

Morning Meeting Brief

Quant

주간 컨센서스 점검: 지주사, 반도체 하향, 유틸리티, 에너지, 운송 상향

- 1주일간 KOSPI 12개월 선행 영업이익은 포함했지만 실질적 컨센서스는 하향
- 상사/자본재 및 반도체 섹터가 하향 주도, 유틸리티 및 에너지, 운송은 상향 주도
- 56개 종목 목표주가 상향 및 117개 종목 하향 / KOSPI 전체 1주간 0.45% 하향

조재운. jaeun.jo@daishin.com

산업 및 종목 분석

[2025년 연간전망] 자동차/부품: Bottom Fishing

- 2025년 자동차 업종 투자 포인트는 악재 선반영 => Bottom Fishing 전략
- [완성차] 실적/배당, 신차/신사업. [부품] 현대차 협력/T사 수혜, 수주 주목
- 2025년 업종 Top Picks 완성차(기아 => 현대차), 만도/에스엘 제시

김귀연. gwiyeon.kim@daishin.com

[2025년 연간전망] 철강금속: 자리를 지키며, 귀는 열어두자

- 2025년은 회복 기대 낮은 가운데, 중국의 경기부양책 내용이 관건
- 무역규제 확대로 중국의 수출 중심 판매 지속불가. 구조조정 당위성 상승
- 원재료가 하락 예상되며, 실수요가 협상에 따라 상반기 스프레드 확대 기대

이태환. Taehwan.lee@daishin.com

[2025년 연간전망] 건설: 팩트는 건강해지고 있다는 것

- '25년 주택시장은 시차를 두고 개선. 시장금리 인하는 결국 불가피할 것
- 반면, 해외시장은 불확실성 증대. 유가 변동에 따른 중동 발주계획 재검토
- 상대적으로 국내 주택시장 회복이 선명. 원가율도 순차적으로 80%대 진입 예상

이태환. Taehwan.lee@daishin.com

[2025년 연간전망] 운송: 트럼프 2.0으로 인한 영향에 주목

- 항공업 : 국제여객수요 증가세 지속되지만 증가율은 둔화 전망. 항공화물 C-Commece 물량 증가와 미·중노선 공급 제한 전망
- 해운업 : 컨테이너, 벌크는 공급 증가 및 수요 약세로 운임 하방 압력 증가. PCC와 탱커 업황 견조할 전망
- 육운업 : 전통 육운 업체 미국내 CL사업 활성화, 물류 자동화에 따른 비용 절감. 택배는 저성장 기조 유지 전망

양지환. Jihwan.yang@daishin.com

[2025년 연간전망] 제약바이오: CDMO, 바이오시밀러, 신약개발 3박자

- CDMO: 의약품 위탁 생산 수요 증가, 금리 인하, 생물보안법 수혜를 기대
- 바이오시밀러: 24~26년 블록버스터급 의약품 특허 만료에 따른 성장 전망
- 신약개발: 25년에도 기술이전 가능성을 보유한 파이프라인들의 계약 체결이 나타날 전망

이희영. heeyoung.lee@daishin.com

[2025년 연간전망] 은행: 이 정도 환원 정책, 쓸 수 있어?

- 금리 인하와 규제 강화로 이자이익 소폭 감소, 대출 성장 둔화 불가피
- PF충당금, 조달코스트 부담 완화로 비은행계열사 실적 개선 전망
- 금융지주 총 환원을 50% 시대, 메리츠금융지주와 유사한 주가흐름 기대

박혜진, hyejin.park@daishin.com

[2025년 연간전망] 보험: 내년에는 좀 더 편해질 투자 판단

- 보험개혁회의 제도 개선으로 CSM감소, 부채 증가, 이익 감소 불가피
- 다만, 규제 강화는 펀더멘탈이 견조한 기업을 더욱 돋보이도록 하는 결과
- 최선호주는 자본비율, 영업적 우위에 있는 삼성생명, 삼성화재 유지

박혜진, hyejin.park@daishin.com

[2025년 연간전망] 증권: IB 강자들의 귀환

- 쌀알만큼 쌓은 총당금, 금리 인하 추세로 내년 IB 업황 더욱 개선될 것
- 3분기 사상 최고치 기록한 해외주식, '25년에도 개선될 트레이딩 수익 기대
- IB를 잘 하는 회사에 유리한 환경 지속, 한국금융지주 최선호주 유지

박혜진, hyejin.park@daishin.com

[2025년 연간전망] 정유/화학: 구조적 변화가 절실한 시점

- 정유업종 4Q 정제마진 단기 반등 가능하겠으나, 25년 북미/중국 수요 약세 및 공급 증가로 정제마진 하락 전망
- 화학업종 중국 증설 사이클 재도래 및 북미 ECC 가동률 상승으로 25년 동북아 역내 수급 개선 강도 미미
- 범용 석유화학 시황에 상대적으로 영향이 작은 DL 및 롯데정밀화학 업종 내 최선호주로 제시

위정원, Jungwon.weeee@daishin.com

Quant 조재운
jaeun.jo@daishin.com

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

주간 컨센서스 점검:

지주사, 반도체 하향. 유틸리티, 에너지, 운송 상향

- 1주일간 KOSPI 12개월 선행 영업이익은 포함했지만 실질적 컨센서스는 하향
- 상사/자본재 및 반도체 섹터가 하향 주도, 유틸리티 및 에너지, 운송은 상향 주도
- 56개 종목 목표주가 상향 및 117개 종목 하향 / KOSPI 전체 1주간 0.45% 하향

주간 컨센서스 점검: 지주사, 반도체 하향. 유틸리티, 에너지, 운송 상향

지난 1주일간 KOSPI 12개월 선행 영업이익은 포함. 다만 실질적인 2024년 2025년 컨센서스는 각각 -0.2%, -0.4% 하향

컨센서스 하향을 주도한 섹터는 상사/자본재(-2.1%), 반도체(-0.5%)였으며 화장품/의류(-0.9%), IT하드웨어(-2.1%), 자동차(-0.1%)도 하향에 기여. 반면 상향 기여도가 높았던 섹터는 유틸리티(3.7%), 에너지(2.8%), 운송(2.1%)

상사/자본재는 이번주 들어 컨센서스 하향 모멘텀이 확대된 섹터. 지주사인 SK(-7.4%), CJ(-4.1%)가 큰 폭 하향되며 섹터 하향을 견인. 반도체는 삼성전자(-2.0%)가 다시 한번 하향 모멘텀을 재개하며 섹터 전반의 하향을 주도. SK하이닉스는 2025년 전망치 -0.3% 하향

상향을 주도한 유틸리티는 한국전력(4.7%)이 상향을 주도. 한국전력 외 종목은 포함. 에너지 섹터는 그 동안 하향을 주도하던 HD현대(6.5%), SK이노베이션(1.3%), 한화솔루션(4.0%)이 상향을 주도. 다만 SK이노베이션과 한화솔루션은 기술적 상향으로 실질적 컨센서스는 하향. 운송은 HMM(12.3%) 주도로 상향.

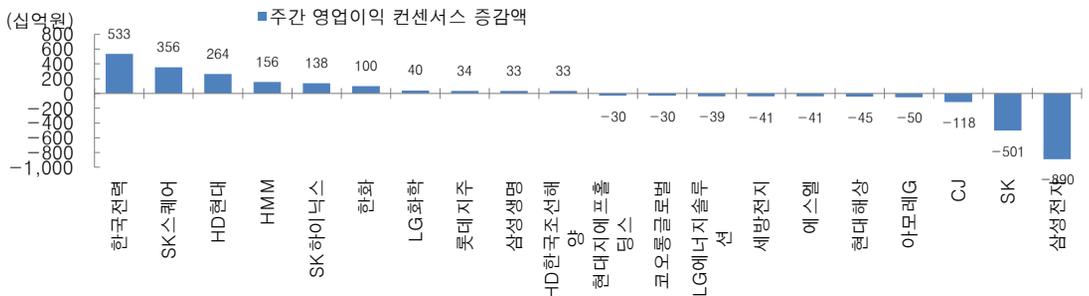
목표주가 변동(24.11.13~24.11.20)

지난 한 주간 목표주가 조정이 있었던 종목은 173개(EPS 추정 참여 증권사 3개 이상). 56개(32.4%) 종목의 목표주가가 상향됐으며 117개(67.6%) 종목은 하향. KOSPI 전체로는 1주간 목표주가 0.45% 하향

IT하드웨어(-5.4%), 화장품/의류(-1.2%), 반도체(-0.8%), 자동차(-0.9%), 보험(-1.3%) 등의 하향률이 높았음. 특히 IT하드웨어 섹터 부진 심화

증시 부진과 함께 전반적으로 목표주가 하향 조정 종목 수 비중 증가. 특히 IT하드웨어 섹터의 하향 조정 두드러짐. 증권(2.2%), 호텔/레저(0.7%), 조선(0.4%), 운송(0.3%), 기계(0.3%) 섹터가 상향

KOSPI 주간 영업이익 컨센서스 증감액 상하위 종목



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

자동차/부품

Bottom Fishing

김귀연 gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 유지

- 2025년 자동차 업종 투자 포인트는 악재 선반영 => Bottom Fishing 전략
- [완성차] 실적/배당, 신차/신사업. [부품] 현대차 협력/T사 수혜, 수주 주목
- 2025년 업종 Top Picks 완성차(기아 => 현대차), 만도/에스엘 제시

2025년 글로벌 자동차 업황: 수요자 우위 시장으로의 회귀

2025년 글로벌 자동차 업황은 '수요자 우위 시장'으로 완연하게 회귀하게 될 것. 이에 따라, 1) 개별 기업의 인센티브 관리 능력, 2) 유연한 수요 대응 능력, 3) 지역/차종 Mix 통한 차별화된 수익성 시현이 더욱 중요해질 것

국내 자동차 업종은 트럼프 정부 2기 출범과 함께 1) 대미 수출, 2) IRA(BEV 보조금/AMPC) 관련 불확실성 노출이 불가피한 상황

2025년 자동차 업종 투자 포인트는 Bottom Fishing

1) 트럼프 당선으로 대선 불확실성 일차 해소됐고, 2) 주가 하락 대비 관세 실적 영향 제한적이고(현대기아 연간 OP 대비 2%), 3) 현대/기아 미 현지 Capa 감안 시, 추가적인 하방 우려는 제한적이라 판단하기 때문. 이에, Bottom Fishing 통한 투자 실적 추구할 필요

2025년 시기별 자동차 업종 투자 포인트와 업종 내 투자 선호

완성차의 경우, [단기] 실적/배당 => [중장기] 신차/신사업 모멘텀에 주목. 부품의 경우, [단기] 개별 이슈 대응 => [중장기] 1) 현대차 협력, 2) 북미 T사 수혜, 3) 수주 견조한 업체 중심 대응 추천

업종 내 투자 선호는: 완성차)부품. [완성차] 단기 기아 => 중장기 현대차, [부품사] 만도/에스엘 > 명신산업 > 현대모비스 > SNT모티브 > 현대오토에버 > 현대위아 > 한온시스템 > 한국타이어 순

2025년 업종 Top Picks로 완성차(기아=>현대차), 만도/에스엘 제시

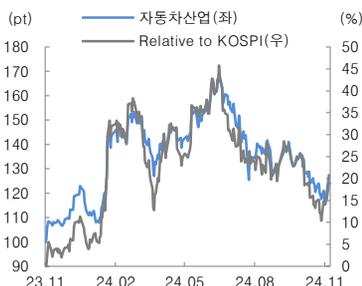
현대차(BUY, 34만원): 1) 신차(팰리), 2) 다양한 업체와 협력, 3) 보스턴 다이나믹스 통한 로봇틱스 모멘텀

기아(BUY, 16만원): 1) 부담없는 밸류, 2) EV3(BEV), 3) 주주환원, 4) 2025년말 텔루라이드 모멘텀

HL만도(BUY, 5.4만원): 1) 중국, 2) 수주, 3) 북미T사, 4) SDV 모멘텀

에스엘(BUY, 5.4만원): 1) 실적 2) 수주, 3) SDV 모멘텀

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.2	-11.6	-12.3	14.5
상대수익률	1.7	-3.4	-3.2	14.5



철강금속

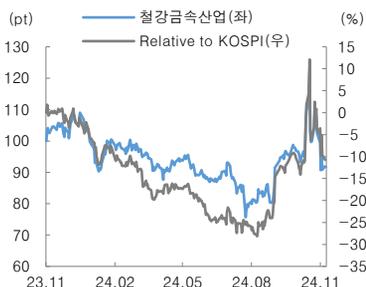
이태환 Tachwan.lee@daishin.com

투자의견

Neutral

중립, 유지

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.2	14.2	-2.7	-10.5
상대수익률	1.5	23.6	7.3	-10.5



자리를 지키며, 귀는 열어두자

- 2025년은 회복 기대 낮은 가운데, 중국의 경기부양책 내용이 관건
- 무역규제 확대로 중국의 수출 중심 판매 지속불가. 구조조정 당위성 상승
- 원재료가 하락 예상되며, 실수요가 협상에 따라 상반기 스프레드 확대 기대

중국 부양책은 중요하나 들뜨지는 말아야

중국은 9월 통화정책 완화 조치 발표 후 '25년 대규모 경기부양책을 예고, 현재 언급되고 있는 10조위안은 GDP 대비 8% 수준으로 2008년 이후 가장 강력한 수준. 다만, 예산의 대부분이 지방정부의 그림자 부채 해결에 집중되어 있으며, 부동산 시장 안정을 위한 금융지원은 신규착공 및 철강수요를 유의미하게 끌어올리지 못했음. 부동산 경기는 지속적으로 악화되고 있으며, 중국 국민의 자산가치 감소로 인해 자동차 부문 수요까지 영향을 받고 있는 상황.

중국 수요의 극적인 회복 없다면 구조조정 당위성 상승

'24년 중국 조강생산량 감소에도 내수 수요 악화로 인해 수출 중심으로 재고 처리, 9월까지 중국 수출량은 전년동기 대비 +19.8% 급증. 중국 철강사는 일부 대형사를 제외하면 올해 롤마진 적자구간에 위치했던 상황. 이에 더해, 중국산 철강재에 대한 무역규제 확산 추세. 가격 우위가 있는 북미, 유럽은 물론이고, 중남미도 반덤핑 관세 부과 움직임 관측. 중국의 설비 신설 중단이 확인됐으나, 그 이상의 기존 설비 구조조정 필요한 상황으로 전개

원재료가 하락 추세 예상. 상반기는 스프레드 확대 기대

중국이 부동산 부양책을 기반으로 조강 수요가 크게 회복하지 않는 이상 원재료 가격은 하향 추세 이어질 전망. '25년 글로벌 철강 수요가 '24년 대비 보험 수준인 반면, 원재료 생산자 공급은 선행하여 증가하고 있기 때문. 철강 가격은 원재료 가격을 반영하여 약보합 국면 이어질 수 있으나, 상반기는 중국 부양책을 전제로 한 실수요향 평가 협상 여부에 따라 평가-원가 스프레드 확대 가능성 있음. 중국산 후판 AD 제조 결과도 중요한 포인트

비철금속은 상반기까지 선호 유지

미국 대선에서의 트럼프 후보 승리 이후 대중국 관세 강화 전망으로 비철금속 실물 수요의 하락 전망 등장하며 불확실성 확대. 다만, 광산 투자 지원, 제련수수료 폭락으로 인해 주요 산업금속(구리, 아연)의 수급은 비교적 타이트한 상황으로 광산 재가동에 따른 제련 TC 정상화까지 시간 필요. 상반기까지 트럼프발 무역규제 영향보다는 금리인하, 중국 재정정책 효과가 우세할 가능성에 주목. 귀금속은 고점 부담 있으나, 금리 인하 시점에서 늘 강했으며, 투기적 순포지션도 확대 추세 지속한 점에 주목

건설

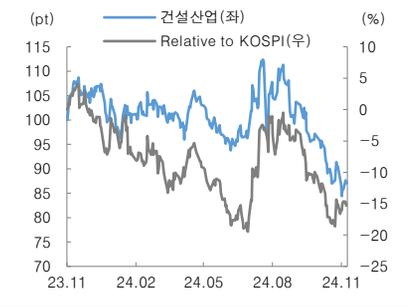
이태환 Tachwan.lee@daishin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 유지

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.4	-17.5	-13.2	-17.0
상대수익률	-3.9	-10.8	-4.3	-17.1



팩트는 건강해지고 있다는 것

- '25년 주택시장은 시차를 두고 개선. 시장금리 인하는 결국 불가피할 것
- 반면, 해외시장은 불확실성 증대. 유가 변동에 따른 중동 발주계획 재검토
- 상대적으로 국내 주택시장 회복이 선명. 원가율도 순차적으로 80%대 진입 예상

회복을 향하는 국내 주택시장

'24년 9월 누계 신규착공면적은 57.9백만m2(+10.9% yoy)를 기록하며 개선. 주택시황 회복이 나타나면서 누적됐던 미착공물량의 착공 전환이 진행되고 있는 것으로 해석. '25년 수주는 SOC 예산의 -3.6% yoy 감소에 따라 공공부문은 개선이 더디겠으나, 부진의 요인이었던 민간부문이 기준금리 피벗으로 자금조달 환경이 개선되면서 회복세 나타날 것으로 기대. 금융당국 대출규제로 예대금리차가 확대되며 시장 대출금리가 여전히 높으나 결국 하락은 불가피할 것으로 판단하며, '25년부터 예정 입주물량이 급감(-27.6% yoy)하는 것을 감안하면 주택매수심리를 충분히 자극하며 미분양 물량 소화될 것

흔들리는 해외 수주 시장

'24년 9월 누계 국내 건설사 해외수주는 전년대비 둔화. 연초 사우디 파드힐리 프로젝트 3개 패키지(72.2억불)를 포함한 중동 수주는 호조를 보였으나, 아시아 지역 수주가 크게 부진. MENA 지역 발주량은 2,274억불(+16.9% yoy)로 증가했으며, 사우디가 36%(+6%p) 비중을 차지하며 의존도 상승. 다만, 유가 변동, 재정 문제로 인해 사우디는 LTC(Liquid to Chemical) 프로젝트, 네옴 시티를 포함한 기가 프로젝트 계획 진행을 취소/재검토 중. 하반기 국제 유가는 지정학적 우려 속에서도 중국 경기 둔화로 인해 실물수요 부족으로 70달러 초반까지 하락했으며, OPEC+ 감산으로 지지되던 상황으로 재정균형유가 미만에 위치할 가능성도 높아졌음. 미국 대선 트럼프 공화당 후보의 승리로 인해 '25년은 현재 유가 대비 하방 압력이 더 커질 수 있는 여건

건설사 펀더멘탈 회복 확인 가능

건자재 원가는 전반적으로 안정화 되었으나, 시멘트 가격이 유일하게 상단에서 유지 중. 준공현장 증가에 따른 자재 수요 하락, 유연탄 가격 하락을 감안하면 하향 조정될 근거가 많은 것으로 판단. 정부의 가격 중재 개입으로 조만간 결과가 나타날 것. 원자재 변동과 별개로 노무비 상승으로 인해 분양가격이 내려갈 여지는 크지 않다고 판단. 건설사들은 고원가 현장 준공 및 자재 가격 안정화 바탕으로 하반기로 갈수록 원가율은 순차적으로 80%대로 진입하며 안정화될 것으로 판단. 미착공 PF 사업장의 순차적 착공 전환으로 PF 리스크도 상당부분 안정화. 상반기는 당장의 이익 회복 가시성이 높은 기업들의 선호도가 높음

운송업

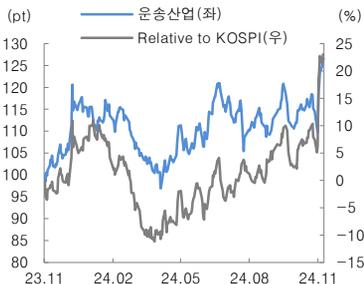
양지환 jhwan.yang@daishin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 유지

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.3	14.2	19.8	25.2
상대수익률	15.7	23.5	32.0	25.1



트럼프 2.0시대와 운송업

- 항공업 국제여객 수요 증가율 둔화 속, 항공화물 타이트한 수급 지속
- 컨테이너와 벌크 운임 하방 압력 증가. PCC와 탱커는 호황 지속 예상
- 육운은 택배 저성장 기조 유지, 미국내 CL사업 활성화 전망

2025년 항공업 우호적 외부환경으로 실적 성장세 이어질 전망

글로벌 경기 완만한 성장세 시현되며, 글로벌 교역량은 3.4%(yoy)증가할 전망이나 트럼프의 보호무역, 관세정책 발현시 교역량 축소 가능성 높음

항공운송업은 코로나 이후 높은 증가세를 보였던 국제여객수요 둔화될 가능성은 높지만, 성장 기조 유지 예상함. 2025년 내국인 출국자수는 30.5백만명(+5.4% yoy), 외국인 입국자수는 18.4백만명(+13.0%) 기록할 전망

항공화물부문은 C-commerce 물량 증가, 미·중 직항노선 여객 및 화물 공급제한으로 견조한 업황 이어질 것으로 예상하나, 트럼프의 중국의 저가 소비 제품에 대한 규제 리스크 존재

2025년 해운업은 공급 증가에 따른 운임 하방 압력 증가

컨테이너 해운 시황은 변형된 사이클이 정상화되는 시기로 공급 압력이 증가함에 따라 운임 하향 안정화될 전망. 2024년 연말 SCFI는 1,500 ~1,600p수준으로 예상하며, 2025년은 1,500p이하로 하락 전망. 2025년 BDI도 공급 증가로 1,500~2,200p의 흐름 예상함. 중국 경기부양책과 트럼프의 보호무역, 관세정책 및 에너지 정책에 따라 교역량 일시적으로 증가할 가능성도 있음. IMO의 규제제 효과는 2025년 하반기부터 나타날 것으로 예상

2025년 육운업은 소비 부진에 따른 택배 물량 저성장 국면 이어질 전망

2025년 택배업은 국내 소비 부진의 영향으로 E-commerce의 성장세 둔화되며 저성장 국면이 이어질 것으로 예상됨. 하지만 CJ대한통운의 매일-ONE 서비스가 시작으로 Commerce업체와 배송업체 간의 지각변동 가능성 존재

2025년 운송업 Top-Picks는 현대글로벌비스와 대한항공 제시

현대글로벌비스는 트럼프 행정부의 보편적 관세부과로 완성차 수출물량 감소에 대한 우려 있지만, PCC사업부문에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상함. 반면, 관세부과에 따른 미국 혹은 멕시코 공장의 생산량 증가 및 EV수요 감소, HEV 및 내연기관 생산 비중 증가로 CKD사업부문이 수혜를 받을 가능성 존재함

대한항공은 2024년말 아시아나항공과의 합병승인 마무리로 2025년부터 총 268대의 여객기와 23대의 화물기를 보유한 Mega Carrier로 부상할 전망이다

제약바이오

이희영 hee.young.lee@daishin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.0	-1.1	10.1	40.1
상대수익률	-8.0	7.4	21.6	40.7



CDMO, 바이오시밀러, 신약개발 3박자

- CDMO: 의약품 위탁 생산 수요 증가, 금리 인하, 생물보안법 수혜를 기대
- 바이오시밀러: 24~26년 블록버스터급 의약품 특허 만료에 따른 성장 전망
- 신약개발: 25년에도 기술이전 가능성을 보유한 파이프라인들의 계약 체결이 나타날 전망

2025 제약/바이오 업종 긍정적인 흐름 지속(CDMO, 바이오시밀러, 신약개발)

2024년 국내 제약/바이오 섹터는 우호적인 시장 환경과 다수 기업들의 우수한 성과로 지수 대비 아웃퍼폼. 업종 주가 상승에 기여한 주요 이벤트는 1) 알테오젠 머크 키트루다SC 독점 계약, 2) 유한양행 레이저티닙 FDA 승인, 3) 삼성바이오로직스 조단위 수주 공시, 4) 리가켄바이오 오노제약에 ADC 기술 이전 등이 있음

2025년 제약/바이오 업종은 CDMO, 바이오시밀러, 신약개발 3박자로 긍정적인 흐름이 지속될 것으로 전망

1. **CDMO**는 1) 의약품 위탁 생산 수요 증가, 2) 금리 인하, 3) 생물보안법 수혜가 기대됨. 글로벌 항체약품 수요는 견조하며, 빅파마 위탁 생산 추세는 지속될 전망. 2025년에는 CMO(생산)과 CDO(개발) 부문 동반 성장 예정

특히 금리 인하에 의한 바이오텍 투자 활성화로 CDO(개발) 수요 회복 기대. 트럼프 대통령이 당선되며 대중국 제제가 강화될 것으로 예상되며, 연말 생물보안법이 다시 한번 주목 받을 가능성 유효. 따라서 의약품 수요 증가, 금리 인하, 생물보안법 수혜가 모두 기대되는 삼성바이오로직스를 최선호주로 제시

2. **바이오시밀러** 시장은 2024~2026년 다수의 블록버스터급 의약품 특허 만료로 본격 성장 전망. 또한 트럼프 정부 출범시, 바이오시밀러에 우호적인 환경이 조성될 가능성이 있음. 셀트리온은 2025년 총 5개의 신제품 출시와 짐펜트라 시장 점유율 확대로 큰 폭의 실적 성장이 예상되어 업종 내 최선호주로 제시

3. **신약개발**은 올해 시장의 기대가 실제 성과로 이어지며 신뢰도와 기대감이 함께 상승. 2025년에도 여전히 기술이전 포텐셜을 보유한 파이프라인들의 계약 체결이 기대됨. 유한양행은 2025년 다수의 R&D 모멘텀을 보유하고 있으며, 라즈클루제 러닝로열티 수령 및 유한화학 수주 증가에 따른 실적 개선이 기대되어 업종 내 최선호주로 제시

은행업

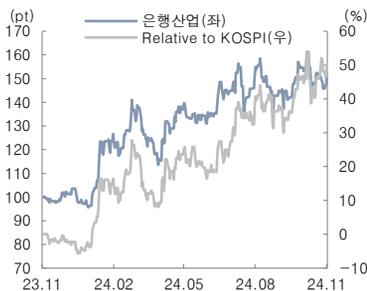
박혜진 hyejin.park@daishin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 유지

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.5%	-1.6%	9.3%	52.4%
상대수익률	3.9%	6.8%	19.5%	50.4%



이 정도 환원 정책, 쓸 수 있어?

- 금리 인하와 규제 강화로 이자이익 소폭 감소, 대출 성장 둔화 불가피
- PF충당금, 조달코스트 부담 완화로 비은행계열사 실적 개선 전망
- 금융지주 총 환원을 50% 시대, 메리츠금융지주와 유사한 추가흐름 기대

마진 하락 압력 지속, 이자이익 감소 불가피하나 소폭일 듯

'25년 한국도 금리 인하 한 차례 시행할 것으로 전망되어 은행의 마진 압박은 지속될 것. 다만 시종금리가 미국의 빅컷 이후 레벨 자체는 오히려 상승하였고, 4분기부터 예금 금리 리프라이징 반영되기 때문에 NIM 하락폭은 올해 3분기가 가장 클 것으로 예상. 따라서 마진은 '25년 상반기 중 은행 평균적으로 4~5bp 하락, 하반기는 플랫폼한 수준 이어갈 것으로 전망. 커버리지 은행 5사 합산 이자이익은 42.6조원으로 '24년 대비 -0.6% 감소에 그칠 것

가계대출 규제 강화 지속, RWA관리로 큰 폭의 대출 성장은 어려움

고강도 가계대출 규제가 지속되고 있음. 내년은 기준금리 인하까지 예정되어 금융당국의 규제 스탠스는 더욱 강화될 가능성이 큼. 모든 금융지주의 최우선 목표인 RWA관리를 4~5% 수준으로 수행한다면 커버리지 합산 원화대출은 '24년 대비 4.7% 증가 전망

발목을 잡던 PF충당금, 조달코스트 부담 완화로 비은행계열사 실적 개선

급격한 금리 상승으로 '23-'24년 2년간 4대 금융지주가 부동산 PF 로 쌓은 충당금은 4조원에 육박하는 것으로 추정. 후순위채, 브릿지론 비중이 높은 비은행계열사가 특히 타격이 컸음. 그러나 금리 하락이 부담의 대부분을 상쇄, 조달코스트 부담 완화, 충당금 적립 규모 감소로 비은행계열사 실적 개선되며 커버리지 5사 합산 비이자이익은 12.2조원으로 '24년 대비 +2.2% 증가 전망. 금리 인하와 더불어 부동산 PF 자산 부실화 우려, 금융당국의 경기 대응 총당금 버퍼 주문 등 대손비용 관련 모든 것이 완화되는 추세, '24년부터 부담은 완화되고 있는데 '25년에도 이어질 전망

바야흐로 금융지주 총 환원을 50% 시대

4대 금융지주 밸류업 공시가 모두 완료, 환원 정책 관련 세부내역은 대동소이, 총 환원을 50% 달성 목표 제시. 4대금융지주가 목표로 하는 PBR이 0.8~1배이므로 달성하기까지 전향적인 환원정책 지속할 것으로 예상, 그렇다면 메리츠금융지주의 추가흐름 따라가지 못 할 이유 없음

2025년 은행업 Top-Picks KB금융, 우리금융지주 제시

KB금융은 업계 최상위의 연간이익, 자본비율을 기반으로 대규모 자본정책 여력 보유. 국내 최고 금융지주 위상에 걸맞는 밸류업 정책 공시했으며, 연말 밸류업 지수 추가 편입도 기대. 우리금융지주는 비은행 계열사 강화로 '25년 관련 이익 개선폭 가장 클 것으로 전망. '25년 상반기 동양생명 인수 시 보험사 이익 2,000억원, 캐피탈/증권 실적 개선 1,000억원 등 비은행 계열사 이익 3,000억 증가 기대

보험업

박혜진 hyejin.park@daishin.com

투자 의견

Overweight

비중확대, 유지

내년에는 좀 더 편해질 투자 판단

- 보험개혁회의 제도 개선으로 CSM감소, 부채 증가, 이익 감소 불가피
- 다만, 규제 강화는 펀더멘탈이 견조한 기업을 더욱 돋보이도록 하는 결과
- 최선호주는 자본비율, 영업적 우위에 있는 삼성생명, 삼성화재 유지

보험개혁회의 제도 개선으로 CSM잔액, 신계약, K-ICS비율 모두 감소

4차에 걸쳐 보험개혁회의 결과가 발표, 제도 개선으로 CSM잔액 감소, 신계약 매출 감소, BEL 증가, K-ICS비율 하락 압력은 예정된 상황. 재무적으로 영향이 큰 무/저해지 보험 해지율, 단기납 종신보험 해지율 가정 변경을 중심으로 업계 전체적으로 CSM 잔액이 +3.8% 증가에 그칠 것으로 예상. 마진 하락에 따른 보험료 인상으로 건강보험 신계약 매출이 하락하여 궁극적으로 CSM상각이익이 감소, 전체 순이익 감소에 영향

제 3보험시장 경쟁 과열, 상품 차별화로 대응

생명보험사는 주력으로 판매하던 단기납종신보험의 판매 위축이 불가피해 CSM배수가 높은 제 3보험에 집중할 것. 다만, 손해보험사도 주력하고 있는 시장이기에 경쟁 과열이 예상되며, 금감원의 GA 차익거래금지 확대, 동일담보 합산한도 제한으로 시책비용을 통한 신계약 확보도 어려운 상황. 따라서 내년 신계약의 향방은 전속 설계사 비중이 높거나, 보장 시점, 보장 횟수, 납입면제, 인수기준 등 상품 경쟁력을 높여 배타적 사용권을 많이 취득하는 회사에 유리할 것

'25년 자동차 보험 손익 감소/일반보험, 투자손익 증가 전망

자동차 보험 손익은 차량 고급화, 전장화 등에 따른 부품 및 수리비 상승, 지난해 보험료 인하와 정부의 상생금융 기조 지속이 맞물리며 손해를 상승 추세 이어질 것으로 감소 불가피. 일반보험 손익은 DB손해보험 하와이/괘 해외 법인 화재 고액사고 제외 큰 이슈 없을 것으로 예상되어 고액사고 기저효과에 따라 증가 전망. 투자손익은 금리 하락으로 FVPL자산 평가이익이 발생하고, 회사별로 매각익 실현하여 계리적 가정 변경 따른 보험이익 감소를 방어할 것으로 예상되어 '24년 대비 소폭 증가 전망

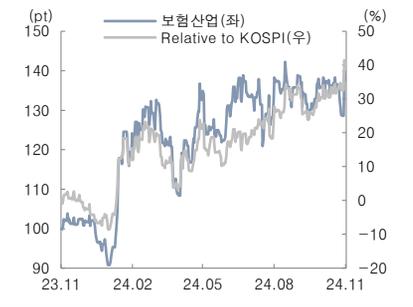
'24년은 현금배당 우선시, 자사주 카드는 '25년 기대

제도변화가 '25년부터 본격적으로 시행되기 때문에 '24년 귀속되는 배당은 현금이 우선시될 것. DB손해보험, 내년 상반기 밸류업 공시 예정인 삼성생명/화재의 DPS 안정적 증가 전망

2025년 보험업 Top-Picks 삼성생명, 삼성화재 제시

보험업 규제 강화는 부채의 퀄리티와 펀더멘탈이 견조한 기업을 더 돋보이도록 하는 결과. 따라서 보험사 가치판단이 더욱 쉬워질 것으로 예상. 최선호주로 자본비율과 영업적 우위에 있는 삼성생명, 삼성화재 유지

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.3%	3.8%	2.0%	37.7%
상대수익률	6.3%	12.3%	13.2%	38.7%



증권업

박혜진 hyejin.park@daishin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 유지

IB강자들의 귀환

- 쌓을만큼 쌓은 총당금, 금리 인하 추세로 내년 IB 업황 더욱 개선될 것
- 3분기 사상 최고치 기록한 해외주식, '25년에도 개선될 트레이딩수익 기대
- IB를 잘 하는 회사에 유리한 환경 지속, 한국금융지주 최선호주 유지

부동산 PF 강자들의 귀환, 조달코스트 부담 서서히 완화

국내 부동산 PF는 2022년 4분기부터 총당금 반영을 시작, 올해 3분기까지 총 3년여에 걸쳐 해외부동산 감액손실 및 PF 총당금 반영하며 충분한 손실흡수 능력 확보. 금리 급등이 완화되고 PF 부실화 사업장 경공매 진행되며 IB 실적 회복되는 양상. 특히 조달 코스트 급증으로 유동성 경색에 따라 공사 중단되었던 사업장 일부가 회복되어 리파이낸싱 중심으로 PF 수요가 증가. 한국은행 기준금리 한 차례 추가 인하 가능성 높아 조달금리 부담 더욱 완화되어 내년에는 더욱 유리한 환경 조성될 것으로 예상. 커버리지 합산 IB수수료 수익 '24년대비 +6.5% 증가 전망

국내 거래대금은 2024년과 유사한 수준, 외화거래대금이 관건

'25년 국내 거래대금은 '24년 연평균 수준인 18.6조원이 유지될 것. 다만 관건은 해외주식 거래대금으로 올 3분기 사상 최고치를 경신한 만큼 내년 실적의 변수로 작용할 가능성이 높음. 따라서 커버리지 5사 합산 BK 수수료수익은 3.07조원으로 '24년 대비 -0.4% 소폭 하락 하는 것으로 전망하였으나 외화거래대금에 따라 변동성이 확대될 수 있음

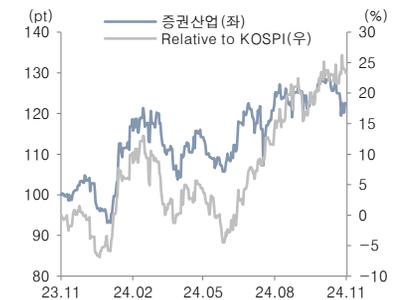
'24년 선전했던 트레이딩수익, '25년에도 개선세 지속 전망

'24년 부동산 PF, 해외부동산 감액손실액이 트레이딩 수익에 반영되었음에도 금리 하락으로 FVPL자산 평가익 증가하며 다수 증권사가 트레이딩 수익 사상 최고 경신. 부동산 PF 총당금 및 해외부동산 감액손실 반영이 '24년 3분기를 기점으로 마무리되는 추세, 해당 요인 소멸과 더불어 금리 하락세 지속되며 '25년 트레이딩 수익은 더욱 개선될 것

2025년 증권업 Top-Pick 한국금융지주 제시

2025년 금리의 기간평균값은 꾸준히 낮아질 수 밖에 없어 내년에도 IB를 잘 하는 회사에 유리한 환경이 지속될 전망. 동사는 메리츠증권과 더불어 국내에서 IB사업을 가장 잘 하는 증권사인 한국투자증권을 자회사로 보유. 2025년 동사의 IB수수료수익은 4,700억원(YoY +10%)기록, 전성기 시절로 회복하며 IB 경쟁력이 더욱 부각되는 한해가 될 것으로 전망

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.8%	0.1%	7.2%	22.4%
상대수익률	-0.1%	8.3%	18.9%	23.3%



정유/화학

위정원 jungwon.weee@daishin.com

투자의견

Neutral

중립, 유지

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.3	14.2	19.8	25.2
상대수익률	15.7	23.5	32.0	25.1

구조적 변화가 절실한 시점

- 정유업종 4Q 단기 반등 가능하겠으나, 25년 수급완화로 정체마진 하락 전망
- 화학 증설 사이클 재도래, 북미 ECC 가동률 상승으로 역내 수급개선 강도 미미
- 범용 시황에 상대적으로 영향이 작은 DL 및 롯데정밀화학 최선호주

정유 업종에 대한 투자의견 Neutral 제시

북미/유럽 정기보수 집중 및 중국 석유제품 수출 감소로 4Q 정체마진 단기 반등 가능하겠으나, 25년 수요 약세로 석유제품 수급 완화 불가피. 글로벌 석유제품 수요 성장의 중심이었던 중국의 숙요 부진 심화. 24년도 중국 석유제품 수요 성장세 YoY -5.4%로 코로나 시기를 제외하고 처음으로 역성장 기록.

25년 이후 중국의 운송용 석유제품 수요 YoY -1.3% 하락하며 수요 약세 지속 전망. 반면, 25년도 글로벌 정제설비 순증설 규모 267.4만 b/d로 전년대비 증설 규모 증가. 25년도 하반기 이후 단고테 고도화(현재 가동률 40~50%) 설비 가동 이후 공급 과잉 심화 전망

화학 업종에 대한 투자의견 Neutral 제시

24년도 중국 증설 규모 감소(210만톤 YoY +4.1%) 및 NCC 가동률 하락에 따라 동북아 수급 개선 기대했으나, 수요 부진으로 스프레드 개선세 미미. 25년도 예상 수요 증분(YoY +5.1%)을 능가하는 중국 내 신규 증설(876만톤, YoY +16%) 재차 시작되며, 동북아 수급 개선 가능성은 제한적인 것으로 판단.

또한 에탄 가격 하락(YTD -40.6%)에 따른 북미 ECC 수익성 개선으로 25년 이후 북미 PE 수출물량 증가세(YoY +3.3%) 지속되며 동북아 역내 NCC 수익성에 악영향.

2025년 화학업종 Top-Picks는 DL과 롯데정밀화학 제시

장기화된 업황 부진으로 25년 업종 내 기업들의 구조적 변화가 절실한 시점. 범용 석유화학 시황에 상대적으로 영향이 작은 DL 및 롯데정밀화학 최선호주로 제시. DL의 경우 25년도 예상 OP 4,300억원으로 업종 내 차별화된 실적 전망. 동사의 스페셜티 제품(마진율 20% 이상)인 폴리부텐(PB)은 25년 연중 안정적인 판가 유지 전망. 또한 누적 700억원 이상의 이익 기여를 보인 메탈로센 촉매 라이선스 판매는 자체 연구 개발을 통해 화학 제품 원천 기술을 보유한 동사의 강점으로 작용.

1) 동북아 NCC 가동률 하락, 2) 북미 부타디엔 수출량 증가로 상대적 수급 강세를 보일 부타디엔 영향으로 Kraton 실적 4Q 저점 이후 분기별 회복세 전망. 현재 동사의 PBR 밸류에이션 0.25배 수준으로 높은 이익 체력에도 불구하고, 국내 화학사 평균치(PBR 0.5배)나 동사의 과거 평균치(21~22년 0.42배) 대비 저평가 국면.

▶ Compliance Notice

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