

# Morning Meeting Brief

## The Global / Global Daishin View

[The Global / Global Daishin View] 2025년 4월 3주차

- 美 통상정책과 증시와의 관계. 1. 상호관세 유예(추가 하락 제한), 2. 75개국과 물밀 협상(반격 토대), 3. 일부 IT 품목 제외(상승세 강화)
- 14일 美 1/4분기 어닝시즌 돌입(경계보다는 안도), 16일 캐나다 · 17일 한국 · 유럽 통화정책회의(선제적 통화정책 대응 기대)
- 美 팔란티어 · 브로드컴, 中 알리바바, 비야디, 데이터센터 리츠 이퀴닉스 선호, 커버드콜 ETF(티커: XDTE) 관심

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

## Strategy

[주간 퀀틴전시 플랜] 트럼프와 연준은 왜 한 발 물러섰나? S&P500, 나스닥, KOSPI 반등 탄력 체크

- 금리, 신용불안 등의 위기 신호에 한 발 물러선 트럼프와 연준
- 주식 시장 기술적 반등 속에 매크로 환경은 스태그플레이션에서 물가안정 전환
- 신흥국, 신흥 아시아 증시 상대적 강세 속에 KOSPI 2,600선 돌파시도 예상

이경민, kyoungmin.lee@daishin.com

## ETF

금융공학도가 알려주는 커버드콜 ETF

- 커버드콜은 옵션 매도 프리미엄을 분배금 재원으로 활용하여 높은 분배금을 지급하는 상품
- 일반적인 하락장에서는 하락폭을 방어해주나, VIX가 급등하는 급락장에서는 베가(Vega) 상승으로 성과 부진
- 커버드콜은 특정 주기마다 꾸준한 현금흐름을 확보하고 싶은 투자자에게 좋은 대안

박현정, hyunjeong.park@daishin.com

인컴형 2: 현금흐름에 집중하는 또다른 방법, 커버드콜

- 관세 부과 이후 급락했던 미국 증시는 관세 압박 수위가 낮아지면서 반등
- 증시의 정확한 방향성을 가늠하기 어려운 현재와 같은 국면에서는 현금흐름에 집중하는 전략 유효
- 지난주 고배당+로우볼 ETF와 만기매칭형 채권 ETF에 이어 또다른 관심 인컴형 상품으로 커버드콜 ETF 제시

박현정, hyunjeong.park@daishin.com

## 산업 및 종목 분석

[1Q25 Review] 대한항공: 화물부진, 비용증가로 예상 하회

- 투자 의견 매수 유지하지만, 목표주가 28,000원으로 15.2% 하향
- 2025년 1분기 실적은 화물 수송량 감소 및 비용 증가로 예상 하회
- 주가 상승 전환을 위해서는 관세 및 공정위 시정 조치 영향 확인 필요

양지환, jihwan.yang@daishin.com

[1Q25 Preview] F&F: 이익 사이클 저점 통과 판단

---

- 1분기 내수 부진, 중국 양호
- 2025년에는 성장 한계가 보이는 내수 시장 보다 해외 확장에 무게
- 하반기 디스커버리 출점으로 해외 성장성 부각 전망

유정현. junghyun.yu@daishin.com

---

[1Q25 Preview] 한국전력: 진정한 경기방어주의 매력 발산!

---

- 4Q24 영업이익 3,98조원(+206% YoY)으로 컨센서스 상회 예상
- 25년 영업이익 15,56조원(+86% YoY) 전망. 유가+연료탄가격 ↓
- 배당매력(DPS 1,760원, 배당수익률 7.6%) 및 재구조 개선 지속 텍스트

허민호. minho.hur@daishin.com

---

[1Q25 Preview] 한미약품: 점진적 실적 정상화 기대

---

- 1Q25 연결 매출 3,975억원(-1.5%yoy), 영업이익 588억원(-23.4%yoy)
- 주력 품목 성장세 견조하나, 북경한미 높은 기저효과로 컨센서스 하회 전망
- 6월 미국 당뇨 학회 발표 및 하반기 북경한미 실적 회복에 주목

이희영. heeyoung.lee@daishin.com

---

# The Global

## Global Daishin View

해외전략 문남중  
미국주식 서영재  
중국주식 박초화  
ETF 박현정  
글로벌리츠 김다은

## 2025년 4월 3주차

- 트럼프 통상정책과 증시와의 관계. 현 3단계, 일부 IT 품목 제외(상승세 강화)
- 14일 美 어닝시즌 돌입, 16~17일 통화정책회의(캐나다, 한국, 유럽) 주목
- 팔란티어, 브로드컴, 알리바바, 비야디, 이퀴닉스 선호, 커버드콜 ETF 관심

### [해외전략]

**美 일부 IT 품목에 대한 상호관세 제외. 글로벌 증시, 4월 낙폭 빠르게 메꿔나가는 디딤돌 역할**

美 S&P500 美 트럼프 통상정책과 증시와의 관계. 1. 상호관세 유예: 증시 추가 하락을 막는 안전판 역할, 2. 75개국 이상과의 물밀 협상: 증시가 반격할 수 있는 토대, 3. 일부 IT 품목에 대한 상호관세 제외: 증시가 4월 낙폭을 빠르게 메꿔나가며 S&P500지수가 5,700선으로 올라서는 디딤돌 역할 예상. 14일 미국 1/4분기 어닝시즌 돌입(경계보다는 안도), 16일 캐나다 · 17일 한국 · 유럽 통화정책회의(선 제적 통화정책 대응 기대)는 점진적으로 시장 불안감을 낮추는 분위기 조성

### [미국주식]

**TSMC (TSM): 25.1/4분기 매출, AI 수요 힘입어 예상치 상회**

25.1/4분기 매출은 8,393억 TWD(+42% YoY), 컨센서스(8,305억 TWD) 상회하며 1/4분기 매출 역대 최고치 경신. 1월 대만 지진 영향 반영 불구 견조한 실적. 애플, 엔비디아 등 AI 고객향 수요가 실적 견인

### [중국주식]

**중국 상무부, 수출기업 내수 전환 전방위 지원**

3월 상무부가 '수출우수품 중국행사' 통해 수출기업 내수 진출 지원 강화. 시장 진입, 유통 채널, 금융, 물류 등 전방위 정책 추진. 징둥 · 허마 · 옹후이 · 화원완자 등 대형 유통사는 수출 전용 존 개설, 직매입 확대, 빠른 입점 및 판매 개시 지원.

### [ETF]

**인컴형: 현금흐름에 집중하는 방법, 커버드콜 ETF**

증시의 정확한 방향성을 가늠하기 어려운 현재와 같은 국면에서는 현금흐름을 확보하는 것이 유리한 전략. 커버드콜 전략은 기초자산을 매수하고 콜옵션을 매도. 커버드콜 ETF는 옵션을 매도하여 얻은 프리미엄을 분배금 재원으로 활용하여 높은 수준의 분배금 지급

### [글로벌리츠]

**웰타워(WELL): S&P와 Moody's, 신용등급 각각 A- 와 A3로 상향조정**

2025년 3월 31일, S&P와 Moody's는 웰타워의 신용등급을 각각 A- 및 A3으로 상향 조정. 부채 비율 개선과 안정적인 수익 성장, 고령화 인구 증가에 따른 시장 확장성을 긍정적으로 평가. 신용등급 상향에 따른 리파이낸싱 금리 절감효과 기대

## Strategy

Strategist 이경민  
kyoungmin.lee@daishin.com

## 트럼프와 연준은 왜 한 발 물러섰나? S&P500, 나스닥, KOSPI 반등 탄력 체크

- 금리, 신용불안 등의 위기 신호에 한 발 물러선 트럼프와 연준
- 주식 시장 기술적 반등 속에 매크로 환경은 스태그플레이션에서 물가안정 전환
- 신흥국, 신흥 아시아 증시 상대적 강세 속에 KOSPI 2,600선 돌파시도 예상

**트럼프의 고강도 보편관세 + 상호관세 공개는 글로벌 금융시장 전반에 충격. 곳곳에서 발생하는 위기 시그널들로 인해 한 발 물러선 트럼프**

트럼프 뜻이 예상보다 빠르게 나온 이유는 1) 채권금리 급등, 달러 급락으로 미국 부채 부담이 가중되었고, 2) 이를 넘어 신용 리스크까지 자각하던 상황. 3) 이와 함께 유가가 60달러를 하회하면서 에너지 하이일드 스프레드가 급등, 에너지 기업들의 파산이 급증할 위기, 4) 이는 트럼프의 에너지 패권 쟁취에 큰 균열을 가할 수 있었음. 5) 이와 함께 미국 정재계, 기업들의 적극적인 피해 호소, 경고의 목소리가 커졌고, 6) 트럼프 국정수행 반대 여론이 강해지면서 정치적 입지가 약해졌기 때문으로 판단

**지난 주말을 기점으로 연준 위원들의 스탠스도 다소 완화적으로 전환**

1) 단기 유동성 지표들이 불안정한 흐름을 보이는 가운데 2) 미국 1년물 CDS가 23년 이후 최고치에 도달하면서 SVB 사태를 떠올리는 상황에 처함. 최근 연은 총재들은 발언을 통해 현재 시장의 스트레스를 감지하고 있음을 내비치고 있음, 아직 심각한 수준의 시장 기능 장애는 나타나지 않고 있다고 평가하면서도 문제가 생길 경우 개입할 수 있음을 시사. 연준의 방향을 결정할 파월 의장이 이번주 수요일(현지시간) 현재 시장 상황을 어떻게 평가하며, 하단을 막아줄지 여부에 관심이 쏠릴 것

**현재 미국 증시는 불확실성을 선반영, 채권금리, 달러화 하향안정 변수가 스태그플레이션에서 물가 안정으로 전환되며 증시에 우호적으로 전환 가능**

리스크 지표와 변동성 지표 또한 최악의 상황을 선반영. 3월 CPI와 Core CPI는 물론, PPI와 Core PPI까지 큰 폭 둔화, 예상치 크게 하회. 경기 둔화, 수요 약화의 증거로 해석될 수 있지만, 이번주 소매판매 호조 예상. 물가 둔화는 유효하고, 하드 데이터가 여전히 견고함을 확인할 경우 스태그플레이션 우려가 완화될 수 있음

**미국 증시 반등이 예상되는 가운데 신흥국 증시의 반등 탄력 강해질 것**

미국은 경기 과열 국면에서 가파른 둔화를 우려하는 상황인데 반해, 중국, 유럽은 경기 부진이 장기화된 이후 저점 통과 국면이라는 인식 강화. 엇갈린 경기 방향성 확인

최근 중국 경기회복 가시화. 트럼프 고강도 관세정책이 지속될수록 중국은 보복관세와 더불어 경기부양정책 강화 예상. 이 경우 최근 경기 저점을 통과하고 있는 중국 경기회복 가시화는 물론 정책 신뢰도를 높이며 신흥 아시아 증시에 우호적인 분위기 형성 가능. 여기에 독일을 필두로 한 유럽도 재정 확대에 나서는 상황. 이번주 ECB 통화정책 회의에서 금리인하 예상. 재정정책과 통화정책이 맞물리는 Policy mix 국면. 선수요 유입에 이는 중국, 독일 주도의 경기회복, 경기부양 드라이브는 한국 수출 호조, 기업이익 개선으로 이어질 전망. 미국 관세 부담은 불가피하지만, 이로 인한 증시, 주가 충격 이후에는 긍정적인 변화를 반영해 나갈 것으로 예상

**Trading 전략: 실적대비 저평가주 & 낙폭과대 업종인 반도체, 자동차, 소프트웨어, 2차전지, 에너지, 화학, 은행, 보험, 화장품/의류 주목**

다수 업종들이 실적대비 저평가 영역 진입. 향후 KOSPI 2,600선 돌파 시도를 염두에 둔 대응력 강화 기회. 실적대비로도, 주가 측면에서도 낙폭과대 업종인 반도체, 자동차, 소프트웨어, 2차전지, 에너지, 화학, 은행, 보험, 화장품/의류의 반등시도

한편, 다수의 업종들이 단기, 중기 측면에서 중요 지지권, 변곡점 진입. 단기 트레이딩은 물론, 중기 전략 측면에서 매집 가능. 대표적으로 반도체, 자동차, 2차전지, 인터넷, 제약/바이오 등 현재 가격/지수대부터 단기 등락을 활용한

# 금융공학도가 알려주는 커버드콜 ETF

- 커버드콜은 옵션 매도 프리미엄을 분배금으로 활용. 높은 분배금 지급
- 일반 하락장에서는 하락폭 방어. 급락장에서는 베가 상승으로 성과 부진
- 특정 주기마다 꾸준한 현금흐름을 확보하고 싶은 투자자에게 좋은 대안

## 국내에서도 다양해진 커버드콜 ETF 라인업. 전략별로 성과 비교해보기

불확실성이 높아진 현재와 같은 국면에서 우리는 투자에 대한 고민이 깊어지고 머릿속은 복잡해진다. “지금 투자를 계속해야 하는가? 일정한 현금흐름을 만들 수는 없을까?”

이 질문에 대한 답으로부터 커버드콜 전략은 시작됐다. 커버드콜 ETF는 단순히 주식을 보유하면서 얻는 수익에서 더 나아가, 일정한 현금흐름을 얻기 위해 설계된 상품이다. 커버드콜 전략은 기초자산을 매수하면서, 콜옵션을 매도한다.

옵션을 매도하면 세타(Theta)는 아군이 되고, 커버드콜 전략의 핵심은 세타(Theta) 플레이다. 2022년부터 미국 주가지수 옵션 만기일이 월요일부터 금요일까지 생기면서, 더욱 적극적인 세타 플레이가 가능해졌다. 국내에서도 ODTE(Zero Days to Expiration) 커버드콜 ETF가 상장되면서, 다양한 상품에 투자할 수 있게 됐다.

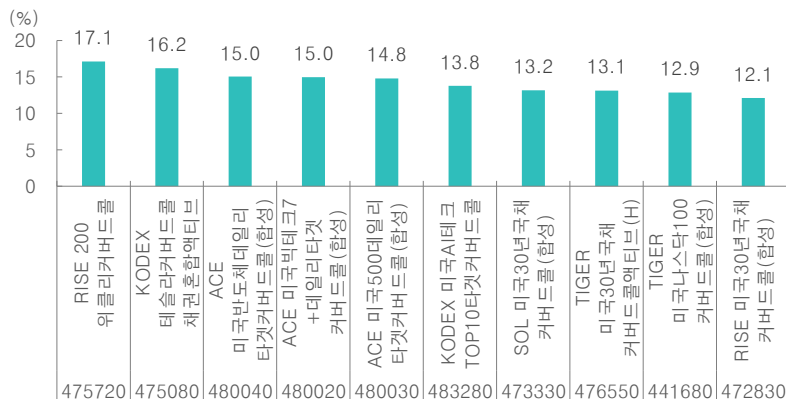
국면별로 살펴봤을 때, 변동성 지수(VIX)의 상승폭이 크지 않았던 일반적인 하락장에서는 커버드콜 ETF가 기초지수보다 우수한 성과를 보였다. 그러나 변동성 지수가 급등하는 급락장에서는 커버드콜 ETF 성과가 더 저조했는데, 이는 베가(Vega) 리스크가 커졌기 때문으로 판단한다.

최근 관세로 인해 낙폭이 확대됐던 미국 증시는 관세 압박 수위가 진정되면서 변동성도 낮아지고 있는 모습이다. 증시의 정확한 방향성을 가늠하기 어려운 현재와 같은 국면에서는 현금흐름을 확보하는 것이 유리한 전략이 될 수 있다. 은퇴자와 같이 매월 꾸준한 현금흐름이 중요한 투자자에게도 커버드콜 ETF가 좋은 대안이다.

\*세타(Theta): 시간의 변화에 따른 옵션 가격의 민감도, 시간가치 감소 효과

베가(Vega): 변동성에 대한 옵션 가격의 민감도

## 국내 상장 커버드콜 ETF 최근 12개월 분배율 상위 10종목



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

## ETF

ETF 박현정

hyunjeong.park@daishin.com

# 인컴형2: 현금흐름에 집중하는 또다른 방법. 커버드콜

관세 부과 이후 급락했던 미국 증시는 압박 수위가 낮아지자 큰 폭으로 반등

4월 3일부터 미국 주식시장은 관세부과로 인해 급락했으나, 최근 관세 압박 수위가 낮아지게 되면서 반등에 성공. 월초와 같은 급락이 나올 가능성인 제한적인 상황이라는 판단. 다만, 미국 주식시장의 실적 모멘텀이 악화되고 있다는 점에서 미국 증시의 탄력적인 상승이 이어질 가능성도 낮을 것으로 예상. 현재와 같이 증시의 정확한 방향성을 가늠하기 어려운 국면에서는 현금흐름을 확보하는 것이 유리. 지난 주 고배당+로우볼 ETF와 만기매칭형 채권 ETF에 이어 또다른 관심 인컴형 ETF로 커버드콜 제시

**커버드콜 ETF는 옵션 매도로 수취한 프리미엄을 분배금 재원으로 활용** 커버드콜 ETF는 기초자산을 매수하면서 콜옵션을 매도하는 상품. 옵션을 매도하면서 수취한 프리미엄을 분배금 재원으로 활용하여 높은 수준의 분배금을 지급. 다만, 콜옵션을 매도하게 되면 손익구조에서 상방이 제한

**커버드콜 전략의 수익원천은 시간가치 감소 효과(Time Decay)**

세타(Theta)는 시간의 변화에 따른 옵션 가격의 민감도를 나타내는 지표로 만기가 가까워질수록 시간가치가 감소하는 Time Decay 효과를 반영. 옵션의 매도 포지션은 롱 세타(Long Theta) 포지션. 시간이 지날수록 시간가치가 증가. 커버드콜 ETF의 수익원천은 바로 시간가치 감소 효과

**옵션 종류에 따라 달라지는 커버드콜 ETF 손익구조**

커버드콜 전략은 어떤 콜옵션을 매도하느냐에 따라 손익구조가 달라짐. 최근 당일 만기 옵션(ODTE, 0 Dates to Expiration)을 이용하는 커버드콜 상품이 늘어나고 있는 추세. ODTE 옵션 거래시 적극적인 세타 플레이 가능

**Global X S&P500 Covered Call ETF(XYLD)**

XYLD는 등가격 월간 만기 콜옵션을 매도하는 커버드콜 상품. XYLD를 장기간 보유시 S&P500 지수와 성과 격차가 확대됐으나, 하락장에서는 XYLD의 성과가 더 좋았던 모습

다만 2020년과 같은 VIX가 급등하는 국면에서는 옵션 프리미엄으로 인한 방어 효과가 충분히 반영되지 못했음. 변동성이 급격하게 높아지는 국면에서 베가(Vega) 리스크로 인해 옵션 매도자의 평가손실이 확대됐기 때문

**Roundhill S&P500 ODTE Covered Call ETF(XDTE)**

XDTE는 당일 만기 콜옵션을 매도하는 커버드콜 상품. 세타는 만기가 다가올수록 급격하게 하락하기 때문에 월간 만기 옵션 대비 높은 프리미엄을 수취할 수 있음. 따라서 같은 수준의 분배율을 지급하기 위해서 더 적은 콜옵션을 매도. 기초 자산 보유 비중이 높아지기 때문에 주식시장이 상승할 때 월간 옵션 커버드콜 전략 대비 탄력적인 상승 가능. 다만, 하락장에서는 월간 옵션 커버드콜 대비 하락 폭이 확대

# 대한항공 (003490)

## 양자환

jhwanyang@daishin.com

## 투자 의견

BUY

매수, 유지

## 6개월 목표주가

28,000

하향

## 현재주가

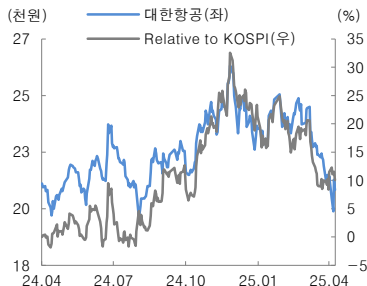
(25,04.11)

21,000

운송업중

|             |                                   |
|-------------|-----------------------------------|
| KOSPI       | 2432.72                           |
| 시가총액        | 7,757십억원                          |
| 시가총액비중      | 0.36%                             |
| 자본금(보통주)    | 1,841십억원                          |
| 52주 최고/최저   | 25,950원 / 19,900원                 |
| 120일 평균거래대금 | 274억원                             |
| 외국인지분율      | 18.08%                            |
| 주요주주        | 한진칼 외 23 인 30.37%<br>국민연금공단 9.01% |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M   | 12M  |
|----------|------|------|------|------|
| 절대수익률    | -9.7 | -8.5 | -3.2 | 0.0  |
| 상대수익률    | -5.8 | -5.4 | 3.3  | 11.3 |



## 화물부진, 비용증가로 예상 하회

- 투자의견 매수 유지하지만, 목표주가 28,000원으로 15.2% 하향
- 2025년 1분기 실적은 화물 수송량 감소 및 비용 증가로 예상 하회
- 주가 상승 전환을 위해서는 관세 및 공정위 시정 조치 영향 확인 필요

### 투자의견 매수, 목표주가 28,000원으로 15.2% 하향

목표주가는 2025년 추정 BPS에 Target PBR 0.89x를 적용, 아시아나항공의 연결 편입 반영에 따라 2025년 동사의 실적 추정치를 매출액 26조 2,707억원, 영업이익 1조 9,373억원, 지배주주순이익 1조 4,122억원으로 변경 제시

4월 11일 발표한 동사의 2025년 1분기 별도 실적은 매출액 3.96조원, 영업이익 3,509억원으로 당사의 직전 추정인 4,550억원을 20% 이상 하회. 실적 부진의 주된 이유는 1)항공화물 수송량 부진, 2)아시아나항공 인수에 따른 일회성 성과급(약 400억원) 반영, 3)감가상각비 증가(약 4,630억원, +801억원 yoy) 때문

2024년 신규기종 도입에 따른 감가상각비 증가가 예상보다 크게 나타났으며, 미중 관세전쟁 영향에 따라 항공화물 수송량이 감소한 것으로 추정

통합 대한항공은 공정위로부터 구조적 시정조치 및 행태적 시정조치에 대한 이행 감독위원회의 조사를 받고있어 향후 국제선 여객의 운임 인상 등에 불확실성이 존재하는 상황. 구조적 시정조치는 미주 5개 노선, 유럽 6개 노선에 관한 것으로 유럽은 상반기 중 구조적 조치가 완료될 전망이나, 미주는 하반기까지 영향이 있을 것으로 예상. 주가 상승을 위해서는 관세 영향과 통합 대한항공의 실적 가시성 확보가 필요할 것으로 판단. 밸류에이션은 매력적이나 단기 상승 동력이 부재

### 25년 1분기 별도 매출액 3조 9,559억원, 영업이익 3,509억원 시현

대한항공의 1분기 별도 실적은 당사 및 시장 기대치를 하회. 주요 사업부문별 실적(증감은 yoy) [국제여객] 매출액 2조 3,366억원(+4.4%), 공급 222억Km(+2.5%), 수송 188억Km(+4.5%), L/F 84.9%(+0.1p), Yield 124원/Km(-0.1%) [항공화물] 매출액 1조 540억원(+5.8%), 공급 29억Km(-3.4%), 수송 20억Km(-5.6%), L/F 70.5%(-1.6p), Yield 515.9원(+12.1%), [항공우주] 1,350억원(+4.2%)을 기록. 주요 비용은 유류비 1조 948억원(-6.3%), 인건비 7,241억원(+14.6%), 감가상각비 4,625억원(+20.9%)을 기록

### 2025년 1분기 연결 매출액 6조 5,660억원, 영업이익 4,764억원 예상

25년 1분기부터 아시아나항공이 연결 편입됨에 따라 연결 실적은 전년동기대비 매출액이 크게 증가할 전망. 아시아나항공의 1분기 별도 실적은 매출액 1.7조원, 영업손실 219억원으로 추정. 아시아나항공의 연결 실적은 매출 2.1조원, 영업이익 566억원으로 예상

(단위: 십억원 %)

| 구분   | 1Q24  | 4Q24  | 직전추정  | 잠정치   | 1Q25  |      |           | 2Q25  |       |       |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-----------|-------|-------|-------|
|      |       |       |       |       | YoY   | QoQ  | Consensus | 당사추정  | YoY   | QoQ   |
| 매출액  | 4,291 | 4,502 | 4,556 | 6,566 | 53.0  | 45.9 | 5,928     | 6,547 | 48.7  | -0.3  |
| 영업이익 | 538   | 464   | 517   | 476   | -11.4 | 2.6  | 554       | 363   | -18.0 | -23.8 |
| 순이익  | 375   | 298   | 442   | 363   | -3.3  | 21.8 | 387       | 278   | -21.2 | -23.4 |

자료: 대한항공, FnGuide, 대신증권 Research Center

F&F  
(383220)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월

92,000

유지

현재주가

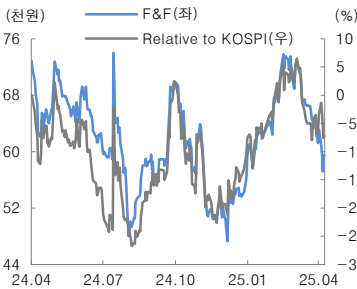
59,400

(25.04.11)

섬유의복업종

|             |                                     |
|-------------|-------------------------------------|
| KOSPI       | 2432.72                             |
| 시가총액        | 2,275십억원                            |
| 시가총액비중      | 0.11%                               |
| 자본금(보통주)    | 4십억원                                |
| 52주 최고/최저   | 74,000원 / 47,300원                   |
| 120일 평균거래대금 | 48억원                                |
| 외국인지분율      | 11.81%                              |
| 주요주주        | F&F홀딩스 외 9 인 62.82%<br>국민연금공단 7.31% |

| 주가수익률(%) | 1M    | 3M  | 6M   | 12M   |
|----------|-------|-----|------|-------|
| 절대수익률    | -16.3 | 3.1 | -6.3 | -10.9 |
| 상대수익률    | -12.7 | 6.6 | 0.0  | -0.9  |



이익 사이클 저점 통과 판단

- 1분기 내수 부진, 중국 양호
- 2025년에는 성장 한계가 보이는 내수 시장 보다 해외 확장에 무게
- 하반기 디스커버리 출점으로 해외 성장성 부각 전망

투자 의견 BUY와 목표주가 92,000원 유지

투자 의견 BUY와 목표주가 92,000원(2025년 예상 P/E 9배) 유지

2025년에도 국내 부문은 성장하기 어려울 것으로 예상. 경기 부진 요인 외에도 주력 브랜드가 성숙 국면에 진입했기 때문. 그러나 중국은 지난 해 성장성 급저하 상태를 벗어나 회복하는 해가 될 것으로 전망. MLB 브랜드 리뉴얼 효과와 디스커버리의 활발한 출점이 예상되고 있기 때문. 최근 주가는 글로벌 증시 조정과 함께 동반 하락. 이 때문에 valuation은 다시 P/E 6배 수준까지 낮아지며 투자 매력력이 커진 상황. 하반기 디스커버리 중국 출점이 동사 주가 상승 동력으로 작용할 것으로 전망. 2025년 주가는 상반기를 저점으로 중국 성장성이 다시 부각되며 완만히 회복될 것으로 예상

1Q25 Preview: 이익 사이클 저점 통과한 것으로 판단

1분기 매출액과 영업이익은 각각 4,909억원(yoy -3%), 1,200억원(yoy -8%)으로 예상 **[국내]** 1월 강추위로 매출이 회복세를 보였으나 2월까지 추위가 이어지며 오히려 S/S 시즌 매출에 부정적 영향. 디스커버리가 날씨에 가장 영향을 많이 받았으며 MLB 일반 내수 채널은 타이공 매출을 줄이는 일환으로 매출 감소가 지속됨. 1분기 각 브랜드별 매출 성장률은 디스커버리 -12%, MLB 면세 -25%, 비면세 -7%로 예상(yoy) **[중국]** 1분기 중국 매출액 성장률은 +4~5% 수준으로 시장 평균 수준의 성장률(중국 소매 의류 판매액 증가율 약 4%) 수준의 예상 보다 양호한 성장 기록한 것으로 추정

1분기 전사 매출액이 감소하면서 1분기 영업이익도 8% 감소한 것으로 추정. 지난 1년여간 이익 감소세가 지속되고 있지만 지난 해 3분기 영업이익 27% 감소 이후 감소폭은 눈에 띄게 줄어들고 있는 상황이라고 판단

(단위: 십억원, %)

| 구분   | 1Q24 | 4Q24 | 1Q25(F) |      |      |       | 2025      |      |      |       |
|------|------|------|---------|------|------|-------|-----------|------|------|-------|
|      |      |      | 직전추정    | 당사추정 | YoY  | QoQ   | Consensus | 당사추정 | YoY  | QoQ   |
| 매출액  | 507  | 547  | 493     | 491  | -3.2 | -10.2 | 497       | 409  | 4.6  | -16.6 |
| 영업이익 | 130  | 120  | 120     | 120  | -8.2 | -0.8  | 119       | 90   | -1.6 | -24.4 |
| 순이익  | 96   | 107  | 91      | 94   | -2.2 | -12.5 | 89        | 72   | -3.6 | -23.6 |

자료: F&F, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

|         | 2023A  | 2024A  | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액     | 1,978  | 1,896  | 1,952  | 2,087  | 2,191  |
| 영업이익    | 552    | 451    | 470    | 518    | 555    |
| 세전순이익   | 555    | 477    | 486    | 535    | 573    |
| 총당기순이익  | 425    | 356    | 365    | 401    | 430    |
| 지배지분순이익 | 425    | 360    | 365    | 401    | 430    |
| EPS     | 11,096 | 9,408  | 9,524  | 10,479 | 11,221 |
| PER     | 8.0    | 5.8    | 6.6    | 6.0    | 5.6    |
| BPS     | 33,689 | 40,781 | 48,640 | 57,454 | 67,009 |
| PBR     | 2.6    | 1.3    | 1.2    | 1.0    | 0.9    |
| ROE     | 38.4   | 25.3   | 21.3   | 19.8   | 18.0   |

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

# 한국전력 (015760)

허민호

minho.hur@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

33,000

유지

현재주가

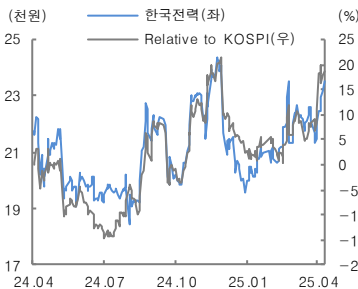
(25,04,14)

23,550

유틸리티업종

|             |                                     |
|-------------|-------------------------------------|
| KOSPI       | 2455.89                             |
| 시가총액        | 15,118십억원                           |
| 시가총액비중      | 0.70%                               |
| 자본금(보통주)    | 3,210십억원                            |
| 52주 최고/최저   | 24,400원 / 18,400원                   |
| 120일 평균거래대금 | 393억원                               |
| 외국인지분율      | 16.59%                              |
| 주요주주        | 한국산업은행 외 2 인 51.14%<br>국민연금공단 6.88% |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M   | 12M  |
|----------|------|------|------|------|
| 절대수익률    | 5.8  | 16.9 | 14.6 | 16.6 |
| 상대수익률    | 10.6 | 18.8 | 22.4 | 27.3 |



영업실적 및 주요 투자지

(단위: 십억원, 원, %)

표

|         | 2023A  | 2024A  | 2025F  | 2026F  | 2027F   |
|---------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 매출액     | 88,219 | 93,389 | 96,696 | 96,100 | 95,708  |
| 영업이익    | -4,542 | 8,365  | 15,556 | 17,402 | 19,177  |
| 세전순이익   | -7,554 | 5,257  | 13,038 | 15,362 | 17,435  |
| 총당기순이익  | -4,716 | 3,622  | 9,909  | 11,675 | 13,251  |
| 자배지분순이익 | -4,823 | 3,492  | 9,760  | 11,500 | 13,052  |
| EPS     | -7,512 | 5,439  | 15,203 | 17,913 | 20,331  |
| PER     | NA     | 3.7    | 1.5    | 1.3    | 1.1     |
| BPS     | 55,837 | 62,177 | 77,167 | 93,331 | 111,292 |
| PBR     | 0.3    | 0.3    | 0.3    | 0.3    | 0.2     |
| ROE     | -12.6  | 9.2    | 21.8   | 21.0   | 19.9    |

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한국전력, FnGuide, 대신증권 Research Center

## 진정한 경기방어주의 매력 발산!

- 4Q24 영업이익 3.98조원(+206% YoY)으로 컨센서스 상회 예상
- 25년 영업이익 15.56조원(+86% YoY) 전망. 유가+연료탄가격 ↓
- 배당매력(DPS 1,760원, 배당수익률 7.6%) 및 재무구조 개선 지속

### 1Q25 영업이익 3.98조원(+206% YoY)으로 컨센서스 상회 예상

1Q25 연결기준 매출액 24.32조원(+4.4%, 이하 YoY), 영업이익 3.98조원(+206.2%) 예상. 최근 컨센서스 상향 중에 있음. 현재 영업이익 컨센서스 3.71조원 상회 기대. 전기판매 매출액은 2024년 10월 24일 산업용 전기요금 9.7% 인상 효과 등으로 전년동기 대비 4.4% 증가가 전망되며, 원/달러 환율 상승에도 불구하고, 발전용 LNG 가격 및 SMP, 유연탄 가격 하락, 원전 가동률 90%로 상승 등으로 연료비 및 외부전력구입비는 전년동기 대비 각각 13.0%, 10.6% 감소할 것으로 예상

### 25년 영업이익 15.56조원(+86% YoY) 전망. 유가+연료탄가격 ↓ 환율 ↓

2025년 연결기준 매출액 96.7조원(+2.9%, 이하 YoY), 영업이익 15.56조원(+86.3%)을 전망. 2024년 11월말 ~ 2025년 4월 11일 동안 원/달러 환율은 32원/달러 상승했지만, 뉴캐슬 및 칼리만탄 연료탄의 평균 가격은 14달러/톤, Brent 유가는 9달러/배럴 하락했음. 환율 10원/달러 상승 시 1개월 후 영업이익은 2,280억원 감소하지만, 유가 1달러/배럴 하락 시 4~5개월 후 영업이익은 3,140억원 증가, 석탄가격 1달러/톤 하락 시 2~3개월 후 영업이익 830억원 증가하는 것으로 추정. 즉, 지금까지 환율 상승에 따른 이익 감소보다 유가 및 연료탄 가격 하락에 따른 비용 감소 효과가 더 큼

### 투자의견 매수, 목표주가 33,000원 유지. 배당매력, 재무구조 개선 지속

투자의견 '매수', 목표주가 33,000원을 유지. 추가적인 전기요금 인상 없이도, 낮은 배당성향 등으로도 배당매력, 재무구조 개선이 지속될 전망. 1) 3월 들어 유가 하락폭 확대. 관세 우려 일부 완화 등으로 일부 회복 예상되지만, Brent 유가는 2025 ~ 2026년 연평균 \$70/bbl(현재 \$65/bbl) 수준에 머무를 것으로 기대. 유가는 4~5개월 후행하여 실적 반영, 2) 이자율 하락에 따른 금융비용 감소(2024년말 차입금 및 1년 만기 사채 총액 47.6조원, 이자율 0.5% 하락 시 0.24조원 이자비용 감소, 차입금 10조원 축소 효과), 2026년 신규 원전 2기가 각각 2월, 11월 가동 등을 감안 시 2026년에도 실적 개선 지속 가능. 3) 2025년 별도기준 순이익은 6.87조원, 배당성향 16.4%(2024년 기준) 가정 시 주당 배당금은 1,750원, 현재주가 기준 배당수익률은 7.6%로 예상.

(단위: 십억원, %)

| 구분   | 1Q24   | 4Q24   | 1Q25(F) |        | 2025  |       |           |        |
|------|--------|--------|---------|--------|-------|-------|-----------|--------|
|      |        |        | 직전추정    | 당사추정   | YoY   | QoQ   | Consensus | 당사추정   |
| 매출액  | 23,293 | 23,529 | 24,799  | 24,315 | 4.4   | 3.3   | 24,794    | 21,442 |
| 영업이익 | 1,299  | 2,419  | 1,299   | 3,979  | 206.2 | 64.5  | 3,713     | 2,614  |
| 순이익  | 561    | 1,016  | 561     | 2,495  | 344.3 | 145.6 | 2,102     | 1,402  |

자료: 한국전력, FnGuide, 대신증권 Research Center

# 한미약품 (128940)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

380,000

유지

현재주가

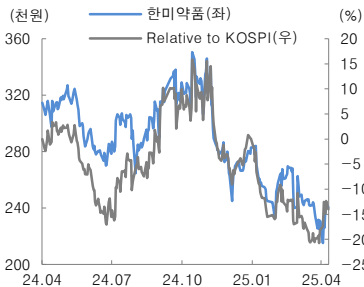
238,000

(25.04.14)

제약업종

|             |                                      |
|-------------|--------------------------------------|
| KOSPI       | 2455.89                              |
| 시가총액        | 3,081십억원                             |
| 시가총액비중      | 0.14%                                |
| 자본금(보통주)    | 32십억원                                |
| 52주 최고/최저   | 350,500원 / 215,000원                  |
| 120일 평균거래대금 | 203억원                                |
| 외국인지분율      | 13.53%                               |
| 주요주주        | 한미사이언스 외 4 인 50.57%<br>국민연금공단 10.18% |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M    | 12M   |
|----------|------|------|-------|-------|
| 절대수익률    | -1.8 | -7.7 | -25.9 | -23.9 |
| 상대수익률    | 2.6  | -6.1 | -20.8 | -16.9 |



## 점진적 실적 정상화 기대

- 1Q25 연결 매출 3,975억원(-1.5%yoy), 영업이익 588억원(-23.4%yoy)
- 주력 품목 성장세 견조하나, 북경한미 높은 기저효과로 컨센서스 하회 전망
- 6월 미국 당뇨 학회 발표 및 하반기 북경한미 실적 회복에 주목

### 투자의견 매수, 목표주가 380,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 영업가치는 25년 EBITDA에 국내 상위 제약사 평균 12개월 Fwd EV/EBITDA 14배 적용하여 추정. 동사의 주가는 1년간 지속된 경영권 분쟁으로 부진한 실적 기록 및 R&D 모멘텀 부재로 하락하였으나, 25년에는 북경한미 실적 개선 및 다수의 R&D 모멘텀 존재하여 투자의견 매수, 목표주가 38만원 유지

R&D 타임라인: 1) 6월 20-23일 ADA(미국 당뇨 학회) LA-GLP/GIP/GCG 비만 임상 1상 결과 발표, 2) 하반기 LA-UCN2 임상 1상 개시, 3) Dual Agonist, 간기능 장애 임상 1상, 2주 1회 제형 임상 2a상, 간경화 환자 대상 임상 2a상, MASH 임상 2b상 순차적으로 결과 발표 기대

### 1Q25 Preview: 아쉬운 실적 예상되나 회복되는 모습 확인

연결 매출 3,975억원(-1.5% yoy), 영업이익 588억원(-23.4% yoy), OPM 14.8%로 당사 추정치 하회 및 낮아진 컨센서스에 부합할 예정. 주력 품목의 견조한 성장세로 별도 실적은 개선되나, 북경한미는 높은 기저효과로 아쉬운 실적 예상됨

별도 매출 2,978억원(+8.3% yoy), 영업이익 474억원(+19.8% yoy), OPM 15.9%, 주요 제품 로수젯, 아모잘탄의 안정적인 성장과 글로벌 파트너사에 임상 시료 납품에 따라 전년 동기 대비 매출 확대 추정

북경한미 매출 971억원(-24.0% yoy), 영업이익 112억원(-70.5% yoy), OPM 11.5%, 작년 1분기 마이크로플라즈마 폐렴 유행으로 분기 최고 실적을 기록했던 기저효과로 전년 동기대비 감소하나, 4분기 대비 매출 +29.5% qoq, 영업이익 +165% qoq 성장 전망. 작년 북경 대홍수 영향으로 재고가 많이 축적되어 있어, 상반기에 재고 소진 후 하반기부터 본격적인 실적 회복 기대. 한미정밀화학 매출 236억원(-5.0% yoy), 영업이익 -12억원(적자 지속) 추정

(단위: 십억원 %)

| 구분   | 1Q24 | 4Q24 | 1Q25(F) |      |       |      |           | 2Q25 |       |       |
|------|------|------|---------|------|-------|------|-----------|------|-------|-------|
|      |      |      | 직전추정    | 당사추정 | YoY   | QoQ  | Consensus | 당사추정 | YoY   | QoQ   |
| 매출액  | 404  | 352  | 402     | 397  | -1.5  | 13.0 | 394       | 398  | 5.2   | 0.1   |
| 영업이익 | 77   | 30   | 62      | 59   | -23.3 | 92.9 | 57        | 48   | -16.9 | -17.8 |
| 순이익  | 55   | -5   | 46      | 40   | -26.7 | 흑전   | 40        | 31   | -22.0 | -22.1 |

자료: 한미약품, 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.