

# Morning Meeting Brief

## Macro

### 국내 1분기 GDP: 폭삭...

- 1분기 국내 경제 역성장(-0.2%), 하위항목 지출 대부분 감소
- 연간 경제성장률 1.1%로 하향 조정. 대외 부진에도 내수 중심 회복 기대
- 수출은 1) 비미국 소비부양, 2) 대중 견제 및 공급망 재편에서 기회 모색

이하연. hayeon.lee@daishin.com

## Macro

### [을지로 지표맛집] 격한 변동성은 언제까지 (미국 GDP, 고용 등 실물지표와 기업 실적, BOJ 금정위도 예정)

- 트럼프 발언에 따른 금융시장 변동성 확대 지속. 여전히 정책에 따른 성장 불확실성에 미국 자산에 대한 신뢰는 약함
- 다음 주 미 GDP, 고용 포함 실물지표와 기업 실적 예정. 결과가 미국 투자심리 개선으로 이어질 수 있을지 확인
- 일본 금정위 예정된 가운데, 대외정책이 BOJ 금리 결정에 영향 주는지 모니터링 필요하며 엔화 중심 외환시장 변동성 확대 주의

이주원. joowon.lee2@daishin.com

## Strategy

### [다음주 시장은?] 성장 & 물가 & 실적 한 번에 훑어보기

- 미국 GDP, PCE 등 각종 경기지표와 BOJ, 실적시즌 중첩
- 4월 이후 관세영향으로 인한 신종론과 저물질 이어지며 우려 정점 통과
- 불안감 속 코스피 흐름 견조, 비미국 회복세에 따라 의심 속에서 상승 추세 지속

이경민. kyungmin.lee @daishin.com

## Global Strategy

### [더 글로벌 레이터 Weekly / 5월 1주차 전략] 결국, 증시를 견인하는 힘은 펀더멘탈!

- 대중국 관세 정책, 연준 의장 해임을 둘러싼 트럼프 정책 후퇴. 자국기업 피해 양산과 통화정책 신뢰성 훼손에 기인
- 美 90일 상호관세 유예 종료 전까지, 교역국과 협상 통해 기존 상호관세율 절반 수준으로 낮출 것
- 현 미국 경기(경기 침체 미징후) 및 기업 이익(25.1/4분기 7개 분기 연속 이익 성장 예상) 감안 시, M7 주도의 증시 견인력 확대될 것

문남중. namjong.moon@daishin.com

## Commodity

### 반등하는 구리, 수혜자는 구리가 아닌 칠레 ETF

- 경기 둔화 우려에도 반등 시도하는 구리, 각국의 유동성 투입 기대감 반영
- 여전히 구조적 공급 부족 문제, 오늘날 광산 개발 투자는 10~15년 후 공급
- 구리보다 은행 비중 높은 칠레 ETF, 구리 산업 성장은 대출 수요를 늘린다

최진영. jinyoing.choi@daishin.com

[1Q25 Preview] 보험업: 실적은 DB가 우수, 마진은 현대가 우수

- 보험 커버리지 5사 1분기 순이익 대부분 컨센서스 하회 전망
- 독감 유행, 산불, 자보 손해를 상승, 신계약 부진
- 업종 모멘텀 약화, 투자의견 Neutral 하향, 메리츠, 삼성화재 추천

박혜진. Hyejin.park@daishin.com

[1Q25 Review] KB 금융: KB는 참지 않지

- CET1비율, 지난 4분기 대비 +14bp 상승한 13.67% 달성
- 상반기 추가 자사주 매입 3,000억원, 현금배당 912원 서프라이즈
- 지지부진했던 주가 타개할 만한 모멘텀으로 작용 할 것

박혜진. Hyejin.park@daishin.com

[1Q25 Review] LG 전자: 변동성 구간이나 저평가

- 1Q25 영업이익(1,26조원 -5.7% yoy)은 컨센서스 부합
- 구독가전/HVAC 수익성 기여 확대, HS / ES / VS 에서 수익성 호조
- 불확실성 존재하나 밸류에이션 저평가에 초점

박강호. kangho.park@daishin.com

[1Q25 Review] 현대차: 악재보다 호재에 예민할 주가

- 2H25 관세 우려에 대한 실적 영향 확인되며 우려 정점 통과 가능성
- OP 타격 감안하더라도 PER 5배 수준으로 부담은 제한
- 1) 팰리 모멘텀, 2) 미국 가동률 상승에 따른 반등기회에 주목

김귀연. gwiyeon.kim@daishin.com

[1Q25 Review] 한화솔루션: 기대치를 상회하는 실적

- 신재생부문 호조로 기대치(-607억원)를 상회하는 실적(303억원) 기록
- 판매량 감소에도 불구하고, 판가 및 판관비 개선으로 태양광 모듈 판매 적자폭 축소
- 1) 북미 모듈 판가 상승, 2) DCA 수취 여건 마련, 3) 주택용 에너지부문 이익기여로 25~26년도 이익추정치 상향

위정원. Jungwon.weee@daishin.com

[1Q25 Review] HD현대중공업: 높은 기대를 상회하는 호실적

- 투자의견 매수 유지, 목표주가 450,000원으로 25% 상향 조정
- 1Q25 영업이익 4,337억원으로 컨센서스 큰 폭 상회
- 일회성 없이 생산성 개선을 통한 이익 증대 실현

이지니. Jini.lee@daishin.com

[1Q25 Review] HD현대미포: 10 점 만점에 685 점

- 투자의견 매수 유지, 목표주가 190,000원으로 46.2% 상향 조정
- 1Q25 영업이익 685억원으로 동사 추정치 및 컨센서스 상회
- 선종 믹스 개선 지속되며 고부가가치선인 가스선 비중 확대 구간 진입

이지니. Jini.lee@daishin.com

[1Q25 Review] 삼성중공업: 아직 힘을 보여주지 못했다

---

- 1Q25 매출액 2.5조, 영업이익 1,231억원으로 컨센서스 소폭 하회
- 낮은 수익성의 선박들이 매출에 인식되어 수익성은 비교적 낮음
- 연초 특별 격려금 약 290억원이 일회성으로 지급됨

이지니, Jini.lee@daishin.com

---

# 국내 1분기 GDP: 폭삭...

Economist 이하연

hayeon.lee@daishin.com

Economist 이주원

joowon.lee2@daishin.com

- 1분기 국내 경제 역성장(-0.2%), 하위항목 지출 대부분 감소
- 연간 경제성장률 1.1%로 하향 조정. 대외 부진에도 내수 중심 회복 기대
- 수출은 1) 비미국 소비부양, 2) 대중 견제 및 공급망 재편에서 기회 모색

## 1분기 국내 GDP 0.2% 감소, 연간 경제성장률 1.1%로 하향 조정

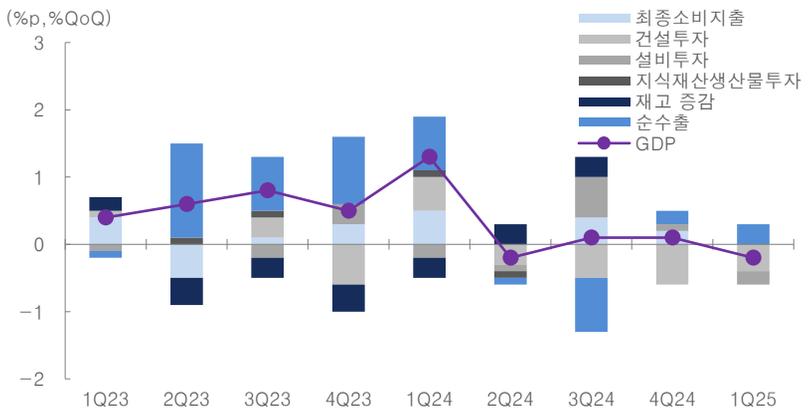
당초 한에서 예고했듯이 1분기 국내 경제는 역 성장을 기록했다. 부문별로는 지식재산생산물투자를 제외한 모든 부문이 전기대비 감소했다. 대외부문이 성장률에 +0.3%p 기여한 반면, 내수가 -0.6%p 기여도를 나타냈는데, 순수출의 플러스 성장 기여는 수입 감소 폭이 수출보다 컸기 때문이며, 대내외 경기 모두 부진한 것으로 판단된다.

4/2 미국 관세 발표 이후, 대외 정책 불확실성 확대에 예상보다 장기간 지속했던 국내 정치 불안 영향을 감안해 올해 국내 경제성장률을 1.9%에서 1.1%로 하향 조정했다. 대외부문 부진이 지속되는 가운데, 당분간 내수 중심 회복이 기대된다. 우선 국내 정치 불확실성 해소 이후 지연됐던 민간소비나 설비투자가 회복되면서 국내 경제 성장을 뒷받침해줄 전망이다.

## 그럼에도 불구하고 수출에서 찾아보는 기회

국내 경제, 특히 수출에 대한 눈높이 하향 조정이 불가피하지만 관세 정책 불확실성이 만든 기회 요인에 주목할 필요가 있다. 우선 미국의 수입 수요 위축에 대응하기 위해 1) 비미국 주요국에서 내수 부양 강화가 기대되며 이는 국내 소비재 수출 및 서비스 수출 개선에 기여할 것으로 예상된다. 또한 2) 미국의 대중 견제 지속 및 공급망 재편에 따른 수혜도 일부 기대된다. 미국의 대중 관세가 현재와 같은 높은 수준이 지속되지는 않겠지만 첨단 산업 중심으로 중국 견제 지속은 불가피할 것으로 판단된다. 해당 첨단 산업 중 상당 부문이 중국과 수출 경합도가 높다는 점에서, 공급망 재편 수혜에 관심을 가질 필요가 있다.

## 국내 경제성장률 및 기여도



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

# Macro

Economist 이주원  
joowon.lee2@daishin.com

## 격한 변동성은 언제까지

### 미국 GDP, 고용 등 실물지표와 기업 실적, BOJ 금정위도 예정

이번 주도 금융시장은 트럼프 발언에 변동성을 확대했다. 파월의장 해임 생각이 없으며, 중국과의 협상 여지를 보이자 미국 주식, 채권, 달러가치가 동시에 반등했다. 다만 계속해서 여러 국가들과 관세를 조율하고 있으며, 정책에 따른 성장 불확실성이 커 미국자산에 대한 신뢰가 약하다. IMF는 시나리오별로 전망을 제시하며 미국을 포함한 글로벌 경제 성장률을 하향조정했다.

다음 주는 미 1분기 GDP, 그리고 4월 고용이 발표되며 기업 실적도 다수 예정되어 있다. 1분기는 상호관세 부과 전 선수요가 유입되었으며, 이로 인해 금번 결과가 양호하더라도 정책이 앞으로 성장에 미치는 영향이 중요한 시점이다. PMI에서 미래에 대해 여전히 불확실성은 크나, 일부 미 제조기업들은 보호무역주의에 따른 긍정적인 영향을 기대하는 모습도 확인된 바 있다. 가이던스를 통해 기업이 보는 경영환경은 어떤지, 미국 투자심리 개선으로 이어질 수 있을지 확인이 필요하다. 한편 달러가 가파르게 하락하고 미국채 금리는 높은 수준에 위치하는 등 시장이 다소 불안정한 흐름을 보이고 있음에도, 연준은 신중한 스탠스를 유지하고 있다. 고용의 경우 4월까지 선수요가 이어지며 당장 급격하게 위축될 가능성은 제한적이나, 세부항목 단에서 봤을 때 질적으로 악화되는 흐름은 유효하다. 결과가 연준 스탠스에 변화를 줄 수 있을지도 모니터링이 필요한 변수다.

일본은 미국에 자동차 및 철강 관세 면제를 요구했으나 통하지 않은 것으로 파악된다. 다음 주 금정위가 예정되어 있어, 미국의 엔화 약세에 대한 지적은 없는지, 대외 정책 흐름이 금리 결정에 영향 주는지 관련 이슈와 BOJ 스탠스도 확인해야 할 것이다. 미국에 대한 신뢰가 약해진 가운데 안전선호 심리가 확대되며 달러대비 엔화가치는 작년 9월 이후 최고수준에 근접했다. 미일 협상 및 금정위 결과에 따라 엔화 중심으로 외환시장 변동성이 확대되는지 경계할 필요가 있다.

### 다음 주 주목할 매크로 지표 및 이벤트

일자	국가	지표 프리뷰	예상치	이전치
4/25	미국	4월 미시간대 소비자심리지수	50.8	57.0
4/29	미국	3월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수	87.0	92.9
		3월 JOLTs 구인건수	-	7.57m
4/30	중국	4월 차이신 제조업 PMI	-	51.2
		4월 ADP 비농업 신규고용	-	155k
	미국	1분기 GDP QoQ Saar	0.4	2.4
5/1	일본	5월 BOJ 회의	-	-
	미국	4월 ISM 제조업 PMI	47.9	49.0
5/2	미국	4월 비농업 신규고용	123k	228k
		4월 실업률	4.2	4.2
		4월 시간당 임금 YoY/MoM	-/0.3	3.8/0.3

자료: 대신증권 Research Center

## 성장&물가&실적 한 번에 훑아보기

- 미국 GDP, PCE 등 각종 경기지표와 BOJ, 실적시즌 증점
- 4월 이후 관세영향으로 인한 신중론과 저물질 이어지며 우려 정점 통과
- 불안감 속 코스피 흐름 견조, 비미국 회복세에 따라 의심 속에서 상승 추세 지속

트럼프, 베센트, 백악관 대변인까지 일제히 중국과 파월에 대한 강경한 태도를 전환, 정책 불확실성의 정점을 확인했다는 의미. 트럼프가 추가적인 금융시장 불안을 감수하는 강경한 스탠스를 유지할 가능성은 상당히 감소

다음주는 주요 경제지표들이 집중되어 발표되면서 경기에 대한 불안심리가 단기 정점을 통과할 것. 미시간대(25일)와 컨퍼런스보드(29일)의 소비자심리지수에 이어 30일은 연준이 선호하는 PCE 물가지수 발표. 전월 +2.5% 대비 둔화된 +2.2% 예상. 근원 PCE 또한 +2.6%로 전월 +2.8% 대비 둔화. 기대인플레이션이 실제 물가데이터로 전이되지 않고 있음을 확인할 수 있을 전망. 같은 날 미국 1Q GDP도 중요. 전분기 +2.4% 대비 큰 폭으로 둔화된 +0.4% 예상. 관세부와 이전의 데이터이기 때문에 연준은 관망론이 우세하겠지만, 경기 침체 우려 완화 예상. 물가와 경기 둔화를 명분으로 금리 인하를 재촉하는 트럼프의 압박이 다시 거세질 수 있음

5월 1일 BOJ의 금리결정회의의 스탠스는 엔화 발 시장 변동성에 영향을 줄 수 있음. 그러나 엔화 강세를 선반영한 투기 자금으로 인해 지난해 8월과 같은 급격한 충격 또는 청산으로 이어질 가능성은 높지 않은 것으로 판단

5월 1일 발표되는 한국 수출실적을 전후로 30일 중국과 1일 밤 미국의 4월 제조업 PMI 발표예정. 선반영된 관세 불확실성과 실제 수출경기 사이 괴리 소화, 중국의 경기부양 정책의 가시성과 지속가능성, 수혜 여부 확인할 수 있을 것

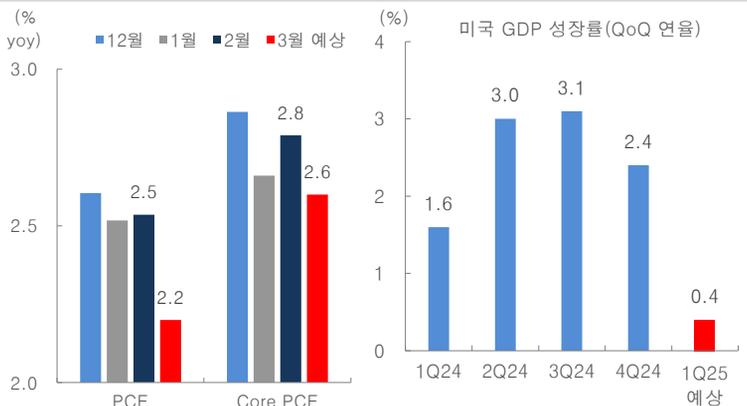
실적시즌 지속. 미국에서는 29일 화이자, GM, 30일 마이크로소프트, 메타, 5월 1일 애플, 아마존, 일라이릴리 등, 국내에서는 28일 한화오션, LG생활건강, 29일 크래프톤, 하이브, 한화시스템, 30일 삼성전자, 한화에어로스페이스, LG화학, SK이노베이션, 두산에너지빌리티 등 실적발표. 반도체와 미국 기술기업 업황, 바이오, 조선, 방산, 소프트웨어 등 업종들의 실적과 가이던스 확인 가능

경제 펀더멘탈 해석에 더해, 예측 불가능한 트럼프의 연준 압박, 정책 번복 우려가 시장에 여전히 잔존되어 있다는 점은 투자심리 회복의 지연요인

불안감 속에서도 KOSPI 견조한 흐름을 이어가고 있다는 점은 고무적. 비미국 경기 회복세에 따라 코스피 상승 추세는 의심의 벽을 타고 이어질 수 있음. 현재 선행 P/E 8.74배, PBR 0.81배로 밸류에이션 매력 높은 상황.

관세 우려 과하게 선반영된 반면 Non-US 모멘텀의 수혜를 받을 수 있는 반도체, 자동차, 2차전지. 미중 갈등의 반사이익을 얻을 수 있는 조선, 방산, 제약/바이오, 2차전지 등 제안. 리스크 관리와 함께 통제 가능한 투자전략에 집중

### 물가둔화 & 성장둔화, 관세 불확실성 아니라면 연준 뜻을 기대할 만도..



자료: BEA, CEIC, 대신증권 Research Center

# Global Strategy

Global Strategist 문남중  
namjong.moon@daishin.com

## 결국, 증시를 견인하는 힘은 펀더멘탈!

- 대중국 관세 정책, 연준 의장 해임을 둘러싼 트럼프 정책 후퇴
- 상호관세 유예 종료 전까지 기존 상호관세율 절반 수준으로 낮출 것
- 경기·이익 감안 시, M7 주도의 증시 견인력 확대. 증시, 안정을 택할 것

대중국 관세 정책, 연준 의장 해임을 둘러싼 트럼프 정책 후퇴가 주가 상승, 금리 하락, 달러화 강세라는 반전을 보여주기 시작했다. 테슬라, 애플, 월마트 등 중국 매출 및 수입의존도가 높은 자국기업의 피해 양산, 연준 독립성 위협이 통화정책 신뢰성 훼손으로 받아들여짐에 따라 트럼프는 한발 물러설 수밖에 없는 입장이다.

대중 관세율을 기존 145%에서 50~65% 수준으로 낮출 수 있다는 타협의 기미는 90일 상호관세 유예 종료 전까지 미국이 4.2일 발표한 상호관세율을 교역국과 협상을 통해 다시금 절반 수준으로 낮출 여지를 보여준다. 이는 글로벌 증시가 트럼프 관세 위협으로 금융시장 혼란이 발생하기 전인 올해 2월 수준으로 주가가 회귀할 수 있는 바탕이 될 것이다.

현 금융시장은 심리를 우선시하며 트럼프 관세정책에 따른 부정적 여파를 앞당겨 반영해 왔지만, 현 미국 경제는 ISM 서비스업지수, 비농업부문 고용지수(3개월 평균), CPI 등을 감안할 때 스태그플레이션, 경기 침체 징후는 아직까지 없다.

올해 1/4분기 S&P500 EPS 증가율 예상치는 7.3%(YoY 이하)로 7개 분기 연속 이익 성장이 예상된다. 지난 10년과 5년 어닝 시즌 동안 이익 증가율의 평균 개선 폭은 각각 6.9%p, 8.8%p로 이를 감안하면 올해 1/4분기 S&P500 EPS 증가율은 10% 이상이 될 것이다. 또한 M7 vs. 이를 제외한 S&P493 EPS 증가율은 14.8% vs. 5.1%로 M7 증시 견인력은 커져갈 것이다. 펀더멘탈이 무너지지 않는 한 미국 주도 글로벌 증시는 불확실성보다는 안정을 택할 것이다.

표 1. 다음 주 중요 경제지표 및 이벤트(25.4.28~5.4)

경제지표 & 이벤트명	국가	일정	전기치	예상치	방향성	내용 및 시사점
3월 PCE / 근원	미국	4.30	2.5 / 2.8 % YoY	2.2 / 2.6 % YoY	▼ / ▼	에너지 가격 큰 폭 하락 기인. 물가 안정 시사, 고물가 고착화 우려 완화
5월 BOJ 금정위	일본	5.1	0.50 %	-	-	4월 엔화 강세 등 환율 요인 감안 시, BOJ 금리 인상 늦출 전망
4월 비농업부문 고용지수 / 실업률 / 시간당 평균임금	미국	5.2	228 / 4.2 / 3.8 천명, %, % YoY	123 / 4.2 / - 천명, %, % YoY	▼ / - / -	관세 부과 영향권에 든 고용 결과, 예상치에 부합할 경우 5월 FOMC 통화정책 결정(금리 인하 가능성)에 영향을 미칠 전망

일자	국가/지역	주요 지표	기간	단위	전기치	예상치	대비
4.30	중국	차이신 제조업 PMI	4월	%	51.2	-	-
	미국	GDP	1/4분기	% QoQ	2.4	0.4	▼
	미국	PCE / 근원	3월	% YoY	2.5 / 2.8	2.2 / 2.6	▼ / ▼
5.1	휴징(한국, 중국·홍콩 등)						
	일본	BOJ 금정위	5월	%	0.50	-	-
	미국	ISM 제조업지수	4월	%	49.0	47.9	▼
5.2	한국	수출 / 수입	4월	% YoY	3.0 / 2.3	- / -	- / -
	미국	비농업부문 고용지수 / 실업률 / 시간당 평균임금	4월	천명, %, % YoY	228 / 4.2 / 3.8	123 / 4.2 / -	▼ / - / -

기준일: 25.4.24  
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

# 반등하는 구리, 수혜자는 구리가 아닌 칠레 ETF

- 경기 둔화 우려에도 반등 시도하는 구리, 각국의 유동성 투입 기대감 반영
- 여전히 구조적 공급 부족 문제, 오늘 광산 개발 투자는 10~15년 후 공급
- 구리보다 은행 비중 높은 칠레 ETF, 구리 산업 성장은 대출 수요를 늘린다

## 경기 둔화 우려에도 반등 시도하는 구리, 이유는 유동성에 대한 기대감

경기 민감 자산인 구리 가격이 반등하기 시작했다. 미중 무역 전쟁과 이에 따른 경기 둔화 우려가 여전히 존재함에도 불구하고 구리 가격은 톤당 9,000달러를 재돌파했다. 이처럼 가격 회복력이 빠를 수 있었던 배경에는 유동성에 대한 기대감이 있다.

작용과 반작용의 원리처럼 침체 우려가 커질수록 대응 또한 커진다. 지난 8일, 중국 PBOC는 증시 방어를 목적으로 국부펀드인 CIC에 재대출을 승인했다. 중국 CICC 측은 4월말 정치국 회의를 기점으로 기준을 인하(50~100bp)가 예상된다고 전하고 있다. ECB는 이번에도 정책금리를 인하했다. Fed는 조기 정책금리 인하를 기피하고 있지만 OT(예: 장기채 매입/단기채 매도 → 3,340억달러 이상 단기채 보유한 버크셔 해서웨이의 주식 시장 재진입 가능성) 등과 같은 대응 수단을 보유하고 있으며, 한국과 일본, 독일은 재정정책 강화를 준비 중이다. 유동성이 흘러나오기 시작한 것이다.

## 여전한 구조적 공급 부족 문제, 오늘날 광산 개발 투자는 10~15년 후 공급

수급은 가격 상승에 좋은 조건을 갖추고 있다. EV로의 전환으로 자동차용 구리 수요는 이전보다 2배 증가했으며, 미국과 중국의 데이터센터용 수요는 여전히 확장 추세이다. 이에 반해 공급의 증가 속도는 더디기만 하다. 주요 산지인 칠레와 페루에서는 광석 채굴량이 빠르게 늘어나고 있지만 광산들의 노후화로 구리 함량이 미달되고 있다. 최근 2~3년 사이 광산 개발 투자가 확대되기 시작했으나 실제 채굴까지는 10~15년 가량이 소요된다. 이를 보완해줄 재활용 구리 공급은 15%에 그치고 있으며, 도시 광산 사업이 가속화 되더라도 2030년까지 스크랩의 유의미한 증가는 기대하기 어렵다. 이를 감안하면 전고점인 11,500달러까지 충분히 상승이 가능하다.

## 구리보다 은행 비중 높은 칠레 ETF, 구리 산업의 성장은 대출 수요를 늘린다

그럼에도 구리 또는 구리 광산 ETP에 대한 추가 매수보다는 칠레 ETF를 매수할 것을 권고한다. 구리는 1)톤당 9,000달러를 상회할 시 고순도 구리가 불필요한 수요처(약 65%)들의 수요가 대체재인 알루미늄으로 이탈한다는 리스크를 갖고 있다. 2)광산 기업들의 경우 비용에 대한 부담이 존재한다. AISC에서 비중(개발 비용 제외)이 크면서도 변동성까지 큰 것이 전력 비용과 연료비, 그리고 인건비이다. 유동성 효과로 전력원(천연가스) 가격이 상승한다면 추세적인 상승 효과를 기대하기 어렵다.

이와 달리 칠레 ETF는 가격 상단을 제한하는 요인이 없다. 해당 ETF는 전세계 최대 구리 산지(28%)라는 배경을 갖고 있지만 이보다 중요한 것은 펀드 내 은행들의 비중(31%)이다. 구리 가격은 상승하고 광산들의 개발 투자가 확장되는 방향이라면 이들의 대출 수요 역시 확장될 수밖에 없다. 구리 산업의 최대 수혜자는 칠레계 은행들이 될 수 있다. 올해 초를 기점으로 구리/칠레 ETF의 상대 성과는 칠레 ETF로 기울기 시작했다. 과거 레벨을 감안하면 지금도 저평가된 상태이다.

## 보험업

박해진

hyejin.park@daishin.com

투자의견

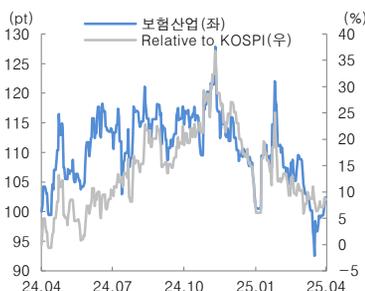
Neutral

중립, 하향

## Rating &amp; Target

종목명	투자의견	목표주가
삼성생명	Buy	125,000
메리츠금융지주(★)	Buy	140,000
삼성화재(★)	Buy	490,000
DB손해보험	Buy	120,000
현대해상	Buy	35,000

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.7%	-0.4%	-12.6%	2.4%
상대수익률	-0.1%	0.6%	-9.9%	8.6%

실적은 DB가 우수,  
마진은 현대가 우수

- 보험 커버리지 5사 1분기 순이익 대부분 컨센서스 하회 전망
- 독감 유행, 산불, 자보 손해율 상승, 신계약 부진
- 업종 모멘텀 약화, 투자의견 Neutral 하향, 메리츠, 삼성화재 추천

## 1Q25E 보험 5사 합산 순이익 2.39조원, 컨센서스 하회 전망

증권 합산인 메리츠금융지주 제외하고 커버리지 보험사 순이익 컨센서스 모두 하회할 것으로 예상. 컨센서스 하회는 보험손익 감소에 기인하며 이는 1) 독감 바이러스 유행에 따른 호흡기 질환 보험료 청구 증가, 2) 국내 산불 영향, 3) 자동차보험 손익 악화, 4) CSM잔액 감소에 따른 상각익 감소 영향

## 지난 4분기부터 시작된 독감 유행, 1분기에도 예실차 악화에 기여

질병관리청에 따르면 지난 12월부터 인플루엔자 증상을 보인 환자 수가 급증하기 시작하여 영향이 2월까지 지속. 이에 따라 실손보험 청구 증가로 예실차 손실 크게 확대, 커버리지 5사 합산 예실차손실 -1,330억원으로 4분기에 이어 적자 지속될 전망. DB손해보험과 메리츠화재는 이익폭 축소되나 적자 전환까지는 아닌 것으로 파악. 삼성생명은 호흡기질환 확대 영향은 없으나 유배당연금손익액 발생으로 손실계약비용 반영 예상

## 낮아진 CSM잔액 + CSM 배수 하락으로 상각익도 감소

무/저해지 상품 해지율 가점 변경으로 지난 4분기 CSM조정액이 대폭 발생하여 기초 CSM자체가 낮아진 수준에서 시작, 관련하여 CSM배수 하락도 불가피(현대해상 제외)하여 신계약 CSM 4분기 대비 감소 불가피. 이에 따라 상각익도 감소할 것. 다만 4월부터 동 상품 보험료를 크게 인상함에 따라 2분기 배수 회복될 전망. 다만 배수가 회복되어도 보험료가 비싸지고, 3월 절판마케팅 때문에 2분기부터 매출 불륨은 감소할 수 밖에 없음. 다만 CSM조정에서 당 분기 회사별 차이가 존재하는데, 현대해상은 지난 4월부터 보험료 인상 단행하여 +1,970억원으로 (+)전환될 것이며 삼성생명은 과거 판매했던 건강보험 마진이 당초 가정보다 크게 개선되어 마이너스 조정폭 축소될 전망

커버리지 5사 합산 기말 CSM은 60.1조원으로 전 분기 대비 +2.5% 증가하는 데 그칠 것으로 예상. 삼성생명은 건강보험 매출은 순조로우나 단기납종신 환급율 하락으로 종신보험 매출 부진하여 신계약 CSM 감소. 신계약 관련 현대해상, DB손해보험은 2분기부터 유지율 등 내부 관리에 집중할 것으로 보이거나 삼성화재는 유병자보험 중심으로 건강보험 시장 지배력 확대 전략 여전히 유지할 전망

## K-ICS비율 하락, 산불영향은 일반/자동차/장기 영향

장기선도금리 -25bp 인하, 최종관찰만기 확대로 K-ICS비율 하락, 연령대별 손해율 세분화는 (+), (-)효과 혼재하여 K-ICS비율 영향은 미미한 것으로 파악됨. 영남지역 산불영향은 일반보험 뿐만 아니라 자동차, 장기 재물보험에도 영향있으나 회사별로 100억원 미만으로 반영되는 것으로 추정

(뒷페이지 계속)

# KB금융 (105560)

박혜진 [hyejin.park@daishin.com](mailto:hyejin.park@daishin.com)

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월  
목표주가

**112,000**  
유지

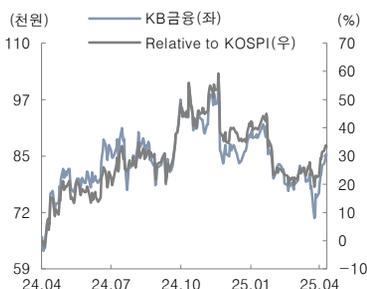
현재주가  
(25.04.24)

**84,600**

은행업종

KOSPI	2,522.33
시가총액	33,293십억원
시가총액비중	1.55%
자본금(보통주)	2,091십억원
52주 최고/최저	101,200원 / 68,900원
120일 평균거래대금	1,199억원
외국인지분율	74.87%
주요주주	국민연금공단 8.37% The Capital Group Companies, Inc. 외 48 인 7.90%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.4	-4.8	-9.2	22.8
상대수익률	7.9	-4.3	-7.1	30.3



## KB는 참지 않지

- CET1비율, 지난 4분기 대비 +14bp 상승한 13.67% 달성
- 상반기 추가 자사주 매입 3,000억원, 현금배당 912원 서프라이즈
- 지지부진했던 주가 타개할 만한 모멘텀으로 작용 할 것

### 투자의견 Buy, 목표주가 112,000원 유지

당 분기 CET1비율을 13.67%까지 끌어올리며 하반기 환원에 대한 기대감을 높임. 지난 4분기 CET1비율이 13.53%에 불과했으나, 자사주매입 3,000억원, 분기 DPS 912원(연간 예상현금배당 1.34조원) 결의하여 시장의 예상을 상회하는 환원율을 보여줌. 지난 4분기 큰 폭의 CET1비율 하락으로 환원을 축소에 대한 우려가 부각되어 주가는 하락하였는데, 우리가 누차 강조하지만 연간 총 이익 관점에서 동사의 총 환원금은 증가할 수 밖에 없음. 따라서 금번 결정은 그 동안의 우려를 불식시킬 만한 주주환원이라고 판단됨. 밸류업 이후 은행주에 대한 모멘텀은 약화되어 주가가 지지부진하였는데, 이를 타개할 만한 모멘텀으로 작용할 것. 업종 내 최선호주 유지

### 1Q25 지배주주 순이익 1.7조원(QoQ +148% YoY +62.9%) 기록

1분기 순이익은 당사 추정과 컨센서스 7% 상회하는 견조한 실적을 달성. 은행 NIM이 전 분기 대비 +4bp 상승하였고, 원화대출이 0.9% 증가하여 순이자이익이 3,26조원(QoQ -1.3%, YoY +3.5%) 기록. 대출 금리 하락에도 고금리 정기예금 리프라이싱 영향으로 조달부담이 완화되어 마진이 잘 관리 되었음

비이자이익은 1.3조원(QoQ +262%, YoY+2.5%) 기록. 금리 하락에 따른 유가증권 관련 이익 개선되어 기타영업이익이 크게 증가하였고, 증권/카드/손해보험도 견조한 실적이 유지. 다만 대손비용이 6,560억원으로 당초 예상보다 증가하였는데, 홍콩플러스 관련 675억원, 해외 상업용 부동산 담보 회수를 하락에 따른 충당금 410억원 일회성 반영에 기인. 최근 중소기업 연체를 상성이 높긴 하지만 사측이 연간 목표로 하는 CCR은 40bp 중반

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022	2023	2024	2025E	2026E
순영업수익	13,738	16,229	17,079	17,508	17,360
영업이익	5,247	6,435	8,080	8,332	8,189
순이익	4,122	4,632	5,076	5,462	5,426
YoY(%)	-6.5	12.4	9.6	7.6	-0.7
ROE	7.8	8.1	8.8	8.8	8.3
EPS	10,578	11,888	13,027	14,017	13,925
BPS	135,676	146,111	148,000	158,821	168,445
PER	4.1	4.7	5.4	5.0	5.0
PBR	0.32	0.38	0.48	0.44	0.42

자료: KB금융, 대신증권 Research Center

# LG전자 (066570)

**박강호**

kangho.park@daishin.com

**투자의견**

**BUY**

매수, 유지

**6개월 목표주가**

**120,000**

유지

**현재주가**

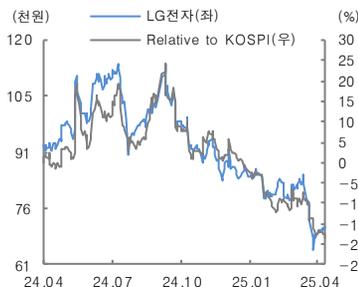
(25.04.24)

**70,300**

가전 및 전자부품업종

KOSPI	2522.33
시가총액	12,104십억원
시가총액변동	0.56%
지분금(보통주)	818십억원
52주 최고/최저	113,900원 / 64,700원
120일 평균거래대금	403억원
외국인지분율	29.54%
주요주주	LG 외 2 인 35.11% 국민연금공단 7.48%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-14.1	-17.4	-27.7	-23.8
상대수익률	-10.3	-16.9	-26.0	-19.1



## 변동성 구간이나 저평가!

- 1Q25 영업이익(1,26조원 -5.7% yoy)은 컨센서스 부합
- 구독가전/HVAC 수익성 기여 확대, HS / ES / VS 에서 수익성 호조
- 불확실성 존재하나 밸류에이션 저평가에 초점

### 투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 120,000원 유지

연결, 2025년 1Q 매출(22.75조원)과 영업이익(1.26조원)은 각각 7.8%(yoy/-0.1% qoq) 증가, 5.7%(yoy/+830% qoq) 감소. 1Q 영업이익은 컨센서스에 부합 및 관세 영향 우려에도 양호한 실적으로 평가. HS가 매출 성장 지속, 신설사업인 ES가 계절적인 성수기 및 믹스 효과(칠러 매출 확대)로 영업이익률 13.3%로 전년대비 0.3%p 개선. 또한 VS의 매출의 성장(6.8% yoy)도 예상을 상회

투자포인트는 1) 미국 관세 등 불확실한 환경으로 2025년 2Q 및 하반기 실적 전망에 가시성이 낮은 시점. 그러나 멕시코 및 미국에서 생산 비중 확대로 일부 관세 정책에 대응을 예상, 상대적으로 가격 탄력성이 적은 프리미엄에서 점유율 확대를 추진하면 실적 하향의 폭은 제한적일 가능성 상존

2) 밸류에이션 매력도 높은 동시에 저평가는 심화. 2025년 P/E 5.9배, P/B 0.56 배로 역사적 저점, 주가의 하방경직성을 예상. 단기적으로 주가 변동성을 예상하나, 중장기 관점에서 비중확대 유지. 투자의견 매수(BUY) 및 목표주가는 120,000 원(2025년 목표 P/B 0.86배(실적회복기 평균) 유지

### 1Q25 영업이익은 1.26조원: HS, ES, VS가 종전 추정을 상회

2025년 1Q, 연결기준 매출과 영업이익은 22.7조원, 1.26조원으로 각각 7.8%(yoy) 증가, 5.7%(yoy) 감소. 별도기준(LG전자만 실적)의 매출과 영업이익은 9.8%(yoy) 증가, 2%(yoy) 감소. 부문별 매출 증가율(yoy)은 HS +9.3%, MS -2.2%, VS +6.8%, ES +18%. HS, VS, ES가 예상대비 상회, MS는 하회로 판단

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25				2Q25			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	21,096	22,761	22,745	22,740	7.8	-0.1	22,067	21,941	1.1	-3.5
영업이익	1,335	135	1,259	1,259	-5.7	830.4	1,259	952	-20.4	-24.4
순이익	475	-715	703	799	68.3	흑전	644	465	-16.8	-41.8

자료: LG전자, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	82,263	87,728	92,311	95,925	101,018
영업이익	3,653	3,420	3,677	4,189	4,521
세전순이익	2,015	1,336	3,401	4,059	4,554
총당기순이익	1,151	591	2,474	2,841	3,188
지배지분순이익	713	368	2,173	2,444	2,741
EPS	3,942	2,032	12,018	13,513	15,160
PER	25.8	41.1	5.9	5.3	4.7
BPS	108,745	116,100	127,163	139,720	153,925
PBR	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5
ROE	3.7	1.8	9.9	10.1	10.3

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

# 현대차 (005380)

김귀연

gwyeon.kim@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**280,000**

유지

현재주가

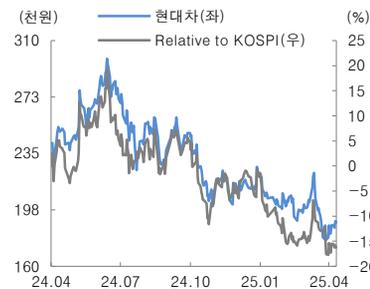
**188,900**

(25.04.24)

자동차업종

KOSPI	2522.33
시가총액	48,649십억원
시가총액비중	2.27%
자본금(보통주)	1,158십억원
52주 최고/최저	298,000원 / 177,500원
120일 평균거래대금	1,545억원
외국인지분율	35.63%
주요주주	현대모비스 외 11 인 29.98% 국민연금공단 7.15%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.3	-7.9	-17.3	-25.2
상대수익률	-7.5	-7.3	-15.4	-20.6



## 악재보다 호재에 예민할 주가

- 2H25 관세 우려에 대한 실적 영향 확인되며 우려 정점 통과 가능성
- OP 타격 감안하더라도 PER 5배 수준으로 부담은 제한
- 1) 팰리 모멘텀, 2) 미국 가동률 상승에 따른 반등기회에 주목

### 투자의견 매수, 목표주가 280,000원 유지

TP 28만원은 '25년 EPS 48,362원에 Target PER 5.7배 적용. 미국 관세 부과에 따른 실적 불확실성으로 2025년 PER 4.1배/PBR 0.4배에 제한. 관세에 따른 OP 영향(3~3.5조 추정) 감안하더라도 PER 5배 수준으로 부담 제한적. 1) 4월 완성차, 2) 5월 핵심부품 관세(25%) 부과에 따른 실적 영향 점차 현실화될 것. 2H24~1H25 리스크 선반영 => 2H25 실적 영향 확인됨에 따라 우려는 정점 통과 가능성 높다는 판단. 1) 팰리세이드 신차 모멘텀, 2) 미국 HMMA/HMGMA 가동률 상승, 3) GM협력 가시화, 4) 관세 협상 추세에 따른 반등 기회에 주목, 지속된 우려 반영으로 악재보다 호재에 예민할 주가라 판단

### 1Q25 매출 44조(+9%, 이하 YoY), OP 3.6조(+2%), OPM 8.2% 시현

1Q25 OP 컨센(3.5조)/당사 추정(3.4조)에 부합하는 무난한 실적 시현. **[자동차]** 매출 34조(+10%), OP 2.9조(-1%), OPM 8.2%, **[금융]** 매출 7.4조(+11%), OP 5,710억(+34%), OPM 7.7%, **[기타]** 매출 2.3조(+0.3%), OP 2,040억(-12%), OPM 8.9% 기록

물량 관련, 연결 도매 97.1만대(+1.3%)로 물량 긍정적. HEV 13.7만대(+40%), SUV 57.6만대(-6%), 미국 24.3만대(+1.1%) 판매. HEV/미국 중심 판매 호조로 양호한 수익성 지속. 1Q25 YoY 영업이익 증감효과 환율 +6,010억/믹스 - 4,160억/물량 +160억으로 당사 추정에 대체로 부합

### 관세 영향 현실화됨에 따라 우려도 정점을 통과할 가능성 높다고 판단

2025.04월부터 미국향 완성차 수출 물량에 25% 관세 부과되고 있는 것으로 파악. 분기 약 15만대의 미국향 수출물량이 관련 영향권. 현대차는 1) 거점별/모델별 수익성 최적화, 2) HMGMA/HMMA 생산효율화, 3) 미 밸류체인 현지화 확대, 4) 탄력적인 가격정책, 5) 비용 컨틴전시 플랜 가동 등 통한 유연한 대응 강조. 선확보 재고 소진 및 산업수요 위축 가시화됨에 따라 2H25 관세 관련 실적 반영 본격화될 것으로 예상. 관세 우려 => 실제 실적으로 확인되며 주가 우려는 정점을 통과할 가능성 높다고 판단

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25		2Q25					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consens	당사추정	YoY	QoQ
매출액	40,659	46,624	42,306	44,408	9.2	-4.8	43,452	47,228	4.9	6.4
영업이익	3,557	2,822	3,402	3,634	2.2	28.8	3,516	3,677	14.1	1.2
순이익	3,231	2,280	3,289	3,157	-2.3	38.5	3,188	3,542	10.8	-12.2

자료: 현대차, FnGuide, 대신증권 Research Center

# 한화솔루션 (009830)

위정원

jungwon.weee@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**37,000**

유지

현재주가

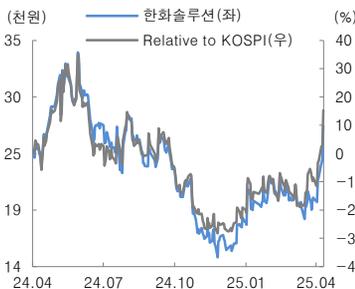
**27,100**

(25.04.24)

화학업종

KOSPI	2522.33
시가총액	4,718십억원
시가총액비중	0.22%
자본금(보통주)	876십억원
52주 최고/최저	33,900원 / 14,860원
120일 평균거래대금	417억원
외국인지분율	13.14%
주요주주	한화 외 4인 36.47% 국민연금공단 6.83%

추가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	36.2	34.8	32.5	9.9
상대수익률	42.1	35.6	35.6	16.6



## 기대치를 상회하는 실적

- 신재생부문 호조로 기대치(-607억원)를 상회하는 실적(303억원) 기록
- 판매량 감소에도 불구하고, 판가 및 판관비 개선으로 모듈판매 적자폭 축소
- 1)북미판가상승 2)DCA, 3)주택용에너지부문의 이익 기여로 25-26년도 이익추정치상향

### 투자의견 매수, 목표주가 37,000원 유지

25~26년 이익추정치 상향 조정 및 DCA 요건 부합에 따른 멀티플 상승기대

### 1Q25 Review: 신재생부문 호조로 시장기대치 상회

전사차원 OP 303억원으로 컨센서스(-607억원) 상회하는 실적 기록. 케미칼부문 OP -912억원으로 가성소다, TDI 등 일부제품 스프레드 개선되었으나, 정기보수에 따른 기회비용(500억원)으로 적자폭 확대

신재생부문 OP 1,362억원(QoQ +124.8%, YoY 흑전)으로 호실적 기록. 모듈판매 추정 OP -1,351억원. 비수기에 따른 모듈 판매량 감소(1Q 추정치 1.8GW, QoQ -43.1%)에도 불구하고, 판가 및 판관비 개선으로 QoQ +750억원 적자폭 축소. 동분기 발전프로젝트 EPC 비중 증가로 -418억원 적자 기록. AMPC는 북미 공장 가동을 정상화로 1,839억원(YoY +90.4%) 수취. 금번 실적발표 이후 주택용 에너지부문 OP 별도 제공(1Q25 1,292억원). 이는 기존 금융업 부문을 포괄하는 상위 항목으로 TPO(EnFin의 주택용 태양광 프로그램) 및 이를 활용한 ABS(24년 총 8,000억원 발행)를 포함.

### 25~26년도 연간 영업이익 추정치 상향 조정

25년도 연간 예상 영업이익 7,875억원으로 기존 추정치대비 +98% 상향. 동사는 금번 실적발표에서 북미 판가 상승 추세 전환 언급 및 판매량 가이던스 유지(9GW). 25년 4월 기준 북미 mono PERC 모듈 현물가격 0.325달러/W로 연초 이후 상승세 지속. 북미 태양광 모듈 판가 상승 흐름은 하반기에도 지속 전망. 4월 21일 최종 발표된 AD/CVD 관세율이 기존 예상치를 상회하며 동남아산 수입량 감소에 따른 추가적인 북미 모듈 수급 개선이 가능하기 때문. 북미 모듈 단순 생산원가(0.23~0.26달러/W) 감안 시 하반기 모듈 판매량 증가와 함께 모듈 적자폭 감소 추세 지속 전망. 또한 주택용 에너지 사업 이익기여로 신재생부문 분기별 이익 개선흐름 지속 전망.

동사는 DCA 수취 가능 여부의 핵심이었던 카터스빌 3공장 셀/웨이퍼 라인 가동시점에 대한 가이던스 유지. 또한 현재까지 태양광 관련 IRA의 변동 사항이 없음을 확인. 북미 지역 내 DCA 수취를 위한 셀/웨이퍼 수직계열화 설비를 보유하고 있는 업체는 현재 동사가 유일. 이를 통한 북미 내 가격 경쟁력 우위는 25년 하반기 이익 개선 흐름과 함께 동사의 멀티플 상향 요소로 작용 전망.

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25		2Q25					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정 YoY	QoQ	
매출액	2,393	4,563	2,764	3,094	29.3	-32.2	2,756	2,793	4.8	-9.7
영업이익	-217	103	-89	30	흑전	-70.5	-61	141	흑전	366.7
순이익	-459	-178	-155	-26	적지	적지	-152	17	흑전	흑전

자료: 한화솔루션, FnGuide, 대신증권 Research Center

# HD현대미포 (010620)

이지니

jinilee@daishin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**190,000**

상향

현재주가

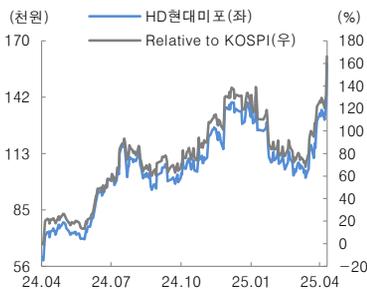
**158,500**

(25,04,24)

조선업종

KOSPI	2522.33
시가총액	6,331십억원
시가총액비중	0.30%
자본금(보통주)	200십억원
52주 최고/최저	158,500원 / 69,600원
120일 평균거래대금	534억원
외국인지분율	17.59%
주요주주	에이치디한국조선해양 외 2 인 42.84% 국민연금공단 10.57%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	50.7	26.8	45.7	115.4
상대수익률	57.2	27.5	49.1	128.5



## 10점 만점에 685점

- 투자의견 매수 유지, 목표주가 190,000원으로 46.2% 상향 조정
- 1Q25 영업이익 685억원으로 동사 추정치 및 컨센서스 상회
- 선종 믹스 개선 지속되며 고부가가치선인 가스선 비중 확대 구간 진입

### 투자의견 매수, 목표주가 190,000원으로 +46.2% 상향 조정

목표주가는 2025년 추정 EPS에 Target PER 41.4배를 적용한 190,000원으로 상향 조정, EPS 상향 이유는 고수익 선종 중심의 믹스 개선에 따라 실적 상향 가능성을 반영하였기 때문

### 반복 건조를 통한 고정비 레버리지로 수익성 확대

1분기는 설 연휴로 인해 조업일수가 부족해 계절적 요인으로 매출은 분기 대비 소폭 감소하였으나 생산성 향상과 고수익 선종 중심의 믹스 개선을 통해 영업이익은 양호한 실적을 기록

영업이익 개선은 PC선 조기 투입으로 고가 선종 비중 확대, 반복 건조를 통한 고정비 레버리지 효과에 기인함. 1분기 기준 PC선 매출 비중은 69%이며 연내에는 점진적으로 60%까지 하락할 것으로 예상. 반면 고수익성의 가스선(LPG선) 매출 비중은 1분기 14.7%에서 연말까지 25% 내외로 확대될 것으로 예상하기 때문에 믹스의 질적 전환이 진행 중

### 1Q25 영업이익 685억원으로 서프라이즈 호실적 기록

1Q25 매출액 1조 1,838억원(YoY +18.3%), 영업이익 685억원(흑자전환), 영업이익률 5.8%(흑자전환)으로 당사의 추정치와 컨센서스를 큰 폭 상회하는 실적 기록  
1Q25 사업부문별 실적은 [본사] 매출액 1조 1,667억원(+18.1%), 영업이익 587억원(흑자전환), [베트남조선] 매출액 2,241억원(+24.7%), 영업이익 84억원(+281%) 기록

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25				2Q25			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,000	1,423	1,217	1,184	18.3	-16.8	1,198	1,218	7.9	2.9
영업이익	-11	47	56	69	흑전	46.1	45	67	284.1	-2.3
순이익	2	76	34	43	2,216.4	-43.7	30	42	53.1	-2.7

자료: HD현대미포, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,039	4,630	4,910	5,414	5,679
영업이익	-153	89	293	323	443
세전순이익	-157	146	250	297	413
총당기순이익	-139	113	194	230	320
지배지분순이익	-143	106	181	214	298
EPS	-3,579	2,642	4,525	5,362	7,469
PER	NA	50.8	23.8	20.0	14.4
BPS	49,324	51,278	55,298	60,170	67,154
PBR	1.7	2.6	2.9	2.6	2.4
ROE	-7.0	5.3	8.5	9.3	11.7

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

# HD현대중공업 (329180)

이지니

jinilee@daishin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**450,000**

상향

현재주가

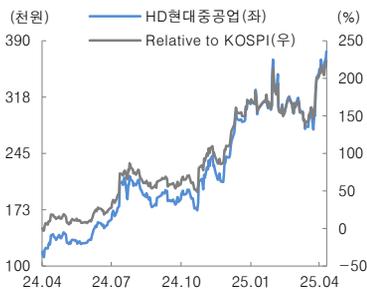
**376,000**

(25.04.24)

조선업중

KOSPI	2522.33
시가총액	33,379십억원
시가총액비중	1.56%
자본금(보통주)	444십억원
52주 최고/최저	376,000원 / 128,000원
120일 평균거래대금	1,054억원
외국인지분율	9.88%
주요주주	에이치디한국조선해양 외 1인 75.03% 국민연금공단 6.38%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	26.0	24.7	90.2	188.8
상대수익률	31.4	25.4	94.6	206.4



## 높은 기대를 상회하는 호실적

- 투자의견 매수 유지, 목표주가 450,000원으로 25% 상향 조정
- 1Q25 영업이익 4,337억원으로 컨센서스 큰 폭 상회
- 일회성 없이 생산성 개선을 통한 이익 증대 실현

### 투자의견 매수, 목표주가 450,000원으로 +25% 상향

목표주가는 2025년 추정 EPS 상황에 따라 450,000원으로 상향 조정, EPS 상승은 생산성 향상에 따른 이익 개선 속도 증가에 기인

### 생산성 개선, 제품믹스 변화로 이루어낸 이익 개선

환율, 강재가 환입 등 일회성 요소 없이 단순 생산성 개선을 통해 이익 상승을 도모한 것은 영업활동 상 매우 고무적인 요인. 생산성 개선은 외국인 노동자의 능력 향상과 공정 안정화 이후 공정 속도 개선, 선표 조정 등의 영향에 따름. 선표 조정 이란 조기 인도로 인한 매출 조기 반영을 뜻함. 더욱이 고부가가치 선종의 비중이 늘어남에 따라 2025년 수익성 개선 확대될 것으로 전망  
제품 믹스 역시 이익 개선의 한 축을 맡음. 수익성이 좋은 가스선의 비중이 상대적으로 빠르게 증가 중. 1분기 가스선의 매출 비중은 (암모니아선 포함) 60% 기록, 2분기는 69%, 하반기는 79%까지 비중이 증가할 것으로 예상

### 조선 부문의 영업이익 대형 서프라이즈

1Q25 매출액은 3조 8,225억원(YoY +27.9%), 영업이익 4,337억원(+1939.6%), 영업이익률 11.3%(+1514.3%p)으로 당사의 추정치와 컨센서스를 큰 폭 상회

사업부문별 실적은 [조선] 상선 부문 매출액 2조 5,753억원, 영업이익 3,298억원, 특수선 부문 매출액 1,681억원, 영업이익 256억원, [해양플랜트] 매출액 1,590억원, 영업이익 85억원, [엔진기계] 매출액 9,011억원, 영업이익 1,418억원 기록

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25				2Q25			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,988	4,006	4,283	3,823	27.9	-4.6	3,787	4,204	8.2	10.0
영업이익	21	282	320	434	1,939.6	53.7	263	460	135.1	6.1
순이익	29	367	159	193	574.8	-47.3	173	214	38.6	10.6

자료: HD현대중공업, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	11,964	14,486	16,550	18,208	19,127
영업이익	179	705	1,802	1,881	2,183
세전순이익	34	798	1,059	1,827	2,199
총당기 순이익	25	622	825	1,422	1,712
지배지분순이익	25	622	825	1,422	1,712
EPS	278	7,001	9,288	16,022	19,288
PER	463.9	41.1	34.1	19.8	16.4
BPS	58,660	64,259	71,261	84,591	101,190
PBR	2.2	4.5	5.3	4.4	3.7
ROE	0.5	11.4	13.7	20.6	20.8

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

# 삼성중공업 (010140)

이지니

jinilee@daishin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**17,000**

유지

현재주가

**14,590**

(25,04,24)

조선업종

KOSPI	2522.33
시가총액	12,839십억원
시가총액비중	0.60%
지분급(보통주)	880십억원
52주 최고/최저	15,440원 / 8,860원
120일 평균거래대금	1,468억원
외국인보유율	29.85%
주요주주	삼성전자 외 7 인 20.89% 국민연금공단 7.98%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.5	13.0	45.2	51.3
상대수익률	3.8	13.7	48.6	60.6



## 아직 힘을 보여주긴 이르다

- 1Q25 매출액 2.5조, 영업이익 1,231억원으로 컨센서스 소폭 하회
- 낮은 수익성의 선박들이 매출에 인식되어 수익성은 비교적 낮음
- 연초 특별 격려금 약 290억원이 일회성으로 지급됨

### 투자 의견 매수, 목표주가 17,000원 유지

삼성중공업의 1Q25 실적은 당사 및 시장 기대치를 하회. 조업일수 감소 영향으로 매출과 영업이익은 전분기 대비 감소하였으며 그에 따라 고정비 부담 역시 확대됨. 추가로 연초에 지급된 특별 격려금 290억원 지급으로 일회성 비용이 발생함

### 상저하고, 하반기 해양을 기대하자

고부가가치 선종인 LNG선의 매출 비중은 1분기에 약 50%로 확대되었으나 대부분 2022년 이전 수주물량과 카타르 1차 프로젝트 물량으로 상대적으로 낮은 수익성을 기록함. 컨테이너선 또한 선가 상승 초반 구간에 수주한 물량을 중심으로 매출에 인식됨

하반기부터는 FLNG 등 해양공사의 건조량 증가와 저선가 컨테이너선 물량 축소로 하반기 믹스 개선을 기대. 7월부터는 Ceder FLNG의 스틸커팅 예정됨에 따라 3분기부터 해양 부문의 매출 기여도 확대 전망. 더욱이 6월 LNG 수출 플랜트 환경 승인 및 남미 FTA 수출 승인 재개로 하반기부터 LNG 수출 프로젝트들의 FID가 본격화되며 미국 중심의 LNG 운반선 발주 전망. 그 외 미국의 신규 에탄 수출 설비 추가 가동 예정이며 인도와 동남아의 수요도 점진적으로 증가하고 있어 대형 에탄 운반선의 수요도 지속 증가할 전망

### 1Q25 영업이익 1,231억원으로 OPM 4.9% 기록

1Q25 매출액 2조 4,943억원(YoY +6.2%), 영업이익 1,231억원(+58.1%), 영업이익률 4.9%(+48.8%p)으로 당사의 추정치와 컨센서스 하회

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,348	2,700	2,651	2,494	6.2	-7.6	2,570	2,711	7.1	8.7
영업이익	78	174	178	123	58.1	-29.3	151	160	22.7	30.3
순이익	10	-97	73	54	445.0	흑전	83	82	6.8	50.8

자료: 삼성중공업, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	8,009	9,903	10,530	11,131	11,592
영업이익	233	503	587	579	480
세전순이익	-296	-316	388	518	556
총당기순이익	-156	54	295	393	422
지배지분순이익	-148	64	295	393	422
EPS	-168	73	335	447	480
PER	NA	155.7	46.1	34.5	32.2
BPS	3,908	4,311	5,112	6,148	7,376
PBR	2.0	2.6	2.9	2.4	2.0
ROE	-4.2	1.8	7.1	7.9	7.1

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