Daishin 증권

2025년 04월 14일 월요일

Morning Meeting Brief

Daishin's View

[Daishin's View] 2025년 4월 3주차

- 美 장기금리의 변동성이 진정되기 전까지 불안 이어질 것. 관세발표 이후 달러 약세 전환, 한국은 상대적으로 안정
- 트럼프발 금융시장 혼란, 변동성 축소되며 불안심리 정점 통과. 펀더멘털 동력과 외국인 순매수로 KOSPI 상승 반전 예상
- 경기 침체 반영하려는 유가, 이는 트럼프로 하여금 유가 방어로 연결 / 부동산 정책 불확실성에 주택거래 감소, 상업용 FI 증가 기대

Macro

다시 소비할 때

- 대내외 불확실성 확대로 수출 및 내수 경기 모두 위축 우려
- 과거 사고나 정치불안 해소 이후 억눌렸던 수요 회복으로 국내소비 개선
- 소비심리 개선, 통화 및 재정정책 공조에 내수가 우려보다 양호할 가능성

이주원. joowon.lee2@daishin.com

Fixed Income

결국 Fed가 나서는 것인가

- 불안하면 가동되는 안전자산 선호와 美 국채 금리 하락, 그러나 "지금은 정반대"
- Fed에 집중되는 이목: '12년 유로존, '22년 영국 위기 모두 중앙은행들이 해결
- 조치 시 금리 인하보다는 수급 대응, 다만 현 단계에서는 일종의 컨틴전시 플랜

공동락. dongrak.kong@daishin.com

Global Strategy

[일본 마켓 레이더 Weekly / 4월 3주차 전략] 일본, 미국 관세 협상에서 우선권을 가지다

- 트럼프 발 금융시장 혼란, 불안의 정점을 지난 상황. 글로벌 증시, 4월 낙폭 빠르게 메꿔나갈 것
- 90일간 미국과의 상호관세 협상 과정, 일본은 타 국가의 선례가 될 것
- 日, 무역과 환율 담당 테스크포스 도입. 美 자극하지 않으며 최대한 요구 수용 자세. 나머지 국가의 표준안 예상

문남중. namjoong.moon@daishin.com

REITs

K-REITs Guide Book 2Q25, 국내 리츠 대표 종목

- 1Q25 Review: 관세 전쟁에 따른 증시 변동성 확대에 꺾여버린 상승 흐름. 다만, 코스피(-2.9%, YTD) 대비 선방한 흐름(+0.6%, YTD)
- 현재 국내 리츠 주가 레벨은 P/NAV 0.65배, 평균 배당수익률은 12개월 fwd 기준 7.7%
- 주요 이슈: ETF의 재간접 리츠 및 부동산/리츠 ETF 투자 허용, 서부티엔디의 홈플러스 면적 책임임차, 한화리츠 오버행 이슈 해결 등

이혜진. Hyejin1.lee@daishin.com

[Issue comment] IT/전기전자(Tech weekly): 반등, 스마트폰 부품 중심!

- 스마트폰, 컴퓨터 및 부품 중심으로 관세 부과 제외 결정
- 2025년 하반기 수요 둔화 및 부품 가격인하 우려는 일부 축소 전망
- 반등으로 전환, 삼성전자 스마트폰 및 부품업체에 반사이익을 예상

박강호. kangho.park@daishin.com

[1Q25 Preview] HDC 현대산업개발: 놓쳐서는 안될 매수 기회

- 연결 영업이익 482억원(+16.1% yoy) 전망. 시장 컨센서스 하회 예상
- 착공 초기인 서울원 매출이 작고, 지산센터 준공정산비용도 추가 발생
- 2분기부터 실적 반등 예상되며, 중기 성장국면에 본격 진입. Top-Pick

이태환. Taehwan.lee@daishin.com

[1Q25 Preview & NDR 후기] 한국금융지주: 조달 수단 추가는 동사에게 무조건 유리

- 1분기 증권사 실적 전반적으로 좋은데, 동사 운용호조로 특히 더 좋음
- 3월말 발행어음 잔고 17.6조원, 마진 200bp 유지 중
- 기관경고 있으나 IMA 신청에는 영향 없을 듯, FY2025 감액배당 시행

박혜진. hyejin.park@daishin.com

[1Q25 Preview] HS 효성첨단소재: 시장기대치 부합 전망

- 1Q25 예상 OP 494억원(QoQ +7.4%), 전분기와 유사한 흐름 전망
- 탄소섬유/아라미드 적자지속, 타이어코드 이익률 소폭 하락 추정
- 25년 북미 수소 모빌리티향 탄소섬유 수요 증가, 2Q25 이후 수익성 개선 기대

위정원. Jungwon.weee@daishin.com

[1Q25 Preview] KT: 2 조원대 이익 스타트

- 1Q25 매출 6.6조원(-0.2% yoy), OP 7천억원(+38% yoy) 전망
- 인건비 절감 효과, 마케팅비와 감가비 컨트롤 및 일회성 이익
- 25E OP 2.5조원(+203% yoy), 15년만에 2조원대 영업이익 회복

김회재. hoijae.kim@daishin.com

[1Q25 Preview] SKT: 투자 천재 스크트

- 1Q25 매출 4.5조원(+1% yoy), OP 5.6천억원(+12% yoy) 전망
- AI DC를 중심으로 본격적인 AI 매출 발생 전망
- AI 투자 성과도 우수. Anthropic 1억불 투자 이후 기업가치 12배 상승

김회재. hoijae.kim@daishin.com

[1Q25 Preview] 롯데칠성: 녹록치 않은 영업환경

- 국내 경기 위축과 비용 부담 확대되며 1Q25 컨센서스 하회 전망
- 고환율로 원가 부담 존재. 단기 실적 반등은 제한적일 전망
- 그러나 낮은 밸류에이션과 중장기 해외 성과 고려 시 저가 매수 유효

정한솔. hansol.jung @daishin.com

[1Q25 Preview] NAVER: 커머스 사업 재평가 필요

- 1Q25는 광고, 커머스 비수기. 최근 낮아진 컨센에 부합하는 실적 전망
- 3월 쇼핑 앱 출시, 기존앱과 투트랙 전략. 트래픽보다 GMV 성장 주목할 필요
- '25년, GMV 성장, 커머스 광고/수수료/멤버십 매출 성장이 동사 실적 견인 전망

이지은. Jeeeun.lee@daishin.com

[1Q25 Preview] 카카오: 하반기 카카오톡 트래픽 개선이 관건

- 1분기 컨센 하회하는 실적 전망. 본업 성장 둔화 + 컨텐츠 사업 부진 지속
- '25년 카카오톡에 도입 예정인 신규 서비스 개발은 계획대로 진행 중
- 신규 서비스 출시 이후 카카오톡의 트래픽 개선 확인 시 긍정적 주가 흐름 가능 판단

이지은. Jeeeun.lee@daishin.com

Daishin's View

Daishin Research Center

2025년 4월 3주차

[금리] 국고 3년 2.40~2.65%

美 장기금리의 변동성이 진정되기 전까지 불안 이어질 것. 한국은 상대적으로 안정

상호관세 유예에도 불구하고 미국 국채의 원활한 발행과 수급 여건에 대한 우려가 불거지면서 장기물 중심으로 금리 변동성이 높아짐. 정책 당국의 신뢰 회복을 위한 조치가 이뤄지기 전까지 변동성 분출에 대한 대비가 필요해 보임

한국은 추가 금리 인하 기대가 유효한 상황. 추세적인 금리 하향 안정화에 대한 전망 지속. 다만 미국 금리의 변동성 위험이 상존하고 있어 하락 속도나 폭을 제한

[환율] 달러원 환율 1,385~1,485원

트럼프 관세 발표 이후 미 달러 약세 전환

달러가치는 트럼프 정부의 고관세 부과 발표에 성장 경로 불확실성 반영, 수요 약화로 급락

달러원환율은 달러 약세 전환에 국내 정치 불확실성 해소로 급락. 여타 통화와 키 맞추기 흐름. 내수 부양 강화로 달러원 환율 추가 하락 가능성 열어둘 필요. 다만 중국이 달러위안 고시환율을 높일 경우 달러원 환율 하락을 제한할 가능성 감안 필요

[국내 증시] KOSPI 2,270 ~ 2,600p

불안심리 정점 통과. 펀더멘털 동력과 외국인 순매수로 KOSPI 상승 반전 예상

4월 2일 트럼프 상호관세 충격으로 KOSPI 레벨다운. 트럼프 관세정책 불안/경계심리, 불확실성 정점 통과, 변동성 완화 국면 진입. KOSPI 2,400선 이하에서 등락은 비중확대 기회

양호한 4월 수출과 1분기 실적 기대에 근거한 KOSPI 상승 전망. 국내 정치적 리스크 해소, 원화 강세 압력 확대는 외국인 순매수 전환으로 이어지며 KOSPI 상승 탄력에 힘을 더할 것

[글로벌 증시] S&P500 4,800 ~ 5,800p

월초 트럼프 발 금융시장 혼란, 연속적일 수 없을 것. 하반월로 갈수록 변동성 축소

펼 실물 경제 vs. 금융 시장 괴리 국면. 체계적 위험, 즉 피할 수 없는 위험 진입 전단계

美 양호한 경제 상황, 5~6월 FOMC 앞둔 연준 금리 인하 기대, 1/4분기 어닝시즌 기대 유입, AI 낙관론 부각(2세대 반도체주) 기반 4월 하반월로 갈수록 공포 심리, 증시 불안정성 감소

[원자재] WTI 58~75$/bbl.

급등한 미국채 금리와 경기 침체 반영하려는 유가, 이는 트럼프로 하여금 유가 방어로 연결

시장은 중국이 보복 수단으로 미국채 매각할 것을 우려, 미국채 금리 급등. 문제는 이 과정서 $60선 붕괴된 WTI, 미 셰일 기업들의 크레딧 리스크 유발(미 에너지 하이일드 스프레드↑)

트럼프의 목적은 메인 스트리트 사수. 미중 갈등 장기화 조짐 보이는 상황에서 미 셰일 기업의 크레딧 리스크 억제 중요. 이를 감안하면 WTI $60은 마지노선, 관세 압박 수위 조절은 당연

[부동산] 주택 : 강보합, 상업 : 보합.

주택 정책 불확실성에 거래 감소, 상업용 낮아진 가격 레벨로 FI 투자 증가 기대

주택 : 토허제 재지정으로 주요4구 관망세 짙어질 전망. 풍선효과 나타날 수 있으나 금융 환경 강화로 영향은 제한적일 전망, 금융/규제 환경 불확실성으로 2분기 이후 거래량 감소 예상

상업 : 높아진 임대료 부담으로 임차인 이탈 나타나면서 점진적인 공실률 증가 지속 예상되나, 가격 레벨 낮아져 연간 거래량은 소폭 증가 및 FI 투자 증가 기대

Macro

다시 소비할 때

Economist 이주원
joowon.lee2@daishin.com
Economist 이하연
hayeon.lee@daishin.com

- 대내외 불확실성 확대로 수출 및 내수 경기 모두 위축 우려
- 과거 사고나 정치불안 해소 이후 억눌렸던 수요 회복으로 국내소비 개선
- 소비심리 개선, 통화 및 재정정책 공조에 내수가 우려보다 양호할 가능성

국내 경제성장에 대한 낮아진 눈높이, 남은 건 소비 뿐

연초 트럼프의 관세 위협으로 대외 불확실성이 확대되며 국내 수출경기에 대한 눈높이 하향 지속. 연이은 사고 및 정치 불확실성으로 소비심리가 저조한 점 또한 국내 성장에 우려 요인으로 작용

그러나 최근 6 월 3 일로 조기대선 일정이 확정되는 등 정치 불확실성 해소 임박. 내수가 우려보다 양호할 가능성 고려해볼 시점. 정치 불안 해소로 1) 소비심리 개선, 2) 통화 및 재정정책 공조 내수 부양이 본격화될 것으로 예상. 여기에 최근 3) 해외소비 둔화 조짐 보이는 점 또한 국내소비 지지 가능할 전망

2025 년 내구재 및 대내 서비스 중심 양호한 소비 흐름 예상

과거 대형사고 및 정치 불확실성 해소 이후 나타났던 국내소비 특징을 확인. 2016 년 박 전 대통령 탄핵, 2017 년 신정부 출범으로 소비심리 개선되었던 사례, 1997 년 외환위기, 2008 년 금융위기, 2014 년 세월호 사태, 2020 년 코로나 19 이후에도 위축되었던 소비심리가 개선되며 보복소비가 나타났던 흐름 점검

연초 자동차 개소세 인하를 포함한 소비 부양 정책 시행. 여기에 10 조 이상 추경 편성과, 상반기 중 한국은행 추가 금리인하도 예상되어 내구재 수요 뒷받침 가능. 과거 사례에서 해외소비가 활발했던 시기도 다수 확인되었으나, 작년 여행소비 견조했던 만큼 기저 부담 잔존. 이에 해외소비보다 대내 서비스 소비가 개선될 여지가 크며, 국내 소비가 낮아진 눈높이 대비 양호할 수 있음을 시사

그림 1. **정치불안 해소에 소비심리 반등 가능성 확대**

자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

Fixed Income

결국 Fed가 나서는 것인가

Fixed Income Strategist 공동락
dongrak.kong@daishin.com

- 불안하면 가동되는 안전자산 선호와 美 국채 금리 하락, 그러나 "지금은 정반대"
- Fed에 집중되는 이목: '12년 유로존, '22년 영국 위기 모두 중앙은행들이 해결
- 조치 시 금리 인하보다는 수급 대응, 다만 현 단계에서는 일종의 컨틴전시 플랜

트럼프 정부의 상호관세 부과로 촉발됐던 미국 금융시장의 불안이 여전히 지속되고 있다. 주가는 가파른 등락을 보이며 변동성을 크게 높였고, 과거 이러한 불안 국면에서 안전자산으로서의 지위가 확고한 美 국채는 장기물을 중심으로 금리가 급등했다.

이례적인 국채 금리의 급등을 두고 원인 파악이 분주한 가운데 연준(Fed)의 역할에 대한 기대가 조심스럽게 커지고 있다. 사실 이번 국채 금리의 급등은 트럼프 대통령의 정책에 대한 불신에서 초래된 결과로 볼 수 있는데, 이처럼 소위 '꼬여있는' 상황들에서 중앙은행의 직접적인 개입만큼이나 효과적인 대안은 없었기 때문이다.

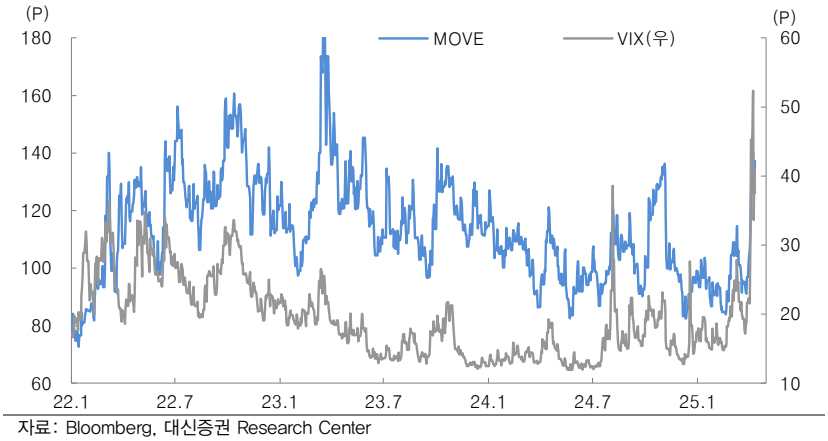
가깝게는 지난 2022년 9월 영국의 중앙은행인 영국은행(BOE)이 실시한 일시적인 국채 매입 프로그램 시행에서부터 좀 길게는 2012년 7월 마리오 드라기 전 유럽중앙은행(ECB) 총재가 내놓은 국채 매입(OMT)까지 국채 및 통화가치에 대한 불안이 불거질 경우 중앙은행들의 역할은 막강했다.

실제 최근 연준 역시도 언급된 사례들과 유사한 대응이나 개입 가능성을 시사해 결국 중앙은행인 연준이 나서는 것이 아닌가에 대한 기대를 키우고 있다.

11일(현지시각 기준) 수전 콜린스 보스턴 연방준비은행 총재는 금융시장 안정을 위한 개입과 관련해 "필요하다면 전적으로 그렇게 할 준비가 돼 있다(absolutely be prepared)"고 밝혔다.

반면 콜린스 총재는 필요하면 취하겠다는 조치가 기준금리 인하일 가능성에 대해서는 부정적인 의견을 보였다. 그는 "통화정책을 위해 사용하는 핵심적인 금리 수단은 우리가 가진 유일한 도구는 분명히 아니며, 유동성 또는 시장 기능 문제에 대응하는 최선의 방법은 아닐 것"이라고 밝혔다. 한편 올해 그는 지역 연준 총재들에게 순번제로 부여되는 금리 결정 투표권을 보유하고 있는 인물이기도 하다.

MOVE와 VIX: 주식시장도 채권시장도 일제히 공포지수 급등



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

Global Strategy

Global Strategist 문남중
namjoong.moon@daishin.com

일본, 미국 관세 협상에서 우선권을 가지다

- 미국 발 금융시장 혼란, 불안의 정점을 지난 상황. 4월 낙폭 빠르게 메꿀 것
- 90일간 미국과의 상호관세 협상 과정, 일본은 타 국가의 선례가 될 것
- 일본 정부, 미국을 자극하지 않으며 최대한 요구를 수용하려는 자세

트럼프 발 금융시장 혼란은 불안의 정점을 지났다. 트럼프의 상호관세 유예가 증시 추가 하락을 막는 안전판 역할과 75개국과의 물밑 협상은 증시가 반격할 수 있는 토대가 될 것이다. 11일 미국 관세국경보호국(CBP)의 총 20개 IT 품목(스마트폰, 노트북, CPU. GPU. 메모리 반도체, 메모리 제조 장비 등)에 대한 상호관세 배제는 미국 증시(S&P500)가 4월 낙폭을 빠르게 메꿔나가며 5,700선으로 올라서는데 힘을 보탤 것이다. 이는 애플, MS, 엔비디아, 델 등 미국 빅테크 주가에 대해서도 안도감을 높여줄 것이다.

90일간 미국과의 상호관세 협상에 나서는 국가 가운데, 일본은 타 국가의 선례가 될 것이다. 일본 정부는 무역과 환율 부문을 담당할 장관을 각각 임명하며 투트랙 대응을 도입했다. 우선 무역부문은 11일 아카자와 료세이 경제재생상과 하야시 요시마사 관방장관을 공동 의장으로 미국 관세 정책에 대응하는 태스크포스가 꾸려졌다. 조기 타결을 목표로 17일에는 아카자와 경제재생상이 방미를 통해 미국 베센트 재무장관과 협상을 시작할 예정이다.

환율부문은 가토 가쓰노부 재무상이 담당하면서 4월 말 워싱턴에서 열리는 IM와 세계은행 회의에 참석해 미국과 환율 문제를 논의할 예정이다. 일본 이시바 총리는 양국 간 이익이 될 수 있는 광범위한 협력을 모색하라는 지시와 함께, 일본의 대미 협상 대응은 미국을 자극하지 않으면서 최대한 요구를 수용하려는 자세를 보여주고 있다는 점이다. 베센트 재무장관도 75개국과의 상호관세 협상에서 일본이 우선권을 가질 것이라는 언급해, 향후 미일 간 관세 협상 도출 과정이 나머지 국가들에 대한 표준안이 될 것이다.

이번 주 중요 경제지표 및 이벤트(25.4.14~4.20)

경제지표 & 이벤트명	국가	일정	전기치	예상치	방향성	내용 및 시사점
4월 ECB 통화정책회의	유럽	4.17	2.65 %	2.40 %	▼	트럼프 관세 부과, 선제적 대응 차원 금리 인하. 엔화 약세 요인
3월 수출 / 수입	일본	4.17	11.4 / -0.7 % YoY	- / -	- / -	트럼프 관세 영향 전 자동차, 반도체 제조장비 등 선수요 영향 지속
3월 CPI / 근원	일본	4.18	3.7 / 3.0 % YoY	- / 3.2 % YoY	- / ▲	전기·가스요금 보조금 영향 등 에너지 가격 상승폭 둔화로 축소 여지

일자	국가	주요 지표	기간	단위	전기치	예상치	대비
4.14	일본	산업생산, 설비가동률	2월	% MoM	2.5 / 4.5	2.5 / -	- / -
4.17	한국	금통위	4월	%	2.75	2.75	-
	유럽	ECB 통화정책회의	4월	%	2.65	2.40	▼
	일본	수출 / 수입	3월	% YoY	11.4 / -0.7	- / -	- / -

기준일: 25. 4. 11
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

REITs

K-REITs Guide Book, 2Q25
국내 리츠 대표 종목

이혜진
Hyejin1.lee@daishin.com

- 1Q25 Review: 관세 전쟁에 따른 증시 변동성 확대에 꺾여버린 상승 흐름
- 현재 국내 리츠 주가 레벨 P/NAV 0.65배, 12개월 fwd 평균 배당수익률 7.7%
- 주요 이슈: ETF 재간접 리츠 투자 허용, 한화리츠 오버행 이슈 해결 등

K-REITs Market

현재 국내 리츠 주가 레벨은 P/NAV 0.65배, 평균 배당수익률은 12개월 fwd 기준 7.7%. 3월 연초 대비 +9.5%까지 상승하는 흐름 이어졌으나, 최근 관세 전쟁에 따른 증시 변동성 확대에 따라 상승분 반납 및 혼조세 지속되는 모습. 전반적인 증시 불확실성 지속될 것으로 전망. 다만 코스피 대비해서는 선방한 흐름. YTD 기준 리츠 +0.6%, 코스피 -2.9%

국내 리츠 대표 종목

SK리츠: 압도적 규모로 Volume Up

- 보유중인 주유소 자산 매각을 통한 특별배당 지급 예정. 9개소 예상 매각가 418억 원 중 약 30억 원 특별배당 재원으로 활용 예정. 현재 주식 수 기준 주당 +5원 내외 기대. 높은 신용등급(AA-)을 보유하고 있어 자금 조달 경쟁력 확보 가능. 지난 2월 2,700억 원 규모의 회사채를 3.3%에 발행 완료

ESR켄달스퀘어리츠: 국내 대표 물류센터 Pure Player 리츠

- 향후 3개년 간 전체 임대 면적의 55%에 대해 재계약 진행 예정으로 임대수익 상승 기대(23년 +18%, 24년 +12%). 이천 물류센터4 매각 추진 중. 휠라코리아가 28년 8월까지 책임임차하고 있는 자산으로 KKR이 940억 원에 우선협상대상자 선정

롯데리츠: 배당 성장 사이클, 지금부터 시작

- 24년 DF타워 지분증권 투자 및 L7 Hotels 강남타워 편입 완료. 리테일 자산 중심에서 섹터 포트폴리오 및 스폰서 확장. 25년 예상 연간 DPS는 240원(24년 215원)으로, 연 평균 10% 배당 성장 기대. 본격적인 장기 배당성장 사이클 진입

신한알파리츠: 명실상부, 국내 대표 오피스 리츠

- 3월 GBD 소재 BNK디지털타워 우선협상대상자 선정. 자산 매입가는 약 4,570억 원(평당 4,070만 원)으로 예상. 멀티 테넌트 및 임대차 만기 분산으로 서울 오피스 시장 임대료 시의성 있게 반영. 24년 평균 E.NOC +32.2% 상승

한화리츠: 남아있던 오버행 이슈 해결

- 최근 과학기술인공제회가 지난 유상증자 시 발생한 실권주 254억 원을 블록딜 방식으로 인수. 인수가는 주당 3,600원 초반 수준. 한화투자증권 보유분 제외 실권주 모두 매각 완료되어 사실상 오버행 이슈 해결되었다는 판단

제이알글로벌리츠: 불가피한 배당컷, 그럼에도 불구하고 매력적인 배당 수익률

- 24년 12월, 벨기에 파이낸스타워 현지 대출 리파이낸싱 완료. 금리 기존 1.05%에서 4.398%로 증가. 차입금리 큰 폭 상승에 따른 배당 삭감 불가피. 25년 연간 예상 DPS는 230원. 그럼에도 불구하고 현재 시가배당률 기준 8.9% 수준으로 매력적인 구간

삼성FN리츠: 스폰서의 명성에 안정성을 더하다

- 24년 9월 삼성화재 판교사옥 편입 및 10월 642억 원 규모의 유상증자 완료. 스폰서 및 단일 임차인을 바탕으로 안정적인 임대차 구조 보유 및 스폰서 파이프라인으로 향후 자산 편입 통한 규모 확대 가능

IT/전기전자

박강호 kangho.park@daishin.com

투자의견

Overweight

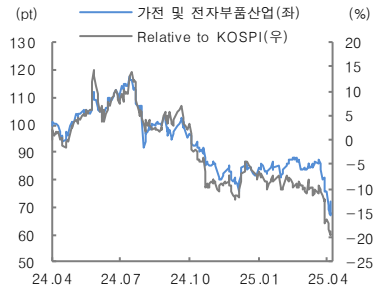
비중확대, 유지

Rating & Target

반등, 스마트폰 부품 중심!

- 스마트폰, 컴퓨터 및 부품 중심으로 관세 부과 제외 결정
- 2025년 하반기 수요 둔화 및 부품 가격인하 우려는 일부 축소 전망
- 반등으로 전환, 삼성전자 스마트폰 및 부품업체에 반사이익을 예상

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.1	-14.9	-22.2	-27.9
상대수익률	-11.5	-11.9	-16.9	-19.8



4월 : 비중확대 유지, 스마트폰 등 컴퓨터, 부품에 관세 면제

4월 셋째주, IT 업종의 반등 예상 속에 휴대폰 부품 중심으로 상승세를 전망. 지난 1달 동안 미국의 보편 / 상호 관세 부과, 중국과 추가 관세 확대 등 불확실성 요인으로 주가가 하락. 특히 애플 주가는 지난 1달 동안 10.3% 하락하면서 LG이노텍, LG디스플레이, 삼성전기도 각각 19.5%, 12.1%,13.3% 씩 동반하여 하락을 시현

그러나 미국이 4월 5일치 수입분부터(소급적용) 스마트폰, 노트북, 하드 드라이브, 컴퓨터 프로세서, 메모리칩, 평면 디스플레이, 반도체 제조 장비 등 주요 IT 기기, 부품, 장비 대상(총 20개)으로 상호관세 부과에서 면제하기로 결정, 중국에 부과한 125% 관세 및 다른 모든 국가에 적용된 10% 관세도 부과 대상에서 제외(다만 중국산 제품에 대해 펜타닐 관세 20% 유지). 중국을 제외한 모든 국가에 적용된 상호관세 90일 유예 결정 이후에 스마트폰, 컴퓨터 등 IT 주요 제품, 부품에 상호관세를 면제하면서 하반기 IT 산업에 불확실한 환경이 해소. 또한 우려하였던 IT기기의 가격 상승 후에 수요 부진 우려, 부품업체에 가격 인하 전가 등 수익성 악화 우려 요인도 희석화될 전망

IT 제품 및 부품 대상으로 한 모든 관세 면제가 단기 낙폭을 만회할 이슈로 판단, 반등을 예상 및 비중확대를 유지. 우선적으로 애플향, 삼성전자향 스마트폰 부품 중심으로 상승을 예상. 2025년 3Q 신제품(애플 아이폰 17시리즈 / 삼성전자 폴더블폰) 출시 및 판매 목표에 맞게 2Q25에 정상적으로 생산 진행. 하반기 실적의 축소 우려 일부가 줄어든 것으로 판단. 카메라모듈, 힌지 등 휴대폰 부품업체를 주목. 또한 노트북 등 컴퓨터, 부품도 상호관세가 면제 되면서 메모리 중심의 반도체 PCB 업체도 수혜 예상

삼성전자의 스마트폰에 반사이익 예상 : 삼성전기, 엠씨넥스, KH바텍 수혜

금주에 스마트폰, 컴퓨터 및 부품 대상으로 관세 부과 면제 이후에 4월 IT 업종의 2025년 1Q 실적 호조 및 개선 방향에 추가로 주목, 삼성전자의 1Q 영업이익이 6.6조원으로 컨센서스 상회 이후, SK하이닉스와 LG이노텍, 삼성전기도 컨센서스를 상회할 것으로 예상. 추가로 하반기 수요 둔화 우려가 일부 희석화를 반영하면 1Q 실적 발표(컨세서스 상회 기업 중심으로) 이후에 2025년 연간 영업이익 상향도 기대. 주가 반등 요인에 추가적인 근거로 판단. 중국 대상으로 펜타닐 관세 20% 적용은 유지된 점을 감안하면 베트남, 한국 중심으로 생산중인 삼성전자의 스마트폰 판매 증가 및 휴대폰 부품에 반사이익을 전망, 애플보다 주목할 요인으로 판단. 1Q 실적 호조가 예상된 삼성전기, 엠씨넥스, KH바텍을 최선호주 유지

HDC 현대산업개발 (294870)

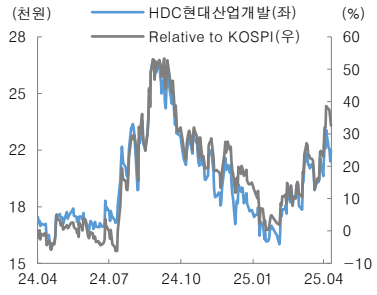
놓쳐서는 안될 매수 기회

이태환
taehwan.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	35,000 상향
현재주가 (25.04.10)	21,450
	건설업종

KOSPI	2,445.06
시가총액	1,414십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	330십억원
52주 최고/최저	26,700원 / 15,800원
120일 평균거래대금	70억원
외국인지분율	12.17%
주요주주	HDC 외 6 인 43.01% 국민연금공단 13.48%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.7	23.3	-2.7	24.6
상대수익률	5.9	26.9	3.4	37.8



- 연결 영업이익 482억원(+16.1% yoy) 전망. 시장 컨센서스 하회 예상
- 착공 초기인 서울원 매출이 작고, 지산센터 준공정산비용도 추가 발생
- 2분기부터 실적 반등 예상되며, 중기 성장국면에 본격 진입. Top-Pick

투자의견 매수, 목표주가 35,000원 상향(+16.7%)

목표주가는 12MF BPS 51,161원에 타깃 PBR 0.69배 적용. 타깃 PBR은 2025E, 2026E ROE를 기준으로 PBR-ROE 방식으로 산출한 이론 PBR을 10% 할인 적용

1Q25 Preview 고속 성장 직전 분기

1Q25 연결기준 매출액 9,577억원(+0.2% yoy), 영업이익 482억원(+16.1% yoy), 영업이익률 5.0%(+0.0%p yoy) 전망. 잠정치는 시장 컨센서스를 하회

착공 초기 상태인 서울원아이파크(광운대역세권)는 사업기간 동안 우수한 수익성이 예상되나 매출 기여가 아직 낮은 상황이며, 자체주택 사업장 중 상대적으로 수익성이 낮은 수원아이파크시티 입주 매출 발생과 지식산업센터 준공정산비용 발생이 예정되어 있어 다소 성장이 지체될 수 밖에 없음. 다소 호재가 비어 있었던 1분기는 연간 최저실적 분기가 유력하나, 2분기부터 강한 qoq 이익 상승 기대 가능

놓쳐서는 안될 매수 기회

실적 성장의 핵심 Key인 서울원아이파크는 3월 기준으로 94% 계약을 달성한 것으로 파악되며, 올해에는 연간 4,500억원(15%) 내외의 진행기준 매출 인식을 예상하며, '26년에는 연간 1조원 내외 매출로 성장할 것으로 전망. 올해 준공 예정인 자체사업장 대비 높은 수익성이 예상되는 점을 고려하면, 실적 상승 기대치 높음

성공적인 분양을 바탕으로 담보된 성장 그림, 3/26 자기주식 취득결정(508,646주) 등을 바탕으로 연초 대비 +26% 상승 실현. 멀티플 부담은 여전히 낮다고 판단하며, 지금도 상승 기대치 높은 매수 기회 영역으로 판단. 업종 Top-Pick 유지

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25(F)					2Q25		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	955	1,125	1,008	958	0.2	-14.9	1,001	1,105	1.7	15.4
영업이익	42	42	50	48	16.0	15.5	60	73	35.7	51.4
순이익	30	45	35	33	9.4	-26.2	49	52	9.2	55.3

자료: HDC현대산업개발, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,191	4,256	4,239	4,828	5,234
영업이익	195	185	291	467	571
세전순이익	237	200	268	441	544
총당기순이익	173	156	207	339	418
지배지분순이익	173	156	207	339	418
EPS	2,626	2,363	3,138	5,147	6,348
PER	5.6	7.6	6.6	4.1	3.3
BPS	45,640	47,257	49,672	54,140	59,820
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
ROE	5.9	5.1	6.5	9.9	11.1

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

한국금융지주 (071050)

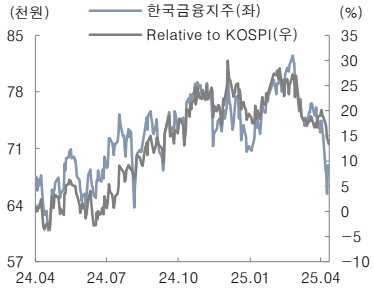
조달 수단 추가는 동사에게 무조건 유리

박혜진 hyejin.park@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	100,000 유지
현재주가 (25.04.11)	68,100 증권업종

KOSPI	2,432.72
시가총액	4,104십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	279십억원
52주 최고/최저	82,500원 / 60,900원
120일 평균거래대금	100억원
외국인지분율	39.01%
주요주주	김남구 외 1 인 21.30% 국민연금공단 12.09%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.7	-8.7	-11.2	6.7
상대수익률	-3.7	-5.6	-5.2	18.8



- 1분기 증권사 실적 전반적으로 좋은데, 동사 운용호조로 특히 더 좋음
- 3월말 발행어음 잔고 17.6조원, 마진 200bp 유지 중
- 기관경고 있으나 IMA 신청에는 영향 없을 듯, FY2025 감액배당 시행

투자의견 Buy, 목표주가 100,000원, 업종 내 최선호주 유지

1분기 증권사 실적은 전반적으로 좋을 것인데, 동사는 운용수익 호조로 특히 더 좋을 전망. IMA, 보험사 인수 등으로 조달 수단 지속 추가되는 점 긍정적

1Q25 지배주주 순이익 3,633억원(QoQ +265.6% YoY +6.7%) 기록 전망

1분기 순이익은 컨센서스를 +5.2% 상회 전망. 회사 강점인 IB, PF 영업을 여전히 적극적으로 하고 있는데다, 금리 하락함에 따라 채권도 적극적으로 운용한 것으로 파악. 동사 채권 잔고 20조원 수준인데 이 중 10조원을 active하게 운용하고 있음. PF신규 deal 다수 진행 중인데, 금융주선 비중이 높아지는 중. 충당금 관련하여 1분기는 오히려 환입되는 부분이 있어 운용 수익 증가에 기여. 새로운 deal 꾸준히 들어가고 있기 때문에 이에 상응하는 기본 충당금 정도만 적립하고 있는 것으로 파악. 자회사 캐피탈 및 저축은행은 1분기에도 추가 적립 소폭 있을 것으로 예상하나 증권은 거의 없다고 봐도 무방

발행어음 마진 유지 중, IMA 3분기 신청 예정

1분기말 발행어음 잔고는 17.6조원으로 마진은 200bp 수준 유지되고 있음. 기업금융 57%, 부동산 14%, 유동성자산 29%로 구성. IMA가이드라인이 발표되면서 3분기중 신청 예정인데, 당초 지침보다 한도가 상당히 낮아졌으나, 동사 발행어음 잔고 거의 소진했기 때문에 사실 추가 10조원 정도의 조달 여력이 생기는 점은 긍정적. 지난 3월 31일 채권 랩 신탁 제재로 기관경고 받았으나 인가 신청은 문제 없다는 입장. 국고채 담합 관련 공정위 제재는 빨라야 올해 말 발표될 예정

보험사 인수 관련 최근 언론보도가 많이 나오고 있는데, 가격만 맞는다면 인수는 어렵지 않을 것으로 보임. 메리츠금융지주나 미래에셋증권처럼 보험사 인수는 그룹 딜 수행 차원에서 유리하며 특히 조달 수단이 추가된다는 점에서 긍정적

동사 아직 밸류업 공시 하지 않았는데, 밸류업이 '기업가치 제고'라는 관점에서 성장으로 가치 제고하는 방향으로 발표될 가능성이 큼. 더불어 금번 주총에서 자본준비금 감액배당이 통과, FY2025 결산배당부터 적용될 예정. 규모는 4,300억원으로 이익잉여금 이입 방식은 전액 할지 나눠서 할지 미정

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2022	2023	2024	2025E	2026E
순영업수익	1,798	1,989	2,635	2,708	2,800
영업이익	590	820	1,199	1,233	1,284
당기순이익	670	707	1,033	1,071	1,109
YoY	-62.0%	5.5%	46.1%	3.6%	3.6%
EPS	12,702	13,405	19,587	20,301	21,035
BPS	157,239	160,131	184,453	198,397	219,432
PER	4.20	4.24	3.45	3.86	3.73
PBR	0.34	0.36	0.37	0.40	0.36
ROE	8.08	8.37	10.62	10.23	9.59

자료: 한국금융지주, 대신증권 Research Center

Earnings Preview

HS효성첨단소재 (298050)

시장기대치 부합 전망

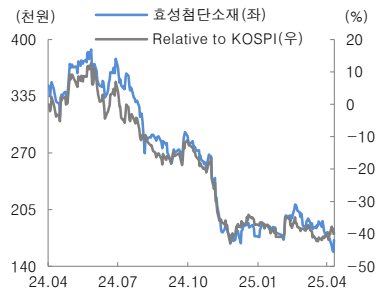
위정원

jungwon.weee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	270,000 하향
현재주가 (25.04.10)	170,200
	화학업종

KOSPI	2445.06
시가총액	762십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	22십억원
52주 최고/최저	388,500원 / 156,600원
120일 평균거래대금	34억원
외국인지분율	12.42%
주요주주	에이치에스효성 외 8 인 46.68% 국민연금공단 6.86%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.3	-9.4	-38.4	-49.7
상대수익률	-5.7	-6.8	-34.6	-44.4



- 1Q25 예상 OP 494억원(QoQ +7.4%), 전분기와 유사한 흐름 전망
- 탄소섬유/아라미드 적자지속, 타이어코드 이익률 소폭 하락 추정
- 25년 북미 수소 모빌리티향 탄소섬유 수요 증가, 2Q25 이후 수익성 개선 기대

투자의견 매수 유지, 목표주가 270,000원으로 하향

목표주가는 25E BPS 236,093원에 Target PBR 1.2배 적용

1Q25 Preview: OP 494억원(QoQ +7.4%), 컨센서스(517억원) 부합 전망

동사의 타이어코드 예상 OP 526억원(QoQ +2.6%, OPM 9.7%)로 전분기대비 이익률 소폭하락 전망. 국내 수출입가격 기준 2월 누적 평균 타이어코드 판가 2.92달러/톤, QoQ -10.6%. 탄소섬유+아라미드 예상 OP -131억원으로 적자지속. 탄소섬유 수출입가격 16.6달러/톤(QoQ -7.2%, YoY -19.8%, 아라미드 수출입가격 15.5달러/톤(QoQ -10.3%, YoY -21%)으로 판가 약세 지속.

25년 북미 수소 모빌리티향 탄소섬유 수요 증가 지속

중국 내 공급과잉에 따른 판가 약세는 글로벌 탄소섬유 가격에 부정적 요소. 23년도 기준 중국의 PAN기반 탄소섬유 생산능력 15.9만톤으로 YoY +163.3%. 반면 중국 탄소섬유 수요 23년 기준 4.5만톤(풍력 71.4%, 스포츠/레저 30.3%, 압력용기 7.0%, 토목공학 5.5%, 전기/전력 사업 4.0%, 자동차소재 2.4%). 25년 예상 수요 5.49만톤(26E 6.14만톤)으로 증설분을 소화하기엔 시간이 더 필요. 24년 말 중국 내 탄소섬유 판가 85위안(11.9달러)/톤으로 손익분기점 하회.

단, 북미 유럽 내 모빌리티향 수요 증가는 긍정적 요소. 북미 탄소섬유 수요의 25.3%(항공/우주 26.5%)는 압력용기로 당사 주력 제품인 T700의 주요 전방시장. 24년도 연간 FCEVs(수소연료전지차)향 수소 사용량 14.5억 입방미터(비중 동아시아81.8%, 북미 20.4%, 유럽 14.2%)로 YoY +301.5% 증가한데 이어, 25년 예상수요 YoY +40.6%로 성장세 지속전망. 2Q25 이후 베트남 신규라인 가동에 따른 북미향 탄소섬유 판매비중 확대에 따른 수익성 개선 기대감 유효

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25(F)					2Q25		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	837	804	887	886	5.9	10.1	862	900	7.1	1.6
영업이익	64	46	55	49	-22.4	7.4	52	57	-13	14.7
순이익	20	15	12	8	-60.9	-47.6	17	11	-45	34.8

자료: HS효성첨단소재, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,202	3,311	3,517	3,495	3,564
영업이익	174	220	225	239	244
세전순이익	86	133	111	125	218
지배지분순이익	45	50	42	47	82
PER	39.7	15.7	20.3	18.1	10.4
PBR	2.3	0.7	0.7	0.7	0.7
ROE	6.0	5.5	4.0	4.4	7.5

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

Earnings Preview

KT (030200)

2조원대 이익 스타트

- 1Q25 매출 6.6조원(-0.2% yoy), OP 7천억원(+38% yoy) 전망
- 인건비 절감 효과, 마케팅비와 감가비 컨트롤 및 일회성 이익
- 25E OP 2.5조원(+203% yoy), 15년만에 2조원대 영업이익 회복

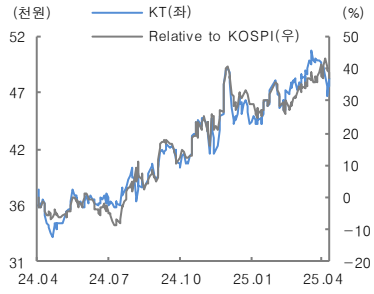
김회재

hoijae.kim@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	67,000 유지
현재주가 (25.04.11)	47,350 통신서비스업종

KOSPI	2432.72
시가총액	11,933십억원
시가총액비중	0.56%
자본금(보통주)	1,564십억원
52주 최고/최저	50,700원 / 33,300원
120일 평균거래대금	295억원
외국인지분율	49.00%
주요주주	현대자동차 외 1 인 8.07% 국민연금공단 7.67%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.4	7.1	17.8	33.8
상대수익률	3.9	10.8	25.7	48.8



투자의견 매수(Buy), 목표주가 67,000원 유지

25E EPS 5,096원(일회성 부동산 이익 5천억원 제외 기준)에 PER 13배 적용. 최근 5년 통신업 평균(KT, LGU+ 기준)에 30% 할증 적용

1Q25 Preview: 매출과 비용 모두 양호

매출 6.6조원(-0.2% yoy, +1% qoq), OP 7천억원(+38% yoy, 흑전 qoq) 전망
별도 OP 4.3천억원(+9% yoy)

분야별 매출. 무선 1.7조원(+1% yoy, +1% qoq), 유선 1.3조원(-0.4% yoy, 0% qoq), B2B 9천억원(+0.2% yoy, +5% qoq)

판매비 6.3천억원(+1% yoy, -1% qoq). 매출 대비 15.5%로 5G 도입 이후 평균인 16.2%를 하회. 감가비 7.2천억원(+0% yoy, +4% qoq). 매출 대비 17.4%로 5G 도입 이후 평균인 18.2%를 하회. 판매비와 감가비에 대한 부담은 지속 완화 중

연결 자회사 OP 2.7천억원, 최근 5년 분기 평균 1.2천억원 수준에, 부동산(광진구 아파트 입주율에 비례) 프로젝트 예상 이익 5천억원 중 약 1.4천억원 반영 추정

주가 상승의 동력은 실적 개선과 강화되는 주주환원

지난 3/19 50,700원으로 마감하면서 15년 만에 5만원대 주가 달성
09.6월 합병 KT 출범 후 ATH(All Time High). SKT와도 시총 1위 경쟁

KT는 21년부터 매년 연간 수익률 (+) 달성 중이고, 23년을 제외한 21, 22, 24, 25년은 지수 대비 상대수익률이 6~47%

1) 25E OP 2.5조원(+203% yoy). 부동산 일회성 이익 5천억원 제외해도 2조원 수준으로, 10년 이후 15년 만에 2조원대 영업이익 회복

인력 재배치 후 연간 개선되는 인건비는 2.5~3천억원 수준 전망
19년 5G 초기 집중 투자에 대한 상각이 25년 하반기 종료되면서 26~27년 약 2천억원의 감가비 감소 효과 기대

2) 매력적인 주주환원. 25E DPS 2.5천원(+500원 / +25% yoy), 5.9천억원 및 자사주 2.5천억원. 총주주환원은 8.4천억원(+3.2천억원 / +62% yoy), 수익률 7%. 자사주 취득 2.5천억원 중 687억원, 28% 진행 중

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25(F)					2Q25		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	6,655	6,576	6,639	6,639	-0.2	1.0	7,057	7,119	8.8	7.2
영업이익	507	-655	739	699	37.9	흑전	757	908	83.8	29.9
순이익	376	-656	525	521	38.7	흑전	584	599	52.3	14.9

자료: KT, FnGuide, 대신증권 Research Center

Earnings Preview

SK텔레콤 (017670)

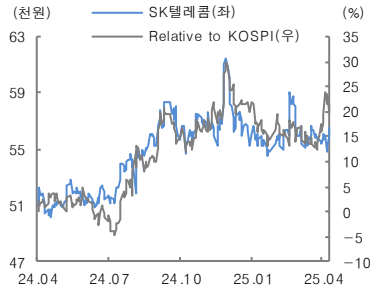
김회재

hoijae.kim@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	77,000 유지
현재주가 (25.04.11)	56,500 통신서비스업종

KOSPI	2432.72
시가총액	12,136십억원
시가총액비중	0.57%
자본금(보통주)	31십억원
52주 최고/최저	61,500원 / 50,100원
120일 평균거래대금	305억원
외국인지분율	42.37%
주요주주	SK 외 8 인 30.59% 국민연금공단 8.37%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.6	1.6	1.4	10.4
상대수익률	6.0	5.1	8.3	22.8



투자 천재 스크트

- 1Q25 매출 4.5조원(+1% yoy), OP 5.6천억원(+12% yoy) 전망
- AI DC를 중심으로 본격적인 AI 매출 발생 전망
- AI 투자 성과도 우수. Anthropic 1억불 투자 이후 기업가치 12배 상승

투자의견 매수(Buy), 목표주가 77,000원 유지

목표주가는 25E EPS 6,140원에 PER 13배 적용. 최근 5년 통신업 평균(KT, LGU+ 기준)에 30% 할증 적용.

1Q25 Preview: 고민할 필요 없는 실적. 듬직한 형, 든든한 아우

매출 4.5조원(+1% yoy, +1% qoq), OP 5.6천억원(+12% yoy, +120% qoq) 전망
별도 OP 4.7천억원(+8% yoy), SKB OP 880억원(+12% yoy)

분야별 매출. 무선 2.7조원(+1% yoy, +1% qoq), B2C(초고속, IPTV 등) 7.8천억원(+4% yoy), B2B(IDC, Cloud, 전용회선 등) 3.5천억원(+3% yoy) 전망

마케팅비 7.4천억원(+2% yoy, −2% qoq). 매출 대비 22.9%로 5G 도입 이후 평균인 25%를 하회. 감가비 6천억원(−1% yoy, +1% qoq). 매출 대비 18.8%로 5G 도입 이후 평균인 20.7%를 하회. 마케팅비와 감가비에 대한 부담은 지속 완화 중

SKB의 약진. 4Q24 OP는 1,022억원으로 분기 기준 처음으로 1천억원을 상회, SKB가 SKT의 완전 자회사 편입 전 연평균 OP 700억원을 크게 상회. 24년 OP 3.5천억원(+13% yoy), 25E OP 4천억원(+12% yoy) 역대 최고 경신 전망

향후 5년간 SKB의 AI DC 매출은 연평균 22% 성장, DC 포함 B2B 매출은 연평균 7% 성장하면서 SKB의 성장 동력으로 작용. DC는 SKT의 AI 사업의 핵심

AI DC로 성장. 투자 성과도 우수, Anthropic 1억불 투자 후 기업가치 12배

SKT의 24년 AI 관련 매출은 5.9천억원(+19% yoy), 비중 3.3%. 기업용 에이닷 도입으로 연내 에이닷의 BM 창출, Perplexity와의 제휴 매출, 람다와의 GPUaaS 등 AI 매출 발생 시작. 가장 가시성이 좋은 매출은 AI DC

구독형 AI 클라우드 GPUasS, 소규모 모듈러 AI DC, 단일 고객 전용 AI DC, 하이퍼스케일급 AI DC 등 총 4대 사업 모델로 세분화

AI DC 매출은 24년 2.5천억원(+22% yoy), 지난 5년간 연평균 35% 성장. 21년 95MW, 25년 137MW, 27년까지 180MW, 30년 300MW 수준 전망. AI DC 매출은 향후 5년간 연평균 22% 성장 전망

AI 관련 투자 성과도 우수. Anthropic, Lambda, Perplexity, SGH 등 누적 4천억원 투자. 투자시점 대비 기업가치는 Anthropic 12배, Lambda 1.7배, Perplexity 3배

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25(F)					2Q25		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	4,475	4,512	4,545	4,534	1.3	0.5	4,504	4,494	1.6	−0.9
영업이익	498	254	576	559	12.2	120.0	527	576	7.1	3.0
순이익	353	291	370	366	3.6	25.7	350	377	11.7	3.1

자료: SK텔레콤, FnGuide, 대신증권 Research Center

롯데칠성 (005300)

녹록치 않은 영업환경

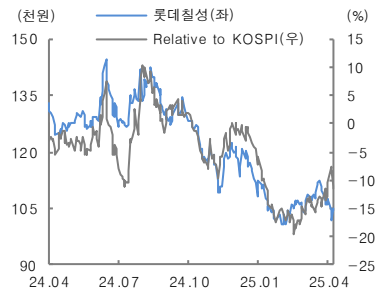
정한솔
hansol.jung@daishin.com

- 국내 경기 위축과 비용 부담 확대되며 1Q25 컨센서스 하회 전망
- 고환율로 원가 부담 존재. 단기 실적 반등은 제한적일 전망
- 그러나 낮은 밸류에이션과 중장기 해외 성과 고려 시 저가 매수 유효

투자의견	**BUY** 매수, 유지
6개월 목표주가	**150,000** 유지
현재주가 (25.04.11)	**104,200** 음식료업종

KOSPI	2432.72
시가총액	1,014십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	144,800원 / 100,800원
120일 평균거래대금	16억원
외국인지분율	11.93%
주요주주	롯데지주 외 16 인 62.40% 국민연금공단 8.71%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.0	-5.4	-17.4	-18.1
상대수익률	1.2	-2.1	-11.9	-8.8



투자의견 BUY, 목표주가 150,000원 유지

1Q25 내수 소비 둔화로 판매량 감소와 고정비 부담 확대 지속되며 부진할 전망. 주력 카테고리에서 동사의 경쟁력이 훼손되고 있지 않다는 점에서 소비 심리 회복 시 매출 회복이 가능할 전망. 필리핀/파키스탄/미얀마 등 해외 법인의 견조한 흐름은 중장기 투자 매력을 높여주는 요인. 다만 원당 등 일부 소프트 원재료 가격 하락에도 고환율로 원가 부담 여전히 존재하고 지난 3월 미얀마 지진 발생에 따라 현지 소비 위축 가능성 고려 시 단기적으로는 실적 반등은 제한적일 수 있다는 판단. 현재 낮은 밸류에이션과 중장기 해외 성과 고려 시 저가 매수 유효하나 긴 호흡의 투자를 권고

1Q25 Preview: 녹록치 않은 영업환경

1Q25 연결 매출액 9,534억원(YoY 2%), 영업이익 358억원(YoY -3%, OPM 3.8%) 기록하며 컨센서스 하회 전망. **[별도 음료]** 매출액 4,242억원(YoY -2%), 영업이익 150억원(YoY -37%, OPM 8.8%) 전망. 제로 제품 등 주력 카테고리 내 경쟁력은 유지되고 있으나 국내 경기 위축으로 수요 둔화 지속. 다수의 카테고리 역성장이 예상되고, 판매량 하락에 따라 고정비 부담 확대되며 OPM YoY 2.0%p 하락 전망 **[별도 주류]** 매출액 2,095억원(YoY -3%), 영업이익 115억원(YoY -10%, OPM 5.5%) 전망. 새로 판매량은 양호하게 유지되었으나, 전반적인 주류 소비가 위축되며 카테고리 전반에 걸친 역성장 예상. **[해외자회사]** 미얀마와 파키스탄 법인은 전분기와 유사한 매출 성장과 높은 수익성 유지 추정. PCPPI는 1분기 계절적 비수기이나 지난해부터 이어진 수익선 개선 프로젝트 효과로 흑자전환 추정

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25(F)					2Q25		
			직전 추정	당사 추정	YoY	QoQ	Consensus	당사 추정	YoY	QoQ
매출액	937	923	983	953	1.8	3.3	957	1,129	2.7	18.4
영업이익	37	9	38	36	-2.6	288.9	42	60	-0.2	67.9
순이익	18	-22	21	20	12.1	흑전	21	39	100.4	96.7

자료: 롯데칠성, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	2,842	3,225	4,025	4,148	4,290
영업이익	223	211	185	202	225
세전순이익	169	207	96	159	190
총당기순이익	131	167	60	125	149
지배지분순이익	128	166	59	123	147
EPS	13,563	17,593	6,085	13,021	15,585
PER	13.0	8.3	18.4	8.1	6.8
BPS	138,556	145,622	149,082	157,961	169,206
PBR	1.3	1.0	0.8	0.7	0.6
ROE	9.1	11.6	4.0	8.0	9.0

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

Earnings Preview

NAVER (035420)

커머스 사업 재평가 필요

- 1Q25는 광고, 커머스 비수기. 최근 낮아진 컨센에 부합하는 실적 전망
- 3월 쇼핑 앱 출시, 기존앱과 투트랙 전략. 트래픽보다 GMV 성장 주목할 필요
- '25년, GMV 성장, 커머스 광고/수수료/멤버십 매출 성장이 동사 실적 견인 전망

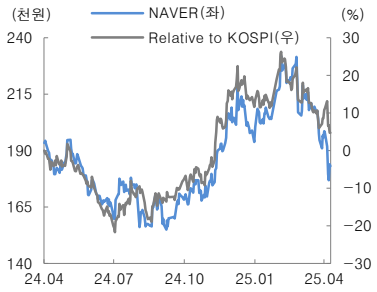
이지은

jeeeun.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	280,000 유지
현재주가 (25.04.11)	183,000 인터넷업종

KOSPI	2432.72
시가총액	28,994십억원
시가총액비중	1.35%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	232,000원 / 155,000원
120일 평균거래대금	1,751억원
외국인지분율	48.53%
주요주주	국민연금공단 9.24% BlackRock Fund Advisors 외 13 인 6.05%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.9	-9.4	5.6	-0.3
상대수익률	-10.2	-6.3	12.7	10.9



투자의견 매수 유지, 목표주가 280,000원 유지, Top-pick 추천

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 부문별 적정가치는 1) 서치 플랫폼 21.0조원, 2) 커머스 11.6조원, 3) 파이낸셜 1.1조원, 4) 웹툰 0.6조원, 5) 클라우드 2.2조원, 6) LY 지분가치 7.0조원 등

비수기, 마케팅비 증가에도 무난한 실적 전망

1Q25 매출액 2조 8,163억원(YoY 11.5%, QoQ -2.4%), 영업이익 5,091억원(YoY 16.0%, QoQ -6.1%) 예상. 매출, 영업이익 모두 컨센서스 부합 전망

서치플랫폼. 매출 1조 146억원(YoY 12.1%, QoQ -4.7%) 추정. SA, DA 각각 YoY 11%, 13% 전망. 특히, DA는 홈피드 출시 이후 대형 광고주의 비중이 낮아지며, 경기 영향이 이전 대비 완화된 것으로 판단. 커머스. 매출 7,814억원(YoY 11.1%, QoQ 0.8%) 추정. 커머스 광고 YoY 16.4% 성장 예상. 2024.10.30부터 시작된 플러스스토어 베타서비스의 광고 슬롯 확장이 1분기부터 온기 반영되기 때문. 수수료 매출은 특이사항 없으나, 1Q24 소다 인수 효과 소멸로 매출 성장률 낮아질 것으로 판단. 컨텐츠. 매출 4,665억원(YoY 4.5%, QoQ -0.2%) 추정. 마케팅비 4,506억원(QoQ 1%) 증가 추정. 커머스향 마케팅비 증가 영향. 이외 영업비용은 특이사항 없는 것으로 판단

커머스 사업 재평가 필요

커머스는 2025년 네이버의 실적 성장의 핵심. 커머스 사업은 커머스 광고(약 40%), 수수료 매출(약 55%), 멤버십(약 5%)으로 구성. 2H24 멤버십 매출 반등 → 1H25 커머스 광고 성장 → 2H25 수수료 매출 확대 흐름 기대

3/12 쇼핑 별도 앱 출시 이후, 트래픽 부진과 커머스 사업 성장의 우려가 일부 있는 것으로 판단하나 회사 내부 목표 대비 트래픽 증가 속도 빠른 것으로 파악. 또한, 네이버 쇼핑 사업은 1) 소비자의 니즈를 반영한 기존 앱의 가격 비교, 2) 스마트/브랜드스토어 사업 확장을 위한 별도 앱의 two track 전략으로, 굳이 별도 앱의 단독 트래픽만을 기준으로 커머스 사업 성장 여부를 가늠하는 것은 적절하지 않다고 판단. 별도 앱 출시 이후 기존 앱이 트래픽 감소를 보였다면 트래픽 지표가 유의미했겠으나, 기존 앱 트래픽 역시 견조한 것으로 파악(그림 1 참고). 따라서 단기 트래픽보다는 거래액 성장률에 주목할 필요. 2H24부터 다시 시장 성장률을 상회하는 것으로 추정되는 네이버 쇼핑의 GMV 성장률의 2025년 회사 가이던스는 두자릿 수. 반면 쿠팡의 거래액은 최근 10% 대 초반으로 둔화세로 파악(그림 2 참고). 아직까지 거래액 기준 시장 점유율은 쿠팡이 우위로 추정하나('24년 기준 쿠팡 23%, 네이버 20% 추정), 네이버의 GMV 성장률 개선 속도 고려 시 점유율 격차는 점차 축소될 것으로 전망

'GMV 성장(MS 상승) x 수수료율 인상 x 커머스 광고 매출 확대 x 멤버십 성장'을 바탕으로 한 동사의 전체 수익성 개선이 뚜렷함에도 불구하고, 최근 네이버의 주가는 이익 성장 대비 저평가된 수준. 현재 주가는 당사 추정치 기준 2025년 PER 15x 수준. 분기 이익 성장의 가시성이 높고, 시장을 상회하는 커머스 사업의 성장률을 고려하면, 동사의 주가 하락은 과도하다고 판단. 네이버 매수 추천, 인터넷 Top-Pick 의견 유지

Earnings Preview

카카오 (035720)

하반기 카카오톡 트래픽 개선이 관건

이지은

jeeeun.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	50,000 유지
현재주가 (25.04.11)	39,000
	인터넷업종

- 1분기 컨센 하회하는 실적 전망. 본업 성장 둔화 + 컨텐츠 사업 부진 지속
- '25년 카카오톡에 도입 예정인 신규 서비스 개발은 계획대로 진행 중
- 신규 서비스 출시 이후 카카오톡의 트래픽 개선 확인 시 긍정적 주가 흐름 가능 판단

투자의견 매수, 목표주가 50,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 카카오의 본사 사업가치는 8.1조원으로 산출. 주요 자회사(게임즈, 뱅크, 페이 등) 지분가치는 현재 시장가를 반영하여 총 자회사 지분가치 13.8조원으로 산출

광고, 커머스, 컨텐츠 모두 흐림

1Q25 매출액 1조 8,861억원(YoY -5.1%, QoQ -3.6%), 영업이익 935억원(YoY -22.3%, QoQ 24.0%) 추정. 매출, 영업이익 모두 컨센서스 하회하는 실적 전망

1분기 톡비즈 매출 5,356억원(YoY 3%, QoQ -5%) 추정. 이 중 광고, 커머스 매출 각각 2,873억원(YoY 3%, QoQ -9%), 2,484억원(YoY 2%, QoQ 5%) 추정. 광고 비수기 영향과 함께 높아진 메신저 광고 기저효과로 매출 성장률 둔화 전망. 커머스 또한 거래액 성장률 둔화 지속 전망. 컨텐츠 사업 매출 역시 전분기에 이어 YoY 역성장 지속 전망. 게임, 뮤직, 미디어, 스토리 모두 1분기 부진한 실적 예상. 영업비용은 특이사항 없는 것으로 파악

카카오가 연초 발표한 카카오톡 내 AI 서비스 및 피드 컨텐츠 등 신규 서비스 도입 준비는 현재까지 계획대로 진행 중인 것으로 파악. 이르면 상반기 말 혹은 3분기 초 공개 가능할 것으로 예상. 신규 서비스 도입 이후 카카오톡 내 유저들의 체류시간이 증가한다면, 카카오톡 ARPU 성장률 역시 개선 가능할 것으로 기대. 참고로 카카오톡의 ARPU 연간 성장률은 2023년과 2024년에 각각 YoY 4%, 5%로 정체된 상황. 네이버 역시 홈피드 도입을 통해 둔화된 광고 매출 성장률이 10% 초반으로 회복된 바 있음. 하반기 카카오톡 내 신규 서비스 출시 이후 카카오톡의 트래픽 지표 개선이 확인되는 시점에 주가 역시 긍정적 흐름 보일 것으로 판단

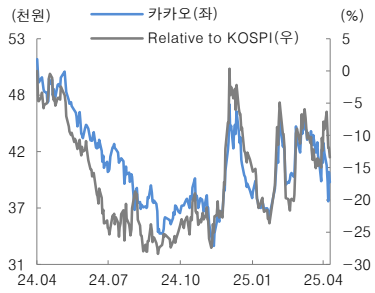
(단위: 십억원, 원, %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25(F)					2Q25		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,988	1,957	1,912	1,886	-5.1	-3.6	1,939	1,897	-5.4	0.6
영업이익	120	75	113	93	-22.3	24.0	108	85	-36.2	-8.6
순이익	74	-226	-103	29	-60.9	흑전	88	25	-75.0	-12.1

자료: 카카오, FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI	2432.72
시가총액	17,311십억원
시가총액비중	0.81%
자본금(보통주)	44십억원
52주 최고/최저	49,800원 / 32,800원
120일 평균거래대금	1,162억원
외국인지분율	28.10%
주요주주	김범수 외 92 인 24.21% MAXIMO PTE 6.31%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.6	6.7	4.3	-18.8
상대수익률	-7.8	10.3	11.3	-9.7



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,557	7,872	7,881	8,338	8,662
영업이익	461	460	479	532	591
세전순이익	-1,648	-3	369	418	476
총당기순이익	-1,817	-162	281	318	361
지배지분순이익	-1,013	55	309	350	398
EPS	-2,276	124	698	791	900
PER	NA	306.9	55.9	49.3	43.3
BPS	21,951	22,839	23,555	24,316	25,149
PBR	2.5	1.7	1.7	1.6	1.6
ROE	-10.3	0.6	3.0	3.3	3.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 카카오, 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.