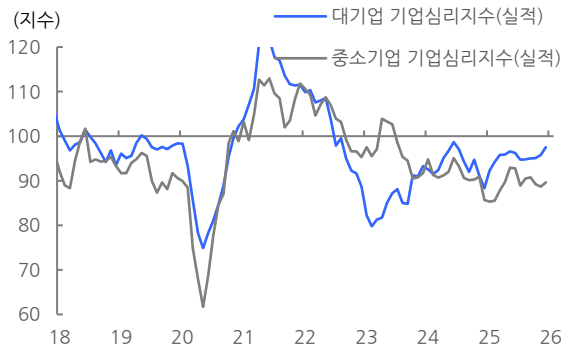
자료: ECOS, 현대차증권

〈그림 10〉 소비자심리와 민간소비



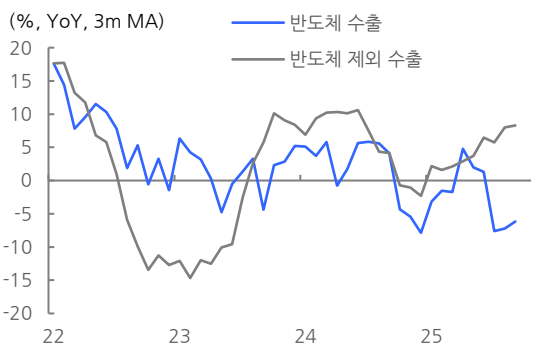
자료: ECOS, 현대차증권

〈그림 11〉 대기업과 중소기업 기업심리 괴리 확대



자료: ECOS, 현대차증권

〈그림 12〉 반도체 수출 주도 속, 비(非)반도체 수출 부진



자료: KITA, 현대차증권

2025 년 4 분기 GDP 기자회견 주요 내용

〈표 1〉 25 년 4 분기 GDP 기자회견 주요 내용 요약

Q. 작년 연간 성장률(1.0%)의 핵심 배경은?

A. 작년 성장률은 건설 부문이 성장의 하방 요인으로 크게 작용한 가운데, 수출(반도체 중심)이 견조한 증가세를 유지하고 소비도 심리 개선 · 정책 효과 등에 힘입어 회복 흐름을 보이면서 1.0% 성장을 기록. 건설이 성장에 큰 제약을 준 것이 작년 성장의 핵심 특징

Q. 건설투자가 성장률을 얼마나 제약했나? (건설이 중립적이었다면?)

A. 건설투자가 성장에 미친 제약이 이례적으로 컸으며, 건설투자가 성장에 대해 중립적이었다면 작년 연간 성장률은 2.4% 수준이 가능했을 것으로 평가. 즉, 건설 부진이 연간 성장률을 크게 깎아 먹은 구조

Q. 작년 성장 흐름은 언제부터 개선됐나?

A. 재작년 4 분기부터 성장세가 미약했고, 작년 1 분기에는 정치적 불확실성 등으로 역성장이 나타난 바 있음. 다만 이후 예상보다 빠르게 회복되면서 연간 성장률 전망치를 점진적으로 상향 수정하게 된 흐름

Q. 작년 연간 성장률 전망치를 어떻게 조정해왔나?

A. 연중 전망치는 2 월 1.5% → 5 월 0.8%로 하향 조정 후, 8 월 0.9% → 10 월 1.0%로 상향 조정. 상반기에는 정치적 불확실성과 관세 요인 등이 하방으로 작용했고, 이후에는 정책 효과와 회복 흐름이 반영되며 상향 조정된 것으로 설명

Q. 작년 4 분기 마이너스 성장(-0.28%)의 배경은?

A. 3 분기 성장률이 1.3%(연율 5.4%)로 매우 높았던 데 따른 기저효과로 4 분기 성장률이 크게 낮아질 것은 이미 예고된 상황. 여기에 더해 건설투자 등 일부 실적이 기대했던 회복 속도에 미치지 못하면서 성장률을 추가로 낮춘 요인이 겹침

Q. 3 분기 '고성장(1.3%)'이 4 분기 성장률에 미친 영향은?

A. 3 분기 성장률(1.3%)이 연율로 5.4%에 해당할 정도로 높은 수준이었던 만큼, 이후 분기(4 분기) 성장률이 상당 폭 둔화되는 것은 자연스러운 흐름. 2024 년 1 분기 서프라이즈 성장 이후 2 분기 마이너스가 나타난 사례와 유사한 패턴으로 설명

Q. 기저효과를 수치화할 수 있나? 어떤 항목에서 두드러졌나?

A. 기저효과를 정량적으로 분해해 제시하기는 어렵다는 입장. 다만 기저효과가 반영된 항목으로는 민간소비와 수출이 대표적이며, 2~3 분기 연속 빠르게 증가했던 흐름의 반작용이 4 분기에 나타났다고 설명

Q. 올해 성장세가 '작년처럼 다시 꺾일' 가능성은?

A. 한마디로 올해는 작년보다 성장세가 확대될 것으로 판단. 단기적으로 우리 경제를 뒷받침하는 축은 민간소비와 수출인데, 두 항목 모두 지난해에 이어 증가 흐름이 이어질 것으로 보고 있기 때문

Q. 올해 성장률이 작년보다 높아질 근거(3 가지)는?

A. 첫째 민간소비와 수출이 동반 증가 흐름을 이어갈 것으로 판단. 둘째 정부 예산 증가(전년 대비 3.5%) 등으로 정부의 성장 기여가 작년(+0.5%p)보다 다소 높아질 가능성. 셋째 작년에 이례적으로 성장을 크게 제약했던 건설 부문의 제약 정도가 올해는 연간 기준 상당 폭 완화될 것으로 평가

Q. 올해 성장률 전망 수준(한은/IMF)과 추가 상향 가능성은?

A. 한국은행은 현재 1.8%로 보고 있으며 상향 요소 가능성도 언급된 상황. IMF 는 1.9%를 전망. 작년 건설투자가 성장률을 1.4%p 가량 제약했는데 올해 건설이 중립 수준에 가까워지면 성장률 상방 요인으로 작용할 수 있다고 설명

Q. 작년 4 분기 성장률과 연간 성장률의 '소수점 둘째 자리'는?

A. 작년 4 분기 전기비 성장률은 -0.28%, 작년 연간 성장률은 0.97%로 제시

Q. 정치적 불확실성 · 관세 · 정책효과가 성장률에 어떻게 작용했나?

A. 정치적 불확실성(계엄 등)은 작년 1 분기 역성장에 반영된 것으로 설명. 관세와 정책효과를 정확히 분리해 계량적으로 제시하긴 어렵지만, 1.5%를 예상했다가 0.8%까지 낮아진 구간에는 정치적 불확실성과 관세가 하방으로 작용했을 가능성이 있고, 0.8~1.0%로 상향되는 과정에서는 정책효과가 일정 부분 반영됐을 것으로 언급

Q. 반도체 수출의 성장 기여도는 어느 정도인가?

A. 2025 년 성장률 중 반도체 수출의 기여도는 0.9%p 로 설명. 경제는 유기적으로 연결돼 있어 단순 차감 방식에는 한계가 있으나, 반도체 수출 증가가 연간 성장에 큰 폭으로 기여한 것으로 이해하면 된다는 취지

Q. "반도체 수출이 없었다면 성장 못 했다"는 해석이 가능한가?

A. 단순 차감은 곤란하다는 입장. 반도체 생산 · 수출이 줄면 원재료 등 수입도 함께 줄어들어 수입 차감 효과가 완화되기 때문에, 단순히 0.9%p 를 빼서 '0.1% 성장'으로 보는 해석은 과도하다고 설명. 예시로 반도체 100 생산에 약 40 수준의 수입이 수반되는 구조를 언급

Q. 4 분기 수출 기여도가 -1.0%p 로 낮게 나온 이유는? (수출은 호조인데 왜?)

A. 수출 자체가 호조여도 분기 성장률 기여도는 기저효과 및 물량 · 가격 구성 변화에 따라 낮게 나올 수 있다는 설명. 4 분기에는 2~3 분기 높은 성장의 기저효과가 크게 작용했고, 반도체 수출도 물량 주도에서 가격 상승 중심으로 전환되며 '실질 물량 증가' 기여가 제한된 측면이 있다고 설명

Q. 수출 기여도 -1.0%p 는 언제 이후 최저치인가?

A. 2022 년 4 분기에 수출 기여도 -1.4%p 가 있었고, 이후로 -1.0%p 가 최저 수준이라는 설명

Q. 4 분기 수출 부진을 설명하는 3 가지 요인은?

A. 첫째 반도체는 4 분기에 물량 주도에서 가격 상승 중심으로 전환되면서 기저효과와 맞물려 성장 기여가 낮아진 점. 둘째 자동차는 미국 현지 생산 비중 확대 전략으로 대미 직접 수출이 부정적 영향을 받은 점, 전기차 세액공제 종료로 미국 전기차 수요가 둔화된 점, 유럽에서는 중국과의 경쟁 심화가 작용한 점. 셋째 기계장비는 최대 수요처인 미국의 수요 부진과 관세 영향이 반영돼 마이너스를 기록한 점

Q. 환율 상승과 관세 영향이 수출에 준 효과는?

A. 환율은 수출에 플러스 요인을 제공했을 가능성이 있으나, 그 정도를 현 시점에서 정량적으로 말하긴 어렵다는 입장. 관세는 일부 품목(기계장비 등)에서 미국 수요 부진과 함께 부정적 요인으로 반영된 것으로 설명

Q. 4 분기 주가 급등과 4 분기 성장(-)이 동시에 나타난 이유는?

A. 증시와 실질 GDP 를 직접 비교하긴 어렵다는 입장. 반도체는 영업실적 측면에서 호조가 지속돼 증시에 반영됐으나, 4 분기 반도체 수출은 물량보다는 가격 상승 효과가 커 실질 물량 증가 기여가 제한적이었다고 설명. 과거 선투자 전략에서 동행적 투자로 전환되며 공급능력이 타이트해 '초과수요-공급 제약-가격 상승' 구조가 나타난 점도 언급

Q. 증시 호황이 GDP 에 반영된 흔적이 있나?

A. 생산 측면에서는 금융 및 보험업 성장률이 전기 대비 2.0%, 전년동기 대비 6%로 높은 성장세를 나타냈다고 부연

Q. 작년 4 분기 민간소비(+0.3%)가 의미하는 바는?

A. 2~3 분기 높은 증가에도 불구하고 4 분기에도 플러스를 유지했다는 점 자체가 의미 있다고 평가. 정책효과가 축소된 상황에서도 소비가 꺾이지 않았다는 점은 올해 흐름을 판단할 때 긍정적 시그널로 언급

Q. 추석(영업일수 · 계절요인)이 4 분기 성장률에 미친 영향은?

A. 영업일수 등 계절 요인은 계절조정을 통해 제거되기 때문에 전기비 성장률에는 큰 영향이 없다는 설명(전년동기비에는 일부 영향 가능)

Q. 올해 1% 후반 성장률이 의미하는 '분기 평균 속도'는?

A. 예컨대 연간 성장률이 1.8~1.9% 수준이라면, 이를 달성하기 위한 평균 분기 성장률은 대략 0.45% 내외의 속도로 이해하면 된다고 설명

Q. 4 분기 건설투자가 예상보다 더 부진했던 이유는?

A. 핵심 배경은 공사비가 높은 수준으로 지속되며 수익성 확보가 어려웠던 점. 재건축 · 도시정비 등 수주가 쌓여 있어도 공사비 증액을 둘러싼 조합-시공사 협상이 장기화되며 착공으로 이어지는 속도가 느려졌다고 설명. 여기에 국가정보자원관리원 화재로 나라장터(조달 시스템) 중단(9/26~10/9)이 발생해 행정 절차 측면에서 일부 영향이 있었던 것으로 부연

Q. 내구재(승용차) 소비 부진이 민간소비 회복을 제약하는 것 아닌가?

A. 승용차(특히 전기차) 소비 감소는 전기차 보조금의 조기 소진 등 마찰적 요인이 크다고 설명. 내구재는 경기 민감도가 높고 변동성이 큰 항목인 반면, 준내구재 · 비내구재는 늘어난 것으로 보고 있으며 비내구재(식료품 등) 비중이 커 4 분기에는 전반적으로 개선된 것으로 평가

Q. 승용차 소비 감소는 '기조적 약화'인가, '이연 수요'인가?

A. 연말로 갈수록 보조금이 소진된 상황에서 연초 구매 시 보조금 혜택을 받기 위해 수요가 이연된 측면이 있다고 판단. 따라서 이를 근거로 내구재 소비가 기조적으로 부진하다고 단정하기는 어렵다는 입장

Q. 4 분기 설비투자는 예상 대비 어땠나?

A. 1~3 분기 법인용 자동차 투자 등이 좋았던 흐름이 4 분기에는 조정받는 모습이 나타났고, 이 부분이 성장률에 일부 하방으로 작용했다고 설명

Q. 올해 건설투자 제약이 완화될 근거는? (왜 개선된다고 보나?)

A. SOC 예산이 전년 대비 1 조 7 천억원 증가했고, 반도체 공장 증설 및 AI 관련 투자 확대가 상반기 요인으로 작용. 다만 공사비 고착과 지방 부동산 경기 부진 등 제약 조건이 남아 있어 '큰 폭의 플러스 전환'보다는 연간 기준 '중립 수준에 가까워지는' 정도로 평가

Q. 정부 지출보다 '정부 투자' 기여가 커지나?

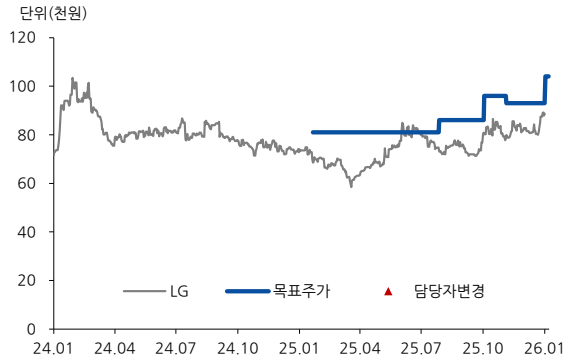
A. GPU 구매, R&D, SOC 등 투자 성격의 예산이 늘어난 측면을 언급하며, 올해는 정부 소비보다는 정부 투자 부문을 중심으로 정부 기여가 조금 더 반영될 가능성을 시사

자료: 한국은행, 현대차증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2025.02.11	BUY	81,000	-11.55	4.81
2025.08.11	AFTER 6M	81,000	-8.07	-7.78
2025.08.18	BUY	86,000	-13.21	-6.05
2025.10.24	BUY	96,000	-14.40	-9.90
2025.11.26	BUY	93,000	-10.91	-4.09
2026.01.23	BUY	104,000		

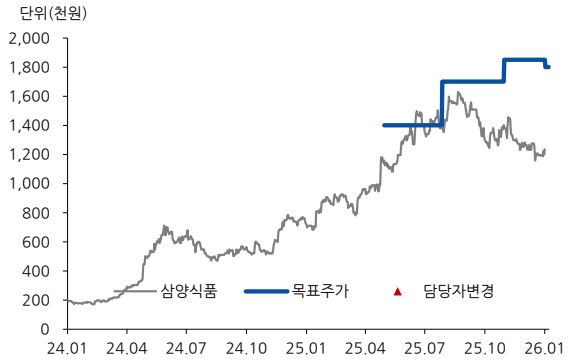
▶ 최근 2년간 LG 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2025.05.21	BUY	1,400,000	-5.73	7.29
2025.08.18	BUY	1,700,000	-15.57	-4.12
2025.11.21	BUY	1,850,000	-31.44	-21.30
2026.01.23	BUY	1,800,000		

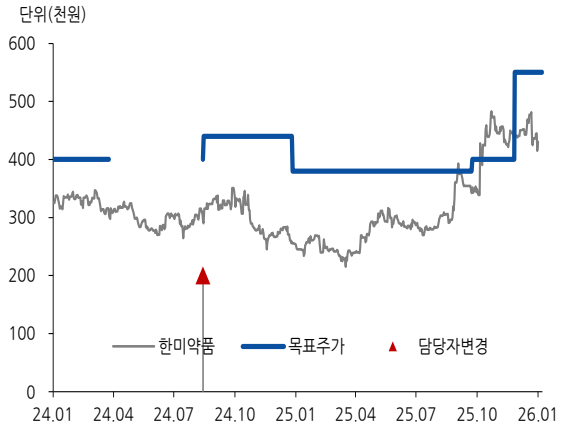
▶ 최근 2년간 삼양식품 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.11.02	BUY	392,453	-17.58	-6.61
2024.09.04	담당자 변경	담당자 변경		
2024.09.05	BUY	440,000	-31.86	-20.34
2025.01.17	BUY	380,000	-30.22	-16.71
2025.07.17	AFTER 6M	380,000	-18.87	3.42
2025.10.15	BUY	400,000	6.77	20.75
2025.12.18	BUY	550,000	-18.79	-12.45
2026.01.23	BUY	550,000		

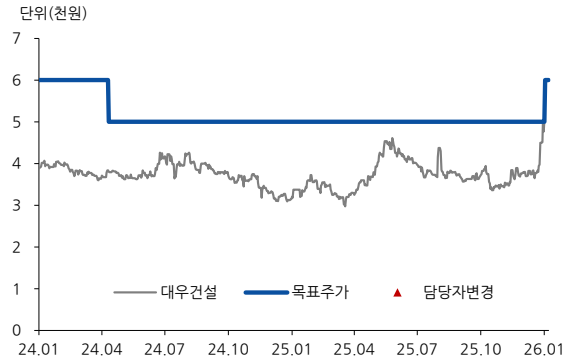
▶ 최근 2년간 한미약품 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.11.17	BUY	6,000	-33.11	-22.67
2024.05.02	BUY	5,000	-23.06	-14.80
2024.11.02	AFTER 6M	5,000	-26.71	0.40
2026.01.23	BUY	6,000		

▶ 최근 2년간 대우건설 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 (2025.01.01~2025.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	147건	90.7%
보유	15건	9.3%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.