

Morning Meeting Brief

Strategy

[퀀틴전시 플랜] 삼성전자 5.9만원 저항, 개인 차익실현에 보합 마감

- 전기전자 외국인 저점 매수 지속되는 한편 개인 차익실현
- 대내외 부담요소에 대한 경계와 불안심리 존재
- 조선&방산 모멘텀 지속

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

산업 및 종목 분석

[Issue Comment] 금융업: 금융주, 상반기 투자의견 점검

- 증권: 규제+ 환경+ 펀더멘탈 모두 유리한 국면, 대형사 유리
- 보험: 신계약 CSM부진 예상되나 보험개혁회의 결과로 단기 모멘텀 ↑
- 은행: 추가 상승 모멘텀 부재하여 종목별 차별화 접근 필요

박혜진. hyejin.park@daishin.com

[인터넷] 초개인화 AI 시대의 개막

- Gen AI 시장 경쟁 심화 단계. B2C 기업들은 자사 서비스에 AI 완전히 통합
- 기업들의 전략은 개인화에서 초개인화로 발전. 이를 통해 실적 성장 경험
- 국내 역시 초개인화 본격화 시작. 실적 성장 가시성 높은 NAVER 탐픽 추천

이지은. Jeeun.lee@daishin.com

[인터넷] NAVER: 초개인화 커머스가 시작했다

- 3/12 초개인화 커머스 앱 '네이버플러스 스토어' 출시
- 2025년 커머스 광고, 중개 수수료 매출 모두 성장 가능 전망
- 이익 성장이 전망되면서 낮아진 밸류 부담, 인터넷 업종 탐픽 추천

이지은. Jeeun.lee@daishin.com

[인터넷] 카카오: 초개인화 플랫폼의 경쟁력 증명 시 플랫폼 가치 재평가 가능

- 카카오는 향후 생성형 AI를 도입한 4가지의 신규 서비스 런칭 예정
- 이에 따른 카카오톡 내 유저 지표 개선을 통한 1인당 매출 증가 기대 가능
- 이후 초개인화 플랫폼의 경쟁력 증명 시 플랫폼 가치 재평가 가능

이지은. Jeeun.lee@daishin.com

[Issue Comment] 영원무역: 그룹 배당 정책의 의미

- 그룹의 배당 정책으로 동사 및 그룹사 전체 배당 증가 예상
- 본업 경쟁력 강화, 자회사 실적 개선도 의미 있어...
- 실적 개선, 저평가 매력 모두 갖춘

유정현. Junghyun.yu@daishin.com

[1Q25 Preview] 제일기획: 변화는 천천히, 효과는 강렬히

- 1Q25 GP 4,1천억원(+5% yoy), OP 578억원(+6% yoy) 전망
- 광고시장은 항상 우려보다 견조, 주요 광고주향 실적도 우려보다 견조
- 광고시장 전망과 주요 광고주향 실적 전망 모두 긍정적으로 전환

김희재, hoijae.kim@daishin.com

[1Q25 Preview] S-Oil: 이익 추정치 하향 조정

- 1Q25 예상 OP 1,962억원(QoQ -38%)으로 컨센서스(2,967억원) 하회 전망
- 정유부문 정제마진 하락(QoQ -49.4%), 유통기유 스프레드 하락에 기인
- 1Q25 이후 분기별 정제마진 U자형 흐름 전망. 트레이딩 관점의 접근 유효

위정원, jungwon,weee@daishin.com

[Issue Comment] 방위산업: 한화그룹, 호주 Austal 지분 인수 관련 Comment

- 한화그룹은 호주 HAA No.1 법인을 통해 호주 조선업체 Austal의 지분 9.91%를 인수
- Austal은 미국·호주군을 대상으로 하는 LCS, T-EPF 등 소형 함정 건조·수리 경험이 풍부한 업체
- 최종 인수를 위해서는 FIRB, CFIUS, DCSA 등 기관 승인 획득 필요. 인수 성공 시, 미 해군 현대화 사업에서 앞서나갈 수 있음

이태환, Taehwan,lee@daishin.com

[Issue Comment] 현대위아: 기계사업부, 3,400 억원에 매각 결정

- 현대위아 기계사업부, 물적분할 => 3,400억원에 매각 결정
- 인수 자금은 1) 열관리 연구개발, 2) 인도/유럽/CVJ 관련 Capex 활용
- 각에 따른 단기 손익 영향 부정적이나, 중장기 성장 모멘텀에 주목

김귀연, gwiyeon.kim@daishin.com

[1Q25 Preview] 에스엘: 쇼크는 과거고, 에스엘은 미래다

- 4Q 실적 부진했으나, 상고하자 실적 감안 => 1H25 매력도 재차 확대
- 실적/팔리&복미&인도 성장 수혜/신사업 기대감에도 PER 3.8배에 불과
- 지나간 쇼크보다는 중장기 성장성에 관심 가질 필요. 부품 탑픽 유지!

김귀연, gwiyeon.kim@daishin.com

[1Q25 Preview] 명신산업: 예상되는 저점을 통과한다면

- 실적 및 배수 조정으로 TP 조정하나, 밸류 부담 제한. Upside +44%
- 1Q 저점 통과 후, 1) 복미 고객 신차 모멘텀, 2) 철강가 반등 여부 주목
- 4Q24 복미 고객사 판매 부진과 연말 비용 증가로 외형/수익성 부진

김귀연, gwiyeon.kim@daishin.com

[1Q25 Preview] 오리온: 명절 효과 부재에도 양호한 실적

- 1Q25 매출액 7,920억원, 영업이익 1,288억원(OPM 16.3%) 전망
- 고성장 채널 집중과 적극적인 신제품 출시 등으로 매출 확대 노력 지속
- 국내 2분기 가격인상 효과 본격화 + 해외 가격인상 가능성 존재

정한솔, hansol.jung@daishin.com

삼성전자 5.9만원 저항, 개인 차익실현에 보합 마감

- 전기전자 외국인 저점 매수 지속되는 한편 개인 차익실현
- 대내외 부담요소에 대한 경계와 불안심리 존재
- 조선&방산 업종 모멘텀 지속

전기전자 외국인 저점 매수 지속, 개인 차익실현

외국인 투자자 4천억원 이상 순매수한 가운데, 그중 2천억원 이상이 전기전자 업종, 대형주에 집중. 전일 외국인과 기관의 순매수 최상단에 위치했던 삼성전자는 오늘도 장 초반 2%대 상승했으나 5.9만원선 도달 이후 차익실현 매물 출회되면서 상승폭 반납. 삼성전자는 24년 하반기 실적 우려 확산, 11월 4만원대까지 하락한 이후 반등 시도, 번번히 5.9만원 선에서 저항에 부딪힌 바 있음. 외국인 수급 회복하며 박스권 상단을 깨고 올라갈 수 있을지 여부에 따라 KOSPI 반등 탄력이 결정될 것

반도체: 삼성전자(+0.0%), SK하이닉스(-1.5%), 하나미이크론(-3.0%) 등

대내외 부담요소, 경계 & 불안심리 존재

이번주 굵직한 중앙은행 이벤트 예정, 전일 미국증시는 소매판매 부진에도 경기둔화 우려 완화된 모습. 중앙은행장들의 스탠스에 따라 미국 경기우려와 엔캐리 청산 등 증시 압박 요인들에 대한 투자심리 변화 예상

19일 일본 BOJ 금리결정

20일 새벽 미국 연준 FOMC 금리결정

20일 중국 인민은행 LPR 금리결정

11시 37분 ~ 11시 44분경 KRX 거래소 전산오류로 거래장에 발생

중국증시 장 초반 상승 이후 차익실현 매물 출회되며 하락 동조

조선 & 방산 모멘텀 지속

한화그룹이 호주 조선&방산 업체인 '오스탈'사 지분을 인수, 방산 업종 순환매

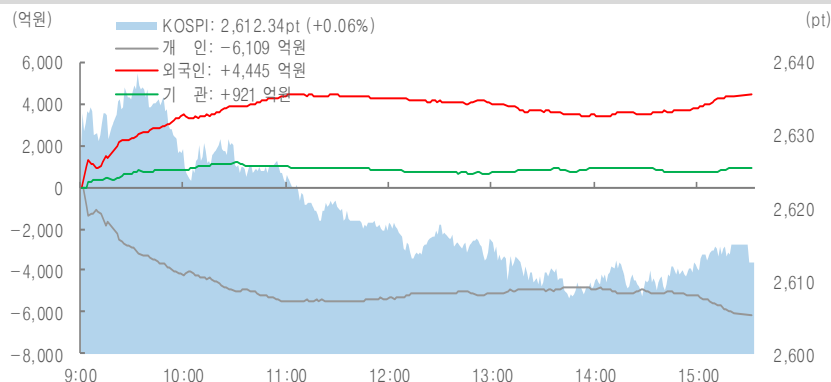
한화 계열사: 한화오션(+6.7%), 한화시스템(+6.3%) 등

차익실현: 한국항공우주(-10.5%), LG넥스원(-3.8%) 등

전일 주요 조선사의 수주 공시와, 다음주 알래스카 주지사 방한을 앞두고 LNG 선박 관련 기자재 업종 기대감 유입

조선기자재: 한화엔진(+13.7%), HD현대마린엔진(+5.2%), 동성화인텍(+5.0%) 등

KOSPI 투자주체별 수급 및 장중흐름



자료: 대신증권 Research Center

금융업

박혜진

hyejin.park@daishin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
KB금융	Buy	112,000원
우리금융지주	Buy	24,000원
현대해상	Buy	35,000원
메리츠금융지주(★)	Buy	140,000원
한국금융지주(★)	Buy	100,000원

금융주,
상반기 투자의견 점검

- 증권: 규제+ 환경+ 펀더멘탈 모두 유리한 국면, 대형사 유리
- 보험: 신계약 CSM부진 예상되나 보험개혁회의 결과로 단기 모멘텀 ↑
- 은행: 추가 상승 모멘텀 부재하여 종목별 차별화 접근 필요

상반기 금융업종 투자매력도 증권 > 보험 > 은행

올해 상반기까지 가장 유망해 보이는 섹터는 증권이다. 은행은 단기적인 모멘텀은 부재하다. 보험은, 장기보험, 특히 신계약 CSM관련 생/손보 모두 기록치 않지만 보험개혁회의 결과가 단기적으로 주가에 긍정적일 전망이다. 다만 자본 비율 부족한 일부 보험사에 큰 손해가 예상돼 업종 전반적인 모멘텀은 다소 부족하다. 밸류업의 벼를 타고 레벨업된 은행/보험은 한 템 쉬어갈 것으로, 총당금으로 고통받던 증권은 오랜만에 기지개를 펼 전망이다.

다만 업종 내 종목별 차별화는 있다. 은행은 KB금융, 우리금융지주, 보험은 현대해상 단기적인 관점에서 추천한다. 증권은 대형사는 모두 유리한 국면으로, 그 중 한국금융지주를 최선호주 유지한다.

증권: 간만에 불어오는 규제완화 훈풍

올 초부터 증권업을 둘러싼 규제완화 분위기가 지속되고 있다. 지난해 하반기 일반 외화환전 인가를 허용한 데 이어 10년만에 IMA(종합투자계좌) 재논의가 이뤄지고 있다. 지난 4일에는 대체거래소 출범에 이어 31일부터는 공매도도 재개된다. 국내/외 거래대금도 여전히 좋다. 무엇보다 3년을 힘들게 했던 부동산 PF와 해외부동산 감액손실처리가 더 이상 발목을 잡지 않을 것이다. 한은의 금리인하기조는 유동성 공급 측면에서 증권사에 유리하다. 증권주는 코로나 이후 5년동안 별다른 모멘텀 없이 지지부진했다. 규제, 환경, 펀더멘탈 측면에서 모두 유리한 국면이다. 정부 정책의 방향성이 모험자본 활성화, 대형화라는 측면에서 대형사 모두 유리하나 IMA, 부동산 금융에 강한 한국금융지주를 최선호주 유지한다. 미래에셋증권(해외부동산 감액손실 완화, IMA진출), NH투자증권(500억원 자사주 매입/소각)도 관심 가져볼 만하다.

은행: 은행은 왜 메리츠처럼 될 수 없는가

파티는 끝났다. 밸류업 덕분에 배당 허들의 한계를 없앤 은행들은 총환원을 50%를 향해 매진했고, 주가는 레벨업했으나, 추가 상승을 위한 모멘텀은 소진됐다. 올해 은행주를 기다리고 있는 것은 NIM하락과 여전한 가계대출 규제다. 3년동안 발목을 잡았던 PF를 비롯한 총당금 부담은 올해부터 완화되어 이익은 늘어날 것이다. 그러나 대출규제가 지속되는 한 추가 모멘텀 확보는 어렵다. 메리츠금융지주는 외형 확장에 부담이 없고 총환원을 50%를 한 번에 달성했다. 20%에 육박하는 높은 ROE, 분기 컨퍼런스콜마다 CEO가 참석하여 주주환원에 대해 재확인 해주는 것 또한 꾸준한 주가 상승에 한 몫 했다. 같은 환율을 50%지만 은행주와 메리츠금융지주의 속도는 다르다. 주가도 속도에 비례해서 움직일 것이다. 다만 종목별 차별화 예상되어 우리금융지주(보험사 인수, CET1비율 12.5% 조기달성, 비과세 배당 추진), KB금융(1분기 CET1비율 회복, 13.7% 예상) 추천한다. (뒷페이지 계속)

인터넷

초개인화 AI 시대의 개막

- Gen AI 시장 경쟁 심화 단계. B2C 기업들은 자사 서비스에 AI 완전히 통합
- 기업들의 전략은 개인화에서 초개인화로 발전. 이를 통해 실적 성장 경험
- 국내 역시 초개인화 본격화 시작. 실적 성장 가시성 높은 NAVER 탐픽 추천

생성형 AI 시장은 경쟁 심화 단계 진입. B2C 사업자들의 생성형 AI 통합

- ChatGPT 출시 이후 3년만에 생성형 AI 시장은 급속히 성장하며 경쟁 심화
- 2025년 현재 AI 모델 간 성능 차이 좁혀지며 OpenAI의 ChatGPT의 시장 점유율은 점차 낮아지는 상황. 그럼에도 ChatGPT는 프리미엄 구독 서비스 출시, 후발주자들은 무료 서비스 전략으로 사용자 확보에 집중
- B2C 수익 모델 변화: 초기 생성형 AI 챗봇의 구독 서비스 등장 → 이후 교육, 콘텐츠 등 다양한 산업군에서 구독 서비스 출시 및 인앱 결제 등의 수익 모델 도입 → B2C 기업들의 경우, 자사 핵심 비즈니스 모델에 생성형 AI 완전 통합

초개인화 전략으로 실적 성장을 경험 중인 글로벌 빅테크들

- 생성형 AI를 통합한 B2C 사업자들의 사업 전략은 기존 개인화 전략에서 초개인화 전략으로 발전
- 개인화 전략은 유사 소비자 그룹을 타겟팅하는 방식인 반면, 초개인화 전략은 개별 사용자 데이터를 실시간 분석해 맞춤형 서비스를 제공하는 방식
- 아마존은 생성형 AI를 활용해 개인 소비자별 맞춤형 상품 설명, LLM 기반 최적화 시스템, AI 챗봇 Rufus 도입으로 쇼핑 경험 개선 및 커머스 매출 성장 경험. Meta 역시 생성형 AI 기반 광고 자동화 솔루션을 통해 실시간 고객 행동 분석, 광고 타겟팅 최적화, AI 챗봇 비즈니스 메시지 강화 등을 통해 광고 매출 성장 및 고객의 구매 전환율 강화
- 향후 생성형 AI 적용 범위 확대, 기업들의 맞춤형 마케팅 및 운영 효율성 지속적 강화 전망

인터넷 업종 최선호주로 NAVER(035420) 추천

- 국내 인터넷 업체들 역시 그동안 강조해오던 초개인화 전략을 2025년부터 본격화할 전망
- NAVER는 플러스 스토어 출시를 통한 초개인화 커머스 생태계 강화 및 소비자 친화적 플랫폼 전환 추진. 개인별 선호도 기반 추천 시스템 도입, 검색 알고리즘 개선, 광고 지면 확대 및 수수료 개편을 통해 커머스 광고 및 중개 수수료 매출 성장 전망
- 카카오는 AI 메이트, AI 검색, 카나나, OpenAI와의 공동 개발 서비스 출시를 통해 초개인화 경험 강화 예정. 카카오톡 내 유저 지표 개선을 통해 유저 1인당 발생 매출 성장 시 플랫폼 가치 재평가 가능 판단
- 국내 인터넷 업종 최선호주로 NAVER 추천. 초개인화 전략을 기반으로 2026년까지 지속적인 실적 성장 가능성 높을 것으로 전망. 이익 성장세가 예상되면서 밸류에이션 부담 역시 낮아진 상황. 커머스 부문의 본격적인 실적 성장이 확인되면서 주가 상승 흐름 지속 전망

이지은

jeeun.lee@daishin.com

투자 의견

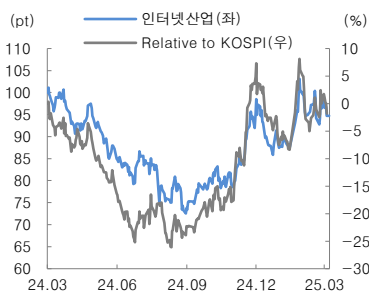
Overweight

비중 확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자 의견	목표주가
NAVER	Buy	280,000원
카카오	Buy	50,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.1	-2.6	25.8	-4.6
상대수익률	1.0	-5.3	26.2	1.0



NAVER
(035420)

이지은 Jeeun.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

280,000

목표주가

유지

현재주가

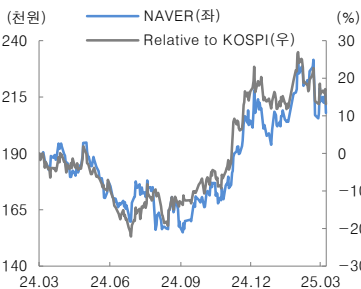
209,000

(25.03.18)

인터넷업종

KOSPI	2612.34
시가총액	33,113십억원
시가총액비중	1.54%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	232,000원 / 155,000원
120일 평균거래대금	1,773억원
외국인지분율	48.50%
주요주주	국민연금공단 8.44% BlackRock Fund Advisors 외 13 인 6.05%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.1	-1.6	30.5	13.5
상대수익률	-5.5	-6.5	28.7	16.7



초개인화 커머스가 시작됐다

- 3/12 초개인화 커머스 앱 ‘네이버플러스 스토어’ 출시
- 2025년 커머스 광고, 중개 수수료 매출 모두 성장 가능 전망
- 이익 성장이 전망되면서 낮아진 밸류 부담. 인터넷 업종 탐픽 추천

투자의견 매수, 목표주가 280,000원, 인터넷 Top-pick으로 추천

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 부문별 적정가치는 1) 서치 플랫폼 21.9조원, 2) 커머스 11.9조원, 3) 파이낸셜 1.1조원, 4) 웹툰 0.6조원, 5) 클라우드 2.7조원, 6) LY 지분가치 6.3조원 등

1H25엔 커머스 광고, 2H25엔 수수료 매출이 커머스 실적 견인할 것

3/12 초개인화 커머스를 겨냥한 ‘네이버+스토어’ 앱 출시. 1) 이에 따라 광고 슬롯 확대 외에 ‘+스토어 전용 광고’ 상품 또한 새롭게 출시. 1Q25부터는 광고 지면 확장 및 신규 광고 상품 출시 효과가 온기로 반영되면서 매 분기 10% 초반의 성장을 유지 전망. 2) 6/2부터 중개 수수료율 정책 변경 계획. 이에 따라 네이버 쇼핑의 평균 수수료율은 기존 2%에서 2.8%로 상승 추정. 중개 수수료율 인상에 따라 커머스 중개 매출은 2025년 YoY 24% 증가 전망. 또한 이는 이익으로 그대로 반영되는 효과. 공격적인 마케팅에도 ‘25E, ‘26E OPM 19.7%(YoY 1.1%p), 21.1%(YoY 1.4%p) 예상

커머스 실적 모멘텀 본격화 전망

1분기는 광고 비수기 영향과 커머스 사업 확장에 따른 마케팅비 증가로 인해 실적 모멘텀은 다소 부족 예상. 단, 커머스 사업 개편으로 2H25, 2026년 수익성 강화 전망. 특히 광고, 커머스 산업 전반이 부진한 상황에서 자체적 사업 개편을 통해 실적 성장을 이끌어내고 있는 점은 긍정적. 커머스로 인한 이익 성장이 기대되면서 현 주가는 당사 추정치 기준 2025년 PER 16배 수준으로 밸류 부담도 낮아짐. 2024년 하반기는 광고 실적 개선이 주가 상승을 견인했다면, 2025년엔 커머스 실적 성장이 확인되면서 주가 상승 흐름 지속될 것으로 전망. 이에 따라 인터넷 업종 내 최 선호주로 추천

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,671	10,754	12,147	13,357	14,302
영업이익	1,489	1,996	2,391	2,813	3,139
세전순이익	1,481	2,263	2,604	3,054	3,380
총당기순이익	985	1,879	1,979	2,321	2,569
지배지분순이익	1,012	1,879	1,979	2,321	2,569
EPS	6,180	11,567	12,184	14,292	15,818
PER	36.2	16.2	17.2	14.6	13.2
BPS	141,671	153,503	164,784	177,958	192,657
PBR	1.6	1.2	1.3	1.2	1.1
ROE	4.4	7.8	7.7	8.3	8.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: NAVER, 대신증권 Research Center

카카오 (035720)

이지는 Jeeun.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

50,000

상향

현재주가

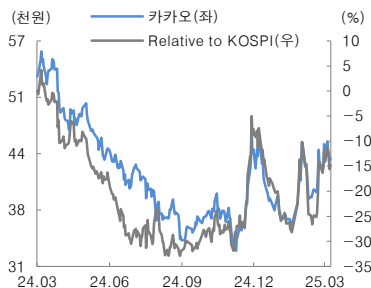
(25.03.18)

44,000

인터넷업종

KOSPI	2612.34
시가총액	19,524십억원
시가총액비중	0.91%
자본금(보통주)	44십억원
52주 최고/최저	54,900원 / 32,800원
120일 평균거래대금	1,106억원
외국인지분율	27.74%
주요주주	김범수 외 92 인 24.21% MAXIMO PTE 6.31%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.0	1.4	23.6	-17.0
상대수익률	13.6	-3.6	21.8	-14.6



기업분석

초개인화 플랫폼의 경쟁력 증명 시 플랫폼 가치 재평가 가능

- 향후 생성형 AI를 도입한 4가지의 신규 서비스 런칭 예정
- 카카오톡 내 유저 지표 개선을 통한 1인당 매출 증가 기대 가능
- 이후 초개인화 플랫폼의 경쟁력 증명 시 플랫폼 가치 재평가 가능

투자의견 BUY, 목표주가 50,000원으로 기존 대비 4.2% 상향

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 카카오의 본사 사업가치는 8.2조원으로 산출. 주요 자회사(게임즈, 뱅크, 페이 등) 지분가치는 현재 시장가치를 반영하여 총 자회사 지분가치 13.9조원으로 산출. 목표주가 상향은 AI 신규 사업 기대감을 반영하여 특 비즈니스 사업가치 산정에 적용한 멀티플 할인율을 축소(30%→20%)한 영향

초개인화 전략 이후 유저 지표 개선 시, 플랫폼 가치 재평가 가능

카카오가 앞으로 선보일 생성형 AI 서비스는 4가지. 카카오톡 내 1) AI 검색과 2) AI 메이트 공개, 별도 앱으로 출시하는 3) 카나나, 그리고 4) OpenAI와의 공동 개발 프로젝트 출시 예정

이 중 가장 빠르게 공개되는 것은 상반기 공개 예정인 AI 메이트와 AI 검색으로, AI 메이트는 카카오톡 내에 독채널 형태로 출시될 예정. 다만, 아직 공개된 정보가 제한적이라, AI 메이트가 어떻게 구현될지는 구체적으로 알 수는 없지만, 사용자의 일상과 밀접하게 연결된 맞춤형 경험을 제공한다면, 카카오톡 내의 체류 시간, 리텐션율 등 유저 지표는 개선될 것으로 예상. 이에 따라 유저 1인당 카카오톡 내 매출은 증가 가능할 것으로 기대. Meta 역시 기존 앱들의 트래픽 성장이 정체됐음에도 불구하고, 광고 상품에 생성형 AI를 도입하면서 광고 노출 수 증가, 광고 단가 상승, 커머스 구매 전환율 개선 등의 효과를 경험한 바 있음

그동안 카카오는 친구탭의 기능 추가, 커머스 개편, 오픈채팅탭 개설 등을 통해 채팅탭에만 집중했던 트래픽을 다양한 탭에서도 활성화하려는 노력을 지속해왔으나 기대만큼의 성과를 확인하긴 어려웠음. 이번 AI 메이트, AI 검색 도입을 통해 카카오톡 내 유저 지표가 개선되고, 광고, 커머스의 실적 성장으로 자연스럽게 이어진다면, 카카오톡의 플랫폼 가치 재평가 가능 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,557	7,872	7,954	8,399	8,863
영업이익	461	460	524	687	760
세전순이익	-1,648	-95	414	572	595
총당기순이익	-1,817	-253	315	435	452
지배지분순이익	-1,013	19	346	479	497
EPS	-2,276	43	781	1,080	1,122
PER	NA	1,257.9	56.3	40.7	39.2
BPS	21,951	21,982	22,734	23,754	24,816
PBR	2.5	2.5	1.9	1.9	1.8
ROE	-10.3	0.2	3.5	4.6	4.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 카카오, 대신증권 Research Center

영원무역 (111770)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

60,000

유지

현재주가

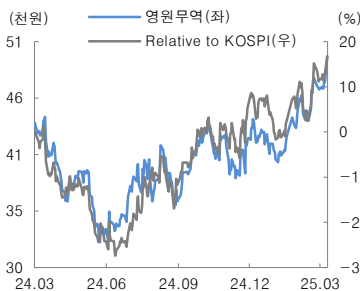
49,600

(25.03.17)

섬유의복업종

KOSPI	2610.69
시가총액	2,198십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	22십억원
52주 최고/최저	49,600원 / 32,350원
120일 평균거래대금	25억원
외국인지분율	29.30%
주요주주	영원무역홀딩스 외 7 인 50.74% 국민연금공단 10.01%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.5	19.1	27.8	17.4
상대수익률	13.5	12.1	26.1	19.9



그룹 배당 정책의 의미

- 그룹의 배당 정책으로 동사 및 그룹사 전체 배당 증가 예상
- 본업 경쟁력 강화, 자회사 실적 개선도 의미 있어...
- 실적 개선, 저평가 매력 모두 갖춘

그룹 배당 정책의 의미

지난 주 동사의 모회사인 영원무역홀딩스(009970)의 중장기 주주환원 정책이 발표되었음. 주요 내용은 1) 별도 재무제표 기준 당기순이익의 50% 내외의 주주환원과 2) 보유 자사주 5%를 매년 1%씩 소각하는 것을 담고 있음

영원무역홀딩스는 자회사 영원무역과 영원아웃도어를 통해 받는 배당 수익이 주주수익원이며, 2024년 별도 기준 영업수익 1,515억원(yoy +38%), 영업이익 1,220억원(yoy +29%), 순이익 1,248억원(yoy +35%)을 기록. 2024년 영원무역과 영원아웃도어로부터 수취한 배당 수익은 각각 302억원(+5%), 1,135억원(+74%)으로 총 1,437억원(+51%)을 수취하였음. 2세 승계가 마무리 돼가는 시점에서 향후 홀딩스의 배당이 증가할 가능성이 높은 상황임은 충분히 유추 가능. 특히 지난 3월 14일 홀딩스의 또 다른 자회사인 영원아웃도어의 배당이 전년대비 크게 증가했다는 공시 후 3월 17일 홀딩스 주가는 7% 상승했으며 영원무역 주가도 5% 상승. 홀딩스의 재원이 되는 자회사들의 배당이 향후 계속 증가할 가능성이 높다는 점에서 영원무역 주가도 동반 상승한 것으로 파악

본업 경쟁력 강화, 자회사 실적 개선도 의미 있어...

영원무역은 2024년 하반기부터 OEM 본업 업황 개선이 시작되면서 동사만의 경쟁력이 재차 부각되고 있는 상황. 상위 고객사 수주가 꾸준한 가운데 아크 테릭스향 매출이 크게 증가하면서 아크테릭스가 Top 5 고객사에 안착. Scott 부문의 부진은 올해 상반기 중 대부분 마무리 될 것으로 예상되며 당장 올해 1분기부터 영업이익은 증가세로 전환될 것으로 전망. 특히 Scott과의 법적 분쟁이 마무리됨에 따라 동사가 Scott의 지분을 동사에 유리한 가격으로 콜옵션 행사할 수 있는 기회가 생긴 것도 동사에 호재

투자의견 BUY와 목표주가 60,000원 유지

투자의견 BUY와 목표주가 60,000원(12개월 Forward 예상 P/E 6배) 유지. 동사의 실적 개선이 예상되는 상황에서 그룹 전반적으로 배당에 대해 전향적인 상황임을 고려할 때 안정적 주가 상승 흐름 전망. 저평가 매력도 부각될 시점

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
매출액	3,911	3,604	3,518	3,893	4,111
영업이익	823	637	328	598	698
세전순이익	882	682	412	590	684
총당기순이익	743	533	309	462	535
지배지분순이익	675	516	387	439	481
EPS	15,222	11,644	8,725	9,899	10,856
PER	3.1	3.9	5.4	4.8	4.3
BPS	63,517	73,269	80,378	88,602	97,820
PBR	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
ROE	26.8	17.0	11.4	11.7	11.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 영원무역, 대신증권 Research Center

제일기획 (030000)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

27,000

유지

현재주가

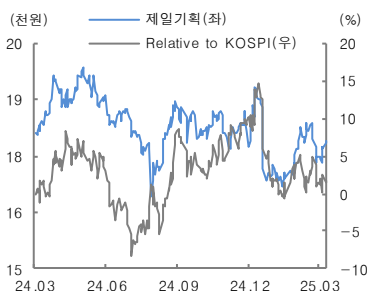
17,850

(25.03.18)

미디어업종

KOSPI	2612.34
시가총액	2,053십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	23십억원
52주 최고/최저	19,470원 / 16,600원
120일 평균거래대금	45억원
외국인지분율	23.09%
주요주주	삼성전자 외 5 인 28.56% 국민연금공단 11.53%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.2	-6.0	-3.9	-2.3
상대수익률	0.8	-10.6	-5.3	0.5



변화는 천천히, 효과는 강렬히

- 1Q25 GP 4.1천억원(+5% yoy), OP 578억원(+6% yoy) 전망
- 광고시장은 항상 우려보다 견조, 주요 광고주향 실적도 우려보다 견조
- 광고시장 전망과 주요 광고주향 실적 전망 모두 긍정적으로 전환

투자의견 매수, 목표주가 27,000원 유지

12M FWD EPS 2,123원에 PER 13배(최근 5년, 20~24년 평균) 적음

1Q25 Preview: 25년은 GP 성장보다 높은 OP 성장 전망

1Q25 GP 4.1천억원(+5% yoy), OP 578억원(+6% yoy) 전망

25E GP 1.8조원(+6% yoy), OP 3.4천억원(+7% yoy) 전망

주변 환경에 대한 막연한 우려 대비 견조한 실적, 환경도 긍정적으로 전환

광고시장은 우려보다 견조, 과학기술정보통신부(과기부)와 KOBACO(한국방송광고진흥공사)의 24년 광고시장 잠정 집계 규모는 17조원(+2.8% yoy), 연초 전망인 +2.7% yoy와 유사. 광고시장에 영향을 주는 GDP 성장률은 +2% yoy

25년 GDP 성장률 2%대 초반(3월말 기준 1.6~1.8%대로 하향 조정) 전망 기준 과기부와 KOBACO의 25년 광고시장 성장률 전망치는 2.7%

최근 5년간 연평균 GDP 성장률은 2%, 광고시장 성장률은 3.3%, 제일기획 GP 성장률은 8.2%, 제일기획 해외 GP 성장률은 9.4%, 미주 GP 성장률은 24%

제일기획 실적의 70% 이상을 차지하는 주요 광고주의 지역별 매출 대비 제일기획의 지역별 GP는 평균 0.53%이지만, 미주지역은 0.23%에 불과

제일기획의 미주 GP가 지난 5년간 연평균 24% 성장해왔지만, 여전히 다른 지역의 절반 이하 수준. 현수준에서도 미주 GP의 증가 여력은 +2.8천억원, 전체 GP를 +16% 상승시킬 수 있는 수준

1) 광고시장은 항상 우려보다 견조

광고시장에 대한 우려는 단위당 집행 단가가 큰 TV광고의 위축에 기인. 23년 -19% yoy, 24년 -12% yoy. 25년 전망은 -0.4%. TV광고의 저점 확인 및 반등으로 광고시장 및 광고업종에 대한 투자심리는 긍정적으로 바뀔 것으로 전망

2) 주요 광고주향 실적도 항상 우려보다 견조, 상승 여력도 충분

주요 광고주의 마케팅비용이 감소한 구간에서도 제일기획의 실적은 증가. 주요 광고주향 새로운 서비스 발굴 및 적절한 M&A를 통한 비계열 광고주 영입 효과

3) 25E PER 8.6배로 역대 최저 수준, M&A와 배당의 중요한 재원인 현금 8.5천 대비 시총의 비중은 2.3배로 역대 최저 수준

4) 60% 배당성향. 25E DPS 1.4천원, 수익률 7.9%

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25(F)					2Q25		
			작년추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출총이익	391	455	408	409	4.7	-10.0	411	477	5.2	16.6
영업이익	55	82	60	58	5.8	-30.0	58	93	5.8	61.7
순이익	43	39	42	41	-4.1	6.2	40	64	-1.0	56.4

자료: 제일기획, FnGuide, 대신증권 Research Center

S-Oil (010950)

위정원

jungwon.weee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

82,000

하향

현재주가

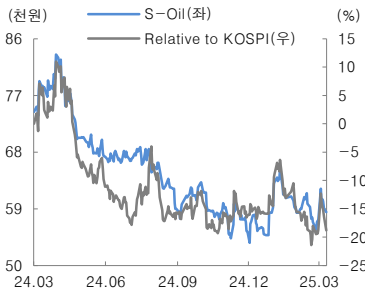
(25.03.17)

58,500

정유업종

KOSPI	2610.69
시가총액	6,739십억원
시가총액비중	0.31%
자본금(보통주)	281십억원
52주 최고/최저	83,500원 / 53,600원
120일 평균거래대금	111억원
외국인지분율	74.91%
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 5인 63.43%
	국민연금공단 7.30%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.9	3.2	-2.0	-26.2
상대수익률	-4.0	-2.9	-3.3	-24.6



이익 추정치 하향조정

- 1Q25 예상 OP 1,962억원(QoQ -38%)으로 컨센서스(2,967억원) 하회 전망
- 정유부문 정제마진 하락(QoQ -49.4%), 윤활기유 스프레드 하락에 기인
- 1Q25 이후 분기별 마진 U자형 흐름 전망. 트레이딩 관점의 접근 유효

투자의견 매수 유지, 목표주가 82,000원으로 -8.9% 하향 조정

목표주가 25E BPS 75,272원에 Target PBR 1.1배 적용. 멀티플은 25년 ROE 예상치 기준 PBR-ROE 방식으로 산출한 이론 PBR을 적용

1Q25 Preview: 예상 OP 1,962억원(QoQ -24.8%), 컨센서스 하회 전망

[정유부문] 예상 OP 1,060억원으로 QoQ -38.7% 감익 전망. 투입유가 상승 및 휘발유 가격 하락(1Q25 84.2달러/배럴, QoQ -0.8달러)으로 동사의 추정 정제마진 하락(1Q25E 1.04달러/배럴, QoQ -49.4%). 단, 유가 상승(Dubai 기준 76.5달러/배럴, QoQ +3.9%)으로 전분기에 이어 재고평가이익(218억원) 발생 추정.

[화학부문] 예상 OP -210억원으로 QoQ 적자축소. 주요 제품 스프레드 부진 지속. 1Q25 평균 P-X 마진 QoQ +17.6% 개선되었으나, 186.4달러/톤으로 통상적 BEP(250~280달러) 수준 하회. **[윤활기유]** 예상 OP 1,112억원(OPM 12.9%)으로 QoQ -4.1% 전망. 그룹2,3 판가 소폭 하락(각각 QoQ -0.5%, -1.1%)한 가운데, 원가상승(HSFO QoQ +7.9%하며 스프레드 축소.

25년 연간 정제마진 U자형 흐름 전망

25년 분기별 정제마진 2~3분기 조정 후 반등흐름 예상. 25년도 글로벌 정제설비 증설 110만 B/D, 폐쇄물량 78.5만 B/D로 연간 수급 개선 여부는 불확실. 2Q25 이후 난방용 수요 감소, 단고테 프로젝트 가동률 상승에 따른 공급 증가로 석유제품 수급 전분기대비 완화 전망.

단, 유가 하락세 진정에 따라 주가 하방 경직성 확보. 1) 3월 5일 이후 중국 정부의 전략비축용 석유 매입 시작, 2) OPEC+의 증산 속도 조절 가능성 상승(현재 우랄 원유가격 러시아 재정균형 유가 77달러 수준하회)하며 큰 폭의 유가 하락은 제한적. 현재 동사의 PBR 밸류에이션 0.78배 수준으로 밴드 최하단에 위치해 악재보다는 호재에 민감하게 반응할 구간. 북미 관세 정책 및 지중해배출규제해역(25년 5월 1일 시행 예정) 등 수급 변수 요소 다수 상존. 트레이딩 관점의 접근 전략 여전히 유효

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	당사추정	1Q25(F)			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	9,308	8,917	8,897	8,880	-4.6	-0.4	9,144	8,689	-9	-2.2
OP	454	261	284	196	-56.8	-24.8	297	136	0.0	-30
순이익	166	-102	153	87	-47.6	흑전	186	42	흑전	-51

자료: S-Oil, FrnGuide, 대신증권 Research Center

[방위산업]

한화그룹, 호주 Austal 지분 인수 관련 Comment

이태환 taehwan.lee@daishin.com

2025. 03. 19

한화그룹, 호주 Austal Limited 지분 9.9% 인수 공시

- 한화그룹은 3/17 공시를 통해 호주 HAA No.1 PTY LTD(한화에어로스페이스 자회사) 지분을 제3자 배정 유상증자 형태로 취득했음을 발표. 각각 한화에어로스페이스 642억원(6,980만주), 한화시스템 2,027억원(2억 2,020만주) 투자가 있었으며, 증자 후 지분율은 한화시스템 60%, 한화에어로스페이스 40%로, HAA No.1은 한화시스템으로 연결 편입되는 형태
- 3/18 추가 공시를 통해 HAA No.1은 호주 조선업체 Austal Limited의 지분 9.91%(4,120만주)를 1,687억원에 장외매수 형태로 취득 결정했음을 발표. 인수가격은 3/17 종가 3.83호주달러에 16% 프리미엄을 붙여 산정
- 향후 Austal 지분 9.9% 추가 인수를 위해 현지 호주 증권사 Jarden Partners와 TRS(Total Return Swap) 계약을 체결. 호주 상법상 해외투자자가 지분 10% 이상을 확보하기 위해서는 호주 FIRB(Foreign Investment Review Board)의 승인을 거쳐야하며, FIRB 승인을 획득 시 TRS를 지분으로 전환하여 19.9%까지 지분을 늘릴 예정
- 한화그룹은 '24년 Austal의 100% 인수를 위해 10억 호주달러를 제시했으나, Austal 이사회와 인수를 조율하는 과정에서 당국 승인 불확실성 제기, 실사 허용 조건 등에서 마찰이 발생하여 포기했던 바 있음. 따라서, FIRB 승인을 우선 획득하여 불확실성을 제거한 후 단계적 지분 확대를 택한 것으로 보임

한화가 Austal을 원하는 이유

- Austal은 1988년에 설립되어 서호주 Henderson에 본사가 위치해 있으며, 미국(앨라배마), 필리핀, 베트남 등에 조선소를 두고 있음. 호주-미국법인은 연안전투함(LCS), 고속수송함(T-EPF), 원양초계함(OPV) 등을 포함한 소형 함정 중심의 특수선을 건조·수리하며, 필리핀-베트남 법인은 상업용 페리와 군용 선박 하부구조물을 제작
- '24년 실적 기준 매출 비중은 미국 80%, 호주 20%로 미군을 대상으로 하는 함정의 신규건조 비중이 높으며, 영업이익은 원가상승, 투자비 증가 등으로 평년 대비 부진한 56.5백만AUD(흑전 yoy, OPM 3.8%)를 기록. 부채비율은 92% 수준
- 한화그룹은 한화오션 인수(2022년) 시점부터 전략적으로 특수선 분야를 강화하고 있으며, 최근 미국 군함 노후화 및 구조적 건조 능력 부족 문제가 부각되면서 미국 시장 진출을 추진 중. '23년 한화필리조선소(한화시스템 자회사) 인수를 바탕으로 미국 시장에 진입했으나, 미국 군함 건조 경력이 없어 라이선스 취득 및 노하우 획득이 필요했던 상황. Austal은 이미 미국 소형 함정 건조 및 서비스·정비 이력이 풍부하다는 측면에서 안정맞춤인 선택이었을 것

아직 갈 길이 멀지만 분명히 보이는 가능성

- Austal 인수건이 FIRB 승인을 득할 경우, HAA No.1의 지분은 19.9%로 현재 Austal의 최대주주 Tattarang Ventures(17.1%)를 넘어서게 되며, 이사회 진입을 통해 경영권 확보에 나설 것으로 보임. 최대주주와의 거래 또는 추가 공개매수를 예상
- 한화가 Austal의 인수를 완전히 마무리하기 위해서는 호주 FIRB(외국인투자심사위원회), 미국 CFUS(외국인투자위원회), 미국 DCSA(국방방첩안보국)의 승인을 모두 받아야 하기 때문에 현 시점에서 결과를 예단하기는 쉽지 않음. '24년 Austal 인수 시도 당시 AUKUS 동맹국이 아닌 한국에 매각하는 것을 문제 삼았던 사례가 있음
- 다만, 한국은 미국의 함정건조계획을 실질적으로 해결해줄 수 있는 아시아-태평양 지역 최대 우방국 중 하나이며, AUKUS Pillar 2에 가입을 검토 중인 후보국(한국, 일본, 캐나다, 뉴질랜드)이라는 점을 고려해야 함. 물론, AUKUS Pillar 2에 해당하는 첨단 군사 기술 협력에 조선업이 포함되지는 않지만, 기존 대비 더 높은 군사동맹 관계로 발전할 여지가 있음을 나타내기 때문에 미국-호주 정부의 긍정적 반응을 기대할 수 있다고 판단. 더불어, 한화그룹은 이미 한화필리조선소(미국) 인수와 AS-21 생산기지(호주) 건설 등 양국과 적극적으로 경제 협력을 진행 중인 기업임이 고려될 것. Austal 인수에 성공할 시, 미국 해군 군함 현대화 사업에서 크게 앞서나갈 수 있을 전망

현대위아 (011210)

김귀연

gwiyeon.kim@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

61,000

유지

현재주가

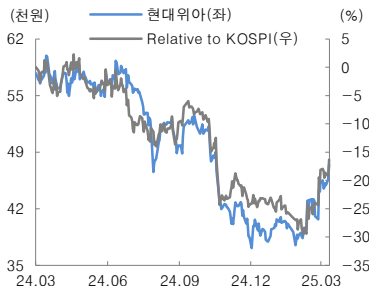
47,000

(25.03.18)

자동차업종

KOSPI	2612.34
시가총액	1,278십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	136십억원
52주 최고/최저	60,000원 / 37,050원
120일 평균거래대금	35억원
외국인지분율	14.95%
주요주주	현대자동차 외 2인 40.74% 국민연금공단 8.28%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.1	17.5	-8.9	-18.4
상대수익률	10.7	11.7	-10.2	-16.1



기계사업부, 3,400억원에 매각 결정

- 현대위아 기계사업부, 물적분할 => 3,400억원에 매각 결정
- 인수 자금은 1) 열관리 연구개발, 2) 인도/유럽/CVJ 관련 Capex 활용
- 매각에 따른 단기 손익 영향 부정적이나, 중장기 성장 모멘텀에 주목

현대위아, 공자기계사업부 분할 => 3,400억원에 매각 결정

동사는 3/18일 공시 통해 1) 현대위아(존속)-위아공작기계(분할)를 물적 분할 하고, 2) 3,400억원에 매각하기로 확정. 2024/10/10일 매각 MOU체결한 이후, 계획했던 1H25내 매각 결정. 매각 금액은 MOU 체결 발표 당시 이야기했던 금액과 동일. 인수자는 스맥-PE 컨소시엄으로, 스맥은 기계(공작기계/자동화 장비/로봇 등)/ICT(통신장비) 사업 영위중인 국내 상장사

사업 효율화 통한 경쟁력 강화 및 신사업 투자 계획

기계사업부 처분 목적은 핵심경쟁력 강화 및 기업가치 제고'. 기계사업부는 1) 신차 부품사업 및 2) 그룹 계열사 간 시너지 제한적이고, 3) 실적 가시성 낮아 장기간 동사의 밸류 할인 요소로 여겨짐

인수 자금 3,400억원으로 1) 자동차 열관리 연구개발 및 2) 인도/유럽/등속 조인트(CVJ) Capex 투자 계획. 이를 통해, 동사의 핵심부품 경쟁력 및 신사업 성장 가시성 확대될 가능성 높다는 판단. 특히, 동사는 열관리 연구개발 통한 기술 확보함에 따라, 1) BEV + HEV(ICE) 납품 확대하고, 2) BEV 냉각수 => 공조 모듈 수주 확보하겠다는 계획

1H25 실적 변동성 확대 예상되나, 중장기 성장 가시성에 초점 맞출 필요

사업 분할/매각 과정에서 위로금/퇴직금 등 포함한 일회성 손익 반영 불가피. 특히, 기계사업부 관련 인력 약 300명 규모로 파악. 1H25 인력 이동에 따른 일회성 비용 인식 예상. 또한, 기계 사업부 실적(2024년 매출 3,822억/OP 170억/NP 230억) 제거됨에 따라 단기 실적 모멘텀 제한적일 수밖에 없음

다만, 1) 2025년말 HEV 엔진 생산, 2) 등속조인트 종결, 3) 1H25 열관리 공조 모듈 수주 가능성 감안 시, 관심 지속할 필요. 최근 러시아 종전 기대에 따른 현지 공장 가동률 개선 기대감 반영. 현재 가시적인 내용은 제한적이거나, 종전 확정된 이후 현대차 러시아 사업 재개 선행되면 동사의 사업도 진행될 것

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	8,590	8,556	8,683	9,010	9,351
영업이익	229	237	276	330	270
세전순이익	107	201	248	300	253
총당기순이익	53	129	173	218	183
지배지분순이익	91	120	182	229	178
EPS	3,363	4,429	6,692	8,408	6,549
PER	19.4	8.5	6.0	4.8	6.1
BPS	124,715	128,343	133,991	141,354	146,859
PBR	0.5	0.3	0.4	0.3	0.3
ROE	2.7	3.5	5.1	6.1	4.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 현대위아, 대신증권 Research Center

에스엘 (005850)

김귀연

gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

54,000

유지

현재주가

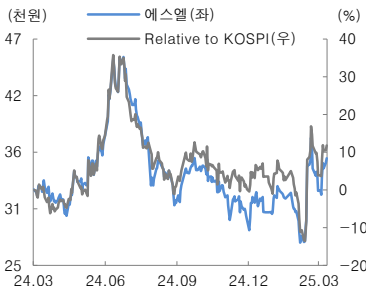
35,400

(25.03.18)

자동차업종

KOSPI	2612.34
시가총액	1,644십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	23십억원
52주 최고/최저	45,250원 / 27,200원
120일 평균거래대금	44억원
외국인지분율	16.51%
주요주주	이성업 외 10 인 62.97% 국민연금공단 8.26%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	29.4	10.3	7.9	8.8
상대수익률	30.2	4.9	6.4	11.8



쇼크는 과거고, 에스엘은 미래다

- 4Q 실적 부진했으나, 상고하자 실적 감안 => 1H25 매력도 재차 확대
- 실적/밸리&북미&인도 성장 수혜/신사업 기대감에도 PER 3.8배에 불과
- 지나간 쇼크보다는 중장기 성장성에 관심 가질 필요. 부품 탑픽 유지!

투자의견 매수, 목표주가 54,000원 유지

에스엘의 목표주가 5.4만원은 2025년 EPS 7,820원에 Target PER 6.9배 적용. 인건비 인식에 따른 상고하자 이익 패턴 뚜렷. 1H25 진입하며 자동차 업종 내 매력도 증가. 1) 연간 4,000억원대(OPM 8%) 이익체력, 2) 1H25 현대차 펠리 판매 본격화, 3) 북미/인도 성장 수혜, 4) HMG와 우호적인 관계 통한 신사업 확장 기대(SBCM, BMS 등) 예도 불구, 12MF PER 3.8배에 불과해 매력도 높음. 부품주 Top Pick 유지!

4Q24 매출 1.2조(YoY +4%, 이하 YoY), OP 408억(-38%), OPM 3.3% 시현

OP 컨센(813억)/당사 추정(825억) 대비 부진. 매출은 예상 부합했으나, 1) 4Q 환율상승/국내 매출 비중 확대에 따른 수입원가 상승, 2) 북미 고객 품질비용 반영, 3) 연말 성과급 반영으로 수익성 부진했던 것으로 판단. 다만, 고환율에 따른 영업외 손익 증가로 793억원의 양호한 당기순익 실현. [지역별] 한국 6,141억(+14%), 북미 4,115억(+3%), 중국 701억(+27%), 인도 1,038억(-29%), 기타 378억(-6%), [제품별] 램프 9,822억(+15%), 전동화 1,385억(+5%), 기타 1,166억(-43%), [고객별] HMG 5,669억(-4%), GM 2,327억(+23%)

2025년 매출 5.3조(+6%), OP 4,141억(+5%), OPM 7.9%

1Q25 매출 1.3조(+7%), OP 1,265억(-9%), OPM 9.5%

2025년 상해GM 부진에 따른 중국 매출 감소에도 불구, 북미/인도/내수 중심 양호한 성장세 지속될 것으로 예상. 1H25 현대차 펠리세이드 생산 본격화에 따른 램프 수혜 예상. 현대차그룹과의 우호적인 관계를 바탕으로 라이다 등 센터통합형 램프 개발 및 신규 사업 확장 지속. 중장기 성장성 지속 부각될 것

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	추정	YoY	QoQ
매출액	1,246	1,237	1,317	1,328	6.6	7.3	1,281	1,378	6.2	3.8
영업이익	139	41	136	127	-8.9	210.3	128	135	-8.6	6.8
순이익	116	77	108	109	-6.6	41.5	97	115	-2.9	6.0

자료: 에스엘, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,839	4,973	5,253	5,617	5,617
영업이익	386	395	414	479	456
세전순이익	429	487	480	549	529
총당기순이익	349	382	376	430	415
지배지분순이익	336	368	363	415	394
EPS	7,223	7,930	7,820	8,943	8,476
PER	4.9	3.8	3.8	3.4	3.5
BPS	41,518	48,553	55,478	63,526	71,107
PBR	0.9	0.6	0.6	0.6	0.5
ROE	18.8	17.6	15.0	15.0	12.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 에스엘, 대신증권 Research Center

명신산업 (009900)

김귀연

gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

13,000

하향

현재주가

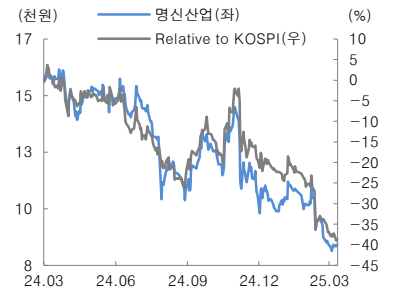
(25.03.18)

9,000

자동차업종

KOSPI	2612.34
시가총액	472십억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	26십억원
52주 최고/최저	15,820원 / 8,760원
120일 평균거래대금	22억원
외국인지분율	7.23%
주요주주	엠에스오토텍 외 2 인 45.45% 국민연금공단 5.27%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.1	-18.8	-25.6	-41.8
상대수익률	-5.5	-22.8	-26.6	-40.2



Results Comment

예상되는 저점을 통과한다면

- 실적 및 배수 조정으로 TP 조정하나, 밸류 부담 제한. Upside +44%
- 1Q 저점 통과 후, 1) 북미 고객 신차 모멘텀, 2) 철강가 반등 여부 주목
- 4Q24 북미 고객사 판매 부진과 연말 비용 증가로 외형/수익성 부진

투자의견 매수 유지, 목표주가 13,000원 하향(-24%)

명신산업 TP 1.3만원은 2025~26년 평균 EPS 2,185원에 Target PER 5.9배 적용. TP 하향은 실적 추정치 하향 및 이에 따른 목표 배수 조정에 기인

1) 1Q25 북미 BEV 선도업체의 보급형SUV 페이스리프트에 따른 라인조정, 2) '25년 북미/유럽 BEV 수요 둔화 우려, 3) 철강가 약세 지속으로 실적 모멘텀 제한. 다만, 지속된 주가하락으로 밸류 부담 제한적. 1Q25 저점 통과 이후, 1) 북미 BEV 업체 신차 모멘텀, 2) 철강가 반등에 따른 관심 필요

4Q24 매출 3,898억(YoY -12%, 이하 YoY), OP 228억(-46%), OPM 5.8% 시현

당사 추정 매출(4,288억)/OP(432억) 대비 부진한 실적 기록. 북미 BEV 고객신차 라인조정/수요 둔화로 외형 둔화. 수익성 또한 고정비 부담, 연말 인건비 반영, 부정적인 재고 효과 영향으로 부진했던 것으로 판단. 4Q 고객별 매출은 북미 BEV 업체 2,456억(-17%)/그 외 1,442억(+0.3%) 기록. 북미 고객사의 중/미국 생산 부진을 현대기아향 매출로 일부 상쇄했으나, 전체 영향 제한적

1Q25 매출 3,838억(-5%), OP 292억(-34%), OPM 5.8%

2025년 매출 1.6조(-1%), OP 1,263억(-15%), OPM 8.1%

1Q25 BEV 고객사의 북미 라인조정, 철강가 하락 영향 지속으로 부진 불가피하나, 2Q25 이후 고객사의 중국/북미 신차 인도 본격화되며 QoQ 회복 예상. 2025년 선진국 EV 캐즘/철강가 약보합세 예상되나 1) 1Q 저점 통과, 2) 2H25 고객사 로보택시 출시 기대감 감안 시, 저점 통과 후 반등 기회 체크할 필요

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25		2Q25			
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	402	390	429	384	-4.5	-1.6	429	401	0.7	4.4
영업이익	44	23	45	29	-33.8	28.0	45	33	-20.9	14.6
순이익	38	36	32	22	-43.2	-38.7	32	25	-28.1	15.0

자료: 명신산업, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,739	1,574	1,561	1,691	1,832
영업이익	208	148	126	178	203
세전순이익	200	169	123	176	212
총당기순이익	153	129	95	135	169
지배지분순이익	153	129	95	135	169
EPS	2,909	2,460	1,802	2,567	3,233
PER	6.5	4.2	5.9	4.1	3.3
BPS	10,199	12,562	14,215	16,635	16,487
PBR	1.9	0.8	0.6	0.5	0.5
ROE	33.2	21.6	13.5	16.6	0.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 명신산업, 대신증권 Research Center

오리온
(271560)

정한솔

hansol.jung@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

140,000

상향

현재주가

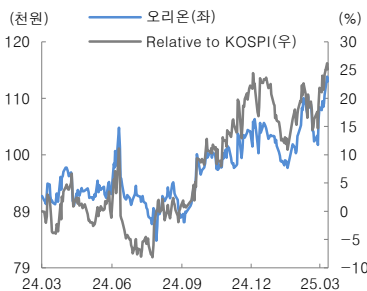
(25.03.18)

112,800

음식료업종

KOSPI	2612.34
시가총액	4,460십억원
시가총액비중	0.21%
자본금(보통주)	20십억원
52주 최고/최저	113,700원 / 83,900원
120일 평균거래대금	139억원
외국인지분율	28.52%
주요주주	오리온홀딩스 외 7 인 43.80% 국민연금공단 10.53%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.7	10.4	26.7	19.9
상대수익률	5.3	5.0	24.9	23.2

명절 효과 부재에도
양호한 실적

- 1Q25 매출액 7,920억원, 영업이익 1,288억원(OPM 16.3%) 전망
- 고성장 채널 집중과 적극적인 신제품 출시 등으로 매출 확대 노력 지속
- 국내 2분기 가격인상 효과 본격화 + 해외 가격인상 가능성 존재

투자의견 BUY, 목표주가 140,000원으로 상향(+7%)

올해 중국/베트남 명절 효과 부재하나 채널 영업 정상화, 신제품 출시 및 고성장 채널 집중 등을 통해 매출 성장을 이어갈 전망. 카카오/유지 등 원재료 가격이 상승하며 원가 부담 존재. 국내는 지난 12월 일부 제품 가격 인상 단행. 채널별로 가격 인상분이 순차적으로 출고되면서 3월부터 가격 인상 효과 본격화 예상. 해외는 효율적인 판관비 집행을 통해 마진 방어에 나설 계획이나 원가 부담으로 인한 해외 가격 인상 가능성 존재. 목표주가 산정 연도를 2025년으로 변경함에 따라 목표주가 상향 조정. 최근 주가 상승에도 음식료업종 내 내수 소비 둔화에도 견조한 국내 실적과 높은 해외 매출 비중(60%) 감안 시 밸류에이션 부담 제한적이라는 판단

1Q25 Preview: 명절 효과 부재에도 양호한 실적

1Q25 매출액 7,920억원(YoY 6%), 영업이익 1,288억원(YoY 3%, OPM 16.3%) 전망. 중국/베트남 명절 효과가 축소에도 우호적인 환율로 매출 성장 전망. 그러나 코코아, 유지 등 일부 원재료 비용 부담 확대로 마진 하락 예상

[한국] 국내 소비심리 위축에도 가성비 제품 확대와 이커머스/편의점 등 성장 채널에서 매출 증가 예상. 다만 일부 채널에서 판관비로 인식하던 프로모션 비용을 매출 차감으로 인식하며 매출 상쇄되며 매출액 YoY 1% 전망. 가격 인상 효과가 3월부터 본격적으로 반영되며 점진적으로 원가 부담 완화 예상 **[중국]** 우호적인 환율로 원화 매출액 YoY 4% 전망하나 명절 캘린더 효과 축소로 현지화폐 기준 역성장 전망. 원화 기준 매출 비중 18%를 차지하는 간식점 채널 고성장 지속. 채널별 전용 제품 출시와 춘절 시즌 제품 다양화 등을 통해 캘린더 효과 최소화. 최근 중국 소비 회복 기대감 존재하나 시기를 판단하기엔 아직 이르다는 판단 **[베트남]** 1월 명절선물세트 출고와 적극적인 신제품 출시 효과로 매출액 YoY 7% 성장 전망. 파이/생감자 스낵에 이어 쌀과자 점유율 1위를 달성하며 제품경쟁력 강화 지속되고 있어 매출 성장 지속 예상. 코코아, 팜유 등 원재료 가격 상승에도 프로모션 축소로 YoY 마진 개선 예상 **[러시아]** 주요 거래처 내 초코파이 매출 확대와 주변국가로 수출 호조로 매출액 YoY 40% 성장 전망. 다만 원재료 부담 확대되며 마진 하락 예상. 10월부터 공장 가동률이 100%를 상회하며 하반기 가동을 목표로 라인 증설 중이며 향후 라인 증설 시 제품 포트폴리오 확대를 통해 고성장세 지속 기대

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	직전 추정	당사 추정	1Q25(F)			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사 추정	YoY	QoQ
매출액	748	862	801	792	5.8	-8.1	787	787	9.4	-0.7
영업이익	125	160	141	129	2.9	-19.3	134	131	7.7	1.8
순이익	94	250	108	103	9.5	-58.9	103	105	34.1	1.7

자료: 오리온, FnGuide, 대신증권 Research Center

▶ 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.