

Morning Meeting Brief

The Global / Global Daishin View

[The Global / Global Daishin View] 2025년 4월 1주차

- 4월 글로벌 증시, 미국 주도로 반등을 넘어 상승 전환 기대. 5가지 요인 바탕
- 美 팔란티어·브로드컴, 中 알리바바, 비야디 주목. 반도체 ETF(티커: SOXX)의 기술적 반등 기대
- AI 수요 둔화 우려 과도, 중장기적으로 데이터센터 수요 성장성 유효. 데이터센터 리츠 관심 필요

해외전략(문남중) / 미국주식(서영재) / 중국주식(박초화) / ETF(박현정) / 글로벌리츠(김다운)

Global Strategy

[The Global View / 4월 글로벌 투자전략] US의 시간이 시작된다. 글로벌 증시, 반등을 넘어선 상승 전환. 美 상호 관세, 韓 탄핵 심판 선고, 中 LPR 관심

- 4월 미국 증시, 낙폭 과대에 따른 기술적 반등을 넘어 상승으로 전환 예상. Buy the dip 전략 유효
- 양호한 경제상황, 금리 인하 기대, 트럼프 통상정책 불확실성 완화, 1/4분기 어닝시즌 기대 유입, 미국 2세대 반도체주 부각 등 기인
- 4월 중요 이슈: 1. 美 상호 관세 발표(4.2일), 2. 韓 탄핵 심판 선고(~4.18일 전), 3. 中 LPR 인하 여부(4.21일)

문남중. namjoong.moon@daishin.com

Strategy

[4월 & 2Q 증시 전망 및 투자전략] 공매도, 상호관세 변동성을 이겨낼 펀더멘털. 1Q 실적과 중국 경기 (Feat. 정치 리스크 해소, 외국인 수급)

- 4월 전야후강 패턴 예상. 공매도 재개, 트럼프 상호관세발 변동성은 비중확대 기회
- 불확실성 변수 안정 & 선수요, 中 경기 회복, 1Q 실적 호조 등 펀더멘털 동력 유입
- 4월초 등락은 저점 확인/분위기 반전 과정. 이보전진을 준비할 시점

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

ETF

미국 해방의 날 D-1, 지수 하락이 걱정될 때 고려할 수 있는 버퍼 ETF

- 코 앞으로 다가온 관세 부과일. 트럼프는 4월 2일이 '미국 해방의 날'이며, '마침내 미국이 돈과 존경을 되찾을 때'라고 밝힘
- 관세로 미국 증시는 높은 변동성을 보일 가능성 염두. 위험회피성향이 높은 투자자라면 버퍼형 상품에 주목
- 아시아 최초로 상장된 버퍼형 ETF. 관측기간 첫 날에 투자하여 만기까지 보유시 사전에 결정된 수익구조를 따를 수 있음

박현정. hyunjeong.park@daishin.com

[대신증권 양지환] [Issue&News] 한화: 지분 증여로 정면 돌파

- 김승연 회장 보유지분 11.3% 세 아들에게 각각 4.9%, 3.2%, 3.2% 증여
- 한화 그룹의 일련의 행보와 관련된 시장의 오해와 억측을 불식시킬 전망
- 한화 주가 할인 해소 및 영업 및 지분가치로 재평가 받을 것으로 판단

양지환, jihwan.yang@daishin.com

[Initiation] KT&G: 견고한 내수, 가속화되는 글로벌

- 투자 의견 BUY, 목표주가 130,000원 제시
- 일반 궤련 → 궤련형 전자담배 수요 이동 지속
- 실적 개선과 적극적인 주주환원 정책 기반 견조한 주가 예상

정한솔, Hansol.jung@daishin.com

[대신증권 유정현][Industry Report] 섬유·의복업: 상호관세 영향 진단

- 미국 정부, 전세계 국가를 대상으로 상호관세 부과 예정
- 상호관세 부과 실효성 없어...진짜 걱정은 수요 둔화 가능성
- 관세 영향을 피해가는 시업으로 투자 압축 필요

유정현, Junghyun.yu@daishin.com

[대신증권 유정현][기업분석] 영원무역: 불황을 모르는 실적

- 1분기 OEM 수주 불황 없이 양호 전망
- Scott은 상반기 적자 지속
- 업황도, 자회사 이슈도 동사에게 모두 우호적으로 순항

유정현, Junghyun.yu@daishin.com

[대신증권 유정현][기업분석] 화승엔터프라이즈: 경기 요인을 넘어서는 실적 정상화

- 1분기 낮은 기저효과, 가동률 상승으로 이익 급증 전망
- 스테디셀러의 양산 체제가 효율성 개선에 매우 긍정적 역할
- 2025년 가동률 상승으로 고정비 부담 경감, 이익 대폭 개선 전망

유정현, Junghyun.yu@daishin.com

[대신증권 유정현][기업분석] 한세실업: 관세, 경기 우려가 주가 지배

- 관세 부과 시행 앞두고 고객사의 보수적 발주로 성장률 부진 전망
- 고환율 여건에도 인건비와 원가율 상승 지속되며 이익 감소 전망
- Valuation 매력 크지만 관세, 경기 우려가 주가 지배

유정현, Junghyun.yu@daishin.com

[대신증권 양지환] [1Q25 Preview] 현대글로벌비스: 관세에 대한 우려 과도

- 2025년 1분기 실적 시장 기대치를 상회하는 깜짝 실적 전망
- PCC운임 인상, 비계열물량 확대, CKD부문 매출 증가 등의 영향으로 추정
- 관세 우려로 과도한 주가 조정, PER 5배 수준으로 적극적인 대응 추천

양지환, jihwan.yang@daishin.com

The Global

Global Daishin View

해외전략 문남중
미국주식 서영재
중국주식 박초화
ETF 박현정
글로벌리츠 김디은

2025년 4월 1주차

- 4월 글로벌 증시, 미국 주도로 반등을 넘어 상승 전환 기대. 5가지 요인 바탕
- 팔란티어, 브로드컴, 알리바바, 비아디 주목. 반도체 ETF의 기술적 반등 기대
- AI 수요 둔화 우려 과도, 중장기적으로 데이터센터 수요 성장성 유효

[해외전략]

글로벌 증시, 봄이 찾아 온다. 4월 미국 증시, 훼손됐던 자존심을 만회할 것

올해 2~3월 미국 증시 하락은 지난해 7~8월 국면과 동일, 4월에 접어들게 되면 빠르게 낙폭을 메꿔 나갈 것. 반등을 넘어 상승으로 전환 예상. Buy the dip 전략 유효. 양호한 경제 상황, 5~6월 FOMC 연준 금리 인하 기대, 4.2일 상호 관세 부과 기점 트럼프 통상 정책 불확실성 완화, 1/4분기 어닝시즌 기대 유입, 美 2세대 반도체주 관심 증가에 기인

[미국주식]

팔란티어(PLTR): AI 하드웨어에서 AI 소프트웨어 시대로의 이동. 효율화 추구하는 트렌드에서 수혜 예상. 최근 급락으로 밸류에이션 부담 일부 완화

브로드컴(AVGO): 클라우드 기업들의 커스텀 AI 수요 증가 수혜 예상. VM웨어의 매출 증가, 운영 비용 감소 추세로 이익률 개선 지속

[중국주식]

알리바바(BABA US, 9988 HK): 중국 이커머스, 클라우드 1위 기업. 딥시크 이후 중국 AI 수요 증가로 클라우드 매출 성장 가속화 전망, 밸류에이션 리레이팅 기대

비아디(002594, 1211 HK): 중국 전기차 1위 기업. 2025년 전기차 판매량 550만 대(국내 470만 대, 해외 80만 대) 목표. 저가 모델까지 L2+ 자율주행을 탑재하면서 전기차 판매 지속 견조 전망, 해외 수출도 가속화

[ETF]

미국 증시에서 찾는 낙폭과대 업종 반도체, 기술적 반등 기대

연초 이후 하락폭이 가장 컸던 섹터는 반도체 주도의 IT업종. 반도체 업종은 딥시크 등장 이후 12개월 선행 이익수정비율이 -41.4%까지 하락 후 최근 들어 (+)로 전환. 12개월 선행 이익수정비율(3개월 평균)은 12개월 선행EPS보다 먼저 변곡점 형성. 반도체 업종의 3개월 평균 이익수정비율도 최근 소폭 개선

[글로벌리츠]

AI 수요 둔화 우려는 과도하며 중장기적으로 데이터센터 수요 성장성 여전히 유효

MS의 일부 임대계약 및 투자계획 취소로 AI 수요 둔화 우려가 제기되며 데이터센터 리츠 가격조정, 사업전략 변화의 성격, 취소된 물량은 구글과 메타가 계약하며 꾸준한 수요 증명. 데이터센터 임대시장은 2% 이하의 최저 공실률 기록하며 견고한 펀더멘털 지속 중. 이퀴닉스 12개월 선행 P/FFO 29배로(5년 평균 33배) 밸류에이션 부담 하락한 상황

Global Strategy

Global Strategist 문남중
namjong.moon@daishin.com

US의 시간이 시작된다.

글로벌 증시, 반등을 넘어선 상승 전환

美 상호 관세, 韓 탄핵 심판 선고, 中 LPR 관심

- 4월 미국 증시, 반등을 넘어 상승으로 전환 예상. Buy the dip 전략 유효
- 양호한 경제상황, 트럼프 통상 정책 불확실성 완화, 1Q 어닝시즌 등 기인
- 4월 이슈: 1. 美 상호 관세 발표, 2. 韓 탄핵 심판 선고, 3. 中 LPR 인하

4월 2일 상호 관세 부과를 앞두고, 3.28일 미국 증시(S&P500 이하)는 -1.97% 하락했다. 3.14일 이후, 반등을 모색하면서 위축됐던 투자심리 역시 회복되는 양상이었지만 4월을 맞이하는 시점에서 데드캣 바운스 우려가 재부각될 만도 하다. 하지만 전 세계 증시의 가능자라 할 수 있는 미국 증시는 올해 들어 훼손됐던 만행으로서의 자존심을 회복하는 장세가 4월에는 본격화될 것이다. 미국 증시는 23.10월 이후 전 세계 증시 상승을 주도하며, 올해 들어 굴곡은 있었지만 3.13일을 저점으로 반등 국면에 접어들었다.

올해 2~3월 미국 증시 하락은 지난해 7~8월 국면과 동일하다. 그 당시 ISM 제조업지수의 위축 국면을 빌미로 미국 경기 침체 분위기가 고조되며, 안전자산(달러, 엔화) 수요가 급증했다. 이는 주식시장 하락으로 귀결됐지만, 그 이후 발표된 경제지표 결과가 경기 침체가 시기상조임을 반박해 주면서 미국 증시는 8.5일을 기점을 빠르게 낙폭을 메꿔나갔다.

올해 역시 미국 증시 하락의 발단이 트럼프 관세 부과, 물가 상승 자극, 스태그플레이션 진입 등 성장 둔화 우려로 경기 침체 우려로 확대 재생산됐다. 하지만 현 미국 심리(ISM 제조업, 서비스업지수), 실물지표(22.2Q~24.4Q 분기별 실질 성장률) 잠재성장률)는 견고한 미국 경제 상황을 보여주고 있다. 3월 FOMC에서도 미국 경제활동이 견조한 속도의 확장세를 지속하고 있다는 평가를 유지 중이다.

미국 증시가 상승 국면에 접어들기 위한 첫 단계 단계인 낙폭 과대(-10.5%, 3.13일 기준)에 따른 기술적 반등세에 이어 4월부터는 5가지 요인을 바탕으로 상승 국면에 접어들 것이다. 1) 심리, 실물 지표 등 양호한 경제 상황, 2) 5~6월 FOMC를 앞둔 금리 인하 기대, 3) 4.2일 상호 관세 발표를 기점으로 트럼프 통상 정책 불확실성 완화, 4) 1/4분기 어닝시즌 진입에 따른 기대 유입, 5) 올해부터 AI 구현 목적이 추론용으로 가시화되면서, 미국 2세대 반도체주(ASIC, FPGA)에 대한 관심 증가로 반등을 넘어 상승으로 전환되는 미국 증시를 예상한다.

미국의 상호 관세 발표와 관련해, 상호 관세의 실제 시행은 입법 절차로 시간이 필요하다. 레드 스위치를 달성했지만, 하원의 경우 트럼프 2기 내각의 인사 지명으로 3명이 이탈했다. 현 공화당 217석, 민주당 215석, 공석 3석으로 하원내 공화당이 다수당 지위가 확고해질 때까지 트럼프 정책 추진에 불협화음은 불가피하다. 또한 미국의 수입 금액은 GDP의 11%에 불과해 상호 관세 부과가 당장 미국 경기 침체를 우려할 만큼 파급력이 크지는 않다. 다만 상대 교역국의 보복 관세 부과가 빠르게 진행된다면 영향력은 커질 것이다.

앞 날을 기약하기 어려운 불확실성이 큰 이벤트가 트럼프 취임 이후 확산됐지만, 불안의 근원이 향후 전개될 미국 경제의 성장 둔화인 만큼 이를 반박하는 경제지표 결과가 아직 지속되는 상황이라면 앞서 걱정할 필요는 없다.

공매도, 상호관세 변동성을 이겨낼 펀더멘털. 1Q 실적과 중국 경기 (Feat. 정치 리스크 해소, 외국인 수급)

- 4월 전약후강 패턴 예상. 공매도 재개, 트럼프 상호관세발 변동성은 비중확대 기회
- 불확실성 변수 안정 & 선수요, 中 경기 회복, 1Q 실적 호조 등 펀더멘털 동력 유입
- 4월초 등락은 저점 확인/분위기 반전 과정. 이보전진을 준비할 시점

4월 KOSPI Band 2,530 ~ 2,750p. 전약후강 패턴 예상

2월말에 이어 3월말에도 미국 스태그플레이션 우려에 트럼프 관세정책 불안심리가 가세하면서 KOSPI를 비롯한 글로벌 증시 급락. 이슈, 이벤트, 트럼프 워딩에 일희일비할 수록 펀더멘털 변화에 집중할 때. 2월초, 2월말 모두 트럼프 관세 충격 이후 빠르게 상승추세로 복귀. 미국 경기 불안, 트럼프 정책 리스크는 투자심리를 자극하는 트리거 역할. 경기, 정책, 투자심리, 수급 간의 악순환의 고리가 단기 급락야기

- 1) 실제 미국 경기가 침체로 갈 가능성은 극히 낮다고 판단. 현재 미국 경기는 과열이 식어가는, 정상화되는 과정. 예상보다 큰 경기 둔화 폭이 공포심리 자극.
- 2) 트럼프의 미치광이 전략이 미국 경기 불안을 더욱 자극하면서
- 3) 심리를 더욱 공포로 몰아넣고, 수급의 급격한 위축으로 이어진 것

4월 글로벌 금융시장, 증시는 3월말 불확실성 변수들이 안정을 찾으면서 정상화되고, 펀더멘털 동력이 유입되며 상승추세를 재개해 나갈 전망

- 1) 트럼프 관세 정책은 협상 수단임을 다시 강조. 한편, 트럼프 관세 정책의 반대급부인 선수요 유입 뚜렷. 글로벌 제조업과 교역 회복/개선 가시화
 - 2) 미국 소비/경기, 고용 둔화는 불가피하지만, 악화는 아님. 물가 안정 재개시 금리 인하 기대 강화 예상. 미국 경기와 통화정책 간의 상호보완 관계 고려. 이 경우 달러와 채권금리 하향 안정. 위험 선호심리 회복 및 Non-US 증시 우호적 투자환경 조성
 - 3) 중국 강력한 경기 부양 정책 시행. 내수 부양 강화 & 정책 신뢰 회복 = 중국 유동성 모멘텀 개선 및 실물 경제 회복. 레거시 반도체 수요 회복 기대 가시화
 - 4) 1Q KOSPI 실적시즌 기대. 선수요 유입, 중국 경기/소비 회복, 환율 효과 등으로 1분기 실적 호조 예상. 낮은 눈높이는 오히려 예상 상회, 서프라이즈로 전환 가능
 - 5) 국내 정치 리스크 해소. 4월 중 탄핵 결정 예상. 리스크 해소와 동시에 새로운 정권에 대한 기대 유입 가능. 금리인하, 재정정책으로 내수 경기 반등
 - 6) 연금순매수 지속(국내 주식 비중 확대)되는 가운데 국내 정치 리스크 완화/해소, 달러화 안정, 원화 강세 압력 확대시 외국인 수급 개선 가세할 전망
 - 7) 공매도 재개는 외국인 수급에 활력을 더하는 변화. 과거 3번 공매도 재개 이후 3개월 수익률 +. 다만, 가격/밸류에이션 매력에 근거한 비중/포트 조정 필요
- 4월초 변동성은 또 한 번의 이보전진을 위한 일보후퇴. 4월 중반 이후 펀더멘털에 근거한 상승추세 전개 예상. 상반기 KOSPI Target 3,000p 유지

Trading 전략: 4월초 등락은 저점 확인/분위기 반전 과정. 이보전진 준비

KOSPI 2,500선 초반에서 비중확대 전략 유효 & 지속. 실적대비 저평가된 낙폭과대 업종인 소프트웨어, 2차전지, 은행, 보험, 에너지, 디스플레이 중심의 단기 트레이딩 유효

25년 이익 기여도 개선, 이익 모멘텀 견고 + 낙폭과대 = 반도체, 기계, 조선, 2차전지, 제약/바이오, 인터넷, 자동차, 방산, 화장품/의류, 음식료

조선, 기계 업종은 본격적인 조정국면 진입으로 인해 시간적 여유를 두고 변동성을 활용한 분할매수, 매집전략 유효

ETF

ETF 박현정

hyunjeong.park@daishin.com

미국 해방의 날 D-1, 지수 하락이 걱정될 때 고려할 수 있는 버퍼 ETF

코 앞으로 다가온 미국 '해방의 날'

4월 2일부터 미국에 수입되는 외국 자동차에 대해 25%의 관세가 부과될 예정. 트럼프는 과거 본인의 소셜 미디어에서 4월 2일은 미국 '해방의 날'이라고 언급하며, '마침내 미국이 돈과 존경을 되찾을 때'라고 언급

트럼프가 원하는 것은 감세와 부채 감축을 위한 재원 마련. 관세는 목표가 아닌 수단이기 때문에 '해방의 날'이 오더라도 국가 간 스몰딜이 발생할 가능성 염두

관세로 인해 변동성은 커질 수 있음

트럼프 1기 때 첫 관세 부과가 시작된 당일 S&P500지수는 -2.1% 하락. 관세 부과 이후 6개월 뒤 연준의 기준금리 인상과 경기에 대한 우려가 더해지면서, 미국 증시는 높은 변동성을 보였음

이번에는 실제 관세가 부과되면, 시장에서는 이를 불확실성 해소로 받아들일 수도 있음. 다만, 최근 들어 미국 증시의 추세적 상승에 대한 고민은 깊어지고 있는 상황

버퍼 ETF는 사전에 정해진 수익구조를 추구

위험회피성향이 높아 수익의 일정 부분을 포기하더라도 손실을 줄이고 싶은 투자자라면, 버퍼형 ETF를 투자 대상으로 고려해볼 수 있음

버퍼형 ETF는 사전에 정해진 수익구조를 추구하는 Defined Outcome 상품. 기초자산의 상승분(Cap)을 일정 부분 포기하는 대신 기초자산의 하락분을 일정분(Buffer) 방어할 수 있음

버퍼형 ETF 투자시 유의해야할 사항들

버퍼형의 캡과 버퍼는 관측기간(Outcome Period) 첫 날에 상품을 보유하여 말일까지 보유할 경우 추구 가능한 수준. Outcome Period 중간에 상품을 매수할 때는 운용사 홈페이지에 공시된 잔여 캡과 버퍼를 확인해야 함

버퍼형 상품은 기초 자산을 일부 보유하고(선물+현물), 그 외 옵션을 통해 상방이 제한되고 손실이 일정 부분 보전되는 수익구조를 형성. 이는 관측기간 마지막 날 수렴할 것으로 예상되는 구조기 때문에 관측기간 동안은 버퍼형 ETF가 기초자산만큼 상승하거나, 버퍼만큼 손실이 보전되는 흐름을 보이지 않을 수 있음

관심 ETF: KODEX 미국S&P500 버퍼 3월 액티브(0026E0)

국내 주식시장에 상장된 최초의 버퍼 ETF. 해당 상품의 관측기간은 25년 3월 21일부터 26년 3월 20일까지이며, 이후 롤오버를 통해 상품 유지. 롤오버에 따라 상품 구조가 변경될 수 있기 때문에 투자시 운용사 홈페이지 참고 필요

이번 관측기간 동안 해당 상품의 Cap은 16.4%, 버퍼는 -10.2%며, 환 노출형 상품이기에 때문에 최종 성과는 환에 따라 영향을 받을 수 있음

한화 (000880)

양자환

jhwanyang@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

60,000

유지

현재주가

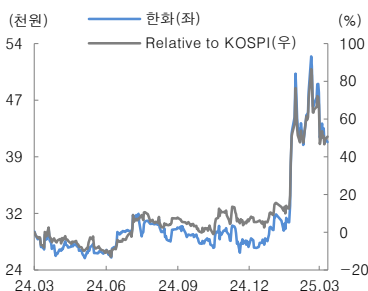
40,950

(25.03.31)

지주업종

KOSPI	2481.12
시가총액	3,413십억원
시가총액변동	0.16%
자본금(보통주)	375십억원
52주 최고/최저	52,300원 / 25,550원
120일 평균거래대금	210억원
외국인지분율	16.54%
주요주주	김승연 외 8 인 56.01% 국민연금공단 5.98%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.0	52.2	41.7	51.4
상대수익률	3.1	47.2	48.1	67.6



지분 증여로 정면 돌파

- 김승연 회장 보유지분 11.3% 세 아들에게 각각 4.9%, 3.2%, 3.2% 증여
- 한화 그룹의 일련의 행보와 관련된 시장의 오해와 억측을 불식시킬 전망
- 한화 주가 할인 해소 및 영업 및 지분가치로 재평가 받을 것으로 판단

투자 의견 매수, 목표주가 60,000원 유지

2024년 하반기부터 2025년 1분기까지 1)한화에너지의 한화 지분 확대, 2)한화에어로스페이스의 한화오션 지분 인수, 3)한화에너지의 IPO추진, 4)한화에어로스페이스의 유상증자 결정 등으로 한화그룹에 대한 시장의 다양한 억측과 루머 확산

특히, 한화에어로스페이스의 갑작스런 대규모 유상증자 발표 이후 한화의 증자 참여를 위한 재원 마련 방식과 이에 따른 한화 기업가치 훼손에 대한 우려가 부각된 것이 사실

하지만 김승연 회장이 3월 31일 지분 11.3%를 세명의 아들에 대한 증여 결정은 그룹의 승계와 관련하여 어떠한 변칙적인 방법도 동원하지 않을 것이라는 의지를 시장에 표명한 것으로 판단

일련의 사태로 인해 주가가 크게 조정 받았던 한화는 이제 할인 요인의 축소로 인해 지분 및 영업가치를 재평가 받을 수 있을 것으로 판단

김승연 회장 3월 31일 지분 11.3%(8,488,970주) 세 아들에게 증여 결정

3월 31일 (주)한화의 최대주주인 김승연회장은 김동관, 김동원, 김동선 세명의 아들에게 지분을 각각 4.9%, 3.2%, 3.2% 증여할 것을 공시. 증여 전 최대주주인 김승연 회장의 지분은 22.6%→11.3%로 하락하고, 첫째 아들인 김동관의 지분율은 4.9%→9.8%로, 김동원과 김동선의 지분율은 모두 2.1%→5.4%로 확대될 예정. 이번 증여 결정으로 한화의 단일 최대주주는 한화에너지로 변경되며, 최대주주 및 특수관계인 지분율은 56%로 유지될 전망

3/31 증가 기준 증여재산평가액은 3,476억원, 증여세 2,086억원이나 유동적

3월 31일 한화의 증가는 40,950원으로 증여 주식수 8,488,970주의 평가액은 약 3,476억원임. 증여재산평가액은 3월 31일 기준 +-2개월 평균주가로 결정되며, 최대주주의 증여이기 때문에 평가액의 120%인 4,171억원에 증여세율 50%를 적용하면 증여세는 약 2,086억원이나, 향후 주가에 따라 유동적

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	53,135	55,647	64,305	68,131	70,856
영업이익	2,412	2,416	4,593	5,331	4,780
세전순이익	2,247	2,068	4,099	4,834	4,296
총당기순이익	1,636	1,690	3,350	3,952	3,512
자비지분순이익	380	773	704	830	738
EPS	3,886	7,916	7,440	8,775	7,799
PER	6.6	3.4	5.7	4.9	5.5
BPS	110,214	109,720	117,139	124,284	131,009
PBR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
ROE	3.5	7.2	6.5	7.3	6.1

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

KT&G (033780)

정한솔

hansol.jung@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 신규

6개월 목표주가

130,000

신규

현재주가

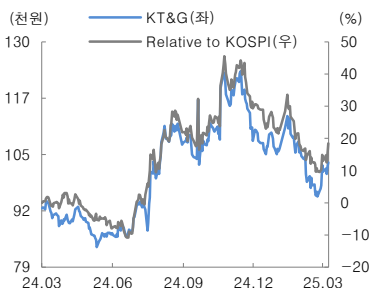
102,700

(25.03.28)

음식료업종

KOSPI	2557.98
시가총액	12,536십억원
시가총액비중	0.58%
자본금(보통주)	938십억원
52주 최고/최저	123,400원 / 83,500원
120일 평균거래대금	283억원
외국인지분율	44.03%
주요주주	First Eagle Investment Management, LLC 8.01% 중소기업은행 7.79%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.5	-4.6	-5.7	9.6
상대수익률	3.4	-10.3	-2.3	17.7



견고한 내수, 가속화되는 글로벌

- 투자의견 BUY, 목표주가 130,000원 제시
- 일반 켈런 → 켈런형 전자담배 수요 이동 지속
- 실적 개선과 적극적인 주주환원 정책 기반 견조한 주가 예상

투자의견 BUY, 목표주가 130,000원 제시

투자의견 'BUY', 목표주가 130,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 2025E EPS 8,780원에 Target PER 15배 적용. Target PER은 글로벌 담배 Peer PMI, JT, BAT 3사의 평균 PER 값. 1) 국내 담배 사업의 안정성, 2) 해외 담배 사업의 성장, 3) 적극적인 주주환원 정책에 기반하여 견조한 주가 흐름 예상

켈런형 전자담배로 이동하는 일반 켈런 담배 수요

담배 산업은 니코틴의 중독성에 기반하여 비교적 안정적인 수요가 유지될 수 있으나, 정부의 강한 규제와 건강에 대한 인식 제고로 글로벌 흡연율은 하락세. 글로벌 담배 기업의 일반 켈런 수요 감소 대응을 위해 위험저감담배(RRP) 포트폴리오 확대 지속. 유로모니터에 따르면 2024년 글로벌 켈런형 전자담배 소비량은 약 1,800억 개비로 YoY 11% 증가. 시장침투율은 5.5%로 2028년까지 7.8%까지 확대될 전망. 국가별 침투율은 상이. 가장 높은 침투율을 보이고 있는 일본은 2024년 41%로 추정. 일반 켈런에서 전자담배로 흡연 문화가 바뀌고 있어 켈런형 전자담배의 성장 여력은 충분하다는 판단

2025년 Preview: 견고한 내수, 가속화되는 글로벌

2025년 KT&G 연결 매출액 6조 2,317억원(YoY 6%), 영업이익 1조 2,497억원(YoY 6%, OPM 20.1%) 전망. 높은 점유율을 바탕으로 안정적인 수익 예상. 해외 켈런은 직접사업 비중과 해외 생산 CAPA 확대 등을 통해 매출 성장 전망. NGP는 국내외 신규 디바이스 출시 등 점유율 확대에 나서며 성장 기대. 한편, 건강기능식품 사업은 국내 소비 위축이 지속되고 있으나 국내 비효율 채널 재정비 및 마케팅 비용 효율화를 통해 수익성 개선이 예상되고, 글로벌 사업 성장 전략 추진 지속으로 글로벌 비중 확대를 기대. 부동산 부문도 일회성 비용 감소 및 신규 개발 매출 인식으로 실적 개선 가능할 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	5,863	5,909	6,232	6,403	6,614
영업이익	1,167	1,189	1,250	1,298	1,347
세전순이익	1,248	1,566	1,459	1,524	1,606
총당기순이익	922	1,165	1,079	1,127	1,189
지배지분순이익	903	1,166	1,075	1,123	1,185
EPS	6,615	8,975	8,780	9,204	9,706
PER	13.1	11.9	11.6	11.1	10.5
BPS	67,233	71,131	79,318	84,004	88,938
PBR	1.3	1.5	1.3	1.2	1.2
ROE	9.8	12.7	11.3	11.3	11.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: KT&G, 대신증권 Research Center

섬유의복업

상호관세 영향 진단

- 미국 정부, 전세계 국가를 대상으로 상호관세 부과 예정
- 상호관세 부과 실효성 없어...진짜 걱정은 수요 둔화 가능성
- 관세 영향을 피해가는 기업으로 투자 압축 필요

미국 정부, 전세계 국가를 대상으로 상호관세 부과 예정

오는 4월 2일 트럼프 행정부는 전세계 국가를 대상으로 맞춤형 상호관세 부과 시행 예정. 지난 트럼프 1기 때 중국과 무역분쟁으로 중국에서 미국으로 수출되는 의류 및 신발 제품이 크게 줄면서 동남아 국가들의 수혜가 컸었는데 트럼프 2기의 관세 정책 시행으로 중국산 대비 타지역 생산품 선호도 상승 예상. 다만 이번 상호관세는 전세계 모든 국가들을 대상으로 한다는 점에서 각국의 관세율에 따라 대미 수출 영향은 다소 다르게 나타날 가능성 있음

상호관세 부과로 인한 진짜 걱정은 수요 둔화 가능성

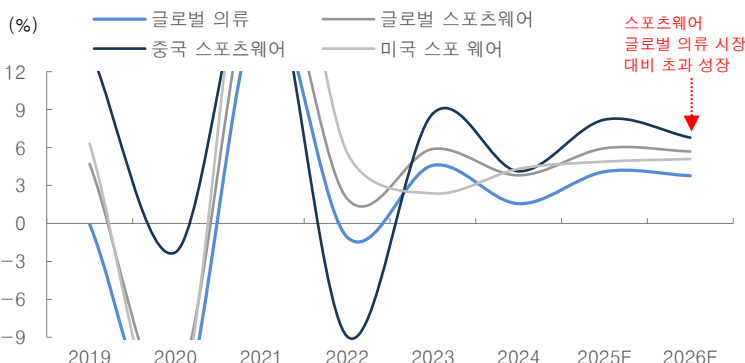
의류 및 신발 품목은 미국이 수입국과 경합하는 품목이 아닌 만큼 관세 부과 실효성 크지 않아 해당 품목에 실제 관세 부과 가능성은 좀 더 지켜봐야 할 것으로 보임. 그러나, 전방위적으로 부과하는 상호관세는 미국 경기 침체와 소비 위축을 야기할 수 있다는 점에서 문제로 작용할 듯. 이 때문에 한국의 의류 및 신발 OEM사들은 생산 품목이 소비 경기와 가격에 민감한지 여부를 파악하는 것이 더 중요

Euroonitor 따르면, 2025년 글로벌 기능성 의류로 분류되는 스포츠웨어 시장은 전년 대비 5.9% 성장할 것으로 전망. 이는 전체 소매 의류 시장 성장률 4.1%를 상회하는 것으로 이 시장이 단순히 소비 경기 보다 구조적 수요 증가로 성장하고 있음을 의미하며 그만큼 가격 전가력이 높은 시장임을 뜻함. 만약 관세가 시행된다고 해도 기능성 웨어 품목은 가격 전가가 어렵지 않을 것으로 판단. 기능성 웨어 시장은 제조사의 진입 장벽도 높아 글로벌 상위 기업들의 점유율도 계속 높아지고 있는 것이 특징

기업분석

- 영원무역(111770): 불황을 모르는 실적. Top pick 제시(BUY, TP 60,000원 유지)
- 화승엔터(241590): 경기 요인을 넘어서는 실적 정상화(BUY, TP 16,000원 유지)
- 한세실업(105630): 관세, 경기 우려가 주가 지배(BUY, TP 17,000원 유지)

글로벌 의류 vs. 스포츠웨어 시장 성장률



자료: Euromonitor, 대신증권 Research Center



유정현 | junghyun.yu@daishin.com

투자의견

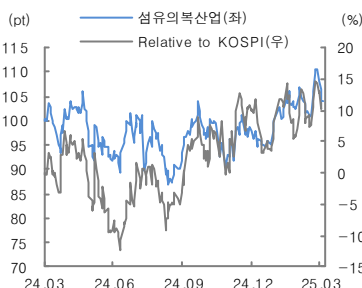
Neutral

중립, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
영원무역	Buy	60,000원
화승엔터프라이즈	Buy	16,000원
한세실업	Buy	17,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.1	7.8	7.3	3.7
상대수익률	-2.1	1.4	11.1	11.3



영원무역 (111770)

유정현
jung.hyun.yu@dashin.com

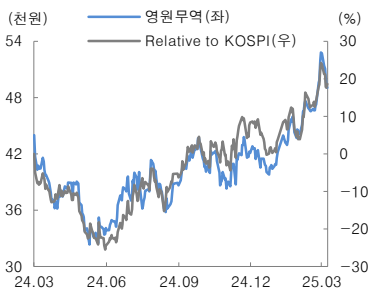
투자의견 **BUY**
매수, 유지

6개월
목표주가 **60,000**
유지

현재주가 **49,050**
(25.03.28)
섬유의복합종

KOSPI	2557.96
시가총액	2,173십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	22십억원
52주 최고/최저	52,800원 / 32,350원
120일 평균거래대금	26억원
외국인지분율	29.31%
주요주주	영원무역홀딩스 외 7 인 50.74% 국민연금공단 10.01%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12I
절대수익률	2.9	18.3	20.5	21.3
상대수익률	1.9	11.2	24.8	30.2



기업분석

불황을 모르는 실적

- 1분기 OEM 수주 불황 없이 양호 전망
- Scott은 상반기 적자 지속
- 업황도, 자회사 이슈도 동사에게 모두 우호적으로 순항

투자의견 BUY, 목표주가 60,000원 유지

투자의견 BUY, 목표주가 60,000원(12개월 Forward 예상 P/E 5배) 유지
본업인 의류 제조 부문에서 경쟁력이 더욱 커지며 고마진, 안정적 수주 흐름이 지속되고 있음. Scott과의 분쟁 역시 동사에게 유리하게 마무리. 업황도 자회사 이슈도 동사에게 모두 우호적으로 순항 중

1Q25 Preview: 불황을 모르는 실적

1분기 매출액과 영업이익은 각각 8,009억원(+13%), 731억원(+3%)으로 전망(yoy) [OEM] 1분기 수주액은 yoy +10% 증가 예상. 원/달러 환율이 전년동기대비 9% 이상 높아 원화 매출 성장률은 20%에 이를 것으로 추정. 지난 해의 경우 방글라데시 최저 임금 상승으로 분기당 약 200억원 내외의 비용이 반영되었기 때문에 영업이익 증가폭이 크게 나타날 것으로 예상됨(1분기 최저임금 인상 영향 170억원). 상위 고객사의 안정적인 오더 상황이 매출 성장을 견인하며 고효율과 전년도 낮은 기저가 이익 개선에 근거로 작용할 전망

[Scott] 전년에 이어 올해도 당분간 부진이 지속되고 있는 것으로 파악. 1분기 영업적자 규모는 직전 분기 대비 감소가 예상되나 전년동기대비 다소 확대 예상. Scott 재고는 직전 분기말 5,756억원으로 여전히 높은 수준 상반기까지 영업적자 확대 흐름이 지속될 가능성이 높을 것으로 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	당사추정	1Q25(F)			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	710	847	805	801	12.8	-5.4	800	982	10.0	22.6
영업이익	71	-26	95	73	2.8	흑전	74	184	10.3	151.2
순이익	85	73	77	88	2.3	20.5	80	131	-27.0	153.4

자료: 영원무역, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,604	3,518	3,875	4,141	4,571
영업이익	637	316	546	669	718
세전순이익	682	408	542	733	811
총당기순이익	533	295	409	553	612
지배지분순이익	516	427	450	498	551
EPS	11,644	9,637	10,153	11,238	12,434
PER	3.9	4.4	4.8	4.4	3.9
BPS	73,269	83,200	92,058	102,008	111,856
PBR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
ROE	17.0	12.3	11.6	11.6	11.6

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

기업분석

화승엔터 프라이즈 (241590)

유정현
jung.hyun.yu@daishin.com

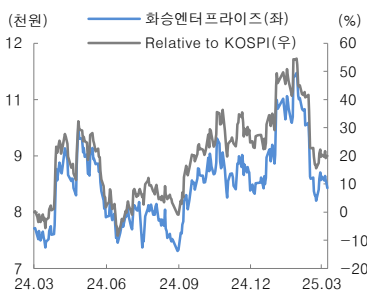
투자의견 **BUY**
매수, 유지

6개월
목표주가 **16,000**
유지

현재주가 **8,530**
(25.03.28)
유통업종

KOSPI	2557.96
시가총액	517십억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	30십억원
52주 최고/최저	11,290원 / 7,020원
120일 평균거래대금	32억원
외국인지분율	6.55%
주요주주	화승인더스트리 외 3 인 68.65% 국민연금공단 6.18%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12I
절대수익률	-15.0	-1.3	3.9	15.
상대수익률	-15.8	-7.2	7.6	24.



경기 요인을 넘어서는 실적 정상화

- 1분기 낮은 기저효과, 가동률 상승으로 이익 급증 전망
- 스테디셀러의 양산 체제가 효율성 개선에 매우 긍정적 역할
- 2025년 가동률 상승으로 고정비 부담 경감, 이익 대폭 개선 전망

투자의견 BUY, 목표주가 16,000원 유지

투자의견 BUY와 목표주가 16,000원(12개월 Forward P/E 12배) 유지

지난 해 4분기 서프라이즈 실적 기록에도 불구하고, 미 정부의 관세 불확실성, 경기 둔화 우려 등으로 고객사가 보수적인 가이던스를 제시하며 주가는 동반 조정 양상. 그러나 동사의 영업이익은 가동률 상승에 따른 고정비 하락 효과로 올해 1,000억원대 안착하며 전년대비 40% 증가세를 보일 것으로 예상되는 만큼, 주가는 실적 개선 흐름을 확인하며 안정적인 상승흐름을 보일 것으로 전망

1Q25 Preview: 1분기 비수기 영향 일부, 생산 효율 개선은 계속

1분기 매출액과 영업이익은 각각 4,940억원(+43%), 194억원(+253%) 전망(yoy). 지난 해 1분기까지는 가동률이 완벽하게 회복하지 못하면서 고정비 부담이 크게 작용했던 점이 실적 부진 원인으로 작용했는데 이에 따라 낮은 기저효과로 1분기 손익 대폭 개선 전망. 다만 1분기는 비수기로서 춘절 연휴 가동률 하락으로 전분기 대비 영업이익 규모는 다소 줄어들

1분기 아디제로, 슈퍼노바 등 스테디셀러 비중이 꾸준히 상승 추세가 지속된 것으로 보임. 지난 해 4분기부터 스테디셀러의 양산 체제가 효율성 개선에 매우 긍정적 역할을 하고 있는 것으로 판단

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	당사추정	1Q25(F)			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	345	486	478	494	43.1	1.6	447	488	24.6	-1.3
영업이익	5	39	20	19	252.6	-52.3	22	29	56.0	55.9
순이익	-1	21	12	11	흑전	-47.5	14	19	207.1	74.2

자료: 화승엔터, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,214	1,610	2,010	2,197	2,342
영업이익	13	83	116	140	158
세전순이익	-19	41	97	122	141
총당기순이익	-25	34	76	95	110
지배지분순이익	-26	33	75	94	109
EPS	-434	546	1,236	1,559	1,795
PER	NA	15.8	7.1	5.6	4.9
BPS	8,485	8,652	9,924	11,527	13,374
PBR	1.0	1.0	0.9	0.7	0.6
ROE	-5.0	6.4	13.3	14.5	14.4

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

한세실업 (105630)

유정현

junghyun.yu@dshin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

17,000

유지

현재주가

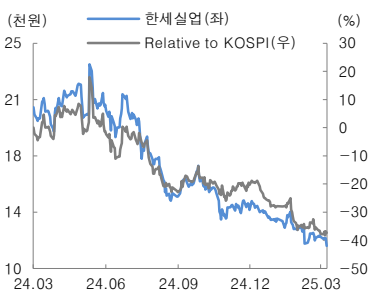
(25.03.28)

11,510

유통업종

KOSPI	2557.98
시가총액	460십억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	20십억원
52주 최고/최저	23,600원 / 11,510원
120일 평균거래대금	12억원
외국인지분율	3.54%
주요주주	한세에스24홀딩스 외 8 인 64.68% 국민연금공단 10.76%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.3	-18.1	-27.7	-42.5
상대수익률	-2.3	-23.0	-25.1	-38.2



기업분석

관세, 경기 우려가 주가 지배

- 관세 부과 시행 앞두고 고객사의 보수적 발주로 성장을 부진 전망
- 고환율 여건에도 인건비와 원가율 상승 지속되며 이익 감소 전망
- Valuation 매력 크지만 관세, 경기 우려가 주가 지배

투자의견 BUY, 목표주가 17,000원 유지

투자의견 BUY와 목표주가 17,000원(12개월 Forward 예상 P/E 7배) 유지. 12개월 Forward P/E가 5배 미만으로 valuation 매력은 크지만 미국 소비 경기에 대한 우려가 커지고 있어 투자 심리 개선이 쉽지 않을 것으로 보임. 관세 이슈가 지나가고 하반기 동사의 전망대로 수주 회복 가시화 시점에서 주가 회복 예상

1Q25 Preview: 원가율 상승으로 매출 증가 불구 이익 감소 전망

1분기 매출액과 영업이익은 각각 4,041억원(+14%, yoy), 295억원(-23%, yoy) 전망. 달러 기준 매출액 yoy +1~2% 성장 추정. 1분기 수주는 미 정부의 관세 정책 시행을 앞두고 고객사의 보수적인 발주로 인해 대부분 고객사에서 오더가 늘지 않고 원가 상승분도 가격에 반영되지 못한 것으로 파악

원/달러 환율이 yoy 약 9% 상승함에 따라 원화 기준 매출액은 크게 증가했으나 수주 단가가 오르지 못하고 매출이 늘지 못했는데 현지 법인 인건비가 증가하면서 비용 부담으로 작용, 원가율이 크게 상승한 것으로 추정됨. 이에 따라 영업이익은 yoy 23% 감소한 295억원으로 예상됨

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	당사추정	1Q25(F)			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	412	404	449	454	10.3	12.4	443	483	7.9	6.4
영업이익	38	16	29	30	-22.5	80.8	31	33	-21.6	12.9
순이익	18	-18	19	16	-9.0	흑전	19	19	-12.7	17.3

자료: 한세실업, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,709	1,798	1,971	2,023	2,172
영업이익	168	142	144	162	169
세전순이익	141	89	114	159	164
총당기순이익	112	58	85	119	123
지배지분순이익	112	58	85	119	123
EPS	2,801	1,451	2,129	2,976	3,073
PER	7.5	9.8	5.7	4.1	3.9
BPS	16,092	17,742	19,387	21,781	24,271
PBR	1.3	0.8	0.6	0.5	0.5
ROE	19.0	8.6	11.5	14.5	13.3

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

현대글로벌비스 (086280)

양자환

jhwan.yang@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

170,000

유지

현재주가

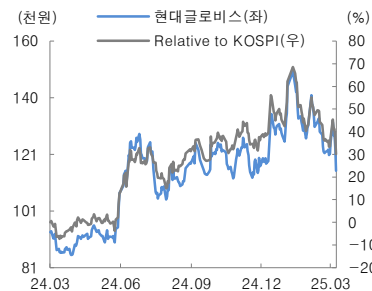
114,800

(25.03.28)

운송업종

KOSPI	2557.98
시가총액	8,610삼억원
시가총액비중	0.40%
자본금(보통주)	38삼억원
52주 최고/최저	149,400원 / 85,484원
120일 평균거래대금	228억원
외국인차분율	49.58%
주요주주	정의선 외 5 인 29.35% Den Norske Amerikalije AS 11.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.8	-2.1	-7.3	27.1
상대수익률	-12.6	-8.0	-4.0	36.4



관세에 대한 우려 과도

- 2025년 1분기 실적 시장 기대치를 상회하는 깜짝 실적 전망
- PCC운임 인상, 비계열물량 확대, CKD부문 매출 증가 등의 영향으로 추정
- 관세 우려로 과도한 주가 조정, PER 5배 수준으로 적극적인 대응 추천

투자의견 매수, 목표주가 170,000원 유지

현대글로벌비스의 2025년 1분기 실적은 시장 기대치를 상회하는 깜짝 실적 예상

어닝 서프라이즈가 예상됨에도 4월 이후 완성차 및 자동차 부품에 대한 미국의 25% 관세부과 우려로 주가는 과도한 하락세를 시현

1분기 실적 서프라이즈의 이유는 1) 완성차 해상운송 운임인상 및 비계열 물량 확대, 2) HMGMA향 CKD 매출 증가, 3) 원/달러환율 상승의 영향으로 판단

4월 완성차에 대한 관세, 5월 자동차부품에 대한 관세부과로 미국향 PCC 매출 감소 예상되지만, 미국 외 지역 물량 확대, 미국 현지생산 및 부품 조달 확대에 따른 CKD 매출과 해외 물류 매출의 증가로 상쇄 가능할 것으로 예상

2025년 1분기 사상최대 분기 실적으로 시장의 우려 해소 전망

2025년 1분기 실적은 매출액 7조 4,760억원(+13.5% yoy), 영업이익 5,186억원(+34.8% yoy)로 컨센서스 영업이익의 4,840억원을 8% 상회하는 서프라이즈 예상

주요 사업부문별로 (증감은 yoy) [해외현지물류] 매출액 2.1조원(+17.2%), [PCC] 매출액 1조 1,388억원(+23.5%), [CKD] 매출액 2조 9,836억원(+12.5%)으로 예상

해외현지물류는 미주지역 매출 성장과 환율상승 효과, PCC는 장기계약 운임상승 및 비계열 물량 증가와 단기용선 축소에 따른 비용절감, CKD는 미국 신규 공장의 매출 인식 및 환율효과 등으로 예상을 상회하는 실적을 시현할 전망

(단위: 삼억원 %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25(F)				2Q25			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	6,586	7,288	7,200	7,476	13.5	2.6	7,175	7,785	10.2	4.1
영업이익	385	460	480	519	34.8	12.8	484	557	26.8	7.4
순이익	304	97	356	394	29.5	308.1	359	421	35.6	7.0

자료: 현대글로벌비스, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 삼억원 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	25,683	28,407	31,170	32,520	34,556
영업이익	1,554	1,753	2,190	2,315	2,473
세전순이익	1,453	1,545	2,331	2,461	2,621
총당기 순이익	1,070	1,099	1,659	1,752	1,865
자배지분순이익	1,061	1,094	1,650	1,743	1,856
EPS	14,148	14,585	22,004	23,234	24,745
PER	6.8	8.1	5.2	4.9	4.6
BPS	103,405	116,975	135,436	153,584	172,751
PBR	0.9	1.0	0.8	0.7	0.7
ROE	14.5	13.2	17.4	16.1	15.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 현대글로벌비스, 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.