

Morning Meeting Brief

Daishin's View

[Daishin's View] 2025년 4월 5주차

- 美 장기금리의 변동성이 진정되기 전까지 불안 이어질 것. 관세발표 이후 달러 약세 전환, 한국은 상대적으로 안정
- 5월 글로벌 증시는 트럼프와 거리두기 시작, 불안심리 정점 통과. 펀더멘털 동력과 외국인 순매수로 KOSPI도 상승 반전 예상
- 계절성(타이트한 수급) 압박한 에너지 & 이란 핵 협상 모니터링 필요 / 부동산 정책 불확실성에 주택거래 감소, 상업용 FI 증가 기대

Global Strategy

[일본 마켓 레이터 Weekly / 5월 1주차 전략] BOJ, 금리 인상. 한 템포 실까?

- 5월 BOJ 금정위, 관전 포인트는 1) 금리 인상 여부와 2) 경제 및 물가 전망 수정 여부
- 4월 엔화 강세, 트럼프 관세정책 불확실성 확대, BOJ, 대내외 상황 주시하면서 금리 인상 시기 늦출 것
- BOJ 금정위 결과, TOPIX 지수가 4월 초 낙폭을 모두 만회하는 지렛대 역할

문남중, namjoong.moon@daishin.com

일본 부동산

[Market Review] 2월 도쿄 맨션(아파트) 시장과 오피스 시장 여전히 맑음

- 3/19일 국토교통성, 2025년 전국 평균 공시지가 4년 연속 상승 및 상승폭 확대 (전년비 +2.7%)
- 2월 도쿄 23구 신축 맨션 공급량 전년비 -28% 감소, 평균 공급가는 10,392만엔으로 전년비 +14% 상승
- 2월 도쿄 도심 5구 오피스 공실률 3.9%로 전월비 소폭 상승, 평당 임대료는 20,481엔으로 13개월 연속 상승

나미선, misun.na@daishin.com

산업 및 종목 분석

[1Q25 Review] 효성중공업: 북미 매출/수주 확대, 증설 가속화로 저평가 요소 축소

- 1Q25 영업이익 1,024억원(+82% YoY) 기록, 어닝 서프라이즈
- 25F 영업이익 5,181억원(+48% YoY), 북미 비중 확대, 수익성 개선
- 목표주가 650,000원으로 상향(+20%), 수주 증대 및 증설 가속화

허민호, minho.hur@daishin.com

[1Q25 Review] 제일기획: 무엇을 망설이나

- 1Q25 GP 4,3천억원(+11% yoy), OP 585억원(+7% yoy)
- 예상보다 높은 성장, 본사, 북미, 비계열 성과, 계열물량도 꾸준히 증가
- 25E DPS 1.3천원, 7.2% 수익률, PER 9.4배, 현금 대비 시총 2.5배 저평가

김희재, hojae.kim@daishin.com

[1Q25 Review] HDC 현대산업개발: 편안한 탑승 기회

- 연결 영업이익 540억원(+29.8% yoy) 기록. 시장 컨센서스 하회
- 지식산업센터 비용 영향. 다만, 서울원 기반 상저하고 방향성은 명확
- 하반기부터 서울원 매출 본격화. 우수한 파이프라인 기반 성장 유력

이태환. Taehwan.lee@daishin.com

[1Q25 Review] 기아: 그럼에도 불구하고, 하방 우려는 제한적

- 1Q25 OP 1) 적었던 환효과, 2) EV로 인한 Mix 효과 축소로 다소 부진
- 미국 관세 OP 영향 감안하더라도 추가/밸류 부담은 제한적이라 판단
- 1) EV 중심 신차, 2) 자사주매입/배당 매력도 감안 시 하방 우려 제한적

김귀연. gwiyeon.kim@daishin.com

[1Q25 Review] 현대모비스: 본업을 받쳐주는 AS와 모멘텀

- 1Q25 [모듈부품] 실적 부진했으나, [AS] 호실적으로 상쇄
- 단기 관세 대응위해 재고 확충 => 1H25 관세 영향 제한적일 것
- 2H25 논캡티브 및 BD 부품 수주 기대 감안 시, 업종 내 매력 유효

김귀연. gwiyeon.kim@daishin.com

[1Q25 Review] HL 만도: 결국 고객이 힘이다

- 북미 고객사 부진을 중국OE 비롯한 현대기아/GM 등 고객 매출로 상쇄
- 2025년 1) 북미/인도 중심 성장, 2) 중국 BEV 성장 수혜 지속될 것으로 전망
- 다변화된 고객 포트 보유한 부품사로 중장기 추가 매력 지속될 것

김귀연. gwiyeon.kim@daishin.com

[1Q25 Review] 호텔신라: 시내점 수익성 개선, 면세점 업황 최악 상황 지나...

- TR 부문 도매 비중 축소로 시내점 의미 있는 개선
- 공항 임차료 협상 2-3분기 중 가시화 예상
- 업계 구조조정 노력으로 면세점 업황 저점 통과, BUY로 투자 의견 상향

유정현. junghyun.yu@daishin.com

2025년 4월 5주차

[금리] 국고 3년 2.30~2.65%

美 장기금리의 변동성이 진정되기 전까지 불안 이어질 것. 한국은 상대적으로 안정 상호관세 유예에도 미국 국채 수급 우려가 불거지면서 장기물 중심으로 금리 변동성이 높아짐. 신뢰 회복 위한 조치가 이뤄지기 전까지 변동성 분출에 대한 대비가 필요. 한국은 추가 금리 인하 기대 유효한 상황에서 추세적인 금리 하향 안정화에 대한 전망이 지속. 다만 美 금리의 변동성 위험이 상존하고 있어 하락 속도나 폭을 제한

[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

달러원환율은 달러 약세 전환에 국내 정치 불확실성 해소로 급락. 여타 통화와 키 맞추기 흐름. 내수 부양 강화로 달러원 환율 추가 하락 가능성 열어줄 필요. 다만 중국이 달러위안 고시환율을 높일 경우 달러원 환율 하락을 제한할 가능성 감안 필요

[국내 증시] KOSPI 2,280 ~ 2,600p

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 2,400선 이하에서 등락은 비중확대 기회

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

[글로벌 증시] S&P500 5,100 ~ 6,000p

5월 증시, 트럼프와 거리두기 시작. 불확실성보다는 안정을 택할 것

트럼프 정책 후퇴. 자국기업 피해 양산과 통화정책 신뢰성 훼손에 기인. 美 90일 상호관세 유예 종료 전까지, 교역국 협상 통해 기존 상호관세율 절반 수준으로 낮출 것. 현 미국 경제(경기 침체 미징후) 및 기업 이익(25.1/4분기 7개 분기 연속 이익 성장 예상) 감안 시, M7 주도의 증시 견인력 확대될 것. 미국 주도 글로벌 증시(DM) 상승 지속. 비중확대

[원자재] WTI 58~75\$/bbl.

계절성(타이트한 수급) 압박한 에너지 섹터 & 모니터링 필요한 이란 핵 협상

OPEC+, 5월부터 4월 증산분의 3배 증산 시작되지만 계절성 감안 시 하방 리스크 상쇄 가능. 1)주요 정유사들은 5월 이후 유지 보수 종료 2)4~9월 중동 산유국의 전력향 석유 수요 ↑

한편, 이란 지정학 리스크는 여전히 경계 대상. 이란 핵 시설 타격 경고했던 이스라엘, 트럼프 대통령은 이스라엘 총리와 통화 중 언제나 이스라엘 편이라 강조. 핵 협상 모니터링 지속 필요

[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

Global Strategy

Global Strategist 문남중
namjong.moon@daishin.com

BOJ, 금리 인상. 한 템포 쉴까?

- 5월 BOJ 금정위, 관전 포인트는 금리 인상 여부와 경제 및 물가 수정 여부
- 4월 엔화 강세, 트럼프 관세정책 불확실성 확대. 금리 인상 시기 늦출 것
- BOJ 금정위 결과, TOPIX 지수가 4월 초 낙폭을 모두 만회하는 지렛대 역할

4.30~5.1일 5월 BOJ 금정위를 앞두고 있다. 관전 포인트는 금리 인상 여부와 올해와 내년 경제 및 물가 수정 여부로, 금리 인상은 미뤄지고 경제성장을 및 물가 상승률은 하향 조정될 것으로 시장에서는 예측 중이다.

우선 통화정책과 관련해, BOJ는 5월에도 시장 예상대로 정책금리를 동결할 가능성이 높다. 3월 통화정책회의 성명서에 각국의 통상 정책 등 경제 및 물가 관련 불확실성이 높은 상황과 외환 등 금융시장 동향을 주시할 필요가 있다는 인식을 밝힌 바 있다. 4월 트럼프 관세정책과 그에 따른 불확실성이 한층 커진 현 상황을 감안하면, BOJ는 대내외 요인을 고려하며 완만한 속도로 금리 인상 시기를 조율할 것이다.

BOJ는 일본의 경제와 물가가 대체로 예상대로 전개되고 있다고 표명하고 있다. 임금 상승 압력의 확대는 금리 인상 지속을 뒷받침하는 요인이다. 올해 3월 춘계에서 전체 기업의 평균 임금 인상률은 5.46%로 지난해 5.10%를 상회하며 1991년 (5.66%) 이후 가장 높은 수준이 되었다. BOJ는 물가 기초를 판단할 때 가장 중요한 요인을 임금으로 설정해, 올해 임금 인상률은 금리 인상 시기가 앞당겨질 수 있음을 보여준다. 하지만 4월 엔화 강세가 두드러졌고 트럼프 관세정책을 두고 불확실성이 커진 점을 감안하면 BOJ는 5월 금정위에서는 대내외 상황을 주시하면서 금리 인상 시기를 늦출 것으로 판단된다.

BOJ는 1월 금정위를 통해 올해와 내년 경제성장률을 각각 1.1%(YoY 이하), 1.0%, 소비자물가(신선식품 제외)는 2.4%, 2.0%로 제시했다. 미일 간 관세 협상이 진행되는 과정에서 결과도 예측할 수 없는 만큼 이를 감안한 수치 하향 조정이 예상된다. 5월 BOJ 금정위 결과는 금리 동결을 발판 삼아 TOPIX 지수가 4월 초 낙폭을 모두 만회하는 지렛대 역할을 해줄 것이다.

이번 주 중요 경제지표 및 이벤트(25.4.28~5.4)

경제지표 & 이벤트명	국가	일정	전기치	예상치	방향성	내용 및 시사점
3월 산업생산 / 소매판매	일본	4.30	2.3 / 1.3	-0.5 / 3.6	▼ / ▲	생산용 기계공업, 전자부품 등 美 관세 부과 선수요 약화 영향(산업생산)
5월 금정위	일본	5.1	0.50	0.50	-	4월 엔화 강세 등 외환시장 여건 감안 시, 금리 인상 시점 늦출 전망
4월 비농업부문 고용자수 / 실업률 / 시간당 평균임금	미국	5.2	228 / 4.2 / 3.8	123 / 4.2 / -	▼ / - / -	관세 부과 영향권에 든 고용 결과, 5월 FOMC 금리 인하 기대로 해석될 경우 엔화 강세 압력으로 작용

일자	국가	주요 지표	기간	단위	전기치	예상치	대비
4.30	일본	산업생산 / 소매판매	3월	% MoM	2.3 / 1.3	-0.5 / 3.6	▼ / ▲
5.1	일본	금정위	5월	%	0.50	0.50	-
5.2	미국	비농업부문 고용자수 / 실업률 / 시간당 평균임금	4월	천명, %, % YoY	228 / 4.2 / 3.8	123 / 4.2 / -	▼ / - / -

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

일본 부동산

나미션 misun.na@daishin.com

[Market Review] 2월 도쿄 맨션(아파트) 시장과 오피스 시장 여전히 맑음

[경제]:

- 3/11일 내각부, 24년 4분기 GDP 성장률(수정치) 전분기 대비 +0.6% (연율 환산치 +2.2%). 개인소비와 민간채고 변동으로 2월 속보치에서 하향 조정
- 일본 GDP의 과반을 차지하는 [개인소비]는 음식, 숙박, 자동차 수요의 하향 조정으로 속보치(0.1%)에서 0.0%로 보합 수정
- 내수의 또 다른 축인 [기업 설비투자]는 속보치(0.5%)에서 0.6%로 상향 조정

[통화정책과 유동성]:

- 3월 BOJ 금융통화정책, 만장일치로 기준금리 동결 (현행 0.5%)
- 4/16일 BOJ 우에다 총재, 경기 개선이 지속되고 전망이 실현되면 정책금리를 인상하고 금융 완화 정도를 조정할 것. 다만 미국 관세정책을 둘러싼 불확실성이 커지는 점에 대해서는 충분한 주의가 필요하다고 발언
- 2월 M3 평균 잔고(총 통화량) 전월대비 -0.5%, 전년대비 +0.7%

[부동산 업황]:

- 2월 일본 부동산업 경기동향치수 2개월 연속 악화 (전월비 -0.1p)

[토지 시장]:

- 3/19일 국토성, 2025년 전국 평균 공시지가 4년 연속 상승 (전년비 +2.7%)
- 2월 수도권 토지 거래건수 전년비 +79%, 평균 거래가 전년비 +18%

[주택 시장]:

- 2월(YTD) 전국 누적 신규 주택착공수 11만 6,717호 (전년비 -1.1%)
- 2월 수도권 신축 맨션 공급량, 전월비 +108% 전년비 -2% 감소한 1,288호. 평균 공급가는 7,943만엔으로 전월비 +8%, 전년비 +11.5% 상승 (도쿄 23구: 10,392만엔, 전월비 -0.8% 전년비 +14%)
- 2월 수도권 기존 맨션 거래량, 전월비 +28% 전년비 +24% 증가한 4,190건. 평균 거래가는 4,985만엔으로 전월비 -3%, 전년비 +3% 상승 (도쿄 23구: 6,290만엔, 전월비 +2% 전년비 +21% 상승하며 '17년 1월 이후 최고치)

[오피스 시장]:

- 25년 1분기(잠정치) 도쿄 도심 5구 오피스 거래량 전년비 -71%, 거래규모 전년비 +8% 증가한 6,720억엔
- 2월 도쿄 도심 5구 오피스 평균 공실률 3.9%로 전월비 +0.1%p 소폭 상승. 평당 임대료는 전월비 +0.6% 상승한 20,481엔으로 13개월 연속 상승

효성중공업 (298040)

허민호

minho.hur@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

650,000

상향

현재주가

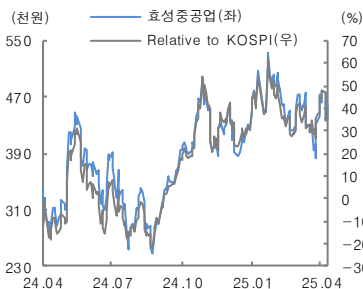
(25.04.25)

459,500

유틸리티업종

KOSPI	2546.3
시가총액	4,285십억원
시가총액비중	0.20%
자본금(보통주)	47십억원
52주 최고/최저	533,000원 / 248,500원
120일 평균거래대금	388억원
외국인지분율	14.56%
주요주주	효성 외 12 인 48.91% 국민연금공단 12.87%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.4	-9.5	17.2	69.2
상대수익률	3.2	-9.9	18.9	74.7



영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,301	4,895	5,322	5,852	6,901
영업이익	258	362	518	653	940
세전순이익	170	224	514	606	917
총당기준이익	132	223	402	471	713
지배지분순이익	116	223	392	460	704
EPS	12,438	23,876	42,091	49,353	75,458
PER	130	165	109	93	61
BPS	115,857	204,677	241,774	282,049	346,826
PBR	1.4	1.9	1.9	1.6	1.3
ROE	11.3	14.9	18.9	18.8	24.0

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

북미 매출/수주 확대, 증설 가속화로 저평가 요소 축소

- 1Q25 영업이익 1,024억원(+82% YoY) 기록, 어닝 서프라이즈
- 25F 영업이익 5,181억원(+48% YoY), 북미 비중 확대, 수익성 개선
- 목표주가 650,000원으로 상향(+20%). 수주 증대 및 증설 가속화

1Q25 영업이익 1,024억원(+82% YoY) 기록, 어닝 서프라이즈

1Q25 매출액 1.08조원(+9.3%, 이하 YoY), 영업이익 1,024억원(+82.2%) 기록. 영업이익 컨센서스 901억원, 당사 추정치 893억원을 상회했음. 특히 중공업 부문 실적은 매출액 7,308억원(+25.7%), 영업이익 901억원(+151.6%), 영업이익률 12.3%(+6.1%p)을 시현하며, 높은 수익성 개선에 성공했음. 이는 2년여 전 가격이 상승한 초고압 전력기기 수주잔고의 매출 인식(북미 매출 비중 1Q24 17% → 1Q25 20%), 북미 및 인도법인의 수익성 개선 상승(영업 이익률 25% 이상으로 상승) 등에 기인

25F 영업이익 5,181억원(+48% YoY), 북미 매출비중 확대, 수익성 개선

2025년 매출액 5.32조원(+8.7%, 이하 YoY), 영업이익 5,181억원(+42.9%) 전망. 핵심사업인 중공업 부문의 매출액 3.62조원(+16.9%, 이하 YoY), 영업이익 4,647억원(+47.5%), 영업이익률 12.8%(+2.6%p) 예상. 타지역 대비 고마진의 북미 매출비중 확대(2024년 14% → 2025년 18%) 등으로 매출 및 수익성 개선세 지속 기대. 2H25 변압기 증설 효과 본격화 예상

1Q25 어닝 서프라이즈와 미국 관세 부담을 하향조정 등을 반영해 연간 실적 전망치를 상회했음. 2025년 북미향 매출액 0.95조원, 북미향 수출금액 0.42조원 기대. 관세 25%의 적용기간(출하 후 고객 인도 1.5 ~ 2개월)은 관세 유예로 기존 7개월에서 4개월(9 ~ 12월)로 축소하고, 공급부족 지속을 반영해 동사의 부담율을 30%(기존 50% 가정)로 낮추었음. 향후 상호 관세 축소 또는 관세 부담 100% 전가 성공 시, 추가 실적 상향 조정 가능

목표주가 650,000원으로 상향(+20%). 북미 수주 확대, 증설 가속화

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가는 650,000원으로 상향(+20%, 실적 전망치 상향 조정 등을 반영). 1) 2025년, 2026년 PER은 각각 11배, 9배로 국내 경쟁사 16배, 14배 대비 저평가. 중공업부문의 영업이익기여도는 90%로 대부분을 차지하고 있는 점을 등을 감안 시 과도하게 저평가. 2) 향후 북미 매출 및 수주 확대, 빠른 수익성 개선, 증설 가속화 등으로 저평가 요소가 축소될 것으로 기대. 3) 1Q25 중공업부문의 수주금액은 2.09조원(+46.0%), 수주잔고는 10.43조원(+89.2%)를 기록하며 높은 성장세 시현. 특히 북미 수주비중은 43%로 1Q24 33% 대비 10% 증가. 회사측은 전년 대비 수주 성장률 가이던스를 기존 0%에서 5%로 상향했으나, 여전히 보수적인 것으로 판단. 우리는 동사의 수주금액을 전년 대비 13% 증가한 6.58조원으로 예상, 이는 증설 효과(변압기 생산능력은 2028년까지 2024년 대비 33% 증가), 고가의 북미 수주비중 확대, 북미 이외 지역에서도 전력망 투자 확대 및 전력기기 가격 상승 등을 감안한 것. 4) 경쟁사 대비 늦었지만, 북미 수주 증대가 가속화되고 있으며, 조만간 추가 생산능력 증설을 발표할 예정에 있는 등 중장기 실적 개선 기반이 강화되고 있음

제일기획 (030000)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

27,000

유지

현재주가

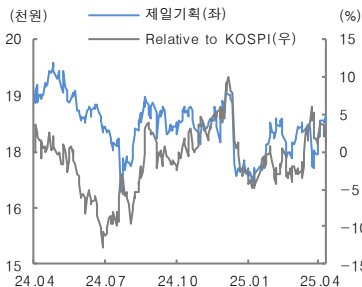
18,130

(25.04.25)

미디어업종

KOSPI	2546.3
시가총액	2,086삼억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	23삼억원
52주 최고/최저	19,470원 / 16,600원
120일 평균거래대금	43억원
외국인지분율	24.57%
주요주주	삼성전자 외 5 인 28.56% 국민연금공단 10.71%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.1	6.8	-1.3	-3.2
상대수익률	2.6	6.4	0.2	0.0



무엇을 망설이나

- 1Q25 GP 4.3천억원(+11% yoy), OP 585억원(+7% yoy)
- 예상보다 높은 성장. 본사, 북미, 비계열 성과. 계열물량도 꾸준히 증가
- 25E DPS 1.3천원, 7.2% 수익률. PER 9.4배, 현금 대비 시총 2.5배 저평가

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 27,000원 유지

12M FWD EPS 2,050원에 PER 13배(최근 5년, 20~24년 평균) 적용

1Q25 Review: 예상보다 높은 성장. 본사, 북미, 비계열

1Q25 GP 4.3천억원(+11% yoy, -5% qoq), OP 585억원(+7% yoy, -29% qoq)
25E GP 1.85조원(+7% yoy), OP 3.4천억원(+7% yoy)

본사 GP 859억원(+13% yoy), 국내외 불확실성에도 불구하고 건강기능, 헬스케어, 뷰티 등의 업종에서 활발한 마케팅이 진행되면서 비계열을 중심으로 고성장. 7개 분기만에 두 자릿수 성장으로 복귀했고, 3개 분기 연속 해외 성장률을 상회

해외 GP 3.5천억원(+10% yoy). 북미 실적이 +34% 성장하면서, GP 규모가 유럽 과 중국 수준에 근접. 북미도 M&A를 동반한 비계열 중심 성장

전사 기준 비계열 GP +14%, 비중 28.4%(+0.7%p yoy)로 성장 주도
계열 GP도 +10%. 주요 광고주의 마케팅 효율화 기조가 유지되고 있지만, 디지털 과 체험마케팅 대행 확대로 계열 GP는 20년을 제외하면 순성장 지속

GP 대비 OP 성장률은 낮지만, 물량 확대를 대비한 인건비 선투자 영향. 광고업의 특성상 인건비 투자와 외형 성장이 동시에 나타난 후 1~2개 분기 후 이익 개선

성장과 이익 개선 및 매력적인 주주환원에 저평가. 무엇을 망설이나?

제일기획 실적의 70% 이상을 차지하는 주요 광고주의 지역별 매출 대비 제일기획 의 지역별 GP는 평균 0.53%이지만, 미주지역은 0.23%에 불과

제일기획의 미주 GP가 지난 5년간 연평균 24% 성장해왔지만, 여전히 다른 지역 의 절반 이하 수준. 현수준에서도 미주 GP의 증가 여력은 +2.8천억원, 전체 GP를 +16% 상승시킬 수 있는 수준

이번 실적에서 영업외비용으로 전환사채 평가손실 200억원 반영. 22.5월 EVR스튜디오 전환사채에 투자한 금액을 이번 분기에 전액 손실로 반영

유럽 M&A 자회사인 IRIS의 실적 부진에 따라 영업권과 상표권 손상을 23년 361억원, 24년 294억원 인식. 25년 실적 반등 가능성 높고 영업권 잔액은 없으므로, 1Q25 EVR 관련 손실을 감안하더라도 25년 지배순이익 +9% yoy 전망

25년 주주환원 정책은 기존과 같은 성향 60% 이상 전망. 25E DPS 1.3천원, 7.2% 25E PER 9.3배와 현금 8.5천억원 대비 시총 2.5배는 역대 최저 수준

(단위: 삼억원 %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출총이익	391	455	409	433	10.9	-4.7	412	477	5.2	10.1
영업이익	55	82	58	58	7.2	-29.0	58	95	7.4	62.0
순이익	43	39	41	28	-33.8	-26.7	40	65	0.5	129.9

자료: 제일기획, FnGuide, 대신증권 Research Center

HDC

현대산업개발

(294870)

이태환

taehwan.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

35,000

유지

현재주가

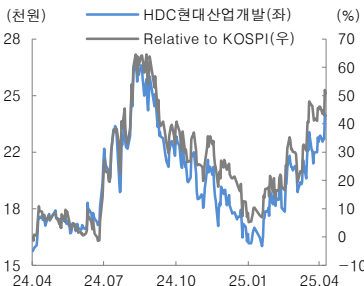
23,600

(25.04.25)

건설업종

KOSPI	2546.3
시가총액	1,555십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	330십억원
52주 최고/최저	26,700원 / 16,100원
120일 평균거래대금	66억원
외국인지분율	11.85%
주요주주	HDC 외 6 인 43.01% 국민연금공단 13.48%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	20.0	37.5	8.8	32.7
상대수익률	23.3	37.0	10.3	36.9



편안한 탑승 기회

- 연결 영업이익 540억원(+29.8% yoy) 기록. 시장 컨센서스 하회
- 지식산업센터 비용 영향. 다만, 서울원 기반 상저하고 방향성은 명확
- 하반기부터 서울원 매출 본격화. 우수한 파이프라인 기반 성장 유력

투자의견 매수, 목표주가 35,000원 유지

목표주가는 12MF BPS 51,222원에 타깃 PBR 0.69배 적용. 타깃 PBR은 2025E, 2026E ROE를 기준으로 PBR-ROE 방식으로 산출한 이론 PBR을 10% 할인 적용. 10% 할인은 현재 기업가치 산정에 '26년 순이익을 조기 선(先)반영함에 따른 것

1Q25 Review 마지막 장애물 통과

1Q25 연결기준 매출액 9,057억원(-5.2% yoy), 영업이익 540억원(+29.8% yoy), 영업이익률 6.0%(+1.6%p yoy) 기록. 잠정치는 시장 컨센서스를 하회

자재주택 부문은 서울원아이파크, 청주가경6차, 수원10단지 등의 현장을 바탕으로 매출 성장(2,272억원, +22% qoq)과 우수한 수익성(GPM 32.1%)을 확인. 다만, 일 반건축 부문에서 지식산업센터 관련 비용이 전분기에 이어 반복 발생하면서 원가 율이 134.1%(+35.3%p)로 상승하였음. 고덕강일·평택고덕 등 지식산업센터가 준공 이 완료됨에 따라 추가적인 비용 발생 우려는 낮음. 2~3분기는 수원아이파크 입주 과정에서 일시적인 자체사업 원가를 상승을 유발하겠으나, 서울원아이파크 매출 비중이 점차 상승할 것을 감안하면 연내 영업이익의 상저하고 방향성은 유력

편안한 탑승 기회

연내 서울원아이파크 예정 매출 진행률은 16%(4,500억원)로 설정되었으며, 현재 인허가 과정에서 약간의 지연이 있었으나, 2분기 중 골조업체 선정이 마무리된만큼 하반기부터 공정진행 속도가 붙을 예정. '26년 연간 1조원 내외 매출 기여 예상

구조적 이익 개선 확인이 가능한 종목이며, 서울원아이파크 외에도 파주메디컬, 북 정역세권, 잠실MICE 등 우수한 사업지를 다수 확보. 업종 Top-Pick 유지

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25			2025		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	955	1,125	958	906	-5.2	-19.5	999	1,038	-4.5	14.6
영업이익	42	42	48	54	54	29.3	58	72	33.6	33.2
순이익	30	45	33	54	77.8	20.0	44	47	0.1	-12.4

자료: HDC현대산업개발, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,191	4,256	4,072	4,419	4,824
영업이익	195	185	310	454	562
세전순이익	237	200	293	430	536
총당기순이익	173	156	219	313	388
지배지분순이익	173	156	219	313	388
EPS	2,626	2,363	3,318	4,751	5,887
PER	5.6	7.6	7.1	5.0	4.0
BPS	45,640	47,257	49,853	53,925	59,145
PBR	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4
ROE	5.9	5.1	6.8	9.2	10.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

기아 (000270)

김귀연

gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

135,000

유지

현재주가

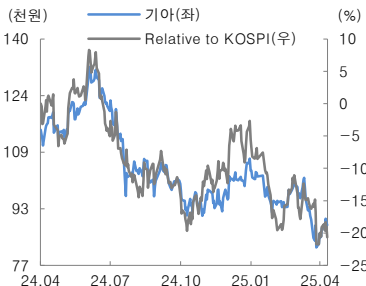
88,200

(25.04.25)

자동차업종

KOSPI	2546.3
시가총액	35,075십억원
시가총액비중	1.63%
자본금(보통주)	2,139십억원
52주 최고/최저	132,300원 / 82,000원
120일 평균거래대금	1,116억원
외국인지분율	38.44%
주요주주	현대자동차 외 4인 36.31% 국민연금공단 6.64%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.5	-13.3	-4.9	-24.4
상대수익률	-10.1	-13.6	-3.5	-21.9



그럼에도 불구하고, 하방 우려는 제한적

- 1Q25 OP 1) 적었던 환효과, 2) EV로 인한 Mix 효과 축소로 다소 부진
- 미국 관세 OP 영향 감안하더라도 주가/밸류 부담은 제한적이라 판단
- 1) EV 중심 신차, 2) 자사주매입/배당 매력도 감안 시 하방 우려 제한적

투자의견 매수, 목표주가 135,000원 유지

TP 13.5만원은 2025년 EPS 24,024원에 목표배수 5.7배 부여. 미 관세 불확실성으로 Implied PER 3.8배/PBR 0.6배에 불과. 관세에 따른 연간 OP 영향(3~3.5조) 감안하더라도 PER 5배 수준으로 부담 제한적. 1) 유럽 스포티지FL, EV 중심 신차 모멘텀, 2) 2H25 자사주 2차 매입 예정, 3) 배당 매력도(최소 DPS 5.00원 감안 시, 배당 수익률 5% 이상) 감안 시, 하방 부담 제한적

1Q25 매출 28조(YoY +7%, 이하 YoY), OP 3조(-12%), OPM 10.7% 시현

OP 컨센/당사 추정(3.2조) 대비 하회하는 다소 부진한 실적 기록. 예상대비 1) 환 효과 적었고, 2) RV 판매 비중 확대(YoY +0.3%pt)와 동시에 EV 비중 확대(+1.4%pt) 확대되며 부정적인 Mix 효과 반영됐기 때문으로 판단. 도매 판매 77.3만대(+1.6%)로, 국내(-2.3%)/유럽(-5.1%) 부진에도, 북미(+0.8%)/인도(+15.6%)/아중동(+25.5%) 증가하며 전체 판매 견인

관세, 미국 신차 제한적인 부분은 EV 볼륨차종 모멘텀으로 돌파 계획

트럼프 관세 불확실성, 제한적인 미국 신차 라인업 영향으로 실적/인센티브 우려 지속. 당사는 2025년 유럽 중심의 EV 라인업 확대(EV3+EV4/5)로 상쇄하겠다는 전략

2025.05월 이후 미국 관세 영향 현실화되면서 우려 정점 통과한다면, 2H25 주주환원(자사주/배당) 통한 주가 하방지지력 더욱 강화될 것으로 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25			2Q25		
			직전	잠정치	YoY	QoQ	Consen	추정 YoY QoQ
매출액	26,213	27,148	28,154	28,018	6.9	3.2	27,758	29,288 6.2 4.5
영업이익	3,426	2,716	3,286	3,009	-12.2	10.8	3,227	3,382 -7.2 12.4
순이익	2,808	1,742	2,579	2,393	-14.8	37.4	2,493	2,657 - 10.1 11.1

자료: 기아, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	99,808	107,449	113,098	118,608	124,132
영업이익	11,608	12,667	12,095	12,897	14,110
세전순이익	12,677	13,500	13,178	14,149	15,335
총당기순이익	8,778	9,775	9,554	10,258	11,118
지배지분순이익	8,777	9,773	9,554	10,258	11,118
EPS	21,770	24,413	24,025	25,795	27,957
PER	4.6	4.1	3.8	3.6	3.3
BPS	115,468	139,469	158,036	177,458	198,548
PBR	0.9	0.7	0.6	0.5	0.4
ROE	20.4	19.1	16.1	15.4	14.9

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

현대모비스

(012330)

김귀연

gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

350,000

유지

현재주가

(25.04.25)

250,000

자동차업종

본업을 받쳐주는 AS와 모멘텀

- 1Q25 [모듈부품] 실적 부진했으나, [AS] 호실적으로 상쇄
- 단기 관세 대응위해 재고 확충 => 1H25 관세 영향 제한적일 것
- 2H25 논캡티브 및 BD 부품 수주 기대 감안 시, 업종 내 매력 유호

투자의견 매수, 목표주가 350,000원 유지

TP 35만원은 2025년 EPS 50,266원에 Target PER 7.1배 적용. 모듈부품 사업 수익성 부진한 점 아쉬우나, 1) 1H25 AS 수익성 지속, 2) 2H25 모듈/부품 실적 개선 (상저하고 실적 흐름), 3) 논캡티브 수주 기대, 4) 로봇 부품 수주 가능성 감안 시, 업종 내 주가 매력도 여전히 유호

1Q25 매출 15조(YoY +6%, 이하 YoY), OP 7,767억(+43%), OPM 5.3% 시현

1Q25 OP 컨센(8,040억)/당사 추정(7,689억)에 부합. 사업부별로는 [모듈/부품] 매출 12조(+5%)/전동화 1.2조(-37%)/핵심부품 3.5조(+17%)/모듈 6.8조(+12%), OP -999억(적지), [AS] 매출 3.3조(+12%), OP 8,766억(+20%), OPM 26.7%. 모듈부품 일회성(품질비 -350억/북미공장 초기비용 -300억) 영향으로 부진했으나, AS 교환율/수요 효과로 전사 실적 견인

2H25 관세 영향 현실화 예상 => 1) 수주, 2) 로봇 모멘텀 강화 기대

단기 관세 대응 위해 재고 확충함에 따라 1H25 영향 제한적일 것. 이후 대응은 완성차 전략 확정 => 협상결과에 따라 달라질 것. 2H25 관세 영향 현실화 되더라도 1) 논캡티브 대규모 수주 확정, 2) 보스턴다이나믹스 양산 계획 가시화에 다른 로봇 부품 수주 가능성 감안 시, 업종 내 주가 우위 지속될 것으로 예상

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25				2Q25		
					YoY	QoQ	Consen	당사추정	YoY	QoQ	QoQ
매출액	13,869	14,711	13,883	14,752	6.4	0.3	14,409	15,192	3.7	3.0	
영업이익	543	986	769	777	43.1	-21.2	804	783	23.1	0.8	
순이익	861	1,279	1,035	1,031	19.7	-19.4	1,015	1,010	1.4	-2.1	

자료: 현대모비스, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

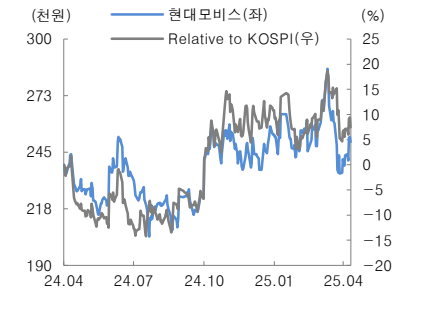
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	59,254	57,237	60,131	63,980	67,947
영업이익	2,295	3,073	3,574	4,131	4,564
세전순이익	4,445	5,264	5,757	6,308	6,810
총당기순이익	3,423	4,060	4,433	4,857	5,243
지배지분순이익	3,423	4,056	4,433	4,857	5,243
EPS	36,340	43,480	48,391	53,611	57,876
PER	6.5	5.4	5.5	4.9	4.6
BPS	431,438	494,024	539,349	593,358	645,665
PBR	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
ROE	8.7	9.4	9.3	9.4	9.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 현대모비스, 대신증권 Research Center

KOSPI	2546.3
시가총액	23,249십억원
시가총액비중	1.08%
자본금(보통주)	485십억원
52주 최고/최저	285,500원 / 204,000원
120일 평균거래대금	496억원
외국인지분율	41.68%
주요주주	기아 외 7 인 31.91% 국민연금공단 8.62%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.2	-5.1	-2.5	2.5
상대수익률	-8.8	-5.5	-1.1	5.8



HL만도 (204320)

김귀연

gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

56,000

유지

현재주가

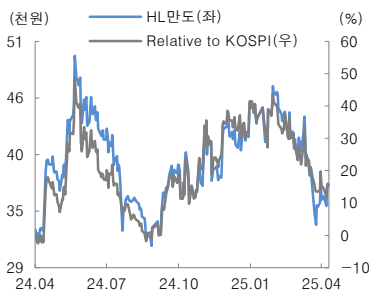
37,050

(25.04.25)

자동차업종

KOSPI	2546.3
시가총액	1,740십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	47십억원
52주 최고/최저	49,600원 / 31,100원
120일 평균거래대금	97억원
외국인지분율	27.85%
주요주주	에이치엘홀딩스 외 4 인 30.26% 국민연금공단 12.17%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.2	-15.0	-7.8	13.5
상대수익률	-12.9	-15.3	-6.5	17.1



결국 고객이 힘이다

- 북미 고객사 부진을 중국OE 비롯한 현대기아/GM 등 고객 매출로 상쇄
- 2025년 1) 북미/인도 중심 성장, 2) 중국 BEV 성장 수혜 지속될 것으로 전망
- 다변화된 고객 포트 보유한 부품사로 중장기 주가 매력 지속될 것

투자의견 매수, 목표주가 56,000원 유지

TP 5,6만원은 2025년 EPS 5,296원에 Target PER 10.5배(2021년 초 자율주행/전동화 모멘텀 받기 시작한 초입 밸류) 적용, 1) '25년 북미/인도 중심 성장, 2) 중국 BEV 선도업체 성장 수혜 지속, 3) 재무 개선 통한 이자비 절감으로 전사 수익성 개선흐름 지속될 것으로 전망. 2Q25 북미 T사 생산 정상화 => 2H25 신 모델 출시 가시화됨에 따라 주가 모멘텀 강화될 것으로 예상

1Q25 매출 2.3조(YoY +8%, 이하 YoY), OP 792억(+5%), OPM 3.5% 시현

1Q25 OP 컨센과 당사 추정에 부합하는 양호한 실적 기록. 지역별 매출(YoY) 한국 7,604억(+3%)/북미 6,232억(+24%)/중국 4,442억(-1%)/인도 2,427억(+15%)/유럽 2,006억(-4%)으로, 북미/인도 지역이 전사 매출을 견인. 중국의 경우, 북미T사 라인 조정으로 매출 부진했으나, 로컬OE 및 NEV 업체 성장으로 상쇄한 점 긍정적

결국 고객사와 함께 갈 주가

2Q25 북미 T사의 라인조정 마무리 => 생산 정상화됨에 따라 QoQ 실적 부담 제한적일 것으로 예상. 2025년 1) 미 관세, 2) 북미 T사 수요 둔화 우려로 주가 부진 지속. 2H25 T사의 자율주행/로보택시 모멘텀 동사 주가 또한 회복 예상. 중국 또한 1Q25 로컬OEM 매출 비중 52%로 NIO 비롯한 EV 선도 업체 성장 수혜 지속될 것으로 전망. 국내 부품업종 내 다변화된 고객 포트폴리오 보유한 부품사로 중장기 주가 매력 지속될 수밖에 없다는 판단

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25		2Q25	
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ
매출액	2,107	2,422	2,224	2,271	7.8	-6.2
영업이익	76	111	75	79	4.7	-28.7
순이익	140	43	45	28	-80.0	-34.4

자료: HL만도, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	8,393	8,848	9,376	9,993	10,610
영업이익	279	359	393	493	546
세전순이익	226	265	355	468	535
총당기순이익	155	158	273	358	409
지배지분순이익	136	130	249	333	389
EPS	2,887	2,767	5,296	7,085	8,275
PER	13.6	14.7	7.2	5.4	4.6
BPS	47,505	53,635	58,322	64,798	72,465
PBR	0.8	0.8	0.6	0.6	0.5
ROE	6.2	5.5	9.5	11.5	12.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: HL만도, 대신증권 Research Center

호텔신라 (008770)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 상향

6개월 목표주가

50,000

상향

현재주가

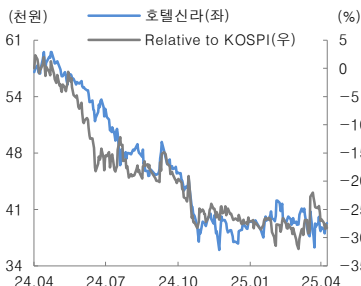
(25.04.25)

39,100

유통업종

KOSPI	2546.3
시가총액	1,558십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	196십억원
52주 최고/최저	59,600원 / 35,900원
120일 평균거래대금	46억원
외국인지분율	14.23%
주요주주	삼성생명보험 외 5 인 17.34% 국민연금공단 5.01%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.5	-0.9	-9.1	-31.4
상대수익률	-0.8	-1.3	-7.7	-29.2



Result comment

시내점 수익성 개선, 면세점 업황 최악 상황 지나...

- TR 부문 도매 비중 축소로 시내점 의미 있는 개선
- 공항 임차료 협상 2-3분기 중 가시화 예상
- 업계 구조조정 노력으로 면세점 업황 저점 통과, BUY로 투자의견 상향

목표주가 50,000원으로 19% 상향, 투자의견도 BUY로 상향

목표주가를 50,000원(25년 EV/EBITDA 15배)으로 19% 상향하며 투자의견을 BUY로 상향. 목표 EV/EBITDA 15배는 과거 면세점 호황기 EV/EBITDA 17~21배의 하단 17배의 90% 값으로 업황이 저점을 통과하고 있는 점을 고려하여 산출한 값

면세 업계의 노력으로 시내점 부문 수익성 의미 있는 개선세 보임. 공항 임차료가 실적에 부담으로 작용하고 있으나 회사측이 국내외 공항측과 협상 중으로 2-3분기 중 가시적 성과 있을 것으로 전망. 면세업 저점 통과, 2분기부터 전사 영업이익 흑자 전환 가능하다고 판단되어어 투자의견 BUY로 상향

1Q25 Review: 시내점 도매 비중 축소로 TR 수익성 의미 있는 개선

매출액과 영업이익은 각각 9,718억원(-1%, yoy), -25억원(적전, yoy) 기록

[TR] 매출액 증가율 yoy -0.4% 기록. 1분기 국내 시내점 매출액은 yoy 21% 감소. 그러나 공항점은 인천공항 매출은 영업면적 확대로 yoy 19% 증가하며 TR 전체 매출은 전년 수준 기록. 시내점 매출이 크게 감소한 이유는 저마진 도매를 의도적으로 축소하여 할인율이 크게 낮아졌기 때문. TR 부문 영업이익은 -50억원으로 전년동기의 +59억원 대비 적자전환 하였으나 전분기 -439억원 대비 적자 대폭 감소. 이는 지난 해 4분기 해외 공항 인센티브(약 140억원) 일회성 비용 제거 외에도 시내점이 할인율 개선을 통해 영업이익률이 high single%까지 개선된 효과가 컸기 때문. 시내점 매출액 고려 시 시내점 영업이익은 대략 200억원 이상으로 전분기 BEP 수준에서 크게 회복되었고, 공항점 임차료는 이를 소폭 상회하는 수준일 것으로 추정

[호텔&레저] 매출액 yoy 4% 감소, 영업이익 25억원으로 yoy 60% 감소. 비수기에 제주호텔 투숙율 하락으로 영업이익 감소

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	981	948	1,133	972	-0.9	2.5	1,015	1,039	3.6	6.9
영업이익	12	-28	-11	-3	적전	적지	-7	16	-41.9	흑전
순이익	-2	-64	-12	-6	적지	적지	-10	3	-87.3	흑전

자료: 호텔신라, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,568	3,948	4,124	4,449	4,723
영업이익	91	-5	60	116	125
세전순이익	107	-47	23	63	127
총당기순이익	86	-62	18	51	102
지배지분순이익	86	-62	18	51	102
EPS	2,149	-1,538	461	1,263	2,545
PER	30.4	NA	87.1	31.8	15.8
BPS	15,212	32,108	32,758	34,212	36,951
PBR	4.3	1.1	1.2	1.1	1.1
ROE	15.0	-6.5	1.4	3.8	7.2

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