

Morning Meeting Brief

Daishin's View

[Daishin's View] 2025년 5월 3주차

- 美 금리는 여전히 변동성 확대 국면. 한국은 꾸준한 금리 하향 안정화 구도, 달러약세 유효한 가운데, 동아시아 통화 강세 지속 예상
- 5월 증시는 불확실성보다는 안정을 택할 것. 관세 협상 기대를 넘어 성적표(협상 결과, 미/중 실물 지표)를 받아들일 시간
- OPEC+ 추가 감산 포기, 부양 기대감이 유가 하단 지지. 정책 불확실성에 주택거래 감소. 1분기 높은 거래량에도 상업용 임대 둔화

Global Strategy

[일본 마켓 레이터 Weekly / 5월 3주차 전략] 일본, 3가지 이슈 살펴보기: 실적, BOJ 매각, 자동차 관세

- 4.23일 이후 엔화 강세가 제한되는 강도 대비, TOPIX 지수는 4월 낙폭 다 메우고 2,800선 목전
- 최근 일본 내 이슈가 되는 3가지 요인(실적: 전년 부진, BOJ 매각: 주식, ETF 매각 수순, 자동차 관세: 영국 사례 감안 시, 일본 부담)
- 3가지 요인 감안 시, TOPIX지수가 2,800선에 안착하기까지 걸림돌. 2,800선에 가까워질수록 비중 축소

문남중, namjoong.moon@daishin.com

산업 및 종목 분석

[1Q25 Review] 미래에셋증권: 분기 최대 기록 부문이 많음

- 브로커리지, WM, 상품운용, 해외법인 실적 사상 최대 달성
- 해외부동산 감액손실 1,000억원 반영에도 투자자산 평가이익 900억원
- 1분기와 유사한 이익 흐름 연말까지 이어질 것, 목표주가 상향

박혜진, Hyejin.park@daishin.com

[1Q25 Review] 서울반도체: 1Q 적자확대, 시간 필요

- 1Q25 영업이익(-196억원)은 적자확대(qoq), 추정치대비 하회
- 2Q25 영업이익은 -11억원으로 적자지속(qoq) 추정
- IT형 LED 매출 부진, 경쟁심화로 수익성 개선 시간 필요

박강호, kangho.park@daishin.com

[1Q25 Review] 한국타이어앤테크놀로지: 공장도 실적도 램프업 중

- 1) 미국 공장 초기 비용 및 2) 한운 실적 부담 감안하여 TP 하향(-7%)
- 2Q25 1) 평가 인상, 2) 원재료/운임 비용 부담 완화로 실적 개선 예상
- 리레이팅 위해서는 한운의 턴어라운드 가시성 확보가 선행돼야 할 것

김귀연, gwiyon.kim@daishin.com

[1Q25 NDR] 두산: 달라진 두산, 달라질 주가 (목표주가 28.6% 상향)

- 투자이견 매수 유지하며, 목표주가 54만원으로 28.6% 상향
- 2025년 1분기 전자BG 실적 서프라이즈, 25년~27년까지 성장 지속
- 2027년 수요까지 감안한 증설 추진. 전자BG 영업이익률 30% 근접할 전망

양지환. jihwan.yang@daishin.com

[1Q25 Review] CJ CGV: 4DX로 승부수

- 1Q25 매출 5,3천억원(+36% yoy), OP 32억원(-30% yoy)
- 국내를 제외한 전지역 19년 수준 회복 또는 역대 최고 실적 달성
- 국내 구작 소진 완료. 24~25년 준비를 거쳐 26년부터 신작 위주 개봉

김희재. hoijae.kim@daishin.com

[1Q25 Review] CJ ENM: 늦어지고 있지만 방향은 맞다

- 1Q25 매출 1,1조원(-1% yoy), OP 7억원(-94% yoy)
- 콘텐츠 성과 부진, 티빙 프로야구 비수기, F/S 공급 지연 등의 영향
- 미디어, 영화, 커머스, 음악 등 기존 사업은 안정적인 흑자

김희재. hoijae.kim@daishin.com

[1Q25 Review] 와이즈엔터테인먼트: 1Q25 어닝 서프라이즈, 블랙핑크 MD 기대 Up

- 1분기 OP 95억원으로 어닝 서프라이즈 달성, MD 매출 역대 최대 기록
- 4Q24부터 추진된 MD 전략 변화 효과적이며, 베논 팬덤 성장세 기대 이상
- 블랙핑크 월드투어 MD 매출도 기대해볼 포인트. 목표주가 +15% 상향

임수진. soojin.lim@daishin.com

[1Q25 Review] 한국콜마: 기대되는 성수기

- 1Q25 영업이익 599억원(YoY 85%, OPM 9.2%)로 컨센서스 상회
- 국내 선케어 수출 강세 + 중국·미국 개선 주효
- 2분기 선케어 성수기와 미국 모멘텀 고려 시 여전히 매력적인 투자처

정한솔. Hansol.jung@daishin.com

[1Q25 Review] 씨앤씨인테리어: 회복 ing...

- 1Q25 영업이익 55억원(YoY -44% OPM 8.3%)으로 컨센서스 하회
- 국내 고객사 수주 회복 지연 및 비용 증가로 수익성 악화
- 2분기부터 초도 물량 반영 및 수주 회복으로 분기별 개선 전망

정한솔. Hansol.jung@daishin.com

[1Q25 Review] 현대백화점: 실적 개선과 주주환원 위한 노력, valuation 향상으로 이어질 것

- 1분기 백화점 양호, 면세점과 지누스 대폭 개선
- 2분기 강한 실적 개선 강도 이어질 것
- 회사의 실적 개선 및 주주가치 제고 노력 매우 높게 평가

유정현. junghyun.yu@daishin.com

[1Q25 Review] 롯데쇼핑: 실적 서프라이즈 기록, 현저히 낮은 PBR 지표의 re-rating 가능성 확대

- 국내 마트 제외하고 대부분 사업부문에서 의미 있는 실적 개선
- 구조조정을 통해 실적 가시성 크게 개선
- 현저히 낮은 PBR re-rating 가능성 확대

유정현. junghyun.yu@daishin.com

[1Q25 Review] GS 리테일: 편의점 점포 본격 구조조정 시작되며 손익 부진

- 편의점 점포 구조조정에 따른 손익 부진
- 주력 사업인 편의점의 성장성 저하 국면
- 점포 구조조정 마무리 되는 시점에서 주가 회복 전망

유정현. junghyun.yu@daishin.com

[1Q25 Review] 이노션: 자동차, 게임 뭐든지 팔아줄게

- 1Q25 GP 2,3천억원(+10% yoy), OP 298억원(-2% yoy)
- 전년 동기 CES high base 부담을 신차 마케팅으로 상당부분 만회
- 관세 이슈에 따른 계열 물량 감소 우려를 비계열의 빠른 성장으로 극복

김희재. hoijae.kim@daishin.com

[1Q25 Review] KT: 뭐든지 잘하는 모범생

- 1Q25 매출 6,8조원(+3% yoy), OP 6.9천억원(+36% qoq)
- 25E OP 2.5조원(+208% yoy), 15년만에 2조원대 영업이익의 회복
- 09년 통합 KT 출범 후 최고가. 4Q19 ARPU 상승 확인 후 102% 상승

김희재. hoijae.kim@daishin.com

[1Q25 Review] NAVER: 2025년, 커머스의 시간

- 1Q, 돌보인 커머스 실적. 커머스 광고/수수료/멤버십 매출 모두 견조
- 6월 쇼핑 수수료율 인상은 올해 실적 성장의 중요한 키. 거래액 회복은 덤
- 결국, 거래액(Q) x 수수료율(P) 모두 증가, 커머스로 인한 이익 성장 가시성 확대

이지은. Jeeun.lee@daishin.com

2025년 5월 3주차

[금리] 국고 3년 2.20~2.50%

美 금리는 여전히 변동성 확대 국면. 한국은 꾸준한 금리 하향 안정화 구도

관세 부과 이후 정책에 대한 신뢰 악화로 美 국채 금리는 장기 영역을 중심으로 레벨업과 변동성 확대 국면. 국채 물량 부담이 증첩되며 금리의 하향 안정화 경로는 매우 더디게 진행 중

한국은 성장을 전망치 하향 등 부정적인 경기 인식을 반영하며 채권 강세 구도 지속. 다만 인하 기대는 선반영하며 크게 낮아진 금리 레벨 부담에 변동성 분출 위험 상존

[환율] 달러원 환율 1,340~1,485원

달러약세 유효한 가운데, 동아시아 통화 강세 지속 예상. 달러원 환율 추가 하락 시도 가능

대외 달러약세 유효: 1) 미국 자산 신뢰, 2) 경기 개선 기대 부족. 정책 시행 여력 의구심도 여전

미중갈등 완화 기대에 아시아 통화 절상압력 확대 지속 예상. 대만달러 환율 급락한 가운데 달러원 환율도 1,360원대까지 급락세 시현

중국 내수확대 정책 신뢰 회복 시 위안화 강세로 달러원 환율 추가하락 시도 가능

[국내 증시] KOSPI 2,450 ~ 2,650p

관세 협상 기대를 넘어 성적표(협상 결과, 미/중 실물 지표(10% 보편관세 반영))를 받아들 시간

트럼프 행정부는 주요국, 중국과 무역 협상 진행 중. 관세 불안/경계심리, 불확실성 정점 통과, 변동성 완화 국면 전개. 양호한 4월 수출과 1분기 실적에 근거한 KOSPI 상승 전망

KOSPI를 비롯한 글로벌 증시, 1차 분기점 도달(KOSPI 2,600선 중반) 이후 단기 과열 해소, 매물소화 감안. 관세 협상과 미중 실물 지표에 따른 등락 예상. 비중확대 기회

[글로벌 증시] S&P500 5,300 ~ 6,100p

5월 증시, 트럼프와 거리두기 시작. 불확실성보다는 안정을 택할 것

트럼프 정책 후퇴. 자국기업 피해 양산과 통화정책 신뢰성 훼손에 기인. 美 90일 상호관세 유예 종료 전까지, 교역국 협상 통해 기존 상호관세율 절반 수준으로 낮출 것. 현 미국 경제(경기 침체 미징후) 및 기업 이익(25.1/4분기 7개 분기 연속 이익 성장 예상) 감안 시, M7 주도의 증시 견인력 확대될 것. 미국 주도 글로벌 증시(DM) 상승 지속. 비중확대

[원자재] WTI 55~72\$/bbl.

추가 감산 포기 + 장기간 저유가 버틸 수 있다는 사우디. 부양 기대감이 가격 하단 지지

사우디, 카자흐스탄 측에서 감산 이행하지 않겠다는 뜻 밝히자 추가 감산 포기 + 장기간 저유가 버틸 수 있다며 3차 유가 전쟁 가능성 경고. 2015년과 2020년 같은 불확실성↑

그나마 가격 낙폭 상쇄한 것은 부양 기대감. Fed는 여전히 조기 금리 인하에 대해서는 미온적. 다만, 글로벌 석유 2대 소비국 중국의 대규모 유동성 투입으로 수요 기대 개선, 가격 하단 지지

[부동산] 주택 : 강보합, 상업 : 보합.

주택, 정책 불확실성에 거래 감소, 상업, 1분기 높은 거래량 기록에도 임대 시장 둔화

주택 : 토허제 재지정 이후 관망세 지속. 풍선효과 나타날 수 있으나 금융 환경 강화로 영향은 제한적, 금융/규제 환경 불확실성으로 2분기 이후 거래량 감소 예상

상업 : 마곡 딜 클로징 영향으로 1분기 오피스 거래량 5조원 내외 수준 기록 임대료 상승률 둔화 및 점진적인 공실을 증가 지속 예상

Global Strategy

Global Strategist 문남중
namjong.moon@daishin.com

일본, 3가지 이슈 살펴보기: 실적, BOJ 매각, 자동차 관세

- 엔화 강세 제한 강도 대비, TOPIX 지수는 4월 낙폭 메우고 2,800선 목전
- 최근 일본 내 이슈가 되는 3가지 요인. 향후 엔화 및 증시 방향 가늠
- TOPIX지수가 2,800선에 안착하기까지 걸림돌. 2,800선 근접 시, 비중 축소

4.23일 이후 엔화 강세가 제한되는 강도 대비, TOPIX 지수는 4월 낙폭(최저점 2,243p. 4.7일)을 다 메우고 2,800선을 목전에 두고 있다. 이는 미국 발 관세부과 위협의 절정을 지나, 양국 간 관세 협상이 잘 될 거라는 기대가 선반영된 측면이 크다. 향후 엔화 강세가 다소 제한되고, 증시의 추가 상승 여부를 가능하기 위해서는 최근 일본 내 이슈가 되는 3가지 요인을 살펴봐야 한다.

우선, 지난해(24.4월~25.3월) 일본 제조업 상장사의 실적이다. 도쿄 증시에 상장된 제조업체 약 500곳의 지난해 순이익은 전년대비 -2% 감소했다. 자동차, 철강 업체 중심의 실적 부진이 두드러졌고, 이에 따라 도요타 자동차 -4%, 미쓰비시 자동차 -74%, 일본제철 -36%, JFE 홀딩스 -54% 감소했다. 다만 AI 투자 확대로 전기 및 화학업종은 증가하는 모습이다.

둘째, BOJ의 주식, ETF 매각이다. BOJ는 2016년 4월부터 보유 주식을 매각하는 출구전략을 추진해왔으며 1조 3,000억 엔에 달했던 잔고는 올해 4월 말 기준 약 240억 엔으로 감소했다. 최근 1년간 월 100억 엔 규모로 감소해왔으며, 올해 7월까지 매각이 모두 완료될 것으로 예상된다. 주식 매각 완료 시, 다음 수순은 2010년부터 매입해온 ETF 매각으로 2023년 10월 ETF 매수는 중단됐지만 올해 4월 말 기준 ETF 잔고는 70조 엔(시가기준, 장부가는 37조 엔)에 달한다.

셋째, 자동차 관세이다. 미국 정부가 영국산 자동차에 대한 품목별 관세를 연간 10만 대에 한해 기존 25%에서 10%로 낮추기도 했다. 그 외 기본 상호 관세 10%는 유지하고, 철강알루미늄 등 관세 25%는 하향 조정됐다. 하지만 미국에 에탄올, 소고기, 농산물 기계류 등 시장 개방과 보잉사 항공기를 100억 달러 규모로 구매하기로 했다. 일본은 영국과 달리 연간 137만 대 규모로 자동차를 수출 중으로 일본에 감세 물량을 설정한다면 타격이 클 것이다. 또한 지난해 미국과의 교역에서 적자를 기록한 영국(-119억 달러)이 자동차 관세와 상호 관세를 면제받지 못한점은 일본에게 큰 부담이다.

3가지 요인을 감안 시, 엔화 강세와 함께 TOPIX 지수가 2,800선에 안착하기까지 걸림돌이 될 것으로 본다. 2,800선에 가까워질수록 비중 축소로 대응할 필요가 있다.

이번 주 중요 경제지표 및 이벤트(25.5.12~5.18)

경제지표 & 이벤트명	국가	일정	전기치	예상치	방향성	내용 및 시사점
4월 CPI / 근원	미국	5.13	2.4 / 2.8 % YoY	2.4 / 2.8 % YoY	- / -	수요 감소에 따른 물가 오름폭 둔화 예상. 달러 약세, 엔화 강세 요인
1/4분기 GDP	일본	5.16	0.6 / 2.2 % QoQ, % YoY	-0.1 / -0.2 % QoQ, % YoY	▼ / ▼	미국발 관세 영향 등 경제 성장 둔화 확인. BOJ, 5월 금리 동결 명분
3월 산업생산	일본	5.16	-1.1 % MoM	-1.1 % MoM	-	2개월만에 감소. 자동차, 전기·정보통신 기계공업 부진 영향

기준일: 25. 5. 9
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미래에셋증권 (006800)

박혜진 hyejin.park@daishin.com

투자의견 **Buy**
매수, 유지

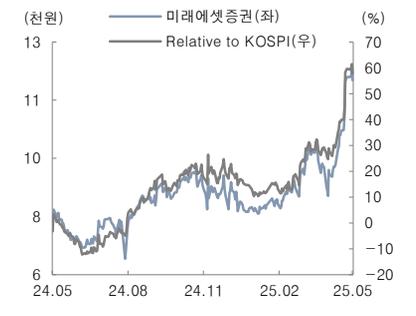
6개월
목표주가 **15,000**
상향

현재주가 **11,880**
(25.05.09)

증권업종

KOSPI	2,577.27
시가총액	7,508십억원
시가총액비중	0.35%
자본금(보통주)	3,332십억원
52주 최고/최저	12,170원 / 6,660원
120일 평균거래대금	73억원
외국인지분율	14.45%
주요주주	미래에셋캐피탈 외 17인 32.14 네이버 8.31%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	39.8	43.7	35.8	57.4
상대수익률	24.4	40.6	34.9	65.6



분기 최대 기록 부문이 많음

- 브로커리지, WM, 상품운용, 해외법인 실적 사상 최대 달성
- 해외부동산 감액손실 1,000억원 반영에도 투자자산 평가이익 900억원
- 1분기와 유사한 이익 흐름 연말까지 이어질 것, 목표주가 상향

투자의견 Buy, 목표주가 15,000원으로 +15.4% 상향

우리는 지난 3월 발간한 프리뷰 자료에서 동사의 목표주가를 +30% 상향한 데 이어 이번에 추가로 +15.4% 상향함. 우리가 강조한 동사의 투자포인트는 1) 트레이딩수익 개선: 해외부동산 감액손실이 완화되고 투자목적자산 평가 이익 증가, 실제로 스페이스X, xAI, 네이버 파이낸셜 등 동사가 투자한 혁신기업 평가이익이 상당부분 반영되고 있는 것으로 추정. 2) 이자 부담 완화: 이자비용 부담 컸으나 금리 하락으로 완화되어 이자이익 증가. 당 분기 우리가 강조한 포인트 뿐만 아니라 브로커리지, WM, 해외법인에서도 사상 최대 실적을 기록하며 약진하는 모습. 1분기 계절적으로 분배금/배당금 유입이 많아 2분기부터 감소할 수 있으나 해외부동산 손상차손 반영이 줄어들어 당 분기와 유사한 이익흐름이 연말까지 이어질 수 있을 것으로 전망

1Q25 지배주주 순이익 2,587억원(QoQ +10.2% YoY +57.1%) 기록

1분기 순이익은 당사 추정에 부합하였으며 컨센서스를 20% 상회. 브로커리지, WM, 상품운용수익, 해외법인 실적이 분기 사상 최대 실적을 경신. 동사는 국내 주식 전체 약정 점유율 11%로 1위, 해외주식은 수수료수익에서 1위를 차지하고 있음. 이에 따라 국내 거래대금 증가 및 해외주식 수수료 무료이벤트 종료함에 따라 수수료율이 상승, 1분기 BK수수료수익이 2,609억원(QoQ +32.3%, YoY +26.7%)으로 사상 최대 실적을 달성, 해외 수수료수익이 국내를 추월함

상품운용수익은 4,701억원(QoQ +1.6%, YoY +47.4%) 마찬가지로 사상 최대 실적 달성. 국내에서 채권 잔고가 가장 많은 증권사이기 때문에 금리 인하에 따른 FVPL 평가익 증가하였고, 최근 지수 상승으로 ETF LP 운용수익도 상당히 양호했던 것으로 파악. 무엇보다 해외부동산 감액손실 1,000억원 반영에도 Pre IPO를 비롯한 국내외 투자 자산 평가이익이 이를 상회하면서 평가손익이 900억원으로 흑자 전환함

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022	2023	2024P	2025E	2026E
순영업수익	2,160	1,882	2,960	3,034	3,147
영업이익	846	511	1,159	1,318	1,540
당기순이익	601	287	889	1,067	1,230
YoY	-48.0%	-52.3%	210.1%	20.0%	15.2%
EPS	1,213	861	2,839	3,640	4,194
BPS	16,574	23,657	26,386	29,280	32,054
PER	7.02	9.88	3.00	3.27	2.83
PBR	0.51	0.36	0.32	0.41	0.37
ROE	5.71	2.58	7.34	8.30	8.74

자료: 미래에셋증권, 대신증권 Research Center

서울반도체 (046890)

박강호
kangho.park@daishin.com

투자이견 **Marketperform**

시장수익률, 유지

6개월 목표주가 **8,500**

하향

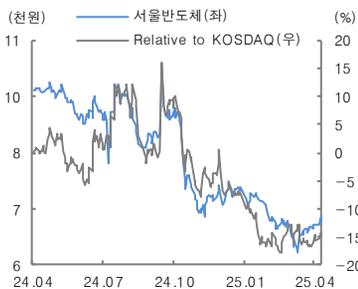
현재주가 **6,700**

(25.05.09)

가전 및 전자부품업종

KOSDAQ	722.52
시가총액	391십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	29십억원
52주 최고/최저	10,300원 / 6,010원
120일 평균거래대금	17억원
외국인지분율	9.31%
주요주주	이정훈 외 2 인 28.53%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.5	-9.5	-23.4	-32.0
상대수익률	-0.7	-6.9	-21.2	-18.1



1Q 적자확대, 시간 필요

- 1Q25 영업이익(-196억원)은 적자확대(qoq), 추정치대비 하회
- 2Q25 영업이익은 -11억원으로 적자지속(qoq) 추정
- IT항 LED 매출 부진, 경쟁심화로 수익성 개선 시간 필요

투자이견 시장수익률(Marketperform)유지, 목표주가 8,500원 하향(15%)

2025년 1Q 매출(2,392억원)과 영업이익(-196억원)은 종전 추정(2,490억원/-33억원)을 하회. 영업이익은 2분기 연속 적자지속, 1Q 비수기이나 IT항 LED 수요 감소로 매출 약화, 조명에서 경쟁심화로 전체 매출이 부진하면서 고정비 부담이 가중, R&D 비용 증가에 기인. 2025년 주당순이익(EPS)을 종전대비 하향, 목표주가를 8,500원(2025년 목표 P/B 0.74배(평균하단))으로 15% 하향, 투자이견 시장수익률(Marketperform) 유지

IT항 LED에서 비중은 높은 TV 수요 정체로 2025년 매출 부진이 예상. 중국 LCD 패널 업체의 점유율 증가로 중국 LED 비중이 높아지면서 경쟁 심화로 매출, 이익 개선에 부담 판단. 전장용 LED 매출 증가는 긍정적으로 판단. 신성장 요인이나 여전히 조명과 IT에서 매출 정체로 전체 수익성 개선에 시간이 필요. 2Q25 매출은 2,680억원, 영업이익은 -11억원으로 추정

1Q25 매출과 영업이익은 종전 추정을 하회

2025년 1Q 매출 2,392억원(-1% yoy/-9.9% qoq), 영업이익 -196억원(적자지속 yoy/qoq), 당기순이익 -247억원(적자지속 yoy/적자전환 qoq)을 기록. 비수기 영향과 IT항 LED 부진으로 손익분기점의 매출 수준을 하회, 고정비 부담과 R&D(260억원) 비중이 11%로 1%p(qoq/4%p yoy) 높아지면서 영업적자가 확대

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25				2Q25			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	242	266	249	239	-1.0	-9.9	250	268	-5.1	12.0
영업이익	-4	-3	-3	-20	적지	적지	-1	-1	적전	적지
순이익	3	9	-2	-18	적전	적전	0	-1	적지	적지

주: 순이익은 지배순이익 기준

자료: 서울반도체, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,032	1,090	1,083	1,134	1,206
영업이익	-49	1	-10	25	31
세전순이익	-70	-5	-14	25	31
총당기순이익	-74	-2	-18	21	26
지배지분순이익	-22	-5	-13	18	22
EPS	-384	-87	-216	309	383
PER	NA	NA	NA	22.1	17.9
BPS	11,616	11,715	11,504	11,819	12,208
PBR	0.9	0.6	0.6	0.6	0.5
ROE	-3.2	-0.7	-1.9	2.7	3.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

한국타이어앤 테크놀로지 (161390)

김귀연

gwyeon.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

55,000

하향

현재주가

39,050

(25.05.09)

자동차업종

KOSPI	2577.27
시가총액	4,837십억원
시가총액비중	0.23%
자본금(보통주)	62십억원
52주 최고/최저	47,000원 / 34,900원
120일 평균거래대금	113억원
외국인지분율	36.73%
주요주주	한국엔컴퍼니 외 22 인 43.21% 국민연금공단 7.01%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.9	3.2	4.4	-10.6
상대수익률	-4.0	1.0	3.8	-6.0



공장도 실적도 램프업 중

- 1) 미국 공장 초기 비용 및 2) 한온 실적 부담 감안하여 TP 하향(-7%)
- 2Q25 1) 평가 인상, 2) 원재료/운임 비용 부담 완화로 실적 개선 예상
- 리레이팅 위해서는 한온의 턴어라운드 가시성 확보가 선행되어야 할 것

투자의견 매수 유지, 목표주가 55,000원 하향(-7%)

TP 5.5만원은 2025년 EPS 11,260원에 Target PER 4.9배(글로벌 피어 대비 35% 할인) 적용. TP 하향은 1) 테네시 공장 가동에 따른 초기 비용 확대, 2) 한온시스템 실적 부담('25년 NP -1,385억)에 따른 실적 조정에 기인
1) 미국 관세, 2) 한온시스템 실적 및 3) 추가 자금조달 관련 불확실성 지속. **주가 리레이팅 위해서는 한온시스템의 턴어라운드 가시성 확보가 선행되어야 할 것**으로 판단. 2H25~2026년 미국 공장도, 실적도 램프업 진행중

1Q25 타이어 매출 2.3조(YoY +10%, 이하 YoY), OP 3,336억(-16%), OPM 14%현

타이어(한온 실적 제외) 매출은 당사 추정(2.3조원)에 부합했으나, 영업이익은 추정(3,599억원)을 -7% 하회. 1) 부정적인 원재료/운임 레깅효과에 2) 인건비/마케팅비 집행 확대로 예상대비 수익성 부진

1Q25부터는 한온시스템 실적이 연결로 반영. 이를 반영한 연결 매출 5.0조(+133%), OP 3,545억(-11%), OPM 7.1% 기록. 한온시스템 수익성 부진으로 외형과 달리 수익성 둔화

2025년 미국 공장, 한온시스템 실적, 주가 모두 램프업 단계

2Q25 1) 미국 평가 인상, 2) 긍정적인 비용 레깅효과로 실적 개선 예상. 한온 실적 반영한 '25년 PER 3.6배로 부담 제한적. 참고로, 타이어/신차부품 함께 영위하는 컨티넨탈의 PER 9.5배/글로벌 피어 평균 7.3배 수준. 다만, 주가는 1) 미국 관세 우려, 2) 2H25 미국 공장 가동에 따른 초기 비용 확대, 3) 한온 시스템 실적 및 추가 자금조달 우려로 단기 매력 제한. **2025년 신규 공장 실적 모두 램프업 단계 예상하는 바, 긴 호흡에서 접근할 필요**

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	직전	잠정	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consen	추정	YoY	QoQ
매출액	2,127	2,532	2,314	4,964	133.3	96.1	2,552	5,080	119.2	2.3
영업이익	399	473	360	355	-11.1	-25.1	375	411	-2.2	15.8
순이익	356	59	285	320	-10.2	442.3	277	306	-3.3	-4.1

자료: 한국타이어앤테크놀로지, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	8,940	9,412	20,543	21,314	22,615
영업이익	1,328	1,762	1,783	1,970	2,719
세전순이익	1,171	1,574	1,671	1,884	2,658
총당기순이익	729	1,131	1,328	1,469	2,046
지배지분순이익	720	1,115	1,395	1,455	2,026
EPS	5,814	8,998	11,260	11,743	16,354
PER	7.8	4.3	3.6	3.4	2.5
BPS	77,114	89,609	98,958	108,791	123,235
PBR	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3
ROE	7.8	10.8	11.9	11.3	14.1

주1: 1Q25부터 한온시스템 실적 연결로 반영

주2: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한국타이어앤테크놀로지, 대신증권 Research Center

두산 (000150)

양자환

jhwan.yang@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

540,000

상향

현재주가

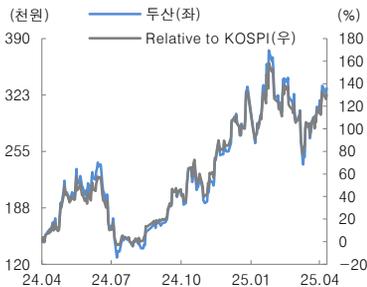
345,000

(25.05.09)

지주업종

KOSPI	2579.48
시가총액	6,449삼억원
시가총액비중	0.30%
자본금(보통주)	99삼억원
52주 최고/최저	376,000원 / 128,100원
120일 평균거래대금	445억원
외국인지분율	11.27%
주요주주	박정원 외 26 인 40.11% 국민연금공단 8.47%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	32.7	16.6	40.9	106.6
상대수익률	20.1	14.0	39.9	119.8



달라진 두산, 달라질 주가

- 투자의견 매수 유지하며, 목표주가 54만원으로 28.6% 상향
- 2025년 1분기 전자BG 실적 서프라이즈, 25년~27년까지 성장 지속
- 2027년 수요까지 감안한 증설 추진, 전자BG 영업이익률 30% 근접할 전망

투자의견 매수 유지하며, 목표주가 540,000원으로 28.6% 상향

목표주가 상향은 2025년 1분기 두산의 전자BG부문의 깜짝 실적 시현으로 2025년 전자BG 포함한 자체사업 EBITDA 추정치의 상향이 주된 이유. 그 외에 자회사 주가변동에 따른 NAV 증감도 반영했으며, 목표주가의 NAV 대비 Target 할인율은 60% 적용

2025년 전자BG의 매출액 추정치를 1조 6,755억원으로 직전 추정 대비 +30.7% 상향하며, 전자BG를 포함한 자체사업 추정 EBITDA는 5,413억원으로 +119.2% 상향. 이에 따라 자체사업부문의 가치는 기존 2.7조원에서 4.9조원으로 상향

25년 2분기에도 N사향 네트워크보드용 CCL 매출 증가 추세 유효, 전자BG 부문의 25년 영업이익률은 30%에 육박할 것으로 기대. 26년~27년으로 갈수록 High End 매출 비중이 상승하며 추가적인 수익성 개선도 가능할 전망

현재 북미 N사 시가속기의 Computing Board에 공급하는 제품 이외에 추가적으로 1)Switch Board향 제품 공급 추진, 2)GB200에 이어 GB300으로 변경 시 물량 증가, 3)미국 Big Tech 2개 기업과의 ASIC 관련 제품 공급, 4)블랙웰 이후 루빈 시리즈용 CCL 공급 추진 등 다양한 모멘텀 보유하고 있어 향후 3년간 전자BG 매출액의 급격한 성장 및 수익성 개선 가능할 것으로 예상

2025년 1분기 연결 실적 부진했지만, 자체사업 실적은 높아진 기대치 상회

두산의 2025년 1분기 연결 매출액은 4.3조원, 영업이익 1,985억원으로 당사 및 시장 기대치를 하회. 이는 연결 대상인 두산에너지빌리티의 부진이 주 원인. 자체사업만 놓고 보면 사상최대의 실적을 시현하며 시장의 기대치를 상회. 5월 8일~9일 NDR을 진행하며 2025년~2027년까지의 전자BG 사업부문 청사진에 대해 점검

2025년이 전자BG 성장의 원년이며, 2027년까지 지속적인 성장을 기대. 2026년 전자BG 매출액 1.9조원, 영업이익률 30% 수준으로 예상. 2027년 물량까지 감안해 현재 라인 교체를 통한 증설을 추진 중으로 Capa 문제도 없을 전망. 1분기 부진했던 두산에너지빌리티 등 연결 자회사들도 2분기부터 손익 정상화되며 연결 실적도 개선될 것으로 예상 (NDR 주요 Q&A는 3 Page부터 참조)

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 삼억원 원 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	19,130	18,133	17,064	18,580	19,416
영업이익	1,436	1,004	1,329	1,832	1,319
세전순이익	451	593	832	1,363	869
총당기순이익	272	302	424	695	443
자비자분순이익	-388	-226	131	215	137
EPS	-18,133	-10,562	6,138	10,060	6,415
PER	NA	NA	53.8	32.9	51.5
BPS	75,846	69,123	74,552	83,930	89,693
PBR	1.2	3.7	4.4	3.9	3.7
ROE	-22.7	-14.6	8.5	12.7	7.4

주: EPS와 BPS, ROE는 자비자분 기준으로 산출
자료: 두산, 대신증권 Research Center

CJ CGV (079160)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

8,000

하향

현재주가

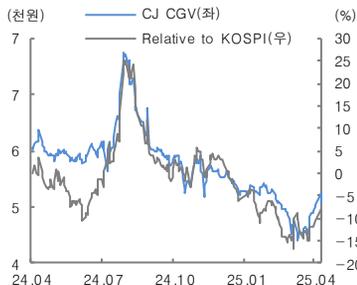
4,920

(25.05.09)

미디어업종

KOSPI	2577.27
시가총액	81531억원
시가총액비중	0.04%
지분금(보통주)	8331억원
52주 최고/최저	7,200원 / 4,330원
120일 평균거래대금	10억원
외국인지분율	5.68%
주요주주	CJ 외 1 인 50.90%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.6	-5.0	-11.2	-15.8
상대수익률	1.1	-7.1	-11.7	-11.3



4DX로 승부수

- 1Q25 매출 5.3천억원(+36% yoy), OP 32억원(-30% yoy)
- 국내를 제외한 전지역 19년 수준 회복 또는 역대 최고 실적 달성
- 국내 구작 소진 완료, 24~25년 준비를 거쳐 26년부터 신작 위주 개봉

투자의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 8,000원으로 11% 하향

국내, CGI, 튀르키예, 4DX, ONS의 12M FWD 실적을 합산한 SOTP 방식 적용 목표주가 산정을 위해 적용한 EV/EBITDA 멀티플은 15~19년 평균 대비 60% 적용. 팬데믹 이전 대비 관객수가 60% 수준임을 반영. 회복 속도가 더딘 국내의 실적 추정 하향을 반영하여 목표주가 11% 하향

1Q25 Review: 국내만 남았다. 25년 할리우드 시리즈물, 26년 국내 신작

매출 5.3천억원(+36% yoy, -9% qoq), OP 32억원(-30% yoy, -81% qoq)
 2Q23부터 8개 분기 연속 흑자, 다만 회복 속도는 다소 주춤
 전사: OP 1Q25 32억원(-30% yoy), 25E 1.2천억원(+59% yoy)
 국내(비중 39%), 1Q -310억원(적지 / -163억원), 25E 229억원(흑전 / +305억원)
 흥행작 부재 및 인력 효율화와 적자 사이트 폐점 등의 비용 발생
 24년까지 구작 영화 대부분 소진. 26년부터는 본격적으로 신작 위주 개봉

25년은 할리우드 시리즈물 개봉으로 5월부터 극장 회복 전망. 5월 <미션 임파서블: 파이널 레코닝>, 7월 <판타스틱4: 새로운 출발>, <슈퍼맨>, <쥬라기월드: 리버스>, 11월 <주토피아2>, <위키드: 포 굿>, 12월 <아바타: 불과 재>

중국(13%), 1Q 189억원(흑전 / +200억원 yoy), 25E 296억원(흑전 / +458억원)
 분기 최대 실적, 25년 연간 최대 실적 전망. 사업 구조 개선 효과 발생

베트남(11%), 1Q 129억원(+15% yoy), 25E 293억원(+12% yoy)
 분기 최대 실적, 25년 연간 최대 실적 전망

인니(5%), 1Q -13억원(적전 / -39억원 yoy), 25E 127억원(-0.4% yoy)
 라마단 영향 및 흥행작 부재. 하지만 이미 19년 대비 매출 85%, OP 76% 회복

튀르키예(%), 1Q -5억원(적전 / -55억원 yoy), 25E -16억원(적전 / -53억원)
 라마단 영향 및 흥행작 부재. 19년 대비 매출 106%, OP 56%

4DX(6%), 1Q -9억원(적전 / -22억원 yoy), 25E 147억원(-16% yoy)
 4DX향 작품 부재 영향. 하지만, 이미 24년에 역대 최대 실적 달성

1Q 기준 전세계 1,210개관 운영. AMC의 65개관과 계약 완료했고, 글로벌 극장 체인과 추가 계약 협의 중. 27년 1.8천개관, 30년 2.1천개관 목표

4DX 비전 제시. 24년 매출 1.2천억원, OP 200억원, OPM 17%. 30년 매출 7.4천억원, OP 1.9천억원, OPM 26%

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25		2Q25					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	393	588	620	534	35.8	-9.3	612	548	27.4	2.6
영업이익	5	17	17	3	-29.5	-81.1	22	33	47.6	930.5
순이익	-38	-134	-10	-38	적지	적지	-15	4	흑전	흑전

자료: CJ CGV, FnGuide, 대신증권 Research Center

CJ ENM (035760)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

96,000

하향

현재주가

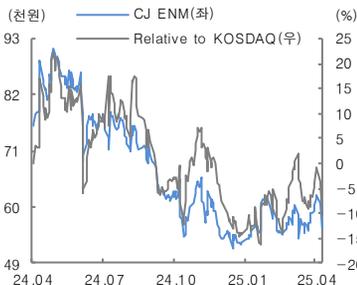
55,600

(25.05.09)

미디어업종

KOSDAQ	722.52
시가총액	1,219십억원
시가총액비중	0.33%
지분금(보통주)	111십억원
52주 최고/최저	91,100원 / 51,900원
120일 평균거래대금	47억원
외국인지분율	16.21%
주요주주	CJ 외 8 인 42.74%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.2	0.4	-3.8	-31.4
상대수익률	-8.1	3.2	-1.0	-17.4



늦어지고 있지만 방향은 맞다

- 1Q25 매출 1.1조원(-1% yoy), OP 7억원(-94% yoy)
- 콘텐츠 성과 부진, 티빙 프로야구 비수기, F/S 공급 지연 등의 영향
- 미디어, 영화, 커머스, 음악 등 기존 사업은 안정적인 흑자

투자의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 96,000원으로 13% 하향

12M FWD EPS 4,713원에 PER 21배 적용(CJ E&M과 CJO의 합병 전 5년 평균) 실적 회복이 지연되면서 25년과 26년 EPS를 각각 -37%, -3% 하향

1Q25 Review: 티빙과 F/S이 발목 잡은 실적, 다만 시기의 문제일 뿐

매출 1.1조원(-1% yoy, -36% qoq), OP 7억원(-94% yoy, -98% qoq)

미디어플랫폼 -57억원(-22억원 yoy), 영화드라마 -232억원(-54억원 yoy) 음악 27억원(-21억원 yoy), 커머스 258억원(-4억원 yoy) 등 -116억원 yoy

당사 추정 및 시장 기대수준을 하회한 배경은 티빙과 F/S의 실적 부진

[티빙] OP -278억원(+108억원 yoy). 분기 OP는 2Q23 -480억원까지 손실이 발생했지만, 프로야구 중계 효과에 따른 가입자수 증가로 3Q24 -70억원까지 개선. 프로야구 시즌 종료에 따라 4Q24 -147억원, 1Q25 -278억원 달성

프로야구 출범 후 최고의 흥행을 기록 중이어서, 2Q 가입자 회복 및 광고요금제 도입 효과로 OP -12억원으로 개선 전망. 25E OP -346억원(+365억원 yoy)

[미디어플랫폼] 티빙을 제외한 실적은 220억원(-130억원 yoy). 광고가 4Q24 +17% yoy의 깜짝 반등 후 1Q25 -19% yoy의 역성장 영향. 경기 영향도 있지만, 근본적으로 작품 성과의 부진에 기인. 4Q24 <정년이>는 최고 16.5% 달성한 반면, 1Q25 <별들에게 물어봐>는 최고 3.9%에 불과. 기타 작품들도 tN의 장기 평균 6.3%에 크게 못미치는 성과. 2Q <언젠가는 슬기로울 전공의 생활> 6% 회복 및 <금주를 부탁해>, <미지의 서울>, <견우와 선녀> 등 방영 예정

티빙을 제외한 실적은 17~24년 연평균 1천억원 흑자. 티빙만 적자에서 벗어나면 다시 캐쉬카우의 지위를 회복할 것으로 전망

[F/S] OP -173억원(-7억원 yoy, -253억원 qoq). TV 시리즈 에피소드 5개 공급으로 부진. 2Q 16개 공급 예정. 24년 OP -520억원(+135억원 yoy)에는 4Q24에 반영한 손상비용 247억원 포함, 경상 OP는 -273억원(+382억원 yoy)

25년도 24년과 유사한 7편 수준의 TV시리즈 공급이 예정되어 있고, 통상 3년 정도의 판권 판매 계약 종료 후 회수한 판권의 재판매 수익이 발생하고 있어서, 25E OP 77억원(+597억원 yoy, 경상 OP 기준 +350억원 yoy) 전망

미디어, 영화, 커머스, 음악 등 기존 사업은 안정적인 흑자 기조 유지. 티빙, F/S의 적지만 해소되면 18년 합병 이후 4년간 형성한 2.5~3천억원 수준의 이익으로 복귀 가능할 것으로 전망. 티빙, F/S의 2Q 실적 개선 여부가 중요

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	집정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,154	1,788	1,249	1,138	-1.4	-36.3	1,164	1,405	20.6	23.4
영업이익	12	41	29	1	-94.3	-98.3	21	57	61.0	7,974.8
순이익	-15	-26	3	-62	적지	적지	3	34	61.2	흑전

자료: CJ ENM, FrnGuide, 대신증권 Research Center

와이지엔터테 인먼트 (122870)

임수진

soojin.lm@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

92,000

상향

현재주가

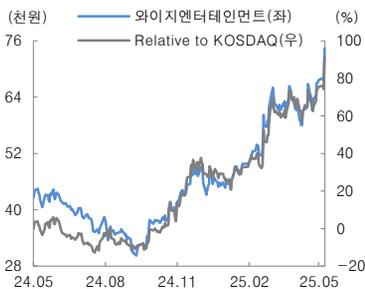
(25.05.09)

74,400

엔터테인먼트업종

KOSDAQ	722.52
시가총액	1,391십억원
시가총액비중	0.37%
자본금(보통주)	10십억원
52주 최고/최저	74,400원 / 30,200원
120일 평균거래대금	151억원
외국인지분율	15.61%
주요주주	양현석 외 5 인 22.98% 네이버 8.89%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	28.3	42.0	68.3	72.0
상대수익률	14.2	46.0	73.2	107.2



1Q25 어닝 서프라이즈, 블랙핑크 MD 기대 Up

- 1분기 OP 95억원으로 어닝 서프라이즈 달성, MD 매출 역대 최대 기록
- 4Q24부터 추진된 MD 전략 변화 효과적이며, 배문 팬덤 성장세 기대 이상
- 블랙핑크 월드투어 MD 매출도 기대해볼 포인트, 목표주가 +15% 상향

투자 의견 매수, 목표주가 92,000원으로 +15% 상향, 차선호주 유지

목표주가는 2025E EPS 3,741원에 Target PER 24.5배를 적용하여 산출

1분기 깜짝 어닝 서프라이즈 발표와 함께 발표일 주가 +10.2% 상승. 그중 가장 긍정적으로 평가된 부분은 블랙핑크 활동 시기를 포함해 역대 최대 분기 MD 매출을 기록한 점. 이번 MD 호실적은 1) 4Q24부터 추진된 전략적 MD 구조 변화가 실질적인 성과로 이어졌으며, 2) 베이비몬스터의 예상보다 빠른 팬덤 성장과 구매력 확대가 동반되었음을 시사. 이에 따라 중장기 수익성 전망을 상향 조정하며, 목표주가를 기존 대비 +15% 상향 조정함

성공적인 MD 전략 변화, 블랙핑크 MD 확장성도 확인

동사는 4Q24부터 MD 부문에 대해 공격적인 전략 변화를 추진. 품목 확대 및 생산 물량 증대에 나섰으며, 이러한 변화는 1분기에도 지속적인 효과를 발휘. 특히, 베이비몬스터 월드투어와 연계된 도시별 팝업스토어 운영은 MD 매출을 분기 기준 역대 최고 수준으로 끌어올리며 실적을 견인. 2분기에도 일본 주요 지역 및 중국 상하이·신천 등에서 팝업스토어가 예정되어 있어, MD 부문 매출의 견조한 흐름이 이어질 전망

3분기부터는 블랙핑크의 대규모 월드투어가 본격화될 예정. 이번 1분기 실적을 통해 입증된 효율적인 MD 전략과 판매 채널 운영 역량을 고려할 때, 블랙핑크 관련 MD 매출 역시 기존 추정치를 상회할 가능성이 높다는 점이 핵심. 이에 따라 당사는 블랙핑크 투어 본격화 시점에 맞춰 MD 부문 실적 추정을 상향 조정할 필요가 있다고 판단. 3Q25~4Q25 실적 상향 및 추가 주가 모멘텀으로 이어질 수 있을 것으로 기대됨

1Q25 Review: 역대 분기 최대 MD 매출

1분기 연결 매출액 1,002억(QoQ -3.8%, YoY +14.7%), 영업이익 95억(QoQ +858%, YoY 흑전)으로 컨센서스를 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록

1) YG PLUS의 영업이익이 약 40억원 수준으로 회복, 2) 자회사인 YG인베스트먼트로부터 42억원의 투자이익이 반영, 3) 블랙핑크 활동 시점을 포함한 MD 매출이 분기 기준 역대 최대치를 경신한 영향

2분기에는 신보 부재로 전분기 대비 실적 조정은 불가피하나, 3분기 블랙핑크 월드투어 본격화 및 베이비몬스터·트레저의 신보 발매와 맞물리며 가파른 실적 개선세가 다시금 나타날 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	1Q25			2Q25			
				잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	87	104	106	100	15	-4	101	102	13	2
영업이익	-5	1	5	10	흑전	858	0	6	흑전	-38
순이익	0	20	6	7	1,376	-74	5	4	흑전	-20

자료: 와이지엔터테인먼트, FnGuide, 대신증권 Research Center

한국콜마 (161890)

정한솔

hansoljung@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

100,000

상향

현재주가

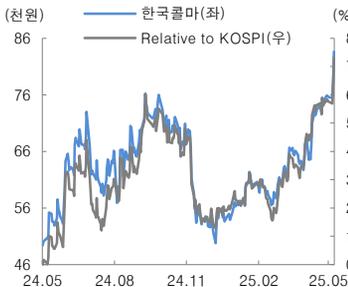
83,600

(25.05.09)

화장품업종

KOSPI	2577.27
시가총액	1,973십억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	83,600원 / 49,800원
120일 평균거래대금	152억원
외국인지분율	36.07%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 23 인 26.59% 국민연금공단 13.47%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	29.4	39.3	36.6	63.6
상대수익률	15.2	36.3	35.7	72.2



기대되는 성수기

- 1Q25 영업이익 599억원(YoY 85%, OPM 9.2%)로 컨센서스 상회
- 국내 선케어 수출 강세 + 중국·미국 개선 주효
- 2분기 선케어 성수기와 미국 모멘텀 고려 시 여전히 매력적인 투자처

투자의견 BUY 유지하며 목표주가 100,000원(+25%)으로 상향

지난해부터 동사 핵심 경쟁력인 선제품의 글로벌 수요 확대로 별도법인의 견조한 성장 지속. 우려하던 중국과 미국 법인도 긍정적 흐름. 중국 화장품 소비 회복 지연에도 1분기 매출 20% 성장했으며, 미국도 2개 분기 연속 높은 수익성을 시현하며 안정적으로 실적에 기여하며 2공장 가동 전 고정비 부담 축소. 미국 2공장은 6월 가동 예정으로 미국 트럼프 관세 정책 이후 미국 생산 문의 급증하며 100여개의 브랜드와 논의 중. 국내 브랜드사는 10여개로 일부 고객사들은 2H25부터 양산 전망. 최근 주가 상승으로 밸류에이션 부담 존재하나 선제품 성수기와 미국 모멘텀 고려 시 실적 추정치 추가 상향 조정 가능성 존재. 실적 추정치 상향과 목표주가 산정의 기준 시점 변동('25→12M Fwd)으로 목표주가 상향

1Q25 Review: 기대되는 성수기

1Q25 매출액 6,531억원(YoY 14%), 영업이익 599억원(YoY 85%, OPM 9.2%)로 컨센서스를 상회하는 호실적 기록

[국내] 매출액 2,743억원(YoY 11%), 영업이익 339억원(YoY 49%, OPM 12.4%)로 분기 최대 실적 기록. 기존 레거시 브랜드의 매출은 감소했으나 K뷰티 트렌드를 이끌고 있는 인디브랜드의 선케어 수출 강세로 분기 최대 매출액 시현. 협력사 인센티브 12억원 등 인건비 증가에도 고수익 선제품 비중 확대는 수익성 개선으로 이어지며 분기 최대 이익률 달성

[중국] 매출액 416억원(YoY 20%), 영업이익 31억원(YoY 73%, OPM 7.4%) 기록. 중국 화장품 소비 회복 지연에도 주요 고객사 수주 증가로 매출과 영업이익 모두 개선 **[북미]** 미국 매출액 217억원(YoY 211%), 영업이익 15억원(YoY 흑자전환, OPM 6.0%). 최대 고객사 SKU 증가 및 4Q24 유입된 신규 고객사의 안정적인 수주가 이어지며 1공장 기준 영업이익 33억원(OPM 15.2%) 기록. 2공장 6월 본격 가동 예정으로 비용 부담 불가피하나 1공장 수익성을 기반으로 BEP 전망. 캐나다 매출액 87억원(YoY -3%), 영업적자-13억원(YoY 적자지속) 기록. 상위 고객사 주문 감소로 부진 **[연우]** 매출 637억원(-5% YoY), 영업적자-10억원(YoY 적자지속) 기록. 미국 최대 매출처 프로젝트 감소로 매출 YoY 역성장. 다만 전분기 대비 회복세

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	직전 추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사 추정	YoY	QoQ
매출액	575	590	628	653	13.6	10.6	640	740	12.1	13.4
영업이익	32	35	48	60	85.0	70.7	51	78	8.1	29.2
순이익	6	34	24	13	109.3	-60.5	22	37	7.1	181.9

자료: 한국콜마, FnGuide, 대신증권 Research Center

씨앤씨 인터내셔널 (352480)

정한솔

hansol.jung@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

40,000

하향

현재주가

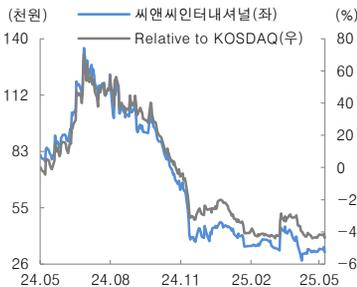
(25.05.09)

32,000

화장품업종

KOSDAQ	722.52
시가총액	320십억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	1십억원
52주 최고/최저	135,400원 / 27,800원
120일 평균거래대금	65억원
외국인지분율	6.18%
주요주주	배은철 외 2 인 66.03%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.1	-8.8	-48.5	-62.0
상대수익률	2.5	-6.3	-47.0	-54.2



회복ing...

- 1Q25 영업이익 55억원(YoY -44% OPM 8.3%)으로 컨센서스 하회
- 국내 고객사 수주 회복 지연 및 비용 증가로 수익성 악화
- 2분기부터 초도 물량 반영 및 수주 회복으로 분기별 개선 전망

투자의견 BUY 유지하나 목표주가 40,000원(-7%)으로 하향 조정

높은 기저 부담으로 1분기 YoY 역성장은 불가피했으나, QoQ 매출액 17% 증가하며 회복세를 보인 점은 긍정적. 상해 법인은 주요 고객사 물량 증가로 가파른 실적 개선 확인. 현재 다수의 신규 프로젝트가 동시에 진행되고 있어 2분기부터 초도 물량이 본격적으로 반영되고, 수주도 회복되고 있어 실적은 상저하고 예상. 지난해 하반기부터 주가가 크게 하락하며 현재 밸류에이션 부담은 크지 않은 상황. 동사 과거 '립핑듀' 제형과 같이 차별화된 신제품을 통해 높은 외형 성장률과 수익성을 달성한 바 있음. 이번 신제품이 성공 시 높은 성장을 기대할 수 있으나 성과 확인 전까지는 주가 모멘텀 부재하다는 판단

1Q25 Review: 회복ing...

1Q25 매출액 660억원(YoY -9%), 영업이익 55억원(YoY -44%, OPM 8.3%)로 컨센서스를 하회했으나 당사 추정치에는 부합

[별도] 매출액 624억원(YoY -9%), 영업이익 48억원 (YoY -49%, OPM 7.7%) 기록. 북미 및 중동향 매출 증가로 해외 매출액 YoY 16% 증가하며 매출 비중 44%(YoY 9.7%p) 확대. 그러나 지난해 상반기 폭발적으로 증가했던 국내 주요 고객사의 수주 회복이 지연되며 별도 매출액 -9% 역성장. 매출 하락에 따라 고정비 부담이 확대된 가운데 인건비 증가, 해외 고객사 관련 비용 증가 등 전반적인 비용 증가로 영업이익률 YoY -6.0%p 하락하며 영업이익 부진

[상해] 매출액 44억원(YoY 26%), 영업이익 10억원 (YoY 100%, OPM 22.7%) 기록. 지난해 하반기부터 주요 고객사 수주가 경쟁사로부터 이관되어 오면서 매출 고성장. 고수익 립제품 반복생산으로 영업레버리지 확대되며 높은 수익성 시현. CAPA 확대를 고려할 정도로 주요 고객사 수주 증가로 상해 법인 호실적 연간 지속 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전 추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사 추정	YoY	QoQ
매출액	72	56	69	66	-8.5	17.3	72	74	-7.4	12.7
영업이익	10	0	5	6	-44.8	20,598.5	7	7	-36.9	35.7
순이익	11	3	-2	4	-63.8	29.8	5	7	-61.0	69.3

자료: 씨앤씨인터내셔널, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	220	283	286	307	325
영업이익	32	29	28	36	45
세전순이익	35	36	32	38	50
총당기순이익	31	32	27	32	42
지배지분순이익	31	32	27	32	0
EPS	3,142	3,245	2,662	3,220	0
PER	19.9	14.1	12.0	9.9	#DIV/0!
BPS	17,235	20,551	21,862	25,671	17,395
PBR	3.6	2.2	1.5	1.2	1.8
ROE	20.5	17.1	12.5	13.5	0.0

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

현대백화점 (069960)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

82,000

상향

현재주가

61,300

(25.05.09)

유통업종

KOSPI	2577.27
시가총액	1,387십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	117십억원
52주 최고/최저	62,100원 / 41,650원
120일 평균거래대금	35억원
외국인지분율	22.42%
주요주주	현대지에프홀딩스 외 2 인 39.71% 국민연금공단 11.45%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.3	20.9	38.2	16.5
상대수익률	-2.8	18.3	37.4	22.6



실적 개선과 주주환원 위한 노력, valuation 향상으로 이어질 것

- 1분기 백화점 양호, 면세점과 지누스 대폭 개선
- 2분기 강한 실적 개선 강도 이어질 것
- 회사의 실적 개선 및 주주가치 제고 노력 매우 높ی 평가

투자의견 BUY를 유지하며 목표주가를 82,000원으로 상향(+17%)

투자의견 BUY를 유지하며 목표주가를 82,000원(12개월 Forward P/E 6.5배)으로 상향(+17%). 목표주가 상향은 실적 상황에 따른 것

백화점 부문의 완만한 실적 회복에 더해 당장 2분기부터 면세점 사업부의 흑자전환으로 실적이 대폭 개선될 전망. 뿐만 아니라 지누스도 업황이 예상보다 양호한 가운데 1분기에 이어 2분기에도 반덤핑 관세 환급으로 턴어라운드 흐름 이어질 전망. 한편 동사는 보유 현대홈쇼핑 주식 881,352주를 현대지에프홀딩스에 매각할 계획을 공시. 매각 대금은 자사주 취득(1.5%)에 사용할 예정이며 향후 시장 상황에 따른 추가 자사주 취득 의지도 밝힘. 실적 개선과 동시에 지속적인 주주 환원을 위한 노력을 매우 높이 평가. 이러한 주주가치 제고 노력은 중장기적으로 valuation 향상으로 이어질 것으로 판단

1Q25 Review: 백화점 무난, 면세점과 지누스 대폭 개선

총매출액과 영업이익은 각각 2조 5,546억원(+5%, yoy), 1,125억원(+63%, yoy)으로 당사 및 시장 컨센서스를 상회하는 호실적 기록 **[백화점]** 1분기 기존점 성장률 +1% 기록. 주얼리 등 고가 사치품 카테고리 고성장(+29%), 그러나 영패션 및 식품을 제외하고 대부분의 카테고리에서 매출 감소. 1분기 탄핵 및 집회 여파로 소비 심리 악화 및 이상 기후로 고마진 상품인 패션 매출이 부진하면서 백화점 부문 영업이익 yoy 6% 감소 **[면세점/지누스]** 면세점 부문의 경우 공항점 MD 개편 효과에 따른 매출 22%증가. 공항점 매출 증가와 시내점 경쟁 완화로 분기 영업적자 규모가 80~100억원대에서 19억원으로 대폭 개선. 지누스는 올해 반덤핑관세 무효 판정에 따른 환급 예정 금액 중 167억원이 1분기 반영되며 서프라이즈 기록. 해당 효과 제외해도 영업이익 108억원으로 yoy +299억원 증가하며 손익 개선에 크게 기여

(단위: 십억원, 원, %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25				2Q25			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
순매출액	952	1,175	1,067	1,098	15.4	-6.6	1,022	1,096	7.1	-0.2
영업이익	69	108	95	113	63.3	4.4	98	67	56.2	-40.5
순이익	68	20	28	68	-0.6	239.3	63	34	흑전	-50.1

자료: 현대백화점, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
순매출액	4,207	4,188	4,742	4,914	4,983
영업이익	303	284	388	429	468
세전순이익	42	6	369	413	495
총당기순이익	-40	-1	281	314	376
지배지분순이익	-80	-36	225	273	327
EPS	-3,409	-1,543	9,927	12,072	14,465
PER	NA	NA	5.9	4.8	4.0
BPS	190,900	188,635	203,599	215,324	230,150
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE	-1.8	-0.8	5.0	5.8	6.5

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

롯데쇼핑 (023530)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

90,000

현재주가

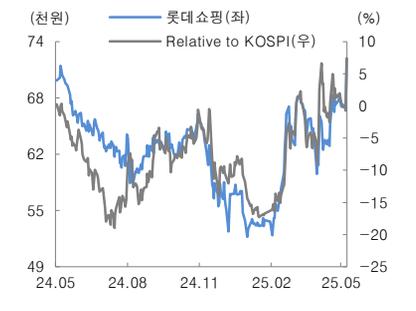
72,100

(25.05.09)

유통업종

KOSPI	2577.27
시가총액	2,040십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	141십억원
52주 최고/최저	72,100원 / 52,300원
120일 평균거래대금	44억원
외국인지분율	8.43%
주요주주	롯데지주 외 31 인 60.40% 국민연금공단 7.01%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.3	28.8	14.1	2.0
상대수익률	3.5	26.0	13.4	7.3



실적 서프라이즈 기록, 현저히 낮은 PBR 지표의 re-rating 가능성 확대

- 국내 마트 제외하고 대부분 사업부문에서 의미 있는 실적 개선
- 구조조정을 통해 실적 가시성 크게 개선
- 현저히 낮은 PBR re-rating 가능성 확대

투자 의견 BUY 유지, 목표주가 90,000원으로 상향(+13%)

투자 의견 BUY를 유지하며 목표주가를 90,000원(12개월 Forward P/E 10배)으로 상향(+13%). 목표주가 상향은 실적 상향 조정에 따른 것

동사는 지난 해 자산재평가로 P/B이 0.1배 수준까지 낮아짐. 올해 대규모 자산 상각이 반복될 가능성이 낮다는 점에서 P/B 0.1배는 굉장히 매력적인 valuation이라고 판단. 동사는 경기 하강 국면에서 복합 유통 기업으로서 손익의 가시성이 떨어지는 단점을 극복하고 그동안 구조조정을 통해 오히려 실적 가시성이 크게 개선. 이로써 valuation에 대한 신뢰 뿐 아니라 현저히 낮은 PBR 지표의 re-rating 가능성이 커진 점 매우 높게 평가

1Q25 Review: 국내 마트 제외하고 대부분 사업부문에서 실적 개선

1분기 순매출액 4조 8,909억원(-2%), 영업이익 1,482억원(+29%)을 기록(yoy)하며 당사 및 시장 컨센서스 상회

[백화점] 국내점 기존점 성장률 +1% 기록. 탄핵 등 정치적 불확실성, 소비경기 부진 영향으로 주얼리 등 고가 사치품을 제외하고 대부분 카테고리가 역성장. 그러나 판관비 절감 노력과 지난 해 자산재평가로 인해 감가상각비 감소 효과 등으로 동부문 영업이익 41% 대폭 증가하며 전체 실적 개선 견인 **[대형마트]** 국내 대형마트 매출액은 경쟁사 할인 판매 증가로 4% 감소. 반면 해외 마트 매출액 성장률은 약 10%에 이르며 영업이익률도 5%에 근접. 경쟁 심화와 오카도 사업 비용 반영으로 제로 마진에 가까운 국내 마트 부문과 대조적인 성장세 및 이익률 기록 **[이커머스 등 기타]** 컬처웍스와 하이마트 영업이익은 각각 -104억원, -111억원 기록하며 예상 수준의 적자 기록. 이커머스 부문 영업이익은 구조 정비 및 조직효율화를 통한 고정비 절감으로 적자폭 대폭 축소된 -85억원(yoy +139억원) 기록

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
순매출액	3,513	3,477	3,639	3,457	-1.6	-0.6	3,494	3,659	6.8	5.9
영업이익	115	147	125	148	29.0	0.7	132	67	20.2	-54.6
순이익	78	-977	38	16	-79.2	흑전	57	3	흑전	-83.3

자료: 롯데쇼핑, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
순매출액	14,556	13,987	14,796	15,439	15,689
영업이익	508	473	599	628	675
세전순이익	184	-1,021	305	365	419
총당기순이익	169	-994	232	278	318
지배지분순이익	174	-968	219	262	301
EPS	6,165	-34,219	7,750	9,274	10,626
PER	12.2	NA	8.4	7.1	6.2
BPS	335,593	548,061	554,554	562,598	572,019
PBR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
ROE	1.8	-7.7	1.4	1.7	1.9

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

GS리테일 (007070)

유정현

jung Hyun.yu@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

20,000

하향

현재주가

14,050

(25.05.09)

유통업종

편의점 점포 본격 구조조정 시작되며 손익 부진

- 편의점 점포 구조조정에 따른 손익 부진
- 주력 사업인 편의점의 성장성 저하 국면
- 점포 구조조정 마무리 되는 시점에서 주가 회복 전망

투자 의견 BUY를 유지하며 목표주가를 20,000원으로 하향(-20%)

투자 의견 BUY를 유지하며 목표주가를 20,000원(12개월 Forward P/E 10배)로 하향(-20%). 목표주가 하향은 실적 하향 조정에 따른 것

동사는 편의점과 슈퍼 등 저마진 유통 사업이 주 핵심 사업으로 지난 해 하반기부터 핵심 사업인 편의점의 성장세가 멈추면서 역레버리지가 크게 발생. 이에 따라 전체 손익이 부진한 상태가 지속되고 있음. 편의점 업계는 하위 브랜드뿐 아니라 상위 사업자인 동사의 1분기 점포수도 감소하는 등 구조조정이 한창인데 당분간 이 영향으로 실적 회복에는 시간이 필요할 것으로 판단

1Q25 Review: 편의점 성장성 저하로 1분기에도 비용 부담

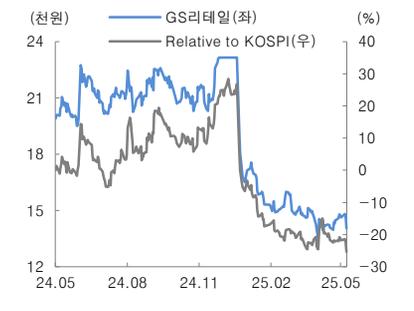
1분기 총매출액과 영업이익은 각각 2조 7,613억원(+2%), 387억원(-22%)(yoy) 기록하며 당사 및 시장 컨센서스를 하회 **[편의점]** 1분기 기준점 성장을 0.9%에 그침. 2월 영업일수가 전년대비 1일 부족했고, 1분기 각종 집회와 늦추위로 트래픽이 크게 감소. 또한 1분기에 점포 폐점이 개점 보다 많아 점포 숫자가 전년대비 감소하며 편의점 매출 성장률이 2% 수준에 그침. 매출 성장이 낮아지면서 감가상각비, 임차료 등 각종 비용 부담이 증가했고 지난 해 공통비로 배분되던 것 중 일부가 편의점 사업부로 이관(20억원) 되면서 손익 부진

[슈퍼/홈쇼핑/개발] 슈퍼사업부의 기준점 성장률 -2.8%로 부진. 슈퍼 채널의 꾸준한 식품품 수요에도 불구하고 1분기 주변 대형마트와 경쟁으로 기준점 매출이 부진했고 점포 출점(1분기 19개 순증)에 따른 감가상각비 증가로 영업이익 감소. 홈쇼핑은 취급고 감소로 1분기 영업이익 감소 추세(-32%, yoy) 지속. 이 밖에 공통 및 기타 부문은 자회사 어바웃핏 등의 이익 개선으로 영업적자 대폭 개선(+94억원, yoy)

(단위: 십억원, %)

KOSPI	2577.27
시가총액	1,175십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	84십억원
52주 최고/최저	23,150원 / 13,550원
120일 평균거래대금	29억원
외국인지분율	8.83%
주요주주	GS 외 2 인 58.62% 국민연금공단 8.57%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.9	-5.7	-32.5	-31.6
상대수익률	-10.2	-7.7	-32.9	-28.1



구분	1Q24	4Q24	직전추정	1Q25				2Q25		
				잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,701	2,934	2,730	2,761	2.2	-5.9	2,800	2,991	1.8	8.3
영업이익	50	28	46	39	-22.3	39.6	44	80	40.9	107.6
순이익	36	-32	24	21	-81.1	흑전	23	40	-33.0	93.6

주: 파르나스 호텔 인적분할로 인해 2분기부터 중단사업으로 분류, 자료: GS리테일, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	11,134	11,496	11,919	12,342	12,651
영업이익	292	239	277	319	332
세전순이익	61	11	168	214	237
총당기순이익	22	10	167	203	220
지배지분순이익	18	3	152	185	187
EPS	169	25	1,823	2,208	2,237
PER	136.5	666.9	8.3	6.9	6.8
BPS	38,755	31,145	40,665	44,028	48,544
PBR	0.6	0.5	0.3	0.3	0.3
ROE	0.4	0.1	4.6	5.2	4.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 2023년은 파르나스 호텔 실적 포함, 자료: GS리테일, 대신증권 Research Center

이노션 (214320)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

30,500

유지

현재주가

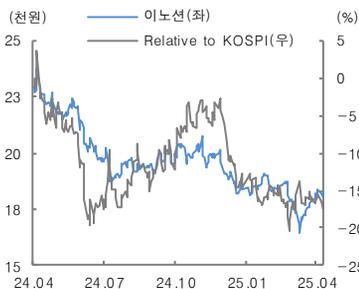
18,240

(25.05.09)

미디어업종

KOSPI	2577.27
시가총액	7303억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	203억원
52주 최고/최저	22,750원 / 16,460원
120일 평균거래대금	10억원
외국인지분율	25.63%
주요주주	정성이 외 3 인 28.75% NHPEA IV Highlight Holdings AB 16.40%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.8	-1.2	-10.1	-19.8
상대수익률	-1.4	-3.4	-10.7	-15.6



자동차, 게임 뭐든지 팔아줄게

- 1Q25 GP 2.3천억원(+10% yoy), OP 298억원(-2% yoy)
- 전년 동기 CES high base 부담을 신차 마케팅으로 상당부분 만회
- 관세 이슈에 따른 계열 물량 감소 우려를 비계열의 빠른 성장으로 극복

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 30,500원 유지

12M FWD EPS 2,435원에 PER 13배 적용(최근 5년(20~24) 평균 하단) GP 증가율 24년 11%, 25E 6%, 최근 5년 평균 13%를 하회, 멀티플 하단 적용
향후 목표주가 상승 요인: 추진 중인 M&A 성사시 실적과 멀티플 모두 상향 가능
당사 추정 26년 GP 1.05조원(22~26 CAGR +8%)
이노션 목표: 5천억원 규모의 M&A 포함 26년 GP 1.3조원(22~26 CAGR +14%)

1Q25 Review: CES high base를 신차 마케팅으로 극복

GP 2.3천억원(+10% yoy, -10% qoq), OP 298억원(-2% yoy, -30% qoq)
본사 GP 467억원(+11% yoy), 해외 GP 1.9천억원(+10% yoy)
영업외에서는 러시아 법인 외화환산이익 감소 및 웹캠 관련 기타 이익 감소

본사. 지상파TV 등 매체대행은 -10% yoy로 24년에 이어서 하락 지속. 해외매체 대행과 광고제작이 증가하면서 전년 대비 개선. 특히, 아이오닉9, 펠리세이드 FMC, 타스만, EV4 등의 신차 마케팅 효과

해외. 매년 두 자리 수 성장을 보여준 미주 지역이 이번 분기에도 +10% 성장. 유럽도 EV3 등 신차 캠페인으로 +16% 성장

결국 신차 마케팅이 중요한데, 관세 영향이 변수. 비계열로 극복

- 신차 마케팅. 2Q 이후: PV5, 아이오닉6 FL, 빅소 FMC, 셀토스 FMC, EV5 등
- 비계열. 16년 기준 17%였던 비계열은 24년 29%까지 증가, 1Q25 27%. 동기간 계열 GP 증가율은 연평균 10%, 비계열 GP 증가율은 연평균 21%

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출총이익	211	259	219	232	10.0	-10.3	222	243	3.8	4.8
영업이익	30	43	26	30	-2.2	-30.1	30	41	12.4	38.3
순이익	26	24	17	12	-52.3	-48.2	21	26	11.6	105.1

자료: 이노션, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출총이익	850	942	994	1,046	1,098
영업이익	150	156	166	177	190
세전순이익	161	169	167	184	199
총당기순이익	117	116	110	123	133
자배분순이익	102	100	92	105	113
EPS	2,544	2,506	2,300	2,624	2,830
PER	8.4	7.7	7.8	6.9	6.4
BPS	22,771	25,050	26,175	27,624	29,279
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
ROE	11.6	10.5	9.0	9.8	9.9

주: EPS와 BPS, ROE는 자배분 기준으로 산출 / 자료: 이노션, 대신증권 Research Center

KT (030200)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

67,000

유지

현재주가

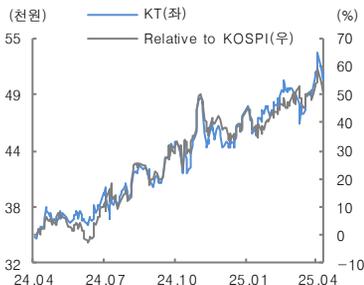
51,500

(25.05.09)

통신서비스업중

KOSPI	2577.27
시가총액	12,979십억원
시가총액비중	0.60%
지분금(보통주)	1,564십억원
52주 최고/최저	53,500원 / 35,650원
120일 평균거래대금	288억원
외국인지분율	49.00%
주요주주	현대자동차 외 1인 8.07% 국민연금공단 7.67%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.1	13.6	25.3	44.5
상대수익률	-1.1	11.1	24.5	52.0



뭐든지 잘하는 모범생

- 1Q25 매출 6,8조원(+3% yoy), OP 6,9천억원(+36% qoq)
- 25E OP 2.5조원(+208% yoy), 15년만에 2조원대 영업이익 회복
- 09년 통합 KT 출범 후 최고가. 4Q19 ARPU 상승 확인 후 102% 상승

투자의견 매수(Buy), 목표주가 67,000원 유지

25E EPS 5,208원(일회성 부동산 이익 5천억원 제외 기준)에 PER 13배 적용. 최근 5년 통신업 평균(KT, LGU+ 기준)에 30% 할증 적용

1Q25 Review: 분석이 필요 없는 기대 수준의 호실적

매출 6.8조원(+3% yoy, +4% qoq), OP 6.9천억원(+36% yoy, 흑전 qoq) 별도 OP 4천억원(+2% yoy). 연결 OP에는 부동산 일회성 약 1.4천억원 반영. 일회성 제외한 OP는 5.5천억원, 연간 OP 2조원대 시대 개막

25E OP 2.5조원(+208% yoy), 26E OP 2.2조원. 24~28E OP CAGR 9% 증가

분야별 매출. 무선 1.7조원(+2% yoy, +2% qoq), 유선 1.3조원(-0.8% yoy, -0.4% qoq), B2B 8.9천억원(-0.3% yoy, +4% 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 17.8%로 5G 도입 이후 평균인 18.2%를 하회. 판매비와 감가비에 대한 부담은 지속 완화 중

연결 자회사 OP 2.9천억원, 부동산(광진구 아파트 입주율에 비례) 프로젝트 예상 이익 5천억원 중 약 1.4천억원 반영. 부동산 제외시 경상 OP 1.5천억원으로 최근 5년 분기 평균 1.2천억원을 크게 상회. 자회사 실적도 레벨업

기업가치 제고 계획 이행현황 공식

연결 ROE. 23년 6.1%, 24년 6.8%, 28년 목표 9~10%

AI/IT 매출: 23년 1조원(서비스 매출 대비 6%), 24년 1.1조원(7%), 1Q25 0.3조원(7%), 28년 목표 3조원(19%)

수익성 개선. 23년 OPM 6.3%, 24년 6.7%, 1Q25 10.1%, 28년 목표 9%

자산유동화 통한 자본배치 재원 확충. 1Q25 이익 809억원, 현금창출 2,684억원

자본효율화. 25~28년 자사주 1조원 매입/소각. 25년 2.5천억원 매입 중. 분기배당 DPS 500원에서 600원으로 20% 상향

당사 추정 주주환원. 25E DPS 2.5천원(+500원 / +25% yoy), 5.9천억원 및 자사주 2.5천억원. 총주주환원은 8.4천억원(+3.2천억원 / +62% yoy), 수익률 6.4%

호실적과 매력적인 주주환원에 힘입어 09년 통합 KT 출범 이후 최고가 달성 21년부터 매년 플러스 수익률 달성, 23년 제외하고 매년 지수대비 아웃퍼폼

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25		2Q25					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	6,655	6,576	6,639	6,845	2.9	4.1	6,953	7,165	9.4	4.7
영업이익	507	-655	699	689	36.0	흑전	677	907	83.5	31.6
순이익	376	-656	521	538	43.3	흑전	474	582	48.1	8.2

자료: KT, FnGuide, 대신증권 Research Center

NAVER (035420)

이재은

jeeun.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

280,000

유지

현재주가

191,000

(25.05.09)

인터넷업종

2025년, 커머스의 시간

- 1Q, 돋보인 커머스 실적. 커머스 광고/수수료/멤버십 매출 모두 견조
- 6월 쇼핑 수수료율 인상은 올해 실적 성장의 중요한 키. 거래액 회복은 덤
- 결국, 거래액(Q) x 수수료율(P) 모두 증가, 커머스로 인한 이익 성장 가시성 확대

투자 의견 매수 유지, 목표주가 280,000원 유지, Top-pick 추천

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 부문별 적정가치는 1) 서치 플랫폼 20.6조원, 2) 커머스 12.4조원, 3) 파이낸셜 1.2조원, 4) 웹툰 0.6조원, 5) 엔터프라이즈 2.2조원, 6) LY 지분가치 7.2조원 등

비수기에도 돋보인 커머스

1Q25 매출액 2조 7,868억원(YoY 10.3%, QoQ -3.4%), 영업이익 5,053억원(YoY 15.1%, QoQ -6.8%) 기록. 매출, 영업이익 모두 컨센서스 부합

서치플랫폼. 매출 1조 127억원(YoY 11.9%, QoQ -4.9%) 기록. SA, DA 각각 YoY 8%, 7% 기록. 1Q24 높아진 기저효과로 인해 매출 성장을 소폭 둔화. **커머스**. 매출 7,879억원(YoY 12.0%, QoQ 1.6%) 기록. 커머스 광고 YoY 16.4% 성장. 4Q24 중 시작된 플러스스토어 베타서비스의 광고 슬롯 확장이 1분기부터 온기 반영된 영향. 수수료 매출은 QoQ 3% 성장. 네이버쇼핑의 GMV 성장률은 시장 성장률 3%를 상회한 약 6% 추정. **컨텐츠**. 매출 4,593억원(YoY 2.9%, QoQ -1.7%) 기록. 커머스, 핀테크, 컨텐츠 등 프로모션 확대에도 마케팅비는 4,302억원(QoQ -4%) 기록

커머스가 이끄는 수익성 레버리지 본격화

네이버는 이번 실적 발표를 통해 2분기부터 전체 플랫폼 기준 광고 매출을 공개할 것으로 발표. 이에 따라 기존 서치플랫폼 내 SA, DA뿐 아니라 커머스 광고 매출까지 포함한 통합 광고 매출이 제공될 예정. SA, DA는 2024년 높아진 기저 효과로 향후 매출 성장률은 점진적으로 둔화될 것으로 예상. 단, DA보다 매출 규모가 큰 커머스 광고가 전체 광고 실적 성장을 견인할 것으로 전망. 이는 최근 쇼핑 앱 출시에 따른 광고 지면 확장 및 광고주 유입 증가 영향으로 판단

네이버의 커머스 사업은 커머스 광고(약 40%), 수수료 매출(약 55%), 멤버십(약 5%)으로 구성. '2H24 넷플릭스 등의 제휴를 통한 멤버십 매출 반등 → 1Q25 커머스 광고 성장세 확인 → 2H25 수수료 매출 확대' 흐름으로 커머스 사업 내 전 사업부문 성장 구간 진입 중

가장 실적 성장의 기대가 높은 것은 6월부터 적용되는 수수료 인상. 단, 수수료 인상 전부터 네이버의 기존 앱, 신규 앱 모두 견조한 트래픽과 함께, 거래액 역시 시장보다 빠르게 성장 중인 것이 확인되고 있음. 결국, 트래픽 증가에 따른 거래액(Q) 성장 x 수수료율(P) 인상으로 커머스 사업 수익성 개선 및 전사 이익 성장 가시성 확대. 최근 검색 쿼리 감소 우려로 인한 글로벌 peer 주가 하락에 따라 동사 주가 역시 동반 하락. 네이버의 검색 쿼리는 안정적인 상황이며, 광고, 커머스 성장 등을 고려할 때 펀더멘털 대비 과도한 주가 하락으로 판단. 매수 기회로 추천

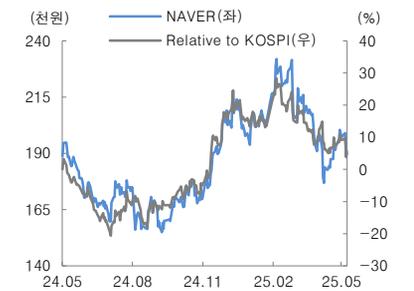
(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,526	2,886	2,816	2,787	10.3	-3.4	2,800	2,891	10.7	3.7
영업이익	439	542	509	505	15.0	-6.8	510	538	13.8	6.5
순이익	511	554	466	431	-15.5	-22.1	430	458	35.3	6.2

자료: NAVER, FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI	2577.27
시가총액	30,261십억원
시가총액비중	1.41%
지분금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	232,000원 / 155,000원
120일 평균거래대금	1,739억원
외국인지분율	48.64%
주요주주	국민연금공단 9.24% BlackRock Fund Advisors 외 13 인 6.05%

추가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.0	-15.3	9.4	1.4
상대수익률	-3.9	-17.1	8.7	6.7



▶ 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.