

# Morning Meeting Brief

## Daishin's View

### [Daishin's View] 2025년 4월 2주차

- 큰 추세는 금리 하향 안정화이나 수급 불안은 경계, 트럼프 관세 발표 이후 달러 약세 전환
- 상호 관세, 정치 리스크 등 불확실성 정점 통과, 펀더멘털 동력과 외국인 순매수로 KOSPI 상승 반전 예상, Buy the dip 전략 유효
- 낮은 원유공급 상쇄한 관세 리스크, 중국+인도 수요 복귀 주목 / 주택시장은 불확실성에 거래감소 & 상업용 부동산 FI 투자증가 기대

## Strategy

### 탄핵 인용, 조기 대선 국면으로 전환, KOSPI 전망과 정책 분석/대응전략

- 탄핵 인용으로 정치 리스크 해소 & 조기 대선국면 전환
- 정치적 리스크로 눌려있던 KOSPI, 펀더멘털에 기반한 상대적 강세 예상
- 대선국면 도입에 따른 여야 정책 방향성에 주목할 필요

이경민, kyoungmin.lee@daishin.com

## Global Strategy

### [일본 마켓 레이터 Weekly / 4월 2주차 전략] 미국 발 작금의 상황보다 日 중장기적 변화(M&A) 살필 때

- 美 상호 관세 후폭풍, 시간이 지날수록 금융시장 혼란 제한, 중장기적으로 日 금융시장 변화에 초점을 맞추는 분석이 더 유효
- 과거 일본 M&A 시장, 적대적 M&A 금기시, 현 정부 암묵적 권고 등 변화, 세븐앤아이 홀딩스 M&A 이후, 해외자본 日 기업 인수 본격화
- 향후 日 M&A 시장 변화, 성장 동력으로 日 증시 새로운 평가 받는 요인

문남중, namjoong.moon@daishin.com

## Fixed Income

### 다시 강화되는 인하 기대, 그러나 추격 매수는 조심

- 탄핵 인용으로 정치적 불확실성 해소, 기준금리 인하 기대 다시 본격화될 것
- 다만 이미 시장금리가 너무 빠졌다. 관세 충격 등에 경기 둔화 우려 선반영
- 인하 시기는 4월보다는 5월 유력. 가계부채 및 금융안정 감안 시 연속 인하 어려워

공동락, dongrak.kong@daishin.com

## ESG

### 돈이 되는 ESG (2025.4월호)

- [한국] 배당 테마로 자금 유입 지속
- [미국] 스테그플레이션 우려 속 비미국 국가의 경기부양책은 Non-US 자산 매력도 부각
- [거버넌스] 밸류업 및 주주가치 액티브 ETF 약세, 그러나 '주주환원가치'에 주목

이경연, kyungyeon.lee@daishin.com

[Industry Report] 유통업: 대선과 소비

- 수출 의존도가 점점 심해지는 내수 소비
- 대선은 소비에 매우 긍정적인 이벤트
- 소비 심리 개선에 수혜가 가장 큰 채널은 백화점

유정현. junghyun.yu@daishin.com

[기업분석] 현대백화점: ROE 6%를 향해 순항

- 백화점 경성 투자 부담 적어 수익성 상대적으로 양호
- 지누스 턴어라운드 지속 등 1분기 양호한 실적 달성 전망
- 2027년 ROE 6%대 달성을 향해 순항 중

유정현. junghyun.yu@daishin.com

[기업분석] 롯데쇼핑: 실적 가시성 개선의 의미

- 1분기 매출 부진, 그러나 보수적 비용 집행으로 이익 개선 전망
- P/B 0.1배는 주가 하단 지지해주는 역할
- 실적 가시성 개선으로 valuation trading 가능해진 점 매우 긍정적

유정현. junghyun.yu@daishin.com

[기업분석] 신세계: 조금씩 개선되고 있다

- 백화점 기존점 성장률 1%대 기록하며 손익 소폭 감소 예상
- 면세점 구조조정 노력으로 적자폭 축소 예상
- 럭셔리 MD 중심 리뉴얼 효과로 하반기 매출 및 손익 개선 전망

유정현. junghyun.yu@daishin.com

[1Q25 Preview] 자동차/부품: 역발상을 해볼법한 밸류

- 1Q25 Preview: 기대 대비 무난한 실적 시즌. 부품사 상저하고 흐름 뚜렷
- 관세 우려로 관심 제한적. 모멘텀/이벤트 보유한 종목 중심의 선별은 필요
- 역발상을 해볼법한 밸류. 탐픽: 현대차/에스엘, 관심: 현대오토에버

김귀연. gwiyeon.kim@daishin.com

[1Q25 Preview] 현대차: 불확실성은 해소, 반등 기회 모색할 필요

- 1Q25 OP 3.4조로 컨센/직전 추정에 부합하는 양호한 실적 예상
- 관세 불확실성은 완화. 이후 대응 전략/2H25 실적 반영이 관건
- 현지생산/GM협력/환율 통한 대응 예상. 저평가 속 반등 기회 주목

김귀연. gwiyeon.kim@daishin.com

[1Q25 Preview] 에스엘: 부품주 탐픽 유지!

- 상반기 이익모멘텀 재차 강화되며 업종 내 매력 우위 지속될 것
- 1) 팰리 신차 수혜, 2) 북미/인도 물량 수혜, 3) 신사업 기대 유효
- 1Q25 OP 1,175억원/컨센 부합 예상. 부품주 Top Pick 유지!

김귀연. gwiyeon.kim@daishin.com

[1Q25 Preview] 아모레퍼시픽: 비중국 확대 지속

---

- 1Q25 영업이익 964억원(YoY 33%, OPM 9.4%) 전망
- 중국 QoQ 적자폭 축소세, 25년 하반기 턴어라운드 기대감 유효
- COSRX 매출은 역성장 예상하나, 자체 브랜드 서구권에서 고성장 지속

정한솔. hansol.jung@daishin.com

---

## 2025년 4월 2주차

### [금리] 국고 3년 2.40~2.65%

**큰 추세는 여전히 금리 하향 안정화, 그러나 수급 불안은 경계해야**

예상보다 큰 폭의 관세 부과에 따른 경기 둔화 리스크 부각. 미국 시장금리는 그간 관세로 인한 인플레이션 우려가 부각됐으나 향후에는 경기 하강 리스크가 물가를 압도할 가능성

한국은 정치적 불확실성 해소에도 경기 둔화 우려가 상존함에 따라 시장금리의 추세적인 하락 경로 지속될 것. 다만 추경에 따른 수급 부담 등으로 금리 하락 속도 점진적일 전망

### [환율] 달러원 환율 1,385~1,485원

**트럼프 관세 발표 이후 미 달러 약세 전환**

달러가치는 트럼프 정부의 고관세 부과 발표에 성장 경로 불확실성 반영, 수요 약화로 급락. 속도 조절은 불가피하나 당분간 약세 흐름 예상

달러원환율은 달러 약세 전환에 국내 정치 불확실성 해소로 급락. 여타 통화와 키 맞추기 흐름. 내수 부양 강화로 달러원 환율 추가 하락 가능성 열어둘 필요

### [국내 증시] KOSPI 2,420 ~ 2,650p

**불안심리 정점 통과. 펀더멘털 동력과 외국인 순매수로 KOSPI 상승 반전 예상**

4월 2일 트럼프 상호관세 충격으로 KOSPI 레벨다운. 트럼프 관세정책 불안/경계심리, 불확실성 정점 통과, 변동성 완화 국면 진입. KOSPI 2,400선대에서 등락은 비중 확대 기회

양호한 4월 수출과 1분기 실적 기대에 근거한 KOSPI 상승 전망. 국내 정치적 리스크 해소, 원화 강세 압력 확대는 외국인 순매수 전환으로 이어지며 KOSPI 상승 탄력에 힘을 더할 것

### [글로벌 증시] S&P500 5,300 ~ 5,800p

**봄이 찾아오는 글로벌 증시. 미국 증시는 자존심을 만회할 것**

올해 2~3월 미국 증시 하락은 지난해 7~8월 국면과 동일, 4월에 접어들게 되면 빠르게 낙폭을 만회할 것. 반등을 넘어 상승 전환 예상. Buy the dip 전략 유효

4월 2일 상호 관세 부과 기점으로 트럼프 통상 정책 불확실성 완화. 양호한 경제 상황 속에 FOMC 연준 금리 인하 기대, 1Q 어닝시즌 기대 유입, 美 2세대 반도체주 관심 증가에 기인

### [원자재] WTI 65~76\$/bbl.

**낮은 공급 상쇄한 트럼프 상호 관세 리스크, 그러나 중국+인도의 수요 복귀 주목**

트럼프의 상호 관세 발표로 미국의 고용 둔화(침체) 우려 재부각. 미국 내 기업들의 투자 연기 → 보수적인 고용 스탠스 → 석유(여행) 수요 약화 가능성이 공급 감소 이슈 상쇄

그러나 여전히 유가 회복 방향 유효. 베네수엘라에 이어 대이란 제재(생산-판매-결제) 강화, 이는 이들로부터 염가의 원유 의존하는 중국+인도의 수요를 국제 시장으로 복귀시킬 부분

### [부동산] 주택 : 강보합, 상업 : 보합.

**주택 정책 불확실성에 거래 감소, 상업용 낮아진 가격 레벨로 FI 투자 증가 기대**

주택 : 토허제 재지정으로 주요4구 관망세 짙어질 전망. 풍선효과 나타날 수 있으나 금융 환경 강화로 영향은 제한적일 전망. 금융/규제 환경 불확실성으로 2분기 이후 거래량 감소 예상

상업 : 높아진 임대료 부담으로 임차인 이탈 나타나면서 점진적인 공실률 증가 지속 예상되나, 가격 레벨 낮아져 연간 거래량은 소폭 증가 및 FI 투자 증가 기대

Strategist 이경민

kyoungmin.lee@daishin.com

## 탄핵 인용, 조기 대선 국면으로 전환. KOSPI 전망과 정책 분석/대응전략

- 탄핵 인용, 정치 리스크 해소 & 조기 대선국면 전환 모멘텀 유입 가능
- 정치적 리스크로 눌려있던 KOSPI. 펀더멘탈에 기반한 상대적 강세 예상
- 대선국면 도입에 따른 여야 정책과 산업별 방향성에 주목할 필요

### 탄핵 인용= 정치 리스크 해소 & 조기 대선국면 전환

4월 4일 헌법재판소, 윤석열 대통령 탄핵심판 선고에서 만장일치로 탄핵 인용을 결정. 정치적 리스크 해소되며 국내 금융시장 변화의 모멘텀 유입. 행정부 수장 부재에 따른 불확실성 해소. 조기대선일은 최대한 늦춰진 6월 3일이 될 가능성 높음. 대선 후보를 뽑는 당내 경선 일정, 이후 선거운동 기간 등을 고려. 앞서 박근혜 전 대통령은 2017년 3월10일 파면, 조기 대선은 파면 선고 후 60일째인 5월 9일(화)에 진행. 정치적 불확실성 국면에서 대선 국면으로 국면 전환, 유력 후보자들의 정책 기대감 등 유입, 경기부양 정책 기대 가세하면서 긍정적 모멘텀 유입될 수 있을 것

### 원화 강세, 외국인 수급 개선 + 내수 경기 회복 기대

국내 정치 리스크가 장기화되면서 달러 약세에도 불구하고, 원화는 차별적인 약세를 기록. 달러대비 원화 약세 강도는 2023년 이후 최고치 경신하며 외국인 매도 지속. 정치적 리스크가 경기 불안과 원화 약세 압력 확대를 동시에 높여 놓음. 정치적 리스크 완화로 환율 안정되며 오히려 추가 금리인하 단행이 가능하다고 판단

경기 회복 기대가 되살아나는 가운데 금리인하까지 가세하면서 소비심리, 투자심리 회복에 힘이 실릴 전망. 박근혜 전 대통령 탄핵 국면에서도 소비심리 지수가 급반등세를 보인 바 있음. 소비자물가지수 둔화로 실질임금 오히려 증가 추세가 나타나고 있던 가운데, 실질 소매판매 지수는 정치적 불확실성 완화되면서 플러스 전환 가능한 위치. 물가 안정된 상황에서 경기 회복 기대가 되살아나는 가운데 금리인하까지 가세하면서 소비심리, 투자심리 회복에 힘이 실릴 전망.

국내 소비 회복 가능성에 근거한 소매(유통), 음식료, 의류 등 내수 소비 관련주 주목

### 정치적 리스크로 눌려있던 KOSPI. 펀더멘탈에 기반한 상대적 강세 예상

글로벌 경기 사이클, 특히 중국 경기 사이클이 상승세에 따라 한국 경기선행지수도 상승 반전. 24년 12월 이후 3개월 연속 한국 OECD 경기선행지수 상승. 최근 관세 우려로 인한 선수요 유입, 글로벌 제조업 경기 회복이 가시화되는 상황에서 한국 경기 회복 사이클은 당분간 지속될 전망. 이 과정에서 한국 기업 실적 또한 우려했던 것보다 양호한 결과를 보여줄 가능성 높다고 판단

KOSPI 25년 연간 영업이익 전망은 올해 저점대비 0.8조원, 0.3% 상향조정. 특히 반도체는 2.6조원 25년 연간 영업이익 전망 상향조정. 25년 저점대비 4.1% 상향조정. 2차전지와 화장품/의류, 건설, 금융 등을 제외할 경우 다수 업종에서 실적 전망 상향조정 중. 1분기 실적 시즌을 지나며 25년 연간 영업이익 전망이 추가적으로 상향조정되면서 KOSPI 상승 동력이 될 전망

### 대선국면 도입에 따른 여야 정책 방향성에 주목

공통: AI, 바이오, 반도체, 친환경에너지, 탄소중립기술 등 국가 전략 산업으로 육성. 디지털 및 신산업 등 R&D 정책. 부동산 및 주요 인프라 공급확대. ISA 비과세 혜택 확대기조, 증권업 직접 수수료 유가증권 거래시장 활성화 가능

진보정당 : 신재생에너지, ESG, 수소에너지, 미디어/엔터 등 문화콘텐츠 산업 등

보수정당 : 원자력에너지, 우주산업, 금융업, AI, 자율주행 모빌리티, UAM 등

# Global Strategy

Global Strategist 문남중  
namjong.moon@daishin.com

## 미국 발 작금의 상황보다 日 중 장기적 변화(M&A) 살필 때

- 美 상호 관세 후폭풍, 시간이 지날수록 금융시장 혼란 제한
- 과거 일본 M&A 시장, 적대적 M&A 금기시. 현 정부 암묵적 권고 등 변화
- 향후 日 M&A 시장 변화, 성장 동력으로 日 증시 새로운 평가 받는 요인

4.2일 美 상호 관세 발표 후, 후폭풍이 엔화 강세, 日 증시 하락으로 연결되고 있지만 당장 손쓸 수 없는 위험에서 비롯된 것은 아닌 바, 금융시장 혼란은 연속적일 수 없다. 각국의 금리 인하, 재정지출 확대 등 美 관세 부과에 따른 자국 경기 둔화를 방어하기 위한 대응책이 연쇄적으로 나오면서 극도의 혼란도 안정을 되찾아 갈 것이다. 일본 엔화, 증시 역시 점진적으로 불안정성은 낮아질 것으로 보여, 중장기적으로 성장과 안정이라는 큰 틀에서 일본 금융시장의 변화에 초점을 맞춘 분석이 더 유효할 것이다.

과거 일본 M&A 시장은 해외자본 등을 중심으로 한 적대적 M&A 금기시 됐다. 하지만 캐나다 유통 대기업 '알리망타시용 쿠슈타르'의 '세븐앤아이 홀딩스' 인수를 시작으로 해외자본의 일본 기업 인수 움직임이 본격화되고 일본 정부 역시 M&A에 대해 거부보다는 신중한 검토를 권고하고 있다.

일례로 대만 MLCC 업체 '귀쥬구편(Yageo)'는 일본 전자장비 및 부품 업체 '시바우라 전자'에 대해 올해 5월 주식공개매수 의향을 밝혔다. 또한 일본 정밀 모터 제조업체 '니텍은' 자동차 관련 선반 업체 '마키노 후라이스제작소'에 대한 전격 인수를 제안했다. 그 외 해외 헤지펀드들은 시세이도, 닌텐도, 올림푸스 등의 기업을 잠재적 인수 후보로 언급하고 있다.

도쿄증권거래소는 향후 시가총액 등 상장기준 미달 기업에 대한 유예 기간을 종료하고 2028년 TOPIX 편입 종목 수를 1,200개까지 줄일 예정이다. 이는 해외자본의 일본 기업에 대한 M&A를 활성화하고, TOPIX 잔류를 위한 해외 기업 인수 등 일본 증시의 매력도를 높여가는 계기가 될 것이다. 일본 M&A 시장의 변화는 성장 동력으로 향후 일본 증시가 새로운 평가를 받는 한 가지 요인이 될 것이다.

### 이번 주 중요 경제지표 및 이벤트(25.4.7~4.13)

경제지표 & 이벤트명	국가	일정	전기치	예상치	방향성	내용 및 시사점
3월 공작기계수주	일본	4.9	3.5% YoY	-	-	트럼프 상호관세 발표 전, 선수요 증가로 증가세 이어갈 가능성
3월 은행대출	일본	4.9	3.1% YoY	3.1% YoY	-	BOJ 금리 인상 여파로 기계, 기업의 대출 수요 감소 여지
3월 CPI / 근원	미국	4.10	2.8 / 3.1% YoY	2.6 / 3.0% YoY	▼ / ▼	미국, 물가 상승 우려 낮아지며 엔화 강세 요인

일자	국가	주요 지표	기간	단위	전기치	예상치	대비
4.7	일본	근로자 총 임금소득	2월	% YoY	2.8	-	-
	일본	경기선행지수	2월	P	108.3	107.8	▼
4.9	일본	공작기계수주	3월	% YoY	3.5	-	-
4.10	일본	은행대출	3월	% YoY	3.1	3.1	-

기준일: 25. 4. 4  
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

# Fixed Income

Fixed Income Strategist 공동락  
dongrak.kong@daishin.com

Fixed Income

## 다시 강화되는 인하 기대, 그러나 추격 매수는 조심

- 탄핵 인용으로 정치적 불확실성 해소, 기준금리 인하 기대 다시 본격화될 것
- 다만 이미 시장금리가 너무 빠졌다. 관세 충격 등에 경기 둔화 우려 선반영
- 인하 시기는 4월보다는 5월 유력. 가계부채 및 금융안정 감안 시 연속 인하 어려워

헌법재판소의 탄핵 인용으로 그간 금융시장을 압도했던 정치적 불확실성 요인이 크게 해소됐다. 물론 곧이어 치러질 조기 대통령 선거를 앞두고 정치 변수가 여전히 주요 가격 변수들에 영향을 줄 수 있겠지만, 적어도 전례가 없었던 계엄과 탄핵 정국이라는 정치 변수들이 주는 경직성은 크게 줄어든 것으로 보인다.

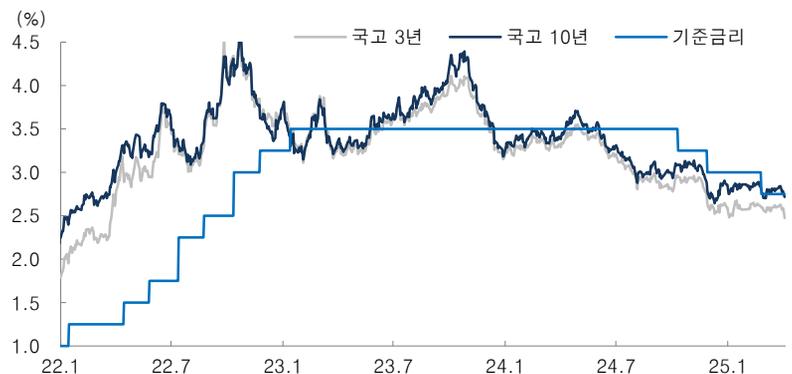
이에 채권시장은 기준금리 인하 기대를 본격적으로 시장금리에 프라이싱할 것으로 보인다. 그 과정은 그 동안 막연하게 '조만간 기준금리가 인하될 것'이란 기대에서 보다 구체적으로 인하 시기나 폭에 대한 기대까지도 반영하는 과정이 유력하다.

당사가 이처럼 기준금리 인하 기대의 본격화를 예상하면서도 종전보다 구체적으로 인하 시기나 폭까지 섬세하게 챙겨볼 필요가 있다는 견해를 밝히는 이유는 시장금리가 이미 인하 기대를 앞서 반영하며 크게 낮아졌기 때문이다. 이른바 통화정책에 대한 기대와 채권 운용 전략 간의 방향성이 엇갈릴 수 있는 시기라는 의미다.

우선 당사는 4월보다는 다음 달인 5월에 기준금리 인하를 예상한다(5월 한은 금통위에서 기준금리 2.75%에서 2.50%로 인하 전망). 탄핵 인용으로 정치적 불확실성이 해소됐음에도 가계대출 증가에 따른 금융안정 문제가 부각된 상황으로 인해 2월에 이어 기준금리를 연속으로 인하하기가 쉽지 않을 것이란 전망을 반영한 것이다.

실제 이창용 한국은행 총재는 최근 한 컨퍼런스에서 부동산 신용 집중에 대한 문제점을 언급하며 가계부채 축소에 대한 견해를 밝혔다. 이총재는 한은 총재로 취임한 직후부터 가계부채 및 금융안정에 대한 강조를 해 왔는데, 지난 3월 서울 일부 지역의 부동산 가격 급등 직후 4월 기준금리 인하를 재개하는 것은 쉽지 않을 것이라는 견해다.

### 한국 기준금리와 국고 3년, 10년 금리



자료: 한국은행, 금융투자협회, 대신증권 Research Center

# ESG

Sustainable Investing Analyst 이경연  
kyungyeon.lee@daishin.com

## 돈이 되는 €\$G (2025.4월호)

- [한국] 배당 테마로 자금 유입 지속
- [미국] 스태그플레이션 우려 속 비미국 국가의 경기부양책은 Non-US 자산 매력도 부각
- [거버넌스] 밸류업 및 주주가치 액티브 ETF 약세, 그러나 '주주환원가치' 에 주목

### [국내 상장 ESG ETF] 배당 테마로 자금 유입 지속, 우수한 수익률 기록

3월 한국 상장 ESG ETF 시장에서는 배당 테마로의 자금 유입이 두 달 연속 이어졌다. 반면, 전월 우수한 성과를 기록했던 중국 전기차 및 2차전지 펀드는 중국 경기 부양 기대감 약화와 미국의 관세 우려로 하락세로 전환되었다. 배당 테마 펀드는 전반적으로 상위권 수익률을 기록했으며, 특히 상법 개정 이슈로 부각된 CJ, 한화, 이마트 등 주요 종목의 강세가 두드러졌다.

### [미국 상장 ESG ETF] 美 스태그플레이션 우려 속 비미국 국가들의 경기부양책 강화는 달러 약세로 이어져 Non-US 펀드 성과 개선

미국 상장 ESG ETF 시장은 기존 미국 중심 전략에서 변화가 나타났다. 미국 스태그플레이션 우려 속에 중국, 독일을 중심으로 한 Non-US 국가들의 경기부양책 강화, 이로 인한 달러 약세가 Non-US 자산의 매력도 부각으로 이어졌다, 이에 따라 Non-US 중심 포트폴리오의 ESG 펀드들이 상대적으로 우수한 성과를 보였다.

### [거버넌스 관련 주요 액티브 펀드 비교]

#### 밸류업 및 주주가치 액티브 ETF 수익률 하락, 그러나 주주환원가치주에 주목

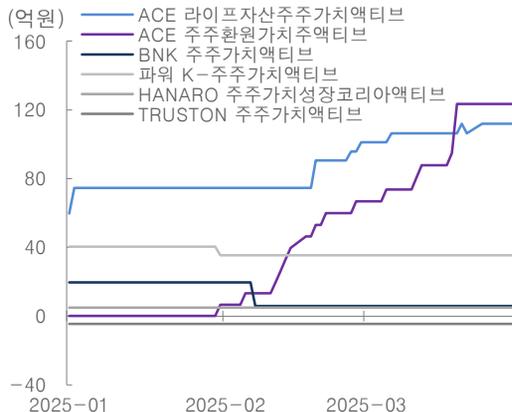
밸류업 및 주주가치 테마의 국내 액티브 ETF는 전반적으로 수익률이 부진했다. 그러나 주주환원 가치에 초점을 맞춘 ACE 주주환원가치주액티브(447430)로는 2개월 연속 자금이 꾸준히 유입되며 누적순유입액 12억원, AUM 312억원(전달 대비 +66억원)으로 가장 뚜렷한 증가세를 나타냈다.

그림 1. Non-US 중심 포트폴리오의 ESG 펀드 성과 개선세



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 2. 주주가치 액티브 펀드의 누적순유입액



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

# 유통업

# 대선과 소비

- 수출 의존도가 점점 심해지는 내수 소비
- 대선은 소비에 매우 긍정적인 이벤트
- 소비 심리 개선에 수혜가 가장 큰 채널은 백화점

## 수출 의존도가 점점 심해지는 내수 소비

한국의 소비는 수출과 같은 대외 변수에 크게 의존. 우리나라는 반도체와 같은 주력 수출 품목의 수출 의존도가 매우 높고, 글로벌 경기 상황에 따라 경제성장률이 크게 좌우. 내수 소비는 우리 경제의 높은 대외 의존도로 인해 독자적으로 호전되기 어려운 상황이며 이러한 구조는 점점 더 심화

## 대선은 소비에 매우 긍정적인 이벤트

한국의 소비 성향은 장기 기대 성장을 하락, 인구 고령화로 추세적으로 하락 중. 그러나 소비성향은 미래의 불확실성에 대한 소비자들의 심리를 대변하는 것인만큼, 미래의 불확실한 면이 일정 부분 개선될 경우 상승하기도 함. 대표적으로 대선은 소비 성향을 개선시키는 매우 긍정적인 이벤트로 작용. 이는 새정부의 정책에 대한 기대감이 반영되기 때문. 특히 탄핵과 같은 정치적 불확실성 이후 치러지는 대선은 소비 성향 상승과 심리 개선에 매우 긍정적으로 작용할 것으로 전망

한편 코로나 이후 급격히 증가하던 해외 여행도 고환율 영향으로 주춤한 추세. 소비가 해외 지출로만 쏠리던 것들이 진정되는 상황도 국내 소비에는 다소 긍정적일 것으로 전망됨. 소비 심리 개선, 소비 성향 상승으로 국내 유통사들 수혜가 예상되는데 이 중 가장 수혜가 큰 채널은 백화점이 될 것으로 전망

## 기업분석

- 현대백화점(069960): ROE 6%를 향해 순항(BUY, TP 70,000원 유지)
- 롯데쇼핑(023530): 실적 가시성 개선의 의미(BUY, TP 80,000원 상향)
- 신세계(004170): 조금씩 개선되고 있다(BUY, TP 170,000원 유지)

## 새 정부 출범과 소비성향



주: 2017년 하반기부터 데이터 산출 기준 변경. 2019년부터 새 기준으로 산출, 그 사이에 데이터 단절  
 자료: 통계청, 대신증권 Research Center



유정현 junghyun.yu@daishin.com

투자의견

# Neutral

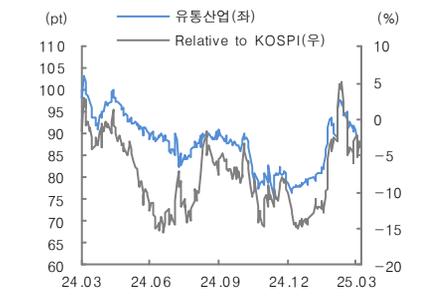
중립, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
현대백화점	Buy	70,000원
롯데쇼핑	Buy	80,000원
신세계	Buy	170,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.3	12.4	-2.2	-14.0
상대수익률	-1.5	10.4	0.7	-6.4



# 현대백화점 (069960)

**유정현**  
jung hyun.yu@dashin.com

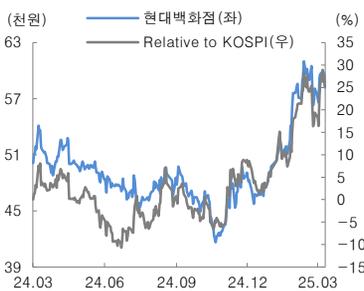
투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **70,000** 유지

현재주가 **58,200**  
(25.04.03) 유통업종

KOSPI	2486.7
시가총액	1,317십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	117십억원
52주 최고/최저	61,000원 / 41,650원
120일 평균거래대금	33억원
외국인지분율	22.75%
주요주주	현대제프홀딩스 외 2 인 39.71% 국민연금공단 10.03%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12I
절대수익률	1.9	24.4	19.5	8.
상대수익률	3.8	22.1	23.1	18.



기업분석

## ROE 6%를 향해 순항

- 백화점 경상 투자 부담 적어 수익성 상대적으로 양호
- 지누스 턴어라운드 지속 등 1분기 양호한 실적 달성 전망
- 2027년 ROE 6%대 달성을 향해 순항 중

### 투자 의견 BUY, 목표주가 70,000원 유지

투자 의견 BUY, 목표주가 70,000원(12개월 Forward P/E 6배) 유지

동대문 면세점 철수 결정으로 면세점 사업이 손익 개선이 가시권 진입. 자회사 지누스도 2024년 하반기부터 실적 개선으로 전체 수익성 개선에 크게 기여 중. 백화점의 경우 경쟁사 대비 유지 보수를 위한 경상 투자 부담이 적어 매출이 다소 부진하더라도 마진 훼손이 크지 않은 상황

한편 당사는 기업가치 제고 계획에서 2027년까지 ROE를 6% 이상 수준으로 개선 시키겠다고 언급. 과거 경기 호황 시기에 동사의 ROE 값은 2017년 6.6%, 2021년 4.1%로 2027년 6%대 달성 여부는 지켜볼 사항이지만 ROE가 2024년 -0.8%에서 올해 4%대 달성이 가능할 전망. 이는 valuation discount 해소에 기여할 것으로 예상됨

### 1Q25 Preview: 시장 눈높이에 부합하는 양호한 실적 달성 전망

1분기 매출액과 영업이익은 각각 2조 4,884억원(+2%), 946억원(+37%)으로 전망(yoy). 백화점 부문은 기존점 성장률이 1% 수준에 그치면서 영업이익이 전년비 소폭 감소한 것으로 추정됨. 주얼리 등 고가 사치품 카테고리 30% 성장, 이외 대부분 품목의 성장이 없었던 것으로 보임. 면세점은 일평균 매출액이 약 15% 이상 증가한 것으로 파악되나 손익 개선은 아직 미미했고 지누스는 턴어라운드 지속으로 큰 폭의 영업이익 개선 추세 지속되며 전사 실적 개선에 크게 기여한 것으로 판단

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	당사추정	1Q25(F)			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
순매출액	952	1,175	1,067	1,067	12.1	-9.2	1,019	1,096	7.1	2.7
영업이익	69	108	95	95	37.4	-12.2	97	67	56.2	-29.3
순이익	68	20	28	28	-59.3	39.1	69	19	흑전	-33.3

자료: 현대백화점, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
순매출액	4,207	4,188	4,711	4,775	4,841
영업이익	303	284	370	411	449
세전순이익	42	6	325	377	459
총당기순이익	-40	-1	247	287	349
지배지분순이익	-80	-36	197	250	304
EPS	-3,409	-1,543	8,721	11,037	13,421
PER	NA	NA	6.7	5.3	4.3
BPS	190,900	188,635	202,394	213,083	226,865
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE	-1.8	-0.8	4.4	5.3	6.1

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

기업분석

# 롯데쇼핑 (023530)

유정현  
jung.hyun.yu@daishin.com

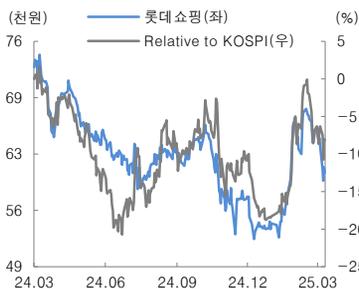
투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월  
목표주가 **80,000**  
상향

현재주가 **60,300**  
(25.04.03)  
유통업종

KOSPI	2486.7
시가총액	1,706십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	141십억원
52주 최고/최저	72,000원 / 52,300원
120일 평균거래대금	42억원
외국인지분율	8.10%
주요주주	롯데지주 외 32 인 60.40% 국민연금공단 7.01%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12I
절대수익률	-4.4	13.3	-1.6	-16.
상대수익률	-2.7	11.3	1.3	-8.



## 실적 가시성 개선의 의미

- 1분기 매출 부진, 그러나 보수적 비용 집행으로 이익 개선 전망
- P/B 0.1배는 추가 하단 지지해주는 역할
- 실적 가시성 개선으로 valuation trading 가능해진 점 매우 긍정적

### 투자 의견 BUY 유지, 목표주가 80,000원으로 상향(+18%)

투자 의견 BUY를 유지하며 목표주가를 80,000원(12개월 Forward P/E 10배)으로 상향(+18%). 목표주가 상향은 실적 상향 조정에 따른 것

동사는 지난 해 자산재평가로 P/B이 0.1배 수준까지 낮아짐. 올해 대규모 자산 상각이 반복될 가능성이 낮다는 점에서 P/B 0.1배는 추가의 하단을 지지해주는 역할을 할 것으로 판단. 복합 유통 기업으로 경기 하강 국면에서 손익의 가시성이 매우 떨어지는 단점은 상당 부분 개선되었고, 실적 가시성 개선으로 valuation trading이 가능해진 점은 매우 긍정적인 의미가 있다고 판단됨

### 1Q25 Preview: 매출 부진, 그러나 보수적 비용 집행으로 개선 전망

1분기 매출액과 영업이익은 각각 4조 9,854억원(+4%), 1,249억원(+9%) 전망(yoy). 백화점은 1-2월에 비해 3월이 부진하면서 매출액 성장은 없었지만 전년도 1분기 명퇴금 207억원 반영 효과로 영업이익은 매출 부진에도 증가할 것으로 추정. 대형마트와 슈퍼마켓의 경우 기존점 성장률 flat% 수준에 그친 것으로 파악되며 대형마트는 오키도 비용 이관이 1분기 손익에도 계속 영향을 미침. 그러나 전반적으로 각 사업 부문이 소비 경기 침체로 매출 성장은 없었음에도 불구하고 보수적 비용 집행과 전년도 부진했던 영향이 긍정적으로 작용하면서 무난한 손익 개선에 예상됨

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	당사추정	1Q25(F)			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
순매출액	3,513	3,477	3,639	3,639	3.6	4.7	3,529	3,701	8.0	1.7
영업이익	115	147	115	125	8.7	-15.2	138	68	21.5	-45.4
순이익	78	-977	40	38	-51.8	흑전	64	-4	적지	적전

자료: 롯데쇼핑, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
순매출액	14,556	13,987	14,977	15,348	15,596
영업이익	508	473	570	594	608
세전순이익	184	-1,021	276	331	352
총당기순이익	169	-994	209	252	267
지배지분순이익	174	-968	198	238	253
EPS	6,165	-34,219	6,995	8,402	8,928
PER	12.2	NA	8.6	7.2	6.8
BPS	335,593	548,061	553,800	560,971	568,694
PBR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
ROE	1.8	-7.7	1.3	1.5	1.6

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

# 신세계 (004170)

유정현  
jung.hyun.yu@dashin.com

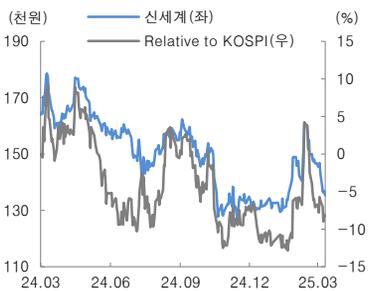
투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월  
목표주가 **170,000**  
유지

현재주가 **135,400**  
(25.04.03)  
유통업종

KOSPI	2486.7
시가총액	1,306십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	48십억원
52주 최고/최저	177,200원 / 125,900원
120일 평균거래대금	40억원
외국인지분율	14.13%
주요주주	정유경 외 3 인 29.17% 국민연금공단 10.57%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.8	3.5	-14.2	-23.6
상대수익률	-3.1	1.7	-11.7	-16.8



## 기업분석

# 조금씩 개선되고 있다

- 백화점 기존점 성장률 1%대 기록하며 손익 소폭 감소 예상
- 면세점 구조조정 노력으로 적자폭 축소 예상
- 럭셔리 MD 중심 리뉴얼 효과로 하반기 매출 및 손익 개선 전망

### 투자 의견 BUY, 목표주가 170,000원 유지

투자 의견 BUY와 목표주가 170,000원(12개월 Forward P/E 8배) 유지  
 소비 경기가 좋지 않음에도 본점이 럭셔리를 강조한 리뉴얼 단행 등 명품 집중 전략으로 하반기로 갈수록 매출 회복 예상, 동사 실적에 큰 변수로 작용하는 면세점은 지난 해 부산점 철수, 그리고 업계 구조조정 효과로 점진적인 적자 축소 예상. 실적의 본격 회복 시점은 경쟁사 대비 늦은 하반기로 예상되나 백화점업의 특성상 소비 경기 회복 시 주가는 경쟁사와 동반 회복세 보일 가능성이 높음

### 1Q25 Preview: 백화점 손익 다소 부진하나 면세점 적자 축소 전망

1분기 매출액과 영업이익은 각각 2조 9,123억원(+3%, yoy), 1,397억원(-14%, yoy) 전망. 백화점은 2월까지 고급 유행리, 시계 등 매출 성장률이 매우 높았지만 3월에 성장률이 다소 둔화되고 소비 심리가 다시 하락하면서 1분기 매출 성장률이 1%대 그친 것으로 추정. 백화점 매출 성장률 부진으로 영업이익도 감소 추세 지속된 것으로 파악. 면세점은 지난 해 4분기 부산점 철수 효과로 분기 약 50억원 이상 비용 절감 요인 발생으로 영업적자가 1분기 130억원 수준으로 대폭 축소 예상. 신세계 인터는 백화점 경기와 유사하게 패션 소비 위축으로 실적 부진 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	당사추정	1Q25(F)			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
순매출액	1,605	1,821	1,684	1,673	4.3	-8.1	1,653	1,722	7.3	2.9
영업이익	163	104	128	140	-14.3	34.9	143	105	-11.0	-25.2
순이익	103	-53	62	57	-45.0	흑전	75	35	-3.2	-37.3

자료: 신세계, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
순매출액	6,357	6,570	6,970	7,522	8,171
영업이익	640	477	488	612	626
세전순이익	453	195	306	433	421
총당기순이익	312	187	229	324	316
지배지분순이익	225	108	161	243	284
EPS	22,865	10,948	16,597	25,232	29,480
PER	7.7	12.1	8.2	5.4	4.6
BPS	427,477	433,221	464,659	503,136	551,124
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
ROE	5.4	2.5	3.7	5.2	5.6

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

# 자동차/부품

# 역발상을 해볼법한 밸류 (1Q25 Preview)

김귀연 gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견

## Overweight

비중확대, 유지

- 1Q25 Preview: 기대 대비 무난한 실적 시즌, 부품사 상저하고 흐름 뚜렷
- 관세 우려로 관심 제한적, 모멘텀/이벤트 보유한 종목 중심의 선별은 필요
- 역발상을 해볼법한 밸류. 탐픽: 현대차/에스엘, 관심: 현대오트모에버

### 1Q25 Preview: 기대 대비 무난한 실적 시즌

**[Q]** 양호: 중국 제외한 글로벌 도매 판매는 현대차 97만대(YoY +1.2%/QoQ -6.9%), 기아 75만대(+1.1%/+0.1%)  
**[P]** ATP 안정세/인센티브 상승세: 25.02월 미국 신차 ATP는 \$48,039(YoY +1%/MoM -1%). 현대차 \$3,198(+9%/+\$256), 기아 \$3,243(+43%/+\$979)  
**[C]** 철강(-18%)/원유(-7%)/SCF운임(-11%)/니켈(-6%) 비용 부담 제한적인 가운데, 구리(+11%)/고무(NR +28%)/알루미늄(+19%) 부담 확대  
**[환]** 원달러 평균환율은 1,452원으로 YoY +9%(+124원). 기말 환율 1,467원으로 QoQ -0.5%(-7.6원) 소폭 하락, 우호적인 환효과 예상

### Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
현대차★	Buy	280,000원(하향)
기아	Buy	135,000원(하향)
현대모비스	Buy	350,000원(유지)
한온시스템	Marketperform	3,800원(유지)
만도	Buy	56,000원(유지)
에스엘★	Buy	54,000원(유지)
현대위아	Buy	61,000원(유지)
명신산업	Buy	12,000원(하향)
SNT모티브	Buy	33,000원(상향)
현대오트모에버☆	Buy	210,000원(유지)
한국타이어	Buy	59,000원(유지)
금호타이어	Buy	7,400원(하향)
넥센타이어	Buy	8,800원(유지)

### 자동차 업종 주요 이슈 & 이벤트

- 관세:** 3월말~4월초, 트럼프의 보편/상호관세 발표로 변동성 재차 확대. 자동차 업종의 경우 관세 부과에 따른 (-) 불가피. 이에, 3월말 이후 글로벌 자동차 업체 주가 일제히 하락. 관세 협상 추이/실적 영향에 따른 경계심리 지속. 다만, 낙폭 확대된 상황에서 대응 전략에 따른 관심 필요
- 기아 CID(4/9일):** 1) BEV+HEV 판매 가이던스 변화, 2) HMGMA 생산 계획 (관세 대응), 3) 현대차그룹 신사업 투자 관련된 시장 관심 유효할 것
- 현대차-GM 협력:** 미국 관세 부과 현실화에 따라 전략 발표 시점 또한 점차 현실화될 것. 고율 관세부과 현실화로 양사의 글로벌 공급망 활용 필요성 더 높아진 상황. Upstream(소싱) 협력 => Downstream(생산) 협력으로의 확장 기대

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.5	-10.4	-15.1	-16.4
상대수익률	1.1	-11.3	-11.5	-7.0



### 투자전략: 역발상을 해볼법한 밸류

국내 자동차 업종의 12MF PER 0.44배, 코스피 대비 할인율 44%까지 확대. 관세 부과에 따른 실적 하향 우려로 관심 제한적이나, 업종 내 모멘텀/이벤트 보유한 종목 중심의 선별 전략은 여전히 필요

- 현대차그룹 북미 생산확대 수혜:** 완성차(현대차 > 기아), 에스엘, HL만도
- 현대차 - GM 협력 수혜:** 현대차, 에스엘, SNT모티브, 현대모비스
- 현대차그룹 신산업(로보틱스/SDV):** 현대모비스, 에스엘, 현대오트모에버
- 경기 방어적인 종목:** 현대모비스, SNT모티브
- 낙폭 과대:** 현대차, 기아, 에스엘, 현대오트모에버

### 종목 선호: Top Picks: 현대차/에스엘, 관심 현대오트모에버

[완성차] 현대차 > 기아

[부품] 에스엘 > HL만도 > 현대모비스 > SNT모티브 > 현대오트모에버 > 현대위아 > 명신산업 > 한온시스템 > 타이어

Earnings Preview

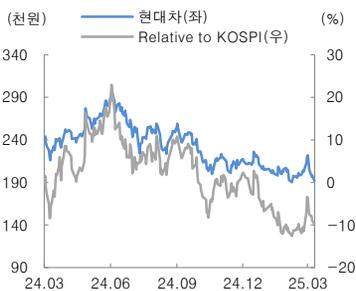
# 현대차 (005380)

김귀연 gwyeon.kim@daishin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지  
6개월 목표주가 **280,000** 하향  
현재주가 **191,800**  
(25.04.04) 자동차업종

KOSPI	2,465.42
시가총액	49,000십억원
시가총액비중	2.28%
자본금(보통주)	1,158십억원
52주 최고/최저	298,000원 / 190,300원
120일 평균거래대금	1,549억원
외국인지분율	36.85%
주요주주	현대모비스 외 11 인 29.98% 국민연금공단 7.15%

주식수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.8	-10.0	-19.9	-15.1
상대수익률	3.4	-10.8	-16.5	-5.6



## 불확실성은 해소, 반등 기회 모색할 필요

- 1Q25 OP 3.4조로 컨센/직전 추정치에 부합하는 양호한 실적 예상
- 관세 불확실성은 완화. 이후 대응 전략/2H25 실적 반영이 관건
- 현지생산/GM협력/환율 통한 대응 예상. 저평가 속 반등 기회 주목

### 투자 의견 매수 유지, 목표주가 280,000원 하향(-10%)

현대차 목표주가 28만원은 2025년 EPS 49,110원에 목표배수 5.7배 적용. TP 조정은 관세 리스크에 따른 실적 하향과 밸류 할인을 확대에 기인  
미국 관세 우려로 PER 4배 이하의 저평가 지속된 가운데, 관세 불확실성 일차적으로 해소. 1) 2H25 관세 실적 영향 현실화, 2) 미 현지 생산 확대, 3) GM과의 협력, 4) 2H25 자사주 매입, 5) 로보틱스/SDV 모멘텀 강화에 따른 주가 반등 예상

### 1Q25 매출 42조(YoY +4%, 이하 YoY), OP 3.4조(-4%), OPM 8.4% 예상

OP 컨센(3.6조)/직전 추정(3.4조)에 부합하는 양호한 실적 예상. [자동차] 매출 32.8조(+3.3%)/OP 2.8조(-5.1%)/OPM 8.4%. [금융] 매출 7.1조(+7.2%)/OP 4,108억(-3.4%)/OPM 5.8%. [기타] 2.4조(+5.0%)/OP 2,399억(+3.4%)/OPM 10% 추정

1Q25 중국 제외 도매판매 97만대(YoY +1.2%/QoQ -6.9%), 원달러 평균 환율 1,452원(YoY +9%/+124원), 기말 1,467원(QoQ -0.5%/-7.6원), 대당 인센티브 \$3,198(YoY +16%/\$455) 기록. 우호적인 환효과(YoY +5,000억 추정) 지속되는 가운데, 1) 제한적인 물량, 2) 인센 상승(YoY -4,000억), 3) 북미 비중 확대(YoY +0.9%pt)에 따른 판보충비 증가로 YoY 수익성 개선 제한적일 것으로 전망

### 관세 불확실성은 해소. 이전 대응 전략과 실제 실적 반영이 관건

3/27일, 미국으로 수입되는 자동차/핵심부품에 대한 25% 관세율 확정 => 4/3일부터 부과. 관세 현실화로 3/26일 이후 글로벌 주요 완성차OE 주가 일제히 하락(-32%~-6%). **1) 관세 확정으로 불확실성 완화됐고, 2) 이후 협상에 따른 세율 조정 가능성 감안 시, 1) 대응 전략, 2) 2H25 실적 영향 확인됨에 따라 주가 반등 가능할 것이라 판단**

미국 관세 부과로 연간 최대 7조원의 OP 타격('24년 OP 대비 51%) 예상되나, 1) HMGMA 중심 미국 현지생산 확대('25년 +10만대+@), 2) GM과 협력 통한 공급망 효율화, 3) 환율 효과 (2Q~4Q24 평균환율 1,375원), 4) 밸류체인 전체 비용 분담 통한 비용 분담 통한 실적 방어 지속해 나갈 것

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25			2Q25				
			직전	추정	YoY	QoQ	Consen	추정	YoY	QoQ
매출액	40,659	46,624	41,373	42,306	4.1	-9.3	43,267	47,341	5.2	11.9
영업이익	3,557	2,822	3,680	3,402	-4.4	20.6	3,630	3,796	-11.3	11.6
순이익	3,231	2,280	3,740	3,289	1.8	44.2	3,207	3,581	-9.8	8.9

자료: 현대차, FnGuide, 대신증권 Research Center

Earnings Preview

# 에스엘 (005850)

김귀연 gwyeon.kim@dashin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지  
6개월 목표주가 **54,000** 유지  
현재주가 **35,250**  
(25,04,04) 자동차업종

KOSPI	2,465.42
시가총액	1,637십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	23십억원
52주 최고/최저	45,250원 / 27,200원
120일 평균거래대금	48억원
외국인지분율	16.20%
주요주주	이성업 외 9인 62.92% 국민연금공단 8.26%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.6	16.9	2.9	12.6
상대수익률	7.3	15.8	7.3	25.3



## 부품주 탐픽 유지!

- 상반기 이익모멘텀 재차 강화되며 업종 내 매력 우위 지속될 것
- 1) 팰리 신차 수혜, 2) 북미/인도 물량 수혜, 3) 신사업 기대 유효
- 1Q25 OP 1,175억원/컨센 부합 예상. 부품주 Top Pick 유지!

### 투자 의견 매수, 목표주가 54,000원 유지

목표주가 5.4만원은 2025년 EPS 7,514원에 Target PER 6.9배('13~'17년 이익안정기 당시 밸류) 적용. 하반기 => 상반기 이익모멘텀 재차 강해지며 업종 내 매력 우위 지속될 것. 1) 연간 4,000억원대(OPM 7.7%) 이익체력, 2) 2Q25 현대차 팰리세이드 신차 수혜, 3) HMG 북미/인도 성장 수혜, 4) HMG와 우호적인 관계 통한 신사업 확장 가능성(SBCM, BMS, SDV 센서, 로보틱스 등) 감안 시, 매력 유효. 2025년 Implied PER 4.7배/PBR 0.6배에 불과. 부품주 내 Top Pick 유지!

### 1Q25 매출 1.3조(YoY +6%, 이하 YoY), OP1,175억(-15%), OPM 9%

1Q25 OP 컨센서스(1,257억)/직전 추정(1,265억)에 부합하는 양호한 실적 전망. 상해GM 부진에 따른 중국 매출에도 불구하고, 북미/인도/내수의 견조한 외형 성장세 지속될 것으로 전망. 1H25 1) 팰리세이드 신차 수혜, 2) HMG 미국 현지 생산 확대에 따른 안정적인 실적 시현 전망  
사업부별 매출: 램프 1.1조(+6.6%)/전동화 1,383억(+6.7%)/기타 1,165억(-3.9%). 지역별 매출: 한국 5,960억(+6.3%)/북미 4,623억(+8.9%)/중국 525억(-6.1%)/인도 1,630억(flat)/기타 414억(-1.5%) 추정

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전	1Q25			2Q25			
				추정	YoY	QoQ	Consen	추정	YoY	QoQ
매출액	1,246	1,237	1,328	1,315	5.6	6.3	1,281	1,383	6.5	5.1
영업이익	139	41	127	117	-15.4	187.6	126	131	-11.6	11.2
순이익	116	77	109	100	-13.8	30.5	97	110	-7.1	10.0

자료: 에스엘, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,839	4,973	5,241	5,502	5,858
영업이익	386	395	401	466	494
세전순이익	429	487	459	524	552
총당기순이익	349	382	360	411	433
지배지분순이익	336	368	349	399	420
EPS	7,223	7,930	7,514	8,580	9,037
PER	4.9	3.8	4.7	4.1	3.9
BPS	41,518	49,512	55,846	63,246	71,103
PBR	0.9	0.6	0.6	0.6	0.5
ROE	18.8	17.4	14.3	14.4	13.5

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

# 아모레퍼시픽 (090430)

정한솔

hansol.jung@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월

목표주가

**160,000**

유지

현재주가

(25.04.04)

**110,300**

화장품업종

KOSPI	2465.42
시가총액	6,823십억원
시가총액비중	0.32%
자본금(보통주)	29십억원
52주 최고/최저	194,200원 / 99,500원
120일 평균거래대금	347억원
외국인지분율	24.02%
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 16 인 50.15% 국민연금공단 7.42%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.7	2.0	-16.2	-16.7
상대수익률	-2.2	1.1	-12.6	-7.3



## 비중국 확대 지속

- 1Q25 영업이익 964억원(YoY 33%, OPM 9.4%) 전망
- 중국 QoQ 적자폭 축소세, 25년 하반기 턴어라운드 기대감 유효
- COSRX 매출은 역성장 예상하나, 자체 브랜드 서구권에서 고성장 지속

### 투자의견 BUY, 목표주가 160,000원 유지

COSRX 단기 부진에도 불구하고 라네즈, 이니스프리, 에스트라 등 자체 브랜드의 북미·유럽 매출이 고성장하며 전사 수익성이 유지. 지난해 연간 1천억원 수준의 영업적자를 기록했던 중국 법인은 QoQ 적자폭 축소되며 하반기 턴어라운드 가시성이 높아지고 있다는 판단. COSRX 단기 부진 우려를 반영하여 동사 주가는 역사적 저점 수준에 위치. 2Q25부터 기저부담이 낮아지고 COSRX도 신제품 출시가 예정되어 있어 하반기 실적 개선 돋보일 전망. 브랜드와 지역 포트폴리오 다변화를 통해 글로벌 브랜드사로 재도약하고 있으며, 밸류에이션 부담도 낮은 상황으로 투자의견 BUY, 목표주가 160,000원 유지

### 1Q25 Preview: 비중국 확대 지속

1Q25 매출액 1조 272억원(YoY 13%), 영업이익 964억원(YoY 33%, OPM 9.4%) 전망. COSRX 제외 시 매출액 YoY -1%, 영업이익 YoY -10% 추정

[국내 화장품] 매출액 4,577억원(YoY -2%), 영업이익 407억원(YoY -14%, OPM 8.9%) 전망. 성장 채널 MBS(H&B)와 이커머스 채널 성장 지속되었으나, 면세 매출 B2B 물량 축소로 YoY -25% 역성장하며 국내 화장품 매출 소폭의 역성장 전망.

[해외] COSRX 편입 효과로 매출액 4,585억원(YoY 36%), 영업이익 559억원(YoY 58%, OPM 12.2%) 전망. COSRX 제외 영업이익 250억원 수준 추정.

COSRX 제외 북미/유럽 매출액 각각 YoY 28%, 40% 성장 예상. 라네즈/이니스프리 중심으로 서구권에서 견조한 성장 지속. 라네즈 신제품 2종의 초기 반응이 긍정적이며, 지난 2월 신규 브랜드 '에스트라'가 북미 세포라 400개 매장 입점 완료되며 매출 성장에 기여한 것으로 파악. 중국 오프라인 매장 축소 영향 지속되며 매출액 YoY ~% 감소 추정. 고정비 부담 감소되며 영업적자 -92억원 추정. 2Q24부터 시작된 중국 대규모 구조조정이 마무리 단계로 QoQ 적자폭 축소 지속되고 있어 하반기 턴어라운드 기대감 유효

COSRX는 북미 리테일 재고 조정이 이어지고 있고 동남아 가격 재정부로 매출액 YoY -27% 역성장 예상. 다만 효율적인 비용 집행으로 높은 수익성 유지하며 OPM 27.0% 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전 추정	1Q25(F)			2Q25			
				당사 추정	YoY	QoQ	Consensus	당사 추정	YoY	QoQ
매출액	911	1,092	1,045	1,027	12.7	-5.9	1,033	998	10.3	-2.9
영업이익	73	78	82	96	32.7	22.9	99	88	2,010.9	-9.1
순이익	79	-55	22	87	10.7	흑전	85	88	-83.4	-8.5

자료: 아모레퍼시픽, FnGuide, 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.