

# Morning Meeting Brief

## The Global / Global Daishin View

### [The Global / Global Daishin View] 2025년 5월 1주차

- 5월 글로벌 증시, 펀더멘탈(경기, 이익)이 무너지지 않는 한 미국 주도 글로벌 증시는 불확실성보다는 안정을 택할 전망. 비중확대
- 4.30일 美 3월 PCE/근원, 5.2일 美 4월 고용지표 결과는 5월 FOMC 통화정책(금리 인하 기대 형성)영향
- 美 팔란티어·브로드컴, 中 알리바바, 비야디, 데이터센터 리츠 이퀴닉스 최선호. 고베타 ETF(티커: SPHB) 관심

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

## Strategy

### [5월 증시 전망 및 투자전략] 궁즉변(窮即變) : 트럼프, 미중 협상. 변즉통(變即通) : Non-US 모멘텀, 1Q 실적 시즌

- 트럼프 관세 충격은 선반영 & 정점통과. 불안심리 진정되고 불확실성 완화
- 관세 압박에 따른 주요국가의 정책 대응으로 Non-US 경기 회복
- 실적, 추경, 대선 등 대내외 모멘텀이 이끄는 상승추세 전개

이경민. kyoungmin,lee@daishin.com

## ETF

### 유동성의 불, 결국엔 미국을 산다.

- 연초 이후 조정을 받고 있던 비트코인은 다시 \$94,000를 돌파. 미중 갈등 톤-다운과 함께 유동성에 대한 기대감 덕분
- 유동성이 움직이기 시작. ECB 6회 연속 기준금리 인하, 중국 정치국 회의에서 적시 기준율/금리 인하 언급, 일본 '긴급 대응 패키지'
- 유동성 확대 국면에서는 가치주보다 성장주 성과가 우수. 유동성 증가는 결국 고베타 자산에 베팅하기 좋은 환경

박현정. hyunjeong.park@daishin.com

## 산업 및 종목 분석

### [Industry Report] 미디어업(콘텐츠) : 국경도 장벽도 없습니다

- 25년 드라마 제작 확대. TV향 72편(+29%), 오리지널 포함시 역대 최고
- 넷플릭스 한국 드라마의 60%는 3대 플랫폼. K-콘텐츠에 대한 러브콜
- 중국 OTT의 자체 콘텐츠 투자 확대 기조는 한한령 해제시 기회 요인

김희재. hojae.kim@daishin.com

### [Issue & News] 스튜디오드래곤: 준비된 용

- 25년 편성 확대(25편, +6편), 분기당 1편 이상 텐트폴 공급
- 매분기 글로벌 OTT향 텐트폴 공급 통해 실적 안정성 확보
- 한한령 해제시 구작 판매와 동시방영 모두 즉시 대응 가능

김희재. hojae.kim@daishin.com

---

**[Issue & News] CJ ENM: 이제는 본업만 잘하면 돼**

---

- 티빙, 가입자 증가에 따른 손익 개선, 25년말 500만명, 분기 BEP
- F/S, 파업 영향은 종료, TV 7편 포함 연간 20편 공급, 흑자 전환
- 음악과 커머스는 뜸직한 캐쉬카우, 라이브시티 리스크도 종료

김희재, hojjae.kim@daishin.com

---

**[Issue & News] SBS: 전통의 드라마 강국**

---

- 03년 이후 18년까지 연간 20편 수준 제작, 누적 라이브러리 342편
- 19년부터 제작 급감, 24년 8편 역대 최소, 25년 13편 전망
- 국내에서 유일하게 디즈니+와 넷플릭스에 연간 공급 계약 체결

김희재, hojjae.kim@daishin.com

---

**[Issue & News] 콘텐츠리중앙: 숨고르기는 끝났다**

---

- 방송, 연간 20편 이상 안정적으로 공급, Wip도 BEP에 근접
- 극장, 연간 관객수 1,2억명으로도 수익이 발생하는 구조로 변경 중
- 한한령 이전 풍부한 콘텐츠 판매 경험과 텐센트와의 협력이 경쟁력

김희재, hojjae.kim@daishin.com

---

**[1Q25 Review] 은행업: 4대 금융지주 1분기 실적 평가**

---

- 우리금융지주 제외, 컨센서스 상회하는 우수한 실적 시현
- 순이익 뿐만 아니라 자본비율 관리에도 만전을 기하는 모습
- 다만 대선 결과 전까지 업종 모멘텀 약함, KB, 우리 최선호주 유지

박혜진, hyejin.park@daishin.com

---

**[1Q25 Review] NH 투자증권: 기분 좋은 출발**

---

- 브로커리지, IB, 자산관리 수익 개선되며 컨센서스 상회
- 강점인 IB수수료수익은 전 부문 선전하며 6개 분기 연속 증가
- 발행어음 보수적으로 운용, 추가 사업자 등장해도 이익 훼손 우려 적음

박혜진, hyejin.park@daishin.com

---

**[대신증권 양지환][1Q25 Preview] SK: 리밸런싱, 재무구조 개선 주력**

---

- NAV 감소 반영하여 목표주가 21만원으로 8.7% 하향
- Portfolio Rebalancing(통합 & Divest) 예상보다 빠른 속도로 진행 중
- 25년 SK바이오팜, SK스퀘어 실적 개선, 현 주가 기준 배당수익률 약 6%

양지환, jihwan.yang@daishin.com

---

**[1Q25 Review] LG 생활건강: 팬참은 시작**

---

- 1Q25 영업이익 1,424억원(YoY -6%, OPM 8.4%)로 컨센서스 소폭 상회
- 중국 영업이익 QoQ 흑자전환 성공, 다만 2분기 비용 부담 존재
- 자체브랜드의 북미 및 일본 성장세 지속되며 지역 다각화 긍정적

정한솔, Hansol.jung@daishin.com

---

**[1Q25 Review] 한화오션: 고수익 상선 매출 인식 확대**

---

- 1Q25 매출액 3.1조원, 영업이익 2,586억원으로 컨센서스 상회
- 저가 수주 물량의 매출 인식 비중은 하반기로 갈수록 감소하며 이익 개선
- 성장 모멘텀은 유효하나 블록딜 영향으로 단기적으로는 주가 조정 불가피

이지니, jini.lee@daishin.com

---

[1Q25 Review] S-OIL: 보릿고개 이후 상저하고 기대

---

- 정유,화학, 유탄부문 동반 부진으로 1Q25 OP -215억원, 컨센서스 하회
- 2Q25 정제마진 하락, 대규모 재고평가손실로 부진한 실적 흐름 불가피
- 단, 북미관세정책+드라이빙 시즌 효과로 3Q 이후 마진 예상외 반등 기대

위정원. Jungwon.weee@daishin.com

---

[1Q25 Review] 현대오트에버: 분기 실적에 매몰되지 말 것

---

- 2025년 이익 소폭 조정함에 따라 TP 20만원으로 조정(-5%)
- 1Q25 OP 차량SW 매출 지연으로 쇼크, 하지만, 일회성 제외 시 컨센 부합
- 분기 변동성 아쉬우나, 스마트팩토리/로보틱스/SDV 관련 모멘텀 유효

김귀연. gwiyeon.kim@daishin.com

---

[1Q25 Review] SNT 모티브: 안정감이 다르다

---

- 1Q25 매출/OP 모두 당사 추정에 부합하는 양호한 실적 기록
- 방산 사업 기저에도 오일펌프/모터 매출 증가로 상쇄한 점 긍정적
- 1) 낮은 관세노출, 2) 부품/방산 성장, 3) 이익체력 감안 시, 매력 유효

김귀연. gwiyeon.kim@daishin.com

---

# The Global

## Global Daishin View

해외전략 문남중  
미국주식 서영재  
중국주식 박초화  
ETF 박현정  
글로벌리츠 김디은

## 2025년 5월 1주차

- 경기와 이익은 여전히 증시 편. 4월 초 낙폭 빠르게 만회할 전망
- 4.30일 美 3월 PCE와 5.2일 美 4월 고용지표, 5월 FOMC 금리 인하 기대 영향
- 팔란티어, 브로드컴, 알리바바, 비야디, 이퀴닉스 최선호, 고베타 ETF 관심

### [해외전략]

**트럼프를 이기는 '편더멘탈' . 경기와 이익은 여전히 증시 편, 4월 초 낙폭 빠르게 만회할 것**

미국의 대중 현 미국 경제는 비농업부문 고용자수, CPI 등 감안시 스태그플레이션, 경기 침체 징후는 아직 미발생. 25.1/4분기 실적을 발표한 S&P500 내 36%에 해당하는 기업들의 73%가 실적 추정치 상회. 1/4분기 S&P500 EPS 증가율 예상치는 10.1%(YoY)로 7개 분기 연속 이익 성장 예상(4.25일 기준). 30일 美 3월 PCE와 5.2일 美 4월 고용지표 결과는 5월 FOMC 통화정책(금리 인하 기대)영향. 편더멘탈이 무너지지 않는 한 미국 주도 글로벌 증시는 불확실성보다는 안정을 택할 것. 비중확대

### [미국주식]

**알파벳(GOOG): 25.1/4분기 실적 서프라이즈 및 자사주 매입 확대 발표**

25.1/4분기 25.1/4분기 매출 902.3억 달러(+12% YoY)로, 컨센서스 1% 상회. 조정 EPS 2.81달러(+49% YoY)로, 컨센서스(2.01달러) 큰 폭 상회, Waymo 등 지분 보유 기업 가치 상승 영향. 12MF PER 17배로 밸류에이션 부담 적으나 모멘텀은 제한적 전망

### [중국주식]

**BYD(002594): 25.1/4분기 실적 호조**

25.1/4분기 매출은 1,704억 위안(+36.3% YoY)으로 컨센서스 -5.9% 하회. 전기차 부문은 성장 견조, BYD전자 부문의 실적 부진에 기인. 순이익 92억 위안(+100.4% YoY), 잠정 실적 중상단 부합

### [ETF]

**유동성의 봄, 결국엔 미국을 산다. 고베타 자산에 투자하기 좋은 환경 조성**

비트코인은 \$94,000를 다시 한 번 돌파. 트럼프의 관세 압박 수위가 툰-다운되고, 유동성 기대감이 확산된데 기인. 글로벌 유동성이 증가하면, 과거 경험상 유동성은 패권국가인 미국 증시로 유입되며 가치주보다 성장주 성과가 우수

### [글로벌리츠]

**디지털리얼티(DLR) : AI 수요가 이끄는 성장 가속화**

25.1/4분기 매출 14.1억달러(+5.7% YoY), 주당 AFFO 1.78달러(+6.0% YoY) 양호한 실적 달성. 하이퍼스케일 고객이 전체 신규 리스의 큰 비중을 차지했으며, 특히 AI 관련 수요가 2/3 이상 차지. 2025년 Core FFO 가이드런스 6% 성장 제시

## 공즉변: 트럼프, 미중 협상.

## 변즉통: Non-US 모멘텀, 1Q 실적 시즌

- 트럼프 관세 충격은 선반영 & 정점통과. 불안심리 진정되고 불확실성 완화
- 관세 압박에 따른 주요국가의 정책 대응으로 Non-US 경기 회복
- 실적, 추경, 대선 등 대내외 모멘텀이 이끄는 상승추세 전개

### 트럼프 관세 충격은 선반영 후 정점 통과

글로벌 금융시장은 4월초 트럼프 관세 충격에서 빠르게 벗어나고 있음. 상호관세 90일 유예, 무역 협상 진행, 중국과 협상 추진 등 트럼프가 확실하게 물러선 모습. 4월 트럼프의 행보로 관세정책의 정점 확인. 향후 관세/통상정책에 대한 불안심리는 진정되고, 불확실성은 완화될 전망. 공포감에 급락했던 글로벌 증시 회복국면 예상. 이제는 연준의 차례. 미국 경기둔화, 물가 안정을 확인하면서 6월 금리인하 가능성이 높아질 것. 물론, 미국 경기는 시장 우려보다 양호한 둔화로 판단. 금리인하 기대가 재차 강화될 경우, 경기 불안심리 진정시켜주는 한편, 채권금리, 달러화 하향안정 지속 가능할 것. 단기 등락 이후 25년 저점 하회 예상

### 관세 압박에 따른 주요국가의 정책 대응으로 Non-US 경기 회복

한편, 트럼프의 관세 압박이 강해지면 강해질수록 미국 이외 지역과 국가, 특히 중국과 유럽(독일) 중심으로 내수 부양을 위한 정책 대응 또한 강해지는 양상. 중국 경기 회복이 뚜렷한 가운데 추가적인 내수 부양 정책 강화 & 정책 신뢰 회복은 중국 유동성 모멘텀 개선 및 실물 경제 회복으로 이어질 것. 여기에 유럽의 6번 연속 금리인하 이후 정책 드라이브가 가세하고 있음. 유럽 경기도 저점을 통과하고 회복세를 보일 가능성 높음.

이러한 Non-US 경기 회복, 정책 드라이브 강화는 달러 약세로 귀결. 신흥국, 신흥 아시아 증시의 상대적 강세(선진국대비) 지속 전망

### 실적, 추경, 대선 등 대내외 모멘텀이 이끄는 상승추세 전개

5월 중 단기 등락은 비중확대 포트폴리오 조정 기회. 선수요 유입, 중국 경기/소비 회복, 환율 효과 등으로 1분기 실적 호조 예상. 낮은 눈높이는 오히려 예상 상회, 서프라이즈로 전환 중. 4월 추경에 이은 5월 금리인하 예상. 대선 레이스 돌입으로 인한 신정부, 추가 경기부양 기대도 가세. Non-US 모멘텀에 의한 수출 호조에 내수 경기 반등이 맞물릴 것. 연기금 순매수 지속(국내 주식 비중 확대)되는 가운데 국내 경기 회복 기대 유입 시 원화 강세 압력 확대 가능. 외국인 매도 Climax 통과 이후 순매수 전환 가능

### 5월 초 등락은 2차 상승을 준비하는 과정. 이보전진을 준비할 시점

다수 업종들이 실적대비 저평가 영역 진입. 실적대비로도, 주가 측면에서도 낙폭과대 업종인 반도체, 소프트웨어, 건강관리, 자동차, 2차전지, 철강, 화학, 디스플레이, 운송의 반등시도 뚜렷해질 것

25년 이익 기여도 개선, 이익 모멘텀 견고 + **낙폭과대**

- 반도체, 기계, 2차전지, 제약/바이오, 인터넷, 자동차

: 현재 가격대부터 변동성을 활용한 비중확대 전략 유효 & 지속

25년 이익 기여도 개선, 이익 모멘텀 견고 + **단기 가격/밸류에이션 부담**

- 조선, 방산, 화장품/의류, 음식료

: 추격 매수는 자제, 단기 과열해소, 매출소화 과정 전개 시 분할매수 전략 유효.

## ETF

ETF 박현정

hyunjeong.park@daishin.com

# 유동성의 봄, 결국엔 미국을 산다.

## 위험자산인 비트코인과 나스닥의 반등, 왜?

연초 이후 조정을 받고 있던 비트코인은 다시 \$94,000를 돌파. 기술주 위주로 구성된 나스닥 지수도 S&P500지수보다 강하게 반등. 미중 갈등이 당초 대비 톤-다운되기는 했으나, 아직 불확실성의 영역에 남아있고 글로벌 경기 둔화에 대한 우려는 여전히 전한 가운데, 이들이 오른 이유는 다름 아닌 유동성에 대한 기대감. 비트코인과 나스닥은 동행하는 자산. 비트코인 가격은 글로벌 유동성에 3개월 정도 후행. 올해 들어 글로벌 M2는 증가 추세로 전환

## 유동성이 움직이기 시작했다.

관세로 인해 침체를 논한다면, 그만큼 부양도 강해진다는 사실. ECB는 최근 예금금리와 기준금리를 25bp 인하한 2.25%, 2.40%로 결정. 6회 연속 기준금리 인하 진행 한국은 이번주 금요일인 5월 1일 예산결산특별위원회 전체회의에서 추경안을 심의/의결 예정. 민주당은 15조원까지 늘려야 한다고 주장하고 있으며, 현재 12조원에 서 15조원 사이로 예산안이 확정될 것으로 예상

중국은 지난 25일 정치국 회의 개최. 실업급여 강화, 내수 확대, 적시 기준율/금리 인하로 유동성 유지 등을 언급. 일본도 같은 날 트럼프 관세 대응을 위한 종합대책본부 회의 진행. 이시바는 '긴급 대응 패키지'를 적절히 운영해달라고 언급(에너지 가격 지원(휘발유와 디젤 리터당 10엔 보조금 지급), 기업 금융 지원 확대, 자동차 내수 진작 정책 검토, 소비 촉진 정책 병행 등)

## 미국 장기 국채는 팔았어도, 미국 주식은 샀던 투자자들

4월 초 이후로 미국 장기국채 ETF인 TLT에서는 -25억 달러가 유출됐으나, S&P500 지수 ETF인 SPY로 +126억 달러 유입. Goldman Sachs에 따르면, 4월 개인 투자자들의 S&P500 지수 개별종목에 대한 순매수 금액은 100억 달러 이상. 결국 투자자들은 미국 주식이 조정을 받을 때마다 저가매수의 기회로 삼았음

## 유동성 증가는 결국 고베타 자산에 베팅하기 좋은 환경

관세로 인해 경기 침체 우려가 커진다면, 결국 각국 중앙은행들의 경기 부양책 수위도 높아질 수 밖에 없는 상황. 유동성은 결국 위험자산의 멀티플을 끌어올리게 될 것. 글로벌 유동성은 위험자산 가격보다 3개월 정도 선행. 글로벌 유동성이 증가하면 결국 유동성은 패권 국가인 미국 증시로 흘러 들어갔던 모습. 또한 유동성 확대 국면에서는 가치주보다 성장주 성과가 더 좋았음. 유동성 증가는 결국 고베타 자산에 베팅하기 좋은 환경

# 미디어업 (컨텐츠)

## 국경도 장벽도 없습니다

- 25년 드라마 제작 확대. TV항 72편(+29%), 오리지널 포함시 역대 최고
- 넷플릭스 한국 드라마의 60%는 3대 플랫폼. K-컨텐츠에 대한 러브콜
- 중국 OTT의 자체 컨텐츠 투자 확대 기조는 한한령 해제시 기회 요인

### 투자의견 비중확대(Overweight), Top-Pick 스튜디오드래곤 제시

25년 컨텐츠 시장은 제작 확대와 TV광고의 저점 확인 및 P의 상승까지 가능

### 25년 드라마 제작 확대(Q의 증가)

TV항(동시방영 포함) 드라마 제작은 72편(+29% / +16편 yoy)으로 확대 전망  
주력인 주말은 16회 편성 유지하면서 상승 추세 지속. 수목은 하반기 부활  
오리지널 포함시 96편(+20% yoy)으로 역대 최고 전망

### TV광고의 저점 확인(주변 환경 개선)

TV광고는 23~24년 펀더멘탈 대비 지나친 위축. 25년 저점 확인 후 순성장 전환  
TV에 대한 견조한 수요는 시청률이 증명. TV광고 감소 추세 속 시청률은 상승

### K-컨텐츠에 대한 지속적인 러브콜(P의 상승)

넷플릭스의 한국 컨텐츠에 대한 지속적인 러브콜. Shareholder Letter 소개  
넷플릭스 한국 드라마 중 드래곤, 콘중, SBS의 비중은 60% 상회

### 드라마 수익 인식 구조

TV-OTT 동시방영의 중요성 부각. 분기별 균등 배분 통한 안정적 수익 창출

### 중국 OTT 시장 내 K-컨텐츠 재부상 가능성 점검. 아이치이 사례 분석

한한령 이전 중국 OTT는 한국 컨텐츠 포함 판권 투자 위주로 가입자 유치  
19년부터 자체 컨텐츠 투자 확대, 21년부터 비중 50% 상회  
중국의 자체 컨텐츠 중심 기조 속 한한령 해제시 K-컨텐츠는 전략 자산 역할  
블랙마켓의 존재는 K-컨텐츠의 위상을 의미. 4억명의 합법 소비자가 기회 요인

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	6,981	7,429	7,922	8,197	8,588
영업이익	8	68	343	478	567
세전순이익	-415	-647	179	358	492
총당기순이익	-502	-657	123	272	380
지배지분순이익	-373	-554	132	264	362
EPS	-5,976	-8,825	2,108	4,211	5,762
PER	NA	NA	23.1	11.6	8.4
BPS	76,156	69,309	71,416	75,421	79,923
PBR	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
ROE	-7.8	-12.2	3.0	5.7	7.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 스튜디오드래곤, CJ ENM, SBS, 콘텐트리중앙 합산, 대신증권 Research Center



김회재 hojae.kim@daishin.com

투자의견

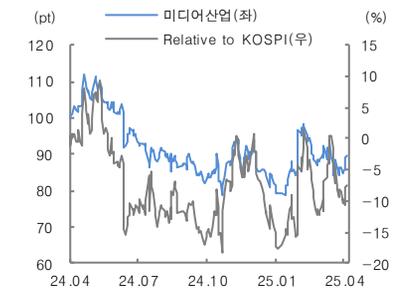
# Overweight

비중확대, 유지

### Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
스튜디오드래곤	Buy	64,000원
CJ ENM	Buy	110,000원
SBS	Buy	29,000원
콘텐트리중앙	Buy	14,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.5	12.7	7.0	-11.5
상대수익률	-1.2	12.2	9.6	-7.8



# 스튜디오 드래곤 (253450)

김희재 hojje.kim@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월

**64,000**

목표주가

유지

현재주가

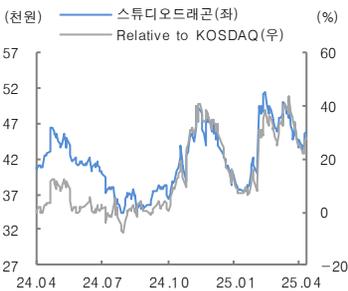
**45,850**

(25.04.28)

미디어업종

KOSDAQ	719.41
시가총액	1,378십억원
시가총액비중	0.37%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	51,400원 / 34,100원
120일 평균거래대금	69억원
외국인지분율	11.63%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 54.79% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7	21.3	18.2	12.2
상대수익률	-11.2	22.9	21.6	33.7



## 준비된 용

- 25년 편성 확대(25편, +6편), 분기당 1편 이상 텐트폴 공급
- 매분기 글로벌 OTT향 텐트폴 공급 통해 실적 안정성 확보
- 한한령 해제시 구작 판매와 동시방영 모두 즉시 대응 가능

투자의견 매수(Buy), 목표주가 64,000원 유지. Top-Pick

목표주가는 64천원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출  
12M FWD EPS 1,413원에 PER 47배 적용 수준. 최근 5년 PER 하단 평균  
25E OP 500억원(+37% / +136억원 yoy)

25년 편성 확대. 다수의 대작 편성. 약 60~70%는 하반기에 편성

25년 제작 편수는 25편(+6편 yoy) 전망. 24년 대비 증가하지만, 19~23년 평균 29편에는 아직 못 미치는 수준이고, 작품당 회차도 12회 수준으로 19~23년 평균 14회 대비 낮기 때문에, 성장 여력은 충분

텐트폴 연간 7개 이상, 분기 1~2개 수준으로 공급, 매분기 글로벌 OTT향 동시방영 판매를 통해 실적의 안정성도 확보하면서 비용효율화도 추진

다만, 올해의 경우 수목 드라마가 하반기에 재개되면서 하반기 공급 비중이 높고, 비용효율화는 작년말 제작에 착수한 작품부터 해당되기 때문에 비용효율화 효과도 하반기에 본격적으로 나타날 것으로 전망

한한령 해제시 구작과 동시방영 모두 준비된 용

드래곤의 라이브러리는 260여편, 최근 3년 작품은 82편. 구작 판매가 최근 3년 이내 작품에 집중되는 것을 감안시 작품당 5억원에 판매시 구작 매출로만 400억원의 이익 발생, 24년 영업이익 360억원을 상회하는 수준  
글로벌 OTT와의 동시방영은 연간 6~10편 수준. 중국에 300억원 규모 텐트폴 2편만 동시방영으로 판매해도 400억원의 이익 발생

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	753	550	641	667	720
영업이익	56	36	50	64	80
세전순이익	37	28	50	67	89
총당기순이익	30	33	38	51	68
지배지분순이익	30	33	38	51	68
EPS	1,001	1,114	1,268	1,703	2,253
PER	51.5	38.6	36.2	26.9	20.3
BPS	23,546	24,606	25,874	27,577	29,481
PBR	2.2	1.7	1.8	1.7	1.6
ROE	4.4	4.6	5.0	6.4	7.9

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

# CJ ENM (035760)

**김희재** hojae.kim@daishin.com

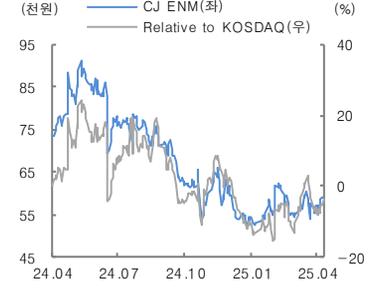
투자의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **110,000** 유지  
현재주가 (25.04.28) **59,200**

미디어업종

KOSDAQ	719.41
시가총액	1,298십억원
시가총액비중	0.35%
자본금(보통주)	111십억원
52주 최고/최저	91,100원 / 51,900원
120일 평균거래대금	47억원
외국인지분율	16.11%
주요주주	CJ 외 8 인 42.74%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.0	11.9	-4.5	-23.8
상대수익률	-0.7	13.4	-1.7	-9.3



## 기업분석

# 이제는 본업만 잘하면 돼

- 티빙. 가입자 증가에 따른 손익 개선. 25년말 500만명, 분기 BEP
- F/S. 파업 영향은 종료. TV 7편 포함 연간 20편 공급, 흑자 전환
- 음악과 커머스는 든직한 캐쉬카우. 라이브시티 리스크도 종료

### 투자 의견 매수(Buy), 목표주가 110,000원 유지

12M FWD EPS 4,938원에 PER 21배 적용(18년 합병 전 5년 평균)  
25E OP 2.6천억원(+145% / +1.5천억원 yoy). 18년 합병 당시 실적 회복

### 미디어/플랫폼과 영화/드라마는 정상 궤도에 진입

**[미디어/플랫폼]** 665억원(+411억원 yoy). 광고 회복과 티빙 손익 개선  
3Q22부터 시작된 광고 역성장은 4Q24 +17% yoy의 서프라이즈 달성하면서 역성장 마무리 단계에 진입. 23년 -28%, 24년 -2%, 25E +12%. 25년 하반기 수목 드라마 부활로 회복 속도 증가 전망

티빙 25E OP -159억원(+551억원 yoy). 24년 프로야구 중계 시작하면서 약 110만명의 유입 효과 추정. 25년말 500만명 도달하면서 분기 BEP 도달 전망. 웨이브와 합병시 가입자 800만명의 초대형 OTT 탄생, 지상파와 종편 및 ENM 채널을 모두 확보하면서 경쟁 완화에 따른 수익성 개선 효과 기대

**[영화/드라마]** 387억원(+800억원 yoy). 영화의 현상 유지와 F/S의 흑자  
영화는 연간 5편 정도의 메인 투자와 배급으로 100억원 수준의 이익 달성  
F/S 25E OP 300억원(+820억원 yoy). 23~24년 헐리우드 파업 영향에서 벗어나서 TV시리즈 7편 포함 20편 이상 공급하면서 흑자전환 전망

**[음악]** 671억원(+362억원 yoy), **[커머스]** 874억원(+43억원 yoy)  
라이브시티의 차입금은 스케줄대로 상환 중이고 24년에 청산 절차를 거치면서 약 3천억원의 손실 반영, 더 이상의 리스크는 없음

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,368	5,231	5,556	5,689	5,948
영업이익	-15	104	256	314	349
세전순이익	-335	-532	126	222	293
총당기순이익	-397	-581	98	173	228
지배지분순이익	-316	-503	93	164	217
EPS	-14,405	-22,955	4,258	7,492	9,893
PER	-5.0	-2.3	13.9	7.9	6.0
BPS	147,691	127,392	131,650	139,142	146,671
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
ROE	-9.3	-16.7	3.3	5.5	6.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

# SBS

## (034120)

**김희재**    hojae.kim@daishin.com

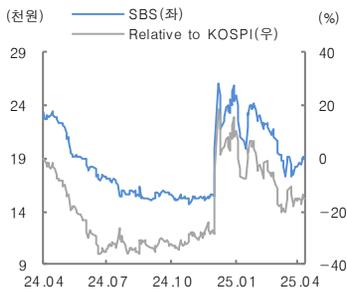
투자이견    **BUY**  
매수, 유지

6개월    **29,000**  
목표주가    유지

현재주가    **19,170**  
(25.04.28)    미디어업종

KOSPI	2,548.86
시가총액	356십억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	93십억원
52주 최고/최저	26,050원 / 14,740원
120일 평균거래대금	58억원
외국인지분율	0.00%
주요주주	티와이홀딩스 36.32% 국민연금공단 10.71%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.7	-8.7	26.2	-16.7
상대수익률	6.1	-9.1	29.3	-13.1



기업분석

## 전통의 드라마 강국

- 03년 이후 18년까지 연간 20편 수준 제작. 누적 라이브러리 342편
- 19년부터 제작 급감, 24년 8편 역대 최소, 25년 13편 전망
- 국내에서 유일하게 디즈니+와 넷플릭스에 연간 공급 계약 체결

### 투자이견 매수(Buy), 목표주가 29,000원 유지

12M FWD EPS 2,040원에 PER 14배 적용. 24년 EPS와 유사한 수준을 달성했던 과거(11~15) PER band의 하단 대비 추가 10% 할인 적용  
25E OP 483억원(흑전 / +744억원 yoy). 제작 및 동시방영 확대로 개선

### 전통의 드라마 강국.

SBS는 18년까지 연간 20편 수준의 드라마 제작  
당사에서 파악한 03년 이후 라이브러리는 342편으로 드래곤 규모 상회  
19~23년은 연간 11편 수준으로 급감. 23년 9편, 24년 8편으로 역대 최소  
25년은 13편으로 확대. 글로벌 OTT와의 동시방영시 최소 3배수의 라인업 필요. 디즈니+와 넷플릭스에 연간 3편씩 공급 가정시 연간 18편 수준 복귀

### 디즈니+에 이어서 넷플릭스와의 파트너십 체결

SBS는 23년에 디즈니+와 연간 3편 수준의 콘텐츠 공급 계약 체결  
D+ 동시방영. 23년 <낭만닥터 김사부3>, <악귀>, <소방서 옆 경찰서 그리고 국과수>. 24년 <재벌X형사>, <지옥에서 온 판사>, <열혈사제2>. D+ 오리지널 <강매강>. 24년 <보물섬>, <우리 영화>, <우주메리디>

24.12월 넷플릭스와의 콘텐츠 공급 계약 체결. 신작드라마는 25년 상반기 국내 공급에 이어서 하반기에 글로벌 동시방영 공급. 기타 다수의 구작 판매  
넷플릭스 동시방영. 23년 <국민사형투표>, <마이데몬>, 24년 <굿파트너>, 25년 <나의 완벽한 비서>, <귀궁>, <트라이: 우리는 기적이 된다>

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	867	768	789	807	820
영업이익	35	-26	49	66	77
세전순이익	36	-29	50	68	78
총당기순이익	32	-17	38	51	60
지배지분순이익	32	-17	38	51	60
EPS	1,729	-938	2,035	2,766	3,212
PER	16.9	-23.6	9.4	6.9	6.0
BPS	40,201	38,148	40,183	42,249	44,562
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
ROE	4.4	-2.4	5.2	6.7	7.4

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

# 콘텐츠리 중앙 (036420)

김희재 hojae.kim@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월

**14,000**

목표주가

유지

현재주가

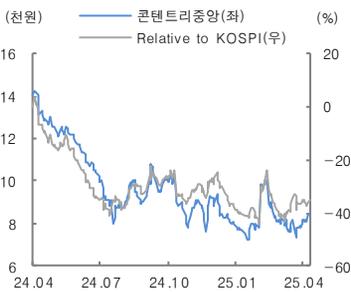
**8,780**

(25.04.28)

미디어업종

KOSPI	2,548.86
시가총액	169십억원
시가총액비중	0.01%
자본금(보통주)	96십억원
52주 최고/최저	13,660원 / 7,500원
120일 평균거래대금	6억원
외국인지분율	0.62%
주요주주	

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.9	9.8	-8.7	-34.8
상대수익률	8.2	9.2	-6.5	-32.0



## 기업분석

# 숨고르기는 끝났다

- 방송. 연간 20편 이상 안정적으로 공급. Wip도 BEP에 근접
- 극장. 연간 관객수 1.2억명으로도 수익이 발생하는 구조로 변경 중
- 한한령 이전 풍부한 콘텐츠 판매 경험과 텐센트와의 협업이 경쟁력

### 투자의견 매수(Buy), 목표주가 14,000원 유지

드라마 제작, 콘텐츠 유통 및 메가박스 가치를 합산한 SOTP 방식 적용

25E OP -110억원(적지 / +363억원 yoy)

26E OP 340억원(흑전 / +451억원 yoy)

### 방송은 숨고르기 끝, Wip도 공급 확대. 메가박스는 정상화 막바지

SLL 별도 OP 25E 135억원(+81% / +61억원 yoy), 26E 235억원(+99억원)

Wip OP 25E -60억원(적지 / +340억원), 26E 40억원(+100억원)

Wip 25년 TV 시리즈 3편 공급, 분기 BEP 수준 도달 전망

메가박스 OP 25E 3억원(흑전 / +138억원 yoy), 26E 150억원(+147억원)

### 한한령 해제시 구작과 동시방영 모두 준비. 협업도 좋고, 경험도 풍부

콘중의 라이브러리는 130여편, 최근 3년 작품은 65편. 구작 판매가 최근 3년 이내 작품에 집중되는 것을 감안시 작품당 5억원에 판매시 구작 매출로만 300억원 수준의 이익 발생, 팬데믹 이전 방송과 극장 통합 이익 수준

글로벌 OTT와의 동시방영은 연간 6~10편 수준. 중국에 300억원 규모 텐트 폴 2편만 동시방영으로 판매해도 400억원의 이익 발생

특히, 콘중의 제작 자회사인 SLL에는 가입자 1.2억명을 보유한 중국의 2대 OTT인 텐센트가 투자자로 참여하고 있어서, 빠른 대응 가능

또한, 한한령 이전 중국에 <학교 다녀오겠습니다>, <히든 싱어>, <냉장고를 부탁해> 등 다양한 예능을 직접 유통했던 경험도 콘중의 중요한 경쟁력

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	993	879	935	1,034	1,100
영업이익	-68	-47	-11	34	61
세전순이익	-153	-114	-47	1	32
총당기순이익	-167	-92	-51	-4	24
지배지분순이익	-119	-66	-37	-3	17
EPS	-6,184	-3,449	-1,918	-133	898
PER	-2.5	-2.6	NA	NA	9.7
BPS	3,968	5,612	3,693	3,560	4,458
PBR	3.8	1.6	2.4	2.5	2.0
ROE	-109.5	-72.0	-41.2	-3.7	22.4

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

# 은행업

박혜진

hyejin.park@daishin.com

투자의견

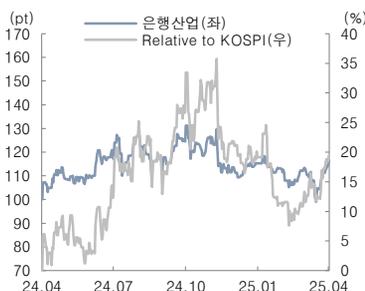
## Neutral

중립, 유지

### Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
KB금융(★)	Buy	112,000원
카카오뱅크	Buy	30,000원
신한지주	Buy	75,000원
하나금융지주	Buy	87,000원
우리금융지주(★)	Buy	24,000원

추가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.1%	0.9%	-6.6%	16.3%
상대수익률	7.1%	-0.5%	-5.7%	19.5%



# 4대 금융지주 1분기 실적 평가

- 우리금융지주 제외, 컨센서스 상회하는 우수한 실적 시현
- 순이익 뿐만 아니라 자본비율 관리에도 만전을 기하는 모습
- 다만 대선 결과 전까지 업종 모멘텀 약함. KB, 우리 최선호주 유지

### 4대 금융지주 1분기 순이익 4.9조원, 컨센서스 소폭 상회

커버리지 4대 금융지주의 1분기 순이익은 우리금융지주를 제외하고 모두 컨센서스를 상회하는 호실적을 기록. 특히 하나금융지주와 KB금융이 예상을 큰 폭으로 상회. 실적 호조는 모두 비이자이익 약진에 기인하였는데, 금리하락에 따른 운용손익 및 평가익 개선과 증권 실적 개선이 견인. 우리금융지주는 판관비(희망퇴직 비용 1,690억원) 및 대손비용 증가, 경쟁사 대비 낮은 비은행계열사 이익기여로 컨센서스를 큰 폭으로 하회하였음

### [1분기 실적 핵심 1: NIM]

4대 시중은행의 마진이 예상보다 선전. 커버리지 평균 +3.3bp 개선되었는데, 기준금리 인하에 따른 대출금리 하락에도 4대 은행 모두 조달비용 감소와 대출성장 속도 조절에 기인. 다만 하반기로 갈수록 마진 하락은 불가피하나, 1분기 잘 방어되어 당초 가이드라인 대비로는 양호할 것으로 전망. 기준금리 2차례 인하 가정하여 커버리지 평균적으로 '25년 2~3bp NIM 하락 예상

### [1분기 실적 핵심 2: CET1비율]

예상했던 대로 4대 은행 모두 자본비율이 개선. 특히 우리금융지주가 전 분기 대비 +29bp 상승하여 괄목할 만한 개선을 보여주었는데, 원화대출 역성장 시키며 자본비율 관리에 만전을 기하는 모습. 동사는 카드/캐피탈 RWA도 줄이며 지주 기준 RWA가 유일하게 감소. 신한지주와 KB금융도 상당폭 개선되었는데, 은행자산 리밸런싱하여 건전성 높은 대출로 포트폴리오 집중하는 것으로 보임

### [1분기 실적 핵심 3: 연체율]

4대 지주 모두 Coverage Ratio가 크게 하락. 연체율 상승에 따른 부실자산 증가하였으나, 최근 NPL 상/매각 조건이 좋지 않아 1분기 연체채권 매각이 이뤄지지 않았기 때문. 은행쪽 부실 채권 정리에 따라 하반기로 갈수록 동 비율은 상승할 것으로 전망하나 문제는 카드 연체율. 내수 부진하여 자영업자를 중심으로한 SOHO대출이 문제가 되고 있음. 기준금리 인하, 대선 후 경기 부양 등 개선될 만한 여지 존재하나 모니터링 필요한 부분. 다만 이런 흐름에도 4대 금융지주 모두 대손비용 기준 가이던스 유지

### [1분기 실적 핵심 4: 자본정책]

KB금융이 깜짝 자사주 매입 3,000억원, 분기 DPS 912원으로 예상을 상회하는 금액 발표. 신한지주는 올해 총 환원을 최소 42% 제시하였으며 하나금융지주 역시 하반기 추가 자사주 매입/소각을 시사. 우리금융지주는 '25년말 달성 예정이었던 CET1비율 12.5%를 상반기 중 조기 달성할 것으로 보임. 우수한 실적과 자본비율을 바탕으로 모두 속도감 있는 환원 정책을 제시하고 있음. 상반기 매입 공시한 자사주 규모는 KB 8,200억원, 신한 6,500억원, 하나 4,000억원인데 하반기 각각 2,200억원, 3,500억원, 2,000억원 최소 매입할 것으로 추정 (다음페이지 계속)

# NH투자증권 (005940)

박혜진

hyejin.park@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월  
목표주가

**18,000**

유지

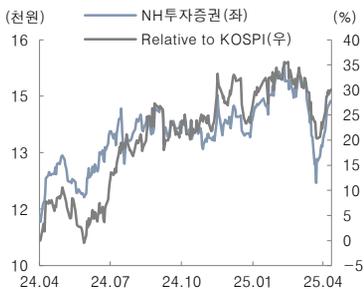
현재주가  
(25.04.28)

**14,380**

증권업종

KOSPI	2,548.86
시가총액	4,960십억원
시가총액비중	0.23%
자본금(보통주)	1,783십억원
52주 최고/최저	15,320원 / 11,820원
120일 평균거래대금	76억원
외국인지분율	16.74%
주요주주	농협금융지주 외 4인 57.55% 국민연금공단 8.35%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.0	0.8	5.6	16.7
상대수익률	0.4	0.3	8.2	21.6



## 기분 좋은 출발

- 브로커리지, IB, 자산관리 수익 개선되며 컨센서스 상회
- 강점인 IB수수료수익은 전 부문 선전하며 6개 분기 연속 증가
- 발행어음 보수적으로 운용, 추가 사업자 등장해도 이익 훼손 우려 적음

### 투자의견 매수, 목표주가 18,000원 유지

1분기부터 순조로운 출발. IB명가 담게 유상증자, 회사채 발행 주관, 인수금융, 부동산 대체투자 등 전 부문에 걸쳐 양호한 수익을 시현하며 IB수수료수익이 지난 2023년 4분기부터 6개 분기 연속 증가하는 모습을 보여줌

동사를 비롯하여 커버리지 증권사 모두 1분기 상당히 좋은 실적을 발표할 것으로 예상하는데, 가장 먼저 실적발표 하는 동사 특성상 기분 좋은 시작을 알려줌. 발행어음 잔고가 7.1조원으로 총 한도 대비 49%에 불과하고 마진이 100bp 수준으로 상당히 안정적으로 운용하고 있어 추가 사업자 등장에도 마진 훼손 우려 적음. 투자의견 매수, 목표주가 18,000원 유지

### 1Q25 순이익 2,082억원(QoQ +89.2%, YoY -7.6%) 컨센 12.6% 상회

1분기 지배주주 순이익은 당사 추정에 부합하고 컨센서스를 상회하는 양호한 실적을 달성. 해외 거래대금 감소에도 국내가 선전하여 브로커리지 수수료수익이 1,405억원으로 증가하였고, 주식형 펀드 및 해외 사모 대체투자형 펀드 판매보수 35억원(매년 1분기 인식) 반영에 따라 WM수익도 263억원으로 전 분기 대비 증가. 동사 강점인 IB수수료수익 역시 채무보증, 인수 및 주선 수수료 증가하여 1,079억원으로 6개 분기 연속 증가세. 다만 IB관련 비시장성 자산 평가이익은 감소하여 트레이딩수익은 835억원으로 전 분기 대비로는 상당히 개선되었으나 지난 1분기 대비로는 감소. 동사 3월말 기준 발행어음 잔고는 7.1조원으로 기업금융 61%, 부동산투자 3%, 유동자산 36% 비중으로 운용하고 있으며 스프레드 마진은 100bp 수준으로 추정

구분	1Q24	4Q24	1Q25P		2Q25E					
		직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ	
순영업수익	539.6	452.9	534.2	556.6	3.2%	22.9%	533.7	480.5	-14.7%	-13.7%
영업이익	276.9	167.2	-	289.0	4.4%	72.9%	260.2	218.8	-18.6%	-24.3%
순이익	225.5	110.0	192.6	208.2	-7.6%	89.2%	185.0	169.2	-14.2%	-18.7%

자료: NH투자증권, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022	2023	2024	2025E	2026E
순영업수익	1,348	1,678	2,012	2,118	2,217
영업이익	521	726	901	1,017	1,050
당기순이익	303	556	687	768	810
YoY	-68.0%	83.7%	23.4%	11.8%	5.5%
EPS	1,022	1,878	2,317	2,590	2,734
BPS	24,390	25,691	27,398	26,401	29,140
PER	8.6	5.3	5.8	5.5	5.2
PBR	0.36	0.39	0.49	0.54	0.49
ROE	4.19	7.31	8.46	9.81	9.38

자료: NH투자증권, 대신증권 Research Center

# SK (034730)

**양지환**

jhwang.yang@daishin.com

**투자의견**

**BUY**

매수, 유지

**6개월 목표주가**

**210,000**

하향

**현재주가**

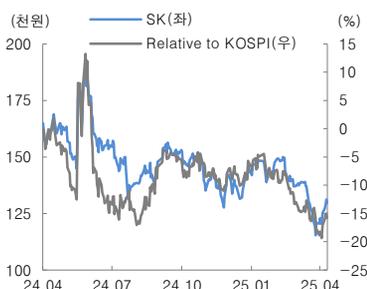
**131,400**

(25.04.28)

지주업종

KOSPI	2522.33
시가총액	9,470십억원
시가총액비중	0.44%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	188,600원 / 115,400원
120일 평균거래대금	148억원
외국인지분율	23.43%
주요주주	최대원 외 42인 25.5% 국민연금공단 7.75%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.5	-12.7	-10.9	-19.9
상대수익률	-2.4	-12.2	-8.8	-15.1



## 리밸런싱, 재무구조 개선 주력

- NAV 감소 반영하여 목표주가 21만원으로 8.7% 하향
- Portfolio Rebalancing(통합 & Divest) 예상보다 빠른 속도로 진행 중
- 25년 SK바이오팜, SK스퀘어 실적 개선. 현 주가 기준 배당수익률 약 6%

### 투자 의견 매수, 목표주가 210,000원으로 8.7% 하향

SK는 2024년부터 10월말 밸류업 공시를 통해 밝힌 바대로 Portfolio Rebalancing 을 진행 중. 리밸런싱은 계열사간 중복투자영역 통합을 통한 효율성 제고 및 사업 역량 집중, 그리고 비효율 자산 및 밸류업된 자산 매각의 두가지 방안

포트폴리오 통합으로 SK이노베이션과 E&S의 합병, SK온과 엔텔, 트레이딩 인터네셔널 합병, SK에코플랜트와 에센코어의 통합이 진행되었으며, SK스페셜티 매각, 렌터카 매각 등이 신속하게 성사. 이 외에도 SK실트론의 매각도 추진하는 등 당사의 예상보다 강도 높은 디레버리징을 추진하는 모습

SK의 이같은 디레버리징은 차입금을 획기적인 수준으로 감축해 재무구조를 개선하고 미래성장투자를 위한 재원을 확보하기 위한 목적으로 완료되면 기업가치 상승에 기여할 것으로 분석. 24년말 SK의 별도 순차입금은 약 10조원으로 산출되는데, 25년 1분기말에는 약 8조원 수준으로 감소할 것으로 예상. 25년 예상 배당금은 주당 5천원+α 로 현 주가 기준 배당수익률은 6% 수준

SK이노베이션과 SK온의 실적 개선이 뒷받침되어야 주가가 본격적으로 상승할 수 있을 것으로 예상되지만, 주가의 하방 리스크는 제한적인 상황으로 판단

### 25년 1분기 실적 매출액 32.5조원, 영업이익 1.55조원으로 예상

2025년 1분기 SK의 연결 실적은 매출액 32조 5,425억원(-1.5% yoy), 영업이익 1조 5,513억원(+3.5% yoy)로 당사의 직전 추정을 하회할 것으로 예상

SK하이닉스의 깜짝 실적으로 SK스퀘어의 실적이 예상을 상회할 것으로 보이지만, SK이노베이션의 1분기 영업이익이 시장 기대치를 크게 하회할 것으로 전망되기 때문. 2024년 11월 SKE&S와 합병한 SK이노베이션의 1분기 영업이익 컨센서스는 연초 4천억원 수준에서 최근 860억원까지 하향 조정된 모습

SK이노베이션을 제외한 SK텔레콤, SK스퀘어, 그리고 SK바이오팜 등은 1분기 양호한 실적을 시현할 것으로 전망(주요 자회사별 실적은 4page 표를 참조)

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25(F)		2Q25					
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	33,027	30,231	35,473	32,542	-1.5	7.6	32,654	30,517	-0.9	-6.2
영업이익	1,499	-490	2,033	1,551	3.5	흑전	1,359	1,302	116.4	-16.1
순이익	157	-2,143	688	567	260.2	흑전	196	473	161.1	-16.7

자료: SK, FnGuide, 대신증권 Research Center

# LG생활건강 (051900)

정하솔

hansol.jung@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

340,000

상향

현재주가

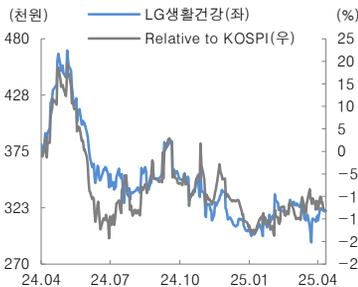
319,000

(25.04.28)

화장품업종

KOSPI	2548.86
시가총액	5,243십억원
시가총액비중	0.24%
자본금(보통주)	78십억원
52주 최고/최저	469,000원 / 290,000원
120일 평균거래대금	138억원
외국인자본율	28.25%
주요주주	LG 외 1 인 34.04% 국민연금공단 9.07%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.8	7.2	-9.2	-18.6
상대수익률	-3.4	6.7	-7.0	-15.2



## 관찰은 출발

- 1Q25 영업이익 1,424억원(YoY -6%, OPM 8.4%)로 컨센서스 소폭 상회
- 중국 영업이익 QoQ 흑자전환 성공. 다만 2분기 비용 부담 존재
- 자체브랜드의 북미 및 일본 성장세 지속되며 지역 다각화 긍정적

투자의견 Marketperform 유지하나, 목표주가 340,000원(+6%)으로 상향

해외 사업 다각화를 위해 지난해부터 비중국 확대 노력 지속. 북미 사업 강화를 위해 운영자금 확대 및 재무구조 개선 목적으로 1,865억원 유상증자 결정. 투자여력 확충과 아마존 내 고성장세를 바탕으로 북미 시장에서의 자체 브랜드 매출 성장세 지속 전망. 일본도 CNP 및 힌스 매출 호조 긍정적이나 화장품 내 비중국 지역 매출 비중 아직은 낮은 수준. 중장기 성장 동력으로 자리 잡기까지는 긴 호흡의 접근 필요. 중국 소비 회복에 대한 기대감은 유효하나 실적으로 온기 반영되기 전까지는 주가 반등은 제한적일 것으로 예상. 해외 실적 추정치를 소폭 상향 조정함에 따라 목표주가 상향하나 투자의견 Marketperform 유지

### 1Q25 Review: 관찰은 출발

1Q25 매출액 1조 6,979억원(YoY -2%), 영업이익 1,424억원(YoY -6%, OPM 8.4%) 기록하며 컨센서스를 소폭 상회

[화장품] 매출액 7,081억원(YoY -3%), 영업이익 589억원(YoY -12%, OPM 8.3%) 기록. **국내**는 면세점과 방판 등 전통채널 매출이 구조적으로 감소하는 가운데 전라채널인 온라인/H&B 채널 매출액 YoY 30% 이상 증가한 것으로 추정. 쿠팡의 견조한 수요와 무신사, 컬리 등 버티컬 플랫폼 입점 확대, 다이소 전용 제품 출시 등이 매출액 증가에 주효했던 것으로 파악. **중국**은 내수 경기 부진과 기저 부담으로 매출액 YoY -8% 역성장 추정. 매출 감소로 YoY 수익성 개선은 제한적이었으나, QoQ 흑자전환에 성공. 다만 2분기 618 쇼핑 행사 대비를 위한 마케팅 투자 확대가 예정되어 있어 비용 부담 지속 전망. **북미**는 자체 브랜드 빌리프, TFS, CNP 중심으로 매출액이 YoY 30% 이상 성장. 특히 아마존 매출 YoY 80% 성장하며 높은 성장세 시현. 다만 에이본 매출 축소와 자체브랜드 육성을 위한 마케팅 비용 증가로 영업이익 YoY 적자지속 추정. **일본** 매출액 더마 브랜드 CNP와 색조 브랜드 힌스 높은 성장세를 바탕으로 YoY 23% 증가. 영업이익률도 한자리수 중반 수준으로 개선되며 올해 실적 기여도 확대 기대

[생활용품] 매출액 5,733억원(YoY 2%), 영업이익 366억원(YoY 14%, OPM 6.4%) 기록. 해외 매출 증가와 유시몰/닥터그루트 등 프리미엄 브랜드 중심 제품 믹스 개선으로 영업이익 개선

[음료] 매출액 4,164억원(YoY -4%), 영업이익 469억원(YoY -11%, OPM 11.3%) 기록. 내수 소비 위축과 원재료 비용 부담 지속되며 부진한 실적 기록

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전 추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사 추정	YoY	QoQ
매출액	1,729	1,610	1,709	1,698	-1.8	5.5	1,733	1,727	-1.8	1.7
영업이익	151	43	119	142	-5.8	227.9	135	135	-15.0	-5.3
순이익	107	-86	64	98	-7.8	흑전	90	69	-30.9	-29.4

자료: LG생활건강, FnGuide, 대신증권 Research Center

# 한화오션 (042660)

이지니

jinilee@daishin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**100,000**

상향

현재주가

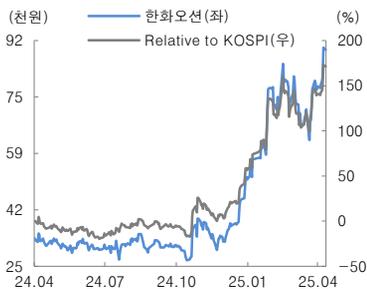
**89,300**

(25,04,28)

조선업종

KOSPI	2548.86
시가총액	27,363십억원
시가총액비중	1.28%
자본금(보통주)	1,537십억원
52주 최고/최저	89,900원 / 26,750원
120일 평균거래대금	3,436억원
외국인지분율	11.33%
주요주주	한화에어로스페이스 외 2 인 46.28% 한국산업은행 19.50%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	33.3	57.5	202.2	174.8
상대수익률	33.8	56.8	209.7	186.4



## 고수익 상선 매출 인식 확대

- 1Q25 매출액 3.1조원, 영업이익 2,586억원으로 컨센서스 상회
- 저가 수주 물량의 매출 인식 비중은 하반기로 갈수록 감소하며 이익 개선
- 성장 모멘텀은 유효하나 블록딜 영향으로 단기적으로는 주가 조정 불가피

### 투자 의견 매수 유지, 목표주가 100,000원으로 +11% 상향

목표주가 상향은 25년 연간 영업이익 추정치 상향에 따름. 한화오션의 1Q25 매출액은 시장 기대치에 부합하였으나 영업이익은 시장 컨센서스를 약 1천억원 이상 상회하는 호실적을 기록

### LNG선 중심 고수익성 상선의 매출 인식

1Q25 연결 기준 매출액은 3조 1,431억원(+37.6% yoy), 영업이익 2,586억원(+388.5%), 영업이익률 8.2% 기록. 1분기 매출은 QoQ로 -3% 감소, 계절적 요인에 따른 조업일수 감소와 해양사업부문의 프로젝트 마무리 영향에 기인. 영업이익은 +53% 증가, 이는 저가 수주 컨테이너선의 매출 인식 비중 축소와 더불어 고부가가치선인 LNG선의 비중 확대 덕분. 일회성 요인으로 환차익 약 300억원 반영

수익성이 상대적으로 낮은 카타르 1차 호선의 비중은 2025년 연간 매출의 약 19~20%를 차지함, 2차는 하반기부터 반영될 것으로 예상됨에 따라 수익성은 하반기로 갈수록 점진적으로 개선될 것

### 여러 복합적인 요인이 상존하나 구조적인 성장세는 여전

실적 발표 이후 2개 뉴스가 발표됨. 1) 증설 공시, 6,500t급 플로팅 크레인 및 플로팅 도크 신규 도입, 캐파 확장으로 해양은 2기에서 4기까지, 상선은 기존 캐파 36~40척에서 40~44.5척까지 확장 가능하기 때문에 건조 효율성이 대폭 향상될 전망. 2) 산은의 보유지분 19.5% 매각 추진. 단기적으로는 주가 조정이 불가피하겠지만 조선업의 실적 기반 성장 모멘텀은 여전히 유효하다 판단

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,284	3,253	3,280	3,143	37.6	-3.4	3,078	3,277	29.2	4.3
영업이익	53	169	170	259	388.5	53.0	159	259	흑전	0.1
순이익	51	579	102	141	176.0	-75.7	88	141	흑전	0.1

자료: 한화오션 FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,408	10,776	13,154	14,028	15,064
영업이익	-196	238	1,091	1,169	1,447
세전순이익	-116	181	650	1,081	1,263
총당기순이익	160	528	617	821	960
지배지분순이익	160	528	617	821	960
EPS	757	1,724	2,015	2,681	3,134
PER	33.1	21.7	36.9	27.7	23.7
BPS	20,400	15,858	18,121	21,082	24,531
PBR	1.2	2.4	4.9	4.2	3.6
ROE	6.3	11.5	11.9	13.7	13.7

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

# S-Oil (010950)

위정원

jungwon.weee@daishin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**77,000**

하향

현재주가

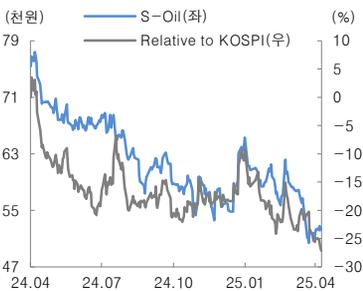
**52,400**

(25.04.25)

정유업종

KOSPI	2546.3
시가총액	6,044십억원
시가총액비중	0.28%
자본금(보통주)	281십억원
52주 최고/최저	76,000원 / 50,400원
120일 평균거래대금	102억원
외국인지분율	73.81%
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 5인 63.43% 국민연금공단 7.30%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.3	-13.7	-9.2	-31.1
상대수익률	-6.9	-14.0	-7.9	-28.8



## 보릿고개 이후 상저하고 기대

- 정유, 화학, 유탄부문 동반 부진으로 1Q25 OP -215억, 컨센서스 하회
- 2Q25 정제마진 하락, 대규모 재고평가손실로 부진한 실적 흐름 불가피
- 단, 북미관세정책 + 드라이빙 시즌 효과로 3Q 이후 마진 예상 외 반등 기대

### 투자 의견 매수 유지, 목표주가 77,000원 하향

목표주가는 25E BPS 72,323원에 Target PBR 1.1배 적용

### 1Q25 Review: OP -215억원으로 컨센서스(965억원) 하회

정유, 석유화학, 유탄부문 동반 부진. 정유부문 OP -568억원으로 QoQ 적자 전환. 25년 1~2월 유가 상승 영향으로 정유부문 재고평가이익(+110억원) 있었으나, 동사의 추정 정제마진 1.06달러/배럴로 QoQ -48.8% 하락하며 적자 전환. 화학부문 OP -745억원으로 QoQ 적자확대. PX-납사 래깅 스프레드 186.4달러/톤으로 QoQ +17.6% 개선되었지만, 여전히 손익분기점 하회. 유탄기류 OP 1,097억원 QoQ -5.3% 실적 기록. 그룹2, 그룹3 평가 전분기와 유사(QoQ -0.6%)했으나, 일시적 원가 상승 영향으로 스프레드 QoQ -16% 하락.

### 2Q25 예상 OP -3,355억원: 보릿고개 이후 상저하고 기대

동사의 2Q 정유 부문 예상 OP -3,355억원, 전사차원 영업이익 -2,878억원 부진한 실적흐름 불가피. 미중 관세 정책에 따른 수요 관망세 및 중국 운송용 연료유 수요 감소, 러시아산 원유 수입 증가에 따른 NOC 가동률 상승 등으로 석유제품 수급 완화. 현재 2Q25 예상 정제마진 0.55달러/배럴로 QoQ -48.0% 전망. 또한 OPEC+의 증산 계획에 따른 OSP 하락은 원가 절감에 긍정적이거나 최근 유가하락 감안 시 2Q25 대규모 재고평가손실 불가피.

단, 북미 관세정책에 따른 석유 공급 감소와 25년 3분기 드라이빙 시즌 도래에 따른 수요증가가 맞물릴 경우 25년 연간 정제마진에 변수로 작용 전망. 25년 4월 2일, 미국은 중국(추가 34%), EU(20%) 등 특정 주요 무역 상대국에 대해 더 높은 관세를 부과하는 조치 발표. 석유 및 정제 제품을 포함한 에너지 수입은 금번 관세 부과 대상에서 제외되었으나, 현재 에너지 관련 수입품에 대한 관세 부과 가능성은 여전한 상황. 만약 EU산 석유 제품에 20%의 관세가 부과될 경우 미국 동부해안(PADD1) 지역 수급에 상당한 영향.

24년도 기준 미국은 EU로부터 25.7만B/D의 정제제품 수입. 이 중 70%(18만 B/D)는 PADD1 지역의 휘발유 수입. 이 수입 물량은 해당 지역의 총 휘발유 소비량의 17%를 차지. PADD1 수입 감소분을 대체하기 위한 수단으로 PADD3(걸프연안) 지역의 이송량 증가 가능하지만 1Q Lyondell Basell의 설비 폐쇄(28만B/D) 영향으로 대체 가능 범위는 제한적. 또한 금년 2~3분기 Dangote 정기보수로 유럽산 석유제품 대체 시장 확보로 잉여물량 소화가능할 것으로 전망. 여전히 하반기 실적 반등에 대한 기대감을 유지하는 이유

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	9,308	8,917	8,880	8,991	-3.4	0.8	9,098	8,681	-9	-3.4
영업이익	454	222	196	-22	적전	적전	82	-288	0.0	적지
순이익	166	-132	87	-57	적전	적지	25	-250	적지	적지

자료: S-Oil, FrnGuide, 대신증권 Research Center

# 현대오토에버 (307950)

김귀연

gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**200,000**

하향

현재주가

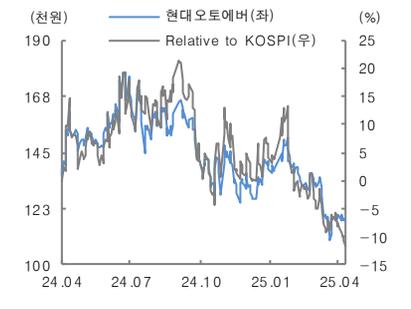
**117,800**

(25.04.28)

자동차업종

KOSPI	2548.86
시가총액	3,231십억원
시가총액비중	0.15%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	177,300원 / 110,100원
120일 평균거래대금	84억원
외국인지분율	1.90%
주요주주	현대자동차 외 3인 75.29% 국민연금공단 7.21%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.0	-14.8	-17.0	-23.4
상대수익률	-7.6	-15.2	-15.0	-20.1



## 분기 실적에 매몰되지 말 것

- 2025년 이익 소폭 조정함에 따라 TP 20만원으로 조정(-5%)
- 1Q25 OP 차량SW 매출 지연으로 쇼크, 하지만, 일회성 제외 시 컨센 부합
- 분기 변동성 아쉬우나, 스마트팩토리/로보틱스/SDV 관련 모멘텀 유효

### 투자의견 매수 유지, 목표주가 200,000원 하향(-5%)

TP 20만원은 2025년 EPS 6,797원에 Target PER 30배(실적 리레이팅/그룹사 내 역할 기대감 반영됐던 '23말~'24초 밸류에 이익 레버리지 효과 제한적인 점 감안해 15% 할인) 적용하여 산출. TP 하향은 2025년 미국 관세 우려에 따른 고객사의 보수적인 투자 기조 감안해, 실적 소폭 조정에 기인

**1Q25 매출 8,333억(YoY +14%, 이하 YoY), OP 267억(-13%), OPM 3.2% 시현**  
1Q25 OP 컨센(420억)/당사 추정(462억) 대폭 하회하는 실적 쇼크 기록. 이는 차량SW 관련 매출 인식 지연에 따른 비용 반영 확대 => 마진 위축됐기 때문. 이를 제외한 실질OP 420억(OPM 5%)으로 추정하는 바, 실체는 시장 컨센에 부합한 것으로 판단. 1Q25 사업부별 GPM [Enterprise IT] 6.7%, [SI] 5.1%, [ITO] 8.1%, [차량SW] 14.1% 파악

2025년 Enterprise IT 예산집행 정상화, 전장SW 고성장 지속됨에 따라 매출 4.1조(+12%), OP 2,390억(+7%), OPM 5.8%의 양호한 실적 달성 예상

### 분기 실적 변동성은 아쉬우나, 모멘텀과 방향성은 여전히 유효

차량SW 매출 지연으로 1Q25 실적 부진했으나, 동사의 투자포인트 훼손은 제한적. 1) 그룹사 스마트팩토리/로보틱스/SDV 투자 수혜, 2) AAM/항만 등 모빌리티 사업 확장 가능성, 안정적인 재무 구조(2024년 현금&현금성 자산 7,925억/부채비율 94%) 통한 투자 여력 매력적. 1) 자동차 업종 관세 우려, 2) SW업종 내 매력도 제한된 영향으로 주가 부진('25YTD -13%/코스피 +6%). 하지만, 1) 부품 업종 내 관세 관련 실질 타격 제한적이고, 2) 2Q25 QoQ 실적 개선 가시성 높다는 점 감안 시, 중장기 기업가치 우상향 방향성 유효

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전	1Q25			2Q25			
				잠정치	YoY	QoQ	Consen	추정	YoY	QoQ
매출액	731	1,160	818	833	13.9	-28.2	820	1,023	11.4	22.8
영업이익	31	73	46	27	-12.7	-63.1	42	67	-2.1	150.0
순이익	25	50	36	20	-22.8	-60.9	31	52	1.5	167.1

자료: 현대오토에버, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,065	3,714	4,144	4,786	5,539
영업이익	181	224	239	318	399
세전순이익	182	227	246	325	405
총당기순이익	140	175	190	251	313
지배지분순이익	138	171	186	247	308
EPS	5,023	6,228	6,797	8,988	11,220
PER	42.1	20.2	17.4	13.2	10.6
BPS	57,611	62,187	67,210	74,425	83,872
PBR	3.7	2.0	1.8	1.6	1.4
ROE	9.0	10.4	10.5	12.7	14.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 현대오토에버, 대신증권 Research Center

# SNT모티브 (064960)

김귀연

gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**33,000**

유지

현재주가

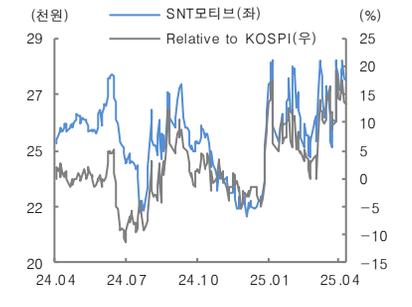
**27,300**

(25.04.28)

자동차업종

KOSPI	2548.86
시가총액	725십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	133십억원
52주 최고/최저	28,150원 / 21,874원
120일 평균거래대금	15억원
외국인지분율	16.99%
주요주주	S&T홀딩스 외 1인 46.29% 국민연금공단 8.41%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.2	7.1	9.0	8.1
상대수익률	2.6	6.6	11.7	12.6



## 안정감이 다르다

- 1Q25 매출/OP 모두 당사 추정에 부합하는 양호한 실적 기록
- 방산 사업 기저에도 오일펌프/모터 매출 증가로 상쇄한 점 긍정적
- 1) 낮은 관세노출, 2) 부품/방산 성장, 3) 이익체력 감안 시, 매력 유호

### 투자의견 매수, 목표주가 33,000원 유지

목표주가 3.3만원은 2025~26년 평균 EPS 3,538원에 Target PER 9.3배(EV 성장성 부각된 2019~22년 평균) 적용. 최근 미국 관세 우려로 한국GM 철수 우려 일부 있으나, 1) 한국 공장 주요 생산차종의 세그(소형/준중형SUV) 감안 시, 미국 현지 생산 쉽지 않고, 2) 전환되더라도 기존 납품 레퍼런스 보유한 SNT모티브의 물량 대응 가능성 높아 철수 우려는 과도하다 판단. 오히려 **1) 국내 자동차 부품 업종 내 관세 관련 Exposure 낮고(연간 매출 대비 2~30억 추정), 2) [부품] HEV 시동모터/오일펌프, [방산] 유럽/중동 성장 모멘텀 감안 시, 업종 내 편안한 투자처로서 매력 지속될 것으로 예상**

### 1Q25 매출 2,219억(YoY flat, 이하 YoY), OP 230억(+5%), OPM 10% 시현

1Q25 매출/영업이익 모두 당사 추정 및 시장 컨센스에 부합하는 양호한 실적 기록. 사업부별 매출(YoY): 차품 704억(+12%)/모터 1,206억(+14%)/전자 84억(-20%)/특수 282억(-40%)/연결조정 58억 기록. 특수(방산) 사업 기저에도 오일펌프/모터 매출 증가로 상쇄한 점 긍정적

### 2025년 HEV시동모터/오일펌프/방산 성장 모멘텀 지속될 것

2025년 매출 1.0조(+7%), OP 1,118억(+14%), OPM 11% 전망. GM 시동모터 HMG EV모터 기저 부담 소멸 => HMG향 HEV시동모터/트랜시스 향 오일펌프/방산 수출 매출 증가로 전사 성장 재개. 특히, 1) 미국 관세 노출도 적고, 2) 매출 변동에 따른 이익 변동성 적다는 점 긍정적

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25		2Q25					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consen	당사추정	YoY	QoQ
매출액	222	286	228	222	0.0	-22.3	235	253	5.2	13.9
영업이익	22	29	24	23	4.6	-20.6	24	27	7.5	17.2
순이익	27	33	23	21	-21.1	-36.0	22	25	-7.2	18.9

자료: SNT모티브, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,136	969	1,040	1,105	1,193
영업이익	117	98	112	119	136
세전순이익	114	132	118	126	142
총당기순이익	87	104	91	97	109
지배지분순이익	87	104	91	97	109
EPS	3,277	3,932	3,429	3,647	4,124
PER	7.3	5.6	7.9	7.4	6.6
BPS	35,543	37,106	42,012	44,820	48,106
PBR	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE	9.5	10.8	8.7	8.4	8.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: SNT모티브, 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.