Morning Meeting Notes

2025-02-27

내일의 차이 현대차증권

What's Inside

태양광 산업(OVERWEIGHT) 중국 태양광 제품 가격 인상 및 First Solar 실적으로 본 미국 태양광 시장
AI 산업(OVERWEIGHT) NVIDIA GPU, 공급 지연도 수요 부족도 없다
삼성전자(BUY/71,000) HPC용 반도체의 본원적 경쟁력 상승이 필요
SK스퀘어(BUY/130,000) 자기주식 취득, 할인율 축소 효과로 나타나. 밸류업 방향성 지속
[크레딧] Credit Weekly - 금통위 금리 인하, 고금리 채권 투자 견조

주식시장

국내 증시는 미국 경기 둔화 우려와 엔비디아 실적을 앞둔 경계심리에도 불구하고 상승 마감. 코스피는 기관의 순매수가 코스닥은 개인의 순매수가 지수 상승을 견인. 업종별로는 우크라이나 종전 기대감에 재건 관련 업종 강세. 2차전지 업종도 저가 매수세 지속.
미국 증시는 혼조 마감. 전일 하원에서 감세를 포함한 예산 결의안 통과하며 시장에 긍정적 작용. 그러나 트럼프 대통령이 유럽에 대한 25% 관세를 고려하고 있다는 발언에 증시 하방 압력, 다우지수 하락 마감. 반면 엔비디아 실적 발표를 앞두고 반도체 관련 종목들이 강세 보이며 나스닥은 상승 마감

금리&환율

국고채 금리는 하락 마감. 국고채 금리는 대외금리 영향과 시장 기대보다 덜 매파적이었던 2월 금통위 여파를 소화하며 일제히 하락. 간밤 트럼프 관세 압력, CB 소비자신뢰지수 둔화 등 영향으로 급락한 미국채 금리에 연동된 양상. 미국채 금리는 하락 마감. 미 하원 예산 결의안 통과로 상승 했으나, 트럼프 대통령이 대유럽 25% 관세를 곧 발표할 것이라고 언급하자 경기에 대한 불안감이 상승하며 국채 금리 하락 전환 후 하락폭 확대
원/달러 환율은 전장 대비 2.70원 상승한 1,433.10원에 마감. 환율은 미국 심리지표 둔화를 소화하며 완만한 상승. 간밤 미국 CB 소비자신뢰지수가 98.3을 기록하며 예상을 크게 하회해 달러인덱스가 하락했으나, 아시아장에서 위험회피 양상이 나타나며 주요국 통화를 비롯해 원화 약세 양상. 달러인덱스는 106.49로 상승. 트럼프 대통령이 대유럽 25% 관세를 곧 발표할 것이라고 내각회의에서 발표한 점이 상승 요인으로 작용

News (Trump watch)

트럼프 "EU에 25% 관세 곧 발표"
트럼프 대통령은 유럽연합(EU) 제품에 25% 관세를 곧 부과할 것이라고 발표하며, 자동차와 농산물 등 모든 품목이 대상이라고 강조
EU를 비판하며, "미국을 망치기 위해 만들어졌다"고 주장하고, 무역 적자(3천억 달러)를 지적
멕시코와 캐나다에 대한 신규 관세는 4월 2일부터 시행될 예정

New Publications

[IT/모빌리티] CES 2025 방문 후기 및 투자 활용법(2025-01-15)
[태양광] 태양광, 반등의 서막(2025-01-15)
[인터넷/게임/엔터] 25 Events to Watch(2025-01-06)

Rating, Target Price Changes

SK스퀘어	BUY	110,000 원 ▷	BUY	130,000 원	(2025-02-27)
대한제강	BUY	18,100 원 ▷	BUY	21,000 원	(2025-02-26)
코스맥스	BUY	180,000 원 ▷	BUY	210,000 원	(2025-02-25)
현대로템	BUY	87,000 원 ▷	BUY	114,000 원	(2025-02-25)
클리오	BUY	47,000 원 ▷	BUY	25,000 원	(2025-02-24)
와이지엔터테인먼트	BUY	55,000 원 ▷	BUY	70,000 원	(2025-02-21)
롯데지주	BUY	30,000 원 ▷	BUY	27,000 원	(2025-02-20)
한국철강	BUY	11,500 원 ▷	BUY	10,500 원	(2025-02-20)
파라다이스	BUY	14,000 원 ▷	BUY	13,000 원	(2025-02-19)
KT	BUY	47,000 원 ▷	BUY	55,000 원	(2025-02-17)
NHN	BUY	25,000 원 ▷	BUY	27,000 원	(2025-02-17)
LIG넥스원	BUY	260,000 원 ▷	BUY	330,000 원	(2025-02-17)
넥슨게임즈	BUY	24,000 원 ▷	BUY	19,000 원	(2025-02-13)
카카오	BUY	55,000 원 ▷	BUY	52,000 원	(2025-02-13)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
셀트리온	109,046	셀트리온	51,616
SK하이닉스	66,343	카카오	32,672
카카오	45,297	KB금융	24,215
NAVER	43,690	카페24	20,763
에코프로비엠	25,350	크래프톤	17,869

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
삼성전자	-212,208	실리콘투	-53,348
한화오션	-78,529	HD현대중공업	-35,323
삼성중공업	-63,828	한화오션	-23,494
삼성SDI	-43,179	현대로템	-22,743
현대로템	-35,785	LIG넥스원	-22,113

국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,641.09	+0.41	+4.11
대형주	2,630.68	+0.35	+3.90
중형주	2,962.63	+0.78	+5.80
소형주	2,216.42	+0.36	+3.33
KOSDAQ	771.41	+0.26	+5.86

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	3,121	-3,206	-944
누적순매수(D-20)	-7,323	-28,214	23,526

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	190,655	191,241	164,344

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	73.35	+0.85	+7.52
금융	491.51	+0.90	+3.58
운수장비	3,166.31	-0.80	+8.48
유통	348.34	-0.94	+8.29
음식료	3,835.25	+0.13	+4.82
의약품	17,067.59	+2.07	+4.82
전기전자	23,859.98	-0.06	+1.73
철강금속	5,049.27	+1.08	+4.70
화학	3,574.80	+1.27	+4.49
유틸리티	782.38	+1.63	+10.36
통신	462.20	+0.23	+4.73

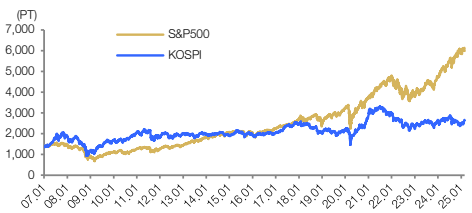
해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	5,956.06	+0.01	-1.85
NASDAQ	19,075.26	+0.26	-3.58
일본	38,142.37	-0.25	-2.03
중국	3,380.21	+1.02	+2.94
독일	22,794.11	+1.71	+4.57

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	2.59	-0.50	+2.10
국고채 (10년)	2.75	-4.50	-10.70
은행채AAA (3년)	2.88	-0.50	+2.10
미국국채 (2년)	4.07	-2.20	-14.25
미국국채 (10년)	4.26	-4.00	-27.25

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,433.10	+0.19	+0.13
원/백 엔	961.61	+0.13	+4.38
원/위안	197.41	+0.08	+0.01
달러/유로	1.05	-0.29	+0.73
위안/달러	7.26	+0.11	+0.12
엔/달러	149.03	+0.05	-4.07
Dollar Index	106.49	+0.22	-1.44

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	68.82	-0.16	-5.23
금 (usd/oz)	2,932.00	+0.45	+5.86
BDI	1,039.00	+3.69	+39.28
천연가스(NYMEX)	3.91	-6.42	+10.50

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.

태양광

중국 태양광 제품 가격 인상 및 First Solar 실적으로 본 미국 태양광 시장

OVERWEIGHT

Analyst 강동진 dongjin.kang@hmsec.com
RA 김성훈 1600535@hmsec.com

중국 주요 기업들의 모듈 가격 인상 현실화

중국 언론에 따르면, 주요 중국 태양광 모듈 제조사들이 판가 인상을 시작한 것으로 파악된다. 제품 가격 인상 배경으로 1)춘절 이후 수요가 살아나기 시작했고, 2)유럽의 모듈 재고 소진도 완료됐으며, 3)여전히 Upstream(폴리실리콘) 기업들이 적자를 기록하고 있어 가격이 인상된 것으로 추정된다. Trina Solar가 중국 및 유럽 가격을 0.3~0.4센트 가량 인상하였다고 보도되었는데, 유럽 가격이 9센트/W 수준인 것을 감안하면, 약 4.5% 가격이 인상된 것으로 추정된다. 당사는 중국 전력 시장 개혁에 따라, 5월까지 FIT 시장에서 전력을 판매하고자 하는 수요가 집중되면서 폴리실리콘을 시작으로 전 Value Chain으로 가격 인상 압력이 커질 것으로 판단한다.

First Solar, 미국내 강한 태양광 수요 암시. 전력수요 급증. 태양광과 ESS가 가장 빠르게 대응 가능

First Solar는 '25년 미국내 모듈 판매 전년비 약 60% 성장한 9.5~9.8GW 가이던스를 제시해, 미국의 태양광 수요가 매우 강력함을 시사했다. 다만, 이는 당초 예상했던 미국내 First Solar 생산 물량 15GW에는 미치지 못하는 수준이다. 한화솔루션의 미국 모듈 Capa는 8.4GW이다, 올해 미국 설치량 전망이 약 50GW 수준임을 감안하면, 미국내 모듈 수급은 대단히 타이트할 것으로 판단한다. 따라서, 수입이 대부분 줄어든 상황에서 하반기 이후 미국내 모듈 시장은 더욱 타이트해질 전망이며 미국내 모듈 가격 인상 가능성도 충분히 기대할 수 있을 것으로 판단한다.

또한, First Solar는 미국이 '29년까지 128GW의 신규 전력 피크 수요 대응이 필요함을 언급했다. 이와 함께 신규 가스 발전소는 가동에 5년이 걸리고 5년 전에 비해 터빈 부족 등으로 가격이 두 배가 올랐으며, 신규 대형 원전은 10년 이상의 시간이 걸리기 때문에 빠르게 수요 대응이 가능한 전원은 태양광과 ESS가 가장 적절하다고 언급했다. 이로 인해 미국내 태양광 수요는 IRA 효과와 무관하게 강한 성장을 기대할 수 있을 것으로 전망한다. 따라서, 정권 교체에 따른 미국내 정책 Risk 우려는 과도하다는 판단이다.

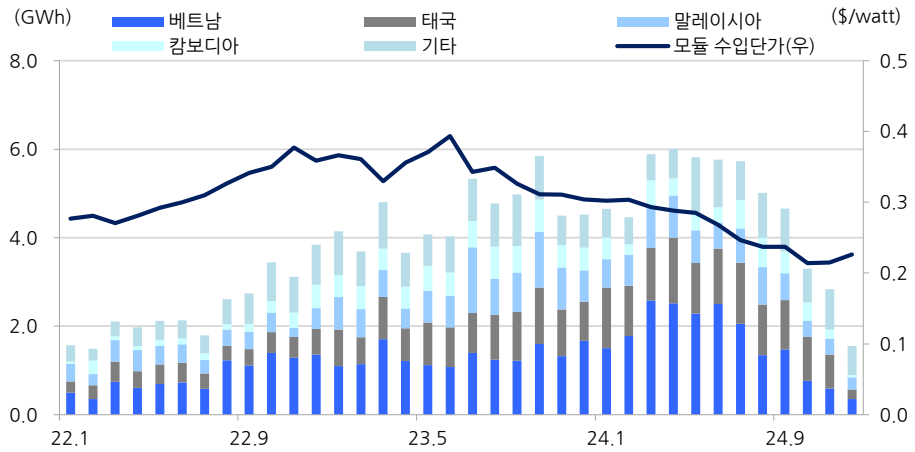
Top picks: OCI홀딩스. 한화솔루션, HD현대에너지솔루션 등 태양광 Value Chain 전반 투자 확대 시기

26일 PV insights 기준 폴리실리콘 가격은 0.62% 상승했으며, 일부 Wafer 가격이 0.85% 상승했다. 춘절 이후 점진적 반등이 시작된 것으로 판단한다. 향후 모듈 가격 역시 상승 압력을 받게 될 것으로 판단한다. 현재는 태양광 Value Chain 전반에 투자를 확대할 시점이다.

<그림1> 주요 중국 태양광 업체들의 모듈 가격 인상

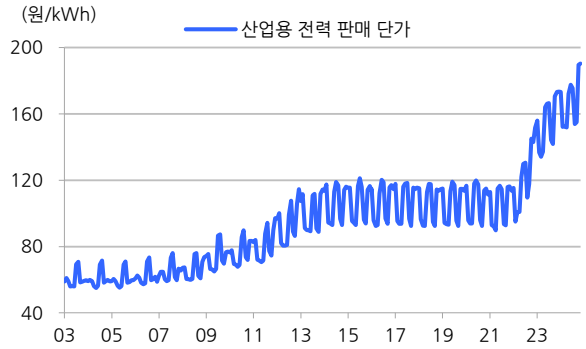
자료 : Yicaiglobal, 현대차증권

<그림2> 미국 태양광 모듈 수입 물량 급감



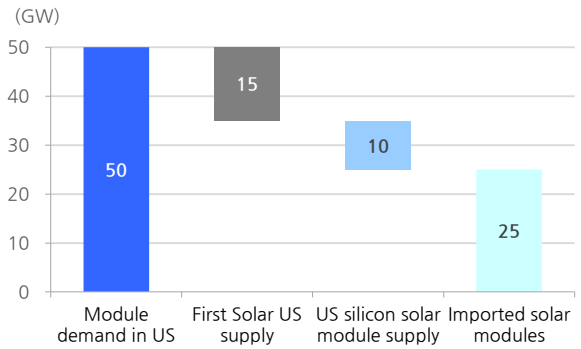
자료 : USITC, 현대차증권

<그림3> 한국 산업용 전력 요금 190원/kWh까지 상승



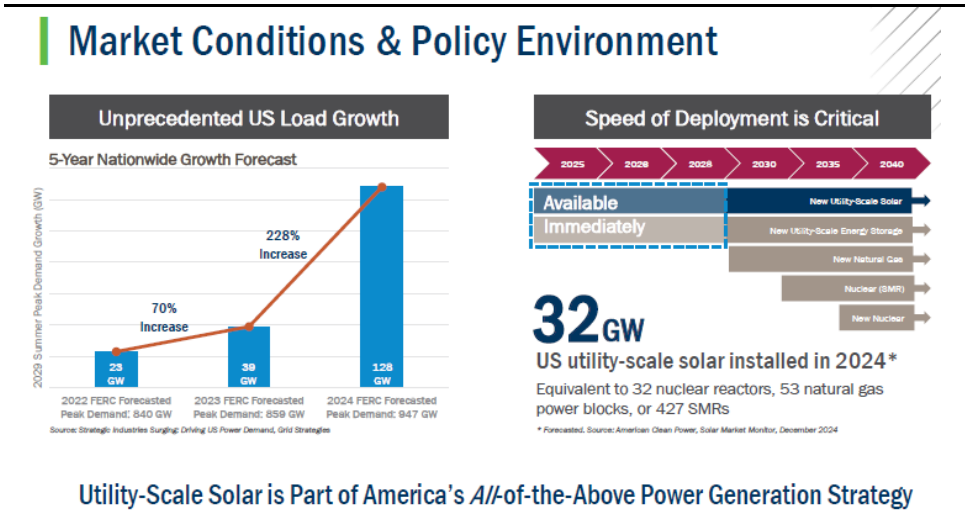
자료 : EPSIS, 현대차증권

<그림4> First Solar 미국 모듈 15GW에 미치지 못해



자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈그림5〉 향후 5년간 피크수요 128GW 대응 필요. 태양광과 BESS가 유일하게 적기 대응 가능



자료 : First Solar, 현대차증권

반도체 소부장

NVIDIA GPU, 공급 지연도 수요 부족도 없다

OVERWEIGHT

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

훌륭한 실적, 훌륭한 가이던스

- NVIDIA의 FY4Q25 매출은 $39.3B(YoY +78%, QoQ +12%)로 기존 가이던스였던 $37.5B과 컨센서스 $38.2B을 상회하는 호실적을 기록
- 이에 더해 FY4Q25 매출 가이던스로 $43B(현재 컨센서스 $42.3B)을 제시하며 저번 분기에 이어 다시 한번 가이던스를 상향
- FY4Q25 매출총이익률 가이던스로 70.5%~71.5%를 제시하며 컨센서스 72.1%를 소폭 하회하는 가이던스를 제시
- 데이터센터 사업부 매출은 $35.6B로 역대 최고 매출을 다시 한번 경신. 기타 사업부별로는 Gaming $2.5B, Professional Visualization $0.51B, Auto $0.57B, OEM&Other $0.13B의 매출을 기록

공급 지연도 수요 부족도 없다/ 국내 HBM 밸류체인 청신호

- 최근 들어 NVIDIA에 대해 제기되었던 우려 중 하나는 Blalckwell 생산과 설계에서의 문제로 인한 공급 지연이었음
- 하지만 NVIDIA는 Blackwell 모델이 100,000개 이상 출하되었으며 현재 Full Production 상태로 세계 여러 지역에 공급되고 있음을 강조
- NVIDIA의 CEO 젠슨황 또한 Q&A 세션을 통해 $11B 수준의 Blackwell을 판매 했음을 명확히 밝힘, 실적 발표 이전 Blackwell 판매에 대한 기대는 $9B 수준이었던 것으로 파악됨
- x AI는 GB200를 채용하여 차세대 Grok AI를 준비하고 있음을 밝혔으며 이외에도 여러 LLM 개발 기업들이 Grace Hopper와 Grace Blackwell 제품을 그들의 차세대 LLM 모델 개발에 채용하고 있음을 밝힘
- 또한 최근 AI 산업 내에서 각광받고 있는 Robotics, Physical AI 분야에서도 거의 모든 기업들이 NVIDIA의 칩을 기반으로 서비스를 개발하고 있음을 강조
- 민간 기업, 정부 모두 NVIDIA의 칩에 대한 수요가 매우 견조함을 다시 한 번 강조
- 반면 데이터센터 매출 중 중국향 매출은 수출 규제로 인해 부정적인 영향을 받았음을 밝혔으며 중국의 AI가 경쟁력 있음을 인정
- 또한 이번 컨퍼런스콜을 통해서도 향후 Blackwell 칩에서의 Liquid Cooling 채용에 대해 언급하였음
- Liquid Cooling의 경우 AURAS, AVC(Asia Vital Components) 등 대부분의 밸류체인이 대만 기업들로 형성되어 있음
- HBM 수요는 NVIDIA GPU의 수요/공급 상황에 많은 영향을 받는다는 것을 감안할 때 금번 NVIDIA의 컨퍼런스콜은 국내 HBM 밸류체인에 긍정적인 내용을 담고 있다고 판단됨
- NVIDIA Blackwell의 빠른 공급과 함께 HBM3E, 그리고 그 이후 HBM4 양산을 위한 장비를 생산하는 벤더들의 성장이 기대됨

<표 1> NVIDIA FY4Q25 실적 주요 항목

CFO Commentary on Fourth Quarter and Fiscal 2025 Results

Q4 Fiscal 2025 Summary

GAAP

($ in millions, except earnings per share)	Q4 FY25	Q3 FY25	Q4 FY24	Q/Q	Y/Y
Revenue	$39,331	$35,082	$22,103	Up 12%	Up 78%
Gross margin	73.0 %	74.6 %	76.0 %	Down 1.6 pts	Down 3.0 pts
Operating expenses	$4,689	$4,287	$3,176	Up 9%	Up 48%
Operating income	$24,034	$21,869	$13,615	Up 10%	Up 77%
Net income	$22,091	$19,309	$12,285	Up 14%	Up 80%
Diluted earnings per share	$0.89	$0.78	$0.49	Up 14%	Up 82%

Non-GAAP

($ in millions, except earnings per share)	Q4 FY25	Q3 FY25	Q4 FY24	Q/Q	Y/Y
Revenue	$39,331	$35,082	$22,103	Up 12%	Up 78%
Gross margin	73.5 %	75.0 %	76.7 %	Down 1.5 pts	Down 3.2 pts
Operating expenses	$3,378	$3,046	$2,210	Up 11%	Up 53%
Operating income	$25,516	$23,276	$14,749	Up 10%	Up 73%
Net income	$22,066	$20,010	$12,839	Up 10%	Up 72%
Diluted earnings per share	$0.89	$0.81	$0.52	Up 10%	Up 71%

Revenue by Reportable Segments

($ in millions)	Q4 FY25	Q3 FY25	Q4 FY24	Q/Q	Y/Y
Compute & Networking	$36,036	$31,036	$17,898	Up 16%	Up 101%
Graphics	3,295	4,046	4,205	Down 19%	Down 22%
Total	$39,331	$35,082	$22,103	Up 12%	Up 78%

Revenue by Market Platform

($ in millions)	Q4 FY25	Q3 FY25	Q4 FY24	Q/Q	Y/Y
Data Center	$35,580	$30,771	$18,404	Up 16%	Up 93%
Compute	*32,556*	*27,644*	*15,073*	*Up 18%*	*Up 116%*
Networking	*3,024*	*3,127*	*3,331*	*Down 3%*	*Down 9%*
Gaming	2,544	3,279	2,865	Down 22%	Down 11%
Professional Visualization	511	486	463	Up 5%	Up 10%
Automotive	570	449	281	Up 27%	Up 103%
OEM and Other	126	97	90	Up 30%	Up 40%
Total	$39,331	$35,082	$22,103	Up 12%	Up 78%

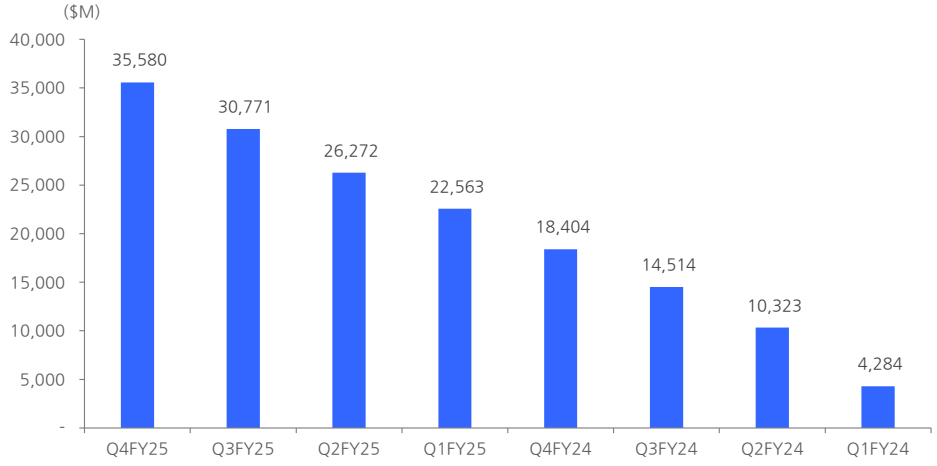
자료 : NVIDIA, 현대차증권

<표 2> NVIDIA 사업부별 매출(분기)

(단위: $M)	Q4FY25	Q3FY25	Q2FY25	Q1FY25	Q4FY24	Q3FY24	Q2FY24	Q1FY24
Datacenter	35,580	30,771	26,272	22,563	18,404	14,514	10,323	4,284
Gaming	2,544	3,279	2,880	2,647	2,865	2,856	2,486	2,240
Professional Visualization	511	486	454	427	463	416	379	295
Auto	570	449	346	329	281	261	253	296
OEM&Other	126	97	88	78	90	73	66	77
Total	39,331	35,082	30,040	26,044	22,103	18,120	13,507	7,192

자료 : NVIDIA, 현대차증권

<그림1> NVIDIA Datacenter 부문 분기별 매출 추이



자료 : NVIDIA, 현대차증권

삼성전자 (005930)

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

HPC용 반도체의 본원적 경쟁력 상승이 필요

BUY **TP 71,000원**

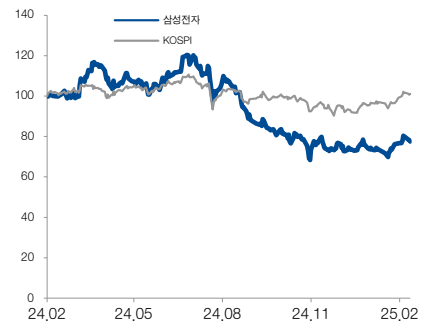
현재주가 (2/26)	56,600원
상승여력	25.4%
시가총액	337,890십억원
발행주식수	5,919,638천주
자본금/액면가	898십억원/100원
52주 최고가/최저가	87,800원/49,900원
일평균 거래대금 (60일)	1,096십억원
외국인 지분율	50.07%
주요주주 지분율	
삼성생명보험 외 15인	19.99%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	5.4	-2.9	-25.6
상대주가(%p)	1.2	-7.4	-24.0

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	4,646	6,851	71,000
After	4,738	5,677	71,000
Consensus	4,359	5,762	73,520
Cons. 차이	8.7%	-1.5%	-3.4%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 삼성전자에 대해 6개월 목표주가 71,000원 (12개월 Forward BPS에 Target P/B 1.2배 적용)에 투자의견 매수를 유지함. 동사의 **1분기 매출액**은 우호적인 환율과 Galaxy S25 판매 호조에 힘입어 **QoQ로 1.9% 증가한 77.2조원**을 기록할 것으로 예상되지만 **영업이익은 Foundry의 영업적자가 기존 예상치를 크게 상회**하면서 **QoQ로 13.1% 감소한 5.6조원**을 기록할 것으로 예상. 한편, Galaxy S25의 AI 성능이 크게 보강되면서 S25 Series의 1분기 출하량은 전작 대비 증가한 1,330만대를 기록할 것으로 예상됨에 따라 일부 원가 상승에도 불구하고 MX 영업이익은 YoY로 4.7% 증가할 것으로 보임. 2분기 S25 출하량도 초슬림 디자인의 S25 Edge가 가세할 것으로 예상됨에 따라 전작 대비 소폭 증가할 것으로 보임. 다만, 미국의 관세 부과는 2분기 이후 출하량에 새로운 불확실성이 될 것으로 예상. **미국 스마트폰 수요는 연간 1.15억대 내외**로 **전세계 스마트폰 수요의 10%정도**를 차지하고 있음. **관세 부과에 따른 제품 가격 상승은 미국에서의 스마트폰 교체 주기를 더욱 길게 할 것**으로 보임

주요 이슈 및 실적전망

- 삼성전자 DRAM 제품의 출하량 비중을 보면 Mobile DRAM이 경쟁사 대비 높은 상황이며 상대적으로 HBM과 Server DRAM과 같은 HPC용 DRAM비중은 상대적으로 낮은 수준임. 문제는 **Non HPC용 DRAM**의 경우 중국 스마트폰과 PC업체들의 시장 지배력으로 인해 **CXMT의 저가 공세**에서 자유로울 수 없음. 여기에 미국의 **관세 정책**도 미국 내에 **Set 생산 기반이 없는 스마트폰과 PC가 HPC대비 비우호적**. 동사의 HPC Foundry도 Tier 1 고객이 미미하다는 점에서 동사 DS 사업부는 HPC 비중을 높이는 것이 주가 상승을 위해 반드시 필요해 보임. 한편 TSMC의 2nm 제품 수율이 빠른 속도로 상승하고 있으며 향후 **Transistor수 증가와 전성비 개선 관점에서 2nm/1.6nm의 HPC내 중요성**은 커질 것으로 보임

주가전망 및 Valuation

- 동사 주가는 Valuation 매력과 자사주 소각에 힘입어 최근 들어서 경쟁사 대비 Outperform하고 있지만 **HPC용 반도체의 본원적 경쟁력 상승이 확인되지 못할 경우 여전히 Box권 관점에서 접근**할 것을 권고

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	317,639	27,748	29,176	65,377	4,738	-12.8	12.1	0.9	4.7	7.4	2.5
2026F	327,492	33,031	34,087	74,490	5,677	19.8	10.1	0.9	4.0	8.2	2.5
2027F	343,984	32,881	34,221	77,828	5,700	0.4	10.0	0.8	3.7	7.8	2.5

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 실적 추정 변경사항 (십억원)

		변경 후						변경 전					
		1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025F	2026F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025F	2026F
매출액	DS	25,230	26,313	31,910	37,079	120,531	137,048	25,230	26,032	31,568	36,639	119,469	136,979
	SDC	6,028	6,651	8,042	8,046	28,766	26,313	6,028	6,651	8,042	8,046	28,766	26,313
	MX/NW	35,661	27,669	31,520	28,436	123,286	118,910	35,661	27,669	31,520	28,436	123,286	118,910
	VD/가전	13,714	14,605	14,380	14,590	57,288	58,431	13,714	14,605	14,380	14,590	57,288	58,431
	합계	77,241	71,461	83,335	85,615	317,639	327,492	77,241	71,181	82,993	85,175	316,590	327,437
영업이익	DS	804	1,251	3,795	4,264	10,113	16,407	1,560	639	3,241	3,274	8,715	22,432
	SDC	323	543	1,528	947	3,341	3,182	323	543	1,528	947	3,341	3,182
	MX/NW	3,619	2,392	2,680	2,044	10,736	10,136	3,850	2,497	2,680	2,044	11,071	10,448
	VD/가전	518	518	537	354	1,927	1,579	518	518	537	354	1,927	1,579
	합계	5,647	5,039	9,091	7,973	27,748	33,031	6,634	4,532	8,537	6,983	26,686	39,369
세전이익		6,648	5,981	10,023	9,092	31,743	37,032	7,627	5,529	9,549	8,407	31,112	44,288
지배주주 순이익		5,983	5,448	9,334	8,411	29,176	34,087	6,886	5,052	8,921	7,802	28,662	40,902

자료: 삼성전자, 현대차증권.

〈표2〉 기본가정

			2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025F
산업수요	Note PC 출하량 증가율 (YoY)		-12.5%	10.0%	3.2%	-2.7%	4.6%	3.4%	4.2%	5.1%	6.0%	7.0%	5.6%
	스마트폰 출하량 증가율 (YoY)		-5.3%	4.7%	6.0%	-2.2%	-1.1%	2.4%	2.0%	0.0%	0.0%	5.2%	2.0%
	Server 출하량 증가율 (YoY)		-6.0%	3.9%	4.3%	3.2%	3.9%	3.8%	8.9%	3.7%	2.1%	6.1%	5.1%
삼성전자	DS	DRAM Bit Growth	14.0%	-15.0%	6.0%	0.0%	-10.3%	15.6%	-9.2%	6.6%	20.2%	6.4%	-0.1%
		DRAM ASP 변화 (USD,QoQ)	-45.1%	20.4%	16.2%	9.1%	20.1%	61.0%	-11.6%	0.7%	11.0%	5.6%	18.5%
		NAND Bit Growth	17.1%	-3.0%	-5.0%	-7.0%	-1.8%	11.8%	-11.0%	7.0%	20.0%	20.0%	2.1%
		NAND ASP 변화 (USD,QoQ)	-45.7%	30.5%	22.0%	8.0%	-5.0%	64.0%	-10.0%	-2.0%	3.0%	8.0%	-2.9%
	SDC	OLED 매출액	30,180	5,308	7,465	7,835	7,946	28,554	5,861	6,476	7,858	7,853	28,048
	MX	스마트폰 출하량 (천대)	225,000	59,800	53,800	58,000	52,000	223,600	59,500	53,262	58,580	51,940	223,282
		Tablet PC 출하량 (천대)	26,000	7,000	7,000	7,000	7,000	28,000	6,800	7,070	7,070	7,070	28,010
	VD	LCD TV 출하량 (천대)	35,529	8,545	8,033	8,595	9,691	34,864	8,460	8,113	8,681	9,788	35,042
원/달러 환율			1,305.4	1,328.5	1,370.9	1,359.4	1,385.0	1,361.0	1,450.0	1,420.0	1,400.0	1,390.0	1,396.0

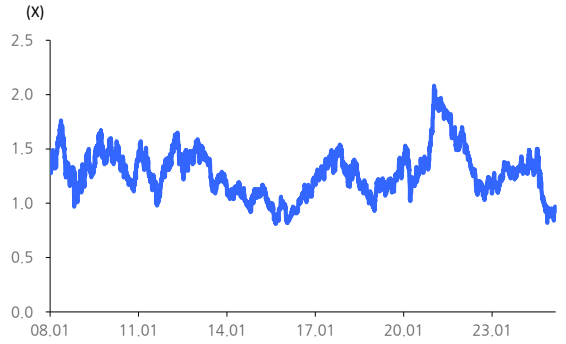
자료: 삼성전자, 현대차증권

<표3> 분기별 실적 전망 (십억원)

		2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025F
매출액	DS	66,590	23,137	28,560	29,270	30,100	111,067	25,230	26,313	31,910	37,079	120,531
	Memory	44,130	17,490	21,740	22,270	23,000	84,500	19,318	20,087	25,524	30,381	95,309
	LSI, Foundry, 기타	22,460	5,647	6,820	7,000	7,100	26,567	5,912	6,226	6,386	6,699	25,222
	SDC	30,970	5,386	7,650	8,000	8,116	29,152	6,028	6,651	8,042	8,046	28,766
	MX/NW	112,410	33,530	27,380	30,520	25,800	117,230	35,661	27,669	31,520	28,436	123,286
	MX(휴대폰, Tab)	108,630	32,790	26,640	29,980	25,000	114,410	34,901	26,949	30,740	27,652	120,242
	VD/가전	56,440	13,480	14,420	13,987	14,400	56,288	13,714	14,605	14,380	14,590	57,288
	VD	30,380	7,230	7,540	7,583	8,597	30,950	7,770	7,847	7,847	8,671	32,135
	Harman	14,390	3,200	3,620	3,530	3,900	14,250	3,563	3,937	3,817	4,110	15,427
	내부조정	-21,865	-6,818	-7,562	-6,209	-6,516	-27,105	-6,955	-7,713	-6,333	-6,646	-27,647
	합계	258,935	71,916	74,068	79,099	75,800	300,883	77,241	71,461	83,335	85,615	317,639
영업이익	DS	-14,870	1,910	6,450	3,860	2,866	15,086	804	1,251	3,795	4,264	10,113
	Memory	-13,294	2,987	7,109	5,069	5,379	20,544	3,690	2,598	4,515	5,080	15,884
	LSI, Foundry, 기타	-1,576	-1,077	-659	-1,209	-2,514	-5,459	-2,887	-1,348	-720	-816	-5,770
	SDC	5,260	342	1,010	1,500	900	3,752	323	543	1,528	947	3,341
	MX/NW	13,010	3,494	2,225	2,808	2,118	10,645	3,619	2,392	2,680	2,044	10,736
	MX(휴대폰, Tab)	12,679	3,435	2,175	2,803	2,094	10,506	3,596	2,370	2,656	2,017	10,640
	VD/가전	1,258	530	490	530	227	1,777	518	518	537	354	1,927
	VD	918	360	210	366	172	1,108	371	250	352	242	1,215
	Harman	1,170	240	320	360	390	1,310	292	387	424	387	1,489
	합계	6,567	6,606	10,444	9,183	6,500	32,733	5,647	5,039	9,091	7,973	27,748
영업이익률	DS	-22.3%	8.3%	22.6%	13.2%	9.5%	13.6%	3.2%	4.8%	11.9%	11.5%	8.4%
	Memory	-30.1%	17.1%	32.7%	22.8%	23.4%	24.3%	19.1%	12.9%	17.7%	16.7%	16.7%
	LSI, Foundry, 기타	-7.0%	-19.1%	-9.7%	-17.3%	-35.4%	-20.5%	-48.8%	-21.6%	-11.3%	-12.2%	-22.9%
	SDC	17.0%	6.3%	13.2%	18.7%	11.1%	12.9%	5.4%	8.2%	19.0%	11.8%	11.6%
	MX/NW	11.6%	10.4%	8.1%	9.2%	8.2%	9.1%	10.1%	8.6%	8.5%	7.2%	8.7%
	MX(휴대폰, Tab)	11.7%	10.5%	8.2%	9.3%	8.4%	9.2%	10.3%	8.8%	8.6%	7.3%	8.8%
	VD/가전	2.2%	3.9%	3.4%	3.8%	1.6%	3.2%	3.8%	3.5%	3.7%	2.4%	3.4%
	VD	3.0%	5.0%	2.8%	4.8%	2.0%	3.6%	4.8%	3.2%	4.5%	2.8%	3.8%
	합계	2.5%	9.2%	14.1%	11.6%	8.6%	10.9%	7.3%	7.1%	10.9%	9.3%	8.7%
세전이익		11,006	7,707	11,595	10,320	7,907	37,530	6,648	5,981	10,023	9,092	31,743
법인세		-4,481	952	1,754	220	153	3,078	524	405	469	483	1,881
지배주주 순이익		14,473	6,621	9,643	9,782	7,576	33,621	5,983	5,448	9,334	8,411	29,176

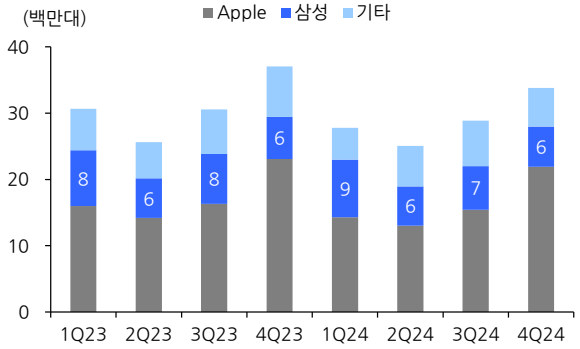
자료: 삼성전자, 현대차증권

<그림1> 삼성전자 PBR 추이



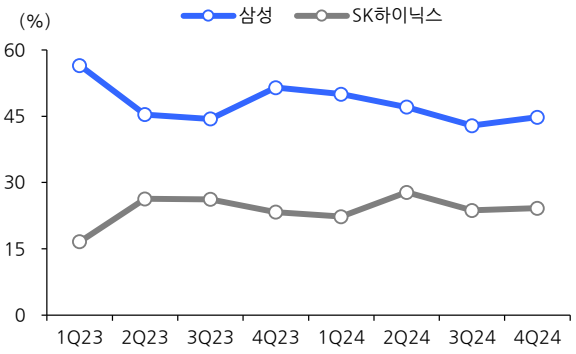
자료: 현대차증권

<그림2> 미국 스마트폰 수요



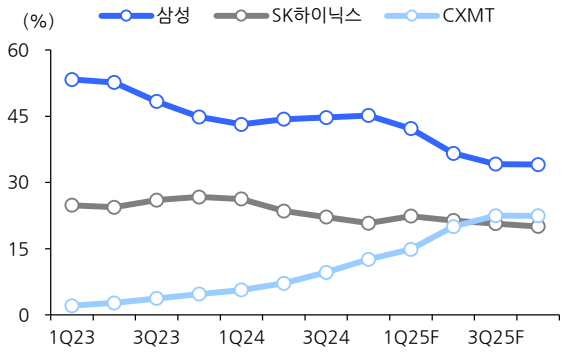
자료: Counter Point

<그림3> Mobile DRAM시장 점유율 (금액기준)



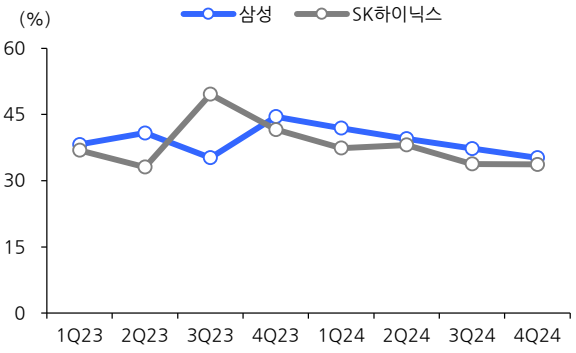
자료: Trend Force. CXMT는 비상장이라는 점에서 금액기준 점유율에서 제외

<그림4> Mobile DRAM시장 점유율 (출하량 기준)



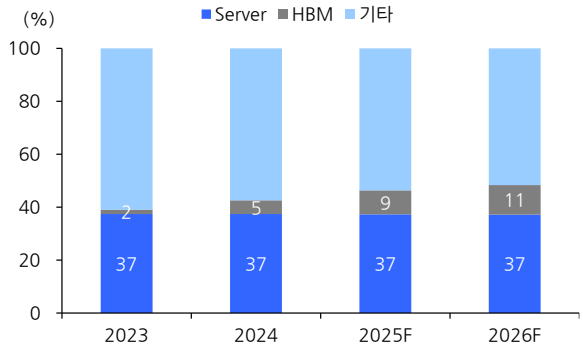
자료: Trend Force. 2Gb기준 환산한 시장 점유율

<그림5> Server DRAM시장 점유율 (금액기준)



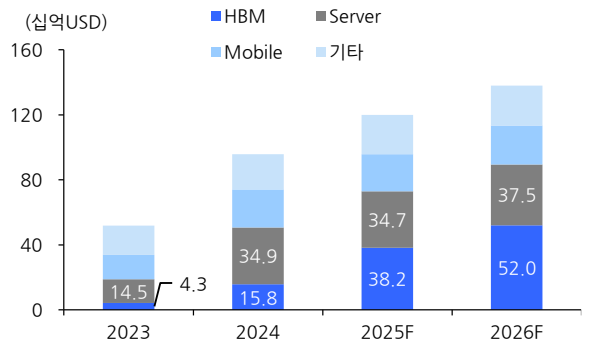
자료: Trend Force

<그림6> HPC용 DRAM (HBM+Server) 점유율 추이



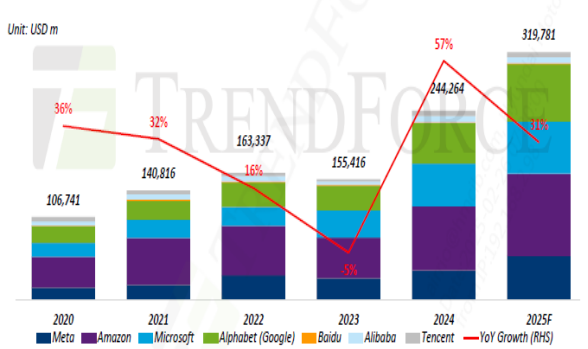
자료: 현대차증권, Trend Force. 출하량 기준

<그림7> DRAM시장 공급액 추이



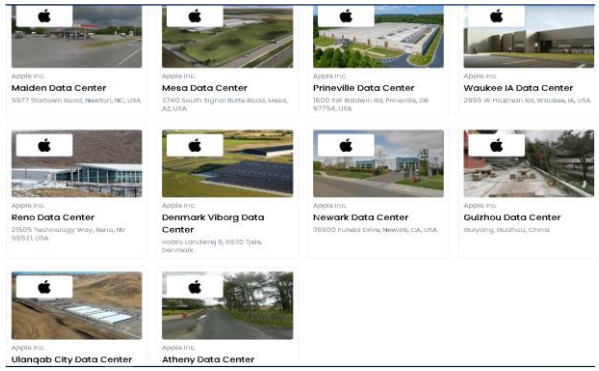
자료: 현대차증권

<그림8> 주요 상장 CSP의 Data Center Capex 추이



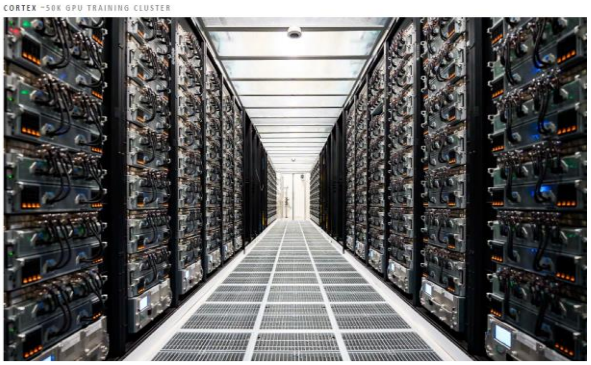
자료: Trend Force

<그림9> Apple Data Center 위치



자료: Data Center,com

<그림10> Tesla의 AI Data Center

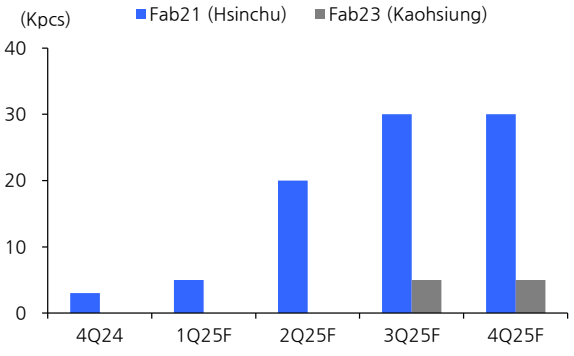


자료: Tesla

<그림11> TSMC Foundry 공정 Road Map

자료: TSMC

<그림12> TSMC 2nm Capa 추이 (N2, N2P, N2X)



자료: Trend Force. 월별 Capa

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	258,935	300,871	317,639	327,492	343,984
증가율 (%)	-14.3	16.2	5.6	3.1	5.0
매출원가	180,389	186,562	203,530	204,588	219,655
매출원가율 (%)	69.7	62.0	64.1	62.5	63.9
매출총이익	78,547	114,309	114,109	122,905	124,330
매출이익률 (%)	30.3	38.0	35.9	37.5	36.1
증가율 (%)	-30.0	45.5	-0.2	7.7	1.2
판매관리비	71,980	81,583	86,361	89,873	91,449
판관비율(%)	27.8	27.1	27.2	27.4	26.6
EBITDA	45,234	75,357	65,377	74,490	77,828
EBITDA 이익률 (%)	17.5	25.0	20.6	22.7	22.6
증가율 (%)	-45.2	66.6	-13.2	13.9	4.5
영업이익	6,567	32,726	27,748	33,031	32,881
영업이익률 (%)	2.5	10.9	8.7	10.1	9.6
증가율 (%)	-84.9	398.3	-15.2	19.0	-0.5
영업외손익	3,552	4,053	3,996	4,001	4,256
금융수익	16,100	16,703	5,687	5,709	5,216
금융비용	12,646	12,986	1,691	1,708	960
기타영업외손익	97	335	0	0	0
종속/관계기업관련손익	888	751	0	0	0
세전계속사업이익	11,006	37,530	31,743	37,032	37,137
세전계속사업이익률	4.3	12.5	10.0	11.3	10.8
증가율 (%)	-76.3	241.0	-15.4	16.7	0.3
법인세비용	-4,481	3,078	1,881	2,143	2,111
계속사업이익	15,487	34,451	29,862	34,889	35,026
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	15,487	34,451	29,862	34,889	35,026
당기순이익률 (%)	6.0	11.5	9.4	10.7	10.2
증가율 (%)	-72.2	122.5	-13.3	16.8	0.4
지배주주지분 순이익	14,473	33,621	29,176	34,087	34,221
비지배주주지분 순이익	1,014	830	686	802	805
기타포괄이익	3,350	16,845	0	0	0
총포괄이익	18,837	51,296	29,862	34,889	35,026

(단위: 십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	195,937	227,062	230,991	241,480	257,695
현금성자산	69,081	53,706	35,191	45,947	52,317
단기투자자산	22,691	58,909	66,538	66,447	69,793
매출채권	36,647	43,623	49,272	49,205	51,683
재고자산	51,626	51,755	58,457	58,377	61,317
기타유동자산	15,256	19,033	21,497	21,468	22,549
비유동자산	259,969	287,470	306,304	321,126	336,009
유형자산	187,256	205,945	225,242	241,912	257,678
무형자산	22,742	23,739	21,645	19,816	18,219
투자자산	20,680	24,349	25,979	25,960	26,675
기타비유동자산	29,291	33,437	33,437	33,437	33,437
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	455,906	514,532	537,295	562,606	593,704
유동부채	75,719	93,326	103,440	103,350	107,802
단기차입금	7,115	13,173	13,193	13,223	13,248
매입채무	11,320	12,370	13,972	13,953	14,656
유동성장기부채	1,309	2,207	2,207	2,207	2,207
기타유동부채	55,976	65,576	74,068	73,967	77,692
비유동부채	16,509	19,014	21,473	21,444	22,523
사채	538	15	15	15	15
장기차입금	0	7	7	7	7
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	15,971	18,993	21,452	21,423	22,501
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	92,228	112,340	124,913	124,794	130,325
지배주주지분	353,234	391,688	401,191	425,819	450,581
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
자본조정 등	99	-1,725	-1,725	-1,725	-1,725
기타포괄이익누계액	1,181	17,598	17,598	17,598	17,598
이익잉여금	346,652	370,513	380,017	404,645	429,407
비지배주주지분	10,444	10,504	11,191	11,993	12,798
자본총계	363,678	402,192	412,382	437,812	463,379

(단위: 십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	44,137	72,983	65,228	76,375	78,981
당기순이익	15,487	34,451	29,862	34,889	35,026
유형자산 상각비	35,532	39,650	35,535	39,629	43,349
무형자산 상각비	3,134	2,981	2,093	1,829	1,598
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-5,459	-1,568	-2,262	27	-992
기타	-4,557	-2,532	0	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-16,923	-85,382	-64,091	-56,190	-63,176
투자자산의 감소(증가)	5,460	-384	-1,631	19	-715
유형자산의 감소	98	156	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-57,611	-51,406	-54,832	-56,300	-59,115
기타	35,130	-33,748	-7,628	91	-3,346
재무활동으로인한현금흐름	-8,593	-7,797	-19,652	-9,429	-9,434
차입금의 증가(감소)	1,933	6,064	20	30	25
사채의증가(감소)	2	-523	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-9,864	-10,889	-9,682	-9,459	-9,459
기타	-664	-2,450	-9,990	0	0
기타현금흐름	779	4,821	0	0	0
현금의증가(감소)	19,400	-15,375	-18,515	10,756	6,370
기초현금	49,681	69,081	53,706	35,191	45,947
기말현금	69,081	53,706	35,191	45,947	52,317

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	2,395	5,572	4,854	5,815	5,838
EPS(지배순이익 기준)	2,225	5,433	4,738	5,677	5,700
BPS(자본총계 기준)	53,540	59,210	62,305	66,308	70,181
BPS(지배지분 기준)	52,002	57,663	60,614	64,492	68,242
DPS	1,444	1,446	1,446	1,446	1,446
P/E(당기순이익 기준)	32.8	9.5	11.8	9.8	9.8
P/E(지배순이익 기준)	35.3	9.8	12.1	10.1	10.0
P/B(자본총계 기준)	1.5	0.9	0.9	0.9	0.8
P/B(지배지분 기준)	1.5	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(Reported)	9.9	3.5	4.7	4.0	3.7
배당수익률	1.8	2.7	2.5	2.5	2.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-73.7	132.6	-12.9	19.8	0.4
EPS(지배순이익 기준)	-75.2	144.1	-12.8	19.8	0.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	4.3	9.0	7.3	8.2	7.8
ROE(지배순이익 기준)	4.1	9.0	7.4	8.2	7.8
ROA	3.4	7.1	5.7	6.3	6.1
안정성 (%)					
부채비율	25.4	27.9	30.3	28.5	28.1
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	7.1	36.2	29.0	34.5	34.3

** K-IFRS 연결기준*

SK스퀘어 (402340)

Analyst 김한이 haneykim@hmsec.com

자기주식 취득, 할인율 축소 효과로 나타나. 밸류업 방향성 지속

BUY **TP 130,000원**

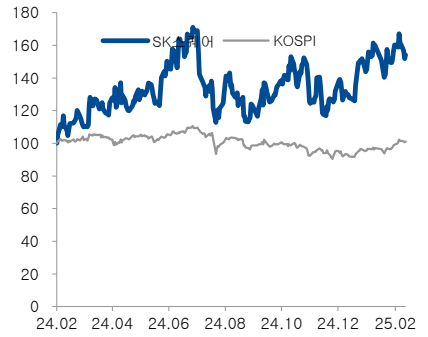
현재주가 (2/26)	96,100원
상승여력	35.3%
시가총액	12,834십억원
발행주식수	133,548천주
자본금/액면가	14십억원/100원
52주 최고가/최저가	106,700원/65,300원
일평균 거래대금 (60일)	26십억원
외국인 지분율	51.81%
주요주주 지분율	
SK외9인	31.82%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-3.8	13.6	20.1
상대주가(%p)	-7.6	8.4	22.7

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(24F)	EPS(25F)	T/P
Before	23,945	38,681	110,000
After	26,836	35,891	130,000
Consensus	22,409	29,721	117,500
Cons. 차이	19.8%	20.8%	10.6%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 투자의견 BUY 유지, TP 13만원으로 상향
- 우리가 2월 업종 이슈 보고서에서 강조한 바와 같이 2월에 자기주식 취득 체결 집중되며 수급효과 더해져 SK스퀘어는 월중 KOSPI를 4.7%p까지 초과상승(2/19)
- 수급효과는 일단락되었으나 밸류업 방향성에 대한 기대 유효. 대표 자회사와의 높은 상관관계 + 자기주식 매입소각 효과 더해진다는 투자포인트 지속. 긍정적 시각 유지
- 자기주식 취득분 소각 및 연내 추가 자기주식취득 발표 전망. 11/21 기업가치제고계획 발표, 3개월간의 자기주식 취득 전 NAV 대비 할인율은 68%(11월 3주), 현재 63.9%로 축소(그림3 참조). 할인율 축소 효과 확인된 만큼 회사가 발표한 '高할인율 구간에서 매입 소각 확대' 계획 지속 추진 기대

주요이슈 및 실적전망

- TP 18% 상향. TP 산정을 위한 NAV 산출 방식과 목표할인율 50%는 동일하나, 1) NAV 중 상장지분가치 증가분 반영, 2) 자기주식 취득분 소각 예상됨에 따라 총주식수를 미리 조정하여 주당 가치를 산출한 결과
- 4Q24 부문별 잠정 실적 발표. 연결영업수익 2.18조원(+31% QoQ, +626% YoY), 영업이익 1.65조원(+42% QoQ, 흑전). 대표자회사를 중심으로 지분법손익이 전년동기 -3,300억원, 전분기 1.16조원에서 1.65조원으로 증가한 덕분. 지분법 제외한 매출액 4,823억원(+5.4% QoQ, -23.4% YoY), 영업손실 420억원(적지). 연결자회사별로는 티맵모빌리티 외에 연간 매출 증가세 찾기 어려우나 부문별로는 지주, 커머스(11번가), 모빌리티(FSK L&S, 티맵모빌리티 등) 등 플랫폼 제외 대부분에 걸쳐 영업적자폭 감소세인 점은 긍정적

주가전망 및 Valuation

- 현 할인율 63.9%까지 축소. KOSPI 및 상장지분가치 대비 초과상승. 3월 주총 이후 취득 자사주 소각가능성 주목. 분기당 자회사 배당수익 440억원(1Q25F 1,900억원) 비롯하여 하반기 자회사 매각대금 4,500억원 유입 예정. 추가 주주환원 재원도 충분

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 (%)
2022	2,735	16	260	391	1,836	-88.6	18.3	0.3	15.3	1.6	0.0
2023	224	-2,340	-1,287	-2,196	-9,137	적전	NA	0.5	NA	NA	0.0
2024F	6,013	3,913	3,645	3,967	26,836	흑전	3.0	0.6	2.6	21.4	0.0
2025F	7,168	5,094	4,794	5,140	35,891	33.7	2.7	0.5	2.4	22.6	0.0
2026F	7,227	5,105	4,829	5,144	36,159	0.7	2.7	0.5	2.3	18.6	0.0

* K-IFRS 연결 기준. 매출액에 지분법손익 포함

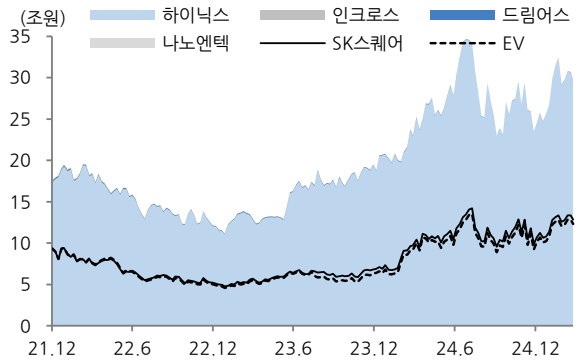
<그림1> NAV, TP 산출

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

	지분율	기업가치	평가금액	비중	비고
영업가치			-	-	
상장자회사			**29,745**	**84.0**	전일 종가
SK하이닉스	20.1%	147,784	29,658	83.8	
드림어스컴퍼니	38.7%	134	52	0.1	
인크로스	36.1%	97	35	0.1	
비상장자회사			**5,126**	**14.5**	**직전 분기 5.42조원에서 0.3조원 감소**
SK쉴더스			1,474	4.2	2023.7 코시홀딩스 지분매각대금기준 보유수량가치계산 + 2025 2H 예정된 잔여매각대금 450bn
십일번가	80.3%		660	1.9	4Q24 장부가액 (회계법인 평가금액. 전분기 834bn, 감액)
티맵모빌리티	60.1%		1,458	4.1	2022.8 KB국민은행 투자금액 역산
콘텐츠웨이브	36.7%		230	0.6	2023.5 3자배정 유상증자 역산 → 2024 4Q deal 금액기준(IR자료)
원스토어	46.4%		421	1.2	2022.1 전환우선주 발행가액으로 보통주전환 반영
SK플래닛	86.3%		244	0.7	직전 장부가액
기타			640	1.8	IR자료
자기주식	**1.0%**	**12,834**	-	-	소각 예정, 자산가치로 가산 X
순차입금			**-536**	**1.5**	4Q24 별도(IR자료)
NAV(십억원)			**35,407**	**100.0**	
총주식수(천주)			132,242		소각 예상 자기주식수 차감(직전 133,535천주)
목표 할인율			50%		
TP(원)			**130,000**		

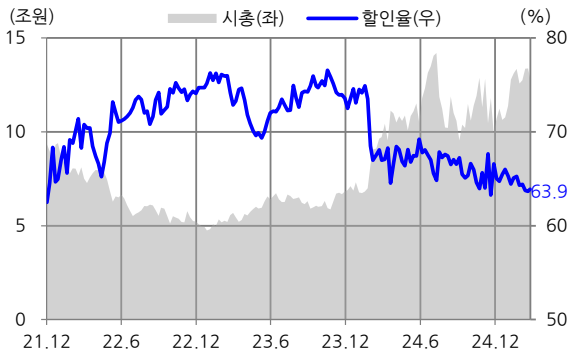
자료 : SK스퀘어, 현대차증권

<그림2> 시가총액, EV vs. 상장지분가치



자료: 현대차증권

<그림3> 시가총액 vs. NAV 대비 할인율



자료: Quantiwise, 현대차증권

<그림4> SK스퀘어 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	2022	2023	2024P	2025F
연결영업수익	11	-127	40	300	886	1,293	1,658	2,176	2,735	224	6,013	7,168
지분법손익	-572	-664	-487	-330	387	825	1,201	1,694	365	-2,053	4,107	5,275
하이닉스	-548	-635	-464	-288	407	873	1,218	1,671	471	-1,936	4,169	5,345
기타	-24	-28	-23	-42	-19	-49	-18	23	-106	-117	-63	-70
매출액	584	536	527	630	498	469	458	482	2,371	2,277	1,907	1,893
지주	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.30	0.27	0.48	0.66	0.66
커머스	216	197	189	264	171	135	122	134	789	866	562	573
플랫폼	180	177	180	188	167	161	168	169	814	724	665	634
모빌리티	175	148	146	145	148	155	145	146	711	615	594	599
기타	16	19	19	32	16	21	24	38	81	86	100	101
연결영업이익	-639	-735	-561	-405	324	775	1,162	1,652	16	-2,340	3,913	5,094
지분법이익	-572	-664	-487	-330	387	825	1,201	1,694	365	-2,053	4,107	5,275
지주	-587	-684	-506	-358	369	808	1,185	1,679	290	-2,136	4,042	5,211
커머스	-32	-27	-33	-35	-19	-18	-15	-23	-151	-126	-75	-72
플랫폼	-5	-6	-7	4	-10	-6	-6	-5	-32	-14	-27	-21
모빌리티	-13	-18	-17	-21	-13	-12	-5	-4	-72	-69	-35	-33
기타	-4	-2	-1	3	-2	1	5	6	-21	-3	9	9
OPM												
커머스	-14.7%	-13.5%	-17.2%	-13.3%	-11.4%	-13.6%	-12.0%	-17.2%	-19.2%	-14.6%	-13.4%	-12.5%
플랫폼	-2.8%	-3.5%	-3.7%	2.0%	-6.2%	-3.5%	-3.6%	-3.2%	-3.9%	-2.0%	-4.1%	-3.3%
모빌리티	-7.2%	-12.1%	-11.8%	-14.4%	-9.1%	-7.6%	-3.7%	-2.8%	-10.1%	-11.2%	-5.8%	-5.6%
기타	-28.3%	-7.8%	-2.8%	9.4%	-13.4%	2.5%	20.6%	14.8%	-25.3%	-4.0%	9.0%	9.0%
당기순이익	-524	-704	447	-534	333	729	1,129	1,459	256	-1,315	3,651	4,770
지배지분순익	-530	-695	459	-521	345	741	1,137	1,423	260	-1,287	3,645	4,794

자료 : SK스퀘어, 현대차증권

주: 4Q24 지배지분순익, 회사별 지분법손익은 확인 이전. 추정치 기재

<그림5> 11/21 기업가치제고계획: NAV 할인율 50% 이하 목표

자료: SK스퀘어, 현대차증권

〈그림6〉 11/21 기업가치제고계획: 실행 계획

실행계획	세부 내용
이사회 중심의 기업가치 제고 실행	NAV 할인율 등 기업가치 제고 목표를 경영진 핵심 KPI로 도입 및 Incentive 연계+ 독립성/전문성을 갖춘 이사 추가 선임
명확한 기준에 따른 Capital Allocation	미래 성장을 위한 신규투자, 高 NAV 할인율 상황에서는 자사주 매입/소각 적극 검토, 기존 주주환원 정책 지속 실행 - 투자 수익성 고려하여 최적 배분
예측 가능한 주주환원 지속	高 NAV 할인율 상황에서, 저평가된 자사주 매입/소각 통해 주당 가치 제고 - 2024년 연내 추가 자사주 매입 실행, 자사주 매입 후 소각 (예정)
Portfolio Value-up	Operation Improvement(O/I) 실행 통해 ICT Portfolio 수익성 강화 - 서비스/기술 차별화 등 전 프로세스에 걸친 O/I 실행, 비핵심자산 유동화 통한 자산 효율성 제고 등
신규 투자	반도체, AI 영역에서 미래 핵심 성장기회 발굴 - 예) AI Value-chain 내 미래 핵심 기술 보유한 반도체 기업

자료: SK스퀘어, 현대차증권

〈그림7〉 '23-'25 중기 주주환원정책

자료: SK스퀘어, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,735	224	6,013	7,168	7,227
증가율 (%)	138.7	-91.8	2,584.4	19.2	0.8
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,735	224	6,013	7,168	7,227
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	138.7	-91.8	2,584.4	19.2	0.8
판매관리비	2,719	2,564	2,101	2,074	2,122
판관비율(%)	99.4	1,144.6	34.9	28.9	29.4
EBITDA	391	-2,196	3,967	5,140	5,144
EBITDA 이익률 (%)	14.3	-980.4	66.0	71.7	71.2
증가율 (%)	-19.0	적전	흑전	29.6	0.1
영업이익	16	-2,340	3,913	5,094	5,105
영업이익률 (%)	0.6	-1,044.6	65.1	71.1	70.6
증가율 (%)	-96.2	적전	흑전	30.2	0.2
영업외손익	8	-225	-77	-72	-65
금융수익	125	135	100	106	113
금융비용	103	336	82	83	83
기타영업외손익	-14	-24	-95	-95	-95
종속/관계기업관련손익	17	-34	0	0	0
세전계속사업이익	41	-2,598	3,836	5,022	5,039
세전계속사업이익률	1.5	-1,159.8	63.8	70.1	69.7
증가율 (%)	-88.7	적전	흑전	30.9	0.3
법인세비용	2	-292	185	253	254
계속사업이익	39	-2,305	3,651	4,770	4,786
중단사업이익	217	990	0	0	0
당기순이익	256	-1,315	3,651	4,770	4,786
당기순이익률 (%)	9.4	-587.1	60.7	66.5	66.2
증가율 (%)	-29.5	적전	흑전	30.6	0.3
지배주주지분 순이익	260	-1,287	3,645	4,794	4,829
비지배주주지분 순이익	-4	-28	6	-24	-43
기타포괄이익	-482	42	0	0	0
총포괄이익	-226	-1,273	3,651	4,770	4,786

(단위:십억원)

재무상태표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,865	2,289	2,406	2,507	2,300
현금성자산	1,002	1,271	1,371	1,472	1,300
단기투자자산	239	104	156	171	173
매출채권	458	237	233	228	224
재고자산	117	113	125	149	150
기타유동자산	852	403	362	326	294
비유동자산	19,296	15,681	19,757	25,010	30,266
유형자산	887	243	211	187	170
무형자산	2,626	513	513	513	513
투자자산	15,588	14,302	18,410	23,687	28,960
기타비유동자산	195	623	623	623	623
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	22,161	17,970	22,163	27,517	32,566
유동부채	1,820	1,381	1,466	1,533	1,630
단기차입금	32	47	47	47	47
매입채무	260	96	144	173	259
유동성장기부채	31	0	0	0	0
기타유동부채	1,497	1,238	1,275	1,313	1,324
비유동부채	3,178	773	1,255	1,771	1,937
사채	266	0	0	0	0
장기차입금	1,706	1	1	1	1
장기금융부채	228	173	173	173	173
기타비유동부채	978	599	1,081	1,597	1,763
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	4,997	2,153	2,720	3,304	3,567
지배주주지분	16,819	15,202	18,822	23,617	28,446
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	6,912	5,912	5,912	5,912	5,912
자본조정 등	9,023	8,754	8,730	8,730	8,730
기타포괄이익누계액	112	201	201	201	201
이익잉여금	759	320	3,965	8,759	13,588
비지배주주지분	344	615	621	596	553
자본총계	17,163	15,817	19,443	24,213	28,999

(단위:십억원)

현금흐름표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	342	266	4,295	5,406	5,122
당기순이익	256	-1,315	3,651	4,770	4,786
유형자산 상각비	375	143	54	46	39
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	2	1	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-205	63	590	590	296
기타	-86	1,374	0	0	1
투자활동으로인한현금흐름	20,221	20,231	20,241	20,251	20,261
투자자산의 감소(증가)	29	1,332	-4,108	-5,277	-5,273
유형자산의 감소	1	9	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-322	-237	-22	-22	-22
기타	20,513	19,127	24,371	25,550	25,556
재무활동으로인한현금흐름	69	-281	-14	10	3
차입금의 증가(감소)	63	-1,761	0	0	0
사채의증가(감소)	0	-266	0	0	0
자본의 증가	0	-1,000	0	0	0
배당금	-8	-38	0	0	0
기타	14	2,784	-14	10	3
기타현금흐름	6	0	0	0	0
현금의증가(감소)	359	269	100	102	-172
기초현금	642	1,002	1,271	1,371	1,472
기말현금	1,002	1,271	1,371	1,472	1,300

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS(당기순이익 기준)	1,810	-9,334	26,879	35,710	35,837
EPS(지배순이익 기준)	1,836	-9,137	26,836	35,891	36,159
BPS(자본총계 기준)	121,323	113,803	144,290	181,303	217,140
BPS(지배지분 기준)	118,893	109,381	139,685	176,837	212,996
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	18.5	-5.6	3.0	2.7	2.7
P/E(지배순이익 기준)	18.3	-5.8	3.0	2.7	2.7
P/B(자본총계 기준)	0.3	0.5	0.5	0.5	0.4
P/B(지배지분 기준)	0.3	0.5	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(Reported)	15.3	-3.2	2.6	2.4	2.3
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-88.4	적전	흑전	32.9	0.4
EPS(지배순이익 기준)	-88.6	적전	흑전	33.7	0.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	1.5	-8.0	20.7	21.9	18.0
ROE(지배순이익 기준)	1.6	-8.0	21.4	22.6	18.6
ROA	1.1	-6.6	18.2	19.2	15.9
안정성 (%)					
부채비율	29.1	13.6	14.0	13.6	12.3
순차입금비율	5.2	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	3.4	NA	217.1	271.8	269.7

** K-IFRS 연결 기준*

Analyst 이화진 hlee@hmsec.com

Credit Weekly

금통위 금리 인하, 고금리 채권 투자 견조

오랜만에 발행에 나선 업체들과 10배 이상 수요가 모집되는 회사채 시장

- 에폭시 수지 전문 업체로 건설, 조선, 자동차 등을 전방산업으로 하는 국도화학(A+)은 화학업종이지만 2년/3년 +5bp/+10bp로 수준에서 발행 수요를 채웠음. 삼성동 인터컨티넨탈 브랜드의 그랜드호텔을 운영하고 나인트리 비즈니스 호텔 등을 운영하는 파르나스호텔(A+)는 코로나 팬데믹으로 어려움을 겪었고, 22년 흑자전환 후 발행에 나서면서 2년/3년 -8bp/-19bp 수준에서 낙찰되었고 수요도 5배/11배 모집됨. 조선 업황 개선으로 등급 상향된 HD현대(A+)는 3년/5년 1,500억원 발행에 11배/8배 수요가 모집 되었고, 등급 상향에도 -10bp로 낙찰되면서 3천억원으로 증액 발행을 결정함. 현대비앤지스틸(A0)는 2년/3년 500억원 발행에 7배 가까운 수요가 모집 되었고, 낙찰 금리도 -20bp 수준에서 결정됨

- AA등급 발행은 CJ ENM(AA-)이 2년/3년 +4bp 수준에서 낙찰됨. 현대건설(AA-)은 2년/3년/5년 -1bp~-3bp 수준에서 결정되었고, 11배 수요를 모집함. 롯데칠성음료(AA0)은 -3bp/-5bp에서 11배 수요가 응찰함. 고급 윤활유 생산업체인 SK엔무브(AA0)는 3년/5년/10년 -20bp/-10bp/-45bp로 결정되었고, 12~14배 수요가 모집됨. 설탕 밀가루 등 소재식품사업과 PET병 등 국내 1위 포장용기 생산업체인 삼양패키징을 자회사로 보유한 삼양사(AA-)는 3년/5년 -20bp수준에서 낙찰되었고, 12배 수요가 모집됨. 오랜만에 발행에 나선 기업들의 수요예측이 우호적 수급에 힘입어 무난히 조달에 성공함

미국 소비부진, 국내 경기전망 하향과 금리 인하, 크레딧은 고금리 메리트 유효

- 2월 25일 금통위에서 만장일치로 기준 금리를 -25bp 인하하면서 2.75%로 낮췄고, 경제성장률 전망은 1.6%~1.7%에서 1.5%로 하향, 내년 GDP성장률 1.8%로 전망함. 추경의 필요성도 언급함. 동사는 향후 기준금리 5월 인하 및 하반기 추가 인하 총 2회 2.25%를 전망함.

미국 기준금리는 작년 9월 빅 컷 이후 11월과 12월 -25bp씩 인하하면서 5.5%에서 4.5%임.

국내는 작년 10월, 11월 연속 -25bp 인하를 시작한 이후 1월 1,470원 수준의 환율 부담으로 동결을 결정했고, 2월 환율이 1,430원대로 내려오면서 -25bp 인하하면서 3.5%에서 2.75%를 기록함

- 미국 소비자신뢰지수가 하락하면서 경기둔화 우려에 미국채 금리는 2년/10년 4.1%/4.3%를 기록함. 국내 채권은 금통위가 예상보다 덜 매파적이었고, 경기 전망이 하향되면서 국고채 금리는 전주 대비 3년/10년 -3bp /-8bp 하락한 2.6%/2.8% 수준임

- 크레딧 채권 시장은 카드사 팩토링 연체 발생(렌탈료 담보채권 연체 786억원, 375억 대손비용인식 예정 ROA 0.1% 하락 예상)과 교각 붕괴 사고로 개별 이슈가 있었지만 등급이나 전망 조정은 없었음. 발행시장에서 견조한 크레딧 매수세를 확인할 수 있었고, 스프레드는 전반적으로 보합 흐름을 나타냄. 전주에 이어 고금리 메리트로 여전채와 A등급 회사채의 상대적 강세 흐름이 이어짐. AA- 등급 여전채/회사채 스프레드는 54bp/58bp 수준임

<표 1> 주간 금리 및 스프레드 변동 (2/25일 기준)

구분	금리(%)					크레딧 스프레드(bp)					전주 대비 스프레드 변동(bp)					전월 대비 스프레드 변동(bp)				
	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
국고채	2.62	2.60	2.71	2.83	2.80	-	-	-	-	-	-1.8	-3	-4.2	-5.5	-8	-3.0	3.0	0.3	-3.4	-6.2
특수채 AAA	2.78	2.84	2.91	2.96	2.99	15.7	23.6	20.1	12.5	19.3	0.4	-0.9	-0.3	-0.2	0.0	-0.1	-1.1	-4.4	-2.0	-1.0
은행채 AAA	2.82	2.88	2.97	3.11	3.35	19.9	28.2	26.1	27.5	55.9	-2.0	0.0	-0.2	0.0	0.0	-0.8	-1.3	-3.9	-0.8	0.0
여전채 AA+	2.91	3.00	3.10	3.52	4.17	28.7	40.0	39.6	68.3	137.4	-0.1	-1.8	-0.6	-0.1	0.0	-5.2	-6.0	-3.4	-1.5	0.0
여전채 AA-	2.99	3.14	3.41	3.94	4.56	36.9	54.1	70.2	110.6	176.9	0.3	-1.8	-0.8	-0.2	0.0	-5.8	-7.4	-3.5	-1.2	-0.4
여전채 A+	3.68	4.04	4.54	4.83	5.26	105.3	143.6	183.9	199.7	246.8	0.0	-1.8	-0.9	-0.1	0.0	-6.2	-6.3	-2.9	-0.9	0.0
회사채 AAA	2.90	3.01	3.08	3.12	3.38	27.3	40.7	37.5	28.6	58.3	1.4	0.1	-0.3	0.0	0.0	-4.8	-2.4	-0.9	0.0	-0.3
회사채 AA+	2.94	3.11	3.16	3.25	3.67	31.6	50.7	45.3	42.0	87.4	2.1	0.4	-0.8	0.0	0.0	-4.5	-1.5	-1.7	-0.2	-0.3
회사채 AA0	2.97	3.13	3.22	3.35	4.01	34.5	53.4	51.6	51.9	121.4	2.1	0.5	-0.7	0.1	0.0	-4.5	-1.4	-1.7	-0.1	-0.4
회사채 AA-	3.00	3.18	3.33	3.55	4.37	37.6	58.2	62.0	71.6	157.3	2.1	0.5	-0.8	0.0	0.0	-4.5	-1.4	-1.7	-0.2	-0.3
회사채 A+	3.22	3.51	3.99	4.26	4.94	59.7	90.6	128.9	142.5	214.1	1.2	-0.6	-1.4	-1.0	-1.0	-2.7	-3.0	-2.2	-1.0	-1.0
회사채 A0	3.38	3.76	4.42	4.70	5.40	75.6	116.1	171.6	186.9	260.0	1.2	-0.6	-1.5	-0.9	-1.0	-2.7	-3.0	-2.3	-1.0	-1.0
회사채 A-	3.65	4.21	5.01	5.23	5.91	102.2	160.7	230.2	239.4	311.1	1.2	-0.6	-1.4	-0.9	-1.0	-2.7	-3.0	-2.3	-1.0	-1.0
회사채 BBB+	4.75	6.51	6.90	7.03	7.40	212.5	391.3	419.2	419.8	460.6	0.4	0.2	-0.4	0.0	0.0	-5.9	-3.3	-1.6	-0.7	-0.6

주: 민평3사 기준, 전월대비 스프레드 변동 중 국고채는 금리 변동.
자료: Infomax, 현대차증권

<표 2> 신용등급 변경 (12/23-2/25)

회사명	변경일	평가기관	직전등급	변경등급	등급변동	적용등급	구분	비고
하나에프앤아이	2024-12-24	3사	A0	A+	상향	A+	상승	- NPL시장의 성장. 회사의 NPL사업기반이 강화 - 하나금융지주로부터의 유상증자를 통해 자본적정성이 제고
우리금융에프앤아이	2024-12-24	KR, NICE	A-	A0	상향	A0	상승	- NPL 포트폴리오 투자 회수가 진행되며 양호한 수익창출력이 기대 - 계열 지원 및 자체 이익누적을 바탕으로 자본적정성이 우수할 전망
알루코	2024-12-27	NICE	BB+	BBB-	상향	BBB-	상승	- 다양한 제품 포트폴리오 및 알루미늄 사업 수직계열화을 기반으로 시장 내 지위 우수 - 재무안정성이 개선되었고 점진적인 개선 추세를 보일 전망
롯데케미칼(신한은행 등 지급보증)	2025-01-22	3 사	AA0	AAA	상향	AAA	상승	- 대표 보증제공자인 신한은행은 우수한 수익성을 시현하고 있으며, 재무안정성 또한 우수한 수준
에이치디현대중공업	2025-02-17	NICE	A0	A+	상향	A	유지	- 고선가 물량의 매출 증가로 동사의 수익성 개선세가 지속될 전망 - 조선 산업 내 시장지위 우수 및 대규모 차입 감축으로 재무부담 감소
에이치디현대	2025-02-17	NICE, KR	A0	A+	상향	A+	상승	- 그룹의 다각화된 사업 포트폴리오 확보 및 조선 부문 영업실적 우수 -23 년 이후 그룹의 차입부담이 완화되는 추세

자료: 신평사, 현대차증권

<표 3> 신용등급 전망 변경 (1/2-2/25)

회사명	변경일	평가기관	직전등급/아웃룩	변경등급/아웃룩	적용등급	구분	비고
현대글로비스	2025-01-03	NICE	AA0/S	AA0/P	전망 상향	AA0	- 현대자동차 계열 중심의 안정적인 사업기반과 견조한 해외 물동량 - 우수한 EBITDA 창출로 인한 안정적인 재무안정성 보유
대상	2025-01-03	KR	AA-/N	AA-/S	전망 상향	AA-	- 주요 원재료 가격의 하향안정화에 따른 실적 개선 - 김치 글로벌 수요 증가 및 유럽 영업기반 확대로 외형성장세 지속
엠캐피탈	2025-01-10	NICE	A-/N	A-/S	전망 상향	A-	- 지배구조 안정성 제고 및 개선된 조달 환경이 유지될 것으로 전망 - 양호한 수준의 유동성 대응능력 유지 - 25.01.09, KIS A-/N 에서 A-/미확정검토로 변경
LG 화학	2025-01-10	NICE	AA+/S	AA+/N	전망 하향	AA+	- 석유화학산업의 비우호적 영업환경 및 2 차전지 산업의 불확실성 - 핵심 산업에 대한 투자부담 존재
LG 에너지솔루션 (LG 화학 연대보증)	2025-01-10	NICE	AA+/S	AA+/N	전망 하향	AA+	- 동 무보증사채에 대한 연대보증을 지닌 LG 화학의 등급전망 변경
대한항공	2025-01-14	3 사	A-/S	A-/P	전망 상향	A-	- 우수한 경쟁력과 우호적 시장환경 기반으로 호실적 유지 전망 - 아시아나항공 인수 부담을 감내할 재무안정성 보유
한진칼	2025-01-15	NICE, KR	BBB+/S	BBB+/P	전망 상향	BBB+	- 그룹 내 핵심 자회사인 대한항공의 신용도가 제고되고 있음 - 그룹 전반의 재무부담 완화
현대엔지니어링 (ICR)	2025-01-22	KR	AA-/S	AA-/N	전망 하향	AA-	- 24 년 4 분기 해외 플랜트 관련 대규모 손실 반영 - 원가관리능력에 대한 모니터링이 필요
현대엔지니어링 (ICR)	2025-01-22	NICE	AA-/S	AA-/↓	하향 검토	AA-	- 대규모 손실 인식에 따른 재무안정성 저하 예상 - 진행 중인 해외 사업장 전반에 대해 향후 손실 가능성 검토 필요
엘에스일렉트릭	2025-02-07	KR	AA-/S	AA-/P	전망 상향	AA-	- 전력인프라부문 중심으로 영업실적 호조가 지속될 전망 - 초고압변압기 수주 증가로 사업 포트폴리오 강화 전망
에코프로비엠	2025-02-11	NICE	A0/S	A0/N	전망 하향	A0	- 전기차 캐즘 지속으로 인해 중단기 수익성 저조할 전망 - 수익성 하락은 CAPEX 부담을 일으켜 현금흐름 적자 확대 야기
에코프로	2025-02-11	NICE	A0/S	A0/N	전망 하향	A-	- 주요 계열사들의 대규모 CAPEX 계획으로 출자 부담 지속 전망 - 전방산업 업황 둔화에 따라 수익성 악화로 재무 부담 증가

자료: 신평사, 현대차증권

<표 4> 수요예측 (25.02.18~25.02.21)

발행종목	수요 예측일	발행일	신용 등급	예측 금액 (억원)	발행 금액 (억원)	만기 (년)	금리밴드(bp, %)			낙찰 (bp, %)	유효 수요 (억원)	유효 경쟁률 (배)	발행목적	개별민평 (%)
							기준	하단	상단					
국도화학	2025-02-18	2025-02-27	A+	200	200	2.0	등급민평	-10	10	5	300	1.50	차환자금	3.42%
국도화학	2025-02-18	2025-02-27	A+	200	200	3.0	등급민평	-10	10	10	200	1.00	차환자금	3.63%
파르나스호텔	2025-02-19	2025-02-27	A+	300	550	2.0	등급민평	-30	30	-8	1,350	4.50	차환자금	-
파르나스호텔	2025-02-19	2025-02-27	A+	200	450	3.0	등급민평	-30	30	-19	2,060	10.30	차환자금, 시설자금	-
CJ ENM	2025-02-19	2025-02-27	AA-	700	800	2.0	개별민평	-30	30	4	4,300	6.14	차환자금	3.07%
CJ ENM	2025-02-19	2025-02-27	AA-	800	1,400	3.0	개별민평	-30	30	4	2,900	3.63	차환자금	3.23%
HD현대	2025-02-19	2025-02-27	A+	1,000	1,820	3.0	개별민평	-30	30	-10	11,110	11.11	차환자금	3.42%
HD현대	2025-02-19	2025-02-27	A+	500	1,180	5.0	개별민평	-30	30	-10	4,230	8.46	차환자금	3.96%
현대비앤지스틸	2025-02-19	2025-02-27	A0	300	300	2.0	개별민평	-30	30	-20	1,800	6.00	차환자금	3.48%
현대비앤지스틸	2025-02-19	2025-02-27	A0	200	200	3.0	개별민평	-30	30	-19	1,350	6.75	차환자금	3.72%
이랜드월드	2025-02-19	2025-02-27	BBB0	600	600	1.5	개별민평	-30	30	30	0	0.00	차환자금	6.00%
현대건설	2025-02-20	2025-02-27	AA-	600	700	2.0	개별민평	-30	30	-3	5,700	9.50	차환자금	3.21%
현대건설	2025-02-20	2025-02-27	AA-	700	1,800	3.0	개별민평	-30	30	-2	7,800	11.14	차환자금	3.28%
현대건설	2025-02-20	2025-02-27	AA-	200	500	5.0	개별민평	-30	30	-1	1,400	7.00	차환자금	3.43%
한국콜마	2025-02-20	2025-02-28	A0	300	500	2.0	개별민평	-30	30	-24	2,060	6.87	차환자금	3.51%
한국콜마	2025-02-20	2025-02-28	A0	300	500	3.0	개별민평	-30	30	-38	4,080	13.60	차환자금, 운영자금	3.74%
동아쏘시오홀딩스	2025-02-20	2025-02-28	A0	300	400	2.0	개별민평	-30	30	-17	2,100	7.00	차환자금	3.48%
동아쏘시오홀딩스	2025-02-20	2025-02-28	A0	200	300	3.0	개별민평	-30	30	-30	2,500	12.50	차환자금	3.80%
DGB금융지주(신종)	2025-02-20	2025-02-28	AA-	1,000	1,000	NC5	절대금리	3.50%	4.15%	4.15%	1,080	1.08	운영자금	-
롯데칠성음료	2025-02-20	2025-02-28	AA0	700	1,700	3.0	개별민평	-30	30	-3	7,400	10.57	차환자금	3.07%
롯데칠성음료	2025-02-20	2025-02-28	AA0	300	300	5.0	개별민평	-30	30	-5	2,300	7.67	차환자금	3.18%
흥국생명보험(후)	2025-02-21	2025-02-28	AA-	1,000	2,000	10.0	절대금리	4.30%	4.80%	4.80%	1,960	1.96	운영자금	-
에스케이엔무브	2025-02-21	2025-03-04	AA0	600	600	3.0	개별민평	-30	30	-20	8,500	14.17	차환자금	3.23%
에스케이엔무브	2025-02-21	2025-03-04	AA0	600	1,900	5.0	개별민평	-30	30	-10	7,800	13.00	차환자금	3.34%
에스케이엔무브	2025-02-21	2025-03-04	AA0	300	500	10.0	개별민평	-30	30	-45	3,600	12.00	차환자금	4.01%
대신증권	2025-02-21	2025-03-04	AA-	400	500	2.0	개별민평	-30	30	-13	5,250	13.13	차환자금	3.31%
대신증권	2025-02-21	2025-03-04	AA-	600	1,500	3.0	개별민평	-30	30	-13	7,550	12.58	차환자금	3.43%
삼양사	2025-02-21	2025-03-04	AA-	400	500	3.0	개별민평	-30	30	-19	4,700	11.75	차환자금	3.21%
삼양사	2025-02-21	2025-03-04	AA-	400	1,100	5.0	개별민평	-30	30	-20	4,100	10.25	차환자금	3.43%

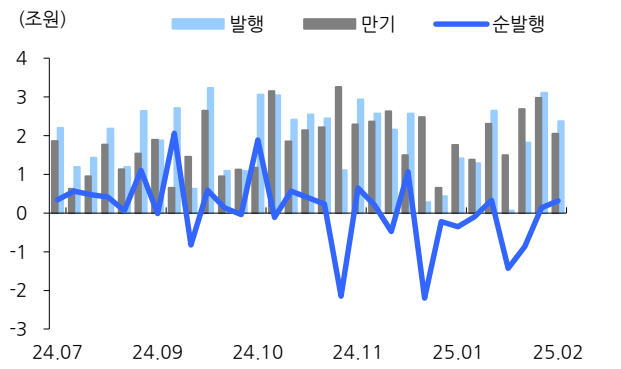
주: 날짜는 수요예측일 기준
자료: 다트공시, 현대차증권

<표 5> 수요예측 (25.02.24~25.02.27)

발행종목	수요 예측일	발행일	신용 등급	예측 금액 (억원)	발행 금액 (억원)	만기 (년)	금리밴드(bp, %)			낙찰 (bp, %)	유효 수요 (억원)	유효 경쟁률 (배)	발행목적	개별민평 (%)
							기준	하단	상단					
S-OIL	2025-02-24	2025-03-05	AA0	2,000		3.0	개별민평	-30	30				차환자금	3.01%
S-OIL	2025-02-24	2025-03-05	AA0	700		5.0	개별민평	-30	30				차환자금	3.08%
S-OIL	2025-02-24	2025-03-05	AA0	300		7.0	개별민평	-30	30				차환자금	3.10%
S-OIL	2025-02-24	2025-03-05	AA0	500		10.0	개별민평	-30	30				차환자금	3.41%
제이알글로벌리츠	2025-02-26	2025-02-26	A-	1,200		2.0	절대금리	6.50%	6.50%				차환자금	5.69%
롯데물산	2025-02-26	2025-03-06	AA-	300		2.0	개별민평	-30	30				차환자금	3.41%
롯데물산	2025-02-26	2025-03-06	AA-	200		3.0	개별민평	-30	30				차환자금	3.58%
두산퓨얼셀	2025-02-26	2025-03-07	BBB0	200		2.0	개별민평	-30	30				차환자금	4.40%
두산퓨얼셀	2025-02-26	2025-03-07	BBB0	200		3.0	개별민평	-30	30				차환자금	5.28%
한화리츠	2025-02-26	2025-03-07	A+	400		1.0	등급민평	-40	40				차환자금	-
하이트진로	2025-02-26	2025-03-07	A+	600		3.0	개별민평	-30	30				차환자금	3.31%
하이트진로	2025-02-26	2025-03-07	A+	200		5.0	개별민평	-30	30				차환자금	3.85%
SK	2025-02-26	2025-03-07	AA+	1,500		3.0	개별민평	-30	30				차환자금	3.06%
SK	2025-02-26	2025-03-07	AA+	1,000		5.0	개별민평	-30	30				차환자금	3.15%
케이씨씨	2025-02-27	2025-03-07	AA-	2,100		3.0	개별민평	-30	30				차환자금	3.27%
케이씨씨	2025-02-27	2025-03-07	AA-	400		5.0	개별민평	-30	30				차환자금	3.54%
LS네트웍스	2025-02-27	2025-03-07	BBB+	200		1.5	등급민평	-30	30				차환자금	-
현대위아	2025-02-27	2025-03-07	AA-	500		2.0	개별민평	-30	30				차환자금	3.11%
현대위아	2025-02-27	2025-03-07	AA-	1,200		3.0	개별민평	-30	30				차환자금	3.18%
현대위아	2025-02-27	2025-03-07	AA-	300		5.0	개별민평	-30	30				운영자금	3.36%
대신에프앤아이	2025-02-27	2025-03-10	A0	500		2.0	개별민평	-30	30				차환자금	3.83%
대신에프앤아이	2025-02-27	2025-03-10	A0	300		3.0	개별민평	-30	30				차환자금	4.07%
동화기업	2025-02-27	2025-03-10	A-	600		2.0	절대금리	4.50%	5.10%				차환자금	4.06%

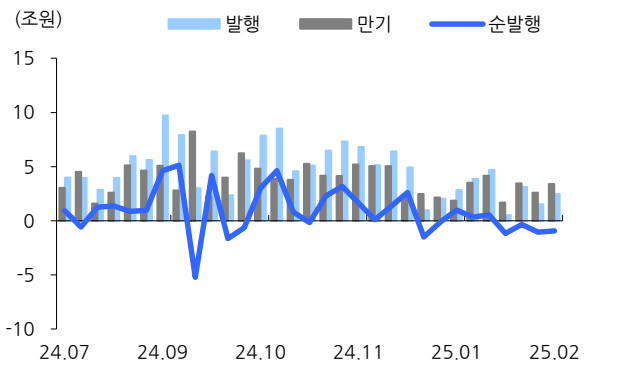
주: 날짜는 수요예측일 기준
자료: 다트공시, 현대차증권

<그림 1> 공사채 발행, 만기, 순발행



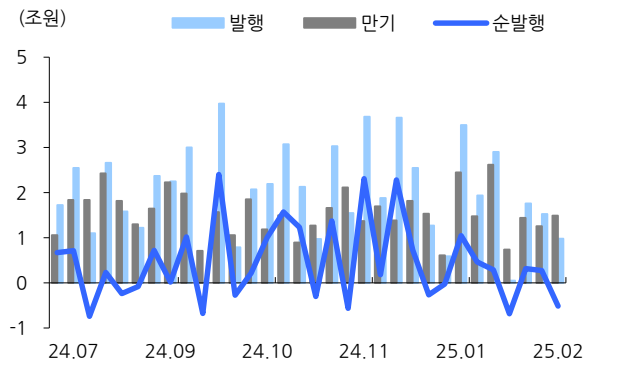
주: 직전 주말까지 주간단위 순발행. 단, 발행 없는 주에는 순발행 집계하지 않음
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 2> 은행채 발행, 만기, 순발행



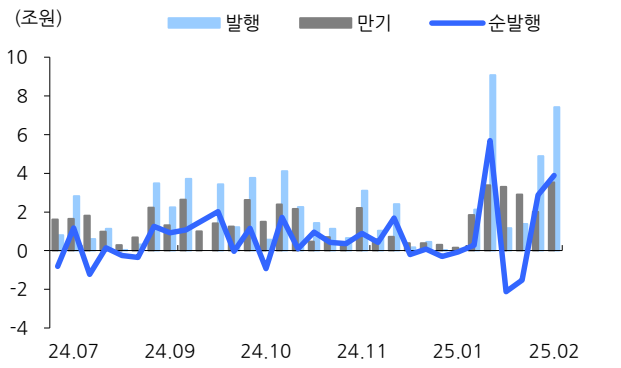
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 3> 여전채 발행, 만기, 순발행



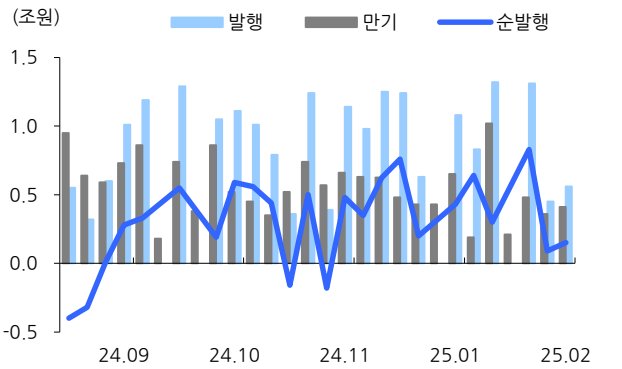
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 4> 회사채 발행, 만기, 순발행



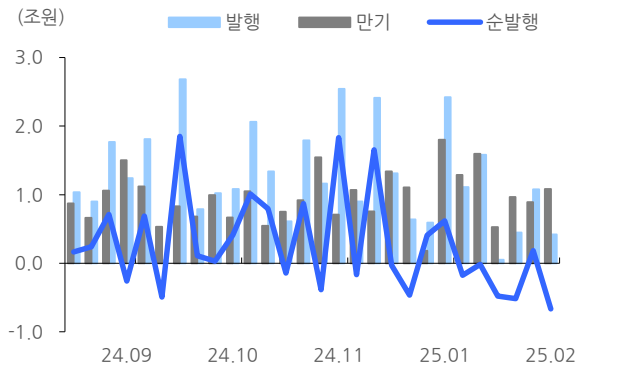
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 5> 카드 발행, 만기, 순발행



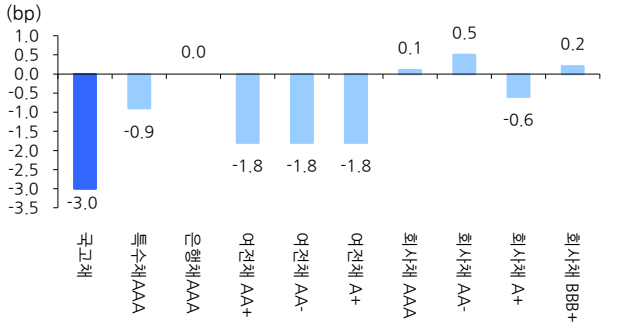
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 6> 캐피탈 발행, 만기, 순발행



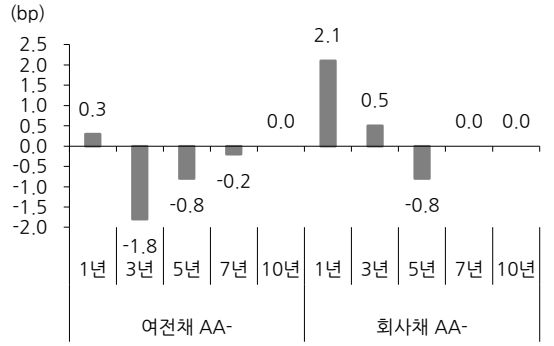
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 7> 전주대비스프레드 변동(3년물)



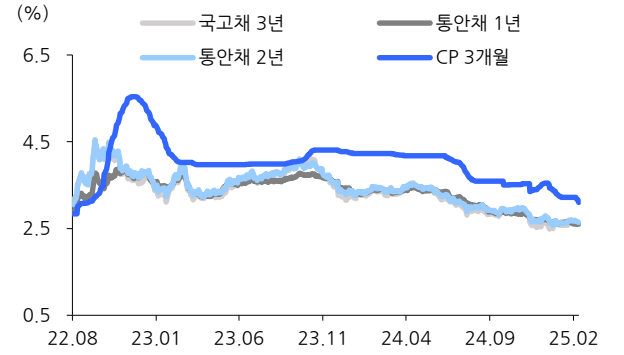
주: 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 8> 전주대비 여전채, 회사채 스프레드 변화



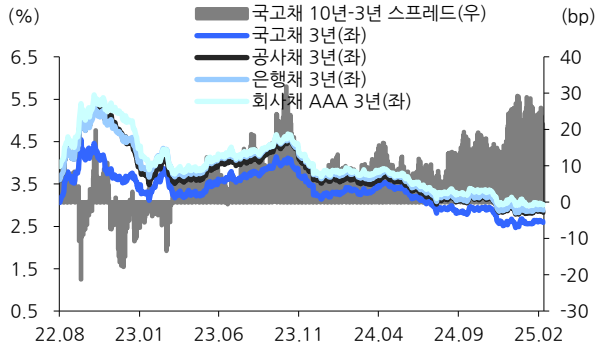
주: 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 9> 국고채 3년, 통안채 1,2년, CP 3개월 금리



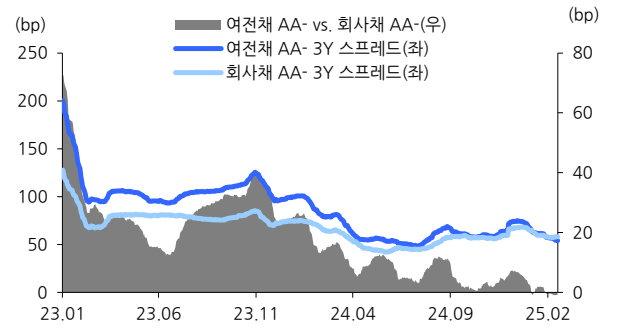
주: 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 10> 국고채, 공사채, 은행채, 회사채 AAA 3년



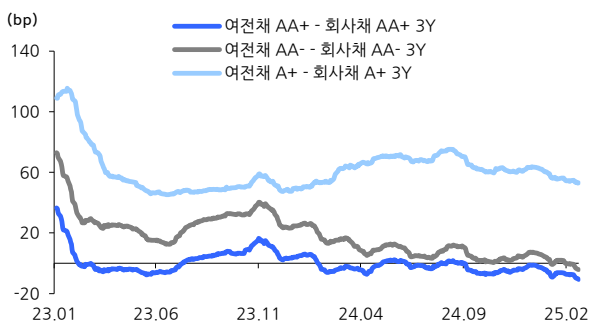
주: 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 11> 여전채 AA- vs. 회사채 AA-



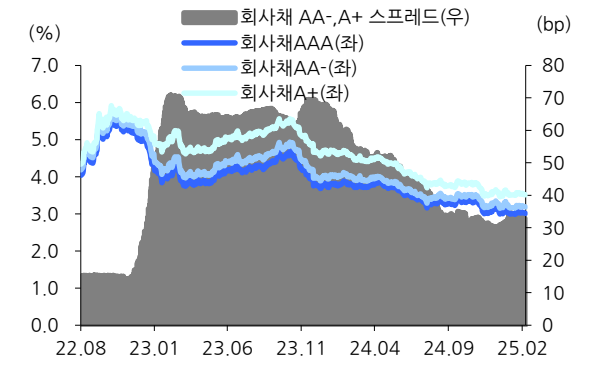
주: 3년물, 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 12> 여전채 vs. 회사채



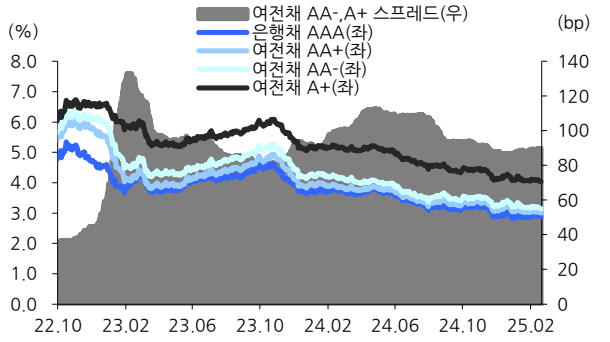
주: 3년물, 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 13> 회사채 AAA, AA-, A+ 금리



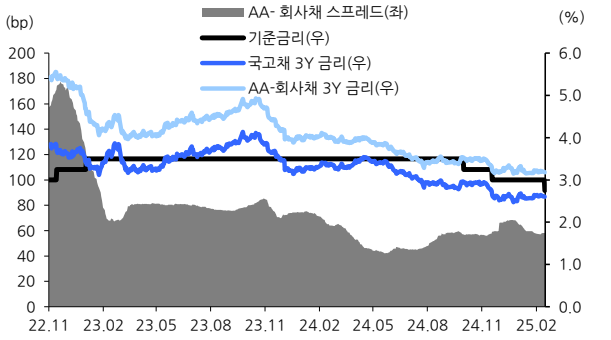
주: 3년물, 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 14> 은행채 AAA, 여전채 AA+, AA-, A+금리



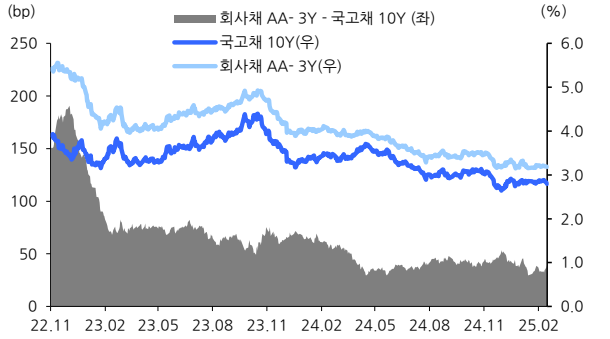
주: 3년물, 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 15> 회사채 AA-vs 국고채



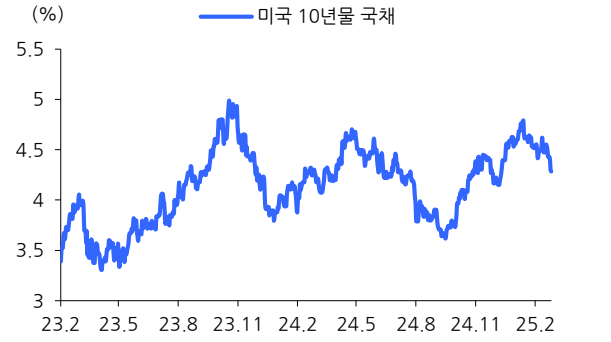
주: 3년물, 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 16> 회사채 3Y - 국고채 10Y



주: 3년물, 민평3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 17> 미국채 10년

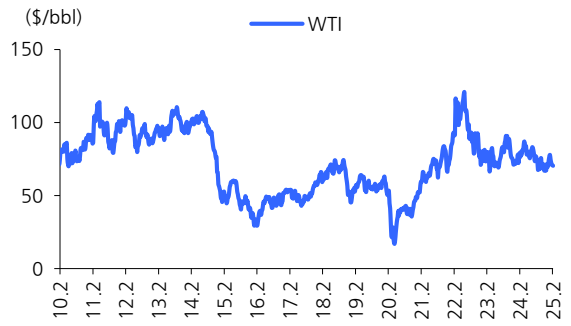


자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림 18> 원달러 환율

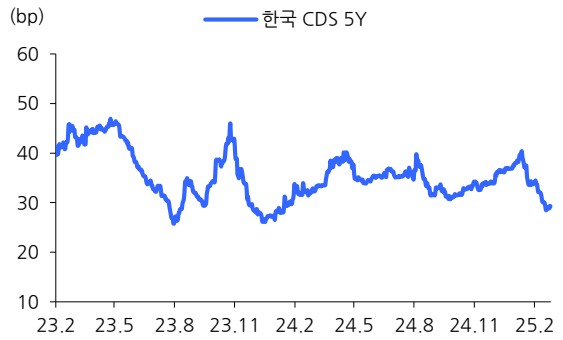
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림 19> WTI 유가



자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림 20> 일별 CDS 프리미엄

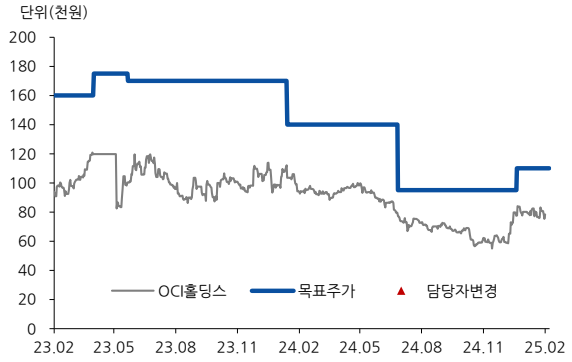


자료: Bloomberg, 현대차증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.10.27	BUY	160,000	-39.85	-24.50
2023.04.26	BUY	175,000	-37.42	-31.54
2023.06.16	BUY	170,000	-40.67	-29.65
2023.12.16	AFTER 6M	170,000	-38.86	-33.00
2024.02.08	BUY	140,000	-33.38	-24.29
2024.07.22	BUY	95,000	-29.31	-16.00
2025.01.15	BUY	110,000	-27.76	-23.64
2025.02.27	BUY	110,000		

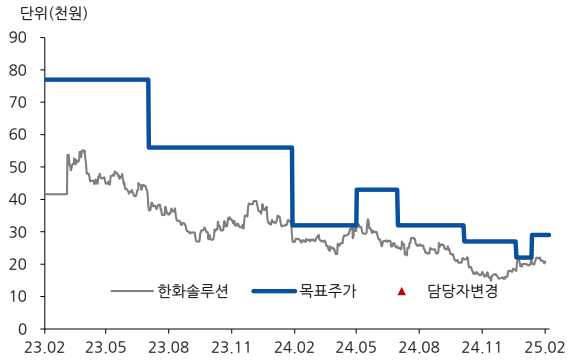
▶ 최근 2년간 OCI홀딩스 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.10.28	BUY	77,000	-39.00	-28.44
2023.04.28	AFTER 6M	77,000	-41.71	-36.75
2023.07.28	BUY	56,000	-40.09	-29.46
2024.01.28	AFTER 6M	56,000	-41.58	-37.50
2024.02.23	M.PERFORM	32,000	-16.40	-9.22
2024.04.26	BUY	32,000	-10.08	0.78
2024.05.27	BUY	43,000	-33.45	-21.16
2024.07.26	BUY	32,000	-24.01	-12.19
2024.10.31	BUY	27,000	-35.81	-17.96
2025.01.15	BUY	22,000	-8.37	-2.50
2025.02.07	BUY	29,000	-27.08	-23.79
2025.02.27	BUY	29,000		

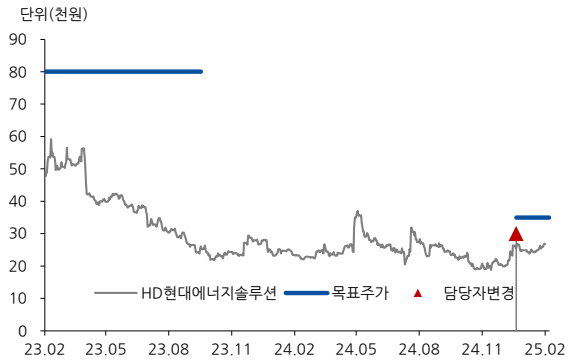
▶ 최근 2년간 한화솔루션 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.10.25	BUY	80,000	-31.96	-15.75
2023.04.25	AFTER 6M	80,000	-55.75	-36.00
2025.01.15	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2025.01.15	BUY	35,000	-27.92	-23.00
2025.02.27	BUY	35,000		

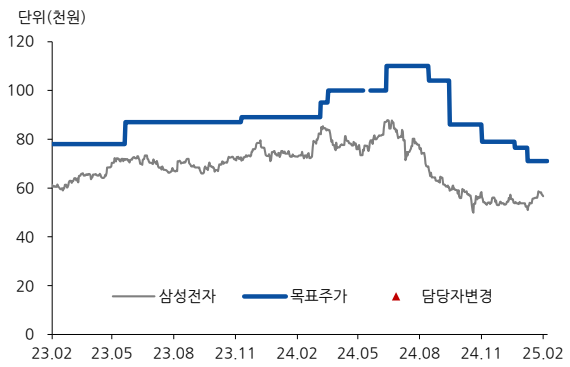
▶ 최근 2년간 HD현대에너지솔루션 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.09.27	BUY	78,000	-23.20	-17.18
2023.03.27	AFTER 6M	78,000	-14.57	-7.31
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	-21.17	-17.32
2025.02.27	BUY	71,000		

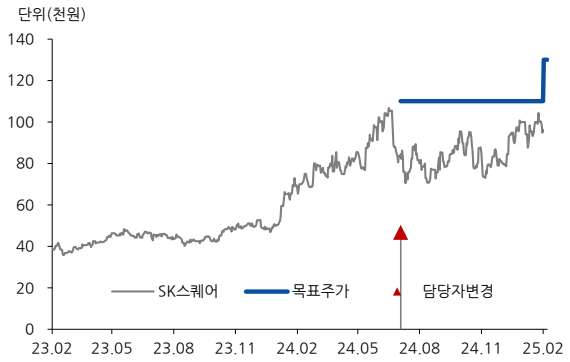
▶ 최근 2년간 삼성전자 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.07.29	BUY	110,000	-24.20	-8.45
2025.01.29	AFTER 6M	110,000	-12.50	-5.18
2025.02.27	BUY	130,000		

▶ 최근 2년간 SK스퀘어 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2024.01.01~2024.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	170건	93.9%
보유	11건	6.1%
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.