Daishin 증권

2025년 10월 16일 목요일

Morning Meeting Brief

Strategy

[퀀틴전시 플랜] QT 종료 기대 & 미중 갈등 낙관적 해석, 또다시 사상최고치

- 유동성 기대감 유입, 미국 연준의 양적긴축 종료 임박 시사
- 협상카드를 쌓는 미국과 중국, 조정 시 저가 매수세 유입 반복
- 신 정부의 세 번째 부동산 대책, 자본시장 개선 의지 표명

정해창. haechang.chung@daishin.com

REITs

K-REITs Guide Book 4Q25, 국내 리츠 대표 종목

- 현재 국내 리츠 평균 배당수익률은 12개월 fwd 기준 7.3%이며, KRX 리츠 TOP10 지수는 +7.4%(YTD) 상승해 코스피 대비 언더퍼폼
- 펀더멘탈은 긍정적인 상황. 임대수익의 견조한 성장세 및 금리 하락에 따른 비용 감소 추세. 실적 개선 및 배당 성장 본격화 기대
- 주요 이슈: 유상증자(이지스밸류, NH올원), 신규 자산 편입(SK, ESR, 코라인, NH프라임), 리파이낸싱 통한 이자비용 절감(롯데, 한화) 등

이혜진. Hyejin1.lee@daishin.com

산업 및 종목 분석

[3Q25 Preview] 한미약품: 실적 안정화 속 신약 성과 가시화

- 3Q25 연결 매출 3,714억원(+2.6%yoy), 영업이익 587억원(+15%yoy)
- 고마진 품목 성장과 북경한미 회복으로 이익 개선 기대
- 핵심 파이프라인 성과 가시화, 투자의견 매수, 목표주가 상향

이희영. heeyoung.lee@daishin.com

[3Q25 Preview] 삼성바이오로직스: 풀가동 국면 진입

- 3Q25 연결 매출 1.64조원(+38%yoy), 영업이익 5,982억원(+76.7%yoy)
- 3Q25 Preview: 4공장 풀가동 효과로 호실적 전망
- 10/10 미국 생물보안법 통과, CDMO 탈중국화 수혜 기대

이희영. heeyoung.lee@daishin.com

[3Q25 Preview] KT&G: 궐련이 이끌 성장

- 3Q25 컨센서스를 상회하는 호실적 전망
- 해외 궐련의 ASP 및 수량이 모두 두자릿수 증가 예상
- 본업 경쟁력 강화 및 적극적인 주주환원으로 균형 잡힌 성장 전략 지속

정한솔. hansol.jung@daishin.com

Strategy

QT 종료 기대 & 미중 갈등 낙관적 해석, 또다시 사상 최고치

Strategist Jr. 정해창
haechang.chung@daishin.com

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

- 유동성 기대감 유입, 미국 연준의 양적긴축 종료 임박 시사
- 협상카드를 쌓는 미국과 중국, 조정 시 저가 매수세 유입 반복
- 신 정부의 세 번째 부동산 대책, 자본시장 개선 의지 표명

유동성 기대감 유입, 미국 연준의 양적긴축 종료 임박 시사

– 파월 연준 의장은 전일 연설에서 양적 긴축(채권 보유 규모 축소 프로그램) 종료 시점이 가까워지고 있다고 시사. 은행 시스템의 충분한 지준금 수준을 목표, "앞으로 몇 달 안에 그 지점에 도달할 수 있다"며 중요한 유동성 변화를 예고

– 경제 데이터 부재에도 불구하고, 연준이 보유한 데이터는 9월 FOMC 이후 고용과 물가 전망이 크게 달라지지 않았다고 언급. 이는 신중한 태도를 견지하면서도 추가 인하 가능성을 열어둔 것으로 판단

– 파월 발언 이후 금융시장에 유동성 기대감이 유입되며 채권금리 하락, 달러인덱스도 98.8선으로 레벨 다운되었고, 전일 야간 1,430원선을 돌파했던 달러–원 환율도 1,420원 선까지 하락안정

협상카드를 쌓는 미국과 중국, 조정 시 저가 매수세 유입 반복

– 전일 중국의 제재 리스트에 포함된 한화오션 자회사들의 중국 익스포져와 공급망 의존 실효성이 제한적이라는 평가. 중국의 위협은 실질적 제재보다는 구두 압박 및 불만 표출 수준으로 해석

– 반격으로 나온 트럼프 대통령의 중국 대두 수입 중단 관련 압박 및 식용유 등 기타 물품의 수입 제한 경고 역시 치명적이지 않은 수준에서 수위 조절. USTR 대표는 트럼프–시진핑의 APEC 정상회담을 재차 확인. 이러한 미국과 중국의 공방전은 APEC 정상회의를 앞두고 주도권을 잡으려는 전략적 압박 카드로 관측

– 중국 위협에 하락한 조선/방산과 함께 원자력 상승. 가격부담이 있었던 주도주의 조정 시 매수심리 강화

– **조선&방산**: 한화시스템(+3.7%), 한화오션(+1.9%), 현대로템(+5.7%)

– **원자력 발전**: 두산에너빌리티(+9.4%), 효성중공업(+12.0%), 산일전기(+11.1%)

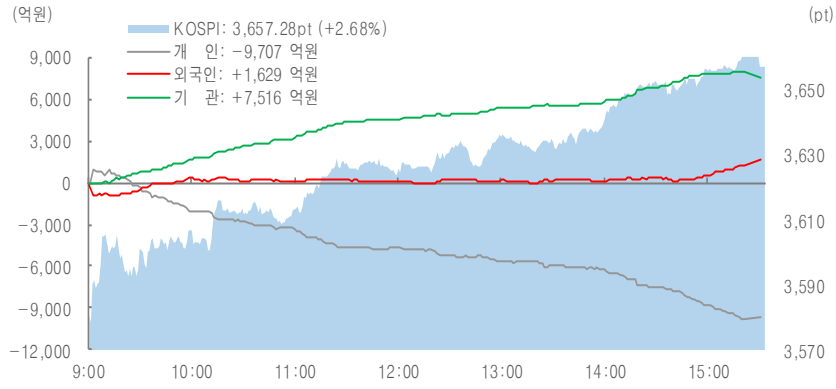
신 정부의 세 번째 부동산 대책, 자본시장 개선 의지 표명

– 이재명 정부는 6/27, 9/7에 이어 10/15 세번째 부동산 대책을 발표.

– 규제지역(투기과열지구, 토지거래허가구역) 확대와 대출규제 강화. 부동산에서 주식시장으로의 자금 이동을 유도하여 자본의 성장 기여도를 높이겠다는 신정부의 정책 의지를 재차 확인

– **금융/지주**: KB금융(+4.3%), 신한지주(+4.0%), 한국금융지주(+6.7%) 등

KOSPI 투자주체별 수급 및 장중흐름



자료: 대신증권 Research Center

REITs

K-REITs Guide Book, 4Q25
국내 리츠 대표 종목

REITs Analyst 이혜진
Hyejin1.lee@daishin.com

- 현재 국내 리츠 12개월 fwd 평균 배당수익률 7.3%, KRX리츠 TOP10 지수 +7.4%(YTD)
- 긍정적인 펀더멘탈. 임대수익의 견조한 성장세 및 금리 하락에 따른 비용 감소 추세
- 주요 이슈: 유상증자, 신규 자산 편입, 리파이낸싱을 통한 이자비용 절감 등

K-REITs Market

현재 국내 리츠 평균 배당수익률은 12개월 fwd 기준 7.3%. 코스피 연초 대비 +48.5% 상승했으나, KRX 리츠 TOP10 지수는 +7.4% 상승에 그치며 저조한 성과 기록. 정책 모멘텀의 수혜가 제한적이었던 점이 투자 수요 위축의 가장 큰 원인.

다만 펀더멘탈은 긍정적. 부동산 임대 매출의 견조한 성장세 및 금리 하락으로 조달 비용 부담 감소 추세. 매출 증가와 비용 감소가 맞물리며 실적 개선 본격화 및 배당 성장 사이클 진입. 실물 시장의 거래 회복세도 NAV 개선 요인으로 작용

국내 리츠 대표 종목

SK리츠: 외형은 쑥쑥, 배당은 쏙쏙 (12개월 fwd 배당수익률 5.3%)

- 시가총액 및 자산 규모 모두 국내 리츠 최대 수준. 그룹 계열사와의 장기/책임 임대차 계약을 통한 안정적인 임대수익 창출. SKT와 SK플래닛이 사옥으로 사용 중인 SK 판교 오피스 편입 예정. 연면적 약 15,000평 규모의 프라임 오피스로, 매입가는 3,607억 원. 유상증자 없이 차입만으로 매입할 계획

롯데리츠: 배당 성장 사이클, 지금부터 시작 (12개월 fwd 배당수익률 7.0%)

- 25년 예상 연간 DPS는 240원, 26년은 271원. 금리 하락에 따른 이자비용 감소와 임대수익 상승이 맞물려 본격적인 장기 배당성장 사이클 진입. 연 평균 10% 배당 성장 기대. 8월 800억 원, 10월 500억 원 규모의 회사채 발행. 차입금리는 각각 2.885%, 3.097%로 이자비용 절감. 선배당 후투자 구조 도입으로, 배당금 확정 후 투자 결정 가능해져 배당 예측 가능성 확대

ESR켄달스퀘어리츠: Capital Recycling은 계속된다 (12개월 fwd 배당수익률 6.2%)

- Capital Recycling을 통한 포트폴리오 성장 전략. 올해 진행한 자산 매입/매각은 1) 1,341억 원 규모의 유상증자를 통한 천안 물류센터1 매입, 2) 스폰서로부터 이천 물류센터9 매입, 3) 이천 물류센터4 매각 예정. 보유 자산 평균 임대율은 98.2%로, 물류시장 자산별, 세부 입지별 임대 수요 양극화 지속

신한알파리츠: 명실상부, 국내 대표 오피스 리츠 (12개월 fwd 배당수익률 6.4%)

- 25년 상반기 전체 연면적의 10%에 대해 신규 및 재계약 체결 완료한 결과, 평균 E.NOC는 +30.7% 상승. 그레이츠판교의 주요 임차인인 현대제철과 임대차 재계약 체결 완료. 판교 인근 프라임 오피스 평균 NOC(33~34만 원) 수준 반영하면서 NOC는 약 +50% 상승. 향후 오피스 공급 과잉 우려에 따라, 주요 임차인과의 조기 재계약을 통해 공실 리스크에 선제적으로 대응

한화리츠: 낮아진 금리, 이제는 회복의 시간 (12개월 fwd 배당수익률 6.8%)

- 차입금 조기 리파이낸싱을 통한 이자비용 절감. 9월 장교동 한화빌딩 차입금 4,216억 원에 대해 조기 리파 완료. 차입금리는 고정 3.9%(1,000억 원) 및 변동 CD+1.25%(3,216억 원)으로, 평균 금리는 1년 전 대비 -99bp 하락. 고금리 시기인 23년 3월 상장한 리츠로, 가중 평균 차입금리는 5.6%에서 3.6%로 상장 당시 대비 -200bp 하락

삼성FN리츠: 안정성을 넘어, 수익성을 찾아서 (12개월 fwd 배당수익률 6.2%)

- 25년 신규 임차인 유치 및 기존 임대차 개선으로 평균 E.NOC +8.67% 상승. 리츠 실적 개선에 따라 목표 배당수익률을 기존 5.35%에서 5.50%로 상향 조정 제시. 삼성생명의 잠실빌딩 매각 계획에 따라 우선매수협상권을 활용해 자산 신규 편입 검토. 예상 자산 매입가는 2천 억 원대로, 편입 완료 시 AUM 1조 원 상회 예정

Earnings Preview

한미약품 (128940)

실적 안정화 속 신약 성과 가시화

- 3Q25 연결 매출 3,714억원(+2.6%yoy), 영업이익 587억원(+15%yoy)
- 고마진 품목 성장과 북경한미 회복으로 이익 개선 기대
- 핵심 파이프라인 성과 가시화, 투자의견 매수, 목표주가 상향

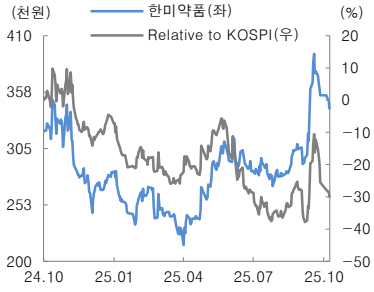
이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	450,000 상향
현재주가 (25.10.14)	342,000
	제약업종

KOSPI	3561.81
시가총액	4,381십억원
시가총액비중	0.20%
자본금(보통주)	32십억원
52주 최고/최저	393,000원 / 215,000원
120일 평균거래대금	243억원
외국인지분율	13.66%
주요주주	한미사이언스 외 4 인 50.57% 국민연금공단 11.29%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.5	22.1	42.2	5.4
상대수익률	10.1	9.8	-1.9	-22.4



투자의견 매수, 목표주가 450,000원(+18.4%) 상향

동사는 분기별 실적 회복세와 함께 R&D 모멘텀이 가시화되고 있음. 비만치료제 에페글레나타이드(GLP-1)는 연말 국내 임상 3상 탑라인 결과 확인이 예상되며, 26년 하반기 상업화가 가능할 전망. 축적된 안전성 데이터와 합리적 가격 경쟁력을 기반으로 국내 시장 점유율 최대 25% 달성을 가정하였으며, 이에 따라 신약가치 2,460억원을 신규 반영함

머크에 기술이전한 MASH 치료제 에피노페그듀타이드는 연내 임상 2상 종료 후 26년 상반기에 결과 발표가 예상되며, 3상 진입 가능성이 높아 성공 확률을 15.1%에서 52.4%로 상향, 신약가치도 9,450억원으로 조정함. 이를 반영하여 총 기업가치를 5조 7,745억원으로 추정함

동사의 핵심 파이프라인 성과가 가시화되면서 투자심리 회복과 주가 재평가가 기대되어 목표주가 상향 및 투자의견 매수를 유지함

R&D 타임라인: 1) 연말 에페글레나타이드 임상 3상 탑라인 결과 발표, 2) 연말 에피노페그듀타이드(MASH) 임상 2b상 완료, 내년 초 데이터 발표 예정

3Q25 Preview: 고마진 품목 성장과 북경한미 회복으로 이익 개선 기대

연결 매출 3,714억원(+2.6% yoy), 영업이익 587억원(+15.2% yoy), OPM 15.8% 전망. 매출은 API 수출 감소로 컨센서스 소폭 하회하나, 영업이익은 북경한미 정상화, 고마진 ETC 품목 성장, 엔서큐다 기술이전 계약금 수령으로 컨센서스 부합 예상. 별도 매출 2,708억원(-2.1% yoy), 영업이익 397억원(+26.8 yoy), OPM 14.7% 전망. 북경한미 매출 969억원(+15.0% yoy), 영업이익 200억원(+33.1% yoy), OPM 20.6% 전망. 중국 정부의 집중구매 제도 영향이 적은 품목 중심으로 영업 전략을 수립하였으며, 신규 품목 도입 및 자체 제품 확대도 추진중임에 따라 3분기 실적 정상화 기대. 한미정밀화학 매출 294억원(+1.1% yoy), 영업이익 -2억원(적자전환) 전망. 세파계 항생제 경쟁 심화로 매출 성장 제한적이나, CDMO 비중 증가로 연간 흑자 전환 기대

(단위: 십억원, %)

구분	3Q24	2Q25	3Q25(F)					4Q25		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	362	361	413	371	2.6	2.8	398	429	22.1	15.6
영업이익	51	60	61	59	15.2	-2.8	60	62	102.8	5.1
순이익	31	39	43	41	31.4	5.3	43	33	흑전	-19.3

자료: 한미약품, FnGuide, 대신증권 Research Center

Earnings Preview

삼성바이오로직스 (207940)

풀가동 국면 진입

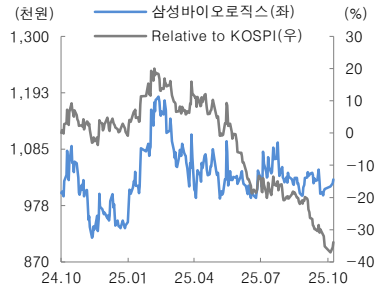
이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	1,300,000 유지
현재주가 (25.10.14)	1,027,000
	제약업종

KOSPI	3561.81
시가총액	73,096십억원
시가총액비중	3.31%
자본금(보통주)	178십억원
52주 최고/최저	1,185,000원 / 916,000원
120일 평균거래대금	763억원
외국인지분율	12.88%
주요주주	삼성물산 외 4 인 74.32% 국민연금공단 6.68%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.1	-1.4	-1.1	-0.9
상대수익률	-5.7	-11.4	-31.8	-27.0



- 3Q25 연결 매출 1.64조원(+38%yoy), 영업이익 5,982억원(+76.7%yoy)
- 3Q25 Preview: 4공장 풀가동 효과로 호실적 전망
- 10/10 미국 생물보안법 통과, CDMO 탈중국화 수혜 기대

투자의견 매수, 목표주가 1,300,000원, 최선호주 유지

동사의 주가는 1) 견조한 실적, 2) 정책 불확실성 완화, 3) 대규모 수주 확보에도 불구하고 상승이 제한적이었음. 이는 인적분할을 앞두고 매매거래 정지(10/31-11/21) 및 재상장(11/24) 일정에 따른 단기 유동성 제약과 분할 후 주가 변동성 우려로 투자심리가 위축 영향으로 판단됨. 다만, 3분기에는 4공장 풀가동 효과로 호실적이 예상되며, 연내 추가 수주 및 6공장 착공 가시화 등 긍정적 모멘텀이 여전히 유효함. 분할 완료 이후 이벤트 리스크 해소와 함께 실적, 수주, 증설 모멘텀이 주가에 본격 반영될 것으로 전망하며, 업종 내 최선호주 의견 유지

3Q25 Preview: 4공장 풀가동 효과로 호실적 전망

[3Q25 연결] 매출액 1조 6,409억원(+38.2% yoy), 영업이익 5,982억원 (+76.7% yoy), OPM 36.5%로 컨센서스 상회 전망. [별도] 매출액 1조 2,726억원(+19.3% yoy), 영업이익 5,967억원(+34.2% yoy), OPM 46.9% 전망. 4공장이 성공적으로 풀가동에 도달하며 호실적이 예상됨. 이에 1-4공장 모두 풀가동 상태 진입. [에피스] 매출액 4,049억원(+22.6% yoy), 영업이익 911억원(+34.2% yoy), OPM 22.5% 전망. 스텔라라bs 미국 Private Label 출시와 솔리리스bs 미국 출시 마일스톤 약 350억원 수령하며 호실적 전망. 7월 미국 PBM Express와 CVS와 스텔라라BS의 Private Label 계약을 맺음. 해당 계약은 미국 PBM 두 곳과 동시에 맺은 첫 사례로 두 유통사 점유율은 57%에 달해 매출 성장에 기여할 것으로 기대됨

미국 생물보안법 통과, CDMO 탈 중국화 수혜 기대

10월 10일 미국 상원이 생물보안법(Biosecure Act)을 포함한 국방수권법(NDAA, S.2296)을 통과시킴. 법안은 조정 및 대통령 서명 절차만 남았으며, 1260H 리스트(중국군 연계 기업 명단)에 포함된 기업의 미국 내 보조금, 대출, 조달, 계약 참여를 전면 금지함. 현재 BGI, MGI 등 유전체 분석 기업이 지정되어 있으나, 중국계 CDMO인 Wuxi Biologics와 Wuxi Apptec도 향후 포함 가능성이 높음. 법안에는 5년의 유예기간이 부여되어 단기 충격은 제한적이나, 신규 수주부터 중국 CDMO 배제가 의무화되면서, 글로벌 제약사의 생산 포트폴리오가 비중국권으로 재편될 전망이며, 동사는 핵심 대체 생산기지로 직접 수혜가 예상됨

(단위: 십억원, %)

구분	3Q24	2Q25	3Q25(F)					4Q25		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,187	1,290	1,633	1,641	38.2	27.2	1,551	1,584	26.1	-3.5
영업이익	339	476	578	598	76.7	25.8	505	539	65.4	-9.9
순이익	264	324	442	460	74.0	41.9	368	459	42.9	-0.2

자료: 삼성바이오로직스, FnGuide, 대신증권 Research Center

Earnings Preview

KT&G (033780)

궐련이 이끌 성장

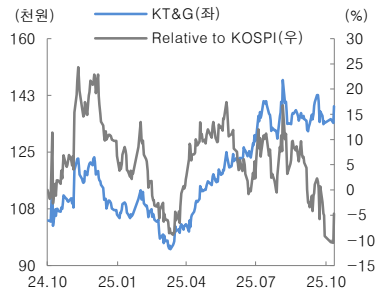
- 3Q25 컨센서스를 상회하는 호실적 전망
- 해외 궐련의 ASP 및 수량이 모두 두자릿수 증가 예상
- 본업 경쟁력 강화 및 적극적인 주주환원으로 균형 잡힌 성장 전략 지속

정한솔
hansoljung@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	170,000 유지
현재주가 (25.10.14)	139,100
	음식료업종

KOSPI	3561.81
시가총액	16,674십억원
시가총액비중	0.75%
자본금(보통주)	928십억원
52주 최고/최저	147,200원 / 95,000원
120일 평균거래대금	447억원
외국인지분율	41.19%
주요주주	국민연금공단 8.30% First Eagle Investment Management, LLC 8.16%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.0	-1.1	30.5	29.6
상대수익률	-0.8	-11.1	-10.0	-4.5



투자의견 BUY, 목표주가 170,000원 유지

3Q25 기저부담에도 해외 궐련 ASP 및 수량 두자리수 성장과 NGP 디바이스 공급이 정상화되며 해외 디바이스 매출 증가 예상. 해외 생산 현지화 및 제품 믹스 개선을 통해 수익성 개선도 이뤄내며 글로벌 시장에서의 본업 경쟁력 강화 지속. 지난 9월 알트리아와의 전략적 파트너십을 통해 니코틴 파우치 사업 영역 확대, 2025년 DPS 최소 6,000원으로 상향 계획, 자사주 추가 매입/소각을 발표. 견고한 본업을 기반으로 신사업 확장과 주주 가치 제고에도 힘쓰는 균형 잡힌 성장 전략을 성공적으로 추진하고 있다는 판단

3Q25 Preview: 궐련이 이끌 성장

3Q25 연결 매출액

1조 8,141억원(YoY 11%), 영업이익 4,545억원(YoY 9%, OPM 25.1%)으로 시장 기대치 상회 전망

[담배] 매출액 1조 1,1939억원(YoY 14%), 영업이익 3,701억원(YoY 11%, OPM 31.0%) 전망. 국내 궐련 총수요 감소 트렌드에도 추석연휴로 인한 유통업체의 선수요로 일시적으로 증가한 것으로 파악. 해외 궐련은 지역 확대로 수출과 법인 모두 판매량 호조가 이어지고 있고, 가격인상 및 고가 제품 비중 확대로 ASP 상승 지속. 수량 및 ASP 모두 두자릿수 성장하며 해외 궐련 매출액 YoY 23% 증가 추정. NGP는 국내 침투율 확대 및 디바이스 공급 정상화로 해외 디바이스 매출 증가 예상됨에 따라 NGP 매출액 YoY 19% 추정.

[기타] 건기식 매출액 3,872억원(YoY -5%), 영업이익 658억원(YoY -4%, OPM 17.0%) 전망, 국내 추석 시점 차이로 매출 감소 추정. 해외도 중화권 중심의 판촉비 축소 지속되며 매출 감소 예상하나 이익은 개선될 전망. 수익성 중심 운영 전략을 통해 영업이익 전년 수준 유지 추정. 부동산 매출액 1,452억원(YoY 47%), 영업이익 160억원(YoY 26%, OPM 11.0%) 전망. 중소형 개발 프로젝트 공정률 상승에 따라 매출 인식 확대로 매출과 영업이익 모두 증가 추정

(단위: 십억원, %)

구분	3Q24	2Q25	3Q25(F)					4Q25		
			직전 추정	당사 추정	YoY	QoQ	Consensus	당사 추정	YoY	QoQ
매출액	1,636	1,548	1,778	1,814	10.9	17.2	1,746	1,585	1.8	-12.6
영업이익	418	350	391	455	8.8	29.9	434	276	29.7	-39.4
순이익	241	143	406	454	88.1	216.7	341	308	-5.4	-32.2

자료: KT&G, FnGuide, 대신증권 Research Center

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.