

2025

NH투자증권 리서치본부

한 권으로 읽는 프리뷰 (하)

'25년  
1분기  
Preview

## 한 권으로 읽는 프리뷰 (하)

I. 유통: 명확히 좋아지는 방향성	3
II. 음식료: 1분기를 저점으로 개선 전망	11
III. 생활소비재/섬유의복: 봄은 오기 마련	17
IV. 인터넷/게임: 비수기지만, 괜찮아...	25
V. 통신: 불안할 때는 통신주	33
VI. 엔터/미디어: 모두가 아는 비수기	39
VII. 제약/바이오: 예정된 불확실성은 오히려 기회	49
VIII. 은행: 갖고 있으면 편안해지는 자산	55
IX. 보험: 업황은 어렵지만 제도는 개선 흐름	63
X. 증권: 증권사는 저녁에도 돈을 번다	69
XI. 건설: 분기점에 도달	75

'25년 1분기  
Preview

한 권으로 읽는 프리뷰 (하)

## I. 유통: 명확히 좋아지는 방향성

Analyst: 주영훈  
Tel 02)2229-6221 | e-mail jooyh@nhqv.com



## [유통] 명확히 좋아지는 방향성

- 코로나19 이후 유통 기업들은 1)Ecommerce와의 경쟁 심화, 2)점포 폐점을 비롯한 구조조정 영향으로 지속적인 매출 감소 추세를 경험한 바 있으며 밸류에이션 또한 지속적으로 하락함. 그러나 '25년에는 객단가와 객수 모든 측면에서 의미 있는 반등을 기대
- **객수(Q)**: 재무구조가 좋지 못한 기업들이 연이어 기업회생(홈플러스, 발란 등)을 신청하며 영업 환경 악화. 이로 인해 산업 내 경쟁 우위 점하고 있는 상위 사업자들은 고객 유입 효과를 누릴 것으로 전망하며 해당 효과는 연말로 갈수록 더욱 강하게 드러날 것
- **객단가(P)**: 원부자재 가격 및 환율 상승으로 인해 원가율 부담이 심화된 다수의 식품 기업들이 제품 가격 인상을 진행 중. 유통 채널 입장에서도 판매 단가가 상승하는 긍정적 효과 기대. 제품 가격 인상 효과는 대부분 4월부터 반영될 전망
- 해당 요인들을 고려할 때 매출 반등이 본격화되는 시점은 2분기가 될 것. 1분기 기존점 성장률은 백화점(+1%), 할인점(Flat), 편의점(-1%) 등으로 아직까지 큰 변화가 나타난 상황은 아니지만, 구조조정에 따른 비용 절감 효과로 영업이익은 시장 눈높이에 대체로 부합할 전망
- 추가적으로 내수 소비 부양 정책 등이 시행될 경우 유통 업종이 가장 직접적인 수혜를 누릴 것으로 예상되며, 유통 업종은 해외 사업 비중이 극히 낮다는 점을 고려할 때 미국 관세 영향에서도 자유로워 업종 투자 매력도가 높은 상황
- Top-picks: 이마트, 현대백화점, 신세계

### Top-picks

기업명	코드	투자의견	목표주가 (원)	현재가 (원)	PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)	
					2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
이마트	139480.KS	Buy	110,000	86,000	13.7	10.3	0.2	0.2	5.9	5.2
현대백화점	069960.KS	Buy	74,000	59,000	6.4	5.9	0.3	0.3	5.5	5.1
신세계	004170.KS	Buy	190,000	152,000	6.0	5.3	0.3	0.3	7.1	6.8

주: 4월 7일 종가 기준, PER, PBR은 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

## 이마트 (139480.KS) - 봄이 오고 있다

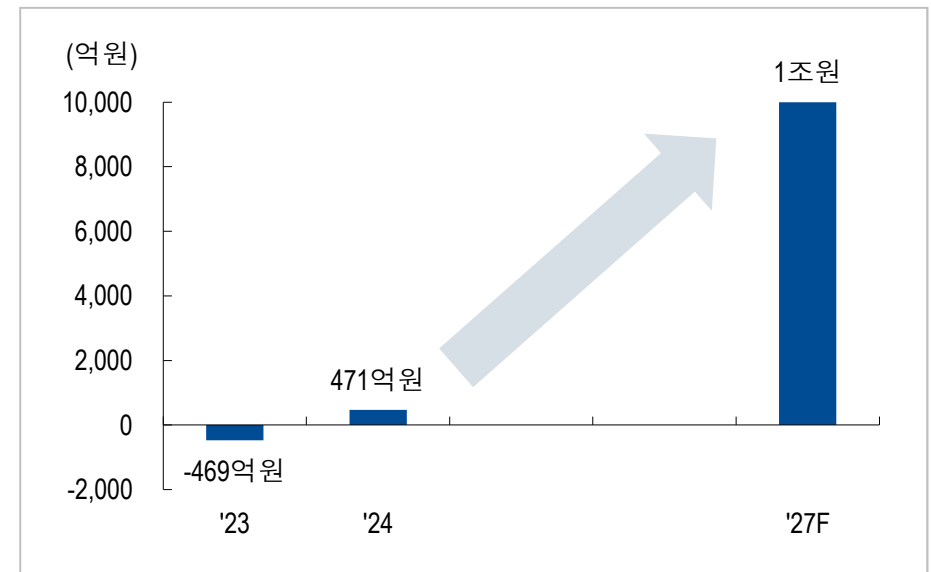
- 지난해까지 이루어진 구조조정으로 비용 구조 개선 완료. 할인점과 슈퍼마켓 사업부 통합 매입 시행으로 매출총이익률 개선 또한 가능할 것
- 홈플러스 기업회생 신청에 따른 고객 유입 전망. 이마트 매장의 50% 이상이 홈플러스 인근 위치. 원부자재 가격 상승을 근거로 식품 기업들이 가격 인상을 진행하고 있다는 점 또한 할인점 객단가 상승 요인에 해당하는 만큼 기대감을 가져볼 만함
- 동사의 '25년 가이드스였던 기존점 성장률 +3%은 외부 환경 변화 고려 시 달성 가시성이 높아졌다고 판단
- '25년부터 'G마켓 관련 손실 및 PPA상각비 제외 등 영업이익 추정치 조정 요인 존재. 회계적 요인에 기인한 추정치 조정이라는 하나 본업에서의 실적 개선이 동시에 이루어지고 있는 만큼 투자심리 측면에서 긍정적 영향을 미칠 것으로 판단

### 실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	29,021	29,899	31,088	32,371
영업이익	47	471	531	557
영업이익률 (%)	0.2	1.6	1.7	1.7
EBITDA	1,675	1,692	1,806	1,889
순이익	-573	191	254	295
지배지분 순이익	-590	175	233	271
EPS (원)	-21,166	6,296	8,376	9,739
PER (배)	N/A	13.7	10.3	8.8
PBR (배)	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE (%)	-5.4	1.6	2.0	2.3
Net Debt(-Cash)	6,468	5,201	4,440	3,591
현재가(4/7, 원)	86,000	외국인지분율		18.9%
시가총액(십억원)	2,397.3	배당수익률('25E)		2.91%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

### '27년 영업이익 가이드스 1조원



자료: 이마트, NH투자증권 리서치본부

## 현대백화점 (069960.KS) - 실적 반등이 기대된다

- '25년 백화점 기존점 성장률 +3% 전망. 1분기는 전년 대비 추운 날씨 영향으로 봄철 의류 판매가 저조했던 것으로 파악되나 2분기 이후 반등 가능할 것으로 판단. 판촉비 절감 기조가 이어지고 있는 만큼 백화점 사업부의 영업이익 증가 추세 또한 이어질 것으로 기대
- 면세점의 손익 개선 또한 이루어질 것. 동사는 최근 시내면세점 효율화 계획을 밝혔으며 동대문점 영업을 오는 8월부터 중단하고, 무역점 또한 기존 대비 영업면적을 축소할 계획. 시내면세점 적자가 컸던 만큼 효율화를 통한 수익성 개선이 가능할 전망
- 자회사 지누스는 매출 개선과 더불어 반덤핑 환입 관련 일회성 이익이 나타나며 연간 영업이익이 크게 증가할 것. 특히, 지난해 상반기 실적 기저가 낮은 만큼 동사의 상반기 연결 실적 개선에 있어 핵심적인 역할을 할 것

### 실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	4,188	4,261	4,610	4,823
영업이익	284	384	424	515
영업이익률 (%)	6.8	9.0	9.2	10.7
EBITDA	712	806	854	936
순이익	-1	254	273	356
지배지분 순이익	-36	209	227	295
EPS (원)	-1,543	9,214	10,025	13,050
PER (배)	N/A	6.4	5.9	4.5
PBR (배)	0.2	0.3	0.3	0.3
ROE (%)	-0.8	4.6	4.9	6.1
Net Debt(-Cash)	1,702	1,221	1,047	692
현재가(4/7, 원)	59,000	외국인지분율		22.7%
시가총액(십억원)	1,335.1	배당수익률('25E)		3.22%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

### 현대백화점 시내면세점 효율화 계획

구분	25년				
	4월	5월	6월	7월	8월
동대문점					'25년 8월 무역점 단독 운영
브랜드 통보 및 협상	통보 및 협상				
퇴점 진행				퇴점	
공사 및 이전			공사 및 이전		
무역점					
브랜드 통보 및 협상	통보 및 협상				
MD 개편			MD 이동 및 입퇴점		
세관신고 (동대문 폐점)				신고	

자료: 현대백화점, NH투자증권 리서치본부

## 신세계 (004170.KS) - 하반기로 갈수록 좋아진다

- 1분기 백화점 기존점 성장률 +1% 추정. 백화점 부문 명품 및 가전 카테고리 매출은 양호했으나, 비우호적 날씨 영향으로 의류 판매가 부진. 다만, 고마진 카테고리인 의류 판매 부진에도 불구하고 비용 절감 노력이 동반되어 전년 대비 영업이익 감소폭은 크지 않을 것
- 4월 명품 특화 매장 '더 헤리티지' 오픈 예정. 이를 통해 '25년 백화점 3社 중 가장 높은 매출 성장률 기록할 전망
- 면세점 부문은 시내점 실적 개선과 공항점 명품 라인업 확대발 객단가 상승 효과가 확인됨에 따라 전분기 대비 큰 폭의 적자 축소 기대
- 추가적으로 최근 현대백화점이 시내 면세점 축소 발표하는 등 시내 면세점 경쟁 강도 완화가 예상되어 하반기 추가 수익성 개선 가능할 전망

### 실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	6,570	6,596	6,818	7,056
영업이익	477	537	574	634
영업이익률 (%)	7.3	8.1	8.4	9.0
EBITDA	958	1,035	1,069	1,127
순이익	187	305	342	370
지배지분 순이익	108	244	277	288
EPS (원)	10,948	25,190	28,691	29,891
PER (배)	12.1	6.0	5.3	5.1
PBR (배)	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE (%)	2.5	5.6	6.0	6.0
Net Debt(-Cash)	3,685	3,670	3,613	3,551
현재가(4/7, 원)	152,000	외국인지분율		14.2%
시가총액(십억원)	1,466.1	배당수익률('25E)		2.96%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

### 명품 특화 매장 '더 헤리티지'



자료: 신세계, NH투자증권 리서치본부

## [유통] 주요기업 1분기 실적 Preview (IFRS 연결)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E			
					예상치	y-y	q-q	컨센서스
<b>이마트</b>								
매출액	7,206.7	7,056.0	7,508.5	7,249.7	7,345.4	1.9	1.3	7,324.7
영업이익	47.1	-34.6	111.7	-77.1	122.3	159.5	흑전	110.3
영업이익률(%)	0.7	-0.5	1.5	-1.1	1.7	-	-	1.5
지배지분순이익	27.5	-146.4	120.6	-591.7	82.9	201.5	흑전	73.6
<b>신세계</b>								
매출액	1,604.7	1,604.4	1,540.1	1,821.2	1,617.4	0.8	-11.2	1,656.3
영업이익	163.0	117.5	93.0	103.6	137.1	-15.9	32.3	144.9
영업이익률(%)	10.2	7.3	6.0	5.7	8.5	-	-	8.7
지배지분순이익	102.9	36.6	21.0	-52.8	91.4	-11.2	흑전	75.5
<b>현대백화점</b>								
매출액	951.7	1,023.8	1,036.8	1,175.1	967.7	1.7	-17.7	1,017.9
영업이익	68.9	42.8	64.6	107.9	98.7	43.4	-8.5	94.8
영업이익률(%)	7.2	4.2	6.2	9.2	10.2	-	-	9.3
지배지분순이익	68.3	-145.5	21.2	20.0	71.2	4.2	255.5	73.8
<b>롯데쇼핑</b>								
매출액	3,513.3	3,427.8	3,568.4	3,477.1	3,492.7	-0.6	0.4	3,543.5
영업이익	114.9	56.1	155.0	147.2	137.3	19.5	-6.8	138.1
영업이익률(%)	3.3	1.6	4.3	4.2	3.9	-	-	3.9
지배지분순이익	77.9	-90.8	22.2	-977.4	79.0	1.4	흑전	64.6

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망



## [유통] 주요기업 1분기 실적 Preview (IFRS 연결)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E				
					예상치	y-y	q-q	컨센서스	
<b>BGF리테일</b>									
매출액	1,953.8	2,202.9	2,325.6	2,216.5	2,039.3	4.4	-8.0	2,066.0	
영업이익	32.6	76.2	91.2	51.6	29.8	-8.5	-42.2	35.6	
영업이익률(%)	1.7	3.5	3.9	2.3	1.5	-	-	1.7	
지배지분순이익	23.4	58.5	69.9	43.5	21.8	-6.8	-49.8	26.9	
<b>호텔신라</b>									
매출액	980.8	1,002.7	1,016.2	947.8	1,008.3	2.8	6.4	1,023.1	
영업이익	12.1	27.6	-17.0	-27.9	-8.4	적전	적지	-0.2	
영업이익률(%)	1.2	2.8	-1.7	-2.9	-0.8	-	-	-12.5	
지배지분순이익	-1.6	27.4	-23.3	-64.0	-17.6	적지	적지	5.2	
<b>현대홈쇼핑</b>									
매출액	996.4	952.7	899.5	1,004.9	942.8	-5.4	-6.2	994.0	
영업이익	58.2	33.3	18.2	20.4	54.5	-6.3	167.5	62.0	
영업이익률(%)	5.8	3.5	2.0	2.0	5.8	-	-	6.2	
지배지분순이익	103.6	25.5	21.9	6.6	39.5	-61.9	498.6	42.0	
<b>롯데하이마트</b>									
매출액	525.1	589.3	685.9	556.4	514.3	-2.1	-7.6	520.5	
영업이익	-16.0	2.8	31.2	-16.3	-4.1	적지	적지	-9.0	
영업이익률(%)	-3.1	0.5	4.6	-2.9	-0.8	-	-	-1.8	
지배지분순이익	-19.5	1.4	26.8	-314.0	-8.1	적지	적지	-13.6	

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

**This page intentionally left blank**

'25년 1분기  
Preview

한 권으로 읽는 프리뷰 (하)

## II. 음식료: 1분기를 저점으로 개선 전망

Analyst: 주영훈  
Tel 02)2229-6221 | e-mail jooyh@nhqv.com



## [음식료] 1분기를 저점으로 개선 전망

- 음식료 기업들의 1분기 실적은 전반적으로 부진할 것으로 전망. 소비심리가 악화해 국내 매출 회복이 아직까지 이루어지지 못했으며, 원/달러 환율이 강세를 보임에 따라 인해 제조원가 측면에서의 부담이 심화되었기 때문
- 다수의 기업들이 원가율 부담 심화를 근거로 제품 가격 인상을 진행한 점은 긍정적 요인. 유통 기업들의 재고를 고려할 때 본격적인 가격 인상 효과가 반영되는 시점은 4월로 예상되며, 이는 1분기를 저점으로 2분기부터 실적 회복 기대감을 갖게 만드는 요인
- 음식료 산업은 미국 관세 관련해서 부정적 영향이 제한적일 것으로 제시. 음식료 기업들의 주요 수출 국가는 아직까지 아시아권 국가들이며 CJ제일제당, 농심 등 미국 사업 매출 비중이 높은 기업들의 경우 이미 현지 공장을 가동 중이어서 관세 영향이 크지 않음
- 삼양식품의 경우 미국 현지 공장을 보유하고 있지 않아 미국 관세 관련 이슈가 발생할 수 있음. 다만, 라면이라는 품목의 객단가 자체가 높지 않으며 현재 불닭볶음면은 수요가 공급을 초과할 정도로 인기가 높은 품목에 해당하는 만큼 해당 이슈발 부정적 영향은 미미할 것으로 판단
- 추후 내수 소비 부양 정책 등이 시행될 경우 장보기 수요가 늘어날 가능성이 있다고 판단되어 음식료 업종에도 긍정적 효과가 비칠 것으로 기대함
- Top-picks: 삼양식품, 롯데웰푸드

### Top-picks

기업명	코드	투자의견	목표주가 (원)	현재가 (원)	PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)	
					2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
삼양식품	003230.KS	Buy	1,130,000	782,000	17.1	14.0	5.2	3.9	10.7	8.6
롯데웰푸드	280360.KS	Buy	160,000	112,500	11.1	9.2	0.5	0.5	4.9	4.5

주: 4월 7일 종가 기준, PER, PBR은 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

## 삼양식품 (003230.KS) – 없어서 못 팝니다

- K-Food의 선봉장으로 '25년에도 가장 높은 해외 수출 성과를 시현 중. 동사는 해외 매출 비중이 80%가 넘는 만큼 1분기 달러 강세 흐름 또한 실적 추정에 있어 긍정적인 부분이며, 1분기 실적은 높아진 시장 눈높이를 충족시킬 것으로 기대
- 늘어나는 수요에 대응하기 위해 공장 증설 진행 중. '25년 5월 밀양 2공장 준공 예정되어 있으며, '27년 완공 목표로 중국 공장 건설 또한 추진 중. 밀양 2공장은 시험가동 기간 거친 후, 하반기부터 본격적 생산 돌입 예정. 이로 인해 하반기에는 실적 모멘텀 더욱 강하게 나타날 전망
- 미국 내 생산시설을 보유하고 있지 않아 관세 관련 변수 발생 가능성 있지만, 라면은 객단가가 높지 않은 품목이고 불닭볶음면의 높은 고객 충성도를 고려할 때 해당 이슈가 동사 실적에 미치는 영향은 미미할 것

### 실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	1,728	2,163	2,619	2,937
영업이익	345	468	566	629
영업이익률 (%)	19.9	21.7	21.6	21.4
EBITDA	391	528	634	713
순이익	271	345	421	474
지배지분 순이익	272	345	421	474
EPS (원)	36,106	45,798	55,826	62,887
PER (배)	21.2	17.1	14.0	12.4
PBR (배)	7.1	5.2	3.9	3.0
ROE (%)	39.4	35.4	31.7	27.2
Net Debt(-Cash)	-38	-266	-422	-633
현재가(4/7, 원)	782,000	외국인지분율		16.3%
시가총액(십억원)	5,890.8	배당수익률('25E)		0.49%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

### 삼양식품 공장 증설 계획

	밀양2공장	중국공장
위치	경상남도 밀양시	중국 자싱시
생산능력(라인 수)	6.9억식(6라인)	6라인
투자금액	1,838억원	2,014억원
준공 시기	2025년 5월	2027년 1월
기타	연면적 31,392m <sup>2</sup>	밀양 2공장과 유사한 규모 추정

자료: 삼양식품, NH투자증권 리서치본부

## 롯데웰푸드 (280360.KS) - 'One India' 전략의 본격화

- 국내 기업 중 인도 시장 내에서 가장 돋보이는 성과를 기록 중. 현재 인도 매출액은 동사 해외 매출의 34%를 차지하고 있으며, '25년부터 'One INDIA' 전략하 건과와 빙과 사업 통합, 지역 커버리지 확대가 이루어지는 만큼 외형 성장이 가속화될 전망
- 지난해 주요 원재료에 해당하는 카카오 가격 급등에 따른 수익성 하락을 경험한 바 있음. 이에 국내 제품 가격 인상으로 대응(평균 +9.5%). 카카오 가격이 최고점 대비 하락 추세를 보이고 있는 만큼 2분기부터는 의미 있는 수익성 회복이 가능할 것으로 전망
- 1분기 실적은 소비심리 부진에 따른 매출 감소, 원가 부담 등으로 전년 동기 대비 감소하겠으나 이를 저점으로 2분기부터 매출과 수익성 지표 모두 본격 개선될 것. 실적 회복과 함께 해외 사업 성과가 재차 부각되며 밸류에이션 상승으로 이어질 것으로 기대

### 실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	4,044	4,227	4,402	4,604
영업이익	157	190	220	240
영업이익률 (%)	3.9	4.5	5.0	5.2
EBITDA	361	413	451	475
순이익	82	91	114	129
지배지분 순이익	85	94	114	129
EPS (원)	8,969	10,096	12,225	13,916
PER (배)	12.4	11.1	9.2	8.1
PBR (배)	0.5	0.5	0.5	0.4
ROE (%)	4.0	4.4	5.1	5.6
Net Debt(-Cash)	852	857	855	825
현재가(4/7, 원)	112,500	외국인지분율		12.9%
시가총액(십억원)	1,061.4	배당수익률('25E)		3.56%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

### 카카오 가격 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

## [음식료] 주요기업 1분기 실적 Preview (IFRS 연결)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E				
					예상치	y-y	q-q	컨센서스	
<b>삼양식품</b>									
매출액	385.7	424.4	439.0	478.9	498.0	29.1	4.0	486.7	
영업이익	80.1	89.5	87.3	87.7	100.3	25.2	14.4	100.8	
영업이익률(%)	20.8	21.1	19.9	18.3	20.1	-	-	20.7	
지배지분순이익	66.5	70.5	58.9	76.1	72.5	9.0	-4.7	78.2	
<b>CJ제일제당</b>									
매출액	7,216.0	7,238.7	7,414.3	7,490.2	7,441.2	3.1	-0.7	7,436.7	
영업이익	375.9	383.6	416.2	377.3	394.5	4.9	4.6	397.2	
영업이익률(%)	5.2	5.3	5.6	5.0	5.3	-	-	5.3	
지배지분순이익	91.9	98.1	159.2	-201.1	112.2	22.1	흑전	144.6	
<b>오리온</b>									
매출액	748.4	719.3	774.9	861.8	815.5	9.0	-5.4	793.5	
영업이익	125.1	121.7	137.1	159.7	123.2	-1.5	-22.8	133.5	
영업이익률(%)	16.7	16.9	17.7	18.5	15.1	-	-	16.8	
지배지분순이익	93.8	78.0	99.7	253.1	97.7	4.1	-61.4	101.5	
<b>농심</b>									
매출액	872.5	860.7	850.4	855.1	907.8	4.0	6.2	914.8	
영업이익	61.4	43.7	37.6	20.4	51.0	-16.9	150.0	54.5	
영업이익률(%)	7.0	5.1	4.4	2.4	5.6	-	-	6.0	
지배지분순이익	53.3	42.8	36.5	24.7	40.4	-24.2	63.1	48.3	

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

## [음식료] 주요기업 1분기 실적 Preview (IFRS 연결)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E			
					예상치	y-y	q-q	컨센서스
<b>KT&amp;G</b>								
매출액	1,292.3	1,423.8	1,636.3	1,556.4	1,428.0	10.5	-8.3	1,406.9
영업이익	236.6	322.0	417.8	212.5	260.2	10.0	22.4	273.3
영업이익률(%)	18.3	22.6	25.5	13.7	18.2	-	-	19.4
지배지분순이익	286.3	312.8	241.2	325.3	193.8	-32.3	-40.4	240.2
<b>롯데칠성</b>								
매출액	936.9	1,099.2	1,065.0	923.3	953.2	1.7	3.2	960.5
영업이익	36.8	60.2	78.7	9.2	37.2	1.3	304.5	42.5
영업이익률(%)	3.9	5.5	7.4	1.0	3.9	-	-	4.4
지배지분순이익	17.6	19.3	43.8	-21.6	17.0	--3.4	흑전	22.0
<b>하이트진로</b>								
매출액	621.1	665.2	685.7	627.1	614.8	-1.0	-2.0	633.1
영업이익	48.4	68.2	70.2	21.3	52.7	8.9	146.8	51.4
영업이익률(%)	7.8	10.3	10.2	3.4	8.6	-	-	8.1
지배지분순이익	26.3	43.8	43.8	-18.1	29.0	10.4	흑전	30.5
<b>롯데웰푸드</b>								
매출액	951.1	1,044.2	1,078.5	970.5	976.9	2.7	0.7	969.6
영업이익	37.3	63.3	76.0	-19.6	28.5	-23.6	흑전	28.1
영업이익률(%)	3.9	6.1	7.1	-2.0	2.9	-	-	2.9
지배지분순이익	21.5	42.1	46.1	-25.1	12.7	-41.0	흑전	13.0

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망



'25년 1분기  
Preview

한 권으로 읽는 프리뷰 (하)

### III. 생활소비재/섬유의복: 봄은 오기 마련

Analyst: 정지윤  
Tel 02)768-7705 | e-mail jjiyoony@nhqv.com



## [생활소비재/섬유의복] 1분기 실적 눈높이 하향 안정화 단계를 지나

- [화장품] 한국 평균 수출 성장률을 상회하는 브랜드사와 생산공장이 다변화된 ODM사 위주의 선택과 집중 필요
- 브랜드: 1~3월 누계 한국 화장품 수출 성장률(y-y)은 전체 +12%, 중국+홍콩向 -2%, 미국向 +12%, 일본向 +15% 기록. 3월부터 출하량이 재차 증가하기 시작. 전년 미국의 고성장으로 기저 부담이 있으나, 메디큐브(에이피알), 라네즈, 에스트라(아모레퍼시픽) 성장률은 평균을 상회
- ODM: 1분기 코스맥스와 한국콜마 별도 매출액 성장률(y-y)은 각각 +15%, +13% 추정하며, 10% 이익률 달성 가능할 것. 2025년 CAPA 증가분은 2분기(성수기)부터 본격 반영될 전망. 대형 ODM사는 미국, 중국, 태국, 인니 등 생산공장 다변화되어 있어 상대적 우위 점했다 판단
- [섬유의복] 당분간 미국 관세 영향이 적고, 내수와 중국 회복을 누릴 수 있는 브랜드사를 선호
- 브랜드: 1분기 내수 소비 침체 영향으로 브랜드사 매출액은 전반적으로 전년 동기 대비 역신장 추정. 그러나 2분기부터 내수 경기 부양 및 기저 효과를 고려할 때, 하반기 갈수록 완만한 실적 회복이 가능할 전망. 1~2월 누계 중국 의류 소매판매 성장률(y-y)은 3.3% 기록하며 양호한 모습
- OEM: 미국이 4/4(현지 시간) 베트남, 방글라데시 등 의류, 신발 생산거점 국가에 높은 상호관세율을 부과해, 단기 투자심리 악화 불가피. 향후 관세 협상 결과가 주가 회복세 결정할 것. 대미 수출 비중이 낮은 화승엔터프라이즈(25%), 영원무역(30%), 한세실업(90%) 순으로 대응
- Top-picks: 에이피알, 한국콜마, F&F

### Top-picks

기업명	코드	투자의견	목표주가 (원)	현재가 (원)	PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)	
					2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
에이피알	278470.KS	Buy	83,000	62,200	16.3	13.7	5.0	3.8	10.5	8.4
한국콜마	161890.KS	Buy	85,000	64,500	13.2	10.4	1.7	1.5	8.9	7.6
F&F	383220.KS	Buy	90,000	60,900	6.1	5.7	1.2	1.1	3.6	2.9

주: 4월 7일 종가 기준, PER, PBR은 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

## 에이피알 (278470.KS) - 기대되는 글로벌 성적표

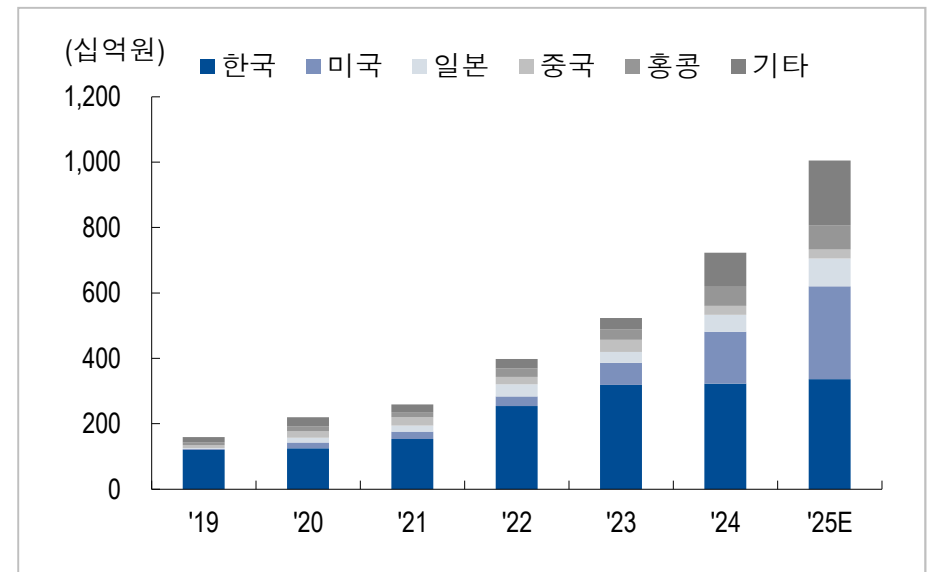
- 4분기(성수기)가 지났음에도 화장품 매출 규모가 q-q로 꺾이지 않고, 고마진 수익 구조인 B2B 매출 확대에 수익성 또한 예상보다 견조할 것
- 1분기 연결 매출액 2,331억원(+57% y-y), 영업이익 440억원(+58% y-y)으로 컨센서스 상회 추정. 미국, 일본, B2B 매출이 의미 있게 성장
- [미국] 급변하는 소비자 선호에 유연하게 대응하는 채널(틱톡, 아마존) 접근을 통해 'Fast mover'로 거듭나며, 600억원 이상 매출 달성 전망
- [일본] 큐텐 메가와리 행사에서 2위 기록, 돈키호테 500개점 내외 입점하며 처음으로 분기 200억원 이상 매출 기록할 전망
- [B2B] 북미, 유럽을 포함해 180여개 국가에서 유통 중이며, 전분기와 유사하게 450억원 수준의 매출 시현할 전망

### 실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	723	1,005	1,188	1,337
영업이익	123	175	212	244
영업이익률 (%)	17.0	17.4	17.8	18.4
EBITDA	145	199	234	263
순이익	108	142	170	195
지배지분 순이익	108	142	170	195
EPS (원)	2,842	3,813	4,556	5,244
PER (배)	17.6	16.3	13.7	11.9
PBR (배)	5.9	5.0	3.8	3.0
ROE (%)	41.3	36.0	31.6	28.2
Net Debt(-Cash)	-112	-228	-361	-516
현재가(4/7, 원)	62,200	외국인지분율		18.4%
시가총액(십억원)	2,316.4	배당수익률('25E)		0.00%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

### 에이피알 국가별 매출액 추이 및 전망



자료: 에이피알, NH투자증권 리서치본부 전망

## 한국콜마 (161890.KS) – 미국 현지 생산역량 강화

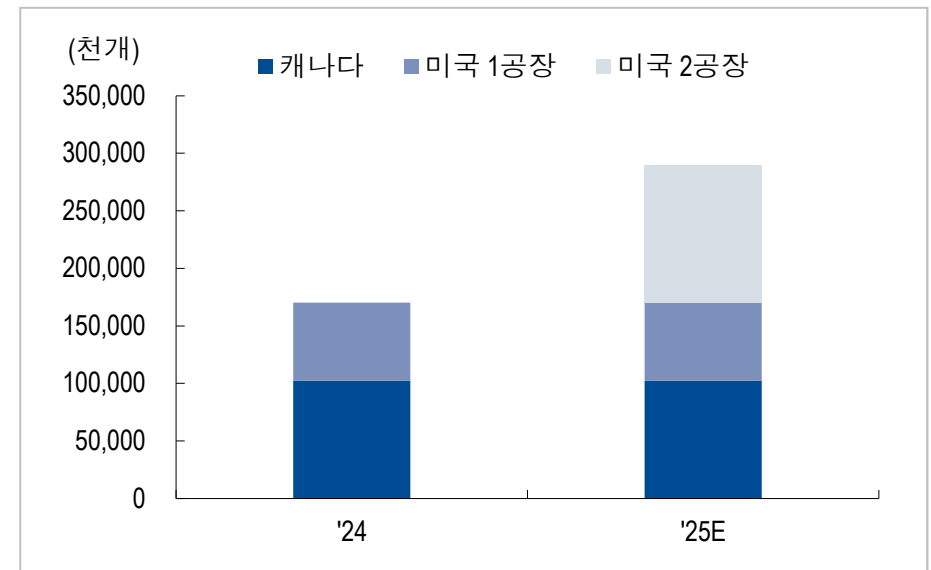
- 글로벌 관세 이슈가 불거지면서 미국 현지 생산공장을 보유하고 있는 한국콜마의 강점이 부각되는 시점
- 1분기 연결 매출액 6,375억원(+11% y-y), 영업이익 485억원(+50% y-y)으로 컨센서스 부합 추정. 한국과 미국의 양호한 성과 덕분
- 한국(별도) 매출액 2,800억원(+13% y-y), 영업이익 286억원(+25% y-y), 영업이익률 10.2% 추정. 스킨케어 브랜드 약진 이어져
- 연초부터 미국 법인의 약진이 돋보임. 미국 1공장은 지난 4분기를 기점으로 분기 매출 200억원으로 레벨 업하며 흑자 기조를 유지
- 미국 2공장 2분기 신규 가동에 따른 단기 비용 발생을 감안해도 중장기 미국 법인 체력은 향상될 가능성이 높다고 판단

### 실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	2,452	2,729	2,967	3,198
영업이익	194	241	281	314
영업이익률 (%)	7.9	8.8	9.5	9.8
EBITDA	286	343	382	407
순이익	125	156	194	218
지배지분 순이익	90	116	146	164
EPS (원)	3,830	4,895	6,191	6,932
PER (배)	14.4	13.2	10.4	9.3
PBR (배)	1.6	1.7	1.5	1.3
ROE (%)	12.5	13.7	15.3	15.1
Net Debt(-Cash)	897	778	569	371
현재가(4/7, 원)	64,500	외국인지분율		34.4%
시가총액(십억원)	1,522.5	배당수익률('25E)		1.24%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

### 한국콜마 북미 법인 CAPA 추이



자료: 한국콜마, NH투자증권 리서치본부

## F&F (383220.KS) – 우려 대비 양호

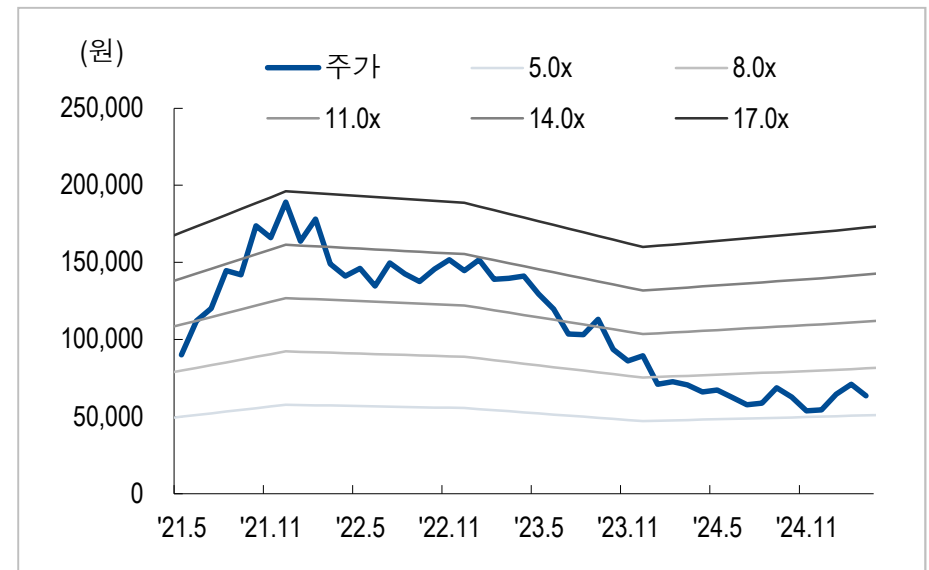
- 1분기 연결 매출액 4,960억원(-2% y-y), 영업이익 1,200억원(-8% y-y)으로 컨센서스 부합 추정
- 1분기 중국 매출액은 3% y-y 성장 추정하며, 하반기 Discovery 출점 가속화로 실적 모멘텀 유효
- 내수 소비 침체로 상대적으로 고가 아웃도어인 Discovery 판매는 15% y-y 역성장하며 부진한 모습
- 그러나 중국 FIT(개별관광객) 유입으로 MLB 백화점과 면세점은 우려 대비 외형 축소폭이 줄어든 것으로 추정
- 지난해 지속적으로 줄여온 백화점 타이공(보따리상) 대상 물량 조절도 마무리된 상태이며, 분기를 지날수록 내수 회복 기조도 이어질 전망

### 실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	1,896	1,996	2,087	2,166
영업이익	451	483	520	547
영업이익률 (%)	23.8	24.2	24.9	25.2
EBITDA	552	589	619	643
순이익	356	378	404	418
지배지분 순이익	360	382	409	423
EPS (원)	9,408	9,980	10,665	11,050
PER (배)	5.8	6.1	5.7	5.5
PBR (배)	1.3	1.2	1.1	0.9
ROE (%)	25.3	22.3	20.0	17.7
Net Debt(-Cash)	19	-239	-561	-891
현재가(4/7, 원)	60,900	외국인지분율		11.8%
시가총액(십억원)	2,332.9	배당수익률('25E)		2.79%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

### F&F 12M Forward PER 차트



자료: F&F, NH투자증권 리서치본부

## [생활소비재/섬유의복] 주요기업 1분기 실적 Preview (IFRS 연결)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E				
					예상치	y-y	q-q	컨센서스	
<b>아모레퍼시픽</b>									
매출액	911.5	904.8	977.2	1,091.7	1,024.0	12.3	-6.2	1,033.1	
영업이익	72.7	4.2	65.2	78.5	94.5	30.0	20.4	98.9	
영업이익률(%)	8.0	0.5	6.7	7.2	9.2	-	-	9.6	
지배지분순이익	78.6	531.5	37.6	-54.5	76.2	-3.1	흑전	85.3	
<b>LG생활건강</b>									
매출액	1,728.7	1,759.7	1,713.6	1,609.9	1,720.2	-0.5	6.9	1,733.3	
영업이익	151.0	158.5	106.1	43.4	129.5	-14.3	198.4	135.8	
영업이익률(%)	8.7	9.0	6.2	2.7	7.5	-	-	7.8	
지배지분순이익	106.6	100.4	67.8	-85.6	90.1	-15.4	흑전	89.6	
<b>에이피알</b>									
매출액	148.9	155.5	174.1	244.2	233.1	56.5	-4.6	217.7	
영업이익	27.8	28.0	27.2	39.7	44.0	58.5	10.9	39.0	
영업이익률(%)	18.6	18.0	15.6	16.3	18.9	-	-	17.9	
지배지분순이익	24.1	24.1	16.0	43.4	35.2	46.1	-18.9	30.2	
<b>코스맥스</b>									
매출액	526.8	551.5	529.8	558.0	575.0	9.2	3.0	586.1	
영업이익	45.5	46.7	43.4	39.8	47.8	5.2	20.1	49.6	
영업이익률(%)	8.6	8.5	8.2	7.1	8.3	-	-	8.5	
지배지분순이익	19.2	33.6	21.1	11.9	24.2	25.8	103.9	28.1	
<b>한국콜마</b>									
매출액	574.8	660.3	626.5	590.5	637.5	10.9	8.0	628.6	
영업이익	32.4	71.7	54.5	35.1	48.5	49.6	38.0	48.2	
영업이익률(%)	5.6	10.9	8.7	6.0	7.6	-	-	7.7	
지배지분순이익	6.3	34.9	15.4	33.5	17.4	175.0	-48.1	20.8	

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

## [생활소비재/섬유의복] 주요기업 1분기 실적 Preview (IFRS 연결)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E				
					예상치	y-y	q-q	컨센서스	
<b>F&amp;F</b>									
매출액	507.0	391.5	451.0	546.5	496.0	-2.2	-9.3	496.9	
영업이익	130.2	91.8	108.3	120.4	120.0	-7.9	-0.4	119.1	
영업이익률(%)	25.7	23.5	24.0	22.0	24.2	-	-	24.0	
지배지분순이익	95.7	74.2	83.5	107.0	90.0	-5.9	-15.8	88.8	
<b>힐라홀딩스</b>									
매출액	1,182.6	1,175.3	1,049.5	861.4	1,189.0	0.5	38.0	1,237.5	
영업이익	163.3	140.1	93.4	-36.0	177.0	8.4	흑전	186.1	
영업이익률(%)	13.8	11.9	8.9	-4.2	14.9	-	-	15.0	
지배지분순이익	72.1	56.0	13.3	-57.2	84.2	16.8	흑전	92.2	
<b>영원무역</b>									
매출액	709.7	892.7	1,068.5	846.9	809.5	14.1	-4.4	805.1	
영업이익	71.0	166.5	104.5	-26.4	55.0	-22.5	흑전	68.2	
영업이익률(%)	10.0	18.6	9.8	-3.1	6.8	-	-	8.5	
지배지분순이익	85.1	179.4	89.5	73.0	76.7	-9.9	5.1	86.6	
<b>한세실업</b>									
매출액	411.8	448.0	533.9	404.1	461.9	12.2	14.3	445.7	
영업이익	38.1	42.5	45.2	16.3	32.5	-14.6	99.3	31.3	
영업이익률(%)	9.3	9.5	8.5	4.0	7.0	-	-	7.0	
지배지분순이익	18.1	22.1	35.8	-17.9	14.9	-17.5	흑전	17.2	
<b>화승엔터프라이즈</b>									
매출액	345.4	391.7	386.1	486.5	430.9	24.8	-11.4	451.3	
영업이익	5.3	18.8	19.1	39.4	20.0	274.5	-49.3	21.0	
영업이익률(%)	1.5	4.8	6.7	8.1	4.6	-	-	4.6	
지배지분순이익	-1.5	6.1	7.9	20.5	10.6	흑전	-48.4	10.8	

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

**This page intentionally left blank**



'25년 1분기  
Preview

한 권으로 읽는 프리뷰 (하)

## IV. 인터넷/게임: 비수기지만, 괜찮아...

Analyst: 안재민

Tel 02)768-7647 | e-mail jaemin.ahn@nhqv.com



## [인터넷/게임] 비수기지만, 괜찮아...

- 인터넷: 1분기는 광고, 커머스의 비수기 시즌과 정치적 이벤트 발생이 맞물리면서 광고, 커머스의 매출 성장이 쉽지 않았던 시기. 실적 성장폭은 크지 않겠지만, 네이버와 카카오 모두 개편으로 체류시간을 늘리고자 하며 매출을 성장시키기 위해 변화를 준비 중
  - 네이버: 온서비스 AI, AD Voost, 플러스스토어 앱 출시, 커머스 수수료율 개편 등 사업의 변화가 예상되는 가운데, 창업자 이해진씨의 이사회 의장 복귀도 긍정적 영향 미칠 것으로 기대
  - 카카오: 3분기 초 '발견'을 키워드로 한 카카오톡 탭 개편이, 하반기 중에는 Open AI와 제휴를 통한 서비스 제공이 예정되어 있음. 두 가지 이벤트 모두 트래픽, 체류시간 증가에 따른 광고 매출 성장으로 이어질 수 있어 분명 긍정적
- 게임: 중국의 춘절 효과를 제외하고 국내외 게임시장은 비수기 진입. 춘절 효과를 누릴 수 있는 크래프톤의 양호한 1분기 실적 기대. 나머지 게임업체들은 하반기부터 본격적으로 출시될 글로벌, 콘솔향 게임 성과를 준비하는 시즌이 될 전망. 전체적인 게임 업체들의 1분기 실적은 부진 예상
- Top-picks: 카카오, 크래프톤

### Top-picks

기업명	코드	투자의견	목표주가 (원)	현재가 (원)	PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)	
					2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
카카오	035720.KS	Buy	53,000	40,650	34.2	30.1	1.7	1.6	10.8	9.7
크래프톤	259960.KS	Buy	550,000	362,000	11.0	10.8	2.1	1.7	9.3	8.1

주: 4월 7일 종가 기준, PER, PBR은 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

## 네이버 커머스의 변화

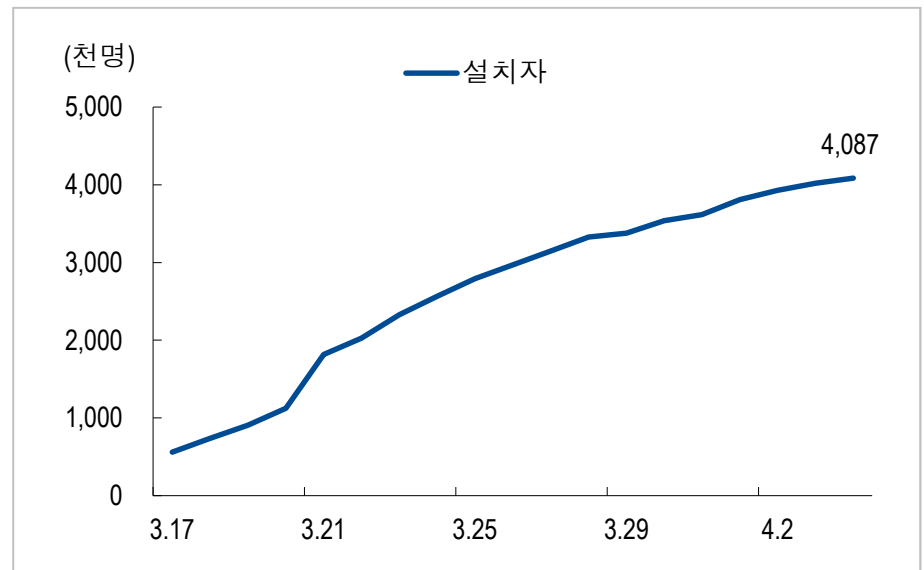
- 네이버의 강점을 적절히 살려 AI를 활용한 상품 추천 서비스 제공. 또한 블로그, 카페, 지식인, 클립을 활용한 제품 리뷰를 활용해 소비자에 더 많은 정보를 제공하는 등 구매자의 니즈를 AI로 분석하고 활용하여 커머스 경쟁력을 제고하고자 함
- 스마트플러스스토어는 네이버 이외에 단독 앱으로 출시해 가격 비교만이 아닌, 종합 쇼핑몰로서의 경쟁력을 높일 계획
- 무료배송, 무료반품을 확대하고, 3시간 내 배송, 새벽배송, 오늘배송, 내일배송, 휴일배송, 희망일배송 등 배송 경쟁력을 확보
- 6월 2일자로 도입되는 네이버쇼핑 판매수수료로 인해 수수료율이 약 1%p 정도 인상될 예정. 관련 매출과 이익은 3분기부터 의미있게 성장할 전망. 연간 40조원 수준의 플러스스토어 거래대금을 감안하면 분기 1천억원 이상 영업이익 증가 기대

### 네이버 쇼핑 수수료 개편



자료: NAVER, NH투자증권 리서치본부

### 네이버플러스스토어 설치자 수 추이



자료: wiseapp, NH투자증권 리서치본부

## 카카오 (035720.KS) – 변화를 ‘발견’하다

- 카카오톡 개편에 따른 트래픽 증가와 광고 매출 성장, Open AI와의 제휴를 통한 AI 관련 새로운 매출 창출 기대. 모멘텀과 실적 성장 두 마리 토끼를 동시에 잡을 수 있을 것
- 2025년 톡 개편에 따른 변화와 실적 개선 기대. 3분기 초 ‘발견’을 키워드로 한 카카오톡 탭 개편이, 하반기 중에는 Open AI와 제휴를 통한 서비스 제공이 예정되어 있음. 두 가지 이벤트 모두 트래픽, 체류시간 증가에 따른 광고 매출 성장으로 이어질 수 있어 분명 긍정적
- 자회사 실적 개선도 기대. 카카오페이 흑자 전환, SM엔터테인먼트의 에스파 복귀와 디어유 연결 편입, 카카오엔터테인먼트, 카카오모빌리티의 성장 기대. 카카오게임즈도 하반기 흑자 전환 가능할 전망

### 실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	7,872	8,052	8,604	8,916
영업이익	460	583	654	715
영업이익률 (%)	5.8	7.2	7.6	8.0
EBITDA	1,322	1,440	1,519	1,567
순이익	-162	467	529	589
지배지분 순이익	55	526	596	663
EPS (원)	124	1,189	1,350	1,501
PER (배)	306.9	34.2	30.1	27.1
PBR (배)	1.7	1.7	1.6	1.5
ROE (%)	0.6	5.1	5.5	5.8
Net Debt(-Cash)	-5,599	-6,200	-6,903	-7,900
현재가(4/7, 원)	40,650	외국인지분율		28.4%
시가총액(십억원)	18,037.3	배당수익률('25E)		0.17%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

### 카카오, 오픈AI와 전략적 제휴 체결 발표



자료: 카카오, NH투자증권 리서치본부

## 크래프톤 (259960.KS) – 2025년 역시 기대해도 좋음

- PUBG의 매출 성장이 2025년에도 이어질 전망. 1분기 중 진행한 8주년 이벤트에서 2019년 이후 최대 동접자를 기록하였고, 2분기 이후 아이돌, 프리미엄 차량과의 컬래버레이션으로 또 한 번의 실적 성장 기대
- PUBG의 2025년은 지난해 못지않은 수준의 큰 폭의 성장 기대. 지난 3월 8주년 이벤트 이후 스팀 동시접속자수가 135만까지 증가하면서 다시 한 번 PUBG의 영향력을 입증. 1월 업데이트 이후 양호한 매출 순위를 유지 중인 화평정영 역시 2025년 안정적 매출 기대
- 2025년 PUBG는 2분기 아이돌, 3분기 2번의 프리미엄 차량 컬래버레이션을 비롯하여, 컨텐더 시스템(커스터마이징), 신규 모드, AI 개편, BP 활용 강화, UGC 모드, 현 세대 콘솔 전환 등 새로운 발전에 기반한 지속적인 매출 성장에 힘쓸 것

### 실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	2,710	3,266	3,309	3,676
영업이익	1,182	1,531	1,590	1,726
영업이익률 (%)	43.6	46.9	48.1	47.0
EBITDA	1,287	1,651	1,705	1,842
순이익	1,303	1,534	1,601	1,736
지배지분 순이익	1,306	1,582	1,607	1,742
EPS (원)	27,162	33,028	33,547	36,365
PER (배)	11.5	11.0	10.8	10.0
PBR (배)	2.2	2.1	1.7	1.5
ROE (%)	21.1	20.8	17.5	16.0
Net Debt(-Cash)	-704	-1,977	-3,476	-4,559
현재가(4/7, 원)	362,000	외국인지분율		41.9%
시가총액(십억원)	17,343.8	배당수익률('25E)		0.00%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

### 크래프톤 예상 게임 라인업

게임명	장르	개발사	출시시기
다크앤다커 모바일	Extraction RPG	블루홀 스튜디오	2025년 2월 16일
인조이	라이프 시뮬레이션	크래프톤	2025년 3월 28일
Dinkum 모바일	시뮬레이션 RPG	5민랩	2025년
블랙버짓	Extraction 슈터	펍지스튜디오	2025년
서브노티카2	어드벤처	언노운월즈	2025년
Valor	배틀로얄	-	2025년
Blindspot	슈팅	크래프톤	2025년

자료: 크래프톤, NH투자증권 리서치본부

## [인터넷/게임] 주요기업 1분기 실적 Preview (IFRS 연결)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E			
					예상치	y-y	q-q	컨센서스
<b>NAVER</b>								
매출액	2,526.1	2,610.5	2,715.6	2,885.6	2,819.9	11.6	-2.3	2,815.5
영업이익	439.3	472.7	525.3	542.0	490.3	11.6	-9.5	520.0
영업이익률(%)	17.4	18.1	19.3	18.8	17.4	-	-	18.5
지배지분순이익	510.6	338.4	520.4	553.9	412.4	-19.2	-25.5	409.8
<b>카카오</b>								
매출액	1,988.4	2,004.9	1,921.4	1,957.0	1,980.8	-0.4	1.2	1,950.4
영업이익	120.3	134.0	130.5	75.4	110.7	-8.0	46.8	108.3
영업이익률(%)	6.1	6.7	6.8	3.9	5.6	-	-	5.6
지배지분순이익	73.7	101.3	105.8	-225.5	103.5	40.4	흑전	87.5
<b>SOOP</b>								
매출액	94.9	106.5	110.0	117.6	108.7	14.5	-7.5	106.0
영업이익	28.5	33.3	23.9	28.6	29.4	3.0	2.6	30.2
영업이익률(%)	30.1	31.3	21.7	24.4	27.0	-	-	28.5
지배지분순이익	24.6	27.5	23.9	22.5	24.3	-1.3	7.9	25.2
<b>크래프톤</b>								
매출액	665.9	707.0	719.3	617.6	813.5	22.2	31.7	787.0
영업이익	310.5	332.1	324.4	215.5	400.6	29.0	85.9	381.0
영업이익률(%)	46.6	47.0	45.1	34.9	49.2	-	-	48.4
지배지분순이익	350.0	341.9	122.1	492.1	407.3	16.4	-17.2	328.9
<b>엔씨소프트</b>								
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	354.9	-10.8	-13.3	368.9
영업이익	25.7	8.8	-14.3	-129.5	20.8	-19.0	흑전	11.8
영업이익률(%)	6.5	2.4	-3.6	-31.6	5.9	-	-	3.2
지배지분순이익	57.2	71.0	-26.5	-7.5	47.7	-16.6	흑전	27.1

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

## [인터넷/게임] 주요기업 1분기 실적 Preview (IFRS 연결)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E				
					예상치	y-y	q-q	컨센서스	
<b>시프트업</b>									
매출액	37.4	65.2	58.0	63.5	41.8	11.8	-34.2	42.1	
영업이익	25.9	45.1	35.6	46.2	22.7	-12.4	-50.9	26.1	
영업이익률(%)	69.4	69.2	61.3	72.7	54.3	-	-	62.0	
지배지분순이익	24.7	40.4	23.5	59.5	21.2	-14.2	-64.4	23.8	
<b>컴투스</b>									
매출액	157.8	173.0	172.8	190.3	178.1	12.9	-6.4	171.7	
영업이익	1.2	1.4	1.4	2.2	-2.9	적전	적전	-5.6	
영업이익률(%)	0.7	0.8	0.8	1.1	-1.7	-	-	-3.3	
지배지분순이익	11.3	3.7	3.2	-126.0	-1.4	적전	적지	-1.8	
<b>카카오게임즈</b>									
매출액	178.3	152.8	162.8	133.2	121.5	-31.9	-8.8	162.8	
영업이익	14.3	1.1	7.7	-3.9	-5.3	적전	적지	-5.2	
영업이익률(%)	8.0	0.7	4.7	-3.0	-4.3	-	-	-3.2	
지배지분순이익	1.0	-9.5	-4.0	-96.4	-3.6	적전	적지	-9.2	
<b>풀어비스</b>									
매출액	85.4	81.8	79.5	95.7	84.6	-0.9	-11.6	85.2	
영업이익	0.6	-5.8	-9.2	2.2	-2.9	적전	적전	-5.1	
영업이익률(%)	0.7	-7.1	-11.6	2.3	-3.5	-	-	-6.0	
지배지분순이익	12.8	9.1	-7.8	46.2	9.0	-29.7	-80.5	7.6	
<b>네오위즈</b>									
매출액	97.1	87.0	93.1	89.6	89.4	-7.9	-0.2	92.4	
영업이익	14.8	4.7	6.5	6.9	6.0	-59.5	-13.0	8.6	
영업이익률(%)	15.3	5.5	6.9	7.7	6.7	-	-	9.2	
지배지분순이익	17.9	7.8	1.4	-24.7	6.7	-62.6	흑전	9.0	

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

**This page intentionally left blank**



'25년 1분기  
Preview

한 권으로 읽는 프리뷰 (하)

## V. 통신: 불안할 때는 통신주

Analyst: 안재민

Tel 02)768-7647 | e-mail jaemin.ahn@nhqv.com



## [통신] 불안할 때는 통신주

- 1분기 실적: 통신사들의 1분기 영업이익은 시장 기대치를 충족하거나 상회할 전망. 1분기 중 플래그십 단말기가 출시되었음에도 불구하고 통신사들의 경쟁은 안정화 기조 유지. 5G 보급률이 80%에 육박하고, 소비자들의 휴대폰 교체 주기가 길어지면서 통신사들의 영업이익은 안정적으로 성장하는 모습 보일 것
- CAPEX: 5G 투자 Cycle이 마무리되면서 감소 중. 영업이익에 영향을 미치는 감가상각비 하향 안정화 기조 지속
- 다만, KT는 영업이익 컨센서스를 하회할 전망. 광진구 이스트폴 분양에 따라 매출 인식이 3월부터 진행되고 있는데 인식 시점에 따라 실적 변동이 있을 수 있고, 스카이라이프와 BC카드의 부진과 지난해 구조조정 과정에서 신규 설립된 자회사 2곳의 초기 비용이 발생하며 실적에 영향을 미친 것으로 판단
- 데이터센터: 통신사들은 공급보다 수요가 빠르게 상승하고 있는 데이터센터 건립에 주력하고 있음. 2025년 이후 완공 물량이 점진적으로 도래하면서 실적에도 기여할 전망
- 규제: 조기 대선에 따른 2025년 중 가계 통신비 인하 가능성을 우려하고 있으나, 최근 요금 인하 규제는 저소득층이나 사회 약자들을 위한 핀셋 규제에 초점이 맞춰져 있다는 점에서 통신사의 이익을 크게 훼손하는 정책은 나오지 않을 것으로 예상
- Top-pick: KT

### Top-pick

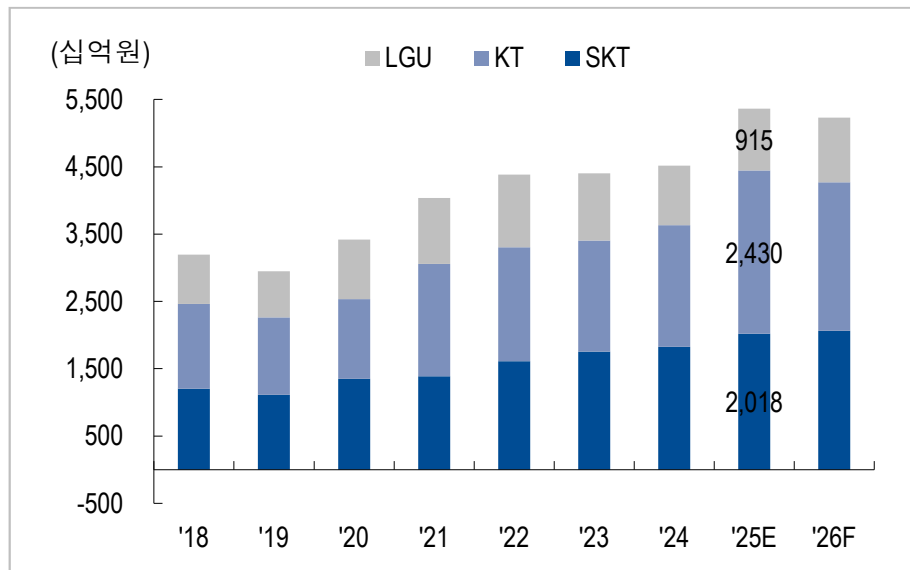
기업명	코드	투자의견	목표주가 (원)	현재가 (원)	PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)	
					2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
KT	030200.KS	Buy	65,000	48,350	7.1	8.1	0.7	0.7	3.3	3.4

주: 4월 7일 종가 기준, PER, PBR은 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

## 5G Cycle 마무리 국면 → CAPEX/경쟁 안정화 → 영업이익 성장

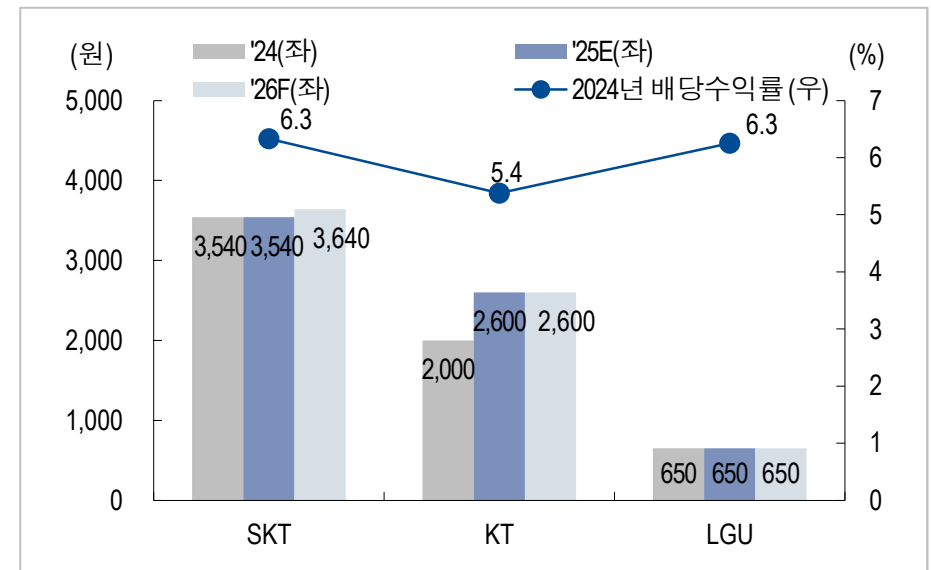
- 5G 보급률이 75%를 상회하면서 5G Cycle은 마무리 국면에 진입. 투자도 안정화되고, 경쟁도 안정화되면서 통신사들 이익 성장 구간에 진입
- 통신주 투자에 있어 가장 중요한 요소 중 하나는 주주환원. SK텔레콤과 KT는 배당성향 50% 이상, LG유플러스는 40% 이상을 주주환원 정책으로 내세우고 있음
- 2025년 예상 주당배당금은 SK텔레콤 3,540원, KT 2,600원, LG유플러스 650원이며, 배당수익률은 각각 6.3%, 5.4%, 6.3% 수준. 다만, KT는 2,500억원의 자사주 매입을 진행하고 있는데 이를 감안하면 실질주주환원율은 6.4% 수준

안정적으로 성장하고 있는 통신사들의 영업이익



자료: 각사자료, NH투자증권 리서치본부

6% 이상의 주주환원율 기대



자료: 각사자료, NH투자증권 리서치본부

## KT (030200.KS) – 이유 있는 시가총액 1위 질주

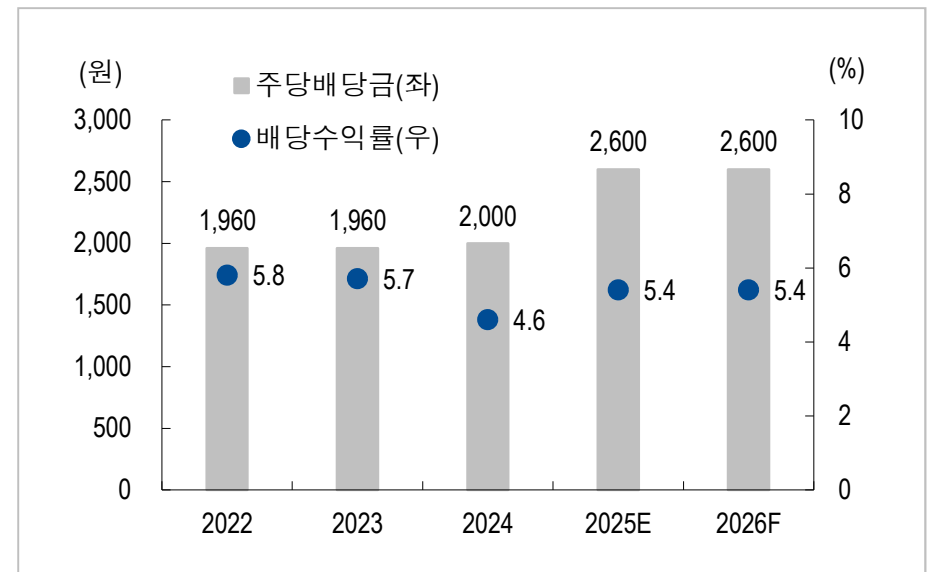
- 통신 사업의 안정성과 부동산, IDC/클라우드, 콘텐츠, BC카드 등 비통신 사업의 성장성을 동시에 겸비. 보급률이 80%에 육박한 5G 서비스는 안정적으로 실적에 기여할 것. 또한, KT는 최근 분양을 시작한 광진구 부동산 매출이 2025년 1.1조원 반영되며 큰 폭의 영업이익 성장 전망
- 지난해 마이크로소프트와의 협력을 시작한 B2B AI 사업은 빠르면 여름에 구체적인 비즈니스 모델을 확인할 수 있을 것
- 2025년 영업이익 2.43조원(+34.3% y-y, 2024년 일회성 인건비 1조원 제외)으로 큰 폭의 성장 기대
- 2025년 주당 배당금 2,600원을 예상. 자사주 매입 2,500억원까지 감안하면 실질 주주환원율 6.4% 수준. 영업이익은 경쟁사 이상으로 늘었지만, PER은 여전히 7.1배, PBR은 0.7배. Valuation은 국내외 peer들과 비교해도 저평가 수준

### 실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	26,431	28,584	28,234	28,568
영업이익	810	2,430	2,208	2,388
영업이익률 (%)	6.3	8.5	7.8	8.4
EBITDA	4,687	6,375	5,940	6,020
순이익	450	1,808	1,596	1,744
지배지분 순이익	503	1,715	1,513	1,654
EPS (원)	1,850	6,804	6,005	6,563
PER (배)	23.7	7.1	8.1	7.4
PBR (배)	0.7	0.7	0.7	0.6
ROE (%)	2.9	10.2	8.5	8.8
Net Debt(-Cash)	6,620	6,367	5,478	4,162
현재가(4/7, 원)	48,350	외국인지분율		49.0%
시가총액(십억원)	12,185.2	배당수익률('25E)		5.38%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

### '25년 DPS 큰 폭 상승. 자사주까지 감안하면 주주환원율 6.4%



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

## [통신서비스] 주요기업 1분기 실적 Preview (IFRS 연결)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E			
					예상치	y-y	q-q	컨센서스
<b>KT</b>								
매출액	6,654.6	6,546.4	6,654.6	6,575.6	7,053.9	6.0	7.3	7,072.9
영업이익	506.5	494.0	464.1	-655.1	681.7	34.6	흑전	780.3
영업이익률(%)	7.6	7.6	7.0	-10.0	9.7	-	-	11.0
지배지분순이익	375.5	393.0	357.3	-655.6	485.0	29.2	흑전	607.3
<b>SK텔레콤</b>								
매출액	4,474.6	4,422.4	4,532.1	4,511.5	4,470.0	-0.1	-0.9	4,501.9
영업이익	498.5	537.5	533.3	254.1	534.7	7.3	110.4	525.8
영업이익률(%)	11.1	12.2	11.8	5.6	12.0	-	-	11.7
지배지분순이익	353.0	337.4	268.9	290.9	340.3	-3.6	17.0	347.6
<b>LG유플러스</b>								
매출액	3,577.0	3,493.7	3,801.3	3,753.2	3,646.5	1.9	-2.8	3,656.7
영업이익	220.9	254.0	246.0	142.2	246.4	11.5	73.3	243.2
영업이익률(%)	6.2	7.3	6.5	3.8	8.9	-	-	6.7
지배지분순이익	131.1	163.6	137.5	-57.8	141.7	8.1	흑전	154.0

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

**This page intentionally left blank**

'25년 1분기  
Preview

한 권으로 읽는 프리뷰 (하)

## VI. 엔터/미디어: 모두가 아는 비수기

Analyst: 이화정  
Tel 02)768-7535 | e-mail hzl.lee@nhqv.com



## [엔터/미디어] 실적은 잠시 쉬어가는 구간

- 엔터: 계절적 비수기 영향으로 주요 4사 실적 모두 쉬어가는 흐름 보일 것. 주력 아티스트보다는 신인 아티스트 중심의 활동이 이어지는 시기. 매출은 물론 수익성 측면에서도 다소 아쉬운 흐름 불가피. 분기 실적 자체보다는, 지난 4분기부터 두드러지기 시작한 MD 호실적 지속 여부에 주목해볼 만. 글로벌 팝업스토어 진행 및 캐릭터 MD 전개 여부와 이에 따른 성과를 확인해보아야 할 시점
- 미디어: 계절적 비수기에 정치적 불확실성 지속(탄핵 정국)까지 더해지며 광고주 집행 저하된 가운데, 유의미한 흥행 콘텐츠마저 부재한 상황. 광고대행사에서 미디어렙, 방송사, 콘텐츠 제작사 순으로 이어지는 미디어 밸류체인 모두 아쉬운 실적 흐름 불가피
- 2025년 1분기 실적이 양호할 것으로 기대되는 종목: 와이지엔터테인먼트, CJ ENM
- Top-picks: 하이브, CJ ENM

### Top-picks

기업명	코드	투자의견	목표주가 (원)	현재가 (원)	PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)	
					2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
하이브	352820.KS	Buy	330,000	231,500	35.8	28.1	2.4	2.2	22.6	15.8
CJ ENM	035760.KQ	Buy	80,000	58,500	72.8	28.9	0.5	0.4	1.8	2.1

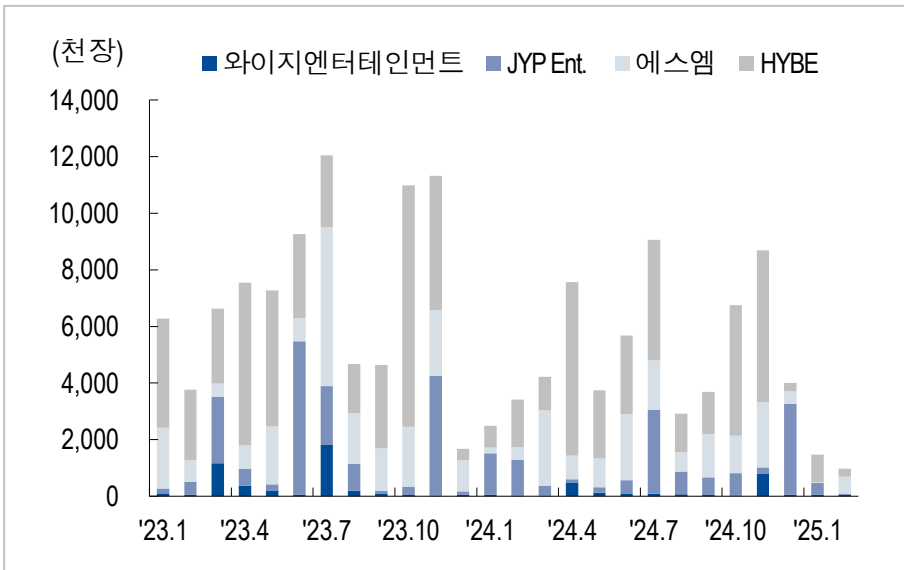
주: 4월 7일 종가 기준, PER, PBR은 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치본부 전망



## [엔터] 아쉬운 수익성보다, 가능성을 볼 시기

- 음반: 저연차 아티스트 중심의 신보 발매가 이어지는 시기. 이에 따라 다른 분기 대비 음반 판매량 자체가 저조하고, 단위 음반당 수익성도 아쉬울 것. 다만 2024년과 비교 시 저연차 아티스트 전반의 단위 신보당 판매량 증가로 수익성이 개선되고 있는 흐름 보임에 주목해야 함
- 공연: 회당 모객 규모가 작은 실내 공연장 중심의 공연 진행이 이어짐에 따라 매출 및 수익성 양쪽에서 아쉬울 것. 규모의 경제 효과가 다소 부족했기 때문. 규모의 경제 극대화를 위해서는 스타디움 공연이 필요하나, 스타디움은 대체로 천장이 개방된 형태. 날씨 영향 불가피
- MD: 주력 아티스트 활동 부재에도 긍정적인 실적 기대. 글로벌 팝업스토어 활성화에 따른 판매처 다각화 및 캐릭터MD 확대에 따른 제품 수 다변화 효과 이어지고 있어, 아티스트 활동 여부와 무관한 매출 발생 가능하기 때문

엔터 4사 월별 앨범 판매량 추이



자료: 씨클차트, NH투자증권 리서치본부

엔터 4사 1분기 주요 공연 정리

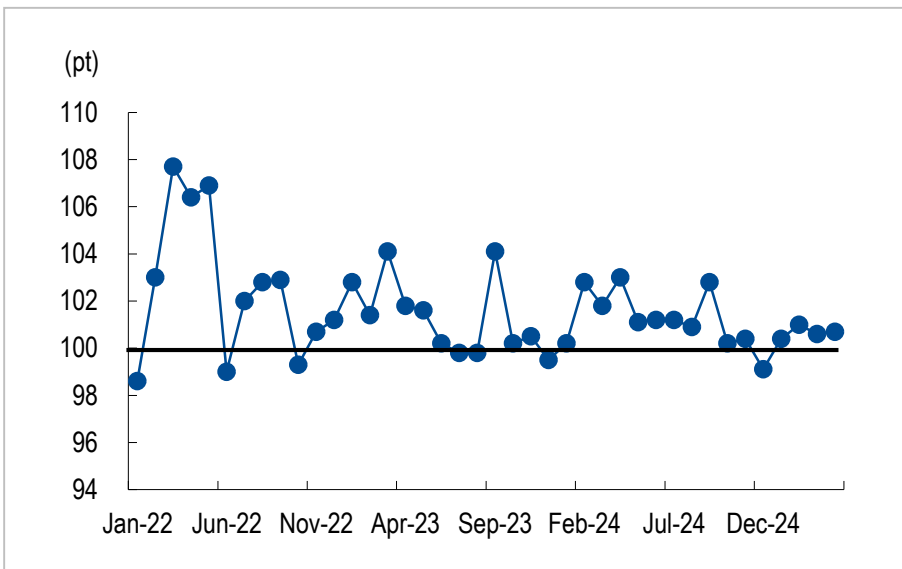
회사	아티스트	일정	주요 지역	회당 모객수	전체 모객수
하이브	TXT	3.2~3.27	한국, 유럽	18,000	120,000
	세븐틴	1.18~2.16	동남아	52,500	420,000
	엔하이픈	1.25~3.1	동남아, 일본	32,500	100,000
	J-Hope	2.28~3.31	미국, 멕시코	17,000	198,200
	보이넥스트도어	1.30~3.29	일본, 서남아	4,700	59,400
와이지	베이비몬스터	1.25~2.12	한국, 일본, 미국	13,400	116,000
JYP	스트레이키즈	1.18~3.28	중국, 남미	19,500	78,000
	니쥬	1.8~2.23	일본	9,700	122,000
에스엠	Aespa	1.28~3.12	북미, 유럽	13,800	193,700
	NCT127	1.18~3.30	아시아, 북미	17,000	273,055

자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

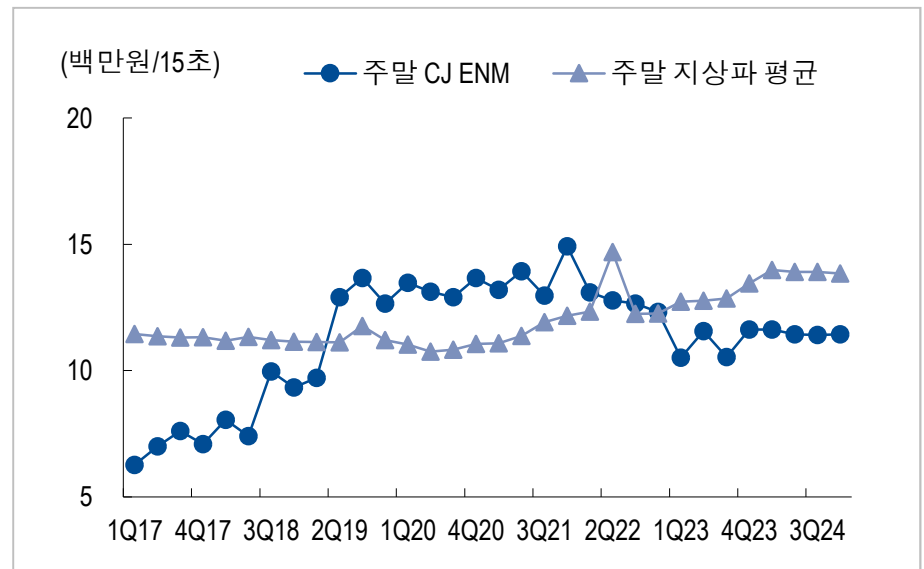
## [미디어] 광고 집행 수요 회복을 기다리며

- 광고: 2025년 1~3월 광고경기전망지수는 각각 100.4, 101.0, 100.6에 해당. 이는 전월 대비 지출이 '소폭' 늘어날 것이라고 응답한 광고주의 수가 더 많았다는 의미. 하지만 이미 광고 지출 자체가 대폭 감소한 상황이라는 점을 감안하면, 이는 직전 분기 대비 유의미한 광고주 집행 확대를 기대하기는 어렵다는 의미로 해석 가능. CES 등 일부 해외 이벤트 효과 부재 시, 미미한 실적 불가피할 것
- 방송: 티빙 및 넷플릭스 등 OTT향 광고 수요 증가로 방송광고 수요는 다소 부진한 상황. 광고 매체의 헤게모니가 변화되고 있는 흐름
- 콘텐츠: 텐트폴 '별들에게 물어봐'가 흥행에 대실패한 가운데, 그 외 일반드라마 역시 전반적으로 미미한 흥행 성적 보인 상황

광고경기전망지수(KAI) 추이



주말 기준 광고 단가 추이



주: KAI는 매월 국내 560여 개 광고주에게 다음달 광고지출 증감여부를 물어 응답값을 지수화한 자료  
 자료: KOBACO, NH투자증권 리서치본부

자료: CJ ENM, NH투자증권 리서치본부

## 하이브 (352820.KS) - BTS의 귀환, 그리고

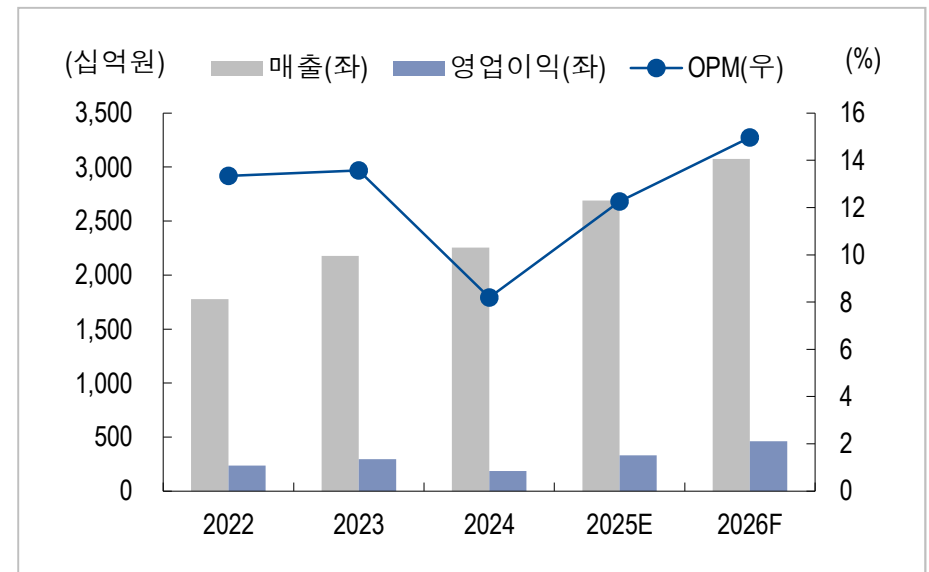
- BTS 완전체 복귀가 가까워지고 있는 가운데, 한한령 해제 기대감 더해지며 리레이팅 가능성이 확대되고 있는 사업자. 1분기 실적의 경우 주력 아티스트 활동 부재로 다소 아쉬울 것으로 보이나, 2분기 실적부터는 주력 아티스트(세븐틴, TXT 등) 활동 재개로 유의미한 반등 기대
- 중국: 최근 중국 주요 도시에서 동사 아티스트들의 팝업스토어가 반복적으로 개최되고 있음. 중국 내 유의미한 오프라인 팬덤 수요가 확인된 만큼, 중국 내 공연 재개 시 두드러지는 수혜 기대. 특히 BTS, 세븐틴 중심의 공연에 주목해볼 만
- MD: 뿔바투(TXT), 미니틴(세븐틴), 뽀넥도(BND), 핼즈클럽(르세라핌) 등 아티스트 공식 캐릭터를 출시, 비활동기 매출원으로 활용 중
- 위버스: 유료화 서비스 본격화에 따른 수익성 개선 기대. DM의 경우 아티스트 추가 입점, 멤버십의 경우 BTS 활동 재개에 따른 구독 성장 예상

### 실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	2,256	2,690	3,076	3,148
영업이익	184	330	460	533
영업이익률 (%)	8.2	12.3	15.0	16.9
EBITDA	330	407	530	596
순이익	-3	245	312	360
지배지분 순이익	9	269	343	396
EPS (원)	225	6,460	8,235	9,514
PER (배)	858.8	35.8	28.1	24.3
PBR (배)	2.5	2.4	2.2	2.0
ROE (%)	0.3	7.4	8.1	8.6
Net Debt(-Cash)	-374	-735	-1,521	-2,104
현재가(4/7, 원)	231,500	외국인지분율		19.6%
시가총액(십억원)	9,642.5	배당수익률('25E)		0.09%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

### 하이브 연간 실적 추이



자료: 하이브, NH투자증권 리서치본부

## CJ ENM (035760.KQ) – 야구의 계절을 맞이하여

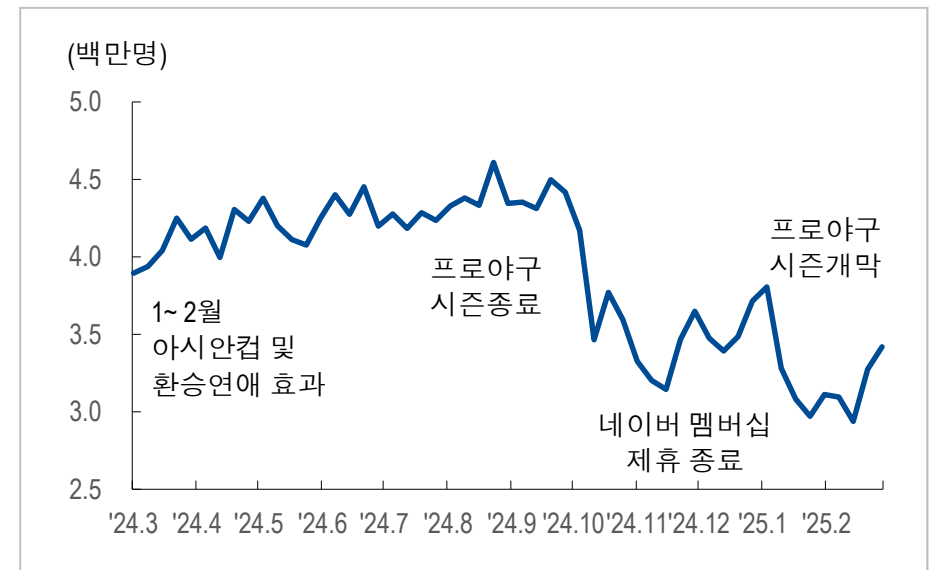
- 2025년 티빙(OTT), 피프스시즌(미국 제작사), 음악 레이블 중심의 실적 개선세가 기대되는 사업자
- 티빙: 네이버 제휴 종료 및 인기 오리지널(원경) 방영 종료 이후 WAU(주간 활성 이용자)는 297만명대까지 감소했으나, 프로야구 개막(3/22) 직후 WAU는 342만명대를 회복한 상황. 향후 프로야구 방영 지속됨에 따른 이용자 수 추가 성장 기대. 또한 계정 공유 제한 도입(4/2) 역시 중장기적 가입자 수 성장 동력으로 작용할 전망. 넷플릭스의 경우 동일 정책을 통해 15~ 20%의 추가 가입자를 확보한 바 있음
- 음악: 일본 라포네의 성공 레퍼런스를 바탕으로, 중화권 현지 IP를 확보하려는 움직임 감지. 하반기 방영 예정인 보이즈2플래닛을 통해 중화권 보이그룹을 론칭할 계획. 오디션 프로그램 출신인 만큼, 팬덤 확보 빠를 것. 이에 데뷔 직후 즉각적인 중국 공연도 가능할 전망

### 실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	5,231	5,053	5,414	5,596
영업이익	105	189	257	304
영업이익률 (%)	2.0	3.7	4.8	5.4
EBITDA	1,706	1,696	1,373	1,076
순이익	-581	19	46	58
지배지분 순이익	-503	18	44	56
EPS (원)	-22,955	803	2,021	2,576
PER (배)	N/A	72.8	28.9	22.7
PBR (배)	0.4	0.5	0.4	0.4
ROE (%)	-16.7	0.6	1.6	2.0
Net Debt(-Cash)	1,637	897	698	564
현재가(4/7, 원)	58,500	외국인지분율		15.7%
시가총액(십억원)	1,282.9	배당수익률('25E)		0.00%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

### 티빙 WAU 추이



자료: CJ ENM, NH투자증권 리서치본부

## [엔터/미디어] 주요기업 1분기 실적 Preview (IFRS 연결)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E				
					예상치	y-y	q-q	컨센서스	
<b>하이브</b>									
매출액	360.9	640.5	527.8	726.4	532.9	47.7	-26.6	540.3	
영업이익	14.4	50.9	54.2	64.6	45.5	216.1	-29.6	53.1	
영업이익률(%)	4.0	7.9	10.3	8.9	8.5	-	-	9.8	
지배지분순이익	17.2	14.6	6.4	-28.8	39.0	126.2	흑전	40.2	
<b>와이지엔터테인먼트</b>									
매출액	87.3	90.0	83.5	104.1	110.2	26.2	5.9	102.6	
영업이익	-7.0	-11.0	-3.6	1.0	6.4	흑전	542.5	3.7	
영업이익률(%)	-6.2	-12.2	-4.3	1.0	5.8	-	-	3.6	
지배지분순이익	0.4	-1.9	-0.2	20.3	4.1	1,059	-79.9	6.4	
<b>에스엠</b>									
매출액	220.1	253.9	242.2	273.6	212.8	-3.3	-22.2	232.4	
영업이익	15.5	24.7	13.3	33.7	14.0	-9.8	-58.4	19.4	
영업이익률(%)	7.1	9.7	5.5	12.3	6.6	-	-	8.3	
지배지분순이익	12.1	7.3	6.3	-7.3	18.9	57.2	흑전	12.3	
<b>JYP Ent.</b>									
매출액	136.5	95.7	170.5	199.1	121.2	-11.2	-39.1	124.6	
영업이익	33.6	9.3	48.4	36.9	20.2	-39.9	-45.3	22.9	
영업이익률(%)	24.6	9.8	28.4	18.5	16.7	-	-	18.4	
지배지분순이익	31.7	1.4	38.7	25.9	16.2	-48.8	-37.4	24.4	
<b>디어유</b>									
매출액	20.3	19.1	17.7	17.8	18.0	-13.3	-1.1	18.8	
영업이익	7.2	-12.0	6.3	4.9	6.2	-18.1	20.4	6.1	
영업이익률(%)	24.6	-63.0	35.8	27.4	34.3	-	-	32.6	
지배지분순이익	8.9	6.9	3.1	5.5	7.1	-22.5	25.5	7.1	

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

## [엔터/미디어] 주요기업 1분기 실적 Preview (IFRS 연결)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E			
					예상치	y-y	q-q	컨센서스
<b>강원랜드</b>								
매출액	368.4	338	375.9	344.6	368.6	0.1	7.0	372.6
영업이익	75.8	73.9	93.3	40.2	75	-1.1	86.6	77.1
영업이익률(%)	20.6	21.9	24.8	11.7	20.4	-	-	20.7
지배지분순이익	92.8	161	90.9	110.7	72.8	-21.6	-34.2	89.2
<b>파라다이스</b>								
매출액	264.8	273.3	268.2	265.8	275.8	4.1	3.7	278.9
영업이익	48.4	32	36.2	19.5	37.6	-22.4	93	42.3
영업이익률(%)	18.3	11.7	13.5	7.3	13.6	-	-	15.2
지배지분순이익	25.9	14.5	9.8	21.4	18.2	-30	-15	22.6
<b>GKL</b>								
매출액	97.9	98.8	93.8	105.9	102.6	4.7	-3.1	105.3
영업이익	13.9	13.2	5.8	7.6	15.2	10	178.6	16.6
영업이익률(%)	14.1	13.4	6.2	7.1	14.9	-	-	15.8
지배지분순이익	10.2	11.3	6	7.9	12.3	20.9	124.6	12.7

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

## [엔터/미디어] 주요기업 1분기 실적 Preview (IFRS 연결)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E				
					예상치	y-y	q-q	컨센서스	
<b>CJ ENM</b>									
매출액	1,154.1	1,164.7	1,124.6	1,787.9	1,059.2	-8.2	-40.8	1,218.9	
영업이익	12.3	35.3	15.8	41.0	27.4	122.2	-33.1	29.5	
영업이익률(%)	1.1	3.0	1.4	2.3	2.6	-	-	2.4	
지배지분순이익	-15.1	20.9	-482.8	-26.4	2.9	흑전	흑전	5.5	
<b>콘텐츠리중앙</b>									
매출액	220.9	226.8	228.2	203.5	220.9	0.0	8.3	187.0	
영업이익	-10.0	-6.5	-12.8	-18.0	-28.1	적지	적지	-14.1	
영업이익률(%)	-4.5	-2.9	-5.6	-8.8	-12.7	-	-	-7.5	
지배지분순이익	-21.4	-18.9	-22.5	-3.6	-21.6	적지	적지	-18.4	
<b>스튜디오드래곤</b>									
매출액	192.1	137.1	90.3	130.6	134.9	-29.8	3.3	140.5	
영업이익	21.5	10.5	-0.9	5.4	7.2	-66.6	34.5	12.5	
영업이익률(%)	11.2	7.6	-1.0	4.1	5.3	-	-	8.9	
지배지분순이익	20.2	8.2	-6.1	11.3	8.2	-59.4	-27.2	11.0	

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

## [엔터/미디어] 주요기업 1분기 실적 Preview (IFRS 연결)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E				
					예상치	y-y	q-q	컨센서스	
<b>이노션</b>									
매출액	487.5	522.1	512.0	599.0	469.9	-3.6	-21.5	502.5	
영업이익	30.5	36.7	45.9	42.7	22.7	-25.4	-46.7	29.4	
영업이익률(%)	6.3	7.0	9.0	7.1	4.8	-	-	5.9	
지배지분순이익	26.1	22.9	27.3	23.9	12.4	-52.4	-48.0	19.8	
<b>제일기획</b>									
매출액	1,018.0	1,089.4	1,072.5	1,164.2	1,040.2	2.2	-10.7	969.6	
영업이익	54.5	88.2	95.6	82.4	57.3	5.0	-30.5	58.3	
영업이익률(%)	5.4	8.1	8.9	7.1	5.5	-	-	6.0	
지배지분순이익	42.7	64.7	61.5	38.6	36.6	-14.3	-5.0	40.4	
<b>에코마케팅</b>									
매출액	62.3	98.1	100.4	94.5	63.5	2.0	-32.8	63.8	
영업이익	5.1	15.7	15.4	10.7	3.2	-36.8	-70.2	4.8	
영업이익률(%)	8.1	16.1	15.3	11.4	5.0	-	-	7.5	
지배지분순이익	4.1	13.2	9.0	4.6	3.6	-12.5	-21.4	3.4	
<b>나스미디어</b>									
매출액	32.1	35.9	35.5	39.1	33.7	5.0	-13.9	34.3	
영업이익	2.2	6.6	6.4	4.7	2.9	31.1	-38.5	3.0	
영업이익률(%)	6.9	18.4	18.1	12.0	8.6	-	-	8.7	
지배지분순이익	3.0	6.4	5.7	-21.6	2.2	-27.5	흑전	3.2	

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망



'25년 1분기  
Preview

한 권으로 읽는 프리뷰 (하)

## VII. 제약/바이오: 예정된 불확실성은 오히려 기회

Analyst: 한승연, CFA  
Tel 02)768-7802 | e-mail seungyeon.han@nhqv.com



## [제약/바이오] 의약품 품목 관세 우려, 다만 국내 기업 영향은 제한적

- 4월 2일 미국 상호관세 부과 대상에서 의약품 품목 제외된 점은 긍정적이거나, 향후 1~2달 내에 의약품 품목 관세 부과 리스크 존재. 다만, 현지 제약사들은 생산 및 원재료 소싱을 해외에 의존하고 있음. 이에 점진적인 관세율 상향 도입을 목표로 로비 중인 바 상황 지켜볼 필요
- 보수적으로 의약품에 단번에 높은 관세율을 부과한다 하더라도, 국내 제약바이오 기업에 실질적으로 영향은 제한적. 국내 제약사 중 미국 매출 비중이 유의미한 삼성바이오로직스, 셀트리온(각 30% 미만), SK바이오팜(약 80%)을 제외하면 관세 측면 실적 영향 無
- CDMO(위탁개발생산) 사업 위주인 삼성바이오로직스는 상대적으로 영향 더 제한적. DS(의약품 원재료) 비용은 실제 약가의 약 10% 수준에 불과. 셀트리온은 미국법인에 이미 단기 재고자산 쌓아 두었으며, 미국 공장 설립도 검토 중. SK바이오팜은 내부 이전가격 조정 통해 대응 가능
- 의약품 품목 관세 우려 탓에 전체 시장과 함께 섹터 조정세 강하나, 펀더멘털상 국내 제약바이오 산업에 미치는 영향은 다소 제한적. 예정된 불확실성은 오히려 중장기 기회 요인이 될 수 있다는 판단
- 2025년 1분기 실적이 양호할 것으로 기대되는 종목: 삼성바이오로직스, HK이노엔
- Top-picks: 삼성바이오로직스, 한미약품

### Top-picks

기업명	코드	투자 의견	목표주가 (원)	현재가 (원)	PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)	
					2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
삼성바이오로직스	207940.KS	Buy	1,300,000	1,008,000	53.5	44.2	5.9	5.2	29.8	22.5
한미약품	128940.KS	Buy	360,000	215,000	16.4	14.4	2.3	2.0	9.0	7.9

주: 4월 7일 종가 기준, PER, PBR은 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

## 삼성바이오로직스 (207940.KS) – 결국은 대장주가 이끌어가는 시기

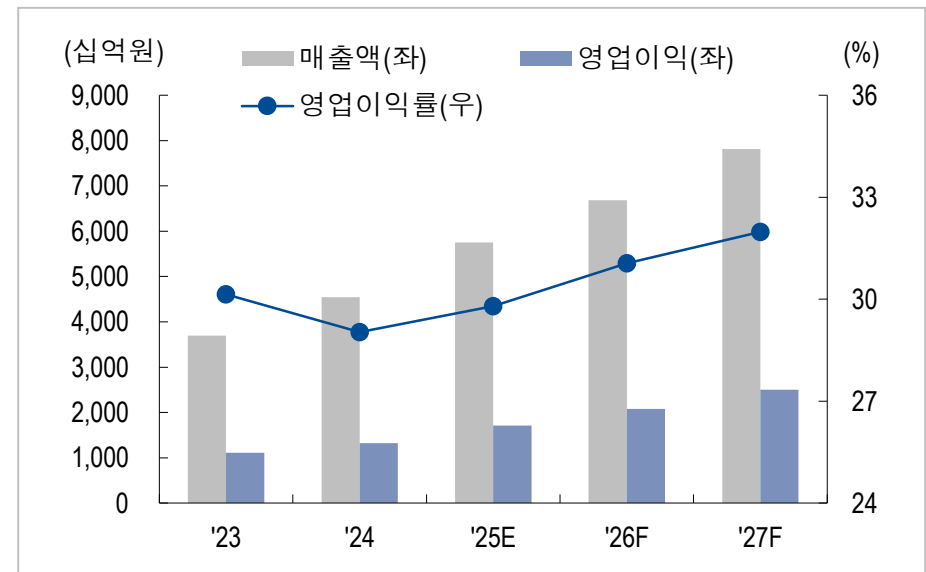
- 1분기 연결 매출 1조2,015억원(+27% y-y) 및 영업이익 3,960억원(영업이익률 33%)로 컨센서스 상회 예상. 이는 고환율과 영업이익단 연결조정/PPA 안분 가정에 근거
- 주가는 2월 초 고점 형성 이후 조정되며 단기 바닥권 형성 중. 다만 1분기 호실적과 글로벌 경쟁력 및 상반기 모멘텀 고려 시 주가 반등 기대
- 글로벌 경쟁력: 동사 올해 성장률 +26%로 추정, 글로벌 CDMO 중 1등(매출 성장률 가이던스 론자 20%, 우시바이오 백신 제외 17~20%)
- 투자 모멘텀: 이르면 2분기 6공장(NPV 10조원 추산) 착공 발표 기대, 핵심 조건은 5공장 추가 수주

### 실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	4,547	5,752	6,685	7,816
영업이익	1,320	1,714	2,076	2,500
영업이익률 (%)	29.0	29.8	31.1	32.0
EBITDA	1,919	2,378	3,104	3,730
순이익	1,083	1,340	1,625	1,959
지배지분 순이익	1,083	1,340	1,625	1,959
EPS (원)	15,221	18,831	22,827	27,526
PER (배)	62.3	53.5	44.2	36.6
PBR (배)	6.2	5.9	5.2	4.5
ROE (%)	10.4	11.6	12.4	13.2
Net Debt(-Cash)	8	-812	-2,003	-3,739
현재가(4/7, 원)	1,008,000	외국인지분율		13.5%
시가총액(십억원)	71,743.4	배당수익률('25E)		0.00%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

### 삼성바이오로직스 '23~'27년 연간 실적 추이



자료: 삼성바이오로직스, NH투자증권 리서치본부

## 한미약품 (128940.KS) – 북경한미 턴어라운드 예상

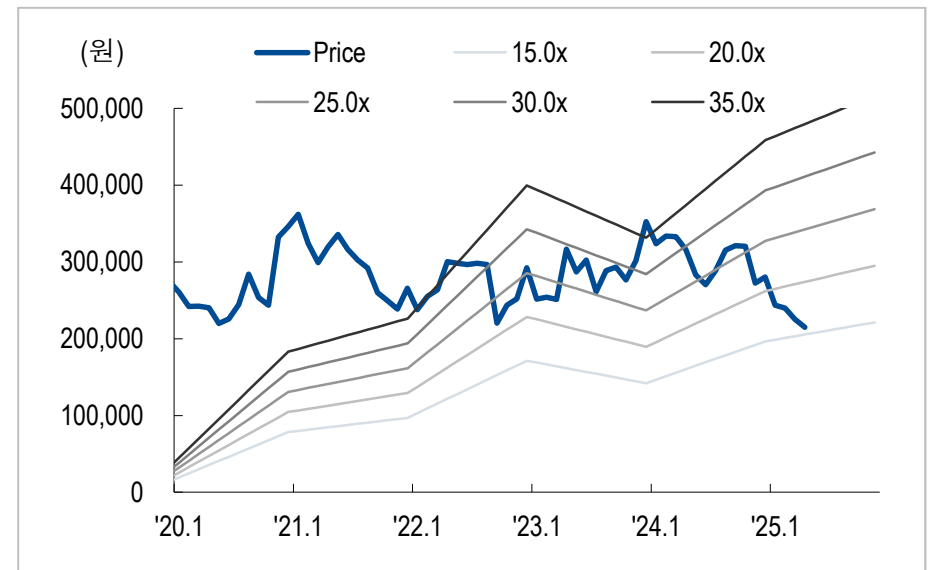
- 1분기 연결 매출 3,890억원(-4% y-y) 및 영업이익 577억원(-25% y-y)으로 컨센서스 부합 예상
- 북경한미: 1분기 매출 977억원(+30% q-q) 및 영업이익 101억원(영업이익률 10%, +4.7%p q-q) 예상. **경영권 분쟁 여파로 실적 훼손되었던 북경한미의 턴어라운드** 기대. 점진적인 기업가치 반등 트리거로 해석
- 한미약품 별도: 파트너사의 요청으로 **임상 3상 시료약 평택 플랜트에서 선제 생산** 시작하며 실적 반영 전망. 올해 신약 모멘텀 기대감 여전
- 한편, 6월 ADA 학회에서의 LA-TRIA(1상) 및 LA-UCN2 데이터 발표 계획도 여전히 유효

### 실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	1,496	1,667	1,823	2,012
영업이익	216	245	272	298
영업이익률 (%)	14.5	14.7	14.9	14.8
EBITDA	314	345	375	412
순이익	140	177	200	228
지배지분 순이익	121	168	191	218
EPS (원)	9,470	13,101	14,902	17,031
PER (배)	29.6	16.4	14.4	12.6
PBR (배)	3.3	2.3	2.0	1.8
ROE (%)	11.9	14.6	14.7	14.9
Net Debt(-Cash)	295	167	14	-177
현재가(4/7, 원)	215,000	외국인지분율		14.1%
시가총액(십억원)	2,754.4	배당수익률('25E)		0.58%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

### 한미약품 12개월 선행 PER 밴드



자료: 한미약품, NH투자증권 리서치본부

## [제약/바이오] 주요기업 1분기 실적 Preview (IFRS 연결)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E				
					예상치	y-y	q-q	컨센서스	
<b>삼성바이오로직스</b>									
매출액	946.9	1,156.9	1,187.1	1,256.4	1,201.5	26.9	-4.4	1,212.8	
영업이익	221.3	434.5	338.6	325.7	396.2	79.1	21.7	358.6	
영업이익률(%)	23.4	37.6	28.5	25.9	33.0	-	-	29.6	
지배지분순이익	179.4	318.0	264.5	321.5	312.8	74.4	-2.7	310.8	
<b>한미약품</b>									
매출액	403.7	378.1	362.1	351.6	389.0	-3.6	10.6	401.3	
영업이익	76.6	58.1	51.0	30.5	57.7	-24.7	89.5	60.7	
영업이익률(%)	19.0	15.4	14.1	8.7	14.8	-	-	15.1	
지배지분순이익	55.0	40.3	31.0	-5.0	38.2	-30.5	흑전	38.4	
<b>셀트리온</b>									
매출액	737.0	874.7	881.9	1,063.6	1,009.1	36.9	-5.1	994.5	
영업이익	15.4	72.5	207.7	196.4	227.1	1,370.8	15.6	249.7	
영업이익률(%)	2.1	8.3	23.5	18.5	22.5	-	-	25.1	
지배지분순이익	22.4	78.0	85.6	236.6	188.1	738.5	-18.1	205.2	
<b>유한양행</b>									
매출액	444.6	528.3	598.8	496.1	504.9	13.6	1.8	519.6	
영업이익	0.6	18.5	47.6	-19.0	25.1	4,245.3	흑전	28.0	
영업이익률(%)	0.1	3.5	7.9	-3.8	5.0	-	-	5.4	
지배지분순이익	12.7	32.1	37.4	-32.7	34.7	172.7	흑전	39.0	

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

## [제약/바이오] 주요기업 1분기 실적 Preview (IFRS 별도)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E				
					예상치	y-y	q-q	컨센서스	
<b>종근당</b>									
매출액	353.4	385.0	408.5	412.4	408.7	15.6	-0.9		401.7
영업이익	26.8	28.4	25.2	7.8	19.9	-25.6	156.4		19.0
영업이익률(%)	7.6	7.4	6.2	1.9	4.9	-	-		4.7
지배지분순이익	25.1	53.2	21.5	7.9	16.7	-33.5	111.9		17.5
<b>HK이노엔</b>									
매출액	212.6	219.3	229.5	235.8	229.0	7.7	-2.9		231.1
영업이익	17.3	24.3	22.2	24.4	22.2	28.6	-9.0		21.1
영업이익률(%)	8.1	11.1	9.7	10.3	9.7	-	-		9.1
지배지분순이익	10.5	17.4	14.5	19.2	14.2	35.4	-26.0		15.1

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

'25년 1분기  
Preview

한 권으로 읽는 프리뷰 (하)

## VIII. 은행: 갖고 있으면 편안해지는 자산

Analyst: 정준섭  
Tel 02)768-7835 | e-mail junsup@nhqv.com



## [은행] 비교적 무난한 1분기 실적. CET1 비율은 소폭 개선

- 은행/금융지주 6사(KB, 신한, 하나, 우리, 기업, 카카오뱅크) 1분기 합산 지배순이익은 5.8조원(+12.5% y-y), 시장 컨센서스(5.7조원) 부합
- NIM(순이자마진): 시중은행은 조달비용 개선 효과로 전분기와 유사(-1~+2bp q-q)한 NIM 예상. 다만 카카오뱅크는 수신 규모 확대 영향으로 NIM 하락(-5bp q-q)
- 대출성장: 높지 않을 전망(시중은행 -0.4~+1.1% q-q). ① 가계대출은 정부의 부채 관리 강화 기조 유지, ② SME(중소기업, 자영업자) 대출 수요 크지 않음, ③ 자본비율 개선을 위한 시중 금융지주의 RWA(위험가중자산) 관리 강화
- 대손충당금 전입액: 6사 합산 2.3조원(+22.9% y-y, -12.4% q-q), Credit Cost(대손비용률) 전년 동기대비 2~13bp 상승. ① 경기 둔화에 따른 연체율 상승, ② 훔플러스 등 일부 여신에서 부실 발생. 다만 PD, LGD 조정과 같은 추가 충당금 적립은 거의 없을 예정
- 자본비율: 시중 금융지주 CET1 비율 전분기보다 0~15bp가량 상승 예상. ① 낮은 대출성장과 적극적인 RWA 관리, ② 큰 변동 없는 1분기 원/달러 환율. 1분기 실적발표에서 신규 자사주 매입/소각 발표는 없을 전망
- Top Picks: 신한지주, 하나금융지주

### Top-picks

기업명	코드	투자의견	목표주가 (원)	현재가 (원)	PER (배)		PBR (배)		ROE (배)	
					2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
신한지주	055550.KS	Buy	73,000	45,050	4.5	4.1	0.4	0.4	9.2	9.1
하나금융지주	086790.KS	Buy	86,000	55,300	4.0	3.8	0.4	0.3	9.6	9.2

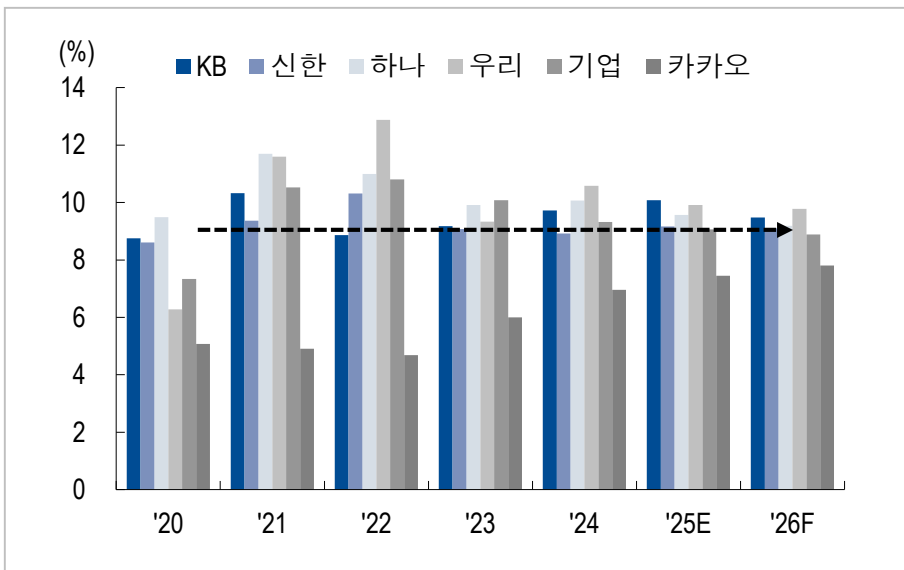
주: 4월 7일 종가 기준, PER, PBR, ROE는 연결 기준  
 자료: NH투자은행 리서치본부 전망



## [은행] 대외 이슈로 인한 주가 하락은 투자 기회

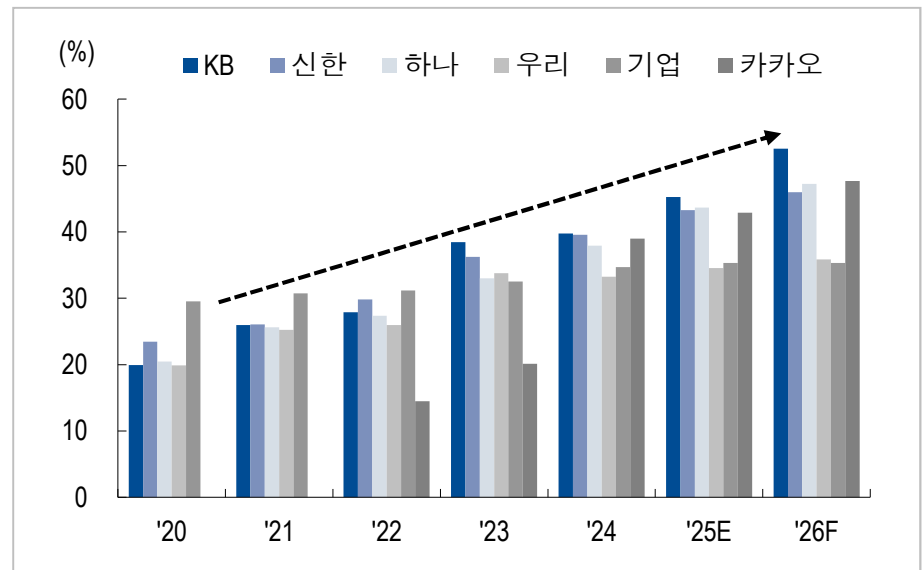
- 최근 은행주 주가 하락은 대외 이슈 영향. 금융지주의 중장기 ROE 및 주주환원에 미칠 영향은 매우 제한적
- PBR 0.45배, ROE 9%, 주주환원율 45%인 은행주에 10년간 투자할 경우 수익률(TSR, 총주주수익률=주가수익률+배당수익률)은? 10년간 PBR이 현 수준을 유지하면 TSR 연평균 12.4%, 10년간 매년 주가가 10%씩 하락해도 TSR은 연평균 6.5% 전망
- '25년 4월 7일 종가 기준 PBR KB 0.46배, 신한 0.39배, 하나 0.37배, 우리 0.35배, 기업 0.35배, 카카오뱅크 1.45배
- 근본적인 수익성(ROE)과 주주환원 강화 기조가 꺾이지 않는다면, 단기 주가 변동은 큰 의미 없음. 오히려 주가 하락은 높은 TSR을 기대할 수 있는 좋은 투자 기회

금융지주/은행 6사 ROE 추이 및 전망



주: ROE 산출 시 자기자본에서 신종자본증권 제외  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

금융지주/은행 6사 주주환원율 추이 및 전망



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

## 신한지주 (055550.KS) – 꾸준한 주주환원, 높은 예측 가능성

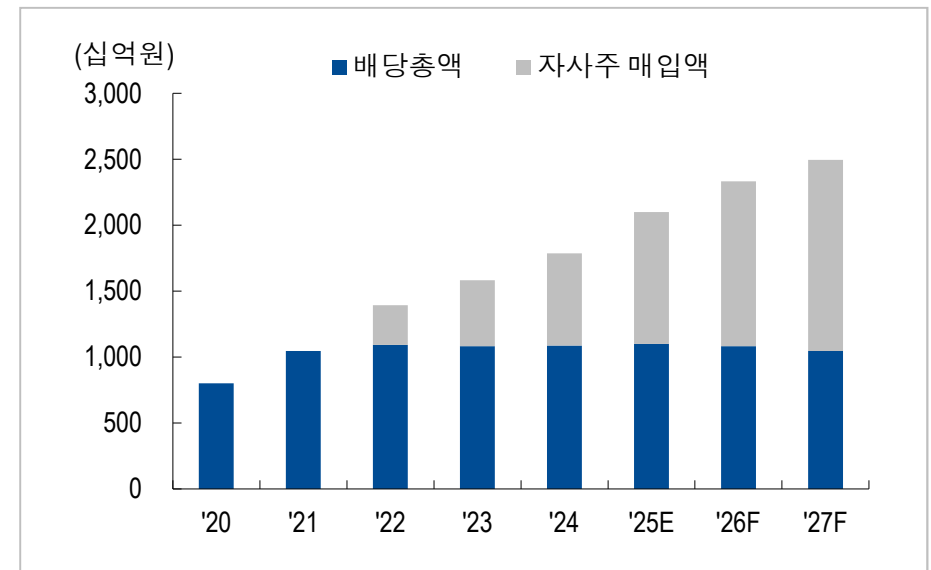
- 1분기 지배순이익 1조4,400억원(+9.0% y-y) 예상. 조달비용 하락으로 NIM(순이자마진)은 전분기보다 2bp 개선 예상하며, 대출성장은 +0.8% q-q. 대손충당금에서 홉플러스 관련 비용 약 300억원 반영 예정. CET1 비율은 13.1~13.2% 전망
- 신한지주의 가장 큰 투자 포인트는 안정적이고 예측 가능성 높은 주주환원. 사측은 '25년 주주환원 목표 2.1조원(배당 1.1조원, 자사주 1조원)을 제시하였으며, 실적과 자본비율이 예상 수준을 크게 벗어나지 않는다면 이 정도 목표는 달성에 큰 어려움 없을 전망. 주주환원율은 '25년 43%에서 '27년 50%까지 단계적으로 상승 예정
- 사측은 '24~27년 자사주 매입/소각을 통해 발행 주식수를 약 10% 감축할 계획. 현 주가 수준이라면, 목표 조기 달성도 가능

### 실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
순이자이익	11,402	11,735	11,728	11,963
비이자이익	3,258	3,601	3,818	4,030
CIR	41.7	42.2	41.7	41.8
Credit Cost	0.5	0.5	0.5	0.5
지배순이익	4,518	4,850	5,076	5,215
증감률	3.4	7.4	4.7	2.7
EPS (원)	8,956	9,935	10,932	11,970
PER (배)	5.3	4.5	4.1	3.7
PBR (배)	0.5	0.4	0.4	0.3
ROA (%)	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE (%)	8.9	9.2	9.1	8.9
DPS (원)	2,160	2,280	2,360	2,440
배당성향 (%)	24.1	22.7	21.4	20.2

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자은행 리서치본부 전망

### 신한지주 주주환원 규모 추이 및 전망



자료: NH투자은행 리서치본부 전망

## 하나금융지주 (086790.KS) – 돋보이는 자본비율 관리 능력

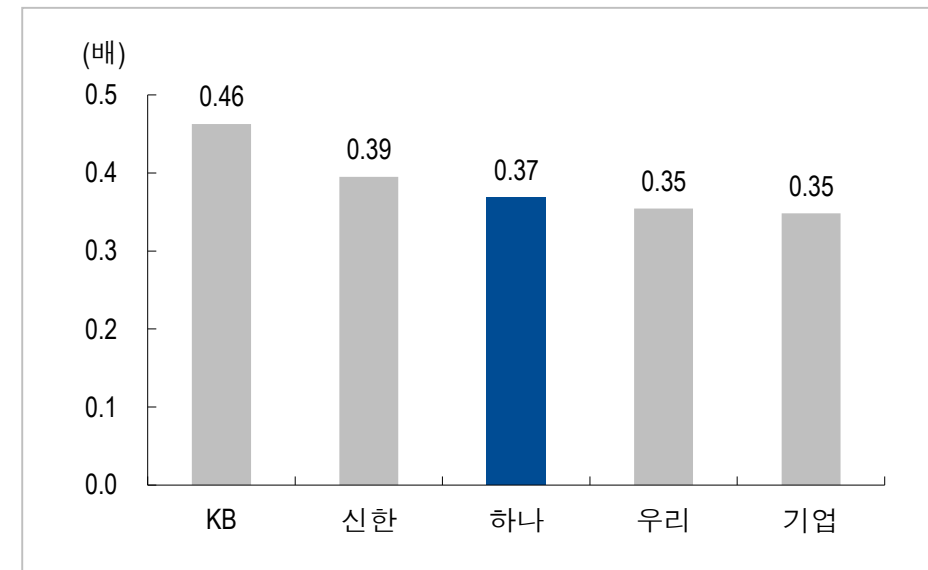
- 1분기 지배순이익 1조246억원(-0.9% y-y) 예상. NIM(순이자마진)은 전분기 대비 1bp 하락 예상하며, 대출성장은 기업대출 중심으로 +0.8% q-q. CET1 비율은 전분기와 유사한 13.1% 수준 전망
- 하나금융지주에 대한 우려 중 하나는 환율 변동의 자본비율 민감도가 높다는 점이나, 사측은 적극적인 RWA 관리를 통해 이를 극복하고 있음. 지난 '24년 4분기 원/달러 환율 급등 환경에서 보여준 CET1 비율 유지가 대표적인 사례
- 주주환원율은 '24년 38% → '25년 44% → '26년 47% → '27년 50%으로 단계적 상향 전망
- '25E BPS(주당순자산가치) 기준 PBR(주가순자산비율) 0.37배. 자사주 매입/소각의 BPS 개선 효과 매우 높은 상황

### 실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
순이자이익	8,761	9,172	9,193	9,216
비이자이익	1,926	2,379	2,429	2,590
CIR	42.4	42.1	41.9	42.5
Credit Cost	0.3	0.4	0.3	0.3
지배순이익	3,739	3,780	3,809	3,847
증감률	9.3	1.1	0.8	1.0
EPS (원)	13,134	13,706	14,462	15,483
PER (배)	4.3	4.0	3.8	3.5
PBR (배)	0.4	0.4	0.3	0.3
ROA (%)	0.6	0.6	0.6	0.5
ROE (%)	10.1	9.6	9.2	8.9
DPS (원)	3,600	3,660	3,828	4,063
배당성향 (%)	27.2	26.5	26.2	26.0

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자은행 리서치본부 전망

### 은행/금융지주 5사 PBR



자료: NH투자은행 리서치본부

## [은행] 주요기업 1분기 실적 Preview (IFRS 연결)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E			
					예상치	y-y	q-q	컨센서스
<b>KB금융</b>								
순이자이익	3,151.5	3,206.2	3,165.0	3,304.0	3,380.7	7.3	2.3	-
영업이익	2,355.4	2,302.3	2,357.5	1,030.1	2,308.5	-2.0	124.1	2,192.9
세전이익	1,407.4	2,369.3	2,284.1	924.5	2,188.5	55.5	136.7	2,156.5
지배지분순이익	1,049.1	1,732.2	1,614.0	682.9	1,629.5	55.3	138.6	1,593.3
<b>신한지주</b>								
순이자이익	2,815.9	2,821.8	2,855.0	2,909.6	2,935.6	4.3	0.9	-
영업이익	2,068.2	1,852.5	1,869.9	759.3	2,002.5	-3.2	163.7	2,005.2
세전이익	1,790.5	1,871.4	1,765.4	696.5	1,982.5	10.7	184.7	1,983.2
지배지분순이익	1,321.5	1,425.5	1,297.1	473.4	1,440.0	9.0	204.2	1,438.9
<b>하나금융지주</b>								
순이자이익	2,220.6	2,161.0	2,195.8	2,183.6	2,293.1	3.3	5.0	-
영업이익	1,563.1	1,359.1	1,331.4	601.6	1,399.7	-10.5	132.7	1,376.3
세전이익	1,400.7	1,445.1	1,487.6	718.8	1,394.7	-0.4	94.0	1,389.1
지배지분순이익	1,034.0	1,034.7	1,156.6	513.5	1,024.6	-0.9	99.5	1,029.9

자료: FnGuide, NH투자은행 리서치본부 전망

## [은행] 주요기업 1분기 실적 Preview (IFRS 연결)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E			
					예상치	y-y	q-q	컨센서스
<b>우리금융지주</b>								
순이자이익	2,198.2	2,196.9	2,219.5	2,271.7	2,257.7	2.7	-0.6	-
영업이익	1,150.7	1,253.3	1,177.0	674.2	1,046.4	-9.1	55.2	1,032.3
세전이익	1,144.0	1,246.9	1,200.7	631.3	1,066.4	-6.8	68.9	1,037.4
지배지분순이익	824.0	931.5	904.4	426.1	767.7	-6.8	80.2	744.6
<b>기업은행</b>								
순이자이익	1,977.6	1,975.3	1,956.6	1,982.4	2,018.9	2.1	1.8	-
영업이익	1,029.7	827.6	1,126.1	636.7	1,025.9	-0.4	61.1	991.9
세전이익	1,027.2	824.7	1,084.8	656.9	1,035.9	0.8	57.7	990.4
지배지분순이익	780.8	608.2	801.4	473.7	764.1	-2.1	61.3	733.9
<b>카카오뱅크</b>								
순이자이익	294.6	306.4	320.6	319.1	331.2	12.4	3.8	-
영업이익	148.4	169.8	173.7	115.0	177.6	19.7	54.5	171.4
세전이익	147.9	160.0	169.0	112.0	177.6	20.1	58.7	172.2
지배지분순이익	111.2	120.2	124.2	84.5	133.2	19.8	57.8	128.3

자료: FnGuide, NH투자은행 리서치본부 전망

**This page intentionally left blank**

'25년 1분기  
Preview

한 권으로 읽는 프리뷰 (하)

## IX. 보험: 업황은 어렵지만 제도는 개선 흐름

Tel 02)768-7835 | e-mail [junsup@nhqv.com](mailto:junsup@nhqv.com)



## [보험] 업황 부진 vs 제도적 개선

- '25년 1분기 손해보험 3사(삼성, DB, 현대) 합산 순이익 1.2조원(-31% y-y)으로 컨센서스 하회, 생명보험 2사(삼성, 한화) 합산 순이익 8,576억원(+7.5% y-y)으로 컨센서스 부합 전망
- [손해보험] ① 장기보험 예실차 부진. 독감 등 호흡기 환자 증가, (삼성화재) 경상도 지역 산불에 따른 재물보험 약 100억원, ② 일반보험 부진. 특히 DB손보 LA 산불 영향 약 600억원, ③ 자동차보험 부진, ④ 신계약은 4월 보험료 인상 앞두고 일부 손해보험사 절판 발생
- [생명보험] ① 예실차 일부 부진. 전년 말 유배당연금 가정 업데이트에 따라 손실계약비용 발생, ② 투자손익 무난, ③ 신계약은 사망담보 판매 감소에 따라 전반적으로 부진
- 1분기 보험부채 할인율 규제 추가 시행으로 K-ICS비율 하락 요인 발생. 보완자본 미발행 보험사는 K-ICS비율 5~10%p 하락 전망
- 현재 보험업 업황은 부진하나 이보다는 제도적 개선에 관심. ① K-ICS 제도 개선, ② 비급여 및 실손 대책의 시행 여부. ①은 보험주 주주환원 확대 혹은 배당 재개로, ②는 보험사 펀더멘털 개선으로 이어질 수 있음
- Top-picks: DB손해보험, 삼성화재

### Top-picks

기업명	코드	투자의견	목표주가 (원)	현재가 (원)	PER (배)		PBR (배)		ROE (배)	
					2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
DB손해보험	005830.KS	Buy	133,000	82,200	3.1	2.9	0.5	0.4	17.6	16.8
삼성화재	000810.KS	Buy	447,000	344,500	7.5	7.2	0.9	0.8	12.2	11.8

주: 4월 7일 종가 기준, PER, PBR, ROE는 DB손해보험 별도, 삼성화재 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치본부 전망



## DB손해보험 (005830.KS) - 고배당, 밸류업 매력 갈수록 확대

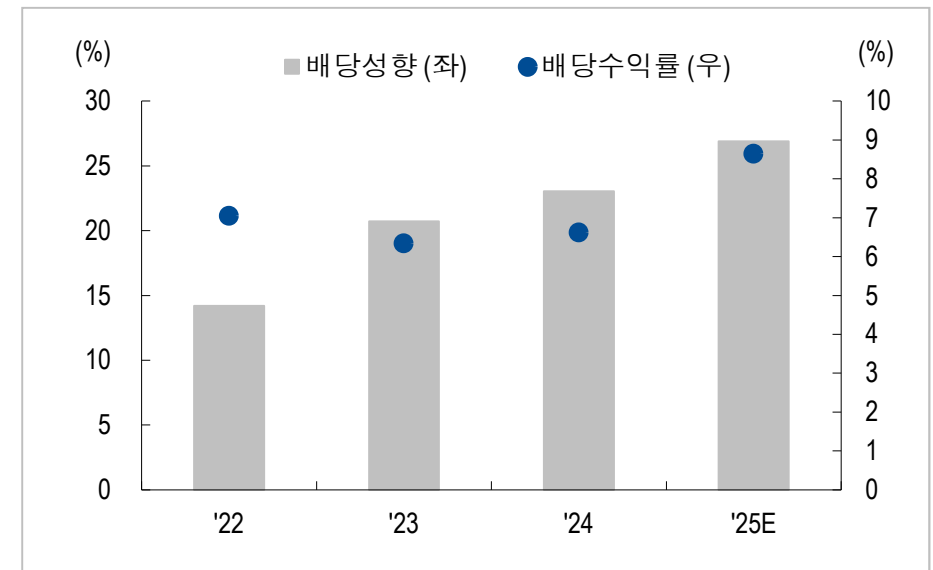
- 1분기 별도 순이익 3,895억원(보험손익 3,260억원, 투자손익 1,798억원)으로 시장 컨센서스 하회 예상. 보험손익은 LA 산불 영향에 따라 일반보험 손실(약 600억원) 발생. 장기보험은 독감 등 호흡기 질환 증가에 따른 예실차 부진 예상되며, 자동차보험도 부진
- 1분기 K-ICS 보험부채 할인율 인화 영향을 후순위채 발행으로 방어하면서, K-ICS비율은 200%대 유지 예상
- 2월 말 밸류업 공시는 별다른 내용이 없었지만, 실망하기는 이르다고 판단. ① 중장기 주주환원율 목표가 경쟁사(삼성화재 50%)보다 크게 낮기 때문, ② 지난 밸류업 발표에서 보유 자사주 처리에 대한 정책이 포함되지 않은 만큼, 이에 대한 방안도 추후 발표 예상
- '25년 예상 배당수익률은 8.6%(예상 DPS 7,100원)로 상승. 고배당 매력과 추가적인 밸류업 기대감은 주가 하락을 방어하는 요인

### 실적 전망 및 Valuation(IFRS별도)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
보험손익	1,619	1,462	1,614	1,729
장기	1,346	1,321	1,393	1,493
PAA	273	141	222	236
투자손익	744	599	625	677
당기순이익	1,772	1,585	1,718	1,844
증감률 (%)	-	-10.6	8.4	7.3
EPS (원)	29,516	26,394	28,746	31,160
PER (배)	3.5	3.1	2.9	2.6
PBR (배)	0.7	0.5	0.4	0.4
ROA (%)	3.5	2.9	3.0	3.1
ROE (%)	20.7	17.6	16.8	15.9
DPS (원)	6,800	7,100	7,400	7,700
배당성향 (%)	23.0	26.9	25.6	24.6

주: EPS, PER, PBR, ROE는 별도 기준  
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

### DB손해보험 배당성향 및 배당수익률 추이



자료: NH투자증권 리서치본부

## 삼성화재 (000810.KS) – 초과 자본의 적극적인 활용 기대

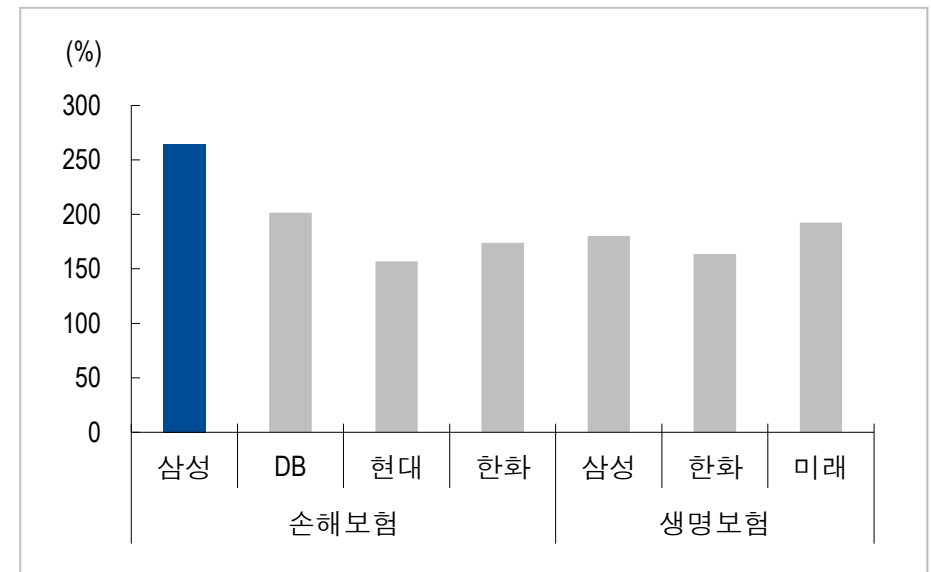
- 1분기 지배순이익 5,985억원(보험손익 4,899억원, 투자손익 3,067억원)으로 시장 컨센서스 하회 예상. 장기보험은 독감 환자 증가에 따른 예실차 부진과 경상도 산불에 따른 일부 재물, 사망 보험금 발생 예상. 자동차보험도 업황 악화에 따른 부진 예상
- 금융 당국은 K-ICS비율 권고 수준을 10~20%p가량 하향할 예정. 삼성화재가 K-ICS비율 관리 목표를 기존(220%)보다 20%p 하향한다면 초과 자본은 5.9조원으로 증가
- 초과 자본 적극적인 활용에 대한 기대감 상승. 고수익 위험자산 투자 혹은 주주환원 확대 모두 기대할 수 있으며, 현재 다소 애매한 주주환원 수익률('25년 배당수익률 6%)을 점진적으로 올릴 것으로 기대

### 실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
보험손익	1,889	1,674	1,705	1,749
장기 PAA	1,578	1,470	1,498	1,532
투자손익	271	167	170	180
당기순이익	845	945	1,023	1,067
증감률 (%)	2,074	1,967	2,048	2,114
EPS (원)	-	-5.1	4.1	3.2
PER (배)	48,780	46,273	48,183	49,741
PBR (배)	7.3	7.5	7.2	6.9
ROA (%)	1.0	0.9	0.8	0.8
ROE (%)	2.4	2.2	2.2	2.2
DPS (원)	13.1	12.2	11.8	11.4
배당성향 (%)	19,000	20,500	22,000	23,500
	39.0	44.3	45.7	47.2

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

### 주요 보험사 K-ICS비율



주: '24년 말 기준  
 자료: 각사, NH투자증권 리서치본부

## [보험] 주요기업 1분기 실적 Preview (IFRS 삼성 연결, 이외 별도)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E				
					예상치	y-y	q-q	컨센서스	
<b>DB손해보험</b>									
보험손익	562.9	534.4	361.3	160.5	326.0	-42.1	103.2	-	
투자손익	203.7	171.0	244.8	124.1	179.8	-11.7	44.9	-	
세전이익	785.5	716.2	615.1	339.9	519.3	-33.9	52.8	566.0	
당기순이익	583.4	540.7	453.9	194.3	389.5	-33.2	100.5	416.9	
<b>삼성화재</b>									
보험손익	620.1	577.5	476.7	215.0	489.9	-21.0	127.9	-	
투자손익	293.0	226.4	264.0	62.0	306.7	4.7	394.9	-	
세전이익	917.7	806.0	743.8	277.0	799.1	-12.9	188.5	877.1	
당기순이익	701.0	611.4	554.1	207.1	598.5	-14.6	189.0	643.2	
<b>현대해상</b>									
보험손익	532.9	375.9	182.0	-47.8	219.5	-58.8	흑전	-	
투자손익	108.2	95.9	109.1	38.8	91.0	-16.0	134.4	-	
세전이익	632.0	466.0	285.9	-17.5	303.3	-52.0	흑전	354.3	
당기순이익	477.3	355.7	213.4	-15.7	227.5	-52.3	흑전	269.5	
<b>삼성생명</b>									
보험손익	268.0	443.6	475.3	-645.1	336.4	25.5	흑전	-	
투자손익	478.6	463.8	319.1	701.6	509.2	6.4	-27.4	-	
세전이익	830.8	993.8	892.5	96.7	928.0	11.7	859.8	938.8	
당기순이익	622.1	746.4	673.6	64.7	685.1	10.1	959.0	641.9	
<b>한화생명</b>									
보험손익	90.8	183.7	106.8	124.9	119.1	31.2	-4.6	-	
투자손익	129.3	30.4	173.8	57.2	105.9	-18.1	85.1	-	
세전이익	219.6	211.5	290.7	183.1	227.0	3.4	24.0	233.2	
당기순이익	175.5	172.3	236.8	136.0	172.5	-1.7	26.9	185.4	

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

**This page intentionally left blank**

'25년 1분기  
Preview

한 권으로 읽는 프리뷰 (하)

## X. 증권: 증권사는 저녁에도 돈을 번다

Analyst: **윤유동**  
Tel 02)768-7563 | e-mail yd.yoon@nhqv.com



## [증권] 시장 변동성이 높으나 방어주로서의 역할 지속할 전망

- 증권업은 1) 내수에 기반한 산업으로 관세 이슈가 실적에 미치는 영향이 제한적이고, 2) 한국 정치적 불확실성 완화 이후 증시 부양에 대한 기대감이 존재하며, 3) 연간으로 밸류업 온기 시행 예정
- 1) 대체거래소 출범, 2) 공매도 재개, 3) 해외주식 열풍 지속으로 증가하는 거래대금이 증권사 브로커리지 수익에 기여할 것
- 대체거래소 넥스트레이드는 일평균 거래대금 약 2.5조원(KRX 약 15조원)이며, 개인투자자 이용이 많아 키움증권 점유율이 가장 높음
- 공매도 재개와 함께 외국인투자자의 시장 재진입에 따른 거래 활성화 및 대차수수료 수취 기대
- 해외주식 일평균 거래대금 약 6조원대로 양호하며 수수료율 출혈 경쟁보다 유저 서비스 강화로 트렌드 변경. 과거 국내주식처럼 수수료율이 크게 하락하지는 않을 것으로 예상
- 커버리지 증권사 1분기 실적은 컨센서스에 부합 혹은 소폭 상회 예상. 브로커리지 부문의 y-y, q-q 성장이 눈에 띄며, 국내외 투자자산 총당금/손실 인식도 제한적. 연간으로 유사한 흐름 예상
- Top-picks: 키움증권, 미래에셋증권

### Top-picks

기업명	코드	투자의견	목표주가 (원)	현재가 (원)	PER (배)		PBR (배)		ROE (배)	
					2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
키움증권	039490.KS	Buy	180,000	109,200	3.3	3.1	0.5	0.4	14.8	14.1
미래에셋증권	006800.KS	Buy	13,000	8,770	5.5	5.1	0.4	0.4	7.4	7.3

주: 4월 7일 종가 기준, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

## 키움증권 (039490.KS) – 해외주식, 대체거래소 점유율 1등

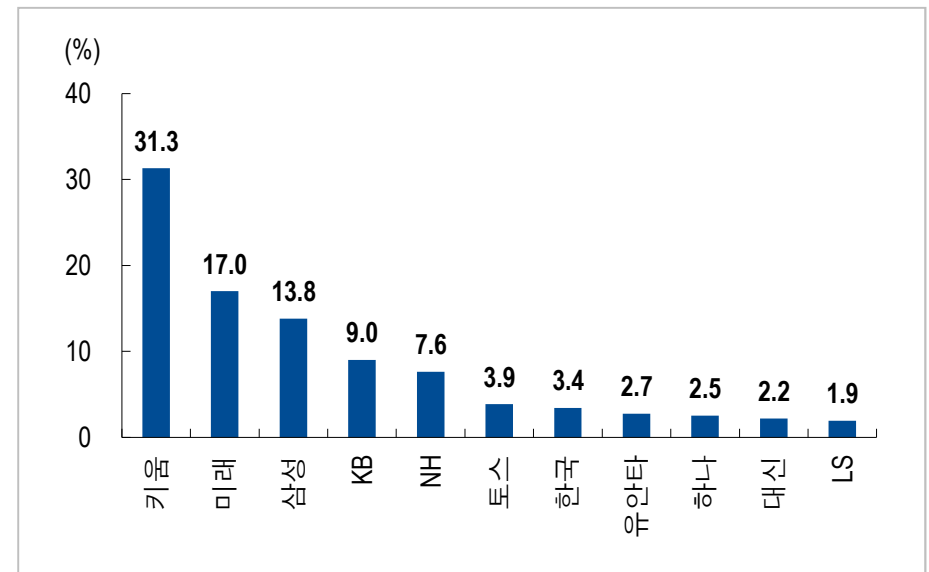
- 국내주식 M/S는 KRX 20%, NXT 31%로 모두 1위 기록하며 대체거래소에서도 브랜드 파워 확인. 해외주식 M/S는 20% 중반대로 토스증권을 역전하며 1위. 해외주식 평균수수료율은 8~9bp로 높은 수준이며 적극적인 경쟁은 지양하는 입장
- 올해 초대형 IB 인가를 통한 발행어음 사업 목표. 작년부터 PF 딜에 적극 참여 중이며 향후 IB 내 기업금융 수익 추가 확대 기대
- RCPS(상환전환우선주) 4,000억원(전환가 15만원)이 주가의 캡으로 작용하는 점이 현 시점의 리스크 요인
- 기존 밸류업 계획을 보강하는 2차 공시 완료. 연간 주주환원율 30%로 타사 대비 낮은 점 감안하면 추가적인 방안 제시해볼 만

### 실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
순영업수익	1,846	1,789	1,971	2,075
판매관리비	748	763	879	941
영업이익	1,098	1,027	1,093	1,134
세전이익	1,092	1,043	1,105	1,146
지배순이익	835	873	925	959
EPS (원)	31,008	32,816	34,766	36,071
BPS (원)	210,068	232,994	260,054	288,419
PER (배)	3.7	3.3	3.1	3.0
PBR (배)	0.6	0.5	0.4	0.4
배당성향 (%)	23.1	23.5	22.2	21.4
ROE (%)	16.0	14.8	14.1	13.2
현재가(4/7, 원)	109,200	외국인지분율		26.2%
시가총액(십억원)	2,672.9	배당수익률('25E)		7.3%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

### 넥스트레이드 증권사별 거래대금 M/S



주: 3.4~4.3 누적 기준  
 자료: 넥스트레이드, NH투자증권 리서치본부

## 미래에셋증권 (006800.KS) – 브랜드 파워가 보장하는 점유율

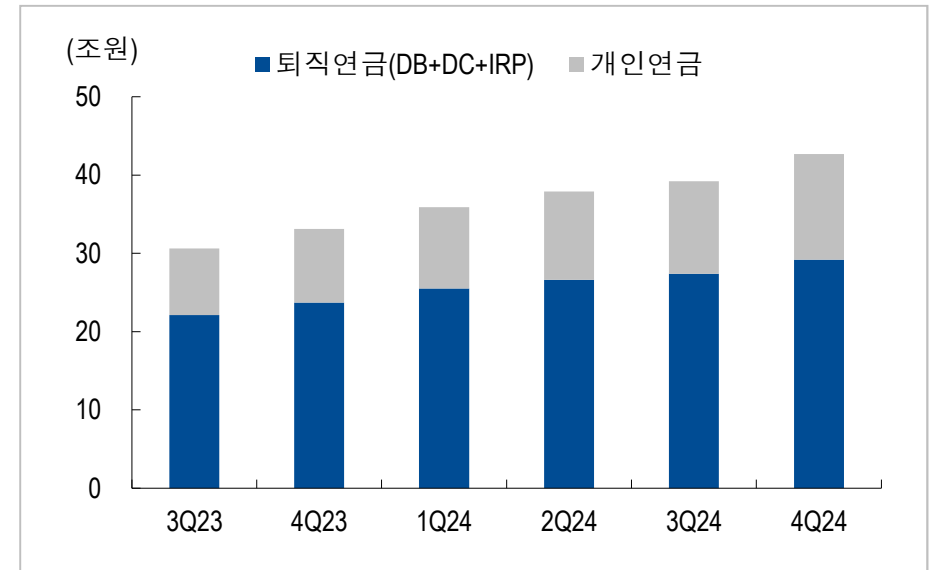
- 국내주식 M/S는 KRX 10%, NXT 17%로 모두 2위. 퇴직연금 시장에서 두각을 나타내고 있는데 이들의 거래 영향도 반영. 해외주식 M/S도 10% 중반대로 높은 수준 유지. 해외법인 점유율도 인니 6위, 베트남 8위, 인도 14위로 상위권 위치
- 해외투자부문에서 대규모 총당금을 쌓아온 만큼 올해부터는 적립 폭 줄어들 것으로 추정. 최근 우주/방위산업이 부상하는 가운데 미래에셋 그룹에서 기투자한 스페이스X, X(구 트위터)의 투자가치 상승폭이 기존 예상보다 클 것으로 전망
- IMA 영업조건에 부합하는 사업자인 만큼(별도 자기자본 9.9조원) 향후 인가를 통한 기업금융 수익 확대 기대
- 상기의 이유로 최근 주가가 빠르게 반등하였지만 중장기 실적 개선 가능성 고려하면 부담스럽지 않은 수준

### 실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
순영업수익	2,835	2,748	2,765	2,880
판매관리비	1,676	1,587	1,550	1,599
영업이익	1,159	1,161	1,215	1,281
세전이익	1,184	1,241	1,295	1,361
지배순이익	889	925	967	1,015
EPS (원)	1,493	1,603	1,722	1,861
BPS (원)	20,610	22,557	24,646	26,959
PER (배)	5.4	5.5	5.1	4.7
PBR (배)	0.4	0.4	0.4	0.3
배당성향 (%)	16.5	18.5	17.2	15.9
ROE (%)	7.7	7.4	7.3	7.2
현재가(4/7, 원)	8,770	외국인지분율		14.2%
시가총액(십억원)	5,001.7	배당수익률('25E)		3.4%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

### 미래에셋증권 연금 잔고 추이



자료: 미래에셋증권, NH투자증권 리서치본부



## [증권] 주요기업 1분기 실적 Preview (IFRS 연결)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E				
					예상치	y-y	q-q	컨센서스	
<b>키움증권</b>									
순영업수익	504.7	492.1	445.7	403.4	448.9	-11.0	11.3	476.9	
영업이익	337.7	312.3	268.0	180.2	271.6	-19.6	50.7	295.5	
세전이익	337.9	306.2	273.6	174.7	275.6	-18.4	57.8	305.2	
지배지분순이익	245.5	231.7	211.7	146.1	230.8	-6.0	58.0	222.8	
<b>미래에셋증권</b>									
순영업수익	677.5	699.3	764.4	693.4	665.3	-1.8	-4.1	697.6	
영업이익	270.5	273.3	370.8	244.4	283.9	5.0	16.1	288.1	
세전이익	232.3	276.7	356.8	318.7	303.9	30.8	-4.6	292.9	
지배지분순이익	164.7	198.7	291.2	234.9	225.3	36.8	-4.1	216.5	
<b>한국금융지주</b>									
순영업수익	705.6	651.5	729.8	548.3	792.6	12.3	44.6	-	
영업이익	381.5	299.5	363.0	155.8	454.6	19.2	191.8	387.4	
세전이익	465.4	389.7	400.8	143.0	444.6	-4.5	211.0	454.6	
지배지분순이익	340.9	280.0	312.7	106.1	331.7	-2.7	212.6	348.0	
<b>삼성증권</b>									
순영업수익	599.8	595.3	566.9	477.8	586.1	-2.3	22.7	584.8	
영업이익	331.6	339.2	324.1	210.8	316.4	-4.6	50.1	309.4	
세전이익	336.3	344.7	322.6	206.1	318.4	-5.3	54.5	314.9	
지배지분순이익	253.1	257.9	240.3	147.7	237.2	-6.3	60.6	236.2	
<b>대신증권</b>									
순영업수익	202.2	162.6	125.8	107.7	168.7	-16.5	56.6	178.5	
영업이익	73.0	36.2	3.6	-29.3	47.7	-34.7	흑전	51.5	
세전이익	75.3	68.8	0.1	44.2	57.7	-23.5	30.6	51.5	
지배지분순이익	53.5	52.0	2.8	36.5	38.4	-28.3	5.1	36.5	

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

**This page intentionally left blank**

'25년 1분기  
Preview

한 권으로 읽는 프리뷰 (하)

## XI. 건설: 분기점에 도달

Tel 02) 2229-6841 | e-mail [eunsang.lee@nhqv.com](mailto:eunsang.lee@nhqv.com)

Analyst: 이은상



## [건설] 분기점에 도달

- 올해 건설사는 외형 감소에도 이익 개선 가능. '23년 이후 분양가 인상을 통해 건설 공사비 상승에 대응해왔고, 믹스 개선이 나타나고 있기 때문. 1Q25 실적 발표에서 계절적 비수기 영향으로 의미 있는 원가율 개선 확인은 어렵지만, 공격적인 영업이익 가이드언스를 제시한 기업들의 목표 달성 여부를 가늠해볼 수 있음
- 대선 이후 추경 및 지역 투자 등 건설 부양책 강화로 건설 경기의 회복 속도는 한층 더 탄력을 받을 전망. 건설 경기 부진의 장기화로 정부의 지원 정책 의존도가 그 어느 때보다 높아 이를 타개할 대선 후보의 공격적인 공약 제시 가능성이 높음. 또한 대선 이후 한국 정책 당국은 '25년 수출 위축과 설비투자 공백을 흡수하기 위해 건설투자를 지원할 것으로 예상. 하반기 추경으로 SOC 사업에 1조원 추가 자금 투입 예상
- 원전 수출, 종전 등 대외 모멘텀이 이어질 예정. 체코 두코바니 원전, 불가리아 코즐로두이 원전의 본계약 체결이 예정되어 있음. 러우 전쟁 종전 기대감 또한 건설주에 긍정적. 종전 시 한국 건설사가 수주 가능한 재건 사업 규모는 약 38억달러(5조원)으로 추정
- 주택 경기가 회복되는 과정에서 건설업 전반의 밸류에이션 상승 예상되는 가운데, 플랜트, 원전 등 사업 포트폴리오를 다각화한 기업이 더욱 부각될 수 있다고 판단
- Top-picks: 현대건설

### Top-picks

기업명	코드	투자의견	목표주가 (원)	현재가 (원)	PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)	
					2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
현대건설	000720.KS	Buy	52,000	34,550	4.9	4.4	0.4	0.4	1.4	0.6

주: 4월 7일 종가 기준, PER, PBR은 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

## 현대건설 (000720.KS) - 저희는 전부 다 잘 해요

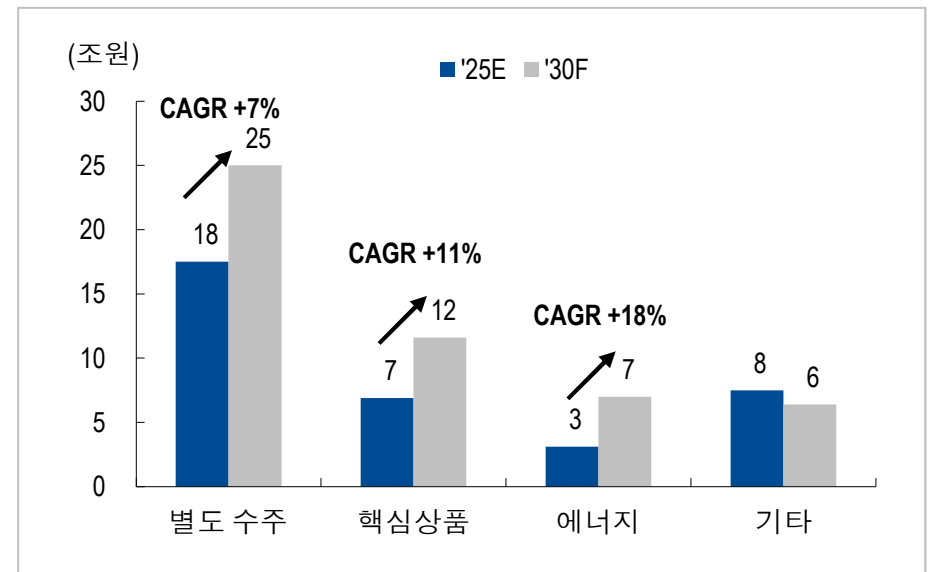
- 동사는 타사 대비 건축/주택 의존도가 낮고, 원전을 필두로 한 매출과 이익 성장이 가능. 3/28 CEO Investor Day에 따르면, '30년 별도 매출 목표 25조원 중 에너지 사업을 포함한 전략상품의 비중은 70%, 전략상품 예상 이익 기여도는 75%를 제시
- 과거와 달리 국내 주택 사업보다는 원전, 플랜트 등 사업 포트폴리오를 다각화한 사업자가 부각될 수 있음. 국내 주택 사업은 PF 사업 구조의 변화, 부동산 양극화 현상, 건설 공사비 급등으로 인해 과거 대비 외형 확장과 추가 마진 개선을 기대하기 어려운 상황
- 주택 수주 시장 역시 양보다는 질에 맞춰 재편될 것으로 예상하는 바 한남, 압구정 등 서울 주요 지역에서 동사의 디에이치 브랜드 수주 경쟁력 높은 점 또한 긍정적

### 실적 전망 및 Valuation(IFRS연결)

(십억원)	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	32,670	29,102	29,119	28,624
영업이익	-1,263	1,051	1,149	1,114
영업이익률 (%)	-3.9	3.6	3.9	3.9
EBITDA	-1,042	1,242	1,289	1,217
순이익	-766	926	1,040	1,046
지배지분 순이익	-169	759	851	857
EPS (원)	-1,521	6,806	7,640	7,691
PER (배)	N/A	4.9	4.4	4.4
PBR (배)	0.4	0.4	0.4	0.4
ROE (%)	-2.1	9.1	9.4	8.7
Net Debt(-Cash)	-2,565	-3,918	-5,028	-6,151
현재가(4/7, 원)	34,550	외국인지분율		20.7%
시가총액(십억원)	3,847.3	배당수익률('25E)		2.38%

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

### '30년 수주 목표: 에너지 사업+핵심 전략상품 확대



자료: 현대건설, NH투자증권 리서치본부

## [건설] 주요기업 1분기 실적 Preview (IFRS 연결)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E			
					예상치	y-y	q-q	컨센서스
<b>현대건설</b>								
매출액	8,545.3	8,621.2	8,256.9	7,246.9	7,204.8	-15.7	-0.6	7,529.5
영업이익	250.9	147.3	114.3	-1,775.9	210.4	-16.1	흑전	181.6
영업이익률(%)	2.9	1.7	1.4	-24.5	2.9	-	-	2.4
지배지분순이익	155.4	150.4	50.5	-525.1	282.5	81.8	흑전	127.1
<b>HDC현대산업개발</b>								
매출액	955.4	1,087.2	1,088.6	1,125.0	1,112.1	16.4	-1.2	1,003.8
영업이익	41.6	53.8	47.5	41.8	78.7	89.1	88.4	59.6
영업이익률(%)	4.4	5.0	4.4	3.7	7.1	-	-	5.9
지배지분순이익	30.5	47.4	32.7	45.2	59.1	93.9	30.8	48.3
<b>삼성E&amp;A</b>								
매출액	2,384.7	2,686.3	2,317.0	2,578.5	2,524.7	5.9	-2.1	2,305.8
영업이익	209.3	262.6	203.9	295.8	157.6	-24.7	-46.7	176.3
영업이익률(%)	8.8	9.8	8.8	11.5	6.2	-	-	7.6
지배지분순이익	162.0	315.3	163.7	115.9	131.4	-18.9	13.3	145.1
<b>DL이앤씨</b>								
매출액	1,890.5	2,070.2	1,918.9	2,438.8	1,879.7	-0.6	-22.9	1,882.9
영업이익	60.9	32.6	83.3	94.1	84.2	38.2	-10.6	90.0
영업이익률(%)	3.2	1.6	4.3	3.9	4.5	-	-	4.8
지배지분순이익	26.0	40.6	45.3	117.3	75.9	191.9	-35.3	66.3

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

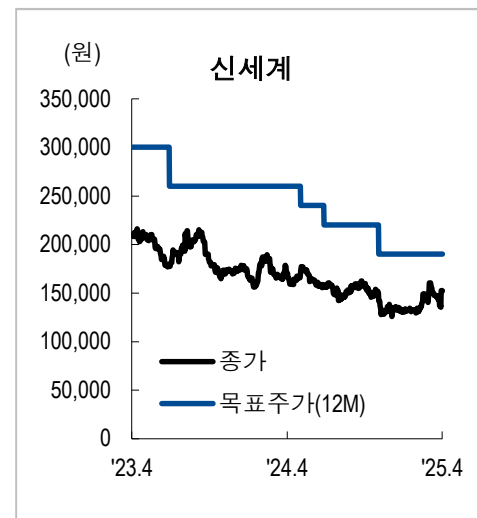
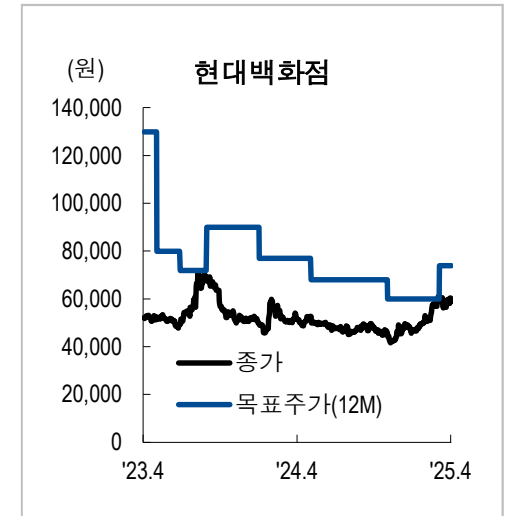
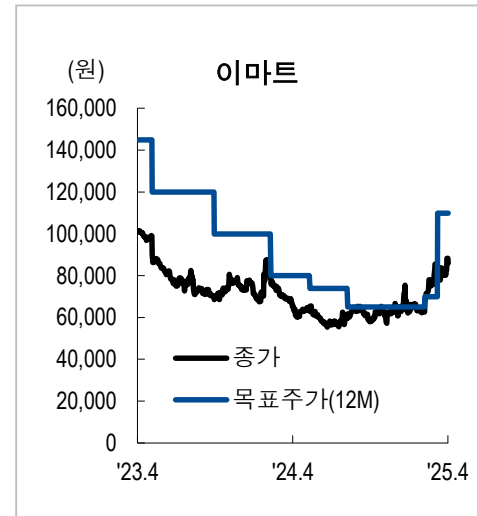
## [건설] 주요기업 1분기 실적 Preview (IFRS 연결)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E			
					예상치	y-y	q-q	컨센서스
<b>GS건설</b>								
매출액	3,070.9	3,297.2	3,109.2	3,386.5	3,282.9	6.9	-3.1	3,148.5
영업이익	70.5	93.4	81.8	40.2	82.9	17.5	106.0	90.3
영업이익률(%)	2.3	2.8	2.6	1.2	2.5	-	-	2.9
지배지분순이익	134.9	26.9	118.7	-34.9	81.6	-39.5	흑전	53.0
<b>대우건설</b>								
매출액	2,487.3	2,821.5	2,547.8	2,647.0	2,290.6	-7.9	-13.5	2,182.8
영업이익	114.8	104.8	62.3	121.2	111.6	-2.8	-8.0	83.4
영업이익률(%)	4.6	3.7	2.4	4.6	4.9	-	-	3.8
지배지분순이익	88.4	94.7	38.1	13.0	14.5	-83.6	11.9	46.1

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

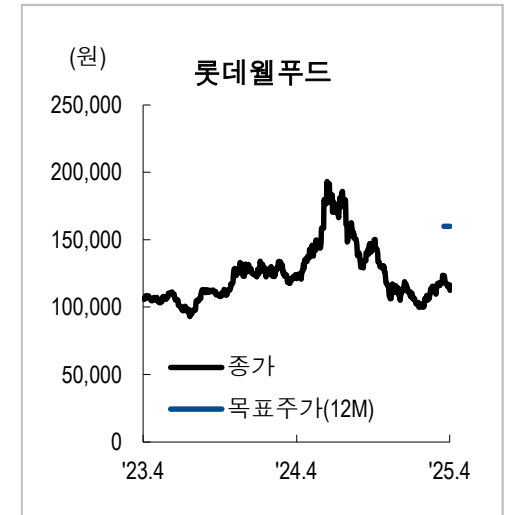
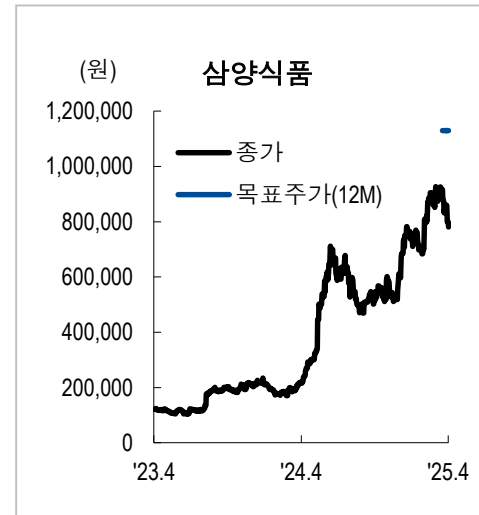
종목명	코드	제시일자	투자 의견	목표가	과리율 (%)	
					평균	최저/최고
이마트	139480.KS	2025.03.14	Buy	110,000원(12개월)	-	-
		2025.02.12	Hold	70,000원(12개월)	9.9%	-
		2024.07.08	Hold	65,000원(12개월)	-2.7%	-
		2024.05.17	Hold	74,000원(12개월)	-20.4%	-
		2024.02.15	Hold	80,000원(12개월)	-15.3%	-
		2023.08.16	Buy	100,000원(12개월)	-25.4%	-12.2%
		2023.05.12	Buy	120,000원(12개월)	-35.2%	-26.5%
현대백화점	069960.KS	2025.03.11	Buy	74,000원(12개월)	-	-
		2024.11.08	Buy	60,000원(12개월)	-18.3%	1.7%
		2024.05.10	Buy	68,000원(12개월)	-29.7%	-25.9%
		2023.11.07	Buy	77,000원(12개월)	-33.1%	-22.2%
		2023.09.05	Buy	90,000원(12개월)	-38.2%	-23.0%
		2023.07.05	Buy	72,000원(12개월)	-17.6%	-1.7%
신세계	004170.KS	2024.11.11	Buy	190,000원(12개월)	-	-
		2024.07.08	Buy	220,000원(12개월)	-30.6%	-26.2%
		2024.05.08	Buy	240,000원(12개월)	-31.4%	-26.2%
		2023.07.05	Buy	260,000원(12개월)	-31.1%	-17.3%





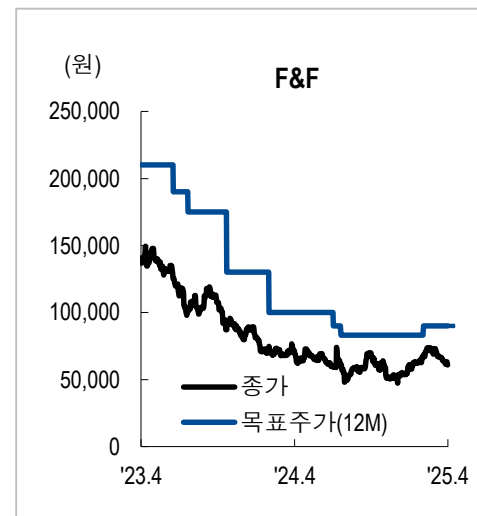
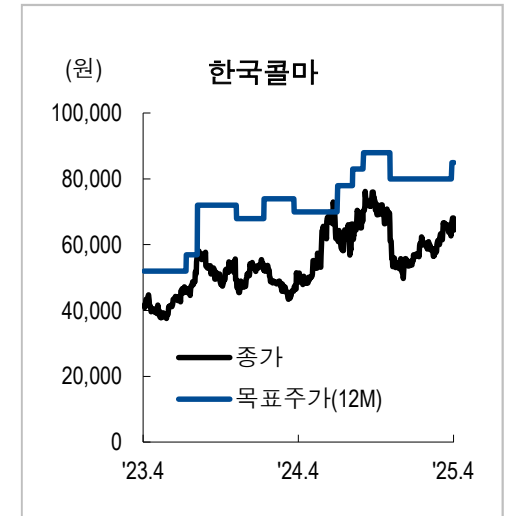
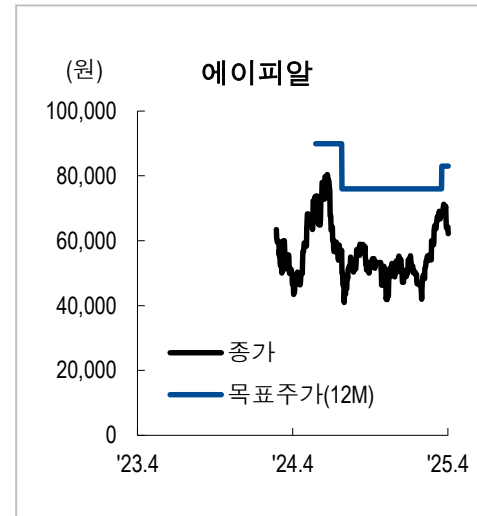
## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자 의견	목표가	과리율 (%)	
					평균	최저/최고
삼양식품	003230.KS	2025.03.25	Buy	1,130,000원(12개월)	-	-
롯데웰푸드	280360.KS	2025.03.25	Buy	160,000원(12개월)	-	-



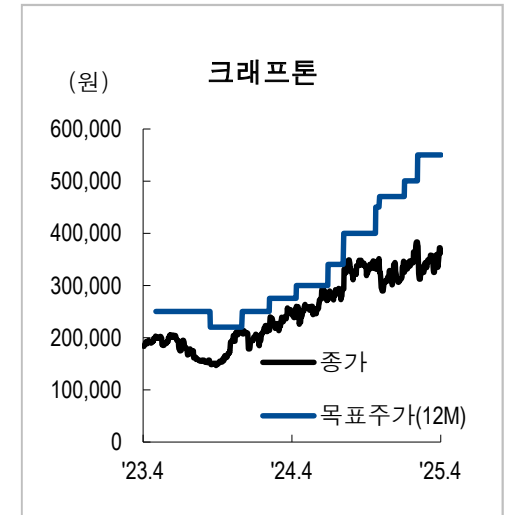
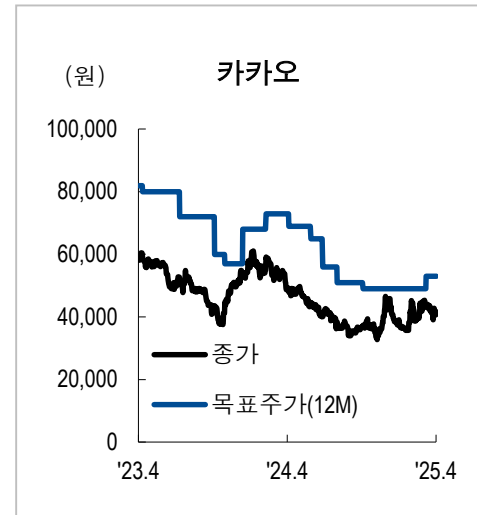
## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자 의견	목표가	과리율 (%)		
					평균	최저/최고	
에이피알	278470.KS	2025.03.25	Buy	83,000원(12개월)	-	-	
		2024.11.07	Buy	76,000원(12개월)	-29.8%	-9.1%	
		2024.10.31		액면분할 후 거래 재개			
		2024.08.01	Buy	380,000원(12개월)	-31.1%	-22.4%	
		2024.05.31	Buy	450,000원(12개월)	-25.4%	-10.6%	
한국콜마	161890.KS	2025.04.03	Buy	85,000원(12개월)	-	-	
		2024.11.11	Buy	80,000원(12개월)	-27.1%	-16.6%	
		2024.09.10	Buy	88,000원(12개월)	-19.3%	-13.4%	
		2024.08.12	Buy	83,000원(12개월)	-19.9%	-15.1%	
		2024.07.08	Buy	78,000원(12개월)	-20.9%	-15.0%	
		2024.03.28	Buy	70,000원(12개월)	-18.8%	4.3%	
		2024.01.17	Buy	74,000원(12개월)	-35.1%	-27.3%	
		2023.11.13	Buy	68,000원(12개월)	-25.1%	-18.4%	
		2023.08.14	Buy	72,000원(12개월)	-26.3%	-19.3%	
		2023.07.18	Buy	57,000원(12개월)	-14.6%	-0.4%	
F&F	383220.KS	2025.02.10	Buy	90,000원(12개월)	-	-	
		2024.07.29	Buy	83,000원(12개월)	-30.5%	-15.8%	
		2024.07.10	Buy	90,000원(12개월)	-29.7%	-17.8%	
		2024.02.08	Buy	100,000원(12개월)	-31.8%	-23.5%	
		2023.10.30	Buy	130,000원(12개월)	-36.1%	-26.4%	
		2023.07.31	Buy	175,000원(12개월)	-39.6%	-32.0%	
		2023.06.26	Buy	190,000원(12개월)	-40.9%	-35.7%	



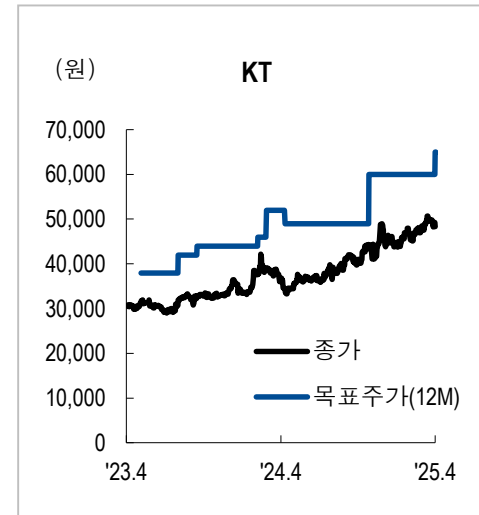
## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자 의견	목표가	과리율 (%)	
					평균	최저/최고
카카오	035720.KS	2025.03.14	Buy	53,000원(12개월)	-	-
		2024.10.10	Buy	49,000원(12개월)	-19.8%	-4.9%
		2024.08.08	Buy	51,000원(12개월)	-29.0%	-24.1%
		2024.07.03	Buy	56,000원(12개월)	-27.8%	-23.7%
		2024.06.04	Buy	65,000원(12개월)	-34.8%	-31.5%
		2024.04.11	Buy	69,000원(12개월)	-31.9%	-27.8%
		2024.02.15	Buy	73,000원(12개월)	-26.1%	-19.6%
		2023.12.20	Buy	68,000원(12개월)	-17.5%	-10.1%
		2023.11.06	Buy	57,000원(12개월)	-12.8%	-3.7%
		2023.10.12	Buy	60,000원(12개월)	-33.8%	-28.0%
		2023.07.18	Buy	72,000원(12개월)	-32.6%	-23.8%
		2023.04.18	Buy	80,000원(12개월)	-31.7%	-26.8%
		2023.02.12	Buy	82,000원(12개월)	-25.6%	-20.7%
		크라프트톤	128940.KS	2025.02.10	Buy	550,000원(12개월)
2025.01.09	Buy			500,000원(12개월)	-29.9%	-23.4%
2024.11.08	Buy			470,000원(12개월)	-32.9%	-26.3%
2024.10.30	Buy			450,000원(12개월)	-24.7%	-22.0%
2024.08.12	Buy			400,000원(12개월)	-16.4%	-12.8%
2024.07.05	Buy			340,000원(12개월)	-16.6%	-13.4%
2024.04.18	Buy			300,000원(12개월)	-13.3%	-1.0%
2024.02.12	Buy			275,000원(12개월)	-13.9%	-6.5%
2023.12.07	Buy			250,000원(12개월)	-18.4%	-10.8%
2023.09.20	Buy			220,000원(12개월)	-19.2%	-0.9%
2023.05.09	Buy			250,000원(12개월)	-28.3%	-17.8%



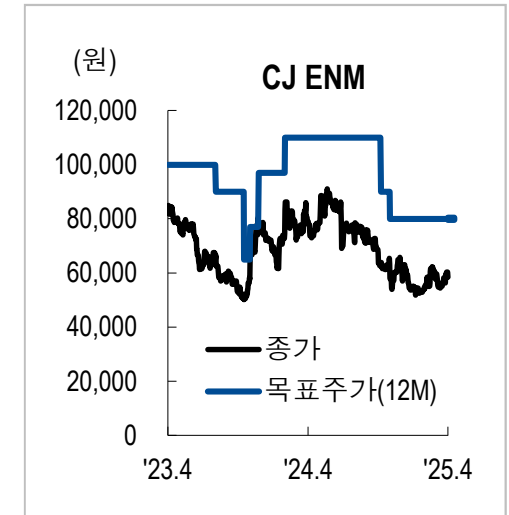
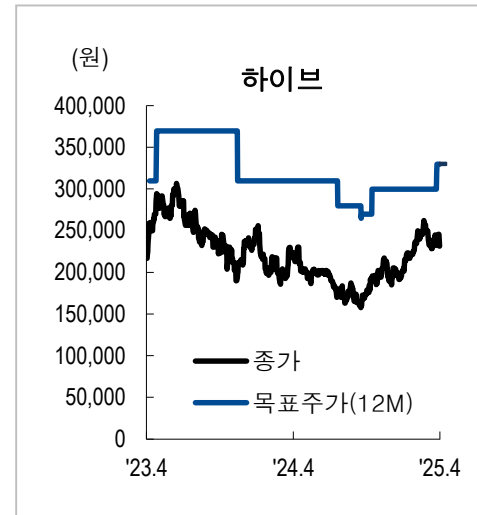
## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자 의견	목표가	과리율 (%)	
					평균	최저/최고
KT	030200.KS	2025.04.07	Buy	65,000원(12개월)	-	-
		2024.11.01	Buy	60,000원(12개월)	-22.9%	-15.5%
		2024.04.16	Buy	49,000원(12개월)	-21.9%	-9.5%
		2024.03.03	Buy	52,000원(12개월)	-27.8%	-24.9%
		2024.02.12	Buy	46,000원(12개월)	-14.6%	-8.3%
		2023.09.21	Buy	44,000원(12개월)	-22.9%	-12.4%
		2023.08.07	Buy	42,000원(12개월)	-22.9%	-20.7%
		2023.05.11	Buy	38,000원(12개월)	-20.1%	-15.8%



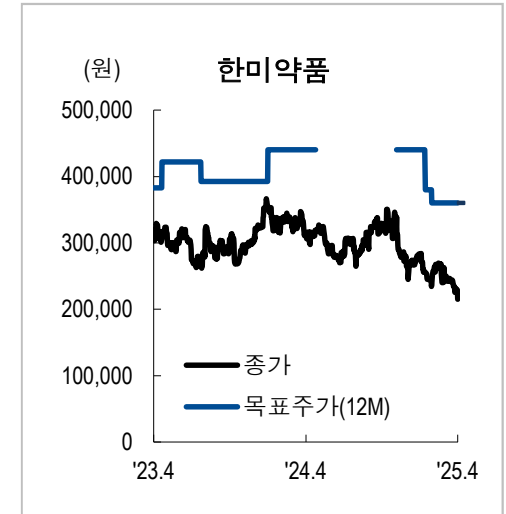
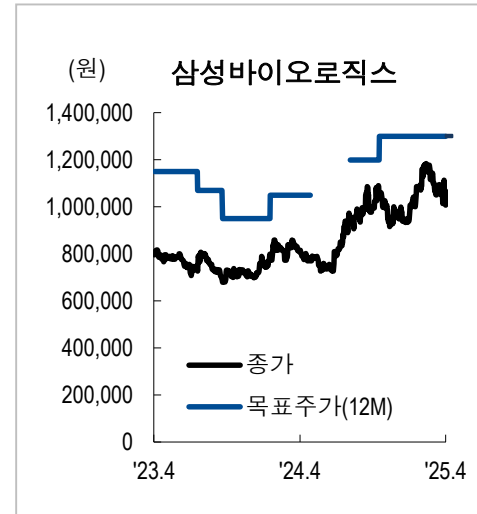
## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자 의견	목표가	과리율 (%)	
					평균	최저/최고
하이브	352820.KS	2025.04.03	Buy	330,000원(12개월)	-	-
		2024.11.06	Buy	300,000원(12개월)	-26.6%	-12.5%
		2024.09.26	Buy	270,000원(12개월)	-31.1%	-25.0%
		2024.07.30	Buy	280,000원(12개월)	-38.6%	-33.0%
		2023.11.23	Buy	310,000원(12개월)	-32.6%	-17.4%
		2023.05.03	Buy	370,000원(12개월)	-31.5%	-17.0%
		2023.04.17	Buy	310,000원(12개월)	-15.5%	-8.2%
CJ ENM	035760.KQ	2024.11.08	Buy	80,000원(12개월)	-	-
		2024.10.15	Buy	90,000원(12개월)	-30.9%	-27.3%
		2024.02.08	Buy	110,000원(12개월)	-29.3%	-17.2%
		2023.12.01	Buy	97,000원(12개월)	-26.3%	-14.0%
		2023.11.09	Buy	77,000원(12개월)	-6.3%	4.4%
		2023.10.24	Buy	65,000원(12개월)	-15.6%	0.5%
		2023.08.11	Buy	90,000원(12개월)	-37.0%	-30.4%
		2022.10.25	Buy	100,000원(12개월)	-16.3%	16.1%



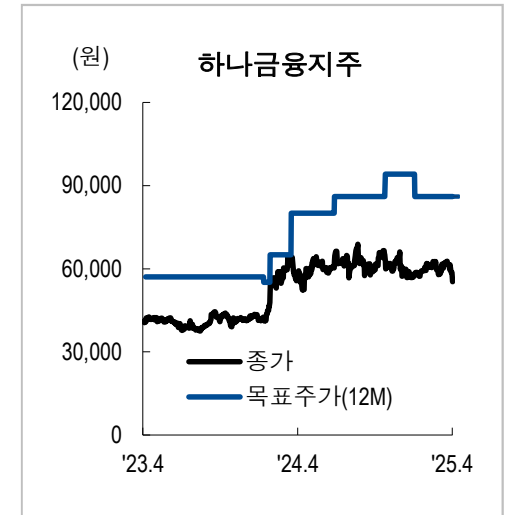
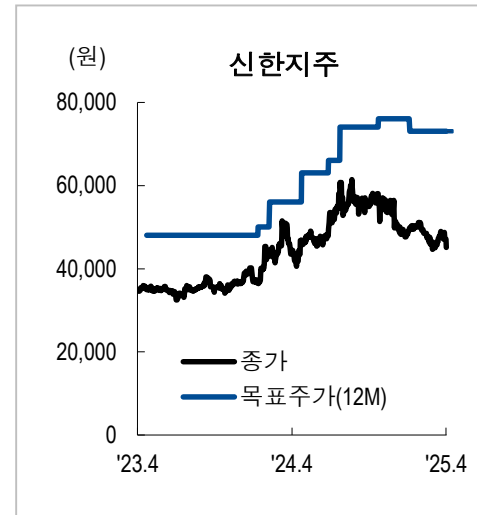
## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자 의견	목표가	과리율 (%)		
					평균	최저/최고	
삼성바이오로직스	207940.KS	2024.10.24	Buy	1,300,000원(12개월)	-	-	
		2024.08.11	Buy	1,200,000원(12개월)	-17.2%	-9.1%	
				담당 Analyst 변경		-	-
		2024.01.24	Buy	1,050,000원(12개월)	-23.8%	-10.5%	
		2023.09.26	Buy	950,000원(12개월)	-23.5%	-15.9%	
		2023.07.26	Buy	1,070,000원(12개월)	-29.3%	-24.6%	
		2022.10.17	Buy	1,150,000원(12개월)	-30.0%	-21.1%	
한미약품	128940.KS	2025.02.05	Buy	360,000원(12개월)	-	-	
		2025.01.20	Buy	380,000원(12개월)	-34.9%	-32.9%	
		2024.11.11	Buy	440,000원(12개월)	-37.5%	-28.9%	
				담당 Analyst 변경		-	-
		2024.01.07	Buy	440,000원(12개월)	-28.7%	-19.8%	
		2023.07.30	Buy	400,000원(12개월)	-23.7%	-6.6%	
		2023.04.27	Buy	430,000원(12개월)	-30.0%	-23.4%	
		2023.04.03	Buy	390,000원(12개월)	-19.0%	-14.0%	



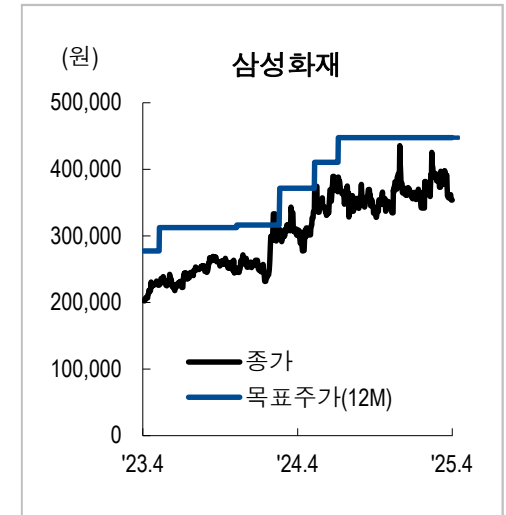
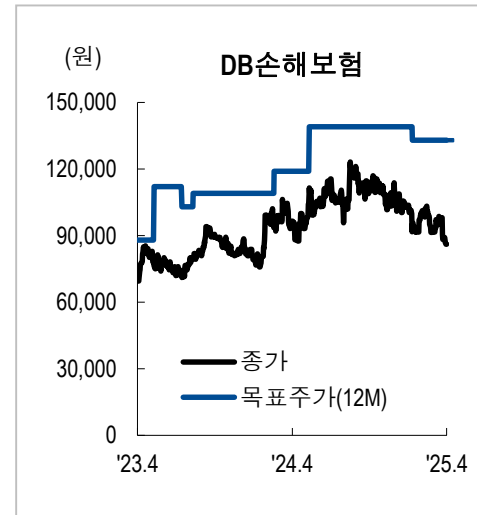
## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자 의견	목표가	과리율 (%)	
					평균	최저/최고
신한지주	055550.KS	2025.01.10	Buy	73,000원(12개월)	-	-
		2024.10.28	Buy	76,000원(12개월)	-31.1%	-25.0%
		2024.07.29	Buy	74,000원(12개월)	-23.7%	-17.0%
		2024.07.02	Buy	66,000원(12개월)	-19.3%	-12.1%
		2024.04.29	Buy	63,000원(12개월)	-25.3%	-22.2%
		2024.02.13	Buy	56,000원(12개월)	-19.6%	-8.0%
		2024.01.17	Buy	50,000원(12개월)	-18.8%	-9.4%
		2023.04.07	Buy	48,000원(12개월)	-25.8%	-16.4%
하나금융지주	086790.KS	2025.01.08	Buy	86,000원(12개월)	-	-
		2024.10.30	Buy	94,000원(12개월)	-36.0%	-29.8%
		2024.07.02	Buy	86,000원(12개월)	-27.3%	-20.0%
		2024.03.22	Buy	80,000원(12개월)	-25.9%	-19.6%
		2024.02.01	Buy	65,000원(12개월)	-10.6%	-0.6%
		2024.01.17	Buy	55,000원(12개월)	-20.2%	-13.1%
		2023.04.13	Buy	57,000원(12개월)	-28.1%	-22.1%
		2023.02.10	Buy	65,000원(12개월)	-34.1%	-24.6%



## 투자의견 및 목표주가 변경내역

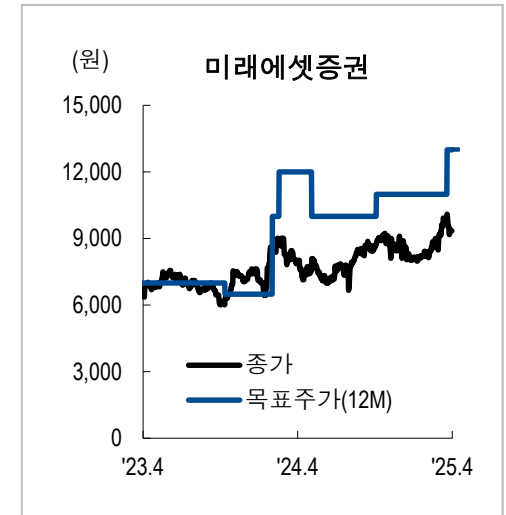
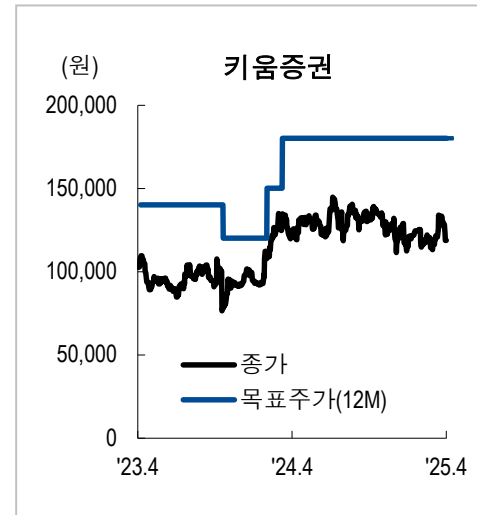
종목명	코드	제시일자	투자 의견	목표가	과리율 (%)	
					평균	최저/최고
DB손해보험	005830.KS	2025.01.15	Buy	133,000원(12개월)	-	-
		2024.05.16	Buy	139,000원(12개월)	-22.1%	-11.4%
		2024.02.23	Buy	119,000원(12개월)	-18.8%	-10.8%
		2023.08.16	Buy	109,000원(12개월)	-21.5%	-6.3%
		2023.07.20	Buy	103,000원(12개월)	-26.1%	-22.3%
		2023.05.15	Buy	112,000원(12개월)	-32.4%	-27.4%
		2022.08.12	Buy	88,000원(12개월)	-25.2%	-3.0%
삼성화재	000810.KS	2024.07.11	Buy	447,000원(12개월)	-	-
		2024.05.16	Buy	410,000원(12개월)	-13.4%	-5.1%
		2024.02.23	Buy	371,000원(12개월)	-17.4%	-7.5%
		2023.11.14	Buy	316,000원(12개월)	-16.7%	5.4%
		2023.05.15	Buy	312,000원(12개월)	-21.5%	-13.8%
		2022.05.31	Buy	277,000원(12개월)	-26.8%	-16.2%





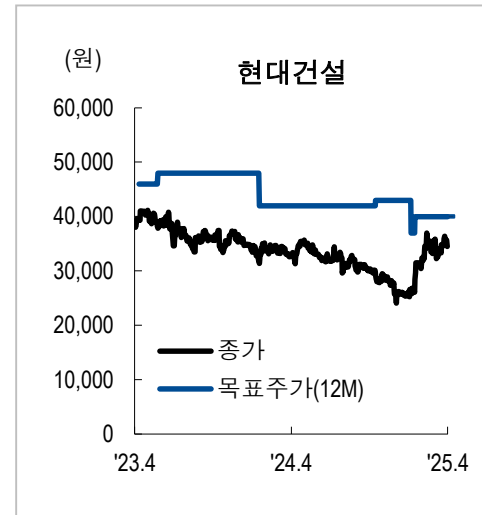
## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자 의견	목표가	과리율 (%)	
					평균	최저/최고
키움증권	039490.KS	2024.03.14	Buy	180,000원(12개월)	-	-
		2024.02.07	Buy	150,000원(12개월)	-17.7%	-10.1%
		2023.10.26	Buy	120,000원(12개월)	-21.6%	-6.5%
		2023.04.13	Buy	140,000원(12개월)	-31.6%	-21.9%
		2022.11.16	Buy	120,000원(12개월)	-19.8%	-10.4%
미래에셋증권	006800.KS	2025.03.26	Buy	13,000원(12개월)	-	-
		2024.10.10	Hold	11,000원(12개월)	-21.0%	-
		2024.05.10	Hold	10,000원(12개월)	-22.1%	-
		2024.02.23	Buy	12,000원(12개월)	-33.6%	-24.8%
		2024.02.07	Buy	10,000원(12개월)	-12.5%	-9.8%
		2023.10.18	Hold	6,500원(12개월)	11.0%	-
		2022.11.16	Hold	7,000원(12개월)	-2.8%	-



## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가	과리율 (%)	
					평균	최저/최고
현대건설	000720.KS	2025.04.09	Buy	52,000원(12개월)	-	-
		2025.01.22	Buy	40,000원(12개월)	-15.2%	-7.5%
		2025.01.13	Buy	37,000원(12개월)	-28.9%	-27.4%
		2024.10.22	Buy	43,000원(12개월)	-36.8%	-31.4%
		2024.01.24	Buy	42,000원(12개월)	-22.1%	-15.0%
		2023.06.01	Buy	48,000원(12개월)	-24.7%	-15.0%
		2023.04.18	Buy	46,000원(12개월)	-13.0%	-10.5%



- 
- 당사는 자료 작성일 현재 동 자료에서 언급한 기업의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
  - 당사는 “이마트, 카카오, KT, 한미약품, 신한지주, 하나금융지주, 삼성화재, 현대건설” 을(를) 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.
  - 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
  - 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자 상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
  - 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
-