

Morning Meeting Brief

Strategy

[다음주 시장은?] 한 숨 돌린 관세 변수, 매크로에 집중

- 유예된 상호관세, 선반영된 교역 둔화 & 경기침체 우려 정상화
- 미/중 소매판매 확인, 미국: 선수요 유입, 중국: 소비부양 효과 확인
- 불확실성 정점 통과에 따라 변동성 확대는 비중확대 기회로 판단, 밸류에이션 저점권

이경민, kyoungmin.lee@daishin.com

Global Strategy

[더 글로벌 레이다 Weekly / 4월 3주차 전략] 현 실물경제 vs. 금융시장 간 괴리 국면, 결국 증시는 올라선다

- 트럼프의 심폐소생술(상호 관세율, 90일 유예), 90일간은 증시가 최소 하방경직성 보이는 보험
- 트럼프 2기 행정부, 75개국과 상호 관세율을 두고 물밑 협상 진행, 증시 반격 근거
- 4.9일 이후 전 세계 증시가 반등 이어가는 3가지 요인(1. 물가 관련, 투자자 시각 전환, 2. 각국, 완화적 통화정책 속도, 3. 트럼프 달래기)

문남중, namjoong.moon@daishin.com

Commodity

급등한 금리와 무너진 유가가 말해주는 트럼프의 마지노선

- 침체 우려로 \$60선 붕괴됐던 WTI. 한편, 미중 갈등 격화로 급등한 미국채 금리는 세일 기업의 크레딧 이슈(하이일드 스프레드 급등) 유발
- 2020~2026년 만기 집중된 미 세일 기업 부채, 메인 스트리트 사수가 목적인 트럼프 대통령, 이를 감안하면 WTI 60달러선이 마지노선
- 문제는 내년의 공급, 미국의 신규 유정당 개발 비용은 전년보다 소폭 상승한 65달러, 적자로 전환된 개발 이익, 멀어질 수 있는 투자 경제

최진영, jinyoing.choi@daishin.com

Macro

[을지로 지표맞집] 두 분 대화 줌

- 고금리는 금융시장 뿐만 아니라 미국 향후 정책 시행에도 부담, 단기적으로 시중금리 하향안정화 지속되는지가 투자심리에 중요
- 기업 실적발표 시작된 만큼 다음 주 미 소매판매 관심 클 것으로 예상, 3월에도 관세 앞둔 선수요 이어졌을 가능성
- 중국 실물지표도 발표 예정, 대외 여건이 녹록치 않은 만큼, 대내 수요가 유지되는지가 중요한 시점

이주원, joowon.lee2@daishin.com

산업 및 종목 분석

[Issue Comment] 증권업: 10년전엔 안그랬는데...

- IMA 포함 증권사 기업금융 활성화 방안, 10년만에 발표
- 일정비율 모험자본 투자 의무 부담 VS 조달 수단 추가 무조건 이득
- 삼성, 키움 발행어음/ 한국, 미래 IMA 4분기께 인가 가능할 듯

박혜진, hyejin.park@daishin.com

[1Q25 Preview] CJ 대한통운: CL, 글로벌 호조, 택배 부진

- 2025년 1분기 실적 시장 기대치 하회 전망. 목표주가 11만원으로 하향
- CL과 글로벌 부문 호조에도 택배 물량 감소 및 비용 증가 때문
- 1분기를 저점으로 택배 점진적 회복, 대선 후 소비 회복에 따른 반등 기대

양지환, jihwan.yang@daishin.com

[1Q25 Preview] KH 바텍: 1Q 실적 호조, 2Q 한지 / 4Q 전장에 주목

- 1Q25 매출과 영업이익은 9.7%(yoy), 13.3%(yoy) 증가 추정, 예상 상회
- 2Q25 폴더블폰 생산으로 가격 상승된 한지 매출이 본격화
- 4Q25 전장부품 매출 시작, 2026년 다각화된 포트폴리오 구축, 저평가

박강호, kangho.park@daishin.com

[1Q25 Preview] CJ ENM: 원점에서 다시 시작

- 1Q25 매출 1,2조원(+8% yoy), OP 285억원(+131% yoy) 전망
- 광고 역성장 마무리, 티빙 가입자 재유입, F/S 딜리버리 안정화
- 25E OP 2,6천억원(+145% / +1.5천억원 yoy), 18년 합병 당시 실적 회복

김희재, hoijae.kim@daishin.com

[1Q25 Preview] 스튜디오드래곤: 상반기는 몸풀기

- 1Q25 매출 1,2천억원(-39% yoy), OP 80억원(-63% yoy) 전망
- 방영회차 감소와 시청률 부진으로 1Q 실적 감소, 2Q 유지, 하반기 회복
- 25년 제작 편수/콘텐츠 확대, 분기별 꾸준한 선판매로 실적 안정성 확보

김희재, hoijae.kim@daishin.com

한 숨 돌린 관세 변수. 매크로에 집중

- 유예된 상호관세, 선반영된 교역 둔화 & 경기침체 우려 정상화
- 미/중 소매판매 확인, 미국: 선수요 유입, 중국: 소비부양 효과 확인
- 불확실성 정점 통과에 따라 변동성 확대는 비중확대 기회로 판단

상호관세 90일 유예 발표. 그동안 시장을 충격으로 몰아 넣은 상호관세 부과로 인한 글로벌 공급망 교란과 교역/수요 약화, 더 나아가 침체 가능성까지 선반영한 시장은 상호관세 90일 유예 조치에 공포심리가 진정되며 강한 되돌림 전개

중국에 대한 보복과 재보복의 결과 대중국 관세율은 125%까지 상승했고 품목관세는 유지. 앞으로 90일간 주요 교역국들은 고지된 상호관세를 낮추기 위해 트럼프와 협상을 진행해야 하는 상황. 당분간 트럼프와 시진핑 그리고 각 국가들의 관세 협상에 대한 주요 발언과 결과에 따른 상/하방 변동성 불가피

16일 발표되는 미국 3월 소매판매에 주목. 관세조치를 앞둔 선수요 등으로 MoM +1.4% 예상(2월: +0.2%). 10% 기본관세 이전의 수치이지만 4월 상호관세 또한 대부분 교역국들의 관세 유예 확정된 상황. 견조한 소매판매 실적은 미국 경기우려를 완화시킬 수 있을 것. 주말사이 발표되는 미시간대 4월 소비자 심리지수, 기대인플레이션 또한 경기침체 우려를 가능하는 데에 중요한 지표. 시장 예상치에 부합한다면 선반영 되었던 침체 우려도 진정 가능

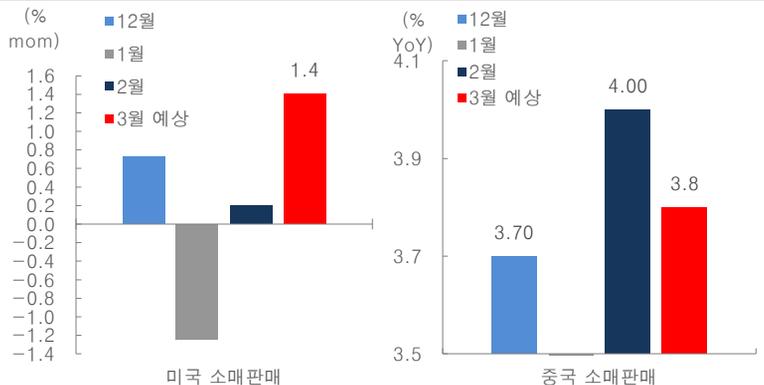
16일은 중국의 1분기 GDP와 소매판매, 광공업 생산 등 중요 실물지표 발표. 중국의 강한 경기부양 의지와 정책들이 실물경제 회복으로 확인되는지 여부가 중요. 중국은 무역전쟁에 상응하는 소비 부양이 절실한 상황, 소비성장 확인된다면 중국발 훈풍을 통한 국내 수출. 기업 실적 개선 기대 유입. 부진할 경우 부양정책 강화 기대 가능. 17일 ECB 금리결정과 통화정책 스탠스도 중요 변수

17일 한국은행 금통위 예정, 최근 국내 정치적 불안 완화와 함께 추경 편성에 대한 기대감 고조, 완화적 통화정책 스탠스 더해진다면 국내 금융시장 불안심리 완화, 투자자 심리 또한 개선될 수 있을 것. 원/달러 환율 변화 확인

관세 불확실성 정점 통과에 따라 변동성 확대는 비중확대 기회로 판단. 중국 제외한 국가들에 대한 관세 협상이 현 수준에서 유지될 경우 글로벌 증시 상승추세 재개 전망. 오히려 이번 관세부과 유예에서 중국이 제외됨에 따라 한국의 수출 경쟁력이 우위를 보일 수 있음

KOSPI 2,440선은 12개월 선행 / 확정실적 PBR 기준 08년 금융위기 수준을 소폭 상회하는 수준. 확정실적 기준 PBR 0.8배 하회. 여전히 Deep Value 구간. 2,400대에서는 변동성을 활용한 비중확대가 유효하고, 2,400선 이하에서는 적극 매수 전략이 필요하다고 판단. 관세에 빚겨나있고, 중단기 가격 메리트와 미중 갈등 고조의 반사이익이 기대되는 반도체, 제약, 2차전지 주목

미/중 소매판매 - 미국: 선수요 유입, 중국: 소비부양 효과는 언제?



자료: US Census Bureau, 중국 국가통계국, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

Global Strategy

Global Strategist 문남중
namjong.moon@daishin.com

현 실물경제 vs. 금융시장 간 괴리 국면. 결국 증시는 올라선다

- 트럼프의 심폐소생술, 90일간의 증시가 최소 하방경직성 보이는 보험
- 트럼프 2기, 75개국과 상호 관세율을 두고 물밑 협상 진행. 증시 반격 근거
- 4.9일 이후 전 세계 증시가 반등을 이어갈 수 있는 3가지 요인

이번에도 이번은 없었다. 트럼프 대통령 '선 부과, 후 협상'으로 단기간 급락했던 전 세계 증시는 4.9일 급반등했다. 중국을 제외한 모든 국가에 상호 관세 부과를 90일 유예하면서, 트럼프의 심폐소생술은 분명 90일간의 증시가 최소 하방경직성을 보일 수 있는 보험이다.

현재 트럼프 2기 행정부는 75개국과 상호 관세율을 두고 물밑 협상을 진행 중이다. 상호 관세율의 90일 유예가 증시 추가 하락을 막는 안전판이라면, 교역국과의 물밑 협상은 증시가 반격할 수 있는 근거가 될 것이다. 필자는 9일 이후 전 세계 증시가 반등을 이어갈 수 있는 요인들로 3가지를 꼽는다.

1) 물가 상승 우려와 관련, 투자자 시각의 전환을 기대한다. 트럼프 관세 부과는 공급 측면에서 수입 가격 상승으로 이어지며 물가 상승에 영향을 미칠 수 있지만, 수요 측면에서 팬데믹 이후 가격 민감도가 높아진 가계 구매 행태를 감안하면 소비 감소로 시장이 걱정하는 물가 상승이 최대한 늦춰질 것이다.

2) 4.16일 캐나다 통화정책회의, 17일 韓 금통위와 ECB 통화정책회의를 앞두고 시장에서는 트럼프 상호 관세 부과에 따른 자국 경제 성장 둔화를 우려해 완화적 통화정책 강화에 속도를 낼 것이다. 3) 트럼프 상호 관세 부과 이후, 유럽, 일본, 한국 등은 협상 추진에 나서며 트럼프 달래기에 본격 나서고 있다. 일례로 유럽은 대미 보복 조치 규모가 기존 260억 유로 규모에서 축소되고, 일부 품목(주류, 유제품)을 보복 대상에서 제외했다. 향후 90일 뒤 상호 관세 시행 시, 관세율이 크게 낮아질 수 있는 대목이다.

현 글로벌 증시(특히 미국)는 4.7일을 저점으로 트럼프 발 후폭풍은 정점을 지났다. 현 실물 경제와 금융시장 간 괴리가 큰 국면은 과거 경험상 증시가 원래 자리(상승 추세)로 다시 수렴할 수밖에 없다.

표 1. 다음 주 중요 경제지표 및 이벤트(25.4.14~20)

경제지표 & 이벤트명	국가	일정	전기치	예상치	방향성	내용 및 시사점
3월 산업생산, 소매판매, 고정자산투자	중국	4.16	5.9 / 4.0 / 4.1 % YoY	- / - / -	- / - / -	정부 내수 진작에 따른 소매판매, 산업생산 개선 여지. 다만 트럼프 관세 부과에 따른 경제 심리 영향으로 개선폭은 제한
4월 금통위	한국	4.17	2.75 %	2.75 %	-	원화 약세 vs. 성장 둔화 기로에서 한국은행의 고민 커질 전망
4월 ECB 통화정책회의	유럽	4.17	2.65 %	2.40 %	▼	트럼프 관세 부과 대응 차원에서 선제적 금리 인하 가능성

일자	국가/지역	주요 지표	기간	단위	전기치	예상치	대비
4.16	중국	산업생산, 소매판매, 고정자산투자	3월	% YoY	5.9 / 4.0 / 4.1	- / - / -	- / - / -
	캐나다	통화정책회의	4월	%	2.75	2.75	-
4.17	한국	금통위	4월	%	2.75	2.75	-
	유럽	ECB 통화정책회의	4월	%	2.65	2.40	▼
4.18		휴장(부활절: 미국, 영국, 독일, 인도, 홍콩 등)					

기준일: 25.4.9

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

급등한 금리와 무너진 유가가 말해주는 트럼프의 마지노선

- 침체 반영하던 유가, 그 과정에서 급등한 금리는 미 세일 크레딧 이슈 유발
- 메인 스트리트 사수가 목적인 트럼프, 이를 감안하면 WTI \$60 은 마지노선
- 문제는 내년의 공급. 마이너스(-)로 돌아선 유전 개발 이익, 멀어지는 투자

급등한 금리와 무너진 유가가 말해주는 트럼프의 마지노선

4월 9일, 트럼프 미 대통령은 중국을 제외한 모든 국가들에 +10%의 보편적 관세를 부과하되 상호 관세는 90일간 유예한다고 발표했다. 관세 압박 수위를 조절하자 위험자산 선호 심리가 되살아나고 있다. 경기 침체 우려를 반영하기 시작했던 원자재 지수 역시 반등을 시도하고 있다. 이처럼 압박 수위가 달라진 배경에는 격화되는 미중 갈등의 장기화 조짐과 미 세일 기업들의 크레딧 리스크에서 찾을 수 있다.

앞서 전주 트럼프 대통령의 상호 관세 발표로 하락세를 보이던 미국채 금리는 4일부터 반등하기 시작했다. FT 측은 중국을 비롯한 일부 국가들이 보복 수단으로 미국채를 매도할 것이라 우려가 반영된 것이라 보도했다. 문제는 유가가 경기 침체를 반영하는 과정에서 금리 급등은 미 세일 기업들의 크레딧 리스크로 연결될 수 있다는 사실이다. 실제로 배럴당 60달러선(WTI 기준)이 붕괴되자 미 세일 기업들의 하이일드 신용 스프레드는 단숨에 4%p 상승했다.

미 세일 기업들의 부채는 2020년부터 내년까지 만기가 집중되어 있다. 미중 갈등의 장기화 조짐과 미국채를 통한 중국의 보복, 그리고 경기 침체를 반영하려는 유가는 2015년과 같은 연쇄 파산을 재현할 수 있다. 트럼프 대통령의 목적이 메인 스트리트 사수라는 점에서 이는 분명 아킬레스건이다. 이를 종합해 보면 배럴당 60달러선은 일종의 마지노선으로 절대 사수해야 될 부분이다.

문제는 올해가 아닌 내년의 공급, 희미해져 가는 Drill Baby Drill

중요한 점은 올해가 아닌 내년이다. 지난 3월 26일, 미 세일 기업들은 Dallas 지방연은 서베이를 통해 'Drill Baby Drill'이 허용된 포퓰리즘 구호에 그칠 수 있다 경고했다. 신규 유정당 개발 비용은 전년보다 배럴당 1달러 높은 65달러(평균치)로 신규 투자를 기대하기 어려운 레벨인데 철강(유정용 강봉)에 대한 관세까지 감안하면 비용 부담은 한층 더 제고될 수 있다. 증세 법안인 IRA 마저 여전한 상황에서 급진적인 투자는 더욱 기대하기 어렵다.

DUC(미완결 유정)를 활용하는 것 역시 쉽지 않다. 파쇄 공정을 거쳐 원유 생산까지 평균 1~1.5개월 밖에 소요되지 않는 DUC는 2020년 6월 대비 43% 남은 상태이다. 다만, 남은 DUC의 대부분은 BEP가 배럴당 75달러 이상으로 채산성 문제에 직면해 있다. 기존 유정은 가동 후 6개월 이상 지나면 생산성이 급격히 둔화된다. 지금 당장은 경기 침체와 미 세일 기업들의 크레딧 리스크를 고민하지만 내년에는 신규 공급에 대한 고민이 깊어질 수 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

두 분 대화 좀

미 성장 둔화 정도를 가늠할 기업실적과 실물지표

이번 주 금융시장은 미국과 중국의 무역갈등이 격화되며 높은 변동성을 보였다. 올해 들어 하락세를 지속하던 미국채 10년물 금리가 장 중 4.5%대까지 급등하는 등 수급 관련 우려도 확대되었다. 다행히 트럼프의 상호관세 90일 유예 발표로 주식시장은 반등했으며, 미국채 10년물 입찰 호조로 채권 금리도 반락했다. 금리가 높은 수준을 유지할 경우 금융시장뿐만 아니라 미국의 향후 정책 시행에도 부담이 되는 시점이다. 단기적으로 시중금리 하향 안정화가 지속되는지가 시장 변동성 및 투자심리에 중요하게 작용할 전망이다.

다음 주 미 소매판매가 발표될 예정인데, 관세를 앞둔 선수요가 3월에도 이어졌을 공산이 크다. 미국 기업들의 실적 발표가 시작된 만큼, 소비 동향에 대한 관심이 클 것으로 보인다. 달러 약세와 글로벌 매출 증가에 1분기 실적은 예상보다 양호했을 수 있다. 그러나 앞으로 90일 간 이뤄질 협상에 대한 불확실성이 남아 있으며, 기업대상 서베이에서도 여전히 향후 전망에 대한 낙관론이 크지 않다. 이에 실적 결과도 중요하지만 가이드언스에도 주목하는 흐름이 예상된다.

한편, 중국 3월 실물지표 및 1분기 성장을 발표도 예정되어 있다. 전일 발표된 물가는 2개월 연속 예상치를 하회하며 디플레이션 우려를 해소하지 못했다. 대외 여건이 녹록치 않은 만큼, 대내 수요가 양호하게 유지되는지가 중요한 시점이다. 중국은 올해 내수확대에 초점을 둘 것으로 거듭 강조해왔다. 그러나 미국에 대한 관세율을 인상하고, 고시환율도 3일 연속 높이는 등 G2 관계 및 향후 경기에 대한 불확실성이 상당하다. 양국 관계가 글로벌 투자심리에 중요한 만큼, 대내외 정책 방향 관련 추가 소식이 있는지도 계속해서 확인해야 할 것이다.

다음 주 주목할 매크로 지표 및 이벤트

일자	국가	지표 프리뷰	예상치	이전치
4/11	중국	3월 대출잔액 증가 YoY	-	7.3
	미국	3월 헤드라인/근원 PPI MoM	0.2/0.3	0.0/-0.1
		4월 미시간대 소비자심리지수	54.0	57.0
4/12	중국	3월 수출액 YoY	4.4	-3.0
4/16	중국	3월 소매판매 YoY	-	4.0
		3월 산업생산 YoY	5.9	5.9
		3월 고정자산투자 YoY	4.1	4.1
		1분기 GDP YoY	5.2	5.4
	유로존	4월 ECB 회의	-	-
	미국	3월 소매판매 MoM	1.4	0.2
		3월 산업생산 MoM	-0.2	0.7
4/17	한국	4월 금통위	-	-

자료: 대신증권 Research Center

증권업

박혜진

hyejin.park@daishin.com

투자의견

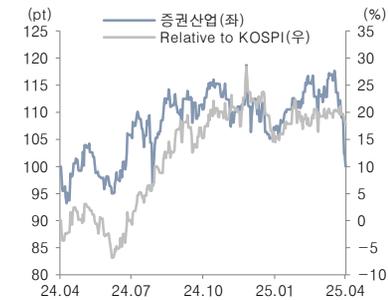
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
키움증권	Buy	160,000
한국금융지주(★)	Buy	100,000
NH투자증권	Buy	18,000
미래에셋증권	Buy	13,000
삼성증권	Buy	52,000

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.8%	-6.8%	-9.6%	-0.1%
상대수익률	-1.2%	1.3%	2.3%	17.9%



10년전엔 안그랬는데...

- IMA 포함 증권사 기업금융 활성화 방안, 10년만에 발표
- 일정비율 모험자본 투자 의무 부담 VS 조달 수단 추가 무조건 이득
- 삼성, 키움 발행어음/ 한국, 미래 IMA 4분기께 인가 가능할 듯

기업금융 경쟁력 제고방안, 2014년부터 시작된 증권사 대형화의 연장선

금융당국의 규제 개선이 속도감 있게 처리되고 있다. 9일 증권업 기업금융 활성화를 위한 많은 방안이 발표됐다. 기대했던 IMA도 포함되었다. 평가는 일단 뒤에서 논의하고, 발표는 크게 4가지 안건이다: 1) 종투사 운용규제 개편, 2) 종투사 추가 지정, 3) NCR, 레버리지, 유동성 비율 개선, 4) 건전성/유동성 강화다. 여기서 우리가 주목할 부분은, IMA 가이드라인 발표, 발행어음 운용방식 변경, 종투사 추가 지정이다.

자기자본 8조원 이상 종투사가 영위할 수 있는 IMA는 발행어음 다음 스텝이다. 실적 배당형이고, 원금 보장해야 하며, 기업금융 70% 이상, 부동산 10% 이하, 모험자본 25% 의무적으로 공급해야 한다. 발행어음은, 기존 기업금융 50% 이상, 부동산 30% 이하였으나, 부동산 10% 이하, 모험자본 단계적 25% 상향으로 조정된다. IMA와 발행어음 합산 한도는 자기자본의 200%+100%(발행어음 한도는 200% 기존 유지) 통합한도가 설정된다. IMA는, 최대 100bp 운용보수 외 초과수익의 최대 40%까지 성과보수 설정이 허용된다. 발행어음은 삼성, 키움, 메리츠증권이, IMA는 한국금융지주, 미래에셋증권이 올 4분기중 신규 지정될 것으로 보인다.

발행어음과 IMA는 증권사 조달창구로의 좋은 기능, 근데 모험자본...?

수신기능이 없는 증권사 특성상 발행어음과 IMA는 자금 조달 차원에서 유용하다. 다만, 금번 제고방안에서 모험자본 투자가 강조되고 있는데, 투자 비중이 증권사 전체 운용자산이 아닌 발행어음 조달액의 25%를 공급해야 한다. 모험자본이라는 영역이 애매하기도 하고, 일정 비중을 일단 채우고 시작해야 된다는 점에서 증권사에게 부담이다. 또한 '16년 발표안에서 IMA는 원래 한도가 없었는데, 200%+100%로 설정되었다. NCR 산출 시 IMA자산이 전액 제외되지 않는 부분도 아쉽다. 종투사는 구 NCR기준(영업용 순자본/위험액)도 다시 살아난다. IMA자산 레버리지 비율 포함 여부도 보도자료 상에서는 알 수 없다. 아무래도 이제 막 발표한 사안이기도 하고, 시간이 지나면서 세부 사항이 바뀌거나 완화되어야 할 것이다.

공정위 제재 과징금에 불과하면 4분기중 인가 받을 듯

일단 도입 취지는 긍정적이다. 제한은 있으나 새로운 조달 수단이 확보된다는 점과 모든 증권사가 아닌 일부 증권사만 할 수 있다는 것은 경쟁력 확보 차원에서 무조건 이득이다. 다만 국고채 입찰 담합 관련 공정위 결과가 불확실성이다. 만일 기관경고 이상 받게 되면 신사업 진출이 5년간 금지되기 때문이다. 따라서 관련 현안이 순조롭게 해결된다면 우리의 커버리지 중 삼성, 키움 증권은 발행어음 사업, 한국금융지주, 미래에셋증권은 IMA진출이 올 4분기경 가능할 전망이다.

CJ대한통운 (000120)

양지환

jhwanyang@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

110,000

하향

현재주가

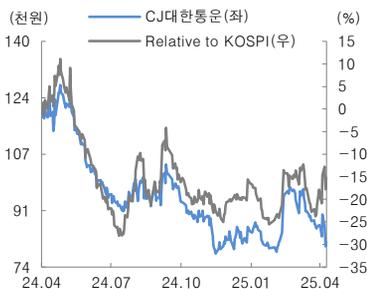
81,300

(25.04.09)

운송업중

KOSPI	2293.7
시가총액	1,855십억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	114십억원
52주 최고/최저	129,900원 / 77,900원
120일 평균거래대금	61억원
외국인지분율	14.61%
주요주주	CJ제일제당 외 2 인 40.19% 국민연금공단 11.15%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-14.3	-4.9	-9.5	-31.0
상대수익률	-4.3	4.5	2.4	-18.6



CL, 글로벌 호조, 택배 부진

- 2025년 1분기 실적 시장 기대치 하회 전망. 목표주가 11만원으로 하향
- CL과 글로벌 부문 호조에도 택배 물량 감소 및 비용 증가 때문
- 1분기를 저점으로 택배 점진적 회복, 대선 후 소비 회복에 따른 반등 기대

투자 의견 매수 유지하나, 목표주가 110,000원으로 15.4% 하향

CJ대한통운의 2025년 1분기 실적은 당사 및 시장 예상을 하회할 전망으로 목표 주가를 11만원으로 15.4% 하향. 목표주가 하향은 1)2025년 추정 영업이익을 5,190억원으로 이전 추정치 대비 4.3% 하향, 2)택배 물동량 성장을 둔화를 반영하여 적용 Multiple을 PBR 0.7x에서 0.6x로 조정했기 때문

2025년 1~2월 쿠팡을 제외한 국내 택배 물동량은 580백만Box(-4.0% yoy), 동사의 택배 처리량은 246백만Box(-8.3% yoy)로 추정. 3월에도 내수 부진에 따른 물동량 감소가 예상됨에 따라 동사의 1분기 택배 처리량은 약 378.6백만Box(-6.5% yoy)로 추정. 2025년 1월초부터 시작한 매일 ONE 서비스로 인한 비용(운영 비용+마케팅비용) 증가도 실적에 영향을 준 것으로 파악

택배를 제외한 CL(W&D와 P&D)은 W&D부문의 경쟁력을 기반으로 견조한 성장세를 유지하고 있는 것으로 파악되며, 포워딩을 제외한 글로벌 부문도 미국, 인도, 베트남 법인의 물량 증가로 인해 성장세를 이어갈 전망

25년 1분기를 저점으로 하반기로 갈수록 실적은 개선될 것으로 추정하며, 본격적인 개선 시기는 대선 이후인 3분기부터로 예상

25년 1분기 실적 매출액 2.96조원, 영업이익 887억원으로 기대치 하회 전망

사업 부문별(증감은 yoy) [CL] 매출액 7,442억원(+6.8%), [택배] 8,735억원(-6.8%), [글로벌] 매출액 1조 1,280억원(+4.8%) 추정. 1분기 택배 처리량은 378.5백만Box(-6.5%), 평균단가는 2,307원(-0.3%)으로 예상

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25(F)			2Q25				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ Consensus	당사추정	YoY	QoQ	
매출액	2,921	3,160	3,017	2,963	1.4	-6.2	3,018	3,184	4.1	7.5
영업이익	109	154	92	89	-18.9	-42.5	106	120	-4.0	35.6
순이익	49	92	37	29	-41.2	-68.5	49	49	-7.1	68.0

자료: CJ대한통운, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	11,768	12,117	12,616	13,224	13,921
영업이익	480	531	519	566	617
세전순이익	325	378	350	397	446
총당기순이익	243	268	248	281	316
지배지분순이익	225	248	230	261	293
EPS	9,854	10,893	10,069	11,420	12,836
PER	12.9	7.7	8.1	7.1	6.3
BPS	157,979	173,099	182,851	193,995	206,601
PBR	0.8	0.5	0.4	0.4	0.4
ROE	6.3	6.6	5.7	6.1	6.4

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

KH바텍 (060720)

박강호

kangho.park@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

15,000

유지

현재주가

8,410

(25.04.10)

가전 및 전자부품업종

1Q 실적 호조, 2Q 힌지 / 4Q 전장에 주목

- 1Q25 매출과 영업이익은 9.7%(yoy), 13.3%(yoy) 증가 추정, 예상 상회
- 2Q25 폴더블폰 생산으로 가격 상승된 힌지 매출이 본격화
- 4Q25 전장부품 매출 시작, 2026년 다각화된 포트폴리오 구축, 저평가

투자 의견 매수(BUY) 및 목표주가 15,000원 유지

투자 의견 매수(BUY) 및 목표주가 15,000원(2025년 목표 P/E 11.7배(역사적 평균 밴드, 2025년~2028년 연평균(CAGR) 18% 매출 성장에 초점) 유지. 휴대폰 부품 중 최선호주 유지. 투자 포인트는

1) 2025년 1Q 매출(603억원)과 영업이익(36억원)은 전년대비 각각 9.7%, 13.3%씩 증가 동시에 종전 추정을 9.6%, 12.5%씩 상회할 전망. 갤럭시S25 판매 양호 속에 울트라 모델 비중 증가로 티타늄 소재(프레임) 매출 증가가 추정을 상회. 갤럭시S25엣지(슬림형 신규 모델) 선행 생산(2Q25 5월 출시 예상) 효과도 반영

2025년 및 2026년 주당순이익(EPS)을 종전대비 4.2%, 1.4%씩 상향. 2025년 연간 매출은 3,984억원(28.1% yoy)으로 최고를 경신 전망. 영업이익은 319억원으로 45.7%(yoy) 증가 추정. 총가(4/10 8,410원) 기준으로 P/E 6.6배, 역사적 저점 및 저평가 영역으로 판단

2Q25 매출은 1,675억원 64.9%(yoy) 추정, 슬림화된 힌지 매출 반영

2) KH바텍의 초점은 2025년 폴더블폰(갤럭시Z7 플드/플립) 생산 시작으로 2Q 실적에 주목. 2Q 매출(1,675억원)과 영업이익(167억원)은 전년대비 64.9%, 96% 증가 예상. 삼성전자의 폴더블폰 변화는 ① 갤럭시Z폴드7/플립7은 초슬림(두께 축소)을 추구하여 힌지모듈의 가격(P)이 전년대비 평균 25~30% 상승 추정 ② 판매 증가 및 신규 라인업 확대(트리폴드<2번 접는 모델> 및 준프리미엄형 모델(Z플립 7FE)의 출시 예정)로 수량(Q) 증가가 예상

미국의 상호관세가 90일 유예되면서 2Q 생산(베트남)은 정상적으로 진행, 삼성전자의 하반기에 폴더블폰 판매 증가에 집중, 모델의 다변화(24년 2개에서 25년 4개로 증가)로 판매량은 760만대로 전년대비 19% 증가 추정, 초기에 힌지는 재료 변경으로 가격 상승 및 신규 모델 수 증가로 생산량이 증가, 2Q 기준으로 최고 분기 매출 예상

전장부품 시작, 2026년 573억원 예상으로 균형화된 포트폴리오 구축

3) 2025년 4Q, 전장부품의 매출 시작에 주목. 2026년 573억원, 2028년 1,563억원으로 증가, 스마트폰 중심에서 벗어날 전망. 2025년 1Q 누적으로 약 8천억원 규모의 수주 잔고를 확보. 초기에 전기차 배터리용 엔드 플레이트, 추가로 디스플레이(인포테인먼트) 블라켓로 매출 다각화를 진행, 추가적인 성장 기회를 확보, 스마트폰의 교체 수요 지연 및 정체대비 폴더블폰은 고성장 전망

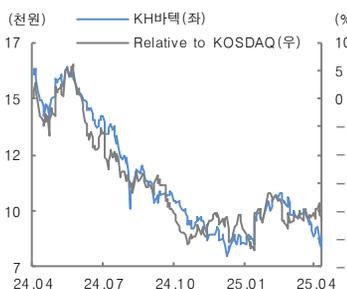
(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25(F)		2Q25					
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	55	62	55	60	9.7	-3.2	60	167	64.9	178.0
영업이익	3	3	3	4	13.3	12.0	4	17	96.0	361.6
순이익	4	4	3	4	0.9	-12.8	4	15	59.6	300.1

자료: KH바텍 FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSDAQ	681.79
시가총액	199십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	15,990원 / 7,550원
120일 평균거래대금	31억원
외국인지분율	6.93%
주요주주	남광희 외 2 인 22.88%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.4	1.0	-13.2	-42.1
상대수익률	-3.5	6.3	-1.3	-27.0



CJ ENM (035760)

김희재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

110,000

유지

현재주가

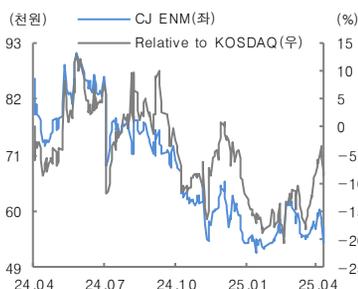
56,700

(25.04.10)

미디어업종

KOSDAQ	681.79
시가총액	1,243십억원
시가총액비중	0.33%
자본금(보통주)	111십억원
52주 최고/최저	91,100원 / 51,900원
120일 평균거래대금	47억원
외국인지분율	15.69%
주요주주	CJ 외 8 인 42.74%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.6	4.8	-11.5	-27.2
상대수익률	4.8	10.4	0.6	-8.3



원점에서 다시 시작

- 1Q25 매출 1.2조원(+8% yoy), OP 285억원(+131% yoy) 전망
- 광고 역성장 마무리, 티빙 가입자 재유입, F/S 딜리버리 안정화
- 25E OP 2.6천억원(+145% / +1.5천억원 yoy). 18년 합병 당시 실적 회복

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 110,000원 유지

12M FWD EPS 4,938원에 PER 21배 적용(CJ E&M과 CJO의 합병 전 5년 평균)

1Q25 Preview: 완전한 흑자 기초 유지

매출 1.2조원(+8% yoy, -30% qoq), OP 285억원(+131% yoy, -30% qoq) 전망

미디어/플랫폼 27억원(+62억원 yoy), 영화/드라마 23억원(+201억원 yoy)
음악 32억원(-15억원 yoy), 커머스 213억원(-49억원 yoy) 등 +162억원 yoy

25E OP 2.6천억원(+145% / +1.5천억원 yoy)

티빙 -159억원(+551억원 yoy), F/S 300억원(+820억원 yoy)

[미디어/플랫폼] 3Q22부터 시작된 광고 역성장은 마무리 단계에 진입. 4Q24 +17% yoy의 서프라이즈에 이어서 1Q25 +4% yoy 전망. 23년 -28%, 24년 -2%, 25E +12% yoy. 특히, 하반기에 수목 드라마 부활로 회복 속도 증가 전망

[티빙] 가입자 440만명(+2% / +10만명 qoq) 추정. 프로야구 시즌이 시작되면서 가입자 재유입. OP -115억원(+270억원 yoy, +32억원 qoq) 전망

가입자 이탈 요인: 30~40% 수준으로 추정되는 네이버 멤버십 제휴 종료

가입자 증가 요인: 프로야구 비시즌 이탈 약 60만명의 재유입, 네이버 멤버십 가입자 대상 프로모션, 광고요금제, 계정공유 금지(예정)

25년말 가입자는 3Q24와 유사한 500만명 수준 전망

OP 24년 -710억원(+709억원 yoy), 25E -159억원(+551억원 yoy)

[영화/드라마] <하얼빈>은 491만명으로 마무리. BEP 600만명에 못 미치나, 부가판권 감안시 소폭 적자로 마감 추정. 팬데믹 이후 의미 있는 규모의 영화 투자 성과는 <공조2: 인터내셔널>, <베테랑2>, <하얼빈>

[F/S] <Chief of War> 9회 중 3회, <Nine Perfect Strangers S2> 8회 중 2회 등 TV 2, 영화 <Anniversary> 1, 총 3편. 24년 TV 6, 영화 6, 다큐 6 등 18편. 25E TV 7편 포함 21편

OP 24E -520억원(+135억원 yoy), 25E 300억원(+820억원 yoy)

[음악] <Zero Base One> 한국 미니 5집 <BLUE PARADISE> 초동 125만장으로 5연속 밀리언셀러 달성 및 일본 EP 1집 <PRESENT> 초동 26만장 등 성과 양호. <izna> 디지털 싱글 <SIGN> 발매 및 JO1 2~3월 월드투어 등 외형 성장. Mnet 광고는 다소 부진하고, Mnet Plus 투자비 부담으로 음악 이익은 전년 대비 감소

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25(F)		2Q25					
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,154	1,788	1,264	1,249	8.2	-30.1	1,205	1,414	21.4	13.2
영업이익	12	41	28	29	131.3	-30.4	26	65	84.5	128.5
순이익	-15	-26	4	3	흑전	흑전	2	24	16.3	856.5

자료: CJ ENM, FnGuide, 대신증권 Research Center

스튜디오 드래곤 (253450)

김희재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

64,000

유지

현재주가

45,500

(25.04.10)

미디어업종

KOSDAQ	681.79
시가총액	1,368십억원
시가총액비중	0.37%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	51,400원 / 34,100원
120일 평균거래대금	67억원
외국인지분율	11.43%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 54.79% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.3	13.2	19.6	5.0
상대수익률	-1.3	19.2	36.0	32.3



상반기는 몸풀기

- 1Q25 매출 1.2천억원(-39% yoy), OP 80억원(-63% yoy) 전망
- 방영회차 감소와 시청률 부진으로 1Q 실적 감소, 2Q 유지, 하반기 회복
- 25년 제작 편수/텐트폴 확대, 분기별 꾸준한 선판매로 실적 안정성 확보

투자의견 매수(Buy), 목표주가 64,000원 유지

목표주가 64천원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출
12M FWD EPS 1,413원에 PER 47배 적용 수준. 최근 5년 PER 하단 평균 47배

1Q25 Preview: 상반기는 몸풀기

매출 1.2천억원(-39% yoy, -11% qoq), OP 80억원(-63% yoy, +50% qoq) 전망

1Q 방영회차는 59회(TV 40회, OTT 19회)로 -12회 yoy, +13회 qoq

TV: <원경> 12회, <별들에게 물어봐> 16회, <그놈은 흑염룡> 12회

OTT: <탄금> 7회, <스터디그룹> 10회, <원경 스페셜> 2회

방영회차도 전년 동기 대비 적지만, 제작비가 약 500억원이 투입된 것으로 알려진 <별들에게 물어봐>의 시청률이 평균 2%대에 불과해서 방영권료 수익 부진에 따른 프로젝트 손실 발생 추정으로 전년 동기 대비 이익 부진 전망

<별들에게 물어봐>는 매출이 1Q에 모두 인식되지만, 방영권료를 제외한 동시방영 판권은 2Q까지 상각이 진행되기 때문에, 2Q에도 비용 부담

하지만, 2Q 예정 방영회차는 56회차(TV 27회, OTT 29회)로 전년 동기대비 +17회가 증가하고 해외 작품의 실적 반영 가능성도 있기 때문에, 2Q OP는 전년 동기 와 유사한 111억원(+6% yoy) 전망

25년 편성 확대, 다수의 대작 편성. 약 60~70%는 하반기에 편성

25년 제작 편수는 25편(+6편 yoy) 전망. 24년 대비 증가하지만, 19~23년 평균 29편에는 아직 못 미치는 수준이고, 작품당 회차도 12회 수준으로 19~23년 평균 14회 대비 낮기 때문에, 성장 여력은 충분

텐트폴을 연간 7개 이상, 분기 1~2개 수준으로 공급하고, 매분기 글로벌 OTT향 동시방영 판권을 통해 실적의 안정성도 확보하면서 비용효율화도 추진

다만, 올해의 경우 수목 드라마가 하반기에 재개되면서 하반기 공급 비중이 높고, 비용효율화는 작년말 제작에 착수한 작품부터 해당되기 때문에 비용효율화 효과도 하반기에 본격적으로 나타날 것으로 전망

25E 상반기 OP 191억원(-40% yoy), 하반기 OP 308억원(+600% yoy)

25E OP 500억원(+37% / +136억원 yoy)

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25(F)		1Q25(F)			2Q25		
			작전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	192	131	120	116	-39.4	-10.8	140	110	-20.1	-5.8
영업이익	22	5	12	8	-62.7	50.2	11	11	6.2	38.1
순이익	20	11	8	9	-57.1	-23.1	11	11	34.8	26.8

자료: 스튜디오드래곤, 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.