

Morning Meeting Brief

The Global / Global Daishin View

[The Global / Global Daishin View] 2025년 5월 3주차

- 美 5월 FOMC 기점, 최근 환율 시장 변동성 확대는 진정되고 5월 글로벌 증시의 상방 압력은 커질 것(미국, 유럽, 성장, AI 비중확대)
- 美 13일 4월 CPI · 14일 4월 소매판매 결과, 트럼프 관세 부과 영향 확인 및 연준 통화정책 해석 영향
- 美 팔란티어 · 브로드컴, 中 알리바바 · 비야디, 데이터센터 리츠 이퀴닉스 최선호, 신흥국 ETF(티커: VWO) 관심

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

ETF

물러선 트럼프 + 돈 파티 하는 중국 = ?

- 대만 달러 강세와 신흥국 주식 펀드로 2주 연속 자금 유입. 비중국과의 무역협상 기대감은 외환시장과 투자자금 흐름에서 나타남
- 트럼프에 대응하는 중국은 돈 파티 시작. 지준율 -50bp 인하하며, 시장에 장기 유동성 1조위안 공급
- 과거 중국의 유동성이 증가하는 국면에서는 성장주 성과가 가치주 대비 우수. 시진핑의 빅테크 친화적 태도도 우호적 환경

박현정. hyunjeong.park@daishin.com

Strategy

[주간 퀀틴전시 플랜] 미중 무역협상 공동 성명 발표 vs 미/중 Hard Data 검증 구간. 이보전진을 위한 일보후퇴 예상

- 트럼프 무역 협상, 관세 불확실성 완화
- 중국 경기 부양 드라이브 강화 = 중기 상승추세 지지
- KOSPI 1차 분기점 도달, 과열/매물소화 감안. 저평가 업종 수익률 Gap 축소 예상

이경민 kyoungmin.lee@daishin.com

산업 및 종목 분석

[1Q25 Review] 이마트: 할인점 비용 절감, 자회사 실적 개선으로 서프라이즈 기록

- 할인점 GPM 개선, 판관비 절감으로 손익 대폭 개선
- 건설 자회사 적자 개선, 프라퍼티도 회계 인식 변경으로 손익 급증
- 할인점 기존점 회복 여전히 숙제, 다만 이익 레벨 상승한 점 고무적

유정현. junghyun.yu@daishin.com

[Issue Comment] 제약/바이오 이슈 모니터링: American Patient First

- 25년 5월 12일 미국 트럼프 대통령은 약가 인하 관련 행정명령에 서명하며 최혜국 정책(MFN)을 부활시킴
- 선진국 중 가장 낮은 약가를 기준으로 미국 약가 결정, 일부 약가 59~90% 수준으로 인하될 수 있음을 주장
- 트럼프 1기보다 광범위한 내용을 포함하며, 세부 시행안에 대한 모니터링 필요

이희영. Heeyoung.lee@daishin.com

[Initiation] 보로노이: 항암제 내성 시장의 떠오르는 다크호스

- 투자 의견 매수, 목표주가 150,000원으로 커버리지 개시
- 선진국 중 VRN11: 기대감이 높아지는 임상 결과 발표, 내성 시장 정조준
- VRN10: HER2 TKI 충분히 매력적인 파이프라인으로 추후 기술이전 기대

이희영, Heeyoung.lee@daishin.com

[1Q25 Review] 시프트업: 니케 중국 기대감 선반영, 신작 흥행 확인 필요

- 1Q 실적 컨센 부합. 니케의 비수기 영향과 스텔라블레이드의 출시 효과 소멸
- TP 하향. 중국 신작의 반영 일수 조정 및 스텔라블레이드의 스팀 판매량 하향 조정
- 니케 중국 출시 D-10. 기대감 높은 만큼 기대치 미충족 시 밸류 부담 부각 가능

이지은, Jeeun.lee@daishin.com

[1Q25 Review] SKT: 무너진 신뢰를 배당으로 만회

- 1Q25 매출 4,5조원(-1% yoy), OP 5,7천억원(+14% qoq)
- 낮은 무선 성장, 견조한 B2B 성장, 비용 컨트롤. 다만, 유심사태가 변수
- 당사 추정 25년 이익 영향은 약 2천억원. 5~6월 모집 중단 가정시

김희재, hoijae.kim@daishin.com

[1Q25 Review] DL: 공급 과잉 산업 내 모범답안

- 1Q25 OP 1,054억원으로 당사 추정치(757억원) +39.2% 상회
- 300억원 규모의 신규 메탈로센 LLDPE 라이선스 추가 수익 발생(24년도 500억원 이상)
- 크레이트 수익성 개선, POE 용도처 다변화로 하반기 추가적인 이익 개선 흐름 전망

위정원, Jungwon.weee@daishin.com

[1Q25 Review] 클래시스: 주가가 빠질 실적은 아닌데..

- 매출 771억(+53%), OPM 50%, 합병 시너지와 고마진 소모품 믹스 증명
- 25년은 대형시장(미국, 유럽) 진출 원년. 2Q MPT, 볼뉴머 유럽 진출
- 2분기 이후 실적 QoQ로 성장 전망. 향후 가이던스 상향 가능성도 존재

한송협 songhyeop.han@daishin.com

2025년 5월 3주차

- 美 5월 FOMC 기점, 최근 환율 시장 변동성 축소와 증시 상방 압력 확대
- 美 13일 4월 CPI · 14일 4월 소매판매, 관세 영향 확인 및 통화정책 해석
- 팔란티어, 브로드컴, 알리바바, 비야디, 이퀴닉스 최선호, 신흥국 ETF 관심

[해외전략] 美 5월 FOMC, 대만 달러화 강세 이후..글로벌 증시 방향? 상승 ↑. 미국, 유럽, 성장, AI 비중확대

연준 통화정책 수순은 시간이 지날수록 금리 인하에 무게. 이르면 4월부터 소비 지출 둔화 및 고용 감소 확인. 올해 연준 금리 인하라는 행위, 위험자산 선호심리 자극 요인. 대만 달러화 강세 등 여타 아시아 통화 강세 기대? 트럼프 행정부, 90일 상호관세 유예 전까지는 인위적인 환율 조정 미강요. 환율 조정은 각국과 상호관세율을 낮추는 협의과정에서 협상 카드로 활용. 美 5월 FOMC 기점, 최근 환율 시장 변동성 확대는 진정되고 5월 글로벌 증시의 상방 압력은 커질 것

[미국주식] 필란티어(PLTR): 25.1/4분기 실적 서프라이즈 & 가이던스 호조에도 차익실현 매물에 하락

25.1/4분기 매출액 8.84억 달러로 컨센서스 2.5% 상회. 조정 EPS 0.13달러로 컨센서스 부합. 미국 매출액은 전년대비 55% 증가한 6.28억 달러 기록. 이 중 미국 상업 매출액은 전년대비 71% 증가하며 컨센서스 상회. CEO는 미국 상업 매출액 연간 10억 달러 돌파로 본격적 성장 궤도 진입 강조

[중국주식] SMIC(981.HK): 25.1/4분기 실적 가이던스 하회

25.1/4분기 매출액 162.6억 위안(+2% QoQ 이하), 가이던스(+6%)성장 하회. 이구 환신 정책 수혜와 해외 고객사 선주문으로 웨이퍼 출하량은 15% 증가. 하지만 장비 유지보수 영향으로 High end 제품 출하가 감소하면서 ASP 12% 하락, 가이던스 하회. 25.2/4분기 가이던스 매출액 -4~-6% QoQ 감소, GPM 18~20% 제시. 1/4분기 장비 유지보수 영향이 2/4분기까지 지속 및 선주문 감소 반영

[ETF] 뱅가드 신흥국 ETF(VWO): 물러선 트럼프 + 돈 파티 하는 중국 = ?

트럼프 지지율이 낮아질수록 비중국 국가들과의 협상은 빨라질 것. 협상에 대한 기대감은 최근 대만 달러화 강세를 통해 나타남. 또한 최근 신흥국 주식 펀드로 2주 연속 자금 유입. 트럼프에 대응하는 중국은 돈 파티 시작. 저준율과 정책금리를 각각 -50bp, -10bp 인하. 약 1조 위안 규모의 장기 유동성 공급 기대

[글로벌리츠] 웰타워(WELL): 실적호조와 외형 확대가 맞물린 고성장 선순환 사이클

25.1/4분기 매출액 24.2억달러(+30.3% YoY), 주당 FFO 1.20달러(+18.8% YoY) 컨센서스 상회. 점유객실당 수입(RevPOR)과 비용(ExpPOR) 차이가 400bps 이상으로 높은 마진을 유지하고 있으며 90억원의 풍부한 유동성을 바탕으로 적극적 자산인수 통한 외형확대도 지속. 12MF P/FFO 30배 수준으로 일반 헬스케어 리츠 평균(15배) 대비 밸류에이션 부담은 존재

ETF

ETF 박현정

hyunjeong.park@daishin.com

물러선 트럼프 + 돈 파티 하는 중국 = ?

내우외환인 트럼프, 비중국과의 협상은 빨라질 것으로 예상

4월 2일 관세 부과 이후, 하이일드 스프레드가 급등하자 관세 압박 수위를 조절했던 트럼프, 하이일드 스프레드가 높아지면서 세일 기업들에게 부담으로 작용. 메인 스트리트를 사수해야 하는 트럼프의 아킬레스건. 지지율이 계속해서 낮아지고 있는 현재와 같은 상황이 지속된다면, 트럼프는 중국을 제외한 국가들과 무역 협상을 빠르게 진행할 것

외환시장과 투자자금 흐름을 통해 살펴보는 기대감

최근 대만, 한국, 인도 등 아시아 통화의 강세, 미국과의 무역 협상과 관련된 기대감 때문. 인도-파키스탄도 미국의 중재 아래 휴전 합의. 재충돌 지속되는지 여부는 살펴봐야 하겠으나, 종전으로 이어질 경우 신흥국 시장 투자심리 개선 가능
과거 신흥국 통화 강세와 달러가 약세였던 국면에서, 신흥국 주식시장은 강세를 나타냄. 신흥국 주식형 펀드로 5월 1일부터 일주일 동안 약 14억 8천만 달러 유입. 비중국과의 무역 합의에 대한 기대감은 투자자금의 이동에서도 나타남

트럼프에 대응하는 중국은 돈 파티 시작. 성장주 주목

중국은 5월 7일 지급준비율을 -50bp 인하. 시장에 장기 유동성 약 1조 위안 공급 예상. 그 외에도 정책 금리 -10bp 인하와 서비스 소비/노후 재대출 설립하여 5,000억 위안 자금 지원. 과학기술 혁신과 기술 개조 재대출 한도 3,000억원도 증액
금 시장으로 쏠려버린 중국 개인 투자자들의 자금을 주식 시장과 부동산 시장으로 가져오기 위해 중국 정부는 증시 부양을 계속할 것. 과거 중국의 유동성이 늘어났던 국면에서는 성장주 성과가 가치주 대비 우수. 중국 성장주를 비롯한 신흥국 주식시장에 주목

국내 상장 관심 ETF: PLUS 차이나테크TOP10(0047N0)/TIGER 차이나테크TOP10(0047A0)

PLUS 차이나테크TOP10과 TIGER 차이나테크TOP10은 5월 13일 국내 주식시장에 상장 예정

PLUS 차이나테크TOP10은 중국 터리픽 10 종목 중에서 지리 자동차를 레노버로 대체하여 투자하는 상품. 터리픽 10은 미국 자산운용사인 WisdomTree의 주식 전략 책임자인 제프 웨니거가 “터리픽 10이 매그니피센터 7을 무너뜨린 것으로 보인다”고 언급하며 유명해짐. 최근 중국의 산업 신뢰 회복을 이끄는 기업

TIGER 차이나테크TOP10은 홍콩 증시 뿐만 아니라 중국 본토에 상장된 빅테크 기업까지 고루 투자하는 ETF. 홍콩 기술주로 구성된 항셍테크 지수는 인터넷/플랫폼 기업 위주로 구성된 반면, TIGER 차이나테크TOP10은 구성 업종이 분산되어 있다는 점이 부각

미국 상장 관심 ETF: Vanguard FTSE Emerging Markets ETF(VWO)

VWO는 중국을 포함한 신흥국 주식시장에 분산투자 하는 ETF로 중국 33.1%, 인도 21.9%, 대만 18.4% 등으로 구성. 중국에 대한 포지션이 꺼려지는 투자자라면 iShares MSCI Emerging Markets ex China ETF(EMXC)가 대안

Strategy

Strategist 이경민

kyoungmin.lee@daishin.com

미중 무역협상 공동 성명 발표 vs 미/중 Hard Data 검증 구간. 이보전진을 위한 일보후퇴 예상

- 트럼프 무역 협상, 관세 불확실성 완화
- 중국 경기 부양 드라이브 강화 = 중기 상승추세 지지
- KOSPI 1 차 분기점 도달, 과열/매물소화 감안. 저평가 업종 수익률 Gap 축소 예상

글로벌 금융시장은 무역협상 진행 과정과 결과에 민감해질 수 밖에 없을 것. 향후 공개되는 경제지표, 특히 하드 데이터, 실물지표 결과도 주목

향후 발표되는 4 월, 5 월 경제지표는 보편관세 10%와 대중국 관세가 반영된 수치. 트럼프의 관세정책 후퇴로 소프트 데이터가 하드 데이터의 악화로 현실화될지 여부가 여느 때보다 중요한 시점. 상당 기간 동안 물가 반등, 경기 악화라는 스태그플레이션을 선반영해 온 만큼 충격은 제한적일 가능성 높음

트럼프 행정부는 영국과의 무역 협정 개요를 발표. 영국은 농산물 수입 등을 양보하는 대신 자동차, 철강 등 품목관세에 대해 10% 우대관세 쿠퍼를 얻어냄. 한편, 제 3 국의 비시장 조치에 대한 견제 등을 포함하며 중국에 대한 공동대응을 협상에 포함

지난 주말 스위스 제네바에서 미중간 고위급 협상 진행. "양측은 통상·경제협업의 메커니즘을 구축키로 합의했으며 후속 논의가 이어질 것"이라고 밝힘.

중국은 소비부양을 위한 강력한 재정정책을 시행하는 가운데 지난주 중국 인민은행은 전방위적인 통화정책 완화 조치 발표. 중국 물가 마이너스 성장은 지속되고 있지만, 수출/수입 호조에 이어 이번주 발표되는 소매판매는 개선세를 이어가고, 투자, 유동성 모멘텀도 회복세를 보일 전망

밸류에이션 정상화 차원에서 2분기 중 KOSPI 2,750선 돌파시도 전망 유지

트럼프의 관세정책이 후퇴한데 이어 해결구면으로 진입함에 따라 관세로 인한 불확실성은 완화되고, 이에 대응하기 위한 중국을 비롯한 Non-US 국가들의 경기부양 정책 강화는 한국 수출 호조, 기업이익 개선으로 이어질 전망. 1 분기 실적 시즌은 시장 우려보다 양호한 것으로 확인되며 KOSPI 밸류에이션 매력 부각

게다가 한국은 본격적인 대선 레이스 돌입으로 경기부양정책 기대 강화 가능. 5 월초 연휴를 전후로 원/달러 환율이 안정되고, 일방적인 약세국면에서 벗어남에 따라 외국인 순매수 전환 가시화

다만, 단기적으로는 단기 과열해소, 매물소화 국면 전개 가능성 염두에 둘 필요

Trading 전략 : 실적대비 저평가주 & 낙폭과대 업종인 반도체, 자동차, 건강관리, 소프트웨어, 디스플레이, 화학, 철강, 운송 주목

KOSPI 반등 과정에서 업종/종목별 차별화 심화. 대외 불확실성이 여전한 상황에서 정책, 업황, 실적 개선 기대가 소수 업종에 집중된 영향

반면, 그동안 부진했던 업종들은 꾸준히 낙폭과대, 실적대비 저평가 영역에서 등락 반복. 기존 주도주, 강세주들이 단기 과열해소, 매물소화 과정을 겪는 동안(지난주 내수주 외국인 순매도 전환) 수익률 Gap 축소 차원에서 상대적 안정성 강화 또는 차별적인 반등시도를 이어갈 전망

이마트 (139480)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 상향

6개월 목표주가

105,000

상향

현재주가

86,600

(25.05.12)

유통업종

할인점 비용 절감, 자회사 실적 개선으로 서프라이즈 기록

- 할인점 GPM 개선, 판관비 절감으로 손익 대폭 개선
- 건설 자회사 적자 개선, 프라퍼티도 회계 인식 변경으로 손익 급증
- 할인점 기존점 회복 여전히 숙제, 다만 이익 레벨 상승한 점 고무적

투자의견 BUY 상향, 목표주가 105,000원으로 상향(+36%)

투자의견을 BUY를 상향하고 목표주가를 105,000원(12개월 Forward P/E 12 배)으로 상향(+36%). 목표주가 상향은 25-26년 실적 상향에 따른 것임

올해부터 G마켓 글로벌 PPA 상각비 960억원 소멸, 프라퍼티 영업이익 증익 효과(약 500억원 이상) 등 이익 레벨이 크게 개선되는 점 실적으로 확인. 또한 할인점 본업이 판관비 절감 등으로 이익이 크게 증가한 매우 긍정적. 다만 기존점 성장률이 여전히 (-)를 벗어나지 못하고 있는 점은 풀어야 할 숙제임

전일 동사의 주가는 그동안 시장을 크게 outperform했던 점 때문에 다소 크게 하락했으나 최근 진행되는 구조조정 및 성과에서 본질적인 변화는 없다고 판단. 주가는 2분기 호실적 이어지며 다시 상승 흐름을 보일 것으로 전망

1Q25 Review: 할인점 비용 절감, 자회사 실적개선으로 서프라이즈 기록

순매출액과 영업이익은 각각 7조 2,189억원(+0.2%, yoy)과 1,593억원(+238% yoy) 기록하며 당사 및 시장 컨센서스를 크게 상회 **[별도 기준]** 할인점 기존점 성장률은 -0.6% 기록. 객수 증가율 +2% 기록하며 증가했으나 가격 재투자 (할인 행사)로 기존점 성장률 마이너스 지속. 할인점은 인건비 포함 판관비 243억원 절감하였고 트레이더스 출점에 따른 이익 증가로 별도 영업이익은 전년동기대비 43% 증가 **[연결 자회사]** 신세계 프라퍼티 회계 인식 변경에 따른 영업이익 증가(yoy +242억원), 신세계 건설 영업적자 감소(yoy +137억원 개선) 등으로 연결 영업이익이 yoy 510억원 대폭 증가하며 연결 실적 개선에 크게 기여. 주요 자회사인 SCK(스타벅스 코리아)는 영업이익률 4.6%로 기대 보다는 이익 개선에 기여가 크지 않았으며 이커머스 사업부 영업적자는 yoy 78억원 확대. 전반적으로 자회사 이익 체력 개선 확인 시켜준 실적 기록

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
순매출액	7,207	7,250	7,599	7,219	0.2	-0.4	7,319	7,588	7.5	5.1
영업이익	47	-77	127	159	238.2	흑전	131	48	흑전	-69.7
순이익	28	-592	63	71	157.3	흑전	83	-5	적지	적전

자료: 이마트, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

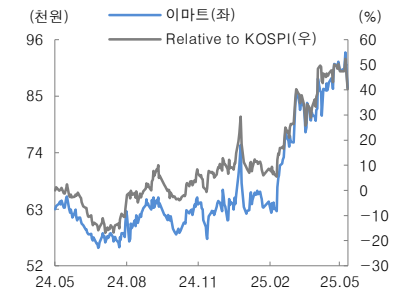
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
순매출액	29,472	29,021	30,198	30,979	31,838
영업이익	-47	47	503	621	652
세전순이익	-212	-605	282	402	460
총당기순이익	-187	-573	211	302	345
지배지분순이익	-89	-590	207	296	338
EPS	-3,196	-21,166	7,431	10,606	12,116
PER	NA	NA	11.3	7.9	6.9
BPS	410,873	372,745	378,254	386,697	396,411
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE	-0.8	-5.4	2.0	2.8	3.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 이마트, 대신증권 Research Center

KOSPI	2607.33
시가총액	2,390십억원
시가총액비중	0.11%
자본금(보통주)	139십억원
52주 최고/최저	93,500원 / 55,500원
120일 평균거래대금	182억원
외국인지분율	20.02%
주요주주	정용진 외 1인 28.85% 국민연금공단 12.71%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.2	25.3	49.6	33.8
상대수익률	-6.5	22.5	42.4	40.0



제약/바이오 이슈 모니터링: American Patients First

이희영 heeyoung.lee@daishin.com

2025.05.13

American Patients First: 트럼프 2기, 약가를 둘러싼 구조적 재편 선포

- 2025년 5월 12일 미국 트럼프 대통령은 약가 인하 관련 행정명령에 서명하며, "최혜국 대우(MFN, Most Favored Nation)" 정책을 통해 약가 구조를 재편하겠다는 의지를 밝힘. 트럼프 대통령은 미국이 동일한 약을 타국보다 현저히 비싼 가격에 구매하는 현실을 용납할 수 없으며, "약가 평준화(Equalization)"를 정책의 핵심 기조로 강조하였으며, 행정 명령 주요 내용은 다음과 같음
- 최혜국 가격(Most Favored Nation Price) 정책 부활:** 미국인이 실제로 지불하는 약값은 일부 약물 기준으로 해외 대비 최대 10배 이상 비싸다는 점을 지적. 미국은 더 이상 같은 약을 다른 나라보다 비싸게 사지 않겠다는 원칙 강조. 다른 선진국 중 가장 낮은 약가가 기준 가격이 되며, 미국은 그에 해당하는 가격만 지불하겠다고 선언하였으며, 이를 통해 일부 약가가 59~90% 수준으로 인하될 수 있다고 주장
- 글로벌 가격 역차별 해소:** 그동안 미국이 유럽의 공공 건강보험을 보조하고 있었다고 강하게 비판. 제약사들이 유럽에서 낮은 가격을 수용하고, 미국에서 높은 가격을 책정하여 그 손해를 메우고 있는 점을 지적, 미국이 사실상 유럽의 의료비를 보조해온 구조를 시정하겠다고 경고
- 해외 국가에 무역 압박:** 유럽연합(EU) 등을 대상으로 약가 인상을 유도. 이는 제약사를 방어하기 위한 조치로, 불복시 유럽에 대한 무역보복 가능성 시사
- DTC(Direct to Consumer) 체계 구축:** 미국 내 약가 인상의 주범으로 지목된 PBM 등 중간 유통마진(Middleman) 제거. 제조회사와 환자 간 직접 판매 체계 구축 계획 발표
- 해외 약물 직수입 허용 확대:** 캐나다, 유럽 등에서 동일한 약물 저가에 수입 가능하도록 허용해 경쟁을 유도. FDA를 통한 안전성 확인 이후 직접 수입 허용을 확대할 예정
- 30일 이내 제약사와 MFN 가격 협상 개시 예정, 제약사가 자발적으로 따르지 않을 경우 연방정부 권한으로 집행**

애널리스트 코멘트: 1기보다 광범위한 내용 포함, 세부 시행안 모니터링 필요

- 2020년 7월 트럼프 대통령 1기 당시에는 미국이 선진국 중 가장 높은 약값을 지불하고 있다는 점에 주목하여, 메디케어 Part B와 D에 적용되는 약값을 OECD 최저가에 맞추는 MFN 가격 정책을 시도. 그러나 당시 제약업계 강한 반발과 법적 제재로 무산되었음
- 2기에서는 글로벌 헬스케어 시장 구조 전반이 미국에 불리하게 작동하고 있다는 인식 하에, 단순히 메디케어 약가만이 아니라 제조, 유통, 보험 등 약가를 둘러싼 전체적인 구조를 재편하는 방향으로 정책을 확대. MFN 약가 인하 정책을 재추진하면서도 PBM(중간상) 제거, DTC 체계 구축, 글로벌 가격 역전 구조에 대한 문제 제기 등 약가 책정 체계 전반에 대한 구조적 개편 의지를 드러냄
- MFN 약가 인하 정책이 실행될 경우, 글로벌 제약사들이 받는 영향의 정도는 각 기업별 제품 포트폴리오 구성 및 미국 매출 의존도에 따라 달라질 수 있지만, 전반적인 수익성 악화는 피하기 어려울 것으로 예상됨. 이에 글로벌 제약사들은 비용 절감 차원에서 CDMO(위탁생산) 활용을 늘리거나, 개발 초기 신약 기술이전을 선호하는 방향으로 전략을 조정할 가능성이 높음. 이러한 변화는 단기적으로 CDMO 기업 및 신약개발사에 기회가 될 수 있으나, 중장기적으로는 위탁 생산 단가에 대한 압박이나 고가의 혁신 신약에 대한 보수적인 가치평가로 이어질 수 있음
- 한편, 미국 판매 의약품을 보유한 국내 제약사들도 MFN 정책의 구체적인 시행 방식에 따라 영향을 받을 수 있어 지속적인 모니터링이 요구됨. 바이오시밀러의 경우, FDA 승인 절차 간소화로 개발비용 부담이 줄어드는 효과가 기대되는 반면, 약가 인하 압력 및 경쟁 심화 우려가 동시에 존재하므로 향후 시장 반응과 정책 세부 내용 변화에 주목할 필요가 있음
- 다만 이번 행정명령 실행 이후 제약 업계의 강력한 법적 대응, 로비 활동, 외교적 마찰 등 다수의 현실적 제약이 존재하며, 실제 시행까지는 일정 수준의 시간과 조정이 불가피할 전망**

보로노이 (310210)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 신규

6개월 목표주가

150,000

신규

현재주가

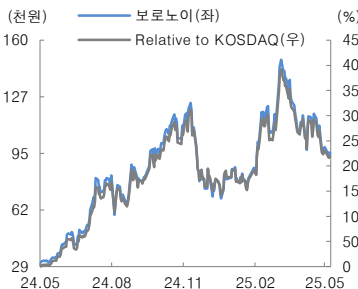
93,000

(25.05.12)

제약업종

KOSDAQ	722.52
시가총액	1,736삼억원
시가총액비중	0.46%
자본금(보통주)	9삼억원
52주 최고/최저	148,800원 / 31,150원
120일 평균거래대금	249억원
외국인지분율	4.36%
주요주주	김현태 외 5 인 39.72%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.2	-9.2	-21.3	192.7
상대수익률	-12.9	-6.7	-19.1	252.5



항암제 내성 시장의 떠오르는 다크호스

- 투자의견 매수, 목표주가 150,000원으로 커버리지 개시
- VRN11: 기대감이 높아지는 임상 결과 발표, 내성 시장 정조준
- VRN10: HER2 TKI 충분히 매력적인 파이프라인으로 추후 기술이전 기대

투자의견 매수, 목표주가 150,000원 제시

동사는 표적항암제 전문 신약개발 기업으로, 그동안 대부분의 파이프라인이 전임상 단계에 있었으나, 최근 임상 단계 파이프라인의 증가로 기술이전 가능성과 기업가치 상승 여력 확대가 기대되어, 투자의견 매수, 목표주가 15만원으로 커버리지를 개시함. 목표주가는 임상 데이터를 공개한 VRN07과 VRN11의 신약가치를 기반으로 산출. 총 기업가치는 VRN07 신약가치 1,820억원, VRN11 신약가치 2.5조원을 더하여 2.7조원으로 산정. 향후 VRN11 고용량 임상 결과 발표, VRN10 글로벌 제약사 기술이전, VRN07 중화권 기술이전 등 주요 이벤트가 가시화될 경우 파이프라인 가치가 추가적으로 상승할 가능성이 높음

VRN11: 기대감이 높아지는 임상 결과 발표, EGFR+ 내성 시장 정조준

주력 파이프라인 VRN11(EGFR 19del/L858R/C797S)은 올해 4월 AACR에서 우수한 임상 1a상 초기 데이터를 발표, 고난이도 환자군임에도 불구하고 저용량 단계부터 항암 활성이 확인되었고, 부작용도 Grade 1 정도의 경미한 수준에 그친 점이 매우 고무적임. 동시에, C797S 및 unknown 변이 환자에서 의미 있는 효능을 확인. 연내 고용량 코호트 임상 결과 발표 예상. 고용량 투여군에서 효능 개선 및 안전성 결과가 유지될 경우, 추후 화학항암제와의 병용 전략에서 차별화된 경쟁력을 확보할 수 있을 것으로 기대됨

VRN10: HER2 TKI 충분히 매력적인 파이프라인

VRN10(HER2) 최근 글로벌 임상 1상에 진입하였으며, 뇌전이 동물모델에서 경쟁 약물 대비 우수한 항암 효능을 확인한 바 있음. 추후 전임상 결과 및 임상 초기 데이터를 기반으로 기술이전 기대. VRN07(EGFR Exon20ins)은 임상 1상에서 전임상 결과를 성공적으로 재현하여, 동사의 약물 설계 역량, 비임상 효능 검증, 임상 재현성까지 일관되게 입증되며 후속 파이프라인에 대한 신뢰를 높임

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 삼억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	0	0	0	0	0
영업이익	-31	-36	-43	-44	-44
세전순이익	-36	-33	-41	-42	-42
총당순이익	-37	-33	-41	-42	-42
자배분순이익	-37	-33	-41	-42	-42
EPS	-2,307	-1,818	-2,248	-2,268	-2,289
PER	NA	NA	NA	NA	NA
BPS	5,093	3,703	3,441	2,267	801
PBR	10.6	21.6	27.4	41.6	117.8
ROE	-63.8	-44.1	-63.7	-79.5	-149.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배분 기준으로 산출
자료: 보로노이, 대신증권 Research Center

시프트업 (462870)

이재은

jeeeun.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

73,000

하향

현재주가

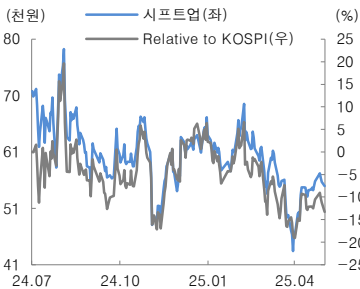
54,600

(25.05.12)

다지털컨텐츠업종

KOSPI	2607.33
시가총액	3,193십억원
시가총액비중	0.15%
자본금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	78,300원 / 43,350원
120일 평균거래대금	113억원
외국인지분율	37.76%
주요주주	김형태 외 7 인 42.82% ACEVILLE PTE. LTD. 34.76%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.2	-13.6	-4.0	0.0
상대수익률	10.3	-15.6	-8.6	0.0



니케 중국 기대감 선반영, 신작 흥행 확인 필요

- 1Q 실적 컨센 부합. 니케의 비수기 영향과 스텔라블레이드의 출시 효과 소멸
- TP 하향. 중국 신작의 반영 일수 조정 및 스텔라블레이드의 스팀 판매량 하향 조정
- 니케 중국 출시 D-10. 기대감 높은 만큼 기대치 미충족 시 밸류 부담 부각 가능

투자의견 매수, 목표주가 73,000원으로 기존 대비 8.8% 하향 조정

12MF EPS 2,823원에 Target PER 26배 적용. Target PER은 당사의 높은 hit ratio, 중국 신작 출시 모멘텀 등을 반영하여 peer 대비 30% 할증. TP 하향은 2025년 중국 신작의 반영 일수 일부 조정 및 '스텔라블레이드'의 스팀 판매량 하향 조정 영향

무난한 1분기 실적, 니케의 비수기 영향과 스텔라블레이드의 출시 효과 소멸

1Q25 매출 422억원(YoY 13%, QoQ -34%), 영업이익 263억원(YoY 1%, QoQ -43%) 기록. 컨센서스 대비 매출, 영업이익 모두 부합하는 실적 기록

1) '승리의 여신: 니케' 매출 323억원(YoY -11%, QoQ -24%) 기록. 2월 에반게리온 콜라보 업데이트에도 불구하고, 비수기 영향으로 2주년 업데이트가 있었던 전분기대비 매출 감소. 2) '스텔라 블레이드' 매출 70억원(QoQ -64%) 기록. 출시 효과 소멸 및 스팀 버전 공개를 앞두고 판매량은 감소세 지속 중인 것으로 판단. 영업비용은 특이사항 없으며, 인건비는 전분기와 유사한 98억원 기록

니케 중국 흥행 성과, 시장 기대치 미충족 시, 신작 공백 + 밸류 부담 부각

중국에서 '승리의 여신: 니케' 사전 예약이 시작된 지 약 4개월 차, 출시 열흘을 앞두고 사전 예약자수는 회사의 목표치인 800만명 이상 달성. 3월 말 본격적인 마케팅 이후 예약자 수는 꾸준히 증가. 당사는 2025년 일평균 매출 약 8억원으로 추정. 6월 스팀 출시 예정인 '스텔라블레이드'는, PS5에서의 판매량 및 스팀 사전 지표 등을 고려하여, 2025년 예상 판매량을 240만장→150만장으로 조정. 그동안 PS5 독점작들이 스팀 출시 이후, PS5 판매량을 넘어서지 못했던 점을 감안하면, 신작 기대감이 주가에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단

동사의 2025년 매출 시장 기대치는 약 2,900억원(YoY +29%, + 약 700억원) 수준. '승리의 여신: 니케'의 글로벌 버전과 '스텔라블레이드'의 스팀 성과가 2024년과 유사한 수준으로 유지된다고 가정할 경우, '승리의 여신: 니케'의 중국 성과에 대한 시장 기대치는 매출 약 700억원 수준. 이는 총매출로 약 2,300~2,800억원(RS 25~30% 가정)수준이며, 일매출 약 10~13억원 수준. 출시 직후 긍정적인 매출 순위가 확인되더라도 시장 기대치를 초과하는 흥행 성과가 유지되지 못할 경우, 이후 신작 공백기, 경쟁사 대비 부담스러운 밸류에이션 부각될 것으로 예상. 트레이딩 전략으로 접근할 것을 추천

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	37	63	36	42	13.0	-33.5	41	91	0.0	114.7
영업이익	26	46	22	26	1.2	-43.1	26	65	0.0	148.5
순이익	25	60	24	50	100.7	-16.7	24	81	0.0	64.1

자료: 시프트업, FnGuide, 대신증권 Research Center

SK텔레콤

(017670)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

67,000

하향

현재주가

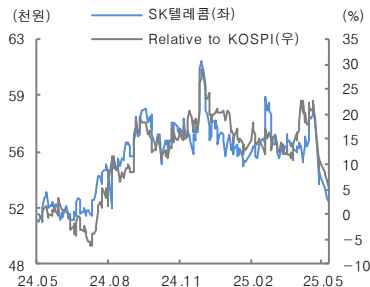
52,200

(25.05.12)

통신서비스업중

KOSPI	2607.33
시가총액	11,212십억원
시가총액비중	0.52%
자본금(보통주)	31십억원
52주 최고/최저	61,500원 / 50,900원
120일 평균거래대금	340억원
외국인지분율	42.41%
주요주주	SK 외 8 인 30.59% 국민연금공단 8.37%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.6	-6.8	-8.3	-0.4
상대수익률	-13.8	-8.9	-12.6	4.2



무너진 신뢰를 배당으로 만회

- 1Q25 매출 4.5조원(-1% yoy), OP 5.7천억원(+14% qoq)
- 낮은 무선 성장, 견조한 B2B 성장, 비용 컨트롤. 다만, 유심사태가 변수
- 당사 추정 25년 이익 영향은 약 2천억원. 5~6월 모집 중단 가정시

투자의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 67,000원으로 13% 하향

목표주가는 25E EPS 5,173원에 PER 13배 적용. 최근 5년 통신업 평균(KT, LGU+ 기준)에 30% 할증 적용

1Q25 Review: 예상 수준의 실적, B2B 성장

매출 4.5조원(-1% yoy, -1% qoq), OP 5.7천억원(+14% yoy, +123% qoq)
별도 OP 4.8천억원(+11% yoy), SKB OP 960억원(+23% yoy)

분야별 매출. 무선 2.7조원(-0.1% yoy, +0% qoq), B2C(초고속, IPTV 등) 7.7천억원(+2% yoy), B2B(IDC, Cloud, 전용회선 등) 3.5천억원(+2% yoy)

마케팅비 6.9천억원(-4% yoy, -8% qoq). 매출 대비 21.8%로 5G 도입 이후 평균인 25%를 하회. 감가비 6천억원(-1% yoy, +1% qoq). 매출 대비 18.8%로 5G 도입 이후 평균인 20.7%를 하회. 마케팅비와 감가비에 대한 부담은 지속 완화 중

SKB는 DC 중심의 B2B 사업 성장으로 지난 4Q 분기 이익 1천억원 달성 후 이번 분기도 1천억원 수준 달성

유심사태로 인한 25년 이익 감소 영향은 약 2천억원

1Q25까지의 실적은 당사 전망대로 낮은 무선 성장에도 불구하고 DC를 중심으로 한 B2B의 견조한 성장과 마케팅비 및 감가비의 안정화로 이익 개선

다만, 이번 유심사태로 인해 25년 실적 추정은 영업이익 약 2천억원 하향 조정

신규 모집 중단을 6월말까지로 가정, 약 100만명 이탈을 가정했을 경우 매출 감소 2.1천억원, 모집 중단에 따른 비용 감소 500억원, 유심 교체 비용 400억원 반영

신규 모집 재개 시점 및 일평균 이탈 고객 수 등이 매우 가변적이고, 위약금 면제 여부와 과징금 부과 여부 등도 아직 정해진 바가 없기 때문에, 실적 추정의 변동성은 25년 하반기까지 지속될 것으로 전망

실적 추정의 변동성은 커졌지만, 주주환원 전망은 기존 대로 유지

SKT는 연결 당기순이익의 50% 이상의 배당 정책을 제시하고 있지만, 이전까지는 정액배당 정책이었고 배당의 역성장은 없었기 때문에, 배당 성향과 무관하게 최소 24년 수준의 DPS는 유지 전망. 당사 추정 25E DPS 3,540원

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25			2Q25				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	4,475	4,512	4,534	4,454	-0.5	-1.3	4,504	4,434	0.3	-0.4
영업이익	498	254	559	567	13.8	123.3	535	503	-6.4	-11.3
순이익	353	291	366	364	3.2	25.3	342	290	-14.0	-20.4

자료: SK텔레콤, FnGuide, 대신증권 Research Center

DL
(000210)

위정원

jungwon.weee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

50,000

유지

현재주가

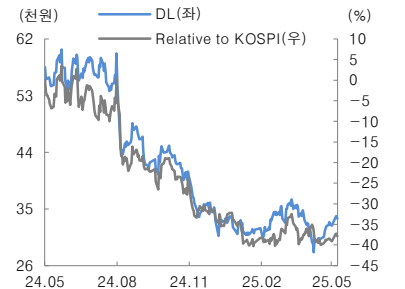
33,450

(25.05.09)

화학업종

KOSPI	2577.27
시가총액	734십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	105십억원
52주 최고/최저	60,300원 / 28,150원
120일 평균거래대금	16억원
외국인지분율	14.41%
주요주주	대림 외 5 인 49.34% 국민연금공단 10.66%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.8	6.2	-7.0	-38.6
상대수익률	5.8	3.9	-7.5	-35.4



공급과잉 산업 내 모범답안

- 1Q25 OP 1,054억원으로 당사 추정치(757억원) +39.2% 상회
- 300억원 규모의 신규 mLLDPE 라이선스 추가 수익 발생(24년 500억원 이상)
- Kraton 수익성 개선, POE 용도처 다변화로 하반기 추가적인 이익 개선흐름 전망

투자의견 매수, 목표주가 50,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. DL케미칼(연결) 2.8조원, DL에너지 1.6조원

1Q25 Review: mLLDPE 라이선스 판매로 기대치 상회

전사차원 OP 1,054억원으로 당사 추정치 757억원을 +39.2% 상회. KRATON 영업이익 33억원으로 흑자전환한 가운데, DL케미칼 OP 434억원으로 추정치 (210억원) 대폭 상회. DL케미칼 폴리부텐(1Q25 수출입가격 1746.5달러/톤, YoY +0.8%) 판매량 증가로 견조한 이익기여 지속. 단, 태양광용 POE 판매량 회복세 보였으나 판가 부진 및 범용 PE 적자 지속되며 이익 기여는 미미.

동분기 mLLDPE 라이선스 판매 수익 약 150억원 발생. 전년도 500억원 이상의 이익기여를 한데 이어, 신규 업체형 300억원 규모의 계약 체결로 하반기 추가적인 이익 발생 예정. 동사는 연초 라이선스 판매 전담팀 신설 등 해당 사업 본격화 중. 또한 라이선스 판매에 따른 일시적 수익 인식 외에 제품 생산을 위한 촉매 판매 등 부수적 수입 지속적 발생 가능.

KRATON 영업이익 33억원으로 당사 추정치 36억원과 유사한 실적 기록. 폴리머, 케미칼부문 모두 흑자전환. 폴리머부문 HSBC 스프레드 개선(QoQ +23.6%)된 가운데 가동률 정상화(4Q24 60%→1Q 90%)에 따른 고정비 감소로 흑자전환. 케미칼부문 TOFA 판가 약보합세 지속되었으나, 전분기 CTO 가격 급락(4Q24 QoQ -22.5%)에 따른 래깅효과로 스프레드 개선. 기타 Cariflex OP 91억으로 신규공장 가동에 따른 초기비용에도 불구하고 YoY +30% 이익개선.

2H25 DL케미칼(연결) 예상 OP 1,547억원으로 상저하고 흐름 전망

동사의 25년도 영업이익 상저하고 흐름 전망. [KRATON] 1) 계절적 성수기 진입에 따른 폴리머 주요 제품 판매량 증가, 2) 케미칼 TOFA 제품 역래깅 소멸에 따른 스프레드 개선으로 상반기대비 수익성 개선 전망. [DL케미칼] POE 용도처 다변화로 수익성 개선 진행중. 동사는 금번 실적발표에서 태양광 외 타 용도 POE 판매 비중확대(10%→30%)를 언급. mLLDPE(1Q 평균 1,139달러/톤) 대비 태양광용 POE 가격 프리미엄 200~300달러인 반면, 타 용도 판가 태양광 대비 100달러 이상 우위. 동사가 제시한 POE 판매량 목표치 16만톤으로 전년대비 +40% 이상 증가 가정 시 POE 이익기여도 재차 상승 기대.

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25		2Q25			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정 YoY QoQ
매출액	1,404	1,297	1,462	1,387	-1.2	6.9	1,448	1,353 -9 -2.5
영업이익	172	-24	76	105	-38.9	흑전	69	62 -56 -40
순이익	23	55	-16	-9	적전	적전	-16	-96 적전 적지

자료: DL, FnGuide, 대신증권 Research Center

클래시스 (214150)

한승협

songhyeop.han@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

74,000

유지

현재주가

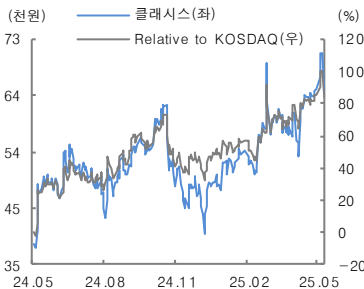
64,400

(25.05.12)

의료 장비 및 서비스 업종

KOSDAQ	725.4
시가총액	4,219십억원
시가총액비중	1.13%
자본금(보통주)	7십억원
52주 최고/최저	70,700원 / 40,050원
120일 평균거래대금	222억원
외국인지분율	73.47%
주요주주	BCPE Centur Investments, LP 외 2 인 72.95%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.2	26.5	40.9	35.6
상대수익률	-0.1	30.0	38.0	61.5



주가가 빠질 실적은 아닌데..

- 매출 771억(+53%), OPM 50%, 합병 시너지와 고마진 소모품 믹스 증명
- 25년은 대형시장(미국, 유럽) 진출 원년. 2Q MPT, 볼뉴머 유럽 진출
- 2분기 이후 실적 QoQ로 성장 전망. 향후 가이던스 상향 가능성도 존재

투자의견 매수(Buy), 목표주가 74,000원 유지

목표주가는 2025F 추정 EPS 2,240원에 목표 PER 33.1배 적용. 과거 성장기 (2021~2022년) 12mF PER 상단 (약 30.1배)에 5% 할증. 이는 대형 시장(미국·유럽) 진출에 따른 고성장과 소모품 중심의 고수익 구조를 반영

연간 가이던스 (3,400~3,600억원) 대비 22%를 비수기에 조기 달성. 1분기 소모품 매출 비중 52% 수준으로 OPM 50%대가 지속 가능하며, 향후 EU MDR 허가 및 미국 KOL 전략 본격화되면 가이던스 상향 가능성도 존재. 실적 추정치가 상향될 경우 멀티플 재조정 없이도 목표주가 추가 상향이 가능하므로 현 목표주가에 대한 밸류에이션 부담 제한적

1Q25 Review: 비수기에도 컨센서스 상회 → 분기별 QoQ 성장 지속

1Q25 매출 771억원(YoY+53%), 영업이익 388억원(YoY+46%, OPM 50.3%) 기록. 당사 추정치 및 컨센서스를 소폭 상회하는 호실적

소모품 405억(QoQ+17%): 슈링크 유니버스 카트리지 리뉴얼 효과와 볼뉴머 유사 팁 교체 주기 도래로 사용량 확대. 2Q~4Q 꾸준히 성장 기대

장비 355억(QoQ-7%): 전분기 볼뉴머 론칭 심포지움 등으로 장비 출고량이 높았던 점이 기저효과로 작용. 향후 리팻 및 MnRF 신제품도 기대 요인

합병 관련 유무형상각비 26억원 반영한 판관비는 225억원 수준. 미국 및 유럽 학회 집중 집행 영향으로 광고선전비 비중 소폭 증가

2025 Preview: 2Q 유럽 허가, 3Q 신제품, 4Q 소모품 스노우볼

2025년 매출액 3,521억원(YoY+45%), 영업이익 1,796억원(YoY+47%, OPM 51%) 기대. 2Q25부터 MPT·볼뉴머가 EU MDR을 받아 유럽 판매를 시작하고, 미국은 이미 공급 중인 볼뉴머를 핵심 KOL 중심으로 연 300대 수준 설치. 3Q에는 이루다 MNRF·리팻 신제품이 더해져 장비 매출이 확대되고, 4Q부터는 설치 누적 효과로 소모품 매출 가속화 될 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25		2Q25			
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	50	74	74	77	53.1	3.6	74	83	40.9	7.3
영업이익	27	36	36	39	46.3	8.3	36	42	33.9	7.7
순이익	26	29	30	32	21.0	9.9	30	37	37.5	15.8

자료: 클래시스, FrGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	180	243	352	434	575
영업이익	90	122	180	222	289
세전순이익	94	128	192	232	291
총당기순이익	74	98	153	183	229
지배지분순이익	74	98	153	183	229
EPS	1,146	1,517	2,342	2,800	3,503
PER	32.9	31.4	30.1	25.2	20.2
BPS	4,377	7,037	9,018	11,568	14,831
PBR	8.6	6.8	7.1	5.6	4.3
ROE	28.9	26.5	29.4	27.2	26.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 클래시스, 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.