

Morning Meeting Brief

Strategy

[다음주 시장은?] 상단을 제한하던 불확실성 정점 통과

- 4월 2일 상호관세, 31일 공매도 시행 이후 불안심리 완화될 것
- 물가, 고용 하드데이터 확인, 스태그플레이션 우려 하드데이터로 전이여부에 촉각
- 불확실성 요인 정점을 통과, 코스피 2,600선 지지력 테스트 예상

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

Global Strategy

[더 글로벌 레이터 Weekly / 4월 1주차 전략] 4월 미국 증시, 훼손됐던 자존심을 만회한다

- 올해 2~3월 美 증시 하락, 24.7~8월 국면 동일. 빠르게 낙폭 메꿔나갈 것
- 4월 미국 증시, 반등을 넘어 상승으로 전환 예상. Buy the dip 전략 유효
- 양호한 경제상황, 트럼프 통상정책 불확실성 완화, 1/4분기 어닝시즌 등 기인

문남중. namjoong.moon@daishin.com

Macro

[을지로 지표맞집] 조금씩 드러나는 관세의 영향

- 소비자 서베이 및 구매관리자지수 등 소프트데이터에서 관세의 경기하방 및 물가상방리스크 확인되고 있음
- 금일 PCE, 다음 주 고용 앞두고 ISM PMI 발표 예정. 실물지표와 괴리 지속되는지, 성장둔화 우려 확대하는지 모니터링 필요
- 지표 및 4/2 관세 결과에 따라 미국 주식 투자에 우호적인 분위기 형성되는지, 안전선호 심리 확산되는지 결정될 전망

이주원. joowon.lee2@daishin.com

산업 및 종목 분석

[Issue&News] 두산: 전자BG 실적 기대 이상

- 전자BG 부문 매출액은 예상을 크게 상회할 것으로 추정
- 최근의 주가 조정은 과도해 조정 시 매수 기회로 활용할 것을 추천
- 블랙웰 이후 차세대 칩 단독 개발 중, 반도체향 CCL 매출도 증가 기대

양지환. jihwan@daishin.com

[스케일업] 지이모션: 3D 시뮬레이션 패션 테크 업체

- 지이모션은 2D 의상을 디지털 환경에서 3D로 구현하는 시뮬레이션 회사
- 사실감 높은 3D 의류 시뮬레이션 엔진으로 경쟁력 확보, 디지털 콘텐츠와 AI 합성 데이터 사업 진출로 포트폴리오 다각화 기대감
- 25년 매출 28억원, 총 투자유치 금액 135억원으로 마지막 투자라운드 포스트 밸류는 490억원으로 추정

박세라. sera.park@daishin.com

[1Q25 Preview] 롯데케미칼: Steady & Slow

- 1Q25 예상 OP -1,417억원으로 시장기대치(-1,401억원) 부합 전망
- 3개 분기 연속 주요 제품 스프레드 개선, 첨단소재부문 견조한 마진을 지속
- 단, 3월 이후 에틸렌-납사 스프레드 축소로 2Q 마진 개선세 둔화 전망

위정원, jungwon.weee@daishin.com

[Issue Comment] 오스코텍: 경영진 교체에 따른 영향은 제한적

- 투자의견 매수, 목표주가 59,000원 유지
- 25년 오스코텍 주주총회, 김정근 대표 재선임안 부결
- 회사 경영에 미치는 영향은 제한적, 자회사 상장 방향성이 중요

이희영, heeyoung.lee@daishin.com

[Issue & News] SK 스퀘어: 주주환원은 24/7

- 25.4~9월 자사주 1천억원 취득 후 소각 계획 공시
- 23년 주주환원 정책 제시 후 누적 5.1천억원, 25E 3.6~4.6천억원
- 강화되는 주주환원 및 포트폴리오 가치 향상으로 할인을 축소, 65% 수준

김희재, hoijae.kim@daishin.com

상단을 제한하던 불확실성 정점 통과

- 4월 2일 상호관세, 31일 공매도 시행 이후 불안심리 완화될 것
- 물가, 고용 하드데이터 확인, 스태그플레이션 우려 하드데이터로 전이여부에 촉각
- 불확실성 요인 정점을 통과, 코스피 2,600선 지지력 테스트 예상

최근 미국의 관세부와 이슈와 함께 미국의 경기둔화 우려, 공매도 재개 등 불확실성 이벤트를 앞두고 증시 상단 제한. 다음주 주요 이슈들로 증시 변동성이 커질 수 있으나, 선반영된 불확실성임을 감안할 때 저점 통과, 상승반전 예상

4월 2일로 예고된 상호관세에 시장의 이목이 쏠려 있음. 자동차 관세는 시장의 예상보다 강한 강도와 빠른 시기로 인해 시장 변동성 확대. 트럼프는 다음주 상호관세에 대해서는 관대한 조치를 예고. 한국의 경우 WTO 최혜국 관세율 오해와 대통령 부재 상황으로 인해 과도한 우려 유입. USTR과 산업부 실무진 소통으로 한국에 FTA 반영된 상호관세 적용된다면 시장우려 완화 예상

PCE물가, 비농업 고용지표 등 지표 발표를 앞두고 시장은 최근 소비자신뢰지수 등 서베이 지표에서 증가하고 있는 관세로 인한 스태그플레이션 우려가 하드데이터로 전이되는지 여부에 촉각을 기울일 것

주말에 발표되는 PCE 물가는 헤드라인 포함, 근원 PCE 소폭 증가한 +2.7% 예상. 2월 CPI와 PPI 물가지수가 예상치를 하회하였음에도 PCE 반영 항목들이 다소 높게 집계되었고, 최근 기대인플레이션의 상승으로 물가에 대한 불안심리 잔존. 실제 발표치가 예상과 일치한다면 시장 변동성은 제한적일 것

4월 3일 ADP 취업자수, 4일은 비농업고용보고서 발표 예정. ADP 비농업 고용자수는 전년 7.7만명 대비 증가한 11.8만명으로 예상되며 예상치 부합하는 결과 확인될 경우 미국발 경기불안 심리 정점을 통과할 수 있을 것.

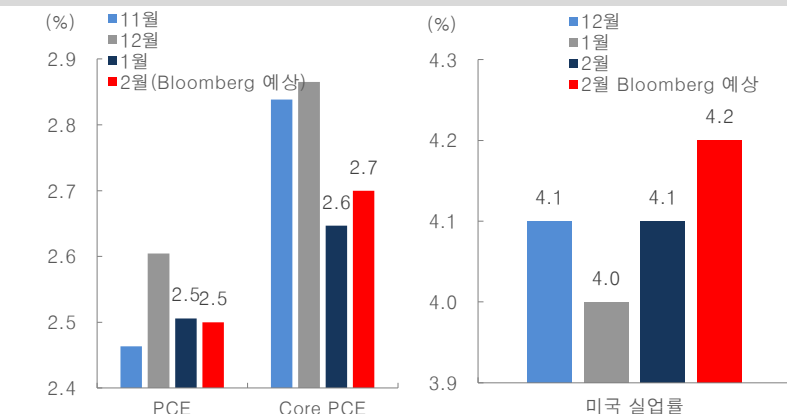
ISM 제조업지수 49.8로 수축국면 전환 예상되며 미국 경기불안 심리에 영향을 줄 수 있으나 3일 발표되는 서비스업 지수는 53.0으로 예상되며 확장세 유지

3/31 중국 PMI, 4/1 차이신 제조업 PMI 발표 예정, 양회 이후 중국 경기부양 정책기조가 제조업 경기 반등으로 이어진다면 중국 내수경기와 함께 최근 레거시 반도체 업황 개선 기대가 커지며 국내 관련 산업들로 온기 확산 가능

공매도 재개되면서 가격과 밸류에이션 부담이 높은 종목을 중심으로 단기 변동성이 확대될 수 있음. 그러나 공매도 재개 자체는 롱/숏 자금 유입과 함께 외국인 수급에 우호적인 변화 요인

다음주 주요 불확실성 요인 정점을 통과, 코스피 2,600선 지지력 테스트 예상. 밸류에이션 부담 크고 대차잔고 비중이 높거나 큰 폭으로 증가한 상사/자본재, 조선, IT가전, 기계, 화학, IT하드웨어, 건강관리 등 업종은 경계하되 펀더멘털 기반, 저평가 및 낙폭과대 업종인 반도체, 자동차, 디스플레이, 소매/유통, 유틸리티 업종 주목

스태그플레이션 우려 하드데이터로 전이여부에 촉각



자료: US BLS, BEA, CEIC, 대신증권 Research Center

Global Strategist

문남중

nampoong.moon@daishin.com

Global

Strategy

4월 미국 증시, 훼손됐던 자존심을 만회한다

- 올해 2~3월 美 증시 하락, 24.7~8월 국면 동일. 빠르게 낙폭 메꿔나갈 것
- 4월 미국 증시, 반등을 넘어 상승으로 전환 예상. Buy the dip 전략 유효
- 양호한 경제상황, 트럼프 통상정책 불확실성 완화, 1/4분기 어닝시즌 등 기인

23.10월 이후 전 세계 증시 상승을 주도했던 미국 증시(S&P500)가 올해 2월부터는 하락을 주도하면서 그동안 지켜왔던 자존심이 훼손됐다. 다행히 3.13일을 저점으로 현재는 반등 국면에 접어들었다.

올해 2~3월 미국 증시 하락은 지난해 7~8월 국면과 동일해, 4월에 접어들게 되면 빠르게 낙폭을 메꿔나갈 것이다. 지난해 7~8월 증시 하락 배경은 올해 2~3월과 동일하다. 그 당시 ISM 제조업지수의 위축 국면을 빌미로 미국 경기 침체 분위기가 고조되었다. 그 이후 발표된 경제지표 결과가 경기 침체를 반박해 주면서 미국 증시는 8.5일을 기점으로 빠르게 낙폭을 메꿔나갔다.

올해도 미국 증시 하락의 발단이 트럼프 관세 부과, 물가 상승 자극, 스태그플레이션 진입 등 성장 둔화 우려였다. 일부에서는 리세션을 우려하기도 했지만 현 미국 심리(ISM 제조업/서비스업지수), 실물 지표(분기별 실질 성장률 > 잠재 성장률. 22.2Q~24.4Q)는 견고한 미국 경제 상황을 보여주고 있다. 3월 FOMC에서도 경제 활동이 견조한 속도의 확장세를 지속하고 있다는 평가를 유지 중이다.

미국 증시가 첫 단계 낙폭 과대(-10.5%, 3.13일 기준)에 따른 기술적 반등세에 이어 4월부터는 양호한 경제 상황, 5~6월 FOMC를 앞둔 금리 인하 기대, 4.2일 상호 관세 발표를 기점으로 트럼프 통상 정책 불확실성 완화, 1/4분기 어닝시즌 기대 유입, 올해부터 AI 구현 목적이 추론용으로 가시화되면서 미국 2세대 반도체(ASIC, FPGA)주에 대한 관심 증가를 통해 반등을 넘어 상승으로 전환하는 미국 증시를 예상한다. 현 미국 증시는 Buy the dip 전략이 유효하다.

표 1. 다음 주 중요 경제지표 및 이벤트(25.3.3~3.9)

경제지표 & 이벤트명	국가	일정	전기치	예상치	방향성	내용 및 시사점
3월 제조업 / 서비스업PMI	중국	3.31	50.2 / 50.4 P	50.4 / 50.6 P	▲ / ▲	기업의 생산과 경영 활동의 회복 등 중국 경제심리 개선에 영향
3월 ISM 서비스업지수	미국	4.3	53.5 %	53.2 %	▼	팬데믹 이후, 서비스업 주축의 미국 경기 개선 특징. 성장 둔화 우려↓
3월 비농업부문 고용자수 / 실업률 / 시간당 평균임금	미국	4.4	151 / 4.1 / 4.0 천명, %, % YoY	120 / 4.2 / - 천명, %, % YoY	▼ / ▲ / -	연방 공무원 해고 영향 등 비농업부문 고용자수 증가 요원 시, 5~6월 금리 인하 기대 확대. 반면, 성장 둔화 우려는 확대

일자	국가/지역	주요 지표	기간	단위	전기치	예상치	대비
3.31	중국	제조업 / 서비스업PMI	3월	P	50.2 / 50.4	50.4 / 50.6	▲ / ▲
4.1	미국	ISM 제조업지수	3월	%	50.3	49.8	▼
4.3	미국	ISM 서비스업지수	3월	%	53.5	53.2	▼
4.4	미국	휴징(중국 · 홍콩: 청명절) 비농업부문 고용자수 / 실업률 / 시간당 평균임금	3월	천명, %, % YoY	151 / 4.1 / 4.0	120 / 4.2 / -	▼ / ▲ / -

기준일: 25. 3. 27

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

Macro

Economist 이주원
joowon.lee2@daishin.com

조금씩 드러나는 관세의 영향

소프트 데이터에서 먼저 확인된 우려, 실물지표 둔화 속도 확인

미시간대 서베이에 이어 이번 주 CB 소비자신뢰지수도 예상보다 부진했다. 기대인플레이션은 '23년 이후 처음으로 6%대로 상승했으며, 향후 경기침체를 예상하는 답변이 9개월 중 최고 수준으로 집계되었다. 소비자서베이 뿐만 아니라 채권시장에서 책정하는 기대인플레이션(BEI) 또한 상승하고 있다. 세인트루이스 연은 총재는 관세가 인플레이션에 미치는 영향이 일시적이지 않을 수 있다고 언급하는 등 신정부 정책의 영향 및 스테그플레이션 우려는 여전한 모습이다.

금일 밤 PCE가 발표될 예정이다. 2월 CPI와 PPI는 예상치를 하회했으나, PCE에 연동되는 품목 상승세가 지속된 바 있다. 저조한 소비심리, 연체율 상승 등 소비여력이 점차 위축되는 상황에서 물가 영향을 제외하고도 실질소비 증가세가 양호했는지 확인이 필요하다. 한편 관세에 따른 경기 하방 및 물가 상방리스크가 소프트데이터에 가시화되고 있으며, 이번 주 S&P 지수에서도 이러한 흐름이 확인되었다. 다음 주 고용지표를 앞두고 ISM PMI가 발표된다. 실물지표와 괴리가 지속되는지, 미국의 성장 둔화 우려를 확대하는지 모니터링해야 할 것이다.

이번 주 모든 수입차에 25% 관세부과 계획을 발표하며 시장 경계심이 커졌다. 4/2 불공정무역조사 및 상호관세 발표 전후로 변동성이 재차 확대될 가능성을 감안할 필요가 있다. 앞으로 각 국가가 협상을 시도하는 과정에서 상당한 시간이 소요될 것으로 보이나, 기존 예상에서 크게 벗어나지 않는 수준이라면 정책 불확실성은 완화될 공산이 크다. 실물지표 결과와 관세 내용에 따라 연초 상대적으로 저조했던 미국 주식 투자에 우호적인 분위기가 형성되는지, 성장에 대한 우려가 커져 안전선호 심리가 확산되는지가 결정될 전망이다.

다음 주 주목할 매크로 지표 및 이벤트

일자	국가	지표 프리뷰	예상치	이전치
3/28	미국	2월 PCEPI YoY/MoM	2.5/0.3	2.5/0.3
		2월 근원 PCEPI YoY/MoM	2.7/0.3	2.6/0.3
		2월 개인소득 MoM	0.4	0.9
		2월 개인지출 MoM	0.5	-0.2
3/31	중국	3월 국가통계국 제조/비제조업 PMI	50.4/50.6	50.2/50.4
	중국	3월 차이신 제조/비제조업 PMI	50.8/51.6	50.8/51.4
4/1	미국	3월 ISM 제조업 PMI	49.8	50.3
		2월 JOLTS 구인건수	-	7.74m
4/2	미국	3월 ADP 비농업 신규고용	118k	77k
4/3	미국	3월 ISM 비제조업 PMI	53.2	53.5
4/4	미국	3월 비농업 신규고용자수	120k	151k
		3월 실업률	4.2	4.1
		3월 시간당임금 YoY/MoM	-/0.3	4.0/0.3

자료: 대신증권 Research Center

두산 (000150)

양지환

jhwan.yang@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

420,000

유지

현재주가

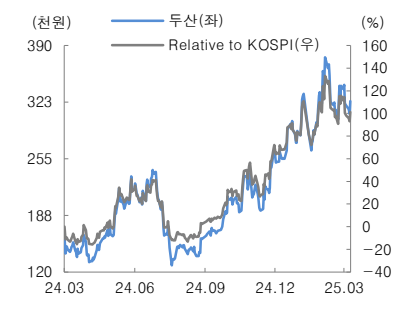
323,500

(25.03.26)

치주업종

KOSPI	2643.94
시가총액	6,046십억원
시가총액비중	0.28%
자본금(보통주)	99십억원
52주 최고/최저	376,000원 / 128,100원
120일 평균거래대금	394억원
외국인지분율	12.34%
주요주주	박정원 외 29 인 38.14% 국민연금공단 8.68%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.0	26.1	87.4	122.2
상대수익률	-12.1	15.9	89.4	131.7



전자BG 실적 기대 이상

- 전자BG 부문 매출액은 예상을 크게 상회할 것으로 추정
- 최근의 주가 조정은 과도해 조정 시 매수 기회로 활용할 것을 추천
- 블랙웰 이후 차세대 칩 단독 개발 중, 반도체향 CCL 매출도 증가 기대

투자의견 매수, 목표주가 420,000원 유지

최근 주가 조정으로 전자BG 부문의 실적 우려가 대두되지만, 당초 예상보다 N사향 CCL 매출이 크게 증가하고 있는 것으로 파악. 회사 측의 전자BG 부문의 보수적인 실적 가이드스 제시와 엔비디아의 주가 조정, 그리고 최근 마이크로소프트사의 CAPEX 축소 소식 등으로 동사 주가는 2월 26일 고점 대비 20% 이상의 하락세를 기록. 하지만 2024년 4분기 N사향 CCL 매출액이 1천억원을 상회했으며, 2025년 1~2월에도 유사한 수준의 매출을 기록하고 있어 시장의 우려는 과도한 것으로 보임

2025년 두산 전자BG 부문의 매출액 추정을 기존 1조 1,840억원에서 1조 2,820억원으로 9% 상향하며, 주가 조정을 매수 기회로 활용할 것을 추천

2025년 전자BG 사업 매출은 가이드스 및 당사 예상을 크게 상회할 전망

2024년 4분기 동사의 전자BG 매출액은 3,359억원으로 분기 기준 최대를 기록했는데, N사향 매출액이 1천억원을 상회한 것으로 알려짐. 이는 엔비디아향 양산 매출이 인식된 11월과 12월 2개월에 해당하는 물량으로 당초 당사의 예상인 월평균 300억원을 크게 상회하는 수준. 최근에도 유사한 흐름의 매출이 지속되고 있어 2025년 1분기 N사향 CCL 매출액이 1천억원을 훌쩍 상회할 것으로 추정. 당사는 2025년 엔비디아향 CCL 매출액을 3,500억원 수준으로 예상했지만, 5,000억원 이상을 기록할 가능성이 높다는 판단

엔비디아의 차세대칩(루빈)용 제품 공동개발 진행 중

동사는 엔비디아의 차세대칩(루빈)용 제품도 공동개발을 진행중인데, 단독으로 공급이 시작될 경우 2025년 4분기~2026년 실적에 반영될 것으로 예상. 최근 메모리반도체 업황의 개선 조짐이 나타나고 있어 2분기부터 반도체향 CCL 매출도 회복되며 2025년 전자BG부문의 외형 및 수익성이 크게 개선될 것으로 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	19,130	18,133	16,625	18,219	19,039
영업이익	1,436	1,004	1,212	1,546	1,293
세전순이익	451	593	715	1,077	844
총당기순이익	272	302	364	549	430
지배지분순이익	-388	-226	113	170	133
EPS	-18,133	-10,562	5,274	7,950	6,226
PER	NA	NA	61.3	40.7	52.0
BPS	75,846	69,123	73,688	80,956	86,529
PBR	1.2	3.7	4.4	4.0	3.7
ROE	-22.7	-14.6	7.4	10.3	7.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 두산, 대신증권 Research Center

지이모션 (비상장)

박세라 sera.park@daishin.com

3D 시뮬레이션 패션 테크 업체

- 지이모션은 2D 의상을 디지털 환경에서 3D 시뮬레이션으로 구현
- 25년 매출 28억원 추정. 마지막 투자 라운드 포스트밸류 490억원 추정
- 디지털 콘텐츠와 AI 합성 데이터 사업 진출로 포트폴리오 다각화 기대감 ↑

국내 3D 시뮬레이션 패션 테크 업체

지이모션(z-emotion)은 2017년에 설립된 3D 의류 시뮬레이션 엔진을 개발한 패션 테크 회사. 동사의 핵심 기술인 3D 의류 시뮬레이션은 실제로 의류를 제작하거나 착용하지 않고도 디지털 환경에서 의류를 구현해 입어볼 수 있는 시뮬레이션 기술. 동사는 현실감 높은 직물 3D 렌더링과 실시간 GPU 기반 시뮬레이션 기술이 타사 대비 우위에 있음. 지이모션의 비즈니스모델은 크게 ① 패션 테크 SaaS, ② 플랫폼 SaaS, ③ 소프트웨어 SaaS, ④ AI로 구분

총 투자 유치 금액 135억 원, 포스트 밸류 490억 원 추정

지이모션의 2025년 매출은 28억 원(YoY +237.0%)으로 예상되며, 수주 확정 금액이 10억 원으로 추정. 동사의 경우 큰 규모의 외형 성장은 시간이 걸릴 것으로 예상되지만, 기존 고객인 글로벌 1위 편직 장비 회사와 커팅 장비 및 2D 패턴 제작 의류 생산 솔루션 글로벌 1위 업체와의 라이선스 매출이 증가할 것으로 기대. 지이모션의 총 투자 유치 금액은 135억 원이며, 최근 Pre-B 라운드의 포스트 밸류는 490억 원으로 추정.

디지털 콘텐츠와 AI 합성데이터 사업 진출로 포트폴리오 다각화 기대

지이모션은 3D 의류 시뮬레이션 엔진의 큰 장점은 사업 다각화가 가능. 동사는 디지털 콘텐츠인 게임과 AI 합성 데이터 영역으로 새로운 사업 진출을 준비하고 있음. 현재 심즈와 FIFA로 유명한 게임회사 EA(Electronic Arts)와 계약을 완료했으며, AMD 및 Tencent와는 실증사업을 진행중. 실증 사업이 잘 진행된다면, 추후 시뮬레이션 및 다양한 게임 파이프라인에 동사의 기술이 접목될 것으로 기대. 또한, 지이모션은 3D 의상 시뮬레이션 엔진을 통해 수만개 이상의 3D 의상 관련 데이터를 보유. 현재 3D 시뮬레이션을 활용한 AI 합성 데이터를 생성하는 프로그램 개발이 완성 단계임

그림 1. 3D 의류 디자인 시뮬레이션 소프트웨어가 핵심 기술



자료: 지이모션, 대신증권 Research Center

롯데케미칼

(011170)

위정원

jungwon.weee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

90,000

하향

현재주가

68,100

(25.03.26)

화학업종

KOSPI	2643.94
시가총액	2,913십억원
시가총액비중	0.14%
자본금(보통주)	214십억원
52주 최고/최저	124,500원 / 53,400원
120일 평균거래대금	148억원
외국인지분율	21.88%
주요주주	롯데지주 외 38 인 54.57% 국민연금공단 6.28%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.9	11.6	-25.5	-43.5
상대수익률	0.8	2.6	-24.7	-41.1



Steady & Slow

- 1Q25 예상 OP -1,417억원으로 시장기대치(-1,401) 부합 전망
- 3개 분기 연속 주요제품 스프레드 개선, 첨단소재부문 견조한 마진을 지속
- 단, 3월 이후 에틸렌-납사 스프레드 축소로 2Q 마진 개선세 둔화 전망

투자의견 매수 유지, 목표주가 90,000원으로 하향

목표주가는 12MF BPS 301,965원에 PBR 0.3배 적용. 유동성 리스크 감소에 따른 과거 사이클 대비 밸류에이션 할인 요소 축소는 긍정적. 단, 동북아 역내 설비 폐쇄를 능가하는 NCC 증설 물량 유입으로 수급 개선 여부는 여전히 불확실. 1Q 이후 실적 개선 정도에 따른 주가 변동성 확대는 경계해야 할 필요

1Q25 Preview: 예상 OP -1,417억원으로 적자폭 축소

기초소재(올레핀+아로마틱스), LC타이탄, 첨단소재 부문 전분기대비 이익개선 전망. 동사의 기초소재부문 예상 OP -658억원으로 전분기에 이어 적자폭 축소. 동분기 에틸렌 평균 스프레드 184.4달러/톤(QoQ +19.2%)으로 여전히 적자권이나 3개 분기 연속 꾸준한 개선세 지속. 기초소재 부문 내 아로마틱스 흑자 전환(1Q OP 97억원, QoQ +209억원) 추정. 주요제품 PIA(273.7달러/톤, QoQ +64.1%) 및 O-X(276.1달러/톤, QoQ +49.2%) 스프레드 큰 폭으로 개선.

첨단소재부문 견조한 PC 마진 유진되는 가운데 비수기 종료에 따른 판매량 증가로 OP 451억원, QoQ +51.9%, YoY +1.6% 전망. 단, LC USA 예상 OP 74억원으로 QoQ -59.7% 전망. 동분기 에탄 가격 급등(QoQ +24.1%)에 따른 마진 축소 및 겨울철 한파에 따른 가동률 조정에 기인

실적 개선 정도에 따른 주가 변동성 확대는 경계해야 할 필요

25년 3월 이후 주요 제품 스프레드 다소 조정. 다운스트림 수요 부진 지속되는 가운데 납사 가격 강세로 스프레드 축소 불가피. 2Q 이후 중국 내 신규 크래커 가동(Wanhua Chemical, 120만톤/연, ExxonMobil, 160만톤/연)으로 납사 수요 증가하는 반면, 2Q 동북아 지역 내 정제설비 정기보수 집중 및 중국 독립정유사 가동률 하락으로 공급 축소.

중국의 대규모 경기부양책 및 러-우 전쟁 종료에 따른 화학 제품 수요 상승 개연성은 여전히 유효. 단, 25년 중국의 에틸렌 예상 소비증분 283만톤으로 YoY +5.9%인 반면 증설물량 876만톤으로 YoY +16.2%로 수급 개선 가능 여부는 여전히 불확실. 동사의 영업적자 규모가 지속적으로 축소되고 있다는 점에서 현재 역사적 저점 수준의 밸류에이션(PBR 0.21배) 상승 매력도 높으나 실적 개선 강도에 따른 주가 변동성 확대는 경계할 필요가 있다는 판단

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25(F)				2Q25			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	5,086	4,896	5,308	5,189	2.0	6.0	5,251	5,389	2.7	3.8
영업이익	-135	-234	-113	-142	적지	적지	-140	-47	적지	적지
순이익	-85	-1,068	-77	-400	적지	적지	-143	-330	적지	적지

자료: 롯데케미칼, FnGuide, 대산증권 Research Center

오스코텍 (039200)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

59,000

유지

현재주가

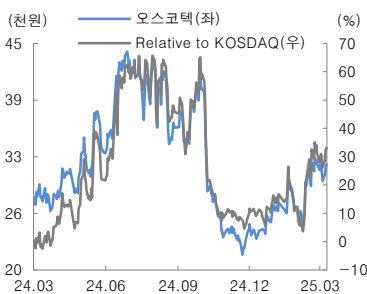
(25.03.26)

31,650

제약업종

KOSDAQ	716.48
시가총액	1,211십억원
시가총액비중	0.32%
자본금(보통주)	19십억원
52주 최고/최저	44,100원 / 21,700원
120일 평균거래대금	115억원
외국인지분율	10.51%
주요주주	김정근 외 5 인 12.85% 지케이에셋 외 3 인 9.79%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	19.0	33.8	-7.7	11.8
상대수익률	28.1	26.2	0.3	43.0



경영진 교체에 따른 영향은 제한적

- 투자 의견 매수, 목표주가 59,000원 유지
- 25년 오스코텍 주주총회, 김정근 대표 재선임안 부결
- 회사 경영에 미치는 영향은 제한적, 자회사 상장 방향성이 중요

투자 의견 매수, 목표주가 59,000원 유지

김정근 대표이사의 재선임안이 부결되었으나, 윤태영 각자대표가 경영권을 이어받으며, 경영 공백은 제한적일 것으로 판단. 핵심 파이프라인 라즈클루즈에 대해서는 긍정적인 임상 결과 발표가 이어지고 있으며, 글로벌 상업화 역시 계획대로 진행중, 더불어, 후속 파이프라인 임상도 순항중이며 동사의 중장기 성장 모멘텀은 여전히 유효. 제노스코 상장 관련 우려는 이미 상당 부분 주가에 반영되었으며, 이번 사태를 계기로 주주 친화적인 결정이 강화된다면, 주가 리레이팅의 계기가 될 수 있음. 따라서 투자 의견 매수, 목표주가 59,000원 유지함

25년 오스코텍 주주총회, 김정근 대표 재선임안 부결

25년 3월 27일 열린 오스코텍 27기 정기 주주총회에서 김정근 대표이사의 재선임안이 찬성 22.2%, 반대 40.5%로 부결됨. 김정근 대표는 동사의 창업자 및 최대주주(지분율 12.46%)로서 20년 이상 경영을 이어왔으나, 소액주주 연대의 조직적 반대가 결정적으로 작용. 소액주주 반대의 핵심은 자회사 제노스코의 코스닥 상장 추진이 오스코텍 주주가치를 훼손할 수 있다는 우려에 기 반함. 24년 10월 제노스코가 코스닥 상장 예비심사를 청구한 이후, 소액주주들은 4차례 걸친 공개서한 발표와 현장 시위를 통해 강한 반대 입장을 지속 표명함. 김 대표는 공개적인 주주 반발에도 불구하고 상장 의지를 철회하지 않았고, 결국 재선임안이 부결되는 결과로 이어짐

회사 경영에 미치는 영향은 제한적, 자회사 상장 방향성이 중요

김정근 대표 임기는 25년 3월 28일 종료되나, 윤태영 각자대표가 단독으로 경영권을 이어받아, 공식적인 경영 공백은 발생하지 않을 것으로 예상됨. 윤태영 대표는 2020년 각자대표로 선임된 이후 신약 연구개발을 총괄하였기에 향후 동사의 핵심 파이프라인 개발 전략은 일관성을 유지할 가능성이 큼. 단 기적으로 회사 경영에 큰 혼선은 없을 것으로 판단됨

이번 대표 선임안 부결은 자회사 상장에 대한 소액주주 반대에서 비롯된 만큼, 향후 제노스코 상장의 방향성에 따라 주가 흐름이 좌우될 가능성이 높음

SK스퀘어 (402340)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

110,000

유지

현재주가

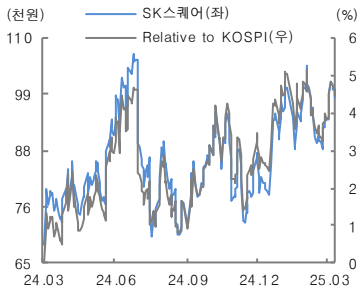
97,900

(25.03.27)

통신서비스업중

KOSPI	2607.15
시가총액	13,074십억원
시가총액비중	0.61%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	106,700원 / 70,400원
120일 평균거래대금	287억원
외국인지분율	51.96%
주요주주	SK 외 9 인 31.82% Macquarie Investment Management Business Trust 외 3 인 6.90%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.6	22.5	14.9	23.5
상대수익률	4.2	13.0	16.8	30.5



주주환원은 24/7

- 25.4~9월 자사주 1천억원 취득 후 소각 계획 공시
- 23년 주주환원 정책 제시 후 누적 5.1천억원, 25E 3.6~4.6천억원
- 강화되는 주주환원 및 포트폴리오 가치 향상으로 할인율 축소, 65% 수준

투자의견 매수(Buy), 목표주가 110,000원 유지

목표주가는 NAV에 할인율 60% 적용, 21.11.29 분할 신규 상장 후 형성된 할인율은 56~77%, 평균 70%. 할인율 밴드 하단 적용

향후 SK스퀘어의 보유 포트폴리오 가치 상승과 자사주 취득/소각 등을 반영하여 할인율을 50%로 적용할 경우, 현재 NAV 기준 TP는 14만원까지 적용 가능

자사주 1천억원 취득 공시, 23년 이후 누적 취득/소각(예정) 금액은 5.1천억원

전일 SK스퀘어는 자사주 신탁계약 체결, 기간은 4/1~9/30, 금액은 1천억원

SK스퀘어의 주주환원 정책(23~25년): 경상 배당수입의 30% 이상과 Harvest 성과의 일부를 자사주 매입 후 전량 소각 또는 현금 배당. 누적 금액은 5.1천억원 23.3~23.9월 1.1천억원 취득, 23.10월 소각

23.8~24.3월 2천억원 취득, 24.4월 소각. SK실더스 지분 일부 매각 관련

24.11~25.2월 1천억원 취득, 25.4월 소각 예정

25.4~25.9월 1천억원 취득 후 소각 예정

당사 추정 25년 주주환원은 3.6~4.6천억원, 시총의 2.7~3.5% 수준

경상 배당수입의 30%에 해당하는 주주환원 2천억원은 시행 및 예정

SK실더스 매각 대금 잔여분 관련 주주환원은 1.6~2.6천억원으로 추정

지속적으로 강화되는 주주환원 및 포트폴리오 가치 향상으로 할인율 축소

스퀘어의 주가는 NAV의 83%를 차지하는 하이닉스와 상당히 유사하게 움직이지만, 강화되는 주주환원과 개선되는 보유 포트폴리오 가치에 따라 할인율 축소 중

21.11월 분할 상장 후 최대 77%까지 상승했던 할인율은 23년부터 주주환원이 시작되면서 축소, 24년부터는 60%대에 진입하여 전일 기준 65% 수준

전일 기준 YTD 수익률은 스퀘어 +25%, 하이닉스 +19%

27년 할인율 50% 이하 달성을 위해서는 보유 포트폴리오의 가치 향상도 필요

27년 주요 포트폴리오의 흑자 달성 목표, 24년 11번가 OP -754억원(+504억원 yoy), TMAP OP -434억원(+356억원 yoy) 등 실적 개선 중

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,276	1,907	2,183	2,343	2,507
영업이익	-2,340	3,913	5,251	5,975	7,407
세전순이익	-2,598	3,836	5,229	5,962	7,392
총당기순이익	-1,315	3,651	4,968	5,663	7,023
지배지분순이익	-1,287	3,714	5,067	5,777	7,163
EPS	-9,137	27,346	38,280	44,661	56,693
PER	NA	2.9	2.6	2.2	1.8
BPS	107,921	140,137	180,028	226,336	285,554
PBR	0.5	0.6	0.5	0.4	0.3
ROE	-8.0	21.7	23.6	21.8	21.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: SK스퀘어, 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.