

# Morning Meeting Brief

## Global Strategy

[The Global / Global Daishin View] 2025 년 7 월 5 주차

- 8.1일 美 상호 관세 유예 종료, 8~9월 조정 국면의 시작점
- GE 버노바, 2/4분기 실적 서프라이즈, 28년까지 에너지 전환 기술 R&D 50억 달러 투입 계획
- 이번 주 해외 투자 포커스: (미국) GE 버노바, (중국) 마이크로포트, (ETF) QUAL ETF, (글로벌리츠) 디지털리얼티

해외전략 문남중, 미국주식 서영재, 중국주식 박초화, ETF 박현정, 글로벌리츠 김다운

## Strategy

[8월 전망 및 투자전략] 더 멀리 가기 위해서는 과열, 매물 부담을 털고 갈 때! 순환매에 대응력 집중

- 3분기 등락, 무역협상, 금리인하, 정책기조 확인 이후 2차 상승추세 재개 전망
- 2분기 실적 시즌을 계기로 순환매 지속/강화, 단기 트레이딩 집중
- 밸류에이션 매력 높은 업종 순환매 대응 강화. 2차 상승 대비한 매집 전략 병행

이경민, kyoungmin.lee@daishin.com

## ESG

그때는 틀리고 지금은 맞다(2)

- 자사주 소각 의무화 논의가 되고 있지만 기보유 자사주는 여전히 제도 사각지대
- 기업가치를 높이는 지배구조 개편에 기보유 자사주를 활용하는 전략 가능
- 주식 공급에 대한 구조적 변화가 EPS에 대한 신뢰도를 제고할 것으로 기대

이경연, kyungyeon.lee@daishin.com

## 산업 및 종목 분석

반도체: 테일러 수혜주 찾기 (Feat. 반도체 소부장)

- 삼성파운드리 대형 수주 계약으로 시장은 소부장 수혜주 찾기에 몰두
- 변화의 시작점에선 모두가 흥분. 후행하는 것은 욕석 가리기.
- 수혜 강도가 높을 기업으로 원익IPS, 솔브레인, 에스앤에스텍을 제시.

류형근, hyungkeun.ryu@daishin.com

[Issue & News] 삼성전자: Top Pick 의견 유지

- 파운드리 대형 수주 확보, 사업 경쟁력 우려의 시각도 완화되기 시작.
- 하반기에는 메모리반도체 수익성 개선도 동반될 예정.
- 사업 경쟁력 개선 가치를 감안하여 목표주가를 88,000원으로 상향.

류형근, hyungkeun.ryu@daishin.com

**[2Q25 Review] 호텔신라: 면세점 업황 개선 속도 더디더라도 방향은 제대로**

- 시내 면세점 환율 상승과 할인 증가로 마진 하락하며 실적 부진
- 2분기부터 객단가와 객수 증가
- 면세점 업황 개선 속도 더디더라도 방향은 제대로

유정현. junghyun.yu@daishin.com

**[2Q25 Review] 효성: 지분법 이익 증가로 깜짝 실적 (목표주가 40.2% 상향)**

- 2025년 2분기 실적 지분법이익 증가에 따른 깜짝 실적 시현
- 효성중공업 주가 상승에 따른 NAV 증가 반영해 목표주가 40% 상향
- 지분법 손익 및 연결 자회사 효성티앤에스 실적 하반기도 개선될 전망

양지환. jihwan.yang@daishin.com

**[2Q25 Review] 한미약품: 실적은 회복세, 하반기 R&D 모멘텀 주목**

- 2Q25 연결 매출 3,613억원(-4.5%yoy), 영업이익 604억원(+3.9%yoy)
- 고수익 제품군 중심 수익성 개선 지속, 하반기 자회사 실적 회복 기대
- 하반기 비만치료제 R&D 모멘텀 유효, 투자의견 매수, 목표주가 유지

이희영. Heeyoung.lee@daishin.com

**[2Q25 Review] 에스티팜: 올리고 성장 가시화, 하반기 모멘텀 풍부**

- 2Q25 연결 매출 682억원(+52.9%yoy), 영업이익 128억원(흑전)
- 올리고, Small Molecule 매출 증가로 컨센서스 상회하는 실적 기록
- 하반기 신규 품목 FDA 승인 예정, 상업화 중심 올리고 성장 지속 전망

이희영. Heeyoung.lee@daishin.com

**[2Q25 Review] 현대오트வே: 일회일비할 필요 없이 보면 됩니다**

- 2Q25 OP 814억원으로 서프 기록, 차량SW 이연 매출인식에 따른 영향
- SI 사업 특성/업종 내 밸류 프리미엄 감안 시, 실적 및 주가 변동성 불가피
- 로보틱스/클라우드/자율주행 모멘텀 감안 시, 기업가치 우상향 전망 지속

김귀연. gwiyeon.kim@daishin.com

## 2025년 7월 5주차

- 8.1일 美 상호 관세 유예 종료, 8~9월 조정 국면의 시작점
- GE 버노바, 2/4분기 실적 서프라이즈, 28년까지 R&D 50억 달러 투입 계획
- 주식 포커스: GE 버노바, 마이크로포트, QUAL ETF, 디지털리얼티

**[해외전략]** 미국 증시의 서머랠리는 7월까지, 8~9월 쉬어간다. 전략적 위험자산 비중확대 시기는 9월

美 7월 말까지 1) 25.2/4분기 실적 시즌 기대감, 2) 8.1일 상호 관세 유예 종료 전, 미국-교역국 간 추가 무역 합의, 3) 30일 25.2/4분기 GDP 속보치를 통한 미국 경제의 견고함 확인, S&P500지수는 역사적 사상 최고치(6,400~6,450p)를 경신할 것. 다만 8~9월 美 증시는 조정 국면에 진입 전망. 8.1일 상호 관세 유예 만료에 따른 시장 실망으로 위험회피심리 부각, 6~7월 서머랠리에 따른 일부 차익실현 빌미 작용. 또한 8~9월도 21~24년 8~9월 하락했던 계절적 패턴을 답습할 것

**[미국주식]** GE 버노바(GEV): 25.2/4분기 실적 서프라이즈

MP 머티리얼즈, 25.2/4분기 매출 91억 달러, 순이익 4.92억 달러 기록하며 시장 기대 상회. 2/4분기 EPS \$1.86로 예상치(\$1.50) 대비 +24% 상회. 가스 발전 중심의 전력 부문이 성장 주도, 신규 수주 70억 달러로 전년대비 +42% 증가. 풍력 부문은 3억 달러 손실 기록했으나 연말까지 손익분기점 도달 전망. 에너지 전환 기술 R&D에 분기당 3억 달러 투자, 2028년까지 총 50억 달러 투입 계획

**[중국주식]** 마이크로포트(853.HK): 중국 정부, 의약품 VBP 정책 완화

중국 정부, 의약품 VBP(의약품 대량구매 집중입찰제) 시행 시 단순히 최저 낙찰가만 낙찰 기준으로 삼지 않도록 하는 규정을 발표, 최저가를 제시한 제약사는 가격 합리성에 대해 추가 설명 요구. 의약품 입찰 가격 상승 기대로 중국 제약사 및 의료가기 업체 추가 강세, VBP로 실적이 크게 악화된 심장 스텐트/인공관절 기업 마이크로포트 수혜

**[ETF]** iShares MSCI USA Quality Factor ETF(QUAL): 매크로 이벤트 앞두고 조심

7.15일 시작된 미국 25.2/4분기 어닝시즌은 우려보다 양호하게 진행 중. 다만 미국 증시가 강세를 이어가면서, 밸류에이션 부담이 계속해서 높아지는 상황. 8.1일 고용지표 발표 및 관세 유예 종료, 7.30일 미국 재무부 분기별 국채 발행 계획(QRA) 발표 등 매크로 이벤트를 앞두고 보수적 접근이 유효하다는 판단. 퀄리티스타일은 재무구조가 우량하거나 이익의 질이 높은 기업들 위주로 선별하여 투자

**[글로벌리츠]** 디지털리얼티(DLR): 사상 최대 실적 달성

7월 초, 25.2/4분기 매출 14.9억달러(+10.1 YoY), 주당 FFO 1.87 달러(+13.4 YoY) 컨센서스 상회. 중소형 및 인터커넥션 신규수주가 총 9천만달러로 최대치 기록→하이퍼스케일 수요에 네트워크 중심 일반기업 고객층까지 확대되며 수익구조 다변화. 공급계약 심화되는 시장 구조 속에서 조기 전력 선점 전략으로 경쟁력 확보, 25Y 가이드스 상향조정으로 성장 자신감 표명

## Strategy

Strategist 이경민

kyoungmin.lee@daishin.com

Strategist Jr. 정해창

haechang.chung@daishin.com

# 더 멀리 가기 위해서는 과열, 매물 부담을 털고 갈 때! 순환매에 대응력 집중

- 3Q 변동성 확대 이후 2차 상승추세 재개 전망
- 2분기 실적 시즌을 계기로 순환매 지속/강화, 단기 트레이딩 집중
- 밸류에이션 매력 높은 업종 순환매 대응 강화. 2차 상승 대비한 매집 전략 병행

## 8월 KOSPI Band 2,900 ~ 3,300p. 단기 변동성 확대 경계

KOSPI 3,000시대 돌입. 2021년과 달리 2025년 KOSPI 3,000시대 진입은 끝이 아닌 시작이라고 판단. 하반기 이후 글로벌 유동성 확장과 매크로 환경 변화에 근거한 26년 상반기까지 상승추세 전개 예상. 밸류에이션 정상화를 넘어 글로벌 주요국들과 Gap 축소 가능

다만, 3분기 단기 등락, 과열해소, 매물소화 국면은 경계해야 할 시점. 3분기 등락 이후 KOSPI 2차 상승추세 재개 전망. 중단기 매크로 리스크 인덱스 Risk On 시그널 정점 통과, VX 15% 하회. 단기 Risk Off 시그널 전환 및 단기 변동성 확대 시사

KOSPI 밸류에이션 정상화, 미국 증시 밸류에이션 25년 고점 도달. 추가적인 상승 동력을 확보해야 할 시점에 2분기 실적시즌 도래. 2분기 실적을 확인하면서 기대와 현실 간의 괴리 조정 예상. 9월 중 비중확대 기회 올 것으로 예상

## 3분기 등락, 무역협상, 금리인하, 정책기조 확인 이후 2차 상승추세 재개 전망

- 1) 8월 1일 무역협상 시한, 8월 12일 중국과 무역협상 시한 도래. 트럼프 발 관세정책 노이즈 경계. 한국 시한 내 무역협상 타결 여부 관건
- 2) 9월 FOMC 전까지 연준의 통화정책 스탠스와 경제지표 결과 간 힘싸움 불가피. 현재 미국 두 번 금리인하 기대 반영 중. 경제지표 호조는 금리인하 기대 후퇴, 경제지표 부진은 경기 불안심리 확대 가능. 8월말 잭슨홀 미팅에서 통화정책 방향성 결정 예상
- 3) 강력한 재정확대, 금리인하를 전개 해 온 중국 경기 회복 강도 체크. 추가적인 경기부양 드라이브 강화가 가능한지 여부도 확인해야 할 시점. 미중 무역협상 앞두고 강력한 경기부양 카드를 꺼내 들기 어려운 상황. 무역협상 이후 경기부양 정책 강화 가능성.
- 4) 이재명 정부 정책 기대와 현실 간의 간극 조정도 감안해야 할 시점. 상법 개정 지연 및 세법 개정 불확실성 유입. 정책 방향성은 유효하지만, 속도/강도에 대한 실망감 유입 가능. 정책 기대주 단기 급등으로 인한 과열부담 가중 및 상승 피로도 누적.
- 5) 2분기 실적 시즌을 계기로 투자자들의 기대와 현실 간의 괴리를 확인. 실적대비 고평가 업종/종목들 다수 포착. 실적 결과와 함께 주가의 실적 선반영 여부/정도가 중요

## 8월 KOSPI 단기 과열해소, 매물소화 과정 예상. 이보전진을 위한 일보후퇴.

KOSPI 3,100선 이상에서 추격매수 자제. 특히, 정책 수혜주, 기대주와 같이 25년 상반기 급등세를 보인 업종들은 단기 변동성 확대 경계.

실적대비 저평가주 & 낙폭과대 업종인 자동차, 건강관리, 소프트웨어, 디스플레이, 미디어/교육, 소매(유통), 건설/건축 단기 트레이딩 유효. KOSPI 단기 변동성 확대, 과열해소, 매물소화 국면에서 상대적 안정성 강화 & 수익률 Gap 축소 차원에서 반등 예상

하반기 & 26년 이익 기여도 개선, 이익 모멘텀 견고 + 낙폭과대 = 반도체, 2차전지, 제약/바이오, 인터넷, 자동차, 방산, 조선, 기계, 화장품/의류, 엔터.

조선, 방산, 기계, 화장품/의류, 엔터 업종은 시간적 여유를 두고 변동성을 활용한 분할매수, 매집전략 유효

# ESG

Sustainable Investing Analyst 이경연  
kyungyeon.lee@daishin.com

## 그때는 틀리고, 지금은 맞다(2)

- 자사주 소각 의무화 논의가 되고 있지만 기보유 자사주는 여전히 제도 사각지대
- 기업가치를 높이는 지배구조 개편에 기보유 자사주를 활용하는 전략 가능
- 주식 공급에 대한 구조적 변화가 EPS에 대한 신뢰도를 제고할 것으로 기대

### 자사주 소각 의무화 논의가 본격화될 것으로 예상

2025년 하반기, 자사주 소각 의무화 논의가 본격화될 전망이다. 이는 자사주가 지배구조 유지 수단으로 활용되어 온 관행에 제도적 제동을 거는 중요한 전환점이다. 그러나 현재 발의된 대부분의 법안은 '신규 취득 자사주'에 적용될 가능성이 높아, '기보유 자사주'는 여전히 제도 사각지대에 놓이게 된다. 본 인덱스는 이처럼 법적으로 비어있는 영역(Legal Gap)에 주목했다. 상법 개정 이후 자사주를 소각할 것인지, 어떻게 전략적으로 활용할 것인지에 따라 기업가치와 주주가치에 미치는 영향은 크게 달라질 것으로 예상된다.

### 기보유 자사주를 활용한 전략적 지배구조 개편

이번 자료는 자사주 소각이라는 단일 해법을 넘어, 기보유 자사주를 활용한 지배구조 개편 전략을 제시한다. 신주 발행 없이 자사주를 대가로 사용하는 포괄적 주식교환이나 흡수합병은 지분 희석 없이 기업가치를 높일 수 있는 구조적 해법이다. 특히 이러한 전략은 향후 기관투자자의 engagement 전략으로 활용가능하며, 의사결정 구조에 대한 사전 감시 포인트로도 기능할 수 있다. 중복상장 해소, EPS 개선, 이해상충 완화라는 세 가지 축을 동시에 충족시키는 구조는 향후 리레이팅 트리거로 작용할 것으로 예상된다.

### K-주식시장의 '공급 축소'는 EPS 신뢰도를 높이는 구조적 전환

2024년 이후 한국 주식시장은 공급 축소 흐름에 진입했다. 2025년 상반기 소각 주식 수는 이미 전년도 전체치를 초과했으며, 주식 공급량(유상증자+CB발행+자사주 소각)은 2024년 대비 1/3 수준으로 감소했다. 상법 개정과 금융당국의 제도 정비에 올해 하반기에도 예기치 못한 주식 수 증가 이벤트를 제한할 것으로 보인다. 이러한 변화는 단순한 물량 조절을 넘어, 과거 주식 수 증가에 따라 희석되던 EPS에 대한 시장의 신뢰를 회복하는 전환점이 될 것이다. 결국 EPS 기반의 펀더멘털 분석이 다시 주요한 투자 판단 기준으로 자리 잡을 수 있으며, 나아가 EPS로 계산되는 밸류에이션(PER)에 대한 신뢰도 역시 회복되어 자본시장 전반의 구조적 진화를 이끌어 낼 것으로 예상된다.

## 반도체업

류형근 hyungkeun.ryu@daishin.com

투자의견

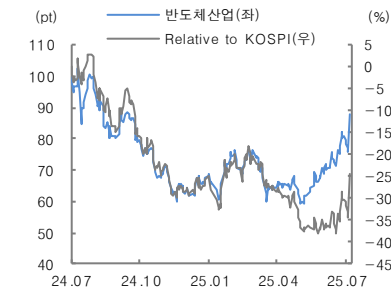
Overweight

비중확대, 유지

## Rating &amp; Target

종목명	투자의견	목표주가
원익IPS	Not Rated	미제시
솔브레인	Not Rated	미제시
에스앤에스텍	Not Rated	미제시
에프에스티	Not Rated	미제시
코미코	Not Rated	미제시

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	25.3	35.4	33.0	-9.0
상대수익률	19.3	7.5	5.1	-22.5

테일러 수혜주 찾기  
(Feat. 반도체 소부장)

- 삼성파운드리 대형 수주 계약으로 시장은 소부장 수혜주 찾기에 몰두
- 변화의 시작점에선 모두가 흥분. 후행하는 것은 옥석 가리기.
- 수혜 강도가 높을 기업으로 원익IPS, 솔브레인, 에스앤에스텍을 제시.

## 테슬라, 고마워요

삼성전자는 7월 28일 파운드리 수주 계약을 발표. 22.76조원에 달하는 대형 장기 수주 건으로 여러 정황을 감안 시 테슬라의 AI 6 반도체 수주 건으로 추정. 미국 테일러 공장에서 2nm 공정으로 해당 수주 건에 대한 양산이 진행될 가능성이 높은 것으로 추정. 이에, 테일러 공장은 2H26부터 가동 시작 예상.

## 반도체 소부장은 누구 사야 할까?

반도체 소부장의 특징이 있다면, Beta가 크다는 점. 그간 투자자들은 반도체 수익률 극대화 기회를 소부장에서 창출. 새로운 변화가 발생 시, Fundamental의 개선 강도를 상회하는 주가 상승이 소부장에서 매년 발생해왔으며, 전일 나타난 반도체 소부장 Rally에서도 이를 확인.

시장의 흥분이 가라앉기 시작하면, 후행할 것은 Reality Check. 테슬라향 수주가 가져올 실질적인 Fundamental의 개선 강도에 대해 시장은 고민하기 시작할 것이고, 옥석 가리기는 머지 않아 시작할 것이라는 판단.

당사의 경우, 금번 수주의 실질 수혜 강도가 높을 기업으로 원익IPS, 솔브레인, 에스앤에스텍, 에프에스티, 코미코 등을 제시.

1) **반도체 장비:** 원익IPS (CVD/ALD), 테스 (Dry Cleaning, BSD, PECVD 등에서의 신규 기회 창출 기대감), 피에스케이 (PR Strip), HPSP (고압 수소 어닐링 장비 매출 재개, 고압 산화막 장비 신규 진출 기대감), 이오테크닉스 (레이저 마커), 파크시스템스 (AFM), 에스티아이/유니셈 (인프라 장비)

2) **반도체 소재/부품:** 솔브레인 (Logic/불산계 Etchant), 동진세미캠 (PR), 에스앤에스텍 (블랭크마스크), 에프에스티 (펠리클), 코미코 (부품 세정/코팅)

## OSAT와 Fabless는 어떻게 해야 할까?

단기 실질 수혜 강도는 낮을 수 있다고 생각. 테일러에서 전공정을 진행하는 만큼 국내로 전공정을 마친 웨이퍼를 재차 이송하여 후공정을 진행하는 것은 비용 단에서 보면 경제성이 떨어지는 선택지.

금번 수주 건으로 삼성파운드리의 전체적인 영업 환경이 개선될 경우, 수혜가 현실화될 수 있을 것. CIS와 엑시노스에서의 기회 찾기가 현실적인 대안.

전체적인 영업환경 개선 기대감이 주가에 일부 선반영될 수 있다고 생각하나, 단순 테일러 투자 재개에 따른 수혜 가능성을 단언하긴 어려운 시점.

# 삼성전자 (005930)

## 류형근

hyungkeun.ryu@daishin.com

## 투자의견

BUY

매수, 유지

## 6개월 목표주가

88,000

상향

## 현재주가

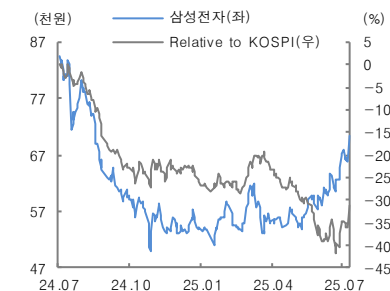
(25.07.28)

70,400

반도체업종

KOSPI	3209.52
시가총액	463,171십억원
시가총액비중	20.95%
자본금(보통주)	773십억원
52주 최고/최저	83,900원 / 49,900원
120일 평균거래대금	10,641억원
외국인지분율	50.44%
주요주주	삼성생명보험 외 15 인 20.15% 국민연금공단 7.75%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.8	26.2	31.1	-13.0
상대수익률	10.2	0.2	3.6	-25.9



## Top Pick 의견 유지

- 파운드리 대형 수주 확보. 사업 경쟁력 우려의 시각도 완화되기 시작.
- 하반기에는 메모리반도체 수익성 개선도 동반될 예정.
- 사업 경쟁력 개선 가치를 감안하여 목표주가를 88,000원으로 상향.

### 삼성파운드리, 되살아나는 불씨

7월 28일 대규모 수주 계약으로 삼성파운드리를 바라보는 우려의 시각은 완화. 2nm 포트폴리오 확대 (엑시노스 2600, 테슬라 AI 6 반도체), 3nm 가동률 개선 (엑시노스 2500의 갤럭시 플립7/7FE 탑재), 견고한 4nm 가동률 (HBM4 Base Die 효과 추가 기대 가능), Legacy에서의 개선 기회 (8nm와 CIS) 등을 감안 시, 삼성파운드리 경쟁력과 이익 환경은 저점을 통과하고 있다는 판단. 분기 영업이익자 폭 축소는 하반기 보다 가시성 있게 나타날 것이며, 연간 영업이익자는 2025년 7.4조원에서 2026년 2.3조원으로 축소될 것으로 전망.

### 하반기에는 메모리반도체도 개선

시장이 우려하는 HBM 총당금 추가 반영 Risk는 제한적. 과거의 유산은 상당 부분 청산했고, 2Q25부터 본격화된 생산 조절 및 HBM3e 12단 Revision의 고객사향 제품 인증 완료 효과 등을 감안 시, HBM 재고 부담은 완화.

범용 반도체에서는 성장이 본격화. 세트에서의 DRAM 1b 판매 기여 확대, DRAM 1b Prime을 통한 서버 대응력 강화, GDDR7 (Nvidia의 RTX Pro 6000D 향 2025년 독점 공급) 효과 등이 개선을 이끌 주요 요소로 작용할 것. 3Q25 메모리반도체 영업이익 전망을 기존 5.8조원에서 6.3조원으로 상향.

### 하반기 Top Pick 의견 유지

삼성전자는 하반기 좋은 주식으로 거듭날 자질을 가지고 있으며, 반도체 사업 경쟁력 개선 기회를 시장은 지속 목격할 것이라 생각. Fundamental 상의 Risk는 지속 축소되고 있고, 가져갈 수 있는 영업/비영업적 개선 기회가 보다 공고해지고 있는 만큼 이에 걸맞은 가치 평가가 필요한 시점이라 생각. 개선 가치를 감안하여 Target P/B를 1.2배 (2023-2025년 평균 12m Fwd P/B)에서 1.4배 (2023-2025년 평균 12m Fwd P/B에서 1SD 할증)로 상향하고, 목표주가를 88,000원으로 상향. 하반기 대형주 Top Pick 의견 유지.

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	258,935	300,871	311,561	329,965	360,321
영업이익	6,567	32,726	28,244	40,447	51,464
세전순이익	11,006	37,530	34,815	45,019	56,464
총당가순이익	15,487	34,451	27,471	33,314	41,218
지배지분순이익	14,473	33,621	26,521	32,383	40,315
EPS	2,131	4,950	3,933	4,808	5,985
PER	36.8	10.7	17.9	14.6	11.8
BPS	52,002	57,663	60,692	64,277	68,808
PBR	1.5	0.9	1.2	1.1	1.0
ROE	4.1	9.0	6.6	7.7	9.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center

# 호텔신라 (008770)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

60,000

상향

현재주가

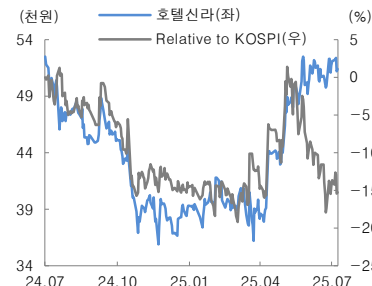
51,400

(25.07.25)

유통업종

KOSPI	3196.05
시가총액	2,055십억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	196십억원
52주 최고/최저	52,500원 / 35,900원
120일 평균거래대금	88억원
외국인지분율	12.91%
주요주주	삼성생명보험 외 5 인 17.34% 국민연금공단 7.02%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.5	31.5	30.3	2.8
상대수익률	-4.2	4.7	3.4	-12.8



## Result comment

## 면세점 업황 개선 속도 더디더라도 방향은 제대로

- 시내 면세점 환율 상승과 할인 증가로 마진 하락하며 실적 부진
- 2분기부터 객단가와 객수 증가
- 면세점 업황 개선 속도 더디더라도 방향은 제대로

### 투자의견 BUY 유지, 목표주가 60,000원으로 20% 상향

투자의견 BUY 유지하며, 목표주가를 60,000원(25년 EV/EBITDA 15배)으로 20% 상향. 목표주가 상향은 실적 반영 시점 변경에 따른 것. 목표 EV/EBITDA 15배는 면세점 호황기 EV/EBITDA 17~21배의 하단 17배의 90% 값으로 업황이 저점을 통과하고 있는 점을 고려하여 산출한 값

시내점 수익성이 다소 아쉽지만 객수뿐 아니라 객단가가 상승하고 있는 점은 실적 개선에 긍정적. 인바운드 관광객 수가 유의미하게 증가하고 있고, 3분기 중 중국 단체 무비자 시행으로 면세점 시장 회복력에 대한 기대감 유효. 특히 환율 상승세가 다소 진정되고 있어 TR 부문 마진 회복세 다시 이어질 전망

### 2Q25 Review: 시내점 원가율 상승으로 예상 보다 부진

매출액과 영업이익은 각각 1조 254억원(+2%, yoy), 87억원(-69%, yoy) 기록

[TR] 매출액 증가율 yoy +2% 기록. 국내 시내점 매출액은 yoy 3% 감소. 시내 점은 1분기까지 yoy 20%대 감소를 보이다가 객수 및 객단가 회복으로 2분기에 감소폭이 3%까지 개선됨. 공항점은 인천공항 매출은 영업면적 확대와 객단가 상승으로 yoy 9% 증가. TR 부문 영업이익은 전분기 대비 적자 확대. 이는 환율 상승으로 시내점 할인 증가, 재고 처분에 따른 원가율 상승 때문. 이에 따라 시내점 영업이익률이 1분기 HSD%에서 2분기 LSD%로 하락. 시내점 매출액 고려 시 시내점 영업이익은 대략 1분기 200억원 이상, 2분기 약 100억원 내외로 추정되며 공항점 임차료는 1, 2분기 각각 약 250억원, 200억원 수준으로 추정. 객수가 증가했지만 공항 임차료가 줄어든 것은 홍콩 공항 임차료를 올해 2분기부터 한시적으로 10% 감면을 받았기 때문

[호텔&레저] 매출액 yoy 3% 증가, 영업이익 yoy 3% 감소. 성수기 돌입하며 예상수준의 영업이익 기록

(단위: 십억원, %)

구분	2024	1Q25	직전추정	잠정치	2025			3Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,003	972	1,039	1,025	2.3	5.5	1,038	1,116	9.8	8.8
영업이익	28	-2	16	9	-68.5	흑전	16	12	흑전	42.9
순이익	27	-6	3	-1	적전	적지	9	-3	적지	적지

자료: 호텔신라, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,568	3,948	4,131	4,483	4,792
영업이익	91	-5	55	133	170
세전순이익	107	-47	18	80	172
총당기순이익	86	-62	15	64	137
지배지분순이익	86	-62	15	64	137
EPS	2,149	-1,538	370	1,602	3,434
PER	30.4	NA	131.2	30.3	14.1
BPS	15,212	32,108	32,667	34,461	38,088
PBR	4.3	1.1	1.6	1.5	1.3
ROE	15.0	-6.5	1.1	4.8	9.5

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



# 효성 (004800)

양지환

jhwan.yang@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

115,000

상향

현재주가

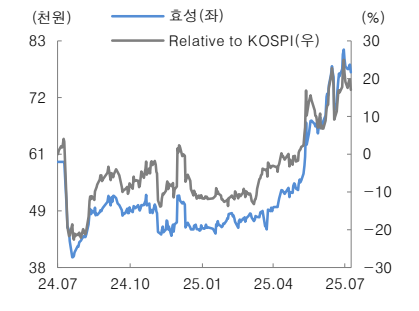
(25.07.28)

79,300

지주업종

KOSPI	3196.05
시가총액	1,286십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	87십억원
52주 최고/최저	81,300원 / 40,050원
120일 평균거래대금	29억원
외국인지분율	11.43%
주요주주	조현준 외 13 인 57.30% 국민연금공단 5.79%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.9	48.5	67.0	30.2
상대수익률	3.0	18.3	32.5	10.4



## 지분법 이익 증가로 깜짝 실적

- 2025년 2분기 실적 지분법이익 증가에 따른 깜짝 실적 시현
- 효성중공업 주가 상승에 따른 NAV 증가 반영해 목표주가 40% 상향
- 지분법 손익 및 연결 자회사 효성티앤에스 실적 하반기도 개선될 전망

### 투자의견 매수, 목표주가 115,000원으로 40.2% 상향

목표주가 상향은 효성중공업 주가 상승에 따른 NAV 증가를 반영하였으며, NAV 대비 Target 할인율은 65%로 당사 지주 커버리지 종목 중 가장 높은 편

효성의 2025년 2분기 실적은 영업이익이 당사 및 시장 기대치를 크게 상회하는 깜짝 실적 시현. 주된 이유는 ① 효성중공업의 실적 서프라이즈에 따른 지분법 손익 증가 ② 연결자회사인 효성티앤에스의 실적 개선 ③ 지분법 손실을 예상했던 효성화학이 온산 터미널 매각이익 반영에 따라 지분법 이익 반영 등

연결자회사인 효성티앤에스는 미국 대형은행 및 유럽 시장 수주물량 확대와 동남아(인도, 인니)시장 매출 호조와 비용절감에 따라 수익성이 개선되는 중. 하반기에도 선진국향 매출 증가에 따른 수익성 개선 기조 지속될 전망. 지분법 자회사인 효성중공업의 실적도 하반기 건조한 흐름을 예상. 실적 호전에 따라 연말 배당 증가에 대한 기대감 유입 가능하다는 판단. 25년 추정 DPS 3,000원에서 3,500원으로 상향

### 2Q25 실적 매출액 6,019억원, 영업이익 991억원으로 깜짝 실적 시현

주요 회사별 실적은(증감은 yoy) [효성] 매출액 1,379억원(+77.5%), 영업이익 625억원(+1,636%), [효성티앤에스] 매출액 3,456억원(-9.6%), 영업이익 378억원(+17.8%), [FMK] 매출액 548억원(+4.8%), 영업손실 25억원(적자확대), [굿스프링스] 매출액 703억원(+15.8%), 영업이익 59억원(+3.5%), [지분법손익] 546억원(+715%)

(단위: 십억원, %)

구분	2024	1Q25	직전추정	잠정치	2025			3Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	148	554	582	602	306.4	8.7	582	602	4.3	0.1
영업이익	19	82	49	99	429.1	21.1	49	93	95.8	-6.3
순이익	1	65	30	72	5,542.4	10.1	32	58	82.4	18.6

자료: 효성, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,847	2,273	2,393	2,484	2,608
영업이익	58	221	375	346	166
세전순이익	18	182	360	336	158
총당기순이익	0	484	315	294	139
지배지분순이익	0	453	259	241	114
EPS	3	24,073	15,443	14,388	6,787
PER	19,547.8	1.9	5.0	5.3	11.3
BPS	116,969	114,515	141,234	152,142	155,450
PBR	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
ROE	0.0	19.6	11.4	9.8	4.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 효성, 대신증권 Research Center

# 한미약품 (128940)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

380,000

유지

현재주가

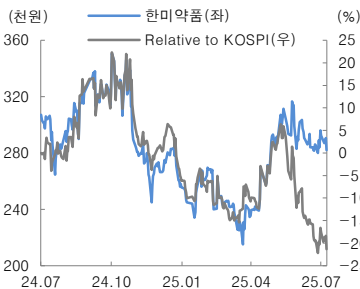
282,000

(25.07.25)

제약업종

KOSPI	3196.05
시가총액	3,613십억원
시가총액비중	0.16%
자본금(보통주)	32십억원
52주 최고/최저	350,500원 / 215,000원
120일 평균거래대금	192억원
외국인지분율	11.39%
주요주주	한미사이언스 외 4 인 50.57% 국민연금공단 12.28%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.4	17.5	15.1	-7.5
상대수익률	-7.0	-6.4	-8.6	-21.6



## 실적은 회복세, 하반기 R&D 모멘텀 주목

- 2Q25 연결 매출 3,613억원(-4.5%yoy), 영업이익 604억원(+3.9%yoy)
- 고수익 제품군 중심 수익성 개선 지속, 하반기 자회사 실적 회복 기대
- 하반기 비만치료제 R&D 모멘텀 유효, 투자의견 매수, 목표주가 유지

### 투자의견 매수, 목표주가 380,000원 유지

동사의 상반기 실적은 전년 동기 대비 부진했으나, 분기별로 회복세를 나타내고 있음. 하반기에는 자회사(북경한미) 실적 개선 가능할 것으로 예상되며, 내년에 다수의 R&D 모멘텀을 보유함. 투자의견 매수, 목표주가 38만원 유지

R&D 타임라인: 1) 연말 에페글레나타이드 임상 3상 탑라인 결과 발표, 2) 하반기 LA-UCN2 임상 1상 개시, 3) 연말 에피노페그듀타이드(MASH) 임상 2b 상 완료, 내년 초 데이터 발표 예정, 4) 연내 항암 파이프라인(EZH1/2, PD-L1/4-1BB) 중간결과 발표, 5) 26년 중반 3중작용제(HM15275) 임상 2상 발표

### 2Q25 Review: 고수익 제품군 중심 수익성 개선 지속, 하반기 회복 기대

연결 매출 3,613억원(-4.5% yoy), 영업이익 604억원(+3.9% yoy), OPM 16.7% 기록. 매출은 API 수출 감소와 자회사(북경한미) 실적 부진으로 낮아진 컨센서에 부합하였으나, 영업이익은 국내 고수익 제품군 매출 비중 확대로 컨센스 상회하는 실적 달성. 별도 매출 2,851억원(+1.2% yoy), 영업이익 435억원(+35.3 yoy), OPM 15.3% 기록. 일본항 API 수출 감소로 전체 매출은 감소하였으나, 국내 고수익 제품군(로수젯, 아모잘탄 등) 중심의 매출 확대가 수익성 개선을 견인하였음. 특히 로수젯 2분기 매출은 560억원(+9.5% yoy)을 기록하며, 5월 약가 인하에도 불구하고 처방량 기준으로 두자리수 성장을 이어감. 북경한미 매출 867억원(-12.2% yoy), 영업이익 167억원(-33.7% yoy), OPM 19.3% 기록. 주요 품목인 마미아이(어린이 유산균정장제)는 3,775만위안(-65.4% yoy), 이탄징(어린이 기침약)은 1억 4,333만위안(-8.8% yoy)으로 크게 감소. 이는 중국 정부의 집중구매 제도 강화에 따른 가격 인하와, 현지 건기식 시장의 경쟁 심화에 기인함. 이에 따라 북경한미는 정부 정책의 영향을 덜 받는 품목 중심으로 대응할 예정이며, 신규 품목 라이선스 인 및 자체 제품 확대도 추진중. 상반기에 기존 재고 대부분을 소진하였고, 하반기에는 실적 반등이 가능할 전망. 한미정밀화학 매출 230억원(-32.9% yoy), 영업이익 20억원(+11.1 yoy), OPM 3.0%로 세파계 항생제 경쟁 심화로 API 수출 감소하였으나, CDMO 매출 전년 대비 2배 성장하며 이익 개선에 기여함. 하반기에도 CDMO 성장세가 이어질 것으로 예상되어, 연간 흑자 전환 가능할 전망

(단위: 십억원, %)

구분	2Q24	1Q25	직전추정	잠정치	2Q25			3Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	378	391	365	361	-4.5	-7.6	381	413	14.0	14.2
영업이익	58	59	55	60	3.9	2.3	58	61	18.9	0.3
순이익	40	43	38	43						

자료: 한미약품, FnGuide, 대신증권 Research Center

에스티팜  
(237690)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

140,000

유지

현재주가

(25.07.25)

89,600

제약업종

올리고 성장 가시화,  
하반기 모멘텀 풍부

- 2Q25 연결 매출 682억원(+52.9%yoy), 영업이익 128억원(흑전)
- 올리고, Small Molecule 매출 증가로 컨센서스 상회하는 실적 기록
- 하반기 신규 품목 FDA 승인 예정, 상업화 중심 올리고 성장 지속 전망

투자의견 매수, 목표주가 140,000원 유지

동사 기업가치의 핵심 성장 동력은 올리고 CDMO 사업으로, 원료를 공급하던 임상 파이프라인들이 상업화 단계에 진입하면서, 상업화 품목 매출 비중이 지속 확대되는 추세. 8월 21일 동사가 원료를 공급하는 유전성 혈관부종 치료제의 FDA 승인이 예정되어 있으며, 하반기에는 중증 고지혈증 치료제 및 동맥경화증 치료제 임상 3상 결과 발표 예정. 미토콘드리아 결핍 증후군 치료제 또한 연내 FDA 승인이 예정되어 있어, 상업화 품목 수 증가에 따른 매출 성장세가 가시화되고 있음. 더불어 4분기부터 제2올리고동이 본격 가동될 예정으로, 신규 파이프라인 수주도 기대되어 투자의견 매수, 목표주가 140,000원 유지

1Q25 Review: 올리고 매출 본격화로 실적 서프라이즈 기록

[1Q25 연결] 매출액 682억원(+52.9% yoy), 영업이익 128억원(흑전), OPM 18.8%로 시장 컨센서스 및 기존 추정치 대폭 상회. 수익성이 높은 올리고 및 Small Molecule 사업부의 매출 비중이 증가하면서 전체 수익성이 큰 폭으로 개선된 것이 주요 요인. [별도] 매출액 598억원(+77.8% yoy), 영업이익 130억원(흑전), OPM 21.8%로 호실적 기록. 올리고 부문 매출은 435억원(+83.0% yoy)을 기록하였으며, 이 중 상업화 품목 매출이 372억원(+191.5% yoy)으로 전년 대비 큰 폭으로 성장. 혈액암, 척수성 근위축증 치료제가 매출 및 이익 성장에 기여함. Small Molecule 부문 매출은 67억원(+312.2% yoy)으로 미토콘드리아 결핍 증후군 치료제 매출 증가에 힘입어 고성장 기록. 또한 자회사인 CRO 사업도 전방 산업의 주요 회복에 따라 손익분기점(BEP) 도달하며 실적 개선에 일부 기여함.

현재 수주잔고는 총 3,800억원으로 이 중 올리고가 3,200억원, Small Molecule이 550억원을 차지. 상반기에 총 8건의 수주를 확보했으며, 17건의 추가 수주도 협의 중에 있어 지속적인 수주 확대가 기대됨. 제2올리고동은 예정대로 4분기부터 상업 생산을 시작할 예정이며, 임상용 시료 생산은 7월부터 가동을 개시함. 이에 따라 3분기부터 분기당 약 15~20억의 감가상각비가 원가에 반영될 예정. 하반기에는 4분기에 매출이 집중될 가능성이 높으며, 올리고와 Small Molecule 중심의 성장이 지속될 전망

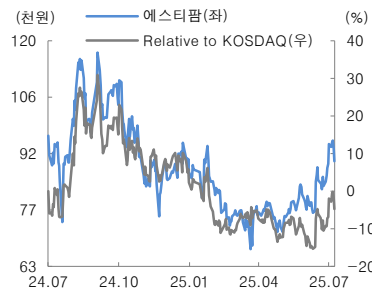
(단위: 십억원 %)

구분	2Q24	1Q25	2025				3Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	45	52	61	68	52.8	30.0	67	68	9.7 -0.7
영업이익	-3	1	5	13	흑전	1,150.5	7	14	136.0 12.2
순이익	1	1	7	19	1,790.4	1,730.5	7	21	42.7 9.2

자료: 에스티팜, FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSDAQ	806.95
시가총액	1,806십억원
시가총액비중	0.48%
자본금(보통주)	10십억원
52주 최고/최저	117,000원 / 67,300원
120일 평균거래대금	109억원
외국인지분율	5.42%
주요주주	동아쏘시오홀딩스 외 4 인 38.68%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.1	16.2	2.5	0.7
상대수익률	11.9	5.1	-7.4	-0.5



# 현대오토에버 (307950)

김귀연

gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

240,000

유지

현재주가

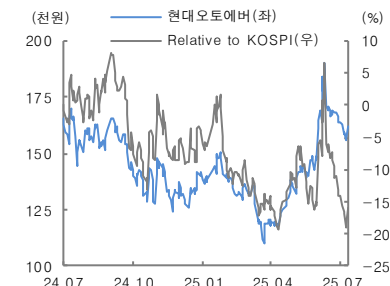
162,000

(25.07.28)

자동차업종

KOSPI	3209.52
시가총액	4,443십억원
시가총액비중	0.20%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	190,500원 / 110,100원
120일 평균거래대금	101억원
외국인지분율	3.16%
주요주주	현대자동차 외 3인 75.29% 국민연금공단 8.22%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.0	37.5	17.1	-2.7
상대수익률	-19.0	9.2	-7.4	-17.2



## 일희일비할 필요 없이 보면 됩니다

- 2Q25 OP 814억원으로 서프 기록. 차량SW 이연 매출인식에 따른 영향
- SI 사업 특성/업종 내 밸류 프리미엄 감안 시, 실적 및 주가 변동성 불가피
- 로봇틱스/클라우드/자율주행 모멘텀 감안 시, 기업가치 우상향 전망 지속

### 투자의견 매수 유지, 목표주가 240,000원 유지

TP 24만원은 2025년 EPS 7,043원에 Target PER 35배(실적 리레이팅/그룹사 내 역할 기대감 반영됐던 '23말~'24초 밸류) 적용하여 산출. SI/부품사 피어 그룹 대비 지속 프리미엄 받아옴. 고밸류 주식으로서 주가 변동성은 불가피한 부분. 1) HMG 메타플랜트에 휴머노이드 로봇 투입, 2) 클라우드 사업 고성장 지속, 3) 2027년 레벨2+ 자율주행차 양산에 따른 동사의 구조적 성장 지속될 것으로 전망. 이에, 중장기 기업가치 우상향 지속될 것으로 전망

### 2Q25 매출 1.0조(YoY +14%, 이하 YoY), OP 814억(+19%), OPM 7.8% 시현

OP 컨센/당사 추정 대비 +18% 상회하는 실적 서프 기록. 1Q25 이연된 차량 SW 매출 인식에 따른 QoQ 실적 개선 영향 주요했던 것으로 판단. 사업부별 실적은 [Enterprise IT] 매출 8,117억(+15%)/SI +3,879억(+17%)/ITO 4,238억(+14%), GPM 9.6%(YoY +0.1pt/QoQ +3%pt), [차량SW] 매출 1,859억(+7%), GPM 19.3%(YoY +0.4pt/QoQ +5%pt)로 파악. 프로젝트성 사업 특성상, 분기별 실적 변동성 불가피. 1H25 누적 매출 2.2조(+14%)/OP 1,081억(+9%)/OPM 5.8%(YoY -0.2pt/-0.3%pt)로 양호한 이익 펀더멘털 확인

### 25년 로봇틱스 => 26년 클라우드 => 27년 자율주행

2025~27년 동사의 중장기 성장모멘텀 지속될 것. 1) 2025년 HMG 공장 내 로봇 투입 본격화, 2) 그룹사내 클라우드 서비스 제공/관리 통한 Enterprise IT 성장 지속, 3) 2027년 현대차그룹 레벨2+ 자율주행차량 양산에 따른 차량SW 모멘텀 강화 예상. 단기 실적/주가 변동성 불가피하나, 주가 낙폭 확대되면 될수록 관심 지속 해야하는 종목

(단위: 십억원, %)

구분	2Q24	1Q25	직전	잠정치	2025			3Q25		
					YoY	QoQ	Consen	추정	YoY	QoQ
매출액	918	833	1,045	1,042	13.5	25.1	1,022	1,003	10.9	-3.8
영업이익	69	27	69	81	18.6	204.4	68	66	25.7	-18.8
순이익	52	20	55	58	12.9	197.2	52	54	22.9	-7.9

자료: 현대오토에버, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,065	3,714	4,151	4,738	5,477
영업이익	181	224	255	306	385
세전순이익	182	227	257	312	391
총당기순이익	140	175	197	239	299
지배지분순이익	138	171	193	235	294
EPS	5,023	6,228	7,043	8,555	10,719
PER	42.1	20.2	23.3	19.2	15.3
BPS	57,611	62,187	67,456	74,238	83,183
PBR	3.7	2.0	2.4	2.2	1.9
ROE	9.0	10.4	10.9	12.1	13.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 현대오토에버, 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.