

Morning Meeting Brief

Macro

미국 1분기 GDP, 역성장이지만 괜찮아

- 미국 1분기 경제성장률 -0.3% , 3년만에 역성장
- 정부지출, 순수출의 마이너스 성장 기여에도 민간부문 수요 견조
- 관세 영향 본격화될 2분기, 예상보다 빠르게 통화정책 완화 전환 가능성

이하연, hayeon.lee@daishin.com

Strategy

[다음주 시장은?] 금리인하, 무역협상을 압박하는 경제지표들

- 고용보고서와 FOMC를 거치며 트럼프 & 파월의 정책 살펴보기
- 5월 FOMC 금리 동결 기정사실화, 파월 의장의 기자회견 스탠스가 핵심 변수
- 미·중 무역 갈등, 발언과 보복 강도는 점차 줄어들며 불확실성 완화지속

이경민, kyoungmin.lee@daishin.com

Global Strategy

[더 글로벌 레이터 Weekly / 5월 2주차 전략] Risk-On 빠른 전개, 2월 수준으로 회귀하는 글로벌 증시

- 美 경제지표(3월 PCE/근원, 1/4분기 GDP, 4월 고용), 각각 물가 안정, 트럼프 정책 후퇴, 성장 둔화 대비하는 정책 필요성 확대
- 주요국 상황(중국, 유럽, 일본, 한국 등), 실물경제 안정을 도모하기 위한 통화재정정책 기대
- 미국 등 주요국 증시, 트럼프 관세 위협으로 변동성이 확대되기 이전인 2월 수준으로 주가 회귀 기대(인도 증시, 4.29일 올해 최고치 경신)

문남중, namjoong.moon@daishin.com

Commodity

사우디발 3차 유가 전쟁과 미 셰일 연쇄 파산 가능성

- 장기간 저유가 감당할 수 있다는 사우디, 커져가는 3차 유가 전쟁 가능성
- 3차 유가 전쟁, 2015년과 2020년처럼 미 셰일 기업들의 연쇄 파산 유발
- 이전처럼 유가 전쟁 후 회복될 유가, 그러나 지금 당장은 경계 필요한 시점

최진영, jinyoing.choi@daishin.com

Commodity

정부의 더 큰 유동성 유발할 중국 개인들의 금 사랑

- 금 매수 늘린 중국, 달러 패권에 대한 도전? 중국 정부가 아닌 중국 개인이 사는 것
- 중국 개인들의 금 사랑, 이유는 중국 정부와 위안화 표시 자산에 대한 불신
- 주식과 부동산 시장으로 개인 자금 유인 위해 유동성 확대(일드↑)할 중국 정부

최진영, jinyoing.choi@daishin.com

[이달의 환율] 헤어지자고? 이제 100 일인데

- 미국 투자심리 악화에 4월 달러인덱스 하락폭 확대, 달러원환율은 대내 정치 불확실성이 해소된 가운데, 장 중 1,410원대까지 하락
- 무역협상 진행 과정에서 환율 변동성 확대 불가피. 미중갈등 완화 여지 나타날 경우 기팔랐던 달러가치 하락폭 일부 되돌림 가능
- 그러나 상반기 미국-비미국 성장 격차 축소에 따른 달러 약세 국면 유효, 달러원 환율 하향 안정화 흐름 지속될 여지

이주원. joowon.lee2@daishin.com

산업 및 종목 분석

[1Q25 Review] 키움증권: 못하는게 없네

- 브로커리지, 자산관리, IB, 트레이딩 등 전 부분 수익성 개선
- 주문 지연 관련 보상금 비용 반영 거의 없을 듯
- 국내 거래대금 호조, 발행어음 신규 인가 등 기대감 풍부, 목표주가 상향

박혜진. hyejin.park@daishin.com

[Company Report] 예스티: 확장되는 반도체 장비 포트폴리오

- 퍼니스, 네오콘 등 반도체 장비를 주력으로 생산 및 납품
- HPA 및 W가압장비 등 확장되는 반도체 장비 포트폴리오
- HPA장비의 특허 문제 해소로 양산매출엔 영향 없을 것으로 예상

박장욱. JangwookPark@daishin.com

[Issue & News] LGU+: DC Inside

- 파주 AIDC 신축 계획 공시. 4.7~6.2천억원, 기존 CAPEX 내에서 투자
- DC 매출 성장을 지난 5년간 연평균 12%, 향후 5년간 30% 전망
- 52주 신고가 달성. 이익 개선 및 주주환원 증가. 25E OP 1.03조원(+19%)

김희재. hoijae.kim@daishin.com

[1Q25 Review] 아모레퍼시픽: 글로벌 리밸런싱과 중국의 콜라보

- 서구권 고성장과 중국 흑자전환하며 컨센서스 상회
- COSRX 역성장은 아쉽지만 라네즈의 글로벌 브랜드력 재확인 긍정적
- 하반기 실적 모멘텀 강화 기대. 매수 추천

정한솔. Hansol.jung@daishin.com

[1Q25 Review] 메타 플랫폼스(META): AI 추천 모델, Direct Response 가 상쇄하는 광고 업황 둔화

- AI 광고 & 콘텐츠 추천 모델 성능 향상에 따른 매출 증대
- Direct Response & AI가 상쇄하는 업황 둔화. AI 지원 위해 CAPEX 확대
- 12MF P/E 22배 수준으로 밸류 부담 적은 구간

서영재. youngjae.seo@daishin.com

[FY 3Q25 Review] 마이크로소프트(MSFT): OpenAI 가 견인한 AI 클라우드 성장률 가속화

- AI 클라우드 수요 증가에 예상 외로 반등한 Azure 성장률
- 클라우드에 기반해 가이드언스도 예상 상회. CAPEX 가이드언스 톤은 유지
- 12개월 선행 PER 27배 수준으로 밸류에이션 부담 크지 않은 구간

서영재. youngjae.seo@daishin.com

[1Q25 Review] 현대글로비스: 관세 입항세 규제 영향에도 안정적 실적 이어질 전망

- 25년 1분기 실적 당사 추정을 소폭 하회, 시장 기대치는 충족
- 미국의 자동차 및 부품 관세와 입항세 불확실성 해소 시 주가 상승 전망
- 완성차 해상운송과 CKD부문이 2025년 실적 개선을 이끌 것으로 예상

양지환, jihwan.yang@daishin.com

[1Q25 Review] 팬오션: LNG 부문이 깜짝 실적에 기여

- 2025년 1분기 실적 당사 및 시장 컨센서스 상회하는 양호한 실적 시현
- LNG사업부문의 매출 및 이익 증가, 환율 상승이 주된 이유
- 미국의 관세부과와 USTR의 입항세 관련 동사 영향은 제한적

양지환, jihwan.yang @daishin.com

[1Q25 Review] 금호타이어: 오버행과 관세에 매몰된 펀더멘털 개선

- 1Q25 매출은 예상 부합했으나, 원재료/운임 부담으로 수익성 부진
- 2Q25 이후 비용 완화 예상되나, 관세/오버행 우려로 시장 관심 제한
- 회사의 펀더멘털 개선세 감안 시, 중장기 관점에서 지속 접근 필요

김귀연, gwiyeon.kim@daishin.com

[1Q25 Review] 넥센타이어: 유럽 풀가동이 현실이 된다

- 유럽 램프업 효과 본격화로 매출/영업이익 모두 서프라이즈 기록
- 미국 공장 없어 관세 우려 불가피하나, 유럽 램프업으로 일부 상쇄 예상
- 시장 내 관세 우려 정점 통과함에 따라 관심 높일 필요

김귀연, gwiyeon.kim@daishin.com

[1Q25 Review] 현대위아: 2026년에 봐야 할 종목

- 1Q25 중단사업손익(기계) 제외 시, 당사 추정에 부합하는 실적 시현
- '25년 멕시코 엔진 단산 영향/기계 사업 매각에 따른 외형 성장 제한
- '26년 HEV엔진 공급, CVJ 증설, 열관리 확대에 따른 모멘텀 발현 예상

김귀연, gwiyeon.kim@daishin.com

[1Q25 Review] 롯데정밀화학: ECH 적자축소, 시장기대치 상회

- 2개분기 연속 실적 개선, 1Q25 OP 188억원으로 컨센서스 +14% 상회
- ECH 적자 축소에 따른 케미칼 부문 실적 개선에 기인
- 북미 수입산 에폭시에 대한 관세 영향으로 동사의 판매량 증가 수혜 기대

위정원,jungwon.weee,weeee@daishin.com

[1Q25 Review] LG 화학: 첨단소재부문 기대치 상회

- 첨단소재 호실적으로 1Q25 OP 4,470억원 시장 기대치 +168% 상회
- IT/EP 마진율 개선, 양극재 부문 환율 상승에 따른 판가 개선으로 OPM 상승
- 1H25 주요 고객사 재고조정 영향에 따른 출하량 감소 불가피 전망

위정원,jungwon.weee,weeee@daishin.com

[1Q25 Review] 한미약품: 실적은 컨센서스 부합, 하반기가 기대된다

- 1Q25 연결 매출 3,909억원(-3.2%yoy), 영업이익 590억원(-23.0%yoy)
- 파트너사 임상 시료 공급 효과 및 북경한미 실적 회복세로 컨센서스 부합
- 6월 미국 당뇨 학회 발표 및 하반기 북경한미 실적 회복에 주목

이희영,heeyoung.lee@daishin.com

[1Q25 Review] 두산에너지빌리티: 2Q25 이후 수익성 개선, K-원전/가스터빈/SMR 주기기 수주 본격화

- 1Q25 에너지빌리티 영업이익 -14억원(적전 YoY) 기록. 컨센서스 하회
- '25F 에너지빌리티 영업이익 3,277억원(+35%), 2Q25 이후 수익성 개선
- 투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 38,000원으로 상향(상승여력 +31.3%)

허민호,minho.hur@daishin.com

[1Q25 Review] F&F: 이익 사이클 저점 통과하며 턴어라운드 본격 시작

- 1분기 내수는 부진했으나 중국은 8% 성장하며 완전한 회복세
- 하반기 영업이익 증가세 전환, 이익 턴어라운드 전망
- 25-27년 매출 CAGR 10% 성장 목표치 제시하며 성장 자신감 표명

유정현,junghyun.yu@daishin.com

미국 1분기 GDP, 역성장이지만 관철아

- 미국 1분기 경제성장률 -0.3%, 3년만에 역성장
- 정부지출, 순수출의 마이너스 성장 기여에도 민간부문 수요 견조
- 관세 영향 본격화될 2분기, 예상보다 빠르게 통화정책 완화 전환 가능성

미국 1분기 국내총생산 0.3% 감소

‘미국 예외주의’를 내세우며 높은 성장세를 나타내던 미국 경제가 결국 3년만에 역 성장을 기록했다. GDP물가가 큰 폭 상승하며 실질 성장률이 마이너스를 기록, 예상 을 하회했지만, 세부지표를 보면 여전히 미국 경제는 견조해 보인다.

지난 연말 강했던 소비수요(PCE)는 연초 소비 공백으로 이어져 소비 증가세가 비교적 큰 폭 둔화됐다. 하지만 PCE물가 상승세를 감안하면 소비는 비교적 양호한 것으로 판단되며, 정책 불확실성에도 비주거용 투자가 큰 폭 증가해 소비보다 높은 성장 기여를 나타냈다. 정보처리기기 투자 중심으로 설비투자가 22.5% 증가한 것이다. 관 세 영향도 나타나기 시작했다. 수입이 -5.0%의 성장기여를 나타냈으며, 이는 재고 로 쌓여, 재고증감은 성장에 2.25% 기여를 나타냈다.

한편, 정부지출은 2022년 2분기 이후 처음으로 감소 전환, 마이너스 성장 기여를 나 타냈다. 반면 민간부문 최종수요가 전분기 대비 소폭 확대되며 3.0% 증가했다는 점 에서 미국 경제는 아직 침체 징후를 찾기 어렵다. 베센트 재무장관이 언급해왔듯이, 정부지출 중독에서 벗어나 민간 주도 성장을 나타낸 것이다.

관세 영향은 2분기부터, 공급망 재편 가속화 가능성

물론 1분기 GDP는 이미 과거 데이터다. 4/2 발표한 관세 영향은 이제 막 확인되기 시작했다. 높은 관세로 인해 물가는 다시 상승세가 확대되고, 동시에 경제활동은 마 비되면서 고용시장이 위축될 수 있다. 물가 상승과 고용 위축이 동시에 발생하면, 연 준이 경기침체를 막지 못할 것이라는 걱정은 시장 변동성 확대로 이어지고 있다.

무엇보다 대중 관세로 인한 소비자물가 압력에 대한 경계가 크다. 특히 5월말 공휴 일/세일을 앞두고 공급망 붕괴 우려가 확산되고 있다. 젠슨 황 CEO도 인정한 AI 기 술을 보유한 중국이지만, 여전히 우산, 장난감 등 상당수의 단순 소비재에서 미국의 중국 수입의존도가 여전히 높다는 점은 놀라운 부분이다.

하지만 해당 상품은 첨단 제조상품과 달리 빠르게 대체될 수 있다. 인도, 멕시코 등 을 중심으로 공급망 재편이 기대되는 부분이다. 이번 4월 PMI에서 중국 제조업은 수 출주문 지수가 큰 폭으로 하락한 반면, 인도는 수출 주문이 큰 폭으로 상승하며 제 조업지수 상승세를 이어갔다. 게다가 인도는 미국과의 관세 협상을 서두르고 있는 데, 중국 수입의존도가 높은 품목에 유리한 관세를 요구하고 있다. 공급망 재편이 빨 라질 경우 재화 관련 물가 상승 압력도 빠르게 완화될 수 있다. 여기에 1) 에너지 가 격 하락, 2) 서비스 물가 안정, 3) 임금 상승 압력 둔화 등이 물가 상승 속도를 조절 할 것으로 기대된다. 연준의 통화정책 완화 전환이 생각보다 빨라질 수 있다.

금리인하, 무역협상을 압박하는 경제지표들

- 고용보고서와 FOMC 를 거치며 트럼프 & 파월의 정책 살펴보기
- 5 월 FOMC 금리 동결 기정사실화. 파월 의장의 기자회견 스탠스가 핵심 변수
- 미·중 무역 갈등, 발언과 보복 강도는 점차 줄어들며 불확실성 완화 지속

다음주 증시는 관세 협상 진행 경과와 경제 지표, 연준의 메시지에 민감하게 반응할 것으로 예상,

트럼프 관세 정책을 둘러싼 불확실성과 이에 따른 경기 둔화 우려 완화. 1Q GDP 성장률이 전분기대비 연율 기준 -0.3%를 기록했지만, 수입 폭증(41.3%) 영향. 소비, 투자 지표 양호. 한편, Core PCE는 2.6%로 21년 3월(2.2%) 이후 최저치 기록. 경기와 물가 동시에 둔화됨에 따라 금리인하 압박은 커지는 중. 반면, 4월 ISM 제조업지수는 48.7로 예상치(48) 상회. 수출국면이지만, 신규주문 반등. 경기 부진은 불가피하지만, 시장의 우려만큼 관세 쇼크로 인한 경기 침체 징후는 약함을 시사

5월 2일 발표되는 고용지표에서 실업률은 전월과 동일한 4.2%가 예상되는 가운데 비농업 고용자수는 13.5만명으로 전월 22.8만명 대비 큰 폭 둔화 예상, 고용 둔화를 확인함에 따라 금리인하 압박 강도가 커지는 'Bad is Good'으로 시장 반응할 것

한국시간 8일 새벽에 예정된 5월 FOMC에서는 금리 동결 기정사실화. 파월 의장의 기자회견 내용과 향후 정책 방향에 대한 커뮤니케이션이 시장의 방향성을 결정지을 핵심 변수. 특히 트럼프 정책이 성장과 물가에 미치는 영향에 대한 평가, 그에 따른 통화정책 방향에 대한 시그널에 시장이 민감하게 반응할 것. 금리인하 경로 이외에도 QT 축소 등 또 다른 연준의 시장 개입이나 시장의 충격에 연준이 개입할 준비가 되어있다는 시그널이 나온다면 증시 안도감 유입 가능. 기대 인플레이션 급등이나 파월과 트럼프 사이의 대립구도가 부각된다면 증시에 부담으로 작용할 수 있음

FOMC를 앞두고 5일 ISM과 S&P에서 각각 발표되는 서비스업 PMI는 미국 경기 상황을 판단하는 또다른 지표가 될 것. ISM 서비스업지수는 전월 50.8 대비 둔화된 50.4가 예상, 세부지표에서 고용과 가격지수 해석, 응답 기업들의 코멘트 등은 특히 트럼프 행정부의 관세정책 등이 서비스기업에 미치는 영향을 판단할 수 있는 지표

격화되는 미·중 무역 갈등, 발언과 보복 강도는 점차 줄어들며 불확실성 완화

트럼프 행정부의 예측 불가능한 정책과 격화되는 미·중 무역 갈등은 시장 부담 요인. 미국과 중국은 상호간 사실상 교역이 불가능한 수준의 고율 관세를 부과한 뒤 무역협상 진행 여부를 두고 진실게임이 이어지며 긴장감 지속. 그러나 불확실성 증폭 국면은 지나간 것으로 판단. 발언과 보복 강도는 점차 줄어들며 불확실성 완화 & 변동성 축소되는 국면으로 진행 예상

현재 KOSPI 밸류에이션은 12개월 선행 P/E 8.74배, P/B 0.81배로 여전히 3년 평균의 -1 표준편차 수준 미달. 불확실성 완화, 1Q 실적 호조로 저평가 매력 부각 예상. 중단기 가격메리트가 높고, 실적대비 저평가된 반도체, 자동차, 인터넷, 제약/바이오, 2차전지 업종에 대한 비중확대 전략 유지. 연휴를 앞둔데 따른 매물 출회, 단기 변동성 확대는 비중확대 기회로 판단. 5월 KOSPI Target은 2,650p로 추가 상승 여력 존재

Global Strategy

Global Strategist 문남중

nampoong.moon@daishin.com

Risk-On 빠른 전개, 2월 수준으로 회귀하는 글로벌 증시

- 美 경제지표, 물가 안정, 트럼프 정책 후퇴, 성장 둔화 대비 정책 필요성 ↑
- 각국 상황, 실물경제 안정을 도모하기 위한 통화재정정책 기대
- 미국 등 주요국 증시, 2월 수준으로 주가 회귀 기대(인도 증시, 올해 최고치)

미국과 교역국 간 무역 협상이 본격화되면서 4,800선을 위협하던 S&P500지수는 5,700선 문턱까지 올라섰다. 3월이 트럼프 관세 위협에 흔들렸던 한 달이었다면, 4월은 관세 현실화가 경기 침체를 자극해 급락하기도 했지만 문제 해결 가닥에 공포심리 및 트럼프 관세 위협은 정점을 지나게 됐다.

5월은 다시금 트럼프 관세 정책으로 변곡점을 맞이하게 된 시점으로 S&P500지수는 6,000선을 향해 뛰기 시작할 것이다. 3월 물가(PCE)와 1/4분기 GDP 그리고 4월 고용지표(5.2일 예정) 결과는 각각 물가 안정, 트럼프 정책 후퇴, 성장 둔화를 대비하는 정책 필요성을 높이며, 당장 6~7일 5월 FOMC를 앞두고 연준의 금리 인하 기대를 높일 것이다. 참고로 CME 패드워치 툴(5.1일 09:22:01 CT)은 5월 금리 동결 93%, 6월 25bp 인하 62.8% 확률로 올해 첫 금리 인하 시기를 6월로 예측 중이다.

주요국 상황을 살펴봐도 중국은 1/4분기 GDP(5.4% YoY)가 깜짝 성장했지만 저물가 장기화와 재정건정성 악화 부담, 유럽은 무역갈등에 부정적 수요 충격 압력 등 성장의 하방 압력에 놓여 있다. 일본은 5월 BOJ 금정위에서 25~26년 실질 경제 성장률과 물가 상승률 하향 조정, 한국은 25.1/4분기 실질 GDP의 전기대비 0.2% 감소로 경제의 하방 리스크가 확대되고 있다.

이는 경기 부양책 도입(중국), 추가 금리 인하(유럽), 금리 인상 시기 조율(일본), 추경 편성 등 재정정책(한국)형태로 실물경제 안정을 도모하기 위한 각국의 통화재정정책을 기대하게 만든다. 미국을 비롯한 주요국 증시가 5월에는 트럼프 관세 위협으로 변동성이 확대되기 이전인 2월 수준으로 주가가 회귀하는 요인이 될 것이다. 인도 증시가 4.29일 올해 최고치를 경신한 점도 가능성을 높이는 대목이다.

표 1. 다음 주 중요 경제지표 및 이벤트(25.5.5~5.11)

경제지표 & 이벤트명	국가	일정	전기치	예상치	방향성	내용 및 시사점
4월 차이신 서비스업PMI	중국	5.6	51.9 %	-	-	내수 정책 지원 등에 따른 신규 사업 성장을 지속 여부 중요
5월 FOMC(6~7일, 기자회견)	미국	5.8	4.50 %	4.50 %	-	5월 동결, 3월 PCE, 4월 고용지표 결과는 6월 금리 인하 기대로 연결
5월 통화정책회의	브라질	5.8	14.25 %	14.75 %	▲	인플레이션 억제를 위한 금리 인상 무게. 25년 말 15% 예상(현 14.25%)

일자	국가/지역	주요 지표	기간	단위	전기치	예상치	대비
5.5	중국	휴장(한국: ~6일, 일본: ~6일, 중국, 홍콩 등)					
5.6	중국	차이신 서비스업PMI	4월	%	50.8	50.2	▼
5.7	유럽	소매판매	3월	% MoM	0.3	-0.1	▼
5.8	미국	FOMC(6~7일, 기자회견)	5월	%	4.50	4.50	-
	브라질	통화정책회의	5월	%	14.25	14.75	▲

기준일: 25. 5. 1
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

사우디발 3차 유가 전쟁과 미 셰일 연쇄 파산 가능성

- 장기간 저유가 감당할 수 있다는 사우디, 커져가는 3차 유가 전쟁 가능성
- 3차 유가 전쟁, 2015 년과 2020 년처럼 미 셰일 기업들의 연쇄 파산 유발
- 이전처럼 유가 전쟁 후 회복될 유가, 그러나 당장은 경계가 필요한 시점

장기간 저유가 감당할 수 있다는 사우디, 커져가는 3차 유가 전쟁 가능성

4월 30일, 로이터는 사우디 정부 관계자들이 '더 이상 추가 감산에 나설 의지가 없으며 장기간 저유가를 감당할 수 있다'는 발언을 인용해 보도했다. OPEC+는 전세계 공급의 5%를 감산 중이며 이 가운데 2/5는 사우디 측이 부담한다. 글로벌 3대 원유 생산국 사우디의 스탠스 변화가 주목 받을 수밖에 없는 부분이다.

스탠스 변화에는 내부 갈등에서 찾을 수 있다. 24일 카자흐스탄 에너지 장관은 원유 생산 결정권에 있어 OPEC+의 이익보다 자국 이익을 더 우선시 할 것이라 강조했다. 실제로 카자흐스탄은 감산 합의안 보다 +40만b/d 이상 생산 중이다. OPEC 사무국은 미이행분에 대한 추가 감산을 이행하라 명령했으나 이 역시 거부하고 있다.

상황이 이렇다면 3차 유가 전쟁을 고민할 수밖에 없다. 2014~2015년과 2020년 사우디 측은 전세계 석유 수요가 둔화되는 가운데 경쟁자들을 압살하기 위해 대규모 증산(OSP ↓)을 결정하며 유가를 급락시킨 바 있다. 수요 상황은 지금과 비슷하다. 미중 무역 전쟁으로 인해 운송항 수요의 둔화 우려가 커지고 있다. OPEC과 IEA, EIA 등 3대 에너지 기구는 올해 석유 수요 전망치를 일제히 하향 조정했다. 이 같은 상황에서 3차 유가 전쟁이 발발할 경우 유가는 50달러선 마저 위태로울 수 있다.

미 셰일 기업들의 연쇄 파산 가능성, 미래 유가는 상승하겠지만 지금은 경계

중요한 것은 3차 유가 전쟁이 미 셰일 기업들의 연쇄 파산으로 연결될 수 있다는 점이다. 지난 자료 <급등한 금리와 무너진 유가가 말하는 트럼프의 마지노선(4/11)>에서 살펴본 바와 같이 미 셰일 기업들의 부채는 2026년까지 집중되어 있다. 미 장기물 금리가 여전히 높은 상황(미 에너지 하이일드 스프레드 ↑)에서 유가 60달러선 붕괴는 이자 부담을 더욱 가중시킬 수 있다. 2015년과 2020년 악몽의 재현이다.

유전 개발 투자 또한 기대하기 어려울 수밖에 없다. 신규 유정당 개발 비용은 배럴당 65달러(3월말 기준)로 현 유가를 감안하면 적자 사업이 된다. +30% 인상된 유정용 강봉 가격까지 감안하면 적자폭은 더욱 커지게 된다. 대형 셰일 기업들이 상대적으로 양호한 현금 흐름을 보유하고 있음에도 유전 개발을 주저하는 이유이다.

물론 이는 미래 유가의 본격적인 상승을 유발할 소재이다. 유가 전쟁이 끝난 2016년과 2021년에도 공급할 플레이어가 부족해지자 유가는 빠른 속도로 회복할 수 있었다. 다만, 지금 당장은 대응에 집중할 시점이다. 3차 유가 전쟁 발발 시 추가적인 가격 레벨-다운은 불가피하다. 어디까지나 가정이지만 과거의 경험은 무시할 수 없다. 예상보다 길어지는 미중 무역 전쟁과 3차 유가 전쟁 가능성, OPEC+의 6월 증산 계획 발표가 중요해진 순간이다.

정부의 더 큰 유동성 유발할 중국 개인들의 금 사랑

- 금 매수 늘린 중국, 달러 패권에 대한 도전? 정부가 아닌 개인이 사는 것
- 중국 개인들의 금 사랑, 이유는 정부와 위안화 표시 자산에 대한 불신
- 주식과 부동산으로 개인 자금 유인 위해 유동성 확대(일드↑)할 중국 정부

금 매수 늘린 중국, 달러 패권에 대한 도전? 정부가 아닌 개인이 사는 것

중국의 금 거래가 확대되고 있다. 중국 PBOC(인민은행)는 1/4분기 동안 12.8톤의 금을 매입하며 5개월 연속 늘리고 있다. 일각에서는 이를 두고 레이 달리오가 말하는 달러 기축통화에 대한 도전이라 주장하며 최근 미 채권 시장에서 발생한 변동성 역시 중국 정부에 의한 결과물일 것이라 추측한다.

그러나 금 매수의 주체는 중국 정부가 아닌 중국 개인들이다. 4월 중국의 금 ETF로 유입된 자금만 74억달러(약 70톤)로 전세계 금 ETF로의 자금 유입 중 50% 이상을 차지했는데 이는 PBOC가 매입한 것의 25배에 달하는 규모이다. 중국 정부도 아닌 개인들의 금 매수를 달러 기축통화에 대한 도전 논리와 엮는 것은 년센스이다.

중국 개인들의 금 사랑, 이유는 정부와 위안화 표시 자산에 대한 불신

중국 개인들이 일드도 없는 금을 사는 이유는 간단하다. 정부와 위안화 표시 자산에 대한 불신이다. 1)중국 정부는 미국과의 관세 전쟁에서 이길 수 있다 주장하지만 CSI300/위안화 표시 금 가격의 상대 성과가 말해주는 것처럼 시장의 평가는 냉혹하다. 이들은 수출 물동량 악화와 잉여 재고를 더 걱정하며 위안화를 헛지하고 있다.

2)내수 부양에 대한 신뢰성 역시 결여된다. 지난 12월 공산당 경제공작회의에서 당 지도부는 내수 활성화를 위해 부동산 가격을 적극 방어(규제 완화, 신규 택지 공급 철회, 유동성 지원 확대)할 것이라 약속했지만 거래량은 여전히 답보 상태이다. 소비 심리는 부동산 장기 불황으로 개인들의 노후가 무너지면서 낮은 레벨이 유지되고 있다. 1선 도시 주택 가격/위안화 표시 금 가격 상대 성과가 이를 증명한다.

주식과 부동산으로 개인 자금 유인 위해 더 큰 유동성 필요해진 중국 정부

개인들의 자금이 금에 집중된다는 것은 상장 기업들의 자금 조달과 주택 관련 내구재 소비(전체 소비의 35%)가 회복되기 어려울 수 있음을 의미한다. 중국 정부가 결코 용인할 수 없는 부분으로 이는 더 큰 부양을 기대할 수 있다. 4월 8일 PBOC는 국부펀드 CIC에 재대출을 용인하며 ETF 매수를 확대했다. 노동생산성 둔화(인구↓)를 총요소생산성으로 방어(AI/로봇 기반 성장)할 수 있다는 것을 홍보하기 위해 테크 기업 CEO 좌담회까지 열었다. 개인 자금을 유인하기 위해 총력전을 펼치고 있다.

4월 25일, 공산당 정치국 회의에서는 추가 유동성 조치가 있을 것이라 예고됐는데 현지에서는 50~100bp의 기준을 인하와 10~20bp의 LPR 금리 인하 가능성이 거론되고 있다. 약 3조위안의 유동성 효과로 이는 올해 중국 정부의 신규 부채(중앙정부 특별채와 지방정부 특수채) 발행 한도의 53%에 해당한다. 분명 강력한 부양이다. PBOC의 대차대조표는 FED와 ECB의 합보다 크다. 그런 중국이 2010년 이후 처음으로 통화정책 완화를 선언하면서 유동성을 말하고 있다. 확대될 유동성, 이는 구리와 같은 원자재 가격을 후행적으로 반등 시킬 수 있다는 점에서 주목이 필요하다.

FX

헤어지자고? 이제 100일인데

Economist /FX 이주원
joowon.lee2@daishin.com

4월 외환시장 리뷰: 길었던 4월을 보내며

정책 및 성장 경로 불확실성이 큰 탓에 미국 자산에 대한 투자심리 악화되며 달러인덱스는 하락폭을 확대하며 장 중 97pt 대 진입

미 관세 관련 불안이 좀처럼 해소되지 않는 상황에서 트럼프 대통령 발언에 외환시장 변동성 확대하는 흐름 지속

달러원 환율은 대내 정치 불확실성이 해소된 가운데, 대외 달러 약세를 반영하며 장 중 1,410원대까지 하락. 여타 통화와 키 맞추기 시작했으나, 달러인덱스가 고점(109.6p)대비 10.3% 하락한 반면 달러원 환율은 고점대비 4.3% 하락에 그친 수준

5월 외환시장 프리뷰: 미국 신뢰회복은 언제?

주요국과 무역 협상 진행 과정에서 관련 소식에 따른 변동성 확대 불가피

미중갈등 완화 여지 나타날 경우 가팔랐던 달러가치 하락폭 되돌림 가능하나, 상반기 미국-비미국 성장 격차 축소에 따른 달러 약세 국면 유효하다는 판단

장기적으로는 미국 감세 및 규제완화를 통해 다시 경기 확장 국면에 진입하며 달러 가치도 반등할 것으로 예상하나, 최근 국채 금리가 불안한 흐름을 보이는 등 정책 시행에 대한 의구심 잔존하여 단기적으로 이를 기대하기에는 이른 시점

향후 3개월 FX 전망

	USD	EUR	JPY	CNY
Fundamental	- • 관세 강화에 따른 경기 하방리스크 부각 지속	0 • 대외 정책 불확실성에 수출 경기 둔화 불가피 • 금리인하에 내수 개선 가능성	0 • 관세는 수출 경기에 부정적 • 인플레이션 우려 지속, 높은 물가 감소비율 회복 가능성	0 • 내수 저점 통과 조짐 • 관세 강화에 따라 수출 경기 하방 리스크 불가피
Policy	- • 정책 불확실성 잔존 • 비관세 장벽에 환율 문제 언급 • 성장 둔화 감안한 연준 스탠스 조절 가능성	0 • ECB 통화정책 완화 지속	0 • 미일 협상 결과가 BOJ 금리 결정에 영향 주는지 모니터링 필요 • 참의원 선거 앞두고 감세 등 지지율 유지 위한 정책 발표 가능성	+ • 내수 확대 기초 유효 • 통화정책 완화에 따른 경기개선 기대 작용 가능
Sentiment/Trading	0 • 달러가치 반등 위해서는 미국 자산 투자심리 회복 필요	0 • 미국대비 시총금리 상대적으로 안정적 • 그러나 기대만큼 경기 회복 및 정책 시행이 빠르지 확인 필요	+ • 미 정책 불확실성으로 인한 안전 선호 심리는 엔화 강세 뒷받침 • 미 약달러 선호 시 달러엔 환율 하락 요인	0 • 미중갈등 지속 시 투자심리 악화 불가피
Range	90~105	1.05~1.20	130~150	7.00~7.40
KRWUSD	• 대내 정치 불안 해소된 만큼 달러원 환율도 대외 달러 흐름에 연동될 공산이 클. 최근 가팔랐던 달러 하락세 되돌림 나타날 시 달러원 환율도 반등 가능하나 상반기까지 하향 안정화되는 방향 유효하다는 판단. 특히 미국과 협상 과정에서 환율 관련 내용 구체화될 경우 환율 추가 하락 요인으로 작용할 가능성도 감안할 필요 • 다만 위안화 proxy 통화로서 인식이 남아있어 위안화 약세가 지속될 경우 달러원 환율 하락을 일부 제한할 여지도 잔존 • 향후 3개월 Range: 1,360~1,500원			

자료: 대신증권 Research Center

키움증권 (039490)

박혜진

hyejin.park@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

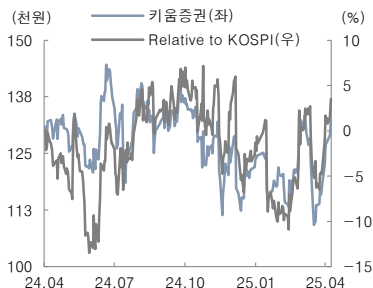
6개월
목표주가180,000
상향현재주가
(25.04.29)

132,400

증권업종

KOSPI	2,565.42
시가총액	3,241십억원
시가총액비중	0.15%
자본금(보통주)	110십억원
52주 최고/최저	144,600원 / 109,200원
120일 평균거래대금	105억원
외국인지분율	26.18%
주요주주	다우기술 외 5인 44.17% 국민연금공단 13.12%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.1	6.3	-1.8	0.1
상대수익률	1.8	5.2	0.2	4.8



못하는게 없네

- 브로커리지, 자산관리, IB, 트레이딩 등 전 부분 수익성 개선
- 주문 지연 관련 보상금 비용 반영 거의 없을 듯
- 국내 거래대금 호조, 발행어음 신규 인가 등 기대감 풍부, 목표주가 상향

투자의견 매수, 목표주가 180,000원으로 +12.5% 상향

1분기 컨센서스 상회하며 순조로운 출발. 넥스트레이드를 포함한 국내 일평균 거래대금이 25조원에 육박하고 있고, 무엇보다 발행어음 신규 인가 기대되어 탄탄한 브로커리지를 기반으로 IB 영역까지 확장할 수 있는 라인업이 완성되고 있음. 특히 주문 지연 관련 보상금 규모가 당초 예상보다 크지 않고 사측이 부담하는 비용이 거의 없을 것으로 파악되어 우려로 작용하던 부분 역시 소멸. 이처럼 '25년 실적 호조와 더불어 '26년 발행어음 신사업 진출에 대한 기대감 존재하고, '25년 BPS적용함에 따라 우리는 동사의 목표주가를 기존 160,000원에서 180,000원으로 +12.5% 상향함. 최근 증권업은 실적호조, 규제완화 등 더할나위 없이 좋은 환경을 맞이하고 있음

1Q25 연결 순이익 2,353억원(QoQ +60.7%, YoY -4.1%) 기록

1분기 순이익은 당사 추정과 컨센서스를 7.6% 상회하는 좋은 실적을 달성. 국내 거래대금이 다시 증가하였고, 해외주식 전체 거래대금은 감소하였으나 동사 약정 금액이 크게 증가하면서 BK수수료수익이 양호했음. IB수익은 가산동 데이터 센터 리파이낸싱 2,500억원, 아산 동산지구 PF 주선 1,100억원 등 다수의 대규모 부동산 PF 딜 수행하여 관련 수수료수익 증가하였으며, ECM, DCM, IPO, M&A에서도 견조한 수수료 수익을 유지

보유 채권 규모가 크지 않고, 공격적으로 운용하지 않는 동사 특성상 트레이딩수익은 대형사 대비 다소 부진할 것으로 예상하였는데, 채권 및 파생상품(ELS)운용 수익 증가 및 우리금융지주 배당금 178억원 반영되며 트레이딩 수익 1,317억원 (QoQ +777%, YoY -23.5%)으로 우수한 실적을 달성. 국내 거래대금 호조에 따라 동사 신용공여 잔고 3.6조원으로 증가하여 이자이익도 증가함

다만 자회사 저축은행 두 곳 관련하여 부실채권 상/매각이 지연되어 당 분기에도 한 회사당 총당금 200억원 이상 발생(캐피탈 63억원). 2분기까지 추가 총당금 반영될 것으로 사측은 전망. HTS, MTS 주문 장애 관련 보상금액은 30억원 가량 발생할 것으로 추정하는데, 전산장애 관련 보험 가입되어 있어 별도의 비용 없이 보험금으로 총당 가능할 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022	2023	2024	2025E	2026E
순영업수익	1,259	1,151	1,833	1,845	1,910
영업이익	656	565	1,098	1,073	1,135
당기순이익	507	436	835	801	847
YoY	-43.9%	-14.0%	91.4%	-4.1%	5.8%
EPS	18,346	16,189	31,397	30,109	31,849
BPS	185,000	203,225	236,819	254,108	289,900
PER	4.58	6.15	3.73	4.52	4.27
PBR	0.45	0.49	0.49	0.54	0.47
ROE	11.41	9.19	15.85	13.72	13.10

자료: 키움증권, 대신증권 Research Center

예스티
(122640)

박장욱

Jangwook.Park@daishin.com

투자의견

N.R

6개월 목표주가

N.R

현재주가

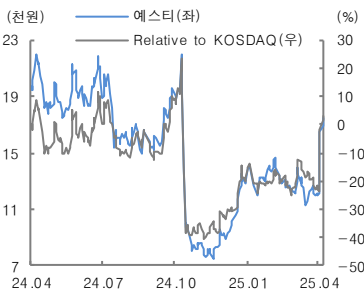
(25.04.30)

16,770

스몰캡 업종

KOSDAQ	717.24
시가총액	3,512억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	105억원
52주 최고/최저	22,000원 / 7,880원
120일 평균거래대금	27억원
외국인지분율	1.84%
주요주주	장동복 외 3 인 26.02%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	21.8	17.5	-23.8	-21.5
상대수익률	17.8	19.4	-21.5	-4.8



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	798	1,001	1,098	1,200	1,372
영업이익	-4	113	128	168	261
세전순이익	-239	124	190	252	350
총당기순이익	-287	112	148	197	273
자배분순이익	-283	104	143	193	271
EPS	-1,524	511	681	916	1,284
PER	NA	192	246	183	130
BPS	4,069	6,033	6,398	6,984	7,521
PBR	41	16	26	24	22
ROE	-363	105	111	137	177

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

확장되는 반도체 장비
포트폴리오

- 퍼니스, 네오콘 등 반도체 장비를 주력으로 생산 및 납품
- HPA 및 W가압장비 등 확장되는 반도체 장비 포트폴리오
- HPA장비의 특허 문제 해소로 양산매출엔 영향 없을 것으로 예상

퍼니스, 네오콘 등 반도체 장비를 주력으로 생산 및 납품

24년 매출액 기준 반도체 장비 비중이 85%로 매출의 대부분이 반도체에서 발생 중. 동사의 주력 반도체 장비는 퍼니스와 네오콘 장비임. 퍼니스 장비는 반도체 EDS 공정전에 웨이퍼에 열을 가해 웨이퍼 수율을 올려주는 역할을 하는 장비임. 기존의 오븐 장비와 비교해서 더 높은 열을 가할 수 있다는 장점이 있음. 네오콘 장비는 설치형 모듈 장비로 웨이퍼 이송장비인 EFEM에 부착되는 형태로 납품 중. 질소를 사용하지 않고 장치내 습도를 줄일 수 있어 경제성 측면과 ESG 측면에서 주목받은 장비임

W가압 장비, 고압수소 어닐링 장비 등 확장되는 장비 포트폴리오

동사의 반도체 장비의 포트폴리오는 확장되는 중. W가압장비는 TC-NCF HBM제조 공정에서 HBM 제조 후, 마무리 단계에서 빈 공간을 없애 주는 용도로 사용됨. 고압수소 어닐링 장비(HPA)는 웨이퍼의 결정과 손상을 다시 복구하는 용도로 사용됨. 동사는 미세화 및 고단화와 관련한 최첨단 장비들로 포트폴리오를 확장하는 중

양산 매출에 문제가 없을 것으로 예상되는 HPA

동사가 진출하고자 하는 HPA 장비는 국내 H사가 독점 중임. 동사의 장비에 대해 H사는 개폐장치와 관련한 특허를 침해한 것으로 동사에 특허침해 민사소송을 청구한 바 있음. 동사는 이에 대응하여 별도로 특허심판원에 동사의 장비의 개폐장치 구조가 H와 다른 구조라는 소극적 권리를 주장하는 내용으로 특허 심판원에 판결을 신청하였고, 작년 10월말 판정 보류 판단을 받았으나, 올해 4월 동사의 소극적 권리를 인정 받았음. 특허 심판원의 3차 심판과 H사의 특허침해 민사소송이 남아있으나, 특허심판원의 결과를 고려한다면, 동사의 HPA 장비의 양산 매출이 발생하는 것에는 큰 문제가 없을 것으로 예상함

25년 매출액 1,088억원(+YoY8.7%), 영업이익 128억원(+13.8%)전망

25년은 동사의 주력 장비인 퍼니스와 네오콘장비에 더불어 일본 반도체 고객사향으로 HPA 장비 데모 매출이 일부 발생할 것으로 기대됨. 이에 따라, 25년 매출액 1,088억원(+YoY 8.7%), 영업이익 128억원(+YoY 13.8%)으로 소폭의 성장을 예상함. 25년 예상 P/E 25배로 저렴한 밸류에이션은 아니나, HPA와 더불어 W가압장비 등 고부가가치장비향 매출이 발생함에 따라 본격적인 실적 개선세가 나타날 것으로 기대됨. 고부가가치 장비인 HPA와 W가압장비의 본격적인 매출 발생 여부를 확인하면서 매수하는 전략을 추천함

LG유플러스 (032640)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

14,000

유지

현재주가

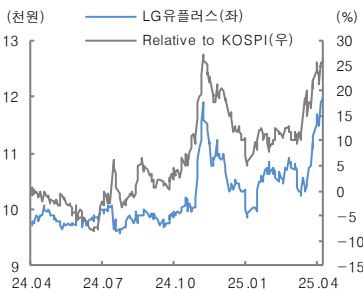
12,020

(25.04.30)

통신서비스업중

KOSPI	2556.61
시가총액	5,248십억원
시가총액비중	0.24%
자본금(보통주)	2,574십억원
52주 최고/최저	12,020원 / 9,580원
120일 평균거래대금	114억원
외국인지분율	35.49%
주요주주	LG 외 2 인 37.66% 국민연금공단 7.37%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.9	20.9	20.4	22.0
상대수익률	16.0	20.0	22.2	28.5



DC Inside

- 파주 AIDC 신축 계획 공시. 4.7~6.2천억원, 기존 CAPEX 내에서 투자
- DC 매출 성장률 지난 5년간 연평균 12%, 향후 5년간 30% 전망
- 52주 신고가 달성. 이익 개선 및 주주환원 증가. 25E OP 1.03조원(+19%)

투자의견 매수(Buy), 목표주가 14,000원 유지

25E EPS 1,385원에 PER 10배 적용. 최근 5년 통신업(KT, LGU+ 기준) 평균

데이터센터 사업 확장 계획 발표. 향후 5년간 DC 매출 연평균 30% 성장

파주 AIDC(AI Data Center) 신규 구축 계획 공시. 투자기간: 25.5월~27.5월
투자금액: 6.2천억원. 승인한도금액으로 예상 금액의 130%. 예상금액 4.7천억원

AIDC 투자금액은 연간 2천억원 수준이고, 연간 CAPEX 2조원 수준에 포함
이번 공시는 27년 완공을 목표로 하는 파주 AIDC 1센터 관련

LGU+가 파주에 확보한 부지는 8개 센터 정도의 구축이 가능한 규모

LGU+의 DC 규모는 IT Load 기준 100~130MW 수준. 3사 모두 유사한 규모

LGU+의 DC 매출은 24년 기준 3.6천억원, 20~24년 CAGR 13%

23년에 오픈한 평촌2센터는 축구장 6개 규모의 메가센터, 25년말부터 본격 매출
향후 5년간 DC 매출은 연평균 30%의 고성장을 보일 것으로 전망

이익 개선, 주주환원 증가, 외인 한도 소진, 주가 상승의 정배열. 52주 신고가

기업가치 제고 계획: 기본 배당성향 40%(최소 DPS 650원) + 0~20% 자사주
상반기 중 보유 자사주 678만주 소각, 하반기 자사주 취득/소각 전망

자사주 5% 취득시 총주주환원 50%, 15% 취득시 총주주환원율 60%

총주주환원 50% 기준. 25E 총주주환원 3.1천억원, 수익률 5.9%

총주주환원 60% 기준. 25E 총주주환원 3.8천억원, 수익률 7.2%

이익 개선과 주주환원 증가 시점에 특히 외인 매수세 유입이 증가하며 주가 상승
13~17년 이익 개선과 주주환원 증가 추세 형성. 외인 소진율은 50%대에서
100% 한도 소진까지 증가, 동기간 주가는 1만원 수준에서 1.7만원까지 상승

25년 OP 1조원 회복을 시작으로 향후 5년간 OP 성장률 연평균 11%, 총주주환원
증가율도 연평균 10% 전망. 다시 한번 추세 상승이 시작될 것으로 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	14,373	14,625	15,126	15,567	15,907
영업이익	998	863	1,030	1,105	1,211
세전순이익	771	451	788	861	964
총당기순이익	630	315	599	654	732
자배분순이익	623	374	599	654	732
EPS	1,426	858	1,385	1,544	1,755
PER	7.2	12.0	7.8	7.0	6.1
BPS	19,404	19,596	20,442	21,586	22,854
PBR	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5
ROE	7.5	4.4	6.9	7.3	7.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배분 기준으로 산출 / 자료: LG유플러스, 대신증권 Research Center

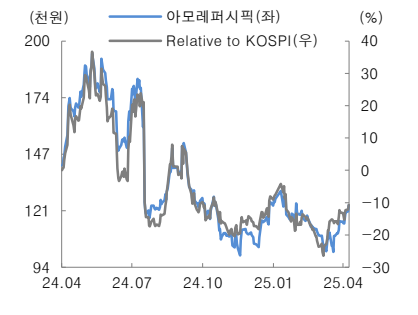
아모레퍼시픽
(090430)

정한솔
hansol.jung@daishin.com

투자의견 BUY
매수, 유지
6개월 목표주가 160,000
유지
현재주가 123,100
(25.04.29)
화장품업종

KOSPI	2565.42
시가총액	7,601십억원
시가총액비중	0.35%
자본금(보통주)	29십억원
52주 최고/최저	194,200원 / 99,500원
120일 평균거래대금	335억원
외국인지분율	23.64%
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 16 인 50.15% 국민연금공단 7.42%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	17.8	-2.3	2.2	-21.0
상대수익률	17.5	-3.4	4.2	-17.3



글로벌 리밸런싱과
중국의 콜라보

- 서구권 고성장과 중국 흑자전환하며 컨센서스 상회
- COSRX 역성장은 아쉽지만 라네즈의 글로벌 브랜드력 재확인 긍정적
- 하반기 실적 모멘텀 강화 기대. 매수 추천

투자의견 BUY, 목표주가 160,000원 유지

COSRX의 매출 감소에도 브랜드 포트폴리오와 지역 다변화를 통해 동사 브랜드력 입증하며 글로벌 브랜드사로 도약 중. 또한 실적 부담 요인으로 작용해 온 중국이 이번 분기 흑자전환에 성공한 점도 긍정적. 2분기에는 계절적 비수기 진입과 더불어 서구권 마케팅 집행 확대 및 호실적에 따른 성과급 총당금 증가 가능성 존재. 다만 글로벌 리밸런싱 효과로 본업의 실적 안정성이 확보되고 있고 COSRX 채널/가격 재정비 마무리와 신제품 출시 등으로 점진적 매출 회복이 예상되는 바 하반기 실적 모멘텀 강화 기대

1Q25 Review: 글로벌 리밸런싱과 중국의 콜라보

1Q25 매출액 1조 675억원(YoY 2%), 영업이익 1,177억원(YoY 62%, OPM 11.0%) 기록하며 컨센서스 상회. COSRX 제외 시 매출액 YoY 6%, 영업이익 YoY 24%, OPM 9.3% 추정

[국내] 매출액 5,773억원(YoY 2%) 영업이익 494억원(YoY 1%, OPM 8.6%) 기록. 인건비 총당금 약 250억원 발생하면서 채널/제품 믹스 개선에도 영업이익 증가 제한적. 일회성 비용 제거 시 OPM 13% 기록

화장품 매출액 4,766억원(YoY 2%), 영업이익 494억원(YoY 3%, OPM 10.3%) 추정. 면세는 여전히 역성장(YoY -14%) 했으나, 면세 제외 국내 매출 YoY 6% 성장 추정. 국내 소비 부진에도 전통채널 백화점과 방판 소폭 성장. 이커머스 및 MBS 채널 두자리수 성장 지속하며 성장 견인. 럭셔리 브랜드 YoY 9% 성장하며 제품 믹스 개선, 데일리뷰티 매출액 1,007억원(YoY 6%), 영업이익 10억원(YoY -40%, OPM 1%) 추정. 주요 브랜드 및 기능성 제품이 MBS 및 이커머스 채널에서 고성장하며 매출 증가. 다만 일회성 인건비 증가와 마케팅 비용 확대로 수익성 하락

[해외] COSRX 편입 효과로 매출액 4,730억원(YoY 40%), 영업이익 696억원(YoY 121%, OPM 14.7%) 기록. COSRX 제외 영업이익 YoY 11% 추정. COSRX 제외 매출액 북미 30%, 유럽 70% 이상 고성장하며 서구권 내 AP 브랜드의 경쟁력 입증. 일본도 40% 이상 성장하며 글로벌 리밸런싱 가속화. 중국은 채널 구조조정으로 매출액 -15% 감소. 비용 효율화와 주요 플랫폼 구조 개선 효과로 시장 예상보다 빠르게 8개 분기 만에 흑자전환에 성공(OPM 1% 추정). COSRX는 북미 리테일 재고 조정이 이어지고 있고 동남아 가격 재정비로 매출액 YoY -25% 역성장. 다만 효율적인 비용 집행으로 높은 수익성 유지하며 OPM 27% 추정. 2분기까지 재고 조정이 이어질 전망이나, 신제품 출시와 시장 가격 정상화로 매출 점진적 회복과 비용 관리를 통해 높은 수익성 유지 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전 추정	잠정치	1Q25			당사 추정	2Q25	
					YoY	QoQ	Consensus		YoY	QoQ
매출액	911	1,092	1,027	1,068	17.1	-2.2	1,033	1,003	10.8	-6.1
영업이익	73	78	96	118	62.0	50.0	99	86	1,980.2	-26.6
순이익	79	-55	97	94	20.2	흑전	85	87	-83.6	-7.6

자료: 아모레퍼시픽, FnGuide, 대신증권 Research Center

Meta Platforms (META)

서영재

youngjae.seo@daishin.com

투자 의견

(팩트셋 평균)

BUY
*(1,2)

목표주가(\$)

(팩트셋 평균)

705.9

현재주가(\$)

(25.04.30)

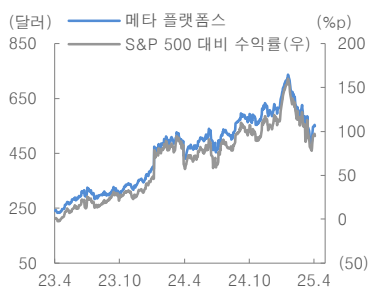
549.0

IT



기업명	Meta Platforms Inc
한글명	메타 플랫폼스
홈페이지	www.meta.com
결산월	12월
거래소 국가	US
상장 거래소	NASDAQ
시가총액(십억달러)	1,386.2
시가총액(조원)	1,970.5
발행주식수(백만주)	2,590.0
52주최고가/최저가	740.9 / 427.1
주요주주	Vanguard, 8.3%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.8	-20.0	-7.1	28.1
상대수익률	-4.4	-11.7	-2.9	17.2



AI 추천 모델, Direct Response가 상쇄하는 광고 업황 둔화

- AI 광고 & 콘텐츠 추천 모델 성능 향상에 따른 매출 증대
- Direct Response & AI가 상쇄하는 업황 둔화. AI 지원 위해 CAPEX 확대
- 12MF P/E 22배 수준으로 밸류 부담 적은 구간

1Q25 Review: AI 광고 & 콘텐츠 추천 모델 향상에 따른 매출 증대

1분기 매출액 423억 달러(+16.1% YoY, 환율 제외 시 +19.5% YoY)로 컨센서스 +2.4% 상회. 영업이익 176억 달러(+27.0% YoY)로 컨센서스 +14.3% 상회. EPS(GAAP 기준)는 6.43달러로 예상치를 +22.8% 상회. 영업이익 서프라이즈는 비용 관리, 순이익 서프라이즈는 주식보상비 지출에 따른 초과 세제혜택의 영향 매출 성장을 견인한 요인은 2가지. 첫째로, AI 광고 추천 모델 발전에 따른 전환율 상승. 1분기에 릴스용 신규 AI 콘텐츠 추천 모델 도입한 뒤 광고 전환율 5% 상승. 이는 미국 지역의 광고 단가 상승으로 연결 (1Q24 5% → 2Q24 9% → 3Q24 9% → 4Q24 12% → 1Q25 14%). 둘째로, AI 기반 콘텐츠 추천 모델 발전에 따른 사용 시간 증대. 메타는 지난해 3분기에 AI 콘텐츠 추천 모델 도입한 뒤 9개월 동안 페이스북, 인스타그램 사용시간이 각각 8%, 6% 증가했다고 밝힘. 이후 6개월 동안 AI 콘텐츠 추천 모델 성능이 향상되면서 페이스북, 인스타그램 이용시간은 각각 7%, 6% 추가로 증가. AI 추천 모델들의 경우 도입한 초기 시기보다는 모멘텀이 둔화되기는 했으나 꾸준히 매출 성장에 기여하고 있음

Direct Response & AI가 상쇄하는 업황 둔화. AI 지원 위해 CAPEX 확대

25년 2분기 매출 가이드는 425~455억 달러로 중간값 기준 컨센서스 +0.4% 상회. 관세 부과 이후 불확실성이 커진 점을 감안하면 양호한 수치. 메타는 광고 대부분이 Direct Response 중심으로 이루어져 있다고 밝히면서, 최근 브랜드 광고 감소에 따른 여파가 상대적으로 적었을 가능성을 시사. 아울러, 앞서 언급한 AI 추천 모델도 광고 업황 둔화를 상쇄하는데 도움을 준 것으로 추정

총지출 가이드는 1,130~1,180억 달러로 직전 대비 10억 달러 하향. 반면, CAPEX 가이드는 640~670억 달러로 기존 600~650억 달러 대비 크게 상향하면서 컨센서스 +14.2% 상회. Core, 생성형 AI를 지원하기 위해 CAPEX 상향. Core = AI 기반 콘텐츠 추천 모델, AI 기반 광고 추천 모델. AI 추천 모델을 통해 유저 사용 시간, 광고 전환율이 높아짐에 따라 CAPEX를 늘림

한편, 스레드 MAU는 3.5억 명으로 증가. 30개 지역에서 광고를 테스트하고 있음. 2025년에는 매출 기여가 크지 않지만 점진적으로 증가할 것으로 기대

AI를 통해 매출 성장을 견인하는 가운데, 비용 증가를 억제하면서 이익률 상승. 12개월 선행 PER 22배 수준으로 밸류 부담도 적음. 불확실한 광고 업황에도 메타 플랫폼스는 상대적으로 긍정적인 추가 흐름 예상

* 투자 의견: 애널리스트의 컨센서스를 구간별로(1- Strong Buy, 1.5- Buy, 2- Hold, 2.5- Sell, 3.0- Strong Sell) 수치화. 1에 근접할수록 긍정적인 투자 의견

1Q25 실적 지표

(단위: 십억달러, 달러, %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25				2Q25	
			발표치	컨센	서프	YoY	QoQ	컨센
매출액	36.5	48.4	42.3	41.3	2.4	16.1	-12.5	43.8
영업이익	13.8	23.4	17.6	15.4	14.3	27.0	-24.9	16.4
순이익	14.2	20.8	16.6	13.5	22.9	17.4	-20.1	14.4
EPS	4.71	8.02	6.43	5.23	22.8	36.5	-19.8	5.58

자료: Factset, 대신증권 Research Center

Microsoft (MSFT)

서영재

youngjae.seo@daishin.com

투자의견

(팩트셋 평균)

BUY
*(1.2)

목표주가(\$)

(팩트셋 평균)

483.0

현재주가(\$)

(25.04.30)

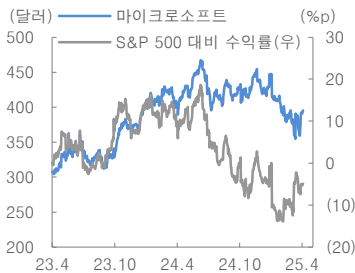
395.3

IT



기업명	Microsoft Corp
한글명	마이크로소프트
홈페이지	https://www.microsoft.com
결산월	6월
거래소 국가	US
상장 거래소	NASDAQ
시가총액(십억달러)	2,938.4
시가총액(조원)	4,176.9
발행주식수(백만주)	7,434.0
52주최고가/최저가	468.4 / 344.8
주요주주	The Vanguard, 8.7%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.3	-4.6	-8.3	2.3
상대수익률	4.6	3.5	-4.4	-9.1



OpenAI가 견인한 AI 클라우드 성장률 가속화

- AI 클라우드 수요 증가에 예상 외로 반등한 Azure 성장률
- 클라우드에 기반해 가이던스도 예상 상회. CAPEX 가이던스 톤은 유지
- 12개월 선행 PER 27배 수준으로 밸류에이션 부담 크지 않은 구간

FY 3Q25 Review: AI 클라우드 수요 증가에 예상 외로 반등한 성장률

FY 3Q25 매출액 701억 달러(+13.3% YoY, 환율 제외 시 +15.0% YoY)로 컨센서스 +2.4% 상회. 영업이익 320억 달러(+16.0% YoY)로 +5.5% 상회. EPS (GAAP 기준) 3.46달러(+17.7% YoY)로 +7.8% 상회

3개 사업부문 매출 모두 컨센서스 상회. 이 중 가장 눈에 띄는 것은 클라우드. 마이크로소프트는 직전 분기 실적 발표에서 AI 초과 수요 상태가 FY 4Q25부터 점차 완화될 것이라고 밝히면서 AI 클라우드 성장 모멘텀이 둔화될 가능성을 시사. Non-AI 클라우드 성장률도 하락하면서 클라우드 성장률에 대한 기대감이 낮아진 바 있음. 그러나 예상과는 다르게 이번 분기 클라우드 성장률은 +33% YoY를 기록하면서 전분기 +31% YoY 대비 상승

이는 마이크로소프트가 10개 국가에서 신규 데이터센터를 가동하면서 주요 고객에게 기존 계획보다 빠르게 클라우드 서비스를 제공한데 따른 결과. 기업들의 수요도 증가. 마이크로소프트의 주요 고객인 OpenAI의 ChatGPT 주간 이용 유저 수는 2024년 8월 2.0억 명, 10월 2.5억 명, 12월 3.0억 명 수준에서 2025년 2월에 4.0억 명으로 가파르게 증가. 지브리 이미지 생성이 유행을 탄 4월에는 일시적으로 유저 수가 8.0억 명까지 증가한 것으로 추정. OpenAI를 비롯한 기업들의 컴퓨팅 수요 증가한 점이 AI 클라우드 성장률 반등을 이끈 것으로 판단. AI 클라우드의 성장률 기여도는 FY 3Q24: 10%p → FY 4Q24: 11%p → FY 1Q25: 12%p → FY 2Q25: 13%p → FY 3Q25: 16%p로 꾸준히 상승

클라우드 매출 가이던스 예상 상회. 한편, CAPEX 관련 톤은 유지

다음 분기 매출 가이던스는 732~743억 달러로 컨센서스 +2.0% 상회. 영업이익 가이던스는 316~324억 달러로 컨센서스 +2.0% 상회. 클라우드 부문 매출 가이던스는 288~291억 달러로 컨센서스 285억 달러를 상회

마이크로소프트는 기업들의 AI 클라우드 수요가 증가한 점을 반영해 AI 캐파 초과 수요 상태가 6월 이후까지 이어질 것으로 전망을 수정. 이는 향후 OpenAI 지브리 유행처럼 AI 추론 수요가 유의미하게 증가할 촉매가 생길 경우 AI 클라우드 성장률이 가속화될 가능성을 시사

한편, CAPEX 톤은 지난 분기와 유사. FY 4Q25 CAPEX는 이번 분기 대비 늘어나지만 그 폭은 크지 않을 전망. FY26 CAPEX 증가율은 FY25 대비 둔화 전망. 감가상각비는 증가하지만 효율적인 인력 운영 통해 영업이익률을 제고할 계획

12개월 선행 PER 27배 수준으로 밸류에이션 부담 크지 않은 구간으로 판단

* 투자의견: 애널리스트의 컨센서스를 구간별로(1-Strong Buy, 1.5-Buy, 2-Hold, 2.5-Sell, 3.0-Strong Sell) 수치화. 1에 근접할수록 긍정적인 투자의견

FY 3Q25 실적 지표

(단위: 십억달러, 달러, %)

구분	FY 3Q24	FY 2Q25	FY 3Q25				FY 4Q25	
			발표치	컨센	서프	YoY	QoQ	컨센
매출액	61.9	69.6	70.1	68.4	2.4	13.3	0.7	72.2
영업이익	27.6	31.7	32.0	30.3	5.5	16.0	1.1	31.3
순이익	21.9	24.1	25.8	24.1	7.2	17.6	7.0	24.8
EPS	2.94	3.23	3.46	3.21	7.8	17.7	7.1	3.31

자료: Factset, 대신증권 Research Center

현대글로벌비스
(086280)

양자환

jhwan.yang@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

170,000

유지

현재주가

(25,04,30)

114,000

운송업종

관세, 입항세 규제 영향에도
안정적 실적 이어질 전망

- 25년 1분기 실적 당사 추정을 소폭 하회, 시장 기대치는 충족
- 미국의 자동차 및 부품 관세와 입항세 불확실성 해소 시 주가 상승 전망
- 완성차 해운운송과 CKD부문이 2025년 실적 개선을 이끌 것으로 예상

투자 의견 매수, 목표주가 170,000원 유지

현대글로벌비스의 2025년 1분기 실적은 당사 추정을 소폭 하회하였지만, 시장 컨센서스를 충족하는 실적 시현

미국의 관세 부과와 USTR의 자동차 운반선에 대한 입항세 부과 등으로 동사의 하반기 실적에 대한 불확실성 우려로 주가는 연초 이후 약세가 이어지는 중. 하지만 정부의 미국과의 관세 협상이 마무리되고, 실질적인 영향이 크지 않은 것이 명확해지면 실적 및 밸류에이션 매력에 높은 동사에 대한 관심이 높아질 것으로 예상

25년 1분기 실적 매출액 7조 2,234억원, 영업이익 5,019억원 시현

현대글로벌비스는 2025년 1분기 분기 기준 사상 최대의 영업이익을 시현하며, 25년 1분기를 신뜻하게 출발. 사업부별로(증감은 yoy) [물류] 매출액 3조 4,580억원(+8.1%), 영업이익은 1,981억원(+9.0%), [해운] 매출액 1조 2,570억원(+9.2%), 영업이익 1,372억원(+66.3%), [유통] 매출액 3조 5,084억원(+11%), 영업이익 1,666억원(+38.1%)을 기록

물류부문은 해운시황 둔화로 따른 포워딩 매출액이 예상을 하회했지만, 완성차해운운송과 CKD부문의 실적이 크게 증가하면서 사상최대실적 시현에 기여

주요 세부 사업부문별 실적은 [PCTC] 매출액 1조 67억원(+9.2% yoy), 비계열 매출비중 50%, 선대운영합리화로 이익률 개선. [CKD] 매출액 3조 123억원(+13.6% yoy), 우호적 환율과 해외 공장 생산량 증가로 외형 성장. [해외물류] 1조 9,958억원(+11.2% yoy), 해외 완성차 내륙운송 증가 및 우호적 환율로 외형 증가. 컨테이너 시황 둔화로 포워딩 매출은 2,884억원(+0.35% yoy, -26.8% qoq) 기록

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25			2Q25				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	6,586	7,288	7,476	7,223	9.7	-0.9	7,323	7,558	7.0	4.6
영업이익	385	460	519	502	30.4	9.2	495	538	22.6	7.3
순이익	304	97	394	398	30.8	312.1	360	413	32.9	3.8

자료: 현대글로벌비스, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

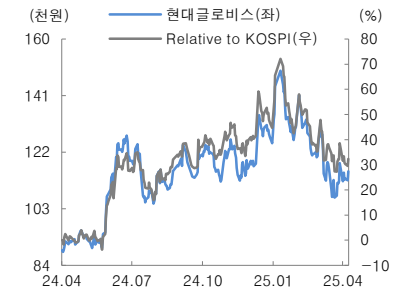
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	25,683	28,407	30,312	31,623	33,574
영업이익	1,554	1,753	2,122	2,240	2,389
세전순이익	1,453	1,545	2,263	2,385	2,536
총당기순이익	1,070	1,099	1,611	1,698	1,805
자배지분순이익	1,061	1,094	1,602	1,689	1,796
EPS	14,148	14,585	21,363	22,523	23,946
PER	6.8	8.1	5.4	5.1	4.8
BPS	103,405	116,975	134,795	152,231	170,600
PBR	0.9	1.0	0.9	0.8	0.7
ROE	14.5	13.2	17.0	15.7	14.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 현대글로벌비스, 대신증권 Research Center

KOSPI	2565.42
시가총액	8,670십억원
시가총액비중	0.40%
자본금(보통주)	38십억원
52주 최고/최저	149,400원 / 89,786원
120일 평균거래대금	221억원
외국인지분율	49.38%
주요주주	정익선 외 5 인 29.35% Den Norske Amerikaline AS 11.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.7	-19.8	-6.8	26.4
상대수익률	0.4	-20.7	-4.9	32.4



팬오션 (028670)

양자환

jhwan.yang@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

5,000

유지

현재주가

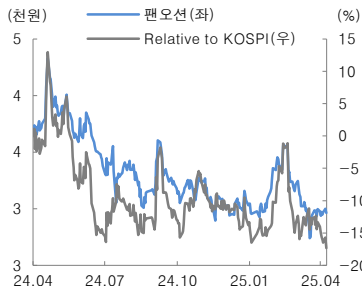
(25,04,30)

3,335

운송업종

KOSPI	2565.42
시가총액	1,769십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	535십억원
52주 최고/최저	4,815원 / 3,065원
120일 평균거래대금	54억원
외국인지분율	15.07%
주요주주	하림지주 외 12 인 54.92% 국민연금공단 6.55%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.9	0.3	-5.4	-21.2
상대수익률	-2.2	-0.8	-3.5	-17.4



LNG부문이 깜짝 실적에 기여

- 2025년 1분기 실적 당사 및 시장 컨센서스 상회하는 양호한 실적 시현
- LNG사업부문의 매출 및 이익 증가, 환율 상승이 주된 이유
- 미국의 관세부과와 USTR의 입항세 관련 동사 영향은 제한적

투자 의견 매수, 목표주가 5,000원 유지

팬오션의 2025년 1분기 실적은 당사 추정 및 시장 컨센서스를 소폭 상회하는 양호한 실적을 기록. 예상을 상회한 실적은 LNG사업부문의 이익 개선 때문이며, 우호적 환율도 영향을 미친 것으로 판단. 2024년 4분기부터 증가한 곡물사업부문의 매출액 증가도 타라인 성장에 기여

2025년 1분기 BDI는 1,118p(-38.7% yoy, -21.7% qoq)로 부진한 상황이 이어졌지만, 동사의 1분기 영업이익은 1,133억원(+15.4% yoy, +3.2% qoq)으로 오히려 증가세 시현. 건화물 해운시황의 부진에도 건화물 외 사업 포트폴리오 다변화(LNG, Tanker, Container)와 벌크부문 화물 영업에 주력하며 손실을 최소화한 때문으로 판단

2025년 2분기 및 하반기에도 시황이 큰 폭으로 개선될 가능성은 적지만, 탱커와 LNG부문의 안정적 실적과 운영효율성을 발휘하며 안정적 실적 시현 가능성 높음

미국의 관세와 USTR의 입항세 부과 관련하여 동사에 미치는 영향은 제한적인 수준에 그칠 것으로 예상. 미국이 전세계 건화물 물동량에서 차지하는 비중은 약 8~9%수준이며, 미국에서 수출하는 물품의 선적을 위한 입항선박은 입항세가 면제되기 때문. 미중 관세 분쟁으로 인해 중국의 미국산 곡물수입이 크게 줄어들었지만, 미중 관세 협상 타결 시 곡물 물동량은 1분기 대비 증가하며 시황 개선에 기여할 것으로 판단

25년 1분기 매출액 1조 3,934억원, 영업이익 1,133억원으로 기대치 상회

주요 사업부문별 실적은 (증감은 yoy) [벌크] 매출액 7,519억원(+9.6%), 영업이익 478억원(-11.4%), [컨테이너] 매출액 1,129억원(+40.7%), 영업이익 158억원(흑전), [탱커] 매출액 782억원(-20.4%), 영업이익 199억원(-47.9%), [LNG] 매출액 677억원(+251.6%), 영업이익 315억원(+320.7%), [곡물] 매출액 3,601억원(+261.6%)을 기록

팬오션의 1분기말 총 운용선대는 벌크 230척(사선 75척, 용선 155척), 비벌크 45척(사선 40척, 용선 5척)을 기록하였으며, 최근에는 이보다 약 5척 늘어난 280여척을 운영중인 것으로 파악. 실적 개선에 크게 기여한 LNG선박은 25년 1분기말 11척(사선 10척, 용선 1척)을 운영 중이며, 2025년 6월과 2026년 1월에 LNG선 2척이 추가 인도될 전망. 대부분 대선 계약으로 수익이 고정되어 있어 1분기의 높은 이익률이 유지될 전망

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	작년추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	976	1,675	1,332	1,393	42.8	-16.8	1,208	1,520	23.2	9.1
영업이익	98	110	104	113	15.4	3.2	104	132	-2.3	16.5
순이익	60	-33	63	72	19.2	흑전	63	90	-17.8	25.2

자료: 팬오션, FnGuide, 대신증권 Research Center

금호타이어 (073240)

김귀연

gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

7,400

유지

현재주가

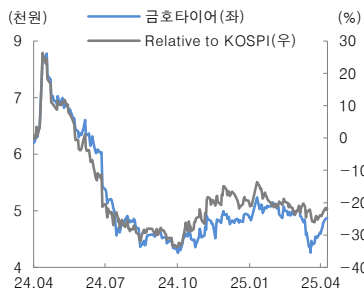
4,820

(25.04.30)

자동차업종

KOSPI	2556.61
시가총액	1,385십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	1,436십억원
52주 최고/최저	8,240원 / 4,100원
120일 평균거래대금	23억원
외국인지분율	8.86%
주요주주	싱웨이코리아 45.00% 한국산업은행 7.43%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.6	0.0	9.0	-31.5
상대수익률	-0.6	-0.8	10.6	-27.9



오버행과 관세에 매몰된 펀더멘털 개선

- 1Q25 매출은 예상 부합했으나, 원재료/운임 부담으로 수익성 부진
- 2Q25 이후 비용 완화 예상되나, 관세/오버행 우려로 시장 관심 제한
- 회사의 펀더멘털 개선세 감안 시, 중장기 관점에서 지속 접근 필요

투자의견 매수, 목표주가 7,400원 유지

목표 7,400원은 2025년 EPS 1,385원에 Target PER 5.4배(글로벌 피어그룹 평균에 점유율 차이와 오버행 우려 감안하여 35% 할인) 적용

1Q25 매출 1.2조(YoY +16%, 이하 YoY), OP 1,448억(-1%), OPM 12% 시현

매출은 당사 추정/컨센스에 부합했으나, 영업이익은 다소 부진. 고인치 타이어 비중 42.6%로 YoY +1.4%pt 증가한 점은 긍정적이었으나, YoY 고무가/운임 부담 확대되며 실적 개선폭 제한적이었던 것으로 판단. 지역별 매출은 한국 1,980억(-3%)/북미 4,169억(+31%)/유럽 3,193억(+15%)/중국 861억(+18%)/기타 1,859억(+9%)으로, 한국 제외한 전지역의 견조한 성장세 지속

오버행과 관세 우려에 매몰된 펀더멘털 개선

1Q25 매출 증가(+16%)에 있어 물량효과 +8%로 파악. 1) 영업단에서 글로벌 풀캐파 상황에서 부분증설에 따른 유연한 수요대응 지속하고 있는 점, 2) 영업 외단에서 대환대출(회사채 발행)을 통한 2025년 약 -350억원의 순이자비용 절감 예상되는 점 긍정적. 회사 펀더멘털 개선에도 불구, 1) 관세 부과에 따른 업황/실적 우려, 2) 오버행 이슈로 주가 상승 제한된 모습. 2H25 이후, 1) 관세 불확실성 정점 통과, 2) 천연고무/운임 하락에 따른 본업의 실적 개선 가시성 감안 시, 중장기 관점에서의 매수 전략 유효하다는 판단

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25		2Q25			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정 YoY QoQ
매출액	1,045	1,241	1,190	1,206	15.5	-2.8	1,184	1,261 11.4 4.5
영업이익	146	151	159	145	-0.6	-4.2	155	209 37.6 44.0
순이익	87	76	84	95	9.3	25.7	89	123 67.4 28.6

자료: 금호타이어, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,041	4,532	4,989	5,227	5,477
영업이익	411	589	677	785	892
세전순이익	227	433	564	679	792
총당기순이익	172	352	429	503	606
지배지분순이익	158	325	398	466	562
EPS	549	1,131	1,385	1,623	1,958
PER	9.8	4.2	3.4	2.9	2.4
BPS	4,401	5,990	7,384	9,016	10,983
PBR	1.2	0.8	0.7	0.5	0.4
ROE	13.2	21.8	20.7	19.8	19.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 금호타이어, 대신증권 Research Center

넥센타이어 (002350)

김귀연

gwiyeon.kim@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

8,800

유지

현재주가

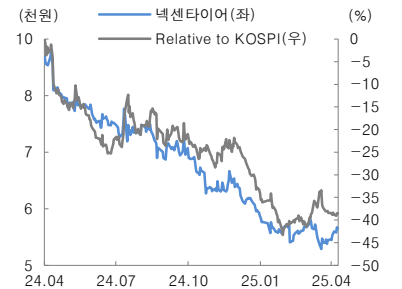
5,410

(25.04.30)

자동차업종

KOSPI	2556.61
시가총액	546십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	51십억원
52주 최고/최저	9,320원 / 4,960원
120일 평균거래대금	6억원
외국인지분율	6.98%
주요주주	넥센 외 2 인 67.66% 국민연금공단 5.03%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.2	-2.7	-21.9	-42.0
상대수익률	-0.1	-3.5	-20.8	-38.9



유럽 풀가동이 현실이 된다

- 유럽 램프업 효과 본격화로 매출/영업이익 모두 서프라이즈 기록
- 미국 공장 없어 관세 우려 불가피하나, 유럽 램프업으로 일부 상쇄 예상
- 시장 내 관세 우려 정점 통과함에 따라 관심 높일 필요

투자 의견 매수, 목표주가 8,800원 유지

목표주가 8,800원은 2025년말 유럽 풀가동에 따른 실적개선세 감안하여 2025~26년 가중평균 EPS 1,418원에 Target PER 6.2배(Global Peer Group 평균에 점유율 차이 고려하여 25% 할인) 적용

2Q25 매출 7,712억(YoY +14%, 이하 YoY), OP 407억(-2%), OPM 5.3% 시현

당사 추정/컨센서스 대비 매출/영업이익 모두 서프라이즈 기록. 지역별 매출 한국 1,156억(+4%)/북미 1,813억(+2%)/유럽 3,165억(+32%)/기타 1,578억(+6%) 기록. 당사의 추정 매출(연결 7,153억/유럽 2,712억) 대비 유럽 매출 증가세 두드러졌음. 유럽 제2공장 램프업 효과 본격화되고 있는 점 긍정적 (1Q25유럽 가동률 60% => '25년말 100% 계획). 북미 또한 2024년 거래선 파산 효과에서 회복되며 매출 정상화

관세 우려 불가피하나, 유럽공장 풀가동 판가 인상으로 최소화 노력

동사는 2025년말 기준, 한국(3,000만본)/중국(1,100만본)/유럽(1,100만본) Capa 보유. 북미 매출 비중 24% 대비 현지 공장 부재해 관세 우려 불가피. 당사는 효율적인 물량 배분, 재고 활용, 판가 인상 통해 실적 영향 최소화하겠다는 전략. 유럽 RE 수요 견조/OE 유통 확대 전략 통한 램프업 효과 본격적으로 반영되며 관세 우려 일부 상쇄할 수 있을 것으로 판단. 2H25 미국 관세 리스크 정점 통과함에 따라 관심도 높일 필요

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consen	당사추정	YoY	QoQ
매출액	678	698	715	771	13.7	10.6	724	798	4.5	3.5
영업이익	42	15	34	41	-2.0	163.4	35	50	-20.6	22.5
순이익	41	48	21	40	-2.5	-17.2	21	28	-36.0	-28.7

자료: 넥센타이어, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,702	2,848	3,123	3,305	3,390
영업이익	187	172	208	293	308
세전순이익	150	170	186	256	262
총당기순이익	103	127	138	192	198
지배지분순이익	103	126	137	190	196
EPS	987	1,213	1,317	1,822	1,881
PER	8.1	5.0	4.1	3.0	2.9
BPS	16,286	17,877	19,079	20,786	22,551
PBR	0.5	0.3	0.3	0.3	0.2
ROE	6.3	7.1	7.1	9.1	8.7

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

현대위아 (011210)

김귀연

gwiyeon.kim@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

61,000

유지

현재주가

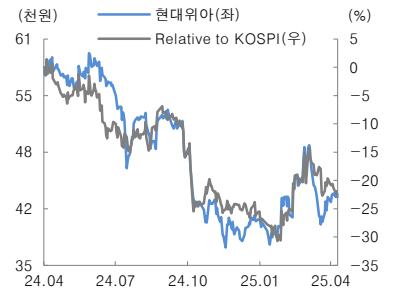
42,800

(25.04.30)

자동차업종

KOSPI	2556.61
시가총액	1,164십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	136십억원
52주 최고/최저	59,400원 / 37,050원
120일 평균거래대금	34억원
외국인지분율	13.99%
주요주주	현대자동차 외 2인 40.74% 국민연금공단 8.28%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.2	7.1	0.8	-26.3
상대수익률	-7.1	6.3	2.3	-22.4



2026년에 봐야 할 종목

- 1Q25 중단사업손익(기계) 제외 시, 당사 추정에 부합하는 실적 시현
- ‘25년 멕시코 엔진 단산 영향/기계 사업 매각에 따른 외형 성장 제한
- ‘26년 HEV엔진 공급, CVJ 증설, 열관리 확대에 따른 모멘텀 발현 예상

투자 의견 매수, 목표주가 61,000원 유지

TP 6.1만원은 2026년 실적 개선 감안하여 2025~26년 평균 EPS 6,792원에 Target PER 9.0배(2012~15년 이익 안정기 당시 밸류) 적용

1Q25 매출 2.1조(YoY -0.7%, 이하 YoY), OP 505억(-16%), OPM 2.4% 시현

기계사업 매각에 따른 중단사업손익(매출 646억/OP 20억/세전익 7억) 제외 시, 당사 추정에 부합하는 무난한 실적 기록. 사업부별 [모빌리티] 매출 부품 1.9조(-1%)/솔루션 669억(-4%), OP 395억(-27%), [공작/특수] 매출 공작 646억(-28%)/특수 938억(+34%), OP 110억(83%) 시현. 1Q25 멕시코 HEV 엔진 생산 위한 재고비축 비용(-21억)/원자재 관련 정산(-90억) 손익 반영된 점 감안하면 양호한 실적이라 판단. 영업외 단에서는 달러 및 루블화 강세로 외환손익 +573억원 반영되며 당기손익 서프라이즈 요인으로 작용

2026년 성장 재개에 따른 추가 모멘텀 발현 예상

2025년 러시아 종전 및 방산 기대감으로 변동성 확대. 1H25 멕시코 엔진 단산 영향, 2H25 기계 사업 매각에 따른 외형 부담 불가피. 하지만, 2026년 1) HEV 엔진 매출 반영, 기계 매각 통한 2) 등속 증설투자, 3) 열관리 신사업 확대 감안 시, 추가 모멘텀 재차 발현될 가능성 높다는 판단. 관세 관련하여 동사는 일부 Axle/소재 부품(연간 매출 1,000억 이하로 추정) 제외하면, 계약상 관세 영향 제한적

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	2024		1Q25		2Q25			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consen	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,142	1,705	2,099	2,126	-0.7	24.7	2,100	2,169	-2.9	2.0
영업이익	60	37	52	51	-15.5	36.8	51	47	31.9	-6.6
순이익	36	53	41	96	168.5	82.0	30	22	51.1	-77.3

주: 공시 실적엔 중단사업손익(기계사업부) 제외돼있어 잠정실적과 차이 발생
자료: 현대위아, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	8,166	8,181	8,417	8,731	9,110
영업이익	233	219	228	277	325
세전순이익	114	177	223	268	309
총당기순이익	53	129	177	201	237
지배지분순이익	91	120	168	201	237
EPS	3,363	4,429	6,188	7,396	8,697
PER	19.4	8.5	7.1	5.9	5.0
BPS	124,715	132,289	137,475	143,866	151,557
PBR	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE	2.7	3.4	4.6	5.3	5.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출. 공시는 중단사업(기계) 제외돼있어 잠정치와 차이 발생
자료: 현대위아, 대신증권 Research Center

롯데정밀화학 (004000)

위정원

jungwon.weee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

55,000

유지

현재주가

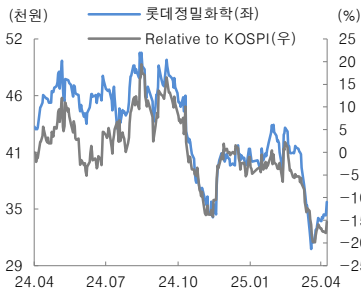
35,450

(25.04.29)

화학업종

KOSPI	2565.42
시가총액	915십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	129십억원
52주 최고/최저	50,600원 / 30,700원
120일 평균거래대금	27억원
외국인지분율	16.71%
주요주주	롯데케미칼 외 5 인 43.52% 국민연금공단 8.89%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.0	-10.4	-20.6	-21.3
상대수익률	-9.2	-11.4	-19.0	-17.6



ECH 적자 축소, 시장기대치 상회

- 2개 분기 연속 실적 개선. 1Q25 OP 188억원으로 컨센 +14% 상회
- ECH 적자 축소에 따른 케미칼부문 실적 개선에 기인
- 북미 수입산 에폭시에 대한 관세 영향으로 동사의 판매량 증가 수혜 기대

투자 의견 매수, 목표주가 55,000원 유지

목표주가는 25E BPS 100,272원에 Target PBR 0.6배 적용

1Q25 Review: ECH 적자 축소로 시장 기대치 상회

동분기 전사차원 OP 188억원으로 시장기대치(165억원) +14% 상회. 가성소다, 암모니아, 그린소재사업부문 소폭 감익에도 불구하고 ECH 적자축소 및 환율 상승에 기인. 1Q25 평균 ECH 스프레드 775.3달러/톤(QoQ +1.2%)으로 전분기에 이어 추가 개선(4Q24 QoQ +31.9%). 1Q25 기준 ECH 생산능력 기준 수출비중 기준 20%에서 50% 수준으로 확대. 동분기 원/달러 환율 1,449원으로 QoQ +3.6% 상승하며 수출 여건 개선.

그린소재 사업부문 추정 OP 115억원으로 마진율 9%, 전년동기대비 소폭 감소 추정. 산업용 셀룰로스 판가 부진(KITA 기준 QoQ -3.5%) 지속되는 가운데, 식의약품 고객사 재고조정 영향으로 판매량 일시적 감소.

하반기 기대 포인트: 1) ECH 수출비중 증가. 2) 식의약품 셀룰로스 증설

25년 3월 31일 북미 정부는 수입산 에폭시 레진에 대한 반덤핑/상계관세 최종판정 발표. 전 세계 에폭시 생산의 50% 이상을 차지하는 중국은 각각 355%, 548%의 관세를 적용. 반면 생산규모 기준 아시아 2위인 한국의 관세율은 약 6%, 1.38%로 기타 국가(대만 18.8%, 11.28%/인도 13.7%, 41.7%) 대비 가장 낮은 수준 적용. 따라서 에폭시 원재료 ECH를 공급하는 동사 입장에서는 하반기 국내/수출 양방으로 판매량 증가를 기대해볼 수 있을만한 상황. 북미 지역의 연간 ECH 수입량 5만톤 내외, 생산자는 Olin(36.7만톤/연)이 유일. 고환율 지속되는 가운데, 동사의 북미향 수출 비중은 ECH 전체 생산능력의 20%로 하반기 북미 비중 확대에 따른 판가 상승효과 기대.

동사의 제품 중 가장 견조한 마진율을 지속중인 식의약품 셀룰로스 생산능력 확대로 26년 이후 이익체력 증가. 4Q 이후 식의약품 셀룰로스 증설 물량 반영(기존 1.2만톤→1.8만톤) 예정. 24년 10월 칼라콘 사와의 유통 계약에 따른 판매량 확보 및 안정적인 마진율 감안 시 26년 연간 2,000억원의 이익기여 기대. 정기보수에 따른 일회성 비용(4Q22 대정기보수 당시 일회성 비용 약 500억원 추정)으로 2Q 실적 조정 불가피하나 하반기 안정적 이익흐름 전망.

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24			1Q25		2Q25			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	399	429	439	446	11.6	4.0	440	438	3.7	-1.8
영업이익	11	12	16	19	74.5	54.5	16	14	-18	-25.4
순이익	83	-19	19	31	-62.9	흑전	24	27	-37	-12.9

자료: 롯데정밀화학, FnGuide, 대신증권 Research Center

LG화학 (051910)

위정원

jungwon.weee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

320,000

하향

현재주가

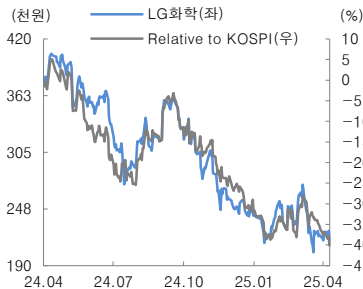
(25,04,30)

216,000

화학업종

KOSPI	2556.61
시가총액	16,069십억원
시가총액비중	0.75%
자본금(보통주)	353십억원
52주 최고/최저	405,000원 / 203,500원
120일 평균거래대금	736억원
외국인지분율	30.60%
주요주주	LG 외 1 인 34.98% 국민연금공단 8.64%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-16.6	-9.8	-32.6	-46.3
상대수익률	-16.6	-10.5	-31.6	-43.5



Results Comment

첨단소재부문 기대치 상회

- 첨단소재 호실적으로 1Q25 OP 4,470억원 시장기대치 +168% 상회
- IT/EP 마진을 개선 및 양극재 환율상승에 따른 판가 상승으로 OPM 개선
- 1H25 주요 고객사 재고조정 영향에 따른 출하량 감소 불가피 전망

투자의견 매수 유지, 목표주가 320,000원으로 하향

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 사업부문별 화학 4.0조, 첨단소재 8.5원 반영. 25년도 양극재 이익추정치 조정에 따라 목표주가 하향조정

1Q25 Review: 첨단소재부문 호실적으로 시장기대치 상회

1Q25 전사차원 OP 4,470억원(QoQ 흑자전환)으로 시장기대치(1,668억원)를 +168% 상회하는 실적 기록. 석유화학부문 OP -560억원으로 QoQ 적자축소, NCC/PO 제품 및 합성고무(SBR 1Q25 QoQ +8.9%) 전분기 대비 스프레드 개선. 첨단소재부문 OP 1,270억원으로 QoQ +154% 개선되며 동분기 호실적에 크게 기여. 전지재료 매출액 7,897억원(QoQ +8.1%), 추정 OP 158억원(OPM 2%). 동분기 고객사 재고조정 이어지며 출하량 전분기와 유사했으나, 환율 상승에 따라 판가 소폭 상승하며 전분기대비 수익성 개선. PC-BPA 스프레드 562.5달러/톤으로 QoQ +24.2% 개선된 가운데, 전분기대비 판매량 증가로 수익성 개선.

12Q25 Preview: 예상 OP 3674억원, QoQ -17.8% 전망

첨단소재부문 추정 OP 704억원으로 QoQ -44.6%, YoY -54.9% 전망. 당사 양극재 추정 매출 5,923억원(QoQ -25%), OP 12억원(OPM 0.2%). 외판 고객 확대를 통한 안정적인 물량 확보 노력 지속중이나, 1H25 주요 고객사 재고 조정 지속으로 양극재 출하량 감소 불가피. 석유화학부문 추정 OP -365억원으로 전분기에 이어 적자폭 축소 전망. 3월 중순 이후 국내 NCC 스프레드 소폭 조정세 지속중이나, 유가 하락에 따른 저가납사 투입으로 수익성 개선 전망. 또한 타 화학 제품 대비 양호한 수급으로 ABS, SBR 25년 연중 견조한 마진을 지속 전망.

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25		2Q25			
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	11,609	12,337	13,524	12,171	4.8	-1.3	12,054	13,401	9.0	10.1
영업이익	264.6	-252.1	-33	447.0	적지	적지	167	367.4	적지	적지
순이익	136.7	-1,055	-94	179	31.2	흑전	34	119	흑전	-33

자료: LG화학, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	55,250	48,916	53,996	60,772	61,380
영업이익	2,529	917	1,489	1,984	2,004
세전순이익	2,498	-268	644	726	746
총당기순이익	2,053	515	418	571	586
지배지분순이익	1,338	-691	225	307	581
EPS	18,565	-9,901	3,072	4,235	8,123
PER	26.9	NA	73.2	53.1	27.7
BPS	411,243	425,188	553,602	1,138,700	3,823,468
PBR	1.2	0.6	0.4	0.2	0.1
ROE	4.2	-2.1	0.6	0.5	0.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: LG화학, 대신증권 Research Center

한미약품 (128940)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

380,000

유지

현재주가

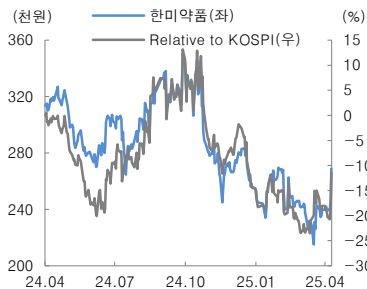
269,000

(25,04,30)

제약업종

KOSPI	2556.61
시가총액	3,446삼억원
시가총액비중	0.16%
자본금(보통주)	32삼억원
52주 최고/최저	350,500원 / 215,000원
120일 평균거래대금	171억원
외국인지분율	12.96%
주요주주	한미사이언스 외 4 인 50.57% 국민연금공단 10.18%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.0	9.8	-18.5	-15.0
상대수익률	15.0	8.9	-17.3	-10.5



실적은 컨센서스 부합, 하반기가 기대된다

- 1Q25 연결 매출 3,909억원(-3.2%yoy), 영업이익 590억원(-23.0%yoy)
- 파트너사 임상 시료 공급 효과 및 북경한미 실적 회복세로 컨센서스 부합
- 6월 미국 당뇨 학회 발표 및 하반기 북경한미 실적 회복에 주목

투자의견 매수, 목표주가 380,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 영업가치는 25년 EBITDA에 국내 상위 제약사 평균 12개월 Fwd EV/EBITDA 14배 적용하여 추정. 동사의 주가는 1년간 지속된 경영권 분쟁으로 부진한 실적 기록 및 R&D 모멘텀 부재로 하락하였으나, 25년에는 북경한미 실적 개선 및 다수의 R&D 모멘텀 존재하여 투자의견 매수, 목표주가 38만원 유지

1Q25 Review: 파트너사 임상 시료 공급 효과 및 북경한미 회복세 확인

연결 매출 3,909억원(-3.2% yoy), 영업이익 590억원(-23.0% yoy), OPM 15.1%로 컨센서스 부합하는 실적 기록. 별도 매출 2,951억원(+7.3% yoy), 영업이익 470억원(+18.9% yoy), OPM 15.9% 달성. 주요 제품 로수젯 543억원(+11.0% yoy, -4.3% qoq), 아모잘탄 361억원(-0.2% yoy, -3.9% qoq)가 다소 약진하였으나, 당뇨 신제품들의 성장과, 글로벌 파트너사(MSD)에 MASH 임상 시료 공급이 높은 영업이익률에 기여하였음. 북경한미 매출 965억원(-24.4% yoy), 영업이익 113억원(-70.1% yoy), OPM 11.7%로 전년 대비 부진한 실적 기록. 작년 마이크 로플라즈마 펄럼 유행에 따른 높은 기저효과 및 북경 대홍수 영향이 주요 요인. 마미아이 등 주요 제품이 실적 회복세를 보이고 있으며, 제품 라인업 강화, 의료보험 진입 확대, 신규 코드인 확대 및 정부 집중 구매에 적극 대응하는 친시장 전략으로 상저하고 흐름 예상. 한미정밀화학 매출 228억원(-8.1% yoy), 영업이익 -19억원(적자 지속)로 국내외 독감 유행 부재에 따른 API 원료 수출 수주 감소에 기인함

6월 ADA를 시작으로, 하반기 다수의 R&D 모멘텀 보유

현지시간 6/20-23일 개최되는 ADA(미국 당뇨 학회)에서 글로벌 비만치료제로 개발 중인 LA-TRIA 임상 1상 안전성 및 LA-UCN2의 원숭이 대상 전임상 결과가 공개될 예정. LA-TRIA는 높은 체중 감소 효과, LA-UNC2는 근육량 감소를 제한하는 비만 대체대 신약으로, 추후 라이선스 아웃이 기대되는 파이프라인

R&D 타임라인: 1) 6/20-23일 ADA(미국 당뇨 학회) LA-GLP/GIP/GCG 비만 임상 1상 결과 발표, 2) 하반기 LA-UCN2 임상 1상 개시, 3) Dual Agonist, 간기능 장애 임상 1상, 2주 1회 제형 임상 2a상, 간경화 환자 대상 임상 2a상, MASH 임상 2b상 순차적으로 결과 발표 기대

(단위: 삼억원 %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25					2Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	404	352	397	391	-3.2	11.2	392	398	5.1	1.7
영업이익	77	30	59	59	-23.2	93.4	56	47	-19.0	-20.0
순이익	55	-5	40	45	-18.2	흑전	38	35	-13.2	-22.3

자료: 한미약품, FnGuide, 대신증권 Research Center

두산에너지빌리티 (034020)

허민호

minho.hur@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월
목표주가

38,000
상향

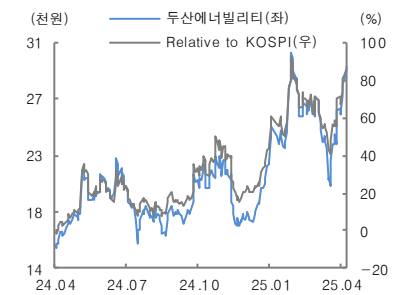
현재주가
(25.04.30)

28,950

유틸리티업종

KOSPI	2556.61
시가총액	18,544십억원
시가총액비중	0.86%
자본금(보통주)	3,267십억원
52주 최고/최저	30,300원 / 15,860원
120일 평균거래대금	2,055억원
외국인지분율	24.02%
주요주주	두산 외 28 인 30.68% 국민연금공단 7.86%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.9	17.2	35.3	72.3
상대수익률	19.0	16.3	37.2	81.5



영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	17,59	16,23	15,722	16,78	17,64
	0	3		9	1
영업이익	1,467	1,018	1,051	1,291	1,440
세전순이익	738	668	878	1,030	1,161
총당기순이익	518	395	627	793	899
지배지분순이익	56	111	376	450	555
EPS	87	174	587	703	867
PBR	183.0	100.9	49.3	41.2	33.4
BPS	11.12	11.70	12.328	13.07	13.97
	0	3		0	6
PBR	1.4	1.5	2.3	2.2	2.1
ROE	0.8	1.5	4.9	5.5	6.4

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

Results Comment

2Q25 이후 수익성 개선, K-원전/가스터빈/SMR 주기기 수주 본격화

- 1Q25 에너지빌리티 영업이익 -14억원(적전 YoY) 기록. 컨센서스 하회
- '25F 에너지빌리티 영업이익 3,277억원(+35%), 2Q25 이후 수익성 개선
- 2Q25 이후 체코 원전, 미국 가스터빈/SMR 주기기 수주 본격화 예상

1Q25 에너지빌리티부문 영업이익 -14억원(적전 YoY) 기록. 컨센서스 하회

1Q25 매출액 3.75조원(-8.5%, 이하 YoY), 영업이익 1,425억원(-60.2%)을 기록. 영업이익 컨센서스 2,540억원 하회. 밥캣부문은 매출액 2.1조원(-12.4%), 영업이익 2,000억원(-38.6%), 에너지빌리티부문은 매출액 1.58조원(-7.3%), 영업이익 -14억원(적자전환)의 부진한 실적 기록. 에너지빌리티부문의 실적 부진 이유는 1H25 대부 석탄 및 Water 프로젝트 종료 및 관련 공사 비용 증가 등이 발생했기 때문

'25F 에너지빌리티 영업이익 3,277억원(+35%), 2Q25 이후 수익성 개선

에너지빌리티부문의 2025년 가이던스인 매출액 6.5조원, 영업이익 3,732억원, 영업이익률 5.8%를 유지. 이는 석탄 및 해수담수화 프로젝트 공사 관련 비용이 2H24에 정산될 수 있어, 2Q25부터 매분기 수익성 개선을 기대하기 때문. 우리는 에너지빌리티부문의 2025년 실적을 매출액 6.53조원(-11.4%), 영업이익 3,277억원(+34.5%), 영업이익률 5.0%(+1.7%p)로 예상. 공사 부문의 수익성 불확실성을 반영하여 가이던스 대비 보수적으로 추정

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 38,000원으로 상향(상승여력 +31.3%)

글로벌 복합가스발전 수요 증대, 가스터빈 공급 부족으로 해외 가스터빈 시장 진출 속도가 기존 예상보다 빨라지고 있음. 2H25 가스터빈 수주금액 및 '27 ~ '30년 실적 추정치 상향한 점을 반영해, 목표주가를 35,000원으로 기존 35,000원 대비 9% 상향. 1) 2Q25 실적 컨퍼런스에서 2H25 미국 중서부 2.5GW급 데이터센터향 5기('28년 공급) 또는 남부 2GW급 데이터센터향 3기('27년 공급)의 가스터빈 수주 가능성이 있으며, 그 외 미국 다수의 데이터센터 개발사와 약 8GW, 10기 이상의 가스터빈 공급을 논의 중이라고 밝힘. 당사는 2013년 세계에서 5번째로 H-class(1,500° C)급 대형 가스터빈 개발에 성공했으며, 2023년 7월 김포열병합 발전소(가스터빈 270MW, 플랜트 500MW) 상업운전, 2023 ~ 2024년 국내 가스복합발전 주기기 5기 수주(가스터빈 380MW, 플랜트 550MW)에 성공한 바있음. 가장 까다로운 레퍼런스를 요구하는 미국향 가스터빈 수주에 성공할 경우, 향후 중동, 동남아시아향 수주도 빨라질 수 있을 것으로 기대. 2) 2Q25 이후 국내 가스터빈 2기(0.6조원), 체코원전 2기 주기기(당사 추정치 2.5 ~ 3조원) 및 EPC, SMR 주기기 및 소재 0.5조원 수주 예상. 3) Nuscale은 7월 77MW 모듈의 표준설계인허가에 성공할 경우, 미국 유틸리티와 SMR 계약이 본격화될 것으로 기대. 이는 두산에너지빌리티의 SMR 주기기 수주 확대에 이어질 것

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	4,098	4,589	3,953	3,749	-8.5	-18.3	3,924	3,791	-8.7	1.1
영업이익	358	235	278	142	-60.2	-39.4	254	269	-13.1	88.9
순이익	144	-114	120	-69	적전	적지	86	69	-49.4	흑전

자료: 두산에너지빌리티, FnGuide, 대신증권 Research Center

F&F
(383220)

유정현

jung Hyun.yu@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

92,000

유지

현재주가

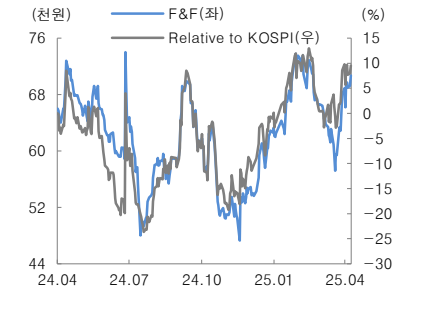
70,700

(25.04.29)

섬유의복업종

KOSPI	2565.42
시가총액	2,708십억원
시가총액비중	0.13%
자본금(보통주)	4십억원
52주 최고/최저	74,000원 / 47,300원
120일 평균거래대금	45억원
외국인지분율	11.55%
주요주주	F&F홀딩스 외 9 인 62.82% 국민연금공단 7.31%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.8	13.1	24.3	7.1
상대수익률	10.5	11.9	26.8	12.2



이익 사이클 저점 통과하며
턴어라운드 본격 시작

- 1분기 내수는 부진했으나 중국은 8% 성장하며 완전한 회복세
- 하반기 영업이익 증가세 전환, 이익 턴어라운드 전망
- 25-27년 매출 CAGR 10% 성장 목표치 제시하며 성장 자신감 표명

투자의견 BUY와 목표주가 92,000원 유지

투자의견 BUY와 목표주가 92,000원(2025년 예상 P/E 9배) 유지

1분기에 내수는 부진했지만 중국은 회복세로 전환한 점이 매우 고무적. 한편 전일 회사측은 기업가치 제고 계획으로 2027년까지 CAGR 기준 매출액 10% 성장 목표를 제시했는데, 1) MLB의 동남아 등 중국 외 지역의 활발한 진출과, 2) 디스커버리의 해외 신규 출점 등을 근거로 제시. 연평균 10% 매출 성장은 당사 전망치 보다 높은 수치이나 달성 가능성 높다고 판단. 최근 주가는 이러한 성장에 대한 기대감이 반영되면서 양호한 상승 흐름을 보였는데 12개월 선행 P/E가 6배 수준으로 여전히 투자 매력이 큰 상황. 성장하는 소비재 기업으로 회소성 고려할 때 양호한 주가 상승 흐름이 예상됨

1Q25 Review: 중국 성장을 8% 기록하며 확실한 회복세

1분기 매출액과 영업이익은 각각 5,056억원(yoy -0.3%), 1,236억원(yoy -5%) 기록 **[국내]** 1월 강추위로 매출이 회복세를 보였으나 2월까지 추위가 이어지며 오히려 S/S 시즌 매출에 부정적 영향. 디스커버리가 날씨 영향과 브랜드 성숙 영향으로 17% 감소했음. 그러나 MLB의 경우 일반 내수 채널은 다이공 매출감소 영향에서 벗어나 2년만에 매출 성장세로 전환. 면세 채널은 여전히 매출이 감소했으나 감소폭이 예상 수준인 -20%를 기록(yoy) **[중국]** 1분기 중국 매출액은 +8% 성장(yoy). 이는 연초 회사측이 제시한 매출 성장률 가이드스 0%를 크게 상회하는 것으로 양호한 성장 기록

2분기 전사 매출액 감소폭이 -0.3%까지 크게 개선되면서 영업이익 감소폭도 -5%로 축소. 지난 1년여간 이익 감소세가 지속되고 있지만 지난 해 3분기 영업이익 27% 감소 이후 감소폭은 눈에 띄게 줄어드는 등 예상 경로대로 손익이 부진했던 상황에서 점차 벗어나는 모습 보임

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	507	547	491	506	-0.3	-7.5	497	396	1.2	-21.7
영업이익	130	120	120	124	-5.1	2.7	120	87	-4.8	-29.3
순이익	96	107	94	83	-12.8	-22.0	93	73	-1.5	-12.4

자료: F&F, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,978	1,896	1,945	2,097	2,231
영업이익	552	451	470	521	565
세전순이익	555	477	486	538	583
총당기순이익	425	356	364	404	437
지배지분순이익	425	360	364	404	437
EPS	11,096	9,408	9,509	10,539	11,418
PER	8.0	5.8	6.6	6.0	5.5
BPS	33,689	40,781	48,624	57,498	67,251
PBR	2.6	1.3	1.5	1.2	1.1
ROE	38.4	25.3	21.3	19.9	18.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: F&F, 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.