2024년
산업전망

Daishin 증권

Contents

전기전자/휴대폰	013
통신서비스	027
미디어	045
인터넷/게임	061
엔터테인먼트	077
제약업	095
2차전지	115
자동차/부품	141
운송	167
정유/화학	187
철강금속	211
건설	227
유통	243
의류	259
보험	275
은행	288
증권	299
스몰캡	307

2024년 경제 및 금융시장 전망

“스마일 (Smile)”

2024년 글로벌 경제는 성장세가 둔화되는 가운데 신용 위험, 中 부동산 등이 하방 리스크로 작용할 전망이다. 한국은 반도체 반등으로 회복세를 보이겠으나 잠재성장률 수준의 성장이 예상된다. 물가 정점 확인으로 금리 인상이 마무리됨에 따라 시중금리는 하향 안정세를 보일 것이다.

KOSPI는 2,350~2,850p 범위에서 상저하고 경로를 나타낼 것이다. 상반기는 美 경기 둔화 우려 속에 등락이 불가피해 보이나 하반기는 경기 회복과 금리인하가 맞물려 강한 상승세를 기대한다. 반도체가 주도적인 상승세를 보이고 인터넷, 자동차, 2차 전지가 가세하며 견고해질 전망이다.

증시 상승은 낮은 기대감의 회복 과정에서 나타날 것으로 예상된다. 또한 시황 관점에서는 Cash Factor가 개선된 업종에 주목할 것을 권고하며 이에 해당하는 업종은 기계, 건설, 필수 소비재 등이다. 글로벌 주식시장 역시 선진국 중앙은행들의 금리인하 공조, G2 협력 등으로 상승세를 전망한다.

원자재는 경기 둔화로 내구재와 운송향 수요 정체가 예상되나 하반기 중국의 부양 효과는 일부 리스크 상쇄가 가능할 전망이다. 가격 동향은 박스권 속 스마일 방향이 예상된다. 섹터별로는 상반기 금과 소프트(커피, 코코아, 원당), 하반기에는 금과 에너지 섹터에 주목한다.

부동산의 경우 실물은 가격 조정과 낮은 거래량이 지속될 것으로 예상되나, 점진적으로 거래량 회복이 나타날 것이다. 리츠는 높은 변동성에도 연간으로는 회복이 기대되는 구간이다.

자산배분 측면에서는 중장기적인 제조업 경기의 저점 통과 가능성과 시장금리의 하락 기대 유효할 전망이다. 상반기 이후 금리 안정에 수혜가 기대되는 성장주, 장기채, 금 등에 주목한다.

2024년 산업전망

2024년 “개똥밭에 굴러도 이승이 좋다”

2023년 주식시장은 그 어느 때 보다 일부 Sector에 쏠림 현상이 심하게 나타났던 것으로 기억한다. 상반기에는 기-승-전-2차 전지로, 하반기에는 반도체 관련 종목이 두각을 나타낸 한 해 였다. 2024년에도 적어도 상반기까지는 고금리 기조와 경기에 대한 불확실성으로 주식시장은 쉽지 않은 투자환경이 이어질 것으로 전망한다.

2024년 주식시장과 투자 유망 Sector에 대한 전망을 하면서 “개똥밭에 굴러도 이승이 좋다 ″ 는 격언을 떠올린 것은 불확실한 시장 상황에서도 2024년 주식에 대한 비중을 확대해야 하는 시점이라고 판단하기 때문이다. 2024년 상반기까지는 미국의 긴축 흐름이 이어지고 경기에 대한 하방 압력이 커지는 상황이 전개될 것으로 예상되는 만큼 시장 환경은 녹록치 않은(개똥밭) 흐름이 이어질 전망이다. 하지만 불확실한 Macro환경 하에서도 투자 시계를 24년 하반기 ~ 2025년까지 확대한다면 주식은 충분히 매력적인 투자 자산이 될 수 있다. 특히 사이클이 저점을 통과하고 실적 턴어라운드가 명확하게 나타나는 업종에 집중한다면 승산은 충분히 있다.

당사 리서치센터에서는 2024년 상반기까지는 확실한 실적 턴어라운드가 예상되는 반도체, IT하드웨어(전기전자), 인터넷, 그리고 조선 및 기계 업종을 투자 유망 섹터로 선정하였다. 상반기 예상치 못한 경기충격이나 인플레이션 지속에 따른 고금리 상황이 이어지더라도, 시기와 정도의 차이는 있겠지만 상기 열거한 섹터에 속한 대표 기업들의 실적 개선은 명약관화하다. 예상치 못한 충격은 어쩔 수 없이 감내해야 할 리스크 요인이라는 판단이다.

우리의 예상대로 상반기 미국 경기의 연착륙 이후 글로벌 경기의 개선 흐름과 하반기 시장금리의 하락 및 주요국의 정책금리의 인하가 시작될 가능성이 높아진다면, 투자 포트폴리오를 경기민감섹터 및 고금리 상황에서 Valuation De-rating이 진행되었던 섹터로 좀더 확장해도 무방할 것으로 예상한다.

2024년 하반기 포트폴리오 확장 시 당사에서 주목하고 있는 섹터는 대표적인 경기민감산업인 화학업종과 성장산업인 2차전지, 제약/바이오 업종이다.

2024년 당사 리서치센터는 삼성전자, SK하이닉스, 삼성전기, NAVER, HD현대중공업, 메리츠금융지주, 삼성바이오로직스, 유한양행, 앨엔에프 등 총 9개 종목을 Top-Picks로 선정한다.

2024년 산업전망
Summary

2024년 상반기 포트폴리오 압축, 하반기로 가며 포트폴리오 확장

- 2024년 상반기까지 불안정한 경기 요인 및 높은 정책 금리로 인한 시장의 불안정성을 감안하면, 투자 포트폴리오는 **반도체와 IT하드웨어, 인터넷, 조선 및 금융** 섹터로 압축할 필요가 있다는 판단이다.
- 삼성전자와 SK하이닉스는 반도체 업황 턴어라운드 및 실적 개선 흐름이 연내 지속될 것으로 예상되는 만큼 2024년 MUST HAVE 종목이다. 반도체 턴어라운드의 수혜를 볼 수 있는 FC BGA, MLCC 등 사업을 영위 하는 삼성전기도 Top-Pick으로 선정하였다. NAVER는 큰 흐름에서 저점을 통과하고 있는 인터넷 섹터에서의 대장주이며, HD현대중공업은 실적이 크게 개선되는 조선업의 대표 종목이다. 주주가치 제고를 위한 자사주 매입을 지속하는 메리츠금융지주도 꾸준한 주가 상승이 기대된다. 하반기에는 대표 성장주인 바이오와 2차전지를 편입할 것을 추천한다.

Top-4의 2023~2024년 매출액 전망

순위	기업명	매출액(십억원)			증가율(%)		
		2022AS	2023AS	2024AS	2023AS	2024AS	
1	삼성전자	302,231	260,822	300,703	-13.7	15.3	
2	SK하이닉스	44,622	31,747	49,924	-28.9	57.3	
3	삼성전기	9,425	8,778	9,518	-6.9	8.4	
4	NAVER	8,220	9,724	10,882	18.3	11.9	
5	HD현대중공업	9,045	11,789	13,878	30.3	17.7	
6	메리츠금융지주	2,201	3,069	3,029	39.4	-1.3	
7	삼성바이오로직스	3,001	3,659	4,288	21.9	17.2	
8	유한양행	1,776	1,913	2,121	7.7	10.9	
9	엘앤에프	3,887	5,059	6,163	30.1	21.8	

주: 메리츠금융지주는 영업이익을 사용
자료 : QuantiWise, 대신증권 Research Center

Top-4의 2023~2024년 영업이익 전망

순위	기업명	영업이익(십억원)			증가율(%)		
		2022AS	2023AS	2024AS	2023AS	2024AS	
1	삼성전자	43,377	7,225	33,982	-83.3	370.3	
2	SK하이닉스	6,809	-8,385	8,386	-223.1	-200.0	
3	삼성전기	1,183	670	957	-43.3	42.8	
4	NAVER	1,305	1,480	1,707	13.4	15.3	
5	HD현대중공업	-289	143	721	-149.6	403.0	
6	메리츠금융지주	1,061	2,212	2,275	108.5	2.9	
7	삼성바이오로직스	984	1,073	1,266	9.0	18.0	
8	유한양행	36	78	126	117.4	60.6	
9	엘앤에프	266	75	276	-71.7	266.2	

주: 메리츠금융지주는 순이익을 사용
자료 : QuantiWise, 대신증권 Research Center

2024년 주요 섹터별 투자의견 및 Top-Picks

- 2024년 주요 Sector의 투자의견은 Overweight Sector 11개, Neutral Sector 7개임

Sector	Top-Pick	업황/주가 전망 Comment
Overweight(비중확대)		
전기전자	삼성전기	▪ 2024년 주요 전방산업(스마트폰, TV, PC 등)의 성장과 고객의 재고 축적 예상으로 실적 호조 예상, MLCC의 전장화, 기판의 서버향 매출 확대로 밸류에이션 재평가 기대
	LG전자	▪ VS 수주 증가 및 매출 학대로 밸류에이션 재평가 예상. 전방산업의 회복으로 가전과 TV 부문의 수익성도 개선 전망
미디어	CJ ENM	▪ TV광고 회복, 미국 작가/배우 파업 종료 등 주변환경은 우호적. 티빙과 Fifth Season의 실적 개선만으로도 24년 영업이익 1.8천억원(흑전, +2.1천억원)의 흑자 전환 전망. 매분기 개선된 실적을 확인하면서 주가 상승 전망
통신서비스	SK텔레콤	▪ 최소 배당 7.2천억원 외에 추가 재원 1.3천억원 등 총 8.5천억원의 재원을 배당과 자사주 취득/소각에 활용할 전망. 총 주주환원 수익률은 7.5%. 구체적으로 제시한 AI 전략의 성과도 조금씩 발생할 것으로 전망
인터넷/게임	NAVER	▪ 광고 업황 회복에 따른 실적 개선과 함께 AI 사업의 수익화 가시화 시 벨류에이션 리레이팅 기대. 긍정적 주가 흐름 전망
	크래프톤	▪ 부담없는 밸류에이션과 함께 2024 다수의 신작 출시가 예정되어 있음. 특히 하반기 출시 예정인 '블랙버짓 ' 출시 일정 가시화 시 신작 모멘텀 발생 전망
엔터테인먼트	하이브	▪ 선행 지표에 해당하는 국내외 팬덤은 구조적 변화로 성장세 지속될 것으로 예상 ▪ 2024년 신인 데뷔 10팀 예정으로 역대급 신인 모멘텀 예정. 신인 기여도가 크게 확대된 만큼 2024년 BTS, 블랙핑크 휴식기에도 성장 지속할 전망
제약/바이오	삼성바이오로직스	▪ 24년 알츠하이머 시장 개화로 항체의약품 성장 예상. 항체치료제 시장 확대와 빅파마 네트워크 기반 추가 CMO 수주 가능성 높다고 판단. 24년 4공장 풀가동 매출 본격 인식으로 안정적인 매출 성장 전망. 고금리 등 대외환경 개선에 따른 글로벌 바이오 CDMO 투자심리 회복과 안정적 실적 성장으로 주가 상승 전망.
2차전지	삼성SDI	▪ 24년 성장세는 지속되나, 그 과정은 험난할 것으로 전망. 다만, 주가는 이를 선반영한 수준으로 매수 접근 여전히 유효. 상대적 실적 안정성과 밸류에이션 매력도 고려해 선별투자
자동차/부품	현대모비스	▪ 2024년 신차 생산 정상화에 따라 이연수요 효과 소멸, 정상 업황으로의 완연한 회복 예상 자동차 업황과 관계없이 1) 물류비 하락에 따른 A/S 수익성 개선, 2) 논캡티브 추가 수주 가능성, 2) 셀 가격 하락 및 회계 처리 방식 변경, 4) 주주환원정책 강화 기조 긍정적
화학	DL	▪ 화학 섹터 내 가장 고부가 제품 보유(VLDPE, OPM 40% 이상). VLDPE 판매 확대에 따른 DL 케미칼 이익 더블업, Kraton 이익 턴어라운드에 따른 주가 재평가 전망

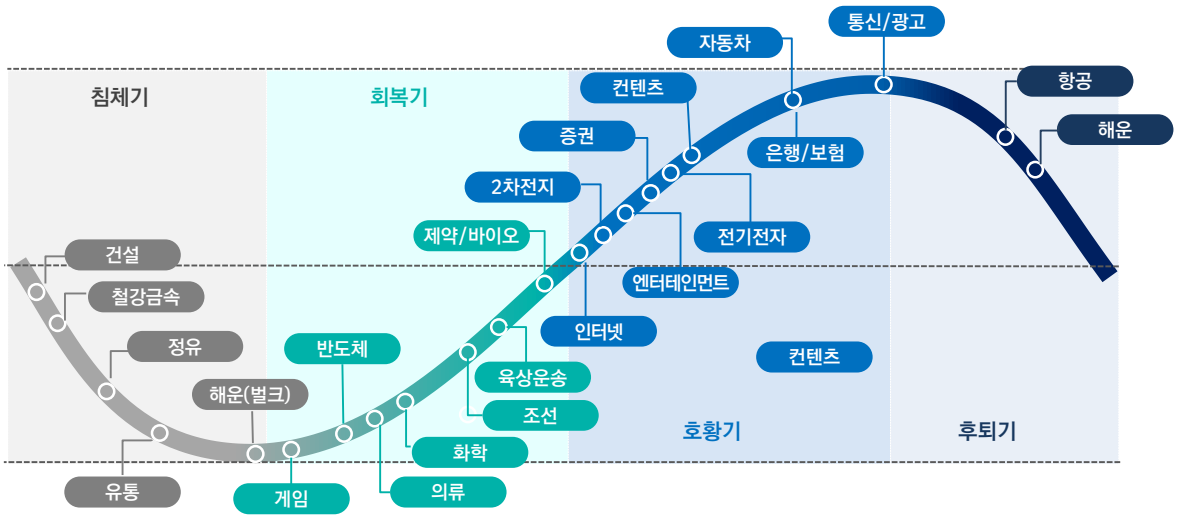
Sector	Top-Pick	업황/주가 전망 Comment
Overweight(비중확대)		
보험	삼성생명	▪ 원활한 신계약 유입에 따른 보험이익 증가로 꾸준한 ROE 상승 예상, 200%를 상회하는 K-ICS 비율로 DPS 매년 20% 이상 증가시킬 수 있을 것으로 전망. 사측이 제시하는 배당성향은 35-45% 레인지
	메리츠금융지주	▪ 지주 기준 연간 2조원 이상의 순이익을 유지할 수 있을 것으로 예상되는데 배당성향 50% 고수할 것이므로 최소 1조원이 배당재원으로 사용될 것. 이 중 6~7,000억원 자사주 매입 및 소각에 활용될 것이므로 주식수 감소에 따른 주당 환원율 꾸준히 상승
은행	카카오뱅크	▪ 선제적으로 모집한 수신 덕분에 여신성장에만 집중할 수 있으므로 예단하긴 이르나 내년에도 동사의 NIM은 개선될 것으로 우리는 전망.연말 전세대출, 주택담보대출 플랫폼이 정부 주도로 출시될 예정이라 내년에도 원활한 여신성장 가능할 것으로 예상
스몰캡 (피팅)	성광벤드	▪ 미국 대선 이후, 순조로운 에너지 전환을 위한 미주향 대규모 천연가스 업스트림 투자 이뤄질 것으로 예상. 북미향 노출도 높은 성광벤드 수혜 전망
스몰캡 (헬스케어)	메디톡스	▪ 톡신 최대 Capa 약 2.6조원. 뉴럭스와 코어톡스 수출이 3공장에서 가능해지는 24년 하반기 부터 매출 퀀텀 점프. 주요 성장 모멘텀은 뉴럭스 국내 시판(23.12), 뉴럭스 RoW 국가 진출(2H24), 액상형 톡신 MT10109L 미국, 유럽, 중동 진출(2025)
스몰캡 (디자인하우스)	가온칩스	▪ 전체 매출에서 10nm 이하 매출 확대. 개발중인 프로젝트의 양산에 따라 외형성장 이어질 전망

Sector	Top-Pick	업황/주가 전망 Comment
Neutral(중립)		
유통	GS리테일	▪ 고물가, 가처분소득 감소로 소비여력 둔화 지속 예상되는 가운데 슈퍼마켓 채널의 대형마트 수요 흡수로 구조적 수요 증가, 적자 사업부 철수로 손익 대폭 개선 예상
의류	한세실업	▪ 미국 리테일 기업들의 과잉 재고 해소. 소비 경기는 불투명하지만 고객사가 재고를 보수적으로 줄인 상태로 2024년 재고 축적 수요 발생 전망. 이 과정에서 대형 벤더사들의 과점화 효과로 매출 증대 뿐 아니라 마진 개선 동시 진행 예상
증권	한국금융지주	▪ 동사는 2023년 3분기까지 3개 분기 연속 우수한 실적 달성하며 커버리지 중 압도적인 수익성을 보여주었음 금리 안정화로 업계 전반적으로 관련 이슈 잘 넘긴다면 동사의 주가 상승률이 가장 높을 것으로 판단
운송	현대글로비스	▪ PCC 선대 확충과 장기 계약 운임 인상으로 외형 성장 및 수익성 개선 가능할 전망이며, 2차전지 배터리 리사이클 부문 진출 등 신사업 분야에서 가시적인 성과 기대
정유	SK이노베이션	▪ 24년 정제마진 하락으로 정유 부문 이익 추정치 하향 조정 불가피 . 단, 해외 자원개발 생산량 확대로 인한 E&P부문 이익 상승, 배터리 부문 수율 개선에 따른 흑전으로 하락분 상쇄 가능 전망
철강금속	고려아연	▪ 메탈가격 안정화에 따른 본업 수익성 개선 흐름이 나타날 전망이며, 자회사 켐코 편입을 통해 신사업(니켈, 전구체) 가치 반영 본격화 예상
건설	DL이앤씨	▪ 플랜트 기반 매출 성장세가 부각되는 원년이 될 예정으로, 주택 사업에서도 낮은 기저 영향으로 실적 방어가 가능하며, PF 우발채무 리스크 관리 능력이 강점

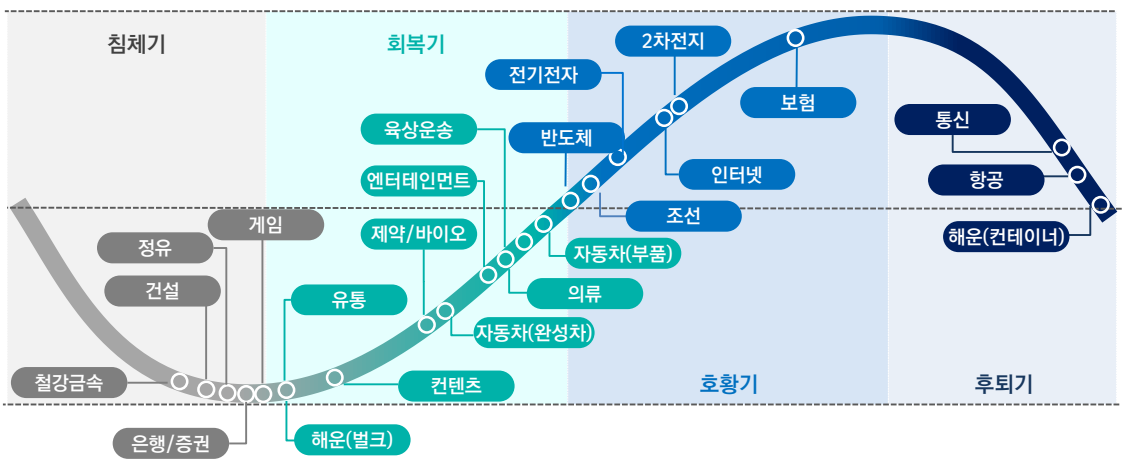
2024년 산업별 실적 및 주가 사이클 전망

- 실적 및 주가사이클로 회복기 초입~호황기 초입에 위치한 산업이 투자 유망
- 실적 사이클로 볼 때, 투자 유망 산업은 반도체, 조선, 화학, 육상운송, 제약/바이오, 인터넷 업종임
- 주가 사이클로 판단한 투자 유망 산업은 반도체, 조선, 전기전자, 인터넷, 2차전지로 판단함
- 당사는 이 중 반도체, 조선, 전기전자(IT-하드웨어), 인터넷, 보험을 상반기 투자 유망업종으로 하반기에는 2차전지와 제약/바이오 업종을 투자 유망 업종에 추가할 것을 추천함

실적 기준 사이클



주가 기준 사이클



자료 : QuantiWise, 대신증권 Research Center

Daishin
2024년 산업전망

전기전자/휴대폰

공급 및 수요, 동시에 회복

▪ 박강호 kangho.park@daishin.com

Summary (전기전자)

- 2024년 상반기, 전기전자(휴대폰 및 전자부품) 업종은 비중확대를 유지. 최선호주로 삼성전기(매수 / 180,000원), LG전자(매수 / 150,000원), 엠씨넥스(매수 / 41,000원) 제시
- 2024년 휴대폰 및 전자부품 산업의 이슈는 1) 2024년 전방산업인 주요 IT기기(스마트폰, TV, PC, 서버 등) 시장이 모두 전년대비 성장세로 전환 2) 제품별(반도체, 수동부품, 디스플레이 등) 재고 조정 및 감산 효과로 고객이 프리미엄 부품 중심으로 재고 축적이 진행되면서 가동률 확대, 평균판매가격 상승으로 2024년 수익성이 개선 3) 글로벌적으로 오픈 AI 분야에 투자 확대, 자율주행 등 자동차의 전장화가 가속화되면서 기업의 포트폴리오 변화(전장 매출 비중 증가)가 밸류에이션 재평가로 진행
- 2024년 휴대폰 산업은 2.5%(yoy) 성장으로 전환을 전망. 삼성전자와 애플은 프리미엄 스마트폰 판매 강화, 중국 스마트폰은 교체 수요가 예상. 다시 고성장 전환의 해석보다 기저 효과에 폴더블폰 수요 확대, 중국 화웨이의 재등장, 애플 아이폰16 교체수요로 프리미엄 모델 중심으로 성장 해석
- 2024년 PC와 TV 시장도 각각 3.6%(yoy), 2.2%(yoy) 성장 전환을 전망. PC 시장은 2020년 언택트 효과 이후에 2022년, 2023년 급격한 수요 감소를 시현. 2024년 DDR5 로 세대 교체 및 고성능 컴퓨팅 수요 확대 예상. 글로벌 TV 시장은 삼성전자와 LG전자가 프리미엄 OLED TV 시장 확대에 주력, 2024년 하계 올림픽(프랑스) 개최로 교체 수요를 예상
- 적층세라믹콘덴서(MLCC)와 캬메라 모듈은 자동차(전장향)으로 신규 고객 확보 및 매출 확대에 초점. 자동차가 자율주행, 전장화로 IT 부품의 채택 수가 증가하여 업체의 가동률 개선에 기여. PCB 분야는 반도체 회복으로 반도체 기판 중심으로 가동률 상향 및 믹스 개선에 기여. 서버, 자동차에서 반도체 수요 증가로 FC BGA 제품의 성장은 상대적으로 높다고 판단. DDR5 전환과 서버향 투자 확대로 메모리향 패키지도 성장도 예상

2024년 영업이익 증가(yoy)에 주목

휴대폰 및 전장향 매출 확대

- 2024년 전기전자 및 휴대폰 산업의 실적은 상저하고로 진행. 주요 IT기기 시장은 성장으로 전환 전망 속에 주요 부품의 가격 상승, 프리미엄 비중 확대로 각 회사별 수익성은 종전 추정을 상회 가능성 상존. 수량(Q, 시장 성장)과 가격(P, 프리미엄 비중 증가, 가동률 확대)이 동시에 상승 전망. 주요 부품의 재고 부담이 낮아진 동시에 고객의 재고 확대 여지는 상존
- 2024년 글로벌 스마트폰 시장은 2.5%(yoy)로 성장 전환 전망. 1) 폴더블폰 시장은 31.9%(yoy) 증가 2) 삼성전자와 애플의 프리미엄 모델 중심으로 성장 및 수요 증가 3) 중국 내수시장의 성장(화웨이의 부각으로 샤오미, 오포, 비보의 공격적인 대응 및 교체 수요 자극 예상. AI(인공지능)에 투자 확대 및 자동차의 전장화, 자율주행 채택으로 주요 부품의 수요가 증가 전망. 2022년~2023년 투자 축소로 IT기기와 자동차, 서버 등 다양한 수요에 대응한 공급 여력은 제한적. 프리미엄 중심의 제품별, 일부 공급부족 가능성 상존
- 2024년 상반기 최선호주로 삼성전기,LG전자 / 엠씨넥스 제시

당사 Universe 주요 전기전자 업체의 실적 전망 및 투자 의견 (단위: 십억원,%,배)

종목	삼성전기		LG전자		엠씨넥스		LG이노텍		대덕전자		심텍		자화전자	
투자의견	BUY		BUY		BUY		BUY		BUY		BUY		BUY	
목표주가	180,000원		150,000원		41,000원		350,000원		32,000원		44,000원		36,000원	
현주가 (11/29)	146,100원		103,400원		30,600원		236,500원		27,000원		38,400원		27,100원	
Upside	23.20%		45.70%		33.99%		47.99%		18.52%		14.58%		32.84%	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	8,731	9,010	84,716	90,368	920	1,091	20,301	21,630	918	1,102	1,049	1,328	480	791
영업이익	654	830	4,126	4,324	20	43	860	1,028	30	95	-56	88	-41	45
OPM	7.5	9.2	4.9	4.8	2.2	3.9	4.2	4.8	3.2	8.7	-5.3	6.6	-8.6	5.7
%yoy	-44.7	26.9	16.2	4.8	85.1	115.1	-32.4	19.5	-87.2	219.8	적전	흑전	적지	흑전
순이익	505	644	1,962	3,103	29	36	567	709	29	72	-45	64	-28	41
ROE	6.2	7.8	8.4	12.3	9.0	10.5	12.6	14.0	3.4	8.1	-7.8	11.1	-7.9	12.0
PBR	1.3	1.2	0.9	0.8	1.4	1.3	1.1	1.0	1.5	1.4	2.3	2.1	1.7	1.5
PER	20.2	15.3	9.8	6.0	15.4	12.2	9.6	7.7	41.6	17.1	NA	19.5	NA	12.4

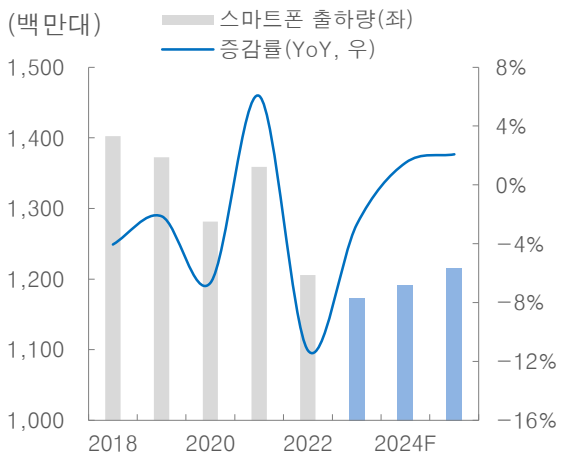
자료 : 대신증권 Research Center

스마트폰

2024년 스마트폰 시장은 2.5%(yoy) 성장 전망

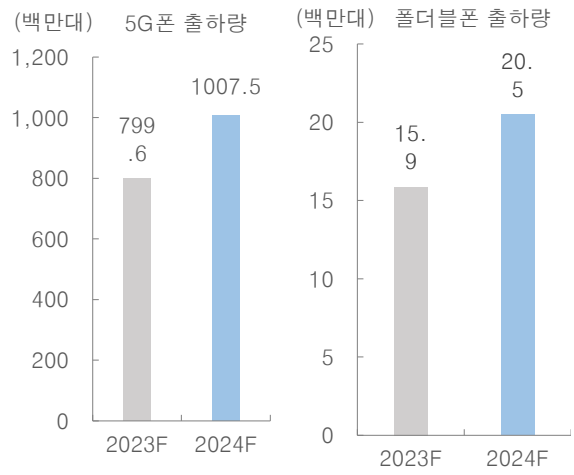
- 글로벌 스마트폰 시장은 보급율 포화 및 교체 주기 지연으로 높은 성장을 기대하기 힘듬. 그러나 2024년 글로벌 스마트폰은 2023년대비 성장세(11.9억대, 2.5% yoy) 전환을 예상. 중국 화웨이의 스마트폰 강화로 중국내 점유율 경쟁이 재현, 생산 및 수요 증가를 예상. 삼성전자와 중국 스마트폰 업체는 폴더블폰 확대에 초점, 교체 수요 증가 및 평균판매단가(ASP) 상승을 도모하여 성장 전환에 주력. 삼성전자(갤럭시S24 울트라, 폴더블폰)와 애플(프로/프로맥스)은 프리미엄 스마트폰의 판매 증가로 안정적인 성장 속에 삼성전자는 폴더블폰 판매 증가, 애플은 아이폰16에서 교체 주기 도래를 예상
- 글로벌 스마트폰은 낮은 성장 가운데 삼성전자와 애플, 그리고 중국 스마트폰 업체간 성장 전략은 다르다고 판단. 업체간 단순 판매 증가 및 점유율 경쟁을 지양하나 삼성전자와 중국 스마트폰 업체는 폴더블폰을 차세대 성장으로 인식, 2024년 본격적으로 시장 확대를 추진. 폴더블폰은 종전 바(Bar) 형태의 스마트폰 대비 외형적인 변화, 그리고 동영상 콘텐츠의 시청에서 유리한 점을 바탕으로 교체 수요에 초점, 평균판매가격 상승으로 매출 확대가 예상. 애플도 폴더블폰에 진출 가능성 높으며, 2-3년 이후로 판단. 기존 4개(일반 2개, 프로 2개) 스마트폰의 하드웨어 사양 변화가 미미해지며, 추가적인 가격 인상이 힘들기 때문. 폴더블폰 시장이 성장하면 차별화된 운영체제를 보유한 애플은 기존 고객과 안드로이드에서 넘어온 신규 가입자로 차별화된 성장을 예상

2024년 스마트폰 전망



자료 : IDC, 대신증권 Research Center

폴더블폰 및 M/S전망



자료 : IDC, 대신증권 Research Center

XR 기기 시장의 개화

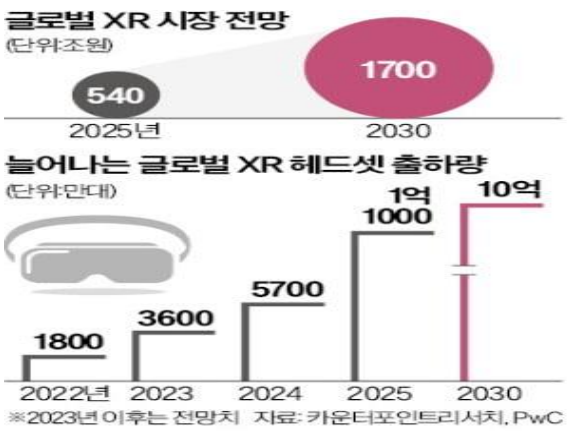
신성장 기기의 등장 및 스마트 콘텐츠의 시장 확대

- 2024년 애플의 새로운 기기인 비젼프로가 출시된 이후에 본격적인 확장현실(XR) 기기 시장이 열릴 전망. 비젼프로는 기존의 애플 아이폰과 연동되면서 다른 산업과 시너지 효과(새로운 시장 창출)가 기대. 애플 이후 삼성전자, 구글, 중국 IT 기기 업체도 확장현실(XR)기기 시장에 참여가 예상. 스마트폰의 성장 정체를 탈피 및 새로운 IT기기 출현, 새로운 성장 및 시장 형성을 전망
- 확장현실(XR) 기기는 기존의 IT 디바이스(기기) 영역에서 벗어나 엔터테인먼트, 방송, 의료, 산업 등 다양한 영역에서 활용. 주요 콘텐츠가 문자 → 짧은 영상→ 긴 영상, 즉 동영상 그리고 가상(VR)과 증강(AR) 관련으로 이동을 의미, 5G 투자 본격화의 시초로 판단. 출시 초기에 높은 가격과 핵심 콘텐츠 부재가 부담이나 점차 보급형 모델 출시(가격부담 완화), 다양한 경쟁사 참여로 콘텐츠의 양과 질이 개선되어 대중화로 진입할 전망. 단순한 하드웨어(XR기기) 판매량 증가보다 관련된 콘텐츠, 서비스 영역의 성장이 상대적으로 높음. 가상(VR)/증강(AR) 현실을 바탕으로 동영상 기반의 OTT 서비스 연관 등 활용 범위가 확대. 게임, 광고 및 의료에서 현실감 콘텐츠를 제공하여 차별화된 서비스 제공도 가능

애플: 비전프로

자료 : 언론, 대신증권 Research Center

글로벌 XR 시장 전망



자료 : 언론, 대신증권 Research Center

자율주행

자율주행 3단계 채택한 자동차 수 증가 : 반도체, 디스플레이, MLLC, 카메라 수량 증가

- 2024년 자동차 시장에 자율주행 3단계를 적용한 신모델 출시가 예상. 한국에서 초기 모델의 운행 속도가 고속도로 기준으로 약 80KM 그칠 것으로 보이나 소비자가 점차 자율주행 서비스에 근접, 활용 증가가 중요하다고 판단. 독일 메르세데스-벤츠는 2023년말 미국 최초로 레벨 3 자율주행 기술이 탑재된 2024년형 S클래스와 EQS를 출시할 예정
- 자율주행 서비스가 3단계로 성장 및 채택한 모델 출시가 본격화되면서 IT 산업도 새로운 성장 기회가 도래. 자율주행 시스템에서 주변과 신속하게 데이터 교환, 분석, 처리 과정이 반복되면서 반도체의 사용량 증가 및 수동부품의 고사양화(고용량, 고집적)가 진행. 차량의 디스플레이도 고해상도로 전환 및 대면적을 추구. 반도체와 디스플레이의 변화로 수동부품의 채택 수량 증가, 사양이 이전대비 높아지면서 새로운 수요처를 확보. 기본적으로 레이다와 라이더의 적용 확대로 카메라 수량 증가도 필수적. 종전에 자동차 1대당 3-5개에서 10여개로 증가, 자동차 내부에서도 카메라의 사용(운전자 파악 등)도 증가. 콘덴서(적층세라믹콘덴서) 및 통신부품의 활용도 증가 예상

기아, EV9

자료 : 언론, 대신증권 Research Center

자율주행 개요

자료 : 언론, 대신증권 Research Center

AI(인공지능)

오픈 AI 확대 적용으로 주요 IT기기는 고사양 추구

- 인공지능(AI)의 활용 증가 및 생태계 확장으로 데이터 센터 분야에 투자 확대가 예상. 오픈(생성) AI(인공지능)가 다양한 산업에서 활용, 기존의 검색 형태가 문자에서 동영상으로 이동 이후에 점차 음성으로 전환. 단순한 단문 대응에서 이용자가 원하는 내용 중심의 서술, 결론 방향의 피드백으로 변화. 오픈AI가 단순한 포털 수준에서 벗어나 각 산업 및 IT 기기에 접목, 대규모 정보(빅데이터)와 결합, 개별 이용자에 맞춤화된 솔루션을 제공. 구글, 마이크로소프트 이외에 아마존, 메타, 애플 등 다양한 IT 기업도 참여. 국내에서도 네이버, 카카오 중심의 포털을 포함하여 삼성전자, LG전자 등 하드웨어 업체도 기존의 포트폴리오 경쟁력 강화 차원에 오픈AI에 진출, 서비스를 제공

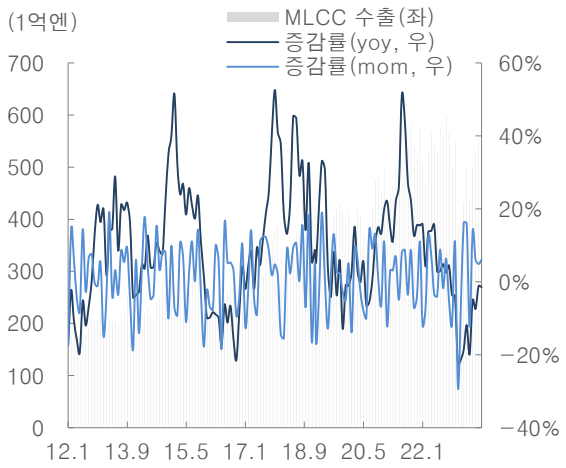
- 오픈 AI 분야에 기업 참여 증가, 투자 확대는 IT 산업에 성장 기회를 제공. 먼저 반도체는 2023년 감산과 구조조정 이후에 2024년 오픈 AI 효과로 고부가 제품인 HBM(고대역폭 메모리) 중심으로 수요 증가가 예상. 엔비다아의 GPU가 오픈 AI 환경에 핵심 기술로 부각되면서 메모리(디램, 낸드), 비메모리(GPU) 수요가 예상을 상회한 높은 성장을 전망. HBM 제품은 SK하이닉스, 삼성전자가 주도적으로 성장을 견인, 동시에 PC와 스마트폰에서 고사양 중심으로 메모리 수요 증가 및 DDR5 전환 본격화를 포함하면 메모리는 가격 상승을 예상. 반도체 업계는 수량(Q)과 가격(P)이 동시에 상승하여 본격적인 실적 개선을 보임. 수량 증가는 기저효과도 존재하지만 2024년 스마트폰, TV, PC 등 주요 IT기기 시장이 성장 전환을 가정. 여기에 고부가 및 프리미엄 중심의 성장에 초점, 포트폴리오 변화로 고가의 반도체 판매 비중이 높아지기 때문

MLCC

IT 시장 회복 속에 전장향으로 사업 다각화 추구

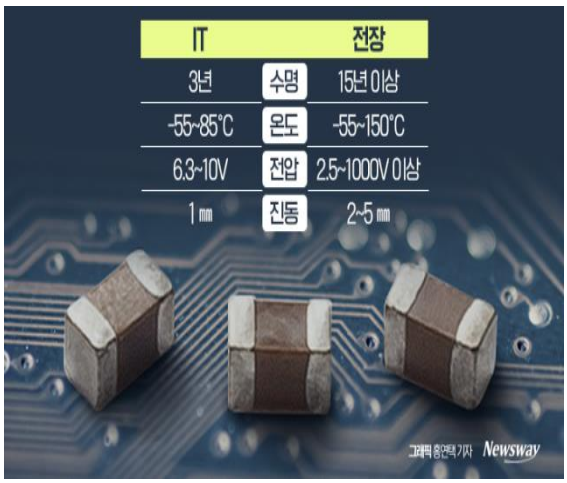
- 2024년 MLCC 산업은 2023년대비 성장을 전망. 전방산업인 휴대폰 2.5%, PC 3.6%, TV 2.2% 등 주요 IT기기의 성장으로 IT향 MLCC 수요 증가를 예상. 전체 양적인 성장 속에 고사양을 요구한 프리미엄 기기의 수요 확대, 또한 자동차의 전장화, 자율주행 적용으로 전장용 MLCC 수요도 증가가 진행. MLCC 수요 확대로 전반적인 가동률 상승, 선별적인 생산여력의 재분배로 고사양/고용량의 매출 확대 예상. Q(수량)과 P(가격)이 동시에 상승하는 시기로 판단
- MLCC 업체는 IT에서 비IT, 전장향 등 포트폴리오 변화를 추구할 전망. 자동차는 패러다임 변화로 전기자동차 생산 확대, 자동차의 전장화 및 자율주행 채택으로 자동차 1대당 MLCC 소요원 수가 증가. 특히 전기자동차 업체인 테슬라의 생산능력 확대, 소니의 자동차 시장 진출 등 IT 업체의 등장이 전통적인 자동차 업체와 점유율 경쟁으로 전기자동차 성장은 높다고 판단. 또한 자율주행 3단계를 도입한 자동차 출시가 많아지면서 MLCC 수요도 동반하여 증가. 스마트폰 시장의 성장 한계를 자동차가 대체하는 과정으로 분석
- 삼성전기는 IT향 비중이 높으나 전장용 및 산업용 비중 확대 추구. 기존 IT향은 고성능 및 고용량에서 점유율 증가를 추구 동시에 중국 천진 공장의 활용, 순수 전기자동차 중심의 신규 고객 확보로 매출 증가를 예상, 전장향 매출 비중은 2022년 16%에서 2023년 20%, 2024년 23% 추정

MLCC, 일본 수출 현황



자료 : Ministry of Finance JP, 대신증권 Research Center

IT · 전장용 MLCC 특징



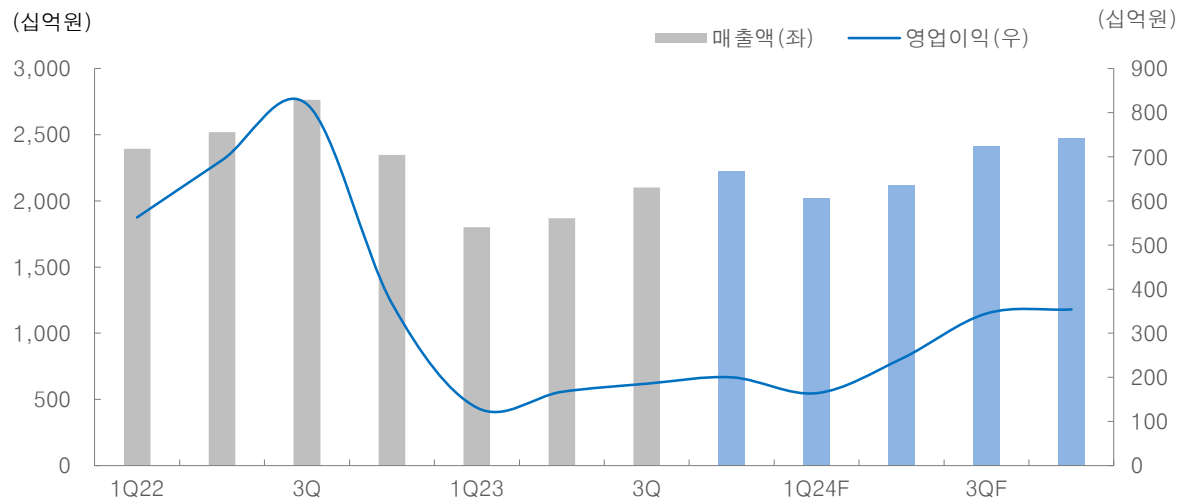
자료 : 언론, 대신증권 Research Center

PCB

2024년 반도체 경기 회복과 AI 투자 확대로 실적 개선

- 2024년 메모리 중심의 반도체 산업이 회복 및 성장으로 전환. 감산 효과 및 수요 개선으로 반도체 출하량이 증가 전망. 또한 DDR5 전환 본격화 및 AI 분야 투자 확대, 전방산업(PC, 스마트폰, TV, 서버) 회복으로 반도체 패키지 중심으로 성장세로 전환. 2023년 재고 및 가동률 조정이 중심을 이루었다면 2024년 수요 회복과 가동률 상승이 긍정적인 요인으로 작용. PCB 업체의 실적 개선이 본격화될 전망
- 메모리보다 비메모리 중심의 반도체 패키지, 초다층PCB(MLB) 분야가 높은 성장을 예상. 글로벌적으로 AI 투자 확대가 지속되는 가운데 삼성전자와 SK하이닉스가 고부가 제품인 HBM 생산에 집중. HBM(고대역폭 메모리 ; High Bandwidth Memory) 수요 증가 및 오픈 AI 환경이 확대될수록 FC BGA 기판의 수요 증가도 높음. 메모리의 공정 전환에 어려움이 존재하여 패키징 분야와 협력으로 시너지 효과를 추구. FC BGA는 빅데이타 활용과 패키징의 기술 발전으로 활용 분야가 증가. 전통적인 수요가 PC와 서버에서 점차 자동차, 가전, 통신부품으로 확산. 일본 이비덴, 신코가 주도하고 있으나 한국의 삼성전기, 대덕전자가 투자 확대로 격차를 줄일 전망

2024년 PCB 업체, 실적 전망



주: PCB 9개사: 삼성전기와 LG이노텍은 패키지 사업 / 심텍, 대덕전자, 코리아써키트, 인터플렉스, 티엘비, 비에이치, 이수페타시스
자료 : 대신증권 Research Center

카메라모듈

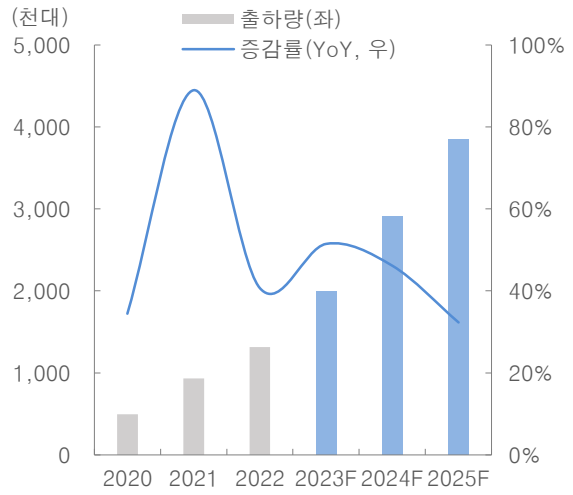
시장 성장과 전장용, 폴디드 줌 카메라 확대

- 2024년 글로벌 스마트폰 시장은 성장세로 전환을 예상. 기저 효과 수준으로 추정 가운데 카메라모듈의 변화는 미미할 것으로 판단. 다만 광학줌 기능을 개선한 폴디드 줌 카메라를 채택한 스마트폰의 모델 수가 증가. 애플은 2023년 프로맥스에 이어서 2024년 프로에도 추가할 예정. 삼성전자는 갤럭시S시리즈 울트라 비중 확대와 준프리미엄 모델에도 채택될 가능성이 상존. 중국 스마트폰 업체도 프리미엄 영역에서 M/S 확대 차원으로 폴디드 줌의 카메라 채용이 증가할 전망
- 카메라모듈의 성장 축은 휴대폰에서 전장으로 이동. 자동차의 전장화, 자율주행 기술 채택이 확대되면서 자동차 1대당 카메라의 채택 수가 종전 6-8개에서 12개 전후로 증가할 전망. 또한 순수 전기자동차 업체인 테슬라가 사이버 트럭 등 신 차종의 출시, 판매 대 수 증가 과정에서 국내 IT 기업인 삼성전기, LG이노텍의 수혜가 예상. 미국과 중국의 기술 분쟁으로 한국 기업에 반사이익, 또한 스마트폰의 고화소, 고사양의 기술력이 점차 자동차 분야에서도 경쟁력으로 평가

애플, 아이폰15프로맥스(폴디드카메라 채택)

자료 : 애플, 대신증권 Research Center

테슬라, 판매량 전망



자료: SNE Research, 대신증권 Research Center

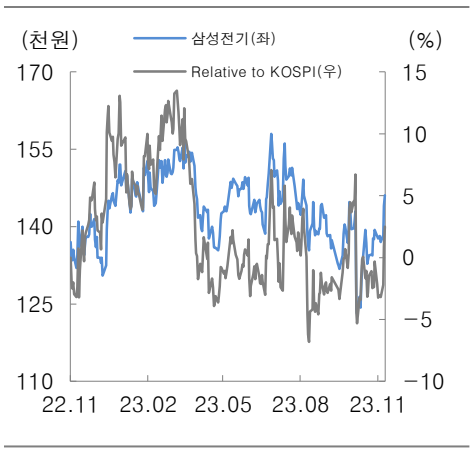
삼성전기 (009150)

2024년 영업이익 성장 속에 포트폴리오 재평가 예상

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	180,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	146,100원

KOSPI	2519.81
시가총액	11,111십억원
시가총액비중	0.58%
자본금(보통주)	373십억원
52주 최고/최저	158,000원 / 123,100원
120일 평균거래대금	553억원
외국인지분율	30.78%
주요주주	삼성전자 외 5인 23.86% 국민연금공단 9.79%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.7	5.6	1.5	8.6
상대수익률	8.5	7.0	3.0	4.9



- 투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 180,000원 유지. 투자포인트는 1) 전방산업 (스마트폰, PC, TV, 서버)의 성장 전환으로 MLCC는 수익성 개선 2) MLCC, 기판, 카메라모듈 등 포트폴리오에서 전장향 매출 확대로 재평가 예상
- 2024년 영업이익은 8,298억원으로 26.9%(yoy) 증가 추정. MLCC 매출은 가동률 확대 및 고사양 비중의 증가로 10%(yoy) 증가 추정. 중국 스마트폰 회복과 전장향 매출 비중이 23%로 확대
- FC BGA는 서버향 매출이 점차 증가 및 HBM 시장 확대로 삼성전기의 경쟁력이 높아질 전망. 카메라모듈은 북미 전기자동차 업체로 공급 증가 전망
- MLCC와 카메라모듈은 전장향 비중 증가, 기판은 서버향 공급 확대 등 포트폴리오의 구성이 고부가 중심으로 성장 전망

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	9,675	9,425	8,731	9,010	9,813
영업이익	1,487	1,183	654	830	1,132
세전순이익	1,491	1,187	609	805	1,112
총당기순이익	915	994	505	644	890
지배지분순이익	892	981	480	631	872
EPS	11,500	12,636	6,186	8,132	11,234
PER	17.2	10.3	23.1	17.6	12.7
BPS	86,584	97,145	101,366	107,534	116,805
PBR	2.3	1.3	1.4	1.4	1.3
ROE	14.3	13.8	6.2	7.8	10.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 삼성전기, 대신증권 Research Center

삼성전기, 사업부문별 영업실적 전망

(단위:십억원)	1Q23	2Q	3Q	4QF	1Q24F	2QF	3QF	4QF	2022	2023F	2024F
패키지솔루션사업	**398**	**437**	**440**	**405**	**379**	**394**	**414**	**427**	**2,088**	**1,680**	**1,614**
FC BGA	189	188	183	172	169	177	190	199	780	732	735
BGA	208	249	257	234	211	217	224	228	1,308	948	879
컴포넌트사업	**826**	**1,006**	**1,096**	**1,007**	**971**	**1,061**	**1,114**	**1,109**	**4,132**	**3,935**	**4,255**
MLCC	729	908	990	909	883	969	1,020	1,017	3,774	3,535	3,888
광학통신솔루션사업	**799**	**777**	**825**	**716**	**819**	**728**	**839**	**754**	**3,204**	**3,116**	**3,140**
매출액	**2,022**	**2,221**	**2,361**	**2,128**	**2,170**	**2,184**	**2,367**	**2,289**	**9,424**	**8,731**	**9,010**
증감률(YoY)											
패키지솔루션사업	-23.5%	-18.4%	-20.4%	-15.5%	-4.6%	-9.8%	-5.8%	5.2%	24.5%	-19.6%	-3.9%
FC BGA	5.1%	-8.3%	-6.3%	-14.1%	-10.8%	-5.8%	4.2%	15.6%	47.8%	-6.2%	0.4%
BGA	-38.6%	-24.7%	-28.1%	-16.5%	1.0%	-12.9%	-12.9%	-2.4%	13.8%	-27.5%	-7.2%
컴포넌트사업	-32.8%	-11.7%	17.9%	20.8%	17.7%	5.4%	1.7%	10.1%	-13.5%	-4.8%	8.2%
MLCC	-35.7%	-12.6%	16.6%	20.7%	21.1%	6.8%	3.0%	11.9%	-14.8%	-6.3%	10.0%
전자소자	-1.6%	-4.9%	32.5%	24.0%	-4.6%	-4.9%	-10.0%	-5.6%	8.1%	10.8%	-6.4%
광학통신솔루션사업	-8.0%	-0.3%	-8.4%	9.2%	2.5%	-6.2%	1.7%	5.3%	-0.5%	-2.7%	0.8%
매출액	-22.7%	-9.6%	-1.0%	8.1%	7.3%	-1.6%	0.3%	7.6%	-2.6%	-7.4%	3.2%
영업이익	**140**	**205**	**184**	**125**	**159**	**195**	**253**	**224**	**1,183**	**654**	**830**
이익률	6.9%	9.2%	7.8%	5.9%	7.3%	8.9%	10.7%	9.8%	12.6%	7.5%	9.2%
세전이익	**143**	**146**	**192**	**128**	**147**	**181**	**240**	**237**	**1,187**	**609**	**805**
이익률	7.1%	6.6%	8.1%	6.0%	6.8%	8.3%	10.1%	10.4%	12.6%	7.0%	8.9%
지배지분 순이익	**111**	**113**	**156**	**100**	**115**	**142**	**188**	**186**	**981**	**480**	**631**
이익률	5.5%	5.1%	6.6%	4.7%	5.3%	6.5%	7.9%	8.1%	10.4%	5.5%	7.0%

자료: 삼성전기, 대신증권 Research Center

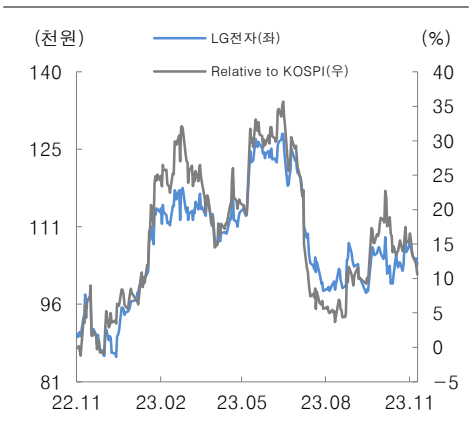
LG전자 (066570)

가전과 TV의 턴어라운드 속에 전장의 고성장

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	150,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	103,400원

KOSPI	2519.81
시가총액	17,738십억원
시가총액비중	0.93%
자본금(보통주)	818십억원
52주 최고/최저	128.200원 / 85,700원
120일 평균거래대금	757억원
외국인지분율	29.24%
주요주주	LG 외 2인 33.68% 국민연금공단 7.47%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.8	3.8	-8.3	10.2
상대수익률	-7.0	5.1	-6.8	6.5



- 투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 150,000원 유지. 투자포인트는 1) 가전(H&A)과 TV(HE)는 프리미엄 중심으로 성장 전환 2) 전장(VS) 매출은 12.8%(yoy) 이상 증가, ZKW 턴어라운드 및 LG마그나의 매출 증가로 수익성 개선 높을 전망
- 2024년 영업이익(연결)은 4.3조원으로 4.8%(yoy) 증가 등 최대 실적을 예상. LG이노텍을 제외한 LG전자(별도)만의 영업이익도 3.32조원으로 최고 추정. 가전(H&A)은 신가전의 성장과 볼륨 존의 공략으로 매출, 이익이 높은 성장 전망. TV(HE)는 2024년 하계 올림픽(프랑스) 및 교체 수요의 기대 속에 프리미엄 수요 확대 예상
- 전장(VS)은 LG마그나의 매출 확대 속에 ZKW의 회복, 자동차의 전장화로 IVI(인포테인먼트)의 견조한 성장이 반영되면 전사 이상의 고성장 전망. 밸류에이션 재평가가 진행

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	73,908	83,467	84,716	90,368	95,481
영업이익	4,058	3,551	4,126	4,324	4,571
세전순이익	3,839	2,540	2,976	4,250	4,720
총당기순이익	1,415	1,863	1,962	3,103	3,446
지배지분순이익	1,032	1,196	1,651	2,668	2,963
EPS	5,705	6,616	9,128	14,755	16,387
PER	24.2	13.1	11.5	7.1	6.4
BPS	95,284	105,025	113,037	126,635	141,819
PBR	1.4	0.8	0.9	0.8	0.7
ROE	6.3	6.6	8.4	12.3	12.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: LG전자, 대신증권 Research Center

LG 전자, 사업부문별 영업실적 전망

(단위:십억원)		1Q23	2Q	3Q	4QF	1Q24F	2QF	3QF	4QF	2022	2023F	2024F
매출액	HE	3,360	3,147	3,569	4,415	3,457	3,247	3,636	4,482	15,727	14,490	14,822
	H&A	8,022	7,986	7,457	6,714	8,421	8,324	7,764	7,031	29,895	30,178	31,539
	VS	2,387	2,665	2,504	2,605	2,587	2,801	2,978	3,093	8,649	10,160	11,460
	BS	1,480	1,333	1,331	1,447	1,494	1,538	1,616	1,652	6,090	5,590	6,300
	기타	1,014	1,223	1,346	1,374	1,395	1,427	1,471	1,449	4,348	4,957	5,743
	LG 이노텍	4,155	3,646	4,503	7,037	4,179	3,480	5,512	7,333	18,758	19,340	20,504
	합계	**20,416**	**19,998**	**20,709**	**23,592**	**21,533**	**20,818**	**22,978**	**25,040**	**83,467**	**84,716**	**90,368**
영업이익	HE	200	124	111	79	114	101	127	85	5	514	427
	H&A	1,019	600	505	192	787	735	396	151	1,130	2,316	2,070
	VS	54	-61	135	71	84	94	122	92	170	199	391
	BS	66	3	-21	1	43	55	61	41	25	49	201
	기타	19	74	94	43	50	59	66	52	991	230	227
	LG 이노텍	139	3	173	503	100	38	381	488	1,231	818	1,007
	합계	**1,497**	**742**	**997**	**890**	**1,178**	**1,081**	**1,154**	**910**	**3,551**	**4,126**	**4,324**
영업이익률	HE	6.0%	3.9%	3.1%	1.8%	3.3%	3.1%	3.5%	1.9%	0.0%	3.5%	2.9%
	H&A	12.7%	7.5%	6.8%	2.9%	9.3%	8.8%	5.1%	2.2%	3.8%	7.7%	6.6%
	VS	2.3%	-2.3%	5.4%	2.7%	3.2%	3.3%	4.1%	3.0%	2.0%	2.0%	3.4%
	BS	4.4%	0.2%	-1.5%	0.1%	2.9%	3.6%	3.8%	2.5%	0.4%	0.9%	3.2%
	기타	1.9%	6.0%	7.0%	3.1%	3.6%	4.1%	4.5%	3.6%	22.8%	4.6%	4.0%
	LG 이노텍	3.5%	0.5%	4.1%	7.3%	2.4%	1.1%	7.0%	6.8%	6.8%	4.4%	5.0%
	합계	**7.3%**	**3.7%**	**4.8%**	**3.8%**	**5.5%**	**5.2%**	**5.0%**	**3.6%**	**4.3%**	**4.9%**	**4.8%**
세전이익		934	386	649	1,007	1,039	1,105	1,159	947	2,540	2,976	4,250
순이익		471	162	385	632	652	694	728	595	1,863	1,962	3,103

주1: HE(Home Entertainment,), H&A(Home Appliance & Air Solution), VS(Vehicle component Solutions), BS(Business Solutions)
주2: 순이익은 지배지분 기준
자료: LG 전자, 대신증권 Research Center

Daishin
2024년 산업전망

통신서비스

향후 3년간 편안한 이익 회수기

▪ 김회재 hoijae.kim@daishin.com

Summary (통신서비스)

- 5G의 보급률이 60%를 넘어서면서 시장 성숙기 진입. 24년 하반기 이후에 등장 가능한 5G Advanced는 현재 최고 다운로드 속도 1Gbps 대비 2~10배 빠른 수준 구현 가능. 큰 투자 없이 S/W 업그레이드 만으로 가능
- 6G에 대한 논의도 시작되겠지만, 3GPP의 Release 20이 끝나는 27년 이후에나 구체적인 설계가 들어가면서 상용화는 30년경에 가능
- 따라서, 5G는 30년까지 약 11년 이상 보급률 100%를 향해 점진적인 성장 전망. LTE는 8년간 보급률 최고 109%까지 달성
- 5G의 인빌딩 투자와 용량 증설은 지속되지만, 커버리지 투자는 마무리되면서 CAPEX는 Peak Out. 마케팅도 큰 과열 없이 안정적으로 집행
- 영업이익은 17년에 싱향된 선약할인율 영향으로 17~19년 감소했지만, 20년부터 순성장 전환 후 연평균 10% 수준의 성장 지속
- 물가안정을 위한 통신비 부담 완화 정책으로 5G 중간요금제 확대, MVNO 활성화, 5G 단말에서의 LTE 요금 허용, 5G 저가요금제 도입 등 제시. 과거와 달리 인위적인 요금인하가 아닌, 다양한 요금제 도입을 통한 소비자들의 선택권 강화. 요금의 하향 수요가 증가하겠지만, 데이터 사용량 증가에 따른 요금의 상향 수요도 증가하면서 전체적인 영향은 중립적
- 주주환원은 강화. 3사 모두 최소 배당 수준을 제시하고, 추가로 소각을 전제로 하는 자사주 취득 정책도 도입. 연환산 총주주환원 수익률은 23E 8.6%, 24E 6.8%, 25E 8.3%
- 한편, 23년 하반기에 제시된 AI 전략들이 구체적으로 어떤 성과를 달성하는지도 눈여겨봐야 할 것
- 당사는 선제적이고 구체적인 AI 전략을 추진하고있고, 자사주 취득/소각 포함 총주주환원이 약 8.5천억원으로 수익률 7.5% 수준인 SKT를 2024년 상반기 통신서비스 업종 Top-pick으로 제시함

향후 3년간 편안한 이익 회수기

5G는 성숙기 진입하며 이익 회수, 신사업은 아직 초기 단계

- 20년에 3년 만의 이익 순성장 전환 후, 20~25년 연평균 10%의 이익 성장률 전망
- SK텔레콤. 24E OP 1.9조원(+8% yoy) 전망. 본업의 안정성과 SKB의 B2B 고성장. 23.9월에 발표한 AI 전략, 25년 상용화를 위한 UAM 기체 도입 등 신사업 이행 과정 확인이 관전 포인트
- KT. 24E OP 1.9조원(+7% yoy) 전망. 5G의 리더쉽 유지 및 고 ARPU 전략. IDC 확장 포함 실적의 30% 이상을 차지하는 자회사들의 꾸준한 이익 개선. 신임 CEO의 전략 방향은 관전 포인트
- LG유플러스. 24E OP 1.1조원(+6% yoy) 전망. IoT 확장을 기반으로 무선 전체 M/S 2위 달성. 저 ARPU 위주의 전략은 부담. 추가 확보한 20MHz 관련 상각 진행은 부담
- SK스퀘어. 24E OP 1.2조원(흑전 yoy) 전망. SK쉴더스 지분 일부 매각 대금 잔여분 4.5천억원의 유입 및 50% 수준의 자사주 취득/소각 가능성. 반도체 밸류체인에 대한 본격적인 투자. 11번가에 대한 처리 방안(신규자금 유치, 기존주주 대체 등)의 해결 필요

당사 Universe 통신서비스업체의 실적 전망 및 투자의견 (단위: 십억원, %,배)

종목	SK텔레콤		KT		LG유플러스		SK스퀘어	
투자의견	BUY		BUY		BUY		BUY	
목표주가	77,000원		44,000원		16,000원		70,000원	
현주가 (11/29)	51,900원		33,300원		10,410원		49,950원	
Upside	48.36%		32.13%		53.70%		40.14%	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	17,611	18,075	26,267	26,883	1,428	1,516	473	4,014
영업이익	1,760	1,908	1,735	1,853	1,082	1,198	-2,134	1,176
OPM	10.0	10.6	6.6	6.9	7.6	7.9	-451.0	29.3
%yoy	9.2	8.4	2.7	6.8	0.1	10.7	적전	흑전
순이익	1,042	1,031	1,185	1,191	665	719	-965	1,066
ROE	9.1	8.9	7.0	6.8	8.0	8.2	-5.9	6.5
PBR	1.0	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
PER	10.2	10.1	7.1	7.4	6.8	6.3	NA	6.3

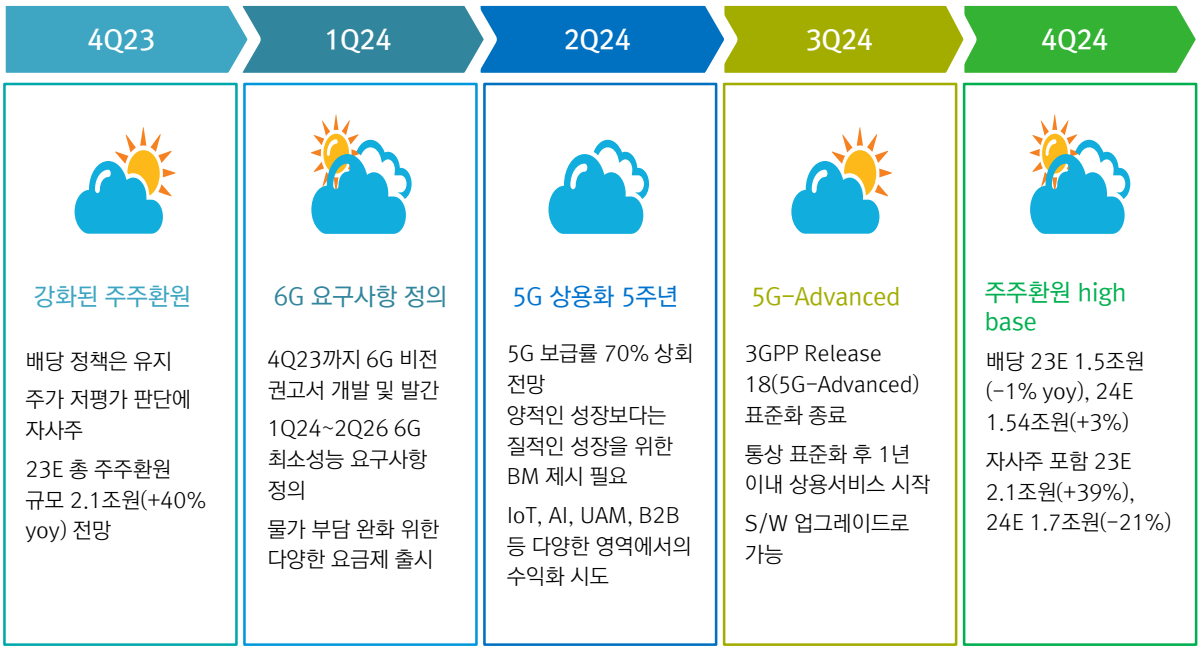
자료 : 대신증권 Research Center

2024년 통신서비스업종 산업/주가 기상도

20년 이후 이익은 꾸준히 개선. 23년 강화된 주주환원의 high base는 부담

- 4Q23: 강화된 주주 환원. 배당은 1.5조원(-0.5% yoy), 자사주 포함시 2.1조원(+39% yoy)
- 24년 상반기: 5G 상용화 5주년, 보급률 70%로 성장 둔화 우려. 아직 새로운 BM은 부족. 한편, 3GPP의 6G 요구사항 정의 완료에 따라 6G에 대한 논의 본격화 전망
- 5G 단말에서의 LTE 요금제, 5G 중저가 요금제 출시 등은 부담 요인이나, 데이터 사용량 증가에 따른 업셀링 수요 증가는 기회 요인. 요금제 다양화의 전체 영향은 중립적
- 3Q24: 5G-Advanced. S/W 업그레이드로 가능. 큰 투자 없이 5G의 업그레이드 가능
- 4Q24: 실적 개선에 따른 배당 증가 전망하나, 23년 강화된 주주환원의 high base는 부담
- Catalyst: 대규모 투자 사이클 종료에 따라 안정적으로 20~25년 연평균 10% 수준의 OP 성장
- Risk: 5G 상용화 5주년에 따른 성장률 둔화. 중저가 요금제 출시는 요금 상향/하향 수요 모두 가능
- 23년 강화된 주주환원에 대한 high base 부담. 배당 23E 1.5조원(-0.5% yoy), 24E 1.54조원(+3% yoy). 자사주 포함 23E 2.1조원(+39% yoy), 24E 1.7조원(-21% yoy)

2024년 통신서비스업종 산업/주가 기상도



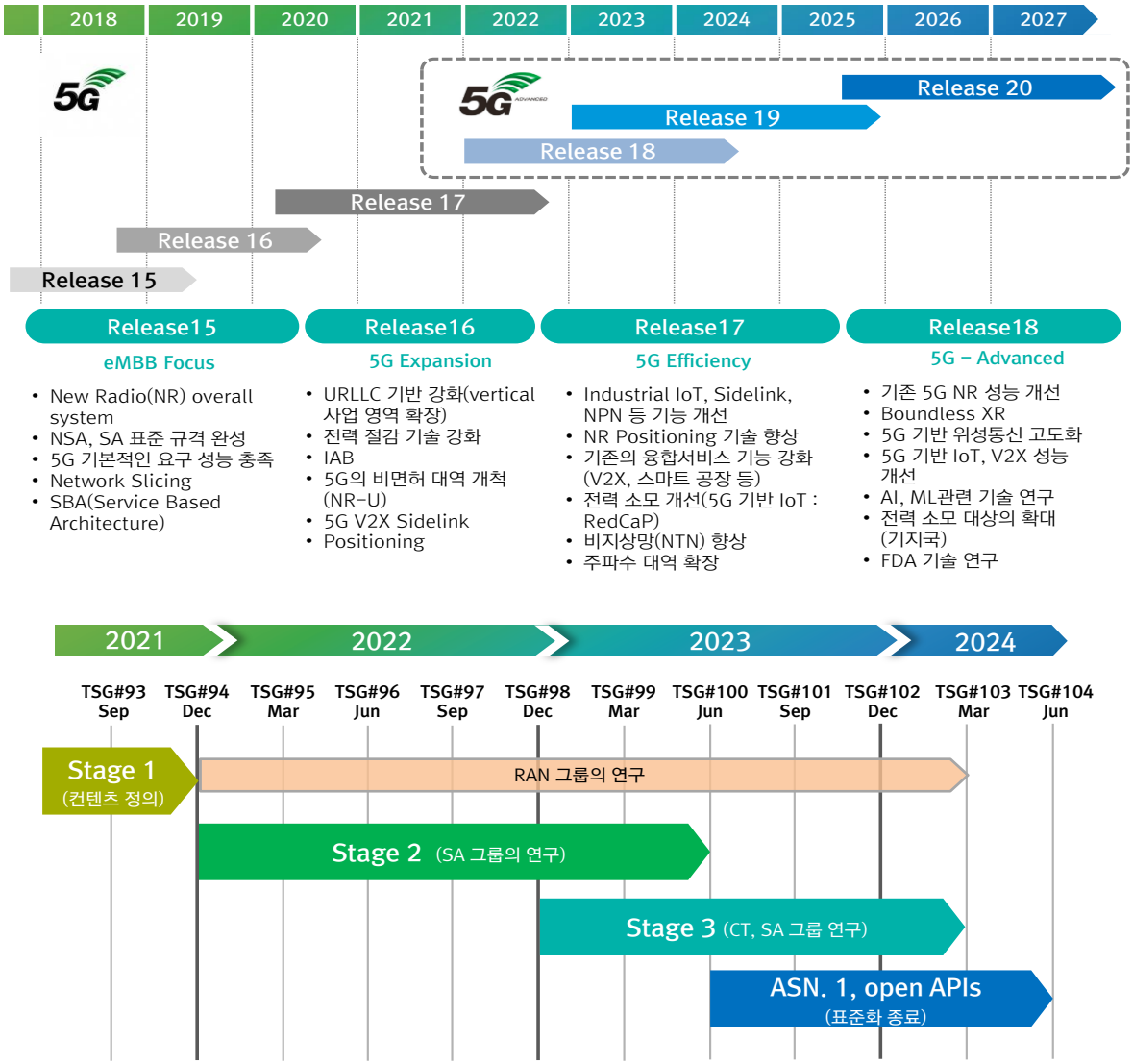
자료 : 대신증권 Research Center

24년 하반기부터 5G-Advanced 가시화

5G-Advanced는 24년 상반기까지 연구 종료 전망

- 상용화는 연구 종료 후 1~2년 이내. 이르면 24년 하반기, 늦어도 26년까지 상용화 전망
- S/W 업그레이드만으로 구현 가능. 큰 투자 없이 속도 개선
- 5G는 최대 다운로드 1Gbps에서 시작. Release 18~20의 과정에서 2~10Gbps까지 진화 전망
- LTE의 경우 최대 다운로드 75Mps에서 시작, LTE-A 150Mbps, LTE-Pro(4.5G) 1.1Gbps로 진화

3GPP Release 18(5G-Advanced) Timeline



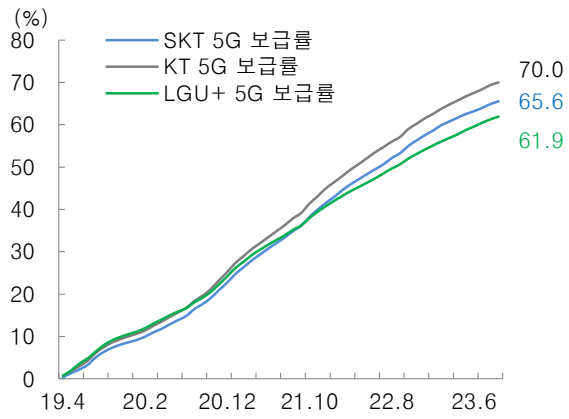
자료 : 3GPP, 대신증권 Research Center

5G는 조금 더 가보겠습니다.

무선 전체 대비 57%, 휴대폰 대비 65%. 궁극적으로는 100%를 향해

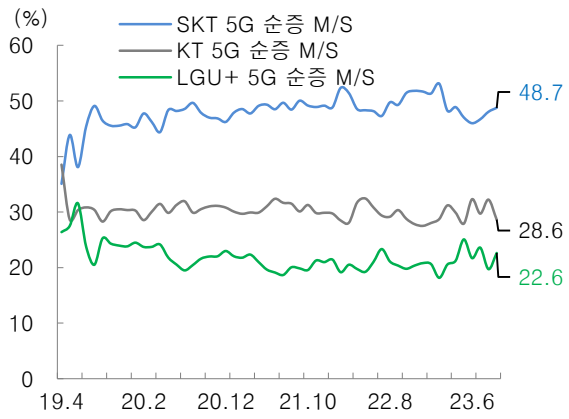
- 5G는 19.4월 상용화 후 5년 경과. 도입 초기 다소 미흡했던 부분들이 있어서 LTE 대비 천천히 증가
- 23.9월 기준 5년 5개월간 5G의 휴대폰 대비 보급률 65%, 동기간 LTE 보급률은 85%
- LTE는 8년간 보급률 최고 109%까지 달성. 예상보다 빨리 상용화한 5G 영향으로 이후 보급률 하락
- 6G는 30년이나 되어야 상용화 가능하기 때문에, 5G는 11년 이상 보급률 100%를 향해 꾸준한 상승
- 대중화 단계 진입, 중저가 요금제 소비자 확대 및 요금제 다양화 영향으로 ARPU는 완만한 상승 전망

5G 보급률. 무선 전체 중 57%, 휴대폰 중 65%



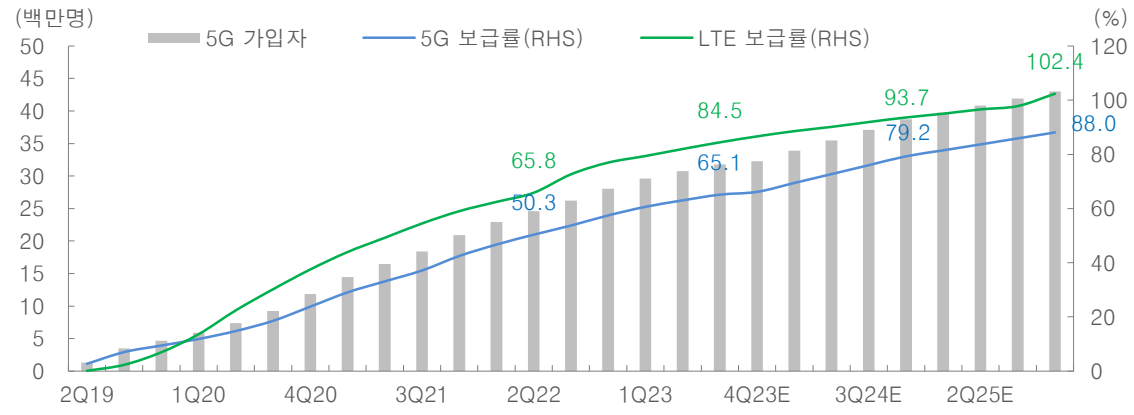
자료: 과학기술정보통신부, 대신증권 Research Center

5G 순증 점유율. 3사의 점유율 유지



자료: 과학기술정보통신부, 대신증권 Research Center

5G 보급률은 100%를 향해



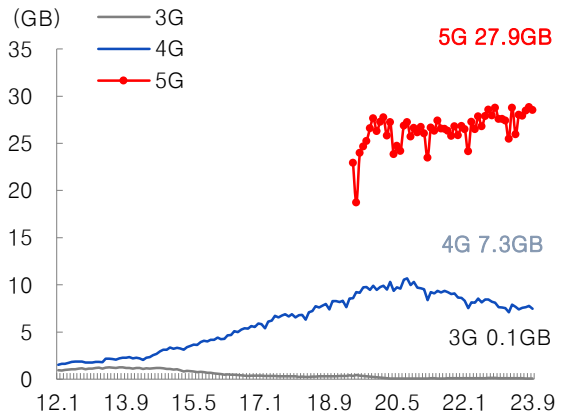
자료: 과학기술정보통신부, 추정은 대신증권 Research Center

데이터 사용량은 꾸준히 상승

무선 전체 대비 57%, 휴대폰 대비 65%. 궁극적으로는 100%를 향해

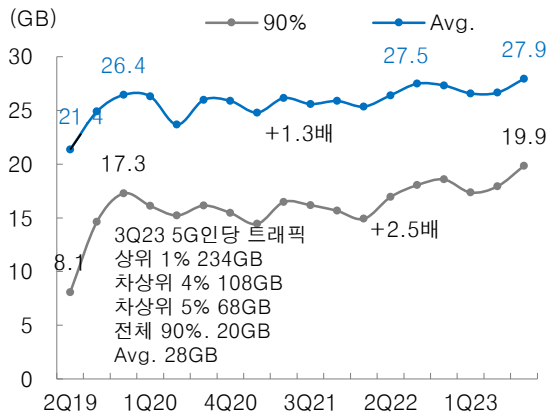
- 5G 인당 월평균 데이터 사용량 27.9GB. 상용화 초기 대비 1.3배 증가
- 상위 10%의 사용량은 -29% 하락했지만, 90%의 사용량은 146% 상승하여 전체 사용량 상승 견인
- 특히, LTE 대비 5G의 사용량 증가가 고무적. 전체 90%의 사용량은 LTE 대비 4.1배로 꾸준히 상승
- 5G는 보급률 60%를 넘어서 대중화 단계에 진입하면서 성장률 둔화
- 하지만, 대중들의 사용량이 지속적으로 증가하면서 매출 상승 견인

5G 인당 월평균 사용량 27.9GB



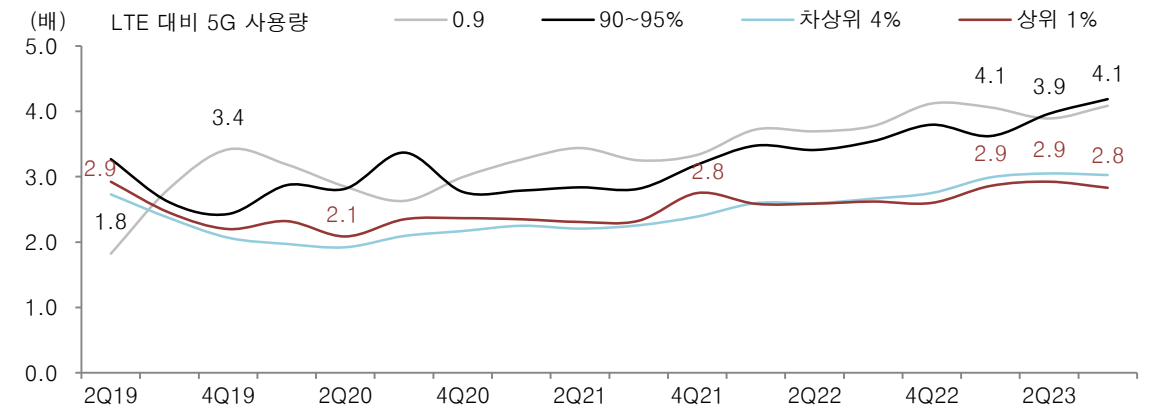
자료: 과학기술정보통신부, 대신증권 Research Center

90% 사용자들의 트래픽 2.5배 증가, 19.9GB



자료: 과학기술정보통신부, 대신증권 Research Center

LTE 대비 5G 인당 데이터 사용량. 90% 소비자들의 5G 사용량은 LTE 대비 4.1배로 꾸준히 증가



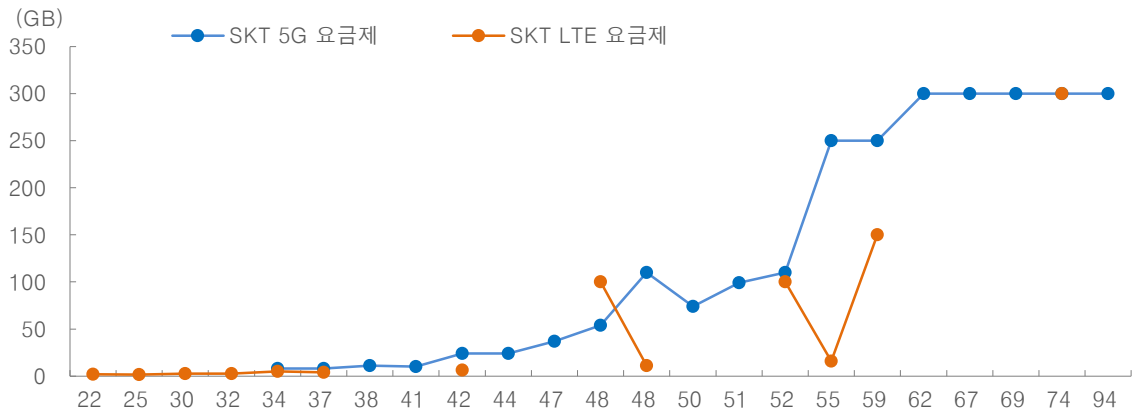
자료: 과학기술정보통신부, 대신증권 Research Center

5G 요금제 다양화. 5G 단말에서의 LTE 요금제 허용

요금의 하향 수요와 상향 수요 모두 존재

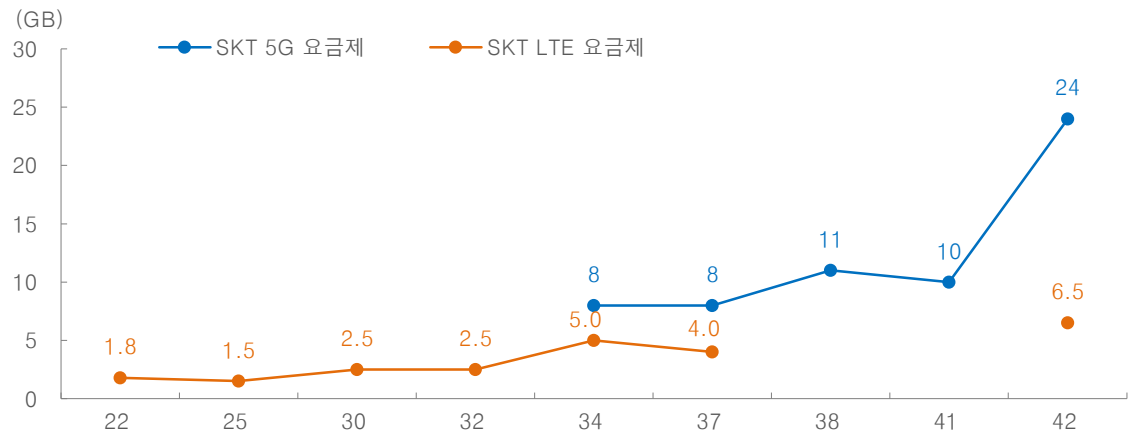
- 23.2월부터 논의가 시작된 물가안정을 위한 통신비 부담 완화 정책
- 5G 중간요금제 확대, MVNO 활성화, 5G 단말에서의 LTE 요금 허용, 5G 저가요금제 도입 등
- 23.11월 SKT, 5G 단말에서의 LTE 요금제 가입 시작
- 34천원 이하 및 5GB 이하 수요의 요금제 하향 전망
- 5G 평균 데이터 사용량 증가에 따라, 궁극적으로 5G 내에서의 요금 상향 수요 발생 전망

SKT. 5G 요금제 vs. LTE 요금제



자료: SKT, 대신증권 Research Center

SKT. 5G 요금제 vs. LTE 요금제



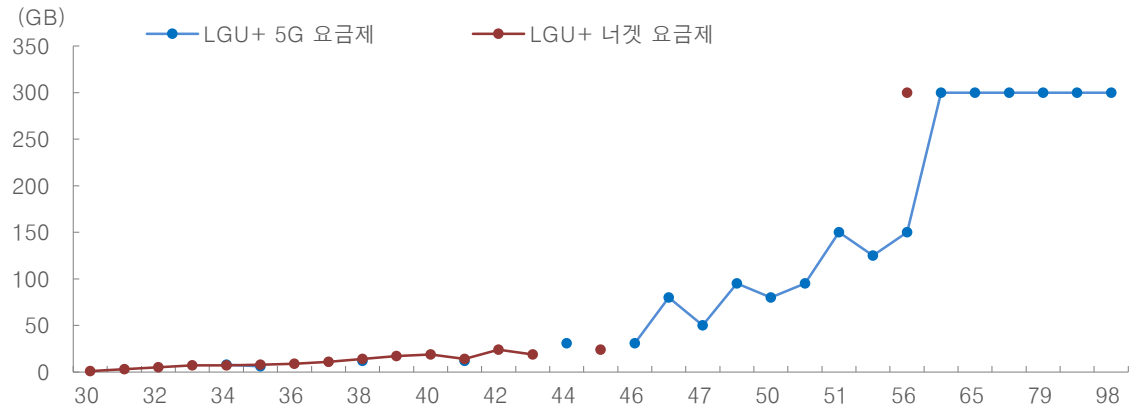
자료: SKT, 대신증권 Research Center

5G 요금제 다양화. 5G 저가요금제 도입

요금의 하향 수요와 상향 수요 모두 존재

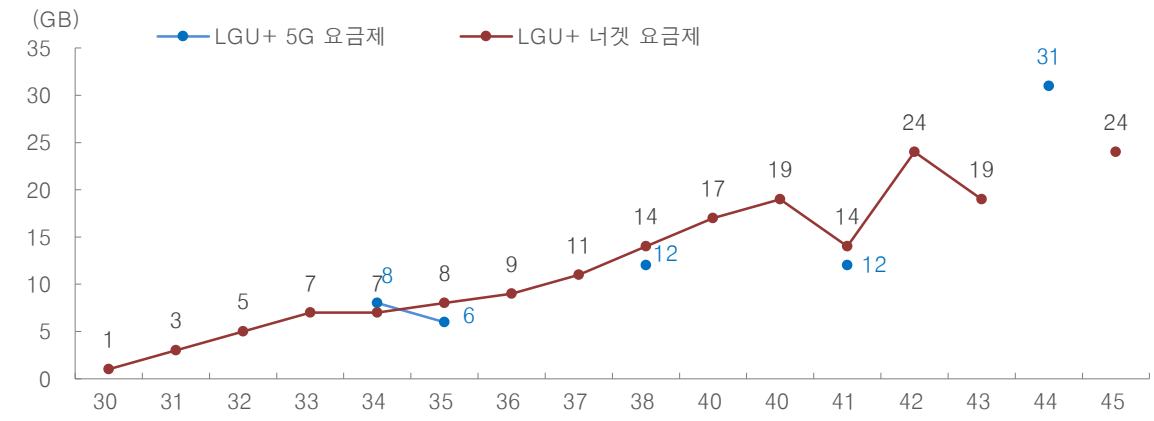
- 23.2월부터 논의가 시작된 물가안정을 위한 통신비 부담 완화 정책
- 5G 중간요금제 확대, MVNO 활성화, 5G 단말에서의 LTE 요금 허용, 5G 저가요금제 도입 등
- 23.10월 LGU+, 5G 저가요금제인 너겟 요금제 출시. 온라인 전용이고, 16개 요금제
- 44천원 이하 및 20GB 이하 수요의 요금제 하향 전망
- 5G 평균 데이터 사용량 증가에 따라, 궁극적으로 5G 내에서의 요금 상향 수요 발생 전망

LGU+. 5G 요금제 vs. 너겟 요금제



자료: LGU+, 대신증권 Research Center

LGU+. 5G 요금제 vs. 너겟 요금제



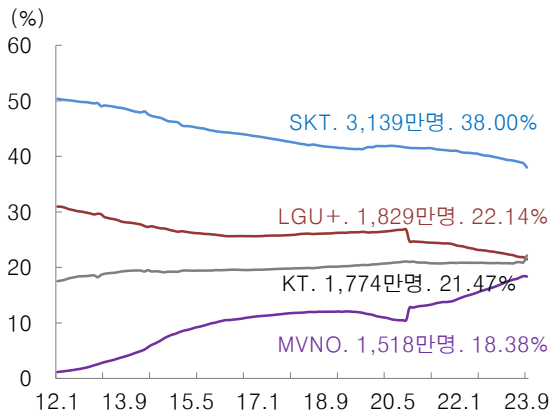
자료: LGU+, 대신증권 Research Center

무선 점유율 경쟁 시작? 전략의 차이일 뿐

KT는 고 ARPU 휴대폰에 집중. LGU+는 IoT 저변 확대

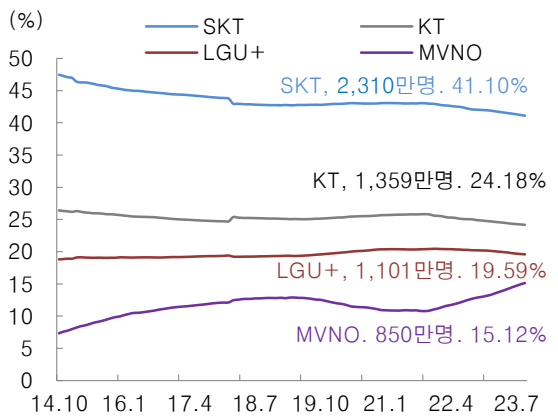
- 23.9월 무선 점유율 SKT 46.6%, LGU+ 27.1%, KT 26.3%. LGU+가 처음으로 점유율 2위 달성
- KT와 LGU+가 2위 자리를 놓고 치열한 경쟁을 벌일 것이라는 우려도 있으나, 가능성은 거의 없음
- KT는 고 ARPU의 5G에 집중하고 LGU+는 IoT에서 기회를 찾으려는 전략의 차이일 뿐
- 휴대폰 기준 점유율은 MVNO의 증가 추세를 제외하면 3사 간의 간극은 큰 변동 없이 유지

무선 전체 점유율(23.9)



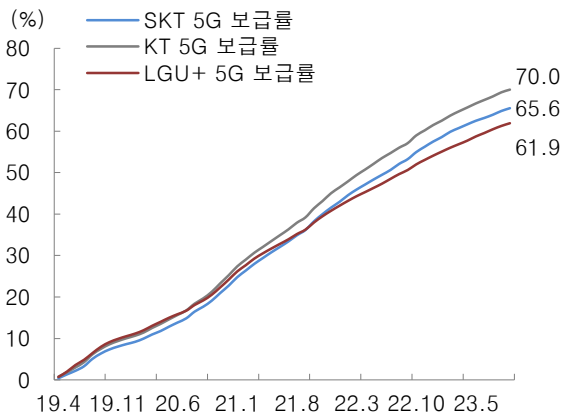
자료: 과학기술정보통신부, 대신증권 Research Center

휴대폰 기준 점유율(23.9)



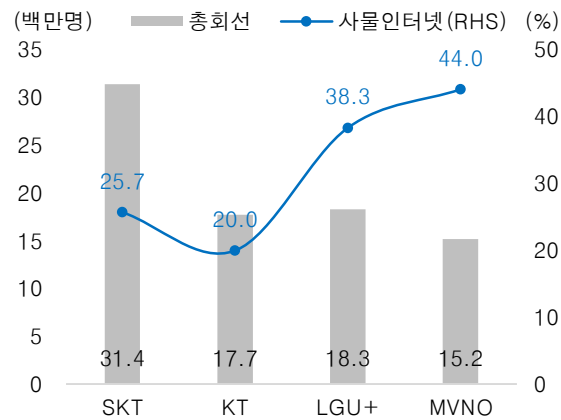
자료: 과학기술정보통신부, 대신증권 Research Center

5G 보급률



자료: 과학기술정보통신부, 대신증권 Research Center

사물인터넷 비중



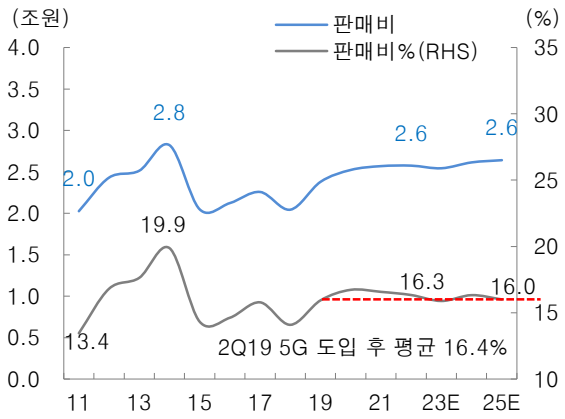
자료: 과학기술정보통신부, 대신증권 Research Center

5G 도입 5년차. 과열 경쟁을 할 이유가 없다

19~20년 5G 도입 초기 일시적 상승 후 하향 안정화 추세

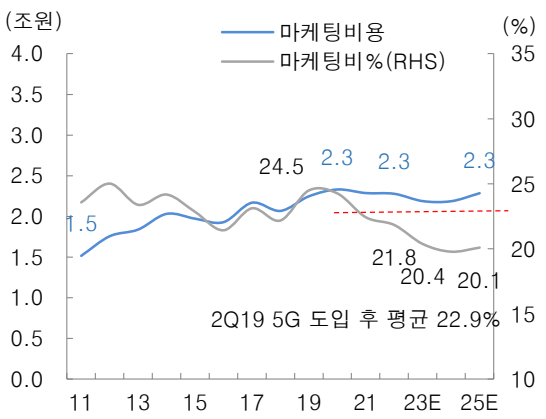
- 마케팅 과열은 새로운 세대 도입 후 초기에 시장 선점을 위해 발생하는 일시적 현상
- 또한, 구조적으로 선약할인을 선택하는 소비자의 비중이 더 많은 것도 경쟁 완화의 요인
- SKT. 마케팅비용은 3.1조원 수준에서 완만한 증가. 5G 도입 후 매출 대비 평균 25.7% 대비 감소
- KT. 마케팅비용은 2.6조원 수준에서 완만한 증가. 5G 도입 후 매출 대비 평균 16.4% 대비 감소
- LGU+. 마케팅비용은 2.3조원 수준에서 완만한 증가. 5G 도입 후 매출 대비 평균 22.9% 대비 감소

KT. 마케팅비의 완만한 증가, 부담은 완화



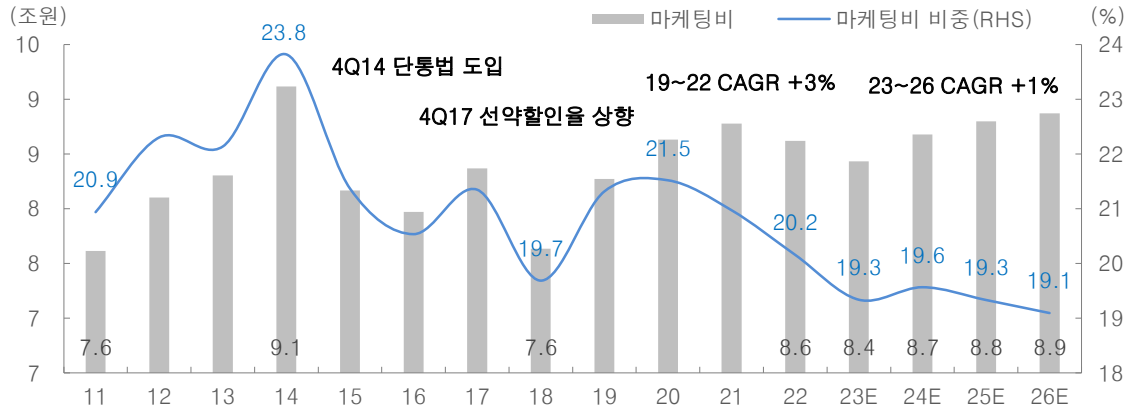
자료: KT, 추정은 대신증권 Research Center

LGU+. 마케팅비의 완만한 증가, 부담은 완화



자료: LGU+, 추정은 대신증권 Research Center

마케팅비. 완만한 증가. 매출 대비 부담 완화



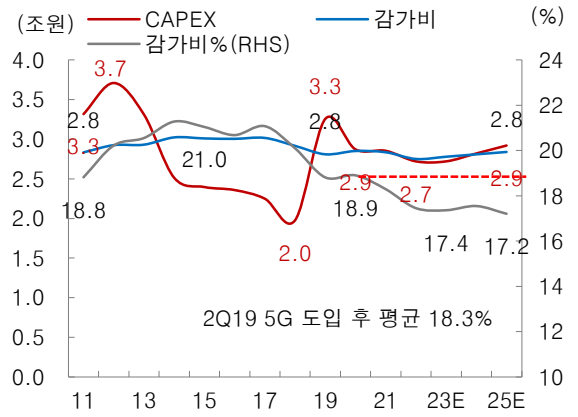
자료: 각 사 IR, 추정은 대신증권 Research Center

5G 도입 5년차. 유지보수 위주의 투자

25년까지는 현수준의 투자 규모 유지 전망

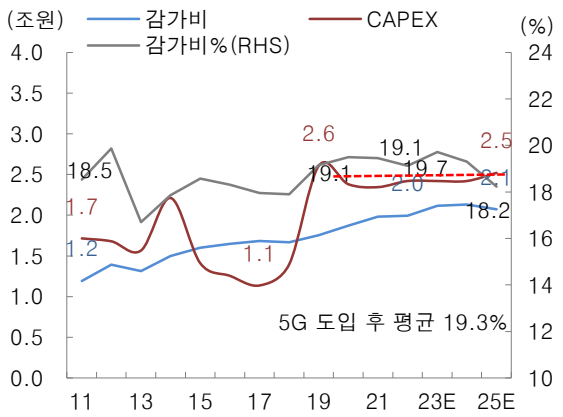
- CAPEX 투자는 새로운 세대 도입 초기에 집중. 5G-Advanced는 S/W 업그레이드 수준으로 해결
- LGU+는 3.5GHz 대역 중 20MHz 대역을 추가로 할당 받아서 23년 관련 투자 진행. CAPEX/감가비 하향 추세는 경쟁사들보다 늦은 24년부터 가능할 것
- 6G 상용화는 30년 예상. 관련한 투자도 빨라야 28년경부터 시작 가능. 3.5GHz 사용 기한 28년까지
- 변수는 28GHz 대역. 22년말~23년초 3사 모두 28GHz 대역 반납. 3사를 배제한 신규 사업자 유치
- 신규 사업자 유치가 쉽지 않을 경우 3사가 재할당 받을 가능성도 있다고 판단

KT. CAPEX/감가비 유지, 부담은 완화



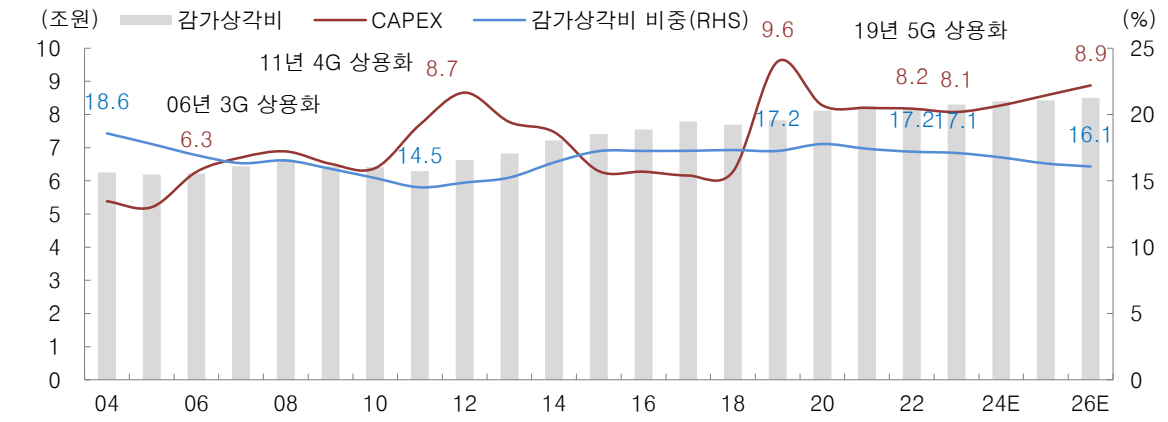
자료: KT, 추정은 대신증권 Research Center

LGU+. CAPEX/감가비 완만한 증가



자료: LGU+, 추정은 대신증권 Research Center

CAPEX/감가비. 완만한 증가. 매출 대비 부담 완화



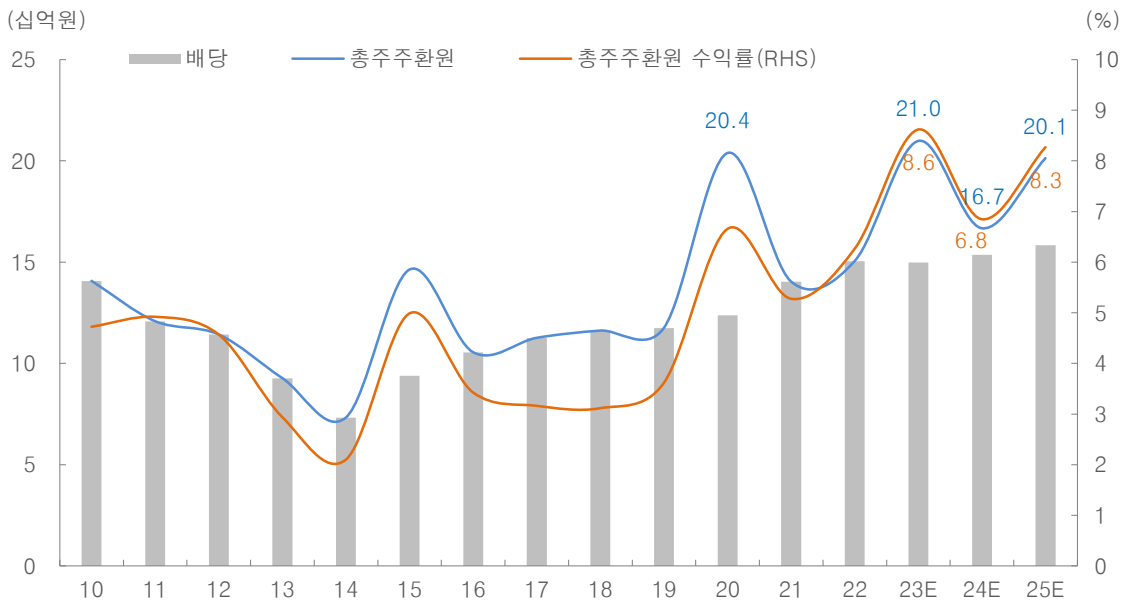
자료: 각 사 IR, 추정은 대신증권 Research Center

갈 수록 강화되는 주주환원 정책

실적에 연동되는 배당 증가는 기본. 자사주 정책도 추가

- SKT 배당정책(21~23): Max[(CAPEX – EBITDA) * 30~40%, 7.2천억원]. 분기 배당
- SKT는 업계 최초로 최소 배당금액 보장 및 분기 배당 도입. 23년 이후 배당정책도 유사할 전망
- 자사주도 병행. 15년 5.2천억원, 20년 5천억원, 23년 3천억원 자사주 취득. 향후에도 자회사/투자회사로 부터의 배당금 유입을 주주환원 재원에 활용할 계획. 자사주는 소각을 전제로 하는 취득
- KT 주주환원정책(23~25): 별도 조정 당기순이익의 50%를 배당 및 자사주 매입/소각
- DPS 1,960원을 보장하고, 1Q24부터 분기 배당 도입 예정
- 실적의 30% 이상을 차지하는 자회사로부터의 성과도 주주환원에 연계될 가능성도 있다고 판단
- LGU+ 배당정책. 당기순이익의 40% 이상 성향을 기반으로, 중장기적으로 DPS 우상향 추진
- 23.11월말 기준 연환산 주주환원 수익률은 23E 8.6%, 24E 6.8%, 25E 8.3%

총주주환원은 지속적으로 증가



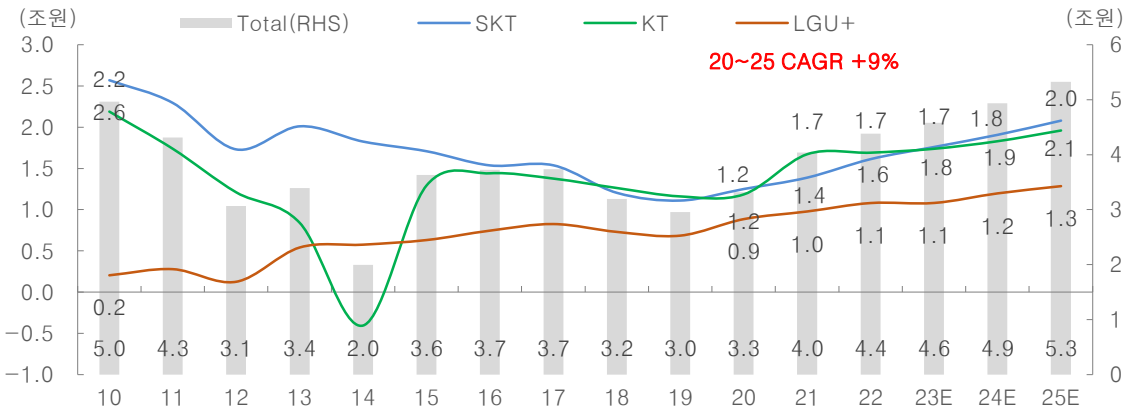
자료 : 각 사 IR, 추정은 대신증권 Research Center

향후 3년간 편안한 이익 회수기

실적이 좋고 주주환원이 좋으면 주가는 따라갑니다.

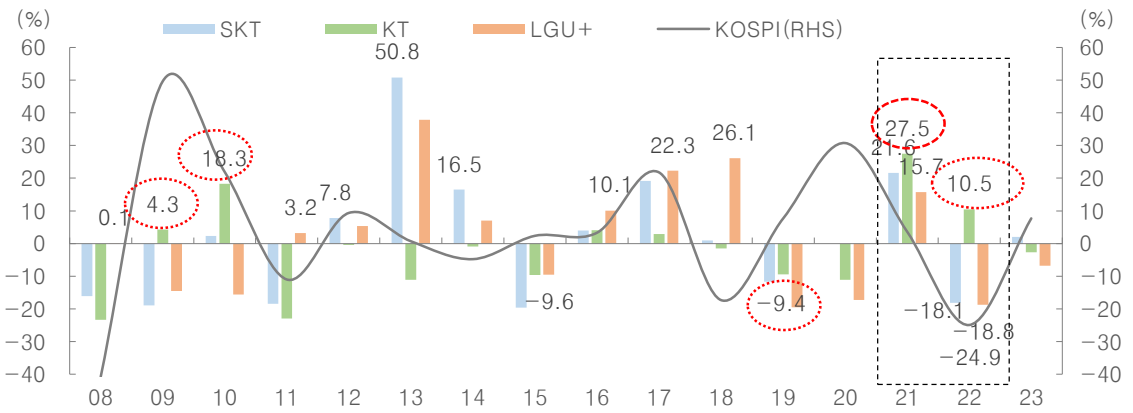
- 무선, 유선 모두 완만한 성장. B2B는 IDC 중심으로 10% 가까운 고성장
- CAPEX/감가비와 마케팅비는 하향 안정화
- 주주환원은 최소 배당금 보장 및 자사주 취득/소각 추가
- 17~19년 이익 감소. 선약할인율 상향 영향. 20년부터 이익 상승. 21~22년 통신업 주가는 지수를 크게 아웃퍼폼. 23년은 물가안정을 위한 통신비 부담 완화 정책 도출 및 KT CEO 부재 등의 요인으로 주가 부진했으나, 이슈 해소된 23.8월 이후 주가는 +10%로 지수 -5%를 크게 아웃퍼폼

20~25년 연평균 9% 수준의 이익 성장 전망



자료: 각 사 IR, 추정은 대신증권 Research Center

실적이 좋고 주주환원도 좋은면 주가는 따라갑니다



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

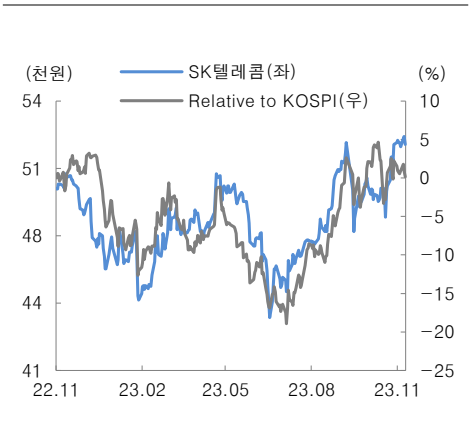
SK텔레콤 (017670)

주주환원의 끝판왕

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	77,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	51,900원

KOSPI	2,519.81
시가총액	11,357십억원
시가총액비중	0.59%
자본금(보통주)	31십억원
52주 최고/최저	52,300원 / 43,550원
120일 평균거래대금	293억원
외국인지분율	41.62%
주요주주	SK 외 12인 30.03% 국민연금공단 7.67%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.8	9.0	4.6	4.2
상대수익률	-4.2	10.4	6.3	0.6



- 24E OP 1.9조원(+8% yoy) 전망. 5G 점유율은 48.1%로 꾸준히 우상향. 23년 평균 순증 점유율은 48.7%로 점유율의 추가 상승 전망
- 매출대비 마케팅비는 23.8%로 5G 도입 후 평균인 25.7%를 하회. 매출대비 감가비는 19.5%로 5G 도입 후 평균인 21.3%를 하회
- 23.9월에 공개한 AI 전략은 상당히 구체적. 데이터센터, Sapeon의 AI Chipset 등을 통해 기반을 다지고, AI 기술을 마케팅, AICC, IPTV, 기업사업, UAM, 헬스케어 등 기존 통신 영역에 접목 시킨 후, 궁극적으로 PAA(개인 비서)의 런칭을 통한 AI의 생활화 추진
- 24년 예상되는 총주주환원은 8.5천억원 규모로, 시총의 7.5% 수준. 최소 7.2천억원의 배당 외에 자회사 등으로부터 유입되는 추가 재원 1.3천억원 이상을 합쳐서 배당과 자사주 취득/소각에 활용할 것으로 전망

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	16,749	17,305	17,611	18,075	18,466
영업이익	1,387	1,612	1,760	1,908	2,080
세전순이익	1,718	1,236	1,437	1,413	1,524
총당기순이익	2,419	948	1,088	1,974	1,158
지배지분순이익	2,408	912	1,042	1,031	1,112
EPS	6,841	4,169	4,764	4,795	5,181
PER	8.5	11.4	10.2	10.1	9.3
BPS	32,904	51,721	53,177	54,211	56,192
PBR	1.8	0.9	1.0	1.0	0.9
ROE	13.6	8.0	9.1	8.9	9.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: SK텔레콤, 대신증권 Research Center

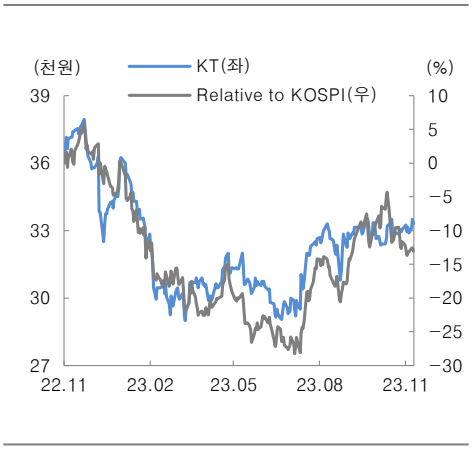
KT (030200)

23년의 어수선함을 뒤로하고, 24년 다시 질주

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	44,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	33,300원

KOSPI	2,519.81
시가총액	8,587십억원
시가총액비중	0.45%
자본금(보통주)	1,548십억원
52주 최고/최저	37,950원 / 29,000원
120일 평균거래대금	216억원
외국인지분율	42.67%
주요주주	국민연금공단 8.63% 현대자동차 외 1인 7.89%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.8	0.0	6.4	-10.4
상대수익률	-6.1	1.3	8.0	-13.4



- 24E OP 1.9조원(+7% yoy) 전망. 5G 점유율은 30.2%로 꾸준히 30%대 유지. 보급률은 70%로 39개월째 1위. 6G 상용화는 30년에나 가능한 상황이어서, 5G 보급률은 궁극적으로 100%를 향해갈 것
- 매출대비 판매비는 15.8%로 5G 도입 후 평균인 16.4%를 하회. 매출대비 감가비는 17.5%로 5G 도입 후 평균인 18.2%를 하회
- ARPU의 상승이 상당히 인상적. 매분기 +3~5% yoy씩 상승. 경쟁사들은 ARPU 산정시 IoT가 포함되어 있어서 단순 비교하기는 어렵지만, KT가 수익성 좋은 5G 휴대폰 가입자 위주로 마케팅에 집중하고 있는 모습은 긍정적
- 22.12월부터 약 9개월간 CEO의 부재 속에 호실적에도 불구하고 주가는 약세를 보였으나, CEO 최종 후보가 결정된 8월 이후 주가는 +12%로 지수 -5%를 크게 상회
- 주주환원도 긍정적. 별도 당기순이익의 50%를 배당 또는 자사주 매입/소각으로 진행하고, 최소 DPS 1,960원 보장

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	24,898	25,650	26,267	26,883	27,242
영업이익	1,672	1,690	1,735	1,853	2,025
세전순이익	1,978	1,894	1,722	1,864	2,076
총당기순이익	1,459	1,388	1,285	1,324	1,474
지배지분순이익	1,357	1,262	1,185	1,191	1,326
EPS	5,197	4,835	4,559	4,620	5,143
PER	5.9	7.0	7.1	7.4	6.6
BPS	57,357	63,621	66,531	69,552	72,471
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE	9.4	8.0	7.0	6.5	6.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: KT, 대신증권 Research Center

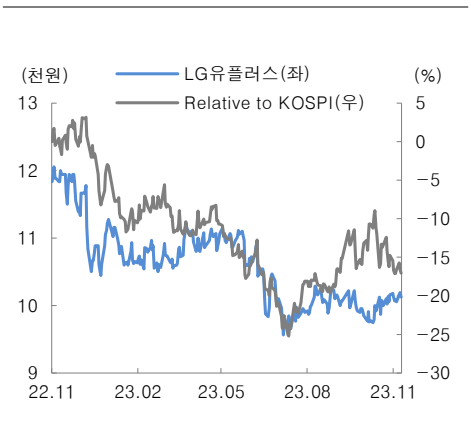
LG유플러스 (032640)

전략의 차이는 시간이 설명해줄 것

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	16,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	10,410원

KOSPI	2,519.81
시가총액	4,545십억원
시가총액비중	0.24%
자본금(보통주)	2,574십억원
52주 최고/최저	12,100원 / 9,910원
120일 평균거래대금	81억원
외국인지분율	38.84%
주요주주	LG 외 2인 37.67% 국민연금공단 6.35%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.1	-1.4	-6.6	-12.9
상대수익률	-5.8	-0.2	-5.1	-15.9



- 24E OP 1.2조원(+11% yoy) 전망. 5G 점유율은 21.7%로 초기 20%대 중반 대비 하락세. 무선에서는 경쟁사들과 다른 전략. 미래의 IoT 시대를 사전적으로 준비하면서, IoT를 포함한 총 무선 회선 기준 점유율은 27.1%로 처음으로 2위 등극. 다만, IoT 회선은 ARPU가 낮고 진입 장벽도 낮아서 수익성으로 이어질지 여부는 아직 불투명
- 매출대비 마케팅비는 20.6%로 5G 도입 후 평균인 22.9%를 하회. 하지만, 매출대비 감가비는 19.8%로 5G 도입 후 평균인 19.3%를 상회. 22년 하반기에 추가로 할당 받은3.5GHz 대역 20MHz폭에 대한 비용 부담
- 관련한 OPEX도 같이 증가하면서 23E OP는 1.1조원(+0.1% yoy)으로 정체 후, 24년부터는 부담이 완화되면서 다시 이익 상승이 재개될 것으로 전망
- 배당은 당기순이익의 40% 이상 성향을 기반으로, 중장기적으로 DPS 우상향 추진

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	13,851	13,906	14,283	15,161	15,820
영업이익	979	1,081	1,082	1,198	1,286
세전순이익	905	857	863	946	1,037
총당기순이익	724	663	669	719	788
지배지분순이익	712	663	665	719	788
EPS	1,632	1,519	1,524	1,647	1,806
PER	8.3	7.3	6.8	6.3	5.7
BPS	17,574	18,701	19,585	20,543	21,660
PBR	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE	9.5	8.4	8.0	8.2	8.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: LG유플러스, 대신증권 Research Center

Daishin
2024년 산업전망

미디어

흙을 씻으면 진주가 보이지

▪ 김회재 hoijae.kim@daishin.com

Summary (미디어)

- **[광고]** 22년 하반기부터 시작된 금리인상이 23년 경기위축으로 이어질 것이라는 우려가 광고시장에 반영. 광고의 상징이자 단위당 규모가 가장 큰 지상파TV광고 급감. 광고시장내 디지털 비중이 50%를 상회하면서 지상파 TV는 지난 20년간 연평균 -2.8%로 꾸준히 감소
- 지상파TV의 하락 추세를 감안해도, 1Q23의 -40%, 2Q23의 -24%는 지나친 하락. 09년 금융위기와 20년 팬데믹 시점보다 더 큰 하락
- 지나친 하락에 따른 풍선효과로 3Q23 -15%yoy로 개선. 4Q23 성수기, 24년 상반기 기저효과, 3Q23 올림픽 특수 등 점진적 회복 전망
- **[컨텐츠]** 컨텐츠의 전방산업인 광고의 부진이 실적에 대한 우려로 선반영되면서 주가는 -60 ~ -40% 수준의 급락. 3Q 실적 통해 광고의 점진적 회복 전망이 제기되고, 우려대비 양호한 컨텐츠 실적도 확인하면서 반등
- TV광고의 점진적 회복에 더해, 글로벌 OTT와의 재계약 및 신규계약에 따른 마진 개선의 효과가 나타나고 있고, 미국 작가/배우 파업도 종료되면서 24년 상반기 컨텐츠 실적의 추가 개선과 주가의 정상화 전망
- **[영화]** 23년 영화시장은 매출 기준 19년의 65% 수준까지 회복. 22년 이후 팬데믹 기간 동안 상영하지 못했던 작품들이 쏟아져 나오면서 볼거리는 풍부해졌으나, 구작 상영에 따른 관객 호응도 감소로 예상보다 더딘 회복
- 24년부터는 구작에 대한 부담보다 국내외 블록버스터 신작과 검증 받은 시리즈물 위주의 개봉작 등장으로 19년의 80% 수준까지 회복 전망
- 당사는 TV광고 시장 및 헐리우드 파업 종료에 따른 자회사 실적 개선으로 턴어라운드가 예상되는 CJ ENM, 국내외 플랫폼 향 제작편수 증가에 따른 양적 성장과 글로벌 OTT와의 재계약/신규계약으로 마진이 개선되는 스튜디오드래곤을 2024년 상반기 미디어 업종 Top-picks로 제시함

컨텐츠. 영화

광고 부진, 헐리우드 파업 등 외부요인이 모두 개선되면서 컨텐츠 본연의 실적 부각

- CJ ENM. 24E OP 1.8천억원(흑전, +2.1천억원) 전망. 티빙은 가입자 500만명을 향해가면서 BEP에 근접, 24E OP -760억원(+700억원), 25E 800억원(흑전, +1천억원). Fifth Season은 헐리우드 파업 종료에 따라 20개 이상의 컨텐츠 공급을 통해 24E OP 350억원(+1.3천억원) 전망
- 스튜디오드래곤. 글로벌 OTT와의 계약 갱신에 따른 리쿱율 상승의 효과가 나타나면서 24E OP 875억원(+20% yoy), OPM 10.1%(+1.1%p yoy) 전망. 미국/일본 등 글로벌 현지 작품 공개 전망
- CJ CGV. CJ올리브네트웍스의 현물출자가 완료되면, 24E OP 1.4천억원으로 19년의 113% 전망. 대규모 유상증자에 대한 오버행 우려로 주가는 부진하지만, 3Q23 실적이 팬데믹 이전 수준 회복 및 사실상 역대 최고 실적에 해당하면서 주가 반등. 현물출자 완료가 주가 상승의 트리거
- 콘텐트리중앙. 24E OP 290억원(흑전 yoy) 전망. 23년 콘중 제작 주요 드라마의 평균 시청률은 9.5%로 역대 최고이면서 지상파에 버금가는 수준. SLL과 Playtime의 견조한 실적과 메가박스의 흑자 전환 및 Wiip의 적자폭 축소로 이익 개선

당사 Universe 미디어업체의 실적 전망 및 투자의견

(단위: 십억원, %, 배)

종목	CJ ENM		스튜디오드래곤		CJ CGV		콘텐트리중앙		제일기획	
투자의견	BUY		BUY		BUY		BUY		BUY	
목표주가	82,000원		89,000원		10,000원		27,000원		30,000원	
현주가 (11/29)	80,400원		54,400원		5,620원		16,060원		19,820원	
Upside	1.99%		63.60%		77.94%		68.12%		51.36%	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	4,661	5,388	810	865	1,550	2,438	964	989	1,618	1,737
영업이익	-24	184	73	88	57	137	-13	29	329	350
OPM	-0.5	3.4	9.1	10.1	3.7	5.6	-1.3	2.9	20.3	20.1
%yoy	적전	흑전	12.5	19.5	흑전	142.4	적지	흑전	5.7	6.2
순이익	-134	71	58	72	-67	11	-63	-2	234	245
ROE	-3.8	2.1	8.0	8.7	-11.6	1.2	-41.2	-1.2	18.4	17.7
PBR	0.5	0.5	2.1	1.9	0.6	0.8	2.5	1.5	1.7	1.6
PER	NA	24.6	28.2	22.7	NA	80.6	NA	NA	9.7	9.3

자료 : 대신증권 Research Center

광고. 유료방송

광고는 점진적 회복 후 24년 하반기 정상 수준 복귀 전망

- 제일기획. 24E OP 3.5천억원(+6.2% yoy) 전망. 23년은 국내 광고시장 부진에도 불구하고, 북미를 중심으로 해외에서의 계열/비계열 수주 증가에 따라 우려 대비 양호한 성과 달성. 주요 광고주의 실적이 4Q23부터 개선되면서 국내에서의 마케팅비 집행도 회복할 것으로 전망
- SBS. 24E OP 800억원(+104% yoy). 24년은 중요한 변화를 맞이하는 첫 해. SBS컨텐츠허브의 흡수 및 스튜디오S와의 합병을 통해 메가스튜디오 체제로의 전환. 지상파 중에서는 가장 발빠르게 시장의 변화 수용. 글로벌 OTT 포함 다양한 플랫폼에 적극적으로 컨텐츠를 공급하고, 시장 트렌드에 맞는 블록버스터급 컨텐츠도 제작하면서 연간 OP 800억원 수준 달성 전망
- 이노션. 24E OP 1.6천억원(+8% yoy). 22년에 제시한 CDM 전략이 구체적으로 실행되는 첫 해. 26년 GP 1.3조원(연평균 14% 성장), OP 2.2천억언(연평균 13% 성장), EPS 6,700원(연평균 17% 성장) 목표 제시. 관련하여 5천억원 수준의 국내외 M&A 및 지분투자 계획. 주주가치 제고를 위한 100% 무상증자도 실행

당사 Universe 미디어업체의 실적 전망 및 투자의견

(단위: 십억원, %, 배)

종목	SBS		이노션		스카이라이프		LGHV	
투자의견	Buy		Buy		Buy		Marketperform	
목표주가	43,000원		30,500원		8,400원		4,000원	
현주가 (11/29)	26,150원		20,700원		6,080원		3,355원	
Upside	64.44%		47.34%		38.16%		19.2%	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	847	936	822	868	727	768	1,127	1,127
영업이익	39	80	145	156	53	60	44	48
OPM	4.6	8.6	17.7	18.0	7.3	7.9	3.9	4.3
%yoy	-72.6	104.3	6.1	7.6	4.8	13.9	-18.9	10.9
순이익	34	56	104	93	31	41	36	39
ROE	4.7	7.5	11.8	9.9	3.8	4.9	5.6	5.9
PBR	0.7	0.6	0.9	0.9	0.4	0.3	0.4	0.4
PER	14.2	8.8	8.0	8.9	9.3	7.1	7.3	6.6

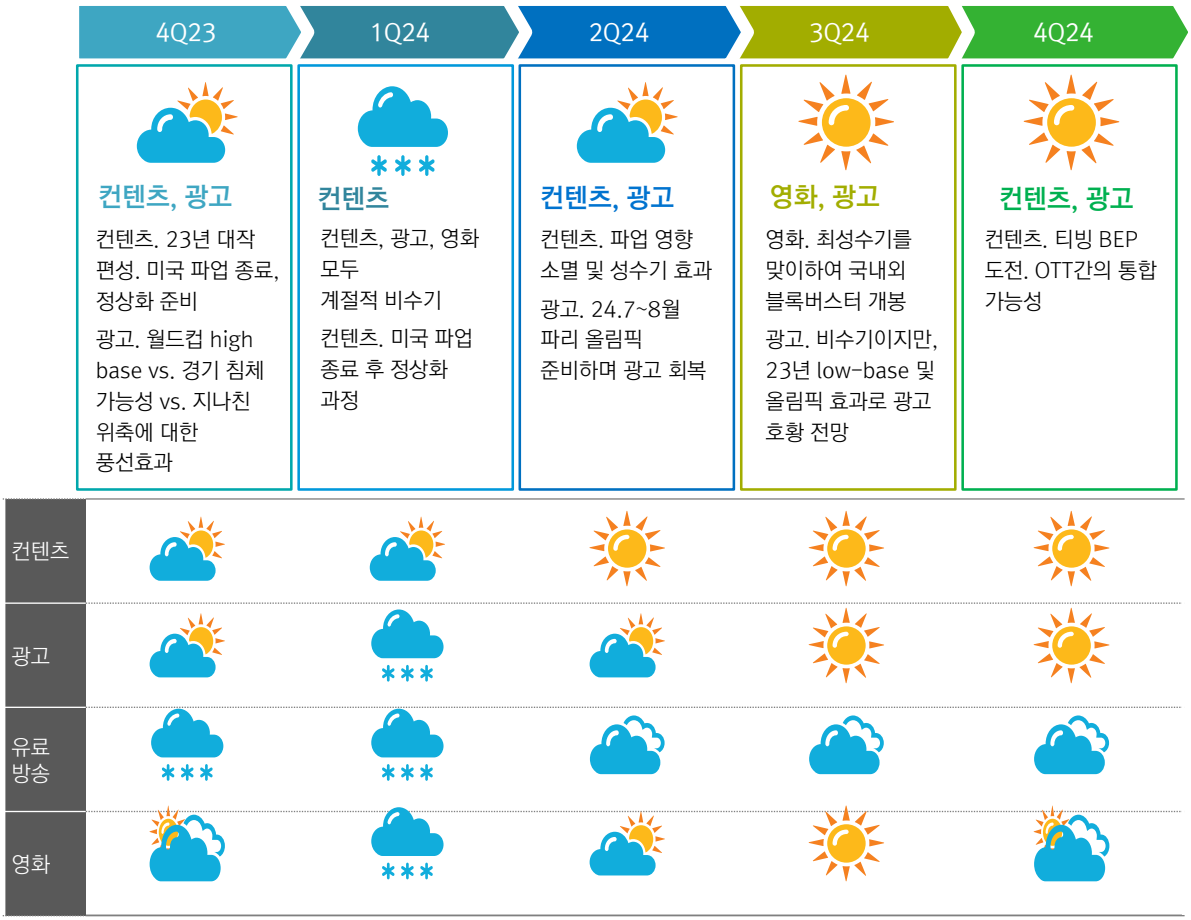
자료 : 대신증권 Research Center

2024년 미디어업종 산업/주가 기상도

광고의 점진적 정상화. 컨텐츠는 빠른 속도로 회복

- 4Q23. 상반기 TV 중심으로 부진했던 광고는 3Q23부터 점진적으로 회복. 3Q~4Q23 상반기 지나친 광고 위축에 대한 풍선효과. 4Q22 월드컵에 따른 high base는 부담. 컨텐츠는 23년 대작 편성 및 미국 파업 종료에 따른 정상화 준비
- 2024년. 3Q23부터 회복 중인 광고는 24년 상반기 까지는 기저효과, 24년 하반기부터 파리 올림픽을 계기로 정상 수준으로 복귀
- 컨텐츠는 4Q23 작가와 배우 조함 파업 모두 종료. 24년 상반기까지는 프로젝트별로 제작 정상화 과정에 진입 후, 24년 하반기에 완전 정상화될 것으로 전망
- 영화시장은 매출 기준 19년의 65% 수준까지 회복. 블록버스트 중심으로 정상적으로 개봉작들이 등장하고 있기 때문에, 24년에는 19년의 80% 수준까지 회복될 것으로 전망

2024년 미디어업종 산업/주가 기상도



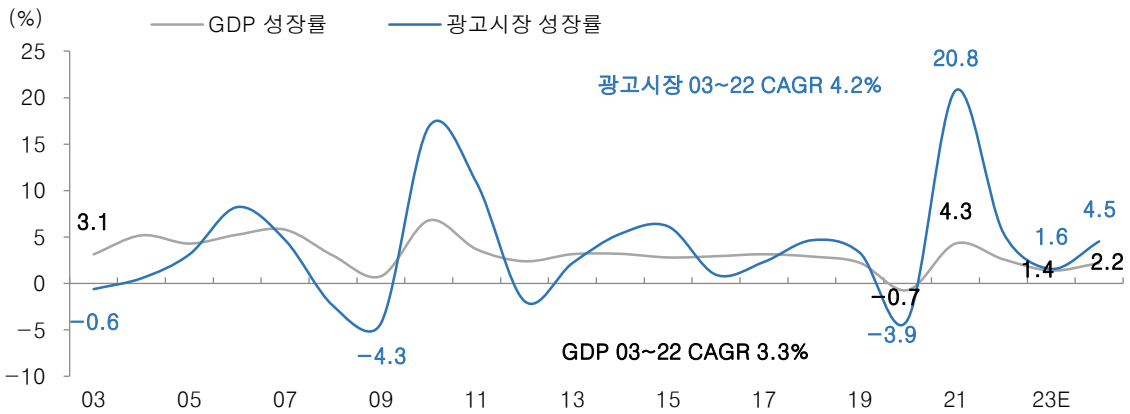
자료: 대신증권 Research Center

광고시장은 꾸준히 성장

24년 광고시장 16조원(+4.5% yoy), GDP 대비 0.77% 전망

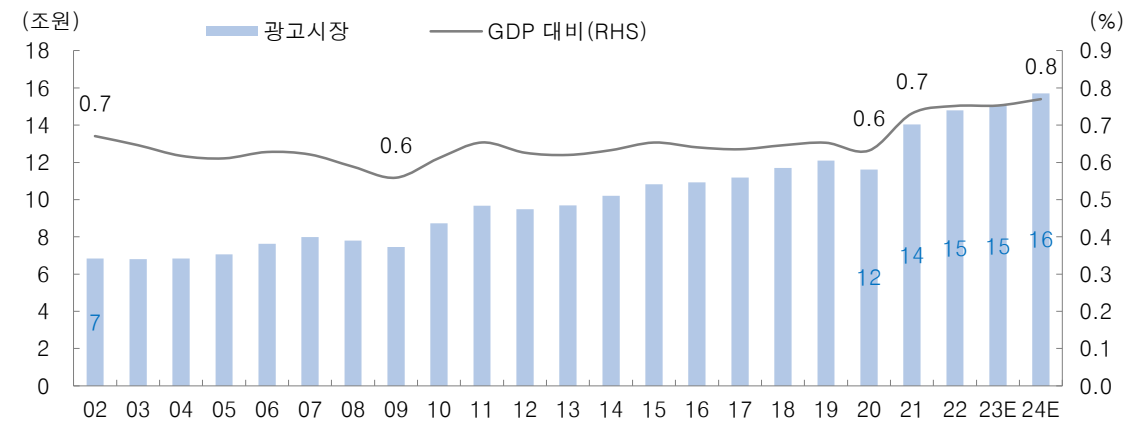
- 광고시장은 GDP에 연동되어 움직이지만, 한국은 GDP 대비 광고시장 규모가 0.7% 수준으로, 선진국의 1% 대비 작음. 광고총량제, 지상파 중간광고 도입, 간접광고 기준 완화 등 다양한 규제 완화를 통해 광고시장이 커지고 있기 때문에 GDP 성장률 대비 광고시장 성장률은 높게 유지
- 03~22 GDP 3.3% vs. 광고 4.2%. 17~22 GDP 2.2% vs. 광고 5.8%
- 23년은 경기침체에 대한 우려가 반영되면서 경제상황 대비 광고주들의 보수적 집행으로 광고 위축
- 24년은 매크로 환경 개선에 따라 경제상황에 맞는 성장률로 복귀 전망

광고시장 성장률은 GDP 성장률을 상회



자료: 제일기획, 한국은행, 추정은 대신증권 Research Center

24년 광고시장 16조원(+4.5% yoy), GDP 대비 0.77% 전망



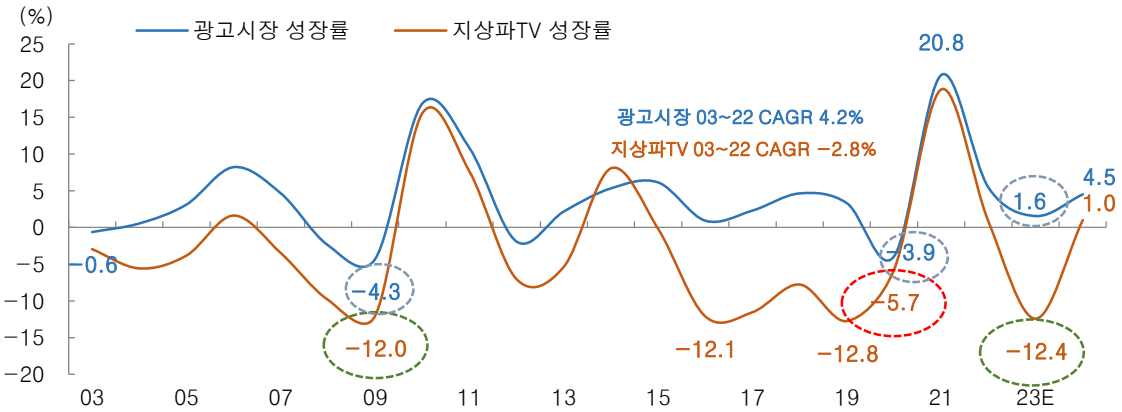
자료: 제일기획, 한국은행, 추정은 대신증권 Research Center

지상파TV는 광고시장의 상징

감소 추세는 불가피하나, 24년은 기저효과 발생 전망

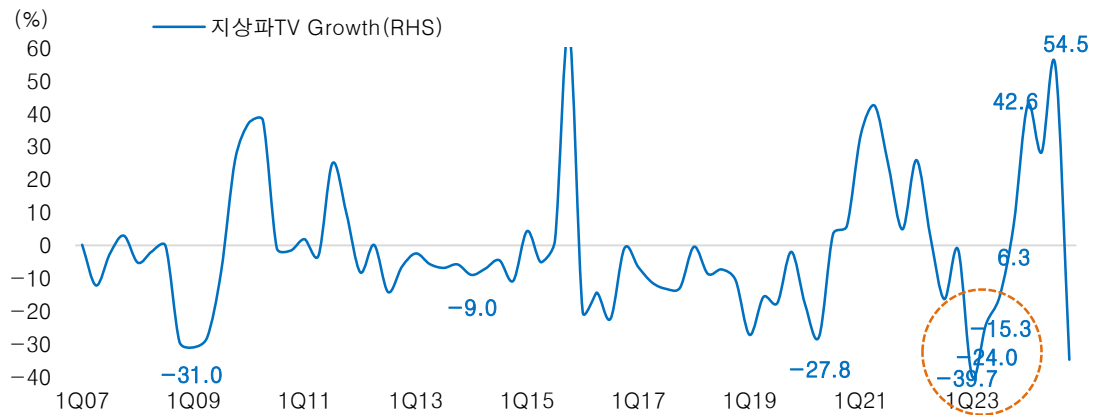
- 광고시장내 디지털 비중이 50% 상회. 지상파TV는 지난 20년간 연평균 -2.8%로 꾸준히 감소
- 22년말부터 금리인상에 따른 경기위축 우려 제기
- 단위당 집행 규모가 큰 지상파TV에 대한 광고주들의 집행 감소. 금융위기와 팬데믹 당시 보다 급감
- 1Q23의 -40%, 2Q23의 -24%는 지나친 하락. 3Q23 -15% yoy로 상반기 대비 회복
- 3Q23 풍선효과, 4Q23 성수기. 24년 상반기 기저효과, 3Q23 올림픽 특수 등 점진적 회복 전망

지상파TV 시장은 감소 중이나, 24년은 기저효과 발생 전망



자료: 제일기획, 추정은 대신증권 Research Center

지상파TV. 1~2Q23 급락. 3~4Q 회복. 3Q24 올림픽 특수 전망



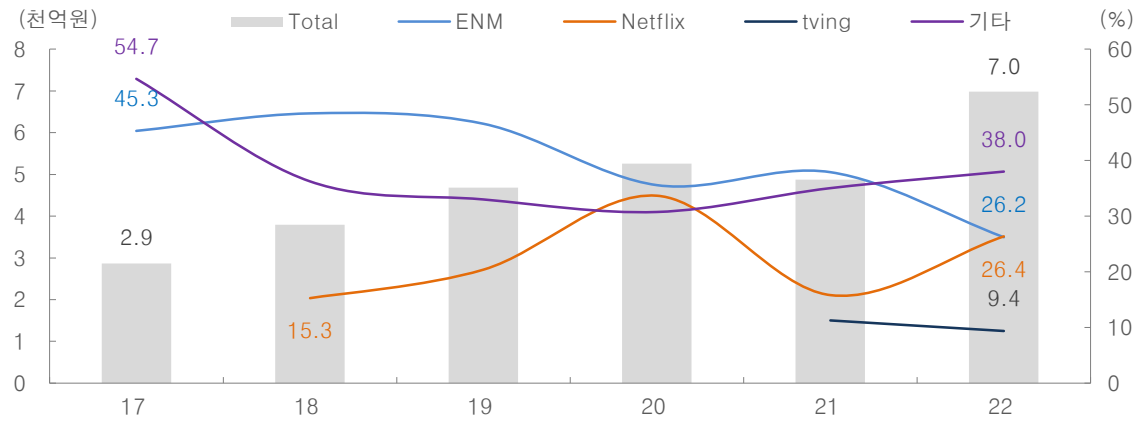
자료: 제일기획, 추정은 대신증권 Research Center

전방산업인 TV광고의 부진. 그래도 견조한 컨텐츠

컨텐츠 주가는 실적 부진 우려를 선방영했으나 실적은 견조. 광고 회복 = 컨텐츠 주가 회복

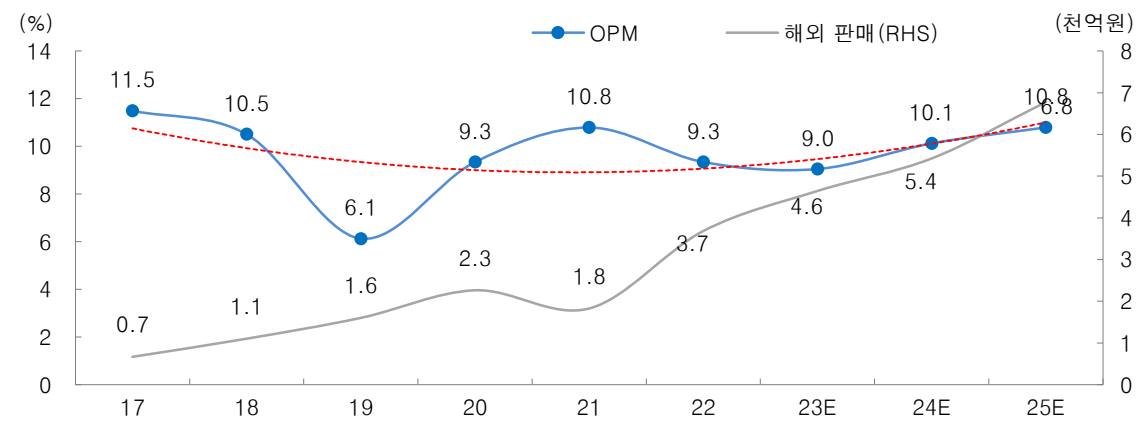
- (11/21 기준) YTD 주가 수익률은 ENM -35%, 드래곤 -34%, 콘중 -51%, SBS -27%
- 상반기 TV광고의 급락이 컨텐츠의 실적 우려로 이어지며 주가 급락
- 컨텐츠 실적은 우려 대비 양호. 실적에서 광고에 직접 연동되는 편성 실적의 비중이 높지 않기 때문
- 드래곤의 경우 TV에 직접 연동되는 실적은 26% 수준
- TV광고의 정상화와 글로벌 OTT와의 신규 계약 조건이 반영되면서 24년에는 마진 개선 전망
- 제일기획의 3Q 실적 통해 광고의 점진적 개선 확인 후 ENM +34%, 드래곤 +18%, 콘중 +33%

스튜디오드래곤의 실적에서 TV에 직접 연동되는 실적은 26% 수준



자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

편성(TV향) 보다 판매(글로벌 OTT 등) 비중 증가에 따른 마진 개선



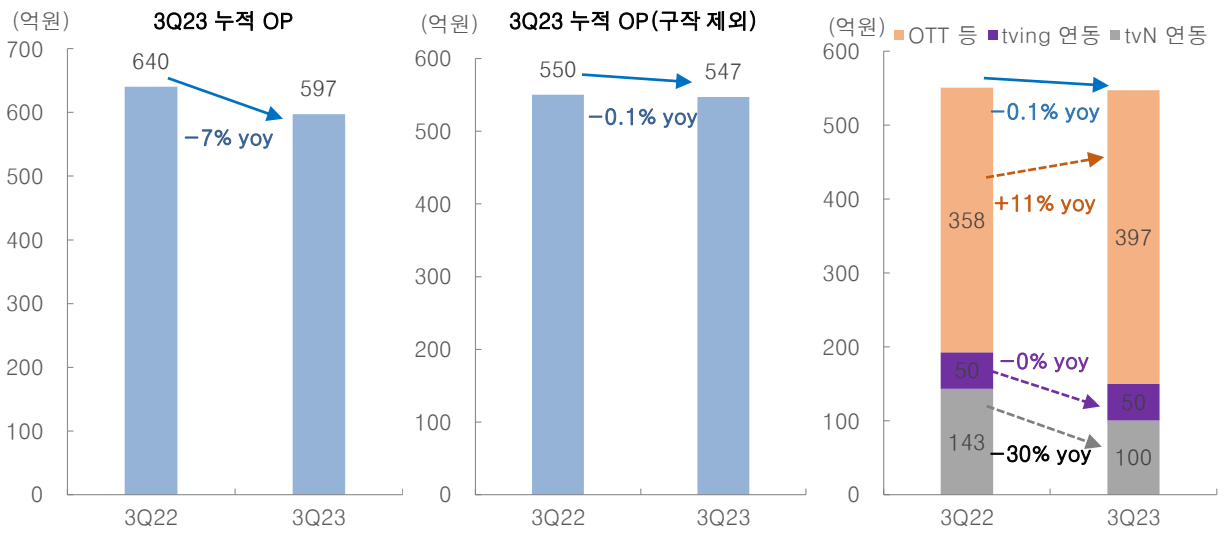
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

글로벌 OTT와의 신규 계약 조건 효과 발생

드래곤 실적의 재해석을 통해 알아본 재계약 효과

- 드래곤 3Q23 누적 OP는 597억원(-7% yoy)으로 감소
- tvN의 광고가 -30% yoy 감소한 상황에 비춰보면 상당히 양호한 실적
- 2Q22와 3Q23의 글로벌 OTT향 구작 판매 실적을 제외한 기준으로는 -0.1% yoy
- 26% 수준인 TV향 등 캡티브 실적을 제외하면 65% 수준이 OTT 등에 대한 판권 수익
- OTT 등에 대한 판권 수익은 397억원으로 전년 동기 대비 +11% yoy 증가
- 세계적으로 인정받는 컨텐츠 제작이 지속되면서 글로벌 OTT와 더 좋은 조건으로 계약
- 동시방영은 23년부터, 오리지널 컨텐츠는 제작 기간 감안시 실질적으로 24년부터 반영
- 24년 OPM은 10.1%(+1.1%p)로 개선 전망

스튜디오드래곤 3Q23 누적 실적의 재해석. OTT 등 Non-Captive향 실적 크게 증가



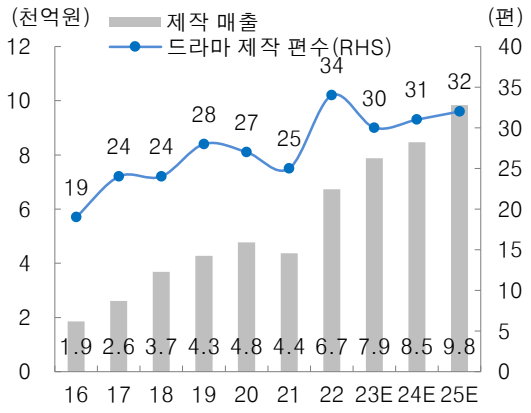
자료 : 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

컨텐츠는 양과 질이 동시에 증가

글로벌 시장에서 직접 제작. 작품당 규모도 증가

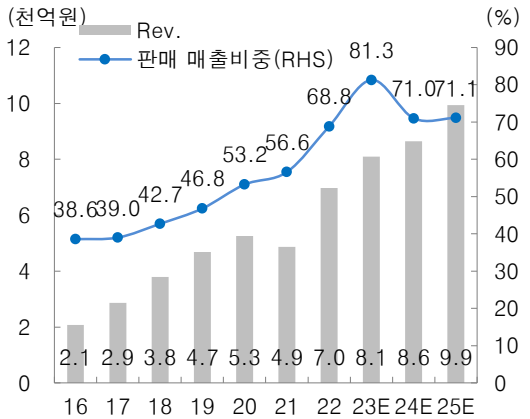
- 국내 TV향 작품 수는 TV광고의 회복과 더불어 증가하면서 양적인 성장 지속
- 드래곤의 매출 중 판매 매출 비중은 이미 70% 상회
- 한국에 진출한 글로벌 OTT향 동시방영과 오리지널의 증가 및 미국/일본 컨텐츠 직접 제작 시작
- 작품당 제작 규모도 꾸준히 증가하면서 질적인 성장도 병행

제작편수는 완만한 상승



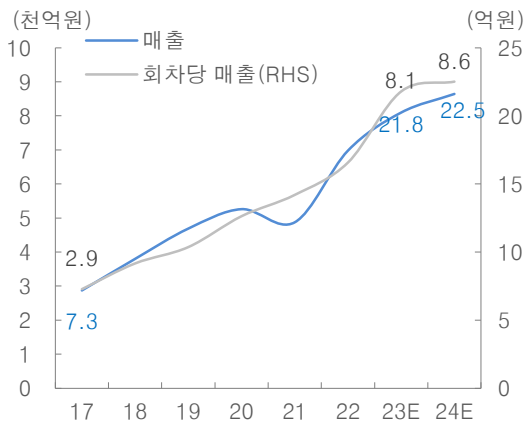
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

편성보다는 판매 중심으로



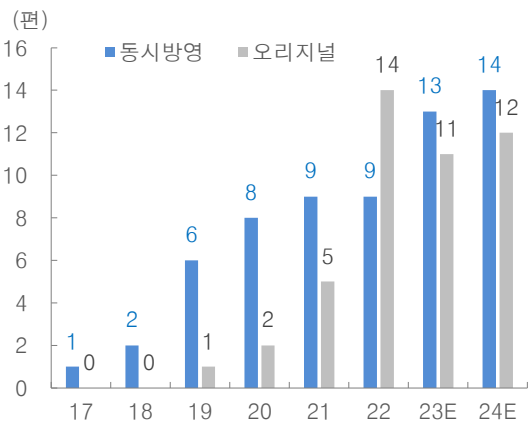
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

작품당 제작 규모 증가



자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

동시방영과 오리지널 비중 증가



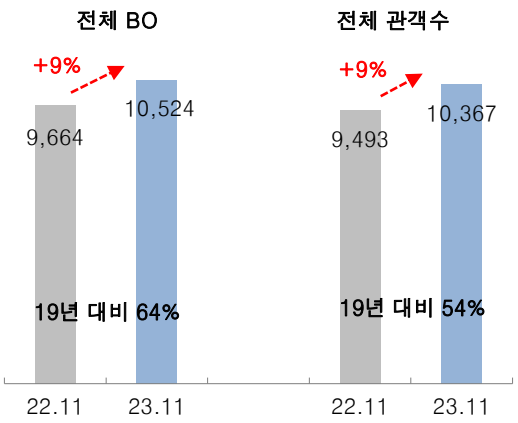
자료: 스튜디오드래곤, 추정은 대신증권 Research Center

영화. 24년은 정상화에 근접

검증 받은 시리즈물 중심으로 특별관 수요 증가하면서 점진적 회복

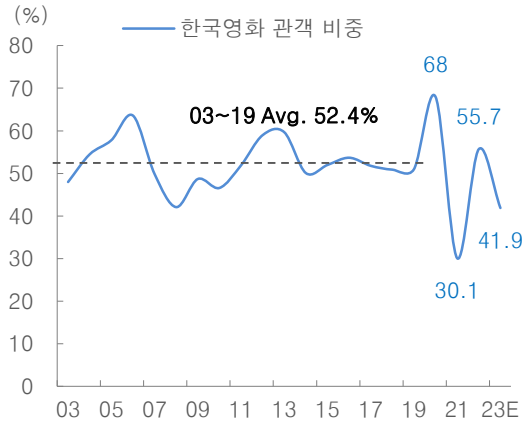
- 전국 관객수 23E 1.24억명(19년 대비 55%), 24E 1.43억명(63%) 전망
- 박스오피스 23E 1.3조원(19년 대비 68%), 24E 1.5조원(80%) 전망
- 비용 슬림화 및 가격 현실화 등으로 분기 기준 실적은 팬데믹 이전 수준 회복
- CGV의 경우 3Q23 OP 305억원(흑전 yoy)으로, 3Q 기준 사실상 역대 최고 달성. 3Q19 310억원
- 검증 받은 시리즈물 위주로 특별관에 대한 수요 증가. 한국영화 부진은 해결해야할 과제

19년 대비 박스오피스 64%(23.11)



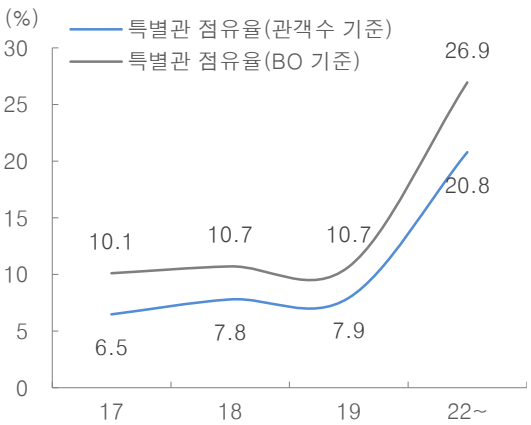
자료: 영화진흥위원화, 대신증권 Research Center

23년 한국영화 비중은 41%로 저조



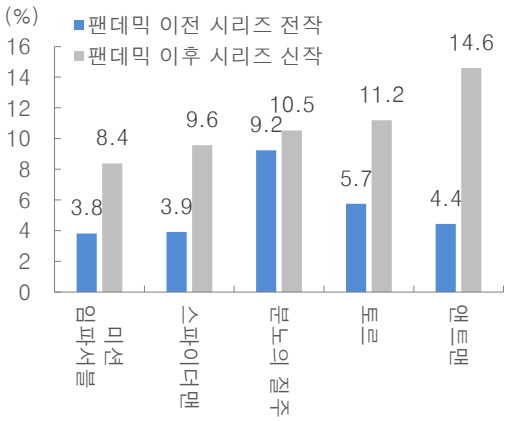
자료: 영화진흥위원화, 대신증권 Research Center

팬데믹 이후 특별관 점유율 상승



자료: 영화진흥위원화, 대신증권 Research Center

검증 받은 시리즈물에 대한 수요 증가



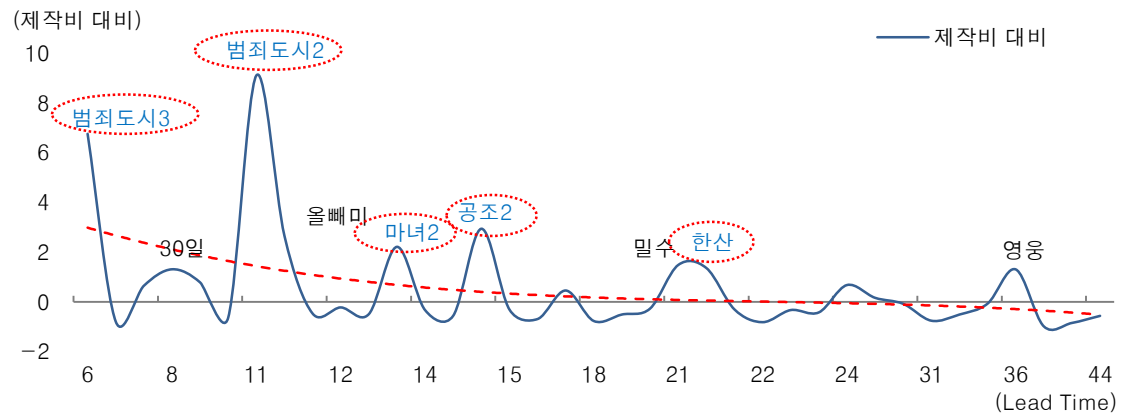
자료: 영화진흥위원화, 대신증권 Research Center

한국영화의 재고 소진 및 흥행 필요

Lead Time이 길 수록 박스오피스 성과 부진

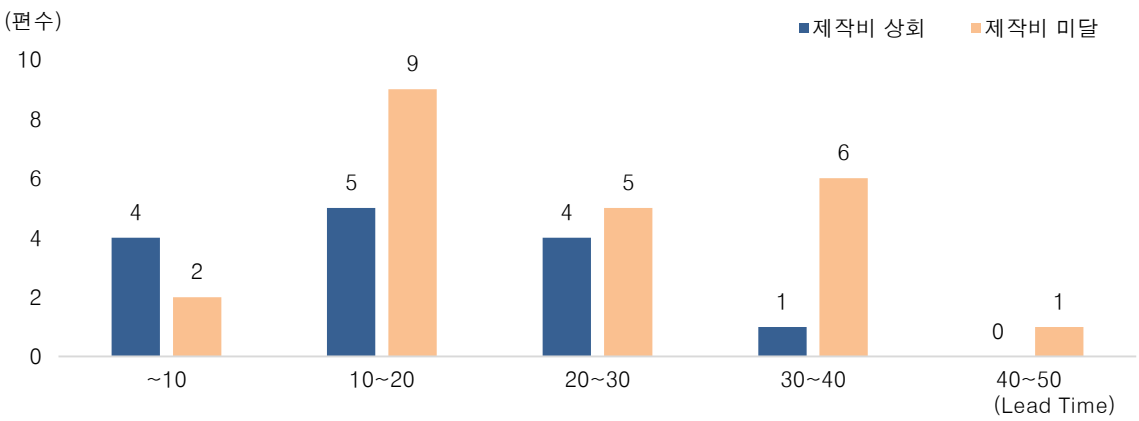
- 22년 이후 개봉한 한국 영화 37편 분석. 제작비는 80억원 이상
- Lead Time(제작 완료 후 개봉까지 소요 월)이 길 수록 BO 부진. 37편 중 14편만 제작비 상회
- 제작비 상회한 14편 중 5편은 시리즈물의 후속작
- 20~21년 극장의 운영 중단 및 제한에 따라 한국 영화의 재고 증가
- 22년부터 개봉작들이 본격적으로 등장하고 있으나, 한국영화의 경우 상대적으로 최신작 부족
- 영화산업의 정상화를 위해서는 한국영화의 흥행이 필요하고, 재고의 빠른 소진도 중요

Lead Time(제작 완료 후 개봉까지 소요 월)이 길 수록 BO는 제작비 미달



자료: 영화진흥위원회, 대신증권 Research Center

Lead Time(제작 완료 후 개봉까지 소요 월)이 길 수록 BO는 제작비 미달



자료: 영화진흥위원회, 대신증권 Research Center

극장의 변신

영화 상영은 프리미엄 및 틈새 전략. 잉여 공간 활용 공간사업자로 탈바꿈

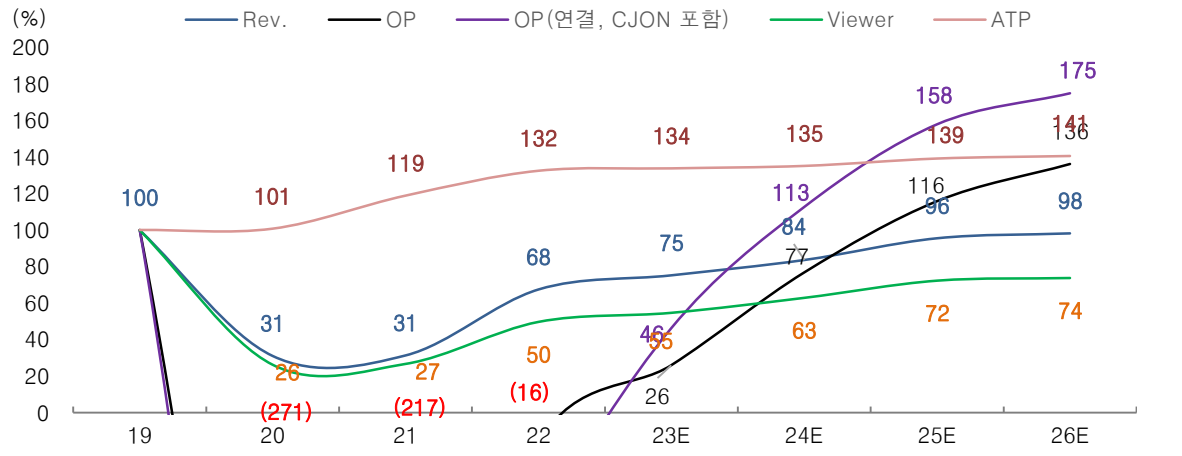
- CJ CGV는 현재 추진 중인 CJ올리브네트웍스의 현물출자 완료시 연간 500억원 수준의 이익 발생
- 메가박스는 플레이타임 흡수. 연간 100억원 수준의 이익. OPM 11%의 효자 사업. 3Q OPM 17%
- 비용 슬림화 및 가격 현실화에 더해 비즈니스 다변화를 통해, 관객수 및 매출 보다 빠른 이익 개선
- 콘서트, LOL, 월드컵, OTT 오리지널 등 컨텐츠 확대. 클라이밍 짐, 스크린 골프장 등 공간활용도 확대
- 중국은 완전 정상화. 3Q 기준 매출은 역대 2번째, OP는 역대 최고

19년 대비 연도별 매출, 영업이익, 관객수, ATP 회복 수준

구분	19	20	21	22	23E	24E	25E
매출	17,694	19,423	5,834	7,363	12,813	15,501	24,381
연결 영업이익	777	1,220	-3,887	-2,414	-768	566	1,375
19년 대비							
매출	100	31	31	68	75	84	96
별도 영업이익	100	-271	-217	-16	26	77	116
연결 영업이익	100	-319	-198	-63	46	113	158
전국 관객수	100	26	27	50	55	63	72
ATP	100	101	119	132	134	135	139

자료: CJ CGV, 추정은 대신증권 Research Center

CGV 24E OP 1.4천억원(+143% yoy), 19년의 113% 수준 전망



자료: CJ CGV, 추정은 대신증권 Research Center

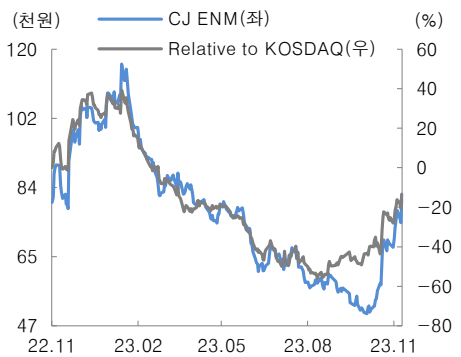
CJ ENM (035760)

제 위치를 찾아가는 기업가치

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	82,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	80,400원

KOSDAQ	822.44
시가총액	1,763십억원
시가총액비중	0.44%
자본금(보통주)	111십억원
52주 최고/최저	116,100원 / 50,200원
120일 평균거래대금	62억원
외국인지분율	13.01%
주요주주	CJ 외 5인 42.70%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	56.7	36.0	3.3	-10.1
상대수익률	42.6	51.6	6.0	-20.4



- 24E OP 1.8천억원(흑전, +2천억원 yoy) 전망. 이익 개선의 주표 포인트는 티빙과 Fifth Season
- 티빙은 23년말 400만명, 25년말 500만명을 향해 가면서 수익성 개선. 당사 추정 티빙 손익은 24E +700억원
- Fifth Season은 40여개 정도의 작품 준비 중. 작가 및 배우/방송인 조합의 파업이 모두 종료되었기때문에, 연간 20편 수준의 작품 공급 가능. 당사 추정 Fifth Season의 손익은 24E +1,300억원
- TV 광고는 1Q -30%, 2Q -30%, 3Q -24%로 상반기 대비 하반기 조금씩 개선. 지나치게 위축된 광고의 풍선효과와 4Q 성수기 반영시 4Q +8% 전망. 연간 TV 광고는 23E -20%, 24E +23%로 24년에는 22년 수준 회복 전망
- 20.3월 이후 여섯 차례 드래곤에게 시총 역전되었으나, 3Q 실적 개선을 기반으로 1년 5개월만에 드래곤의 시총 재역전. ENM이 상승하면서 드래곤을 끌어주는 모습 전망

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	3,552	4,792	4,661	5,388	5,745
영업이익	297	137	-24	184	237
세전순이익	296	-328	-139	96	158
총당기순이익	228	-177	-187	75	123
지배지분순이익	193	-120	-134	71	117
EPS	8,822	-5,476	-6,100	3,254	5,326
PER	15.7	NA	NA	24.6	15.1
BPS	172,252	161,984	155,883	159,138	164,464
PBR	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE	5.4	-3.3	-3.8	2.1	3.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

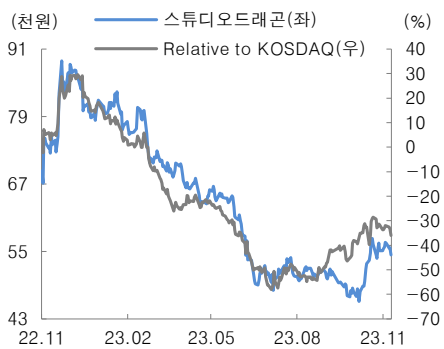
스튜디오드래곤 (253450)

글로벌 Top-Tier 제작사를 향해

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	89,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	54,400원

KOSDAQ	822.44
시가총액	1,635십억원
시가총액비중	0.41%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	88,900원 / 46,100원
120일 평균거래대금	74억원
외국인지분율	8.51%
주요주주	CJ ENM 외 3인 54.79% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.6	4.6	-15.0	-26.2
상대수익률	3.4	16.5	-12.9	-34.7



- 24E OP 880억원(+20% yoy) 전망. 해외 중심의 성장
- 드래곤의 실적에서 TV 광고에 직접 연동되는 부분은 26% 수준이나. 23년 상반기 TV 광고 시장의 급감에 따라 양호한 실적에도 불구하고 주가 부진
- 3Q23 누적 기준 실적을 분석해보면, 넷플릭스 등 글로벌 OTT와의 재계약/신규계약에 따른 마진 개선 효과는 분명히 존재. TV 광고에 연동된 방영권료의 하락에 가려서 드러나지 않았을 뿐
- 24년에는 마진 개선의 효과가 나타날 것으로 전망. OPM은 22년 9.3%, 23E 8.6%, 24E 12.6%
- 연간 제작편수는 30편 수준에서 유지, 제작 규모는 확대. 회차당 매출은 18년 7억원, 3Q23 30억원 수준까지 상승
- 드래곤은 상장 이후 작품 편수 증가에 따른 성장을 보였으나, 이제부터는 작품당 규모와 마진 상승에 따른 이익 성장을 보여줄 것으로 전망

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	487	698	810	865	993
영업이익	53	65	73	88	107
세전순이익	52	59	78	95	115
총당기순이익	39	51	58	72	87
지배지분순이익	39	51	58	72	87
EPS	1,301	1,684	1,928	2,395	2,904
PER	69.9	51.1	28.2	22.7	18.7
BPS	22,790	22,010	26,472	28,867	31,771
PBR	4.0	3.9	2.1	1.9	1.7
ROE	6.0	7.5	8.0	8.7	9.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

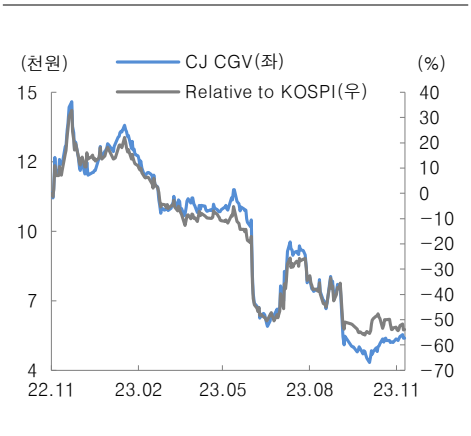
CJ CGV (079160)

4년간 고생 많으셨습니다. 24년부터 정상적인 모습 보여드리겠습니다.

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	10,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	5,620원

KOSPI	2,519.81
시가총액	688십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	99십억원
52주 최고/최저	14,638원 / 4,700원
120일 평균거래대금	53억원
외국인지분율	7.24%
주요주주	CJ 외 2인 33.62%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.0	-24.8	-46.5	-54.8
상대수익률	0.5	-23.8	-45.7	-56.4



- 24E OP 1.4천억원(+142% yoy) 전망. CJ올리브네트웍스의 현물출자가 완료되어 연간 OP 500억원 반영 가정
- 3Q23 OP는 305억원으로 팬데믹 이전 수준을 회복했고, 사실상 역대 최고 이익. 국내, 중국, 베트남, 인도네시아, 터키, 4DX 등 전지역/전부문의 고른 이익 개선에 기인
- 한국은 상대적으로 회복이 더디게 나타나고 있으나, 박스오피스는 23.11월 기준 19년의 66% 수준. 한국영화의 부진이 해소되면 24년에는 19년의 80% 수준 회복 전망
- 한국 다음으로 중요한 중국에서 역대 2번째의 매출과 역대 최고의 OP, OPM을 달성한 것은 의미 있는 성과
- 특수관을 찾는 소비자들이 증가하고있고, 콘서트 등 CGV의 오리지널 컨텐츠에 대한 수요도 증가하면서 4DX 실적도 한 단계 레벨업
- 157% 규모의 유상증자가 5.6천원 수준에서 발행되어 당분간은 오버행 우려가 있지만, 실적 개선과 부채비율 개선을 통해 오버행 극복 가능할 것으로 전망

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	736	1,281	1,550	2,438	2,644
영업이익	-241	-77	57	137	193
세전순이익	-373	-238	-82	24	78
총당기순이익	-339	-215	-89	13	57
지배지분순이익	-280	-166	-67	11	49
EPS	-5,251	-2,584	-832	70	300
PER	NA	NA	NA	80.6	18.7
BPS	4,221	5,852	11,946	9,979	10,416
PBR	4.1	2.0	0.6	0.8	0.8
ROE	-156.1	-55.2	-11.6	1.2	4.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

Daishin
2024년 산업전망

인터넷/게임

AI로 밸류에이션 리레이팅 기대

▪ 이지은 jeeeun.lee@daishin.com

Summary (인터넷/게임)

- 2023년 국내 인터넷 플랫폼 업체는 글로벌 기업들과 달리 여전히 부진한 광고 업황의 영향을 받았음. 2023년 말부터 광고 업황이 점차 회복세로 진입하고 있는 것으로 확인. 2023년을 기저로 2024년의 광고 실적 성장률 부담은 덜할 것으로 전망. 특히 부진한 광고 업황의 영향을 크게 받았던 카카오의 주가 강세가 1H24까지 이어질 것으로 예상

- 이커머스의 경우, 네이버와 카카오의 전략 상이. 국내 이머커스의 지배적 사업자인 네이버의 경우, 거래액 성장률이 지속적으로 둔화되면서 이제는 수수료율 증가를 통해 커머스 매출 성장 도모. 반면, 카카오는 럭스탭 등 새로운 서비스 출시로 거래액 성장 계획

- AI. 2023년은 각 기업들이 보유한 혹은 개발 중인 파운데이션 모델을 공개하고 이를 통해 출시 예정인 서비스들을 테스트하는 기간이었다면, 2024년부터는 정식 서비스 출시를 통해 중장기적으로 생성형 AI 서비스를 통한 수익 창출에 기반을 다지는 시기가 될 것으로 전망. 특히 NAVER의 B2C/B2B/B2G 서비스 제공에 따라 수익화가 가시화될 경우 긍정적 주가 흐름 기대

- 게임. 2024년은 전년대비 대규모 신작 부재로 제한된 실적 성장 예상. 다수의 모바일 신작이 출시될 예정이나 최근 모바일 신작들이 장기 흥행에는 아쉬운 성과를 보이면서 이제는 신작 모멘텀 투자의 리스크 대비 수익률이 낮아진 것으로 판단. 밸류에이션 부담이 없는 종목들에 대한 선별적 접근 필요. 한편 게임 업종에서 AI는 비용 절감보다는 중장기적으로 신작 개발 속도, 퀄리티 증가 역할 예상

- 당사는 2024년 광고 업황 회복에 따라 카카오 주가가 상반기 강세를 보일 것으로 예상. 단, 광고 업황 회복에 따른 실적 개선과 함께 AI 사업으로 인한 벨류에이션 리레이팅이 모두 예상되는 NAVER를 2024년 인터넷 업종 Top-pick으로 제시. 또한 부담없는 밸류에이션과 함께 내년 신작 출시가 예정된 크래프톤을 2024년 게임업종 Top-pick으로 제시함

2024년 AI로 밸류에이션 리레이팅 기대

2024년 Top-picks: NAVER(035420), 크래프톤(259960)

- 인터넷. 2024년 광고 업황 회복에 따라 카카오 주가가 2024년 상반기 강세를 보일 것으로 예상하지만, 광고 업황 회복에 따른 실적 개선과 함께 AI 사업으로 인한 벨류에이션 리레이팅까지 모두 예상되는 NAVER를 2024년 인터넷 업종 Top-pick으로 제시. NAVER의 2024년 영업이익 1.7조원(YoY 12.3%), OPM 15.6% 예상
- 게임. 다수의 모바일 신작이 출시될 예정이나 최근 모바일 신작들의 장기 흥행 부진으로 이제는 신작 모멘텀 투자의 리스크 대비 수익률이 낮아진 것으로 판단. 부담없는 밸류에이션과 함께 내년 신작 출시가 예정된 크래프톤을 2024년 게임 업종 Top-pick으로 제시. (당사 추정치 기준 24년 PER 16배 vs. 글로벌 peer 평균 21배)

당사 Universe 인터넷/게임 업체의 실적 전망 및 투자의견 (단위: 십억원,%,배)

종목	NAVER		카카오		크래프톤		엔씨소프트		넷마블		펄어비스		네오위즈		컴투스	
투자의견	BUY		BUY		BUY		Marketperform		Marketperform		BUY		BUY		BUY	
목표주가	260,000원		64,000원		230,000원		280,000원		48,000원		61,000원		38,000원		53,000원	
현주가 (11/29)	207,500원		50,500원		216,000원		263,500원		58,900원		38,600원		26,350원		50,000원	
Upside	25.30%		26.73%		6.48%		6.26%		-18.51%		58.03%		44.21%		6.00%	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	9,668	10,626	8,162	9,173	1,827	1,930	1,790	2,067	2,521	2,690	333	593	394	348	801	827
영업이익	1,474	1,655	457	480	679	639	152	321	-70	3	-17	186	58	30	-25	13
OPM	15%	16%	6%	5%	37%	33%	9%	16%	-3%	0%	-5%	31%	15%	8%	-3%	2%
%yoy	13%	12%	-21%	5%	-10%	-6%	-73%	111%	-33%	-105%	적전	흑전	195%	-49%	49%	-150%
지배순이익	1,079	1,603	248	291	689	586	215	272	-81	-21	30	213	74	22	63	55
ROE	4.6	6.6	2.5	2.8	12.7	9.6	6.1	7.4	-1.5	-0.4	4.3	26.2	14.5	3.9	5.5	4.6
PER	30.9	20.8	81.7	69.5	15.2	17.8	26.9	21.3	NA	NA	83.5	11.7	7.9	27.0	10.2	11.8
PBR	1.4	1.3	2.6	2.6	1.5	1.3	1.6	1.6	0.9	0.9	3.5	2.7	1.1	1.0	0.6	0.5

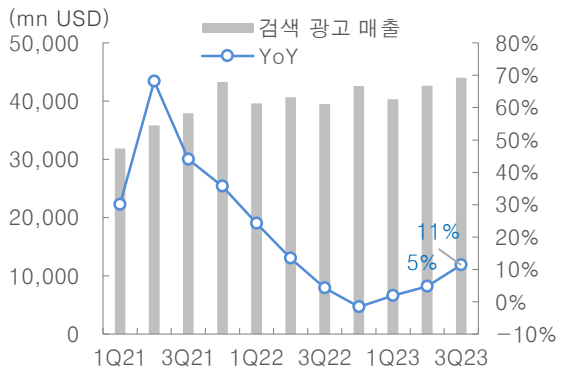
자료 : 대신증권 Research Center

1) 광고. 글로벌 vs. 국내 인터넷 플랫폼

2024년부터 광고 업황 회복

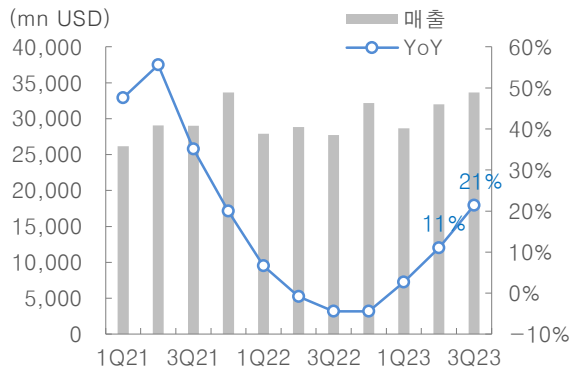
- 미국 인터넷 플랫폼사들의 경우, 광고 매출은 4Q22 역성장 이후 1Q23 회복을 시작으로 매 분기별 성장 지속 중인 것으로 확인
- 이와는 반대로 국내 업체들의 경우, 2023년 광고 업황의 부진이 줄곧 이어짐. 2023년 말부터 광고 시장은 회복세로 진입하고 있는 것으로 확인. 특히 광고 실적이 부진했던 2023년을 기저로 2024년 광고 실적의 성장률 부담은 덜할 것으로 전망
- 다만, 카카오와 네이버의 경우 광고 회복에 속도 차이가 있는 것으로 판단. 1) 네이버의 경우, 서치 플랫폼 매출의 약 25%를 차지하는 DA는 4Q23까지 역성장 지속, 2024년부터 회복세로 돌아설 것으로 전망. 2) 카카오의 경우, 3Q23에 비수기임에도 불구하고 YoY 7.6%의 양호한 광고 실적 기록. 4Q23은 성수기 및 기저효과, 1H24 역시 기저효과로 YoY 성장을 지속할 것으로 전망

구글 광고 매출 추이



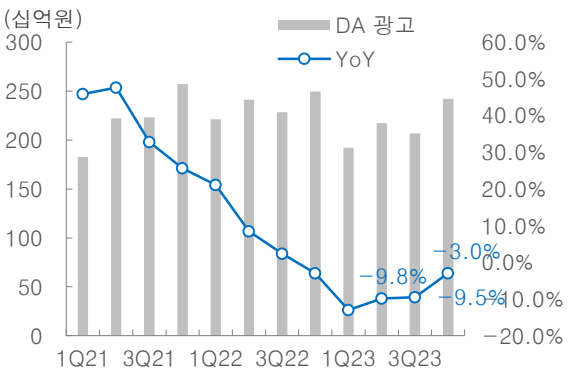
자료: Alphabet, 대신증권 Research Center

메타 광고 매출 추이



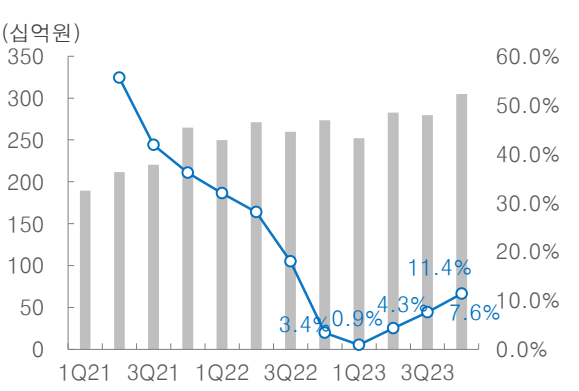
자료: Meta, 대신증권 Research Center

네이버 DA 매출 추이 및 전망



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

카카오 톡보드 광고 매출 추이 및 전망



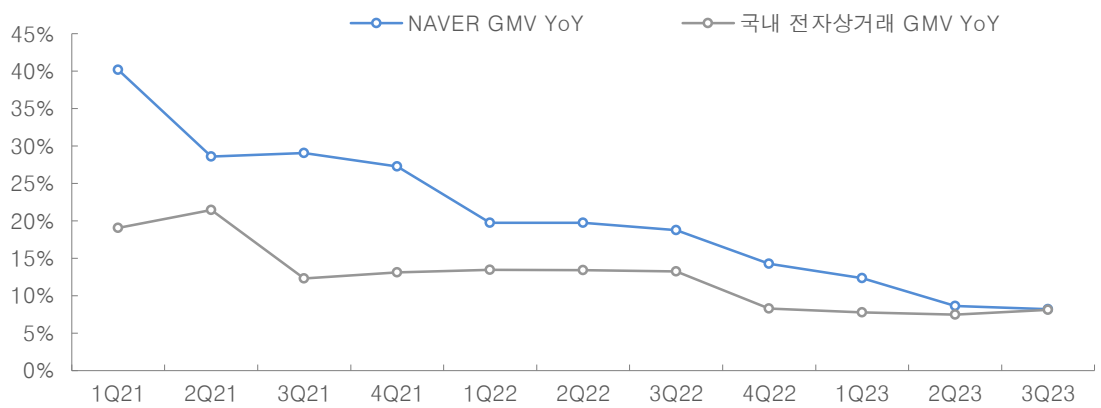
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

2.1) 이커머스. 네이버

더딘 GMV 성장 → 수수료율 인상 정책 전략 돌입

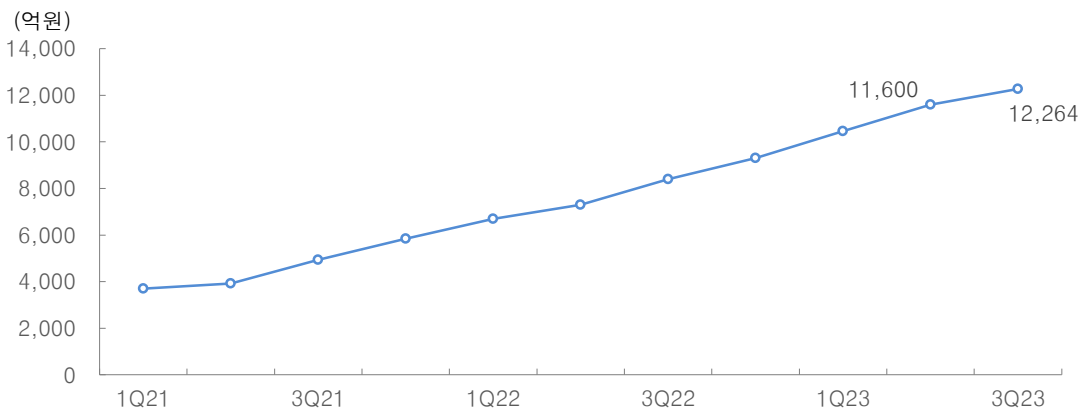
- 3Q23 기준, 국내 전자상거래 거래액 성장률은 YoY 8.1% 기록. 동기간 네이버 쇼핑의 GMV 는 YoY 8.2% 기록. 국내 전자상거래와 네이버 쇼핑의 성장률은 유사한 수준
- 네이버는 향후 GMV 성장을 모색하기보단, 수수료 인상 정책으로 이커머스 실적 성장을 도모할 것으로 판단. 2023.10 네이버는 브랜드스토어의 수수료율을 2~4%로 인상했고, 그동안 무료 프로모션으로 진행했던 도착보장의 경우 수수료율을 부과하기 시작
- 아직 네이버 쇼핑 전체 거래액 대비 브랜드스토어와 도착보장의 거래액의 규모가 작지만, 거래액 및 브랜드스토어 입점 수는 꾸준히 성장하고 있어 중장기적으로는 거래액 증가와 함께 네이버 쇼핑 전체 수수료율 인상을 견인하는 효과를 가져올 것으로 예상

국내 전자상거래 거래액 vs. 네이버 쇼핑 거래액 성장률 추이



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

브랜드스토어 GMV 추이 추정



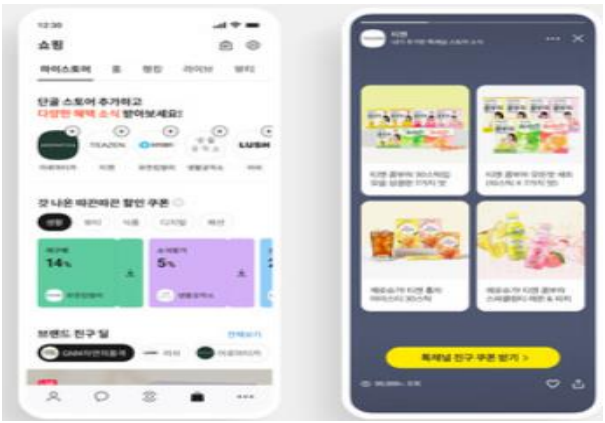
자료: 언론, NAVER, 대신증권 Research Center

2.2) 이커머스. 카카오

선물하기에서 자기구매로 확장 전략

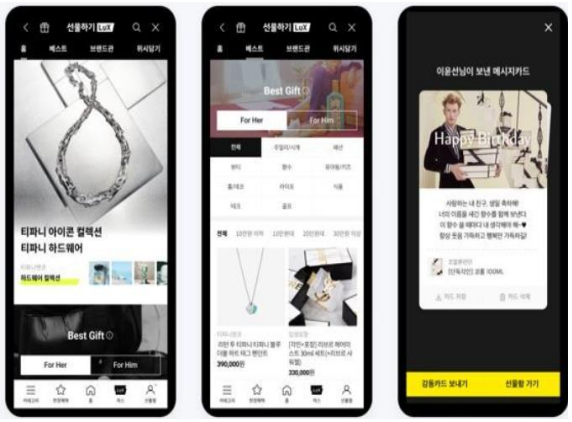
- 카카오톡은 8월 쇼팽 탭 안에 마이스토어 오픈. 마이스토어를 통해 각 개인은 관심 스토어의 카카오톡 채널을 추가해 각 스토어의 신상품 출시, 프로모션, 이벤트, 할인 쿠폰 등의 혜택 확인 가능
- 8월 마이스토어 오픈 영향으로 카카오톡 쇼핑 탭의 3Q23 DAU는 YoY 30% 성장
- 6월 선물하기 럭스탭을 출시하는 등 지인간의 명품 선물을 넘어 각 개인의 명품 쇼핑까지 가능하게 되면서 단가 높은 상품 판매 증가, 자기 구매 활성화로 이어질 것으로 기대

카카오톡 마이스마트스토어 오픈



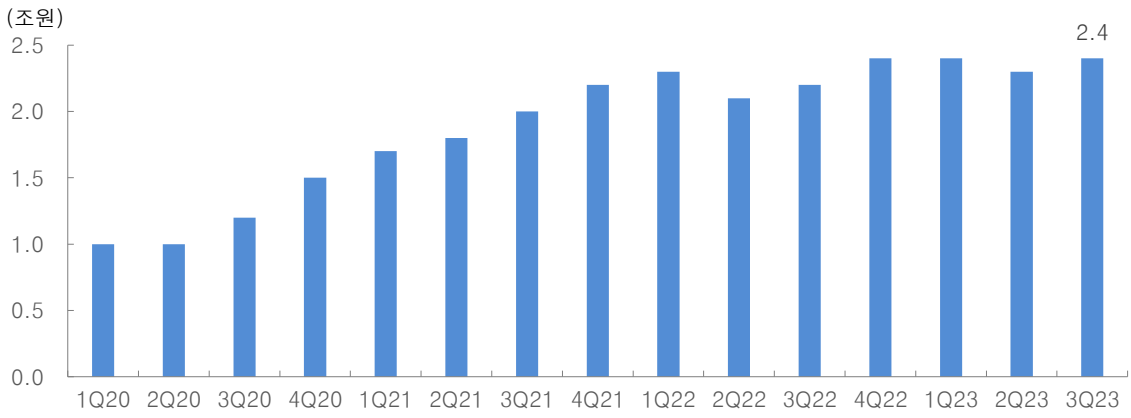
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

6월 럭스탭 오픈



자료: 카카오, 대신증권 Research Center

카카오 전체 커머스 거래액 추이



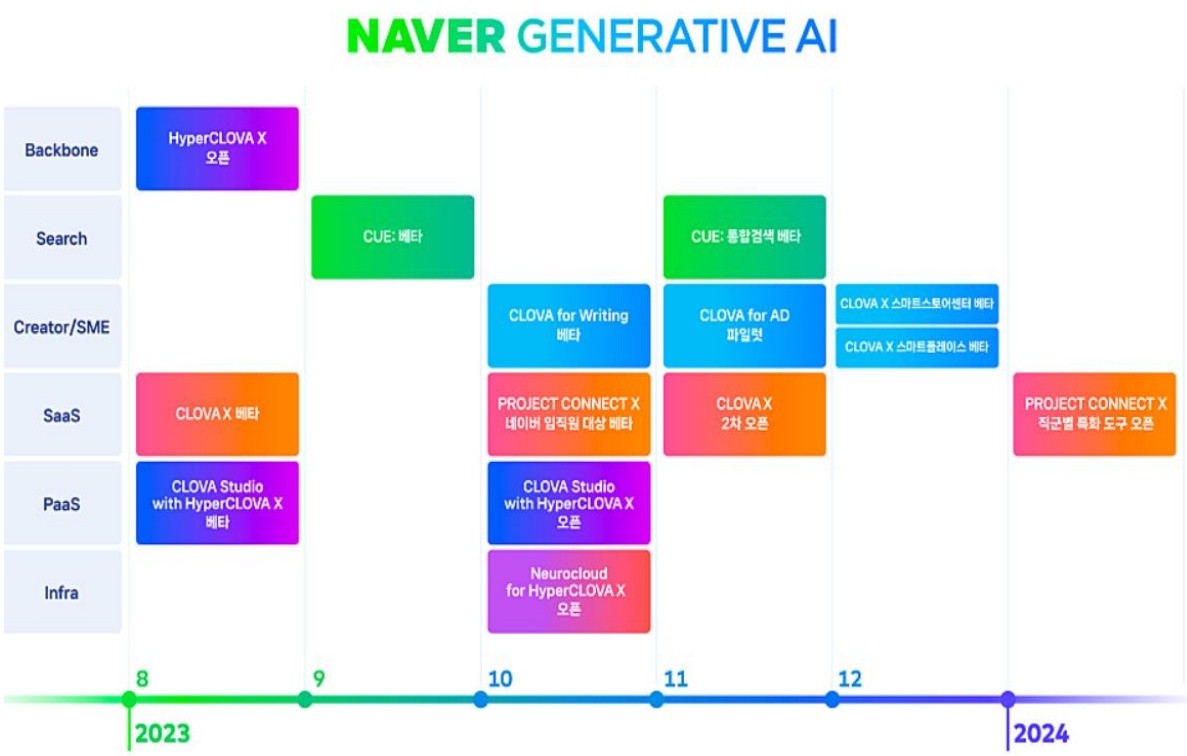
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

3) AI

로컬 플레이 강자로서의 가능성을 보여준 하이퍼클로바X

- ChatGPT의 등장 이후, 2023년 국내 빅테크 기업들의 화두는 LLM의 보유 여부, 투자 규모, 성능, 기술력, 경쟁력 등이었음. 이 중 네이버가 2023년 8월 공개한 하이퍼클로바X는 글로벌 기업들의 LLM과 달리 한국어에 대한 높은 이해도와 국내 다양한 서비스들과 연동 가능하다는 점을 차별점으로 하여 로컬 맞춤형 모델로 주목을 받음
- 2023년은 하이퍼클로바X를 기반으로 한 서비스들의 로드맵을 공개하거나 서비스들의 베타 테스트를 거치는 기간이었다면, 2024년부터는 정식 서비스 출시를 통해 중장기적으로 생성형 AI 서비스를 통한 수익 창출에 기반을 다지는 해가 될 것으로 전망
- 특히 생성형 AI 사업의 수익화가 가장 빠르게 일어나는 사업은 B2B 부문으로 예상. 다수의 파트너사들에게 클로바 스튜디오, 뉴로클라우드 등 기업용 AI 솔루션의 B2B 서비스를 제공하면서 2024년부터 클라우드 사업 실적에 기여 가능할 것으로 기대

네이버의 생성형 AI 로드맵



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

3-1) AI

광고/커머스

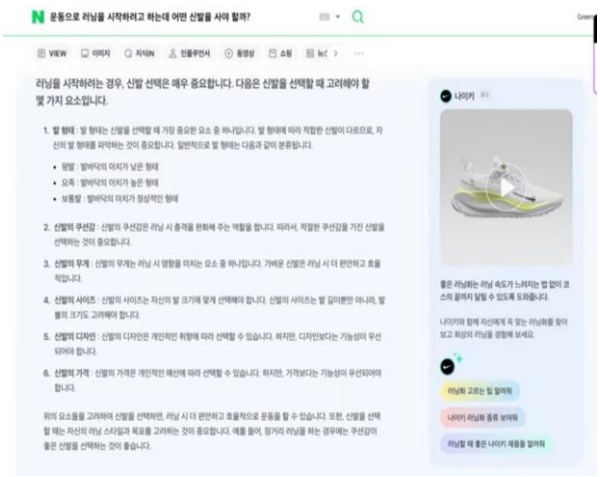
1) Clova for AD

- 2024년 상반기부터 네이버는 하이퍼클로바X를 결합한 광고를 본격적으로 선보일 예정. 2023년 11월 말 나이키 광고를 파일럿 서비스로 내놓을 예정. 나이키의 자체 데이터와 나이키 브랜드의 정보를 학습한 하이퍼클로바X가 결합하여 광고가 제공됨
- Clova for AD는 사용자 맞춤형 광고로 소비자의 최종 구매까지 이어지는 효과 기대

2) 생성형 AI + 커머스 = 구매율 상승 효과

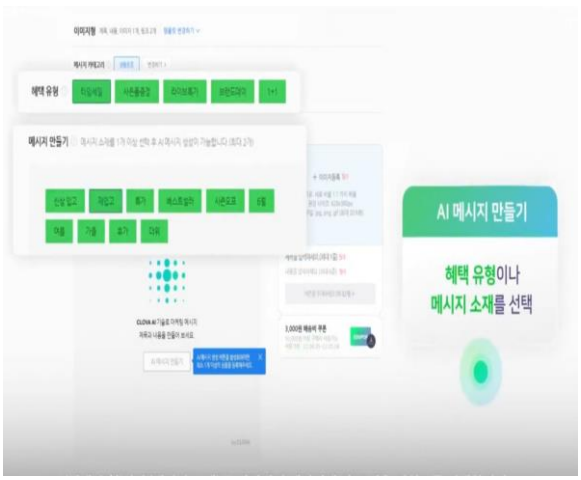
- 2023년 11월 네이버는 검색과 커머스가 결합된 Cue: 베타 서비스 진행. 각 소비자를 타겟한 맞춤형 답변과 함께 상품, 서비스, 상점 등의 추천이 노출될 것. Cue:의 답변에는 네이버 쇼핑과 플레이스에 입점한 가게, 상품, 서비스 등이 포함되면서 궁극적으로 네이버는 네이버 쇼핑 구매율을 끌어올릴 계획
- 판매자들은 생성형 AI가 적용된 커머스 솔루션들을 선택 가능. 클로바 메시지 마케팅, 큐시트 헬퍼 등을 통해 고객의 상품 클릭 확률과 구매 전환율이 점차 증가할 것으로 기대

Clova for AD 예시



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

클로바 메시지 마케팅 예시



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

3-2) AI

컨텐츠

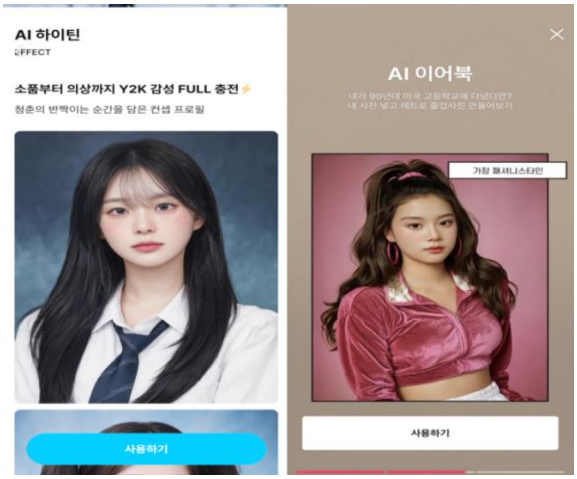
[네이버] 사진 편집 앱 '스노우', 'EPIK' 열풍

- AI 사진 편집 어플은 현재 일반 대중들이 생성형 AI 서비스를 일상 생활에서 가장 활발히 이용할 수 있는 서비스 중 하나
- 네이버의 자회사 스노우가 서비스하는 AI 사진 편집 어플 '스노우'와 'EPIK'은 최근 글로벌 유저들 사이에서 높은 이용률을 보이고 있음. 특히 유료 서비스 'AI 프로필' 등의 이용률이 높은 것으로 확인되고 있어 2023년부터 스노우의 실적 개선에 기여할 것으로 예상

[카카오] 마이크로 버티컬 AI 출시 예정

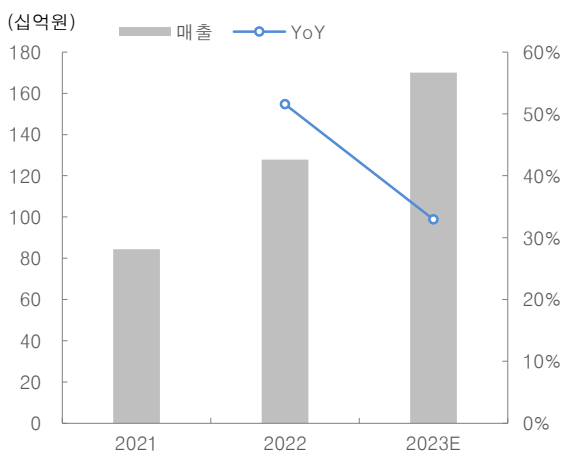
- 카카오는 오픈채팅과 결합한 AI콘텐츠봇 출시 예정. 오픈채팅 이용자들의 관심사를 세분화해 AI봇이 커뮤니티를 형성하는 서비스 등을 연내 테스트할 예정

스노우와 EPIK의 유료서비스



자료: 스노우, 대신증권 Research Center

스노우 실적 추이



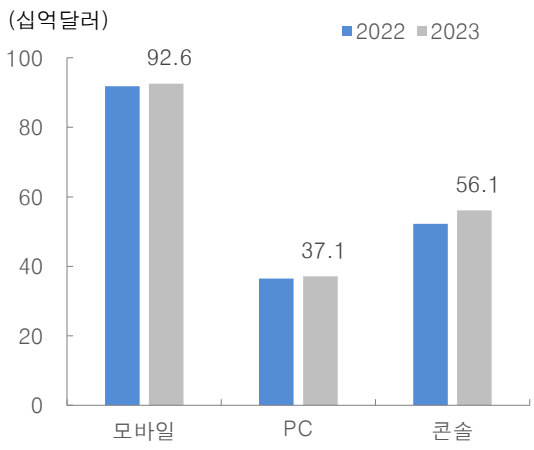
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

글로벌 게임 산업. 2023년 Review

2023년에도 글로벌 게임 시장은 성장 지속

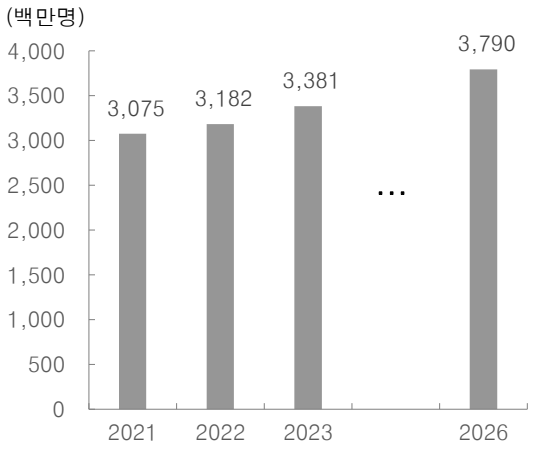
- 글로벌 게임 시장 분석 업체인 Newzoo에 따르면, 게임 시장은 2023년 초 리오프닝 영향으로 인한 게임 시장 축소, 게임 플레이어 수 감소 우려가 있었던 것과 달리 실제 게임 시장의 규모와 플레이어 수 모두 성장 전망
- 2023년 글로벌 게임 시장 규모 1,877억 달러로 전망 (YoY 2.6%). 이는 오히려 펜데믹 기간 동안 출시가 밀렸던 다수의 신작들, 특히 AAA게임이 2023년 대거 출시된 영향으로 판단
- 게임 플레이어 수 역시 증가세를 지속 중인 것으로 파악. Newzoo는 2023년 글로벌 게임 플레이어 수는 2022년 대비 6.3% 증가한 약 34억 명으로 전망
- 2023년 모바일 게임 시장은 약 926억달러(YoY 0.8%)로 전망. 구글과 애플의 프라이버시 보호 강화 정책에 따라 모바일 게임 퍼블리셔들의 마케팅 활동이 영향을 받음. 전년 대비 성장은 제한적
- 2023년 콘솔 게임 시장은 약 561억달러(YoY 7.4%)로 전망. 펜데믹 기간 동안 출시 지연의 영향을 가장 많이 받았던 플랫폼은 콘솔. 다수의 AAA게임이 2023년 출시되면서 좋은 흥행 성적을 기록. 유명 IP 기반, 혹은 이전 흥행 작들의 리메이크 버전인 경우에 게임들의 흥행 성과가 좋았던 것으로 판단

플랫폼별 시장 규모



자료: Newzoo, 대신증권 Research Center

글로벌 게임 플레이어 수 추이



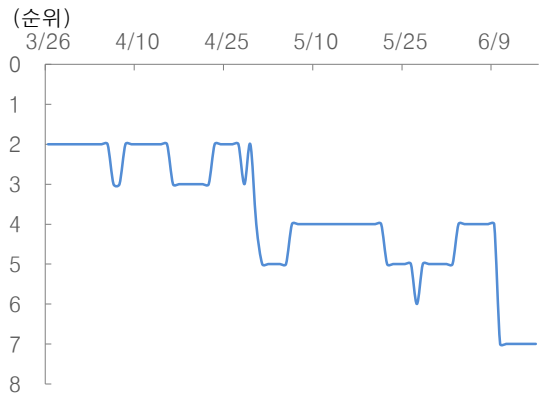
자료: Newzoo, 대신증권 Research Center

한국 모바일 게임 – 2023 Review & 2024 Outlook

점점 기대하기 힘들어진 신작 모멘텀, 2024년에도 지속

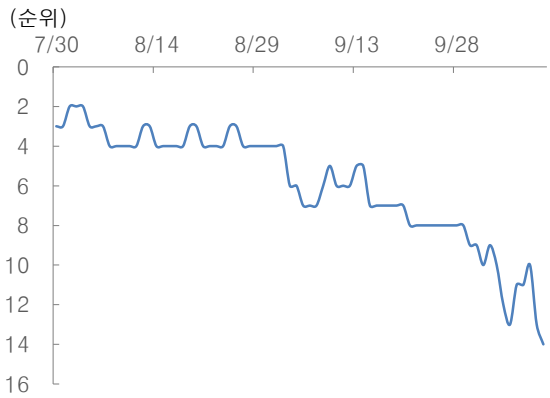
- 모바일 게임 비중이 큰 국내 게임 시장의 경우, 주요 게임사들의 신작 출시가 있었지만 대부분 장기 흥행에 실패하는 성적 기록
- 신작 흥행의 실패로 여전히 기존 게임 매출에만 의존하면서, 2023년 글로벌 게임 업체들의 멀티플이 리레이팅되던 것과는 달리 국내 게임사들의 멀티플은 디레이팅을 경험
- 2024년에도 게임사들은 다수의 모바일 게임 신작을 출시할 예정. 하지만 과거에 높은 밸류에이션과 상관없이 신작 출시 직전 주가 모멘텀을 기대했던 것과는 달리 이제는 신작 모멘텀 투자의 리스크 대비 수익률이 낮아진 것으로 판단. 밸류에이션 부담이 없는 종목들에 대한 선별적 투자 필요

신작 '아키에이지워'의 매출 순위 추이



자료: 모바일인덱스, 대신증권 Research Center
주: 구글플레이 기준

신작 '아레스' 매출 순위 추이

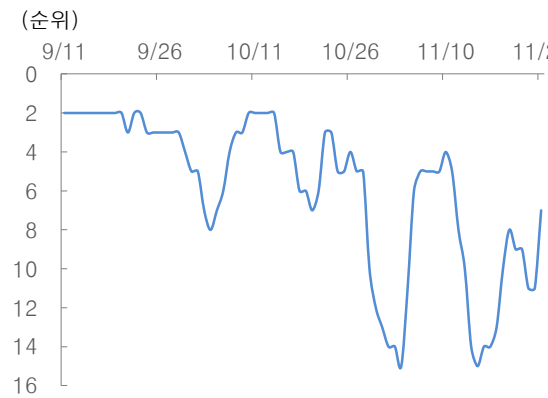


자료: 모바일인덱스, 대신증권 Research Center
주: 구글플레이 기준

신작 '신의 탑' 매출 순위 추이

자료: 모바일인덱스, 대신증권 Research Center
주: 구글플레이 기준

신작 '세븐나이츠 키우기'의 매출 순위 추이



자료: 모바일인덱스, 대신증권 Research Center
주: 구글플레이 기준

한국 콘솔 게임 – 2023 Review & 2024 Outlook

콘솔 개발사로 성장 가능성을 보여준 P의 거짓. 단, 2024년 국내 콘솔 대작 부재

- 2023년 9월 네오위즈가 출시한 'P의 거짓'이 흥행에 성공. 출시 1개월만에 100만장 기록. 이는 유사 장르의 '와룡: 폴른 다이너스티(2023.3 출시)'가 출시 50일만의 판매량이 100만장이었던 것과 비교하면 빠른 속도
- 특히 'P의 거짓(소울라이크 장르)'의 마니악한 장르, 신규 IP, 그리고 콘솔 게임 개발사로서 네오위즈의 낮았던 인지도 등을 고려하면 'P의 거짓' 흥행은 단순 흥행을 넘어, 한국 게임사도 글로벌 콘솔 컨텐츠를 만들 수 있다는 가능성을 보여준 게임으로 판단
- 다만, 흥행과 별개로 아쉬운 점은 2024년 국내에서 새로 기대해볼 만한 주요 콘솔 신작이 부재하다는 것. 펄어비스의 '붉은 사막'이 2024년 상반기 출시 예정이었으나 3Q23 실적 발표와 지스타에서의 B2C 마케팅 부재를 통해 또 한번의 출시 지연 가능성을 예고
- 2025년 이후로 펄어비스의 '붉은 사막', 네오위즈의 'P의 거짓2', 혹은 아직 알려지지 않은 새로운 콘솔 대작의 출시가 가시화되기 전까지 2024년 콘솔 신작을 기대하기는 어려울 것으로 전망

2022년 게임스컴에서 기대를 받았던 신규 IP 게임들의 판매량

게임	출시일	장르	판매량	수상
The Last Case of Benedict Fox	2023.04	액션 어드벤처	– 판매량 정보 없음	– 베스트 액션어드벤처 게임 상 후보 – 가장 기대되는 Xbox 게임 상 수상
Metal Hellsinger	2022.09	FPS	– 약 2달 동안 판매량 100만 장	– 베스트 액션 게임 상 수상 – 가장 기대되는 Xbox 게임 상 후보 – 가장 기대되는 PC 게임 상 수상
The Dark Pictures, the Devil in me	2022.11	서바이벌 호러	– 판매량 정보 없음	– 가장 기대되는 PS 게임 상 후보 – 가장 기대되는 Xbox 게임 상 후보
The Hearts	2023.05	카드 게임	– 판매량 정보 없음	– 가장 기대되는 NS 게임 상 수상
One Piece Odyssey	2023.01	액션 어드벤처	– 약 2주 동안 460만장	– 가장 기대되는 PS 게임 상 후보
P의 거짓	2023.09	소울라이크	– 약 30일 동안 판매량 100만장	– 베스트 액션어드벤처 게임 상 수상 – 베스트 롤플레잉 게임 상 수상 – 가장 기대되는 PS 게임 상

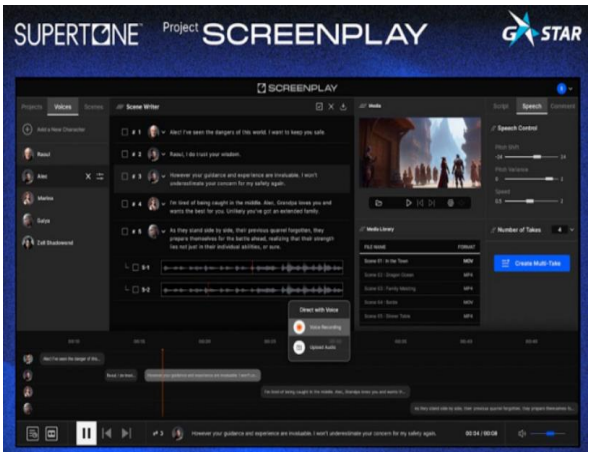
자료 : 언론, 대신증권 Research Center

게임 + AI 효과

비용 절감보다는 개발 속도와 퀄리티 향상에 이용될 것

- 실리콘 밸리 벤처 투자사 a16z이 발간한 2023 Survey에 따르면, 그들이 조사한 243개 스튜디오 중 87%가 AI를 이미 사용, 99%는 앞으로 사용할 계획인 것으로 확인. 또한 블리자드는 게임 내 아트 에셋을 빠르게 생성해주는 AI인 'Blizzard Diffusion'을 특허받는 등 해외 게임 업체들의 생성형 AI 활용은 적극적인 편
- 국내 게임사들 역시 게임 개발에 AI를 활용하는 것에는 적극적이긴 하나 비용 절감 효과에 관해서는 회의적. 대부분 생성형 AI의 활용이 단기간에 게임 개발비(인건비) 절감으로 이어지지는 않을 것으로 예상. AI가 효율적으로 활용되면서 오히려 개발(특히, 루틴한 업무)에 여유가 생긴 인력들은 AI가 하지 못하는 섬세하고 더 어려운 일을 하거나 새로운 게임 발굴에 투입될 것이라는 것이 국내 게임 업체들의 중론
- 2024년 게임 산업에서의 AI 활용이 바로 비용 절감으로 이어지기 보다는 1) 신작 관련 업무 생산성 향상, 2) 게임 퀄리티 개선으로 이어질 것으로 기대

캐릭터 대사 입력 → 오디오 생성



자료: 수퍼톤, 대신증권 Research Center

게임 캐릭터의 AI 음성 생성 기술

자료: 수퍼톤, 대신증권 Research Center

2024년 국내 주요 게임사 신작 라인업

2022년 게임스컴에서 기대를 받았던 신규 IP 게임들의 판매량

회사	게임명	출시일	장르	플랫폼	개발사/퍼블리셔
크래프톤	다크앤다커 모바일	1H24	익스트랙션 RPG	모바일	크래프톤
	프로젝트inZOI	2H24	인생 시뮬레이션 게임	PC, 콘솔	크래프톤
	블랙버짓	2H24	익스트랙션 슈터	PC, 콘솔	크래프톤
엔씨 소프트	TL (글로벌)	1H24	MMORPG	PC, 콘솔	엔씨소프트
	배틀크러쉬	1H24	난투형 대전	모바일, PC, 콘솔	엔씨소프트
	BSS	1H24	수집형 RPG	모바일	엔씨소프트
	프로젝트G	2H24	MMORTS	모바일	엔씨소프트
넷마블	아스달 연대기: 세 개의 세력	1Q24	MMORPG	모바일, PC	넷마블에프앤씨/넷마블
	나 혼자만 레벨업: ARISE	1Q24	액션 RPG	모바일, PC	넷마블네오/넷마블
	레이븐2	1H24	MMORPG	모바일, PC	넷마블
	파라곤: 디 오버프라임	1H24	TPS MOBA	PC, 콘솔	넷마블에프앤씨/넷마블
	킹아서 레전드 라이즈	1H24	수집형 전략 RPG	모바일, PC	카밤/넷마블
	모두의 마블2 (한국)	1H24	캐주얼	모바일, PC	넷마블엔투/넷마블
	제 2의 나라: Cross Wrolds (중국)	1H24	MMORPG	모바일	텐센트
	일곱 개의 대죄: Origin	2H24	오픈월드 RPG	모바일, PC, 콘솔	넷마블에프앤씨/넷마블
	RF 온라인 넥스트	2H24	MMORPG	모바일, PC	넷마블엔투/넷마블
	데미스 리본	2H24	수집형 RPG	모바일, PC	넷마블에프앤씨/넷마블
펄어비스	붉은사막	2024	오픈월드 액션 어드벤처	PC, 콘솔	펄어비스
	EVE Galaxy Conquest	2024	전략게임	모바일, PC	펄어비스
	EVE Vanguard	2024	FPS	PC	펄어비스
카카오 게임즈	오딘 발할라 라이징 (북미, 유럽)	1H24	MMORPG	모바일, PC	라이온하트스튜디오/카카오게임즈
	R.O.M	1H24	MMORPG	모바일, PC	RedLab/카카오게임즈
	에버소울 (일본)	1H24	수집형 RPG	모바일	나인아크/카카오게임즈
	아키에이지워 (대만, 일본)	1H24	MMORPG	모바일, PC	엑스엘게임즈/카카오게임즈
	가디스오더	1H24	액션 RPG	모바일	로드컴플릿/카카오게임즈
	프로젝트V	1H24	로그라이크 캐주얼 RPG	모바일	라이온하트스튜디오/카카오게임즈
컴투스	스타시드 아스니아 트리거	1H24	수집형 RPG. 서브컬처	모바일	모히또게임즈/컴투스
	프로스트펑크: 비욘드 더 아이스	1H24	생존형 건설 경영 시뮬레이션	모바일	넷이즈/컴투스
	BTS 쿠킹온: 타이니탄 레스토랑	1H24	쿠킹 시뮬레이션	모바일	그램퍼스/컴투스
네오위즈	오 마이 앤	1H24	퍼즐	모바일	네오위즈
	고양이와 스프 IP 신작	1H24	SNG	모바일	아름게임즈/네오위즈
	프로젝트 IG	1H24	방치형 ARPG	모바일	네오위즈
	고양이와 스프: 매직 레시피	1H24	시뮬레이션	모바일	네오위즈
	영웅전설: 가가브 트릴로지	1H24	수집형 RPG	모바일	네오위즈
	킹덤2	2H24	MMORPG	모바일	네오위즈
	던.만.추 IP 신작	2H24	RPG	모바일, PC	네오위즈
넥슨게임즈	퍼스트 디센던트	2024	루트 슈터	PC, 콘솔	넥슨게임즈/넥슨
	갓썸: 클래시 오브 갓	2024	MMORTS	모바일	넥슨게임즈/넥슨
위메이드	나이트크로우 글로벌	1Q24	MMORPG	모바일	매드엔진/위메이드
	판타스틱4 베이스볼	1Q24	스포츠	모바일	라운드원스튜디오/위메이드
	미르4 중국	2Q24	MMORPG	모바일	
	레전드 오브 이미르	3Q24	MMORPG	모바일, PC	위메이드엑스알/위메이드
	미르M 중국	4Q24	MMORPG	모바일	
데브 시스터즈	쿠키런: 마녀의 성	1Q24	퍼즐	모바일	데브시스터즈
	쿠키런 모험의 탑	2Q24	액션	모바일	데브시스터즈
	쿠키런 오븐스매시	2H24	MOBA	PC	데브시스터즈

자료 각 사, 언론, 대신증권 Research Center

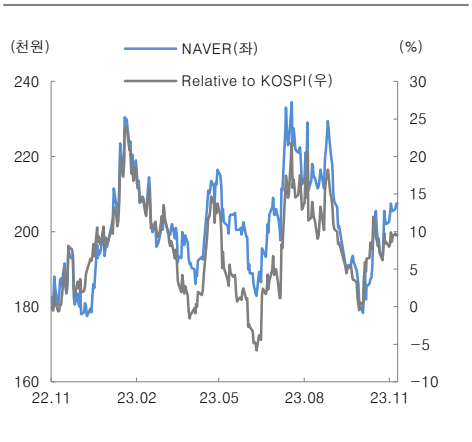
NAVER (035420)

2024년 광고 회복과 AI에 따른 밸류에이션 리레이팅 기대

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	260,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	207,500원

KOSPI	2,159.81
시가총액	33,700십억원
시가총액비중	1.76%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	234,500원 / 177,500원
120일 평균거래대금	1,717억원
외국인지분율	47.46%
주요주주	국민연금공단 9.34%
	BlackRock Fund Advisors 외 13인 5.10%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.9	-4.8	2.5	13.7
상대수익률	2.3	-3.6	4.1	9.8



- 4Q23. 광고는 DA 역성장 지속 전망. 커머스의 경우, 브랜드스토어 수수료율 인상, 도착보장 유료화가 반영되나 네이버 쇼핑 전체 거래액 대비 브랜드스토어와 도착 보장의 아직은 작은 거래액 규모로 유의미한 수준의 매출 규모를 기대하긴 이른 것으로 판단. 단, 2024년부터 본격적인 광고 업황 회복, 커머스 전체 수수료율 인상에 따라 본업의 실적 개선 예상
- AI. 2023년 말 검색, 광고, 쇼핑 등 B2C 서비스의 베타 테스트 진행 지속. 2024년부터는 정식 서비스 출시를 통해 중장기적으로 생성형 AI 서비스를 통한 수익 창출에 기반을 다질 것으로 전망. 특히 B2B 부문은 기업용 AI 솔루션 서비스 시작으로 생성형 AI 사업의 수익화가 빠르게 가능할 것으로 판단
- 본업 실적 개선, AI 사업의 수익화 기대감이 주가에 반영될 것으로 전망. 2023E OPM 15.2%, 2024E OPM 15.6% 전망

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	6,818	8,220	9,668	10,626	11,220
영업이익	1,325	1,305	1,474	1,655	1,781
세전순이익	2,126	1,084	1,558	2,170	2,296
총당기순이익	16,478	673	1,047	1,519	1,608
지배지분순이익	16,490	760	1,079	1,603	1,696
EPS	100,400	4,634	6,575	9,770	10,338
PER	3.8	38.3	32.2	21.7	20.5
BPS	143,299	138,642	144,382	153,315	162,816
PBR	2.6	1.3	1.4	1.4	1.3
ROE	106.7	3.3	4.6	6.6	6.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

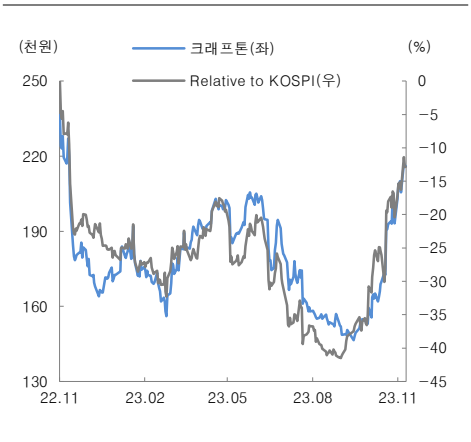
크래프톤 (259960)

2024년 공개된 신작만 3개

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	230,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	216,000원

KOSPI	2,519.81
시가총액	10,446십억원
시가총액비중	0.55%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	227,000원 / 146,500원
120일 평균거래대금	209억원
외국인지분율	32.30%
주요주주	장병규 외 29인 21.05% IMAGE FRAME INVESTMENT(HK) LIMITED 13.73%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	30.8	38.4	16.6	-1.4
상대수익률	19.5	40.1	18.4	-4.8



- 3분기 실적 발표에서 신작 2개(다크앤다커 모바일, 프로젝트inZOI)를 공개하고 11월 지스타에서 두 개의 게임을 시연 수준까지 공개하며 B2C 마케팅 진행. 이로써 2024년 말 출시하는 블랙버짓까지 동사는 현재 2024년 신작 3개를 공개
- 동사는 배틀그라운드 IP의 의존도를 낮추고, 과거 뉴스테이트, TCP의 저조한 흥행 성과를 만회하기 위해 향후 회사의 방향성을 자체 개발 신작 뿐만 아니라 외부 개발사들에 지분 투자를 통한 세컨드 파티 퍼블리싱으로 라인업을 확대하는 방향으로 선회. 동사의 신작은 더 추가될 수 있을 것으로 기대
- 동사의 주가는 신작 모멘텀 부재로 연중 12MF PER 10배 초반까지 하락했으나 최근 신작 공개를 통해 주가 변동성 확대. 그럼에도 신작 출시를 준비하는 경쟁 게임사들 대비 상대적으로 밸류에이션 부담이 낮은 편. 게임 업종 Top-pick으로 추천

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,885	1,854	1,827	1,930	2,045
영업이익	651	752	679	639	685
세전순이익	761	684	911	776	823
총당기순이익	520	500	689	585	621
지배지분순이익	520	500	691	587	622
EPS	11,442	10,194	14,168	12,152	12,880
PER	40.2	16.5	15.2	17.8	16.8
BPS	101,418	104,191	119,039	132,341	145,221
PBR	4.5	1.6	1.8	1.6	1.5
ROE	17.9	10.3	12.7	9.6	9.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

Daishin
2024년 산업전망

엔터테인먼트

팬덤 지표로 2024년 미리보기

▪ 임수진 soojin.lim@daishin.com

Summary (엔터테인먼트)

- 최근 스키즈, 에스파의 초동판매량 역성장으로 2024년 음반 판매량 역성장으로 우려가 확대되는 모습. 다만, 팬덤 지표를 살펴보면 국내외 팬덤의 규모 및 구매력은 지속 성장세를 이을 개연성이 높음
- 해외 팬덤의 '조직화' 현상 소수 그룹에서 신인까지 확대. 현재 조직화 단계는 초기 단계로 구매력은 국내 로얄 팬덤 대비 낮으나 적극적인 홍보 활동으로 해외 팬덤 추가 유입되는 구조. 장기적 관점에서 현지화 그룹의 활발한 현지 활동으로 국내 팬덤과 같이 구매력까지 향상될 것으로 전망
- 국내 팬덤은 팬덤 활동에 대한 인식 개선과 아티스트 활동 기간이 길어지며 팬덤 연령층이 확장되는 추세. 엔터사의 음반 판매전략 변화로 라이트 팬덤의 소비 요인이 강해진 상황에서 구매력이 높은 연령층의 유입은 전체 소비액 증가로 이어질 것
- 최근 데뷔한 IP의 평균 음반 판매량 성장률은 +133%. 첫 단독 콘서트의 규모도 월드투어가 가능해지며 모객수 크게 확대 추세이며 해외 프로모터와의 협상력 개선으로 개런티도 증가세. 올해 연말부터 총 11팀의 데뷔가 예정되어 있어 저연차 IP를 중심으로 엔터 산업의 성장세 지속될 전망
- 특히 매출 항목 중 MD 부문 가장 높은 성장률을 기록할 것으로 예상. 공연 모객수 확대로 관련 MD 판매량의 성장이 기대. 상시 MD의 경우 일반 대중을 타겟으로한 상품 변화와 시즌별 새로운 상품 출시. 팬덤에 일반 대중까지 고객군을 확대하며 높은 성장성 기대
- 엔터테인먼트업 전반에 대한 투자의견은 비중확대 의견을 유지
- 당사는 서구권 수요가 강한 IP를 다수 보유하고 있으며 강력한 신인 모멘텀이 예상되는 하이브를 2024년 엔터테인먼트업 Top-pick으로 제시함

2024년 엔터테인먼트 업종 '상저하고' 전망

팬덤 지표로 확인 가능한 확신의 2024년 성장

- 중국 공동구매량 감소로 인한 음반 판매량 역성장과 BTS, 블랙핑크의 휴식기로 인한 전체 매출 역성장에 대한 우려가 확대되는 모습
- 반면, 국내외 팬덤의 규모 및 구매력 증가 추세로 엔터 산업의 성장은 2024년에도 지속될 전망
- 2024년에는 2023년 음반 판매량의 성장을 이끌었던 메가IP의 성장세가 둔화될 수 있으나 코어팬덤 규모가 지속적으로 확대중인 저연차 IP 중심으로 성장성 지속 가능할 전망
- 공연 부문 매출은 협상력 증가에 따른 P(게런티) 증가와 두 아티스트를 제외한 아티스트의 유의미한 Q(모객수) 성장으로 2024년 YoY +13.7% 증가할 것으로 예상
- MD 부문 매출은 음반과 공연 부문과 달리 팬덤에 대중의 소비까지 더해져 가장 높은 성장세(YoY +28%)를 보일 것으로 기대
- 서구권 수요가 강한 IP를 다수 보유하고 있으며, 강력한 신인 모멘텀이 예상되는 하이브를 엔터주 중 가장 선호

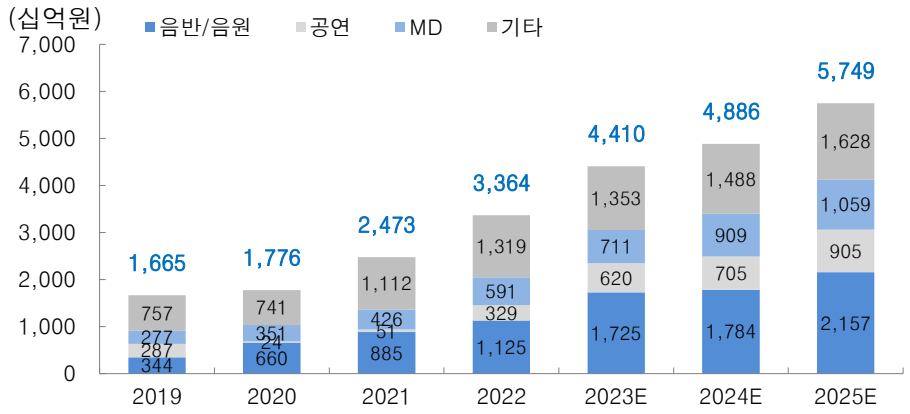
당사 Universe 엔터 4사 실적 전망 및 투자의견

(단위: 십억원,%,배)

종목	하이브		에스엠		JYP Ent.		와이지엔터테인먼트	
투자의견	BUY		BUY		BUY		BUY	
목표주가	330,000원		160,000원		150,000원		80,000원	
현주가(11/29)	215,000원		87,000원		93,900원		52,200원	
Upside	53.5%		83.9%		59.7%		53.3%	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	2,276.7	2,465.7	971.2	1,178.0	575.6	691.0	578.0	513.0
영업이익	299.8	324.0	122.7	154.2	179.6	208.2	107.4	92.5
OPM	13.2	13.1	12.6	13.1	31.2	30.1	18.7	18.0
%yoy	26.5	8.1	34.8	25.7	85.9	15.9	153.9	-14.6
순이익	274.0	320.6	145.7	151.7	137.4	160.0	93.4	77.1
ROE	9.3	9.8	19.1	18.1	41.1	40.3	16.8	12.1
PBR	2.9	2.6	2.7	2.5	9.4	7.9	2.0	1.8
PER	33.0	28.2	14.8	14.2	24.7	21.2	13.0	15.8

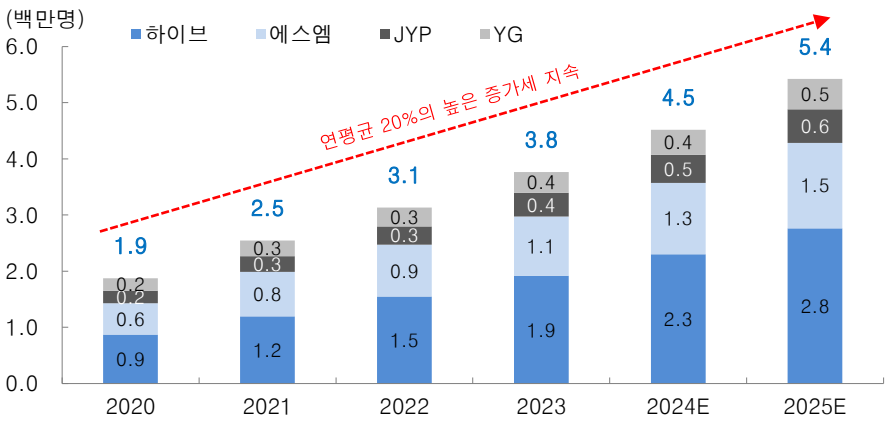
자료 : 대신증권 Research Center

커버리지 엔터 4사 항목별 매출 추이 및 전망



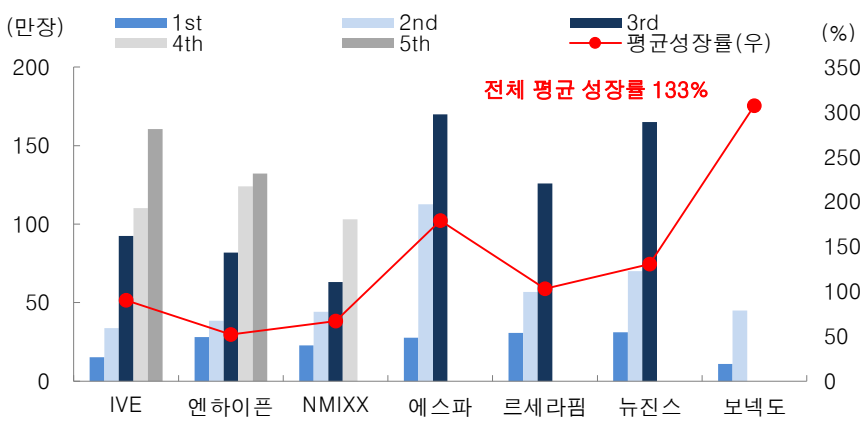
자료: 각 사, 추정은 대신증권 Research Center

주요 엔터 4사 합산 코어 팬덤 수 추이 및 전망



자료: 트위터, 추정은 대신증권 Research Center

4세대 아이돌 음반 판매량 추이 및 평균 성장률 비교



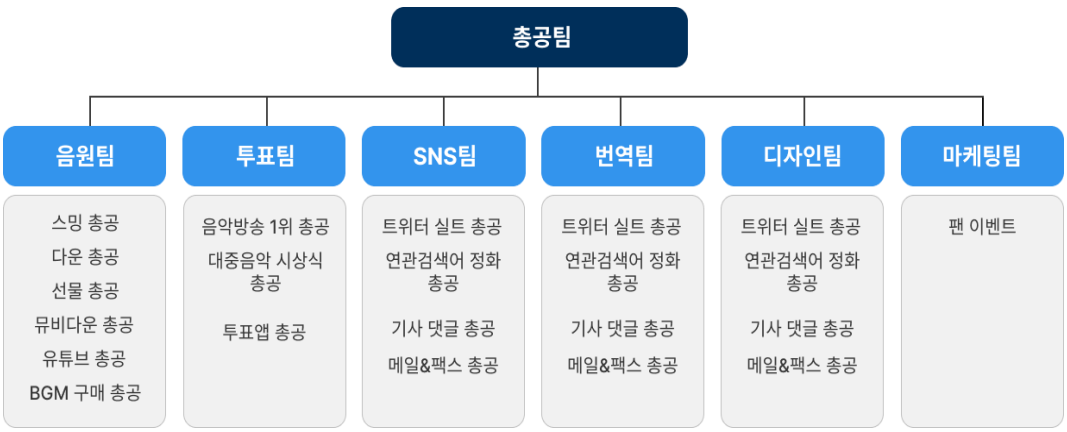
자료: 한터차트, 써클차트, 대신증권 Research Center

해외 팬덤 : 현지 활동 확대 및 해외 팬덤의 조직화로 인한 규모의 성장 전망

2024년 팬덤 규모 성장 → 2025년 팬덤의 구매력 성장으로 이어질 전망

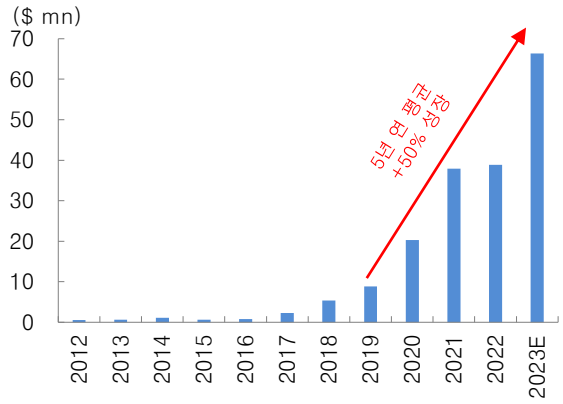
- 과거 소수 그룹에 한정된 해외 팬덤의 조직화 현상이 케이팝 그룹 전반으로 확산되는 모습
- 해외에서 인지도가 높은 BTS, 블랙핑크, 세븐틴, 스키즈 뿐만 아니라, 신인 그룹인 뉴진스, RIIZE, 보넥도 등 사실상 엔터 4사 대부분 아티스트의 해외 팬덤이 조직화를 진행
- 그러나, 현재 중국을 제외한 해외 팬덤의 조직화 단계는 초기 단계로 단기적 구매력 상승을 기대하기는 어려움. 이는 국내 팬덤의 2010년대 초반의 모습과 유사. 팬덤 간의 경쟁적인 모습은 관측되지 않으며 2차 창작물을 통한 홍보가 주된 활동으로 팬덤 규모를 중심으로 성장하는 시기
- 국내 팬덤은 2010년대 초반 팬덤 간의 경쟁이 심화되며 처음으로 초동 경쟁이 시작. 이와 함께 음반 판매량이 빠르게 성장하기 시작했음. 해외 팬덤 간의 경쟁은 현지화 그룹의 활동이 본격화되는 2024년 형성될 것으로 예상.
- 2024년 해외 팬덤은 구매력보다는 규모를 중심으로 성장할 것으로 예상. 해외 콘서트 투어 및 팝업 스토어 등 현지 활동이 확대되고, 조직화된 해외 팬덤의 지속적인 홍보 활동으로 시너지 효과가 예상되기 때문
- 2025년은 해외 팬덤의 구매력 성장이 본격화될 것으로 전망. 팬덤의 구매력 증가의 핵심 요소는 팬덤 내의 경쟁인데 현지화 그룹을 통해 경쟁이 본격화될 것으로 예상. 미국은 JYP의 VCHA, 하이브의 캣츠아이는 2024년 상반기 정식 데뷔 예정으로 팬덤 간의 경쟁보다는 초기 팬덤을 구축하는 시기. 일본은 현지화 그룹이 기존 커버리지 엔터 4사 기준 3팀에서 2024년 5팀으로 확대되어 팬덤 간의 경쟁이 본격화될 것으로 전망

팬덤의 조직화 Tree



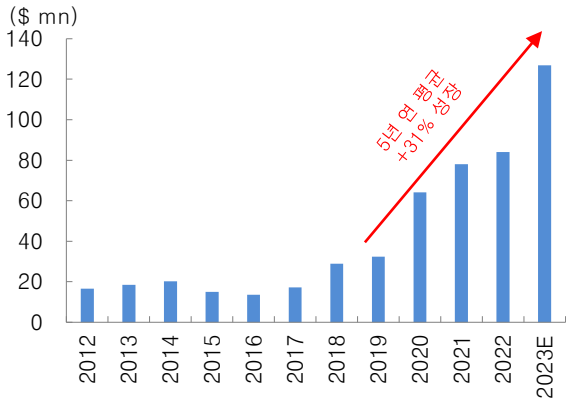
자료: 대신증권 Research Center / 주: 총공(총 공격, 화력을 집중한다는 의미), 스밍(스트리밍), 실트(실시간 트위터, 인기 검색어)

미국_음반 수출 규모 추이



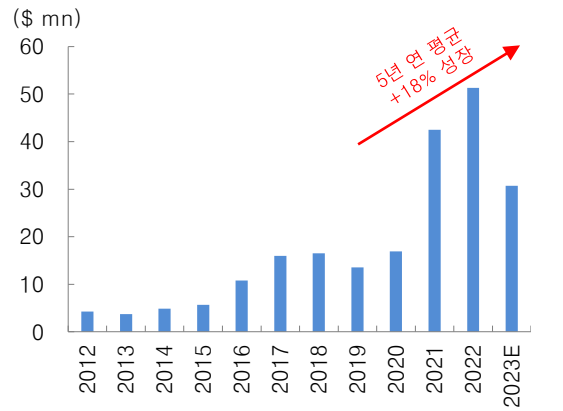
자료: 관세청, 추정은 대신증권 Research Center

일본_음반 수출 규모 추이



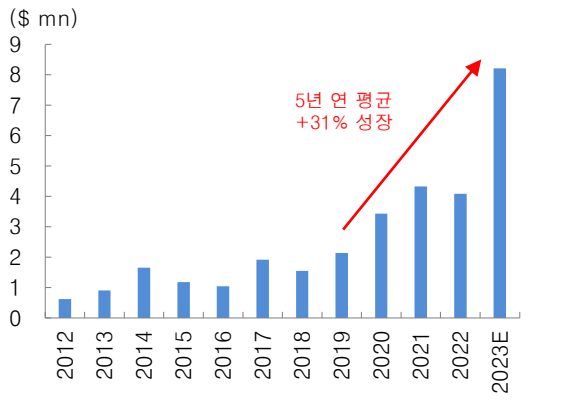
자료: 관세청, 대신증권 Research Center

중국_음반 수출 규모 추이



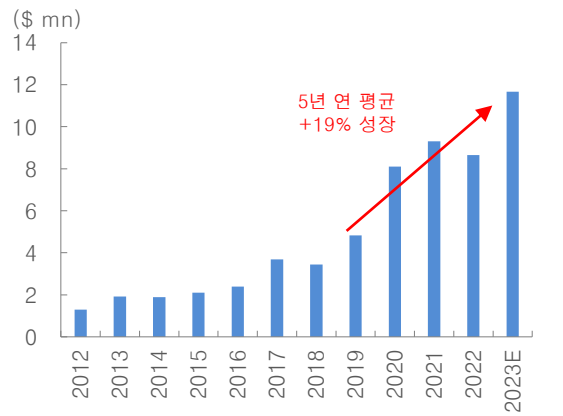
자료: 관세청, 추정은 대신증권 Research Center

홍콩_음반 수출 규모 추이



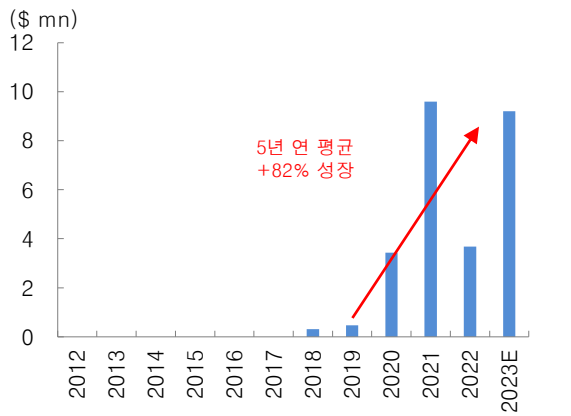
자료: 관세청, 추정은 대신증권 Research Center

대만_음반 수출 규모 추이



자료: 관세청, 추정은 대신증권 Research Center

인도네시아_음반 수출 규모 추이



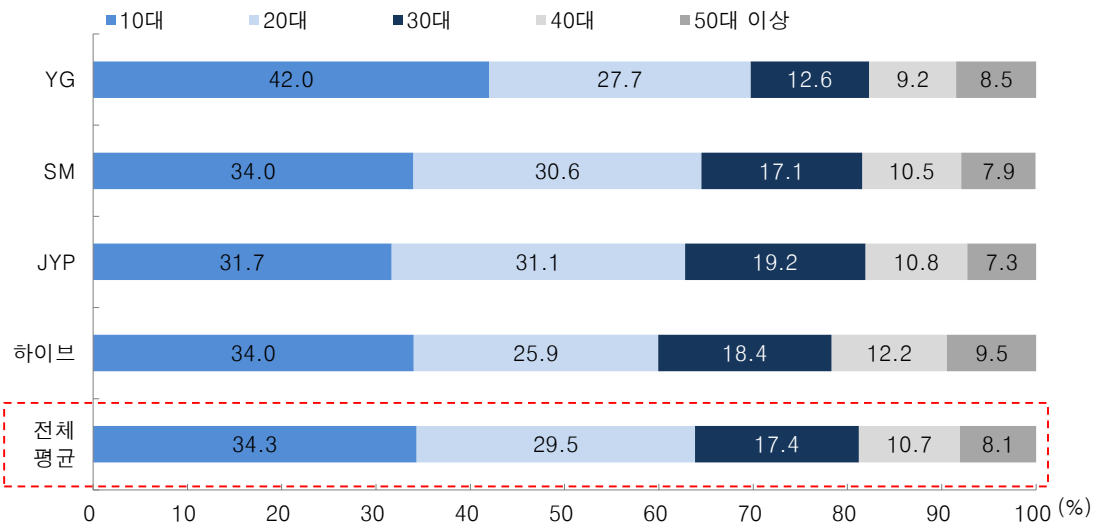
자료: 관세청, 추정은 대신증권 Research Center

국내 팬덤 : 팬덤 활동 대중화로 규모와 구매력 동반 성장 지속될 전망

2024년 국내외 합산 코어 팬덤 450만명(YoY +20%)으로 성장세 지속 전망

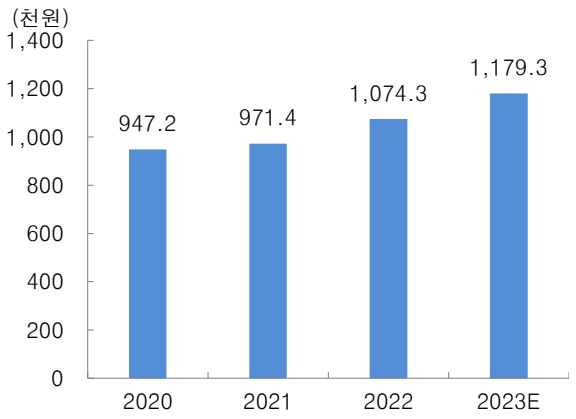
- 알라딘이 2023년 판매한 음반 소비자 집계에 따르면 엔터 4사 기준 구매력이 높은 20·30대의 합산 비중이 46.9%까지 확대
- 아이돌 수명 기존 마의 7년에서 재계약하는 비중이 크게 확대. 이에 따라 팬덤 수명도 함께 길어지며 팬덤의 연령층도 함께 확대된 것으로 판단. 또한, 팬덤 활동에 대한 인식이 큰 폭으로 개선되며 이제는 건전한 취미활동으로 인식되어가는 과정
- 따라서 기존의 팬덤 규모가 일정 수준 유지되고, 신인 데뷔에 따른 어린 나이의 팬들과 팬덤 문화의 대중화로 신규 팬들이 유입되는 구조로 국내 팬덤 규모는 2024년에도 성장성 지속될 전망
- 특히 팬덤 활동이 취미로 인식되어가는 만큼 소비액도 자연스럽게 올라갈 개연성이 높을 것으로 판단. 국내 평균 월 여가 비용은 17.6만원, 미국은 약 30만원 수준인 반면, 2022년 기준 코어 팬덤 1인 평균 월 소비액은 약 9만원 수준. 당사는 라이트 팬덤의 월 평균 소비액이 5만원 미만인 것으로 추정
- 종합적으로 국내외 팬덤 합산으로 2024년 코어 팬덤 450만명(YoY +20%)으로 성장세 지속 전망. 2024년 10팀의 데뷔가 예정되어 있는 만큼 신규 팬덤 유입 기대
- 주목할 점은 저연차 IP의 팬덤 규모 성장률. 유튜브 공용채널 운영 및 선배 팬덤 낙수효과로 신인들이 코어 팬덤을 형성하기 좋은 환경으로 변화 했음. 에스파 데뷔연도 기준 연평균 43%, 뉴진스 102%, 엔믹스 75% 등 빠르게 코어 팬덤이 형성되는 추세

주요 엔터4사_구매력 높은 20·30대 합산 비중 46.9%



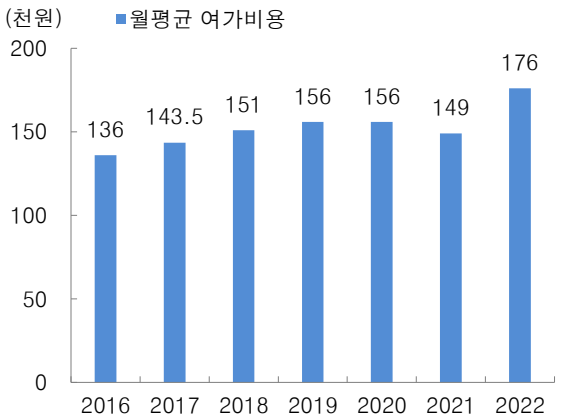
자료: Aladin, 대신증권 Research Center

팬덤 연간 소비액은 지속 증가 추세



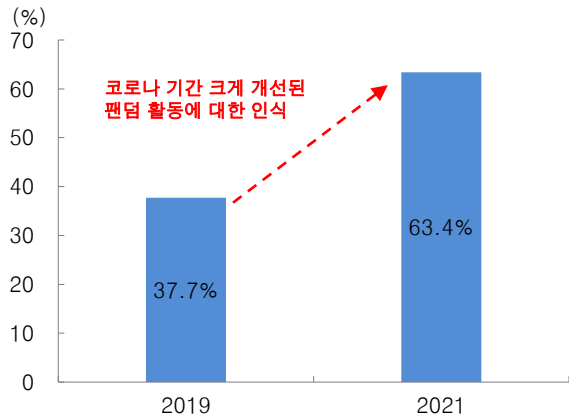
자료: 추정은 대신증권 Research Center

문체부_월평균 여가비용 추이



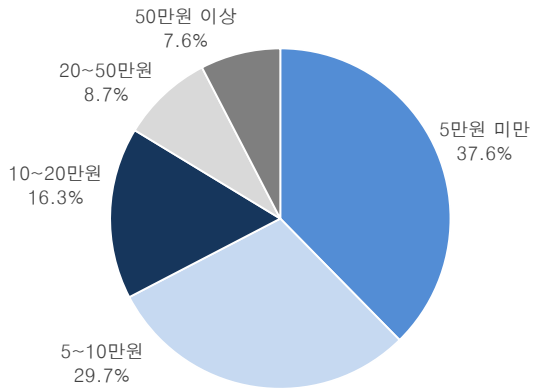
자료: 문화체육관광부, 대신증권 Research Center

팬덤을 건전한 취미로 인식하는 비율 증가



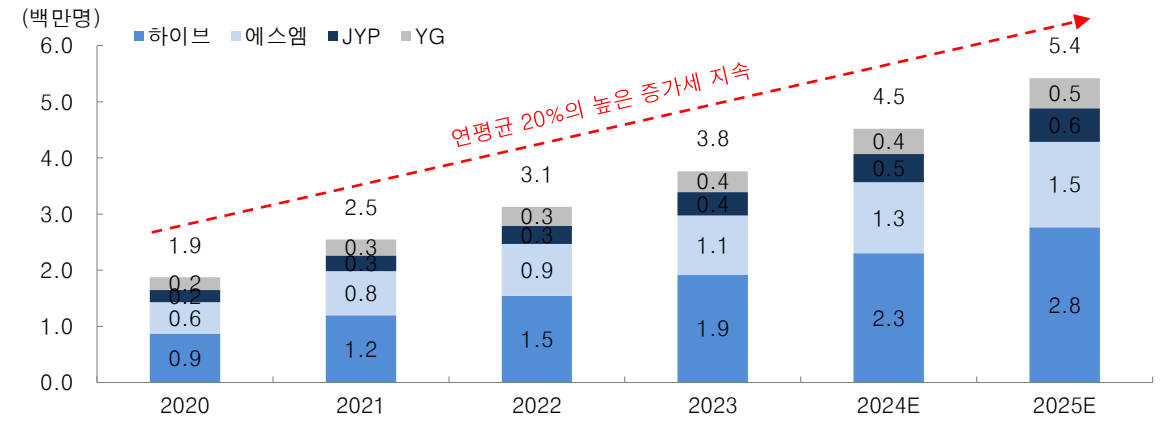
자료: 트렌드모니터, 대신증권 Research Center

월평균 팬덤 활동 지출 금액



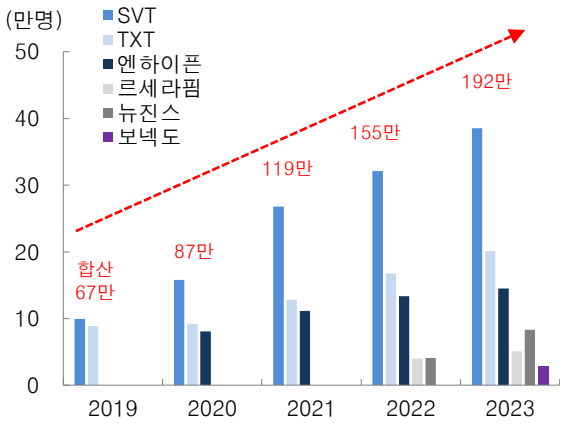
자료: smartfnd, 대신증권 Research Center

주요 엔터 4사 합산 코어 팬덤 수 추이 및 전망



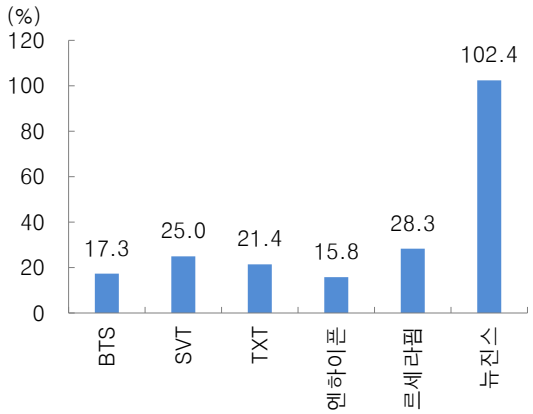
자료: 트위터, 추정은 대신증권 Research Center

하이브_아티스트별 코어 팬덤 현황



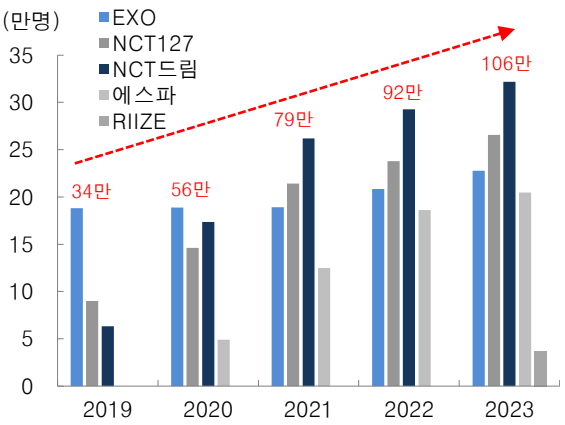
자료: 트위터, 대신증권 Research Center

하이브_아티스트별 코어팬덤 5년 연평균 성장률



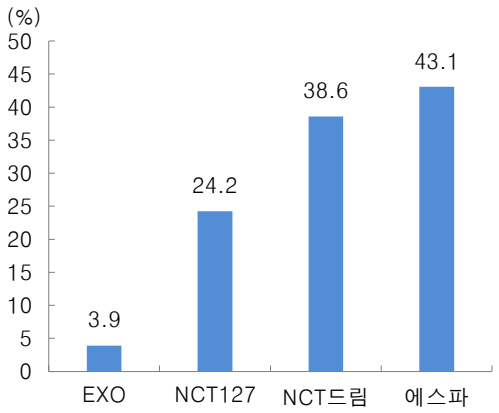
자료: 트위터, 대신증권 Research Center
주: 5년차 미만 아티스트의 경우 데뷔년도 기준

에스엠_아티스트별 코어 팬덤 현황



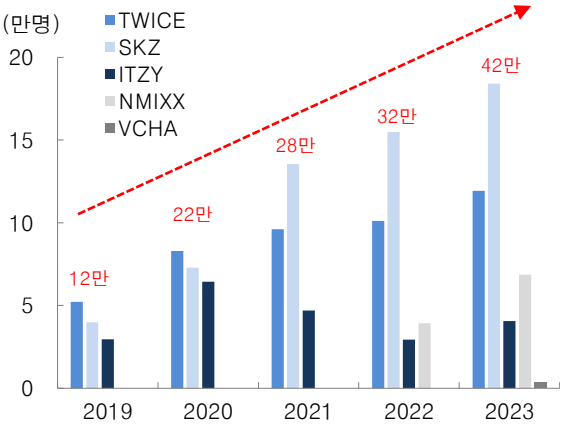
자료: 트위터, 대신증권 Research Center

에스엠_아티스트별 코어팬덤 5년 연평균 성장률



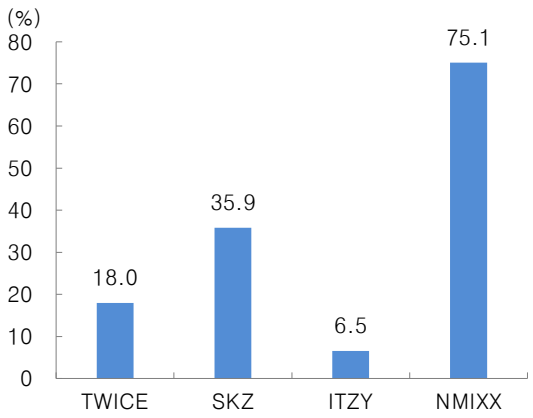
자료: 트위터, 대신증권 Research Center
주: 5년차 미만 아티스트의 경우 데뷔년도 기준

JYP_아티스트별 코어 팬덤 현황



자료: 트위터, 대신증권 Research Center

JYP_아티스트별 코어팬덤 5년 연평균 성장률



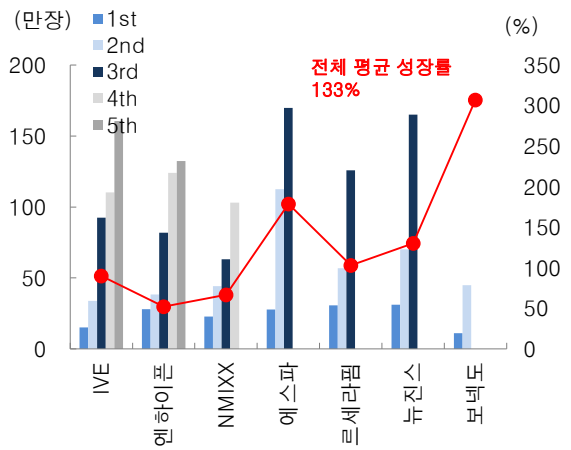
자료: 트위터, 대신증권 Research Center
주: 5년차 미만 아티스트의 경우 데뷔년도 기준

음반 : 2024년 음반 판매량의 성장은 후배 차례

메가 IP의 성장보다는 저연차 IP의 음반판매량 성장에 주목하자

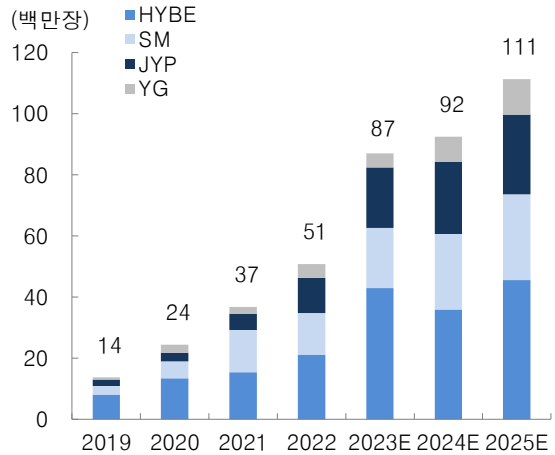
- 2023년은 세븐틴, 스트레이키즈 등 메가 IP의 음반 판매량 확대를 중심으로 큰 폭의 성장세를 기록
- 팬덤 성장세를 감안하더라도 보수적인 시각에서 2024년 메가 IP의 음반 판매량 성장은 둔화될 전망
- 다만, 2024년 음반판매량은 저연차 IP를 중심으로 2023년 대비 +6.2% 성장할 것으로 예상. 4세대 아이돌이 매 활동기마다 음반판매량이 평균적으로 약 133%씩 성장하고 있으며 절대적 크기도 유의미한 수준에 도달
- 신인들의 음반 판매량을 보면 100만장 판매까지 도달하는 기간이 점점 줄어드는 모습. 신인들의 기여도 비중이 결코 낮지 않은 상황. 2024년 10팀의 신인 데뷔까지 예정되어 있는 만큼 BTS와 블랙핑크의 휴식기를 감안하더라도 성장 지속될 전망
- 이는 초기 팬덤을 빠르게 형성시킬 수 있는 환경이 갖춰졌기 때문. 뮤직비디오나 각종 티저 영상을 엔터사 공용 채널에 올리며 노출되는 효과가 커져 팬덤 낙수효과가 확대되었으며, 엔터사의 개선된 해외 네트워크 및 협상력으로 해외 무대 기회가 확대되는 추세
- 2023년에는 케이팝 아티스트들의 서구권에서의 인기까지 확인한만큼 현지 프로모터와의 협상력은 개선될 개연성이 높음. 이에 따라 신인의 해외 쇼케이스 및 방송출연 등 현지 활동이 활발하게 이뤄질 것으로 예상. 초기 팬덤 형성 환경은 2024년에도 지속 발전할 것으로 전망

4세대 아이돌 음반 판매량 추이 및 평균 성장률



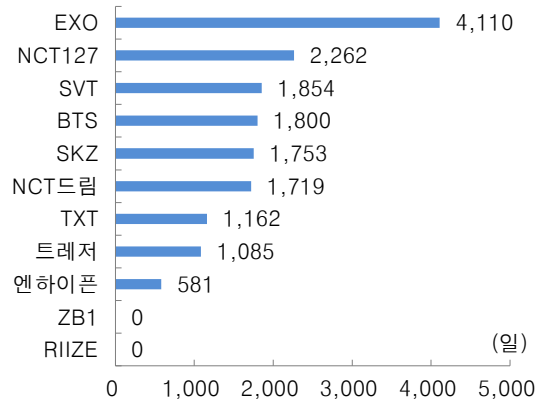
자료: 써클차트, 대신증권 Research Center

주요 엔터 4사 음반 판매량 추이



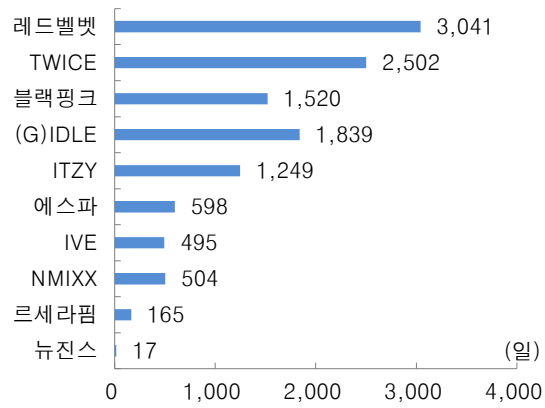
자료: 써클차트, 추정은 대신증권 Research Center

보이그룹_초동 100만장 달성까지 걸린 기간



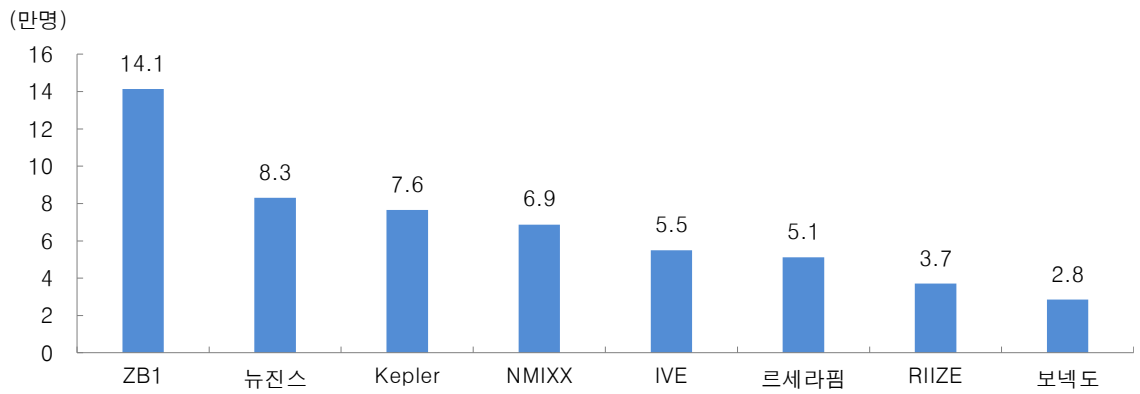
자료: 대신증권 Research Center

걸그룹_초동 100만장 달성까지 걸린 기간



자료: 대신증권 Research Center

22년 이후 데뷔한 신인의 최근 팬덤 규모 비교



자료 : 트위터, 대신증권 Research Center

주요 엔터 4사_데뷔 예정 그룹 및 예상 데뷔시기

소속사	그룹명	구분	주요 활동 지역	예상 데뷔시기	비고
하이브	플레디스 신인	보이그룹	국내	1Q24	세븐틴 이후 9년만의 신인
	아일릿	걸그룹	국내	1Q24	JTBC 오디션 '알유넥스트' 선발 걸그룹
	캣츠아이	걸그룹	미국	2Q24	24년 넷플릭스 다큐시리즈 공개 예정
에스엠	NCT뉴팀	보이그룹	일본	1H24	NCT 4번째 서브 유닛. 오디션 'LASTART'로 결성
	신인 걸그룹	걸그룹	국내	1H24	3월 실력 평가 위한 쇼케이스 진행. 8인조 예상
	Naevis	버츄얼	국내	2H24	에스파 세계관의 버츄얼 아이돌
JYP	Project C	보이그룹	중국	1Q24	데뷔 전 중국 웹드라마 출연 및 조회수 1억뷰 기록
	VCHA	걸그룹	미국	1Q24	프리 데뷔 뮤비 1,107만명 조회수 기록
	Nizi	보이그룹	일본	1Q24	Part 2 진행중. 소니 뮤직과 공동 제작
	LOUD	보이그룹	국내	2Q24	21년 오디션 '라우드' 선발 보이그룹
YG	베이비몬스터	걸그룹	국내	4Q23	데뷔 전 구독자 317만명 보유. 23.11.27 데뷔

자료: 각 사, 언론보도, 대신증권 Research Center

공연 : 메가 IP 공백기에 따른 모객수 감소에도 성장은 지속된다

2023년 케이팝 해외 콘서트 인기 검증 완료, 2024년 P 와 Q 성장으로 이어질 전망

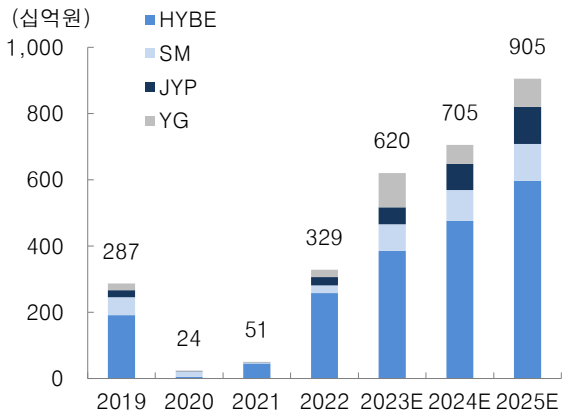
- 2024년 공연 모객수는 방탄소년단과 블랙핑크의 휴식기로 전년 대비 -1.4% 감소할 전망
- 협상력 증가에 따른 P(게런티) 증가와 두 아티스트를 제외한 아티스트의 유의미한 Q(모객수) 성장으로 주요 엔터 4사 기준 공연 부문은 2024년까지 7,050억원으로 2023년 대비 +13.7% 증가할 전망
- 첫째, 신인의 첫번째 콘서트의 규모가 크게 확대. 과거 아시아 중심의 해외 투어에서 이제는 서구권까지 초기에도 가능해져 신인의 첫 콘서트 규모는 지속 성장하는 추세
- 둘째, 코로나 이후 2022년 하반기부터 재개된 콘서트의 첫번째 사이클이 이제서야 종료. 콘서트 규모는 공연 수개월 전 정하는 만큼 2023년 높은 성장세를 온전히 반영하지 못하였음. 따라서 2024년에는 이러한 성장성을 반영하여 공연 횟수와 회당 모객수 모두 증가할 전망
- 셋째, 가장 기대되는 부문은 게런티(P)의 성장. 전석 매진 및 추가 공연까지 모집한 케이팝 아티스트에 대해 전반적인 개런티가 지속 증가할 개연성이 높음
- 팬덤 규모가 확장되며 수요가 공급을 압도하는 상황에서는 공연 수익을 총매출로 인식하는 하이브가 가장 유리. 2024년 공연 부문의 매출은 전년 대비 +23.4% 성장할 것으로 예상
- JYP Ent.의 경우 라이브네이션과의 계약으로 미국 투어의 경우 일정부분 이익 분배가 가능해져 2024년 가장 높은 공연 매출 성장(YoY +56.2%)을 기록할 것으로 전망

주요 엔터 4사_공연 수익 인식 체계

	국내	일본	일본 외 해외 지역	온라인
하이브	연결 총매출 및 비용 인식			
에스엠	연결 총매출 및 비용 인식	1) 현지 프로모터 총매출/비용 인식 2) SM 현지법인 이익 분배 인식 3) SM 별도 공연/출연료 매출 인식	1) 현지 프로모터 총매출/비용 인식 2) SM연결(DM) MG 매출 인식 3) SM 별도 공연/출연료 매출 인식	1) SM 연결 총 매출, 비용 인식 2) SM 별도 공연/출연료 매출 인식
JYP	연결 총매출 및 비용 인식	1) 현지 프로모터 총매출/비용 인식 2) JYP 이익 분배 인식	1) 현지 프로모터 총매출/비용 인식 2) JYP MG매출 인식	1) 비욘드라이브 총매출/비용 인식 2) JYP 이익 혹은 개런티 정산
YG	연결 총매출 및 비용 인식	1) 현지 프로모터 총매출/비용 인식 2) YG 이익 분배 인식	1) 현지 프로모터 총매출/비용 인식 2) YG MG매출 인식	1) 플랫폼 수수료 지급 후 순매출 YG 연결 인식 2) 디지털 콘텐츠 매출 반영

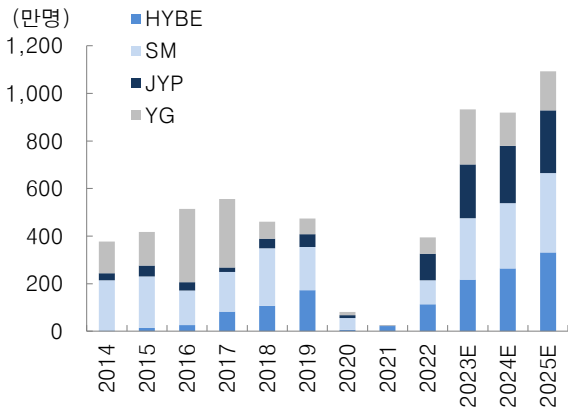
자료: 한터차트, 웨이보, 대신증권 Research Center

주요 엔터 4사_공연 부문 매출 추이 및 전망



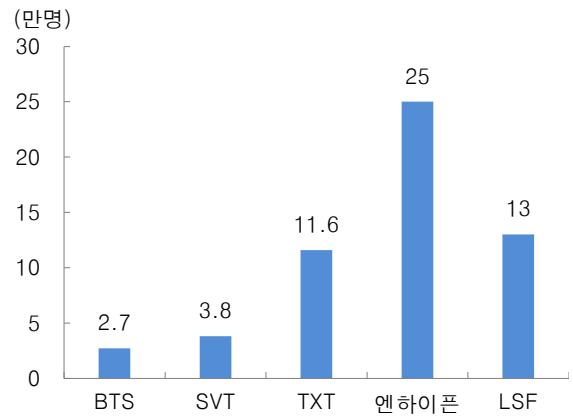
자료: 각 사, 추정은 대신증권 Research Center

주요 엔터 4사_공연 모객수 추이 및 전망



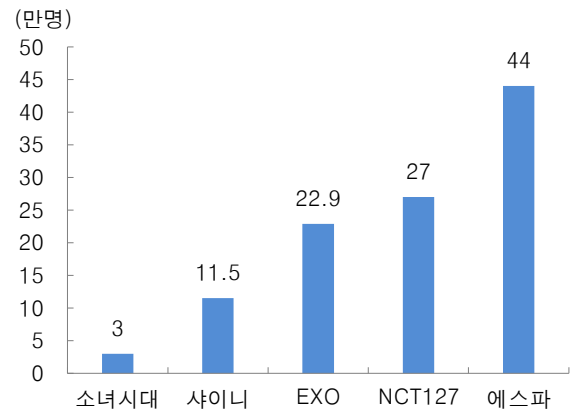
자료: 각 사, 추정은 대신증권 Research Center

하이브_아티스트별 첫 콘서트 규모 비교



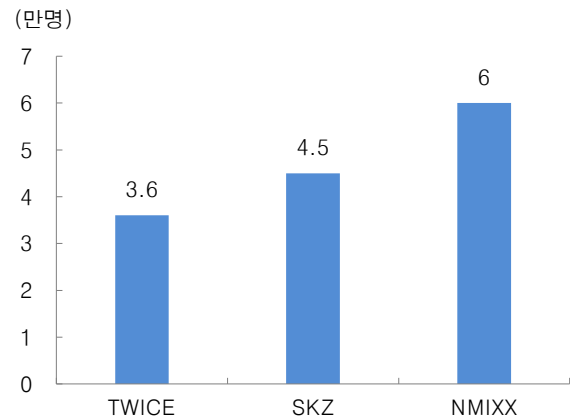
자료: 하이브, 대신증권 Research Center

SM_아티스트별 첫 콘서트 규모 비교



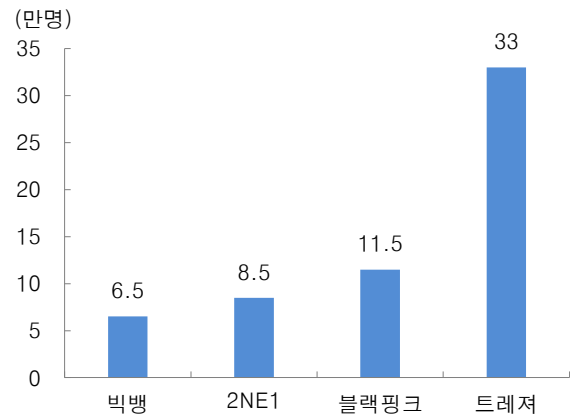
자료: SM, 대신증권 Research Center
주: 현재 여건을 고려하여 EXO의 중국 본토 투어는 제외한 수치

JYP_아티스트별 첫 콘서트 규모 비교



자료: JYP, 대신증권 Research Center

YG_아티스트별 첫 콘서트 규모 비교



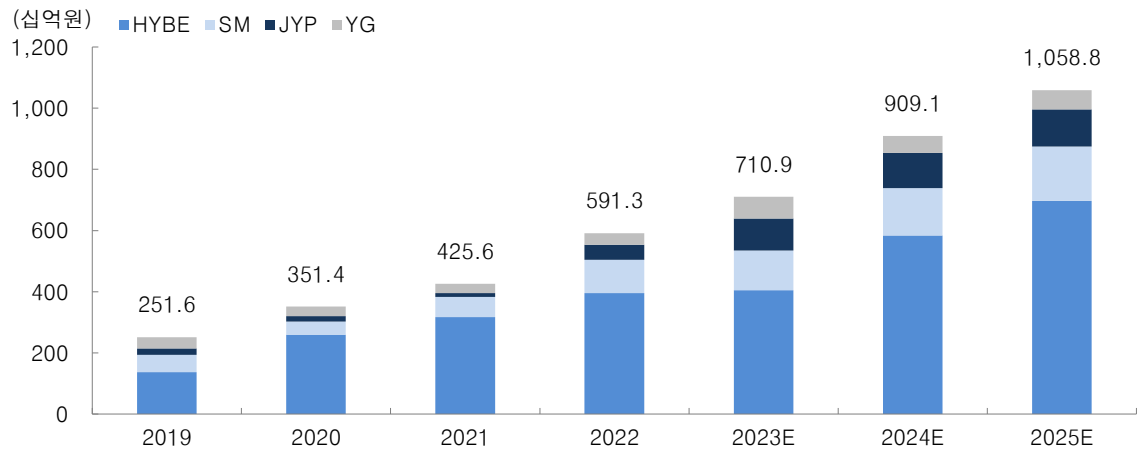
자료: YG, 대신증권 Research Center

2024년 MD : 해외 팝업스토어로 지역 확장에 따른 가장 높은 성장 기대

2024년 MD 매출 9,091억원(YoY +28%)으로 가장 높은 성장률 기록할 전망

- 2024년 커버리지 엔터 4사의 합산 MD 매출은 9,091억원(YoY +28%)을 기록할 것으로 예상. 공연 호조로 공연 관련 MD 판매량 성장이 기대되며 상시 MD의 대중화 및 시즌제 도입에 기인
- 음반과 공연 부문과 달리 MD 부문은 팬덤에 대중의 소비까지 더해져 가장 높은 성장을 보일 것으로 기대. 팝업스토어는 대기시간이 엄청나게 길어지고 초반에 굿즈가 모두 매진되는 모습을 보일정도로 수요가 공급을 압도하는 모습
- 과거 면세점에서 화장품을 사가던 보따리상들이 케이팝 아티스트의 팝업스토어에서 보일 정도로 외국인 비중 올라가며 구매력 상당히 높은 모습. 관광 코스 중 하나로 자리매김
- MD의 대중화. 과거의 MD는 팬들의 소장품 개념이 커 팬덤위주의 소비였으나 현재의 MD는 일반 대중을 타겟으로 MD 품목을 크게 확대하는 추세. 또한, 전시회 형태의 팝업스토어가 확대되며 일반 대중의 접근성도 개선되는 모습
- MD의 시즌제 도입. 아티스트의 앨범 활동 기간마다 팝업스토어를 진행하는 추세인데 매번 다른 테마로 구성. 해당 시즌의 MD 상품을 한시적으로 판매하기 때문에 희소성이 확대되었으며 일부 MD의 경우 리셀 플랫폼 크림에서 웃돈에 거래되기도 함
- MD 부문 가장 높은 성장세를 보일 것으로 기대되는 기업은 하이브. 가장 주도적으로 MD 종류 확대와 대중화를 이끌어내고 있으며 2024년 해외 팝업스토어를 통해 YoY +44% 성장할 것으로 전망

주요 엔터 4사_MD 부문 매출 추이 및 전망



자료 : 각 사, 추정은 대신증권 Research Center

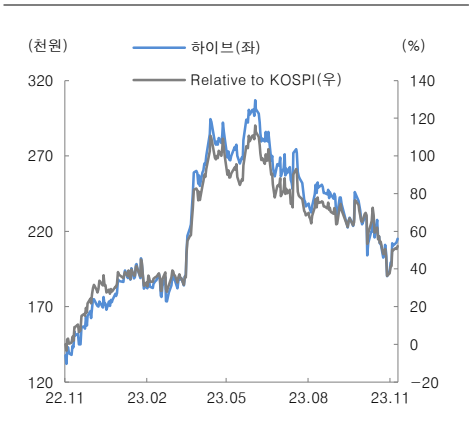
하이브 (352820)

2024년 눈치 게임 시작! BTS 팬덤 역대급 보복 소비 예정

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	330,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	215,000원

KOSPI	2,519.81
시가총액	8,955십억원
시가총액비중	0.47%
자본금(보통주)	21십억원
52주 최고/최저	307,000원 / 143,000원
120일 평균거래대금	727억원
외국인지분율	20.49%
주요주주	방시혁 외 8인 33.17% 넷마블 12.08%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.4	-14.3	-20.4	49.3
상대수익률	-7.3	-13.2	-19.1	44.2



- 최근 BTS 4인의 연말 군입대 계획 발표는 오히려 불확실성 리스크가 해소되었다 판단되어 긍정적으로 평가
- 이로써 2025년 6월 전원 전역할 것으로 예상되며 연말부터 활동이 재개될 예정. 3년만의 완전체 활동으로 팬덤의 역대급 보복 소비가 전망되며 주가는 2024년 하반기부터 선반영될 것으로 예상
- BTS 공백기에도 2024년 매출 2조 4,657억원(YoY +8.3%), 영업이익 3,240억원(YoY +8.1%)으로 성장 지속될 전망
- 구매력이 높은 서구권 시장에서 수요가 높은 만큼 저연차 IP의 이익 성장이 경쟁사 대비 클 것으로 기대. 내년 데뷔할 신인 3팀, 초기에 팬덤을 형성시키기 좋은 환경으로 유의미한 수준의 이익 기여할 전망
- 해외 공연의 경우 유일하게 총매출로 인식하여 현재와 같이 전석 매진 및 모객수 성장기를 보이는 시기에는 동사가 유리

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,256	1,776	2,277	2,466	2,992
영업이익	190	237	300	324	470
세전순이익	210	96	375	439	622
총당기순이익	141	48	274	321	454
지배지분순이익	137	52	271	317	450
EPS	3,606	1,265	6,524	7,621	10,793
PER	96.8	137.1	33.0	28.2	19.9
BPS	74,116	66,995	72,953	82,550	95,015
PBR	4.7	2.6	2.9	2.6	2.3
ROE	6.8	1.9	9.3	9.8	12.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 하이브, 대신증권 Research Center

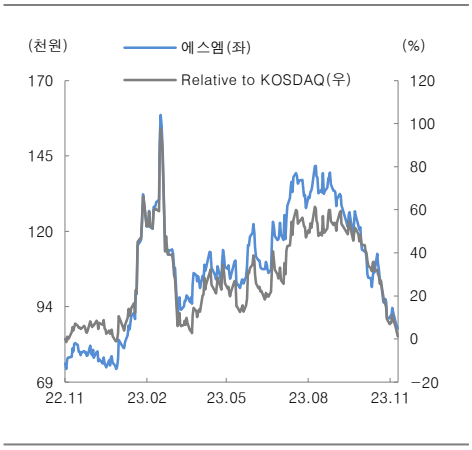
에스엠 (041510)

구조적 변화가 본격화될 2024년

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	160,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	87,000원

KOSDAQ	822.44
시가총액	2,073십억원
시가총액비중	0.52%
자본금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	158,500원 / 73,400원
120일 평균거래대금	330억원
외국인지분율	16.47%
주요주주	카카오 외 12인 40.23% 하이브 8.81%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-16.3	-38.5	-17.0	8.3
상대수익률	-23.8	-31.5	-14.9	-4.2



- 2023년 연말부터 에스파, 라이즈를 시작으로 미국 진출 본격화될 전망. 서구권 매출 확대될 것으로 전망
- 영국 현지 보이그룹 제작은 2024년 하반기부터 TV 시리즈로 방영 예정으로 데뷔는 2025년 예상
- 올해 9월 발표한 카카오와의 미국 법인은 2024년 구체적인 미래방향성 제시할 것으로 기대
- 2024년 NCT 뉴팀, 신인 걸그룹, 버츄얼그룹 총 3팀의 데뷔 예정. 동사는 소속사 선배 팬덤 낙수효과가 강하여 데뷔 초기부터 유의미한 수준의 이익 기여할 것으로 전망
- 동사는 고연차 IP 비중이 높아 상대적으로 영업이익률이 저조하였음. 3팀의 신인 데뷔와 저연차 IP의 성장으로 유의미한 개선세로 경쟁사 수준의 영업이익률 기록할 전망
- 최근 에스파 중국 팬덤의 불매운동 및 라이즈 승한의 무기한 활동 중단 등 매니지먼트 리스크 부각. 아티스트 및 팬덤 관리에 대한 가시적인 변화가 필요한 시점

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	702	851	971	1,178	1,350
영업이익	68	91	123	154	202
세전순이익	173	117	197	205	261
총당기순이익	133	82	146	152	193
지배지분순이익	134	80	140	146	186
EPS	5,667	3,363	5,872	6,111	7,787
PER	13.1	22.8	14.8	14.2	11.2
BPS	26,149	29,292	32,278	35,358	39,060
PBR	2.8	2.6	2.7	2.5	2.2
ROE	25.5	12.2	19.1	18.1	20.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 에스엠, 대신증권 Research Center

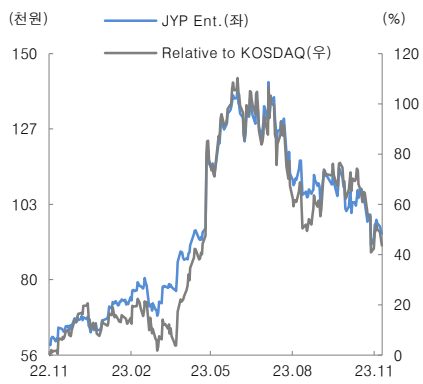
JYP Ent. (035900)

2024년은 현지화 그룹의 성과가 관건

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	150,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	93,900원

KOSDAQ	822.44
시가총액	3,335십억원
시가총액비중	0.84%
자본금(보통주)	18십억원
52주 최고/최저	141,100원 / 60,600원
120일 평균거래대금	623억원
외국인지분율	41.68%
주요주주	박진영 외 3인 15.78%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.4	-19.5	-17.4	53.4
상대수익률	-17.5	-10.3	-15.3	35.7



- 미주 투어에 대해 라이브네이션과의 계약을 통하여 기존 개런티 방식에서 개런티에 R/S를 추가하는 정산 방식을 도입
- 2024년에는 전체 공연 횟수 및 모객수 증가도 예상되기 때문에 공연 부문은 매출 구성 항목 중 가장 높은 성장세(YoY +56.2%)를 기록할 것으로 판단
- Project C(중국)를 시작으로 VCHA(미국), Nizi 보이그룹(일본), Loud(한국)가 2024년 상반기까지 순차적으로 데뷔할 예정. 기존 아티스트의 활동 횟수 증가(ITZY, NMIXX 등) 및 신인 4팀 데뷔에 따른 외형성장 기대
- 현지화 그룹, 국내에서 데뷔한 신인과 비교했을 때 로얄팬덤을 형성하기 어려운 구조로 보수적인 추정 적용
- 다만, 현지화 그룹은 1) 케이팝 전반적인 인식 개선 및 해외 팬덤 구매력 상승에 직접적인 계기가 될 것으로 예상되며, 2) 미국, 일본, 중국은 모두 음악시장 규모나 구매력을 고려했을 때 미래 잠재적 성장 가치가 매우 높다고 판단

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	194	346	576	691	789
영업이익	58	97	180	208	232
세전순이익	86	94	186	216	242
총당기순이익	68	68	137	160	179
지배지분순이익	67	67	135	157	176
EPS	1,900	1,901	3,798	4,421	4,955
PER	26.7	35.7	24.7	21.2	19.0
BPS	6,948	8,467	10,017	11,944	14,363
PBR	7.3	8.0	9.4	7.9	6.5
ROE	31.4	24.7	41.1	40.3	37.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: JYP Ent., 대신증권 Research Center

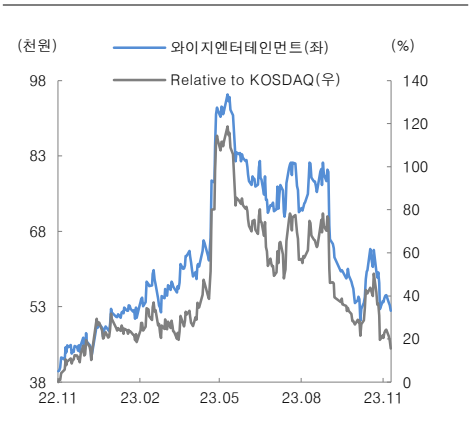
와이지엔터테인먼트 (122870)

베이비몬스터, 확신의 5세대 대표 걸그룹

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	80,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	52,200원

KOSDAQ	822.44
시가총액	975십억원
시가총액비중	0.25%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	95,200원 / 42,800원
120일 평균거래대금	333억원
외국인지분율	16.40%
주요주주	양현석 외 5인 20.52% 네이버 8.89%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.8	-33.8	-43.3	16.3
상대수익률	-9.7	-26.3	-41.8	2.8



- 블랙핑크 멤버들의 재계약 여부에 따라 향후 매출 변동성이 매우 큰 상황. 재계약 여부와 상관없이 2024년 완전체 휴식기로 예상되며 매출 하락은 불가피할 전망
- 2024년에는 블랙핑크에 대한 재계약 불확실성 해소 및 베이비몬스터의 활동이 본격화되며 주가 회복 예상
- 베이비몬스터 27일 데뷔 곡 Batter UP 공개 직후 24시간 만에 2,250만 조회수를 기록하며 역대 케이팝 그룹 데뷔 MV 조회수 최대 기록
- 동사의 미래 성장 전략에 공연사업이 핵심인만큼 베이비몬스터의 빠른 시기 콘서트 진행이 필요. 이에 따라 2024년 음반 및 디싱을 통한 3차례 이상의 활동 예상
- 베이비몬스터 초기 형성된 팬덤은 이미 6만명 수준. 이는 오디션 프로그램 제외 시 가장 높은 초기 팬덤을 형성한 것
- 과거 트레져가 데뷔 5개월만에 4개의 앨범을 낸 것과 같은 흐름 보인다면 블랙핑크 휴식기에 따른 매출 하락을 상당 부분 방어해줄 것으로 예상

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	322	391	578	513	609
영업이익	25	43	108	92	120
세전순이익	36	56	119	97	125
총당기순이익	23	47	93	77	98
지배지분순이익	7	34	75	62	78
EPS	361	1,813	4,002	3,302	4,184
PER	154.2	24.2	13.0	15.8	12.5
BPS	20,484	22,042	25,736	28,827	33,127
PBR	2.7	2.0	2.0	1.8	1.6
ROE	1.8	8.6	16.8	12.1	13.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 와이지엔터테인먼트, 대신증권 Research Center

Daishin
2024년 산업전망

제약업

바이오의 봄이 온다

▪ 이희영 Heeyoung.lee@daishin.com

Summary (제약)

- 바이오의약품은 코로나 펜데믹 시대에 코로나 백신 및 치료제 개발로 폭발적인 성장을 이룸. 2000년대부터 2019년(코로나 이전)까지 바이오의약품 시장은 연평균 약 13% 성장. 코로나 효과로 2021년에 41%로 폭발적으로 성장. 2022년에도 4% 성장세를 지속
- 2022년부터 엔데믹 시대가 도래. 코로나 백신과 치료제가 주도했던 바이오의약품 시장 성장에 공백 발생. 2023년 바이오의약품 시장은 최초로 -3% 마이너스 성장률 기록
- 2023년은 엔데믹과 고금리시대에 기업을 재정비하고 새로운 성장동력 모색의 해였다고 판단. 2024년부터는 알츠하이머 시장 개화와 비만/당뇨 치료제 성장 지속을 바탕으로 다시 연평균 9%대 성장이 가능할 것으로 전망
- 알츠하이머 항체 치료제 시장 개화: 알츠하이머 치료제는 기존에 치료제가 없었던 만큼 미충족 수요가 높음. 23년 바이오젠/에자이의 알츠하이머 항체치료제 레켐비 출시. 새로운 치료제가 등장하였기 때문에 레켐비는 초기 시장 개척중. 24년 1분기 일라이릴리의 알츠하이머 치료제 도나네맙 승인 예정. 레켐비의 초기시장 개척 효과와 우수한 효능의 도나네맙 출시로 알츠하이머 시장 확대 전망
- 비만/당뇨 치료제 성장 지속: 비만치료제가 합병증(심혈관질환, 간질환, 신장질환 등)에서도 효능이 입증되며, 추가 임상을 통한 적응증 확대가 기대됨. 적응증 확대 성공 시 보험 등재 가능성 높다고 판단. 24년에도 비만치료제에 대한 강한 수요와 공급부족은 지속될 것으로 전망
- 당사는 4공장 풀가동 매출 인식으로 안정적 성장이 기대되고, **알츠하이머 시장 성장시 빅파마 네트워크를 기반으로 추가 CMO 수주 가능성이 높다고 판단되는 삼성바이오로직스를 2024년 제약업 Top-Pick으로 제시함**

2024년 바이오의약품 성장 재개 전망

Top Pick: 삼성바이오로직스

- 2024년 바이오의약품 시장은 알츠하이머 항체치료제와 비만/당뇨 치료제가 견인할 것으로 전망. 항체치료제 시장 확대에 따른 최대 수혜주로 삼성바이오로직스를 제시
- 투자포인트 1) 빅파마 네트워크와 선제 증설 전략을 통한 신규 블록버스터급 (알츠하이머 치료제 등) 의약품 수주 기대 2) 금리인하 등 대외환경 개선에 따른 바이오 CDMO 투자심리 회복 기대 3) 사업 포트폴리오 다각화를 통한 종합 바이오회사로 도약 4) 삼성바이오에피스의 바이오시밀러 출시 효과 기대
- 알츠하이머 시장을 선도할 치료제는 23년 7월 정식 승인 받은 바이오젠/에자이의 레켐비와 24년 1분기 승인이 기대되는 일라이릴리의 도나네맙임. 삼성바이오로직스는 바이오젠과 일라이릴리와 위탁생산 계약을 통해 이미 네트워크를 형성하고 있음
- 기존 알츠하이머 치료제 부재로 인해 높은 미충족 수요가 기대됨. 5공장 선제 증설을 통해 대량 생산 CAPA 확보중. 빅파마 네트워크와 선제 증설 전략을 바탕으로 급격한 수요 증가시 알츠하이머 치료제 수주로 이어질 가능성 높다고 판단함

당사 Universe 제약/바이오 실적 전망 및 투자의견 (단위: 십억원,%,배)

종목	삼성바이오로직스		한미약품		셀트리온		유한양행	
투자의견	Buy		Buy		Buy		Buy	
목표주가	1,000,000		420,000		200,000		92,000	
현주가(11/29)	729,000		303,500		161,700		61,700	
Upside	37%		38%		24%		49%	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	2,996	3,617	1,482	1,606	2,467	2,836	1,857	2,122
영업이익	1,234	1,513	240	257	869	1,008	72	217
OPM	41.2%	41.8%	16.2%	16.0%	35.2%	35.5%	3.9%	10.2%
%yoy	27.5%	22.6%	52.0%	7.1%	34.3%	15.9%	76.1%	200.2%
순이익	1,272	1,551	196	211	834	975	202	366
ROE	12.2	13.1	15.4	14.4	15.3	15.4	8.5	13.9
PBR	6.3	5.5	3.8	3.3	4.9	6.4	2.3	2.0
PER	54.8	45.0	26.2	24.3	34.4	44.3	28.0	15.5

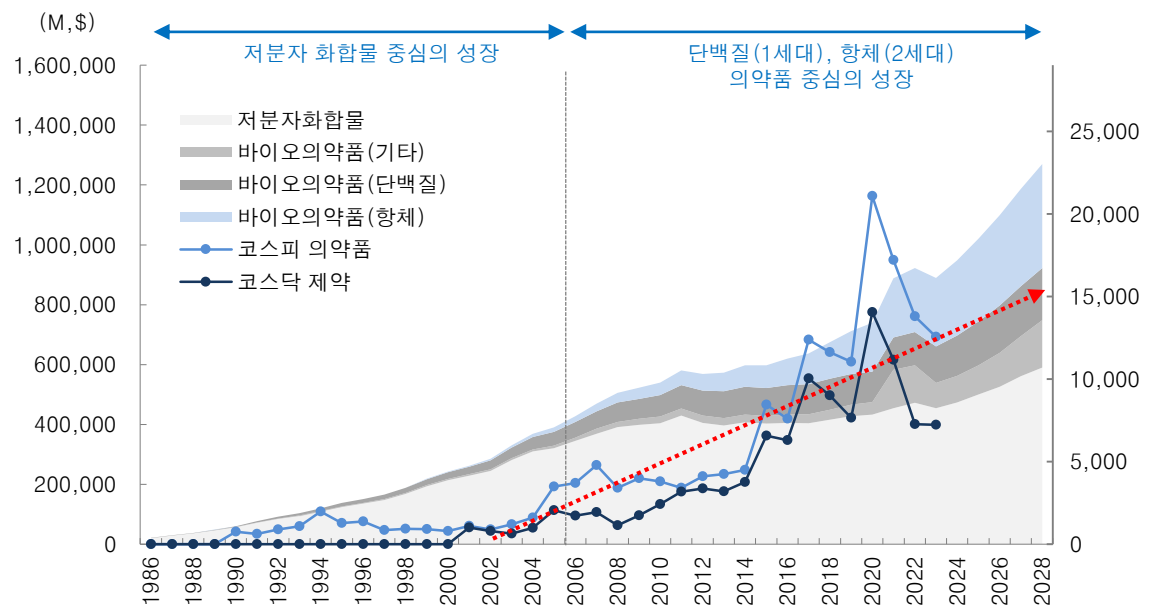
자료 : 대신증권 Research Center

2024년 성장동력: 알츠하이머, 비만/당뇨

2023년 숨고르기 끝, 2024년 바이오의 봄이 온다

- 2023년 바이오의약품 시장은 최초로 -3% 마이너스 성장률 예상. 2024년부터는 다시 연평균 9%대 성장 추세로 돌입할 것으로 예상. 2024 바이오 성장 동력은 1) 알츠하이머 치료제 2) 비만/당뇨 치료제
- 바이오의약품 시장은 코로나 펜데믹시대에 코로나 백신 및 치료제 개발로 폭발적인 성장을 이룸. 2000년부터 2019년(코로나 이전)까지 바이오의약품 시장은 연평균 약 13% 성장하였는데, 코로나 효과로 2021년에 41%로 폭발적 성장. 2022년에도 4% 성장세 지속
- 2022년부터 엔데믹 시대가 도래. 코로나 백신과 치료제가 주도했던 바이오의약품 시장의 성장에 공백 발생. 2023년 바이오의약품 시장은 최초로 -3% 마이너스 성장률 예상. 2023년은 엔데믹과 고금리시대에 기업 재정비 및 새로운 성장동력 확보의 해. 2024년부터는 1) 비만/당뇨 치료제와 2) 알츠하이머 치료제가 성장동력으로 작용하여 다시 연평균 9%대 성장이 가능할것으로 전망

바이오의약품 성장에 따른 국내 제약/바이오 지수 추세



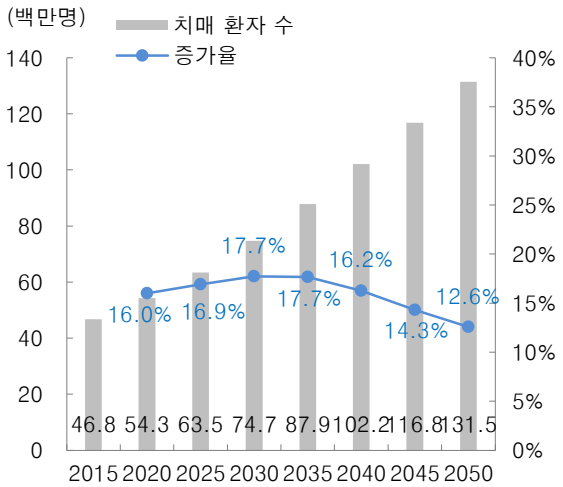
자료 : 대신증권 Research Center

2024년 알츠하이머 항체 시장 본격 개화

전 세계 5,400만명 알츠하이머 시장 개화

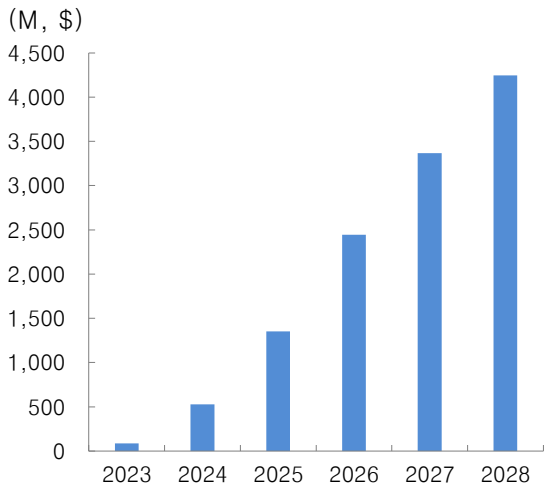
- 2020년 기준 전 세계 알츠하이머 환자수 5,400만명. 2050년까지 약 1억 3천명의 알츠하이머 환자 발생 전망
- 항체치료제 개발에 따라 면역 치료제 시장이 개화. 2000년대 항체치료제 시장은 눈부신 성장. 2024년부터 알츠하이머 시장 개화 예상. 2023년 1월 바이오젠/에자이의 알츠하이머 치료제 레켐비 FDA 승인. 2024년 1분기 일라이릴리의 도나네맙 항체 알츠하이머 치료제 승인 예정
- 2023년 7월 미국 FDA 정식 허가 및 2023년 9월 일본 허가를 받은 레켐비는 미국, 일본에서 승인 완료. 현재 유럽, 중국, 캐나다, 호주, 영국, 스위스, 한국, 이스라엘, 싱가폴, 대만, 홍콩, 브라질에 허가 신청 완료하며 초기 시장 개척중. 2023년 레켐비 매출 87백만달러(1,129억원), 2028년 매출 42억달러(5.5조원) 전망
- 에자이는 2025년부터 레켐비 매출 본격적 성장 및 2030년 매출 8조원 달성 발표. 레켐비 추정치에 따르면 2032년 알츠하이머 치료제 시장은 약 48조원 규모로 예상. (2032년 초기 알츠하이머 환자수 2억 4,000만명, 레켐비 처방 가능 환자수 300만명, 연간 약가 2023년 약가의 50%인 1,600만원 적용)

전세계 치매 환자 수 현황



자료: World Alzheimer report 2015, 대신증권 Research Center

레켐비 매출 전망



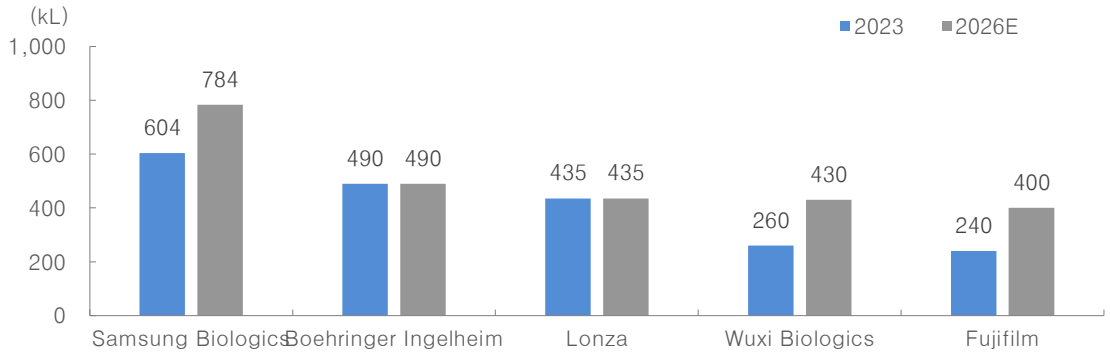
자료: Evaluate pharma, 대신증권 Research Center

2024년 알츠하이머 항체 시장 본격 개화

삼성바이오로직스: 항체치료제 성장 최대 수혜주

- 48조원 알츠하이머 항체 치료제 시장 개화로 전체 항체 치료제 시장 확대 전망. 국내 항체치료제 CDMO 삼성바이오로직스 최대 수혜자가 될 것으로 기대. 기존 알츠하이머 치료제 부재 강한 미충족 수요가 예상. 추후 안정적인 대량 생산이 가능하고, 빅파마와 네트워크를 확보한 삼성바이오로직스가 추가 수주 받을 가능성 높음
- 알츠하이머 치료제 시장을 선도할 것으로 기대되는 항체 치료제는 1) 바이오젠/에자이의 레켐비 2) 일라이릴리의 도나네맙. 삼성바이오로직스는 바이오젠과 함께 삼성바이오에피스를 합작설립하며 파트너쉽 확보. 일라이 릴리와도 코로나 항체 치료제 생산을 시작으로 위탁 생산 계약을 이어가고 있는 상황
- 알츠하이머 치료제 시장은 새로 개화하는 시장. 현재까지는 초기 시장 개척 단계. 서서히 성장하다가 진단법 개선 및 보험 등재 등 기반 정책이 마련된 후 급격하게 성장할 것으로 예상됨. 글로벌 CDMO 피어그룹은 선수주 후증설 전략 취하고 있음. 삼성바이오로직스는 선증설 후수주 전략을 취하고 있음. 선제적 공장 증설로 여유 생산 CAPA 확보할 경우, 고객사가 원할 때 빠른 생산 대응이 가능

글로벌 CDMO 기업 CAPA 현황



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

삼성바이오로직스 생산 시설 현황

구분	1공장	2공장	3공장	4공장	5공장
규모	30,000L 5,000L x 6기	152,000L 15,000L x 10기 1,000L x 4기	180,000L 15,000L x 12기	256,000L 15,000L x 12기 10,000L x 6기 2,000L x 8기	180,000L 15,000L x 12기
공사기간	25개월	29개월	35개월	31개월	24개월 목표
공사비용	3,500억원	7,000억원	8,500억원	1조 7,400억원	1조 9,800억원
가동현황	상업 생산	상업 생산	상업 생산	상업 생산	건설중, 2025년 4월 완공 목표

자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

삼성바이오로직스 CMO 계약 체결 현황

(단위: 백만달러)

계약체결일	계약상대방	계약금액	계약종료일
2016-11-15	Cilag GmbH International	373	-
2017-07-04	Sun Pharma Global FZE	56	-
2017-07-20	미국 소재 제약사	15	-
2017-12-21	UCB	42	-
2018-02-21	TG Therapeutics, Inc.	50	2026-12-31
2018-04-30	글로벌 제약사의 스위스 소재 자회사	449	2025-12-31
2018-06-01	Ichnos Sciences	15	-
2018-08-14	아시아 소재 제약사	128	-
2018-09-11	Gilead Sciences, Inc.	267	2025-12-31
2018-12-18	Immunovant Sciences GmbH	44	2029-12-31
2019-04-01	CytoDyn Inc.	50	2027-12-31
2019-04-26	아시아 소재 제약사	17	-
2019-04-26	아시아 소재 제약사	32	-
2019-05-14	아시아 소재 제약사	30	-
2019-05-17	UCB	34	-
2019-09-27	H. Lundbeck A/S	28	2031-12-31
2019-11-28	아시아 소재 제약사	19	-
2019-12-03	미국 소재 제약사	58	-
2020-05-21	GSK Trading Service	591	2028-12-31
2020-07-27	Eli Lilly and Company	268	2026-08-30
2020-08-05	GSK Trading Service	184	2024-12-31
2020-09-21	AstraZeneca AB	378	2028-12-31
2020-09-21	AstraZeneca UK	16	2023-12-31
2020-10-06	Checkpoint Therapeutics	20	2030-10-02
2020-11-03	미국 소재 제약사	16	2030-12-31
2021-01-15	Roche	202	2024-12-31
2021-01-15	Roche	550	2024-12-31
2021-05-14	AstraZeneca UK	351	-
2021-10-30	유럽 소재 제약사	77	2023-11-30
2022-03-28	Eli Lilly Kinsale	269	2029-12-31
2022-04-25	유럽 소재 제약사	124	2023-11-30
2022-06-04	Novartis	391	-
2022-07-02	MSD	264	2028-12-31
2022-10-20	GSK Trading Service	296	2030-12-31
2023-06-30	Pfizer Ireland Pharmaceuticals	704	2029-12-31
2023-09-17	SWORDS LABORATORIES UNLIMITED COMPANY	270	2030-12-31

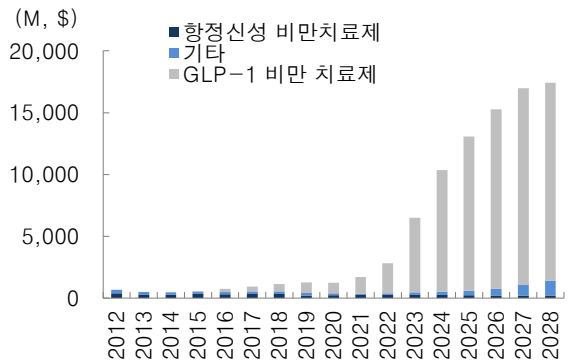
자료: Dart 전자공시시스템, 대신증권 Research Center

2024년 비만/당뇨치료제 성장 지속

2030년 비만치료제 시장 1,000억달러 전망

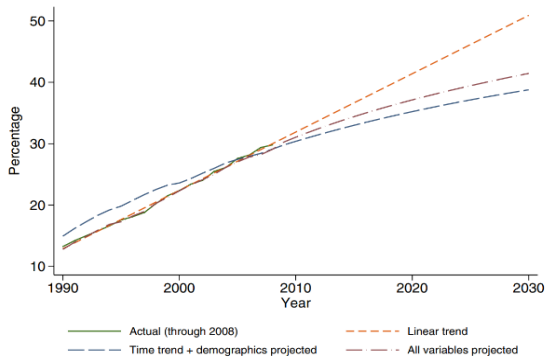
- 전세계 비만 인구는 1980년 이후 3배 증가. 이러한 추세가 지속될 경우 2030년 전세계 인구의 50%가 비만이 될것으로 예측됨. 비만 인구 증가에 따라 비만치료제 시장도 계속해서 성장할 것. 2030년 전세계 비만치료제 시장 1,000억달러(약 131조원) 전망
- GLP-1 수용체 작용기가 당뇨를 넘어서 비만치료제로 정식 승인되면서 본격적인 비만치료제 시장 개화. 기존 비만치료제는 대부분 항정신성의약품으로 낮은 체중감소 효과(3~5%) 대비 높은 부작용 보임. GLP-1 작용기 수용체 부작용 적고 체중감소 효과 -22 ~ -14%로 월등히 높음
- 현재 노보노디스크가 비만 치료제 시장 선두. 노보노디스크는 삭센다(-8% 체중감소) 출시 이후 체중 감소 효과가 개선된 위고비(-14.9%) 출시. 23년 11월 체중 감소효과가 더 높은 일라이릴리의 비만 치료제 젭바운드(-22.5%) FDA 승인 완료

비만 치료제 시장 규모 전망



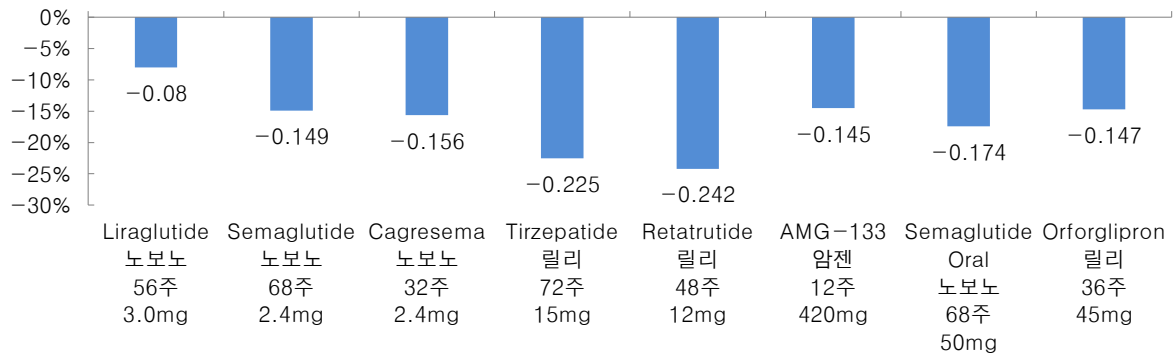
자료: World Alzheimer report 2015, 대신증권 Research Center

비만 인구 비율 통계적 예측



자료: Finkelstein et al / Am J Prev Med 2012;42(6):563-570, 대신증권 Research Center

비만치료제 임상 효능 비교(체중 감소율)



자료: Evaluate Pharma, 대신증권 Research Center

2024년 비만/당뇨치료제 성장 지속

GLP-1 비만 합병증 감소 효과 증명

- 비만은 당뇨병, 고혈압, 심혈관질환 등 여러 질병의 원인으로 지목. 하지만 아직 단순 체중감소 목적의 비만치료제를 보험에 등재해야 하는가에 대한 논란은 계속 진행중
- 23년 GLP-1 수용체 작용기가 비만 합병증인 심혈관질환 위험을 감소시킨다는 연구 결과가 발표됨. GLP-1은 당뇨, 비만을 넘어서 심혈관질환, 만성 신장질환, 폐쇄성 수면 무호흡증, 무릎 골관절염 등 다양한 적응증의 임상이 진행중. 이미 GLP-1 비만치료제를 확보한 노보노디스크와 일라이릴리는 약물의 비만 합병증 개선 효과를 증명하기 위해 여러 임상을 진행중. 비만 합병증 적응증 확대에 성공할 경우 보험 등재에 더 유리할 수 있음
- 2023년 8월 10일 노보노디스크는 심혈관계 질환을 가진 비만 환자를 대상으로 진행한 임상 3상(SELECT)에서 세마글루타이드가 주요 심혈관계 질환 위험을 위약군 대비 20% 감소시킨 결과를 발표. 이외에도 노보노디스크는 제2형 당뇨와 만성 신장 질환을 가진 환자를 대상으로 진행한 세마글루타이드 임상 3상(FLOW)이 유효성 기준을 충족하여 조기 종료를 발표. NASH (비알코올성 지방간염)도 임상 2상으로 효능을 확인하여 임상 3상 진행중. 이에 더해서 세마글루타이드는 알츠하이머, 터제페타이드는 심혈관질환, 만성 신장 질환, 무릎 골관절염, 폐쇄성 수면 무호흡증 등 다양한 적응증으로 임상 진행중. GLP-1 수용체 작용기 적응증 확대에 따라 시장은 지속적으로 성장할 것으로 기대

정상 체중 대비 비만 합병증 유병률

합병증 종류	유병률	
	정상체중 (BMI<25kg/m2)	비만 (BMI>35kg/m2)
제2형 당뇨병	8%	43%
이상지지혈증	40%	48%
고혈압	18%	52%
심혈관질환	24%	54%
폐쇄성 수면 무호흡증	2-5%	30%
골관절염	16%	23%
비알코올성 지방간 질환	15-30%	70%
만성신부전	정상인 대비 발병 위험 3배	

자료: Thromb Haemost. 2003 ;89(2):305-309., 대신증권 Research Center

글로벌 비만치료제 임상 현황

회사	물질	기전	임상명	임상 내용	임상 단계	환자수	임상 종료
일라이 릴리	Tirzepatide	GLP-1/GIP	SURMOUNT-1	비만/과체중 및 체중관련 동반질환	3	2539	2022.06 완료
			SURMOUNT-2	비만/과체중 및 제 2형 당뇨병	3	938	2023.2Q 완료
			SURMOUNT-3	비만/과체중 및 체중관련 동반질환+ lifestyle 통제	3	806	2023.3Q 완료
			SURMOUNT-4	비만/과체중 및 체중관련 동반질환 (36주 투약후 52주까지 유지요법)	3	783	2023.3Q 완료
			SURMOUNT-5	비만/과체중 및 체중관련 동반질환 (세마글루타이드와 비교임상)	3	700	2024.11
			SURMOUNT-ADOLESCENTS	비만/체중 관련 동반 질환이 있는 청소년	3	150	2026.12
			SURMOUNT-MAINTAIN	비만/체중 관련 동반 질환 환자의 체중 감소 유지	3	400	2026.05
			SURMOUNT-MMO	비만/과체중 환자의 사망률 감소	3	15,000	2027.1
			TREASURE-CKD	비만/과체중, 제2형 당뇨병 유무에 관계없이 만성 신장 질환	2	140	2026.02
			SUMMIT	비만 및 심부전	3	700	2024.07
	Orforglipron	GLP-1 (Small molecule)	ATTAIN-2	비만/과체중 및 제2형 당뇨병이 있는 환자	3	1500	2025.06
			ATTAIN-J	비만 질환이 있는 일본 성인환자	3	236	2025.07
			ATTAIN-1	비만/체중 관련 동반 질환이 있는 성인	3	3000	2027.09
	Retatrutide	GLP-1/GIP/GCGR	TRIUMPH-3	비만 및 심혈관 질환(CVD)	3	1800	2026.02
			TRIUMPH-4	비만/과체중이고 무릎 골관절염(OA)	3	405	2026.03
			TRIUMPH-1	비만/과체중이고 무릎 골관절염(OA) 또는 폐쇄성 수면 무호흡증(OSA)	3	2100	2026.05
			TRIUMPH-2	비만/과체중/제2형 당뇨병이고 폐쇄성 수면 무호흡증(OSA)	3	1000	2026.05
			NCT05936151	제2형 당뇨병(T2D) 유무에 관계없이 비만/과체중/만성 신장 질환(CKD)	2	120	2025.11
노보노 디스크	Semaglutide	GLP-1	STEP-HFpEF	비만 관련 심부전 환자	3	529	2023.2Q 완료
			STEP-HFpEF DM	비만 관련 심부전 및 제2형 당뇨병 환자	3	610	2023.2Q 완료 2024.2Q 승인 신청
			SELECT	비만/과체중이고 심장 질환 및 뇌졸중	3	17,609	EU/US 허가 신청
			FLOW	제 2형 당뇨병 및 만성 신장 질환	3	3508	2024.2Q (임상 조기 종료)
			STEP UP	비만 환자에 고용량 (7.2mg) 투여	3	1,407	2024.4Q
			ESSENCE	NASH	2	1,200	2028.2Q
	Semaglutide Oral	GLP-1	OASIS 1	비만 또는 과체중	3	667	2023.2Q 완료
			OASIS 2	비만/과체중 및 제2형 당뇨가 있는 동아시아 환자	3	198	2023.4Q
			OASIS 3	비만/과체중 및 제2형 당뇨가 있는 중국 환자	3	200	2025
			OASIS 4	비만/과체중 및 체중 관련 합병증	3	300	2024.2Q
			EVOKE, EVOKE+	초기 알츠하이머 환자	3	3,680	2025.3Q
	Cagrisema	GLP-1/Amylin	REDEFINE 1	비만/과체중 및 체중 관련 합병증	3	3,400	2026.4Q
			REDEFINE 2	비만/과체중 및 제2형 당뇨 (세마글루타이드 병용)	3	1,200	2025.1Q
			REDEFINE 3	심혈관질환 (CVD)	3	7,000	2027.4Q
암젠	AMG133	GLP-1/GIP	NCT05669599	비만 또는 과체중	2	592	2026.1Q
화이자	Danuglipron	GLP-1 (Small molecule)	NCT04707313	비만	2	630	2023.4Q

자료: Dart 전자공시시스템, 대신증권 Research Center

2024년 비만/당뇨치료제 성장 지속

국내 비만치료제 개발 파이프라인 현황

- 전 세계적으로 비만치료제 수요가 급증하면서, 국내 제약회사들도 연구개발 파이프라인에 비만 치료제 추가를 연이어 발표
- 한미약품: 2024년부터 비만치료제 파이프라인 에페글레나타이드 국내 임상 3상 환자 투약 예정. 2026년 임상 종료, 1Q27 출시 목표. 국내에서 가장 빠르게 비만 치료제로 출시 예상. 해당 약물은 2014년 진행했던 비만환자 대상 임상 2상에서 체중 감소 효과 (21주, -9.9%, 2주 1회 투약) 확인 완료
- 동아에스티: 비만치료제 후보물질 DA-1726은 GLP-1과 글루카곤 수용체를 타겟하는 이중작용제. 21년 미국 뉴로보에 기술 수출 완료. 연내 미국 1상 IND 신청 예정. 2023년 6월 미국 당뇨병학회에서 전임상 결과 발표. 대조군 대비 음식 섭취량을 늘렸음에도 위고비와 젭바운드 대비 우수하거나 유사한 체중 감소 효과 확인
- 펩트론은 자체 플랫폼 이용, 기존 위고비와 젭바운드 성분의 제형 변경으로 투약 주기를 1주 1회에서 1달 1회로 늘림. 현재 물질 기술 이전을 협의 중. 대웅제약과 대원제약은 세마글루타이드를 이용해 마이크로니들 패치형 비만치료제 개발을 발표. 각각 마이크로니들 기술을 가지고 있는 대웅테라퓨틱스, 라파스와 공동 개발을 진행중

국내 비만치료제 관련 파이프라인 현황

회사	성분	기전	제형	투약주기	개발 단계	비고
한미약품	에페글레나타이드	LA-GLP·GIP·GCG	SC	1주 1회	국내 3상 IND 승인	15년 사노피 기술이전, 20년 권리 반환 PFS 생산 시설 보유
동아에스티	DA-1726	GLP-GCG	SC	-	미국 1상 IND 신청 예정	21년 미국 뉴로보와 라이선스 아웃 및 지분투자 계약 체결
대웅제약	DWRX5003	Semaglutide	마이크로니들 패치	1주 1회	24년 초 국내 임상 1상 예정	대웅테라퓨틱스 마이크로니들 기술 플랫폼 보유 2028년 상용화 목표
대원제약	DW-1022	Semaglutide	마이크로니들 패치	-	국내 1상 IND 제출	대원제약, 라파스 비만치료제 공동개발
일동제약	ID110521156	GLP-1	경구용	-	24년 국내 1상 IND 제출 예정	저분자 화합물
올릭스	OLX702A	GalNAc-asiRNA	SC	2주 1회	전임상	단독투여 및 세마글루타이드와 병용투여 전임상 진행중
펩트론	PT403	SR-Semaglutide	SC	1달 1회	전임상	SmartDepot 약효지속성 고분자 기술 플랫폼 보유 현재 글로벌 제약사와 기술수출 협의중
	PT404	SR-Tirzepatide	SC		전임상	
인벤티지랩	IVL3021	IVL-Semaglutide	SC	1달 1회	전임상	IVL-DrugFluidic 장기지속형 주사제 기술 플랫폼 보유
HLB제약	HP-P038	-	SC	-	후보물질 탐색중	HLB제약, 휴메딕스 비만치료용 장기지속형 주사제 공동개발
휴메딕스	HMC2-073	-	SC	-	후보물질 탐색중	PFS 생산 시설 보유 (1일 64,000 PFS 생산 가능)
셀트리온제약	-	-	SC	-	후보물질 탐색중	PFS 생산 시설 보유

자료: 대신증권 Research Center

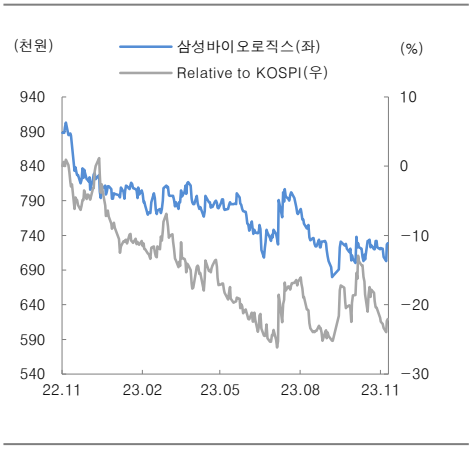
삼성바이오로직스 (207940)

항체치료제 시장 성장의 최대 수혜주

투자의견	BUY 매수, 유지
목표주가	1,000,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	729,000원

KOSPI	2,519.81
시가총액	51,886십억원
시가총액비중	2.71%
자본금(보통주)	178십억원
52주 최고/최저	887,000원 / 680,000원
120일 평균거래대금	438억원
외국인지분율	10.22%
주요주주	삼성물산 외 3인 74.36% 국민연금공단 5.60%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.8	-3.2	-6.2	-17.6
상대수익률	-7.9	-1.9	-4.7	-20.5



- 24년 별도 매출액 3조 6,174억원(YOY+20.6%), 영업이익 1조 5,130억원(YOY+22.6%), OPM 41.8% 전망
- 항체의약품 수주 특성상 장기계약으로 맺어져 있어, 2024년에도 1,2,3 공장 풀 가동이 지속될 것으로 예상됨
- 24년 상반기에는 4공장 부분가동 매출 인식 지속. 24년 하반기부터는 4공장 풀가동 매출 인식으로 매출 성장 전망
- 24년 가동 목표로 ADC 공장 신설중. 25년 4월 완공 목표로 5공장 착공
- 글로벌 CDMO 피어들의 실적부진과 고금리 등 대외환경의 영향으로 EV/EBITDA 멀티플 역사적 저점 기록
- 안정적인 매출 성장에 24년 하반기 금리인하 등 대외환경 개선시 주가 상승 가능할것으로 전망

(십억원, 원, %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,568	2,437	2,996	3,617	4,363
영업이익	536	968	1,234	1,513	1,842
세전순이익	547	923	1,272	1,551	1,879
총당기순이익	423	687	946	1,154	1,398
지배지분순이익	423	687	946	1,154	1,398
EPS	6,320	9,820	13,295	16,217	19,644
PER	141	84	55	45	37
BPS	51,003	104,330	115,812	132,029	151,673
PBR	17	8	6	6	5
ROE	13	13	12	13	14

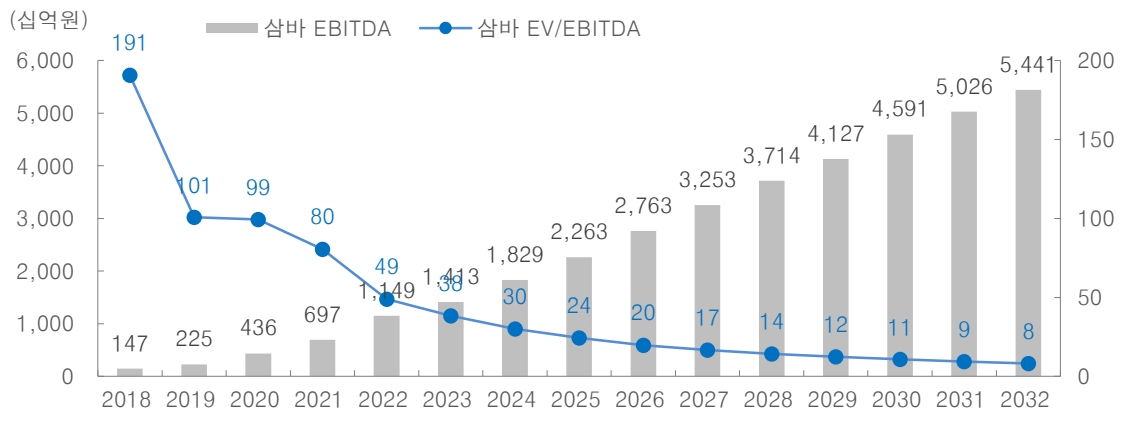
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

삼성바이오로직스 실적 추이 및 전망

	1Q2023	2Q2023	3Q2023	4Q2023	2022	2023E	2024E	2025E
매출액 (별도)	**591.0**	**637.2**	**882.7**	**884.9**	**2437.3**	**2995.8**	**3617.4**	**4363.3**
yoy (%)	16%	27%	31%	18%	23%	21%	21%	21%
CMO	541.7	549.4	774.9	827.8	2258.9	2693.8	3412.1	4155.9
yoy (%)	16%	16%	24%	19%	57%	19%	27%	22%
기타	49.3	87.8	107.7	57.1	176.2	302.0	205.3	207.3
yoy (%)	15%	178%	121%	4%	40%	71%	-32%	1%
매출총이익	**293.4**	**314.7**	**453.9**	**444.0**	**1200.2**	**1506.1**	**1830.8**	**2223.5**
GPM (%)	50%	49%	51%	50%	49%	50%	51%	51%
yoy (%)	28%	36%	23%	20%	65%	25%	22%	21%
영업이익	**234.4**	**254.1**	**381.6**	**364.0**	**968.1**	**1234.1**	**1513.0**	**1841.9**
OPM (%)	40%	40%	43%	41%	40%	41%	42%	42%
yoy (%)	33%	48%	23%	18%	80%	27%	23%	22%
당기순이익	**182.4**	**193.5**	**292.0**	**278.4**	**686.8**	**958.2**	**1164.3**	**1408.7**
NIM (%)	31%	30%	33%	31%	28%	32%	32%	32%
yoy (%)	29%	90%	125%	-11%	62%	40%	22%	21%

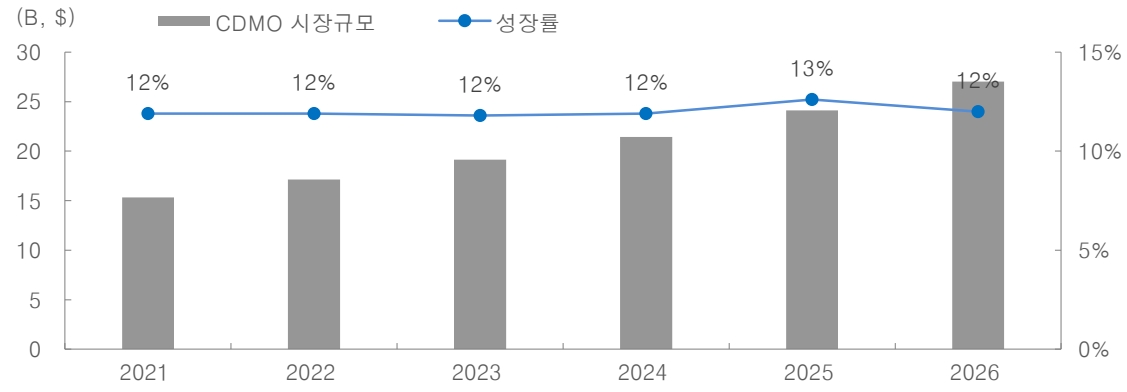
자료 : 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

삼성바이오로직스 EV/EBITDA 멀티플 추정



자료: 대신증권 Research Center 추정

글로벌 바이오의약품 CDMO 시장규모 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

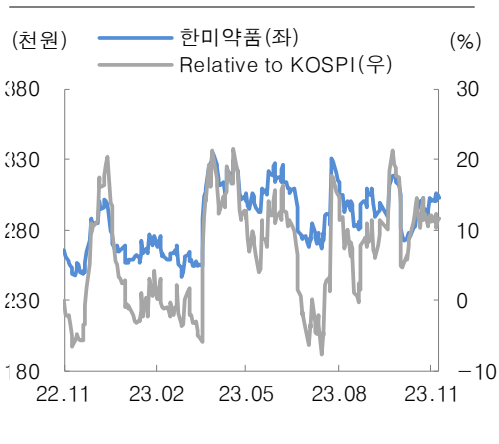
한미약품 (128940)

토종 비만치료제 출시가 기대된다

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	420,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	303,500원

KOSPI	2,519.81
시가총액	3.813십억원
시가총액비중	0.20%
자본금(보통주)	31십억원
52주 최고/최저	335,500원 / 246,500원
120일 평균거래대금	157억원
외국인지분율	16.02%
주요주주	한미사이언스 외 2인 41.42% 국민연금공단 10.41%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.0	1.2	2.5	20.5
상대수익률	0.5	2.5	4.1	16.3



- 24년 연결 매출 1조 6,062억원(+8.4% yoy), 영업이익 2,575억원(+7.1% yoy), OPM 16.0% 전망.
- 24년에는 로수젯과 롤베돈을 포함한 제품 및 상품 판매 확대로 한미약품 별도 매출 지속적 성장 예상.
- 자회사 한미정밀화학 턴어라운드 및 북경한미 성장 지속 및 이익 개선 기대.
- 23년 11월 한미약품의 비만치료제 파이프라인 에페글레나타이드는 국내 임상 3상 신청 허가를 획득. 24년부터 본격적으로 환자 투약 예정. 26년 임상 완료 후 1Q27 출시 예정. 국내에서 가장 빠른 비만 치료제 출시 기대.
- 24년 R&D 파이프라인 일정: 1) GLP/GIP/GCG 트리플아고니스트 임상 1상 IND 제출 2) 벨바라페닙 NARS 흑색종 1상 결과 발표 3) 투스페티닙 재발/불응성 AML 임상 1/2상 결과 발표 예정

(십억원, 원, %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,203	1,332	1,482	1,606	1,810
영업이익	125	158	240	257	313
세전순이익	104	121	196	211	266
총당기순이익	81	102	157	169	213
지배지분순이익	67	83	145	157	197
EPS	5,335	6,591	11,582	12,487	15,716
PER	50.8	45.2	26.2	24.3	19.3
BPS	63,915	69,404	80,559	92,571	107,813
PBR	4.2	4.3	3.8	3.3	2.8
ROE	8.7	9.9	15.4	14.4	15.7

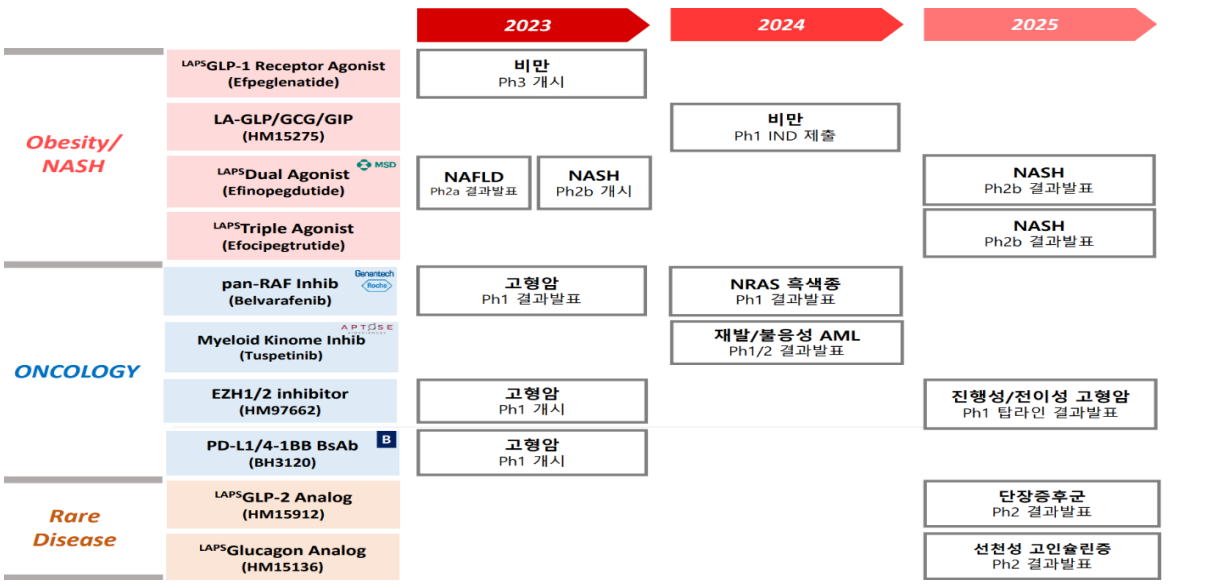
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 팬오션, 대신증권 Research Center

24년 한미약품 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2022A	2023A	2024A
연결 매출액	**361.2**	**342.7**	**364.6**	**413.3**	**1331.6**	**1481.9**	**1606.2**
yoy (%)	12.5%	8.1%	6.6%	17.7%	10.7%	11.3%	8.4%
한미약품 별도	250.7	253.3	272.1	317.8	982.1	1093.8	1190.2
yoy (%)	10.7%	6.4%	8.5%	19.2%	7.1%	11.4%	8.8%
북경한미	111.0	90.1	93.3	97.3	350.6	391.7	425.5
yoy (%)	17.1%	14.8%	0.3%	15.4%	21.4%	11.7%	8.6%
한미정밀화학	25.9	30.0	21.6	31.8	100.5	109.3	118.1
yoy (%)	9.3%	25.5%	-7.3%	7.3%	15.4%	8.7%	8.1%
연결조정	-26.4	-30.6	-22.4	-33.5	-101.6	-112.9	-127.5
매출총이익	**207.1**	**180.2**	**198.9**	**235.2**	**251.4**	**237.0**	**265.0**
GPM (%)	57.3%	52.6%	54.5%	56.9%	56.6%	55.6%	57.5%
yoy (%)	19.9%	8.6%	5.5%	23.0%	15.3%	16.4%	16.7%
연결 영업이익 (십억원)	**59.9**	**33.2**	**57.5**	**89.7**	**158.1**	**240.3**	**257.5**
OPM (%)	16.6%	9.7%	15.8%	21.7%	11.9%	16.2%	16.0%
yoy (%)	46.6%	5.0%	22.9%	131.0%	26.1%	52.0%	7.1%
한미약품 별도	31.0	12.5	32.6	64.7	79.1	140.8	158.4
OPM (%)	12.4%	4.9%	12.0%	20.4%	8.1%	12.9%	13.3%
yoy (%)	83.2%	-8.5%	40.7%	155.0%	28.3%	77.9%	12.5%
북경한미	30.8	21.9	26.0	27.7	78.0	106.4	116.5
OPM (%)	27.7%	24.3%	27.9%	28.5%	22.2%	27.2%	27.4%
yoy (%)	20.8%	28.1%	7.4%	147.2%	16.6%	36.4%	9.5%
한미정밀화학	-3.4	-0.5	-1.5	1.0	-1.2	-4.4	1.2
OPM (%)	-13.1%	-1.7%	-6.9%	3.1%	-1.2%	-4.0%	1.0%
yoy (%)	-780.0%	-125.0%	-70.0%	-23.1%	-86.2%	266.7%	-126.8%
연결조정	-1.5	0.8	-0.5	-3.7	-2.2	-4.9	-18.5

자료 : 대신증권 Research Center

한미약품 R&D 파이프라인 타임라인



자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

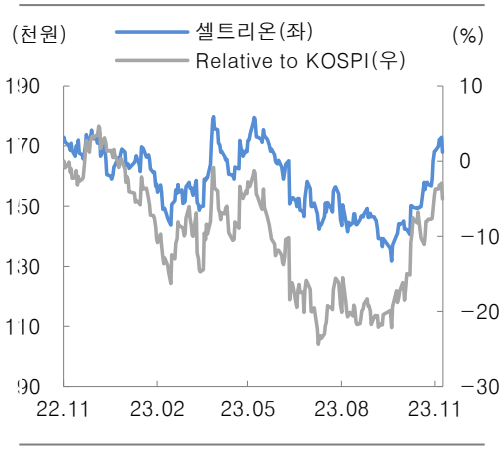
셀트리온 (068270)

24년 합병 셀트리온 출범

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	200,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	161,700원

KOSPI	2,519.81
시가총액	23,673십억원
시가총액비중	1.24%
자본금(보통주)	220십억원
52주 최고/최저	179,800원 / 131,800원
120일 평균거래대금	772억원
외국인지분율	20.39%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 74인 22.94% 국민연금공단 7.43%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.2	9.6	-6.6	-4.9
상대수익률	-1.2	11.0	-5.1	-8.2



- 23년 12월 28일 셀트리온, 셀트리온헬스케어 합병기일. 24년 1월 12일 합병 셀트리온 상장 예정.
- 24년 합병 셀트리온 연결 매출 3조 6,723억원, 영업이익 1조 5,130억원(YOY+22.6%), OPM 41.8% 전망.
- 24년 미국 출시 신제품 3종 매출 본격화로 인한 매출 성장 예상. 23년 신제품 3종 짐펜트라, 유플라이마, 베그젤마 미국 출시 완료. 3개 제품 모두 이미 유럽에서 출시 완료한 제품. 실처방 데이터를 기반으로 빠르게 미국 시장점유율 확대가 기대.
- 특히 짐펜트라는 유일한 SC 제형의 infliximab 치료제로 인정받아 신약으로 승인 획득. 낮은 리베이트율을 적용하여 높은 약가 형성으로 고수익이 가능할것으로 예상.
- 합병 기대효과 1) 거래구조 단순화를 통한 투명성 제고 2) 원가율 개선으로 원가 경쟁력 확보 3) 합병 통합 자원으로 대규모 투자 가능성

(십억원, 원, %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,893	2,284	2,467	2,836	3,157
영업이익	744	647	869	1,008	1,131
세전순이익	739	626	834	975	1,098
총당기순이익	596	543	690	805	905
지배지분순이익	579	538	690	805	905
EPS	3,966	3,677	4,695	3,654	4,107
PER	48.1	43.6	34.4	44.3	39.4
BPS	26,813	28,301	33,012	25,292	29,009
PBR	7.1	5.7	4.9	6.4	5.6
ROE	16.0	13.4	15.3	15.4	15.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 팬오션, 대신증권 Research Center

24년 합병 셀트리온 실적 추이 및 전망

	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024F
매출액	**870.7**	**868.5**	**948.2**	**980.5**	**3667.9**
제약+케미컬	199.1	145.2	160.0	140.6	644.8
TEVA	16.0	16.3	17.0	17.3	66.7
램시마IV	193.8	197.8	205.9	209.9	807.3
램시마SC	131.2	171.6	214.0	254.4	771.2
트룩시마	90.1	92.0	95.7	97.6	375.3
허쥬마	64.4	65.8	68.5	69.8	268.5
유플라이마	91.2	93.1	96.9	98.8	380.2
베그젤마	39.1	40.0	41.6	42.4	163.1
스텔라라 시밀러	11.3	11.6	12.0	12.3	47.3
기타	34.4	35.2	36.6	37.3	143.5
매출원가	**451.0**	**467.7**	**499.4**	**513.1**	**1931.1**
매출원가율	52%	54%	53%	52%	53%
매출총이익	**419.7**	**400.8**	**448.8**	**467.4**	**1736.7**
GPM(%)	48.2%	46.1%	47.3%	47.7%	47.4%
판관비	239.3	244.0	259.5	271.0	1013.8
영업이익	**180.5**	**156.7**	**189.4**	**196.4**	**723.0**
OPM(%)	20.7%	18.0%	20.0%	20.0%	19.7%

자료 : 대신증권 Research Center 추정

합병 후 셀트리온 그룹 지배구조

자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

유한양행 (000100)

레이저티닙 이제 시작이다

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	92,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	61,700원

KOSPI	2,519.81
시가총액	4,798십억원
시가총액비중	0.25%
자본금(보통주)	77십억원
52주 최고/최저	79,900원 / 50,100원
120일 평균거래대금	408억원
외국인지분율	19.66%
주요주주	유한재단 외 2인 15.86% 국민연금공단 10.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.7	-18.1	3.7	10.6
상대수익률	1.9	-16.8	6.6	8.2

- 24년 별도 매출 2조 2,209억원(+4.7% yoy), 영업이익 2,173억원(+200.1% yoy), OPM 10.2% 전망.
- 23년 레이저티닙 글로벌 임상 3상 MARIPOSA, MARIPOSA-2 성공. 23년 연내 레이저티닙 병용 치료제 FDA 허가 신청서 제출 예정.
- 24년 하반기 레이저티닙 허가 마일스톤 약 1,200억원 유입 예상.
- 24년 1분기에 렉라자 보험 등재 예정. EAP(무상공급프로그램) 참여 환자 연내까지 1,000명 달성 기대. 급여 등재 완료시 EAP 등록 환자들을 통해 빠른 매출 성장 기대.
- NEXT 레이저티닙: 알러지 치료제 YH35324. 현재 임상 1b상 진행중. 24년 2월 미국 알레르기 학회에서 임상 1b상 결과 발표 예정. 추후 임상 결과 바탕으로 기술이전 기대.

(십억원, 원, %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,624	1,726	1,857	2,122	2,221
영업이익	61	41	72	217	155
세전순이익	137	154	202	366	328
총당기순이익	114	130	171	310	277
지배지분순이익	114	130	171	310	277
EPS	1,463	1,674	,200	3,979	3,563
PER	40.6	34.2	28.0	15.5	17.3
BPS	23,786	24,940	26,875	30,545	33,801
PBR	2.5	2.3	2.3	2.0	1.8
ROE	6.3	6.9	8.5	13.9	11.1

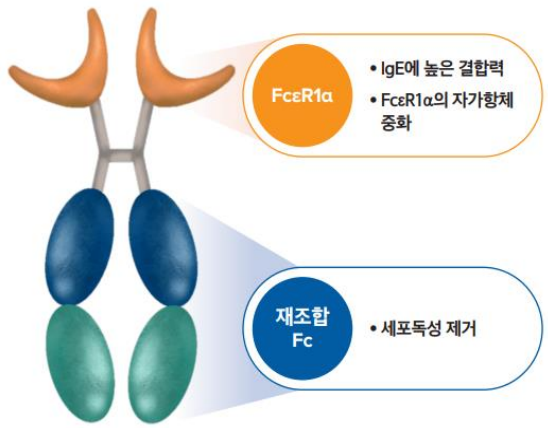
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 팬오션, 대신증권 Research Center

24년 유한양행 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	**431.5**	**482.1**	**468.9**	**474.1**	**1726.4**	**1856.5**	**2122.0**
yoy (%)	8.5%	3.0%	10.5%	8.6%	6.3%	7.5%	14.3%
약품사업	309.4	345.4	346.2	376.6	1311.2	1377.6	1481.3
yoy (%)	8.5%	3.1%	2.1%	7.0%	11.3%	5.1%	7.5%
생활유통사업	35.8	60.4	59.5	41.5	181.3	197.2	203.3
yoy (%)	-23.4%	1.5%	71.3%	3.0%	-13.9%	8.8%	3.1%
해외사업	76.6	73.1	58.6	51.2	212.8	259.6	294.8
yoy (%)	25.1%	12.0%	33.5%	21.0%	23.5%	22.0%	13.6%
기술료수익	7.2	1.4	0.5	2.0	8.7	11.0	132.0
yoy (%)	393.0%	-73.3%	-83.9%	-302.6%	-83.1%	26.3%	1094.6%
기타	2.4	1.8	4.1	2.8	12.3	11.1	10.6
yoy (%)	-18.9%	-42.8%	24.3%	-3.2%	6.3%	-9.8%	-4.6%
매출총이익	**124.5**	**139.0**	**138.6**	**140.1**	**475.7**	**542.2**	**712.3**
GPM(%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
yoy (%)	21.2%	9.0%	18.4%	9.2%	-0.9%	14.0%	31.4%
영업이익	**19.5**	**24.4**	**6.9**	**21.6**	**41.1**	**72.4**	**217.3**
OPM(%)	4.5%	5.1%	1.5%	4.6%	2.4%	3.9%	10.2%
yoy (%)	286.9%	126.0%	53.8%	4.0%	-32.8%	76.1%	200.1%
당기순이익	**34.7**	**17.8**	**12.8**	**103.8**	**130.3**	**169.1**	**293.2**
NPM(%)	8.0%	3.7%	2.7%	21.9%	7.5%	9.1%	13.8%
yoy (%)	-60.9%	-7.0%	129.3%	519.7%	14.4%	29.8%	73.3%

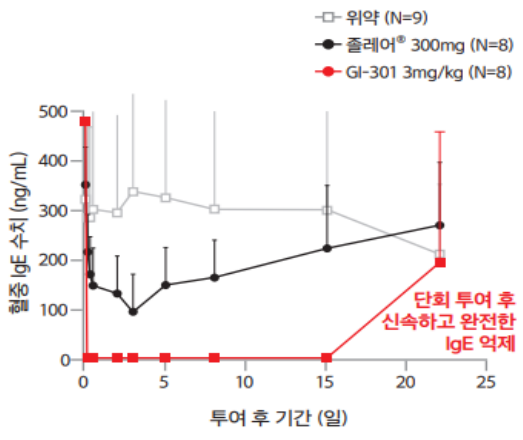
자료 : 유한양행, 대신증권 Research Center

YH35324 구조 및 작용기전



자료: World Alzheimer report 2015, 대신증권 Research Center

YH35324 임상 1a상 결과



자료: 지아이이노베이션 IR Book, 대신증권 Research Center

Daishin
2024년 산업전망

2차전지

오프로드(Off-Road)

▪ 전창현 changhyun.jeon@daishin.com

Summary (2차전지)

- 24년에도 성장세는 지속되나, 그 과정은 험난할 것
- 2차전지 업종이 지난 2~3년간 탄소중립이라는 대의적 명분 아래 정부의 EV 보조금 지원 정책과 OEM들의 공격적인 EV 전환 속에서 안정적으로 산업이 성장해왔던 비교적 순탄한 온로드(On-Road)의 길을 지나왔다면, 24년은 험난한 성장통의 오프로드(Off-Road) 구간이 예상됨
- 24년 EV(BEV+PHEV) 시장은 1,740만대(YoY+24%), EV 배터리 시장은 920GWh(YoY+30%)로 전망. 산업의 성장세는 24년에도 이어지나, 그 기울기는 전년대비 둔화(23년 YoY. EV +33%, 배터리 +38%)
- 초기 성장구간(EV 침투율 22년 13%, 23년 16%)을 지나 일시적 캐즘(Chasm) 구간 진입에 따른 수요 둔화. 다만, 메탈/배터리 가격 하락에 따른 탄력적 수요 회복은 업사이드로 작용 전망
- 유럽 시장은 EV 383만대(YoY+23%), 배터리 210GWh(YoY+31%)로 전망. 유럽 경기 둔화 및 보조금 축소 영향으로 완만한 성장세
- 미국 시장은 EV 250만대(YoY+64%), 배터리 175GWh(YoY+72%)로 전망. 10% 미만의 낮은 EV 침투율 기저, 신규 EV 모델 출시 본격화, IRA 보조금 지급 기조 고려시 24년에도 가파른 성장 이어갈 것으로 전망
- 24년 4가지 주요 키워드는 1)완성차 EV 전동화 속도조절, 2)미국 대선 불확실성, 3)배터리 가격 하락에 따른 수요 회복 탄력성, 4)완성차별 차별화 가속화로 제시. 1), 2)는 리스크 요인으로, 3), 4)는 업사이드 요인으로 각각 작용할 전망
- 주가는 전방 시장의 성장세 둔화를 상당부분 반영한 수준. 최근 하향된 이익 추정치 기반 업종의 12개월 선행 PER은 44배 수준으로 지난 2개년 밴드(40~70배)의 하단에 근접. 중장기 관점에서 매수 접근 여전히 유효
- 24년 상반기 탑픽은 상대적 실적 안정성, 밸류에이션 매력도 고려해 선정. 삼성SDI, 포스코퓨처엠, 엘앤에프 제시

2차전지: 오프로드(Off-Road)

Top Picks: 삼성SDI, 포스코퓨처엠, 엘앤에프

- 삼성SDI는 전방시장 수요 둔화 속에서도 상대적으로 견조한 EV 고객사(유럽: BMW/Audi, 북미: Rivian) 수요로 실적 안정성(24년 영업이익 2.1조, YoY+16%, OPM 8.8%)과 밸류에이션 매력도(당사 추정치 기준 24년 PER 15배 vs 경쟁사 40배) 보유 강점
- 포스코퓨처엠은 양극재 업종 수요 둔화 및 공급과잉 우려 속에서도 대규모 수주(LGES 65조, SDI 40조) 확보로 30년(캐파 100만톤)까지 안정적인 실적 가시성 확보(24~27년 연평균 EPS 증가율 +85% 추정). 전구체 내재화 및 그룹사를 통한 메탈(리튬, 니켈) 확보로 양극재 밸류체인 수직계열화 이점은 지속 부각 전망. 상대적으로 높은 밸류에이션 부담은 가파른 실적 성장세로 상쇄 가능할 것
- 엘앤에프는 23년 TESLA향 판매 부진과 실적 악화로 경쟁사 대비 주가 소외구간 이어졌으나, 24년은 TESLA(사이버트럭, 삼원계 모델 비중 확대)향 수요 회복으로 실적 개선 전망. 특히, 사이버트럭(자체생산 4680 배터리향 NCMA 양극재 공급) 판매량 확대시 동사에 최대 수혜 기대. 이에 따른 상대적 주가 저평가 구간(당사 추정치 기준 25년 PER 25배 vs 경쟁사 평균 42배) 해소될 예상

당사 Universe 2차전지 실적 전망 및 투자의견

(단위: 십억원,%,배)

종목	LG에너지솔루션		삼성SDI		포스코퓨처엠		에코프로비엠		엘앤에프	
투자의견	BUY		BUY		BUY		Marketperform		BUY	
목표주가	600,000원		750,000원		400,000원		250,000원		280,000원	
현주가(11/29)	447,000원		471,500원		327,500원		269,500원		168,700원	
Upside	34.2%		59.1%		22.1%		-7.2%		66.0%	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	34,327	37,870	23,273	24,430	4,904	7,037	7,374	8,890	4,948	5,864
영업이익	2,421	3,782	1,857	2,146	141	347	311	462	37	151
OPM	7.1%	10.0%	8.0%	8.8%	2.9%	4.9%	4.2%	5.2%	0.8%	2.6%
YoY	100%	56%	3%	16%	-15%	147%	-18%	49%	-86%	303%
지배순익	1,607	2,477	1,893	2,189	95	258	175	249	-9	72
PER	65.3	42.4	17.7	15.3	248.4	91.7	136.3	95.5	N/A	73.1
PBR	5.2	4.6	1.8	1.6	9.3	8.5	15.9	14.0	4.2	4.0
ROE	8.2	11.5	10.9	11.3	3.8	9.7	12.2	15.5	-0.7	5.6

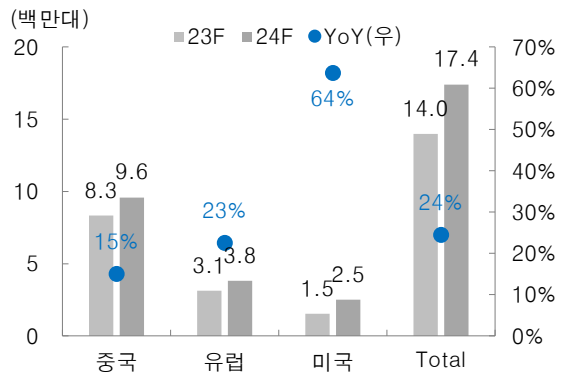
자료 : 대신증권 Research Center

24년 글로벌 EV 시장 1,740만대(YoY+24%) 전망

일시적 수요 둔화, 가격 하락에 따른 탄력적 수요 회복 기대

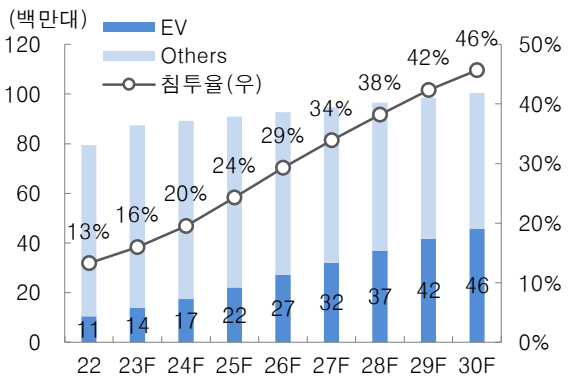
- 22년: 메탈/배터리 가격 상승으로 높아진 EV 차량 가격에도 수요 촉진 위한 정부 보조금 지급 및 얼리어답터 중심 수요 증가로 가파른 시장 성장
- 23년: 고금리 환경 속 EV 구매 수요 약세, 완성차 기업들의 전동화 전략 속도조절 가시화, 메탈/배터리 가격 하락 전환에 따른 구매 수요 이연, 보조금 지급 축소로 하반기부터 시장 성장세 둔화
- 24년: 초기 성장구간(EV 침투율 22년 13%, 23년 16%)을 지나 일시적 캐즘(Chasm) 구간 진입에 따른 수요 둔화. 다만, 메탈/배터리 가격 하락에 따른 탄력적 수요 회복은 업사이드로 작용 전망
- 24년 지역별 EV 시장. 중국 957만대(YoY+15%), 유럽 383만대(YoY+23%), 미국 250만대(YoY+64%) 추정. 중장기 EV 침투율은 24년(20%), 25년(24%), 30년(46%)로 추정

연간 EV 판매량 전망



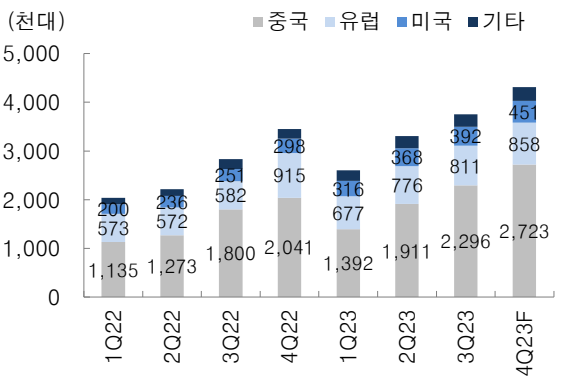
자료: 대신증권 Research Center

연간 EV 침투율 전망



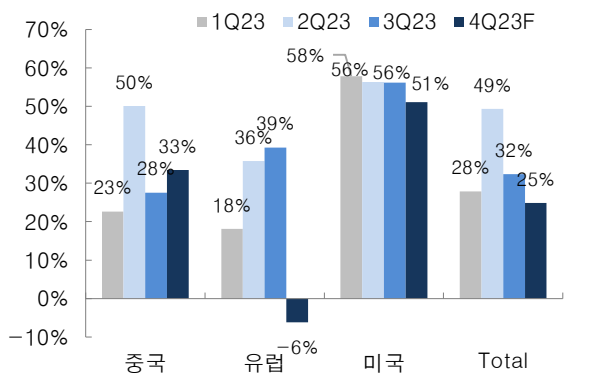
자료: 대신증권 Research Center

분기별 EV 판매량



자료: SNER, 대신증권 Research Center

분기별 EV 판매량 YoY 증감율



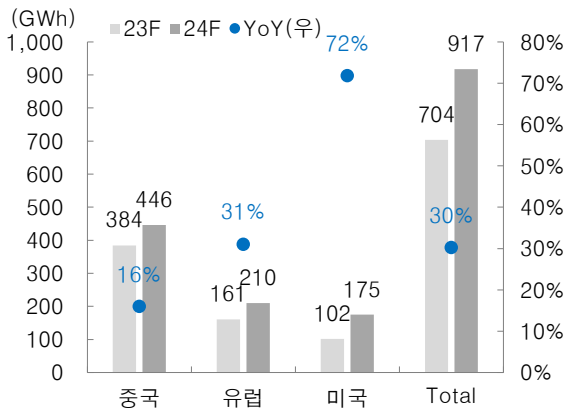
자료: SNER, 대신증권 Research Center

24년 EV 배터리 시장 920GWh(YoY+30%) 전망

미국 중심 수요(Q) 증가

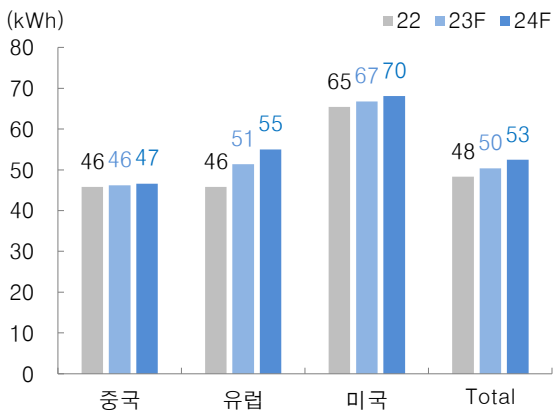
- 배터리 시장은 전방 EV 시장 성장률에 비례하여 성장
- 지역별 중국 446GWh(YoY+16%), 유럽 210GWh(YoY+31%), 미국 175GWh(YoY+72%)
- 특히, 미국(북미) 시장의 가파른 성장세로 해당시장 노출도가 큰 국내 2차전지 업종의 견조한 Q(수요) 증가를 견인할 전망
- 메탈 가격이 추가 하락하더라도, 이에 연동된 배터리 가격 하락에 따른 전방 수요 회복 탄력성이 높을 것으로 기대. 이 경우, P(판가) 하락을 Q(수요) 증가가 상쇄시켜줄 것으로 예상

연간 EV 배터리 출하량 전망



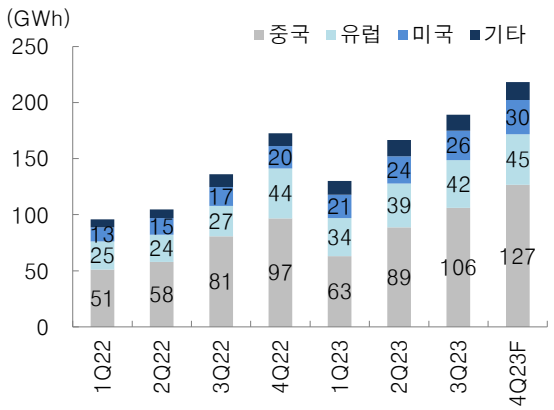
자료: 대신증권 Research Center

EV 대당 배터리 평균 용량



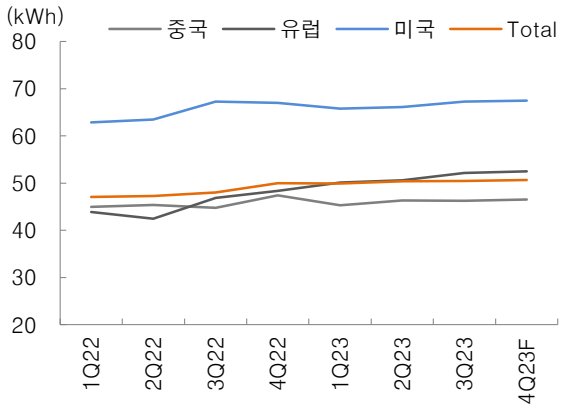
자료: 대신증권 Research Center

분기별 EV 배터리 출하량



자료: SNER, 대신증권 Research Center

분기별 EV 대당 배터리 용량



자료: SNER, 대신증권 Research Center

24년 유럽 EV 시장 383만대(YoY+23%) 전망

보조금 축소로 완만한 성장 전망

- 23년 유럽 EV 시장은 경기 둔화(유로존 경제 성장률 YoY+0.5% 전망)에 따른 EV 구매 수요 감소 및 유럽 주요국 정부의 EV 보조금 축소로 312만대(YoY+18%) 수준에 그칠 전망
- 유럽의 보조금 축소 결정 배경에는 1) 중국산 EV 침투 확대 및 보조금 선점 견제, 2) EV 침투율 20% 대 구간에 접어들며 정부의 유인 없어도 EV 생태계의 자생적 체력 확보했다는 판단
- 주요국가별 EV 침투율(23.9월)은 독일(19%), 영국(21%), 프랑스(25%), 스웨덴(54%), 노르웨이(71%). 이에 따른 보조금 정책으로 영국/스웨덴은 보조금 폐지, 독일/프랑스는 PHEV 지급중단 및 BEV 보조금 규모 축소
- 24년 유럽 EV 시장은 383만대(YoY+23%)로 완만한 성장 전망. 축소된 보조금에도 불구, 글로벌 가장 엄격한 탄소배출규제 기준 적용으로 EV 전환 지속될 전망. 주행거리 km당 이산화탄소 배출은 내연차(166g) vs EV(0g)으로 현행 규제(95g) 충족 위해 EV 침투율 40% 필요. 미달시 대규모 벌금(1g당 95유로) 부과로 공급단 EV 판매 비중 확대는 선택이 아닌 필수. 역내 EV/배터리 공급망 활성화 정책(CRMA, 배터리법) 효과도 본격화 기대
- 다만, 최근 시장 침투 확대 중인 가성비를 갖춘 중국산 EV 모델 대비 유럽 완성차 업체들의 자체적인 EV 경쟁력 확보는 변수가 될 전망

유럽 주요국가별 EV 보조금 및 관련 정책 변화

국가	EV 침투율	정책 내용
유럽	19%	배기가스 배출규제 유로7 도입 연기(기존 25년 시행→30년으로 수정) 및 유로6(14년부터 현재 적용) 유지 검토 유로6→유로7 변화: 질소산화물 배출(승용) 80→60mg/km, 타이어/브레이크 패드 마모 분진 제한 추가 등 자동차 Co2 배출 허용기준 20년(95g/km), 25년(78g), 30년(65g). 초과 배출 1g/km마다 95유로 벌금 부과
독일	19%	PHEV 보조금은 23년부터 폐지, BEV는 23년(4,500~6,750유로)에서 24년(4,500유로) 보조금 규모 축소 23년 9월부터 법인용 구매차에 대한 정부 보조금 폐지. 개인 구매자만 보조금 수령 가능
영국	21%	22년 6월부터 보조금 지급 종료. 25년부터 세제 혜택 폐지
프랑스	25%	PHEV는 23년부터 폐지. BEV는 5,000~7,000유로 보조금 지급 24년부터 EV 생애주기 탄소배출량 환경점수로 환산해 최소점수 이상 차량만 보조금 지급
스웨덴	54%	22년 11월부터 EV 보조금 폐지
네덜란드	47%	23년(3,000유로)에서 24년(2,500유로) 지급 규모 축소. 25년부터는 폐지
노르웨이	71%	23년부터 EV 중량세(차량무게기준 부과) 및 부가가치세(25%) 면제 혜택 종료

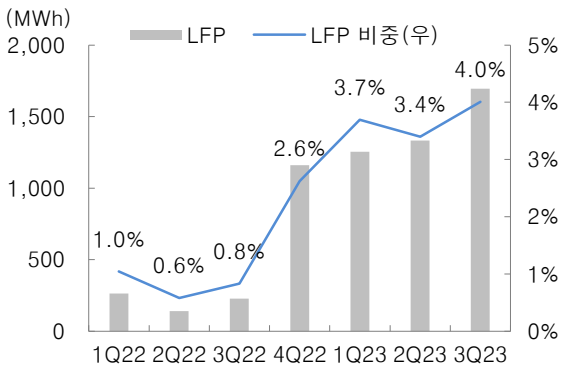
자료: 언론보도, 대신증권 Research Center / EV 침투율은 23.9월 기준

24년 유럽 EV 배터리 시장 210GWh(YoY+31%) 전망

중국산 LFP 침투 확대 속 K배터리 기회 모색

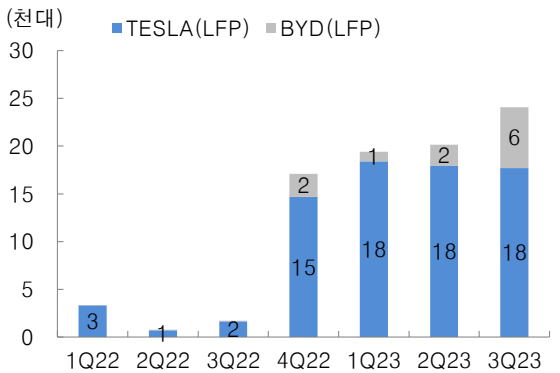
- 24년 유럽 EV 배터리 시장은 210GWh(YoY+31%) 전망. PHEV 보조금 폐지 및 BEV 중심 탄소크레딧 지급 정책으로 BEV 차지 비중 가파르게 확대되며, EV 1대당 평균 배터리 탑재 용량 개선폭 글로벌 지역 중 가장 높을 예상
- 다만, 최근 유럽 내 중국산 LFP EV 모델 침투 확대 추세는 경계 필요. 소비자들의 높은 차량 가격 저항으로 인해 성능(주행거리, 배터리 용량)보다 가격을 중시. 23년 기준 유럽 내 판매된 LFP EV 모델의 대부분은 테슬라(상해생산 LFP 모델), BYD
- 아직까지는 수입산이 대부분으로, LFP 배터리 또한 역내 배터리 공급망 확보 강조하는 유럽 정부 정책 특성상 현지 생산이 필수. 중국대비 상대적으로 높은 CAPEX+OPEX 투입 요구되는 유럽 현지 배터리 생산시 중국 기업들의 가격 경쟁력 강점 훼손. 장기간의 현지 생산 노하우 갖춘 K배터리에 기회 요인

유럽 EV배터리 시장 내 LFP 침투 추이



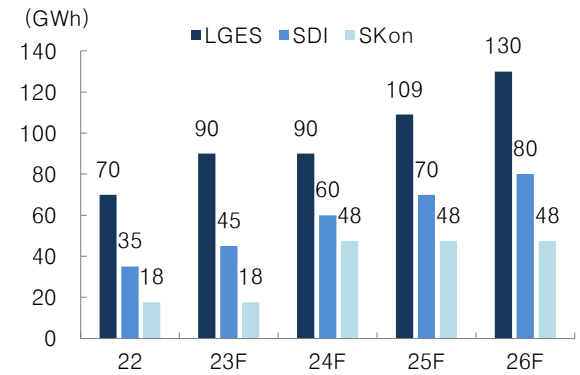
자료: SNER, 대신증권 Research Center

유럽 내 주요 LFP EV 모델 판매량



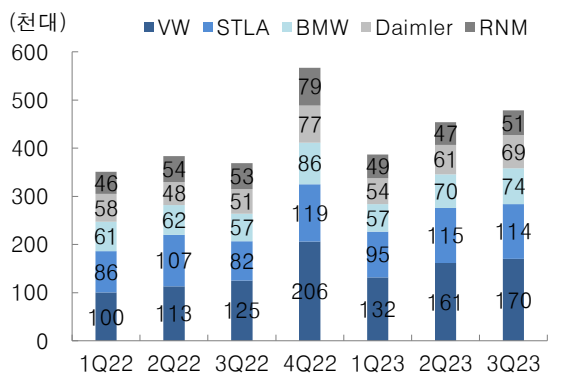
자료: SNER, 대신증권 Research Center

K배터리 유럽 역내 캐파 전망



자료: 대신증권 Research Center / 연말 양산기준

유럽 내 완성차별 EV 판매량



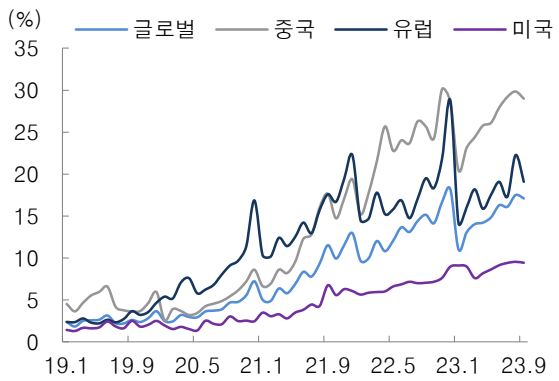
자료: SNER, 대신증권 Research Center / BEV+PHEV 기준

24년 미국 EV 시장 250만대(YoY+64%) 전망

여전히 초기시장으로서 높은 성장 잠재력 보유

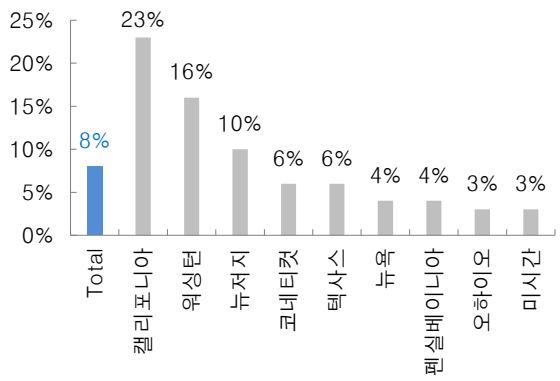
- 10% 미만의 낮은 EV 침투율 기저, 신규 EV 모델 출시 본격화, IRA 보조금 지급 기조 고려시 24년에도 가파른 성장 이어갈 것으로 전망
- 주요 지역별 EV 침투율(3Q23 연간누적)은 전체(8%), 캘리포니아(23%), 워싱턴(16%), 뉴저지(10%), 뉴욕(4%) 수준으로 중국/유럽 대비 여전히 초기 시장
- 인기 내연기관 모델의 전동화 모델 출시 및 판매 본격화. GM(Equinox, Silverado), Ford(F-150 Lightning), TESLA(CyberTruck) 등 소비자들의 충성도 높은 브랜드의 인기 EV 모델 출시. 최근 EV 전환 속도조절 우려 대두되나, 완성차 업체들의 EV 전동화 의지는 여전히 견고
- 미국 대선 불확실성 일부 존재하나, IRA 보조금(대당 7,500불) 지급은 지속될 것으로 추정

지역별 EV 침투율



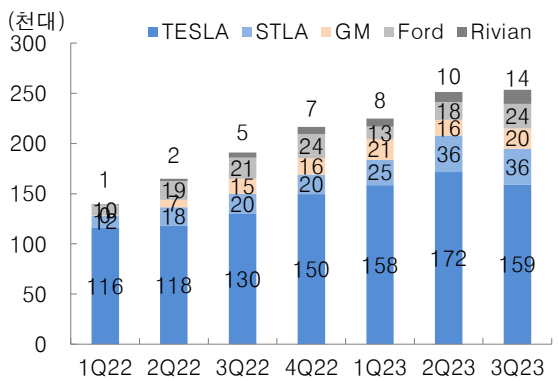
자료: SNER, 대신증권 Research Center / BEV+PHEV

미국 주요지역별 EV 침투율



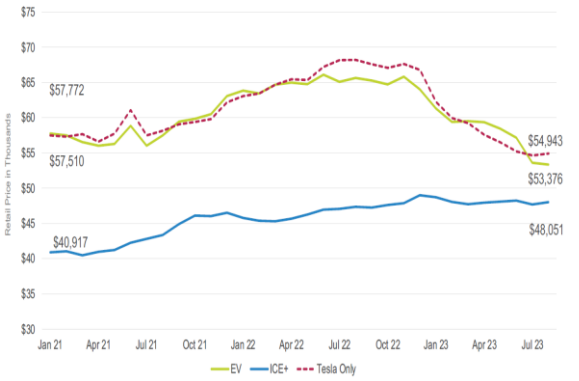
자료: CoxAuto, 대신증권 Research Center / 3Q23 연간누적 기준

완성차별 미국 내 EV 판매량



자료: SNER, 대신증권 Research Center

미국 내 EV vs ICE ASP 추이



자료: CoxAuto, 대신증권 Research Center

24년 미국 EV 배터리 시장 175GWh(YoY+72%) 전망

대내외 불확실성에도 K배터리 과점적 지위 유지는 불변

- 전방 수요 변동에 크게 노출되어 있는 유럽 시장 대비 상대적으로 장기 공급계약 혹은 JV 지분으로 완성차 고객사와 묶여있는 미국 EV 배터리 시장 특성상 수요 변동폭은 제한적일 예상
- 24년부터 신규 픽업트럭 모델 대거 출시 및 판매 본격화로 EV 대당 탑재 평균 배터리 용량 개선 효과 긍정적(평균 용량 23년 67→24년 70kWh)
- FEOC(우려외국집단) 관련 IRA 세부규정 연내 발표될 것으로 추정하며, Worst/Best Case 모두 큰 틀에서 EV/배터리 공급망 내 중국 영향력 배제라는 대원칙은 불변할 것으로 예상
- 미국 시장 내 K배터리의 지배적 영향력 지속 전망. K3사 합산 북미 배터리 캐파 규모는 23년 67GWh(LGES 45, SKon 22)에서 26년 487GWh(LGES 291, SKon 143, SDI 53) 수준까지 확대
- 미국은 단위당 CAPEX 부담 높은 지역이지만, 역내 배터리 생산 및 판매량에 비례하여 AMPC 수취액 증가로 두자릿수의 수익성 달성 가능. 대규모 현지 캐파 보유한 K배터리 수혜
- CATL(Ford LFP JV 20GWh), AESC(Mercedes 30GWh, BMW 30GWh) 등 중국 배터리 기업은 제한적 조건에서 유럽 완성차 기업들과 협력 진행 예상

K배터리, 미국 내 완성차 JV 및 장기공급계약 현황

셀	완성차	내용
LGES	GM	JV 1공장(오하이오, 45GWh), 2공장(테네시, 50GWh), 3공장(미시간, 50GWh)
	Honda	JV(오하이오, 40GWh)
	현대기아	JV(조지아, 30GWh)
	STLA	JV(캐나다, 45GWh)
	Toyota	25~35년간 연간 20GWh 공급계약 체결(미시간공장에서 대응)
	TESLA	TESLA(텍사스, 4680)향 애리조나 원통형 공장에서 대응
SDI	STLA	JV 1공장(인디애나, 33GWh), 2공장(인디애나, 34GWh)
	GM	JV(인디애나, 50GWh)
SKon	Ford	JV 1공장(테네시, 43GWh), 2공장(켄터키, 43GWh), 3공장(켄터키, 43GWh)
	현대기아	JV(조지아, 35GWh)

자료: 대신증권 Research Center / 자체추정

1) 완성차 EV 전동화 속도조절

23~24년 단기 속도조절, 25년 이후 방향성은 유지

- 최근 고금리 환경, 비싼 차량 가격, 보조금 축소 기조 이어지며, EV 구매 수요 둔화 국면
- 이에, 일부 완성차 기업들의 23~24년 단기 EV 전환 속도조절 가시화. 25년 이후 방향성은 유지
- 현재 EV 시장(침투율 23년 16% → 24년 20%)은 초기시장(Early Market)에서 주류시장(Mainstream Market)으로 넘어가는 과정에서의 일시적 수요 둔화를 겪는 캐즘(Chasm) 초기 구간으로 판단
- EV 주요 구매자층이 얼리어답터에서 일반대중으로 확산되며, 주행거리/충전속도 등 성능보다는 절대적인 가격 요인이 EV 구매의 최우선 고려사항으로 대두
- 메탈/배터리 가격 급락은 EV 차량 가격 인하로 이어지고, 이에 따른 탄력적 수요 회복이 캐즘 구간 돌파의 주요 변수가 될 전망

EV 전동화 속도조절

구분	기업	내용
완성차	GM	22~24년 2년간 누적 40만대 EV 생산목표 철회. 25년말까지 100만대 생산목표는 유지
		Equinox EV 모델 생산시점 기존 23년에서 24년으로 연기
		미시간 공장(Silverado, Sierra EV 생산) 가동시점 25년으로 1년 연기(기존 24년)
		GM-Honda 공동 보급형 EV 플랫폼 개발 프로젝트 취소 결정
	Ford	기존 EV 투자계획(150억달러)에서 120억달러 규모 투자 연기. SKon과의 배터리 JV 투자 역시 일부 지연 예정
		23년말까지 EV 생산목표 40만대로 하향(기존 60만대). 24년말 60만대 생산목표
		Ford-CATL 미시간 LFP 배터리 JV 공장 투자 규모 축소(기존 35→수정 20GWh)
	VW	미국 내 20억달러 규모 신규 EV 공장 건설계획 취소
		독일(볼프스부르크) 신규 EV 공장 설립 계획 취소
		동유럽 배터리 생산 공장 설립 무기한 연기
셀	LGES	LGES-Ford-코치 배터리 JV(25~45GWh, 26년 양산) 설립 MOU 철회 및 직접공급으로 선회
		얼티엄셀(LGES-GM JV, 테네시) 2공장(50GWh) 가동시점 24년초로 연기
	SKon	수요 둔화 대응 및 생산 효율화 위해 미국 조지아 공장(22GWh) 직원 일부 해고
		블루오벌SK(SKon-Ford JV) 켄터키 2공장(43GWh) 가동시점 연기 검토(기존 26년 예정)

자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

2) 미국 대선 불확실성

최악의 경우를 가정해도 방향성은 불변

- 지난 21년 바이든 정권 출범 이후 친환경 정책 강화의 일환으로 IRA(인플레이션 감축 법안, 기후변화 대응 등 목적) 시행 및 미국 역내 EV/배터리 공급망 구축 및 시장 성장 가속화
- 한편, 24년 11월 예정되어 있는 차기 대선에서 트럼프와의 재대결이 예상되는 상황. 주요 언론사의 여론조사 결과(23.10~11월)는 CNN(트럼프 49% vs 바이든 45%), NYT(트럼프 48% vs 바이든 44%). 트럼프는 지난 9월 UAW 파업 집회에서 정권 재탈환시 IRA 폐지 예고
- 변수는 현재 경합 혹은 공화당 우세 지역인 러스트벨트 중심으로 EV/배터리 공장이 다수 밀집해 있어 대규모 투자와 일자리 창출이 걸려있고, 트럼프 역시도 표심을 잡기 위해 현실적으로 완화된 수준으로 정책 노선이 정해질 가능성 존재
- 최악의 경우, 트럼프 당선을 가정해도 법안 폐지를 위해 상/하원의 과반수 통과가 필요하며, IRA는 일방적 통과가 아닌 양당간 합의의 결과물로서 번복이 쉽지는 않을 전망
- 의회의 동의를 요하지 않는 대통령 행정명령(자동차 연비규제 완화 등)이나 정책을 실제 뒷받침하는 정부 행정기관(DOE 대출 등)을 통한 견제 정도는 가능할 것으로 보이나, 완성차 기업들의 EV 전환의 방향성을 되돌리기는 어려울 것으로 예상

미국 내 K배터리 공장 위치

지역	정치성향	선거인단 (명)	일자리창출 (천명)	배터리 공장
미시간	경합	16	34	LGES 단독(40GWh), 얼티엄셀(LGES-GM JV) 3공장(50GWh)
조지아	경합	16	40	SKon 단독(22GWh), SKon-현대기아 JV(35GWh), LGES-현대기아 JV(30GWh)
애리조나	경합	11	27	LGES 단독(43GWh)
오하이오	공화당	18	40	얼티엄셀 1공장(45GWh), LGES-Honda JV(40GWh)
인디애나	공화당	11	24	SDI-STLA JV1/2공장(33/34GWh), SDI-GM JV(50GWh)
테네시	공화당	11	25	얼티엄셀 2공장(50GWh), 블루오벌SK(SKon-Ford JV) 1공장(43GWh)
켄터키	공화당	8	15	블루오벌SK 2/3공장(43/43GWh)

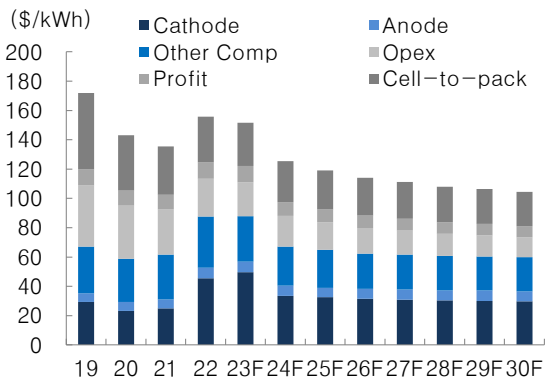
자료: 언론보도, 대신증권 Research Center / 배터리 캐파는 최대 확장기준 집계, 전체 선거인단은 538명,
IRA 시행으로 30년까지 창출될 일자리 규모 추정(캘리포니아 140K, 텍사스 116K 등)

3) 배터리 가격 하락에 따른 수요 회복 탄력성

24년 ASP 배터리 YoY-17%, 양극재 YoY-32% 하락 추정

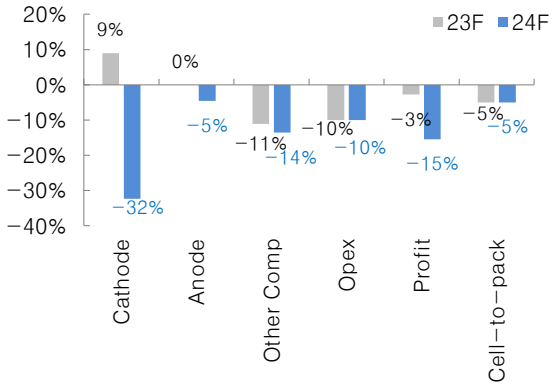
- 연초이후 현재(23.11월) 메탈 가격은 리튬(-72%), 니켈(-43%), 코발트(-34%)로 크게 하락
- 이로 인해 메탈 가격 연동된 양극재 가격은 23년($48/kg)에서 24년($32/kg, YoY-32%)로 하락 추정. 배터리 가격(Pack) 또한 23년($152/kWh)에서 24년($125/kWh, YoY-17%)로 하락
- BEV(60kWh) 1대당 배터리(Pack) 가격은 23년(1,180만원)에서 24년(980만원) 수준으로 200만원 가까이 하락할 것. 완성차는 이에 상응할 수준의 차량 가격 인하 여력 확보. 과거 배터리 가격 하락 구간(20~21년)에서 큰 폭의 EV 판매 증가 이력 고려시, 24년 수요 둔화 우려에도 불구하고, 배터리/EV 가격 하락에 따른 탄력적 수요 회복을 기대
- 중장기적으로는 금번 메탈 가격 하락으로 인해 배터리 Price Parity(EV와 내연차간 동등한 차량가격 달성가능한 배터리 가격) 시점이 기존(30년 이후)보다 앞당겨졌다는(30년) 점 또한 긍정적으로 평가

연간 배터리(Pack) 가격 전망



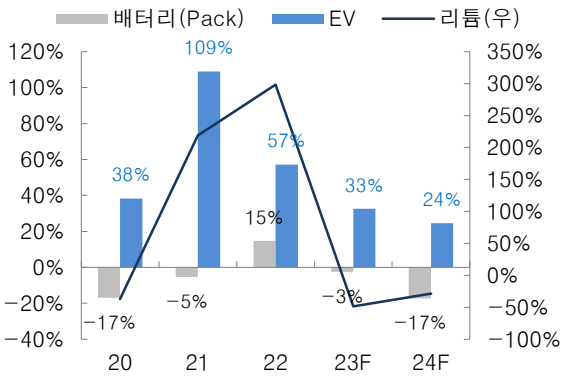
자료: WoodMack, SNER, BNEF, 대신증권 Research Center / 삼원계+LFP 합산

배터리 품목별 YoY 증감율



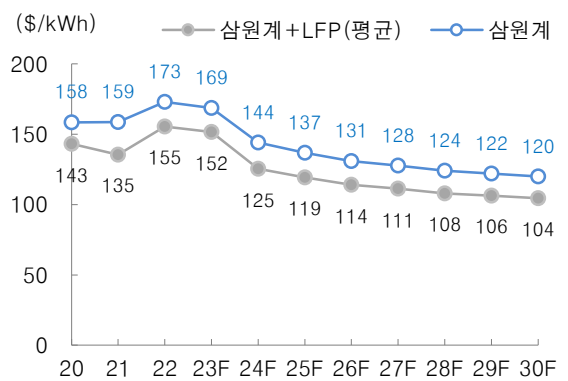
자료: 대신증권 Research Center

리튬가격 vs 배터리가격 vs EV판매 YoY 증감율



자료: KOMIS, SNER, 대신증권 Research Center / 23년 이후는 자체추정, BEV+PHEV, 탄산리튬 기준

중장기 배터리(Pack) 가격 전망



자료: 대신증권 Research Center / 자체추정

4) 완성차별 차별화 가속화

TESLA/GM/현대기아/BMW 밸류체인 선호

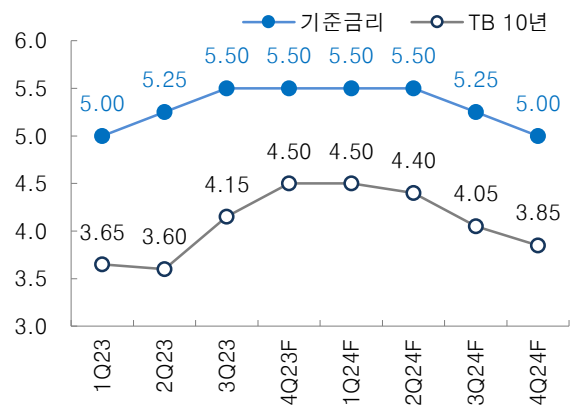
- 시장 수요 둔화 속에서도 완성차별 차별화 일어날 것으로 예상
- TESLA/GM/현대기아/BMW는 1)EV 제품 경쟁력, 2)자체 EV플랫폼 보유, 3)자율주행 등 SW 기술력, 4)EV 판매량 증가세 고려시 타사대비 상대적으로 EV 전환 안정적으로 진행될 것으로 기대
- VW/Ford는 EV 제품 경쟁력 열위, EV 생산 및 수익성 악화 등 해소 필요
- LGES(TESLA/GM), SDI(BMW)의 견조한 EV 고객사 수요 기대
- 국내 3사 EV배터리 완성차별 공급비중(3Q23누적, SNER). LGES(TESLA 36%, VW 24%, Ford 8%, Geely 8%, GM 7%, 현대기아 6%, RNM 5%), SKon(현대기아 63%, Mercedes 19%, VW 11%, Ford 6%), SDI(BMW 31%, VW/Audi 22%, Rivian 20%, STLA 17%)

완성차별 중장기 EV 생산/판매 목표

완성차	목표치 변동가능성	내용
현대기아	하	26년 EV 270만대 판매 목표(현대차 170만대, 기아 100만대) 30년 EV 360만대 생산 목표(현대차 200만대, 기아 160만대)
BMW	하	25년까지 BEV 누적 200만대 판매 목표(BEV 판매비중 25%) BEV 판매비중 25년(25%), 30년(50% 이상) 계획
Mercedes	하	30년 EV 200만대 생산 목표
GM	중	25년말까지 100만대 생산 목표
VW	중	25년 EV 300만대 판매목표, BEV 판매비중은 20% 계획 30년 EV 400만대 이상 판매, BEV 판매비중 50% 계획(유럽 80%, 북미 55%)
Toyota	중	24년 EV 60만대 판매목표 30년까지 EV모델 30종 출시 및 EV 350만대 생산 목표
Honda	중	30년 EV 200만대 생산 목표
STLA	상	27년 BEV 판매목표 300만대 30년 75종이상 BEV 모델 출시 및 연간 BEV 500만대 판매 (BEV 비중 유럽 100%, 중국 60%, 미국 50%)
Ford	상	EV 생산목표 23년말까지 40만대, 24년말 60만대 30년까지 EV 판매비중 40%, EV 300만대 생산 목표
TESLA	상	30년 EV 2,000만대 생산목표(비현실적으로 조정 가능성)

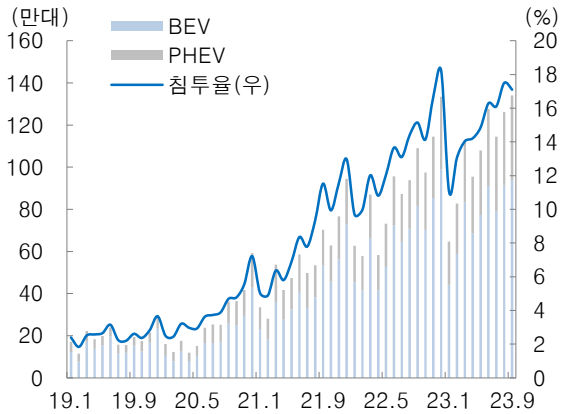
자료: 각사, 언론보도, 대신증권 Research Center / 목표치 변동가능성은 자체 추정

미국 기준금리 vs 국채 10년물 금리 전망



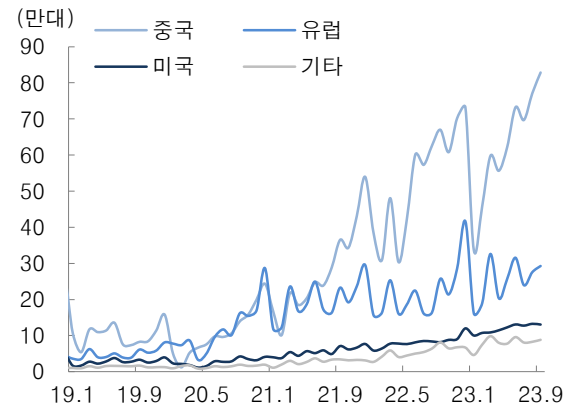
자료: 대신증권 Research Center

글로벌 EV 판매량 및 침투율



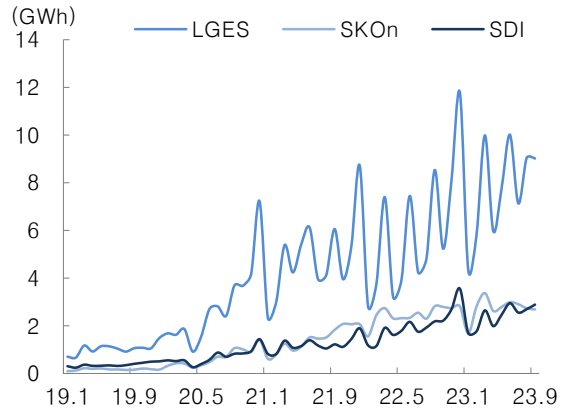
자료: SNER, 대신증권 Research Center

지역별 EV 판매량



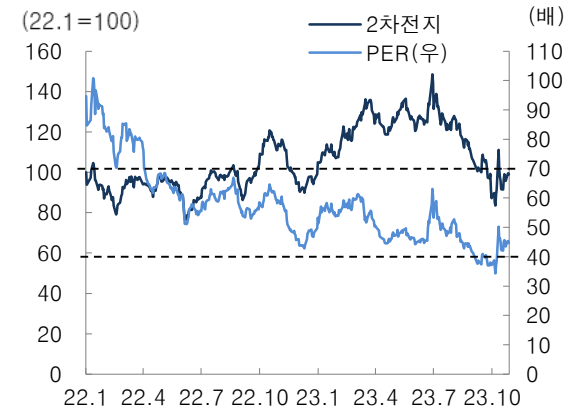
자료: SNER, 대신증권 Research Center / BEV+PHEV 기준

국내3사 배터리 출하량



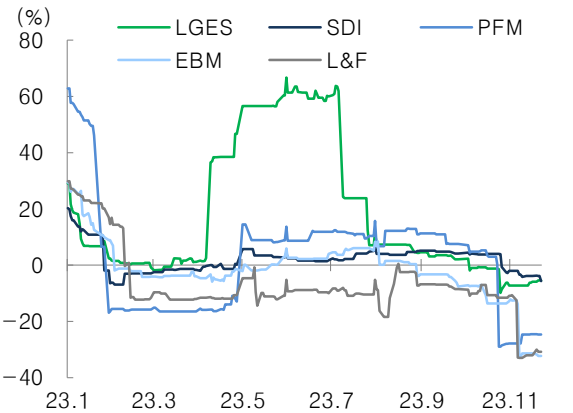
자료: SNER, 대신증권 Research Center

2차전지 주가 vs 12MF PER 추이



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center /
2차전지(셀+양극재) 시총가중평균 PER 기준

주요기업 12MF EPS 3개월 변화율



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

2차전지 밸류에이션 Peer Table

	시가총액	주가수익률(%)			PER(배)			PBR(배)			EV/EBITDA(배)		
	(백만달러)	1M	3M	YTD	23F	24F	25F	23F	24F	25F	23F	24F	25F
배터리 셀													
LG에너지솔루션	80,312	2.2	-15.0	2.4	61.7	39.6	24.5	5.0	4.4	3.7	23.3	15.3	10.6
삼성SDI	25,109	0.1	-19.0	-19.7	16.2	14.2	11.5	1.7	1.5	1.4	10.1	8.3	6.6
SK이노베이션	11,014	1.4	-18.0	-6.2	17.8	7.7	5.3	0.6	0.6	0.6	8.5	6.8	5.3
CATL	108,544	-0.6	-22.5	-19.4	17.7	14.2	11.3	3.8	3.1	2.5	10.8	8.6	6.6
BYD	92,660	-3.3	0.2	-10.2	22.4	16.7	13.1	4.9	3.9	3.0	9.2	6.4	4.5
양극재													
LG화학	28,139	7.7	-7.8	-13.7	20.6	11.9	7.7	1.2	1.1	0.9	7.7	5.8	4.4
포스코퓨처엠	18,122	0.8	-28.0	68.9	166.8	79.0	44.4	8.9	8.1	6.9	84.3	41.0	27.6
에코프로비엠	18,025	3.7	-25.4	160.0	118.5	69.1	40.1	15.1	12.5	9.7	54.3	34.9	22.3
엘앤에프	4,039	-5.5	-28.0	-16.5	45.7	18.1	11.6	3.7	3.0	2.4	36.8	15.4	10.8
코스모신소재	3,846	4.8	-1.4	216.0	256.7	122.6	56.1	10.6	9.7	8.3	100.3	65.1	32.2
Ningbo Shanshan	4,342	1.3	4.2	-24.6	12.8	10.1	8.6	1.3	1.1	1.0	N/A	N/A	N/A
분리막													
SK아이이테크놀로지	3,841	9.7	-18.5	32.1	138.5	49.9	24.7	2.2	2.1	2.0	32.3	18.5	11.9
더블유씨피	1,103	-8.5	-33.9	5.5	24.5	23.8	14.9	1.4	1.3	1.2	13.6	12.4	9.7
Yunnan Energy	8,370	-3.5	-13.7	-53.4	17.6	14.3	11.2	2.5	2.1	1.8	12.1	10.0	7.7
전해액/전해질													
엔켐	791	19.5	-3.8	20.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
동화기업	1,061	-2.2	93.5	37.2	N/A	37.6	16.3	2.2	2.0	1.8	53.4	15.1	9.0
천보	805	-4.0	-25.2	-52.1	N/A	53.1	17.8	3.3	3.1	2.7	36.5	15.2	9.2
Tinci	7,028	2.1	-19.7	-40.5	16.0	12.6	11.1	3.5	2.8	2.3	11.8	9.3	8.0
동박													
SKC	2,891	44.8	12.2	12.1	N/A	124.9	26.9	2.2	2.2	2.0	74.4	18.4	11.5
롯데에너지머티리얼즈	1,568	17.6	-7.2	-14.8	N/A	32.4	21.4	1.4	1.3	1.3	25.8	16.2	12.3
솔루스첨단소재	647	3.2	-24.6	-20.2	51.9	N/A	59.7	1.8	1.8	1.8	1,119	21.6	13.7
기타(소재/부품/장비)													
나노신소재	1,155	-0.6	-13.5	59.2	73.0	47.3	26.4	6.9	6.1	5.0	64.6	36.8	21.0
제이오	609	20.2	-11.2	N/A	56.2	42.9	26.9	6.1	5.3	4.8	54.4	31.5	15.2
대주전자재료	964	7.6	-11.7	13.9	492.4	63.9	19.7	10.0	8.5	5.7	66.9	31.5	14.4
성일하이텍	927	-0.3	-19.9	-1.5	37.6	28.8	20.7	3.7	3.3	2.8	32.1	17.9	13.7
신흥에스이씨	258	7.4	-8.9	4.2	10.9	8.6	6.7	1.2	1.1	0.9	6.3	5.4	4.6
피엔티	886	-10.4	-21.9	16.7	16.2	10.0	9.9	2.8	2.2	1.8	13.1	6.7	5.8
하나기술	429	-20.1	-36.9	26.2	41.2	20.8	12.0	4.4	3.6	2.8	32.5	13.0	8.3

자료 : 블룸버그, 대신증권 Research Center / 11.23 종가기준

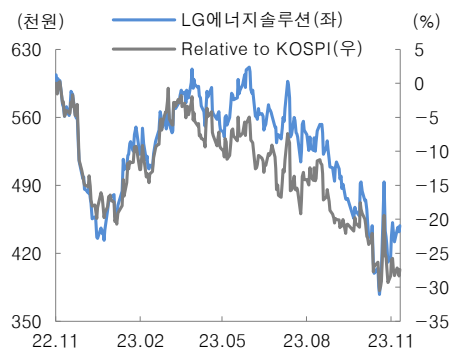
LG에너지솔루션 (373220)

유럽(VW)은 완만한 수요 회복, 북미(GM)향 AMPC 효과

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	600,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	447,000원

KOSPI	2,519.81
시가총액	104,598십억원
시가총액비중	5.48%
자본금(보통주)	117십억원
52주 최고/최저	612,000원 / 377,500원
120일 평균거래대금	2,000억원
외국인지분율	4.56%
주요주주	LG화학 외 1인 81.84% 국민연금공단 5.78%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.7	-14.6	-21.9	-20.1
상대수익률	-3.7	-14.9	-20.2	-23.1



- 24년 매출액 37.9조(YoY+10%), 영업이익 3.8조(YoY+56%, OPM 10.0%) 전망
- 메탈 가격 연동된 배터리 ASP 하락(YoY-17%)으로 수요(Q) 증가에도 매출액 성장세 전년대비 둔화
- 다만, 북미(GM)향 판매비중 확대로 24년 AMPC 수령액 1.3조(YoY+84%)로 영업이익 증가폭이 매출액 성장폭을 상회 전망
- 최근 EV 수요 둔화 및 완성차 전동화 속도조절에도 GM향 판매량은 견조하게 증가 전망(Equinox, Silverado, Blazer 등 신차 출시 및 EV 모델 판매 본격화). 얼티엄셀 1공장(45GWh) 23년말 풀가동, 2공장(최대 50GWh) 24년초 가동 예상
- 다만, 유럽(VW) 수요는 완만한 회복세 예상하며, 눈높이 하향 조정
- 차세대 4680 원통형 배터리(TESLA향 추정)는 오창서 2H24 양산 전망

(십억원, 원, %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	17,852	25,599	34,327	37,870	42,791
영업이익	768	1,214	2,421	3,782	5,182
세전순이익	777	995	2,086	3,394	4,684
총당기순이익	930	780	1,698	2,827	3,794
지배지분순이익	793	767	1,607	2,477	3,092
EPS	3,963	3,305	6,867	10,585	13,212
PER	0.0	131.8	65.3	42.4	33.9
BPS	39,831	80,695	86,983	97,635	110,916
PBR	0.0	5.4	5.2	4.6	4.0
ROE	10.7	5.7	8.2	11.5	12.7

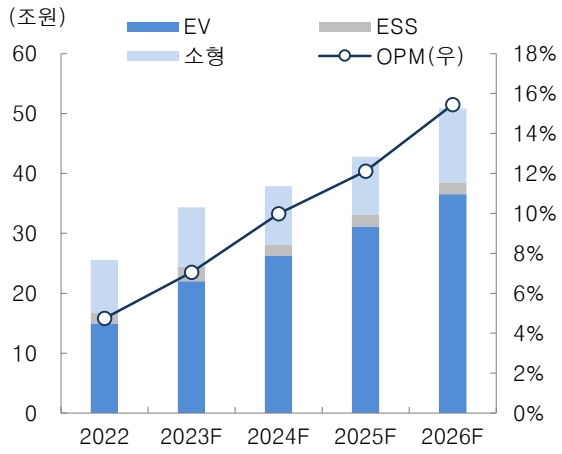
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가기준
자료: LG에너지솔루션, 대신증권 Research Center

LG에너지솔루션 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	8,747	8,774	8,224	8,583	25,599	34,327	37,870	42,791
YoY	101%	73%	8%	1%	43%	34%	10%	13%
QoQ	2%	0.3%	-6%	4%				
중대형	6,123	6,141	5,756	6,426	16,732	24,447	28,164	33,039
EV	5,686	5,703	5,345	5,251	14,934	21,984	26,230	31,158
ESS	437	439	411	1,175	1,798	2,463	1,934	1,881
소형	2,624	2,632	2,467	2,157	8,866	9,880	9,706	9,752
영업이익	633	461	731	596	1,213	2,421	3,782	5,182
YoY	145%	135%	40%	151%	58%	100%	56%	37%
QoQ	167%	-27%	59%	-19%				
중대형	290	87	249	196	306	823	1,587	2,026
EV	288	86	305	79	461	757	1,521	1,932
ESS	2	1	-56	118	-155	66	66	94
소형	243	263	267	118	907	890	897	907
영업이익률	7.2%	5.2%	8.9%	6.9%	4.7%	7.1%	10.0%	12.1%
중대형	4.7%	1.4%	4.3%	3.1%	1.8%	3.4%	5.6%	6.1%
EV	5.1%	1.5%	5.7%	1.5%	3.1%	3.4%	5.8%	6.2%
ESS	0.5%	0.3%	-13.5%	10.0%	-8.6%	2.7%	3.4%	5.0%
소형	9.3%	10.0%	10.8%	5.5%	10.2%	9.0%	9.2%	9.3%

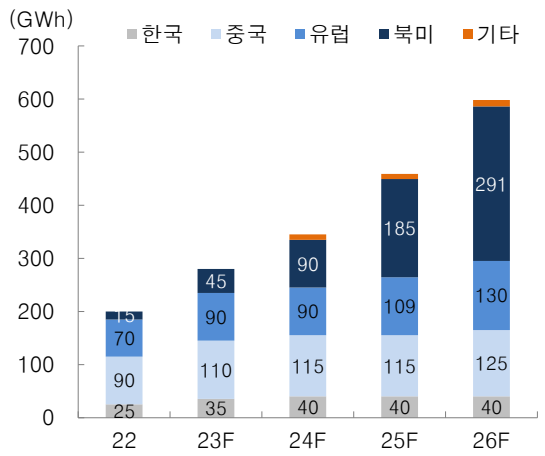
자료: LG에너지솔루션, 대신증권 Research Center / 1Q23부터 AMPC 영업이익단 반영. AMPC 반영분은 편의상 EV전지 손익 외 별도 추정

연간 실적 전망



자료: LG에너지솔루션, 대신증권 Research Center

배터리 생산캐파 전망



자료: LG에너지솔루션, 대신증권 Research Center / 연말양산기준

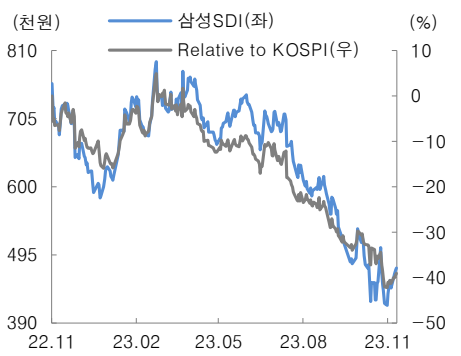
삼성SDI (006400)

실적 안정성, 밸류에이션 매력도 모두 보유

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	750,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	471,500원

KOSPI	2,519.81
시가총액	32,423십억원
시가총액비중	1.73%
자본금(보통주)	348십억원
52주 최고/최저	793,000원 / 417,000원
120일 평균거래대금	1,483억원
외국인지분율	45.62%
주요주주	삼성전자 외 5인 20.53% 국민연금공단 7.53%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.2	-18.9	-33.1	-32.2
상대수익률	-6.1	-19.2	-31.7	-34.9



- 24년 매출액 24.4조(YoY+5%), 영업이익 2.1조(YoY +16%, OPM 8.8%) 전망
- 유럽향 BMW/Audi(EV 매출 50% 차지), 북미향 Rivian (20%)의 견조한 수요로 판매량 YoY+20% 이상 증가
- 수익성 위주 프로젝트 수주(24년 EV전지 내 P5 비중 60% 이상)로 AMPC 효과 없이도(25년부터 발생) EV 전지 수익성 7% 달성(경쟁사 AMPC 제외한 OPM 5.8%)
- 최근 전방 수요 둔화 및 완성차 EV 프로젝트 지연되는 국면에서 수익성 위주 보수적 증설 기조 유지한 동사의 상대적 사업 안정성 부각 전망. 24년 EBITDA(4.2조) vs CAPEX(5.0조), 부채비율(23년 72% 추정) 고려시 높은 재무안정성 또한 보유
- 상대적으로 늦은 미국 사업 진출, AMPC 효과 부재로 23년 내내 경쟁사대비 상대적 주가 저평가 국면이었으나, STLA JV1 공장(33GWh, 25년가동), GM JV(최대 50GWh, 26년가동) 프로젝트 순항에 따른 밸류에이션 격차 해소 기대(24년 PER 15배 vs 경쟁사 40배)

(십억원, 원, %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	13,553	20,124	23,273	24,430	27,724
영업이익	1,068	1,808	1,857	2,146	2,835
세전순이익	1,663	2,652	2,568	2,969	3,539
총당기순이익	1,250	2,039	2,003	2,316	2,760
지배지분순이익	1,170	1,952	1,893	2,189	2,445
EPS	16,621	27,736	26,898	31,098	34,744
PER	39.4	21.3	17.7	15.3	13.7
BPS	208,920	234,231	260,862	291,729	326,279
PBR	3.1	2.5	1.8	1.6	1.5
ROE	8.5	12.5	10.9	11.3	11.2

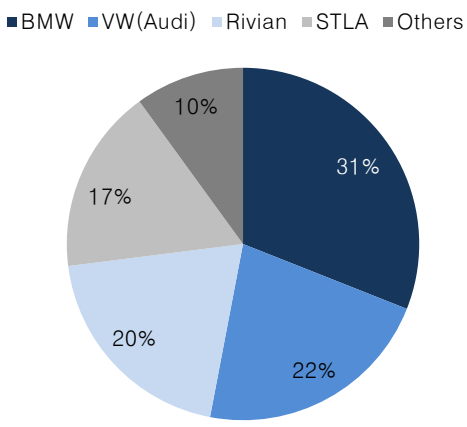
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 기준
자료: 삼성SDI, 대신증권 Research Center

삼성SDI 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	5,355	5,841	5,948	6,130	20,124	23,273	24,430	27,724
YoY	32%	23%	11%	3%	48%	16%	5%	13%
QoQ	-10%	9%	2%	3%				
전지	4,798	5,270	5,338	5,449	17,566	20,855	21,820	24,983
중대형	2,888	3,292	3,383	3,640	10,055	13,203	13,644	16,816
소형	1,910	1,978	1,955	1,809	7,511	7,652	8,176	8,167
전자재료	557	571	608	681	2,558	2,417	2,610	2,741
영업이익	375	450	496	535	1,808	1,857	2,146	2,835
YoY	16%	5%	-12%	9%	69%	3%	16%	32%
QoQ	-24%	20%	10%	8%				
전지	316	388	412	420	1,254	1,536	1,699	1,983
중대형	157	179	243	260	503	839	913	1,172
소형	159	209	169	159	751	697	786	811
전자재료	59	62	84	116	554	321	446	499
영업이익률	7.0%	7.7%	8.3%	8.7%	9.0%	8.0%	8.8%	10.2%
전지	6.6%	7.4%	7.7%	7.7%	7.1%	7.4%	7.8%	7.9%
중대형	5.4%	5.4%	7.2%	7.1%	5.0%	6.4%	6.7%	7.0%
소형	8.3%	10.6%	8.7%	8.8%	10.0%	9.1%	9.6%	9.9%
전자재료	10.6%	10.9%	13.8%	17.0%	21.7%	13.3%	17.1%	18.2%

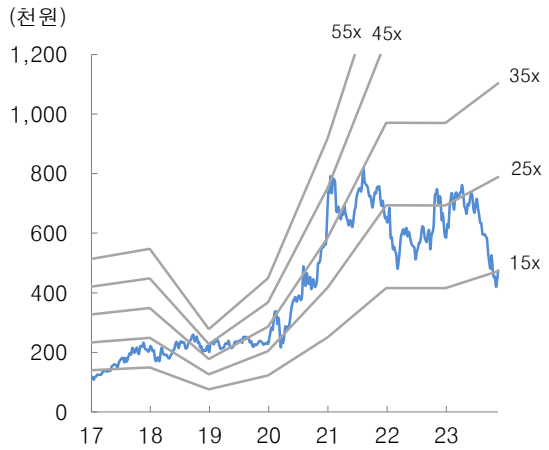
자료: 삼성SDI, 대신증권 Research Center / 25년부터 AMPC 영업이익단 반영. AMPC 반영분은 편의상 중대형(EV전지) 손익 외 별도 추정

EV 고객사별 배터리 공급비중



자료: SNER, 대신증권 Research Center / 3Q23 연간누적 기준

12MF PER 차트



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

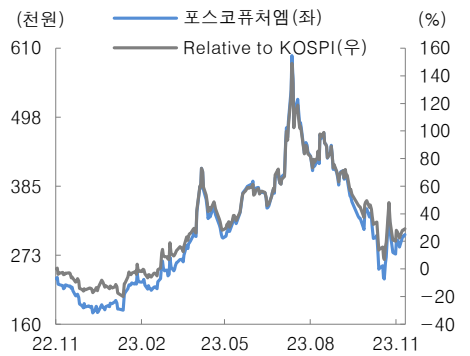
포스코퓨처엠 (003670)

멀티플 프리미엄 정당화

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	400,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	327,500원

KOSPI	2,519.81
시가총액	25,369십억원
시가총액비중	1.24%
자본금(보통주)	39십억원
52주 최고/최저	598,000원 / 178,500원
120일 평균거래대금	3,851억원
외국인지분율	5.67%
주요주주	포스코홀딩스 외 4인 62.54% 국민연금공단 5.57%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.5	-27.5	-8.2	39.4
상대수익률	-4.9	-27.8	-6.3	34.0



- 24년 매출액 7.0조(YoY+43%), 영업이익 3,475억(YoY +147%, OPM 4.9%) 전망
- 얼티엄셀향 NCMA(N86, 단결정) 판매 본격 확대로 24년 양극재 출하량 YoY+101% 증가 추정. 기 확보한 수주로 전방 수요 변동에 따른 판매량 감소 가능성은 제한적
- 다만, 24년 양극재 평균 ASP는 메탈(리튬, 니켈) 가격 하락에 연동되어 YoY-22% 하락 불가피. 이에 따라 양극재 매출액은 5.2조(YoY+58%) 전망
- 수익성은 메탈 가격 급락에 따른 역래깅 효과 발생했던 23년(OPM 2.8%) 대비 개선 및 정상화(OPM 5.2%) 추정
- 음극재는 인조흑연(포항 8천톤 캐파) 판매 본격화로 매출액 4,791억(YoY+107%)으로 증가 전망
- 최근 양극재 업종 수요 둔화 및 공급과잉 우려 속에서도 대규모 수주(LGES 65조, SDI 40조) 기 확보로 30년(캐파 100만톤)까지 안정적인 실적 가시성 확보(24~27년 연평균 EPS 증가율 +85% 추정). 이에 따라, 상대적으로 높은 멀티플 부여 정당화 가능 판단

(십억원, 원, %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,990	3,302	4,904	7,037	9,634
영업이익	122	166	141	347	578
세전순이익	146	134	108	308	520
총당기순이익	134	122	97	276	465
지배지분순이익	134	118	95	258	427
EPS	1,763	1,527	1,232	3,336	5,510
PER	81.7	117.9	248.4	91.7	55.5
BPS	31,393	31,899	32,935	35,982	41,194
PBR	4.6	5.6	9.3	8.5	7.4
ROE	7.9	4.9	3.8	9.7	14.3

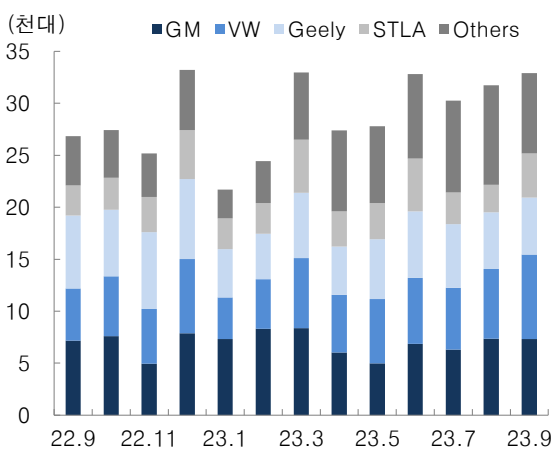
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가기준
자료: 포스코퓨처엠, 대신증권 Research Center

포스코퓨처엠 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,135	1,193	1,286	1,290	3,302	4,904	7,037	9,634
YoY	71%	49%	22%	65%	66%	49%	43%	37%
QoQ	45%	5%	8%	0%				
에너지소재	780	843	953	952	1,950	3,527	5,676	8,271
양극재	712	786	902	896	1,734	3,296	5,197	7,673
음극재	68	56	52	56	216	231	479	598
내화물	143	145	121	133	537	541	539	540
라임케미칼	195	186	194	191	768	765	766	765
영업이익	20	52	37	31	166	141	347	578
YoY	-21%	-6%	-55%	846%	36%	-15%	147%	66%
QoQ	514%	157%	-29%	-16%				
에너지소재	17	38	22	21	150	97	298	542
내화물	3	8	2	4	7	18	15	13
라임케미칼	5	9	17	10	19	41	42	34
영업이익률	1.8%	4.4%	2.9%	2.4%	5.0%	2.9%	4.9%	6.0%
에너지소재	2.1%	4.5%	2.3%	2.2%	7.7%	2.7%	5.3%	6.6%
내화물	2.2%	5.8%	1.8%	2.8%	1.3%	3.2%	2.8%	2.4%
라임케미칼	2.4%	4.7%	9.0%	5.4%	2.4%	5.4%	5.5%	4.4%

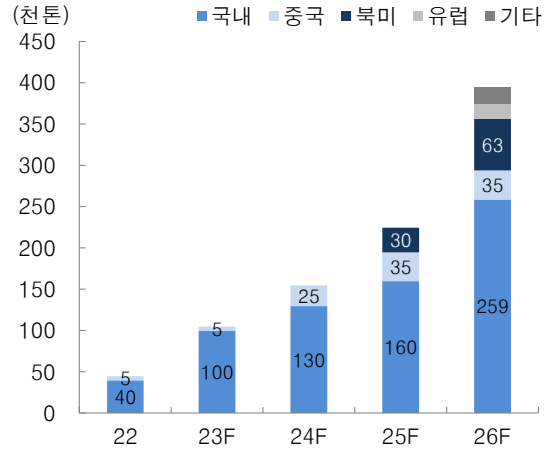
자료: 포스코퓨처엠, 대신증권 Research Center

PFM(양극재)-LGES(셀) 탑재 EV 판매량



자료: SNER, 대신증권 Research Center / BEV+PHEV 기준

양극재 생산캐파 전망



자료: 포스코퓨처엠, 대신증권 Research Center / 연말양산기준

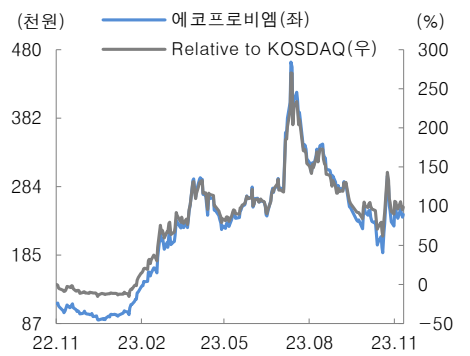
에코프로비엠 (247540)

중장기 성장성 긍정적이나, 주가는 선반영(Priced in)

투자의견	Marketperform 시장수익률,유지
목표주가	250,000원 하향
현재주가 (23.11.29)	269,500원

KOSDAQ	822.44
시가총액	26,358십억원
시가총액비중	5.99%
자본금(보통주)	49십억원
52주 최고/최저	462,000원 / 92,100원
120일 평균거래대금	4,787억원
외국인지분율	7.13%
주요주주	에코프로 외 11인 50.91%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.4	-24.1	0.0	131.2
상대수익률	-1.3	-17.9	5.3	105.6



- 24년 매출액 8.9조(YoY+21%), 영업이익 4,623억(YoY +49%, OPM 5.2%) 전망
- 전동공구향 수요 회복 및 EV향 판매량 확대로 24년 출하량(Q) YoY+53% 증가 추정. EV향은 SDI(BMW, Audi, Rivian) 중심 견조한 수요 증가 예상
- 메탈 가격 연동된 양극재 ASP는 YoY-20% 이상 하락 추정. 환율 효과 -2%, 메탈가 하락 영향 -20% 추정
- 수익성은 메탈 가격 하향 안정화 및 재고자산 부담 완화로 OPM 5.2%(YoY+1.0%p)로 개선 전망
- 중장기 캐파 확장 계획(71만톤)과 차세대 제품 개발(Hi-Mn/OLO 27년, Co-Free/NMX 26~27년, 고전압/미드니켈 27년 양산 목표), 그룹사 통한 밸류체인 수직계열화(전구체, 리튬, 리사이클) 이점 긍정적이나, 밸류에이션 부담 고려 필요(25년 PER 64배 vs 경쟁사 평균 28배)
- 1)실적/캐파 추정치 상향 가능한 중장기 공급계약 체결, 2) 밸류에이션 부담 완화되는 구간에서 투자의견 상향 기대

(십억원, 원, %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,486	5,358	7,374	8,890	10,613
영업이익	115	381	311	462	621
세전순이익	114	323	257	384	524
총당기순이익	98	273	219	326	445
지배지분순이익	101	232	175	249	370
EPS	1,145	2,433	1,787	2,550	3,785
PER	108.1	37.9	136.3	95.5	64.3
BPS	6,265	14,278	15,354	17,454	20,790
PBR	19.7	6.5	15.9	14.0	11.7
ROE	20.3	24.3	12.2	15.5	19.8

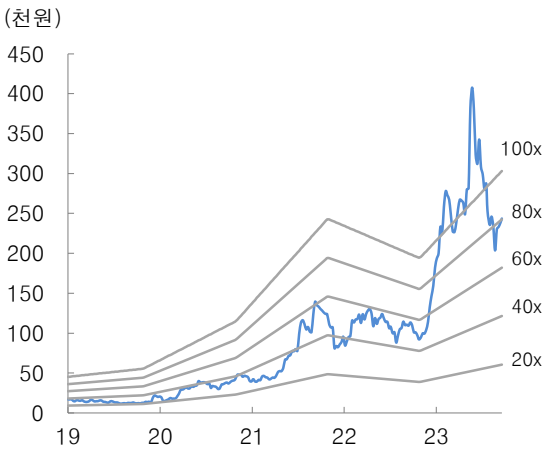
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가기준
자료: 에코프로비엠, 대신증권 Research Center

에코프로비엠 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,011	1,906	1,803	1,654	5,358	7,374	8,890	10,613
YoY	204%	61%	15%	-15%	261%	38%	21%	19%
QoQ	3%	-5%	-5%	-8%				
P/T	318	209	180	168	1,914	874	1,245	1,390
EV	1,606	1,658	1,555	1,422	3,157	6,241	7,378	8,915
ESS	77	34	61	56	204	228	222	265
기타	10	5	8	8	82	31	44	42
매출비중								
P/T	16%	11%	10%	10%	36%	12%	14%	13%
EV	80%	87%	86%	86%	59%	85%	83%	84%
ESS	4%	2%	3%	3%	4%	3%	3%	3%
기타	1%	0%	0%	0%	2%	0%	1%	0%
영업이익	107	115	46	43	381	311	462	621
YoY	161%	11%	-68%	-55%	231%	-18%	49%	34%
QoQ	13%	7%	-60%	-6%				
영업이익률	5.3%	6.0%	2.5%	2.6%	7.1%	4.2%	5.2%	5.9%

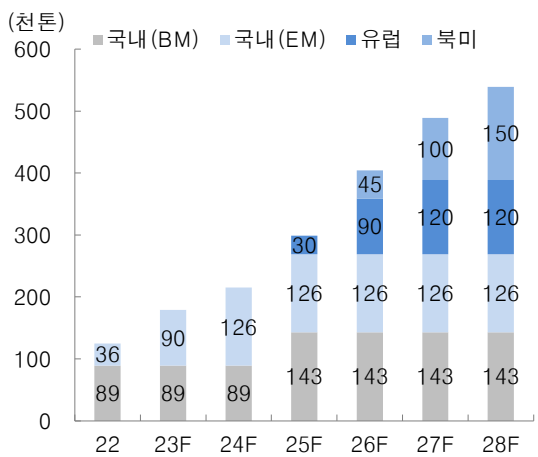
자료: 에코프로비엠, 대신증권 Research Center

12MF PER 차트



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

양극재 생산캐파 전망



자료: 에코프로비엠, 대신증권 Research Center / 연말양산기준

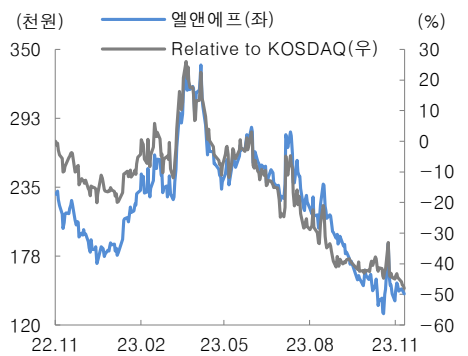
엘앤에프 (066970)

24년은 상대적 저평가 해소 기대

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	280,000원 하향
현재주가 (23.11.29)	168,700원

KOSDAQ	822.44
시가총액	6,115십억원
시가총액비중	1.33%
자본금(보통주)	18십억원
52주 최고/최저	337,000원 / 129,400원
120일 평균거래대금	1,834억원
외국인지분율	18.22%
주요주주	새로닉스 외 15인 23.72%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.8	-27.4	-44.7	-28.9
상대수익률	-10.9	-21.4	-41.8	-36.8



- 24년 매출액 5.9조(YoY+19%), 영업이익 1,506억(YoY +303%, OPM 2.6%) 전망
- 주요 End 고객사 TESLA향 NCMA 판매량 회복으로 24년 양극재 출하량은 YoY+51% 증가 추정(23년 YoY+11%)
- 판가는 메탈 가격 연동으로 YoY-20% 이상 하락 추정
- 수익성은 유럽향 NCM523 판매 부진에 따른 재고자산 부담으로 1H24까지 손익 개선에 부정적 영향 지속 예상
- 23년 내내 경쟁사 대비 상대적 주가 소외구간 장기간 이어졌으나, 24년은 TESLA 사이버트럭(자체생산 4680 배터리향 NCMA 양극재 공급) 판매량 확대 모멘텀이 주가 상승 촉매제로 작용할 것으로 기대
- 전구체 내재화(LS JV 8만톤, 26년 양산), 음극재 신사업(미쯔비시 천연흑연 JV, 25년 양산) 진행도 긍정적 평가
- 양극재 업종 내 가장 높은 밸류에이션 매력도 보유로 매수 접근 유효(당사 추정치 기준 25년 PER 25배 vs 경쟁사 평균 42배)

(십억원, 원, %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	971	3,887	4,948	5,864	7,476
영업이익	44	266	37	151	334
세전순이익	-126	341	-11	86	252
총당기순이익	-112	271	-9	72	209
지배지분순이익	-113	270	-9	72	208
EPS	-3,526	7,526	-248	1,997	5,778
PER	NA	23.1	NA	73.1	25.3
BPS	19,668	35,673	34,820	36,355	41,671
PBR	11.3	4.9	4.2	4.0	3.5
ROE	-27.4	28.3	-0.7	5.6	14.8

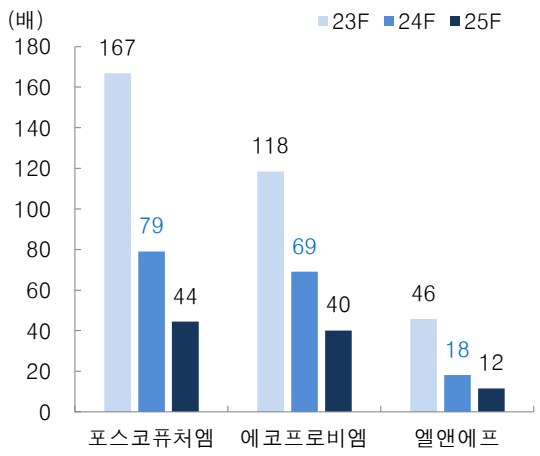
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가기준
자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

엘앤에프 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,363	1,368	1,255	961	3,884	4,948	5,864	7,476
YoY	146%	59%	1%	-22%	300%	27%	19%	27%
QoQ	11%	0%	-8%	-23%				
매출원가	1,304	1,344	1,221	967	3,533	4,836	5,605	7,017
%Sales	95.7%	98.2%	97.3%	100.6%	91.0%	97.7%	95.6%	93.9%
매출총이익	59	24	34	-6	351	111	259	459
GPM(%)	4.3%	1.8%	2.7%	-0.6%	9.0%	2.3%	4.4%	6.1%
판관비	19	21	19	15	85	74	108	125
%Sales	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	2.2%	1.5%	1.8%	1.7%
영업이익	40	3	15	-21	266	37	151	334
YoY	-24%	-95%	-85%	적전	502%	-86%	303%	122%
QoQ	-24%	-93%	393%	적전				
OPM(%)	3.0%	0.2%	1.2%	-2.2%	6.9%	0.8%	2.6%	4.5%

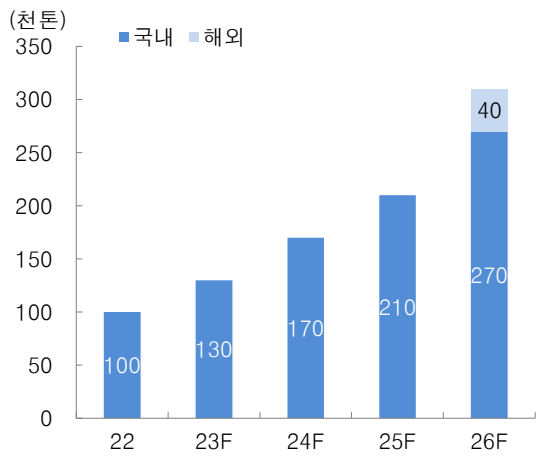
자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

주요 양극재 PER 비교



자료: 블룸버그, 대신증권 Research Center / 11.23 종가기준

양극재 생산캐파 전망



자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center / 연말양산기준

Daishin
2024년 산업전망

자동차/부품

Outperformer 선발전

▪ 김귀연 gwiyeon.kim@daishin.com

Summary (자동차/부품)

- 2023년 고금리로 인한 신차 수요둔화, ASP 하락(인센 상승) 우려와 달리, 견조한 업황 지속. 이에 완성차 업종 실적 또한 사상 최대 분기/연간 실적 기록할 전망. 이는 1) 코로나/공급망 차질로 인한 이연수요 효과 장기화, 2) 견조한 고용시장에 따른 소비 지속되었기 때문

- 2024년은 신차 생산 정상화에 따라 이연수요 효과가 지속 소멸되고, 경쟁 심화됨에 따라 코로나 이전 업황으로 지속 회귀하게 될 것으로 전망. 이에 따라, 과거 2년간 시장이 우려한 완성차 업종의 실적 피크아웃이 현실화 될 것으로 예상

- 2024년은 업종 투자전략에 있어 완성차/부품/타이어 내 비중조절이 더 중요한 한해가 될 것. 이에 시기별 'Outperformer'를 찾아 대응하는 것이 필수적

- 1H24 완성차 업종은 업황 정상화 지속됨에 따라 물량 기저효과 둔화되고, 경쟁강도 심화에 따라 신차 인센 상승세(ASP 하락) 지속될 것으로 예상. 더불어 YoY 분기 감익 나타나며 실적 피크아웃 나타날 것으로 전망

- 하지만, 1) 2023년 연말 배당, 2) 밸류에이션 감안 시, 주가의 하방 압력 제한적일 것. 오히려 감익 확인으로 피크아웃 우려 완화 예상하며, 이후, 재차 증명될 1) 정상 이익체력, 2) 아세안 시장(인도/베트남/인니) 모멘텀, 3) Lv3 자율주행(HDP) 상용화, 4) BEV 신차 라인업 감안 시, 하반기 주가 모멘텀 발현 예상

- 1H24 부품/타이어 → 2H24 완성차 비중 확대 추천. 부품주 내에서는 1) 인건비 부담에 따른 공정개선, 2) Lv3 자율주행 상용화, 3) ES/EM 수주 모멘텀 보유한 종목 및 실적 모멘텀 보유한 타이어 선별투자 추천

- 종목 투자전략
  [1H24] 현대모비스(BUY, 31만원), 한국타이어(BUY, 5.1만원)
  [2H24] 현대차(BUY, 30만원), 기아(BUY, 15.5만원)

2024년 자동차 상저하고 전망. 완성차/부품/타이어 간 운용의 묘미 필요

상반기 부품/타이어 → 하반기 완성차 비중확대 전략 추천

- 국내 자동차 업종 시총 132.3조원(2023년 평균) 중 현대차/기아 비중 54%. 현대차그룹향 Exposure 높은 업종 특성상, 섹터 Outperform 위해서는 완성차 주가 상승 필수적
- 1H24 완성차 실적 기저부담과 YoY 분기 감익 현실화로 실적 모멘텀 둔화 예상. 1) 배당, 2) 저렴한 밸류(12MF PER 3.4배) 감안 시, 현재 주가 레벨에서 박스권 움직임 예상
- 이에, 1H24 부품/타이어 종목 → 2H24 완성차 비중 확대 추천. 부품주 내에서는 1) 인건비 부담에 따른 공정개선, 2) Lv3 자율주행 상용화, 3) ES/EM 수주 모멘텀 보유한 종목 및 타이어 투자 추천
- 완성차 업종은 2Q24 분기 감익 확인으로 실적 피크아웃 우려 완화 예상. 이후, 1) 정상 이익체력, 2) 아세안 시장(인도/베트남/인니) 모멘텀, 3) Lv3 자율주행(HDP) 상용화, 4) BEV 신차 라인업 감안 시, 하반기 완성차 업종 주가 모멘텀 발현 예상
- 종목 투자전략: [1H24] 현대모비스(BUY, 31만원), 한국타이어(BUY, 5.1만원) → [2H24] 현대차(BUY, 30만원), 기아(BUY, 15.5만원)

당사 Universe 자동차/부품 실적 전망 및 투자의견 (단위: 십억원, %, 배)

종목	현대차		기아		현대모비스		한온시스템		HL만도		한국타이어 앤테크놀로지	
투자의견	BUY		BUY		BUY		Marketperform		BUY		BUY	
목표주가	300,000원		155,000원		310,000원		8,000원		56,000원		51,000원	
현주가 (11/29)	184,800원		86,000원		230,500원		7,190원		36,400원		44,900원	
Upside	62.34%		80.23%		34.49%		11.27%		53.85%		13.59%	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	163,623	168,558	101,281	104,069	60,050	64,103	9,531	10,113	8,410	8,820	9,060	9,434
영업이익	15,397	14,404	12,322	11,671	2,518	3,294	283	411	316	420	1,172	1,201
OPM	9.4	8.5	12.2	11.2	4.2	5.1	3.0	4.1	3.8	4.8	12.9	12.7
%yoy	56.8	-6.5	70.4	-5.3	24.2	30.8	10.1	45.6	27.4	32.8	66.0	2.5
순이익	12,675	12,131	9,418	9,351	3,524	4,147	175	274	168	272	830	850
ROE	14.4	12.4	21.8	18.6	9.0	9.7	7.9	12.1	7.5	11.2	8.1	8.6
PBR	0.5	0.5	0.7	0.6	0.5	0.5	1.7	1.7	0.7	0.7	0.6	0.5
PER	4.0	4.2	3.7	3.7	6.2	5.2	22.0	14.0	10.2	6.3	7.5	6.5

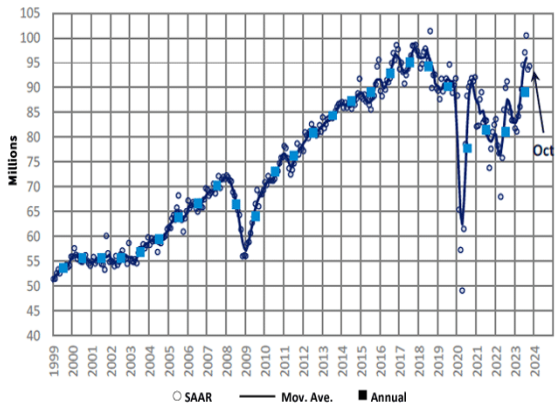
자료 : 대신증권 Research Center

2023년 자동차 업종 리뷰: 선방 이상의 성과

연초 우려와 달리 2023년 자동차 업황은 견조한 회복세, 주가 또한 Outperform

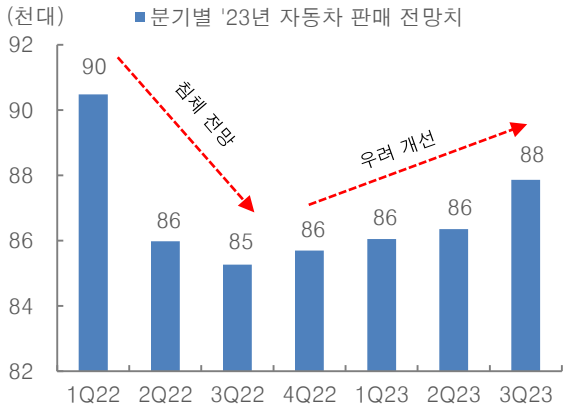
- 2023년 10월, 글로벌 자동차 SAAR(계절조정 연환산 판매대수)는 9,447만대로 YoY +11% 상승
- 2022년 말 ~ 2023년 초, 시장은 자동차 수요/업황 둔화 우려, 하지만, 실제 업황은 우려 대비 견조
- 3Q23 기준, 2023년 연간 자동차 판매량 8,786만대까지 증가. 1Q22 당시 추정(9,047만대) 대비 차이 -3%에 불과
- 2023년 자동차 업종 주가 또한 시장 대비 +10%pt Outperform(완성차 +15%pt/부품 +4.8%pt)

2023.10월 SAAR 9,447만대(YoY +11%)



자료: Marklines, 대신증권 Research Center

2023년 자동차 판매 전망치: 연중 지속 상향



자료: LMC Automotive, 대신증권 Research Center

코스피 대비 자동차 업종 성과 Outperform

자료: QuantiWise, 대신증권 Research Center

2024년 자동차 업황 전망: 완연한 정상화

2024년 자동차 판매 9,163만대(YoY +5.6%)로 코로나 이전 수준 회복할 것으로 전망

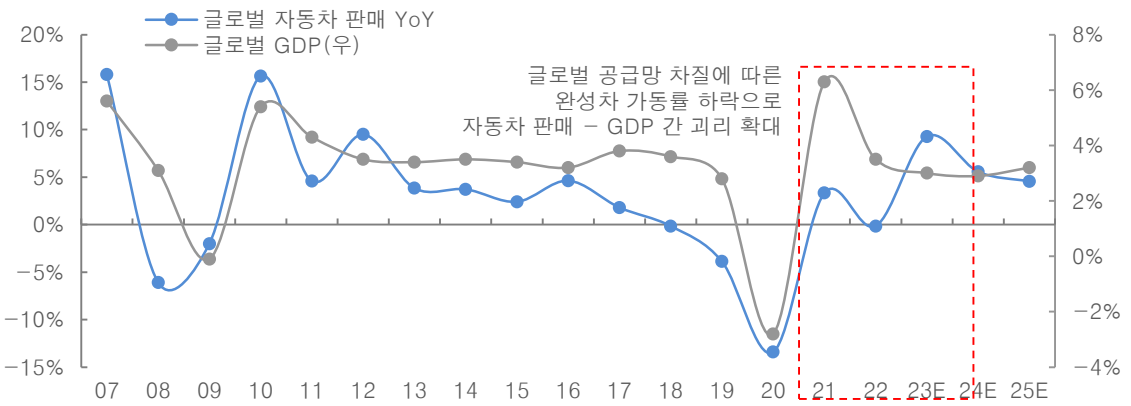
- 2023년 글로벌 자동차 판매 8,680만대(YoY +9.3%) 예상하며, 2022년 공급망 차질에 따른 기저 효과 지속될 것으로 전망(2023.10월 YTD 자동차 판매 +10% 증가한 것으로 추정)
- 2024년 연간 자동차 판매량은 9,163만대로 코로나 이전 수준(약 9,000만대) 회복 전망. 기저 효과 약화되며 YoY +5.6% 성장 예상
- 생산 정상화에 따라 YoY 자동차 판매와 GDP 간 괴리율 축소되며 업황 정상화 완연하게 나타날 것
- 국가별로는 1H23 매크로 불확실성, 공급망 차질 영향 지속됐던 유럽의 회복세가 보다 두드러지게 나타날 것으로 예상. 이 외, 중국/미국 비롯한 신흥국의 고른 회복세 예상

주요국 연간 자동차 판매 전망

(단위: 천대)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Global	**92,488**	**88,900**	**76,976**	**79,539**	**79,425**	**86,802**	**91,636**	**95,804**
중국	28,039	25,754	25,268	26,248	26,849	28,729	30,194	31,462
미국	17,823	17,576	14,968	15,493	14,365	16,160	16,907	17,380
유럽4국	9,177	9,385	7,250	7,073	6,738	7,775	8,446	8,914
일본	5,264	5,191	4,595	4,445	4,198	4,807	5,056	5,260
인도	4,400	3,817	2,938	3,760	4,764	4,978	5,227	5,515
한국	1,813	1,781	1,874	1,708	1,670	1,739	1,808	1,852
기타	21,323	20,513	16,493	17,165	17,273	18,626	19,637	20,806
YoY %								
Global	**-0.1%**	**-3.9%**	**-13.4%**	**3.3%**	**-0.1%**	**9.3%**	**5.6%**	**4.5%**
중국	-3.1%	-8.1%	-1.9%	3.9%	2.3%	7.0%	5.1%	4.2%
미국	0.9%	-1.4%	-14.8%	3.5%	-7.3%	12.5%	4.6%	2.8%
유럽4국	-0.8%	2.3%	-22.8%	-2.4%	-4.7%	15.4%	8.6%	5.5%
일본	0.7%	-1.4%	-11.5%	-3.3%	-5.6%	14.5%	5.2%	4.0%
인도	9.5%	-13.3%	-23.0%	28.0%	26.7%	4.5%	5.0%	5.5%
한국	1.1%	-1.7%	5.2%	-8.8%	-2.2%	4.2%	4.0%	2.4%
기타	-0.1%	-3.8%	-19.6%	4.1%	0.6%	7.8%	5.4%	6.0%

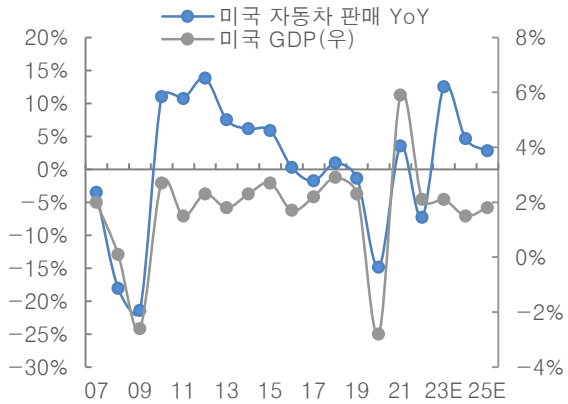
주: 유럽4개국은 독일/프랑스/영국/이탈리아 포함
자료: 대신증권 Research Center

YoY 글로벌 자동차 판매 – GDP: 공급망 차질에 따른 생산 이슈로 괴리 확대



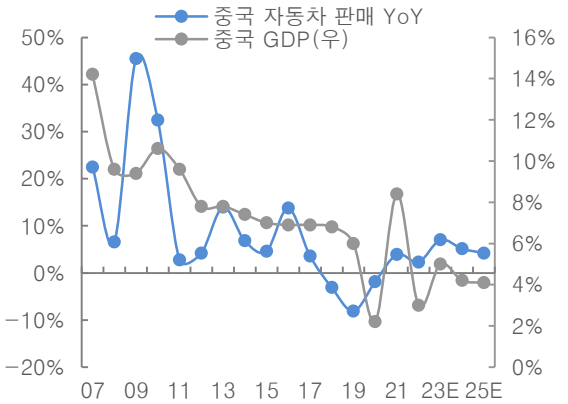
자료: 대신증권 Research Center

YoY 미국 자동차 판매 – GDP



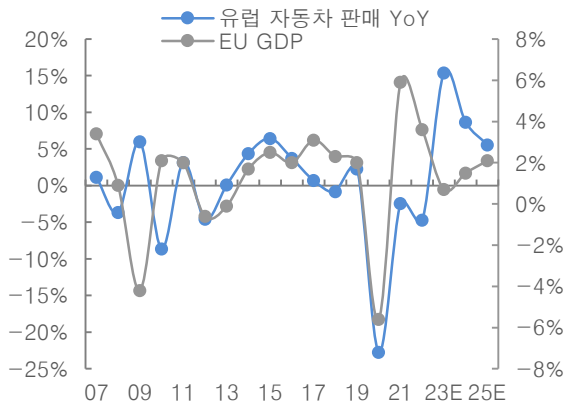
자료: 대신증권 Research Center

YoY 중국 자동차 판매 – GDP



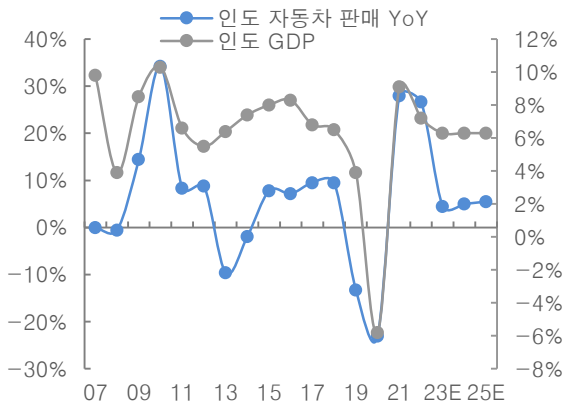
자료: 대신증권 Research Center

YoY 유럽 자동차 판매 – GDP



자료: 대신증권 Research Center

YoY 인도 자동차 판매 – GDP



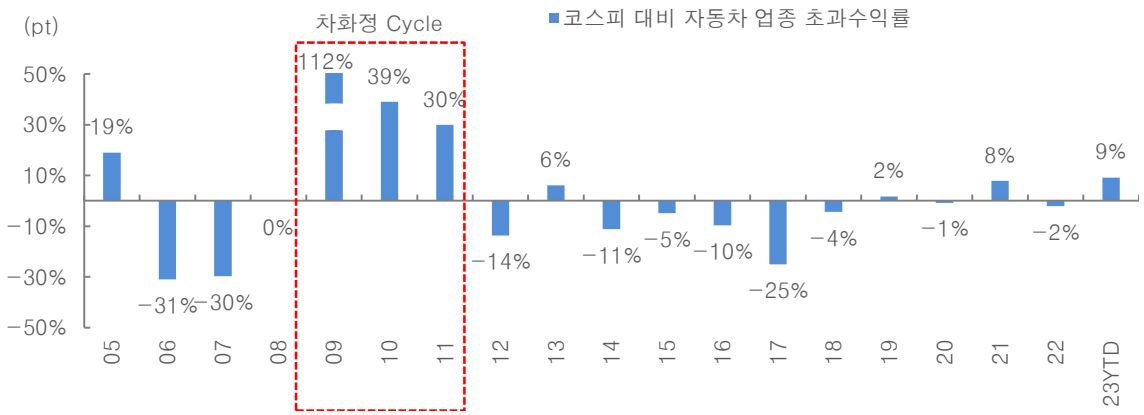
자료: 대신증권 Research Center

2024년 자동차 시황 전망: 시장대비 Outperform 가능성에 대한 고민

업황은 견조할 것이나, 시황(주가) 측면에서 초과수익률 가능할지에 대한 고민 필요

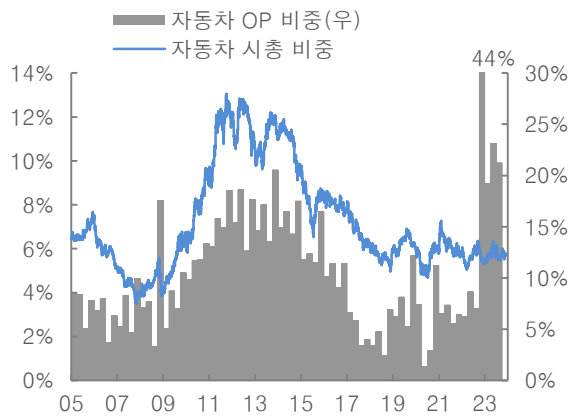
- 연간 수익률 기준, 자동차 업종이 코스피를 +5%pt 이상 Outperform한 해는 차화정 Cycle 이후, 2023년이 세번째(2013년 +6%pt, 2021년 +8%pt)
- 2023년 초과수익률은 1) 2022년 기저(연간 수익률 -28%, 코스피 대비 -2.1%pt), 2) 견조한 업황에 기인한 호실적(P/Q 양호) 때문이라 판단
- 다만, 실적(OP) 비중과 동행하는 시총은 1) 피크아웃, 2) 타섹터 부진 반사수혜 논리에 호실적 온전하게 반영하지 못하는 모습
- 2024년 완성차의 실적 모멘텀 둔화 예상되는 바, 자동차 업종의 투자전략에 대한 고민 필요한 시점

연간 코스피 대비 자동차 업종 수익률: 차화정 이후, +5%pt 이상의 초과수익률은 2023년이 세번째



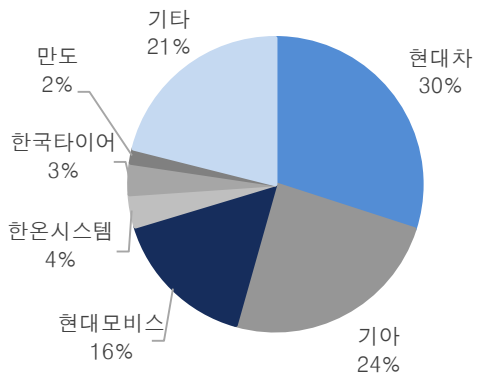
자료: QuantiWise, DataGuide, 대신증권 Research Center

한국 증시 내 자동차 업종 시총 비중



자료: QuantiWise, DataGuide, 대신증권 Research Center

자동차 섹터 내 종목 비중



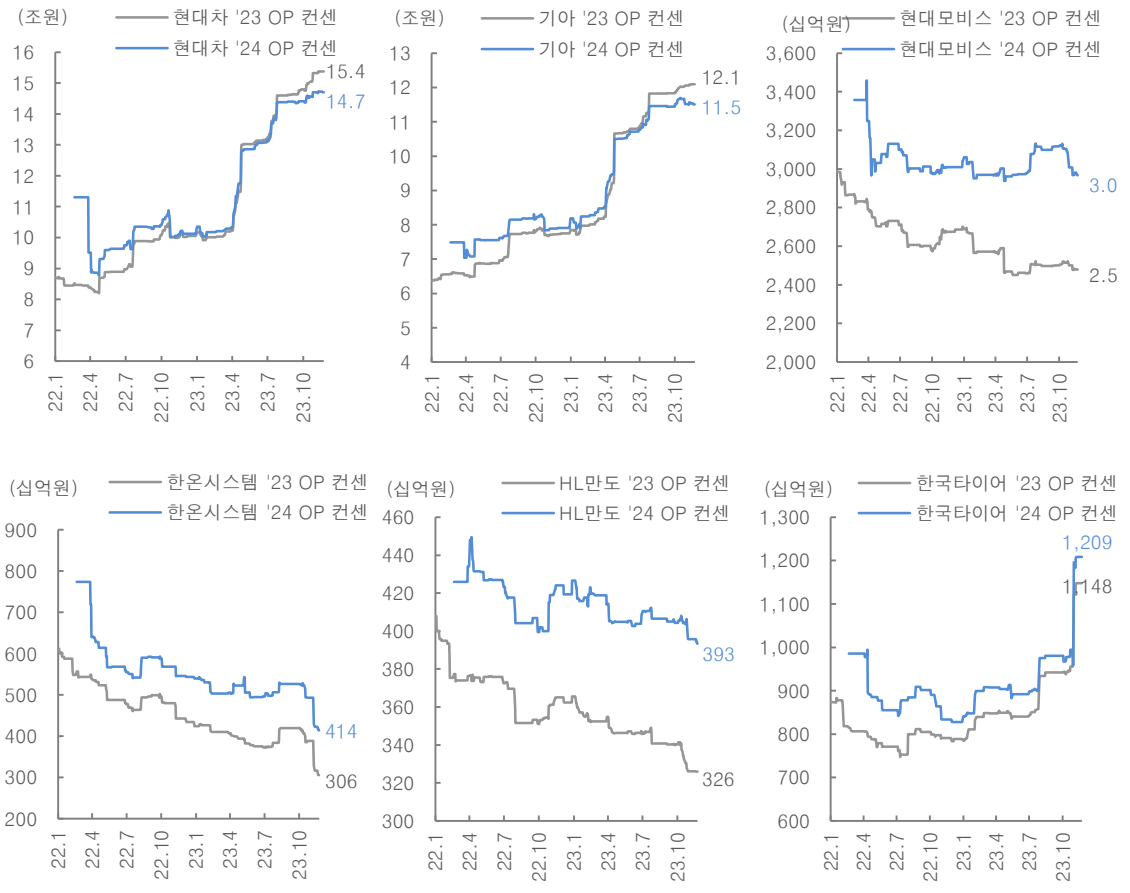
자료: QuantiWise, DataGuide, 대신증권 Research Center

2024년 자동차 업종 실적: 정상 이익체력 검증 시즌

완성차 vs 부품사 이익 모멘텀 상반된 모습이나, 결국, 정상 업황에서 이익체력 확인 될 것

- 완성차의 경우, 2022년 이후 이익레벨 지속 상향된 모습. 다만, 2024년 이익 모멘텀은 다소 둔화
- 한국타이어 제외한 주요 중대형 부품사의 연중 이익 눈높이 지속 하향. 반면 2023년 대비 2024년 증익 모멘텀은 지속 유효
- 2024년 완성차 vs 부품사 간 실적 기저 상반된 상황. 결국, 2024년 정상화된 업황에서 코로나 이후 변화된 정상 이익체력 확인하게 될 것으로 예상

자동차 주요 종목(섹터 내 합산 시총 비중 79%) 2023/24년 영업이익 컨센 추이



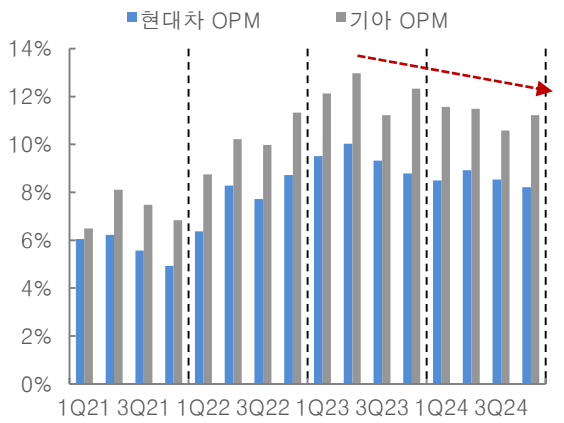
자료: QuantiWise, 대신증권 Research Center

2024년 자동차 투자 전략: Outperformer 선별

완성차: 상반기 박스권 → 하반기 펀더멘털에 기반한 주가 모멘텀 발현 예상

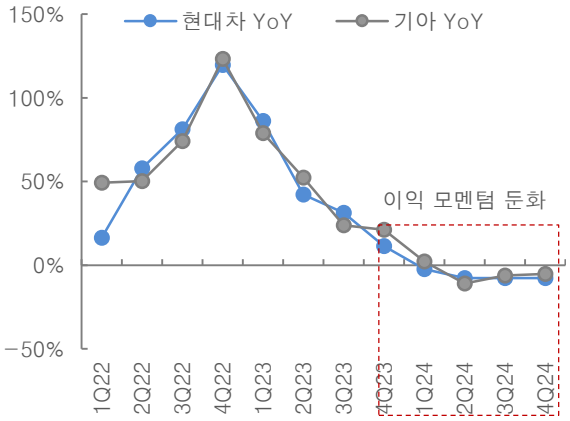
- 당사 추정 기준, 2024년 현대차/기아 OPM은 각각 8.5%/11.2%로 YoY -0.9%pt/-1.0%pt 소폭 둔화 예상. 기저효과 및 업황 정상화 시점 감안 시, 2Q24 이후 완성차의 YoY 감익 예상
- 이에 완성차 업종은 1H24 시장 대비 초과수익 가능성 크지 않을 것. 다만, 1) 2023년 연말 배당, 2) 저렴한 밸류 고려 시, 하방 또한 제한. 이에, 1H24 완성차 업종은 박스권 움직임 예상
- 2Q24 이후 재차 증명될 1) 완성차 업종의 이익 기초체력, 2) 아세안 시장(인도/베트남/인니) 모멘텀 주목할 필요

현대차/기아 분기별 OPM



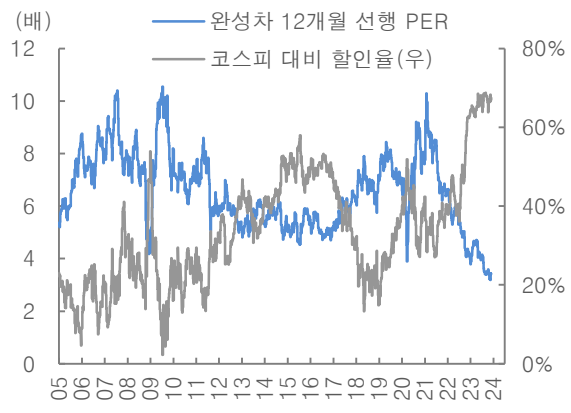
자료: 현대차, 기아, 대신증권 Research Center

현대차/기아 분기별 OP YoY



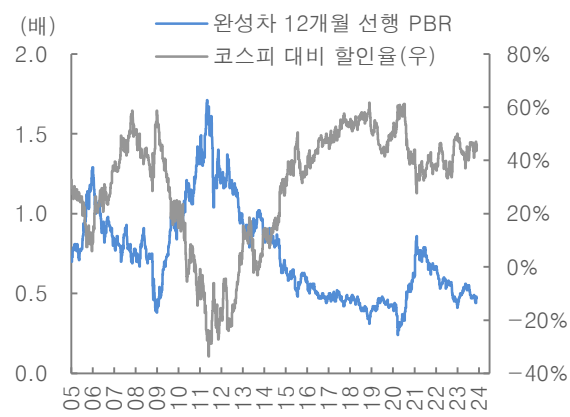
자료: 현대차, 기아, 대신증권 Research Center

완성차 업종 12MF PER



자료: QuantiWise, 대신증권 Research Center

완성차 업종 12MF PBR



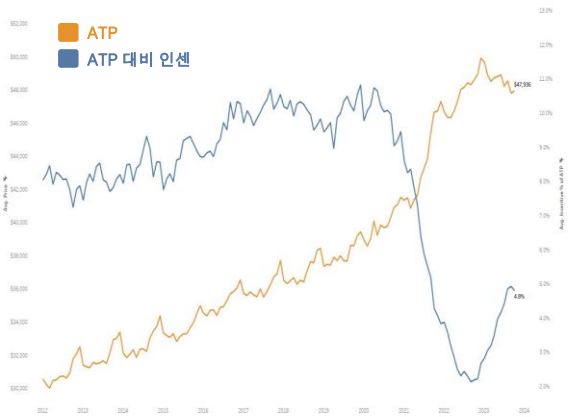
자료: QuantiWise, 대신증권 Research Center

2024년 자동차 투자 전략: Outperformer 선별

완성차: 분기 감익 이후, 1) 정상 이익 체력, 2) 아세안, 3) 자율주행, 4) BEV 신차 모멘텀 주목

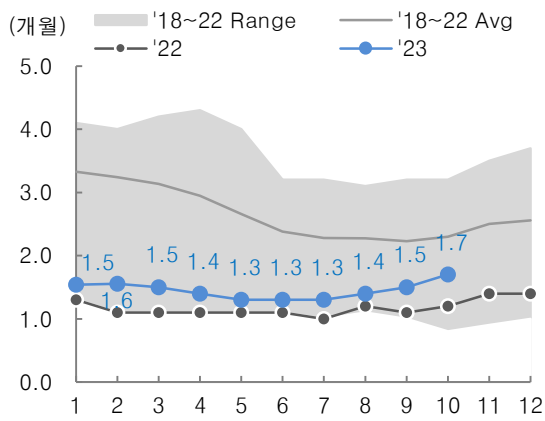
- 1H24 생산 정상화에 따른 경쟁 심화로 인센티브 상승(ASP 상승 제한) 예상. 이에 완성차 업종 실적 모멘텀 둔화 전망
- 2H24 1) 적정 재고, 2) 타OEM 대비 신차 경쟁력 유지됨에 따라 정상 이익 체력 확인 및 실적 모멘텀 강화 예상

북미 신차 ATP-인센티브 비율: 저점 반등



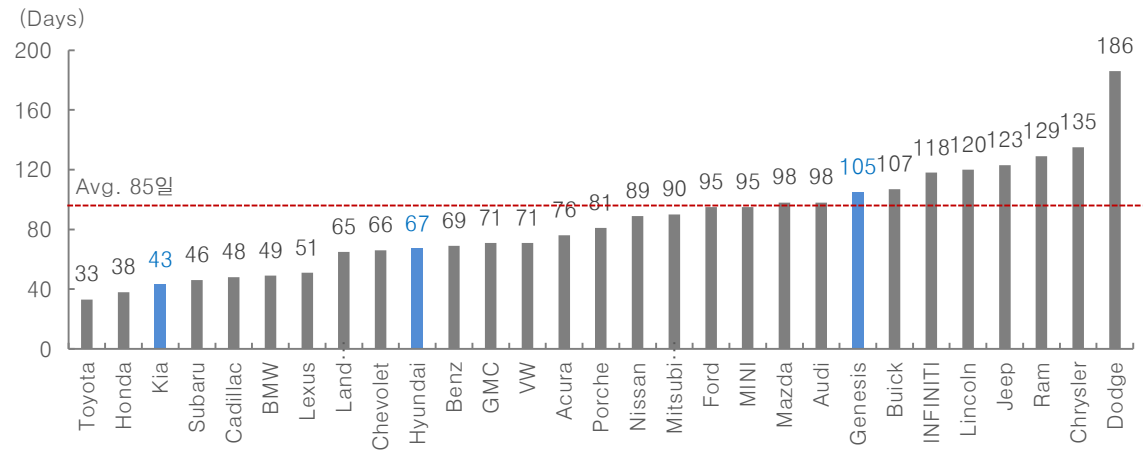
자료: CoxAutomotive, 대신증권 Research Center

현대차 글로벌 재고 추이



자료: 현대차, 대신증권 Research Center

브랜드별 북미 재고일수



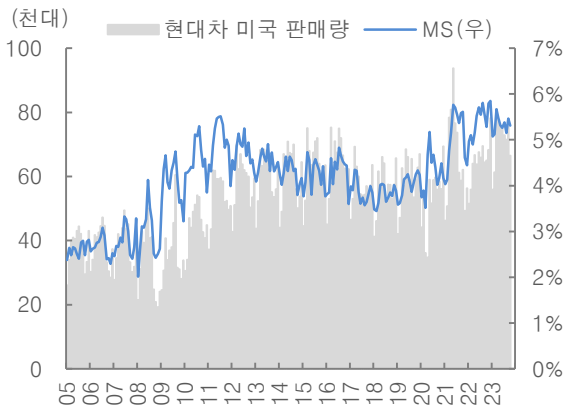
자료: CoxAutomotive, 대신증권 Research Center

2024년 자동차 투자 전략: Outperformer 선별

완성차: 2H24 높아진 업종 이익체력 및 경쟁력 확인될 것

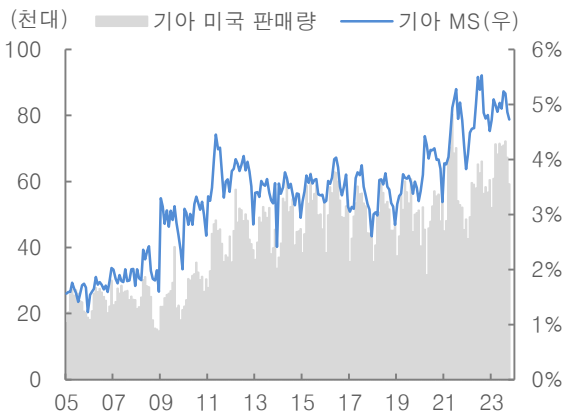
- 현대차/기아의 미국/유럽 주요국 점유율은 2019~20년 이후 +1%pt 이상 상승. 이에 대해 시장은 현대차그룹 자체 경쟁력 때문이 아닌, 경쟁사 생산 차질에 따른 반사수혜 영향으로 해석
- 실제 2024년 자동차 업종 경쟁 심화 예상됨에 따라, 점유율 및 실적 하향 가능성에 대한 확인 필요
- 결론적으로, 1) 현대차/기아의 점유율 상승을 이끈 주요 차종과 2) 2024년 글로벌 신차 출시 일정 분석한 결과, 2024년 현대/기아 점유율과 실적의 하락폭 제한적일 것으로 전망

현대차 미국 판매 – M/S: '20년 이후 레벨업



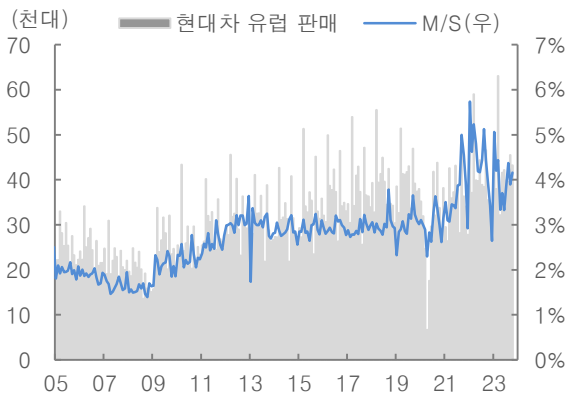
자료: Automotive News, 대신증권 Research Center

기아 미국 판매 – M/S: '20년 이후 레벨업



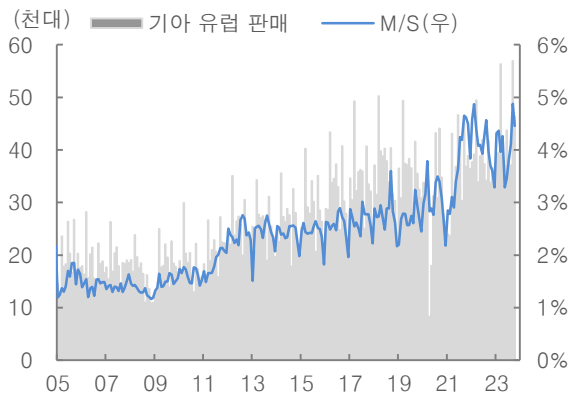
자료: Automotive News, 대신증권 Research Center

현대차 유럽 판매 – 점유율: '19년 대비 레벨업



자료: ACEA, 대신증권 Research Center

기아 유럽 판매 – 점유율: '19년 대비 레벨업



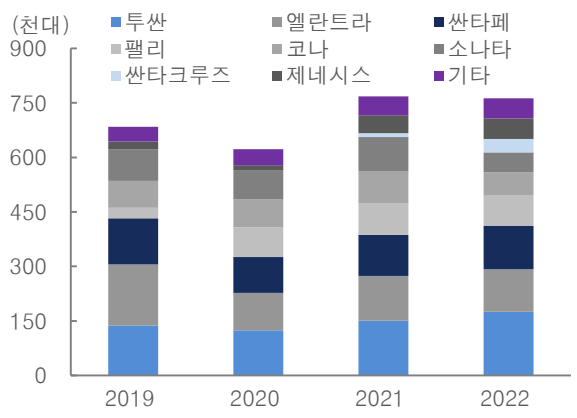
자료: ACEA, 대신증권 Research Center

2024년 자동차 투자 전략: Outperformer 선별

완성차: 2H24 높아진 업종 이익체력 및 경쟁력 확인될 것

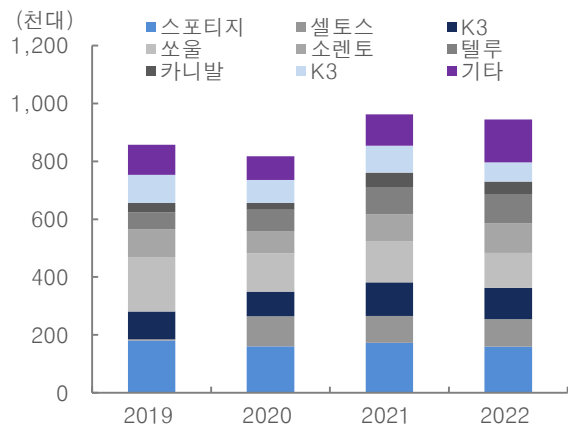
- 2020년 이후 국내 자동차 업종의 점유율 상승을 이끈 주요 차종은 [현대차] 투싼, 싼타페, 제네시스, [기아] 스포티지, 쏘렌토, 텔루 등. 현대/기아 재고 타이트한 상황에서 2024년 점유율 하락/인센티브 상승이 실적 훼손으로 이어지기 위해서는 경쟁사의 신차 모멘텀이 있어야할 것
- 하지만, 2024년 현대/기아의 주요 차종과 직접적인 경쟁관계에 있을만한 신차 제한. 미국의 경우, 도요타 Camly, 4Runner, 유럽의 경우, VW 티구안, BMW X3 수준
- 이에 따라, 1) 현대/기아 재고, 2) 예상 경쟁 강도 고려 시, 2H24 완성차 이익 모멘텀 발현 가능할 것

현대 미국 핵심차종: 투싼, 싼타페, 제네시스



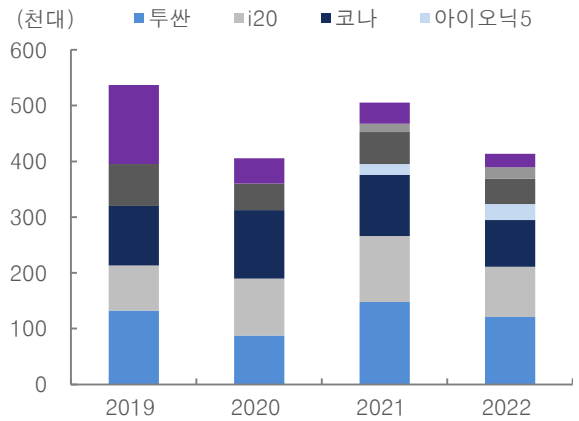
자료: 현대차, 대신증권 Research Center

기아 미국 핵심차종: 스포티지, 쏘렌토, 텔루



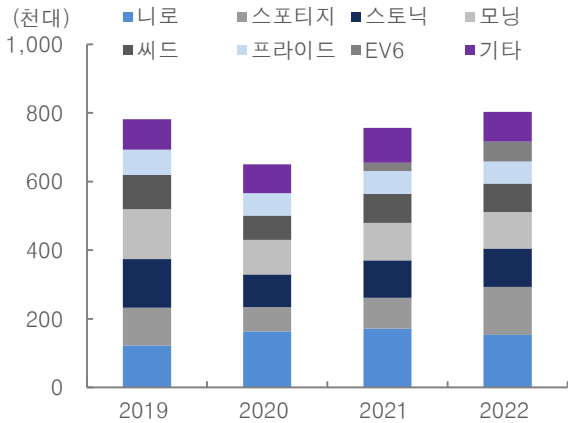
자료: 기아, 대신증권 Research Center

현대 유럽 핵심차종: 투싼/아이오닉5/바이욘



자료: 현대차. 대신증권 Research Center

기아 미국 핵심차종: 스포티지, 씨드, EV6



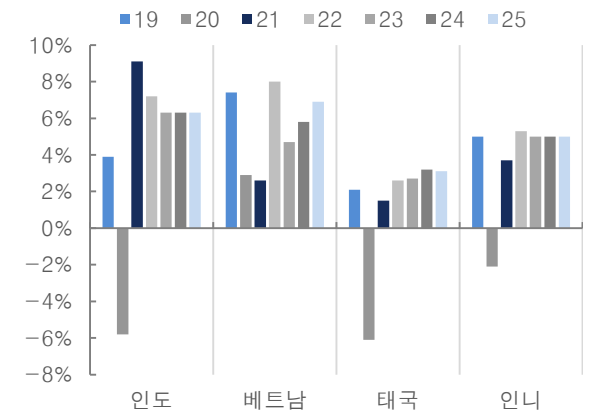
자료: 기아, 대신증권 Research Center

2024년 자동차 투자 전략: Outperformer 선별

완성차: 업황 정상화에 따라 중장기 성장 잠재력 보유한 아세안 시장 주목할 필요

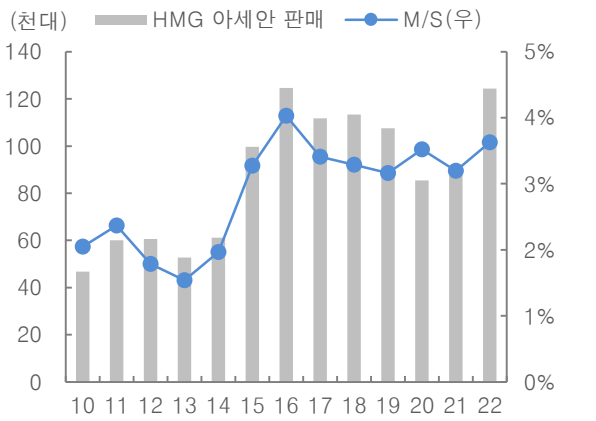
- 코로나 락다운, 공급망 차질, 경기 불확실성으로 아세안 지역 자동차 업황 변동성 확대
- 주요 선진국(미국/유럽 등) 성장 안정화로 아세안 지역 중장기 성장 잠재력 부각될 것
- Global Data에 따르면, 2026년 아세안 주요국 신차 판매는 402만대로 2023년 대비 +16% 상승 전망
- 이에 맞춰 관련 업체 아세안 시장 진출. 현대차/기아는 싱가폴, 인니(현대차), 태국(기아) 현지 진출

아세안 주요국 GDP 전망



자료: IMF, 대신증권 Research Center

현대차/기아 아세안 지역 신차 판매 및 점유율



자료: Marklines, 대신증권 Research Center

아세안 주요국 신차 판매 전망

(단위: 천대)	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Total	**2,820**	**3,410**	**3,459**	**3,653**	**3,852**	**4,018**
YoY	*11.9%*	*20.9%*	*1.5%*	*5.6%*	*5.5%*	*4.3%*
Indonesia	821	961	985	1,046	1,100	1,144
Thailand	736	827	863	921	980	1,022
Malaysia	508	715	713	721	743	766
Vietnam	382	472	418	471	508	547
Philippines	287	365	408	417	438	453
Singapore	56	39	35	34	37	36
Brunei	13	13	16	18	19	19
Myanmar	8	8	11	14	15	17
Laos	8	9	10	12	13	14

자료: Global Data, 대신증권 Research Center

아세안 주요국 자동차 밸류체인 진출 현황

국가	진출 기업	투자 내용	투자금액(백만달러)
싱가포르	현대차그룹	현지 혁신센터 건설(HMGICS)	-
태국	기아	완성차 생산공장 건설	-
	도요타	HEV 캐파 확대(+배터리)	781
	혼다	배터리 공장 건설	136
	미쯔비시	xEV 생산공장 건설	644
	미쯔비시	전기차 Capa 확대	175
	닛산	HEV Capa 확대(+배터리)	397
	FOMM	전기차 Capa 확대	31
	SAIC	배터리 생산	75
	SAIC	전기차 인프라 확대	782
	GWM	전기차 Capa 확대	71
	Foxconn	전기차 생산	1,500
	Benz	PHEV Capa 확대	20
	Evlomo	배터리 생산	1,060
	ford	전기차 라인업 및 생산 확대	900
	BYD	전기차 생산공장 건설	-
인니	현대차	전기차 생산공장 건설	1,500
	현대차-LGES	배터리 공장 건설	1,100
	CATL	배터리 생산	5,200
	Foxconn	전기차, ESS, 리사이클 등 투자	8,000
	BMW	배터리 공장 건설	16
	오포(중국)	인니 공장 건설	-
	도요타	전기차 생산	2,000
말레이	도요타	HEV 캐파 확대	65
	삼성SDI	2025년 현지 공장 준공 계획	1,300
	SK넥실리스	배터리용 동박 생산	553
필리핀	ENPlus	전기차 생산공장 건설	101

자료: Global Data, 대신증권 Research Center

2024년 자동차 투자 전략: Outperformer 선별

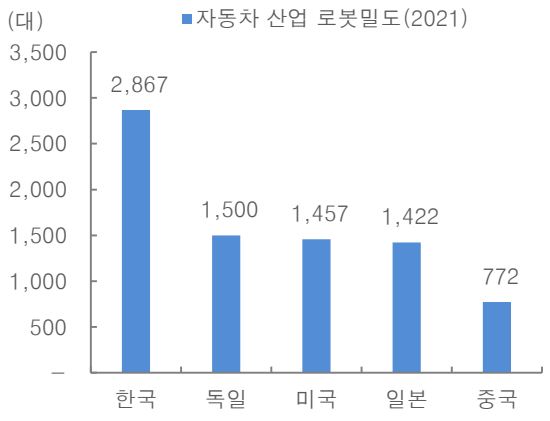
부품: 실적에 모멘텀이 더해질 종목 선별

- 2024년 글로벌 자동차 판매 YoY +5.5%, 현대차/기아 합산 판매 +4.2% 증가 예상. 이에 물량 효과 절대적인 부품주의 실적 안정적인 흐름 보일 것.
- 다만, 부품사 실적 기대감은 상당부분 주가에 선반영. 실적에 더해질 '모멘텀' 보유한 종목 선별 필요
- 2024년 주목해야할 모멘텀으로 1) 인건비 부담 증가에 따른 신차 생산 공정개선(자동화/로보틱스), 2) Lv3 자율주행(HDP) 상용화, 3) ES/EM 수주(E-GMP 후속 전기차 플랫폼) 제시
- 당사 부품주 커버리지 내 Top Pick 현대모비스 제시

현대차그룹 판매 전망: 2024년 YoY +4.2%

자료: 현대차, 기아, 대신증권 Research Center

주요국 자동차 산업 로봇 밀도(1만명당 로봇대수)



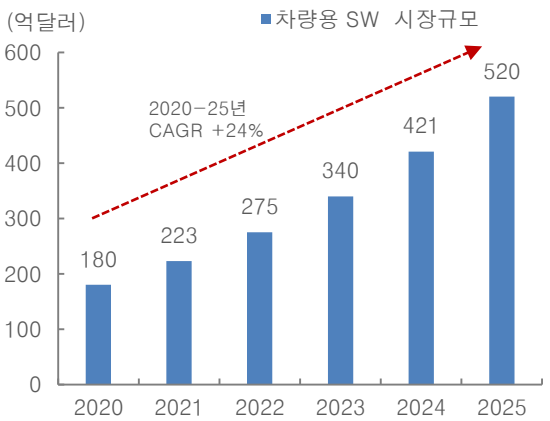
자료: IFR, 대신증권 Research Center

Lv3 자율주행 출시 예상: 원년이 될 2024년

Lv3 자율주행 출시 예상 모델 및 시기	
2024년	기아 EV9, 제네시스 G90, 현대차 아이오닉7
2025년	제네시스 GV90
2026년	제네시스 G80, GV80

자료: 현대차, 기아, 언로종합, 대신증권 Research Center

차량용 SW 시장규모 전망



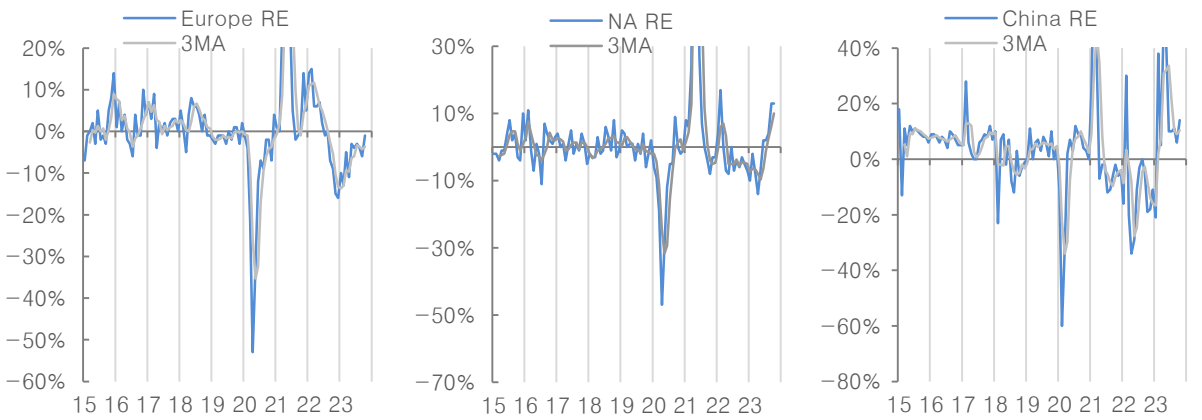
자료: 글로벌마켓인사이드, 대신증권 Research Center

2024년 자동차 투자 전략: Outperformer 선별

타이어: 실적에 기반한 밸류 플레이 전략 추천

- 타이어 수요는 1H23 재고 destocking, 기저 부담으로 부진. 2H23 destocking 마무리, 비용(운임/원재료) 안정화 맞물리며 이익 체력 레벨업
- 실적 변수(P/Q/C) 안정화 추세, 견조한 실적에 기반한 밸류 플레이 가능할 것
- [P] 글로벌 인플레 지속으로 하락폭 제한, 차량 대형화/고급화에 따른 인상효과 지속, [Q] 1H23 재고 destocking 이후 완만한 흐름, [C] 운임 하락분 래깅 반영되는 가운데, 고무체인 원재료 가격 안정세

지역별 RE타이어 수요 YoY

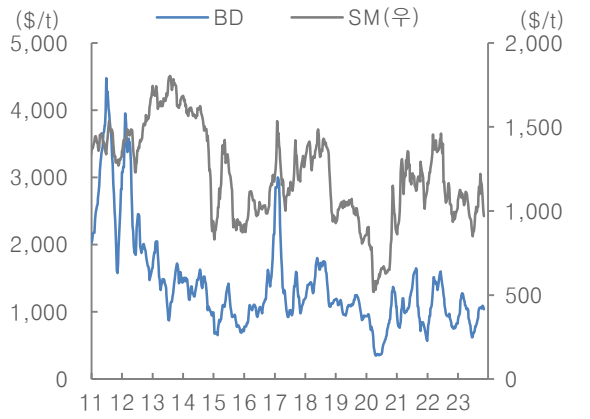


자료: Michelin, 대신증권 Research Center

고무가격 추이

자료: MRB, KITA, 대신증권 Research Center

합성고무 체인 비용 가격



자료: Cischem, 대신증권 Research Center

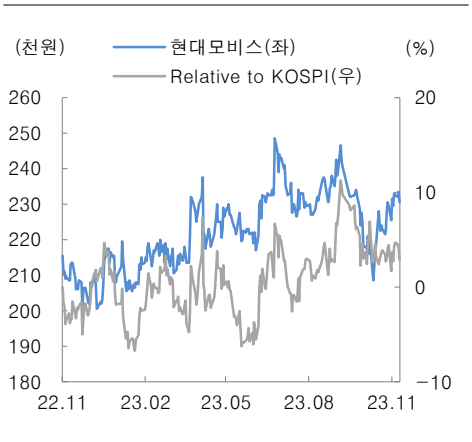
현대모비스 (012330)

완성차가 주춤할 때, 봐야 하는 종목

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	310,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	230,500원

KOSPI	2,519.81
시가총액	21,587십억원
시가총액비중	1.13%
자본금(보통주)	488십억원
52주 최고/최저	248,500원 / 200,500원
120일 평균거래대금	373억원
외국인지분율	38.63%
주요주주	기아 외 6인 31.68% 국민연금공단 8.56%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.8	0.0	1.5	10.6
상대수익률	-4.3	1.3	3.1	6.8



- 1H24 신차 업황과 관계없이 A/S 사업부 중심으로 견조한 실적 펀더멘털 유지될 것
- A/S 부문 [Q] 안정적 순정 부품 수요, [P] 단가 인상 노력, [C] 물류비 하락(해상 운임 하락/항공 비중 축소)에 따라 분기 22~23%의 안정적인 OPM 시현 가능할 것
- 모듈/부품 사업부의 경우, 1) 완성차 가동률 개선, 2) 전장 부품(ADAS/IVI/제어기 등) 증가로 외형 견조
- 최근 전기차 수요 둔화로 전동화 사업부 실적 우려 있으나, 1) xEV 판매 호조, 2) 셀가격 하락으로 수익성 부담 제한. 이후 중장기 물량 성장 및 셀 매입 회계처리 변경됨에 따라 수익성 개선 지속될 것
- 2023년 VW BSA 수주에 이어, 2024년에도 논캡티브향 전동화 부품 수주(BSA. 인버터 등), 및 자율주행 부품 수주 활동 지속
- 안정적인 실적/현금흐름 바탕으로 주주 환원 정책(배당, 자사주 지급 등) 검토하고 있는 점 또한 긍정적

(십억원, 원, %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	41,702	51,906	60,050	64,103	70,107
영업이익	2,040	2,027	2,518	3,294	3,554
세전순이익	3,195	3,363	4,704	5,534	5,830
총당기순이익	2,362	2,487	3,528	4,151	4,372
지배지분순이익	2,352	2,485	3,524	4,147	4,368
EPS	24,818	26,301	37,420	44,275	46,635
PER	10.3	7.6	6.2	5.2	4.9
BPS	372,147	400,026	434,563	477,153	519,654
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4
ROE	6.9	6.8	9.0	9.7	9.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 현대모비스, 대신증권 Research Center

현대모비스 실적 추정

	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	14,667.0	15,684.9	14,230.2	15,467.6	15,219.4	16,055.5	15,805.6	17,022.8	51,906.3	60,049.7	64,103.3
YoY	29.7%	27.4%	7.0%	3.2%	3.8%	2.4%	11.1%	10.1%	24.5%	15.7%	6.8%
QoQ	-2.2%	6.9%	-9.3%	8.7%	-1.6%	5.5%	-1.6%	7.7%			
모듈/부품	12,036.3	12,987.8	11,457.0	12,760.0	12,553.8	13,350.9	13,022.0	14,331.5	41,696.6	49,241.1	53,258.2
전동화	3,326.9	3,743.6	2,723.6	2,963.3	3,238.5	3,303.2	3,853.8	4,046.4	9,675.9	12,757.4	14,441.9
핵심부품	2,526.1	2,759.0	2,761.3	2,921.8	2,664.2	2,973.2	2,904.1	3,059.6	9,332.5	10,968.2	11,601.0
모듈조립	6,183.3	6,485.2	5,972.1	6,874.8	6,651.1	7,074.5	6,264.1	7,225.5	22,688.2	25,515.4	27,215.3
A/S	2,630.7	2,697.1	2,773.2	2,707.7	2,665.6	2,704.6	2,783.7	2,691.3	10,094.7	10,808.7	10,845.1
영업이익	418.1	663.7	690.2	745.7	790.1	809.0	848.6	845.8	2,026.6	2,517.7	3,293.5
OPM	2.9%	4.2%	4.9%	4.8%	5.2%	5.0%	5.4%	5.0%	3.9%	4.2%	5.1%
YoY	8.1%	64.6%	19.8%	12.9%	89.0%	21.9%	23.0%	13.4%	-0.7%	24.2%	30.8%
QoQ	-36.7%	58.7%	4.0%	8.0%	6.0%	2.4%	4.9%	-0.3%			
모듈/부품	-117.0	95.6	14.6	101.3	177.0	192.3	216.7	237.6	68.2	94.5	823.7
OPM	-1.0%	0.7%	0.1%	0.8%	1.4%	1.4%	1.7%	1.7%	0.2%	0.2%	1.5%
A/S	535.1	568.1	675.6	644.4	613.1	616.6	631.9	608.2	1,958.3	2,423.2	2,469.8
OPM	20.3%	21.1%	24.4%	23.8%	23.0%	22.8%	22.7%	22.6%	19.4%	22.4%	22.8%
당기순이익	841.8	932.0	998.1	756.0	1,012.8	1,026.9	1,056.6	1,054.5	2,487.2	3,527.9	4,150.9
지배순이익	841.4	931.4	997.8	754.2	1,010.3	1,024.4	1,054.1	1,057.9	2,485.2	3,524.8	4,146.7
NPM	5.7%	5.9%	7.0%	4.9%	6.6%	6.4%	6.7%	6.2%	4.8%	5.9%	6.5%
YoY	62.1%	21.2%	79.5%	17.5%	20.1%	10.0%	5.6%	40.3%	5.6%	41.8%	17.6%
QoQ	31.1%	10.7%	7.1%	-24.4%	34.0%	1.4%	2.9%	0.4%			

자료: 대신증권 Research Center

현대차 (005380)

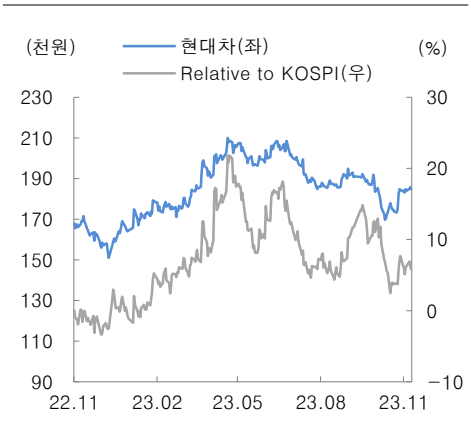
반영된 우려는 크고, 기대는 적다

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	300,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	184,800원

KOSPI	2,519.81
시가총액	45,929십억원
시가총액비중	2.40%
자본금(보통주)	1,147십억원
52주 최고/최저	210,000원 / 151,000원
120일 평균거래대금	912억원
외국인지분율	32.90%
주요주주	현대모비스 외 9인 29.68% 국민연금공단 7.86%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.2	-1.0	-10.1	9.3
상대수익률	-3.8	0.3	-8.7	5.6

- 2023년 우려 대비 견조한 업황과 실적, 주가 수익률 기저 효과로 시장대비 Outperform
- 2024년은 자동차 생산과 경쟁이 정상화된 상황에서 기본 이익 체력을 확인하게 될 것
- 2Q24 YoY 영업이익 감익 예상됨에 따라, 이후 확인될 2H24 실적 펀더멘털에 주목
- 시장은 생산 정상화에 다른 경쟁 심화로 피크 아웃 우려. 하지만, 1) 재고(글로벌 1.7개월), 2) 2024년 글로벌 OEM 신차 라인업 고려 시, 실제 수익성 둔화폭 제한적일 것(2024년 연간 OPM 8.5%, YoY -0.9%pt)
- 이에, 2Q24 실적 가시성 높아짐에 따라 피크아웃에 대한 부담 덜어내며 주가 모멘텀 발현 예상
- 4Q23-1Q24 단기 배당/싼타페 모멘텀, 2Q24 이후 1) 정상 이익 체력, 2) 아세안(인니) 성장, 3) 아이오닉 7(4Q24 출시 예상), 4) Lv3 자율주행(HDP 옵션) 상용화 모멘텀에 주목



(십억원, 원, %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	117,611	142,528	163,623	168,558	172,781
영업이익	6,679	9,820	15,397	14,404	14,439
세전순이익	7,960	10,948	18,012	17,239	17,383
총당기순이익	5,693	7,984	13,135	12,571	12,676
지배지분순이익	4,942	7,364	12,675	12,131	12,233
EPS	17,846	26,592	46,190	44,248	44,617
PER	11.7	5.7	4.0	4.2	4.1
BPS	270,768	297,355	339,495	374,335	409,234
PBR	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE	6.8	9.4	14.4	12.4	11.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 현대차, 대신증권 Research Center

현대차 실적 추정

	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	37,778.7	42,250.0	41,003.0	42,591.4	41,295.0	43,882.2	41,292.6	42,088.1	142,527.5	163,623.1	168,557.9
YoY	24.7%	17.4%	8.7%	10.6%	9.3%	3.9%	0.7%	-1.2%	21.2%	14.8%	3.0%
QoQ	-1.9%	11.8%	-3.0%	3.9%	-3.0%	6.3%	-5.9%	1.9%			
자동차	30,646.0	33,766.0	32,312.0	34,271.8	34,028.8	35,299.9	32,734.5	33,971.9	113,718.0	130,995.8	136,035.0
금융	5,089.0	5,748.0	5,902.0	5,708.8	5,120.4	5,709.5	5,629.7	5,374.8	20,038.0	22,447.8	21,834.3
기타	2,043.7	2,736.0	2,789.0	2,610.9	2,145.9	2,872.8	2,928.5	2,741.4	8,771.5	10,179.6	10,688.6
영업이익	3,592.7	4,238.0	3,822.0	3,744.7	3,508.3	3,914.1	3,525.2	3,456.4	9,819.7	15,397.4	14,403.9
OPM	9.5%	10.0%	9.3%	8.8%	8.5%	8.9%	8.5%	8.2%	6.9%	9.4%	8.5%
YoY	86.3%	42.2%	146.3%	11.5%	-2.3%	-7.6%	-7.8%	-7.7%	47.0%	56.8%	-6.5%
QoQ	7.0%	18.0%	-9.8%	-2.0%	-6.3%	11.6%	-9.9%	-2.0%			
자동차	3,054.0	3,473.0	3,114.0	3,081.6	2,969.3	3,271.0	2,909.8	2,871.0	7,394.0	12,722.6	12,021.1
OPM	10.0%	10.3%	9.6%	9.0%	8.7%	9.3%	8.9%	8.5%	6.5%	9.7%	8.8%
금융	368.0	425.0	383.0	376.0	324.4	355.8	351.9	338.6	1,844.0	1,552.0	1,370.6
OPM	7.2%	7.4%	6.5%	6.6%	6.3%	6.2%	6.3%	6.3%	9.2%	6.9%	6.3%
기타	170.7	340.0	325.0	287.2	214.6	287.3	263.6	246.7	581.7	1,122.9	1,012.2
OPM	8.4%	12.4%	11.7%	11.0%	10.0%	10.0%	9.0%	9.0%	6.6%	11.0%	9.5%
당기순이익	3,419.4	3,346.8	3,303.5	3,064.8	3,075.3	3,371.2	3,087.6	3,037.4	7,983.6	13,134.4	12,571.5
지배순이익	3,311.5	3,235.0	3,189.7	2,938.5	2,948.5	3,232.3	2,960.4	2,990.3	7,364.4	12,674.7	12,131.5
NPM	8.8%	7.7%	7.8%	6.9%	7.1%	7.4%	7.2%	7.1%	5.2%	7.7%	7.2%
YoY	108.9%	15.4%	150.8%	72.4%	-11.0%	-0.1%	-7.2%	1.8%	49.0%	72.1%	-4.3%
QoQ	94.3%	-2.3%	-1.4%	-7.9%	0.3%	9.6%	-8.4%	1.0%			
[현대차 추정 관련 주요 가정]											
원/달러(초)	1,275.0	1,315.5	1,312.1	1,349.5	1,349.5	1,349.5	1,349.5	1,349.5	1,291.1	1,313.0	1,349.5
원/달러(말)	1,368.1	1,432.6	1,428.3	1,425.7	1,425.7	1,425.7	1,425.7	1,425.7	1,357.2	1,413.6	1,425.7
판매량											
중국 제외	973.0	1,068.5	1,003.6	1,020.9	1,037.4	1,095.3	1,056.3	1,073.5	3,678.3	4,065.9	4,262.6
중국 포함	1,032.0	1,124.8	1,062.5	1,081.6	1,098.4	1,149.4	1,117.1	1,136.1	3,928.7	4,300.9	4,501.0
내수	191.0	203.1	192.5	204.2	193.9	206.1	195.4	207.3	688.9	790.9	802.8
수출	280.2	318.2	285.6	293.9	283.0	314.0	288.5	296.8	1,027.3	1,177.9	1,182.4
HMMA	91.2	99.5	88.4	83.3	94.3	99.5	91.4	86.2	335.0	362.5	371.3
HMMC	87.8	98.0	80.1	80.2	89.8	92.7	81.9	82.0	321.6	346.2	346.4
HAOS	65.6	65.0	46.7	52.2	67.0	63.2	47.7	53.3	203.9	229.7	231.1
HMI	181.6	190.4	200.2	198.7	191.6	193.2	211.2	209.6	712.7	771.0	805.7
단순ASP											
내수	40.0	42.1	40.5	41.1	40.5	40.2	39.8	39.4	40.4	40.9	40.0
수출	30.2	29.8	29.7	30.3	29.9	29.6	29.4	29.1	28.3	30.0	29.5
미국	34.7	35.5	35.9	36.2	35.7	35.4	35.1	34.7	34.0	35.6	35.2
체코	30.3	32.1	33.1	33.2	32.7	32.5	32.2	31.9	28.9	32.1	32.3
터키	17.7	20.2	21.5	21.5	21.2	21.0	20.8	20.6	17.8	20.1	20.9
인도	13.5	14.4	15.6	16.0	15.7	15.6	15.5	15.3	13.0	14.9	15.5

자료: 대신증권 Research Center

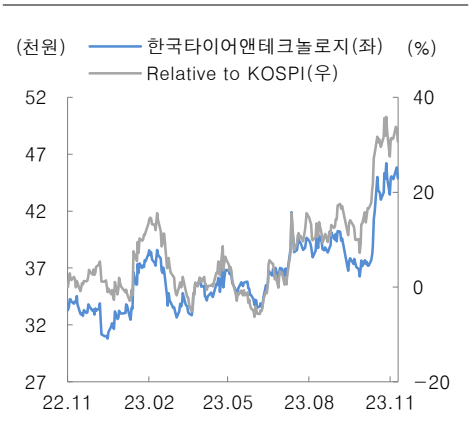
한국타이어앤테크놀로지 (161390)

비용 하락에 따른 이익 레버리지 확대

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	51,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	44,900원

KOSPI	2,519.81
시가총액	5,562십억원
시가총액비중	0.29%
자본금(보통주)	62십억원
52주 최고/최저	46,200원 / 30,800원
120일 평균거래대금	95억원
외국인지분율	40.15%
주요주주	한국앤컴퍼니 외 23인 43.23% 국민연금공단 8.02%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	20.7	13.4	25.9	31.9
상대수익률	10.3	14.8	27.9	27.3



- 북미/유럽 중심 RE/OE 판매 양호한 가운데, 고인치/올-웨더 타이어 판매 증가로 실질 ASP 상승 효과 지속
- 3Q23 기점으로 물류비/원재료 하락효과 반영되며 이익 레버리지 확대
- 2024년 영업이익 1.2조(+2.2%)/OPM 13% 추정하며, 분기 이익체력 3,000억 수준으로 상승할 것으로 예상
- 3Q23 유가 상승에 따른 고무 체인 가격 상승 우려했으나, 실제 고무가 영향 크지 않았으며, 최근 유가 또한 안정화
- 수요 안정적인 가운데, 겨울 계절성(윈터/올웨더 타이어 수요 ↑) 감안 시, 4Q23 호실적 가시성 또한 높다는 판단
- 2023/24년 PER 각각 6.6배/5.8배로 Global Peer Group 평균 9.2배/8.3배 대비 부담 제한적

(십억원, 원, %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	7,141	8,394	9,060	9,434	9,513
영업이익	642	706	1,172	1,201	1,456
세전순이익	713	858	1,132	1,161	1,415
총당기순이익	595	706	838	859	1,047
지배지분순이익	588	690	830	850	1,036
EPS	4,748	5,572	5,973	6,865	8,366
PER	8.4	5.6	7.5	6.5	5.4
BPS	65,858	71,097	77,000	83,073	90,646
PBR	0.6	0.4	0.6	0.5	0.5
ROE	7.6	8.1	8.1	8.6	9.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 한국타이어앤테크놀로지, 대신증권 Research Center

한국타이어앤테크놀로지 실적 추정

	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	2,104.1	2,263.5	2,340.1	2,352.4	2,306.4	2,373.1	2,390.5	2,363.6	8,394.2	9,060.1	9,433.5
YoY	17.5%	11.0%	1.8%	3.9%	9.6%	4.8%	2.2%	0.5%	17.5%	7.9%	4.1%
QoQ	-7.1%	7.6%	3.4%	0.5%	-2.0%	2.9%	0.7%	-1.1%			
영업이익	190.9	248.2	396.4	336.1	288.7	269.2	306.8	336.5	705.8	1,171.6	1,201.2
OPM	9.1%	11.0%	16.9%	14.3%	12.5%	11.3%	12.8%	14.2%	8.4%	12.9%	12.7%
YoY	51.4%	41.6%	106.0%	58.5%	51.2%	8.5%	-22.6%	0.1%	9.9%	66.0%	2.5%
QoQ	-10.0%	30.0%	59.7%	-15.2%	-14.1%	-6.8%	14.0%	9.7%			
당기순이익	95.9	141.5	300.3	300.2	206.2	191.7	219.6	241.5	705.8	838.0	859.0
지배순이익	92.0	138.9	298.3	300.2	206.2	191.7	219.6	233.0	690.3	829.5	850.4
NPM	4.4%	6.1%	12.7%	12.8%	8.9%	8.1%	9.2%	9.9%	8.2%	9.2%	9.0%
YoY	-7.8%	-56.3%	30.8%	574.7%	124.1%	38.0%	-26.4%	-22.4%	17.4%	20.2%	2.5%
QoQ	106.7%	51.0%	114.8%	0.6%	-31.3%	-7.0%	14.5%	6.1%			
주요가정											
판매량(천본)	23,276.1	23,626.2	23,396.3	23,528.0	23,498.8	24,402.4	24,808.9	24,755.9	96,435.1	93,826.6	97,465.9
단위가격(원)	90,397.4	95,802.8	99,034.6	99,984.3	98,148.0	97,248.2	96,357.4	95,475.5	87,045.1	96,316.3	96,788.1
단위원가(원)	31,528.8	29,580.7	29,252.3	28,572.8	30,857.4	30,774.8	28,615.6	26,005.0	33,112.7	29,729.4	29,033.6

주: 판매량/가격/원가는 DART/IR 자료에 기반한 당사 추정치로 실제치와 차이 있을 수 있음
자료: 대신증권 Research Center

[Appendix] 2024년 OEM별 미국 신차출시 일정 1

	2022	2023	2024
한국OEM			
현대차	GV60 EV	IONIQ6 EV	Santa Fe
	G90	코나(+EV)	NEXO
	GV70 EV		
기아	EV6 EV	EV9	K3(Forte)
	Sportage		
	Niro(+EV)		
일본OEM			
도요타	bZ4X EV	Prius (FHEV)	bZ Compact SUV EV
	Sequoia	Prius Prime (PHEV)	RZ EV
	Tundra	Crown (FHEV)	Land Cruiser (MHEV)
	LX	Grand Highlander	Camry(HEV)
	RX	TX	4 Runner
	GR Corolla	Tacoma	GX
		RZ EV	
혼다	HR-V	Accord	Prologue EV
	CR-V		ZDX EV
	Civic Type R(Sports)		CR-V FCEV
	Pilot		RDX
	Integra		Odyssey
닛산	Z		Armada
	Ariya		QX80
			Murano
			Kicks
미국OEM			
GM	Lyriq EV	Colorado	Sierra EV (BT1 PF)
	AV EV	Trax	Celetiq EV (BEV3 PF)
		Silverado EV	Electra X/Y EV(BEV3 PF)
		Hummer EV(SUV/BT1 PF)	Escalade IQ/IQL EV(BT1 PF)
		Blazer EV	XT4(EV)
		Compact Electric Pickup	XT6(EV/Mid-size Crossover)
		Envista	Enclave
		Canyon	Acadia
		Zevo 400 EV	Terrain
		Origin	Traverse
			Bolt EUV(후속/BEV3 PF)
			Mid-Size Electric Crossover EV
			Equinox (D2XX PF)
			Optiq EV (BEV3 PF)
Ford	F-150 EV	Mustang	F-Series Super Duty
		Ranger	Nautilus
		Mid-size crossover EV	Expedition
			Navigator

자료: 대신증권 Research Center

[Appendix] 2024년 OEM별 미국 신차출시 일정 2

	2022	2023	2024
유럽OEM			
VW		Q5/SQ5	ID. Buzz EV
			ID.7 EV
			Q6 e-tron EV
			A6 e-tron EV
			Q3
BMW	7-Series	i7 EV	MINI Traveller
	X1	XM	MINI Crossover EV
	i4 EV	X8	X2
	iX EV	i5 EV	X3
		5-Series	MINI hardtop(2/4 Door)
			MINI Cooper Electric EV
			MINI Countryman
Benz	C-Class	GLC/GLC Coupe	CLE Coupe
	EQB EV	eSprinter EV	CLE Cabriolet
	EQE EV	EQS SUV EV(EVA2 PF)	EQG EV(W463 PF)
	EQS SUV EV	E-Class(+Wagon)	AMG GT(MSA PF)
	SL		E-Class Sedan/Wagon
Stellantis		Tonale	1500 REV EV(Ram 1500 EV Ver)
		Dakota	Recon EV
		Hornet	Wagoneer S EV
		ProMaster BEV (Fiat Ducato PF)	500e EV
			Compact Crossover(+EV)
			Compass
			Charger EV (STLA Large PF)
			Challanger EV (STLA Large PF)

자료: 대신증권 Research Center

[Appendix] 2024년 OEM별 유럽 신차출시 일정 1

유럽OEM	2022	2023	2024
VW	ID.5 EV	Q6 e-tron EV	A6 e-tron EV
	ID.Buzz EV	ID.7 EV	Cupra Tavascan EV
		A4/S4/RS 4	Elroq EV
		Q5/SQ5	Cupra Terramar
		Amarok	A5/S5/RS 5
			Tiguan
			Kodiaq
			Superb
			Transporter
			Q6/A6 e-tron EV
			Passat Variant (MQB evo PF)
BMW	2 Series Coupe/MPV	i5/i5 Touring EV	iX2 EV
	7 Series	5 Series	X2
	X1	XM	X3
	iX1		MINI Countryman
	i7		MINI Cooper Electric EV
			MINI 3-door/5-door Hatch
Benz	GLC	GLE Coupe	EQG EV
	SL	EQT EV	EQS SUV EV
	EQE EV	eCitan EV	CLE Cabriolet
	EVE SUV EV	E-Class Sedan/Estate	D9
	EQS SUV EV	#3 EV	
	T-Class	GLC Coupe	
		GT	
		#1 EV	
		eSprinter EV	
Stellantis	Astra/Astra Sports Tourer	C4 Aircross(CMP1 PF)	Astra Cross
	C5 X	Avenger(+EV)	Vivaro-e Hydrogen(FCEV)
	C4 X(+EV)	Palade EV	(e-)5008
	Rocks EV	3008	C3 Aircross(CMP1 PF)
	Scudo(+EV)	C3	Ypsilon EV
	Tonale	408	Compass
	E-Ulysse EV	e-308/e-308 SW	600
		600e EV	e-3008
		Astra Sports Tour Electric EV	E-C3 EV
		Astra Electric EV	DS 4 Electric EV
		Doblo(+EV)	e-408 EV
			e-Panda EV
			Insignia-e EV
			Crossland-e EV

자료: 대신증권 Research Center

[Appendix] 2024년 OEM별 유럽 신차출시 일정 2

	2022	2023	2024
한국OEM			
현대차	GV60 EV	Kona	Santa Fe
		IONIQ6 EV	NEXO
			i30
기아	Sportage	EV9	Ceed(+Wagon/Hatchback)
	Niro		Stonic
일본OEM			
Toyota	Aygo X	RZ EV(e-TNGA/e-SUBARU PF)	Large size commercial van
	GR86	C-HR	Lexus MPV(GA-K PF)
	RX	Prius	Camry(GA-K PF)
	bZ4X EV	LM	Land Cruiser
	Corolla Corss		ES
			LBX
Honda	Civic	Accord	Prologue EV (BEV3 PF)
	Civic Type-R		ZDX EV (BEV3 PF)
			RDX
			CR-V FCEV (New Compact PF)
Nissan	Townstar	Townstar EV	Compact EV(CMF-B EV PF)
	X-Trail	Interstar	Compact electric SUV
	Ariya		
미국OEM			
Ford	Tourneo Connect	Explorer EV	Tourneo Courier
	Ranger	Mustang	Explorer EV (MEB PF)
		Bronco	
		(E-)Tourneo Custom (V3 PF)	
		Transit Courier	
		Tourneo Courier	
		(E-) Transit Custom (V3 PF)	

자료: 대신증권 Research Center

Daishin
2024년 산업전망

운송

Back To Normal

▪ 양지환 jihwan.yang@daishin.com

Summary (운송)

- 코로나 팬데믹 상황이 종료되면서, 사상 초유의 전세계적인 국경 봉쇄 영향으로 나타났던 폐해들은 정상화되고 있으나 여전히 높은 인플레이션과 긴축으로 인해 투자, 소비의 회복은 더디게 진행되고 있음
- 전세계적인 투자와 소비 활동의 회복이 더디게 진행되면서 운송업의 근간이 되는 글로벌 물동량은 빠르게 회복되고 있지 못하고 있으며, 일부 섹터에서는 공급 압력이 가중되는 상황이 발생
- 수요 회복은 더디게, 공급은 빠르게 늘어나며 해운과 항공화물 운임지표들은 부진한 흐름을 당분간 지속할 것으로 예상
- 따라서 선진국 소비를 전방 수요로 하는 컨테이너해운과 항공화물은 큰 폭의 개선을 기대하기 어려운 상황임
- 다만, 국경 봉쇄가 풀리면서 회복되기 시작한 국제여객 수요의 증가세는 2024년에도 지속될 가능성이 높으며, 특히 리오프닝 정책이 늦게 시행된 중국의 여행 수요는 빠르게 증가할 것으로 전망함
- 또한 물류 병목현상 및 반도체 부품 부족으로 인해 생산 차질을 빚었던 완성차 생산 및 판매는 정상화되는 과정 속에서 2024년에도 양호한 성장 흐름을 이어나갈 것으로 예상
- 전세계에서 가장 늦게 국경을 개방한 중국의 소비 회복이 진행중이며, 하반기로 갈수록 인프라 투자 및 부동산 경기로 온기가 확산되면서 원자재 수요는 증가할 것으로 기대
- 미국과 유럽 등 선진국 경제의 불확실성으로 운송업 전반에 대한 투자의견은 중립 의견을 유지하지만 세부 섹터 및 종목별로는 차별화된 투자기회가 있을 것으로 전망
- 당사는 고인플레이션으로 전반적인 비용 구조가 높아진 상황에서 P의 상승 혹은 운영 효율성의 제고를 통해 수익성 개선이 가능한 업체에 주목
- 2024년 상반기 Top-Pick은 현대글로비스와 CJ대한통운을 제시함

2024년 불안정한 경기상황, 성장이 확실히 담보된 기업에 주목

Top-Picks : 현대글로비스, CJ대한통운

- 고금리 및 인플레이션 환경이 점차 완화될 것으로 전망되며, 유가 및 환율 등 Macro 변수의 불확실성도 2022~2023년에 비해 줄어들 것으로 예상
- 하지만, 2024년 상반기 중 미국 경기 둔화로 글로벌 경제성장률 및 교역량은 뚜렷한 회복을 기대하기 어려운 상황임
- 코로나를 거치면서 초호황국면에서 Peak-out 및 업황 둔화를 경험하고 있는 컨테이너해운과 항공화물부문은 2024년에도 불확실한 상황이 이어질 가능성이 높음
- 항공여객부문은 견조한 수요가 이어질 것으로 예상되나, 고인플레이션에 따른 비용 부담으로 수급이 타이트하게 전개되는 장거리 노선에서만 수익성 유지가 가능할 전망
- 반면, 소비의 변화된 흐름 속에서 체질 개선을 이룬 택배 산업과 선대 확충 및 고객사의 운임 인상으로 수익성 개선이 전망되는 업체가 2024년 운송업체 중 실적 개선이 가능할 것으로 추정

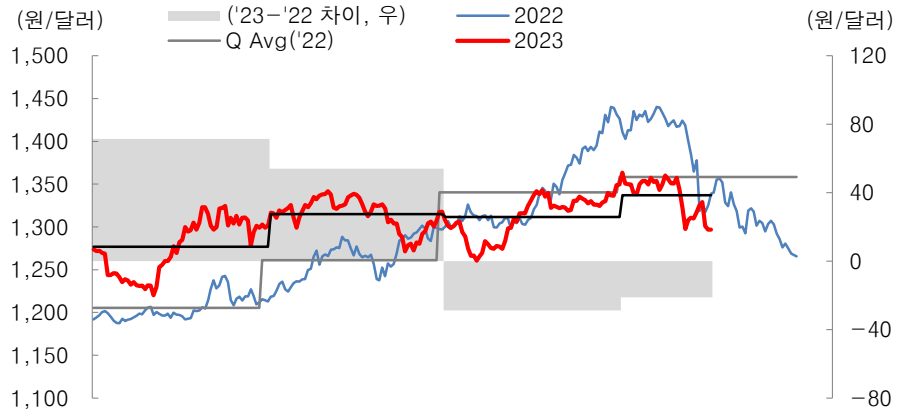
당사 Universe 운송업체의 실적 전망 및 투자의견

(단위: 십억원,%,배)

종목	현대글로비스		CJ대한통운		대한항공		HMM		팬오션		진에어		제주항공	
투자의견	BUY		BUY		BUY		Marketperform		BUY		BUY		BUY	
목표주가	240,000원		120,000원		30,000원		17,000원		7,000원		14,000원		16,000원	
현주가 (11/29)	177,700원		107,200원		22,100원		15,450원		4,370원		11,000원		12,000원	
Upside	35.1%		11.9%		35.7%		10.0%		60.2%		27.3%		33.3%	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	25,839	27,523	11,683	12,251	16,190	17,521	8,339	7,886	4,431	4,735	1,664	1,786	1,259	1,301
영업이익	1,609	1,748	464	514	2,035	1,936	564	93	428	532	162	128	154	109
OPM	6.2	6.3	4.0	4.2	12.6	11.0	6.8	1.2	9.7	11.2	9.7	7.2	12.3	8.4
%yoy	*-10.6*	*8.7*	*12.7*	*10.8*	*-28.1*	*-4.9*	*-94.3*	*-83.6*	*-45.8*	*24.5*	*-191.0*	*-20.8*	*-329.4*	*-29.2*
순이익	1,179	1,258	220	253	1,159	1,459	849	413	267	375	115	89	114	69
ROE	16.0	15.1	5.9	6.4	12.3	13.9	4.0	1.9	5.8	7.8	31.3	19.0	68.6	26.8
PBR	0.9	0.8	0.6	0.5	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5	2.0	1.7	3.0	2.3
PER	5.7	5.3	9.7	8.4	6.7	5.3	10.2	27.4	9.2	6.6	7.2	9.6	5.8	9.6

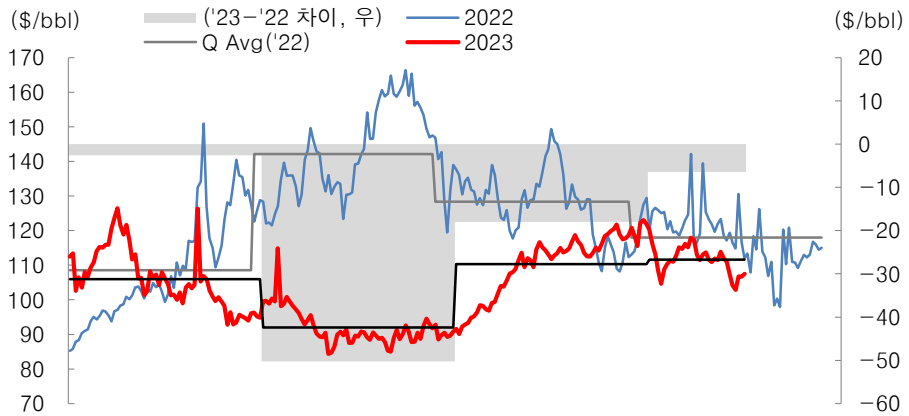
자료 : 대신증권 Research Center

원달러 추이



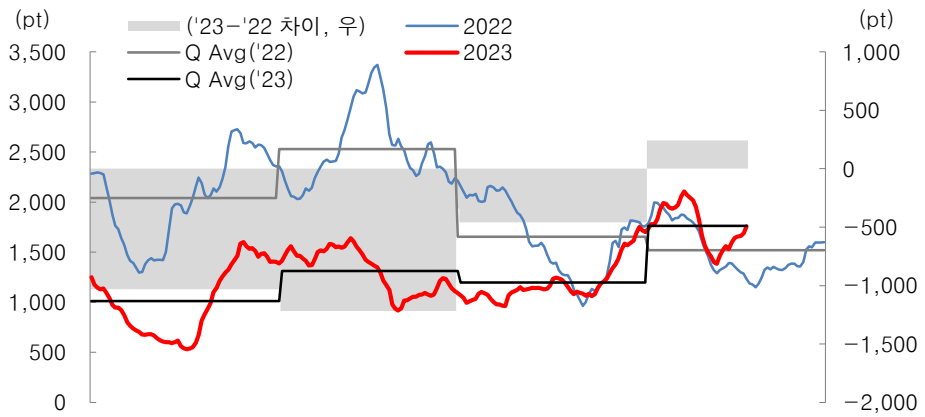
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

유가 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

BDI 추이



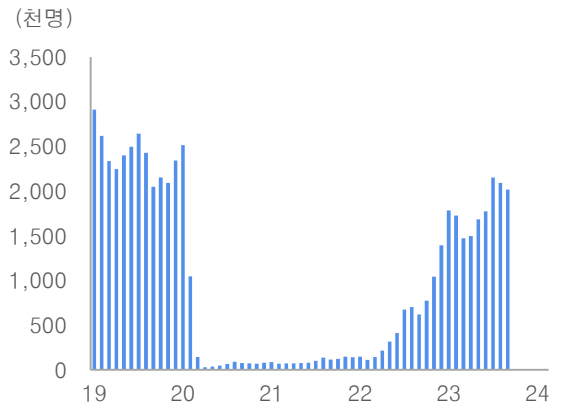
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

[항공-여객] 2024년 내국인 출국자 29.6백만명, 외국인 입국자 15백만명

2023년 출입국자 33.5백만명(+244% yoy), 2024년 출입국자 44.6백만명(+33% yoy)

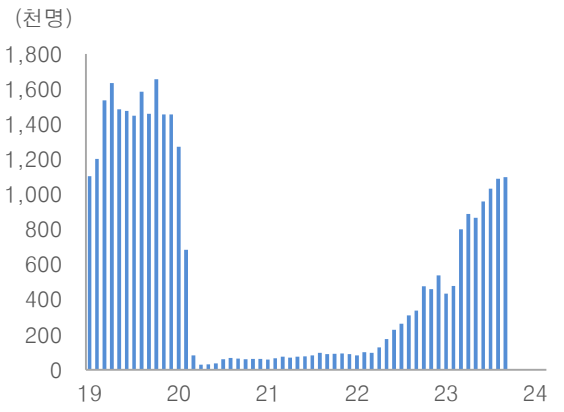
- 2023년 내국인 출국자수는 22.4백만명(+241.7% yoy), 외국인 입국자수는 11.2백만명(+249.2% yoy)로 증가. 코로나 이전인 2019년 대비 출국자는 78%, 입국자는 64% 수준까지 회복
- 2024년 내국인 출국자수는 29.6백만명(+32% yoy), 외국인 입국자수는 15백만명(+34.8% yoy)로 전망되어 항공 여객 수요의 견조한 성장 흐름은 이어질 것으로 예상
- 2024년 내국인 출국자수는 2019년 대비 약 103%, 외국인 입국자수는 2019년 대비 약 86% 수준

내국인 출국자 월별 추이



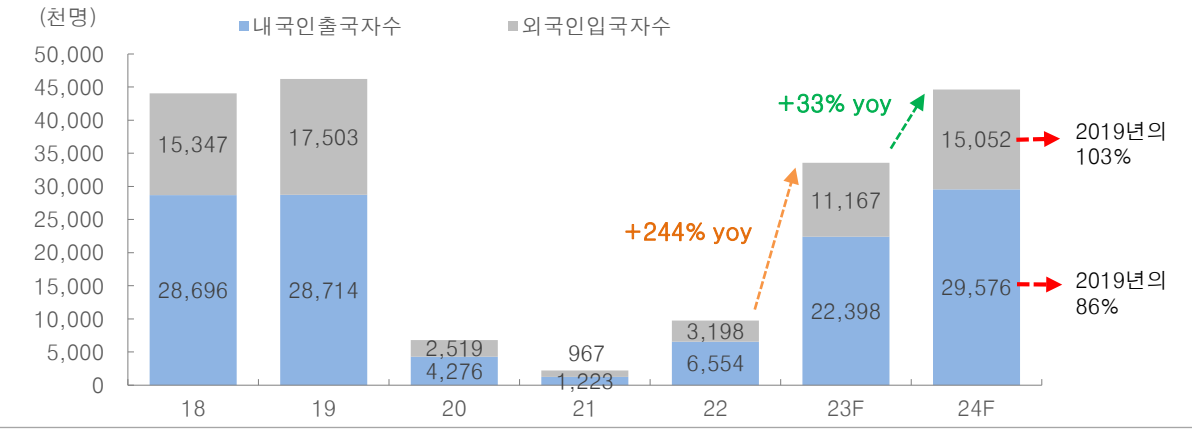
자료: 한국관광공사, 대신증권 Research Center

외국인 입국자 월별 추이



자료: 한국관광공사, 대신증권 Research Center

코로나 전후 내국인 출국자 및 외국인 입국자 추이 및 전망



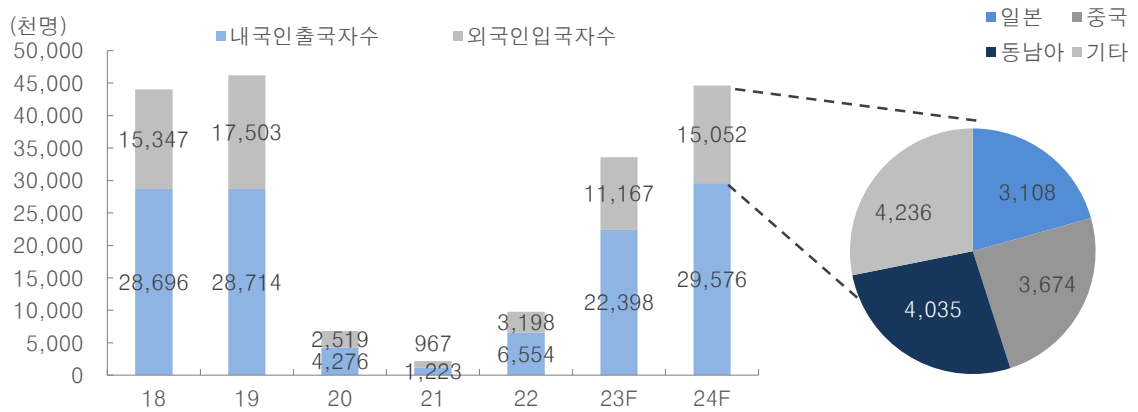
자료: 한국관광공사, 대신증권 Research Center

[항공-여객] 2024년 입국자 국가별 전망

우리나라 입국 수요의 약 80%를 차지하는 아시아권 중에서는 일본 〉 동남아 〉 중국

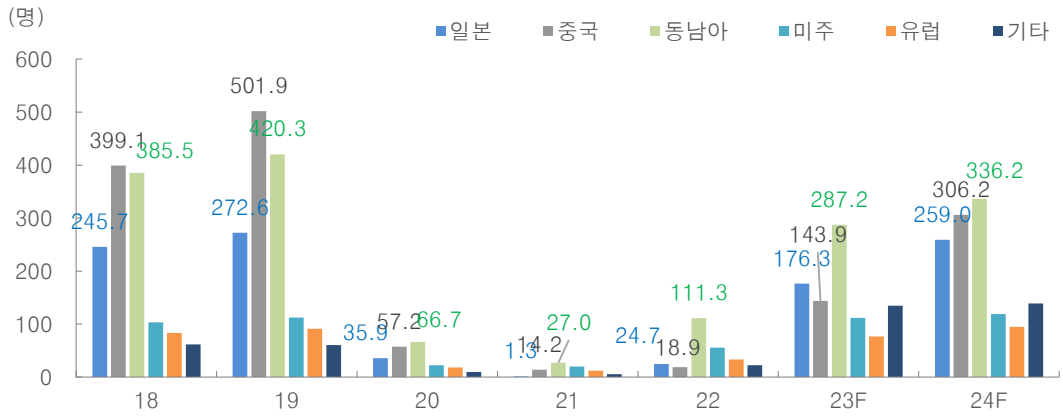
- 2023년 9월의 입국자를 국가별로 살펴보면, 일본은 25만명, 중국은 26만명, 동남아는 약 30만명을 기록하여, 코로나 이전인 2019년 동월 대비 각각 99.6%, 48.8%, 그리고 78.6%까지 회복함
- 2024년 월평균 입국자로 볼 때, 일본은 26만명, 중국은 31만명, 동남아는 34만명 수준까지 증가 전망. 2023년 월평균 대비 일본은 46.9%, 중국은 112.8%, 동남아는 17.1% 증가 전망
- 미주, 유럽은 23년 9월 12.4만명, 유럽은 8.6만명으로 2019년 대비 각각 104%, 84%를 기록. 24년 미주는 월평균 약 11.9만명, 유럽은 월평균 약 9.5만명으로 YoY 6.3%, 23.7% 증가 예상

2024년 일본, 중국, 동남아 입국자 전망



자료: 한국관광공사, 대신증권 Research Center

국가별 월 평균 외국인 입국자 전망



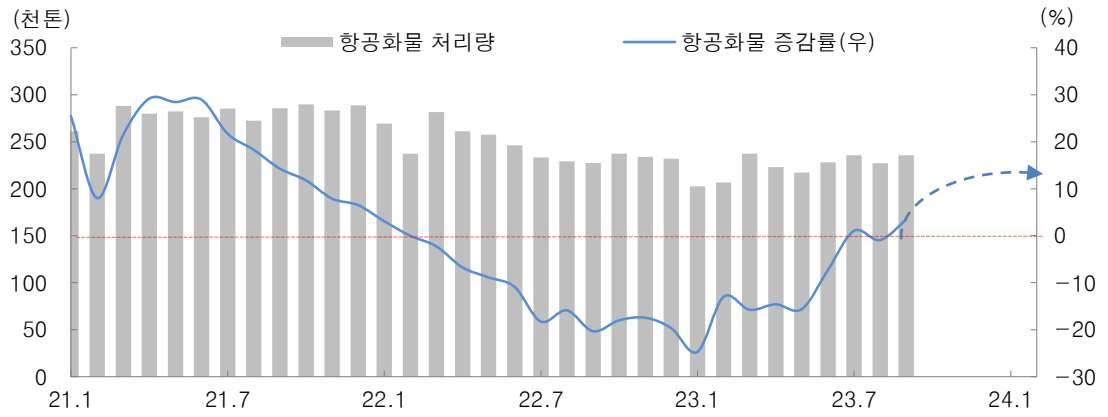
자료: 한국관광공사, 대신증권 Research Center

[항공-화물] 2024년 항공화물 반도체 중심으로 회복하며 증가세 전환 전망

23년 3분기부터 YoY 항공화물 증가세 전환. 항공화물 Yield의 방향성은 예측하기 어려움

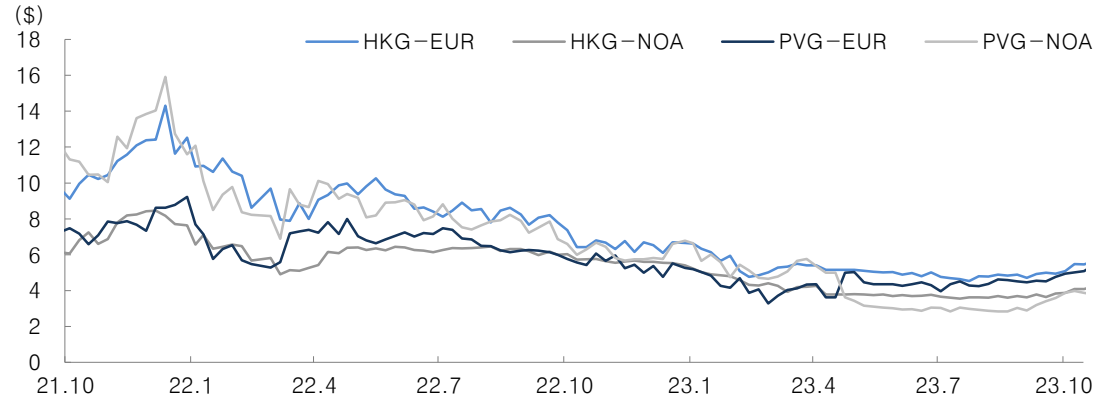
- 항공화물 수요는 2022년 1분기부터, 항공화물운임은 2022년 2분기를 Peak로 하락세로 전환
- 항공화물 수요 2023년 3분기부터 YoY 증가세 전환. 2024년 반도체를 중심으로 항공화물 증가하며 수요의 반등세 지속 가능할 것으로 예상
- 항공화물 Yield는 2023년 4분기 반등 전망하나, 2024년에도 추세적 반등이 나타나긴 어려울 것으로 전망. 대한항공 항공화물 Yield 기준으로 400원~500원/kg의 박스권 흐름 예상

2024년 항공화물 수요는 반도체 중심으로 회복하며 증가세 전환 전망



자료: 인천공항, 대신증권 Research Center

항공화물운임은 2023년 4분기 계절적 성수기 맞아 반등. 24년 화물 운임은 박스권



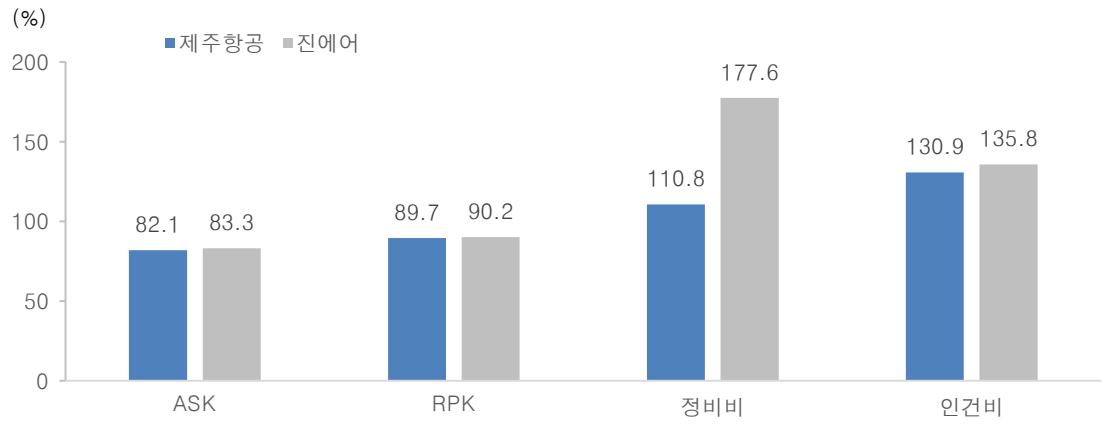
자료: Thomson Reuter, 대신증권 Research Center

2024년 저비용항공사 노선 다변화, 높아진 비용 구조가 해결해야 할 과제

High Inflation 영향으로 높아진 비용은 2024년 LCCs의 해결 과제

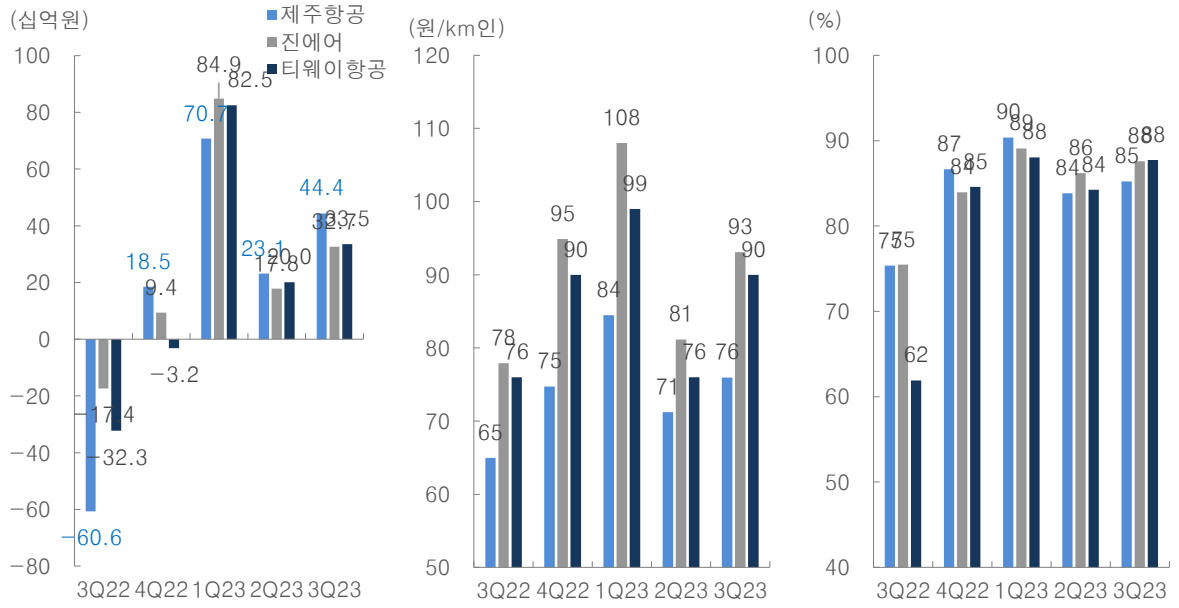
- 항공여객수요 회복세 지속에도 불구하고, 일본과 동남아로 노선 공급 집중되며 모객 경쟁 심화
- 모객 경쟁 심화에 따라 Yield의 하락세가 이어질 가능성은 높은데, 코로나 이전 대비 인건비, 기재 관련 비용(임차료, 정비비)은 크게 증가하여 수익성 개선이 어려운 상황

2019년 3분기 vs 2023 3분기 사업량 대비 높아진 비용 구조



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

LCCs의 최근 OP, Yield, L/F 비교



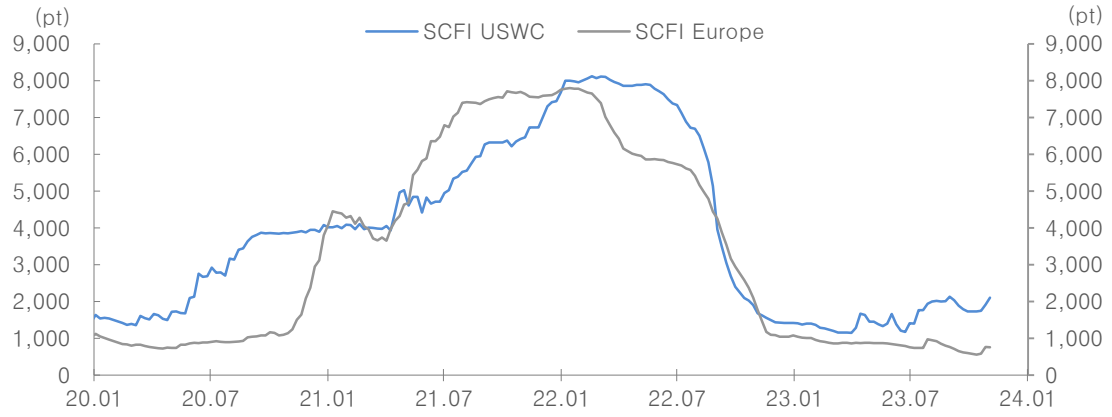
주: 별도 영업이익 기준
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

[해상운송-Container] 2024년에도 운임 하락세 이어질 가능성 높아

24년 공급 압력 증가로 Main Route의 운임 약세 국면 지속될 전망

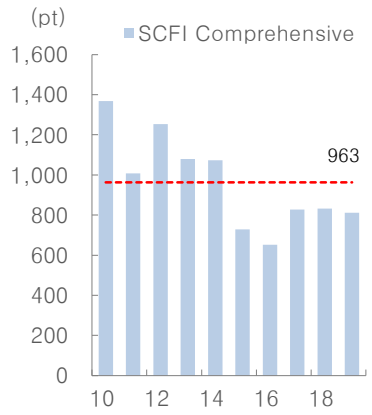
- 2023년 3분기 SCFI는 평균 985.72p(-69.9% yoy, +0.2% qoq), 4분기 SCFI는 987.58p(-28.2% yoy, +0.2% qoq)를 기록 중
- Main Route인 USWC의 2023년 4분기 평균 운임은 $1,809/FEU(+11.2% yoy, -3.9% qoq), Europe SCFI는 $697/TEU(-53.3% yoy, -10.2% qoq) 기록
- 코로나 이전 10개년 평균 Europe SCFI는 $1,006/TEU, USWC SCFI는 $1,779/FEU 기록
- 2024년 Europe 운임 $600~900/TEU, USWC 운임은 $1,500~1,800/FEU로 전망

2023년 3분기 이후 운임 반등은 선사들의 공급 축소 영향, 장기간 지속되기 힘들 것으로 예상

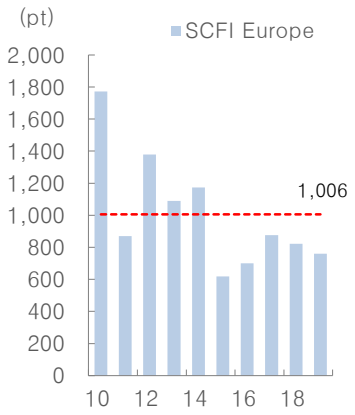


자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

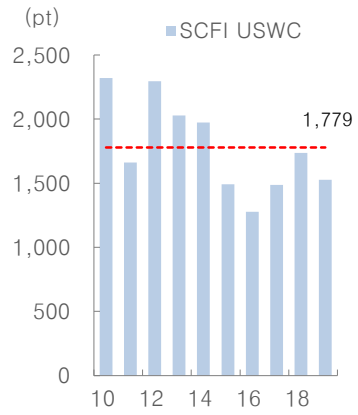
'10~19년 연평균 SCFI



'10~19년 SCFI-EU



'10~19년 SCFI USWC



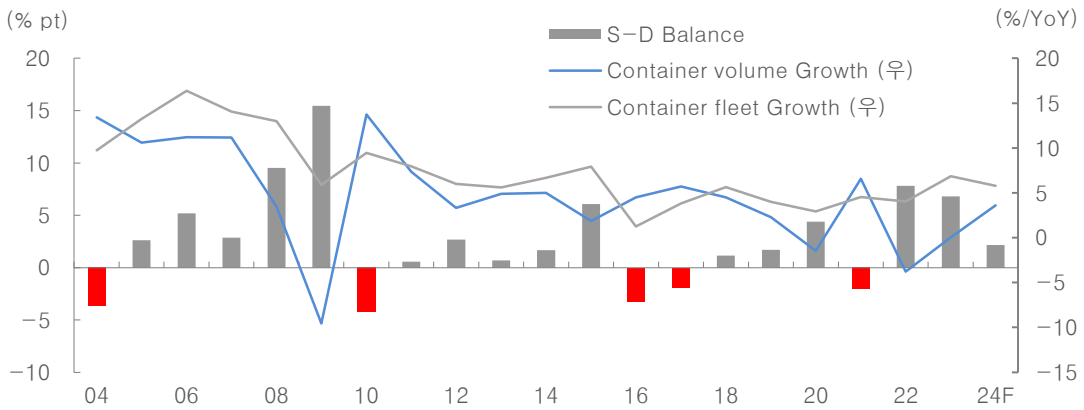
자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

[해상운송-Container] 2024년 공급 우위 국면 지속

과거 20년 간의 수급 Balance을 보면, 공급 우위 상황에서 운임 반등은 어려울 전망

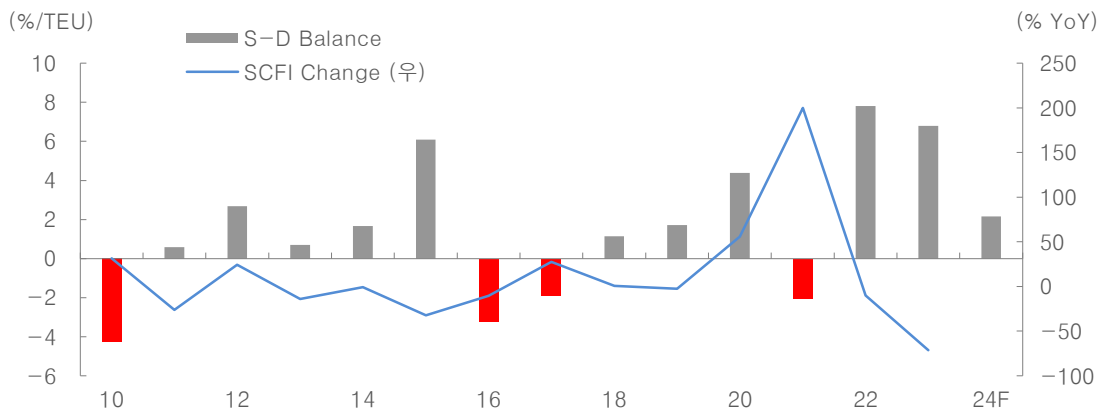
- 04년~23년까지 S/D Balance가 (-)를 기록한 해는 04년, 10년, 16년, 17년, 21년 총 5차례
- 해당 국면에서 SCFI는 YoY로 상승하는 모습을 연출하였으며, 특히 21년에는 Supply Chain Disruption과 맞물려 운임 폭등
- 22년부터 재차 공급 우위 국면이 지속되기 시작. 2024년에도 공급이 넘쳐나는 시장 상황 지속될 것으로 예상

Container Supply/Demand Balance 공급우위 시장 지속



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

2020년을 제외하고 공급 우위 국면에서 운임이 상승한 경우 없음



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

[해상운송-Container] 2024년 인도 지연, 해체량 등 감안해도 공급 우위

2023년 3분기부터 일부 컨테이너선사들은 영업이익 적자로 전환

- 손익 악화에 따라 3대 Alliance를 중심으로 공급 조절에 나설 가능성도 있지만, 연간 계약을 앞둔 상황에서 협상을 위해 단기적으로 나타나는 현상이 될 가능성이 높다고 판단
- 이유는 2020년 하반기~2023년 상반기까지 업황 호황에 따라 재무적으로 불황을 견딜 체력 증가
- 2024년~25년 인도 예정 선복량 약 490만TEU로 언제까지 무작정 공급 조절을 할 수 없는 상황
- 공급 조절을 위한 수단으로 인도 연기, 노후선 해체, Idling(lay-up) 등이 활용될 수 있음
- 여러가지 시나리오를 검토해봐도 2024년 공급 우위의 전망이 변화될 가능성은 낮음

정시인도율, 해체량 등의 변화 등을 감안한 공급 전망 시나리오 분석

		2021	2022	2023.10	2023F	2024F	2025F
S1 (Base)	Fleet	24,776	25,772	27,234	28,012	30,520	32,185
	Scheduled Delivery				798	2,920	1,983
	Actual Delivery Rate					90%	90%
	Actual Delivery					2,628	1,785
	Demolition			105	20	120	120
	Fleet % chg YoY				8.7	9.0	5.5
S2 (IMO Reg1)	Fleet	24,776	25,772	27,234	28,012	30,340	31,675
	Scheduled Delivery				798	2,920	1,983
	Actual Delivery Rate					90%	90%
	Actual Delivery					2,628	1,785
	Demolition			105	20	300	450
	Fleet % chg YoY				8.7	8.3	4.4
S3 (IMO Reg2)	Fleet	24,776	25,772	27,234	28,012	29,898	31,035
	Scheduled Delivery				798	2,920	1,983
	Actual Delivery Rate					80%	80%
	Actual Delivery					2,336	1,587
	Demolition			105	20	450	450
	Fleet % chg YoY				8.7	6.7	3.8

자료 : Clarkson, 대신증권 Research Center

[해상운송-Container] 글로벌 컨테이너선사 운임 방어를 위해 공급 축소

글로벌 3대 Alliance인 2M, Ocean, The Alliance는 공급 조절을 통해 운임 하락을 방어

- Alphaliner에 따르면, 글로벌 컨테이너 3대 Alliance는 공급과잉에 따른 운임 하락을 방어하기 위해 Blank Sailing, Lay-up 등을 통한 공급 조절에 나서고 있는 것으로 판단
- 미주 항로에서 2M Alliance가 가장 공격적으로 공급을 축소시키고 있으며, Ocean과 The Alliance도 미주항로에서는 공급을 크게 줄이고 있음
- 반면, 초대형 신조 컨테이너선의 인도 지속으로 유럽항로의 공급은 2022년 동기간 대비 오히려 증가

FE-유럽 항로 얼라이언스별 공급량

FE-Europe (TEU/Week)	Nov-23	Oct-23	*MoM % Chg*	Nov-22	*YoY % Chg*
Maersk + MSC	151,450	165,092	*-8.3*	140,061	*8.1*
OCEAN Alliance	155,791	155,928	*-0.1*	165,147	*-5.7*
THE Aliance	114,736	116,937	*-1.9*	118,880	*-3.5*
Other Nnon-Alliance	23,829	23,614	*0.9*	12,864	*85.2*
Total	445,806	461,571	*-3.4*	436,952	*2.0*

자료: Alphaliner, 대신증권 Research Center

FE-북미 항로 얼라이언스별 공급량

FE-N America (TEU/Week)	Nov-23	Oct-23	*MoM % Chg*	Nov-22	*YoY % Chg*
Maersk + MSC	134,421	133,905	*0.4*	152,180	*-11.7*
OCEAN Alliance	151,450	185,300	*-18.3*	206,293	*-26.6*
THE Aliance	114,736	156,743	*-26.8*	151,924	*-24.5*
Other Nnon-Alliance	23,829	53,850	*-55.7*	83,435	*-71.4*
Total	424,436	529,798	*-19.9*	593,832	*-28.5*

자료: Alphaliner, 대신증권 Research Center

[해상운송-Dry Bulk] 2023년 2022년 대비 수급 개선 전망에도 BDI 약세

2024년 BDI 2023년 대비 개선 전망. IMO의 환경규제 영향 24년 하반기부터 본격화 예상

- 2023년 Dry-Bulk 수급은 2022년 대비 크게 개선되면서 시황이 호전될 것으로 예상하였으나, 중국 경제의 회복 지연과 Port Congestion 완화에 따른 공급 증가로 약세 국면 지속
- 2024년에도 Dry-Bulk 수급은 공급이 소폭 우위인 것으로 전망되나, IMO의 환경규제 영향이 변수로 작용할 것으로 예상

Dry Bulk Demand 전망

Dry bulk trade	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Iron Ore	1,525	1,475	1,532	1,527	1,522	1,525
Total Coal	1,226	1,229	1,308	1,300	1,291	1,226
Grain	530	516	535	550	572	530
Major Bulks	**3,281**	**3,219**	**3,375**	**3,377**	**3,385**	**3,281**
% change	*2.2*	*-1.9*	*4.8*	*0.1*	*0.2*	*2.2*
Minor bulks	**2,172**	**2,079**	**2,119**	**2,187**	**2,263**	**2,172**
% change	*5.1*	*-4.3*	*1.9*	*3.2*	*3.5*	*5.1*
Total dry bulk	**5,453**	**5,298**	**5,494**	**5,564**	**5,649**	**5,453**
% change	*3.4*	*-2.8*	*3.7*	*1.3*	*1.5*	*3.4*
Est. bn tonne miles	**29,106**	**28,656**	**29,975**	**30,513**	**31,008**	**29,106**
% change	*3.4*	*-1.5*	*4.6*	*1.8*	*1.6*	*3.4*

자료: Clakrson, 대신증권 Research Center

Dry Bulk Supply 전망

End Year	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Capesize(100K~)	376.9	384.4	393.4	397.6	399.7	376.9
% Change	*4.3*	*2.0*	*2.3*	*1.1*	*0.5*	*4.3*
Panamax(70~99.9K)	236.5	245.6	253.9	261.1	264.1	236.5
% Change	*3.5*	*3.8*	*3.4*	*2.8*	*1.1*	*3.5*
Handymax(40~69.9K)	220.8	227.6	234.2	242.7	245.1	220.8
% Change	*2.9*	*3.1*	*2.9*	*3.6*	*1.0*	*2.9*
Handysize(10~39.9K)	111.8	115.5	119.3	122.3	124.8	111.8
% Change	*2.8*	*3.3*	*3.3*	*2.5*	*2.0*	*2.8*
Total Bulkcarrier	**946.0**	**973.1**	**1,000.8**	**1,023.8**	**1,033.7**	**946.0**
% Change	*3.6*	*2.9*	*2.8*	*2.3*	*1.0*	*3.6*

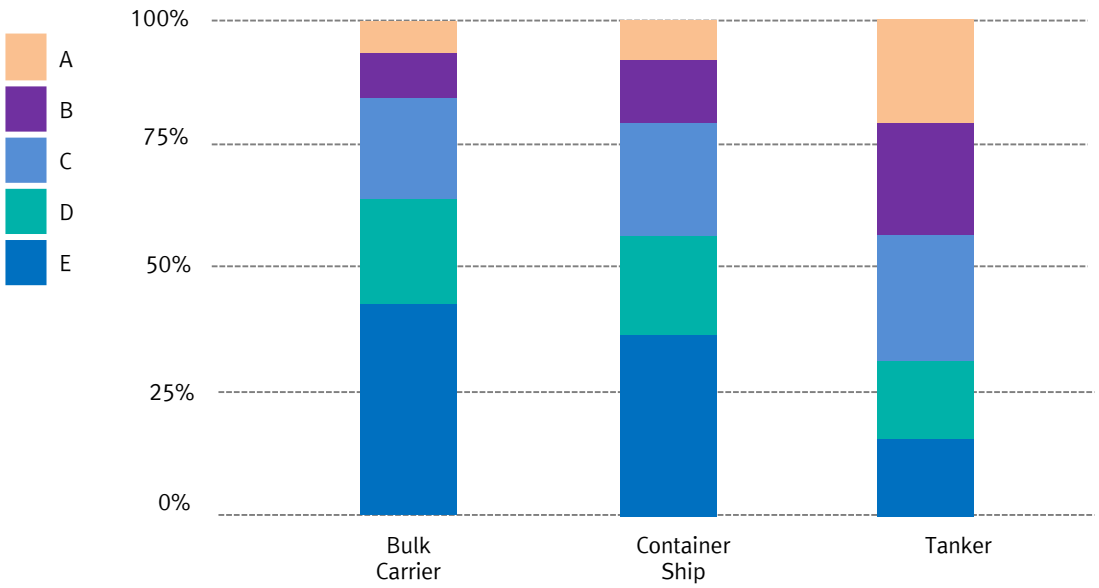
자료: Clakrson, 대신증권 Research Center

[해상운송-Dry Bulk] CII 등급 규제 2024년 하반기부터 본격 영향

CII D, E 등급 선박 시장에서 하주들에게 외면 받을 가능성

- 2024년 부터 IMO의 Carbon Intensity Index(이하 CII) 규제가 본격화됨에 따라 하주들이 등급이 낮은 선박의 입찰 배제에 나서거나 차별적 운임(용선료)을 요구할 가능성이 높다고 판단함
- Bearing사의 추정에 따르면 Bulk Carrier의 CII Rating이 가장 취약한 것으로 나타나고 있어, 2024년 Dry Bulk 시황에 가장 중요한 변수로 작용할 가능성이 높음
- Bearing사의 등급 전망에 따른 Dry-Bulk Carrier의 약 64%가 D와 E 등급을 받을 가능성이 높음
- D, E 등급의 선박은 3년간 등급 개선을 위한 계획안을 제출하여야 하며, 개선이 안될 경우 시장에서 퇴출될 가능성이 높음

선박 유형별 CII 등급 비중



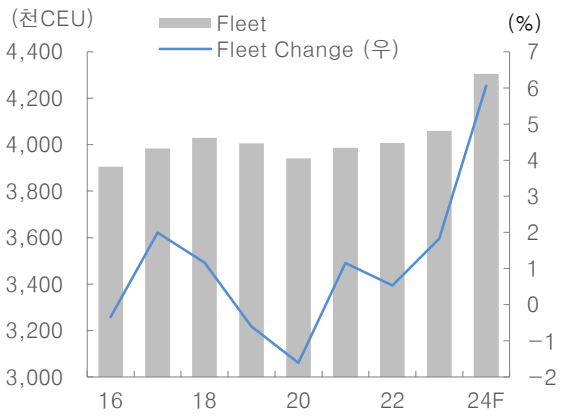
자료 : Bearing, 대신증권 Research Center

[해상운송-PCTC] 용선료 및 운임 추가 상승보다는 강세 유지 전망

2024년 PCC Fleet Growth 6.1%, Car Trade 6.1%로 예상

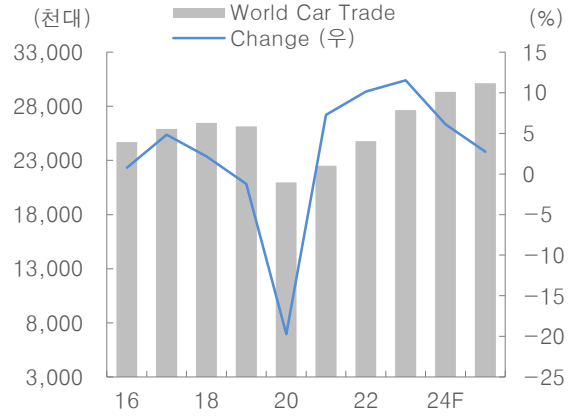
- 2022~23년 PCC Fleet은 연간 0.5%, 1.8% 증가하는데 그쳤으나, Global Car Trade Volume은 10.1%, 11.5% 증가하며 PCC 시황은 호황 국면이 지속되었음
- 2024년 PCC 시황은 공급 증가율이 6%대로 상승하며 신조선 인도가 증가할 것으로 전망되나, 전체적인 수급 Balance는 2023년과 유사한 수준이 유지될 것으로 예상
- 따라서 용선료 및 운임 역시 상반기까지는 강 보합세가 유지될 가능성이 높고, 하반기부터 조정 가능성이 있다고 판단함

2024년 PCC Fleet Growth 5.7%로 증가



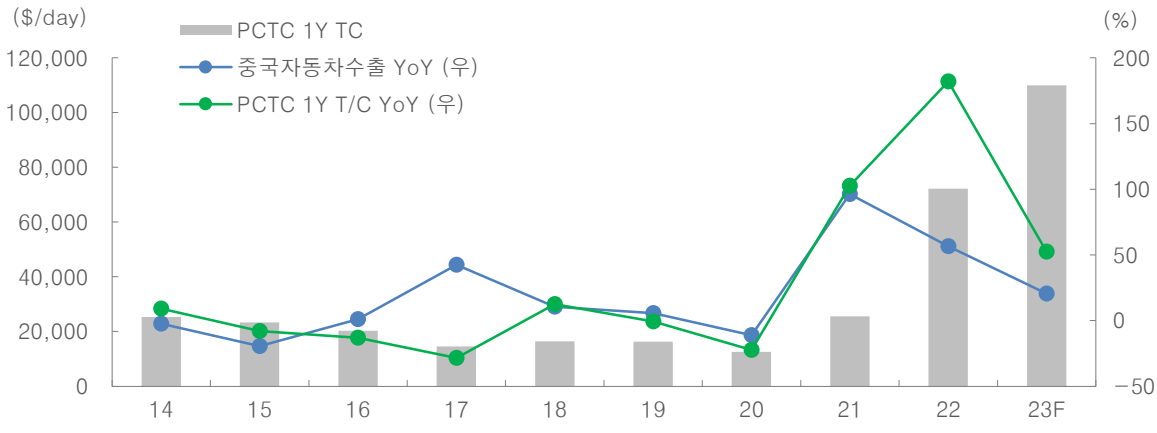
자료: 중국국가통계국, 대신증권 Research Center

글로벌 완성차 교역량 증가세 지속 예상



자료: 중국국가통계국, 대신증권 Research Center

중국의 완성차 수출량이 크게 증가하면서 자동차 운반선 수요가 크게 늘어나며 용선료 상승



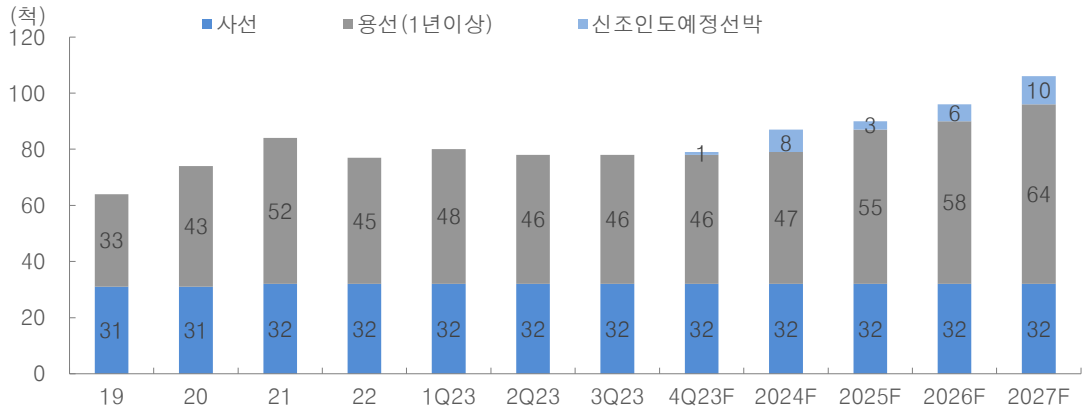
자료: 중국국가통계국, 대신증권 Research Center

[해상운송-PCTC] 현대글로비스 용선 증가로 PCC부문 성장 전망

현대글로비스의 용선 선대 2023년 4분기부터 점진적으로 증가

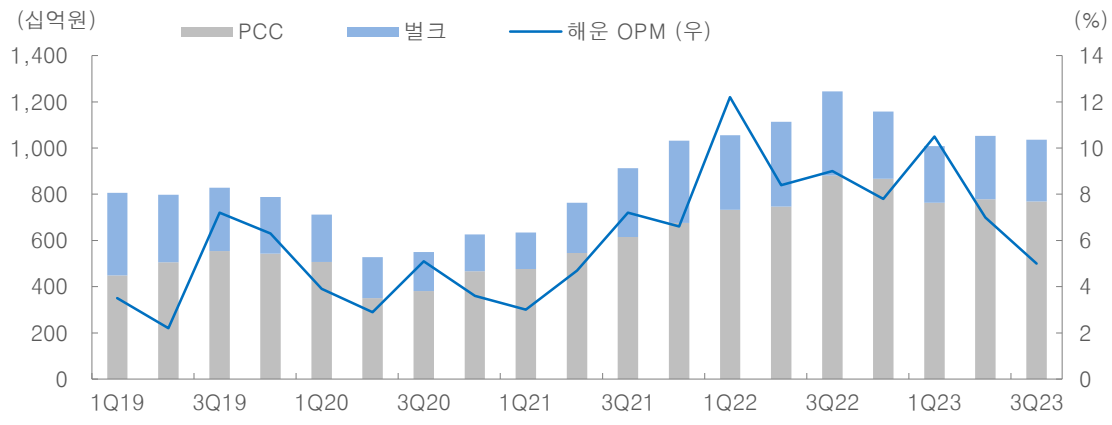
- 현대글로비스 23년 4분기 1척, 24년 8척, 25년 3척, 26년 6척 등의 신조 PCC 인도 예정
- 2023년말~2025년초 까지 인도 예정인 10척의 선박은 7,000~7,400대를 선적 가능하며, 그 이후 6척은 8,600대를 선적 가능함
- 2023년 10월말 공시한 2.5조원 규모의 용선계약 12척은 1만대를 선적 가능한 선박으로 8척은 15년, 4척은 20년 장기계약을 체결

현대글로비스 PCTC 보유 선대



자료: 현대글로비스, 대신증권 Research Center

현대글로비스 해운 사업부 실적 추이



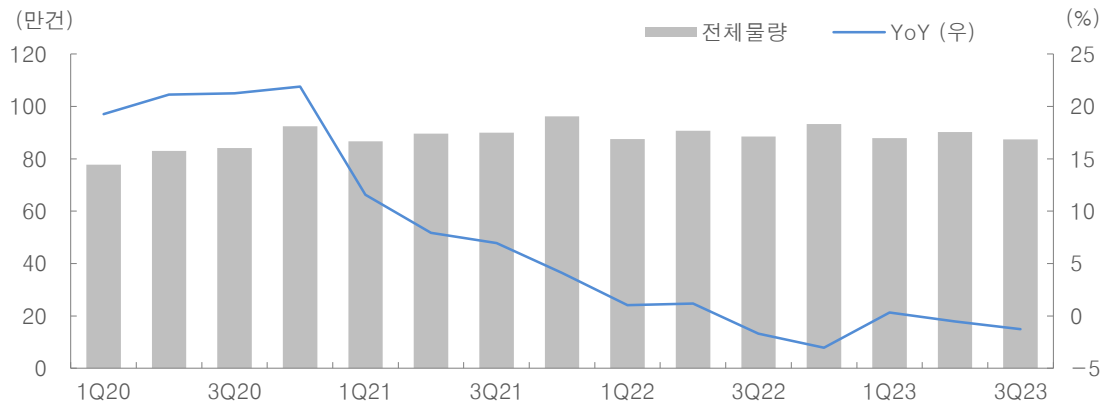
자료: 현대글로비스, 대신증권 Research Center

[육운-택배] : 해외 직구의 일상화와 파편적 소비의 증가

2020~21년 코로나 국면에서 고성장. 22년부터 일반 택배의 성장률은 둔화

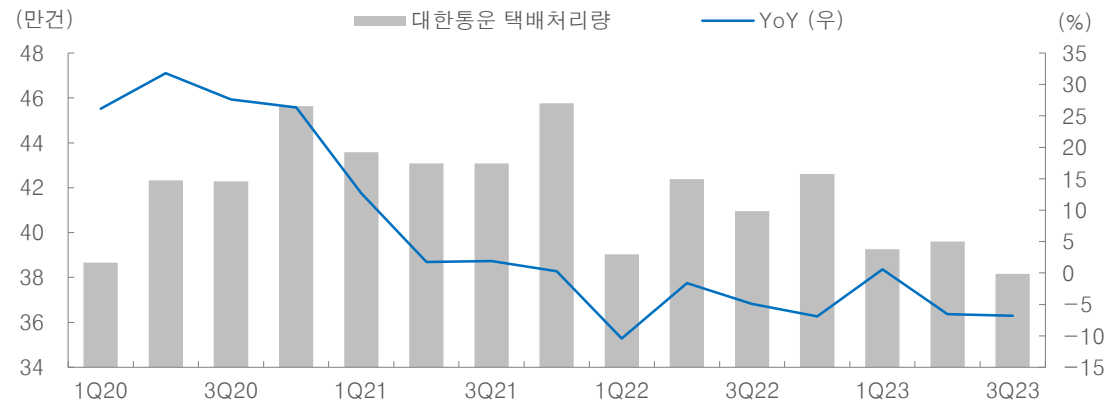
- 2001~2010년 CAGR 19.4%의 고성장 국면을 구가했던 택배시장은 2011~2020년 CAGR 11.2%로 2차 성장 국면을 지나고, 2021~25년 성장률 둔화 시기를 겪을 전망
- 코로나 기간 폭발적 성장을 나타냈던 택배 성장률은 E-Commerce 성장률 둔화로 2022년부터 저성장 국면으로 진입한 것으로 판단
- E-Commerce의 성장률 둔화는 1)온라인쇼핑이 소비 채널에서 차지하는 비중이 이미 높은 수준까지 성장, 2)경기둔화 및 서비스 소비(해외여행 등) 증가, 3)해외 직구를 통해 국내 대비 상대적으로 가격이 저렴한 제품에 대한 소비 증가 등 때문으로 추정

우리나라의 전체 택배 처리량 분기별 추이



자료: CJ대한통운, 대신증권 Research Center

CJ대한통운의 분기별 택배 처리량 추이



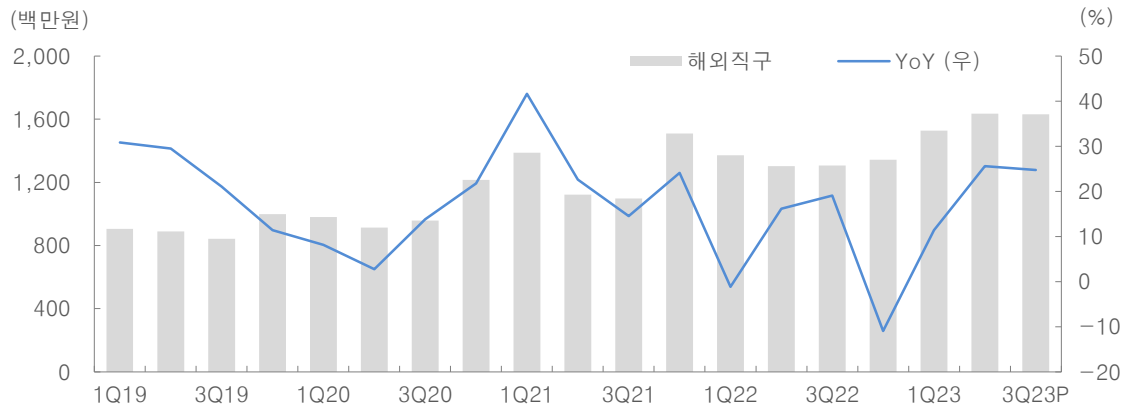
자료: CJ대한통운, 대신증권 Research Center

[육운-택배] : 해외 직구의 일상화와 파편적 소비의 증가

국내 : 당일 택배 및 익일 택배 중심의 성장과 해외 직구 소비의 증가

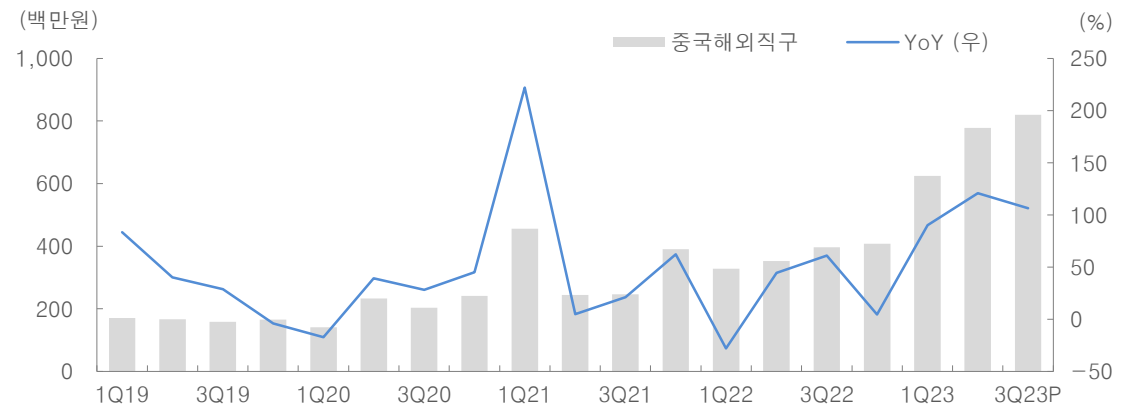
- E-Commerce의 성장률 둔화로 전체적인 택배 물동량의 성장은 약한 흐름이 이어지고 있지만, 파편적 소비와 해외 직구 등의 소비는 점차 증가하고 있는 것으로 판단
- 파편적 소비는 소비자가 한 개의 온라인 채널이나 브랜드에서 구매하던 현상이 다양한 채널과 브랜드에서 본인이 원하는 제품을 좀 더 저렴하게 사려는 현상이 일상화되면서 나타나고 있음
- 또한 배송리드타임이 적은 당일 및 익일 택배 서비스에 대한 소비자들의 선호가 높아지고, 해외 직구의 일상화가 새로운 택배 산업의 먹거리가 되고 있음
- 2023년 해외 온라인 채널의 배송 시간이 줄며, 해외 직구를 통한 소비가 새로운 성장 축으로 부각

분기별 국내 해외직구 전체 금액



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

분기별 국내 중국해외직구 금액 추이



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

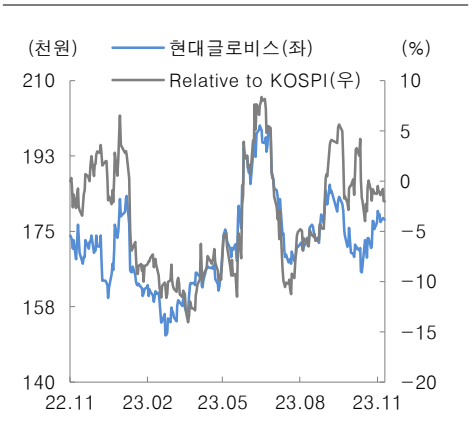
현대글로비스 (086280)

2024년 PCC 외형 성장과 수익성 개선 및 신사업 기대감

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	240,000원 유지
현재주가 (23.11. 29)	177,700원

KOSPI	2,519.81
시가총액	6,664십억원
시가총액비중	0.35%
자본금(보통주)	19십억원
52주 최고/최저	99,600원 / 150,800원
120일 평균거래대금	163억원
외국인지분율	48.05%
주요주주	정의선 외 4인 29.34%
	Den Norske Amerikalinje AS 11.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.7	2.4	3.0	3.0
상대수익률	-5.2	3.7	4.5	-0.5



- 2024년 현대글로비스는 물류와 유통 부문 모두 외형 성장 및 수익성 개선이 가능할 것으로 전망
- 물류사업부문은 1)해운사업부문과 2)기타해외물류부문에서 외형성장 및 수익성 개선 가능할 것
- 해운사업부문은 PCC부문의 선대 확충에 따른 Capacity 증가와 주요 고객사의 장기계약 운임인상에 따른 수익성 개선이 동시에 진행 전망
- 동사의 PCC선대는 3Q23년말 78척에서 2024년말 87척으로 9척(15.4%) 증가할 것으로 예상. 신규 용선의 Capa 고려 시 실제 Capacity는 20% 이상 증가할 것으로 추정
- 용선 확대 효과는 1)Cost절감(단기 용선 대체), 2)Spot 영업을 통한 높은 운임의 물량 유치에 따른 이익률 개선 가능
- 유통부문 또한 기존 공장의 가동률 상승과 신규 공장 가동 등의 영향으로 외형 성장 가능
- 배터리 재활용사업에서의 가시적 성과 2024년 기대

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	21,780	26,982	25,839	27,523	29,347
영업이익	1,126	1,799	1,609	1,748	1,862
세전순이익	985	1,597	1,582	1,689	1,819
총당기순이익	783	1,193	1,182	1,261	1,358
지배지분순이익	783	1,190	1,179	1,258	1,355
EPS	20,877	31,729	31,429	33,550	36,123
PER	8.0	5.2	5.7	5.3	5.0
BPS	154,732	183,094	208,826	236,325	266,048
PBR	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7
ROE	14.4	18.8	16.0	15.1	14.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 현대글로비스, 대신증권 Research Center

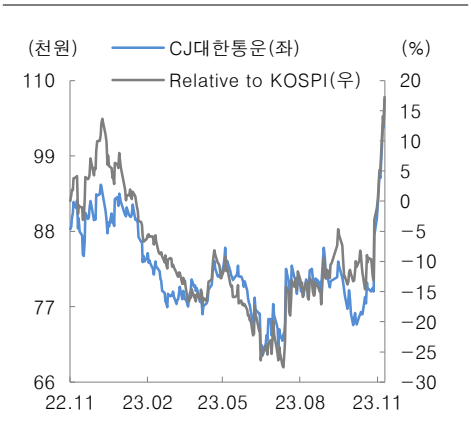
CJ대한통운 (000120)

No.1 택배사업자의 반격이 시작된다

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	120,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	107,200원

KOSPI	2,519.81
시가총액	2,445십억원
시가총액비중	0.13%
자본금(보통주)	114십억원
52주 최고/최저	107,200원 /69,800원
120일 평균거래대금	67억원
외국인지분율	13.11
주요주주	CJ제일제당 외 2 인 40.18% 국민연금공단 9.33%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	44.1	33.0	28.1	15.9
상대수익률	31.7	34.7	30.1	11.9



- E-Commerce의 성장 둔화와 쿠팡의 택배 사업 확대로 고전을 하던 CJ대한통운의 반격이 2024년부터 시작
- NAVER와의 일요배송 및 도착보장서비스의 확대는 동사의 높은 Fulfillment 역량과 자동화된 시스템을 증명
- E-Commerce 성장 둔화에도 파편적 소비와 해외직구 등의 증가로 배송리드타임에 경쟁력을 갖춘 사업자로 택배 시장 재편이 진행될 가능성 높음
- 동사는 국내 No.1 택배사업자로서 일찌감치 융합형 E-Fulfillment 프로세스를 도입함에 따라 짧은 배송 리드타임을 갖춘 독보적인 사업자로 자리매김 가능할 전망
- 2024년부터 O-NE Service와 일요배송물량 증가, 중국 알리익스프레스 물량 성장으로 동사의 택배 처리량 새로운 성장기 진입
- E-Commerce에 중점을 둔 확장 전략을 통한 소형 택배 물량 비중 증가로 택배 사업 수익성도 큰 폭의 개선 기대

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	11,344	12,131	11,683	12,251	12,914
영업이익	344	412	464	514	560
세전순이익	239	285	342	394	446
총당기순이익	158	197	236	272	308
지배지분순이익	55	182	220	253	286
EPS	2,400	7,959	9,626	11,083	12,547
PER	52.5	11.8	9.7	8.4	7.5
BPS	156,296	156,527	169,541	178,151	191,345
PBR	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5
ROE	1.6	5.1	5.9	6.4	6.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: CJ대한통운, 대신증권 Research Center

Daishin
2024년 산업전망

정유/화학

확실한 증익을 택할 때

▪ 위정원 jungwon.weee@daishin.com

Summary (정유/화학)

- 지난 2년간 강세를 보였던 정유 업황은 24년 정제마진 하락과 함께 쉬어가는 구간을 보일 것으로 전망. 금년도 높은 정제마진 변동성은 북미/유럽 지역 내 석유제품 재고가 과거 5개년 대비 현저하게 낮았기 때문
- 23년 미국의 Shale Oil 생산량 정상화, 베네수엘라산 원유 도입 증가로 미국 내 정제설비 가동률 90%를 상회하며 과거 밴드 상단에 위치. 미국의 석유제품 재고 증가(10월 기준 224백만배럴, YoY +7.6%)로 현재 북미, 유럽 지역 휘발유, 납사 재고 수준 정상화
- 이에 더해 24년 중동과 아프리카 지역 글로벌 정제설비 증설 물량이 본격 반영 (24년도 Dangote 60만 b/d, Duqm 40만 b/d)되며 하반기 이후 등/경유 재고 수준 정상화 전망
- 당사 추정 국내 정유 기업 정제마진은 4Q23(2.9달러/배럴, QoQ -72.1%) 하락 이후, 24년도 상반기까지 약세 전망. 업종 투자의견 Neutral 제시
- 23년 6월 이후 중국의 석유제품 재고는 전년 대비 하락하는 모습을 보였으나, 절대값은 여전히 높은 상황. 23년 중국의 석유화학 가동률은 80% 이상을 안정적으로 유지했으나, 이외 지역은 80% 초반 수준의 저위가동
- 19년 이후 본격화된 중국의 증설 사이클이 일단락된다는 점에서 23년 대비 수급 개선을 기대해 볼 수 있으나, 과거 사이클 대비 반등 강도는 여전히 낮을 것으로 전망. 당사 추정 4Q23 국내 NCC 가중평균 스프레드 1,427달러/톤 QoQ -19.7%, 24년 1,690달러/톤 YoY +18.4% 전망
- 프로필렌 계열 대비 에틸렌 계열 다운스트림 제품 시황 개선세 우위 전망. PE계열 제품 선호 순서는: L-LDPE 〉 LDPE 〉 HDPE
- 24년도 동북아/미주 지역 수급 개선과 함께 부타디엔 가격 상승세 이어질 것으로 전망. 이는 고무계열(SBR, NB라텍스 등) 수요 호조에 기인
- 당사는 23년 대비 석유화학 제품 수급 개선을 근거로 24년도 화학 업종에 대한 투자의견을 Overweight로 변경. 다만, 스프레드 반등 강도는 여전히 낮을 것으로 예상되는 가운데, 고마진 제품 위주의 화학 업체 선호. DL을 2024년도 화학 업종 내 Top-picks로 제시함

2024년 확실한 증익을 택할 때

정유 업종 투자의견 Neutral, 화학 업종 Overweight 제시

- 정유 업황은 24년 정제마진 하락과 함께 쉬어가는 구간을 보일 것으로 전망. 23년 정제마진 강세의 가장 큰 요인은 수요 변화를 받아줄 만한 재고 버퍼(Buffer)가 부족했기 때문
- 23년 정유 업황의 레버리지 역할을 했던 중국의 석유제품 수출량은 24년에도 유사한 수준에 그칠 것으로 전망. 단, 북미 지역 정제 설비 정상화와 함께 북미/유럽의 재고 수준은 23년 10월을 기점으로 정상화되었기 때문에 금년과 유사한 수준의 변동성은 낮을 것
- 또한 하반기 중동/아프리카 지역의 메가 프로젝트 가동과 함께 23년 가장 높은 마진을 보였던 등/경유 제품 역시 하향 조정 불가피
- 19년 이후 본격화된 중국의 증설 사이클이 일단락 된다는 점에서 화학 업종의 투자의견을 Overweight로 변경. 단, 중국 내 석유화학 제품 재고가 여전히 높다는 점에서 과거 대비 이익 반등 강도는 낮을 것으로 판단
- 화학 업종 내 고부가 포트폴리오 위주의 업종에 대한 선별적 투자 필요. 마진율 40% 이상의 VLDPE 제품 판매로 자회사 이익 더블업이 기대되는 DL을 화학 업종 내 Top-pick 제시

당사 Universe 정유화학업체의 실적 전망 및 투자의견 (단위: 십억원, %, 배)

종목	DL		롯데케미칼		LG화학		효성첨단소재		롯데정밀화학		S-Oil		SK이노베이션	
투자의견	BUY		BUY		BUY		BUY		BUY		BUY		BUY	
목표주가	65,000원		180,000원		700,000원		550,000원		75,000원		95,000원		250,000원	
현주가 (11/29)	47,500원		157,000원		504,000원		393,500원		58,700원		69,100원		142,300원	
Upside	36.84%		14.65%		38.89%		39.77%		27.77%		37.48%		75.69%	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	5,109	5,248	19,892	21,115	57,883	70,764	3,175	3,334	1,864	1,937	35,591	35,937	77,823	83,091
영업이익	108	373	-142	430	2,907	4,384	191	238	205	221	1,932	1,427	2,744	3,754
OPM	2.1	7.1	-0.7	2.0	5.0	6.2	6.0	7.1	11.0	11.4	5.4	4.0	3.5	4.5
%yoy	-62.4	245.4	적지	흑전	-3.0	50.8	-39.5	25.0	-49.2	7.6	-43.3	-26.1	-30.0	36.8
순이익	-190	182	-38	64	2,214	2,839	78	86	204	222	1,270	840	844	2,373
ROE	-5.0	4.8	-0.9	0.4	6.9	8.4	10.9	11.8	8.7	9.0	14.4	9.1	4.2	10.9
PBR	0.3	0.3	0.4	0.3	1.2	1.1	2.5	2.4	0.6	0.6	0.9	0.9	0.7	0.6
PER	NA	5.9	-48.9	92.1	17.8	13.9	22.7	20.5	7.4	6.8	6.3	9.6	16.5	6.1

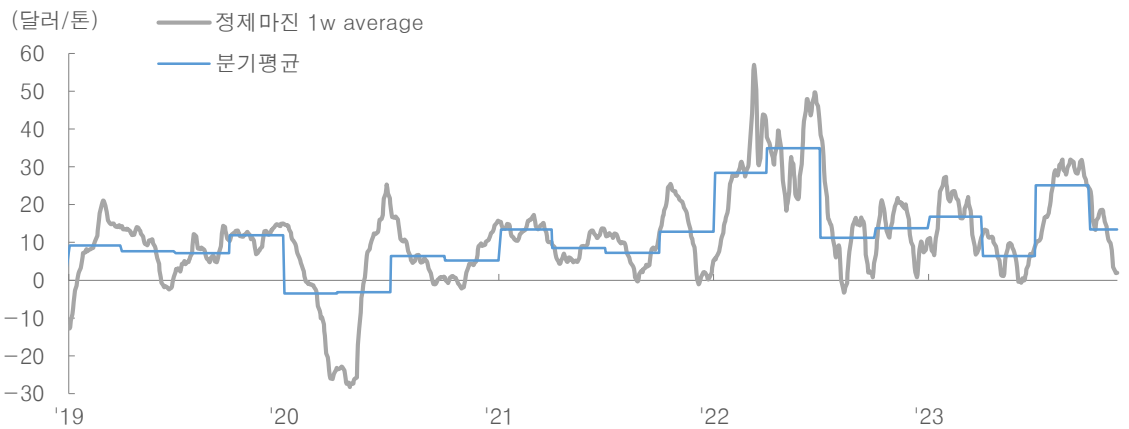
자료 : 대신증권 Research Center

[정유] 영원한 성장은 없다

23년 대비 수급 완화 불가피, 정제마진 하향 안정화 전망

- 23년 Review: 정제마진은 근 5년 내 가장 높은 수준의 변동성을 보임
- 1Q 16.8, 2Q 6.4 (QoQ -61.8%), 3Q 25.1 (QoQ +289.8%), 4QE 13.4(QoQ -46.5%)
- 금년도 정제마진의 높은 변동성은 글로벌 석유제품의 재고가 과거 5개년 대비 현저하게 낮았기 때문
- 당사 추정 유가 방향(24년 연간 WTI기준 65~95달러/배럴)은 24년도 상반기 하락 추세, 하반기 완만한 반등 전망("2024년 연간전망-쉬어가는 원자재, 엘니뇨의 끝을 기다리며", 최진영 연구원)
- 중동 산유국들의 계절성 종료, 미국·유럽 지역의 부동산 경기 위축으로 원유 수요 둔화가 예상되지만, OPEC+의 감산 지속, 미국의 비축유 매입(24년 79달러/배럴), 대이란 제재 영향 등으로 하방 지지
- 24년도 석유제품 글로벌 수급 상황은 완화될 것으로 전망
- [수요] 당사 24년도 매크로 전망에 따르면, 미국 경기 둔화와 중국과 유로존의 구조적 성장 모멘텀 저하. 고금리에 따른 신용 리스크, 중국 부동산 침체 등의 영향은 글로벌 경기 하방 리스크 요인
- [공급] 23년 정제마진의 레버리지 역할을 했던 중국의 수출량은 24년에도 유사할 것으로 전망. 그러나 1) 미국의 가동률 상승, 2) 중동/아프리카 지역 정제설비 증설 영향으로 공급 과잉 불가피
- 당사 추정 국내 정유기업 정제마진은 4Q23 하락 이후, 24년도 상반기까지 약세 지속 전망
- 3Q23 10.5 → 4Q23 2.92(QoQ -72.1%) / 1Q24 4.83(+66.4%) / 2Q24 4.5(-7.4%) /24년 평균 4.11(YoY-23.1%) (단위:달러/배럴)

23년 정제마진은 높은 변동성을 보임: 3Q QoQ +289.8%, 4Q -46.5%



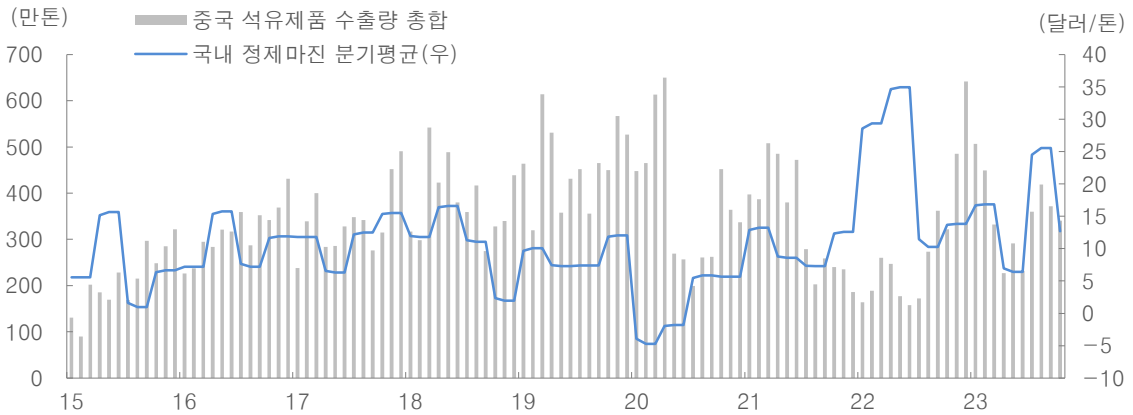
자료: Petronet, 대신증권 Research Center

[공급 요인 1] 24년도 중국의 석유제품 수출량은 금년과 유사할 것으로 전망

중국의 석유제품 수출 물량은 정제마진에 레버리지 역할

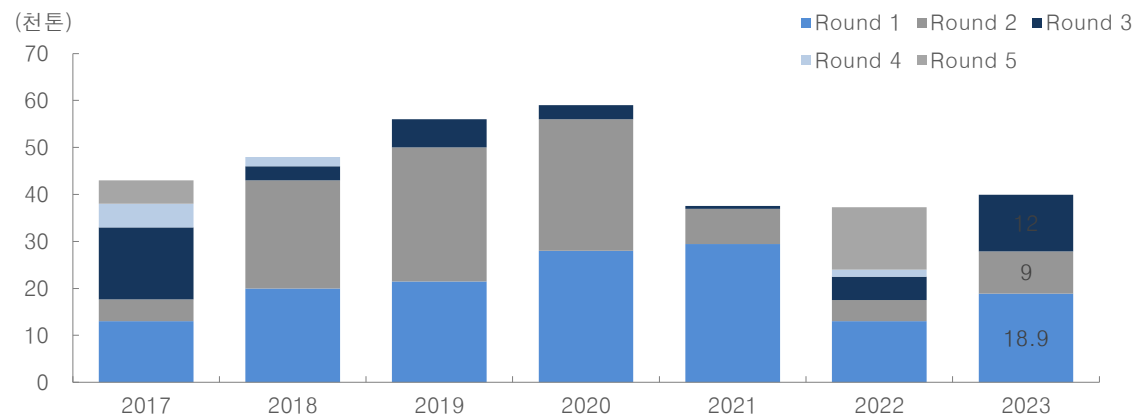
- 중국의 석유제품 수출량 변화는 정제마진에 레버리지 역할로 작용. 21년 7월 중국이 석유제품 수출 쿼터를 대폭 축소하기 시작한 시점부터 미국과 유럽을 비롯한 글로벌 석유제품 재고 하락
- 1Q23 중국의 석유제품 수출량이 QoQ -11.1% 감소하자, 국내 정유기업들의 정제마진 QoQ +21.8% 증가. 반대로 중국의 3차 수출쿼터(9월 1일 1,200만톤) 발표 이후 수출량이 증가(3Q23 1,151만톤, QoQ +53.5%)하기 시작하며 11월 현재 4Q23 평균 정제마진 QoQ -46.5% 감소
- 10월 기준 23년도 중국의 누적 석유제품 수출량은 3,529만톤으로 쿼터의 88.3% 소진되었으나 추가적인 수출 쿼터 할당 가능성은 제한적

중국 석유제품 수출량과 정제마진 간 비교: 중국 수출량 증가는 정제마진 방향에 레버리지 역할



자료: 대신증권 Research Center

중국 석유제품 수출 쿼터: 3rd 1,200만톤. 추가적인 수출쿼터 할당은 제한적



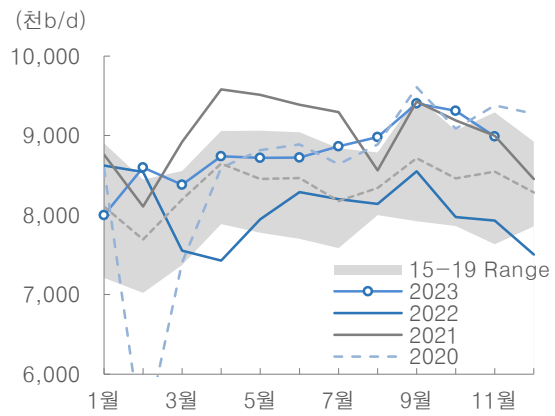
자료: 대신증권 Research Center

[공급 요인 1] 24년도 중국의 석유제품 수출량은 금년과 유사할 것으로 전망

21년 이후 감소한 중국의 석유제품 수출쿼터는 24년에도 타이트한 기조 유지할 것으로 전망

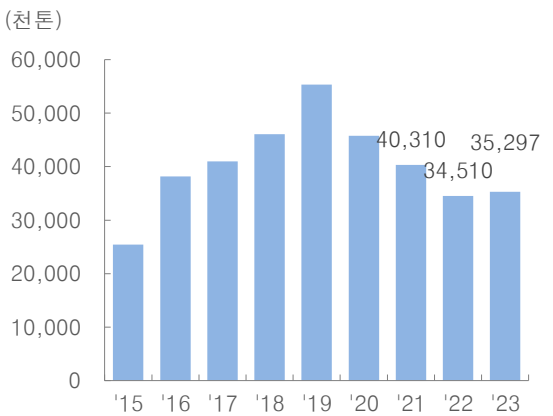
- 3차 수출쿼터 물량이 거의 소진되었음에도 추가 할당을 하지 않는다는 점에서 중국 정부의 정제 설비 증설 억제 정책 의지를 확인. 24년에도 금년과 유사한 수준의 수출쿼터 전망
- 중국 정부는 25년까지 전체 정제설비 원유 처리량을 20만 b/d 수준으로 제한. 그러나 22년 1.45만 b/d (YoY +8.5%)에 이어 23년에도 1.2만 b/d (YoY +6.5%)의 증설로 현재 19.6만 b/d 수준
- 반면 중국 석유제품 내수 수요는 하향 추세. 중국의 23년 누적 석유제품 소비량은 9,679만 b/d로 21년 대비 -3.1% 저조한 수준이며, 이에 따라 정유 설비 가동률 하향 조정 (10월 기준, 국영 정유 설비 평균 가동률 80% 초반, 독립 민간 정유설비 70% 수준).

중국 석유제품 수요 추이



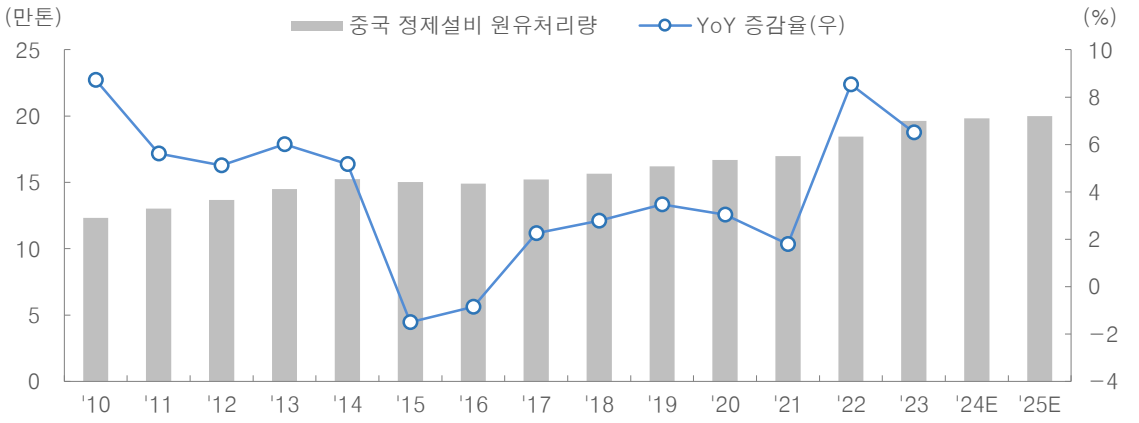
자료: 대신증권 Research Center

중국의 석유제품 연간 수출량



자료: 대신증권 Research Center

23년 중국 정제설비 19.6만 b/d (YoY +6.5%), 상단 20만 b/d에 근접



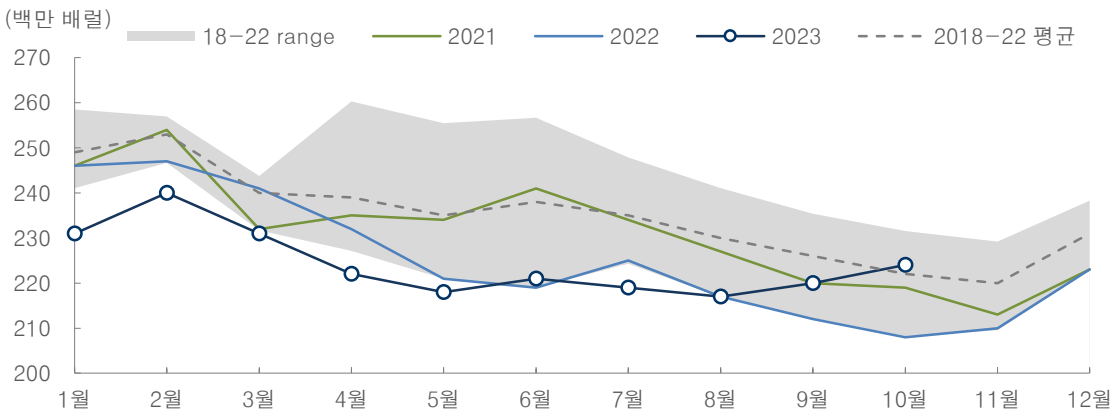
자료: 대신증권 Research Center

[공급 요인 2] 미국 정제설비 정상화로 석유제품 재고 정상화

미국 정제설비 트러블로 1Q23 낮은 재고 상태로 시작

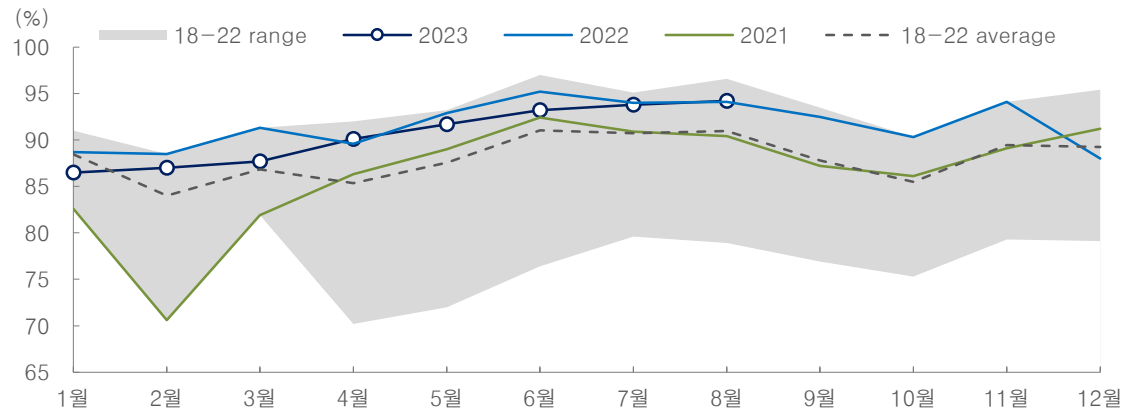
- 23년 연간 정제마진의 변동성이 높았던 이유는 북미와 유럽 지역의 석유제품 재고가 근 5개년 내 최저치 수준에 머무르며, 수요 변동을 받아줄 버퍼(Buffer)가 부족했기 때문
- 금년 23년 1월 이후 미국의 석유제품 재고는 과거 평균치 하회. 이는 작년 12월 미국 지역 내 이상 한파 영향으로 정유소 가동률이 일주일 가량 70%대 수준으로 하락했기 때문(전주 92%)
- 코로나로 인한 인력 축소 등 복합적 이유로 폐쇄된 정제설비들의 보수가 늦어지는 가운데, 4월 정기 보수 기간이 겹치며 미국 정유소 가동률은 4월 말까지 90% 이상으로 회복되지 못함

US light distillate stocks: 생산 차질로 23년 1분기 재고레벨 낮은 수준에서 출발



자료: 대신증권 Research Center

미국 정제설비 가동률 추이: 22년 12월 이상 한파 영향으로 23년 1분기 생산 차질 발생



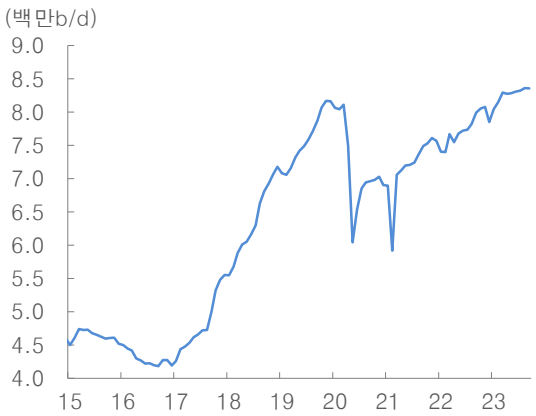
자료: 대신증권 Research Center

[공급 요인 2] 미국 정제설비 정상화로 석유제품 재고 정상화

셰일오일 생산량 정상 수준 회복, 베네수엘라산 원유 도입 증가

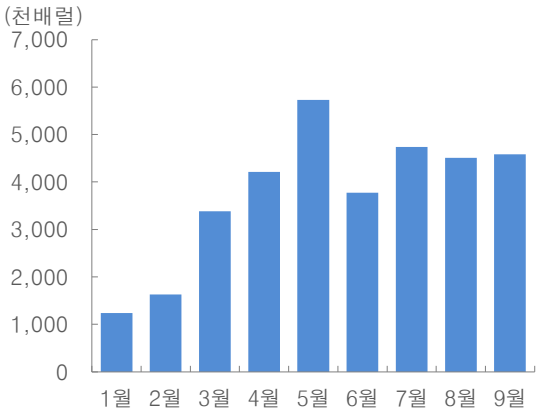
- 미국의 정제설비 가동률이 빠르게 회복되지 못했던 점은 지정학적 이유로 원유 조달이 원활하지 않았던 가운데, 인건비 등의 이유로 자국 내 원유 생산량 회복이 더뎠던 점도 유효
- 현재 11월을 기점으로 미국의 셰일 오일 생산량은 836만 b/d 수준으로 과거 2020년 전고점 돌파
- 23년 1월 이후 베네수엘라산 원유 도입이 시작되며 미국의 정제설비 가동률은 90% 수준을 상회하며 과거 18-22년도 밴드 상단에 위치
- 현재 미국은 월평균 400만 배럴 수준의 베네수엘라산 원유 도입. 최근 해상운임 하락과 함께 중국으로 향하던 물량 일부가 미국으로 우회하기 시작하며 원유 수입량 증가 전망

U.S. tight oil production



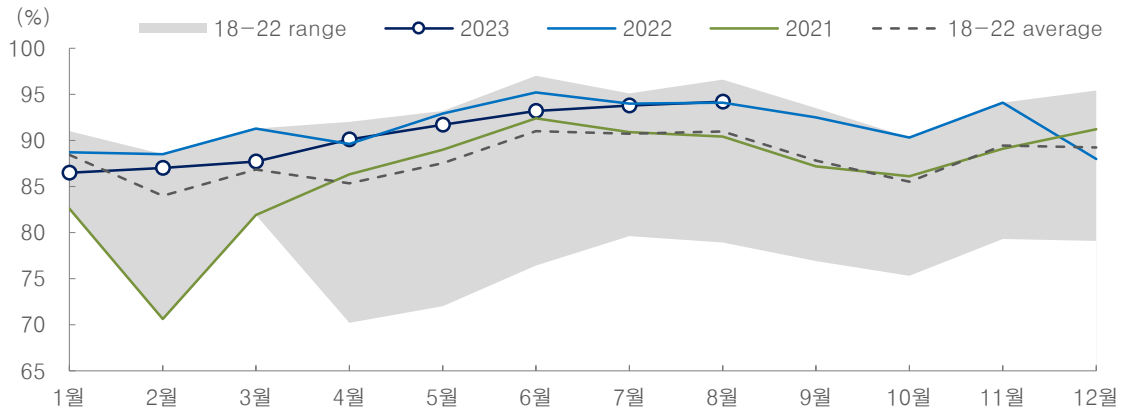
자료: 대신증권 Research Center

미국의 베네수엘라산 원유 수입 재개



자료: 대신증권 Research Center

미국 정제설비 가동률 추이: 22년 12월 이상 한파 영향으로 23년 1분기 생산 차질 발생



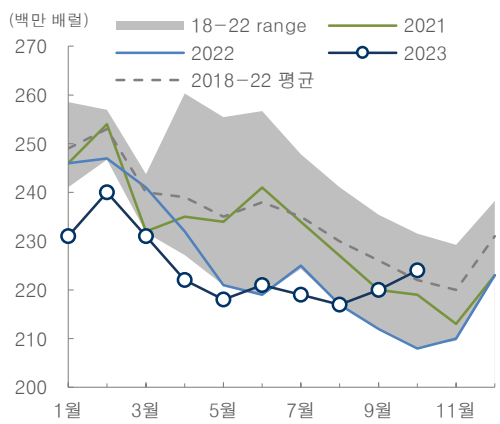
자료: 대신증권 Research Center

[공급 요인 2] 중국의 수출량은 플랫, 그러나 더 큰 것들이 남아있음

미국 내 정제설비 가동률 상승으로 24년도 미국·유럽 지역 재고 정상화 전망

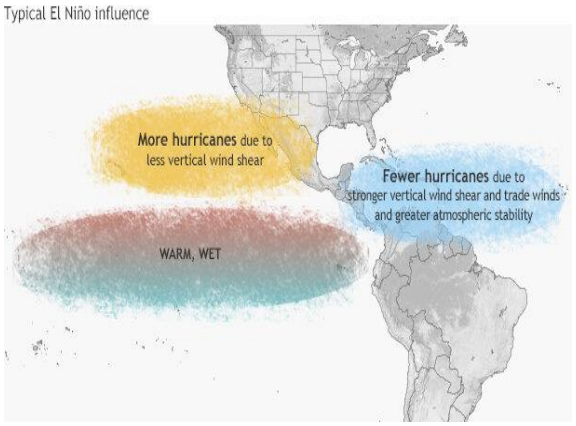
- 미국의 석유제품 재고는 10월 현재 224백만배럴로 YoY +7.6% 증가해 과거 5개년 평균치를 상회하는 수준을 기록. 또한 내년 상반기까지 엘니뇨 구간 영향으로 1Q23과 유사한 생산차질 가능성이 낮기 때문에 24년 미국 내 석유제품 재고량은 정상화 될 것으로 전망
- cf. 엘니뇨: 적도를 기준으로 서태평양으로 향하는 북동 무역풍과 남동 무역풍의 이동속도가 둔화되면서 발생하는 현상. 이 경우 북반구는 평년보다 따뜻한 기온이 정착함에 따라 난방용 천연가스 수요는 감소하고 미 원유와 정유 생산시설이 집중된 멕시코만은 워커 순환의 약화로 허리케인 발생 빈도가 낮아지게 됨 (“2024년 연간전망-쉬어가는 원자재, 엘니뇨의 끝을 기다리며”, 최진영 연구원)
- 유럽은 지난 2년간 정제설비 폐쇄로 자체적인 석유제품 공급량 축소. 23년 드라이빙 시즌 (6~8월) 당시 유럽 지역 내 경유 생산량은 544만 b/d로 전년대비 -5.5% 감소한 반면, 정제설비 가동률은 과거 평균치와 유사한 수준인 83~85% 내에서 안정적으로 유지
- 따라서 미국와 유사한 생산 차질의 이유보다는 자체적인 생산 능력이 줄어들었다고 판단하며, 이에 대해 석유제품 수입량을 늘리는 방식으로 대응해오고 있었음
- 24년 북미 지역의 석유제품 재고 수준 정상화와 함께 유럽 지역 내 재고 수준도 과거 평균치 수준으로 회복할 것 전망. 이에 따라 24년은 일시적 공급 차질에 따른 정제마진 변동성 축소 전망
- 단적인 예로, 23년 9월 러시아는 자국 내 디젤 부족 사태를 방지하기 위해 해상 운송을 통한 경유의 해외 수출을 전면 금지시켰으나, 해당 시기에 미국의 유럽향 Gas/Diesel 수출량 증가(8월 8.1만b/d, 9월 16.9만 b/d)로 영향 미미

US light distillate stocks



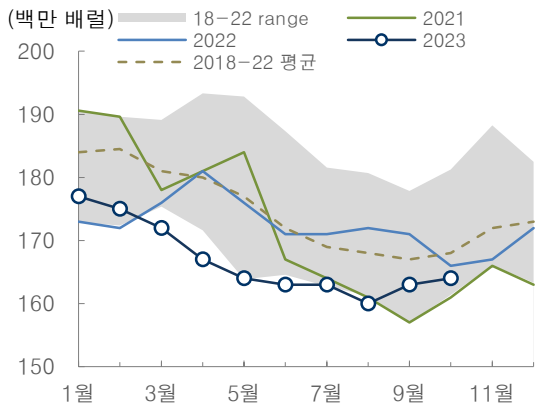
자료: 대신증권 Research Center

24년, 엘니뇨로 자연재해 가능성은 낮을 것으로



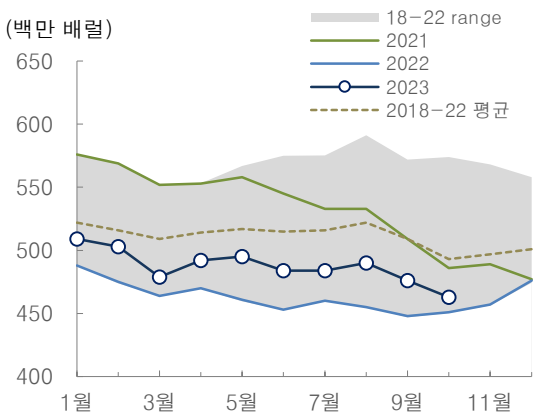
자료: 미국 해양 대기청, 대신증권 Research Center

Europe light distillate stocks



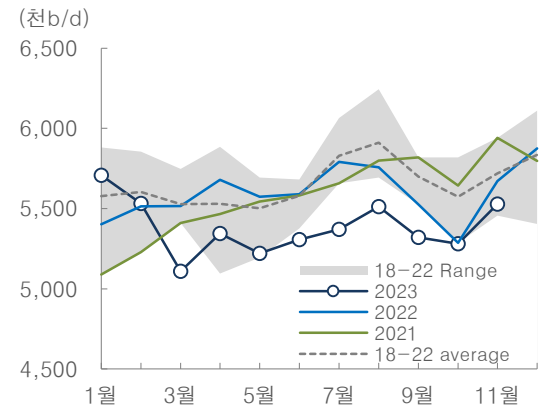
자료: 대신증권 Research Center

Europe middle distillate stocks



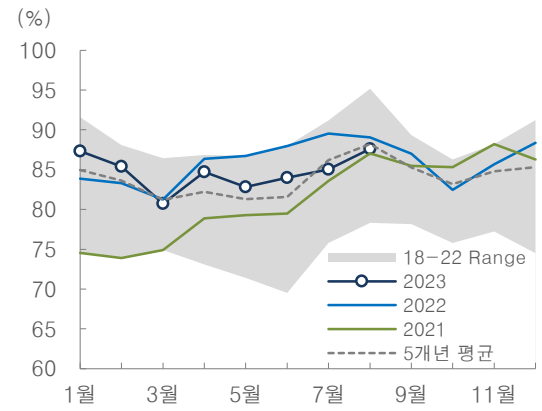
자료: 대신증권 Research Center

유럽 지역 월별 경유 공급량



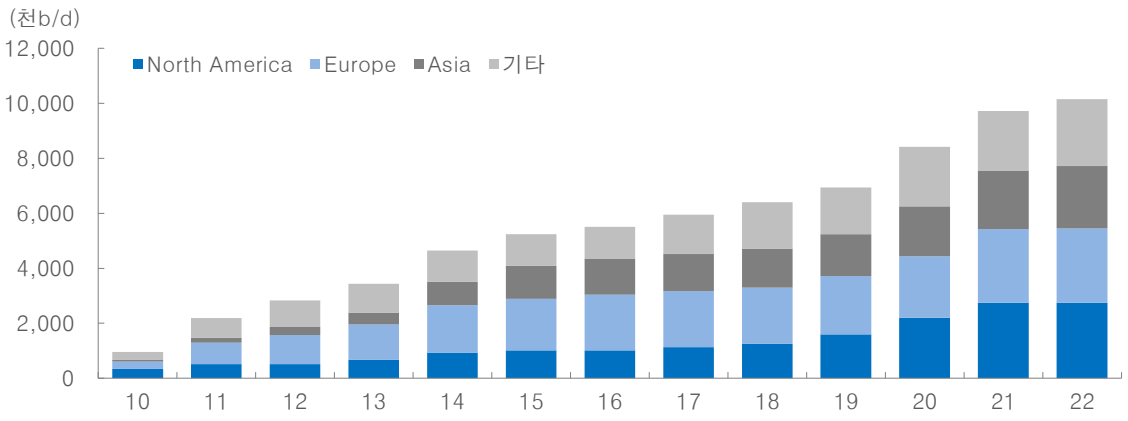
자료: 대신증권 Research Center

유럽 지역 내 정제설비 가동률



자료: 대신증권 Research Center

유럽 내 정제 설비 폐쇄: 글로벌 비중 27%



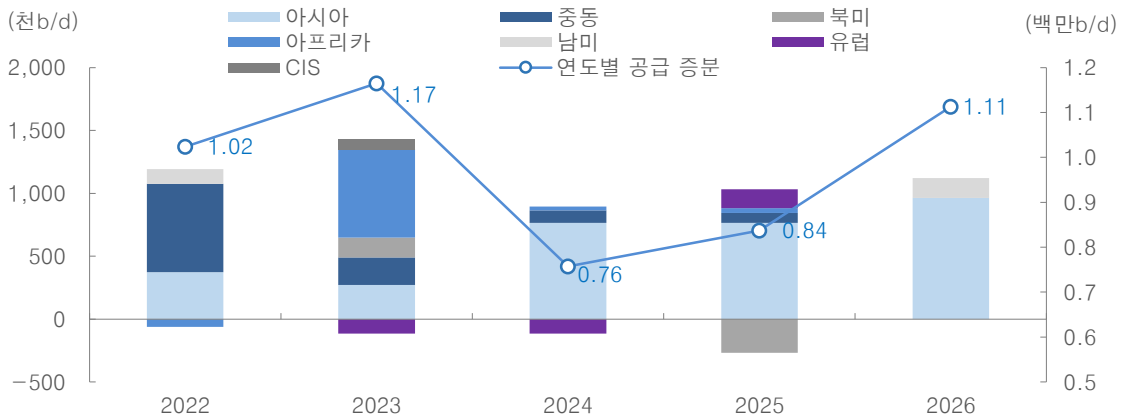
주: 기타는 라틴아메리카, 아프리카, CIS, 중동 지역 포함
자료: S&P Global Commodity Insights, IEA, EIA

[공급 요인 3] 중동/아프리카 지역 메가 프로젝트 가동 본격화

24년 하반기 이후 등/경유 공급 증가로 재고 수준 정상화 회귀 전망

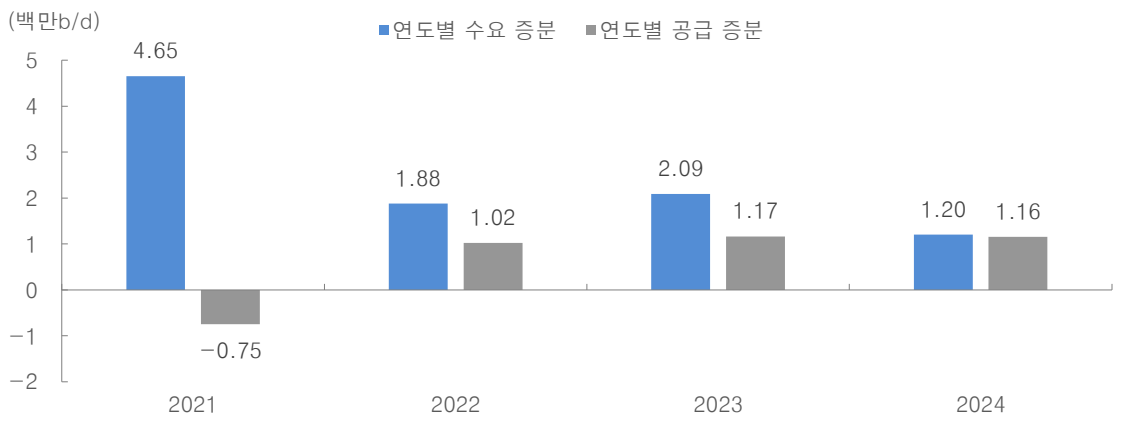
- 미국의 정제설비 가동률 정상화와 함께, 24년 이후 글로벌 주요 정제설비 증설물량이 본격 반영되며 석유제품 공급 증가 전망
- 23년도 Al Zour(중동, 63만 b/d), Beamount(미국, 30만 b/d) 지역의 증설로 글로벌 정제설비 1.17백만 b/d 증가.
- 24년도 주요 메가 프로젝트 Dangote(60만b/d), Duqm(40만 b/d): 현재 완공 단계, 2H24 이후 램프업 단계 돌입할 것으로 전망. 24년 1월 이후 Al Zour 프로젝트 가동률 80% 가정 시 경유 20만b/d 증가, 24년 하반기 Dangote 프로젝트 가동률 50% 이상 상승할 경우 경유 공급량 27만 b/d 증가

글로벌 정제설비 순증설 추이: 23년 이후 증설 사이클 소폭 완화



자료: 대신증권 Research Center

글로벌 정제설비 수요 증분 VS 공급 증분: 24년 수급 완화 불가피



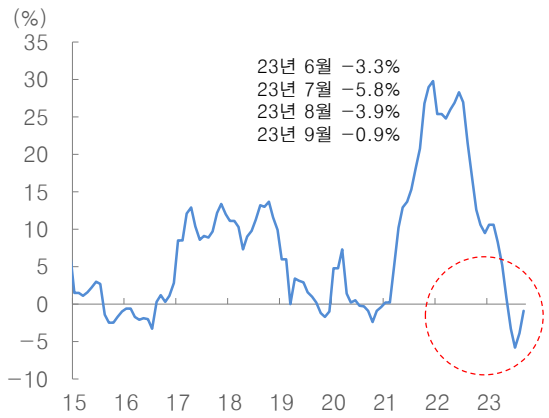
자료: 대신증권 Research Center

[화학] 코끼리는 점프를 할 수 없다

24년 석유화학 제품 수급 개선을 기대해볼 수 있지만, 반등 강도는 여전히 미지수

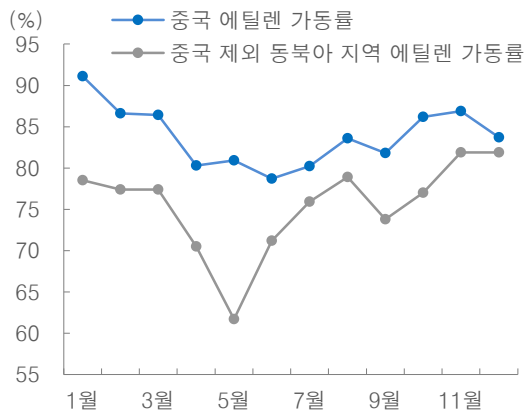
- 국내 석유화학 시황에 가장 주요한 역할을 하는 중국의 석유제품 재고는 23년 6월부터 전년대비 하락하는 모습을 보였으나, 절대값은 여전히 높은 상황(23년 9월 919백만위안, 21년 대비 +22.3%)
- 중국의 석유화학 가동률은 80% 이상을 안정적으로 유지했으나, 중국 제외 지역의 가동률은 80% 초반 수준의 저위 가동 유지. 중국의 석유화학 수요 상승이 국내 NCC 업황 회복에 직결되는 그간의 공식이 여실히 깨진 한 해
- 24년도 전망: 2019년 이후 본격화된 중국의 증설 사이클이 일단락된다는 점에서 23년 대비 수급 개선을 기대해볼 수 있으나, 과거 사이클 대비 반등 강도는 여전히 낮을 것으로 전망

중국의 석유화학 제품 재고는 23. 6월부터 하락



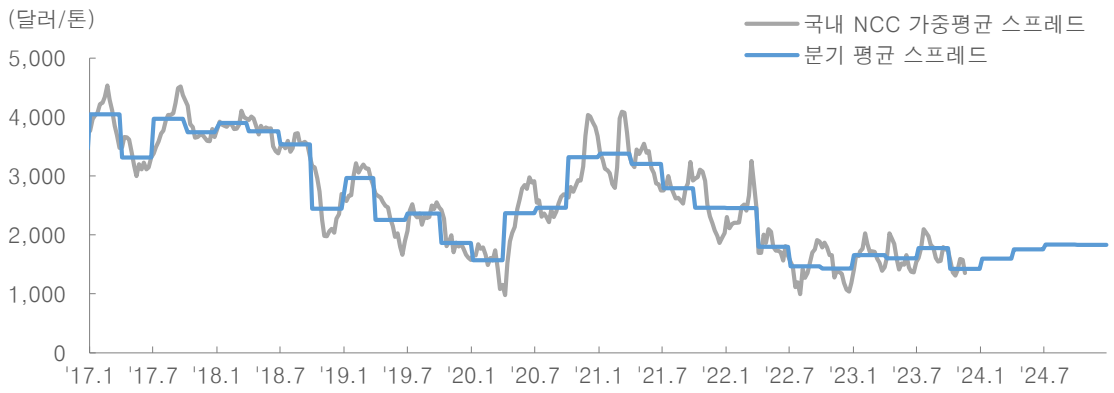
자료: 대신증권 Research Center

중국 및 동북아 지역 에틸렌 가동률



자료: 대신증권 Research Center

4Q23 가중평균 스프레드 1,427달러/톤 QoQ -19.7%, 24년 1,690달러/톤 YoY +18.4%



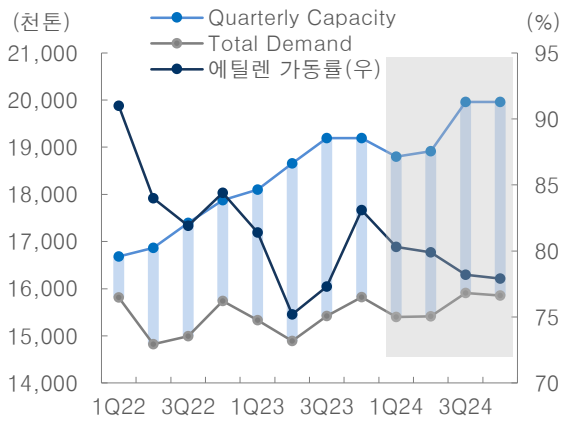
자료: 대신증권 Research Center

24년도 석유화학 제품 수급 전망(1): 에틸렌

23년 이후 증설 사이클은 일단락 되었으나, 수요 대비 증설분은 여전히 높아

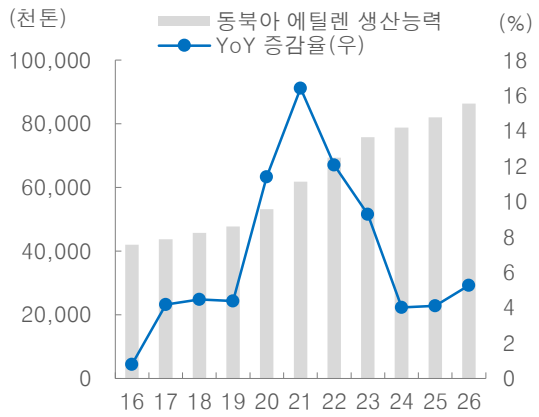
- 동북아시아 에틸렌 생산능력 23년 7,514만톤(YoY+9.2%) → 24년 7,763만톤(YoY +3.3%)
- 중국의 24년 에틸렌 증설량은 303.4만톤(YoY +5.8%)로 23년(633.9만톤,YoY+13.8%) 대비 현저하게 감소하는 점은 긍정적이나 중국의 24년도 내수 수요 약세(63만톤,YoY +1.4%)로 급격한 가동률 상승 가능성은 제한적
- 24년도 글로벌 에틸렌 증설 529만톤(YoY+2.3%)으로 23년(987만톤, YoY+4.6%) 대비 하락
- 동북아 24년도 예상 평균 가동률 80% 초반 수준 전망(1Q 80%, 2Q 81%, 3Q 78%, 4Q 78%)

동북아 에틸렌 수요/공급 밸런스 + 가동률



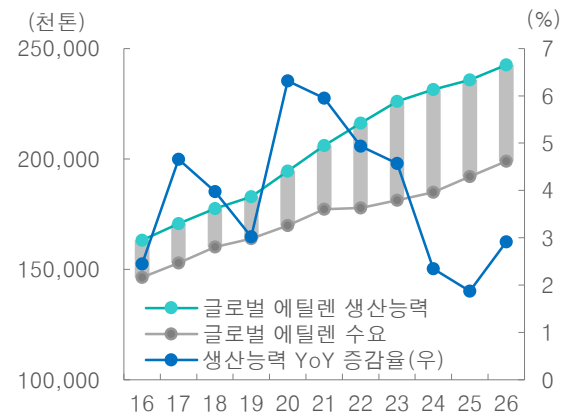
자료: 대신증권 Research Center

동북아 에틸렌 연간 생산능력 전망



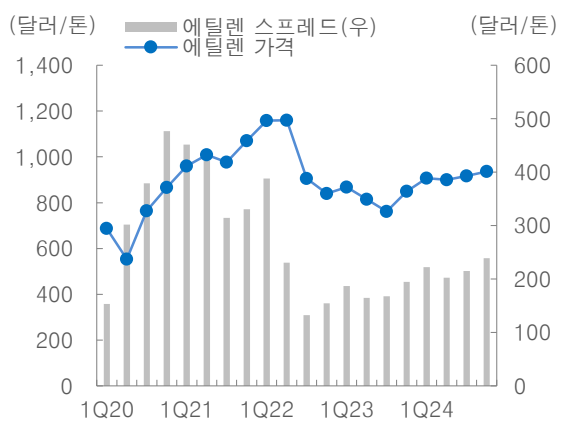
자료: 대신증권 Research Center

글로벌 연간 에틸렌 수급 전망



자료: 대신증권 Research Center

에틸렌 가격 및 스프레드 전망



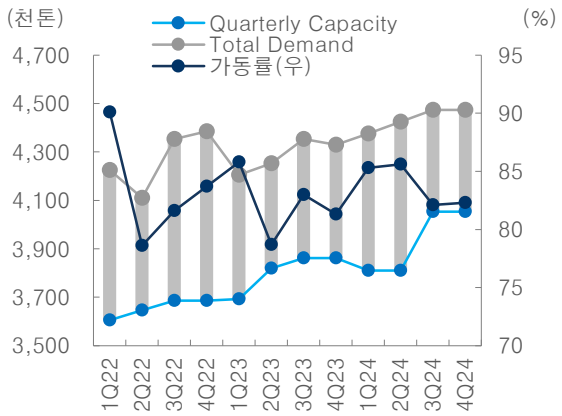
자료: 대신증권 Research Center

24년도 석유화학 제품 수급 전망(2): 폴리에틸렌(PE)

HDPE 약세 지속, L-LDPE 중심의 스프레드 회복 전망

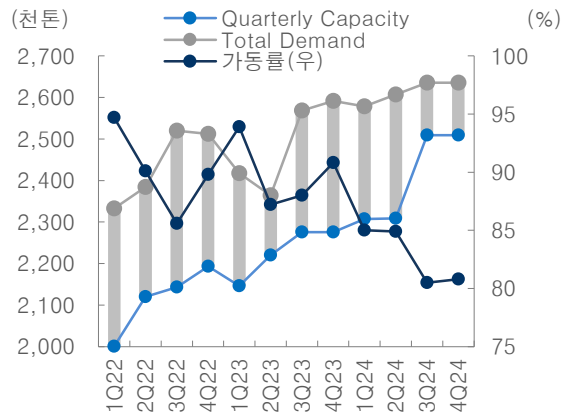
- 동북아 지역 24년도 LDPE 예상 증설량 71만톤(YoY +8.0%)로 23년(46만톤 YoY +5.4%)대비 증가. 중국의 23년 LDPE 증설량 46만톤(YoY +9.0%), 24년 71만톤(YoY +12.9%)
- 하반기 LDPE 증설물량 유입과 함께 가동률 85% 수준에서 80% 초반 수준까지 하락 전망
- 24년도 L-LDPE 예상 증설량 48만톤(YoY +3.2%) 전망. mL-LDPE 수요 증가와 함께 동북아 지역 내 24년도 예상 수요 증분 YoY +3.5%(60.8만톤)으로 PE 제품 가장 견조한 수급 전망
- PE 선호 순: mL-LDPE 〉 L-LDPE(24E 338.3 $/톤) 〉 LDPE(320.7 $/톤) 〉 HDPE(312.6 $/톤)

동북아 L-LDPE 수요/공급 밸런스 + 가동률



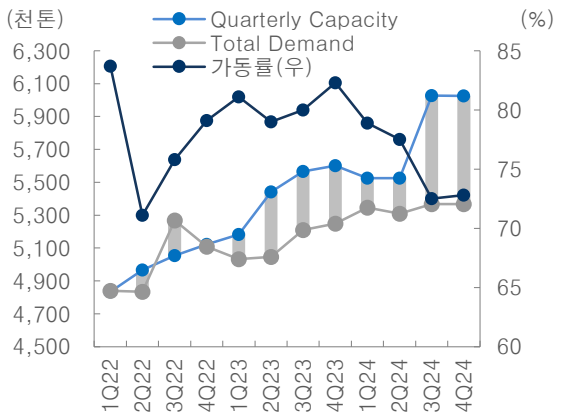
자료: 대신증권 Research Center

동북아 LDPE 수요/공급 밸런스 + 가동률



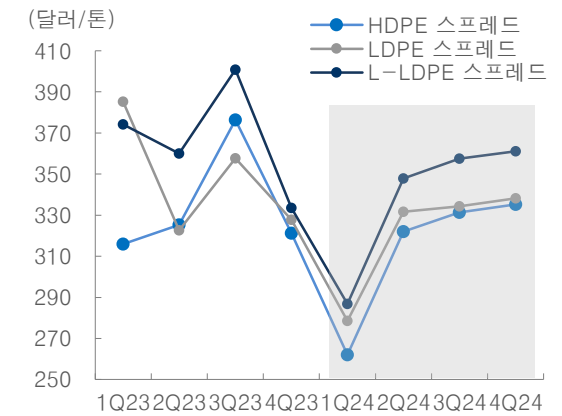
자료: 대신증권 Research Center

동북아 HDPE 수요/공급 밸런스 + 가동률



자료: 대신증권 Research Center

폴리에틸렌 가격 및 스프레드 전망



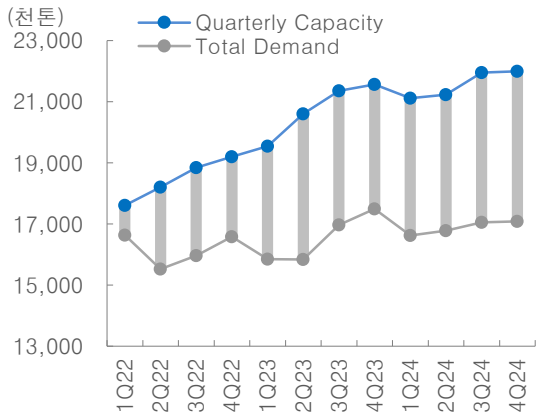
자료: 대신증권 Research Center

24년도 석유화학 제품 수급 전망(3): 프로필렌

에틸렌 계열 대비 공급 과잉 영향 지속

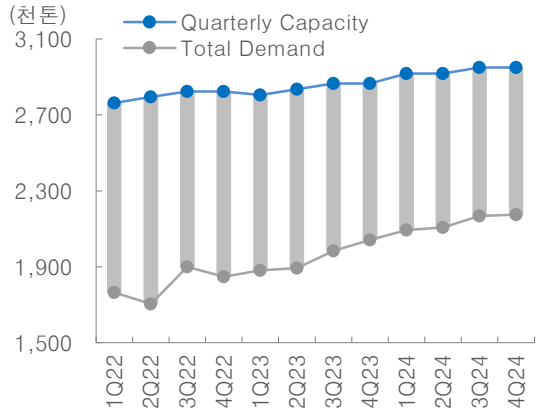
- 24년도 동북아 프로필렌 예상 증설량 323만톤(YoY +3.9%)로 23년(921만톤, YoY +12.5%)대비 축소. 동북아 지역내 23년 NCC 생산량은 2,553만톤으로 전년대비 -2.4% 감소했으나 PDH 설비 생산량은 1,415만톤으로 YoY +33.3% 증가.
- 24년 동북아 지역 내 프로필렌 수급 밸런스(수요/생산능력)는 23년 대비 -10.5% 악화될 것으로 예상되나, 동남아 지역 수급밸런스는 23년 대비 +10.6% 개선될 것으로 전망
- 프로필렌 24년도 분기별 예상 스프레드: 4Q23 171.4달러/톤 → 1Q24 215달러/톤 (QoQ +25.7%) / 2Q 180달러/톤 (QoQ -15.4%) / 24년 연간 197.9달러/톤(YoY +5.7%)

동북아 프로필렌 수요/공급 밸런스



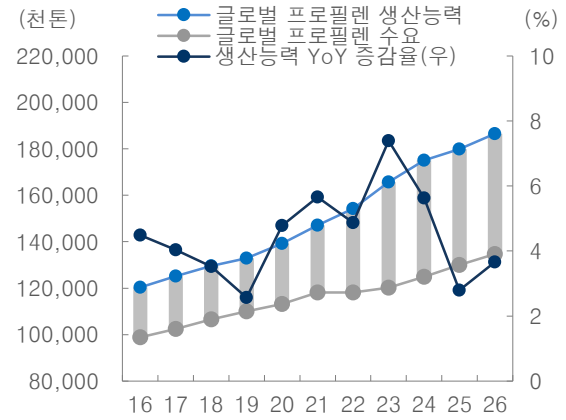
자료: 대신증권 Research Center

동남아 프로필렌 수요/공급 밸런스



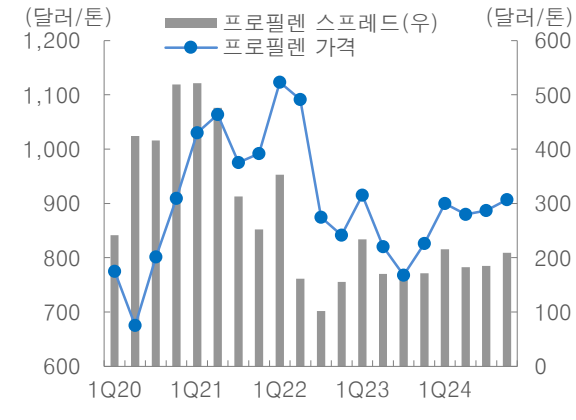
자료: 대신증권 Research Center

글로벌 연간 프로필렌 수급 전망



자료: 대신증권 Research Center

프로필렌 가격 및 스프레드 전망



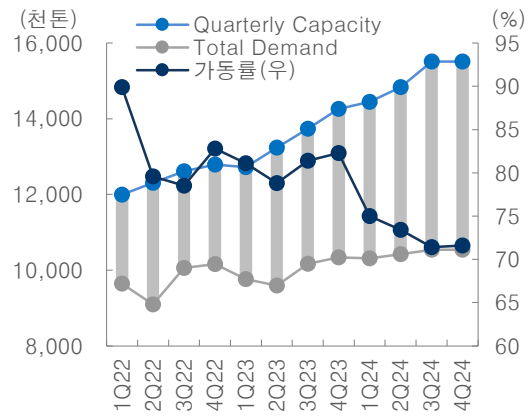
자료: 대신증권 Research Center

24년도 석유화학 제품 수급 전망(4): 폴리프로필렌(PP)

PDH 설비 증설 영향으로 PE 대비 시황 약세 전망, 단 동남아 지역의 차별적 시장 전망

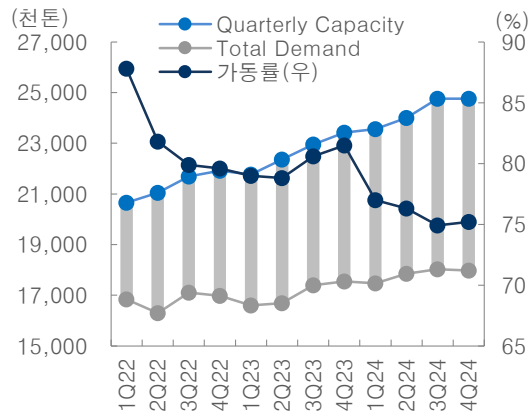
- 동북아 지역 내 24년 PP 증설량은 633만톤(YoY +11.7%), 23년 425만톤(YoY +8.6%) 증가. 이는 동북아 지역 내 PDH 설비 증설(354만톤, YoY +33.3%)에 기인. 글로벌 역시 PP 제품 증설량 658만톤(YoY +7.3%)로 23년 519만톤(YoY +6.1%) 대비 증가
- PE 제품 대비 수급 악화로 24년도 동북아 지역 내 PP 설비 예상 가동률 72.9%로 23년 대비 -8.1% 하락 전망. (글로벌 가동률 23년 80% → 75.9%로 -4.1% 하락 전망)
- 단, 24년 동남아 지역의 차별적 PP 시황 전망. 23년 기준 베트남 PP 내수 수요는 172.2만톤으로 단일 국가 기준 전 세계 7위. 24~25년 PP 예상 수요 성장률 CAGR 6.0%

동북아 PP 수요/공급 밸런스 + 가동률



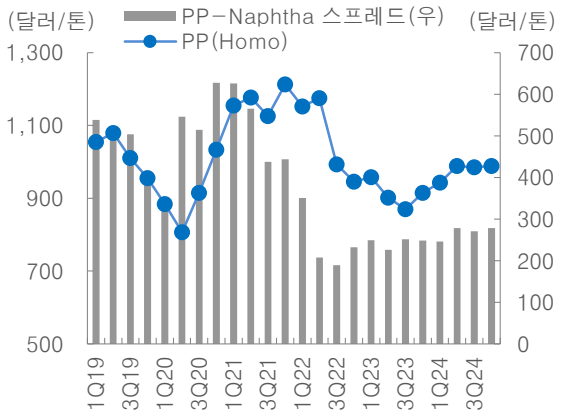
자료: 대신증권 Research Center

글로벌 PP 수요/공급 밸런스 + 가동률



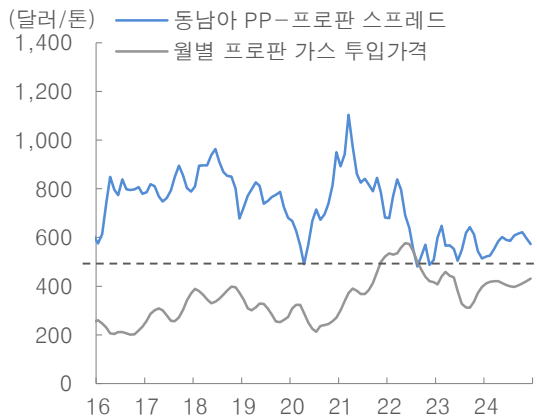
자료: 대신증권 Research Center

PP 가격 및 납사 스프레드 전망



자료: 대신증권 Research Center

동남아 PP-프로판 스프레드 전망



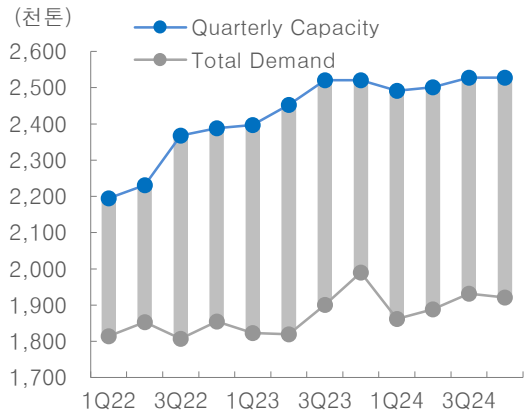
자료: 대신증권 Research Center

24년도 석유화학 제품 수급 전망(5): 부타디엔

고무계열 수요 증가, 미주 지역 수출량 증가로 24년도 수급 개선 전망

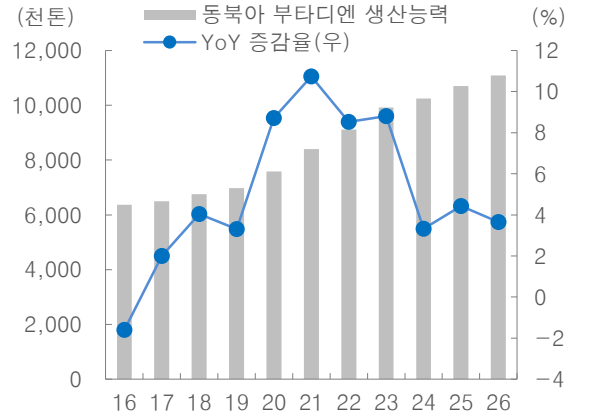
- 24년 동북아 지역 내 부타디엔 수요 상승으로 23년 대비 수급 개선될 것으로 전망. 24년도 동북아 지역 내 부타디엔 증설량은 15만톤(YoY +1.6%)로 23년(71만톤, YoY +7.74%) 대비 개선
- ABS 시황 약세는 24년에도 지속될 것으로 예상되나, 고무 계열(SBR, NB라텍스, MBS 등) 수요 상승(YoY +3.2%)로 증설량 대비 수요 우위 전망
- 1Q23 이후 아시아 시장 대비 부타디엔 가격 약세(3Q23 평균 미국 524.6달러/톤, 아시아 797.3 달러/톤)를 보였던 미국 지역 역시 24년 이후 수급 개선에 따른 가동률 상승 전망.
- 미주 지역 24년도 BD 증설량 14만톤(YoY +3.0%). 24년 수출량 40만톤(YoY +83.9%) 전망

동북아 부타디엔 수요/공급 밸런스



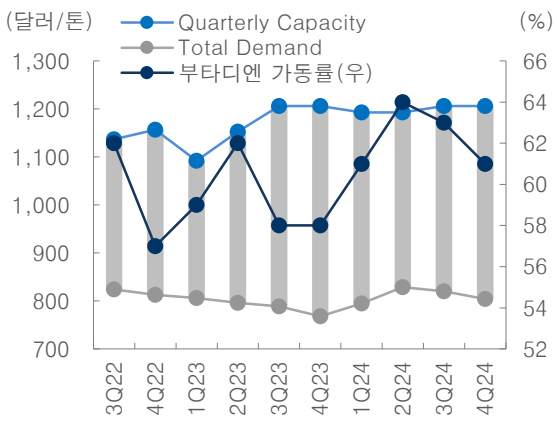
자료: 대신증권 Research Center

동북아 부타디엔 연간 생산능력 전망



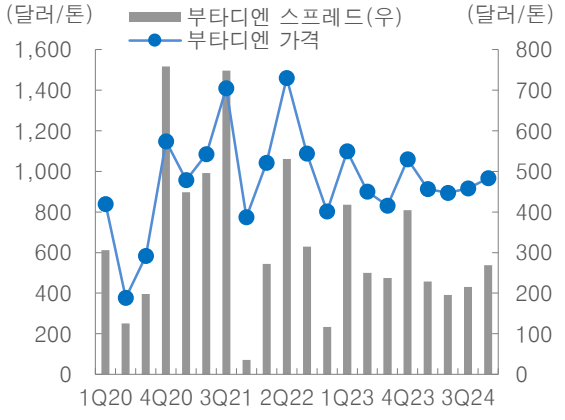
자료: 대신증권 Research Center

미국 부타디엔 수요/공급 밸런스 + 가동률



자료: 대신증권 Research Center

부타디엔 가격 및 스프레드 전망



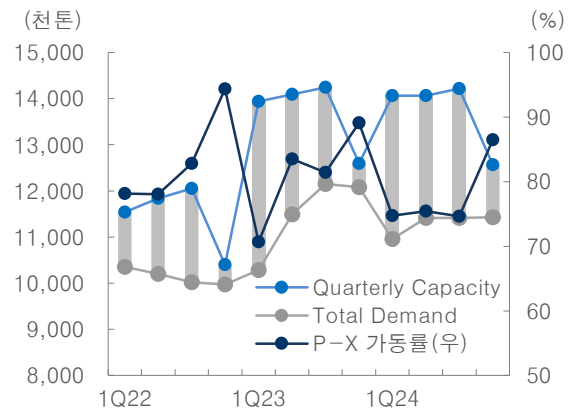
자료: 대신증권 Research Center

기타 제품 수급 전망: P-X, PVC

24년도 P-X 시황 하락 전망, PVC 상승 전망

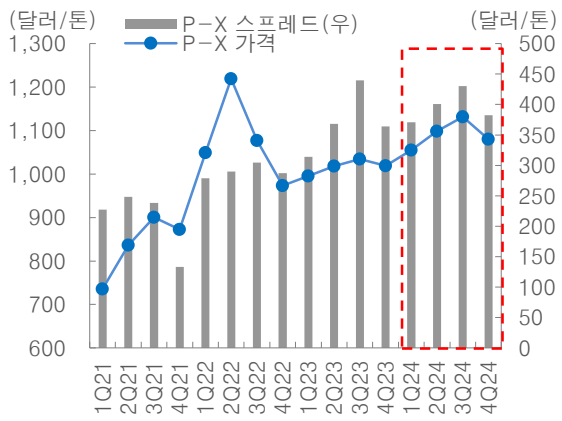
- 23년도 스프레드 강세를 보였던 P-X 제품(2Q23 368.3달러/톤 (YoY +19.2%), 3Q23 439.9 달러/톤(YoY +26.6%)은 24년도 수급 완화로 스프레드 하향 안정화 전망
- 24년도 동북아 P-X 생산능력은 5,652만톤으로 23년과 동일하나 PET 섬유 계열 스프레드 약세로 수요 감소하며 스프레드 하락 전망(24년 예상 330달러/톤, YoY -1.1%)
- 24년도 동북아 내 PVC 예상 증설량 76만톤(YoY +2.1%)로 23년과 유사(88만톤 YoY +2.5%)하며 폴리머 내 증설 물량이 가장 적은 제품에 해당. 건설용(바닥재, 코팅, 튜브 용) 수요의 점진적 증가 53만톤(YoY +2.3%)로 24년 수급 개선 전망

동북아 P-X 수요/공급 밸런스 + 가동률



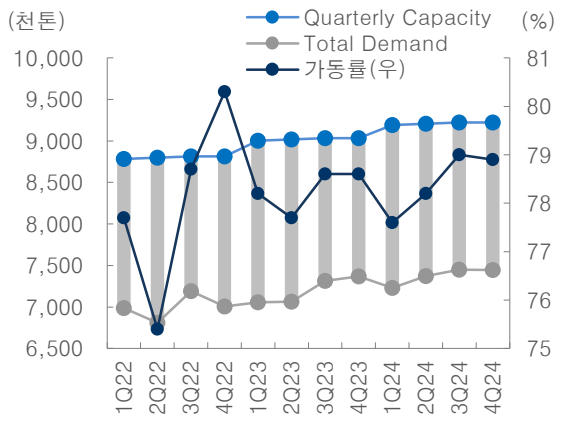
자료: 대신증권 Research Center

P-X 가격 및 스프레드 전망



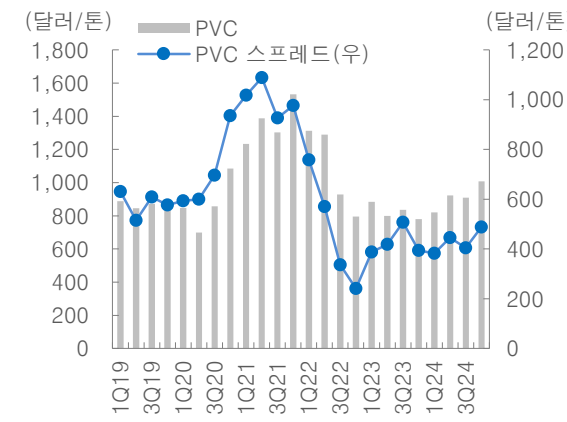
자료: 대신증권 Research Center

동북아 PVC 수요/공급 밸런스 + 가동률



자료: 대신증권 Research Center

PVC 가격 및 스프레드 전망



자료: 대신증권 Research Center

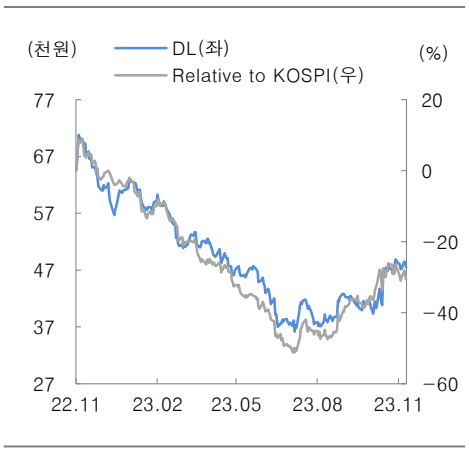
DL (000210)

가장 수익성 높은 아이템을 보유, 24년 유망주

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	65,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	47,500원

KOSPI	2,519.81
시가총액	1,034십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	128십억원
52주 최고/최저	69,500원 / 36,150원
120일 평균거래대금	31억원
외국인지분율	9.54%
주요주주	대림 외 6인 48.44% 국민연금공단 10.36%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.0	21.2	3.3	-31.7
상대수익률	6.0	22.7	4.9	-34.0



- 단기적으로 DL케미칼의 이익 상승, 중장기적으로 KRATON 이익 턴어라운드가 관건
- **[DL케미칼]** 24년도 예상 영업이익 969억원(YoY +41.7%) 전망. 범용 HDPE의 경우, 24년 역시 수급 악화에 따른 스프레드 약세 전망. 단, 23년 9월 이후 판매를 시작한 VLDPE(POE, 태양광 모듈 파우치용)의 비중 확대로 확실한 증익 전망
- 3Q23 이후 VLDPE의 추정 마진은 40% 이상(mL-LDPE 대비 판가 800~1,000달러 가격 프리미엄). 향후 PE 생산라인 내 비중 20% 확대 시 연간 이익 기여 최대 956억원
- **[KRATON]** 순차입금(3Q기준 4.7조원)에 따른 분기별 이자비용 600억원은 24년 부담 요인이나, 하반기 이익 턴어라운드와 함께 다소 해소될 것으로 전망.
- 23년 하반기 이후 미국 내 부타디엔 가격 상승하며 4분기 이후 케미칼 사업부 이익 개선 전망. 24년 미국 내 BD 수급 개선으로 이익 개선세 지속 전망

(십억원, 원, %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	2,359	5,175	5,109	5,248	5,406
영업이익	193	287	108	373	385
세전순이익	718	125	-253	225	240
총당기순이익	729	102	-192	180	192
지배지분순이익	720	72	-190	182	191
EPS	34,568	3,193	-8,391	8,047	8,414
PER	1.8	18.5	NA	5.9	5.6
BPS	181,979	173,594	164,200	171,245	178,657
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE	22.6	1.9	-5.0	4.8	4.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: DL, 대신증권 Research Center

DL 분기별 이익추정 테이블

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	883.1	1,469.8	1,489.8	1,332.2	1,287.4	1,218.8	1,264.4	1,338.0	5,175.0	5,108.6	5,248.2
DL케미칼	479.4	486.0	454.4	410.5	424.2	337.1	405.6	425.8	1,830.3	1,592.7	1,514.0
Cariflex	68.0	77.5	77.4	79.5	56.7	53.2	70.5	80.6	302.4	261.0	293.3
Kraton	174.0	739.8	742.2	721.9	662.9	659.2	602.4	661.6	2,377.9	2,586.1	2,792.1
기타	134.5	124.2	164.7	139.2	151.1	133.2	145.6	133.3	562.6	563.2	561.8
1) DL모터스	79.9	84.0	85.2	93.1	85.6	88.2	81.1	87.0	342.2	341.9	341.3
2) GLAD호텔	16.5	22.1	27.1	27.1	21.2	26.2	27.3	24.9	92.8	99.6	103.9
3) DL에너지	38.1	18.1	52.4	19.0	44.3	18.8	37.2	21.4	127.6	121.7	116.5
영업이익	32.3	59.0	169.6	26.7	69.0	-7.1	12.0	34.2	287.5	108.1	373.5
영업이익률(%)	3.7%	4.0%	11.4%	2.0%	5.4%	-0.6%	0.9%	2.6%	5.6%	2.1%	7.1%
DL케미칼	2.1	38.6	24.3	23.6	16.1	15.3	18.2	18.7	88.6	68.3	96.9
영업이익률(%)	0.4%	7.9%	5.3%	5.7%	3.8%	4.5%	4.5%	4.4%	4.8%	4.3%	6.4%
Cariflex	11.2	15.3	17.3	17.3	11.2	8.6	13.6	17.6	61.1	51.0	57.4
영업이익률(%)	16.5%	19.7%	22.4%	21.8%	19.8%	16.2%	19.3%	21.8%	20.2%	19.5%	19.6%
Kraton	-6.1	2.8	74.2	-20.3	9.0	-46.3	-65.6	-19.2	50.6	-122.1	93.2
영업이익률(%)	-3.5%	0.4%	10.0%	-2.8%	1.4%	-7.0%	-10.9%	-2.9%	2.1%	-4.7%	3.3%
기타	25.5	3.7	47.4	10.0	41.9	22.1	38.8	14.3	86.6	117.1	125.0
영업이익률(%)	19.0%	3.0%	28.8%	7.2%	27.7%	16.6%	26.6%	10.7%	15.4%	20.8%	22.2%
1) DL모터스	0.1	0.5	0.5	1.1	-0.3	1.0	0.7	1.1	2.2	2.5	3.8
2) GLAD호텔	2.3	3.8	9.1	2.4	4.1	5.6	8.4	9.1	17.6	27.2	30.1
3) DL에너지	23.1	-0.6	37.8	6.5	38.1	15.5	29.7	4.1	66.8	87.4	91.1
지분법이익	56.4	10.7	-55.9	-55.8	-8.9	-44.2	-3.7	0.2	-44.7	-56.6	131.7
YNCC	-19.2	-18.6	-63.1	-51.1	-26.8	-50.0	-9.7	-6.7	-152.0	-93.2	86.0
폴리미래	2.6	0.5	-5.1	-5.3	-1.5	-2.5	-2.1	-2.7	-7.3	-8.8	2.0
DL이앤씨	12.4	14.9	23.7	-0.1	15.2	1.7	9.3	9.6	50.9	35.8	43.7
당기순이익	108.3	-29.7	-36.8	60.1	-23.6	-89.8	-50.9	-27.1	101.8	-191.5	179.9
YoY %											
매출액	73.2	152.9	139.3	106.5	45.8	-17.1	-15.1	0.4	119.4	-1.3	2.7
DL케미칼	69.3	33.6	15.9	-5.3	-11.5	-30.6	-10.7	3.7	24.3	-13.0	-4.9
Cariflex	35.7	18.5	14.5	2.2	-16.6	-31.4	-8.9	1.4	15.9	-13.7	12.4
Kraton	-	-	-	-	281.0	-10.9	-18.8	-8.4	-	8.8	8.0
기타	6.1	-1.3	20.2	3.3	12.3	7.2	-11.6	-4.3	7.3	0.1	-0.3
영업이익	-51.1	24.2	127.5	412.1	114.0	적전	-92.9	28.1	48.8	-62.4	245.4
DL케미칼	-89.7	15.9	-6.2	0.4	666.7	-60.4	-25.1	-20.6	-14.0	-22.9	41.7
Cariflex	166.7	31.9	10.9	-1.7	0.0	-43.8	-21.4	1.6	24.7	-16.6	12.6
Kraton	-	-	-	-	흑전	적전	적전	적지	-	적전	흑전
기타	20.9	-27.5	44.5	흑전	64.3	497.3	-18.1	43.1	62.5	35.2	6.7
QoQ %											
매출액	36.9	66.4	1.4	-10.6	-3.4	-5.3	3.7	5.8			
DL케미칼	-91.1	1,738.1	-37.0	-2.9	-31.8	-5.0	19.0	3.0			
Cariflex	-36.4	36.6	13.1	0.0	-35.3	-23.2	58.1	29.2			
Kraton	-	흑전	2,550.0	적전	흑전	적전	적지	적지			
기타	흑전	-85.5	1,181.1	-78.9	319.0	-47.3	75.6	-63.1			
영업이익	519.2	82.7	187.7	-84.3	158.7	적전	흑전	184.8			
DL케미칼	-91.1	1,738.1	-37.0	-2.9	-31.8	-5.0	19.0	3.0			
Cariflex	-36.4	36.6	13.1	0.0	-35.3	-23.2	58.1	29.2			
Kraton	-	흑전	2,550.0	적전	흑전	적전	적지	적지			
기타	흑전	-85.5	1,181.1	-78.9	319.0	-47.3	75.6	-63.1			

자료: DL, 대신증권 Research Center

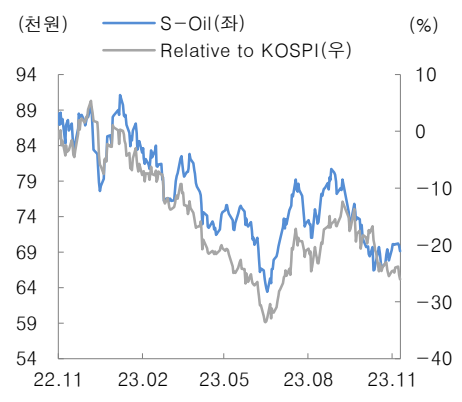
S-Oil (010950)

24년도 석유제품 수급 완화 불가피, 정제마진 하락 전망

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	95,000원 하향
현재주가 (23.11.29)	69,100원

KOSPI	2,519.81
시가총액	7,979십억원
시가총액비중	0.42%
자본금(보통주)	281십억원
52주 최고/최저	91,100원 / 63,400원
120일 평균거래대금	251억원
외국인지분율	76.98%
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 6인 63.43% 국민연금공단 8.32%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.0	-7.0	-7.1	-20.4
상대수익률	-7.7	-5.8	-5.7	-23.1



- 정제마진 추정치 하향 조정: 4Q23 2.93달러/배럴(QoQ -72.1%), 24년 평균 4.11달러/배럴(YoY -23.1%)
- 1) 미국의 가동률 상승에 따른 북미/유럽 지역 석유제품 재고 수준 정상화, 2) 중동/아프리카 지역의 정제설비 증설 영향으로 24년도 석유제품 수급 완화 불가피
- 정유부문 예상 24년도 예상치 기존 7,817억원에서 4,236억원으로 -45.8% 하향 조정
- 당사 추정 24년도 상반기 유가 하향 안정화 전망(24년 연간 WTI 기준 65~95달러/배럴)에 따라, 재고관련손실 -9,800억원 전망
- 24년도 동북아 내 PET 섬율 계열 스프레드 약세로 23년 대비 수요 감소하며 P-X 스프레드 하락 불가피. 화학부문 예상 영업이익 1,677억원(YoY -14.8%) 전망
- 24년도 연간 이익추정치 하향에 따른 목표주가 95,000원으로 -9.5% 하향 조정

(십억원, 원, %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	27,464	42,446	35,591	35,937	37,734
영업이익	2,141	3,405	1,932	1,427	1,499
세전순이익	1,878	2,899	1,709	1,136	1,204
총당기순이익	1,379	2,104	1,270	840	891
지배지분순이익	1,379	2,104	1,270	840	891
EPS	11,822	18,047	10,893	7,208	7,641
PER	7.2	4.6	6.3	9.6	9.0
BPS	59,929	72,754	78,161	79,882	82,037
PBR	1.4	1.1	0.9	0.9	0.9
ROE	21.8	27.2	14.4	9.1	9.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: S-Oil, 대신증권 Research Center

S-Oil 분기별 이익 추정 테이블

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	9,287.0	11,442.4	11,122.6	10,594.0	9,077.7	7,819.6	8,999.6	9,486.0	42,446.0	35,382.9	36,151.3
정유	7,179.1	9,252.1	9,015.7	8,558.0	7,276.7	6,000.0	7,198.7	7,556.0	34,004.9	28,031.4	28,446.3
석유화학	1,366.2	1,302.3	1,161.5	1,195.5	1,038.5	1,009.1	1,124.8	1,261.7	5,025.5	4,434.1	5,185.4
윤활기유	741.7	888.0	945.4	840.4	762.5	810.5	676.1	668.2	3,415.5	2,917.3	2,519.6
영업이익	1,332.0	1,722.0	511.7	-160.4	515.7	36.4	858.8	451.2	3,405.2	1,862.1	1,743.0
영업이익률(%)	14.3%	15.0%	4.6%	-1.5%	5.7%	0.5%	9.5%	4.8%	8.0%	5.3%	4.8%
정유	1,202.2	1,445.1	78.8	-381.8	290.6	-292.1	666.2	272.6	2,344.3	937.3	1,089.8
영업이익률(%)	16.7%	15.6%	0.9%	-4.5%	4.0%	-4.9%	9.3%	3.6%	6.9%	3.3%	3.8%
석유화학	-65.6	18.0	56.1	-58.3	29.3	82.0	45.4	40.2	-49.8	196.9	167.7
영업이익률(%)	-4.8%	1.4%	4.8%	-4.9%	2.8%	8.1%	4.0%	3.2%	-1.0%	4.4%	3.2%
윤활기유	195.3	258.9	376.7	279.8	195.8	246.5	147.2	138.4	1,110.7	727.9	485.5
영업이익률(%)	26.3%	29.2%	39.8%	33.3%	25.7%	30.4%	21.8%	20.7%	32.5%	25.0%	19.3%
세전이익	1,195.9	1,399.4	-26.4	329.7	354.9	-33.8	737.0	582.4	2,898.5	1,640.5	1,452.9
지배주주순이익	870.8	1,014.2	-9.6	228.9	265.3	-22.4	545.4	431.0	2,104.4	1,219.4	1,075.3
% YoY											
매출액	73.8	70.5	56.3	27.8	-2.3	-31.7	-19.1	-10.5	54.6	-16.6	2.2
정유	89.1	90.8	72.6	35.4	1.4	-35.1	-20.2	-11.7	68.4	-17.6	1.5
석유화학	33.8	8.2	-1.8	-4.4	-24.0	-22.5	-3.2	5.5	7.9	-11.8	16.9
윤활기유	40.9	34.6	32.9	16.9	2.8	-8.7	-28.5	-20.5	30.6	-14.6	-13.6
영업이익	111.7	201.6	-6.9	적전	-61.3	-97.9	67.8	흑전	59.0	-45.3	-6.4
정유	251.5	847.6	-57.5	적전	-75.8	적전	745.4	흑전	158.2	-60.0	16.3
석유화학	적전	-86.6	-25.3	적지	흑전	355.6	-19.1	흑전	적전	흑전	-14.8
윤활기유	0.3	-4.8	-60.9	-50.5	0.0	0.0	0.0	0.0	12.3	-34.5	-33.3
세전이익	156.0	155.0	적전	-15.2	-70.3	적전	흑전	76.7	54.3	-43.4	-11.4
지배주주순이익	152.6	146.9	적전	-20.7	-69.5	적전	흑전	88.3	52.7	-42.1	-11.8
% QoQ											
매출액	12.0	23.2	-2.8	-4.8	-14.3	-13.9	15.1	5.4			
정유	13.6	28.9	-2.6	-5.1	-15.0	-17.5	20.0	5.0			
석유화학	9.3	-4.7	-10.8	2.9	-13.1	-2.8	11.5	12.2			
윤활기유	3.2	19.7	6.5	-11.1	-9.3	6.3	-16.6	-1.2			
영업이익	240.4	29.3	-70.3	적전	흑전	-92.9	2,258.0	-47.5			
정유	427.3	20.2	-94.5	적전	흑전	적전	흑전	-59.1			
석유화학	적지	흑전	211.7	적전	흑전	179.9	-44.6	-11.4			
윤활기유	-14.0	32.6	45.5	-25.7	-30.0	25.9	-40.3	-6.0			
세전이익	207.4	17.0	적전	흑전	7.6	적전	흑전	-21.0			
지배주주순이익	201.8	16.5	적전	흑전	15.9	적전	흑전	-21.0			

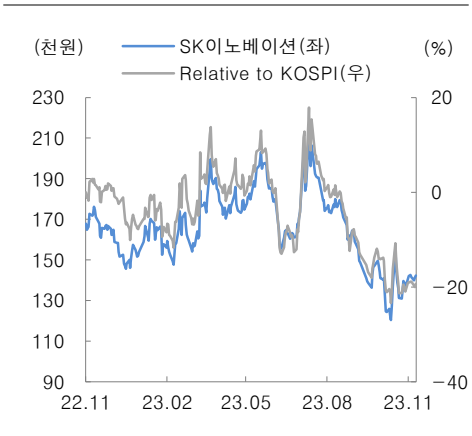
SK이노베이션 (096770)

배터리 판가 하락 우려를 뚫고

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	250,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	142,300원

KOSPI	2,519.76
시가총액	14,339십억원
시가총액비중	0.75%
자본금(보통주)	503십억원
52주 최고/최저	212,534원 / 120,400원
120일 평균거래대금	1,282억원
외국인지분율	21.51%
주요주주	SK 외 13인 34.48% 국민연금공단 7.58%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.5	-19.1	-20.9	-17.4
상대수익률	4.6	-18.1	-19.7	-20.2



- 정제마진 추정치 하향(4Q23 2.93달러/배럴(QoQ -72.1%), 24년 평균 4.11달러/배럴(YoY -23.1%)에 따른 정유 부문 눈높이 하향은 불가피하나 기타 사업부의 이익 상승과 함께 이익 하락분 상쇄 가능 전망
- 23년 동사의 배터리 케파는 23년 88GW에서 24년 152GW(1Q 헝가리 30GW, 2Q 중국 33GW)로 확대.
- 지난 2년간 배터리부문 적자의 가장 큰 원인이었던 신규 공장의 불량률이 정상수준(85% 이상)에 도달하며 4Q 이후 배터리 부문 영업이익 기준 흑전 전망
- 24년 배터리부문 예상 실적 매출액 1.9조원, 영업이익 650억원(OPM 3.4%) 전망.
- 또한 동사의 해외 자원개발 생산량 확대로 2017~2023년 원유/천연가스 일평균 생산량 5.5만배럴 → 24년 8.5만배럴(중국 15-03광구 2.95만배럴)로 확대

(십억원, 원, %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	46,853	78,057	77,823	83,091	84,753
영업이익	1,742	3,917	2,744	3,754	3,829
세전순이익	818	2,860	1,728	4,043	4,016
총당기순이익	489	1,895	1,092	2,505	2,488
지배지분순이익	292	1,569	844	2,373	2,534
EPS	3,042	16,339	8,645	23,288	24,867
PER	77.2	9.3	16.5	6.1	5.7
BPS	180,264	204,639	210,280	224,818	249,685
PBR	1.3	0.7	0.7	0.6	0.6
ROE	1.8	8.5	4.2	10.9	10.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: SK이노베이션, 대신증권 Research Center

SK이노베이션 분기별 이익 추정 테이블

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	16,261.5	19,905.3	22,753.4	19,136.8	19,142.9	18,727.3	19,889.1	20,063.3	78,056.9	77,822.6	83,091.5
정유	10,642.7	14,016.1	15,769.1	12,153.8	11,606.9	10,742.9	12,322.8	12,356.1	52,581.7	47,028.7	45,461.7
석유화학	2,806.0	2,892.8	2,912.2	2,415.9	2,535.1	2,857.4	2,899.7	3,010.9	11,026.9	11,303.1	12,142.8
윤활기유	1,042.9	1,228.0	1,414.6	1,296.0	1,302.3	1,109.7	1,186.6	1,172.7	4,981.5	4,771.3	4,422.1
배터리	1,259.9	1,288.0	2,194.2	2,875.6	3,305.3	3,696.1	3,172.7	3,087.9	7,617.7	13,262.0	19,308.2
기타(E&P,소재 등)	510.0	480.4	463.3	395.4	393.3	321.1	307.3	435.7	1,849.1	1,457.4	1,756.8
영업이익	1,649.1	2,329.2	704.0	-764.9	375.0	-106.8	1,563.1	912.4	3,917.3	2,743.7	3,754.0
영업이익률(%)	10.1%	11.7%	3.1%	-4.0%	2.0%	-0.6%	7.9%	4.5%	5.0%	3.5%	4.5%
정유	1,506.7	2,229.1	316.5	-661.2	274.8	-411.2	1,112.5	455.1	3,391.1	1,431.2	1,388.8
영업이익률(%)	14.2%	15.9%	2.0%	-5.4%	2.4%	-3.8%	9.0%	3.7%	6.4%	3.0%	3.1%
석유화학	31.2	76.0	108.3	-87.5	108.9	170.2	237.0	190.8	128.0	706.9	771.0
영업이익률(%)	1.1%	2.6%	3.7%	-3.6%	4.3%	6.0%	8.2%	6.3%	1.2%	6.3%	6.3%
윤활기유	211.6	255.2	336.0	268.4	259.2	259.9	261.7	184.5	1,071.2	965.3	656.5
영업이익률(%)	20.3%	20.8%	23.8%	20.7%	19.9%	23.4%	22.1%	15.7%	21.5%	20.2%	14.8%
배터리	-273.4	-326.6	-134.6	-338.1	-344.7	-131.5	-86.1	16.6	-1,072.7	-545.7	650.0
영업이익률(%)	-21.7%	-25.4%	-6.1%	-11.8%	-10.4%	-3.6%	-2.7%	0.5%	-14.1%	-4.1%	3.4%
기타(E&P,소재 등)	173.0	95.5	77.7	54.6	76.8	5.8	38.0	65.3	400.8	185.9	287.7
영업이익률(%)	33.9%	19.9%	16.8%	13.8%	19.5%	1.8%	12.4%	15.0%	21.7%	12.8%	16.4%
세전이익	1,376.0	2,010.1	303.5	-829.4	156.3	-257.9	1,086.3	740.6	2,860.2	1,725.3	4,040.5
지배주주순이익	793.7	1,276.1	74.8	-575.7	-131.1	-222.1	691.3	505.2	1,569.0	843.2	2,371.8
% YoY											
매출액	76.0	79.0	85.0	34.8	17.7	-5.9	-12.6	4.8	66.6	-0.3	6.8
정유	81.1	93.4	100.2	41.4	9.1	-23.4	-21.9	1.7	77.7	-10.6	-3.3
석유화학	36.1	23.4	13.6	-6.1	-9.7	-1.2	-0.4	24.6	15.5	2.5	7.4
윤활기유	63.9	61.0	55.1	24.7	24.9	-9.6	-16.1	-9.5	48.7	-4.2	-7.3
배터리	139.4	104.4	168.6	169.6	162.3	187.0	44.6	7.4	150.6	74.1	45.6
영업이익	228.1	359.9	13.8	적전	-77.3	적전	122.0	흑전	124.9	-30.0	36.8
정유	262.1	855.7	8.9	적전	-81.8	적전	251.5	흑전	192.3	-57.8	-3.0
석유화학	-73.6	-54.7	28.3	적지	249.0	123.9	118.8	흑전	-20.4	452.1	9.1
윤활기유	54.3	12.7	2.0	0.3	22.5	1.8	-22.1	-31.2	11.5	-9.9	-32.0
배터리	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전
세전이익	흑전	210.1	-56.9	적지	-88.6	적전	258.0	흑전	249.5	-39.7	134.2
지배주주순이익	흑전	583.0	-82.4	적전	적전	적전	823.8	흑전	437.2	-46.3	181.3
% QoQ											
매출액	14.6	22.4	14.3	-15.9	0.0	-2.2	6.2	0.9			
정유	23.8	31.7	12.5	-22.9	-4.5	-7.4	14.7	0.3			
석유화학	9.0	3.1	0.7	-17.0	4.9	12.7	1.5	3.8			
윤활기유	0.3	17.7	15.2	-8.4	0.5	-14.8	6.9	-1.2			
배터리	18.1	2.2	70.4	31.1	14.9	11.8	-14.2	-2.7			
영업이익	1,345.0	41.2	-69.8	적전	흑전	적전	흑전	-41.6			
정유	584.2	47.9	-85.8	적전	흑전	적전	흑전	-59.1			
석유화학	흑전	143.6	42.5	적전	흑전	56.3	39.2	-19.5			
윤활기유	-21.0	20.6	31.7	-20.1	-3.4	0.3	0.7	-29.5			
배터리	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전			
세전이익	흑전	46.1	-84.9	적전	흑전	적전	흑전	-31.8			
지배주주순이익	1,319.2	60.8	-94.1	적전	적지	적지	흑전	-26.9			

자료: SK이노베이션, 대신증권 Research Center

Daishin
2024년 산업전망

철강금속

찬물 시황에서 살아남기

▪ 이태환 taehwan.lee@daishin.com

Summary (철강금속)

- 24년 철강 업황은 1) 중국의 제한적인 수요 회복 및 감산 강도 약화, 2) 매크로 환경상 전방 수요 개선 기대감 낮아 낮은 Q 지속, 3) 저가 수입재와의 가격 경쟁구도 지속 등으로 인해 부진이 이어질 것으로 관측. 금리인하 및 실물경기 회복 가능 시점인 '24년 하반기 또는 연말부터 회복 시도
- 비철금속은 '23년 메탈 가격의 큰 폭 하락으로 인해 광산업체 생산량 축소 움직임 관찰되고 있음. 광물 공급 제한으로 메탈 가격 하방 지지선 형성 가능. 제련업체 메탈 로스 가능성 축소 및 수익성 회복 전망
- 중국은 강력한 통화 완화 및 대규모 재정 투입을 통해 경제위기를 극복해 왔던 과거와는 다르게 고전 중. 실물 경기의 연내 회복 강도는 약할 것으로 예상. 유의미한 지표 개선이 나타나려면 4분기 시점이 유력하다고 전망
- 중국은 전통적인 건설 기반 철강 수요 성장은 제한적이나, 친환경차 수요 증가 및 수출 확대를 기반으로 자동차 수요는 호조. 중국을 견제하는 글로벌 제재 강도가 변수이나 안정적인 수요 기반 역할 가능. 전반적으로는 부동산 시장발 디플레이션 부담이 있는 만큼 하방 리스크를 경계할 시점
- 중국 생산은 '23년 사례를 참고하면, 내수 수요가 약해도 생산량 유지 및 수출 확대 전략 충분히 가능. '24년 연간 생산량 관리 목표는 '23년 수준으로 설정하되 실제 적용은 유연하게 될 것으로 전망
- 전반적으로 국내 철강 수요는 '23년 대비 +1% 이내 보합에 그칠 것으로 판단. 건설향 강재 수요 부진은 심화될 것으로 보이며, 수요 성장 동력이었던 자동차·조선 성장폭도 둔화되고 있는 상태
- 국내 철강 가격은 원재료 가격 상승을 반영하여 인상 시도가 있을 것으로 예상하나, 1) 전방 수요가 둔화되고 있으며, 2) 중국산 수입재와의 가격 경쟁 심화로 인해 저항이 상당히 강할 것으로 판단. 온전한 판가 전가가 쉽지 않을 것으로 예상되며 상반기까지 롤마진 축소 나타날 것으로 전망
- '24년 Top-Pick 고려아연, 차선호주 풍산. 메탈 가격 안정화로 인한 YoY 수익성 개선 흐름 예상
- POSCO홀딩스는 전기차 수요 둔화로 인해 리튬사업 수익성 전망 및 사업가치 할인이 불가피한 상황. 다만, 이미 주가 조정을 받아 부담스러운 밸류에이션은 아니라고 판단. 중기 관점에서 관심 유지

2024년 철강금속 투자전략

철강금속 투자의견 Neutral 제시 / Top-Pick: 고려아연, 풍산

- 국내 철강금속 업황은 1) 전방수요 둔화에 따른 Q 감소, 2) 중국산 수입재 유입에 따른 P 하락, 3) 원재료가격 상승에 따른 C 상승 등이 '23년 하반기 심화되면서 전반적인 실적 부담 증가된 상태
- '24년 철강 업황은 1) 중국의 제한적인 수요 회복 및 감산 강도 약화, 2) 매크로 환경상 전방 수요 개선 기대감 낮아 낮은 Q 지속, 3) 저가 수입재와의 가격 경쟁구도 지속 등으로 인해 부진이 이어질 것으로 관측. 금리인하 및 실물경기 회복 가능 시점인 '24년 하반기 또는 연말부터 회복 시도
- 비철금속 역시 중국 경기를 추종할 수 밖에 없는 구조이며, 고금리, 강달러 국면에서 안정적 가격 상승은 어려움. 다만, 급격한 하락이 나타난 '23년 대비 가격 변동성은 제한적일 것으로 판단되어, Metal Loss 가능성은 낮아지며 수익성이 점차 회복 가능할 것으로 판단
- '24년 Top-Pick 고려아연, 차선호주 풍산. 메탈 가격 안정화로 인한 YoY 수익성 개선 흐름 예상
- POSCO홀딩스는 전기차 수요 둔화로 인해 리튬사업 수익성 전망 및 사업가치 할인이 불가피한 상황. 다만, 이미 주가 조정을 받아 부담스러운 밸류에이션은 아니라고 판단. 중기 관점에서 관심 유지

당사 Universe 철강금속 업체의 실적 전망 및 투자의견 (단위: 십억원,%,배)

종목	POSCO홀딩스		현대제철		세아베스틸지주		고려아연		풍산	
투자의견	BUY		BUY		BUY		BUY		BUY	
목표주가	570,000		44,000		34,000		630,000		50,000	
현주가 (11/29)	483,000		35,100		25,150		493,000		35,300	
Upside	18.0%		25.4%		35.2%		27.8%		41.6%	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	77,715	87,862	26,380	27,031	4,317	4,563	9,959	10,245	4,260	4,344
영업이익	4,312	4,397	1,263	1,364	262	242	657	790	236	232
OPM	5.5	5.0	4.8	5.0	6.1	5.3	6.6	7.7	5.5	5.3
%yoy	-11.1	2.0	-21.9	8.0	105.1	-7.5	-28.5	20.2	1.8	-1.8
순이익	2,489	2,597	776	835	184	163	475	526	163	159
ROE	59,988	61,776	19,773	20,477	2,117	2,226	9,314	9,422	1,978	2,104
PBR	4.7	4.7	4.1	4.2	9.4	7.8	5.2	5.7	8.5	7.8
PER	0.7	0.7	0.2	0.2	0.5	0.4	1.1	1.1	0.5	0.5

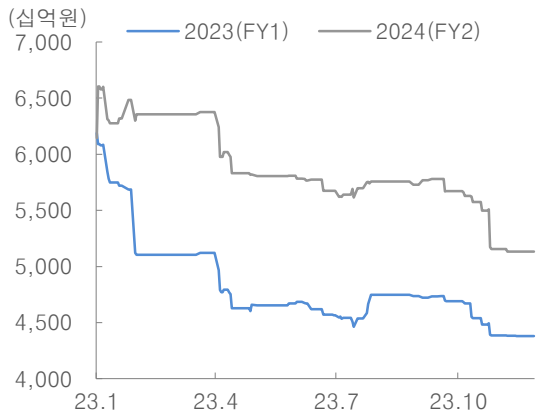
자료 : 대신증권 Research Center

[2023 결산] 철강: '중국 해줘!' → '중국 비상! 부동산 다운!'

침체된 업황 속, 포스코만 나홀로 질주

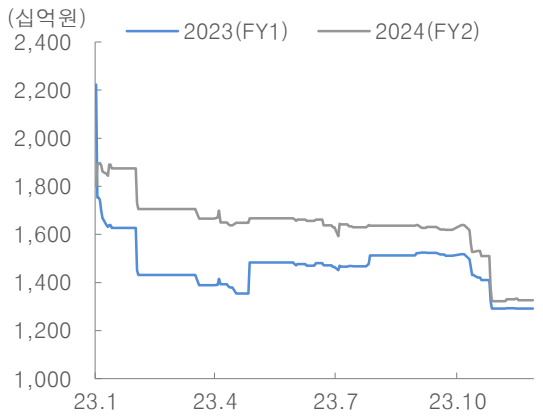
- 포스트 코로나 효과로 '23년 경기회복 가능성이 높게 점쳐졌던 중국이었으나, 1) 제한적인 경기 부양책 효과, 2) 부동산 경기 침체에 따른 지방정부 부채 심화, 3) 과잉공급에 따른 수출물량 증가 등 오히려 시황을 짓누른 역할만 수행. 과거(2009년) 수준의 경기 회복력을 보여주지 못함
- 시황 부진으로 순수 철강사들의 주가 흐름이 부진했던 가운데, POSCO홀딩스는 본업과 별개로 친환경소재(리튬, 니켈, 리사이클링)가 주목받으며 주가 급등. 이제 주가 상승 트리거가 차별화된 상태

POSCO홀딩스 영업이익 컨센서스



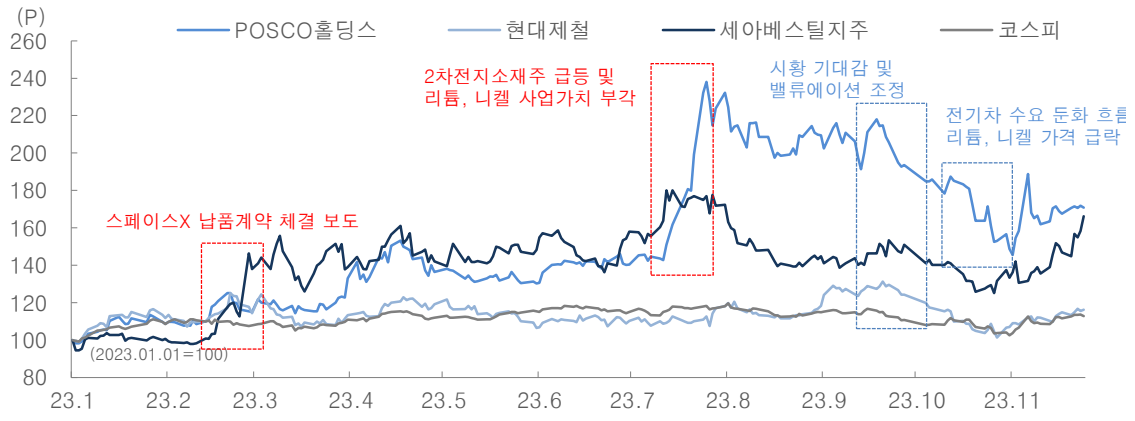
자료: 대신증권 Research Center

현대제철 영업이익 컨센서스



자료: 대신증권 Research Center

커버리지 3개사 2023년 시가총액 지수



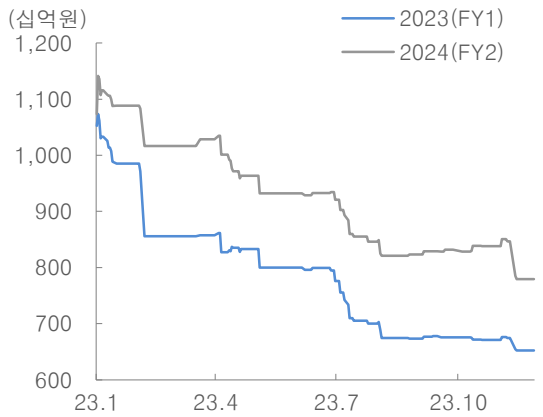
자료: 대신증권 Research Center

[2023 결산] 비철금속: 공급 과잉으로 가격 약세 심화

수요 둔화로 인한 공급 과잉. 주가는 상고하저

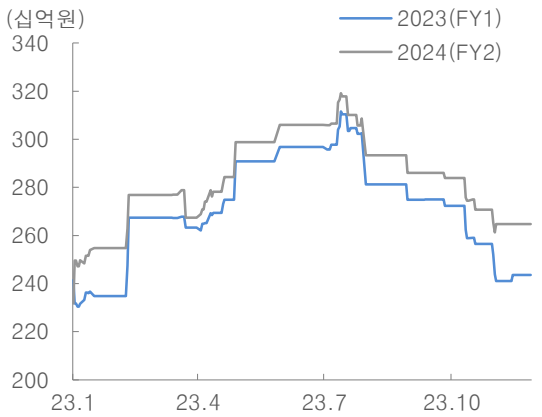
- 광물 공급 정상화 대비 글로벌 경기 부진으로 금속 수요가 살아나지 못함에 따라 공급과잉 심화. LME 재고 상승, 가격 약세. 가격은 연초 대비 아연 -14%, 연 -4%, 동 +1%, 니켈 -46%, 알루미늄 -7%
- 미국 경제 연착륙(골디락스) 가능성 확대로 강달러 지속 중. 원자재 투기수요 유입 기대감 낮음
- 귀금속은 연중 높은 가격 레벨을 박스권에서 유지 중. 금 +10%, 은 +2%
- 메탈 가격 하락, 제련 수수료 하락 등 수익성 악화 요인 발생. 관련주 주가 흐름은 상고하저

고려아연 영업이익 컨센서스



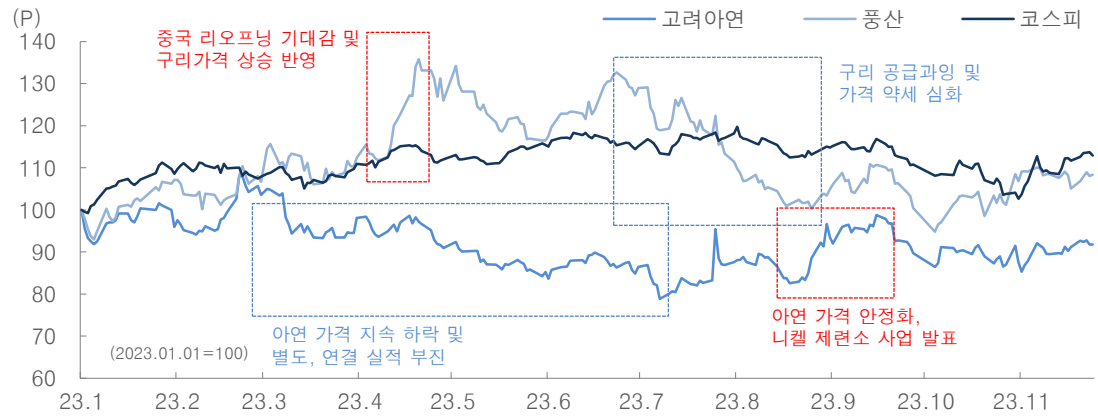
자료: 대신증권 Research Center

풍산 영업이익 컨센서스



자료: 대신증권 Research Center

커버리지 2개사 2023년 시가총액 지수



자료: 대신증권 Research Center

[철강] 글로벌 수요: 낮아진 눈높이, 선진국 < 신흥국

세계철강협회, 2023-24년 글로벌 철강수요 전망 발표

- 2024년 철강 수요는 1,849.1만톤(+1.9% yoy)로 전망. 4월 전망 대비 -4.9% 감소한 수요 전망치
- 인플레이션, 고금리로 인해 선진국 투자 및 철강 소비력 약화. 건설 부진 지속, 자동차 판매량 둔화
- 중국은 부동산 시장 불안으로 인한 철강 수요 침체 예상되나, 정부 지원을 감안하여 보합 예상
- 한국은 자동차를 제외하면 약한 철강 수요. 2024년은 큰 수요 변화 없이 이어질 것. 기존 대비 하향
- 이외 지역에서는 인도(인프라투자, 자동차수요), 튀르키예(지진 복구), 러시아/우크라이나(전쟁 복구)에서 수요 상향 조정. 특히 인도는 +7.7% yoy 수요 성장을 보일 것으로 예측

2023-24년 글로벌 철강수요 전망(23년 10월 발표)

(단위: 백만톤, %)

지역	철강수요			철강수요 전년비(%)			23.4월 전망 대비		
	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F
EU27+영국	152.0	144.3	152.7	-7.8	-5.1	5.8	0.2	-7.0	-7.1
독일	32.4	29.2	32.3	-8.8	-10.0	10.6	0.8	-1.7	-1.7
이탈리아	25.1	23.3	24.4	-5.6	-7.2	4.8	0.0	-1.6	-1.4
기타 유럽	39.2	45.0	47.3	-2.5	14.9	5.1	0.0	2.9	2.7
튀르키예	32.5	38.7	40.6	-2.6	19.0	5.0	0.0	3.3	3.0
러시아&CIS+우크라이나	51.6	54.6	55.2	-12.0	5.8	1.0	-1.7	3.1	5.9
러시아	41.7	43.8	43.8	-5.0	5.0	0.0	0.0	4.2	6.9
USMCA	132.9	134.1	136.1	-3.0	0.9	1.5	0.0	-0.9	-2.0
미국	94.5	93.5	95.0	-2.6	-1.1	1.6	0.0	-2.3	-3.2
중남미	44.9	44.2	45.1	-11.5	-1.6	2.2	-0.5	-1.8	-1.9
아프리카	39.5	37.9	39.9	0.8	-4.1	5.4	-1.1	-2.6	-2.2
중동	57.1	56.1	57.9	7.7	-1.7	3.2	5.8	3.7	3.8
아시아&오세아니아	1,265.3	1,298.3	1,314.9	-2.7	2.6	1.3	-1.7	-5.3	-4.2
중국	**920.9**	**939.3**	**939.3**	**-3.5**	**2.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
인도	116.2	126.1	135.8	9.3	8.6	7.7	1.3	2.8	4.9
일본	55.0	53.9	54.2	-4.2	-2.0	0.6	0.0	-3.3	-3.7
한국	**51.3**	**53.0**	**53.6**	**-8.5**	**3.3**	**1.1**	**0.1**	**0.3**	**-0.2**
전세계	**1,782.5**	**1,814.5**	**1,849.1**	**-3.3**	**1.8**	**1.9**	**1.0**	**-7.8**	**-4.9**
중국 제외	861.6	875.2	909.8	-3.2	1.6	4.0	1.0	-7.8	-4.9
선진국	374.7	368.2	378.4	-6.4	-1.8	2.8	-0.8	-12.1	-14.2
중국 제외 개발도상국	486.8	507.0	531.4	-0.6	4.1	4.8	1.8	4.2	9.2
ASEAN	72.6	75.3	79.2	-0.2	3.8	5.2	0.0	-1.8	-2.2
MENA	76.6	74.0	76.6	9.4	-3.5	3.5	6.8	3.8	4.1

자료: Worldsteel, 대신증권 Research Center

[철강] 중국 정책: 과한 기대감은 금물

경제 체력 저하된 중국, 과거와는 달라진 모습

- 중국은 과거 강력한 통화 완화 및 대규모 재정 투입을 통해 경제위기를 극복해왔던 패턴과는 다르게 고전하고 있는 상황. 1) 미·중 갈등 상황, 2) 부동산 침체 및 디폴트 위기, 3) 지방정부 부채 심화 등이 정책 효과를 제한 중. 디플레이션 우려가 커지면서 유동성 함정, 경기침체 장기화 가능성 재차 확대
- 10월 재정적자비율을 3.0%→3.8%로 수정하며, 국채 1조 위안(185조원) 추가 발행을 결정. 지방정부 부채 부담을 덜어주는 수준이라고 판단되며, 구조적인 수요 개선을 이끌기에는 제한적으로 평가
- 부동산 경기 침체 → 소비심리 악화 → 물가 하락 및 경기 불황의 악순환 구조. 중국 정부는 버블을 감안하여 부동산 경기 부양 투자에 보수적인 태도를 견지하고 있으며, 통화 완화 정책을 통한 유동성 공급 역시 제한적인 수준. 현 시점에서 정책 효과를 통한 실물 경기의 급격한 개선을 바라기는 무리
- '24년 중국의 경제성장 목표는 '23년 대비 하향 조정될 가능성이 높은 가운데, 대규모 재정 투자 역시 부동산보다는 첨단 제조업 중심으로 이뤄지며 성장동력 교체 시도 있을 것
- 통화 완화 정책이 유력한 가운데, 높은 부채상황과 위안화 가치 방어를 위한 속도 조절은 반복될 것
- 연말까지 완만한 경기 개선을 보일 것으로 판단되나, 실물 경기의 연내 회복 강도는 약할 것으로 예상. 또한, 정책의 외부 시차를 고려하여 유의미한 지표 개선이 나타나려면 4분기 시점이 유력하다고 전망

연도별 전인대 정부업무보고 계획

	구분	2018	2019	2020	2021	2022	2023
주요 경제지표	GDP 증가율	6.5% 내외	6.0~6.5%	미설정	6% 이상	5.5% 내외	5.0% 내외
	CPI 증가율	3% 내외	3% 내외	3.5% 내외	3% 내외	3% 내외	3% 내외
	도시 신규 취업	1,100만명 이상	1,100만명 이상	900만명	1,100만명 이상	1,100만명	1,200만명
	도시 조사 실업율	5.5% 이내	5.5% 내외	6% 내외	5.5% 내외	5.5% 내외	5.5% 내외
재정정책	예산 적자율	2.6%	2.8%	3.6%	3.2%	2.8%	3.0%
	지방정부 전용채권 (억위안)	13,500	21,500	37,500	36,500	36,500	38,000
통화정책	M2 증가율 및 사회융자 규모	합리적 구간	명목 GDP 증가율 수준	전년 대비 확연히 증가	명목 GDP 증가율 수준	명목 GDP 증가율 수준	명목 GDP 증가율 수준

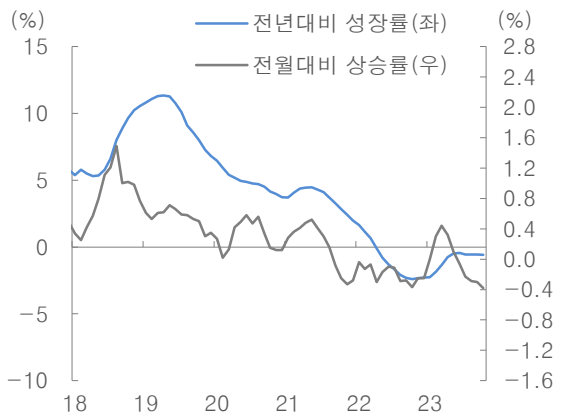
자료 : 대신증권 Research Center

[철강] 중국 수요: 부동산 성장 시대의 종말

건설 수요 약화 국면에서 자동차가 수요 하방 지지

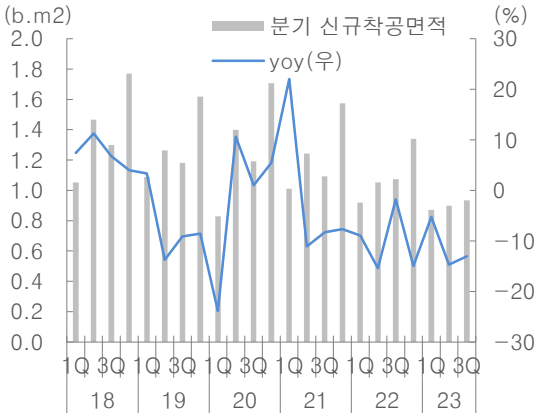
- 중국 부동산 시장은 주택가격, 신규착공, 투자금액 모두 큰 폭의 하락세를 경험. 부동산 경기 추가 악화를 막는 수준의 정책 대응이라면, 향후 전통적인 건설 기반 수요 성장은 제한적일 수 밖에 없음
- 다만, 경기 부진에도 불구하고 친환경차 수요 증가 및 수출 확대를 기반으로 '23년 중국의 자동차 판매량은 역대 최대 수준이 점쳐지고 있음. 중국을 견제하는 글로벌 제재가 강해질 수 있음을 고려하면 추가 성장을 예상하기 어려운 면이 있으나, 상대적으로 안정적인 수요 기반 역할을 해 줄 것으로 판단
- 부동산 시장발 디플레이션 부담이 있는 만큼 수요 개선은 쉽지 않음. 하방 리스크를 경계할 시점

중국 70개 도시 신규주택가격 지수



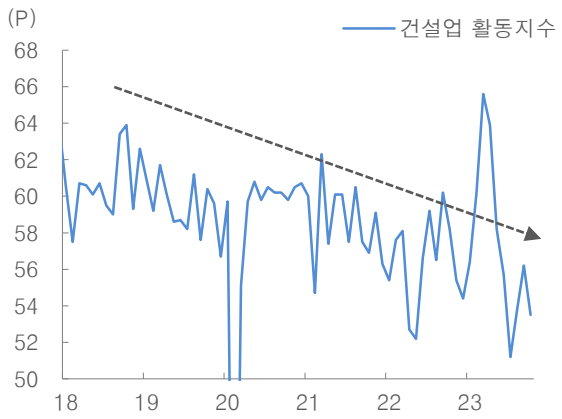
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국 신규착공면적



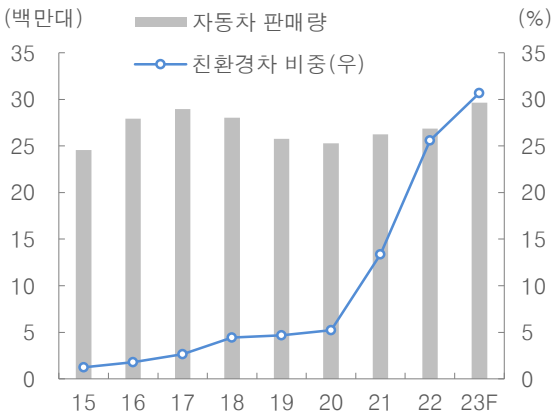
자료: 대신증권 Research Center

중국 건설활동지수



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

중국 자동차 판매량



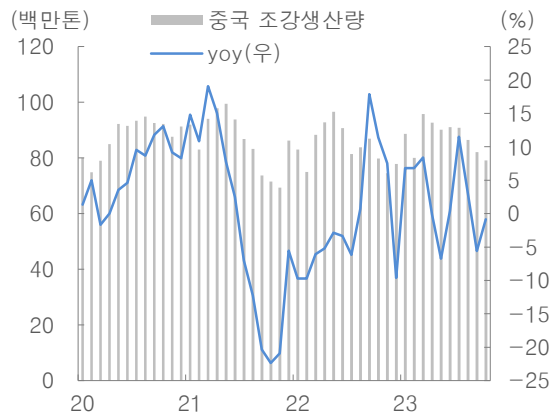
주: 2023년 데이터는 당사 추정
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

[철강] 중국 생산: 물량 공세 경계

Bad Scenario = 과잉 공급 → 수출 증가

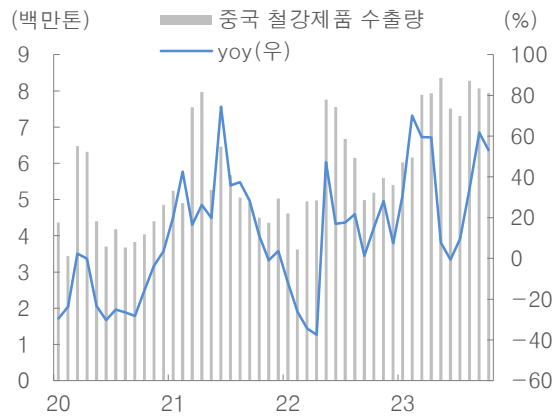
- ’23년 중국 10월 누적 조강생산량은 8.7억톤(+2.1% yoy) 기록. 철강업체 Mill 마진 악화로 감산이 불가피할 것이라는 전망이 형성됐으나, 감산 스케줄을 4분기로 미루면서 과잉생산 물량을 수출로 해결. 저가 철강재 유입으로 동아시아 역내 철강제품 가격 하락 유발. 4Q23에 집중 감산 예정
- ’24년 역시 상황이 크게 다르지 않음. 중국 철강업 구조조정이 진행되지 않았고, 오히려 신규 생산용량 승인 획득으로 생산능력 증가. 내수 수요가 약해도 생산량 유지 및 수출 확대 전략 충분히 가능
- ‘24년 연간 생산량 관리 목표는 ’23년 수준으로 설정하되 실제 적용은 유연하게 될 것으로 전망

중국 조강 생산량



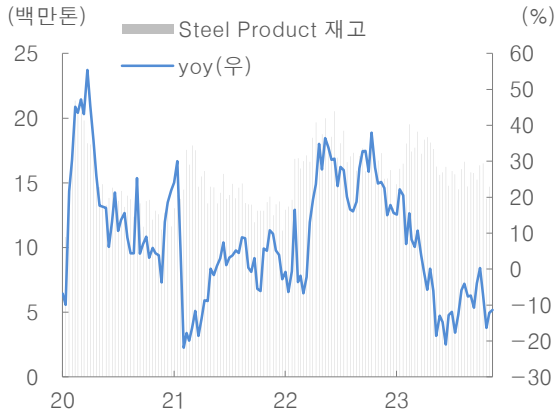
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국 철강제품 수출량



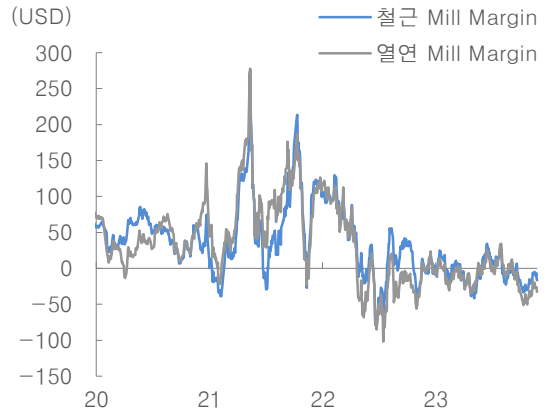
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

중국 제품 재고



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

중국 Mill 마진



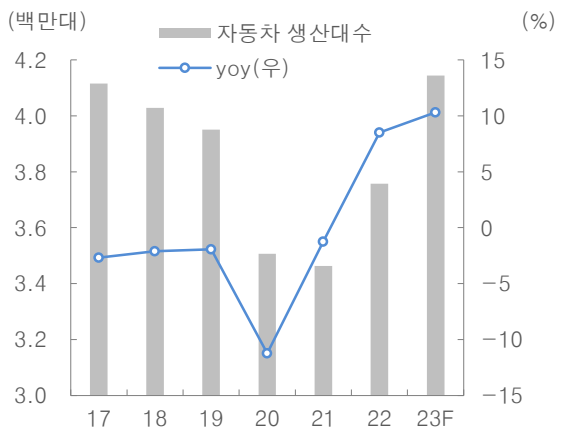
자료: Platts, 대신증권 Research Center

[철강] 국내 수요: Slow Korea

전방 수요 둔화 본격화

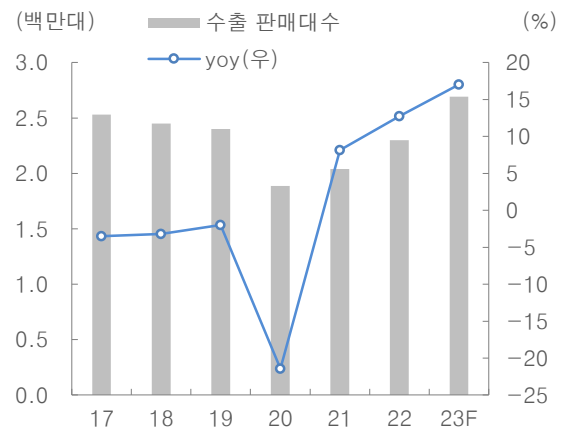
- **자동차**: '23년 10월 누계 국내 자동차 생산대수는 351만대(+15.9% yoy), 판매대수는 348만대(+16.1% yoy) 기록. '24년은 글로벌 자동차 시장의 성장 둔화가 유력한 시기. 1) '22년 반도체 수급 이슈에 따른 이연 수요가 점차 낮아지고, 2) 고금리 장기화에 따른 소비심리 악화 국면. 국내 시장 역시 개별소비세 탄력세율 인하 종료(3.5%→5.0%)와 경기 위축으로 수요 성장 둔화 예상
- **조선**: '23년은 모든 선종에서 발주가 양호한 모습을 보였으며, 국내 조선사는 가스운반선 및 대형 컨테이너 중심의 선별 수주를 진행하며 글로벌 점유율은 하락. 국내 조선사 수주잔고 기준 '24년 선박 예정 인도량은 1,439만 CGT로, '23년 대비 +58% 증가. 선급용 후판이 상대적으로 안정적인 수요를 창출할 것은 분명하나, 1) 조선사 선별수주에 따른 후판 수요 성장 한계, 2) 중국산·일본산 유입에 따른 후판 가격경쟁 심화로 인한 마진 축소는 우려 요소
- **건설**: '23년 10월 누계 신규 착공면적은 전년대비 -47% 감소, 기존 진행 공사 중심으로 투자 집행된 것으로 파악. 선행지표가 악화되는 모습을 보임에 따라 점차 동행지표 부진이 현실화될 것으로 예상. '24년은 공공공사는 SOC 예산 증가 바탕으로 양호할 것으로 예상하나, 민간공사는 부동산 PF 불안 및 고금리로 인해 여전히 위축될 것. '24년 봉형강 수요는 보합 수준을 이어갈 것으로 판단하나, 상반기 대비 하반기 수요가 더 약한 전강후약 형태가 될 것으로 전망
- 전반적으로 국내 철강 수요는 '23년 대비 +1% 이내 보합에 그칠 것으로 판단. 건설향 강재 수요 부진은 심화될 것으로 보이며, 수요 성장 동력이었던 자동차·조선 성장폭도 둔화되고 있는 상태

국내 자동차 생산대수



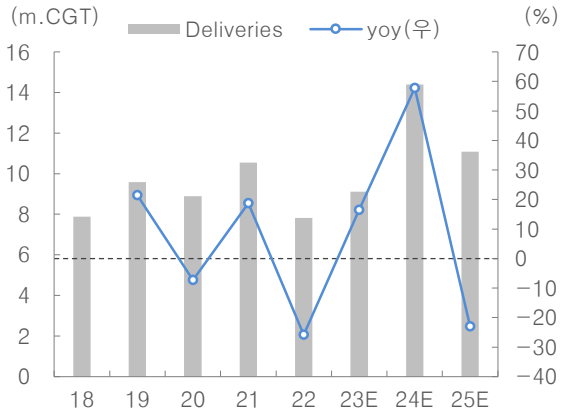
주: '23년 데이터는 당사 추정
자료: KAMA, 대신증권 Research Center

국내 자동차 수출 판매량



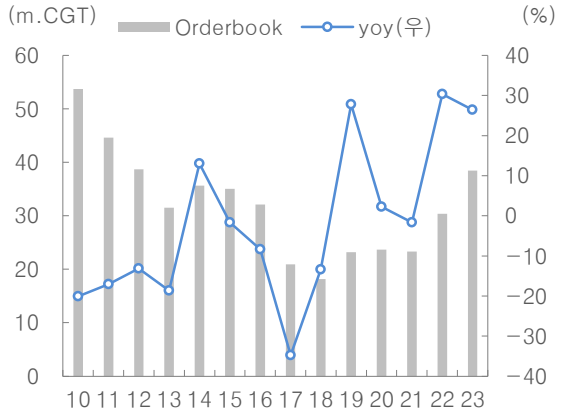
주: '23년 데이터는 당사 추정
자료: KAMA, 대신증권 Research Center

국내 조선사 연도별 선박 인도물량



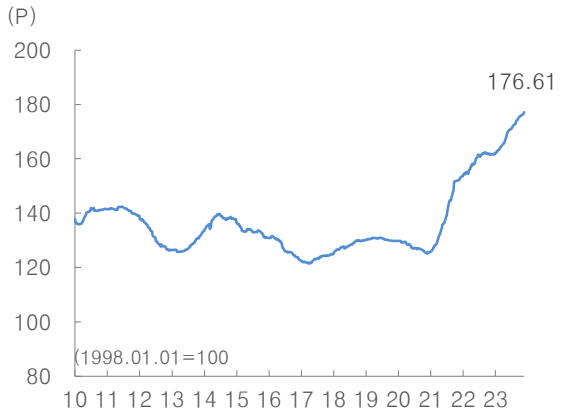
자료: Clarksons, 대신증권 Research Center

국내 조선사 수주잔고



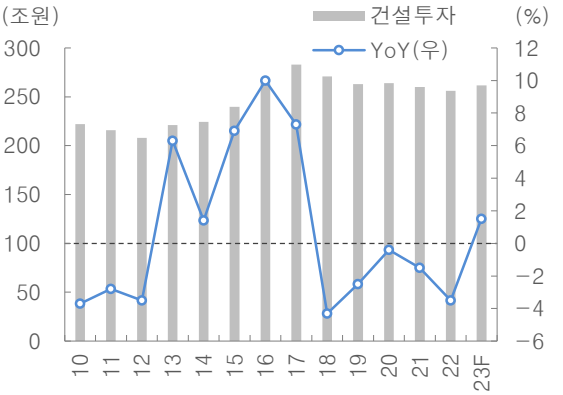
자료: Clarksons, 대신증권 Research Center

Clarksons 신조선가 지수



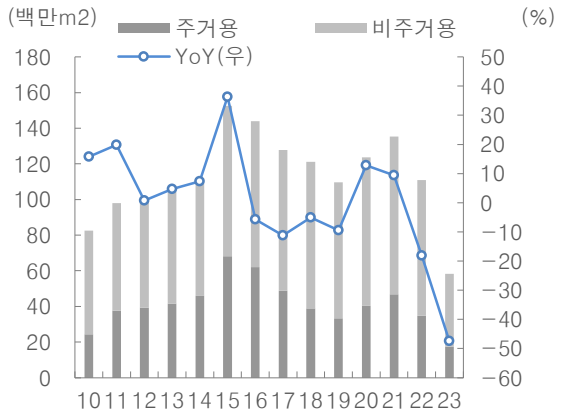
자료: Clarksons, 대신증권 Research Center

건설 투자액



주: '23년 데이터는 한국건설산업연구원 추정
자료: 대신증권 Research Center

신규 착공 면적



주: '23년 데이터는 10월 누계 기준
자료: 국토교통부, 대신증권 Research Center

월별 철근 생산량

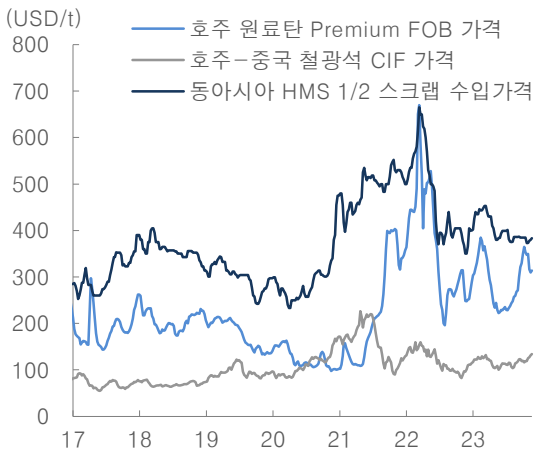
자료: 대신증권 Research Center

[철강] 스프레드: 방어하기에는 부족한 근거

원가 부담 증가, 약한 전방 수요

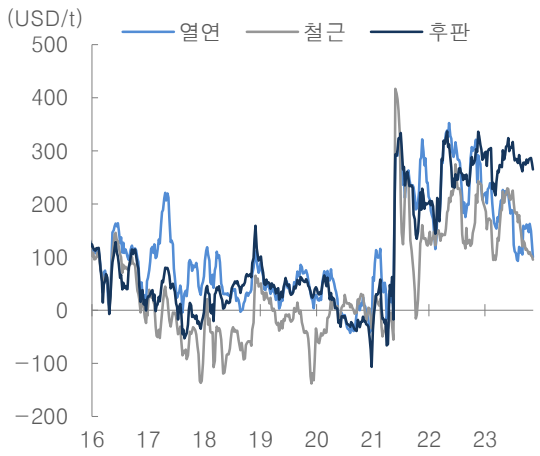
- 고로 원재료 가격은 신흥국(인도, ASEAN) 조강생산량 증가와 중국의 내수 수요 대비 높은 고로 가동률을 전제로 할 때, 주요 생산지(호주, 브라질)의 계절적 공급 이슈 발생 및 중국의 철광석 재고 확보 움직임이 나타나며 높은 레벨에서 안정화 전망. 철광석 $120/t 내외, 원료탄 $320/t 내외
- 국내 철스크랩 유통 가격은 -15% ytd 하락을 보이고 있으며, '24년은 Covid-19 이전 레벨 수준까지 하락할 수 있다고 예상. 전방 수요 부진으로 철스크랩 재고가 과다하게 누적된 상황. 친환경 제철을 위한 전기로 가동률 증가 역시 당장의 수요 상승으로 귀결될 이슈는 아니라고 판단
- 철강 가격은 원재료 가격 상승을 반영하여 인상 시도가 있을 것으로 예상하나, 1) 전방 수요가 둔화되고 있으며, 2) 중국산 수입재와의 가격 경쟁 심화로 인해 저항이 상당히 강할 것으로 판단. 온전한 판가 전가가 쉽지 않을 것으로 예상되며 상반기까지 롤마진 축소 나타날 것으로 전망
- 한국-중국간 가격 스프레드는 중국 철강 수출 증가로 축소되고 있는 흐름. 위안화 약세, 낮은 중국 내수 가격으로 인해 수출 메리트가 증가한 상황. '24년 역시 가격 경쟁 상황이 개선되기 어렵다고 판단하며, 한국-중국 스프레드는 더 축소될 것으로 예상

주요 원재료 가격 추이



자료: Bloomberg, Platts, 대신증권 Research Center

한국-중국 제품별 유통가격 스프레드 추이



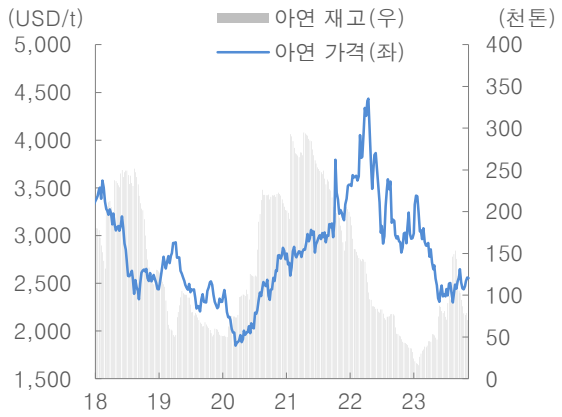
자료: Bloomberg, 스틸데일리, 대신증권 Research Center

[비철금속] 기초금속: 바닥 확인 후 연말 상승 준비

산업/투기 수요 약하지만, 공급 제한으로 가격 지지

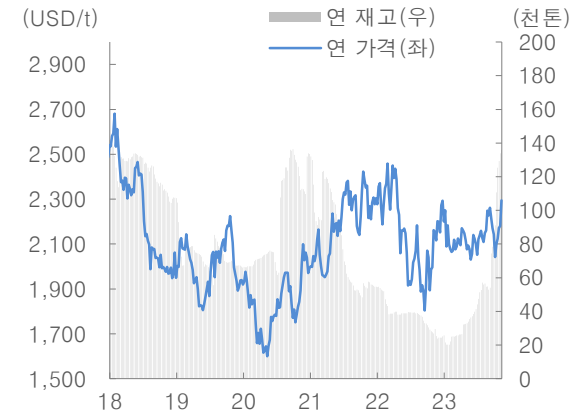
- 중국 경기의 개선 강도 및 회복 속도가 부진한 상황이며, 경기부양 정책 효과 기대감이 연초 커질 수는 있겠으나 연중 지속되기는 어렵다고 판단. 산업 수요 기반으로 메탈 가격 상승 이끌기는 어려운 환경
- 미국의 경제 연착륙을 가정한다면, 고금리 장기화 구간에서 기초금속 투기 수요 반영은 제한적
- 구리의 경우 친환경향 중기 수요 성장 전망 바탕으로 공급 부족 가능성 제기되고 있음
- '23년 메탈 가격의 큰 폭 하락으로 인해 광산업체 생산량 축소 움직임 관찰되고 있음. 광물 공급 제한으로 메탈 가격 하방 지지선 형성 가능. 제련업체 메탈 로스 가능성 축소 및 수익성 회복 전망

LME 아연 가격 및 재고



자료: 대신증권 Research Center

LME 연 가격 및 재고

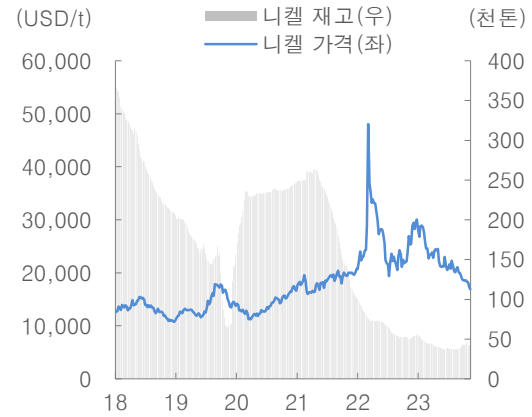


자료: 대신증권 Research Center

LME 구리 가격 및 재고

자료: 대신증권 Research Center

LME 니켈 가격 및 재고



자료: 대신증권 Research Center

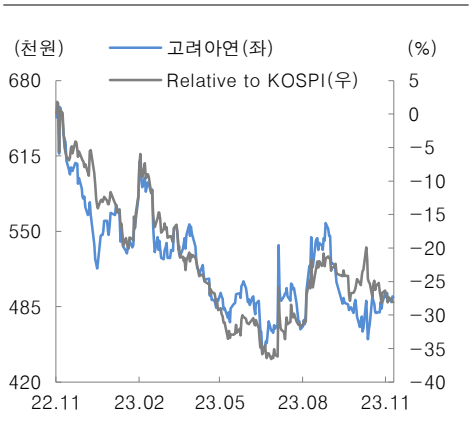
고려아연 (010130)

고려는 승리할 것이다

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	630,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	493,000원

KOSPI	2,519.81
시가총액	10,308십억원
시가총액비중	0.54%
자본금(보통주)	105십억원
52주 최고/최저	633,000원 / 444,500원
120일 평균거래대금	264억원
외국인지분율	18.44%
주요주주	영풍 외 58인 42.40% 국민연금공단 7.86%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.8	-4.3	1.9	-22.1
상대수익률	-3.3	-3.0	3.4	-24.8



- 2023년 고려아연은 1) 아연가격 급락(-14% ytd), 2) 상반기 연 판매량 부진,3) 자회사(SMC, 스틸싸이클, 이그니오 등) 손익 악화 등으로 더딘 실적 개선세 나타나는 중
- 4Q23 이익은 아연 가격 안정화, 연 판매량 규모 회복이 기대되며, QoQ 증가폭이 확대될 것으로 예상되나, 연간 연결 영업이익은 6,570억원(-28.5% yoy)으로 축소 전망
- 2024년은 전반적으로 호재와 악재가 교차하는 구간
- 호재: 1) 광산업체 감산에 따른 메탈가격 안정화, 2) 동 판매 증가로 수익성 개선, 3) SMC 페리옥사이드 공법 안정화, 4) 해외원료 도입여부에 따른 스틸싸이클 적자 해소 등
- 악재: 1) Spot TC 하락으로 BM TC 하향 조정 예상, 2) 매크로 상황상 낮은 메탈 수요, 3) 전기차 수요 둔화에 따른 신사업 상업생산 및 수익화 시점 지연 등
- 다만, 낮은 기저 대비 이익 턴어라운드는 충분히 가능할 것으로 예상하며, 중기 관점에서 제련업 경험 바탕으로 이차전지 소재시장 메인 플레이어 등극에 유리할 것으로 판단

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	9,977	11,219	9,959	10,245	10,205
영업이익	1,096	919	657	790	956
세전순이익	1,139	881	669	749	925
총당기순이익	811	798	478	531	657
지배지분순이익	807	781	475	526	650
EPS	42,755	40,572	23,516	25,168	31,092
PER	12.0	13.9	20.4	19.1	15.4
BPS	403,163	469,994	452,169	441,604	452,696
PBR	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1
ROE	11.1	9.4	5.2	5.7	7.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 고려아연, 대신증권 Research Center

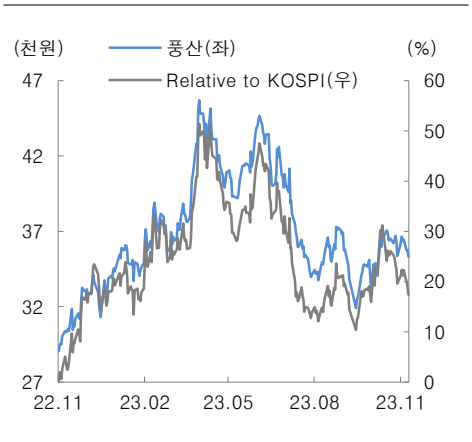
풍산 (103140)

쏴라! 쏴라! 쏴라!

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	50,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	35,300원

KOSPI	2,519.81
시가총액	989십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	140십억원
52주 최고/최저	45,700원 / 30,300원
120일 평균거래대금	62억원
외국인지분율	15.35%
주요주주	풍산홀딩스 외 3인 38.01% 국민연금공단 10.03%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.7	1.0	-10.3	16.5
상대수익률	-5.3	2.3	-8.9	12.5



- 2023년 풍산은 구리 가격 하락에 따른 신동 부문 메탈 로스 발생, 방산 수출 계약 지연 등으로 예상 대비 실적 하회
- 4Q23 실적은 신동 메탈 로스 반영이 불가피해 보이나, 1) 계절적인 내수 방산 매출 확대, 2) 수출 이연 물량 반영으로 방산 부문 매출 증가 예상. 연간 연결 영업이익 규모는 2,360억원(+1.8% yoy) 예상
- 2024년은 실물경기 둔화 및 고금리 지속 상황을 고려하면 구리 가격 강세 기대는 어려움. 신동 부문 메탈 로스는 축소되겠으나, 신동 부문 실적 흐름은 지지부진할 것
- 반면, 방산부문 실적 성장세는 가속화될 전망. 지정학적 갈등(우·러 전쟁, 이·팔 전쟁) 발생으로 인해, 동사의 중기 방산 매출 목표(1조원('23)→1.1조원('24)→1.5조원('25)) 달성 가능성은 보다 높아졌음
- 해외 밀리터리 대구경탄 수요 확대, 스포츠탄 생산자 우위 지속으로 방산 부문은 당분간 꾸준한 수요 형성. 대구경탄 생산능력 확대 및 계약·선적 일정 신속 진행 필요

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	3,509	4,373	4,260	4,344	4,608
영업이익	314	232	236	232	267
세전순이익	307	220	208	209	242
총당기순이익	243	175	163	159	184
지배지분순이익	243	175	163	159	184
EPS	8,682	6,250	5,800	5,660	6,556
PER	3.6	5.4	6.3	6.4	5.6
BPS	60,074	65,659	70,484	74,974	80,360
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE	15.6	9.9	8.5	7.8	8.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 풍산, 대신증권 Research Center

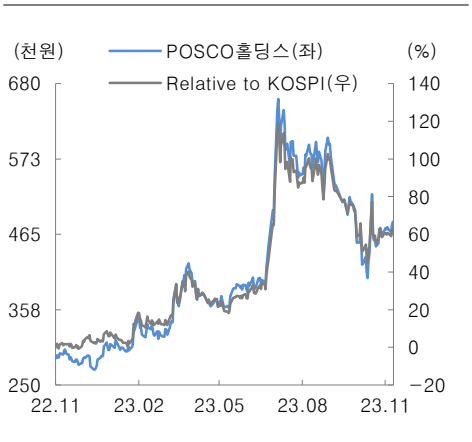
POSCO홀딩스 (005490)

POSCO Never Die

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	570,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	483,000원

KOSPI	2,519.81
시가총액	40,848십억원
시가총액비중	2.13%
자본금(보통주)	482십억원
52주 최고/최저	658,000원 / 272,000원
120일 평균거래대금	7,576억원
외국인지분율	26.63%
주요주주	국민연금공단 7.72% BlackRock Fund Advisor 외 13인 5.39%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.2	-17.2	34.0	64.6
상대수익률	4.4	-16.1	36.1	58.9



- 2023년 POSCO홀딩스는 설비 복구에 따른 조업 정상화로 '22년 하반기 대비 회복 지속. 다만, 전방 수요 부진과 철강 판매가격 하락으로 하반기 들어 회복세 둔화
- 4Q23 실적은 투입 원가 증가가 예상되고 있어, 판매량 회복 및 철강 판가 전가 여부가 중요할 전망. 11월 들어 중국 가격 상승이 나타나고 있어 기대감 형성
- 2024년은 1) 중국의 제한적인 수요 회복, 감산 강도 약화, 2) 전방 수요 개선 기대감 낮아 낮은 Q 지속, 3) 저가 수입재와의 가격 경쟁구도 지속으로 실적에 불리한 환경 예상
- 전기차 수요 둔화 우려 확대 이후 전세계적으로 밸류체인 투자에 속도조절이 나타나면서, 동사가 추진 중인 2차전지 소재 사업가치 평가 절하. 수산화리튬 가격은 2.1만불/톤까지 하락하며, 기존 수익성 가정 대비 하향 조정 불가피
- 동사의 신사업 투자 스케줄에는 아직 큰 변동이 없으며, 제철 기반 이익으로 포트폴리오상 안정적인 수익성 유지 가능. 주가 조정으로 부담스러운 밸류에이션은 아니라고 판단. 중기 관점에서 상승 여력 충분해 지속 관심 유지

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	76,332	84,750	77,715	87,862	95,678
영업이익	9,238	4,850	4,312	4,397	5,973
세전순이익	9,416	4,014	3,595	3,822	5,097
총당기순이익	7,196	3,560	2,819	2,935	3,912
지배지분순이익	6,617	3,144	2,489	2,597	3,468
EPS	75,897	36,457	29,433	30,714	41,012
PER	3.6	7.6	16.1	15.4	11.6
BPS	578,383	608,900	641,387	662,523	693,557
PBR	0.5	0.5	0.7	0.7	0.7
ROE	14.0	6.1	4.7	4.7	6.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: POSCO홀딩스, 대신증권 Research Center

Daishin
2024년 산업전망

건설

계속 두드려야 하는 돌다리

▪ 이태환 taehwan.lee@daishin.com

Summary (건설)

- ’24년 국내 건설업 시황은 빠른 회복세를 기대하기 어려움. 공사원가 상승, 고분양가, 정책 모멘텀 약화, 부동산 PF 롤오버 리스크 등이 부담으로 작용
- 민간공사 위축 환경은 ‘24년에도 크게 달라지지 않을 것. 미국 기준금리 인하 시점이 연말로 예상되어 ’24년 업황에 유의미하게 인식되기 어렵고, 부동산 PF 리스크 역시 잔존. 주택은 높은 원가율로 인해 선별수주 경향 강화. 정비사업의 경우에도 공사비 분쟁으로 수주 흐름이 주춤한 상태
- 주택 시장은 정부 부동산 지원 정책(특례보금자리론, 역전세 반환대출 규제완화 등)과 신규 공급 제한으로 일부 반등 실현. 10월 정부 부동산 대출규제 재강화로 ’24년 4월 총선 이전까지 매수심리 회복 지연 예상
- 미분양 물량은 2월부터 감소. ’23년 건설사 신규 공급 감소와 향후 신축 분양가 상승 전망 영향. 준공후 미분양 세대수는 1만세대 내외. 아직 위험 수준은 아니지만, ‘24년 분양계획 설정에 있어 부담으로 작용할 전망
- 24년 분양 물량은 23만 세대 내외 전망. 서울·수도권 중심의 지역별 양극화 시장은 지속되고, 관망세가 짙을 상반기보다는 금리인하 및 부동산 정책 기대감이 형성될 하반기로 물량이 집중될 공산이 클 전망
- 공사원가는 건설강재 가격은 안정화되었으나, 시멘트 가격이 오름세. ’24년은 공사현장 감소로 시멘트 가격 하락 요인이 있으나, 인건비 · 하도급비 부담이 여전한 점 고려하면 높은 수준 지속될 것
- ’23년 하반기 들어 부동산 PF 롤오버 리스크 재부각. 분양·착공이 감소함에 따라, 브릿지론의 본PF 전환율이 크게 낮아지고 만기 연장 사례 증가. ‘24년은 선별 연장, 사업재구조화 가능성 확대될 것
- ’24년에도 유가 환경상 화공 발주가 증가하며 MENA 기반 발주량은 충분할 것으로 판단. 금리하락 전망, 원화약세 해소, 오픈비딩 가격경쟁 강도 완화 등 국내 건설사 수주환경 개선이 가능할 것으로 판단
- 국내 부진, 해외 개선이라는 환경은 ’23년 초와 동일. 비주택 비중 확대 기반 실적 성장으로 전략이 변화된 업체들도 지나치게 할인. 재평가 필요
- Top-Pick은 DL이앤씨. PF 채무 리스크가 현저히 낮고 플랜트 수주 기반으로 강한 턴어라운드 예상. 차선호주는 대우건설. 해외 거점국가 수의계약 기반 수주잔고 매출 본격화 및 재무구조 개선세

2024년 건설 투자전략

건설 투자의견 Neutral 제시 / Top-Pick: DL이앤씨, 대우건설

- '24년 국내 건설업 시황은 빠른 회복세를 기대하기 어려움. 1) 높은 공사원가, 고분양가로 인해 신규 사업 진행이 원활하지 않고, 2) 정부의 가계대출 규제 재강화 움직임, 3) 부동산 PF 롤오버 리스크 등이 부담으로 작용. 대내·대외환경 개선을 기대하기 어려워 관망세가 짙게 형성될 상반기보다, 금리 인하 기대감이 확산되고 부동산 부양책 발표 가능성이 커질 하반기가 시의적절한 투자시점으로 판단
- 해외 수주환경은 '23년 대비 개선될 것으로 예상. MENA 지역 기반으로 Oil&Gas, Chemical 투자가 지속될 전망이며, 원화약세 해소 및 경쟁입찰 강도 하락으로 질 높은 수주 획득 가능성 증대
- 국내 부진, 해외 개선이라는 환경 자체는 '23년 연간 전망 시점에도 동일했으며 당시 해외 비중이 높고 대형 수주 모멘텀이 큰 업체를 상대적으로 선호하는 의견을 제시. 다만, 국내 주택사 이미지로 인해, 비주택 비중 확대 기반 실적 성장으로 전략이 변화된 업체들도 지나치게 할인된 상태. 재평가 필요
- Top-Pick은 DL이앤씨. PF 채무 리스크가 현저히 낮고 플랜트 수주 기반으로 강한 턴어라운드 예상
- 차선호주는 대우건설. 해외 거점국가 수의계약 기반 수주잔고 매출 본격화 및 재무구조 개선세

당사 Universe 건설 업체의 실적 전망 및 투자의견 (단위: 십억원,%,배)

종목	삼성엔지니어링		현대건설		GS건설		대우건설		DL이앤씨	
투자의견	BUY		BUY		Marketperform		BUY		BUY	
목표주가	36,000		54,000		14,000		6,700		50,000	
현주가 (11/29)	25,750		36,850		16,670		4,560		38,150	
Upside	39.8%		46.5%		-16.0%		46.9%		31.1%	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	10,522	11,186	28,457	30,001	13,644	13,629	12,168	12,320	7,914	9,068
영업이익	949	807	852	902	-133	394	800	818	351	579
OPM	9.0	7.2	3.0	3.0	-1.0	2.9	6.6	6.6	4.4	6.4
%yoy	35.1	-15.0	48.3	5.8	적전	흑전	5.2	2.3	-	72
순이익	808	623	614	672	-117	297	530	543	267	404
ROE	3,350	3,665	10,585	11,381	5,047	5,178	4,238	4,765	4,844	5,107
PBR	26.1	17.0	7.7	7.9	-2.5	6.4	13.3	12.1	6.0	8.8
PER	1.5	1.4	0.5	0.5	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3

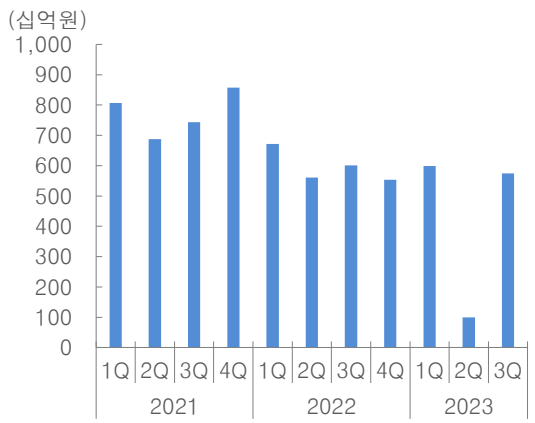
자료 : 대신증권 Research Center

[2023 결산] 굳이 사야할 이유는 없었다

시끄러웠던 국내 주택 시장, 외면 받은 건설주

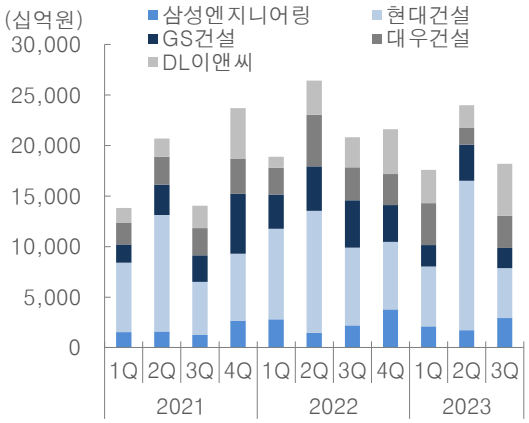
- ’23년은 고금리로 인한 사업비용 증가 및 주택 구매여력 하락, 공사비 부담 상승에 따른 고분양가, PF 우발채무 이슈 재점화, 붕괴 사고 이후 안전관리 실태 부각 등 다양한 부정적 이슈가 지배했던 한 해
- 주택 부문 원가율 상승으로 건설사 수익성이 전반적으로 훼손되었고, 수주/분양 실적 역시 계획 대비 미치지 못하면서 중기 외형 감소 우려 상승. 하반기는 해외수주 모멘텀도 하락하면서 건설주 투심 하락
- 주택시장 환경은 부동산 규제 완화 및 건설사 주택공급 제한으로 인해 매매·전세가격 상승, 거래량 회복, 미분양 축소 등이 나타나며 연착륙 유도. 다만, 연말 다가올수록 주택매수심리는 재차 악화 중

주택사업 4개사 분기별 합산 영업이익



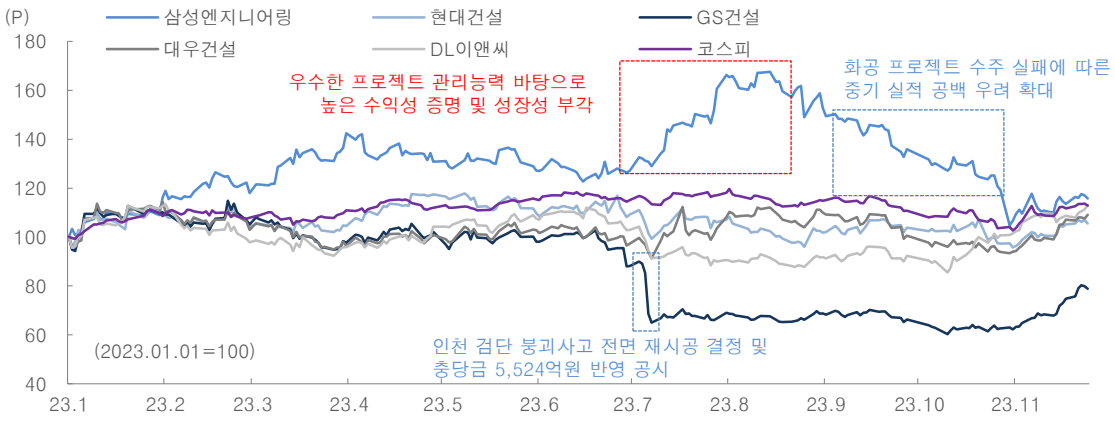
자료: 대신증권 Research Center

커버리지 5개사 분기별 합산 수주금액



자료: 대신증권 Research Center

커버리지 5개사 2023년 시가총액 지수



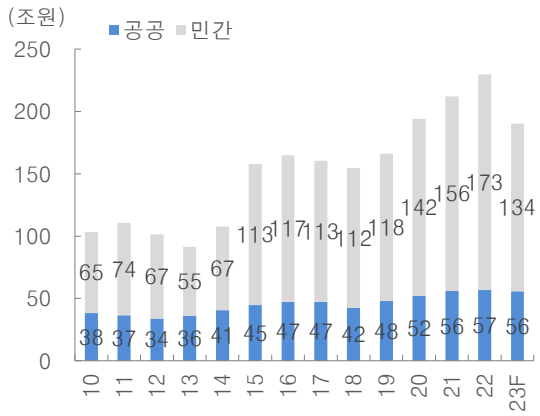
자료: 대신증권 Research Center

[2023 결산] 틀림없이 다가올 불편한 미래

'23년 건설업 선행지표 모두 하락

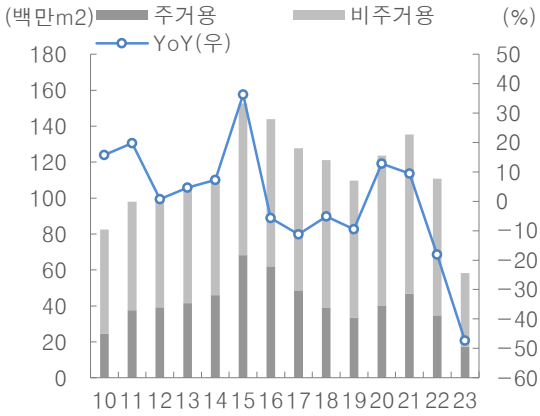
- '23년 9월 누계 국내 건설 수주는 127.8조원(공공 35.5조원 / 민간 92.3조원). 고금리 및 부동산 PF 이슈가 장기화됨에 따라 자금조달 차질 지속되면서 민간 사업 진행이 특히 부진. 동기간 누계 신규 착공면적은 전년대비 -47% 감소. 공사 현장 감소로 인해 향후 건설 투자 위축 불가피
- 동기간 누계 아파트 분양은 15.8만세대였으며, 연간 21만세대 내외로 마감 전망. 연초 대비 분양 환경이 개선됐다고는 하나, 입지와 분양가격 등 조건에 따라 양극화 심화된 상황. 관망세 지속 중
- '23년의 급격한 선행 지표 악화, 그리고 '24년 역시 회복 강도가 강하지 않을 것으로 예상되는 점을 고려하면, '24년 하반기를 시작으로 약 2년 내외의 국내 건설 투자액 감소가 유력해진 상황

연간 국내 건설 수주



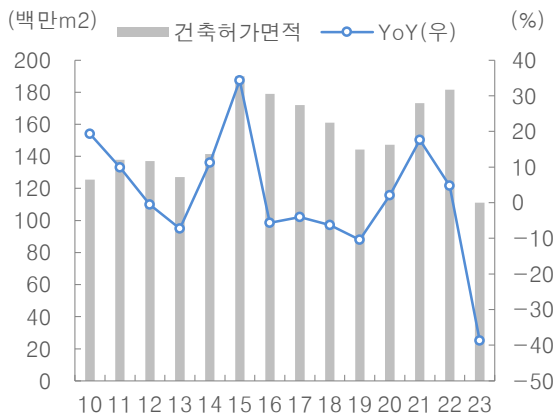
주: '23년 데이터는 대한건설협회 추정
자료: 대한건설협회, 대신증권 Research Center

신규 착공 면적



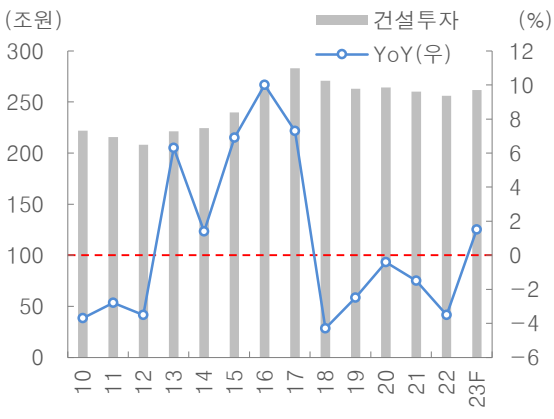
주: '23년 데이터는 10월 누계 기준
자료: 국토교통부, 대신증권 Research Center

건축 허가면적



주: '23년 데이터는 10월 누계 기준
자료: 대신증권 Research Center

건설 투자액



주: '23년 데이터는 한국건설산업연구원 추정
자료: 대신증권 Research Center

국내 수주: 눈높이 낮추는게 타당

공공, 민간 모두 크게 달라지지 않은 환경

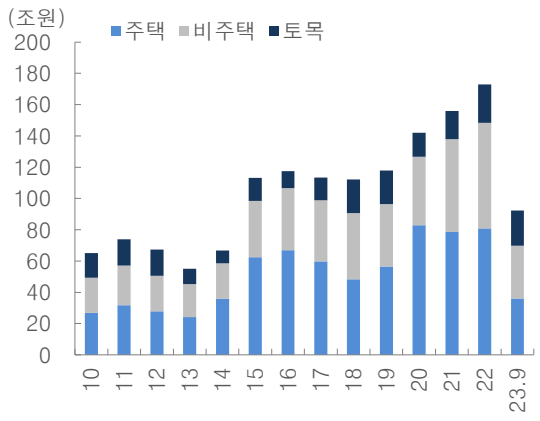
- '24년 SOC 예산은 26.1조원(+4.6% yoy)으로 편성. 안전투자 중심으로 예산이 주로 증액(+1.3조원)되면서, 도로·철도 건설에 편성된 예산은 9.3조원으로 감액(-0.2조원). 다만, 대형국책사업(GTX-B, C / 가덕도신공항) 예산 증액으로 사업 진행속도에는 차질이 없어진 점 감안하면 중립적
- 민간공사 위축 환경은 '24년에도 크게 달라지지 않을 것. 미국 기준금리 인하 시점이 빨라도 '24년 말 정도로 예상되어 '24년 업황에 유의미하게 인식되기 어렵고, 부동산 PF 리스크 역시 잔존. 주택은 높은 원가율로 인해 선별수주 경향 강화. 정비사업의 경우에도 공사비 분쟁으로 수주 흐름이 주춤
- 공공부문, 민간부문 모두 기저가 낮은 점 감안하면 성장 가능성은 있으나, 유의미한 회복은 어려울 것

2024년 SOC 예산안 (단위: 십억원, %)

구분	'23년 예산	'24년 예산안	전년대비 (%)	비고
도로	7,841	7,871	0.4	· 건설(5.2→5.1조원) · 안전 등(2.6→2.7조원)
철도	7,597	8,050	6.0	· 건설(4.5→4.3조원) · 안전 등(3.1→3.7조원)
항만수자원	3,456	4,249	22.9	· 해운(0.4→0.4조원) · 항만(1.5→1.6조원)
지역 및 도시	2,263	1,825	-19.3	· 도시재생(0.6→0.4조원)
물류·항공·산단 등	3,831	4,140	8.1	· 항공·공항(0.3→0.8조원)
합계	**24,988**	**26,135**	**4.6**	

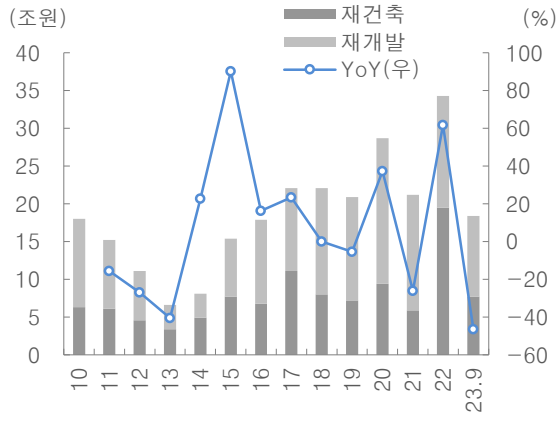
자료: 국토교통부, 대신증권 Research Center

연도별 민간수주



자료: 대한건설협회, 대신증권 Research Center

정비사업 수주



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

국내 수주: 눈높이 낮추는게 타당

공공, 민간 모두 크게 달라지지 않은 환경

한국건설산업연구원 2024년 국내 건설 수주액 및 전망치

구분		2022			2023E			2024E
		상반기	하반기	연간	상반기	하반기	연간	연간
건설수주액 (조원, 당해년 가격)								
공공		27.3	29.6	56.9	26.3	29.5	55.8	**58.4**
민간		89.5	83.4	172.9	69.1	65.2	134.3	**128.9**
토목		30.3	30.7	61.0	35.4	27.9	63.3	**63.5**
건축		86.4	82.4	168.8	60.0	66.8	126.8	**123.8**
	주거	42.3	43.7	86.0	26.0	35.0	61.0	**60.5**
	비주거	44.1	38.7	82.8	34.0	31.8	65.8	**63.3**
계		116.7	113.0	229.7	95.4	94.7	190.1	**187.3**
증감률 (%, 전년동기비)								
공공		1.9	1.1	1.5	-3.4	-0.3	-1.8	**4.6**
민간		17.4	4.6	10.8	-22.8	-21.8	-22.3	**-4.0**
토목		17.8	10.0	13.7	16.7	-9.0	3.8	**0.3**
건축		11.9	1.5	6.6	-30.5	-18.9	-24.9	**-2.4**
	주거	8.8	-1.4	3.3	-38.5	-19.9	-29.1	**-0.8**
	비주거	15.1	5.0	10.1	-22.9	-17.8	-20.5	**-3.8**
계		13.4	3.6	8.4	-18.3	-16.2	-17.3	**-1.5**

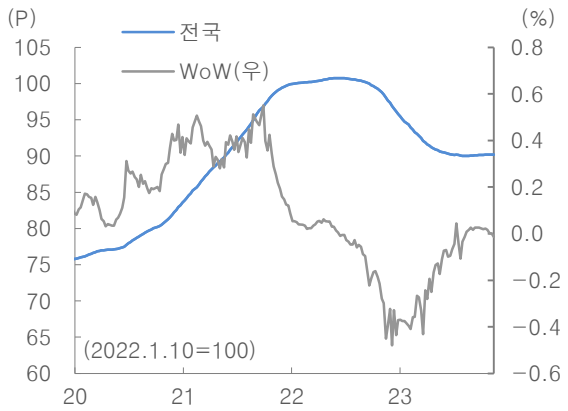
자료 : 대한건설협회, 한국건설산업연구원, 대신증권 Research Center

주택 시장: 도돌이표

주택가격은 올랐지만, 전반적인 상황은 연초로 회귀

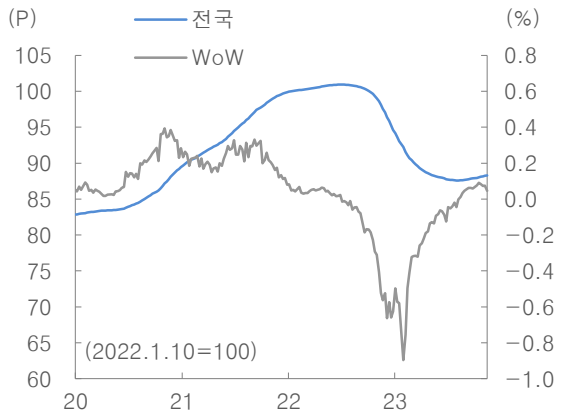
- 주간 아파트 매매·전세가격은 '23년 초부터 하락폭 축소되기 시작한 이후 8월부터 상승 반전. 특히, 서울, 수도권, 충청, 강원 지역 상승세 부각. 정부 부동산 지원 정책(특례보금자리론, 역전세 반환대출 규제완화 등)과 신규 공급 제한이 상승세 견인. 10월부터 가계부채 관리 목적으로 부동산 대출규제가 다시 강화됨에 따라 소강상태 돌입. '24년 4월 총선 이전까지 매수심리 회복 지연될 것으로 판단
- 전국 아파트 매매거래량은 2월~9월 기간 동안 월간 3만건 이상을 안정적으로 유지 중이나, 10월 정부 대출 지원 축소 이후 연말에는 연초 수준인 1만건대로 급감했을 것으로 추정
- '24년 하반기에는 기준금리 인하 기대감이 높은 만큼 하방은 지지될 것. 총선 이후 정책 효과를 기대

주간 아파트 매매가격지수 – 전국



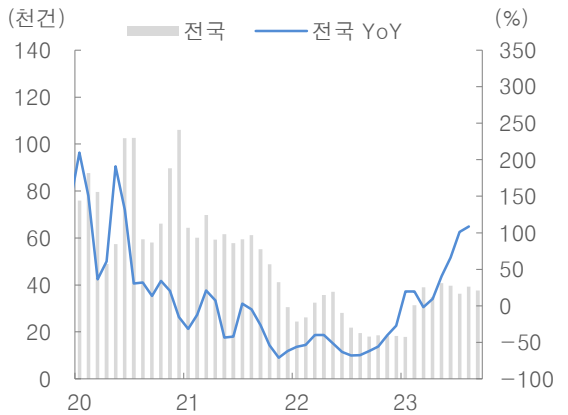
자료: KB부동산, 대신증권 Research Center

주간 아파트 전세가격지수 – 전국



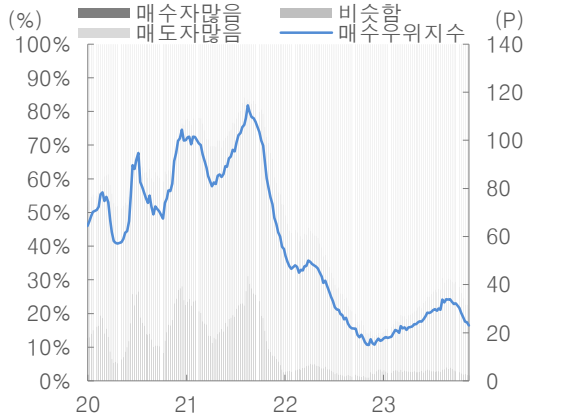
자료: KB부동산, 대신증권 Research Center

아파트 매매 거래량 – 전국



자료: 한국부동산원, 대신증권 Research Center

매수우위지수 – 전국



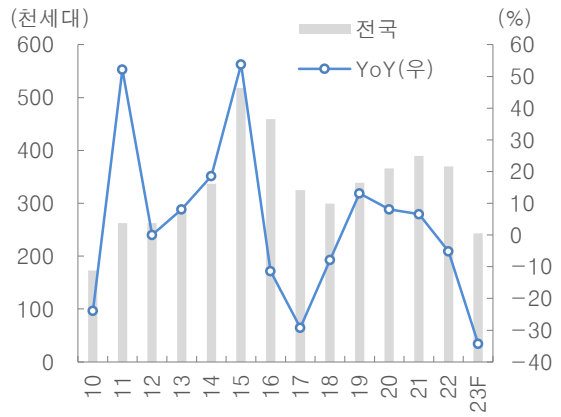
자료: KB부동산, 대신증권 Research Center

주택 분양: 환경은 비슷. 하반기 움직임을 기대

'23년 신규 분양 급감, 미분양 리스크는 완화

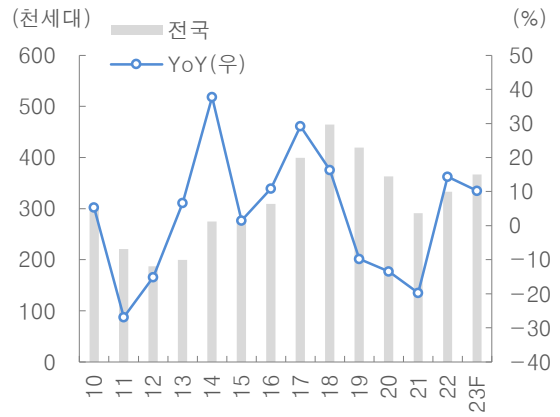
- '23년 분양 계획물량은 24.2만세대(-34% yoy)로 파악되나, 10월 이후 분양환경 악화를 고려했을 때 실제 분양은 이에 미달하는 22만세대 내외로 마감 예상. 과거 '08년, '09년 수준의 공급 레벨
- 미분양 물량은 2월부터 감소하며 9월 기준 1월 대비 -20% 감소. 가장 우려가 컸던 경기도, 대구광역시에서 각각 -38%, -23% 감소. '23년 건설사 신규 공급 감소와 향후 신축 분양가 상승 전망 영향
- 반면, 준공후 미분양 세대수는 완만하게 증가하여 1만세대 진입을 눈 앞에 둔 상황. 아직 위험 수준은 아니지만, '24년 분양계획 설정에 있어 부담으로 작용할 전망

연도별 분양 + 분양계획



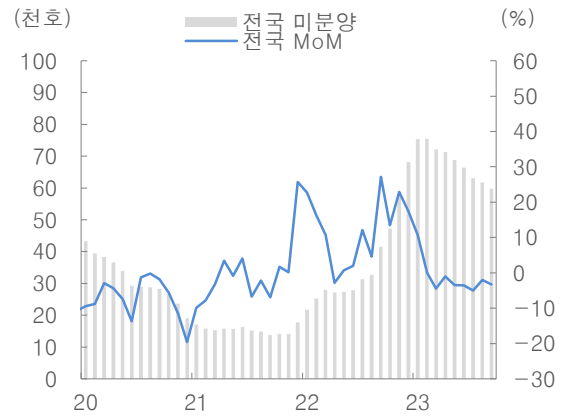
자료: 국토교통부, REPS, 대신증권 Research Center

연도별 입주 + 입주계획



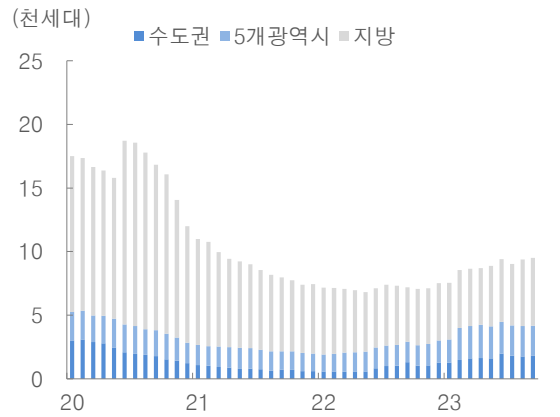
자료: 국토교통부, REPS, 대신증권 Research Center

전국 아파트 미분양



자료: 국토교통부, REPS, 대신증권 Research Center

전국 아파트 준공 후 미분양



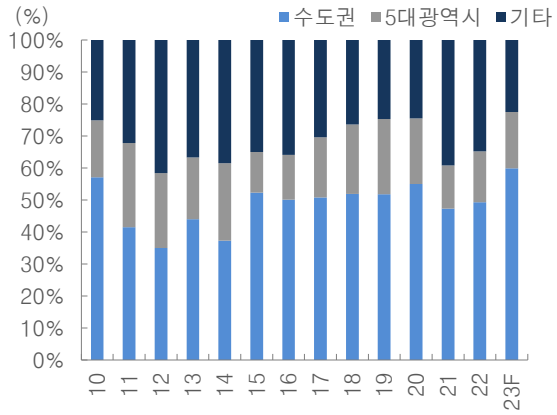
자료: 국토교통부, REPS, 대신증권 Research Center

주택 분양: 환경은 비슷. 하반기 움직임을 기대

'24년 공급은 소폭 증가. 하반기 지표 움직임에 연동

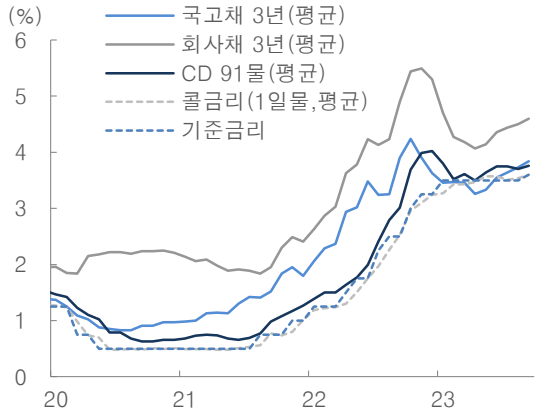
- 이를 감안한 '24년 분양 물량은 23만 세대(+4.5% yoy) 내외로 전망. 1) 분양성이 양호한 서울·수도권 중심의 지역별 양극화 시장은 지속될 것으로 판단되며, 2) 관망세가 짙을 상반기보다는 금리인하 및 부동산 정책 기대감이 형성될 하반기로 물량이 집중될 공산이 클 전망
- 공사원가는 건설강재 가격은 안정화되었으나, 시멘트 가격이 오름세를 지속 중. '24년부터 공사현장 감소로 시멘트 가격 하락 요인이 있으나, 인건비·하도급비 부담이 여전한 점 고려하면 높은 수준 예상
- 높은 공사원가가 '23년 주택 수익성에 악영향을 준 만큼 '24년은 분양가 상승 및 도급비용 증액 시도가 더 강해질 것으로 예상. 다만 유의미한 개선이 나타나려면 역시 '24년 하반기를 기다려야 할 것

연도별 분양 권역별 분포



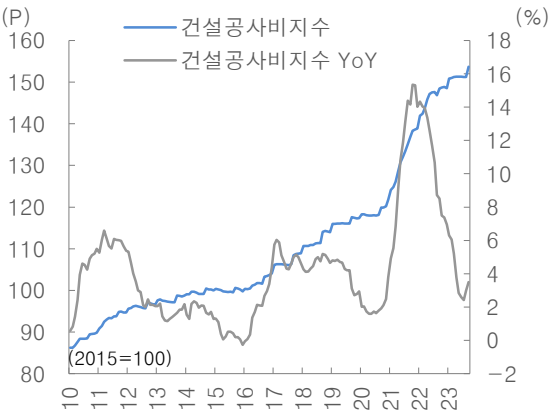
자료: 국토교통부, REPS, 대신증권 Research Center

금리 경로



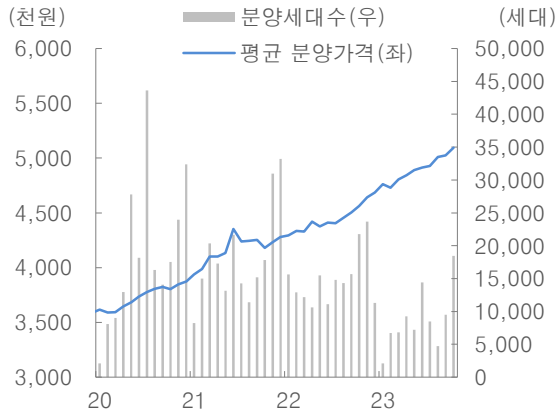
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

건설공사비 지수



자료: 한국건설기술연구원, 대신증권 Research Center

민간아파트 평균 분양가격 및 분양세대수 – 전국



자료: 주택도시보증공사, 대신증권 Research Center

PF 리스크: 꺼지지 않은 불씨

'24년은 본격 사업재구조화 진행될 것. 충격 관리가 관건

- '23년 하반기 들어 부동산 PF 롤오버 리스크 재부각. 만기가 짧은 브릿지론은 '23년 하반기~'24년 상반기에 만기 집중. 부동산 경기 침체가 지속되면서 분양·착공이 감소함에 따라, 브릿지론의 본PF 전환율이 크게 낮아지고 만기 연장 사례 증가. '24년은 선별 연장, 사업재구조화 가능성 확대될 것
- '23년 6월말 기준 금융권 부동산 PF 대출 잔액은 총 133.1조원으로 집계되었으며, 연합인포맥스 기준 부동산 PF 신용공여 금액은 각각 시공사 18.2조원, 증권사 19.0조원으로 파악되고 있음
- '23년 6월말 PF 대출 전체 연체율은 2.17%로 집계. 업권별로는 증권업 17.28%, 저축은행 4.61%, 상호금융 1.12%, 은행 0.23%, 여신전문 3.89%
- 9/26 대책을 통해 정부는 PF 대출 보증규모 확대(15조원→25조원), PF 대출한도 확대(사업비 50%→70%), 민관 PF조정위원회 구성, 대주단협약 지원, PF정상화펀드 확대(1조원→2조원) 등을 발표. 공적 보증 확대로 PF 시장 안정성을 개선하는 동시에 PF 사업장 재구조화를 추진 중
- 정부는 PF 이슈를 민감하게 주시·관리하고 있다고 평가. 시장에 큰 충격을 주지 않는 선에서의 사업 재구조화 및 정책 발표가 나타날 것. 다만, 부동산 경기 회복을 근거로 신규 착공 증가가 뒤따르지 않을 경우 PF 리스크는 지속 불가피. 기업 및 현장별로 면밀한 사업성 관찰이 필요할 것으로 판단
- 커버리지 대형 건설사의 경우 여전히 안정적이라고 평가. PF 보증금액 대비 현금성자산이 충분하고, 주요 입지 위주로 사업성이 높은 현장들이 다수인 점 고려하면 착공 전환에 유리한 편

금융권 PF 대출 규모 및 연체율

(단위: 조원, %)

구분	'20년말	'21년말	'22년말	'23년 6월말
은행 (연체율, %)	26.1 (0.29)	32.5 (0.02)	39.4 (0.01)	43.1 (0.23)
증권 (연체율, %)	5.2 (3.37)	4.6 (3.71)	4.5 (10.38)	5.5 (17.28)
보험 (연체율, %)	36.4 (0.11)	42.0 (0.07)	44.3 (0.6)	43.7 (0.73)
저축은행 (연체율, %)	6.9 (2.43)	9.5 (1.22)	10.5 (2.05)	10.0 (4.61)
여신전문 (연체율, %)	13.8 (0.28)	19.5 (0.47)	26.8 (2.2)	26.0 (3.89)
상호금융 (연체율, %)	4.1 (0.3)	4.9 (0.09)	4.8 (0.09)	4.8 (1.12)
전체 (연체율, %)	**92.5 (0.55)**	**112.9 (0.37)**	**130.3 (1.19)**	**133.1 (2.17)**

자료: 금융감독원, 대신증권 Research Center

부동산 PF 협약별·단계별 현황

구분	숏 금융권 협약	업권별 협약	저축 은행	여신 전문	상호 금융	신협	농협	수협	산림	새마을 금고	계
브릿지론	75	69	53	1	4	2	2	0	0	11	144
본PF	10	33	28	0	0	0	0	0	0	5	43
계	85	102	81	1	4	2	2	0	0	16	187

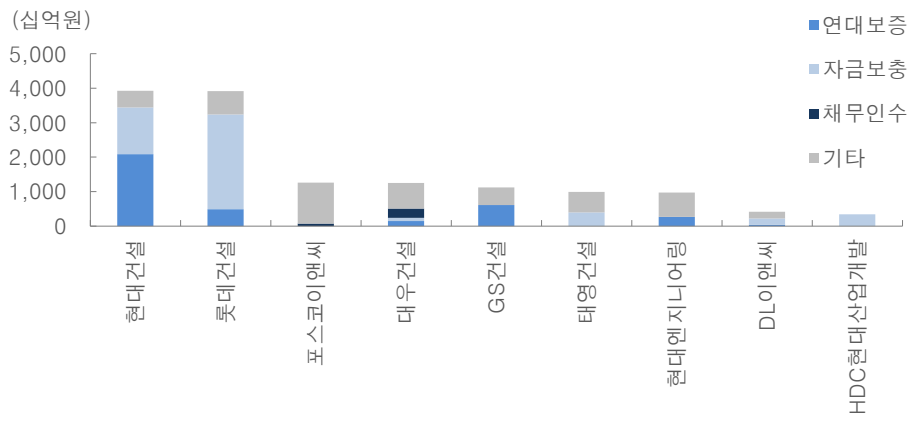
자료: 금융감독원, 대신증권 Research Center

부동산 PF 지역별·용도별 현황

구분		주거시설	상업시설	업무시설	산업시설	숙박시설	기타시설	계
수도권		46	13	9	13	1	2	84
	서울	17	3	2	1	1	0	24
	경기	25	6	4	9	0	0	44
	인천	4	4	3	3	0	2	16
지방		68	12	7	9	0	7	103
계		114	25	16	22	1	9	187

자료: 금융감독원, 대신증권 Research Center

주요 건설회사 부동산 PF 신용공여현황



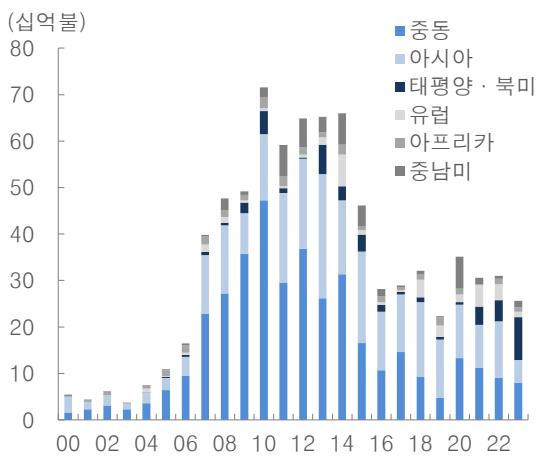
자료: 연합인포맥스, 대신증권 Research Center

해외 수주: 발주량은 충분, 수주 경쟁력 증명할 때

해외수주 모멘텀은 '24년에도 지속

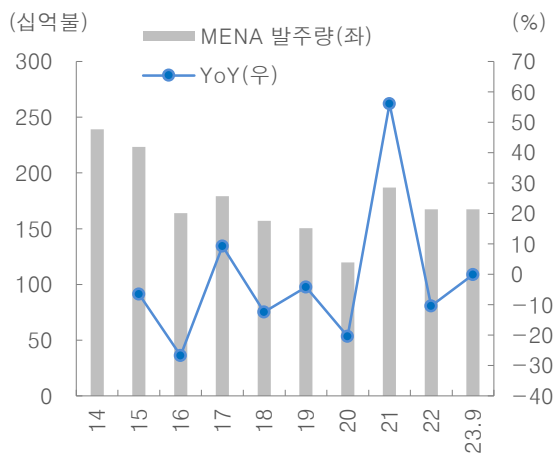
- '23년 커버리지 업체 해외 수주는 업체별 양극화. 3Q23 기준 현대건설 12.6조원, 대우건설 2.4조원으로 연간 목표치를 초과 달성한 반면, 삼성엔지니어링은 0.8조원에 그치면서 전년 3.9조원 대비 부족
- '23년 10월 누계 국내 건설사 총 해외 수주금액은 256.5억달러로 전년동기 금액 대비 +3.6% 상승. 조지아 배터리 S-JV(17.5억달러), L-JV(12억달러), HMGMA 현대차공장(6.7억달러) 등 대형 설비투자와 함께 북미·태평양에서만 92.4억달러(+220.9% yoy) 수주 기록. 이외 중동 80.1억달러(+15.8% yoy), 아시아 48.9억달러(-54.4% yoy) 순서로 수주 비중이 높았던 것으로 나타남
- '23년 9월 누계 MENA 발주 금액은 1,673억달러('22년 연간 1,675억달러). 해당 기간 주요 발주 프로젝트는 카타르 North Field South Development(100억달러), UAE MERAM(36억달러), 사우디 Jafurah Phase 2 PKG 1~3(63억달러), 사우디 Amiral PKG 1~8(72억달러, Early Work 포함) 등
- MENA 지역에서 사우디(546억달러), UAE(340억달러), 카타르(162억달러) 발주 호조. '21~'23 재정균형유가(75달러) 이상의 유가 지속으로 발주여력 충분히 확보. Oil&Gas, Chemical 등 화공 투자와 함께 사우디, UAE에서 Transport, Power, Construction 등 인프라 투자가 대거 증가
- '24년에도 유가 환경상 화공 발주가 증가하며 MENA 기반 발주량은 충분할 것으로 판단. '24년은 금리하락 전망과 함께 원화약세가 일부 해소되고, 경쟁사 수주잔고 증가에 따른 오픈비딩 가격경쟁 강도 완화 등 국내 건설사 수주환경 개선이 가능할 것으로 판단

국내 건설사 지역별 해외 수주



자료: 해외건설협회, 대신증권 Research Center

MENA 연간 건설 발주금액



자료: Meed, 대신증권 Research Center

해외 수주: 발주량은 충분, 수주 경쟁력 증명할 때

2023년 MENA 주요 발주 프로젝트

(단위: USDmn)

Month	Country	Project	Industry	Contract value
2023-05	Qatar	Qatargas - North Field South Development : Two Mega LNG Trains	Gas	10,000
2023-08	UAE	ADNOC - Maximizing Ethane Recovery And Monetization (MERAM)	Chemical	3,600
2023-09	Saudi Arabia	Saudi Aramco - COUR: Jafurah: Gas Treatment Facility: Phase 2: Package 1	Gas	2,900
2023-01	Qatar	Chevron Phillips Chemical/Qatar Energy - RLPP: Ethane Cracker	Chemical	2,800
2023-03	UAE	Adnoc - Mirfa Seawater Treatment Plant	Water	2,500
2023-06	Saudi Arabia	SATORP - Amiral Complex: Utility Flare and Interconnection: Package 4	Chemical	2,500
2023-07	Iraq	BOC/QatarEnergy - Iraq (CSSP): Water Treatment Plant	Water	2,450
2023-09	Saudi Arabia	Saudi Aramco - COUR: Jafurah: Utilities & Off-Site Facilities: Phase 2: Pkg 2	Gas	2,400
2023-09	UAE	ADNOC - Mirfa Seawater Treatment Plant	Water	2,200
2023-09	Saudi Arabia	Saudi Aramco - Riyas NGL Fractionation Plant: Package 2	Gas	2,200
2023-09	Iran	Ministry of Roads & Urban Development - IKIA Expansion:NewTerminal 2	Transport	2,160
2023-04	Saudi Arabia	NEOM - NEOM City: Oxagon: NICC: Connector South	Transport	2,132
2023-09	Saudi Arabia	SWPC - Ar Rayis I IWP: Rayis to Rabigh IWTP	Water	2,079
2023-03	UAE	Marjan/RAK Hospitality/Wynn Resorts - Al-Marjan Multipurpose Integrated Res ort	Construction	2,000
2023-05	Saudi Arabia	SPPC - 2,000MW Ar-Rass 2 Solar PV Power Plant	Power	2,000
2023-06	Saudi Arabia	KSPF - King Salman Park: Landscape Works Within Loop (Package 6.0)	Transport	2,000
2023-09	Saudi Arabia	Red Sea - Amaala: Utilities Package	Water	2,000
2023-05	UAE	ADNOC/ TAQA - Mirfa Seawater Treatment Plant	Water	1,920
2023-01	Saudi Arabia	Mawani - Upgrade of Container Terminals at King Abdulaziz Port in Dammam	Transport	1,860
2023-05	Saudi Arabia	SPPC - 1,425MW Al Kahfah Solar PV Power Plant	Power	1,712
2023-05	Algeria	STEP - Propane Dehydrogenation Polypropylene (PDH/PP) Plant	Chemical	1,500
2023-09	Egypt	NAT - Alexandria Metro: Phase 1: Lot I	Transport	1,394
2023-06	UAE	Abu Dhabi Housing Authority - West Baniyas Residential Development	Construction	1,372
2023-05	Saudi Arabia	SPPC - 1,125MW Saad 2 Solar PV Power Plant	Power	1,352
2023-06	Saudi Arabia	SATORP - Amiral Complex: Derivatives Unit: Package 2	Chemical	1,200
2023-07	Algeria	Sonatrach - Skikda Refinery Expansion: Hydrocracking Unit	Oil	1,200
2023-07	Iraq	BOC/QatarEnergy - Iraq Common Seawater Supply Project (CSSP)	Water	1,200
2023-08	UAE	DEWA - MBRM Solar Power Plant (IPP): Phase 6	Power	1,200
2023-08	Kuwait	PAHW - South Saad Al-Abdullah Residential City: Infrastructure Works	Transport	1,120
2023-07	UAE	Tiger Group - Business Bay: Tiger Tower	Construction	1,089
2023-07	Qatar	QatarGas - North Field Production Sustainability: Phase 2: Scope A	Gas	1,000
2023-09	Saudi Arabia	Saudi Aramco - COUR: Jafurah: Gas Compression Plant: Phase 2: Pkg 3	Gas	1,000
2023-09	Saudi Arabia	Saudi Aramco - Riyas NGL Fractionation Plant- Package 1	Gas	1,000
2023-03	Saudi Arabia	SATORP - Amiral Complex: Mixed Feed Cracker : Mixed Feed Cracker: Package 1	Chemical	980
2023-06	UAE	Adnoc Offshore - Reclamation and Marine Works at G Greenfield Island	Oil	975
2023-08	Saudi Arabia	Shomoul Holding - The Avenues Khobar	Construction	975
2023-04	Saudi Arabia	Red Sea Global - Amaala: Utilities Package	Water	960
2023-02	Iran	NIOC - Kish Gas Field Development: Phase 1	Gas	900
2023-01	Saudi Arabia	NEOM - NEOM City: Oxagon: Dredging and Quay Wall: Package 16C	Construction	800

자료: Meed, 대신증권 Research Center

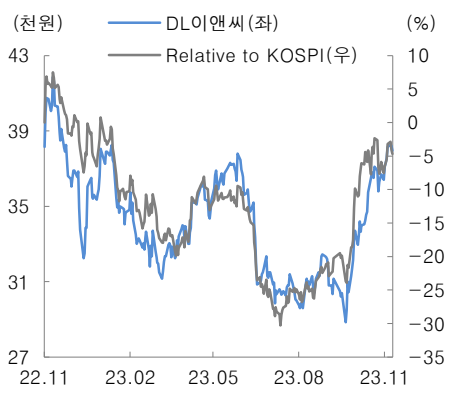
DL이앤씨 (375500)

이제 우리의 턴(Turn)

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	50,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	37,950원

KOSPI	2,519.81
시가총액	1,560십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	193십억원
52주 최고/최저	41,850원 / 28,850원
120일 평균거래대금	55억원
외국인지분율	26.76%
주요주주	DL 외 5인 24.59% 국민연금공단 9.78%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.6	21.8	5.7	-5.9
상대수익률	2.0	23.4	7.3	-9.2



- 2023년 DL이앤씨는 '21~'22년 주택 착공 감소 영향으로 주택부문 외형 감소가 나타나고 있으나, 플랜트 매출 상승이 보완하고 있는 상황. 높은 공사원가 부담 지속 중
- 4Q23 실적은 샤힌 프로젝트 매출이 본격화되며 외형, 수익성 개선 나타날 전망. 턴어라운드 유력 시점
- 2024년은 YoY 강한 이익 회복을 확인할 수 있을 것. 1) 플랜트 매출 급증('23년 1.4조원→'24년 2.2조원) 및 이익기여 상승, 2) 주택부문 낮은 기저로 실적 감소폭이 낮고, 원가율 회복도 가시화되고 있는 상태
- 부동산 PF 리스크 우려가 커진 국내 부동산 시장에서 가장 대비가 잘되어 있다는 점에 주목. 동사 디벨로퍼 사업에 한정된 자금보충 계약 외에 추가 PF 우발채무 없음
- 10/19 DL건설 100% 자회사 편입 계획 발표. 신주 발행 후 주식 교환 형태. 중복 상장에 따른 디스카운트 해소 외에도 DL건설의 현금(3,700억원)의 활용 방안이 생긴 것 역시 긍정적. 배당 또는 투자재원으로 활용 가능

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	7,632	7,497	7,914	9,068	10,520
영업이익	957	497	351	579	752
세전순이익	909	595	393	606	781
총당기순이익	636	432	286	439	568
지배지분순이익	577	413	267	404	524
EPS	13,556	9,627	6,227	9,417	12,215
PER	4.4	3.5	5.5	3.6	2.8
BPS	97,916	101,345	104,619	110,298	117,461
PBR	0.6	0.3	0.4	0.3	0.3
ROE	27.7	9.7	6.0	8.8	10.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: DL이앤씨, 대신증권 Research Center

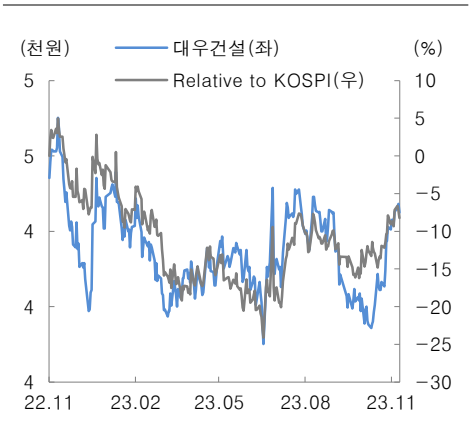
대우건설 (047040)

재평가의 장은 마련됐다

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	6,700원 유지
현재주가 (23.11.29)	4,555원

KOSPI	2,519.81
시가총액	1,893십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	2,078십억원
52주 최고/최저	5,090원 / 3,815원
120일 평균거래대금	74억원
외국인지분율	12.40%
주요주주	중흥토건 외 2인 50.75% 국민연금공단 5.72%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.1	-1.9	7.4	-7.4
상대수익률	6.1	-0.7	9.1	-10.6



- 2023년 대우건설은 수익성이 우수한 베트남법인 매출이 전년 대비 줄면서 감익 우려됐던 것에 비해, 비주택 매출 비중 확대, 안정적 수익성 관리를 통해 YoY 이익 성장이 유력. 양호한 실적 기반으로 재무 개선 나타나고 있음
- 4Q23 역시 준수한 실적 흐름 이어갈 수 있다고 판단하며, 이라크, 리비아, 투르크메니스탄 등 거점국가에서 추가 수주 확보 가능하며, 상반기 금액 이상이 될 것으로 추정. 국내 주택 수주도 4분기에 몰려있어 8조원대 달성 가능
- 2024년은 베트남법인 매출은 YoY 큰 차이가 없을 것으로 보이나, 수의계약 중심의 해외 수주공사 매출화가 진행되며 YoY 믹스 개선 기대. 견조한 실적을 지속할 것
- 원전사업은 신한울 3,4호기에 대한 입찰서를 11월 중 제출. 해외는 체코, 폴란드 원전 입찰에 참여 예정
- 미착공 PF 잔액은 6,840억원으로 YTD 3천억 내외 감소
- 주택경기 하락세 및 원가부담 증가 구간에서도 안정적 실적을 기록 중. 펀더멘탈 강화 대비 여전히 저평가 상태

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	8,685	10,419	12,168	12,320	11,926
영업이익	738	760	800	818	889
세전순이익	598	713	766	771	847
총당기순이익	485	508	539	552	606
지배지분순이익	485	504	530	543	596
EPS	1,166	1,213	1,275	1,307	1,435
PER	4.9	3.4	3.1	3.0	2.7
BPS	7,728	8,937	10,170	11,433	12,821
PBR	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
ROE	16.5	14.6	13.3	12.1	11.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 대우건설, 대신증권 Research Center

Daishin
2024년 산업전망

유통

고물가, 저성장 구간에서 보석 찾기

▪ 유정현 junghyun.yu@daishin.com

Summary (유통)

- 유통산업 투자의견 Neutral 유지. 2023년 하반기 소비 경기 둔화 속에 일부 채널만 차별적으로 소비가 증가할 것으로 예상. Top pick: GS리테일, 호텔신라 제시
- 2019년 우리나라 거주자의 해외 소비는 36조원을 기록하였으나 2020년 코로나19로 국가간 이동에 제약이 생기면서 2020년 약 15조원, 2021년 약 12조원으로 급감. 그러나 2022년 하반기부터 해외 여행 수요 점진적 회복되며 17조원 기록 후 2023년 상반기는 12.58조원을 기록. 이 추세대로라면 2023년 해외 소비는 28조원까지 회복될 것으로 예상
- 2023년부터 본격적으로 엔데믹 상황을 맞이하면서 해외 여행은 폭발적인 회복 중. 고금리, 경기 침체 영향에도 불구하고 억눌린 해외 소비 회복에 큰 영향은 없을 것으로 전망. 이는 국내 소비에 부정적 요소로 작용할 전망
- 소비의 쏠림 정상화 과정에서 2024년까지 국내 소비 빙하기 지속 예상. 전체 소비 여력이 감소한 가운데 해외 소비가 늘면서 사치재 소비 부진 이어질 것으로 예상. 대표적인 사치재 유통 채널인 백화점이 타격을 많이 받고 있으며 구조적 수요 감소로 대형마트 업황 부진 지속. 이런 가운데 소용량 구매 패턴 증가로 대형마트 신선식품 수요를 흡수하는 슈퍼마켓 채널 선전에 주목
- 당사는 2024년 실적 개선 경로를 고려했을 때 당분간 물가 상승을 유통 가격에 전가하며 트래픽을 잃지 않는 슈퍼마켓 지배 사업자이며 적자 사업부 축소로 실적 개선이 예상되는 GS리테일을 Top pick으로 제시. 면세점은 기대보다 회복이 늦어지고 있으나 궁극적으로 중국 인바운드 관광객은 증가할 것으로 예상. 순수 면세 사업자인 호텔신라 관심 종목으로 제시

고물가, 저성장 구간에서 보석 찾기

유통산업 투자의견 Neutral 유지 / Top-Pick: GS리테일, 호텔신라

- 2024년 상반기 실적 개선 경로를 고려했을 때 GS리테일과 호텔신라 투자유망
- 당분간 물가 상승을 유통 가격에 전가하며 트래픽을 잃지 않는 슈퍼마켓 사업이 2024년 유망해보임. GS리테일의 경우 적자 사업부의 빠른 철수 결정, 그리고 편의점, 호텔, 홈쇼핑 등 대부분의 사업부가 cash cow 역할을 하고 있어 2024년에도 방어적인 이익 흐름이 예상
- 예상 보다 면세점 수요 회복이 더디지만 2024년에도 글로벌 여행 수요는 꾸준히 증가할 것. 중국 단체 관광객의 본격적인 유입 시기가 다소 지연되더라도 결국 인/아웃바운드 관광객 증가로 면세점 실적이 개선될 것으로 전망

당사 Universe 유통업체의 실적 전망 및 투자의견

(단위: 십억원,%,배)

종목	호텔신라		GS리테일		BGF리테일		신세계		롯데쇼핑		현대백화점		이마트	
투자의견	BUY		BUY		BUY		BUY		Marketperform		BUY		BUY	
목표주가	95,000		34,000		190,000		260,000		90,000		86,000		95,000	
현주가 (11/29)	64,600		24,200		132,500		169,600		76,800		51,000		76,000	
Upside	47.1%		40.5%		43.4%		53.3%		17.2%		68.6%		25.0%	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	3,907	5,451	11,795	12,398	8,247	8,962	6,620	7,742	15,037	16,561	4,225	4,341	29,879	32,384
영업이익	135	218	349	416	262	298	588	612	489	573	328	427	72	286
OPM	3.4	4.0	3.0	3.4	3.2	3.3	8.9	7.9	3.2	3.5	7.8	9.8	0.2	0.9
%yoy	72.0	62.1	42.6	19.0	3.8	13.7	-8.9	4.1	26.5	17.3	2.1	30.3	-46.8	296.1
순이익	115	135	227	298	220	258	350	395	56	126	202	237	269	324
ROE	9.5	17.9	4.3	6.9	19.0	18.8	7.0	7.1	2.3	2.6	4.0	5.1	-0.7	2.0
PBR	4.5	3.7	0.6	0.6	2.1	1.9	0.4	0.4	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
PER	48.7	22.7	14.2	8.6	11.8	10.6	5.7	5.2	10.0	8.6	6.3	4.8	N/A	9.6

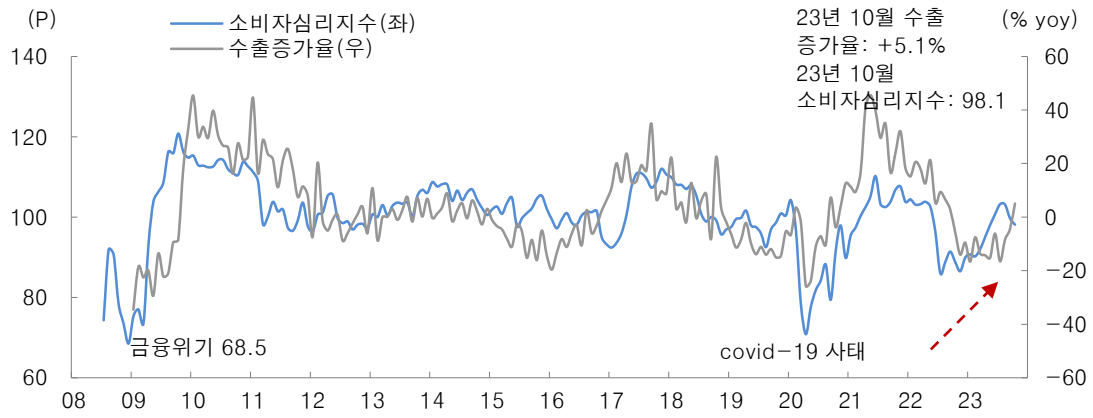
자료 : 대신증권 Research Center

2024년 국내 소비는 계속 안 좋다

소비 회복의 대전제, 수출 회복과 자산가격 상승

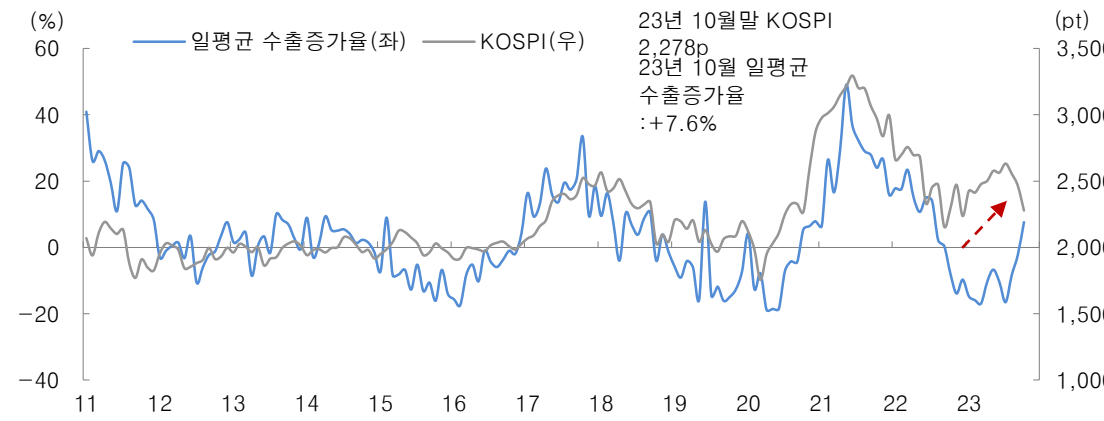
- 우리나라의 수출형 개방 경제 구조의 특징상 수출 경기에 따라 국내 소비 심리가 크게 영향을 받는 양상. 2020년 4분기 코로나 상황에서도 수출 경기가 크게 회복되면서 동반 회복 양상을 보였던 국내 소비 심리는 2022년부터 수출 성장률이 크게 둔화되면서 동반 하락
- 2023년 상반기 소비심리가 일시적으로 양호했던 이유는 주식 시장이 의외의 강세를 보이면서 개인들의 투자 및 소비 심리가 개선되었기 때문임. 동일한 맥락에서 2023년 4분기부터 수출은 완만한 회복세를 보일 것이나 주식 등 자산 가격 상승 흐름이 불투명한 상황에서 소비 심리가 본격적으로 개선되기 어렵다고 보임

수출 증가율 & 소비자 심리지수



자료: 산업통상자원부, 한국은행, 대신증권 Research Center

일평균 수출 증가율 & KOSPI지수



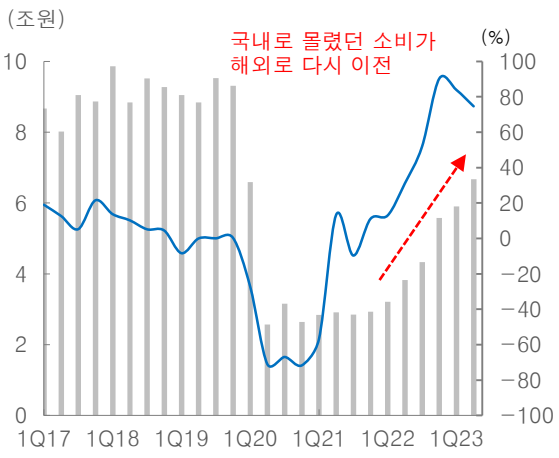
자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

억눌렸던 해외 소비는 2024년에도 급증 전망, 국내 소비에 부정적

2023년에 이어 2024년에도 해외 여행 가파른 증가세

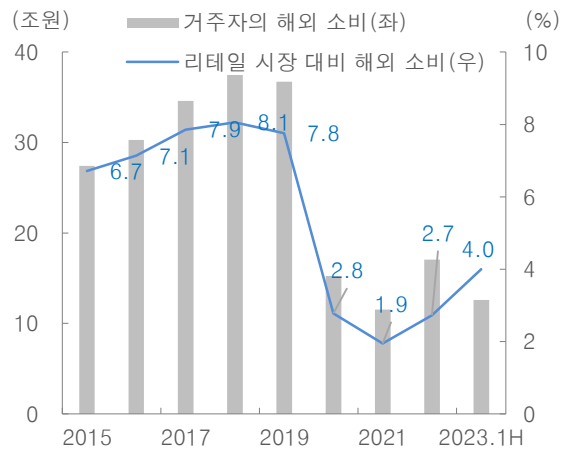
- 2019년 우리나라 거주자의 해외 소비는 36조원을 기록하였으나 2020년 코로나19로 국가간 이동에 제약이 생기면서 2020년 약 15조원, 2021년 약 12조원으로 급감. 그러나 2022년 하반기부터 해외 여행 수요 점진적 회복되며 17조원 기록 후 2023년 상반기는 12.58조원을 기록. 이 추세대로라면 2023년 해외 소비는 28조원까지 회복 예상
- 지난 2021-2022년 국내 소비가 비정상적으로 높은 성장을 기록한 후폭풍으로 2023년 소비 침체 시작. 이는 2024년까지 이어질 가능성 높다고 판단
- 또한 2023년부터 본격적으로 엔데믹 상황을 맞이하면서 해외 여행은 폭발적인 회복 중. 고금리, 경기 침체 영향에도 불구하고 억눌린 해외 소비 회복에 큰 영향은 없을 것으로 전망. 이는 국내 소비에 부정적 요소로 작용할 전망
- 소비의 쏠림 정상화 과정에서 2024년까지 국내 소비 빙하기 지속 예상. 전체 소비 여력이 감소한 가운데 해외 소비가 늘면서 사치재 소비 부진이 이어질 것으로 예상. 대표적인 사치재 품목인 의류 소비를 가장 먼저 줄이고 있으며 의류 유통의 가장 큰 채널인 백화점이 타격을 많이 받고 있음

거주자의 해외 소비



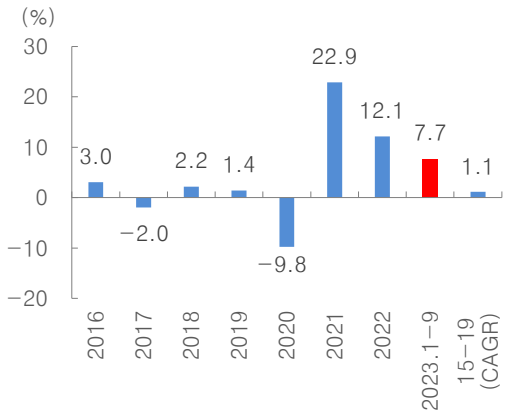
자료: 통계청, 대신증권 Research Center

국내 리테일 시장 규모 대비 해외 소비 비중



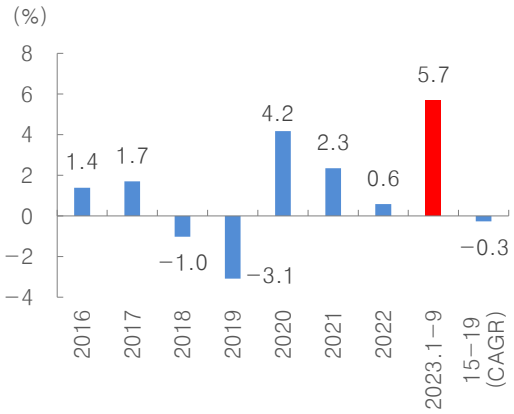
자료: 통계청, 대신증권 Research Center

백화점 매출 증가율



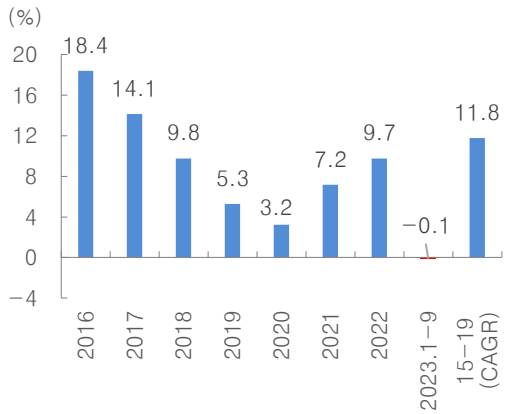
자료: 통계청, 대신증권 Research Center

대형마트 매출 증가율



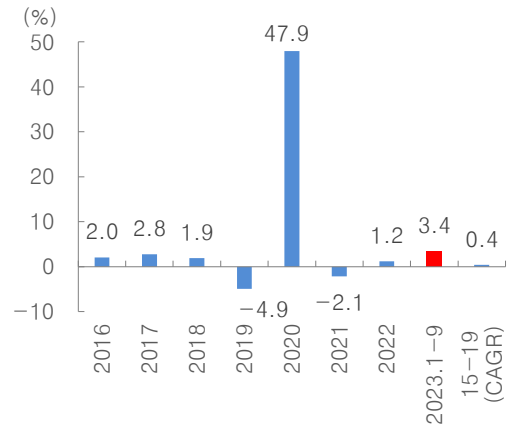
자료: 통계청, 대신증권 Research Center

편의점 매출 증가율



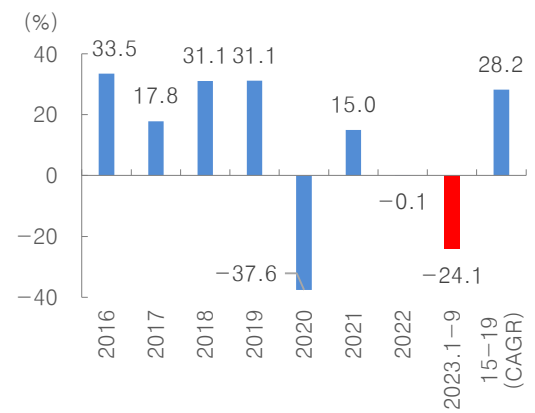
자료: 통계청, 대신증권 Research Center

슈퍼마켓 매출 증가율



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

면세점 매출 증가율



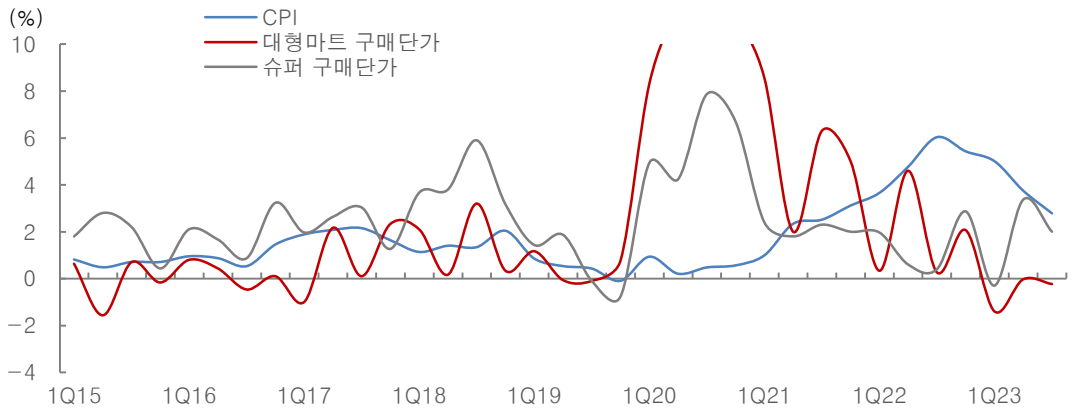
자료: 면세점협회, 대신증권 Research Center

고물가, 가격 전가력 슈퍼마켓이 유일

백화점, 대형마트, 편의점 각 채널별 구매단가 상승율 물가 상승율 하회

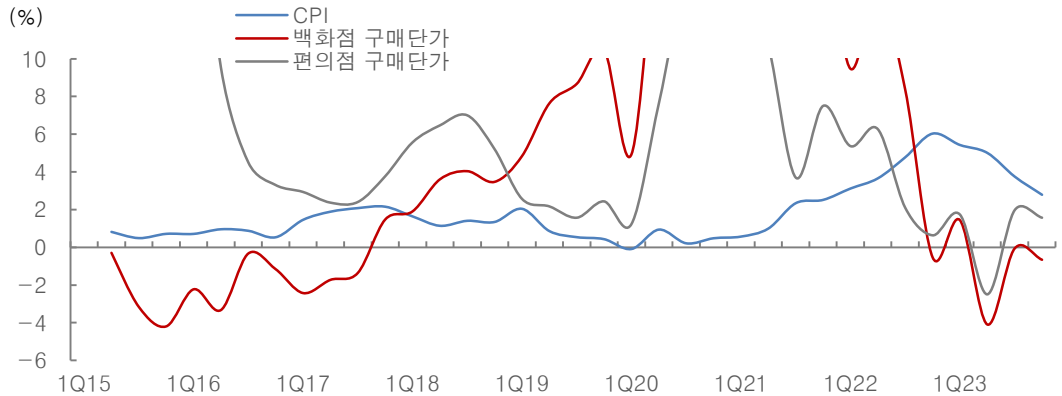
- 물가는 유통 가격에도 영향을 미치지만 기업들의 비용에도 영향을 미침
- 국내 유통 채널 중 물가 상승율을 어느 정도 따라가며 판매 가격이 형성되는 곳은 슈퍼마켓 뿐
- 국내 대부분 오프라인 유통 채널 낮은 매출 성장률 기록 중. 그런데 각종 비용(인건비, 유틸리티 비용 등) 증가
- 영업이익 디레버리징 발생 〉〉 적어도 이 현상이 내년 상반기까지 지속될 것으로 봄

CPI 상승율 vs. 대형마트, 슈퍼마켓 구매단가 상승율



자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

CPI 상승율 vs. 백화점, 편의점 구매단가 상승율



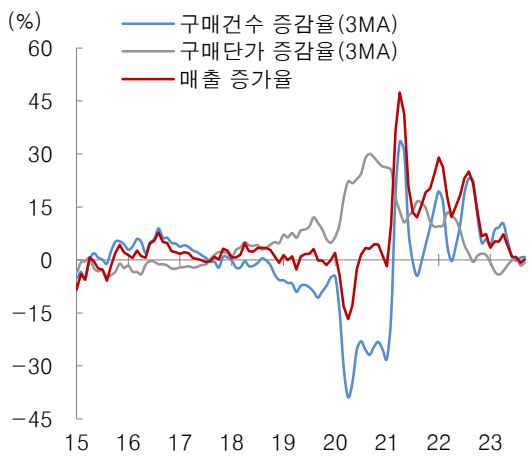
자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

백화점

백화점 회복 시점 2024년 하반기 예상

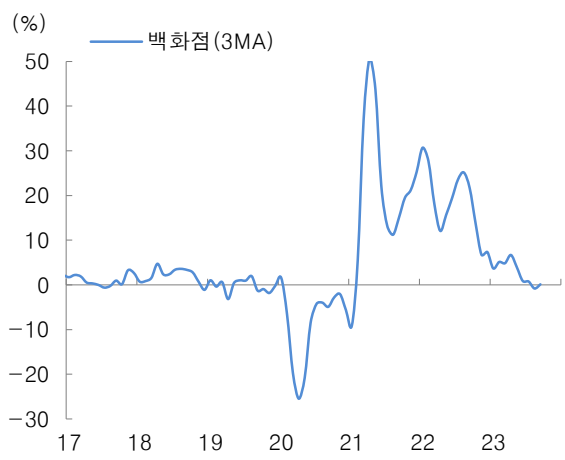
- 코로나 상황에서 명품을 비롯, 고가의 소비재를 주로 유통하는 백화점이 억눌린 소비를 흡수하면서 수혜를 입었음. 그러나 2년간 이어진 사치재 소비 급증 이후 고가 소비재 수요 자체가 한풀 꺾인데다 해외 여행 수요 급증으로 사치재 소비 여력 저하
- 올해 백화점 평균 기존점 성장률은 1분기 4.8%, 2분기 0.9%, 3분기 0.1%로 눈에 띄게 둔화. 그러나 물가 상승율은 1분기 5.0%, 2분기 3.8%, 3분기 2.8%로 백화점 기존점 성장률을 상회. 때문에 백화점 손익은 매출 부진 상황에서 비용이 증가하면서 올해 연중 내내 부진했음
- 2024년 백화점 매출은 부진한 경제 지표와 해외 여행 수요의 지속적 증가로 상반기까지 부진할 것으로 예상되는 가운데 비용 부담이 이어질 것으로 전망. 그러나 하반기 낮은 기저로 매출이 회복세에 접어든다면 비용 부담이 줄어들면서 영업이익 레버리지 구간에 진입할 가능성 높음
- 지난 2년간 소비가 급격히 증가한 품목이 반대로 2년간 소비가 크게 부진할 수 밖에 없는 점 고려하면 백화점 실적도 하반기 부진이 이어질 가능성 존재. 그러나 2024년 상반기에 실적 저점을 통과하면서 하반기 회복을 모색할 것으로 전망

백화점 구매건수 & 구매단가 증가율



자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

백화점 점포당 매출 성장률



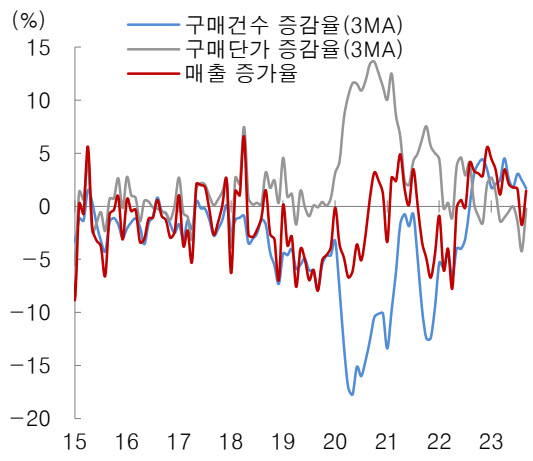
자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

대형마트

2024년에도 경기 방어적인 채널로서 역할 크지 않을 전망

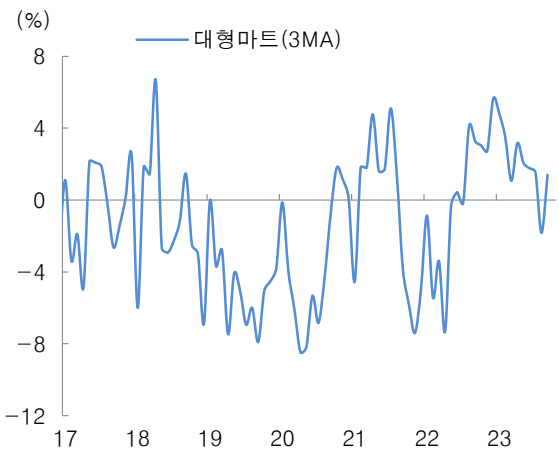
- 올해 대형마트 평균 기존점 성장률은 1분기 1.1%, 2분기 1.8%, 3분기 1.4% 기록. 같은 시기 물가 상승율은 1분기 5.0%, 2분기 3.8%, 3분기 2.8%로 대형마트가 지난 해 인플레이션으로 고성장한 데 따른 부담으로 올해는 물가 상승율로 인한 매출 성장 수혜가 전혀 없었음
- 높은 물가 상승률에도 불구하고 대형마트의 구매단가 상승률은 오히려 낮아짐. 이는 내식 수요가 감소하면서 다시 온라인 쇼핑 플랫폼 사업자들과 경쟁이 치열해진 것을 의미
- 구매건수도 내식 수요 증가율 둔화, 온라인 쇼핑 플랫폼과의 경쟁 심화로 (-) 성장 지속. 과거 인플레이션 수혜 채널이었던 대형마트는 이제 더 이상 인플레이션 효과 기대하기 어려움. 고물가에도 불구하고 2023년 3분기 누적 성장률이 1.4%에 불과. 과거 대형마트는 경기 방어적이었던 채널이었으나 온라인 사업자들의 등장으로 시장의 경쟁이 치열해지면서 방어적인 채널 역할에 대한 기대치 낮춰야 할 것으로 판단
- 매출이 부진한 가운데 물가 상승에 따른 비용 부담은 계속. 과거 대비 영업이익이 증가하기 위한 최소 기본 성장률 수준이 크게 높아진 구조적 문제로 인해 백화점과 달리 2024년 하반기에도 대형마트 사업자들의 영업이익 레버리지 효과 기대하기 쉽지 않음

대형마트 구매건수 & 구매단가 증가율



자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

대형마트 점포당 매출 성장률



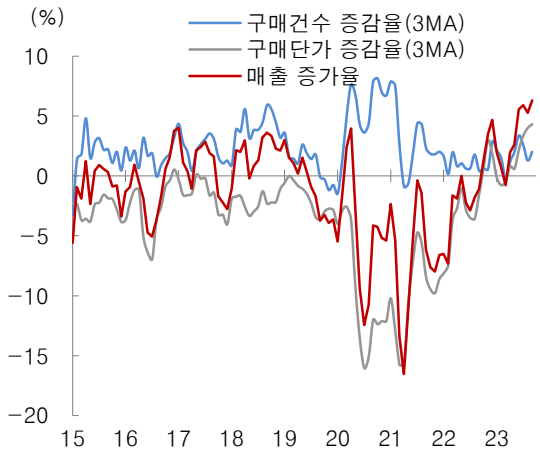
자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

슈퍼마켓

2024년 유일하게 성장 예상되는 내수 오프라인 채널

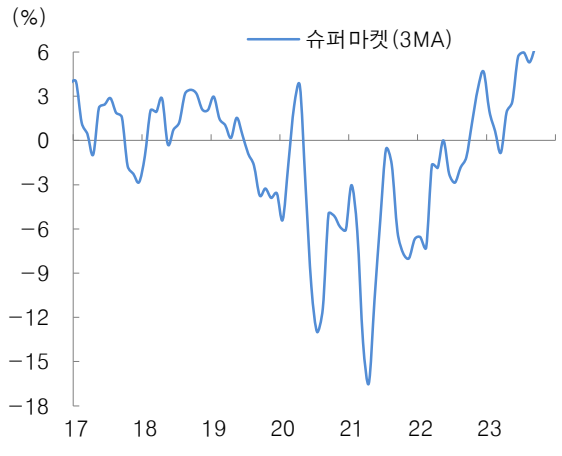
- 올해 슈퍼마켓 평균 기존점 성장률은 1분기 0.6%, 2분기 3.4%, 3분기 5.9% 기록. 같은 시기 물가상승율은 1분기 5.0%, 2분기 3.8%, 3분기 2.8%를 기록. 슈퍼마켓과 유사한 생필품을 유통하는 대형마트 1-3분기 기존점 성장률은 각각 1.1%, 1.8%, 1.4%였던 점을 고려하면 슈퍼 채널의 경쟁력이 대형마트 보다 뛰어난 것을 알 수 있는데 이는 온라인 업체와 경쟁하는 비식품 비중을 확 줄이고 1-2인 가구수를 타겟으로 해서 식료품 구매가 슈퍼 채널로 집중되고 있기 때문임. 1-2인 가구가 주로 방문하던 편의점의 경우 식료품 유통 채널로서는 슈퍼마켓의 경쟁력을 넘어서지 못함
- 고물가 시대에 슈퍼마켓이 신선식품 유통 채널로 각광 받고 대형마트 수요를 빠르게 흡수. 온라인과 비식품 경쟁을 피하고 편의점이 해결해 주지 못하는 식료품 수요를 견인하며 2024년 유일하게 성장하는 내수 오프라인 채널이 될 것으로 전망

슈퍼마켓 구매건수 & 구매단가 증가율



자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

슈퍼마켓 점포당 매출 성장률



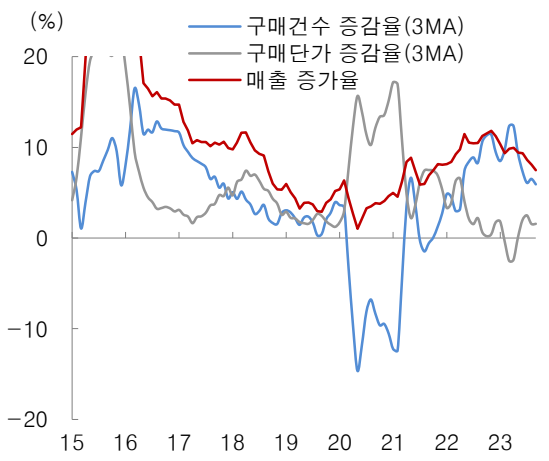
자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

편의점

성장률 낮아지는 구간에 진입

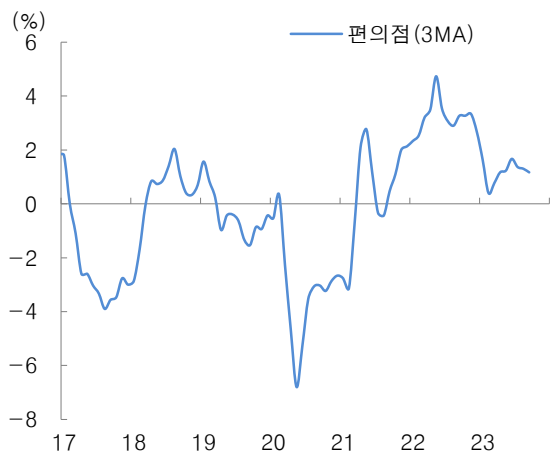
- 올해 편의점 평균 기존점 성장률은 1분기 0.8%, 2분기 1.7%, 3분기 1.2% 기록. 같은 시기 물가 상승율은 1분기 5.0%, 2분기 3.8%, 3분기 2.8%로 편의점도 물가 상승율 고려하면 성장률이 부진. 이는 대형마트와 마찬가지로 지난 물가 상승 수혜로 인한 기저 부담이 컸고 경기 요인 등으로 트래픽도 분산되며 부진했기 때문
- 편의점 채널은 출점 여력이 타 채널 대비 크고 기존점 성장률이 높다는 특징이 있었으나 이제부터는 이러한 채널의 장점도 점차 소멸되는 구간으로 진입했다고 판단. 즉, 브랜드 차별화로 기존점 차이가 생기기 시작하며 브랜드 차별화를 위해서는 기업들의 투자, 즉 비용이 전보다 늘어나게 됨을 의미
- 그러나 이러한 상황 속에서도 아직까지 출점은 비교적 원활하게 진행되고 이어 채널이 당분간 high single% 성장하는 흐름은 지속 가능하다고 판단. 다만 어느 브랜드가 어떤 경쟁력으로 트래픽 증가를 유도하는지가 향후 주가의 변수로 작용할 것으로 생각됨

편의점 구매건수 & 구매단가 증가율



자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

편의점 점포당 매출 성장률



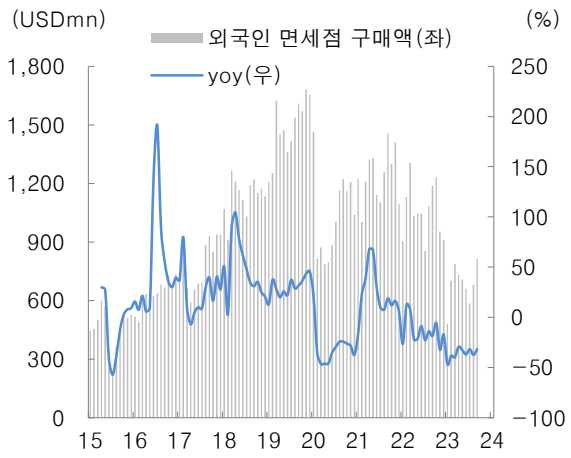
자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

면세

한국 방문 외국인들 쇼핑 안하나요?

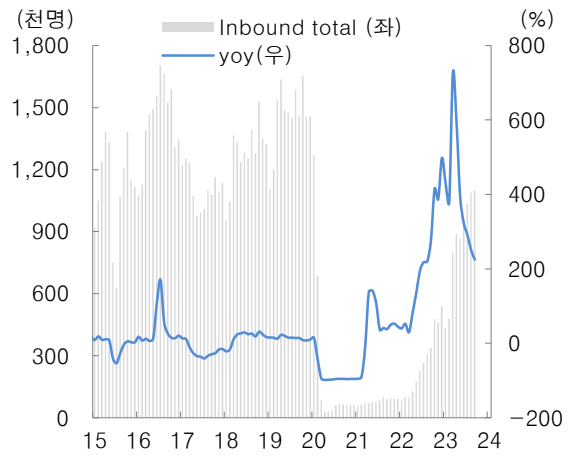
- 중국 경기 부진과 따이공 활동이 예상 보다 회복이 더디면서 국내 면세점 회복이 예상 보다 지연
- 방한 외국인 수는 2019년의 약 70%까지 회복되었으나 중국인 방문객은 평균에 못 미치는 45% 내외에 불과. 중국 정부의 단체 관광 금지 해제 조치에도 불구하고 본격적인 입국 러시는 없는 상황으로 면세점은 보릿고개를 지나고 있는 중
- 글로벌 관광 재개 이후 관광이 정상화될 때까지 상당 시간이 소요될 것으로 예상됨에 따라 국내 면세점 회복 시기도 예상 보다 지연될 것으로 보임. 다만 글로벌 관광 수요는 꾸준히 회복되고 있어 2024년 면세점 업황도 천천히 개선될 것으로 보임
- 지난 8월 중국 정부의 단체 관광 금지 조치 해제 뉴스를 과하게 반영했던 기대감은 이제 완전히 소멸. 이제부터는 인바운드 입국자 수와 면세점 매출 동향을 보면서 업황 회복 여부를 가늠하는 조심스런 시각이 우세할 것으로 보임. 기대감을 낮추지만 여전히 기대감이 유효하다는 점에서 좀 더 여유 있게 업황 회복을 기다릴 필요가 있다고 판단됨

외국인 면세 구매액



자료: 면세점협회, 대신증권 Research Center

외국인 입국자수



자료: 면세점협회, 대신증권 Research Center

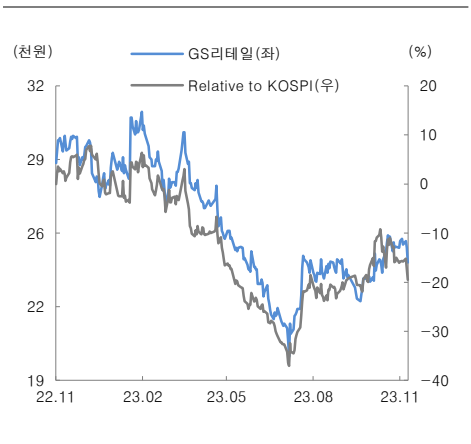
GS리테일 (007070)

편의점 투자 부담 감소, 슈퍼 채널 회복이 2024년 방어적인 실적 기재로 작동

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	34,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	24,200원

KOSPI	2,519.81
시가총액	2,534십억원
시가총액비중	0.13%
자본금(보통주)	105십억원
52주 최고/최저	30,850원 / 20,050원
120일 평균거래대금	63억원
외국인지분율	7.51%
주요주주	GS 외 1 인 57.90% 국민연금공단 8.96%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.4	-0.6	-4.3	-18.0
상대수익률	-8.2	0.7	-2.9	-20.8



- 동사의 주요 사업부인 슈퍼마켓의 올해 평균 기존점 성장률은 1분기 0.6%, 2분기 3.4%, 3분기 5.9% 기록. 같은 시기 대형마트 1-3분기 기존점 성장률은 각각 1.1%, 1.8%, 1.4%였던 점을 고려하면 슈퍼 채널의 경쟁력이 대형마트 보다 뛰어난 것을 알 수 있음. 이는 온라인 업체와 경쟁하는 비식품 비중을 확 줄이고 1-2인 가구수를 타겟으로 해서 식료품 구매가 슈퍼 채널로 집중되고 있기 때문. 1-2인 가구가 주로 방문하던 편의점의 경우 식료품 유통 채널로서는 슈퍼마켓의 경쟁력을 넘어서지 못함
- 편의점 성장률은 평균 1%대로 둔화. 시장이 포화 상태로 접어들며 성장률이 낮아지고 있음. 그러나 동사의 경우 편의점 사업에서 경쟁사 대비 증가했던 투자비가 줄고 있어 매출 성장률 보다 높은 이익 성장성 기대
- 올해 적자 사업부였던 GS프레시몰 사업 철수. 부진 사업을 과감히 정리하고 핵심 사업에 집중하면서 손익 안정화 단계에 진입할 것으로 예상

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	9,691	11,226	11,795	12,398	13,142
영업이익	220	245	349	416	478
세전순이익	915	75	230	384	485
총당기순이익	801	48	179	295	372
지배지분순이익	815	40	179	295	372
EPS	8,961	386	1,706	2,821	3,551
PER	3.4	72.9	13.7	8.3	6.6
BPS	44,728	38,667	39,958	42,365	45,502
PBR	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
ROE	25.6	1.0	4.3	6.9	8.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: GS리테일, 대신증권 Research Center

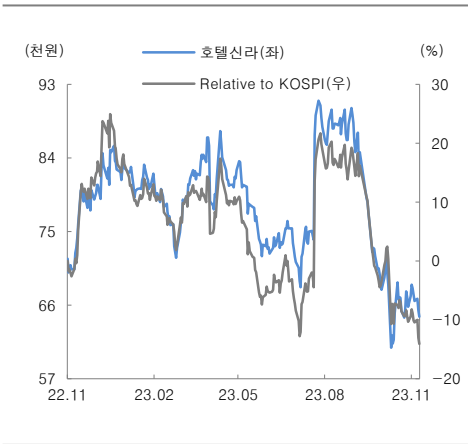
호텔신라 (008770)

해외 여행 수요는 그래도 증가한다

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	95,000원 하향
현재주가 (23.11.29)	64,600원

KOSPI	2,519.81
시가총액	2,571십억원
시가총액비중	0.13%
자본금(보통주)	196십억원
52주 최고/최저	91,000원 / 60,800원
120일 평균거래대금	401억원
외국인지분율	17.57%
주요주주	삼성생명보험 외 5 인 17.34% 국민연금공단 13.10%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.7	-26.3	-20.0	-10.8
상대수익률	-13.8	-25.3	-18.7	-13.8



- 투자의견 BUY를 유지하며 목표주가를 95,000원(2024년 EV/EBITDA 16배)으로 27% 하향. 목표주가 하향은 2024년 실적 하향에 따른 것이며, EV/EBITDA 16배는 2021년 면세점 업황 시기의 EV/EBITDA 19.5배의 20% 할인한 수치임
- 중국 단체 관광객 여행 금지 해제 조치 이후에 실제 관광객이 아직 크게 늘지 않고 체화재고 손실만 발생하며 매우 부진한 실적 기록
- 예상 경로대로 면세점 업황이 회복되지 않아 불확실성만 커진 상태. 그러나 2023년부터 본격적으로 해외 여행이 재개되었고 2024년에는 해외 여행 수요 회복이 더 가파를 것으로 전망
- 중국 단체 관광객 회복 시기는 2024년 중으로 전망. 당초 예상 시기 보다 회복 시점이 늦어지고 있지만 회복 방향성은 뚜렷
- 3분기 발생했던 체화재고 손실 등 관련 비용은 2024년 손익 개선에 오히려 부담을 낮추는 기재로 작동할 것

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	3,779	4,922	3,907	5,451	5,964
영업이익	119	78	135	218	250
세전순이익	48	-60	71	152	172
총당기순이익	27	-50	53	114	129
지배지분순이익	27	-50	53	114	129
EPS	677	-1,254	1,326	2,841	3,217
PER	115.3	NA	64.6	30.1	26.6
BPS	14,411	13,494	14,325	17,360	19,901
PBR	5.4	6.2	4.5	3.7	3.2
ROE	4.5	-9.0	9.5	17.9	17.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 호텔신라, 대신증권 Research Center

호텔신라 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	3,661	5,451	3,907	5,451	6.7	0.0
영업이익	241	250	135	218	-44.2	-12.8
지배지분순이익	133	138	53	114	-60.1	-17.5
영업이익률	6.6	4.6	3.4	4.0		
순이익률	3.6	2.5	1.4	2.1		

자료: 호텔신라, 대신증권 Research Center

호텔신라 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2022				2023F				2022	2023F	2024F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	1,094	1,166	1,362	1,300	752	867	1,012	1,276	4,922	3,907	5,451
TR	979	1,010	1,198	1,140	609	708	845	1,118	4,326	3,279	4,795
호텔& 레저	116	156	164	160	144	159	167	158	596	628	656
영업이익	15	43	27	-7	35	67	8	25	78	135	218
TR	13	15	1	-20	25	43	-16	15	9	67	136
호텔& 레저	2	28	26	13	9	24	24	10	70	67	82
영업이익률	1.4	3.7	2.0	-0.5	4.6	7.8	0.8	2.0	1.6	3.4	4.0
TR	1.3	1.5	0.1	-1.7	4.1	6.1	-1.9	1.4	0.2	2.1	2.8
호텔& 레저	2.1	18.2	15.8	8.1	6.5	15.1	14.4	6.3	11.7	10.7	12.5
yoy											
매출액	50.5	22.3	40.6	15.1	-31.3	-25.6	-25.7	-1.8	30.2	-20.6	39.5
TR	54.7	19.3	39.7	13.2	-37.8	-29.9	-29.4	-2.0	29.4	-24.2	46.2
호텔& 레저	22.4	45.7	47.7	30.5	23.9	1.9	1.6	-0.9	29.4	-24.2	46.2
영업이익	-43.0	-6.9	27.7	적전	127.9	55.6	-70.9	흑전	-34.1	72.1	62.2
TR	-69.5	-68.6	-97.0	적전	93.8	191.9	1,012	흑전	-93.3	665.1	102.6

주: K-IFRS 연결기준
자료: 호텔신라, 대신증권 Research Center

Daishin
2024년 산업전망

의류

악마는 디테일에 있다

▪ 유정현 junghyun.yoo@daishin.com

Summary (의류)

- 의류산업 투자의견 Neutral 유지. 2024년 글로벌 소비 경기 불투명하지만 고객사 수주 회복과 관련한 개별 기업별 차별화된 주가 흐름 예상. Top pick: 한세실업, 제이에스코퍼레이션 제시
- 우리나라의 수출형 개방 경제 구조의 특징상 수출 경기에 따라 국내 소비 심리가 크게 영향을 받는 양상. 2020년 4분기 코로나 상황에서도 수출 경기가 크게 회복되면서 동반 회복 양상을 보였던 국내 소비 심리는 2022년부터 수출 성장률이 크게 둔화되면서 동반 하락. 2023년 상반기 잠시 100 이상으로 회복했던 소비 심리는 주식 시장 조정과 함께 다시 100 이하로 하락
- 2023년 4분기부터 수출은 완만한 회복세를 보일 것이나 주식 등 자산 가격 상승 흐름이 불투명한 상황에서 소비 심리가 다시 개선되기 어렵다고 보임. 당분간 소비 심리는 100 이하에서 유지될 듯
- 미국 도매 의류 재고 증가율과 의류 품목의 공급 증가율은 모두 7월부터 동반 (-) 증가율을 보이기 시작. 공급량은 전월 재고에서 당월 판매액을 차감한 수치로 지난 12개월간 미국 소매업체들의 발주가 크게 감소하면서 순공급량이 7월부터 (-) 증가율을 보임에 따라 공급과 재고가 동시에 줄어드는 모습을 보임. 이 때문에 4분기부터는 재고 re-stocking이 나타나고 있음. 실제 업계에서 파악하는 고객사 재고는 평소보다 더 줄어든 상태라고 보는데, 기본적인 재고 보유를 위해서라도 2024년에 재고를 다시 확충해야 하는 상황 전개될 것으로 전망
- 당사는 실적 개선 경로를 고려했을 때 4분기~내년 상반기까지 글로 소비재 re-stocking 흐름에 맞춰 의류 OEM 기업인 한세실업(BUY, TP 32,000원) 추천하며 같은 시기에 제이에스코퍼레이션(BUY, TP 25,000원)도 동일한 맥락에서 양호한 주가 흐름 전망. 내년 1분기부터는 재고 조정이 일단락될것으로 예상되는 화승엔터(BUY, TP 14,000원)도 주목받을 것으로 판단

2024년 어쨌든 재고 축적이 진행된다

의류산업 투자의견 Neutral 유지 / Top-Pick: 한세실업, 제이에스코퍼레이션

- 2024년 상반기 실적 개선 경로를 고려했을 때 의류/신발 OEM 기업 투자유망
- 2024년 글로벌 소비는 낙관하기 어려우나, 글로벌 소매기업들의 재고가 의미 있게 줄어든 만큼 2024년 1분기부터 본격적인 re-stocking 수요로 글로벌 의류 OEM 기업들의 수주 회복도 예상됨. 글로벌 소비 경기에 가장 민감한 한세실업과 제이에스코퍼레이션의 수혜가 예상
- 핸드백 및 의류 OEM 기업인 제이에스코퍼레이션과 신발 OEM 기업 화승엔터, 그리고 기능성 우븐 OEM 기업 영원무역도 관심 종목으로 제시. 제이에스코퍼레이션은 핸드백 사업부 마진 확대, 의류 사업부 실적 개선세가 부각될 전망. 그리고 화승엔터와 영원무역은 한세실업만큼 강하지 않지만 고객사의 re-stocking 사이클 진입 시 공통적으로 수혜가 예상된다는 점에서 관심 필요

당사 Universe 의류업체의 실적 전망 및 투자의견 (단위: 십억원,%,배)

종목	한세실업		영원무역		화승 엔터프라이즈		제이에스 코퍼레이션		F&F		휠라홀딩스		한섬		신세계 인터네셔날	
투자의견	BUY		BUY		BUY		BUY		BUY		BUY		BUY		BUY	
목표주가	32,000		86,000		14,000		25,000		170,000		44,000		30,000		25,000	
현주가 (11/29)	21,250		44,450		8,420		19,150		84,700		38,300		19,150		16,690	
Upside	50.6%		93.5%		66.3%		30.5%		100.7%		14.9%		56.7%		49.8%	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	1,730	1,967	3,721	3,850	1,350	1,912	858	957	2,025	2,569	4,085	4,301	1,545	1,651	1,353	1,448
영업이익	169	197	703	731	23	114	83	88	577	684	386	537	112	138	50	73
OPM	9.7	10.0	18.9	19.0	1.7	6.0	9.6	9.2	28.5	26.6	9.4	12.5	7.3	8.4	3.7	5.0
%yoy	-6.1	16.7	-14.6	4.0	-55.6	386.5	1.6	6.5	10.0	18.4	-11.3	39.2	-33.3	23.1	-56.3	44.3
순이익	92	112	468	488	53	120	0	0	496	580	219	277	121	127	90	110
ROE	21.5	21.7	17.6	15.7	-1.0	14.0	21.1	17.4	50.4	54.2	7.1	13.2	6.2	7.0	6.8	8.4
PBR	1.3	1.1	0.6	0.5	0.9	0.8	0.3	0.3	4.1	3.0	1.2	1.1	0.3	0.3	0.7	0.6
PER	6.7	5.4	3.7	3.6	N/A	6.2	5.5	4.4	7.5	6.3	17.2	5.0	5.5	4.4	10.3	5.0

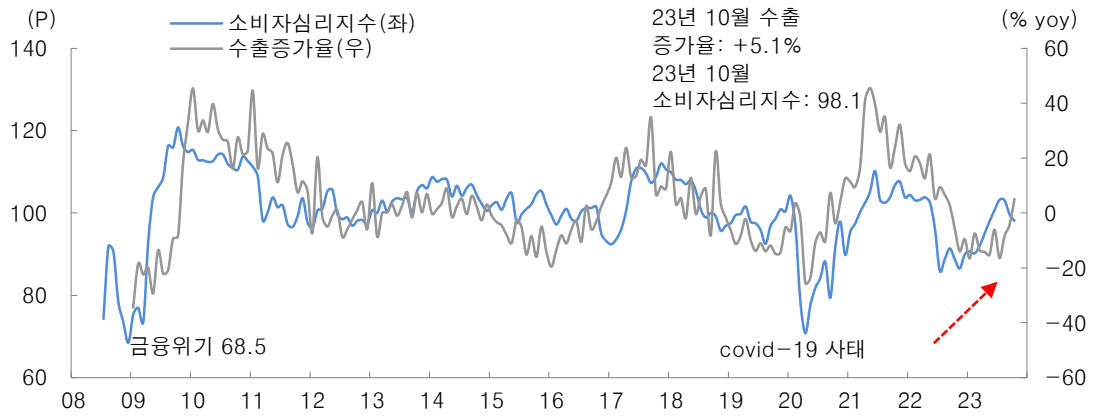
자료 : 대신증권 Research Center

2024년 국내 소비는 계속 안 좋다

소비 회복의 대전제, 수출 회복과 자산가격 상승

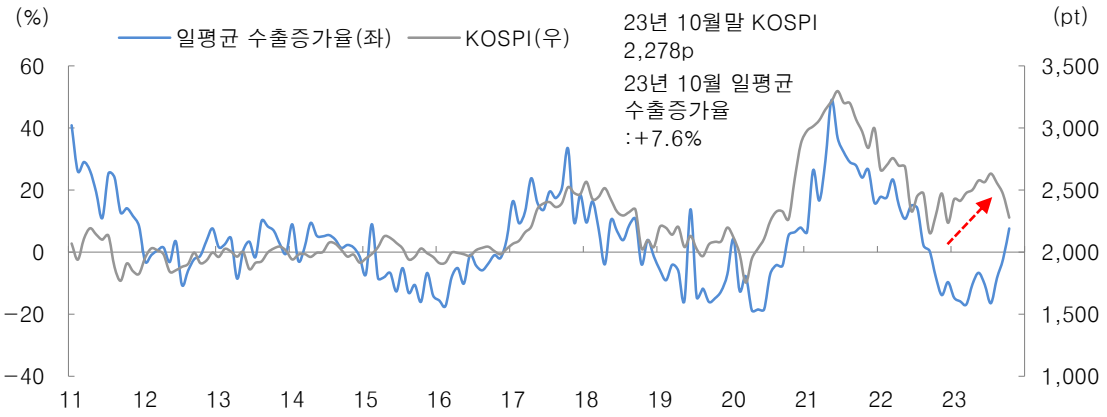
- 우리나라의 수출형 개방 경제 구조의 특징상 수출 경기에 따라 국내 소비 심리가 크게 영향을 받는 양상. 2020년 4분기 코로나 상황에서도 수출 경기가 크게 회복되면서 동반 회복 양상을 보였던 국내 소비 심리는 2022년부터 수출 성장률이 크게 둔화되면서 동반 하락
- 2023년 상반기 소비심리가 일시적으로 양호했던 이유는 주식 시장이 의외의 강세를 보이면서 개인들의 투자 및 소비 심리가 개선되었기 때문임. 동일한 맥락에서 2023년 4분기부터 수출은 완만한 회복세를 보일 것이나 주식 등 자산 가격 상승 흐름이 불투명한 상황에서 소비 심리가 본격적으로 개선되기 어려울 듯

수출 증가율 & 소비자 심리지수



자료: 산업통상자원부, 한국은행, 대신증권 Research Center

일평균 수출 증가율 & KOSPI지수



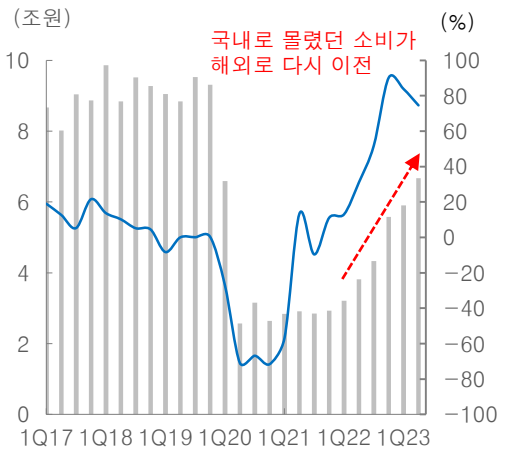
자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

억눌렸던 해외 소비는 2024년에도 급증 전망, 국내 소비에 부정적

2023년에 이어 2024년에도 해외 여행 가파른 증가세

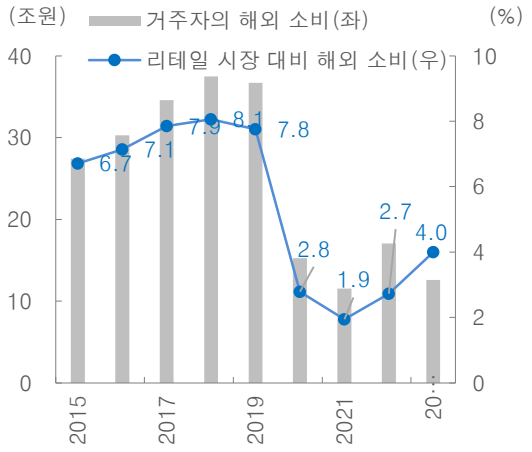
- 2019년 우리나라 거주자의 해외 소비는 36조원을 기록하였으나 2020년 코로나19로 국가간 이동에 제약이 생기면서 2020년 약 15조원, 2021년 약 12조원으로 급감. 그러나 2022년 하반기부터 해외 여행 수요 점진적 회복되며 17조원 기록 후 2023년 상반기는 12.58조원을 기록. 이 추세대로라면 2023년 해외 소비는 28조원까지 회복될 것으로 예상
- 지난 2021-2022년 국내 소비가 비정상적으로 높은 성장을 기록한 후폭풍으로 2023년 소비 침체 시작. 이는 2024년까지 이어질 가능성 높다고 판단
- 2023년부터 본격적으로 엔데믹 상황을 맞이하면서 해외 여행은 폭발적인 회복 중. 고금리, 경기 침체 영향에도 불구하고 억눌린 해외 소비 회복에 큰 영향은 없을 것으로 전망. 이는 국내 소비에 부정적 요소로 작용할 전망
- 소비의 쏠림 정상화 과정에서 2024년까지 국내 소비 빙하기 지속 예상. 전체 소비 여력이 감소한 가운데 해외 소비가 늘면서 사치재 소비 부진 이어질 것으로 예상. 대표적인 사치재 품목인 의류 소비를 가장 먼저 줄일 가능성 높음

거주자의 해외 소비



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

국내 리테일 시장 규모 대비 해외 소비 비중



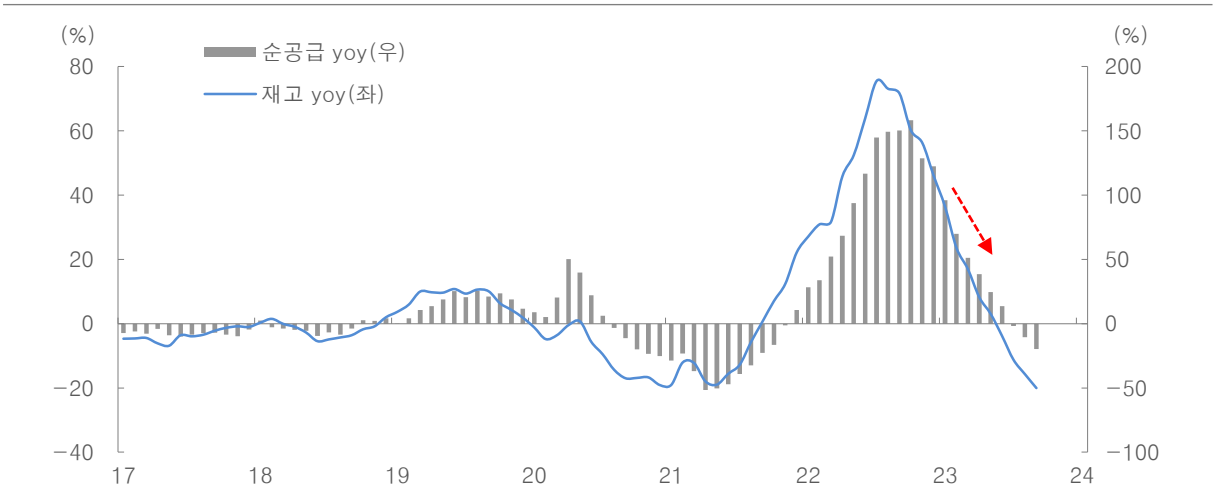
자료: 통계청, 대신증권 Research Center

글로벌 고객사의 재고는 이미 충분히 낮은 상태

2023년 4분기부터 수주 흐름 바뀔 것

- 2022년 4분기부터 공급망 병목 해소로 수주와 선적간의 리드 타임이 다시 정상화함에 따라 고객들의 선주문이 감소하고 경기 전망 또한 불투명해지며 글로벌 의류 OEM 업계의 수주는 빙하기를 맞이하기 시작
- 이런 상황이 거의 1년 가까이 지속되고 올해 미국 경기가 우려 대비 양호함에 따라 그간 급증한 미국 도매 의류 재고액이 6월부터 전년동월대비 감소세로 전환. 이는 2024년 소비 경기를 낙관하지 않더라도 글로벌 리테일 기업들이 실제 판매를 위한 적정 재고에 대해 고민해야 하는 상황임을 의미
- 아래 그림의 경우 미국 도매 의류 재고 증가율과 의류 품목의 공급 증가율을 나타낸 것인데, 두 값 모두 7월부터 동반 (-) 증가율을 보이기 시작. 공급량은 전월 재고에서 당월 판매액을 차감한 수치로 재고의 과부족 상태를 파악하고 향후 수주 흐름을 예상하는데 유용한 지표. 지난 12개월간 미국 소매 업체들의 발주가 크게 감소하면서 순공급량이 7월부터 (-) 증가율을 보임에 따라 공급과 재고가 동시에 줄어드는 모습을 보였는데 이 때문에 4분기부터는 재고 re-stocking이 나타나고 있음
- 2024년 미국 소비 경기가 올해 보다 부진할 것으로 가정하더라도 앞서 언급했듯이 지난 1년간 미국 소매 기업들이 발주를 무조건 크게 줄였던 상황에서 당장 2024년 S/S 시즌 판매를 위한 신제품이 없다는 점 때문에 당분간 의류 OEM 업계의 re-stocking 흐름을 낙관하는데 문제는 없다고 판단

미국 도매의류 순공급 & 재고 증가율



자료: US Census, 대신증권 Research Center

글로벌 고객사의 재고레벨은 이미 충분히 낮은 상태

2023년 4분기부터 수주 흐름 바뀔 것

- 2023년 과잉 재고 해소에 집중하던 글로벌 소매 업체들은 최근 발표한 3분기 실적에서 대부분 매우 타이트한 수준으로 재고가 낮아졌다고 언급함. Walmart, Target, GAP, Adidas 할 것 없이 전년동기대비 재고가 의미 있는 수준으로 크게 감소
- 이에 따라 2023년 3분기부터 마트 바이어 수주 회복이 시작됨. 마트 바이어는 지난 해 3분기에 브랜드 바이어보다 발주를 선제적으로 크게 줄였음. 그래서 3분기부터 먼저 수주 회복 시작. 4분기부터는 브랜드 바이어 수주 회복 예상. 먼저 재고를 줄였던 타깃과 월마트는 이번 3분기부터 오더 회복 시작. 실제 업계에서 파악하는 고객사 재고는 평소보다 더 줄어든 상태로 기본적인 재고 보유를 위해서라도 2024년에 재고를 다시 확충해야 하는 상황이라고 내다 봄
- 다만 여전히 경기 전망이 불투명하므로 의류 OEM 업계도 이에 대해 보수적으로 판단하고 있지만 이번 4분기 연말 크리스마스 시즌에 혹시 판매가 좋을 경우 내년 재고 re-stocking은 지금 예상보다 더 강하게 진행될 수도 있다고 판단. 업계는 미국 의류업계의 재고는 최대한 내년 봄까지가 마지막일 것으로 예측

주요 브랜드사 재고자산 현황

(단위: local bil, %)

기업명	Walmart	Target	GAP	Adidas	YoY				QoQ			
Ticker	WMT	TGT	GPS	ADS	Walmart	Target	GAP	Adidas	Walmart	Target	GAP	Adidas
1Q19	44.27	9.50	2.13	3.29	1.1	14.5	6.5	2.2	-12.1	-23.3	-20.2	-4.6
2Q19	44.75	9.06	2.24	3.58	3.3	4.7	9.8	4.4	1.1	-4.6	5.2	8.8
3Q19	44.13	9.12	2.33	3.68	5.1	0.1	5.9	14.3	-1.4	0.7	4.0	2.8
4Q19	51.55	11.40	2.72	4.09	2.3	-8.0	1.9	18.6	16.8	25.0	16.7	11.1
1Q20	44.44	8.99	2.16	4.33	0.4	-5.4	1.4	31.6	-13.8	-21.1	-20.6	5.9
2Q20	41.22	8.58	2.22	5.21	-7.9	-5.3	-0.9	45.5	-7.2	-4.6	2.8	20.3
3Q20	41.08	8.88	2.24	4.68	-6.9	-2.6	-3.9	27.2	-0.3	3.5	0.9	-10.2
4Q20	51.84	12.71	2.75	4.40	0.6	11.5	1.1	7.6	26.2	43.1	22.8	-6.0
1Q21	44.95	10.65	2.45	3.94	1.1	18.5	13.4	-9.0	-13.3	-16.2	-10.9	-10.5
2Q21	46.38	11.26	2.37	4.05	12.5	31.2	6.8	-22.3	3.2	5.7	-3.3	2.8
3Q21	47.75	11.26	2.28	3.66	16.2	26.8	1.8	-21.8	3.0	0.0	-3.8	-9.6
4Q21	57.48	14.96	2.72	4.01	10.9	17.7	-1.1	-8.9	20.4	32.9	19.3	9.6
1Q22	56.51	13.90	3.02	4.54	25.7	30.5	23.3	15.2	-1.7	-7.1	11.0	13.2
2Q22	61.23	15.08	3.17	5.48	32.0	33.9	33.8	35.3	8.4	8.5	5.0	20.7
3Q22	59.92	15.32	3.14	6.32	25.5	36.1	37.7	72.7	-2.1	1.6	-0.9	15.3
4Q22	64.71	17.12	3.04	5.97	12.6	14.4	11.8	49.0	8.0	11.7	-3.2	-5.5
1Q23	56.58	13.50	2.39	5.68	0.1	-2.9	-20.9	25.0	-12.6	-21.2	-21.4	-5.0
2Q23	56.93	12.62	2.30	5.50	-7.0	-16.3	-27.4	0.4	0.6	-6.5	-3.7	-3.1
3Q23	56.72	12.68	2.23	4.85	-5.3	-17.2	-29.1	-23.3	-0.4	0.5	-3.2	-11.8
4Q23	61.47	14.72	2.19	-	-5.0	-14.0	-28.0	-	8.4	16.1	-1.7	-

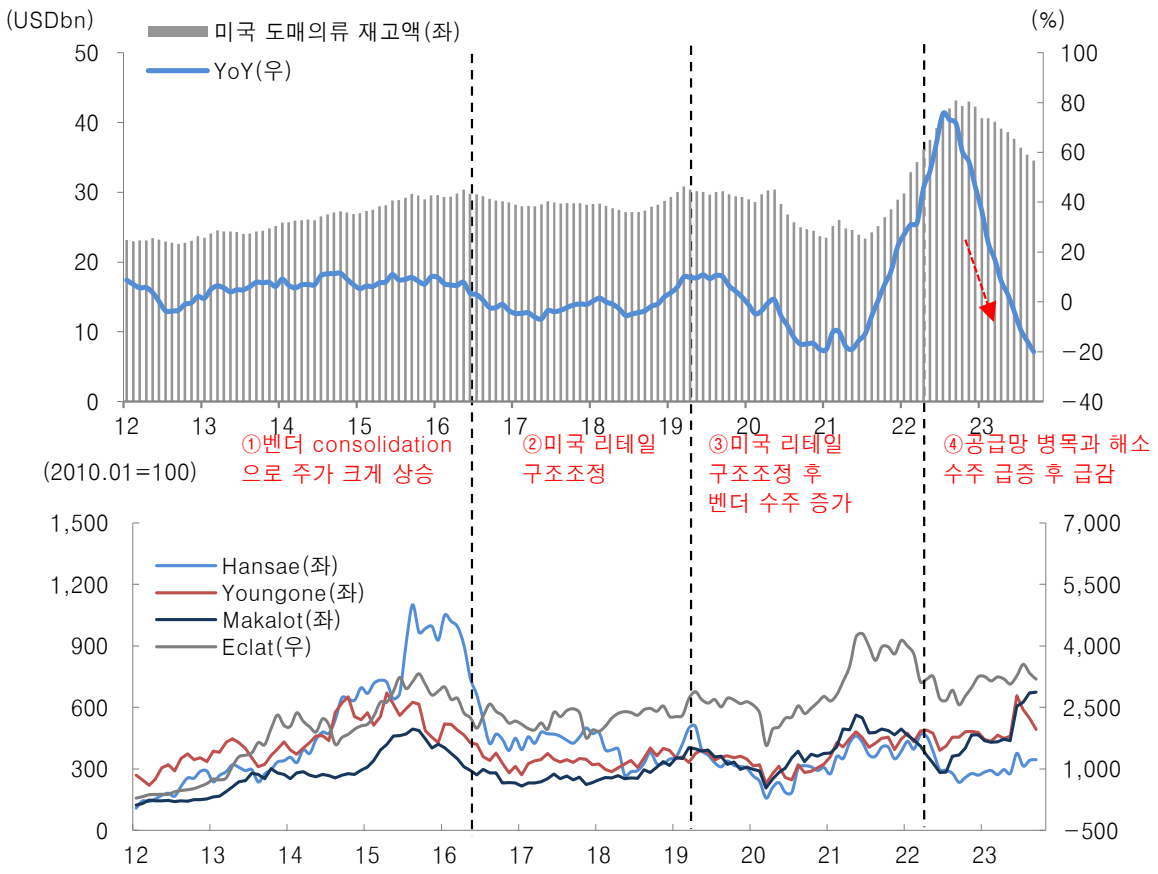
자료: 각사, 대신증권 Research Center

Re/De-stocking 흐름과 주요 OEM 기업들 주가는 동행

2023년 4분기부터 수주 흐름 바뀔 것

- 과거 글로벌 의류 OEM 업계는 미국 도매 의류 재고의 증감 흐름에 따라 주가도 동반 상승 및 하락하는 양상 뚜렷. 지난 1년은 고객사의 과잉 재고 해소 과정에서 수주가 급감. 주가도 따라서 하락
- 그러나 3분기부터 일부 고객사부터 수주 회복이 시작되면서 주가는 먼저 상승 흐름을 나타내기 시작. 2023년 4분기부터 수주가 본격적으로 회복될 것으로 예상되는 가운데 주가도 이와 동행하며 양호한 흐름이 지속될 것으로 전망

미국 도매 의류 재고액 vs 글로벌 의류 OEM 기업 주가 흐름



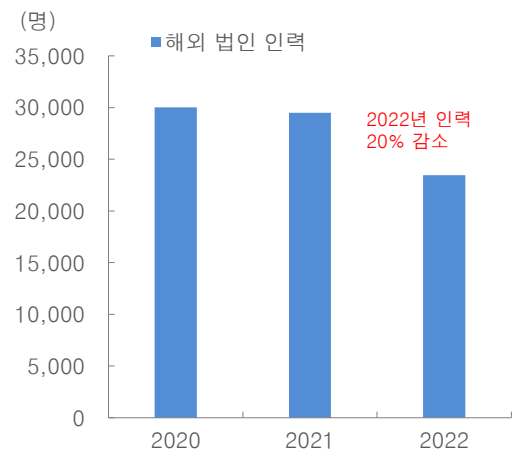
자료 : US Census, Bloomberg, 대신증권 Research Center

투자로 격차를 벌리는 대형사들

투자 여력이 되는 대형사들의 생산 효율성 개선 가속

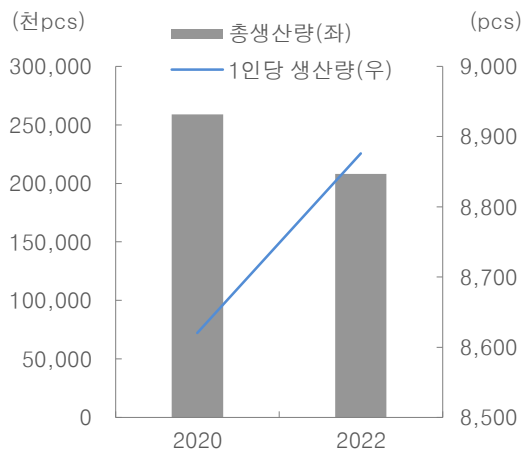
- 코로나 기간 동안 큰 폭의 수주 부침과 실적 부진을 경험했던 기업들은 구조적을 원가를 낮추고 생산성 향상을 꾀할 수 있는 투자에 집중하기 시작. 대표적으로 한세실업의 경우 베트남을 포함, 기타 동남아, 중미 지역 등 해외 생산법인에서 근무하는 인력은 2022년 기준 약 23,453명으로 2020년의 30,029명 대비 22% 감소. 이는 동사가 생산 효율을 높이기 위해 희망자에 한해 연차가 높은 인력 중심으로 구조조정했기 때문. 대신 자동화를 통한 디지털 가속화에 더 투자를 늘림에 따라 고연차의 숙련된 노동력이 줄어들었음에도 불구하고 인당 생산성은 오히려 더 개선되는 결과를 가져 옴
- 생산성 향상을 위해 근로자들에게 개인용 단말기를 지급하여 시간당 평균 생산량을 측정하기 시작. 이는 의류 OEM 산업의 노동 집약적 생산 구조에서 기존에는 정밀하게 측정하기 어려웠던 개인별 생산성을 측정하는데 매우 유용한 방식
- 자동화 설비 투자는 1차적으로 비용을 줄이는데 큰 효과가 있지만 궁극적으로 투자를 통해 하위 그룹과 격차를 벌이는데 매우 중요. 코로나 기간 동안 소비의 큰 부침과 베트남 지역의 락다운으로 노동인력의 수급 불균형 등을 겪으면서 OEM 벤더사 중 상위 그룹과 하위 그룹의 경쟁력 격차가 크게 벌어지게 되었는데 다시 경기가 회복될 경우 하위 그룹의 벤더사들이 살아나면서 공급이 다시 증가하는 패턴이 반복될 수 있음. 자동화와 관련된 투자들은 이런 패턴이 반복되는 가능성을 줄이고 대형 벤더사들 중심의 과점 체제를 더 견고하게 하기 위한 것임. 이는 수주가 회복되고 매출이 크게 증가할 경우 대형사의 경쟁력이 실적으로 드러나는데 크게 기여할 것으로 판단

한세실업 해외 현지법인 인력 수



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

한세실업 1인당 생산량 비교



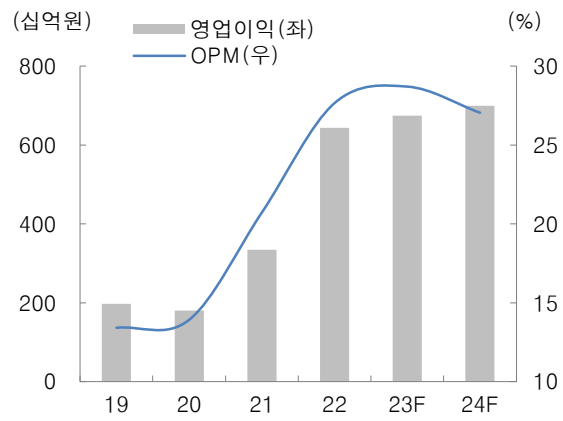
자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

큰 것이 더 커지고 좋아진다

대형화에 성공한 기업들이 더 좋은 환경을 맞이한다

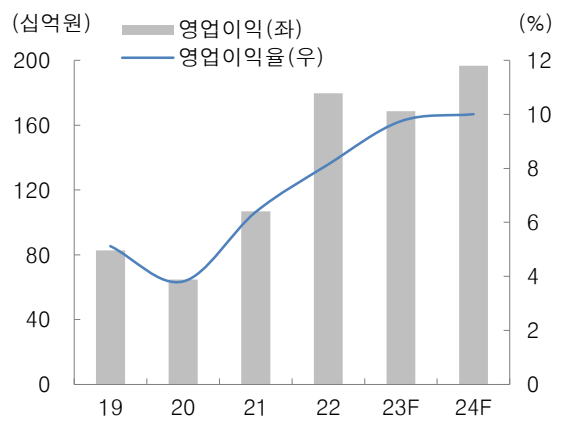
- 코로나 때 대형사 혹은 대형화에 성공한 국내외 OEM 기업들 일제히 마진 개선 흐름 뚜렷
- 대형화 이후 체력이 크게 개선되면서 저가 수주 지양 〉〉 안정적 고마진 구조 체제 지속 가능

영원무역 영업이익률



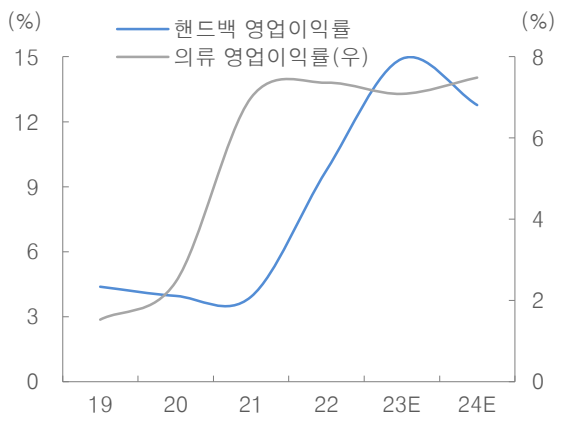
자료: 영원무역, 대신증권 Research Center

한세실업 영업이익률



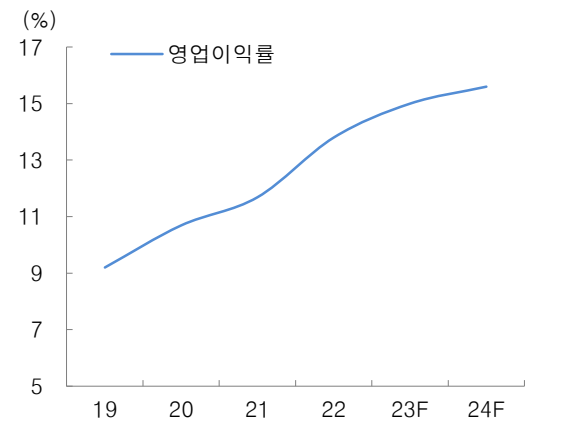
자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

제이에스코퍼레이션 영업이익률



자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

Makalot 영업이익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

글로벌 peer 기업들의 주가에서 찾을 수 있는 긍정적 신호들

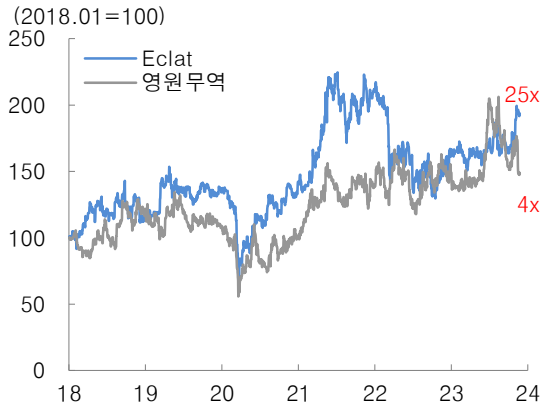
글로벌 peer들의 주가는 한국 OEM 기업들의 valuation에 바로미터로 작용

- 한국 의류 OEM 기업들의 valuation에 영향을 미치는 글로벌 peer 기업들의 주가도 최근 양호한 흐름. 특히 대만 peer기업은 Makalot은 역사적 신고가 경신 중. 이는 우려스러운 글로벌 소비 환경에 비해 OEM 업계의 과점화, 대형화로 손익이 크게 개선되고 있기 때문
- 신발 OEM 기업들은 고객사와 주가 동조화 심화. Adidas의 경우 올해 성공적인 재고 축소로 주가가 회복세를 보이고 있어 벤더사인 화승엔터의 동반 주가 회복 예상

한세실업 & Makalot 주가

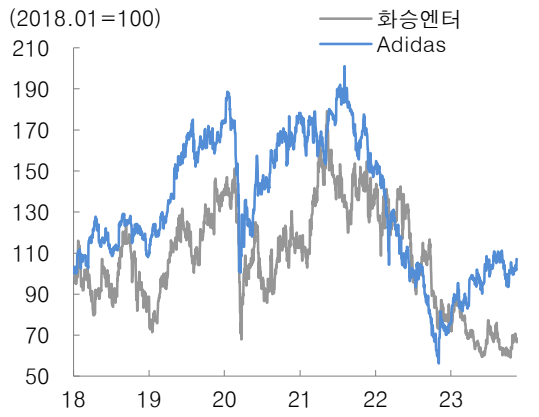
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

영원무역 vs. Eclat 주가



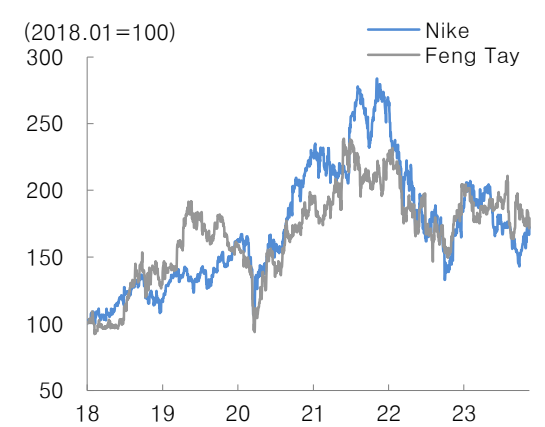
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

Adidas & 화승엔터 주가



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

Nike vs. Feng Tay 주가



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

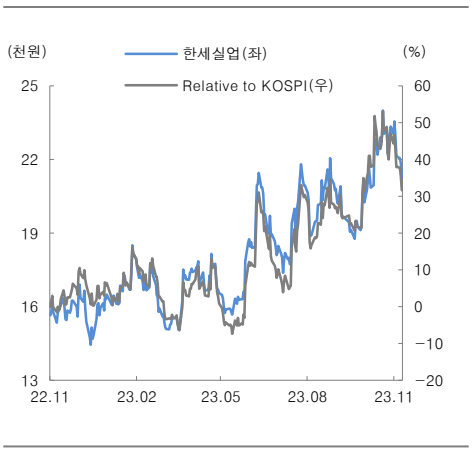
한세실업 (105630)

코로나 이후 체급이 달라졌다

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	32,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	21,250원

KOSPI	2,519.81
시가총액	850십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	20십억원
52주 최고/최저	24,000원 / 14,450원
120일 평균거래대금	41억원
외국인지분율	6.93%
주요주주	하림지주 외 10인 54.77% 국민연금공단 8.16%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.9	9.1	33.7	34.9
상대수익률	-6.9	10.5	35.8	30.3



- 2023년 수주 성장률은 전년동기대비 상반기 -33%에서 3분기 -11%, 4분기도 기존 예상치 대비 낮은 -8% 예상(yoy). 올해까지 매출은 감소세가 지속될 전망이나 2024년 고객사 re-stocking으로 +14% 성장 전망
- 최근 특이점은 동사가 매출 성장과 별개로 이익률 개선에 초점을 맞추면서 손익이 더 빠르게 개선되고 있다는 것. 이는 “high return 오더 확대” 전략을 고려하여 매출 성장률과 함께 손익 개선 흐름에 집중하고 있기 때문
- 현재 바이어들 재고 수준이 평소 보다도 더 낮은 상황. 실판매를 위해 언제든 재고를 축적해야 하는데 고객사들이 현재 필요한만큼도 재고를 보유하고 있지 않고 있음. 2024년 예상대로 판매가 되기 시작하면 재고 축적에 가속도가 붙을 것으로 보임. 그리고 FOB 단가가 매년 상승하고 있어 가격 상승분 약 5~7%, 물량 증가분 8~10% 고려하면 2024년 15% 성장률은 현실적인 전망치라고 판단

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,672	2,205	1,730	1,967	2,058
영업이익	107	180	169	197	203
세전순이익	98	130	165	202	206
총당기순이익	67	86	127	156	159
지배지분순이익	67	86	127	156	159
EPS	1,684	2,141	3,185	3,903	3,977
PER	13.0	7.2	6.7	5.4	5.3
BPS	11,610	13,427	16,215	19,688	23,117
PBR	1.9	1.1	1.3	1.1	0.9
ROE	15.2	17.1	21.5	21.7	18.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

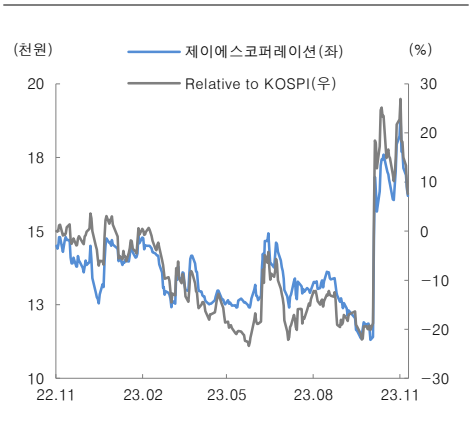
제이에스코퍼레이션 (194370)

해외 현지 법인 투자 성과와 M&A로 도약하는 기업

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	25,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	16,200원

KOSPI	2,519.81
시가총액	216십억원
시가총액비중	0.01%
자본금(보통주)	2십억원
52주 최고/최저	18,950원 / 11,310원
120일 평균거래대금	15억원
외국인지분율	1.52%
주요주주	홍재성 외 5 인 60.69%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.7	-16.0	21.2	-24.7
상대수익률	-12.4	-16.7	13.8	-19.4



- 동사는 핸드백 OEM 사업으로 시작, 2020년 의류 OEM 기업 약진통상을 인수하면서 의류 제조업에도 진출. 2023년 하반기 re-stocking 수요와 공장 효율 개선으로 손익 급증. 의류 OEM 기업 인수 효과가 크게 나타나기 시작
- 핸드백 사업부는 저비용 지역인 인도네시아 보요랄리 지역으로 설비를 이전하는 과정에서 생산 효율이 올라오지 못한데다 코로나를 겪으면서 저마진 상태가 지속되었음. 그러나 신설 공장들의 효율 개선과 수주 회복으로 동 사업부의 영업이익률은 올해 2, 3분기에 각각 15.4%, 19.7%까지 상승(기존 4-6%)
- 의류 사업부도 올해 3분기부터 고객사들의 re-stocking 시작으로 수주가 증가세로 전환. 연간 7%대의 안정적인 영업이익률을 유지하고 있는데 2024년에 수주 회복으로 영업이익이 19% 증가할 것으로 전망
- 눈에 띄는 실적 개선세에도 불구하고 P/E 4배 수준으로 극심한 저평가 상태

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	987	975	858	957	1,017
영업이익	61	81	83	88	95
세전순이익	60	84	80	83	92
총당기순이익	48	65	62	64	71
지배지분순이익	48	65	62	64	71
EPS	3,619	4,844	4,652	4,836	5,320
PER	5.9	2.8	5.5	4.4	2.8
BPS	15,129	19,149	24,842	30,740	37,127
PBR	1.4	0.7	0.7	0.5	0.4
ROE	27.4	28.3	21.1	17.4	15.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 제이에스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

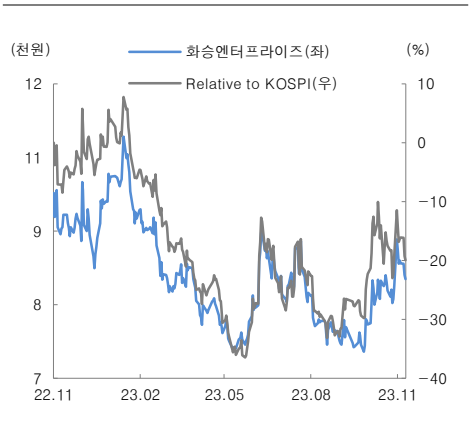
화승엔터프라이즈 (241590)

2024년 스포츠 빅 이벤트 앞두고 재고 조정 막바지

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	14,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	8,420원

KOSPI	2,519.81
시가총액	510십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	30십억원
52주 최고/최저	11,030원 / 7,090원
120일 평균거래대금	22억원
외국인지분율	2.92%
주요주주	하림지주 외 10인 54.77% 국민연금공단 8.16%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.9	9.6	15.7	-9.9
상대수익률	-3.2	11.0	17.4	-13.0



- 고객사인 아디다스의 3분기말 재고는 48.5억 유로로 전년 동기대비 23% 감소하며 계획 대비 빠른 속도로 줄어들고 있음. 다만 3분기까지는 고객사가 신제품 출시보다 기존 재고 소진에 집중하고 있어 동사 실적도 이에 영향을 받음
- 그러나 2023년 4분기 가동률이 90% 초반까지 회복된 것으로 파악. 인도네시아 증설 설비 중 유휴 설비들의 가동이 시작되면서 가동률 상승
- 23년 4분기 생산 제품은 2024년 1분기 판매용 신제품과 기존 수주 물량 중 선적이 이연되었던 제품들로 파악. 글로벌 스포츠 운동화 업계는 2024년 6월 개최 예정인 〈유로 2024〉 대회와 7월 개최 예정인 〈파리 하계 올림픽〉을 앞두고 올해 연내로 재고 소진에 주력 중인 것으로 보임. 의류에 이어 신발도 재고 조정 막바지에 이른 것으로 판단
- 강한 수요를 예상하지 않더라도 신발은 내년 1분기부터 re-stocking 시기로 진입할 것으로 전망. 2023년 하반기가 실적 부진 마지막 시기

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,139	1,654	1,350	1,912	2,206
영업이익	7	53	23	114	152
세전순이익	2	6	-7	107	156
총당기순이익	-7	-8	-5	84	122
지배지분순이익	-7	-10	-5	83	120
EPS	-108	-165	-89	1,366	1,987
PER	NA	NA	NA	6.2	3.6
BPS	8,859	8,871	8,926	10,569	13,057
PBR	1.9	1.0	0.9	0.8	0.6
ROE	-1.2	-1.9	-1.0	14.0	16.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 화승엔터프라이즈, 대신증권 Research Center

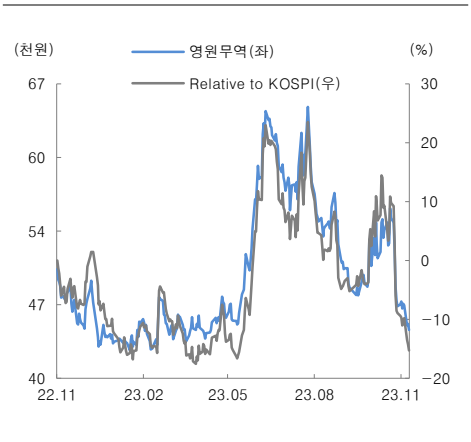
영원무역 (111770)

2023년 하반기 잠시 숨 고르고, 2024년부터 다시 성장

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	86,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	44,450원

KOSPI	2,519.81
시가총액	1,970십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	22십억원
52주 최고/최저	64,900원 / 42,550원
120일 평균거래대금	59억원
외국인지분율	28.72%
주요주주	영원무역홀딩스 외 7 인 50.74% 국민연금공단 10.78%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.8	-17.5	-1.9	-5.9
상대수익률	-20.3	-16.5	-0.4	-9.2



- 동사는 기능성 액티브웨어 제조 분야에서 글로벌 최상위 기업. 올해 상반기 타 의류 OEM 업계가 수주 절벽을 경험할 때도 동사는 5~7%(USD 기준) 성장을 이어감
- 그러나 상반기 동사가 업계 평균을 월등히 상회하는 실적을 기록한데 따른 여파로 3분기 OEM 사업부 USD 기준 매출 20% 감소. 4분기 동 사업부 매출 성장률도 -10% 수준으로 예상되며 업계 평균 흐름에 수렴하는 모습을 보일 것으로 예상
- 올해 말까지 이익이 감소할 것으로 예상되는 가운데, 영업이익이 증가세로 전환되는 시기는 2024년 1분기로 예상됨. 다만 올해 상반기 역대급 호실적을 기록했던 점을 고려하면 2024년 영업이익 증가 강도는 상저하고로 예상
- 3분기 예상을 하회하는 실적에도 불구, 2024년 다시 증익 사이클로 진입하는데다 2024년 예상 P/E 4배로 여전히 과도한 저평가 상태. 3-4분기 감익은 일시적인 것으로 2024년 실적을 염두 한 투자 필요

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	2,793	3,911	3,721	3,850	4,080
영업이익	443	823	703	731	776
세전순이익	451	882	737	759	786
총당기순이익	334	743	560	577	597
지배지분순이익	298	675	532	548	568
EPS	6,727	15,222	12,015	12,365	12,809
PER	6.5	3.1	3.7	3.6	4.2
BPS	50,076	63,517	73,390	83,743	94,643
PBR	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5
ROE	14.7	26.8	17.6	15.7	14.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 영원무역, 대신증권 Research Center

Daishin
2024년 산업전망

금융

[보험] 이제, 제대로 좀 즐겨봅시다
[은행] 민간기업과 공기업 그 중간 어디쯤
[증권] 도와주라, 금리

▪ 박혜진 hyejin.park@daishin.com

Summary (금융)

- [보험] 제도 안착 되는 2024년 평균 이익 성장률은 +6.8% 전망, 증가율은 둔화될 수 밖에 없으나 상위권 사 연간 이익 2조원대, 2위권 사 1조원대로 높은 수준의 이익 레벨 지속
- 2024년 커버리지 5사 평균 ROE는 14.2%(삼성생명 제외 16.7%), PBR 0.51x(삼성생명 제외 0.57x)로 10% 상회하는 자본 이익률 대비 Valuation은 여전히 저평가. 다만 이익증가율은 둔화될 수 밖에 없기 때문에 ROE하락은 불가피, 보유 CSM 규모 대비 신계약 CSM비중이 27%로 상당히 높은 삼성생명은 제외
- 삼성생명, 메리츠금융지주 최선호주 유지
- [은행] 2024년에도 마진 압박은 지속될 것이나 여신성장이 올해보다는 나아질 것으로 예상하고 무엇보다 대손비용에 대한 부담이 완화되며 전반적인 은행의 실적은 증가할 것으로 전망
- 우리는 내년 금리의 기간 평균값은 올해보다 낮아질 것으로 예상하는 바 기타손익의 손실요소였던 매매평가이익도 양호할 것으로 예상. 추정은 보수적으로 하였으나 이 부문의 평가익 반영에 따라 우리의 추정을 상회할 여지도 존재
- 그렇지만 국내 주요 금융지주의 성장성은 여전히 답보상황이기에 최선호주 카카오뱅크 유지
- [증권] 거센 금리 인상 기조가 완화되었고 2024년 금리의 기간평균값은 '23년 대비 낮아질 것으로 예상하여 증권사들의 레버리지 투자가 점진적으로 개선될 것으로 전망, 다만 국내 부동산 PF 및 해외부동산 관련 잔존 우려는 내년 상반기까지도 지속될 수 있으나 그 정도는 훨씬 완화될 것
- 2024년 커버리지 5사 합산 순이익은 3.3조원으로 '23년 대비 +11.3% 증가 전망
- 레버리지 투자가 재개된다면 IB강한 증권사가 유리, 한국금융지주 최선호주 제시

Daishin
2024년 산업전망

보험

이제, 제대로 좀 즐겨봅시다

▪ 박혜진 hyejin.park@daishin.com

제도 안착 되는 2024년, 성장률은 둔화되나 여전히 높은 이익 레벨

계리적 가정 변경 등으로 불확실했던 2023년, 2024년에는 안정된 실적으로

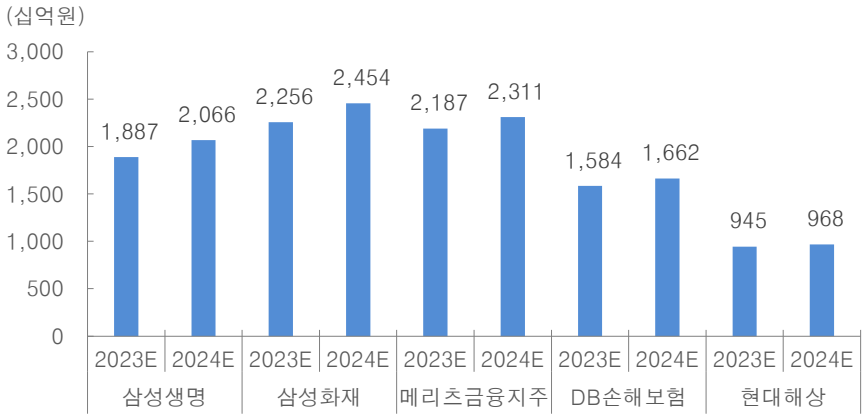
- 제도 변화로 큰 폭의 이익 성장을 시현한 2023년, 커버리지 평균 순이익은 64% 증가
- 2023년 3분기 실손보험 및 무해지/저해지 보험 가정 보수적 변경으로 커버리지 보험사들의 CSM, BEL, 자본 변동 존재. 이에 따라 CSM상각, RA변동, 기타보험손익 감소하는 등 연초 제시한 재무제표에서 변화 있었으나 모두 반영되며 향후 실적 추정의 불확실성은 소멸
- 제도 안착 되는 2024년 평균 이익 성장률은 +6.8% 전망, 증가율은 둔화될 수 밖에 없으나 상위권사 연간 이익 2조원대, 2위권 사 1조원대로 높은 수준의 이익 레벨 지속
- 2024년 커버리지 5사 평균 ROE는 14.2%(삼성생명 제외 16.7%), PBR 0.51x(삼성생명 제외 0.57x)로 10% 상회하는 자본 이익률 대비 Valuation은 여전히 저평가
- 다만 이익증가율은 둔화될 수 밖에 없기 때문에 ROE하락은 불가피, 보유 CSM 규모 대비 신계약 CSM비중이 27%로 상당히 높은 삼성생명은 제외
- 삼성생명, 메리츠금융지주 최선호주 유지

당사 Universe 보험사의 실적 전망 및 투자의견 (단위: 십억원,%,배)

종목	삼성생명		삼성화재		메리츠금융지주		DB손해보험		현대해상	
투자의견	BUY		BUY		BUY		BUY		BUY	
목표주가	100,000		340,000		77,000		120,000		44,000	
현주가 (11/29)	70,400		271,000		55,000		82,200		31,100	
Upside	42%		25%		40%		46%		41%	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
CSM(기말)	12,025	14,446	13,647	14,215	10,885	11,618	12,831	13,770	9,107	10,080
보험손익	1,610	1,778	2,317	2,524	1,699	1,630	1,704	1,890	1,057	1,421
순이익	1,887	2,066	2,256	2,448	2,187	2,311	1,584	1,667	1,034	1,208
%yoy	19.2%	9.5%	98.0%	8.4%	57.0%	5.6%	61.6%	5.2%	84.3%	16.9%
ROE	4.3	4.5	16.0	16.0	20.3	17.6	18.9	17.4	15.4	15.7
PBR	0.29	0.28	0.73	0.68	0.97	0.75	0.64	0.56	0.35	0.30
PER	6.9	6.3	4.6	4.2	4.8	4.3	3.4	3.2	2.3	1.9

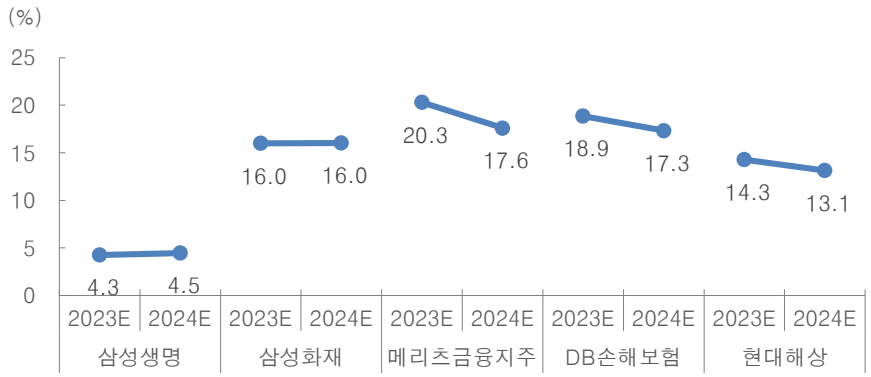
자료 : 대신증권 Research Center *메리츠금융지주 CSM, 보험손익은 메리츠화재 기준

커버리지 5사 2023-2024 이익 전망



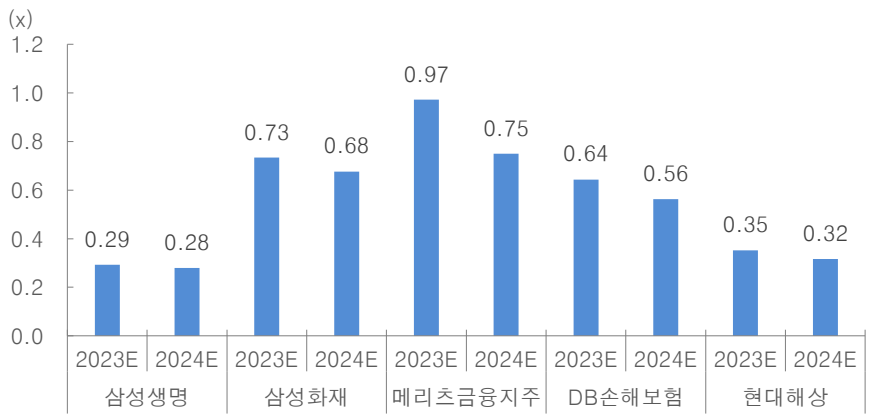
자료: 대신증권 Research Center

커버리지 5사 2023-2024 ROE 전망



자료: 대신증권 Research Center

커버리지 5사 2023-2024 PBR 현황



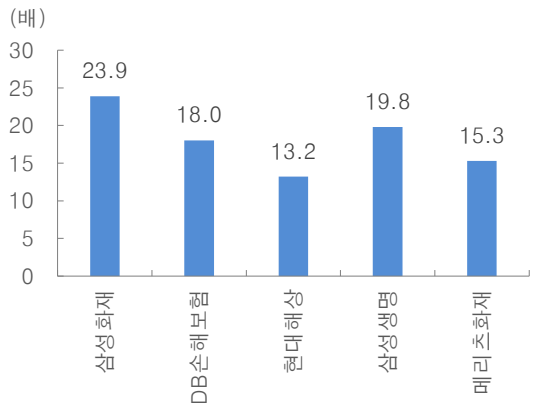
자료: 대신증권 Research Center

배수 높은 보장성보험 위주 영업 지속, 원활한 CSM 증가 예상

연간 1~3조원대 신계약 CSM유입되며 커버리지 CSM 원활한 증가

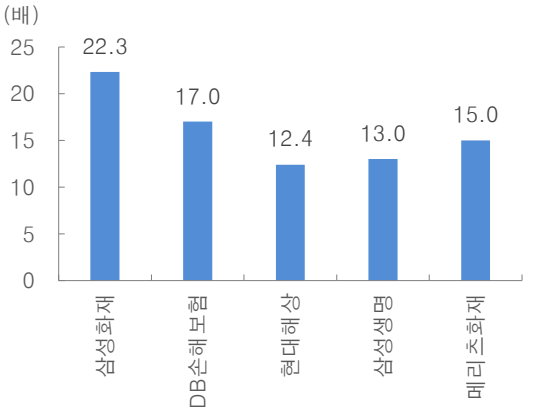
- 생명보험사들의 종신보험 뿐만 아니라 단기납 종신까지 판매가 어려워지면서 생/손보 할 것없이 내년에는 건강보험 위주 경쟁이 심화될 전망. 따라서 FC나 GA를 잘 활용하는 보험사들의 신계약 판매가 원활할 것으로 예상됨
- 따라서 상위권사 위주로 여전히 매출은 집중될 것으로 예상되는 가운데 건강보험의 CSM배수가 상대적으로 높기 때문에 신계약 CSM의 누적은 여전히 원활할 것으로 전망. 다만 2023년에는 단기납종신, 운전자, 어린이 보험 등의 상품 개정 예고가 있었기 때문에 월납 환산 신계약의 절대 규모는 '23년보다는 감소할 전망
- 이에 따라 신계약 CSM 규모도 소폭 감소할 것으로 예상되나 그럼에도 불구하고 최소 1.5조원에서 3.5조원까지 누적 규모는 높은 수준이 유지될 전망
- 커버리지 5사 합산 신계약 CSM은 2023년 13.3조원에서 12조원으로 -10% 감소 예상

커버리지 5사 보장성 인보험 신계약 CSM 배수



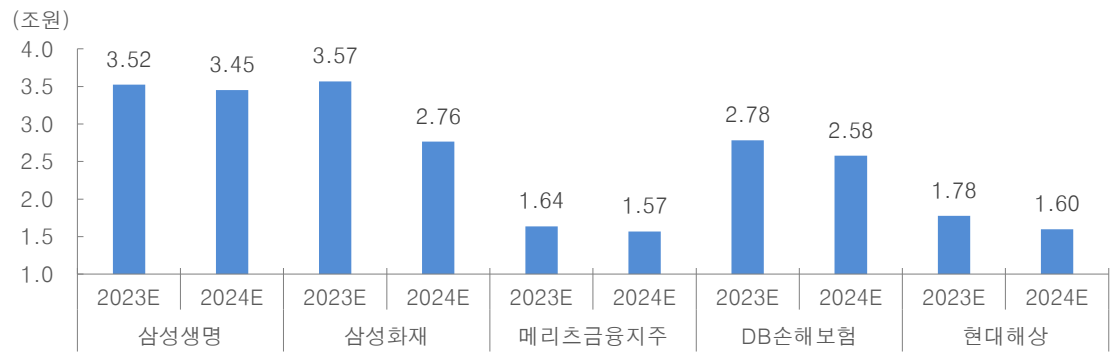
자료: 각 사, 대신증권 Research Center *3Q23기준

커버리지 5사 전체 신계약 CSM 배수



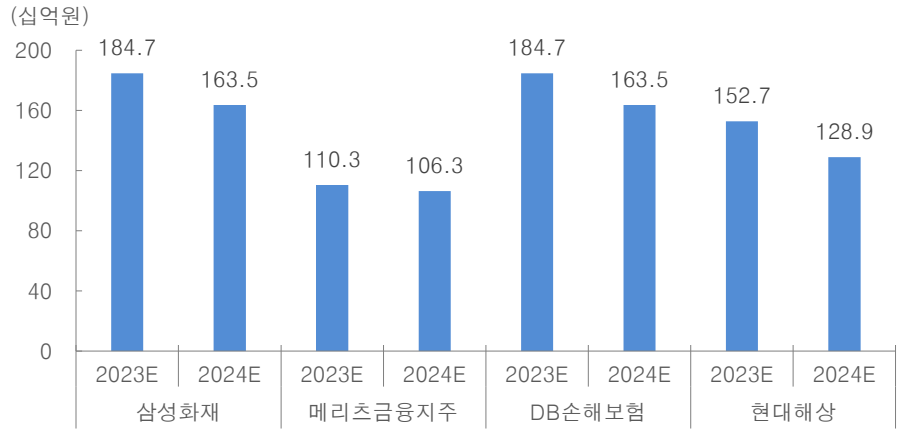
자료: 각 사, 대신증권 Research Center *3Q23기준

커버리지 5사 2023-2024 신계약 CSM 전망



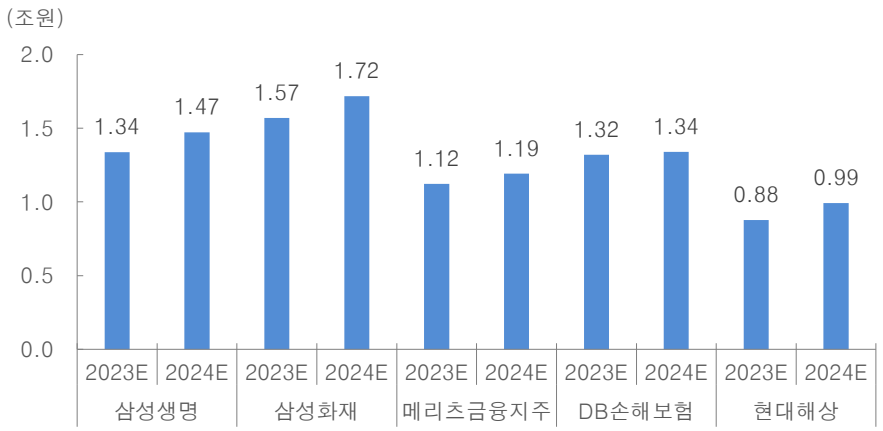
자료: 대신증권 Research Center

커버리지 손해보험사 연간 신계약 전망



자료: 대신증권 Research Center

커버리지 5사 2023-2024 CSM 상각액 전망



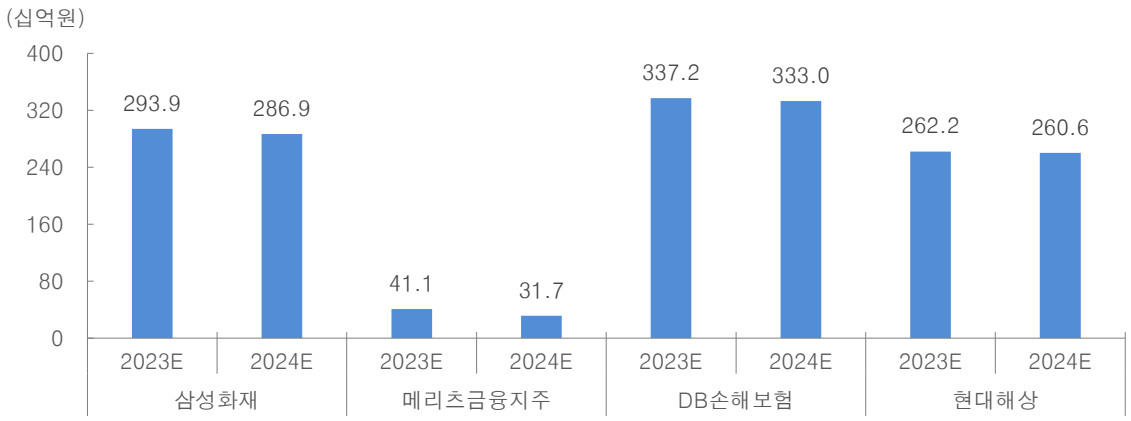
자료: 대신증권 Research Center

자동차보험료 '23년말 인하 가능성 높다는 판단, 손익 감소 불가피

은행권 뿐만 아니라 금융권 전반적으로 상생압박으로 자보료 인하 불가피할 것

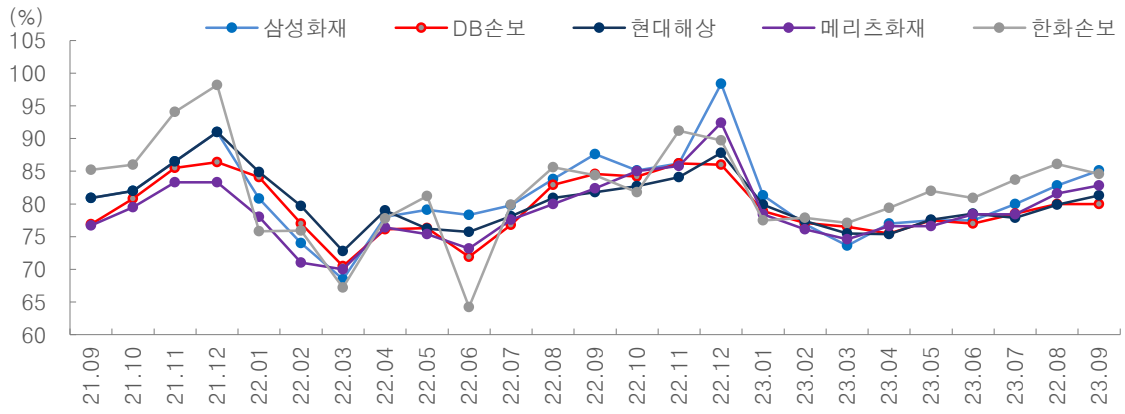
- 9월에도 상위권 5사 기준 자동차보험 손해율은 전년 동기 대비 -1.7%p하락, '23년 손해율은 '22년 대비 하락할 가능성이 큰 데다 은행을 비롯한 금융권 전반적으로 정부정책이 상생 기조를 강조하고 있어 연말 자동차보험료 인하는 불가피 할 것으로 예상
- 이에 따라 2024년 커버리지 손보 4사의 자동차보험 손익은 감소할 것으로 전망. 다만 영업용, 업무용은 동결, 혹은 인상할 가능성이 크고 상대적으로 손해율이 양호한 개인용에 한해 인하할 것으로 예상되어 감소폭은 크지 않을 것
- 언론보도에 따르면 자보료 인하폭은 1.5~2% 수준으로 예상됨

커버리지 손보 4사 자동차보험손익 전망



자료: 대신증권 Research Center

상위권 손보사 자동차보험 손해율 월별 추이



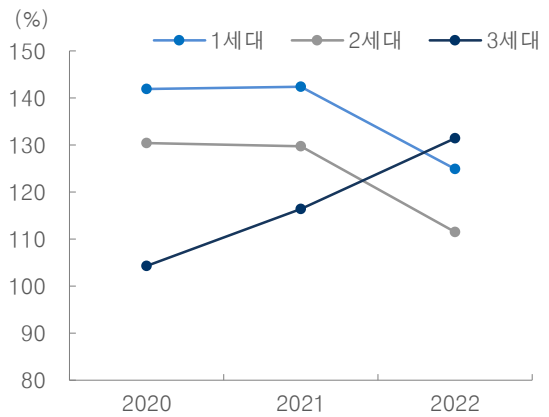
자료: 대한금융신문, 대신증권 Research Center *가마감 기준

실손보험 1세대 인하, 3세대 인상 가능성 높음

3세대 가입 비중 1세대보다 높아 실질적 손익 영향 거의 없을 듯, 예실차 정상화 전망

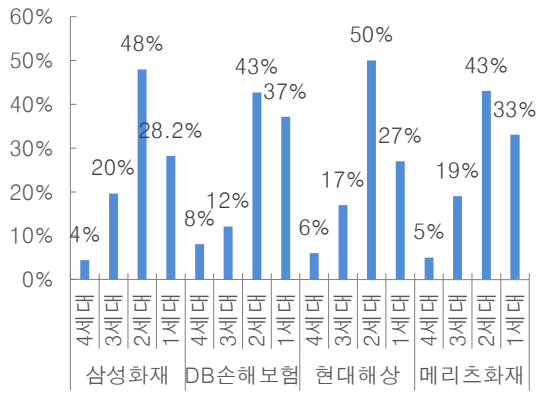
- 갱신주기 5년인 1세대 실손보험이 꾸준한 요율인상과 백내장 관련 영향 소멸되며 손해율이 안정화, 2020년 141.9%에서 2022년 124.9%까지 하락. 2023년은 '22년 대비 -10%p하락할 것으로 예상. 따라서 전술한 금융당국의 상생기조 압박에 따라 1세대 실손보험료 인하 가능성이 높아짐. 회사별로 변동폭은 다를 것인데 전반적으로 인하 혹은 동결 예상
- 그러나 이에 대한 반대급부로 3세대 실손보험 손해율은 매년 상승 중, 2020년 104.3%에서 2022년 131.4%까지 상승. 따라서 3세대 실손보험료는 인상이 불가피 할 것으로 예상. 1세대 인하폭보다 3세대 인상폭이 더 클 것으로 예상되는바 금번 요율조정으로 재무제표 영향은 크지 않을 것으로 전망. 연말 CSM 경험조정 등으로 2024년 예실차는 안정화 예상

세대별 실손보험 손해율 추이



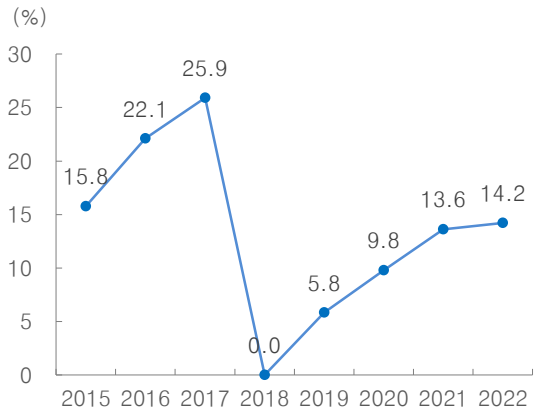
자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

커버리지 손보사 실손보험 세대별 비중



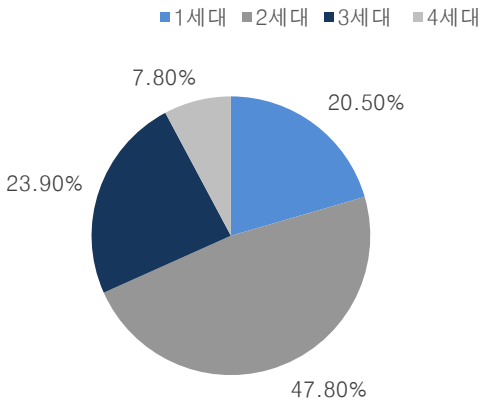
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

연도별 실손보험 평균 인상률



자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

세대별 실손보험 전체 가입자수 비중



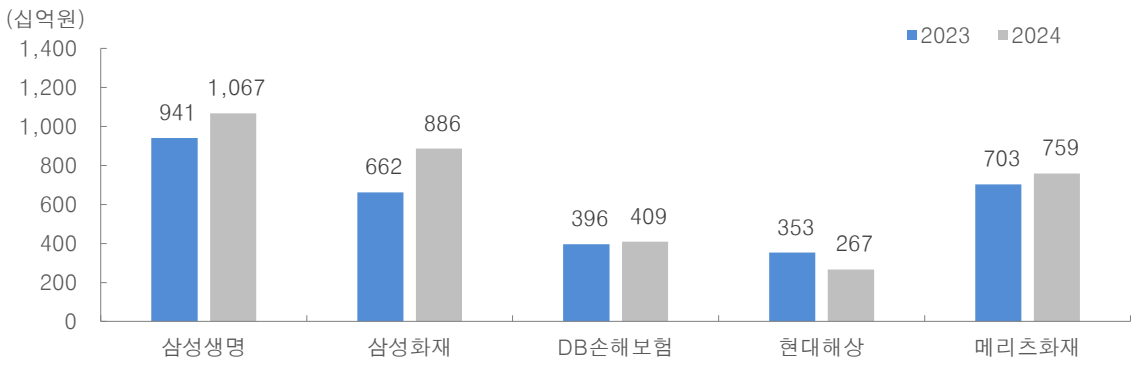
자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

계정 변경, 채권 교체 매매 등으로 변동성 컸던 투자이익 안정화 예상

IFRS9 적용에 따른 일회성 손익, 금리 상승에 따른 FVPL평가손실, 채권 교체매매 손실 등

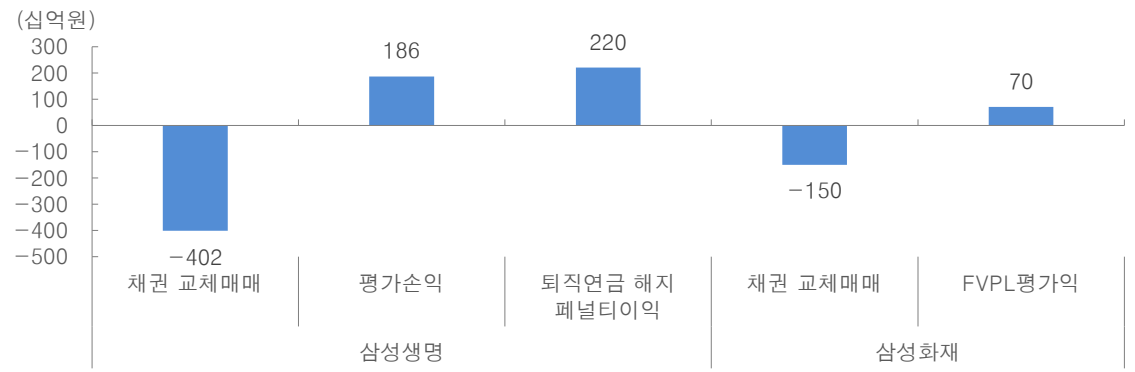
- BS IFRS9적용을 기 반영한 보험사도 있었으나 2023년 도입에 따른 계정 재 분류로 1분기 일회성 이익이 다수 반영, 또한 올해 금리가 급등하여 삼성생명과 삼성화재는 저이원채권을 고이원채권으로 교체하는 과정에서 매각 손실이 발생
- 제도 도입되는 첫 해 였기 때문에 투자손익도 분기별로 변동성이 컸었는데 2024년 금리의 기간 평균 값은 2023년보다 낮아질 것으로 전망하는 바 관련 일회성 손익 영향은 거의 없을 것으로 예상. 다만 삼성화재의 경우 금리 상황에 따라 채권 교체매매를 지속할 것임을 시사했기 때문에 2024년에도 매각손실 반영될 수 있음
- 현대해상을 제외하고 커버리지 5사 모두 2023년 각종 매각/평가손실 반영이 많았으므로 2024년 투자이익은 증가할 것으로 전망. 현대해상은 2023년 1분기 매매평가익 크게 반영되며 투자이익이 1,835억원으로 경상 체력 대비 2배 이상 증가하여 '24년은 감소할 것으로 추정하였음

커버리지 5사 투자이익 전망



자료: 대신증권 Research Center

삼성생명, 삼성화재 2023년 투자 일회성 요인 현황



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

Valuation Table

(단위: 십억원,%,배, 원)

회사명		삼성화재	DB손보	현대해상	메리츠금융지주	삼성생명
투자의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가(원, 12MF)		340,000	120,000	44,000	77,000	100,000
주가		271,000	82,200	31,100	55,000	70,400
상승여력		25%	46%	41%	40%	42%
시가총액(조원)		12.8	5.8	2.8	11.5	14.1
당기순이익	2022	1,141	981	561	1,394	1,583
	2023E	2,256	1,584	1,034	2,187	1,887
	2024E	2,448	1,667	1,208	2,311	2,066
ROE	2022	8.7	17.4	11.1	17.0	7.1
	2023E	16.0	18.9	15.4	20.3	4.3
	2024E	16.0	17.4	15.7	17.6	4.5
EPS	2022	28,658	16,331	7,153	11,512	8,817
	2023E	56,735	26,388	13,181	11,173	10,509
	2024E	61,527	27,757	15,405	12,571	11,504
DPS	2022	13,800	4,600	1,965	105	3,000
	2023E	17,940	5,980	2,358	1,800	3,700
	2024E	21,528	7,176	2,830	2,350	4,440
PER	2022	6.8	3.9	4.0	3.7	8.1
	2023E	4.6	3.4	2.3	4.8	6.9
	2024E	4.2	3.2	1.9	4.3	6.3
BPS	2022	271,544	84,109	64,224	67,926	124,081
	2023E	354,596	139,874	85,567	55,062	246,753
	2024E	384,285	159,857	98,142	71,394	257,682
PBR	2022	0.72	0.75	0.45	0.63	0.57
	2023E	0.73	0.64	0.35	0.97	0.29
	2024E	0.68	0.56	0.30	0.75	0.28
배당수익률	2022	7.1	7.3	6.8	0.2	4.2
	2023E	7.3	7.3	7.9	3.4	5.1
	2024E	8.8	8.8	9.5	4.4	6.1

자료 : 대신증권 Research Center

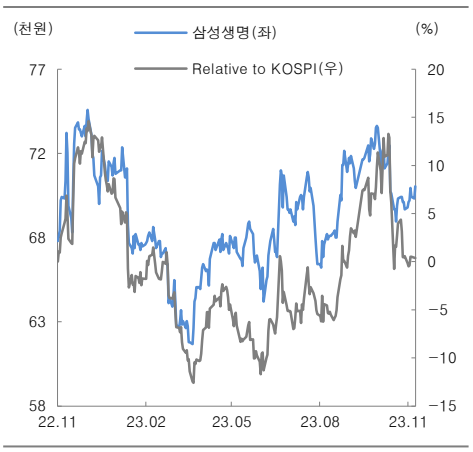
삼성생명 (032830)

전속 채널 중심 우수한 상품 판매, 이로 인해 달성되는 업계에서 가장 높은 신계약 CSM

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	100,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	70,400원

KOSPI	2,521.76
시가총액	14,080십억원
시가총액비중	0.73%
자본금(보통주)	100십억원
52주 최고/최저	74,700원/61,500원
120일 평균거래대금	123억원
외국인지분율	16.83%
주요주주	삼성물산 외 7인 45.3% 신세계 외 1인 8.7%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.4	4.0	5.5	1.0
상대수익률	-10.1	4.9	7.1	-3.5



- 2024년 지배주주 순이익 2.07조원(YoY +9.5%) 전망
- 건강보험 중심의 CSM 배수 높은 상품에 주력할 것으로 예상되어 원활한 신계약 CSM유입 예상, 단기납 종신 판매 효과 소멸에 따라 절대적인 규모는 소폭 감소한 3.45조원 (YoY -2%) 예상하나 커버리지 5사 뿐만 아니라 업계에서 가장 높은 수준
- 이에 따른 CSM 상각액도 '23년 1.33조원에서 '24년 1.47조원으로 +10.2% 증가 예상
- 투자이익은 2023년 저이원채에서 고이원채로 교체매매 종료됨에 따라 정상화, '24년 1.07조원으로 '23년 대비 +13.3% 증가 전망
- 원활한 신계약 유입에 따른 보험이익 증가로 꾸준한 ROE 상승 예상, 200%를 상회하는 K-ICS비율로 DPS 매년 20% 이상 증가시킬 수 있을 것으로 전망. 사측이 제시하는 배당성향은 35-45% 레인지

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
보험손익	-653	-4,371	1,610	1,778	2,035
투자손익	8,183	7,755	52	178	220
순이익	1,469	1,587	1,887	2,066	2,297
YoY	16.1%	8.0%	18.9%	9.5%	11.2%
기말 CSM			12,025	14,446	16,589
ROE	3.89	8.33	4.26	4.46	4.74
PBR	0.30	0.64	0.29	0.28	0.27
PER	7.83	7.65	6.87	6.28	5.65
DPS	3,000	3,000	3,700	4,440	5,328

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

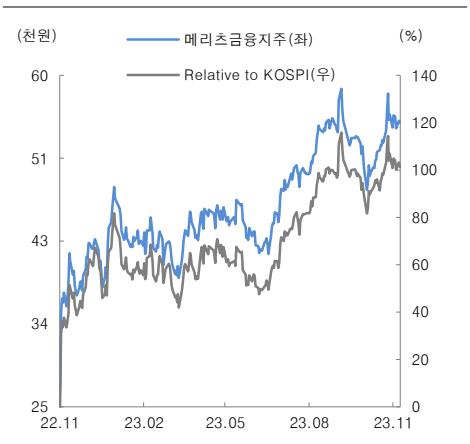
메리츠금융지주 (138040)

꾸준한 자사주 매입 및 소각으로 상승할 수 밖에 없는 주당 환원율

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	77,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	55,000원

KOSPI	2,521.76
시가총액	11,452십억원
시가총액비중	0.60%
자본금(보통주)	836십억원
52주 최고/최저	58,600원/35,600원
120일 평균거래대금	246억원
외국인지분율	16.76%
주요주주	조정호 외 6인 47.2% 국민연금공단 7.14%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.7	6.2	23.6	54.5
상대수익률	1.1	7.1	25.4	47.5



- 2024년 순이익 2.31조원(YoY +5.6%) 기록 전망. 화재 연간 이익 1.73조원으로 예실차 정상화에 따른 차익 감소로 '23년 대비 -2.4% 감소 전망하며 증권은 금리 안정화에 따른 각종 평가손실 영향 소멸로 7,320억원으로 '23년 대비 +14.3% 증가 예상
- 화재는 동사가 특별히 신계약 경쟁에 가담하고 있지 않기 때문에 '23년 수준의 CSM상각액과 신계약 CSM유입될 것으로 예상. 예실차 변수이긴 하나 '24년에는 안정화 될 것으로 예상되어 화재의 실적 변동성은 크지 않을 전망
- 지주 기준 연간 2조원 이상의 순이익을 유지할 수 있을 것으로 예상되는데 배당성향 50% 고수할 것이므로 최소 1조원이 배당재원으로 사용될 것. 이 중 6~7,000억원 자사주 매입 및 소각에 활용될 것이므로 주식수 감소에 따른 주당 환원율 꾸준히 상승
- 2조원을 상회하는 연간이익과 더불어 자본준비금 감액으로 배당가능이익이 2.1조원으로 증가함에 따라 '24년에는 좀더 원활한 자사주 매입 및 소각이 기대됨

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
보험손익		854	1,146	1,140	1,140
이자손익		1,957	1,945	1,764	1,799
수수료손익		644	531	567	576
순이익	789	1,394	2,263	2,333	2,358
YoY	11.80%	76.6%	62.4%	3.1%	1.1%
EPS	6012	11,512	11,559	12,682	13,726
BPS	27339	67,926	55,493	72,051	92,433
PER	9.2	3.71	4.69	4.27	3.95
PBR	1.9	0.63	0.98	0.75	0.59
ROE	22.3	16.95	20.83	17.60	14.85

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 메리츠금융지주, 대신증권 Research Center

Daishin
2024년 산업전망

은행

민간기업과 공기업 그 중간 어디쯤

▪ 박혜진 hyejin.park@daishin.com

금리 상승이 독이 되었던 2023년, 2024년 부담은 다소 덜어낼 수 있을 듯

'23년 큰 폭의 대손비용 반영으로 예상보다 부진했던 이익, '24년은 다시 경상적 수준으로

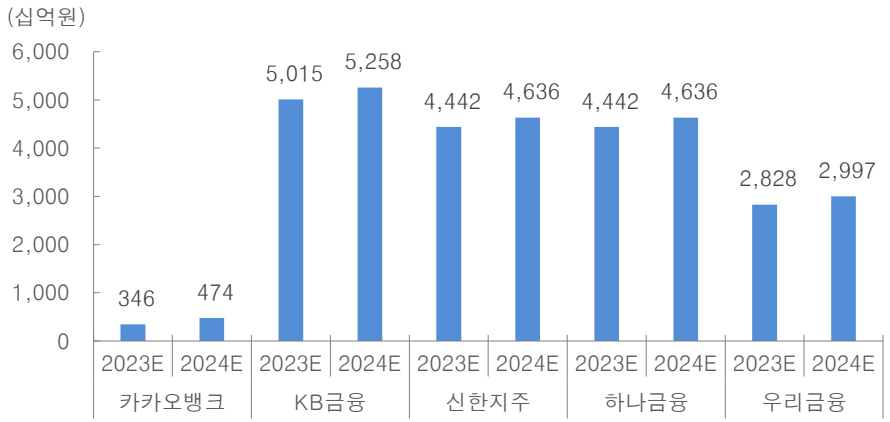
- 통상적으로 금리 인상은 은행에게 우호적인 환경을 제공하나 2023년은 스태그플레이션에 대한 우려가 부각되며 금리가 상승했기 때문에 경기 둔화, 혹은 경기 침체를 대비 시키기 위한 정책당국의 주문이 많았음. 뿐만 아니라 끝없이 상승하는 금리로 조달코스트가 본격적으로 상승하기 시작하며 은행들의 마진 압박으로 작용
- 고금리 여파는 대출 성장 억제로 이어졌고 높은 대손비용 전입까지 요구되며 P, Q, C 핵심지표가 모두 부진할 수 밖에 없었던 2023년이었기에 국내 주요 은행들의 이익은 감소하거나 최선이 플랫
- 2024년에도 마진 압박은 지속될 것이나 여신성장이 올해보다는 나아질 것으로 예상하고 무엇보다 대손비용에 대한 부담이 완화되며 전반적인 은행의 실적은 증가할 것으로 전망
- 우리는 내년 금리의 기간 평균값은 올해보다 낮아질 것으로 예상하는 바 기타손익의 손실요소였던 매매평가이익도 양호할 것으로 예상. 추정은 보수적으로 하였으나 이 부문의 평가익 반영에 따라 우리의 추정을 상회할 여지도 존재
- 그렇지만 국내 주요 금융지주의 성장성은 여전히 답보상황이기에 최선호주 카카오뱅크 유지

당사 Universe 은행 실적 전망 및 투자의견 (단위: 십억원,%,배)

종목	카카오뱅크		KB금융		신한지주		하나금융지주		우리금융지주	
투자의견	BUY		BUY		BUY		BUY		BUY	
목표주가	36,000		70,000		43,000		53,000		15,000	
현주가 (11/29)	26,300		52,400		37,000		41,600		12,920	
Upside	36.9%		33.6%		16.2%		27.4%		16.1%	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
이자이익	1,136	1,588	11,882	12,375	10,762	11,101	9,111	9,641	8,794	9,238
비이자이익	82	93	3,504	3,557	3,234	2,933	2,072	1,921	939	1,018
순이익	346	474	5,015	5,258	4,442	4,636	4,442	4,636	2,828	2,997
%yoy	31.7%	36.9%	21.7%	4.8%	-4.8%	4.4%	0.6%	4.4%	-10.0%	6.0%
ROE	5.7	7.5	9.3	9.1	8.0	8.0	9.0	9.1	9.3	9.5
PBR	1.98	1.87	0.40	0.37	0.31	0.31	0.31	0.29	0.23	0.22
PER	34.4	25.1	4.3	4.1	3.8	3.8	3.4	3.2	2.5	2.3

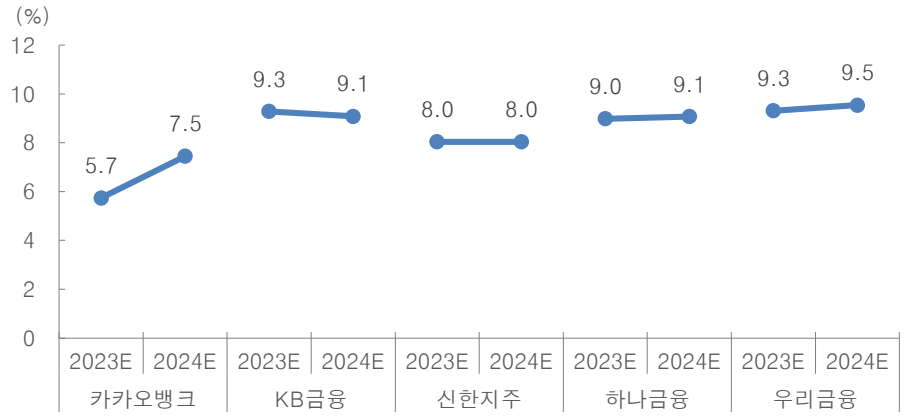
자료 : 대신증권 Research Center

커버리지 5사 2023-2024 이익 전망



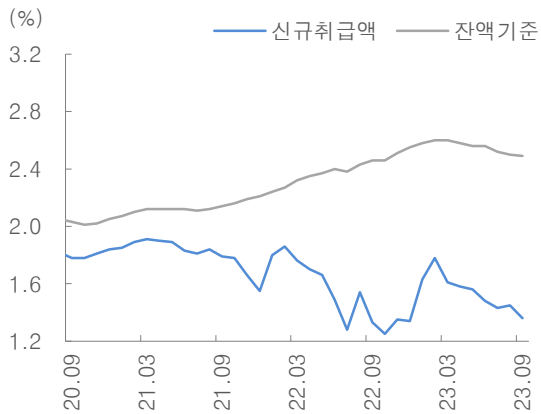
자료: 대신증권 Research Center

커버리지 5사 2023-2024 ROE 전망



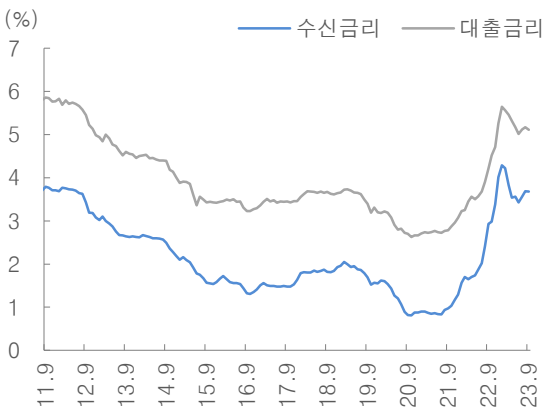
자료: 대신증권 Research Center

국내 예금은행 예대금리차



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

국내 예금은행 가중평균금리_신규취급액 기준



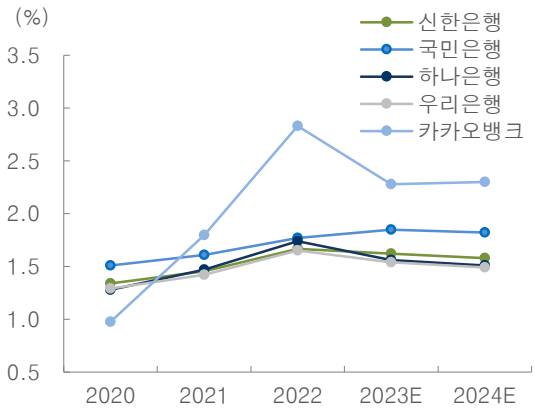
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

[이자이익] NIM하락은 지속, 다만 대출성장 '23년보다 양호할 듯

카카오뱅크 제외 NIM은 모두 축소, 가계대출 정상화에 따른 원화대출 성장률 5% 이상 예상

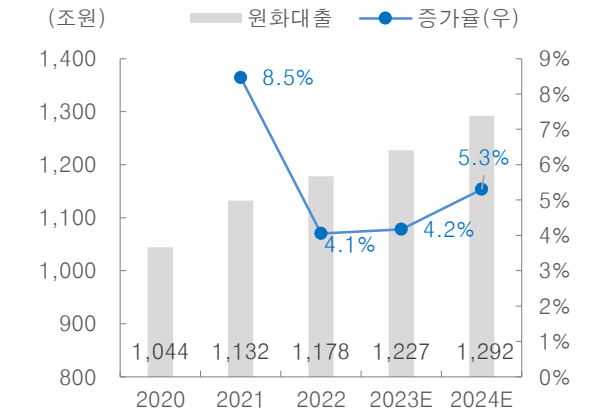
- 커버리지 5사의 이자이익은 43.9조원으로 '23년 대비 5.4% 증가 예상
- NIM은 카카오뱅크 제외 모두 하락할 것으로 예상, 커버리지 평균 '23년 기말 대비 -3bp 축소 전망. 카카오뱅크는 수신 모집 필요성 크지 않기 때문에 조달비용에 대한 압박 없음
- 원화대출은 '24년 금리의 기간평균값이 '23년보다 낮을 것으로 예상하는 바, 금리 안정화 될 것으로 예상되어 가계대출 성장이 올해보다 양호할 것으로 예상
- 커버리지 5사 합산 기준 2023년 3분기까지 원화대출은 YTD 3.7% 성장. 4분기에도 분기 대비로는 1~2% 증가 예상되어 연간 성장률은 4% 내외 될 것으로 전망. 가계대출의 경우 -0.04%로 오히려 감소했기 때문에 2024년은 가계대출 성장 정상화에 따른 원화대출 성장률은 5% 내외로 '23년 대비 상승할 것으로 예상

커버리지 5사 은행 기준 NIM 전망



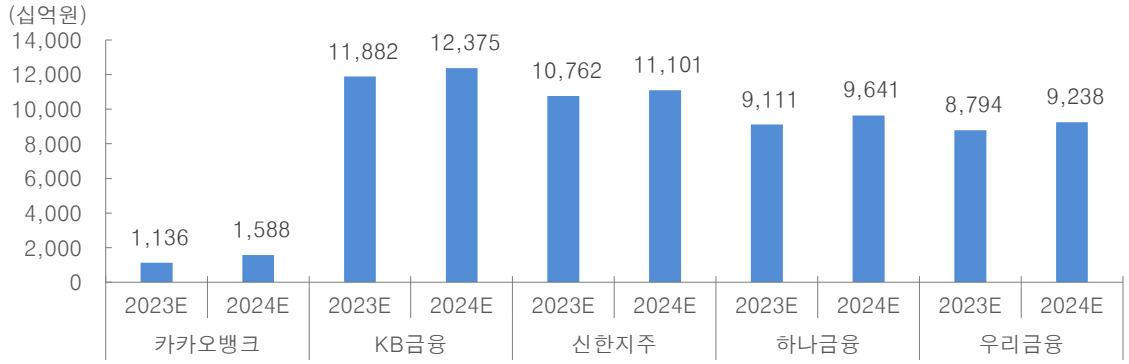
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

커버리지 5사 합산 원화대출 전망



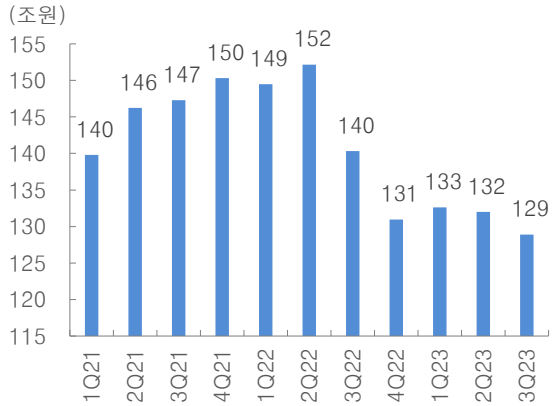
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

커버리지 5사 2023-2024 이자이익 전망



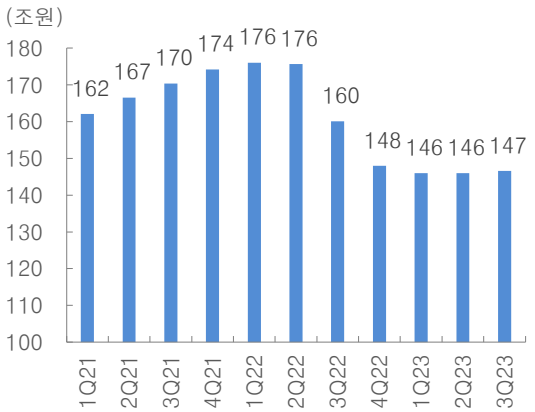
자료: 대신증권 Research Center

신한은행 핵심예금 추이



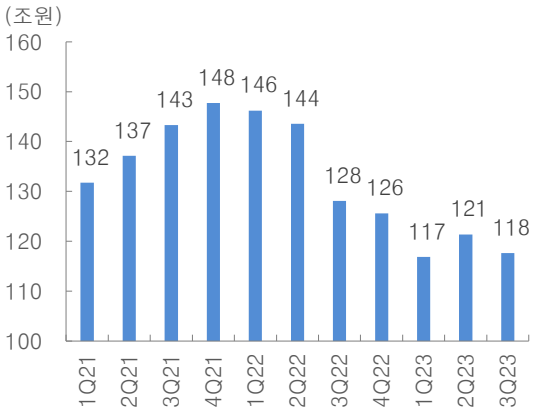
자료: 신한지주, 대신증권 Research Center

국민은행 핵심예금 추이



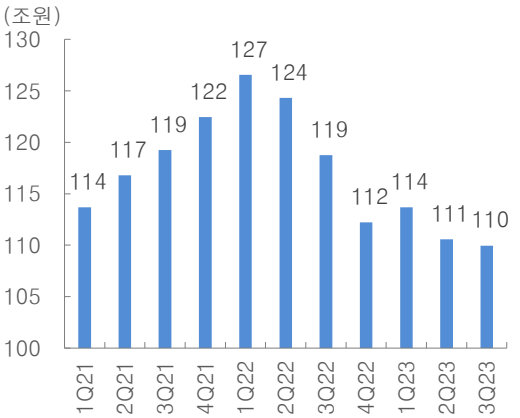
자료: KB금융, 대신증권 Research Center

우리은행 핵심예금 추이



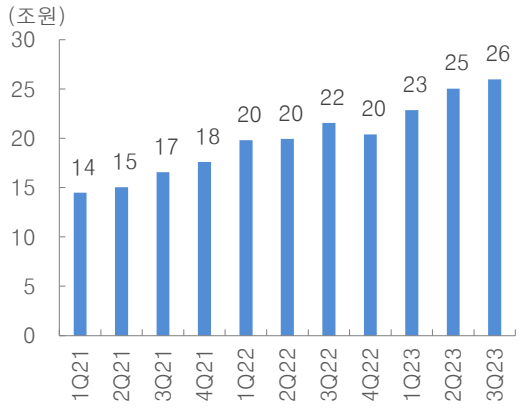
자료: 우리금융지주, 대신증권 Research Center

하나은행 핵심예금 추이



자료: 하나금융지주, 대신증권 Research Center

카카오뱅크 핵심예금 추이



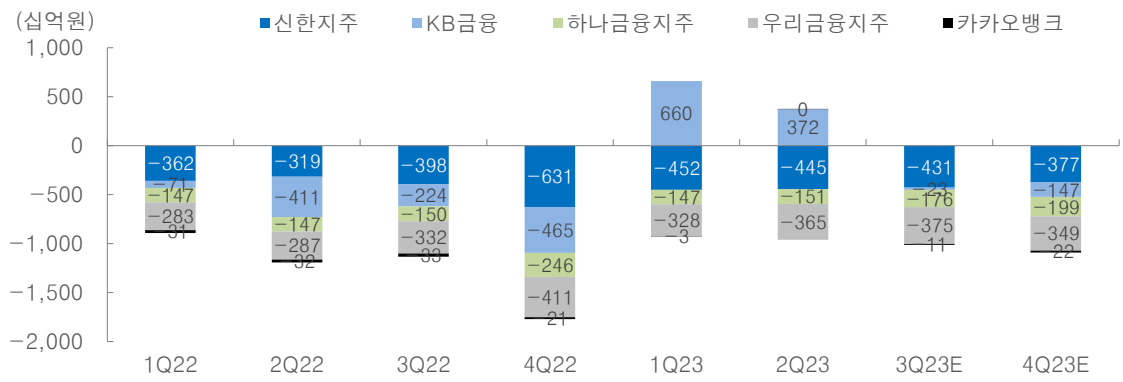
자료: 카카오뱅크, 대신증권 Research Center

[비이자이익] 비은행계열사의 영업이 활성화 될 것으로 보이진 않음

증권 거래대금 감소, 보험 성장률 둔화, 카드 수수료수익 둔화 등 비이자이익은 보수적으로 추정

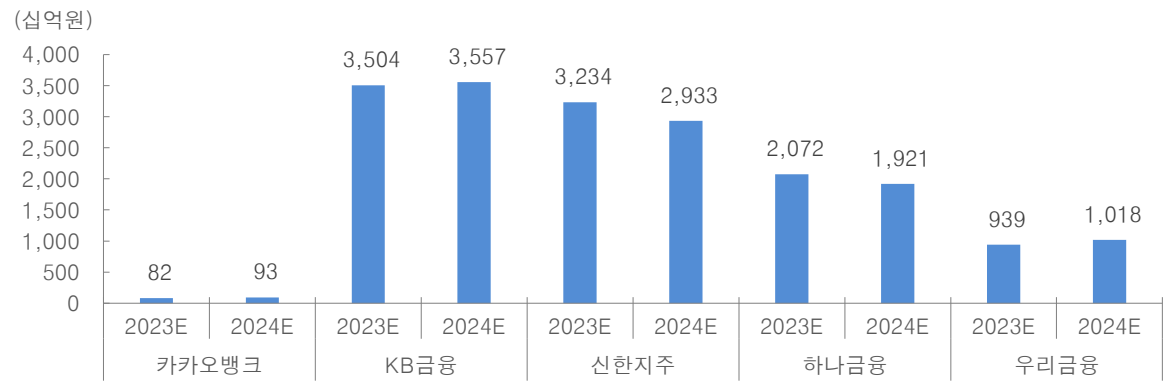
- 커버리지 5사의 비이자이익 9.5조원으로 '23년 대비 -3.2% 감소하는 것으로 다소 보수적으로 추정함. 증권의 2023년 거래대금이 워낙 좋았기 때문에 BK수수료수익 감소가 불가피하고 보험사 보유한 금융지주의 경우 '23년 IFRS17도입에 따른 이익 증가폭이 워낙 컸기 때문에 '24년 증가율은 둔화 불가피
- 카드의 경우 2023년 고금리 상황에도 불구하고 신판매출이나 수수료수익이 나쁘지 않았는데 '24년 경기상황이 크게 개선될 가능성은 적다고 판단하기 때문에 '23년 수준이 유지되는 정도에 그칠 것으로 예상
- 다만 2023년 금리 및 환율 변동성이 워낙 컸기 때문에 각종 평가손실 반영이 많았음. 우리가 전 페이지에서도 언급했듯이 '24년 금리 변동성은 완화될 것으로 예상하기에 기타손실액 축소여부에 따라 우리의 예상을 상회할 가능성도 존재

커버리지 5사 2023-2024 기타손익 분기별 추이



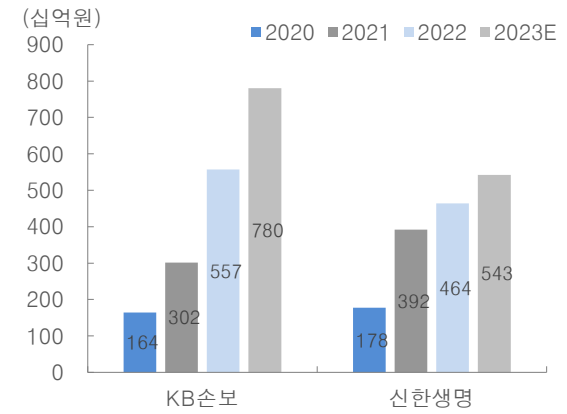
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

커버리지 5사 2023-2024 비이자이익 전망



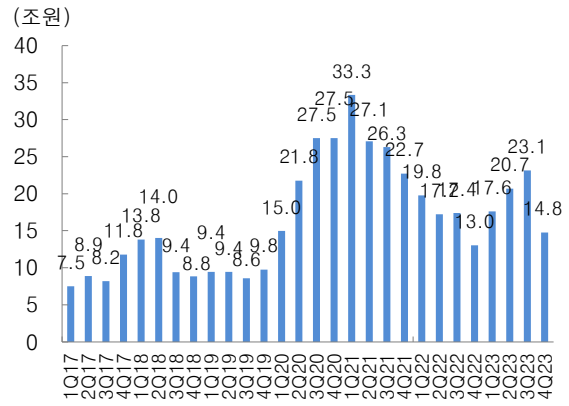
자료: 대신증권 Research Center

금융지주 산하 보험사 순이익 추이 및 전망



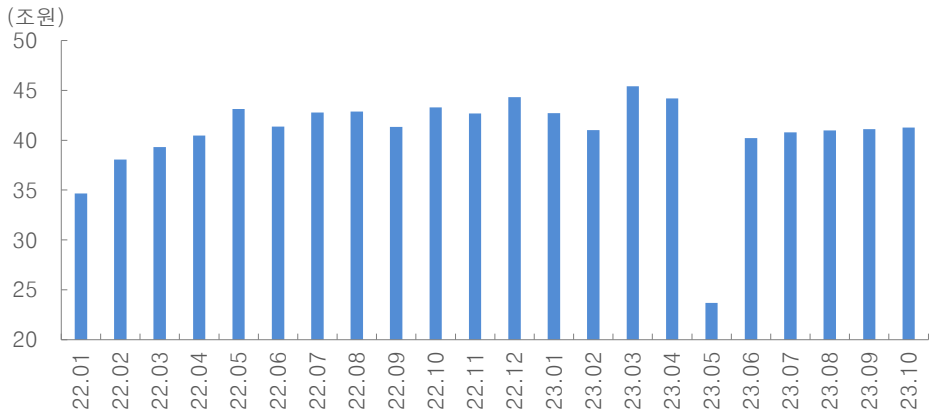
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

4분기 들어 급감한 거래대금



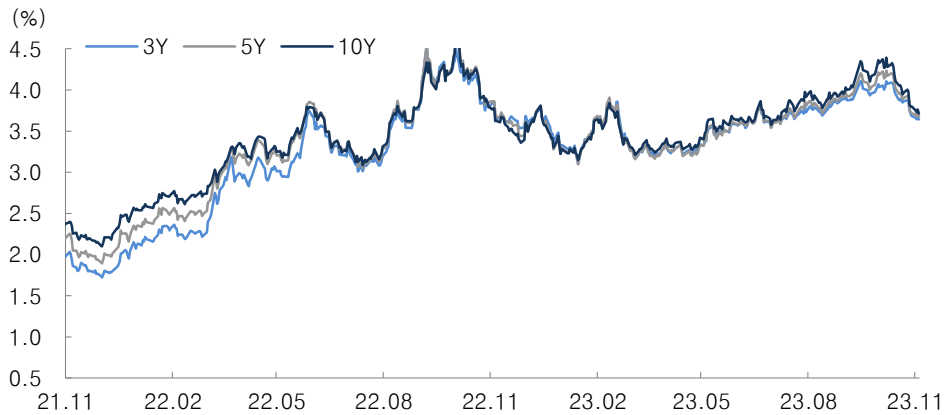
자료: 데이터가이드, 대신증권 Research Center

신용카드 개인 이용실적 월별 추이_2023년에도 이용금액은 적지 않았음



자료: 여신금융협회, 대신증권 Research Center

국채금리 추이_변동성 심했던 2023년



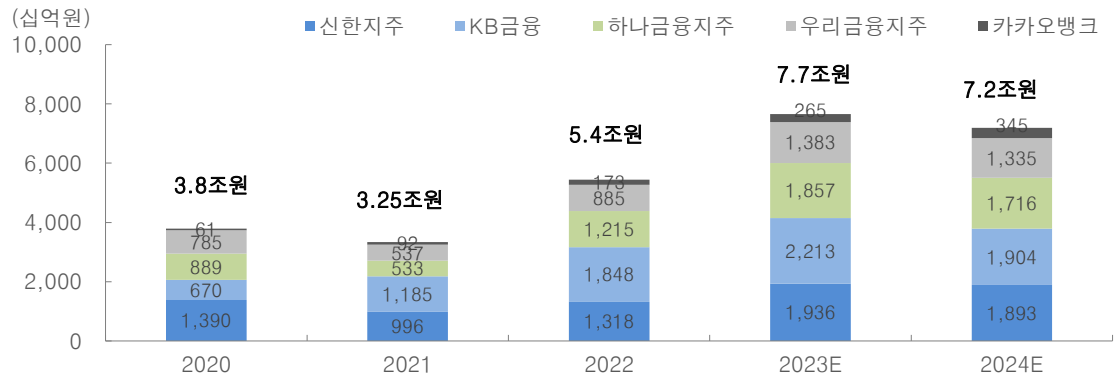
자료: 여신금융협회, 대신증권 Research Center

[대손비용] 이익 증가의 가장 큰 요인, 2023년보다는 부담 덜어질 듯

'23년 경기둔화 대비한 추가 충당금 은행별로 적게는 3,000억원에서 6,000억원 전입

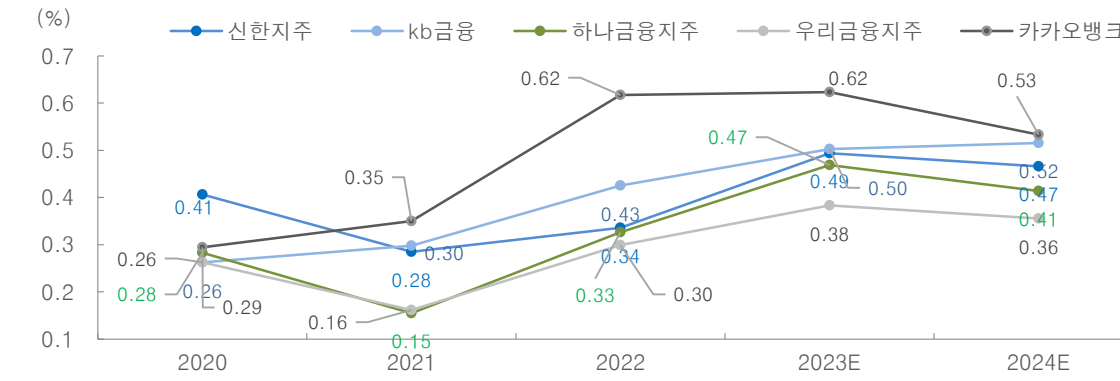
- 레고랜드 사태가 유발한 부동산 PF에 대한 우려, 이로 인해 급격히 경색된 국내 유동성, 높아진 금리 수준으로 인한 연체율 상승 등으로 2023년 국내 은행의 건전성 강화가 요구
- 따라서 금융당국은 PD(Probability of Default, 부도율)값, LGD(Loss Given Default, 부도 시 손실율) 조정을 통해 은행들에 충당금 추가 충당금 적립을 요구했으며 이에 따라 은행 당 적게는 3,000억원에서 최대 6,000억원까지 충당금 버퍼를 전입
- '23년 은행 실적 감소는 충당금 전입이 컸으며 커버리지 5사 총 대손비용은 7.65조원(YoY +40.7%)까지 증가할 전망
- 2024년 금리의 기간평균값은 '23년보다 낮아질 것으로 예상하는 바 대손비용은 7.2조원으로 '23년 대비 -6% 감소 예상, 다만 상황에 대해 확신할 수 없으므로 다소 보수적으로 추정, 내년은 대손비용보다 은행들에 요구하는 상생금융, 사회환원 등이 더 관건이 될 것

커버리지 5사 연간 대손비용 추이 및 전망



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

커버리지 5사 CCR 추이 및 전망



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

상생 금융 관련 최근 주요 내용

항목	내용	비고
금융소비자 보호에 관한 법률 개정안 (일명 횡재세 법안)	금융사의 지난 5년 평균 순이자수익의 120%를 초과하면 '상생금융 기여금'이라는 명목의 부담금을 부과, 징수하는 것	김성주 더불어민주당 의원 대표 발의
10월 24일 8대 금융지주 회장단 간담회	2조원 규모 상생금융방안 간접적 주문	금융지원 뿐만 아니라 지역 경제 활성화, 각 사 보유한 부지 활용 등 지역 밀착형 사회 환원 대책 논의

관련하여 은행들이 마련한 대책

기업	내용
하나은행	소상공인, 자영업자 30만명 1,000억원 금융지원, 11만명 개인사업자 차주 665억원 규모 이자 캐시백
신한은행	소상공인, 자영업자 등 취약차주 대상 1,050억원 금융지원
우리은행	저금리 대환대출 공급 확대, 자영업자 입출식 통장 특별 우대금리 도입, 청년전용대출 한도 확대, 일부 소상공인 이자면제까지 고려
은행 공통	지점 영업장 무더위 쉼터 및 고령층 금융교육장 운영, 전통시장 인근 지점 주차장 무료 개방, 사옥 여유 공안 공원 조성 등

자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

은행권 손실흡수능력 제고를 위한 건전성 제도 정비 방향

	자본적정성 관련 제도 개편(하반기 추진 예정)		충당금 제도 개편(상반기 중 시행 계획)
	경기대응완충자본(CCyB) 부과	스트레스 완충 자본 제도 도입 추진	특별대손준비금 적립요구권 도입
현행	- 16년 바젤III 자본규제의 일환으로 경기 대응 완충자본 제도 도입하였으나 0% 수준 유지	- 스트레스 테스트 결과 미흡한 경우에도 직접적인 감독조치 할 수 있는 법적근거 부재	- 감독규정상 대손준비금 최저적립률 기준으로 산출됨에 따라 경기 변동 등을 선제적으로 반영하여 손실흡수 능력 확충하는데 한계
개선	- 2~3분기 중 추가자본 적립의무를 부과하는 방안 검토	- 스트레스 테스트 결과에 따라 추가 자본 적립의무 부과하는 제도 도입	- 금감원의 평가 결과 등에 비추어 은행의 예상되는 손실에 비해 대손충당금·대손준비금이 부족하다고 판단되는 경우 은행에 대손준비금의 추가적립 요구
참고	- 영국: 16년 1%의 경기중립 버퍼 도입 및 23.7월 2% 상향 예정	- 미국: 연준 대형 은행에 대해 스트레스 테스트 실시하고 결과에 따라 은행별로 적립의무 차등 부과	-
	- 호주: 23년부터 1%를 기본수준으로 하는 CCyB 체계 개편	- EU: 유럽중앙은행이 대형은행에 대해 스트레스 테스트 결과 포함한 리스크평가 결과에 따라 은행별 차등 추가자본 적립의무 부과	
	- 스웨덴: 23.6월부터 2%의 경기중립 완충자본 적용 예정		

자료: 금융위원회, 대신증권 Research Center

Valuation Table

(단위: 십억원,%,배, 원)

회사명		신한지주	KB금융	하나금융	우리금융지주	카카오뱅크
투자의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가(원, 12MF)		43,000	70,000	53,000	15,000	36,000
주가		37,000	52,400	41,600	12,920	26,300
상승여력		16.2%	33.6%	27.4%	16.1%	36.9%
시가총액(조원)		19.1	21.1	12.2	9.7	12.5
당기순이익	2022	4,666	4,122	3,552	3,142	263
(십억원)	2023E	4,442	5,015	3,574	2,828	346
	2024E	4,636	5,258	3,757	2,997	474
자기자본	2022	50,732	52,864	36,426	28,790	5,715
(십억원)	2023E	55,267	54,052	39,778	30,400	6,033
	2024E	57,955	57,878	41,393	31,408	6,365
총자산	2022	664,433	688,665	568,873	480,510	39,516
	2023E	698,501	722,869	599,167	494,121	54,602
	2024E	735,660	755,776	637,017	517,536	61,455
ROE	2022	9.2	7.8	9.8	10.9	4.6
(%)	2023E	8.0	9.3	9.0	9.3	5.7
	2024E	8.0	9.1	9.1	9.5	7.5
EPS	2022	10,136	10,578	12,001	4,350	554
(원)	2023E	9,651	12,871	12,076	3,915	729
	2024E	9,651	13,494	12,694	4,150	998
DPS	2022	2,065	2,950	3,350	1,130	-
(원)	2023E	2,100	3,300	3,450	1,130	-
	2024E	2,500	3,500	3,700	1,250	300
PER	2022	3.6	4.1	3.5	2.2	45.3
(배)	2023E	3.8	4.3	3.4	2.5	34.4
	2024E	3.8	4.1	3.2	2.3	25.1
BPS	2022	110,211	135,676	123,061	39,860	12,028
(원)	2023E	120,063	138,726	134,384	42,089	12,697
	2024E	120,063	148,545	139,840	43,485	13,395
PBR	2022	0.33	0.32	0.34	0.24	2.09
(배)	2023E	0.31	0.40	0.31	0.23	1.98
	2024E	0.31	0.37	0.29	0.22	1.87

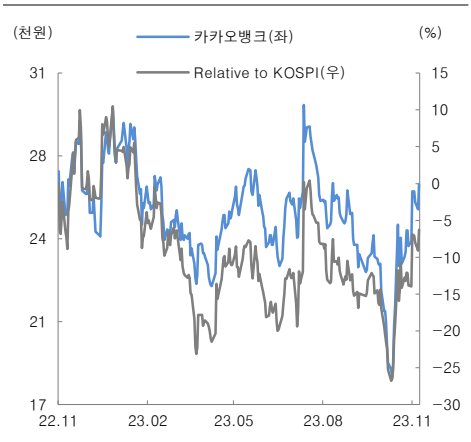
카카오뱅크 (323410)

2024년에도 거침없이 하이킥

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	36,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	26,300원

KOSPI	2,521.76
시가총액	12,540십억원
시가총액비중	0.65%
자본금(보통주)	337십억원
52주 최고/최저	29,650원/18,160원
120일 평균거래대금	313억원
외국인지분율	15.55%
주요주주	카카오 27.17% 한국투자증권 27.17%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	40.0	6.9	5.2	5.2
상대수익률	27.9	7.8	6.7	0.5



- 2024년 순이익 4,740억원(YoY +36.9%) 전망
- 우리가 지속적으로 강조하고 있지만 동사의 핵심은 수신으로 모임통장 중심 저원가성 수신 비중이 56.9%로 은행권 평균인 38.3% 대비 압도적으로 높다는 점. 따라서 은행권 수신금리 경쟁에 참여할 필요도 없으며 심지어 세이프박스 예금은 금리를 인하하며 3분기 NIM 개선폭을 확대
- 모임통장 특성상 금리민감도는 매우 떨어질 수 밖에 없으며 3분기 예대율은 81%로 선제적으로 모집한 수신 덕분에 여신성장에만 집중할 수 있으므로 예단하긴 이르나 내년에도 동사의 NIM은 개선될 것으로 우리는 전망
- 대환대출 플랫폼에서의 동사의 점유율이 가장 높은데 올해 5월 출시된 신용대출 갈아타기 플랫폼에 이어 연말 전세대출, 주택담보대출 플랫폼이 정부 주도로 출시될 예정이라 내년에도 원활한 여신성장 가능할 것으로 예상
- 최근의 고금리 상황에도 연체율 2개 분기 연속 하락, 30%대 유지되는 판관비율도 동사의 경쟁력을 더욱 부각

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
이자이익	621	942	1,136	1,588	2,034
수수료이익	121	95	82	93	96
플랫폼수익	93	83	71	72	74
총영업이익	635	920	1,182	1,605	2,073
당기순이익	204	263	346	474	635
YoY	79.3%	28.9%	31.7%	36.9%	33.8%
BPS (원)	11,621	11,999	12,655	13,351	14,184
PER (배)	137	45	31	23	17
PBR (배)	5.08	2.09	1.81	1.71	1.61
ROE	3.7	4.6	5.7	7.5	9.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 카카오뱅크, 대신증권 Research Center

Daishin
2024년 산업전망

증권

도와주라, 금리

▪ 박혜진 hyejin.park@daishin.com

금리만 안정화된다면 모든 게 순조로울 2024년

IB, 트레이딩 수익 개선 전망, 브로커리지는 경상적인 수준 가정할 수 밖에

- '22년말 레고랜드가 유발한 지급보증 거절로 2023년 국내 부동산 PF 전반에 대한 우려 확산과 금리 상승에 따른 유동성 경색이 발생, 대주단의 리파이낸싱, 신규투자 등이 전면 중단되며 국내 증권사들의 영업 또한 크게 제약을 받을 수 밖에 없었음
- 통상 레버리지 투자를 위해 자본을 크게 늘려온 증권사 입장에서는 IB와 트레이딩 수익이 급감할 수밖에 없었고, 금리변동성이 극심해지면서 채권운용 및 평가 등 관련 수익이 크게 감소. 따라서 올해는 Agency Business가 강한 증권사가 유리할 수 밖에 없었음
- 거센 금리 인상 기조가 완화되었고 2024년 금리의 기간평균값은 '23년 대비 낮아질 것으로 예상하여 증권사들의 레버리지 투자가 점진적으로 개선될 것으로 전망, 다만 국내 부동산 PF 및 해외부동산 관련 잔존우려는 내년 상반기까지도 지속될 수 있으나 그 정도는 훨씬 완화될 것
- 2024년 커버리지 5사 합산 순이익은 3.3조원으로 '23년 대비 +11.3% 증가 전망
- 레버리지 투자가 재개된다면 IB강한 증권사가 유리, 한국금융지주 최선호주 제시

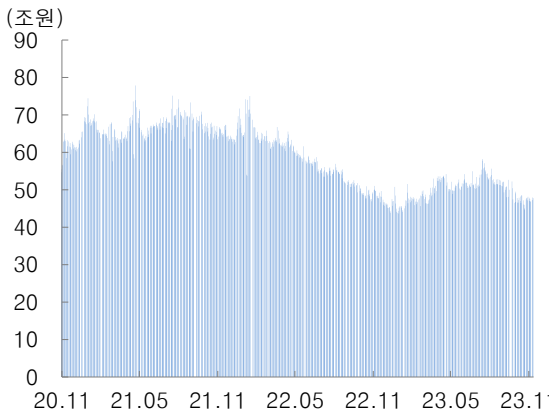
당사 Universe 증권 실적 전망 및 투자의견

(단위: 십억원,%,배)

종목	한국금융지주		미래에셋증권		NH투자증권		삼성증권		키움증권	
투자의견	BUY		MarketPerform		BUY		BUY		BUY	
목표주가	72,000		8,000		13,000		45,000		120,000	
현주가 (11/29)	58,900		7,230		10,440		38,700		91,300	
Upside	22.2%		10.7%		24.5%		16.3%		31.4%	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
순영업수익	2,172	2,271	2,042	1,975	1,581	1,773	1,736	1,802	1,186	1,432
상품운용수익	185.2	253.4	770	652	47	138	341	368	-91.9	142.5
순이익	873.0	918.5	497	584	540	571	611	631	437	587
%yoy	30.33%	5.21%	-17.29%	17.50%	78.34%	5.72%	44.16%	3.27%	-13.84%	34.33%
ROE	10.4	10.1	4.4	5.1	7.4	7.7	9.4	8.9	9.3	12.1
PBR	0.36	0.33	0.31	0.30	0.40	0.39	0.49	0.44	0.52	0.50
PER	3.4	3.3	6.9	5.9	5.4	5.1	5.4	5.2	6.3	4.7

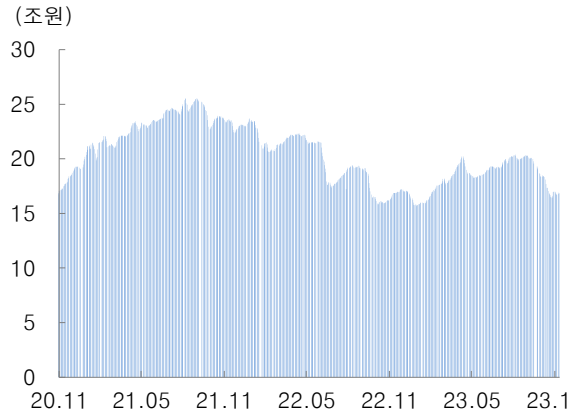
자료 : 대신증권 Research Center

증권사 고객 예탁잔고 추이



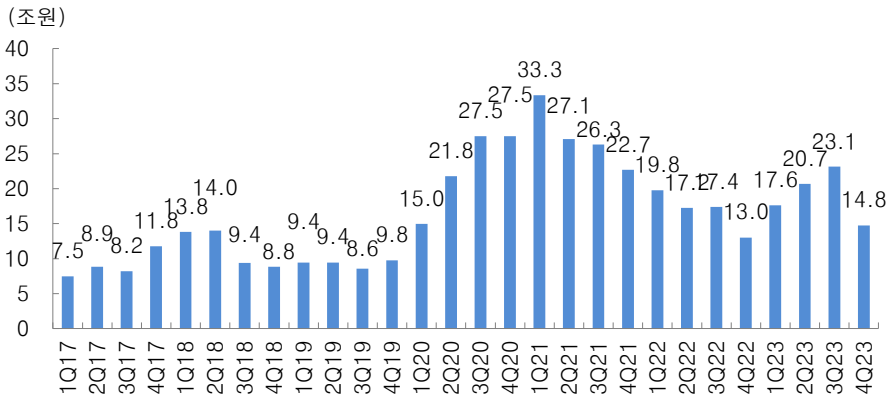
자료: 데이터가이드, 대신증권 Research Center

신용융자 잔고 추이



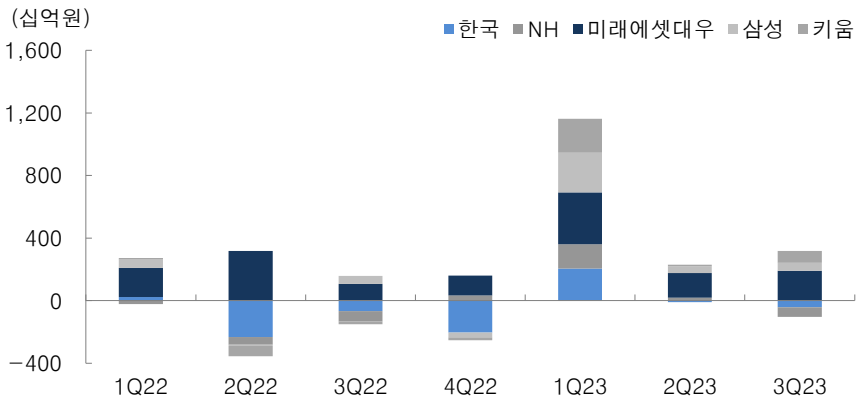
자료: 데이터가이드, 대신증권 Research Center

최근 3년간 이례적이었던 거래대금, 경상적인 수준 회귀 전망할 수 밖에



자료: 데이터가이드, 대신증권 Research Center

최근 2년 커버리지 분기 별 트레이딩 수익 추이



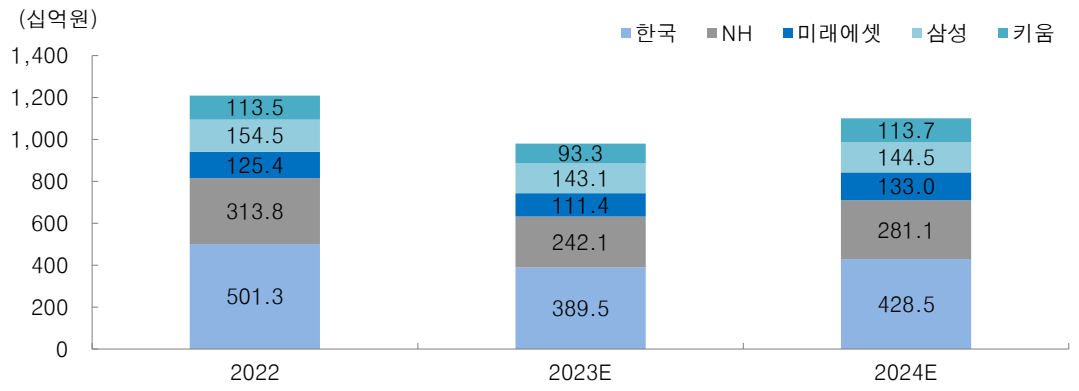
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

증권업 투자의견 Neutral유지하나 올해보다는 개선될 투자 환경

국내 부동산 PF, 해외 부동산 우려 '24년 상반기까지 잔존할 수 있으나…

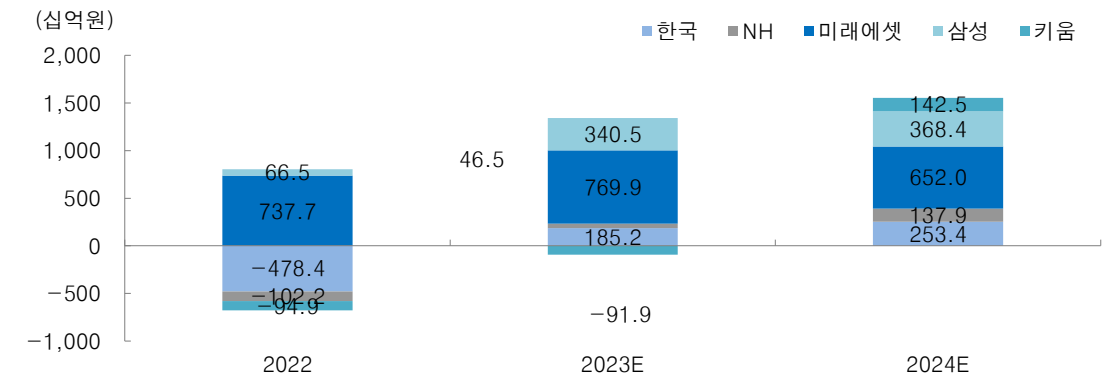
- 우리는 지난 10월 증권업 프리뷰 자료에서 올해 4분기 비시장성 자산 재평가에 따른 손상차손, 충당금 적립이 예정되어 있어 실적에 대한 눈높이를 낮출 필요 있으며 올해 내내 발목을 잡던 국내 부동산 PF, 해외부동산 가치 하락 등이 내년 상반기까지 영향을 줄 수 있어 증권업에 대한 투자의견을 Neutral로 하향한 바 있음
- 전술한 요인들이 해소되지 않았기에 투자의견은 기존대로 유지. 다만 금리 안정화된다면 우려는 우리의 예상보다 훨씬 완화될 수 있으며 추세가 확인된다면 업종에 대한 투자의견을 상향할 예정
- IB, 트레이딩 실적 각각 +12.4%, +24.3% 개선 예상하며 브로커리지는 최근 3년간의 거래대금이 워낙 이례적이었기 때문에 경상적인 수준을 가정할 수 밖에 없음. '24년 일평균 거래대금은 '23년 대비 -13.9% 감소한 15.5조원 가정

커버리지 5사 연간 IB수익 전망



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

커버리지 5사 연간 트레이딩 수익 추정



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

커버리지 5사 부문별 실적 전망

(단위: 십억원,%)

		2022	2023E	2024E	yoy
순영업수익	한국금융지주	1,798.2	2,171.5	2,271.0	4.6%
	NH투자증권	1,347.6	1,581.3	1,772.6	12.1%
	미래에셋증권	2,160.2	2,042.1	1,975.2	-3.3%
	삼성증권	1,426.3	1,736.3	1,801.7	3.8%
	키움증권	1,258.7	1,185.7	1,432.2	20.8%
	합산	7,991.0	8,716.8	9,252.7	6.1%
브로커리지	한국금융지주	334.1	358.2	345.1	-3.7%
	NH투자증권	466.7	511.1	483.1	-5.5%
	미래에셋증권	601.4	643.6	628.0	-2.4%
	삼성증권	512.0	577.5	543.7	-5.9%
	키움증권	700.0	681.7	628.3	-7.8%
	합산	2,614.2	2,772.2	2,628.1	-5.2%
IB	한국금융지주	501.3	389.5	428.5	10.0%
	NH투자증권	313.8	242.1	281.1	16.1%
	미래에셋증권	125.4	111.4	133.0	19.5%
	삼성증권	154.5	143.1	144.5	0.9%
	키움증권	113.5	93.3	113.7	21.9%
	합산	1,208.4	979.5	1,100.8	12.4%
상품운용	한국금융지주	-478.4	185.2	253.4	36.8%
	NH투자증권	-102.2	46.5	137.9	196.6%
	미래에셋증권	737.7	769.9	652.0	-15.3%
	삼성증권	66.5	340.5	368.4	8.2%
	키움증권	-94.9	-91.9	142.5	흑전
	합산	128.8	1,250.2	1,554.2	24.3%
순이자이익	한국금융지주	1,114.7	984.3	1,109.9	12.8%
	NH투자증권	675.5	739.4	750.5	1.5%
	미래에셋증권	491.7	353.6	367.8	4.0%
	삼성증권	621.5	612.9	634.1	3.4%
	키움증권	637.6	627.5	613.1	-2.3%
	합산	3,541.1	3,317.7	3,475.4	4.8%
판관비	한국금융지주	1,207.7	1,194.7	1,194.7	0.0%
	NH투자증권	845.1	891.2	984.9	10.5%
	미래에셋증권	1,315.1	1,380.6	1,338.8	-3.0%
	삼성증권	822.5	927.6	910.5	-1.8%
	키움증권	612.3	615.4	637.7	3.6%
	합산	4,802.6	5,009.5	5,066.5	1.1%
순이익	한국금융지주	669.9	873.0	918.5	5.2%
	NH투자증권	302.9	540.2	571.1	5.7%
	미래에셋증권	601.2	497.3	584.3	17.5%
	삼성증권	423.9	611.1	631.1	3.3%
	키움증권	507.3	437.1	587.2	34.3%
	합산	2,505.2	2,958.7	3,292.2	11.3%

Valuation Table

회사명		한국금융	미래에셋증권	삼성증권	키움증권	NH투자증권	5개사 평균
투자의견		BUY	Marketperform	BUY	BUY	BUY	Neutral
목표주가(원, 12MF)		72,000	8,000	45,000	120,000	13,000	
주가		58,900	7,230	38,700	91,300	10,440	
상승여력		22.2%	10.7%	16.3%	31.4%	24.5%	
시가총액(조원)		3.5	5.0	3.5	2.4	3.6	18.0
당기순이익	2022	670	601	424	507	303	501
(십억원)	2023E	873	497	611	437	540	592
	2024E	918	584	631	587	571	658
자기자본	2022	8,293	10,530	6,197	4,593	7,214	7,365
(십억원)	2023E	8,362	11,228	6,764	4,787	7,285	7,685
	2024E	9,066	11,541	7,395	4,933	7,603	8,108
ROE	2022	8.1	5.7	6.9	11.4	4.3	7.3
(%)	2023E	10.4	4.4	9.4	9.3	7.4	8.2
	2024E	10.1	5.1	8.9	12.1	7.7	8.8
EPS	2022	12,702	1,213	4,747	18,346	1,022	7,606
(원)	2023E	16,554	1,003	6,843	15,812	1,823	8,407
	2024E	17,415	1,179	7,067	21,240	1,927	9,766
DPS	2022	2,600	200	1,700	3,000	700	1,640
(원)	2023E	3,500	300	2,600	3,000	700	2,020
	2024E	3,650	340	3,200	5,000	800	2,598
PER	2022	4.2	5.7	8.2	4.6	8.6	6.3
(배)	2023E	3.4	6.9	5.4	6.3	5.4	5.5
	2024E	3.3	5.9	5.2	4.7	5.1	4.8
BPS	2022	157,239	21,242	69,400	185,000	24,390	91,454
(원)	2023E	158,547	22,651	75,742	192,867	24,581	94,878
	2024E	171,914	23,282	82,809	198,747	25,656	100,482
PBR	2022	0.34	0.33	0.56	0.45	0.36	0.41
(배)	2023E	0.36	0.31	0.49	0.52	0.40	0.41
	2024E	0.33	0.30	0.44	0.50	0.39	0.39

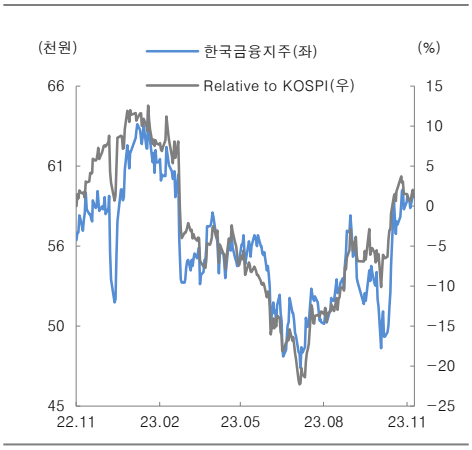
한국금융지주 (071050)

증권사 레버리지 투자 재개된다면 가장 유리할 증권사

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	72,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	58,900원

KOSPI	2,571.76
시가총액	3,537십억원
시가총액비중	0.18%
자본금(보통주)	
52주 최고/최저	64,400원/47,500원
120일 평균거래대금	63억원
외국인지분율	39.96%
주요주주	김남구 외 1인 20.79% 국민연금공단 8.71%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.9	14.6	8.5	4.2
상대수익률	8.5	15.6	10.1	-0.4



- 2024년 순이익 9,185원(YoY +5.2%) 기록 전망
- 동사는 2023년 3분기까지 3개 분기 연속 우수한 실적 달성하며 커버리지 중 압도적인 수익성을 보여주었음
- 더욱 고무적인 점은 CFD, 해외부동산 관련 충당금 및 평가손실을 꾸준히 반영하고 있음에도 예상을 상회하는 실적을 기록하고 있는 것
- 전체 해외부동산 익스포저 2.6조원 가운데 공실율이 높은 편인 자산은 4,000억원 수준으로 지난 4분기부터 평가손실 및 충당금 2,600억원 반영하였으며 4분기에도 보수적으로 추정하여 1,000억원 가량 적립할 것으로 전망하는데 거의 대부분을 커버하는 수준
- 금리 안정화로 업계 전반적으로 관련 이슈 잘 넘긴다면 동사의 주가 상승률이 가장 높을 것으로 판단

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
순영업수익	2,721	1,798	2,172	2,271	2,327
영업이익	1,516	590	977	1,076	1,121
당기순이익	1,762	670	873	918	921
YoY	104.0%	-62.0%	30.3%	5.2%	0.3%
EPS	31,610	12,702	16,554	17,415	17,460
BPS	125,430	157,239	158,547	171,914	189,374
PER	2.55	4.20	3.44	3.27	3.26
PBR	0.64	0.34	0.36	0.33	0.30
ROE	25.20	8.08	10.44	10.13	9.22

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 한국금융지주, 대신증권 Research Center

Daishin
2024년 산업전망

스몰캡

24년 유망산업 및 유망기업

- 박장욱 jangwook.park@daishin.com
- 한송협 songhyeop.han@daishin.com
- 이석영 seokyoung1.lee@daishin.com

Summary (스몰캡)

- **[피팅]** 24년 피팅을 주목해야할 이유는 세 가지. 첫 째, S-oil 샤힌 등 2H23 기대되었으나, 지연된 프로젝트와 사우디 아미랄 프로젝트 등 신규 프로젝트 수주가 기대 됨. 둘 째, 급진적 친환경 정책의 부작용에 따라 친환경 정책 속도조절론 부각 됨. 천연가스의 역할 특히 두드러질 것. 셋 째, 해양플랜트, 원전 등 수익성 높은 사업들 수주로 인해 수익성 개선 전망
- 순조로운 에너지 전환에 필요한 것은 저렴한 발전단가. CCS 기반의 대규모 가스 투자를 통해 신재생에너지, 수소 인프라 구축 등에 비용이 투입될 것으로 전망
- 당사 탑픽. 태광 목표주가 24,450원, 성광벤드 목표주가 20,500원. 관심종목으로 KIB플러그에너지를 제시함

- **[의료기기]** 고령화와 미용에 대한 인식 변화 등의 요인으로 의료기기 수요 지속 전망. 국내 기업들은 덴탈과 미용 분야에서 중저가 밸류 세그먼트를 앞세워 높은 성장성을 보이고 있음. 높은 수출 비중과 영업 레버리지 효과를 보이고 있는 덴탈과 미용 기업들의 이익 성장은 내년까지 지속될 전망
- 관심종목 : 덴티움, 바텍, 메디톡스, 인터로조

- **[디자인하우스]** AI 확대 국면 진입으로 설계 및 팹리스 증가에 따른 수혜 기대. 폭증하는 팹리스와 별개로 디자인하우스는 파운드리 인증 소수 기업만 영업 가능. 개발 중심 매출에서 양산 매출 비중 확대도 긍정적인 부분
- 관심종목 : 가온칩스 , 코아시아

스몰캡팀 선정 2404년 유망 산업 및 기업

피팅, 의료기기 디자인하우스

- 당사 스몰캡팀은 피팅, 의료기기, 디자인하우스를 유망산업으로 선정. 피팅은 2H23 육상부문에너지 투자가 부진했으나, 친환경 정책 속도 조절에 따라 24A 대규모 신규 프로젝트가 더해져 매출 및 수익성 개선 나타날 것. 순조로운 에너지 전환의 전제조건은 낮은 가스 가격. 정권 교체 및 CCS 기반의 천연가스 업스트림 부문 투자를 예상하며, 태광, 성광벤드를 탑픽으로 관심종목으로 제시
- 고령화와 미용에 대한 인식 변화 등의 요인으로 의료기기 수요는 지속 전망. 국내 기업들은 덴탈과 미용 분야에서 중저가 밸류 세그먼트를 앞세워 높은 성장성을 보이고 있음. 수출 비중이 높고 영업 레버리지 효과를 보여주고 있는 덴탈과 미용 기업들의 이익 성장은 내년까지 지속될 전망. 메디톡스를 탑픽, 덴티움, 인터로조 관심종목 제시
- 디자인하우스는 AI 확대 국면 진입으로 설계 및 팹리스 증가에 따른 수혜 기대. 폭증하는 팹리스와 별개로 디자인하우스는 파운드리 인증 소수 기업만 영업 가능. 개발 중심 매출에서 양산 매출 비중 확대도 긍정적인 부분. 국내 DSP 중 가온칩스, 코아시아를 관심종목으로 제시

24년 투자 유망 스몰캡 실적 전망 및 투자의견 (단위: 십억원,%,배)

종목	태광		성광벤드		KIB플러그에너지		덴티움		바텍		메디톡스		인터로조		가온칩스		코아시아	
투자의견	BUY		BUY		N.R		BUY		BUY		BUY		BUY		N.R		N.R	
목표주가	24,450원		20,500원		N.R		170,000원		50,000원		370,000원		49,000원		N.R		N.R	
현주가 (11/29)	15,040원		12,650원		812원		128,000원		32,250원		223,500원		30,350원		52,200원		7,750원	
Upside	62.6%		62.1%		-		35.8%		54.3%		65.5%		70.1%		-		-	
	23F	24F	23F	24F	21A	22A	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	21A	22A
매출액	**301**	**326**	**252**	**275**	**81**	**106**	**382**	**444**	**390**	**434**	**216**	**268**	**140**	**166**	**59**	**91**	**381**	**460**
영업이익	**60**	**65**	**48**	**54**	**-15**	**13**	**122**	**150**	**74**	**79**	**29**	**72**	**40**	**51**	**3**	**9**	**-13**	**-23**
OPM	19	20	19	19	-19	12	32.0	33.8	18.8	18.2	13.4	26.9	28.8	30.9	5.4	10.1	-4	-5
%yoy	*24*	*5*	*3*	*9*	*-35*	*31*	*-3*	*23*	*-8*	*8*	*-38*	*148*	*-11*	*24*	*-18*	*186*	*-3*	*21*
순이익	**49**	**53**	**55**	**59**	**-13**	**11**	**94**	**120**	**70**	**71**	**24**	**58**	**28**	**39**	**2**	**7**	**-11**	**-31**
ROE	9.8	9.7	10.8	10.6	-12.7	10.9	22.4	23.0	17.7	15.3	5.4	12.3	14.2	17.4	4.4	11.9	-2.6	-33.8
PBR	0.7	0.6	0.6	0.6	1.08	1.72	3.0	2.4	1.1	1.0	3.9	3.5	1.8	1.6	10.6	9.4	2.15	1.56
PER	7.6	7.0	6.3	5.8	-	7.03	13.4	10.4	6.8	6.7	71.3	29.1	13.4	9.7	177.8	30.0	-	-

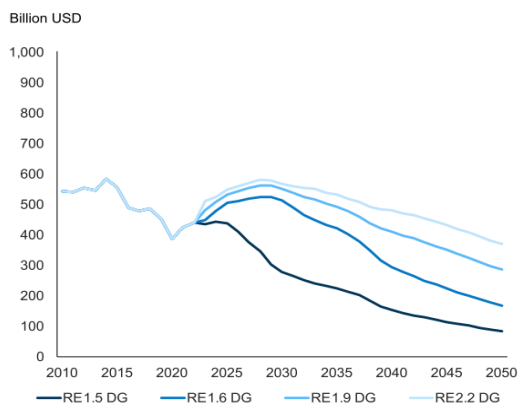
자료 : 대신증권 Research Center

글로벌 에너지 믹스의 변화

석탄 → 천연가스 → 신재생으로의 에너지 전환

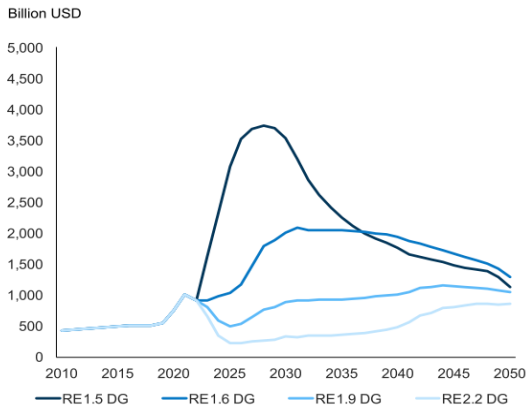
- 코로나 이후, 급진적으로 진행되어 온 신재생위주의 발전원 구성에 속도조절 나타날 것으로 전망. 신재생에너지는 백업발전인 가스발전과 동시에 설치되어야 해서 전력비가 높아지는 문제 발생. 고비용에 대한 고통비용 증가로 정책 속도조절 나타날 것
- 대안은 CCS 기반의 저탄소 천연가스. 현재 천연가스 업스트림 부문의 대규모 투자나타나고 있지 않으나, 대규모 투자 통해 낮아진 천연가스 기반으로 값싼 전기 기반의 신재생에너지 생산, 수소 등 인프라 구축을 통해 순조로운 에너지 전환 이뤄질 것. 여기에 필요한 것은 가스 가격이 저렴해지는 것. 향후 10년은 천연가스 투자 부문에서 투자 기회 나타날 것

기후 목표별 연도별 에너지 CAPEX 전망



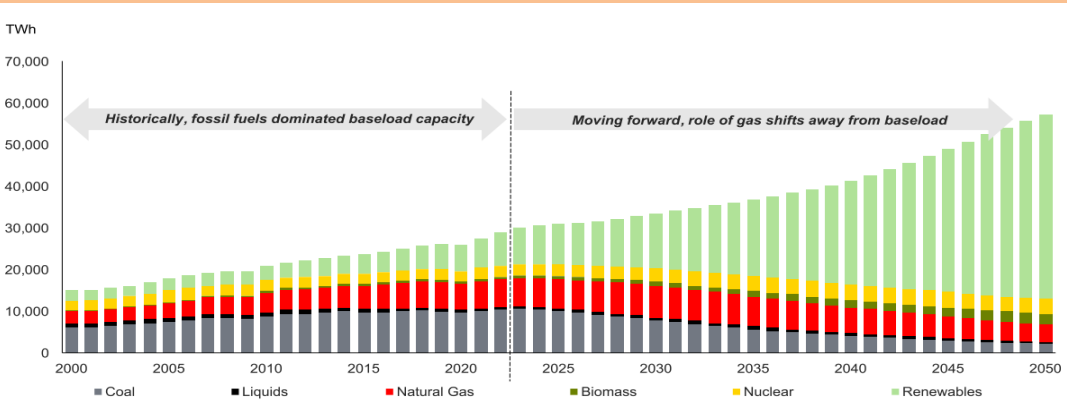
자료: Rystad Energy, 대신증권 Research Center

기후 목표별 연도별 천연가스 CAPEX 전망



자료: Rystad Energy, 대신증권 Research Center

발전원별 글로벌 에너지 믹스의 변화 전망



자료: Rystad Energy, 대신증권 Research Center

다양한 천연가스의 활용방안

발전용 석탄발전 대체, 메탄올 활용, CCS통해 블루수소 제조, 암모니아 제조, 원유생산 증가

- 천연가스는 크게 다섯 분야에서 활용 가능함. 첫 째, 발전용 석탄 발전의 대체. 천연가스는 같은 전력량 생산시 석탄대비 탄소배출량이 절반 수준. 다만, 석탄대비 높은 가격으로 신흥국일수록 석탄발전의 비중이 높게 나타남. 미국과 유럽을 중심으로 한 선진국들에서 석탄발전의 가스발전으로의 전환 나타나고 있음. 가스 가격이 저렴한 수준일 때 변화가 가파르게 나타나는 경향을 보임
- 둘 째, 메탄올로 활용가능함. 메탄올은 현재 석탄과 가스에서 추출함. 메탄올의 주요 사용처는 전통화학, 운송 및 에너지, MTO 세 부분으로 나뉨. 메탄올 추진선은 기존 벙커 C유 대비해서 질소 및 황산화물 등의 배출량을 줄일 수 있는 장점 존재. 다만, 연료원 중 비싼 에너지에 속해 친환경 전환을 위해선 원재료인 낮은 가격이 필요함
- 셋 째, CCS를 활용한 블루수소 제작에 활용하는 것이다. 수소는 생산 방식에 따라 그레이, 블루, 그린 수소로 나뉜다. 이 중 블루수소는 천연가스를 통해 수소를 만들 되, 천연가스를 생산시, 기존 가스정 등에 CCS를 통해 이산화탄소를 저장하는 방식으로 이산화탄소 배출량을 줄이는 방식을 뜻한다. 블루수소는 완전 신재생인 그린 수소 대비해서 가격 경쟁력이 있고, 수소 인프라를 구축하는데 중간다리 역할을 할 수 있다
- 넷 째, 암모니아 제조에 사용하는 것이다. 블루수소를 통해 생산한 수소를 바탕으로 해서 암모니아를 만들 수 있다. 암모니아는 수소 대비 이송에 용이하다는 장점이 있다
- 다섯 째, 원유와 천연가스는 같이 혼재되어 있는데, 천연가스 투자를 통해서 원유 생산량을 증가시킬 수 있고, 현재 원유 공급부족 문제를 같이 해결할 수 있다

천연가스의 다양한 활용방안

활용방안	사용 효과	관련 기업
발전용 석탄발전 대체	같은 전력생산시 석탄 대비 낮은 탄소배출	태광, 성광벤드
메탄올에 활용	벙커C유 대비 낮은 질소 및 황산화물 배출량 기록	태광, 성광벤드
CCS를 활용한 블루수소 제조	CCS를 통해 저탄소 LNG 생산. LNG에서 저탄소 수소 생산	태광, 성광벤드, KIB 플러그에너지
블루수소를 통한 암모니아 제조	수소 대신 암모니아를 통해 블루수소 이송	KIB 플러그 에너지
가스정 투자 따른 원유 생산 증가	가스정 신규 투자. 원유 생산 통해 원유 공급 부족 해소	태광, 성광벤드

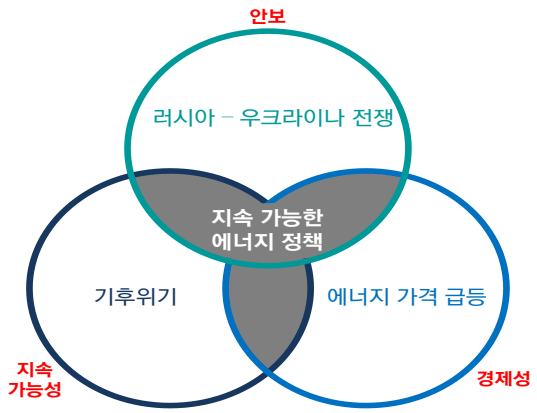
자료: 대신증권 Research Center

석탄발전 → 가스발전으로의 대체

석탄 → 전환의 주요 조건은 낮은 가스 가격

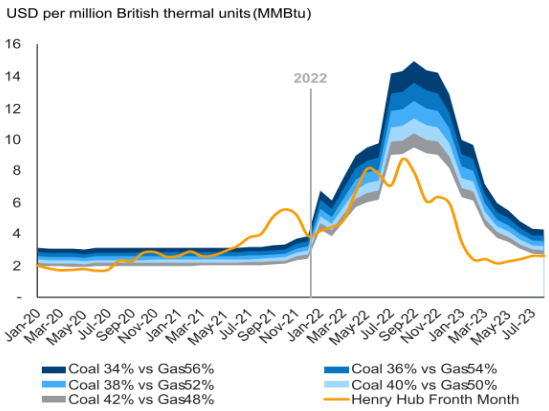
- 에너지는 안보, 경제성, 지속가능성의 세 가지 축을 기반으로 해서 사용됨. 각 국가들의 횡보를 보자면, 경제성과 안보과 확보되지 않은 상황에서 지속가능성을 포기하는 경향을 나타냄. 에너지 전환에 필요한 것은 안보와 경제성 측면의 확보
- 미국 및 유럽 등의 경우는 석탄발전의 가스 발전으로의 대체가 나타나고 있음. 걸림돌은 석탄은 생산되는 지역이 가스보다 흔하다는 것과 가격이 낮다는 것. 가스 부문의 공급이 많이 일어나 가스 가격이 저렴할 수록 석탄 → 가스로의 전환이 더 많이 나타나는 현상 확인. Rystad Energy 조사에 따르면, 석탄 → 가스 발전 전환시 CO2 배출량은 감소하는 경향 뚜렷

에너지 발전 세 개의 축



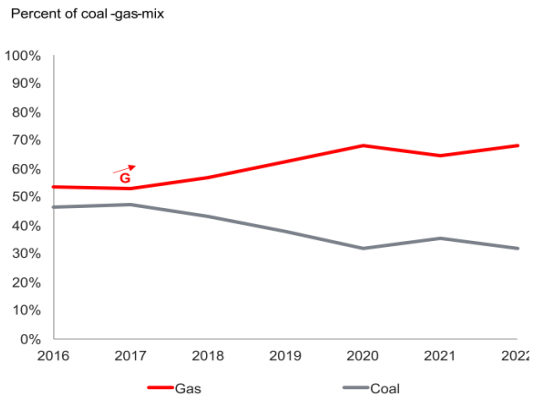
자료: Rystad Energy, 대신증권 Research Center

미국 가스가격 VS 석탄 – 가스전환비용



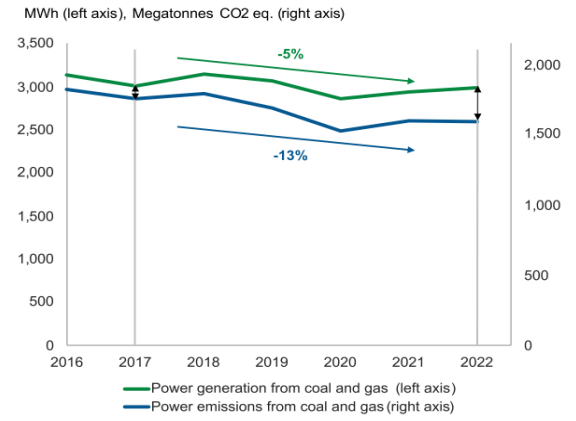
자료: Rystad Energy, 대신증권 Research Center

미국 석탄, 가스 전력 믹스 추이



자료: Rystad Energy, 대신증권 Research Center

석탄,가스 발전에 따른 CO2 배출량 추이



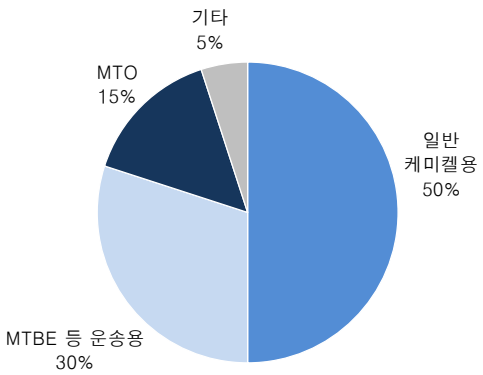
자료: Rystad Energy, 대신증권 Research Center

다양한 천연가스의 활용방안

메탄 → 메탄올 추진선의 활용

- 운송용 연료의 경우, 메탄올 〉 천연가스 〉 벙커C유. 에너지 전환에 필요한 선결 조건은 경제성의 확보. 메탄올은 현재 중국을 제외하면 모두 천연가스에서 유래. 천연가스 투자를 통해 값싼 천연가스 공급 시, 값싼 메탄올 연료 공급 가능
- 글로벌 메탄올 제조업체 메타넥스 따르면, 22A 기준 글로벌 메탄올 수요는 88백만톤. 만약, 현재 운영되는 모든 선박들을 메탄올추진선으로 개조시, 필요한 메탄올은 약 4 ~ 5억톤으로 추정. 친환경 선박전환에 따른 투자 기회 존재
- 메탄올은 또, 수소, 배터리와 비교해 인프라 구축에 필요한 비용 저렴. 선박추진용 연료에 적합함

부문별 글로벌 메탄올 수요



자료: Metanex, 대신증권 Research Center

메탄올 추진 선박 특징

※ 벙커C유 비교시	
황산화물SOx	99%
질소산화물NOx	80%
온실가스	25%
※ LNG 비교시	
상온 및 일반 대기압 저장 가능	

자료: European Sustainable Shipping Forum, 대신증권 Research Center

연료별 인프라 구축에 필요한 비용

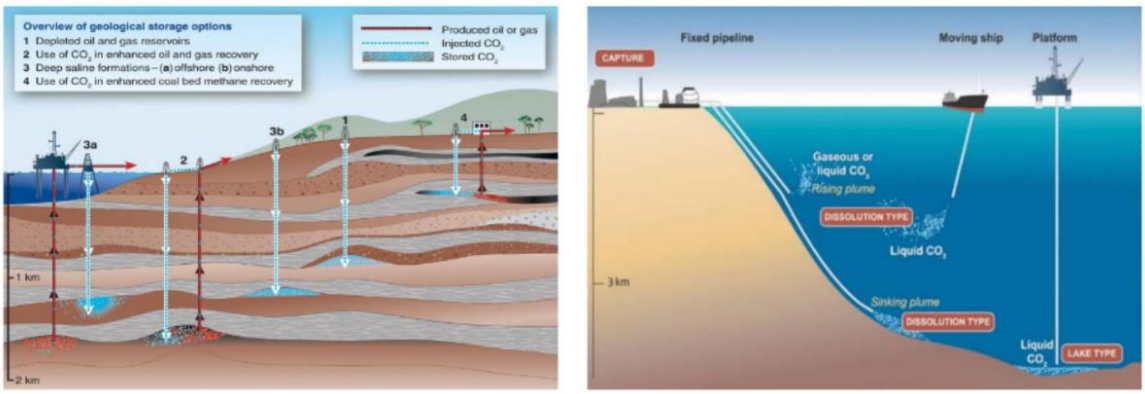
자료: BIMCO, 대신증권 Research Center

CCS - 저탄소 LNG와 블루수스를 위한 전제조건

CCS를 통한 블루수소 생산

- CCS는 대기중에 존재하는 이산화탄소를 폐가스정 등에 저장하는 기술. 이를 통해 천연가스, 석유의 생산시에 발생하는 CO2 발생량을 최소화 가능
- 수소는 생산방법에 따라 그레이수소, 블루수소, 그린수소로 나뉨. 블루수소는 CCS를 통해 수소를 저장하는 기술로 신재생을 통해 생산하는 그린수소 대비 30 ~ 40% 가량의 비용이 저렴. 그린 수소 대비 경제성이 뛰어나 신재생 + 수소로의 전환이 되기 전 디딤돌 역할을 하게 될 것

CO2 저장기술 개념도



자료: IPCC(2005), 한국에너지기술연구원, 대신증권 Research Center

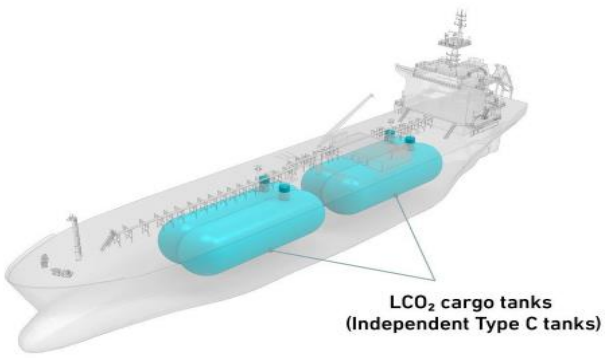
생산방법에 따른 수소의 종류

자료: SK E&S, 대신증권 Research Center

CCS가 만드는 기회 – LCO2운반선, 시추선

- CCS는 심해 유전층 및 폐유전층을 이용함. 포집 이후, 외부 충격 등에 의해서 CO2가 새나가면 안되는 문제로 인해서, 저장할 수 있는 지역이 한정적. CCS를 이용해 천연가스를 생산했더라도 이를 가져와서 블루수소 제조시에 이산화탄소 발생. CO2를 운반시킬 운반선이 필요
- 해외에서는 미쓰이 중공업이 LCO2 운반선 수주. 국내에서는 현대중공업이 LCO2 운반선 수주 받음. 조선사에 새로운 기회가 될 것. CO2 포집 및 저장에 유리한 지역을 찾기 위한 시추선 수요가 더해질 수 있어 드릴쉽 용선업체들에게도 기회가 될 것

LCO2 운반선



APPROVAL in PRINCIPLE
BAPE/21/801302 rev. 02

At the request of:

MITSUBISHI SHIPBUILDING

BUREAU VERITAS MARINE & OFFSHORE, (hereinafter referred to as the "Society"), acting within the scope of the Bureau Veritas Marine & Offshore General Conditions ("), declares hereunder that the design of the:

LCO2 Type C tank

is Approved in Principle, with respect to the aim of the Classification as defined in Part A, chapter I of the latest edition of Bureau Veritas Rules for the Classification of Steel Ships and in the conditions stated in Annex 1. The present Approval in Principle (hereinafter referred as "AiP") is referring to the general options chosen by the designer and is based on the documents listed in Annex 2.

The validity of this approval may have to be reconsidered in case of any major modification likely to invalidate the design principles shown on the documents listed in Annex 2. The approval would become null and void should BUREAU VERITAS MARINE & OFFSHORE not be kept informed of such modifications.

This AiP is an opinion given by the Society at its sole discretion on a design or any technical element that would 'in principle' be acceptable to the Society. This shall not presume on the final issuance of any Certificate or on its content in the event of the actual issuance of a Certificate. This AiP shall only be an estimate given by the Society which shall not be held liable for it.

Issued at Paris, on 30 June 2021

D. SELLON
Head of DA Sale section

자료: Misubishi heavy industries, 대신증권 Research Center

세계 CO2 저장 후보지역 및 저장 가능 잠재량

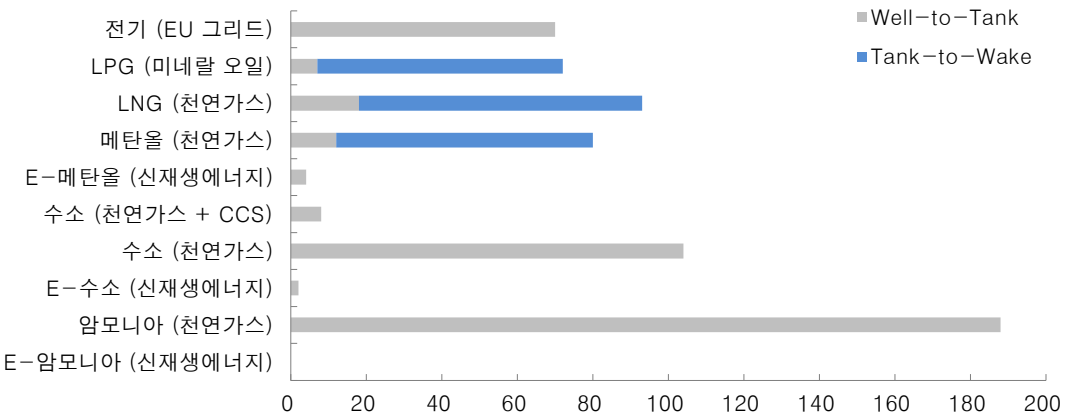
자료: GCS(2020), Global Status of CCS 2020, 대신증권 Research Center

그럼에도 신재생에너지로의 전환을 필요

연료별 이산화탄소 배출량을 고려시, 신재생의 필요성 여전히 높음

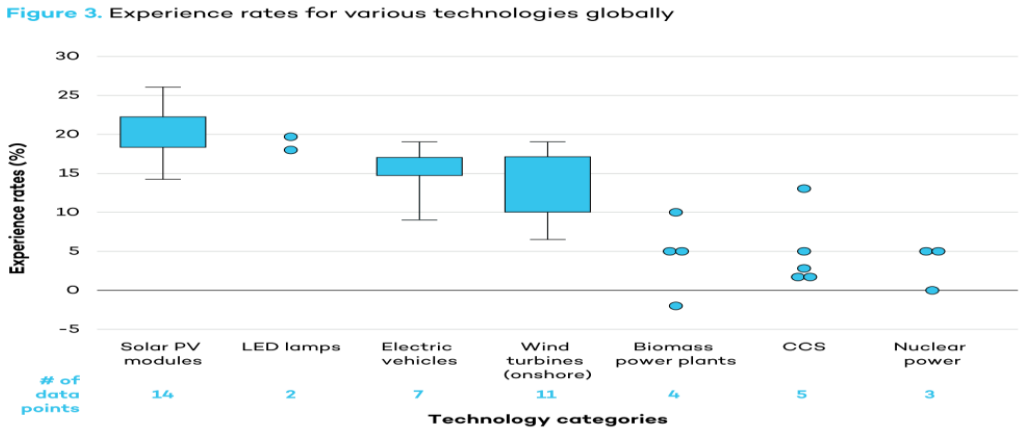
- CCS를 통한 천연가스 대량 생산은 현 시점에서 탄소배출량을 줄이면서 에너지를 사용하는 중간 합의점이 될 것으로 전망. 그럼에도 한계는 존재. 메탄올 등으로 전환한다고 하더라도, 탄소 배출량에 있어서 신재생에너지 대비해서 여전히 열위에 있기 때문
- 다만, 주목해볼점은 CCS를 통해 수소를 생산시, 일반 천연가스를 통해 하는 것과 비교해서 현저히 낮은 이산화탄소 배출량을 기록함
- CCS의 다른 한계는 개별성이 강한 기술로써 경험 비율이 신재생 대비 더딘 기술에 속함. 이는 신재생은 대량 생산등을 통해 생산 단가를 적극적으로 낮출 수 있는 반면, CCS는 제한적이기 때문

연료별 이산화탄소 배출량



자료: BIMCO, 대신증권 Research Center

기술별 경험 비율



자료: 대신증권 Research Center

만약, 가스 투자가 없다면, 미국 가스정 업체에 투자하자

미국 가스 가격의 글로벌 가격으로의 수렴 현상이 나타날 것

- 당사 전망과 달리, 에너지 부문의 대규모 투자가 이뤄지지 않을 가능성도 존재함. 이렇게 될 경우, 미국의 가스정 보유 업체들에 투자하는 아이디어 유효. 글로벌 LNG가격은 미국, 유럽, 일본과 비교했을 때, 미국이 1/3 수준으로 현저히 저렴한 수준에 머무름. 이는 셰일 혁명에 따른 것
- 미국은 현재 자국내 석탄발전의 가스 전환에 따른 수요. 유럽 및 아시아 등 지역에 적극적인 수출에 따른 물량으로 신규 유정 투자가 없다면, 가스 수요 〉 공급이 중장기적으로 이뤄질 것으로 예상됨. 이렇게 된다면, 현재는 셰니에르 에너지 등 미국 수출 터미널 업체들뿐 아니라 가스정 보유 업체들의 가치 상승에 따른 수혜가 예상됨

지역별 LNG 가격 현황

자료: 산업자료, 대신증권 Research Center

미국 천연가스 관련 업체들 (단위 : $ Mill)

업체명	티커	시가총액	유동비율	부채비율	TTM 매출	TTM 영익	TTM 순익	ROE	P/E	P/B
Cheniere Energy	LNG	$ 40.3 Bill	133%	433%	$24,656	$19,765	$12,441	859%	3.4	9.9
Chesapeake Energy	CHK	$ 10.3 Bill	156%	21%	$10,090	$3,792	$5,363	66%	14.8	1.01
Gulfport Energy	GPOR	$ 2.31 Bill	73%	33%	$1,772	$954	$1,172	181%	-	1.17
W&T Offshore	WTI	$ 550 Mill	115%	1366%	$714	$204	$124	-	9.37	18.3
Range Resources	RRC	$ 7.94 Bill	93%	52%	$3,085	$1,039	$1,345	49%	10.4	2.3
Antero Resources	AR	$ 7.73 Bill	29%	68%	$4,968	$1,076	$878	15%	8.73	1.13
Oxydental Petrolium	OXY	$ 53.7 Bill	93%	71%	$29,304	$7,450	$4,447	19%	11.63	2.55
EQT Corp	EQT	$ 16.0 Bill	59%	42%	$6,271	$1,994	$2,945	25%	9.6	1.13

자료: 대신증권 Research Center

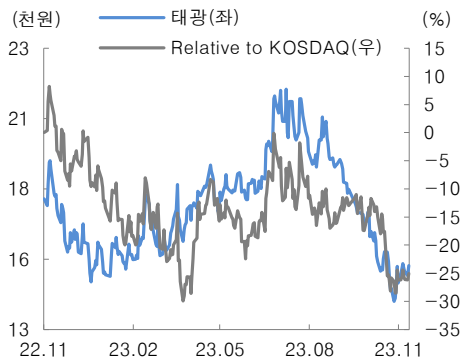
태광 (23160)

정책 변화, 중동향 수주 따라 증익 흐름 이어갈 것

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	24,450원 유지
현재주가 (23.11.29)	15,040원

KOSDAQ	822.44
시가총액	399십억원
시가총액비중	0.1%
자본금(보통주)	13십억원
52주 최고/최저	21,550원 / 14,000원
120일 평균거래대금	39억원
외국인지분율	16.61%
주요주주	대우인터내셔날 외 10인 45.63% 국민연금공단 8.23%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.8	-22.6	-15.2	-14.5
상대수익률	-9.1	-13.8	-12.4	-24.8



- 2023년 실적 부진. 이유는 수주 부진 따른 것. 이는 동사의 경우, 수익성 위주의 정책으로 고객사와의 협상 중 일부 물량 수주 이연됨에 따른 것.
- 2차전지 기자재 업체인 HYTC의 부진 일부 있으나, 본업의 수익성은 지속 유지 되는 중
- 사우디 자푸라 2nd 확장 프로젝트 – 60억 달러 규모, 파드힐 가스전 40억 달러 규모, 카타르 Ruya – 40억 달러 규모 등 사우디를 중심으로 한 대규모 프로젝트 및 예정되었던 S-oil 샤힌 프로젝트 등 수주 따른 수혜 전망
- 신재생에너지사회로의 전환의 속도조절 나타날 것. 당사는 가스 대규모 투자를 통해 탈탄소 & 경제성의 중간 합의점을 찾을 것으로 전망
- 고수익성 부문인 해양플랜트 부문의 수주 및 원전 수주에 따른 수익성 개선으로 마진율 개선 흐름 이어질 것
- 24년 예상 BPS에 목표 P/B 1.1배를 적용한 24,450원을 목표주가로 제시. 투자의견 매수 유지

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	185	250	310	326	359
영업이익	16	45	60	65	73
세전순이익	22	47	64	69	76
총당기순이익	19	37	50	54	60
지배지분순이익	15	36	49	53	59
EPS	588	1,383	1,903	2,057	2,282
PER	18.4	11.6	7.6	7.0	6.3
BPS	16,458	18,117	19,808	21,650	23,712
PBR	0.7	0.9	0.7	0.6	0.6
ROE	3.5	7.8	9.8	9.7	9.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 태광, 대신증권 Research Center

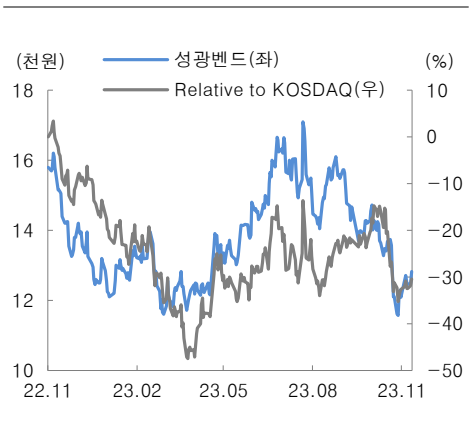
성광벤드 (014620)

북미 정책 변화에 따른 가장 큰 수혜 보일 것

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	20,500원 유지
현재주가 (23.11.29)	12,650원

KOSDAQ	822.44
시가총액	362십억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	17,100원 / 11,570원
120일 평균거래대금	55억원
외국인지분율	11.24%
주요주주	안재일 외 4인 35.62% 국민연금공단 6.34%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.0	-13.3	-3.5	-15.4
상대수익률	-13.8	-3.5	-0.3	-25.6



- 2H23 기대되었던 수주물량들이 일부 이연 됨에 따라서 예상대비 부진한 수주와 매출을 기록함. 이는 수익성 위주의 정책과 이에 따른 고객사와의 협상 지연에 따른 것
- 24년의 경우, 북미향 Port Arthur 105억 달러, Plaquemines 85억 달러, Rio Grande 100억 달러 등 대규모 프로젝트 수주에 따른 실적 개선 기대됨
- 또, 북미의 경우 대선 이후, 정책 변경이 예상됨에 따라 주요 에너지 기업들의 에너지 부문 투자가 정체되어 있는 상황. 현재 친환경 정책 속도조절론이 부각되고 있는 만큼, 당사 전망대로 흘러갈 시, 큰 폭의 수혜를 예상함
- 해양플랜트 수주 및 신규 원전 수주에 따라 고수익성 부문 수주로 인해 마진율 개선 나타날 것으로 기대됨
- 24년 예상 BPS 20,500에 목표 P/B 1배를 적용한 20,500원을 목표주가로 제시. 투자의견 매수 유지

(십억원, 원, %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	137	244	252	275	308
영업이익	-8	27	48	54	60
세전순이익	-4	51	71	77	84
총당기순이익	-1	39	55	59	64
지배지분순이익	-1	39	54	58	63
EPS	-44	1,405	1,928	2,087	2,262
PER	NA	9.4	6.3	5.8	5.4
BPS	15,192	16,495	18,280	20,220	22,332
PBR	0.5	0.8	0.6	0.6	0.5
ROE	-0.3	8.7	10.8	10.6	10.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 성광벤드, 대신증권 Research Center

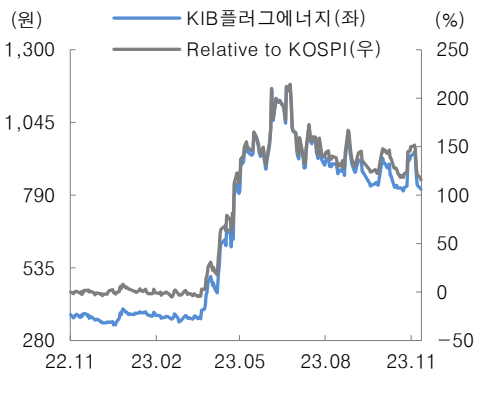
KIB플러그에너지 (015590)

열교환기 다음은 수소 밸류체인으로

투자의견	N.R
목표주가	N.R
현재주가 (23.11.29)	812원

KOSPI	2519.81
시가총액	192십억원
시가총액비중	0.01%
자본금(보통주)	119십억원
52주 최고/최저	1,179원 / 334원
120일 평균거래대금	50억원
외국인지분율	1.30%
주요주주	케이아이비패밀리블라인드 외 5인 23.26% 케이아이비큐로인수목적제2차 13.32%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.7	-9.9	-14.1	125.0
상대수익률	-13.9	-9.1	-12.8	114.9



- 열교환기 주로 제조 납품하고 있는 화공기기업체. 열교환기는 정유, 화학 등 플랜트 투자시 들어가는 필수 화공기자재. 저유가 기가동안 공급자 축소로 인해 공급자 우위 시장
- 동사는 Linde로 부터 그린/블루수소용 암모니아 제조용 열교환기 수주. 수소용 열교환기는 화공용 대비 ASP가 3 ~ 5배 가량 비싼 것으로 알려져 수소 인프라 투자 늘어날 수록 별도부문 실적 추가적인 개선 기대
- 폐플라스틱 활용 수소연료전지 사업 입찰. 25년까지 100MW규모로 확대 계획. 20Mw당 350억원 매출과 73억원의 영업이익 기대. 올해 ~ 내년까지 20 ~ 60MW의 연료전지 시설 착공 준비 중
- 범한자동차 인수 통해 24년부터 전기버스 납품 예상. 현재 지분율 50%로 지분법 손익으로 손익에 반영될 예정. 전기버스 이후에는 수소버스 납품까지 계획
- 수소버스는 전기버스 대비 2배 이상의 단가 보유

(십억원, 원 , %)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	125	81	106	127	146
영업이익	9	-15	13	12	14
세전순이익	2	-14	10	10	13
총당기순이익	1	-13	11	9	11
지배지분순이익	1	-13	11	9	11
EPS	6	-57	49	38	47
PER	107.2	NA	7.0	21.7	17.3
BPS	482	425	475	517	558
PBR	1.3	1.1	1.7	1.6	1.5
ROE	1.3	-12.7	10.9	7.6	8.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: KIB플러그에너지, 대신증권 Research Center

의료기기: 24년에도 증익이 기대되는 미용과 덴탈

고령화와 만성 질환 증가, 미용에 대한 관심 증가로 24년 K-의료기기 성장 모멘텀 지속

- 고령화와 미용에 대한 인식 변화 등의 요인으로 의료기기 수요 지속 전망. 국내 기업들은 덴탈과 미용 분야에서 중저가 밸류 세그먼트를 앞세워 높은 성장성을 보이고 있음. 수출 비중이 높고 영업 레버리지 효과를 보여주고 있는 덴탈과 미용 기업들의 이익 성장은 내년까지 지속될 전망
- [덴탈] 23년 3분기까지의 실적은 부진. 다만, 수출입 데이터 부진에도 실제 수출 매출은 다르다는 점을 확인한 점은 긍정적. 비상장 기업이 된 오스템임플란트는 3분기 역대 최대 실적을 달성한 바 있음. VBP 단가 인하 우려, 중국 경기 침체로 내려간 밸류에이션이 24년에는 점차 회복될 전망
- [미용] 23년 3분기까지 실적은 전체적으로 양호. 아직 낮은 침투율의 글로벌 미용 시장 성장성은 내년에도 지속될 것. 24년은 특히 주사 미용(톡신, 필러)의 본격적인 외형 성장과 비용 효율화 효과 기대. 미용기기 업체들의 경우 외형 성장과 OPM 개선이 지속될 수 있는 지 지켜봐야 할 필요가 있음
- [진단] 코로나 이후 실적 회복을 보여주지 못하고 있음. 그러나 2H24 실적 턴어라운드 관점에서 영업이익 흑자 전환 모멘텀 존재. Non-COVID 매출이 성장하면서 비용 관리가 되는 기업에 주목
- [기타] 당뇨, 관절, 렌즈, 창상피복재 등 24년 실적 성장 모멘텀이 있는 기업들에 주목 필요

당사 Universe 의료기기 기업 실적 전망 및 투자의견 (단위: 십억원,%,배)

종목	덴티움		바텍		메디톡스		인터로조	
투자의견	BUY		BUY		BUY		BUY	
목표주가	170,000원		50,000원		370,000원		49,000원	
현주가(11/29)	128,000원		32,250원		223,500원		30,350원	
Upside	35.8%		54.3%		65.5%		70.1%	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	382	444	390	434	216	268	140	166
영업이익	122	150	74	79	29	72	40	51
OPM	32.0	33.8	18.8	18.2	13.4	26.9	28.8	30.9
%yoy	-2.7	22.9	-7.7	7.4	-37.7	147.8	-10.5	24.0
순이익	94	120	70	71	24	58	28	39
ROE	22.4	23.0	17.7	15.3	5.4	12.3	14.2	17.4
PBR	3.0	2.4	1.1	1.0	3.9	3.5	1.8	1.6
PER	13.4	10.4	6.8	6.7	71.3	29.1	13.4	9.7

자료 : 대신증권 Research Center

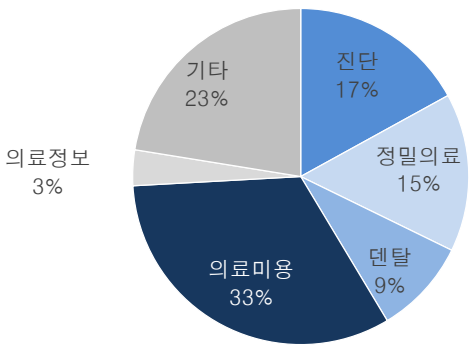
주요 의료기기 섹터별 실적 추이

(단위: 십억원,%)

		2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	덴탈	813	719	966	1,121	1,230	1,415
	주사미용	573	559	682	795	960	1,130
	미용기기	183	182	273	399	540	715
	기타	568	600	753	871	923	1,074
영업이익	덴탈	147	113	183	236	271	338
	주사미용	126	91	199	240	286	379
	미용기기	41	48	96	146	219	310
	기타	115	103	156	160	152	214
영업이익률	덴탈	18.1	15.7	19.0	21.1	22.0	23.9
	주사미용	22.0	16.3	29.1	30.2	29.8	33.5
	미용기기	22.7	26.4	35.1	36.7	40.5	43.3
	기타	20.2	17.2	20.7	18.3	16.4	19.9
영업이익 성장률	덴탈	41.5	-23.3	62.7	28.8	14.7	24.7
	주사미용	-23.6	-27.8	118.1	20.9	19.3	32.4
	미용기기	143.8	16.1	99.0	52.6	49.5	41.7
	기타	19.3	-9.8	50.9	2.3	-5.0	40.8

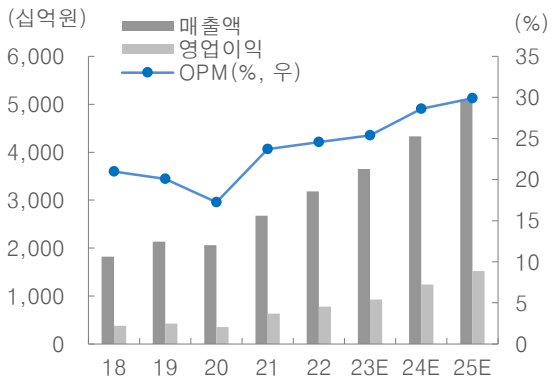
주: 컨센서스가 존재하는 의료기기 주요 19개 종목의 합
자료: 대신증권 Research Center

국내 의료기기 기업 실적 전망



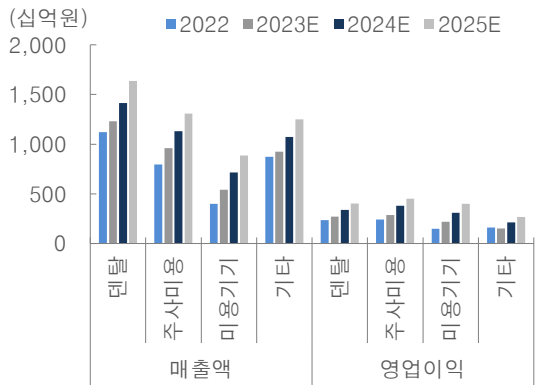
주: 23.11.24 기준
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

국내 의료기기 섹터 실적 전망



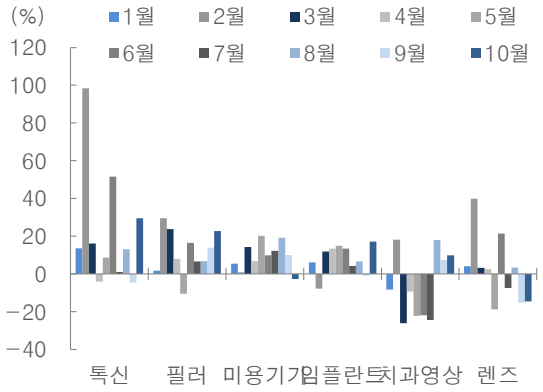
주: 컨센서스가 존재하는 의료기기 주요 19개 종목의 합
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

국내 의료기기 섹터별 실적 전망



주: 컨센서스 존재하는 주요 19개 기업 기준
자료: 대신증권 Research Center

주요 수출입데이터 월별 YoY 성장률 추이



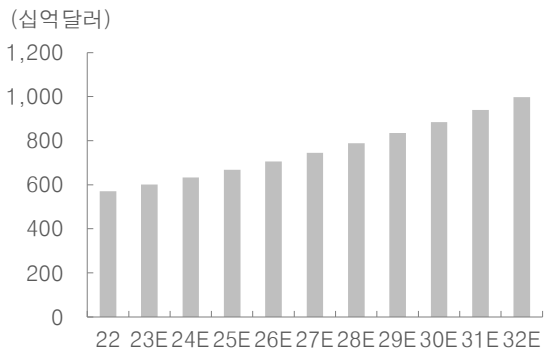
자료: 대신증권 Research Center

글로벌 의료기기 시장에 진출하는 것이 중요

의료기기 시장 규모: 글로벌 5,700억 달러(약 744조원), 국내 약 12조원

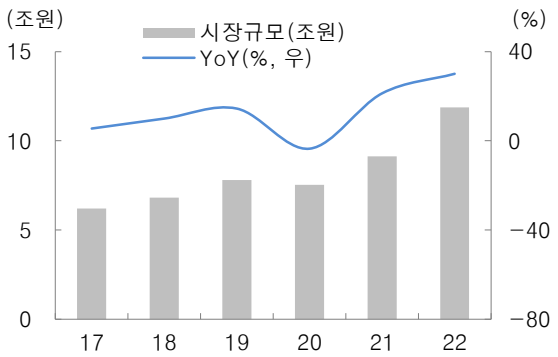
- 글로벌 의료기기 시장 규모는 22년 5,700억 달러에서 연평균 5.7% 성장하여 32년 약 9,969억 달러 전망. 미국 비중(25%)이 가장 높으나 성장성은 중국 등 신흥국이 높음. 국내 의료기기 시장 규모는 약 12조 원으로 글로벌 대비 낮아 내수 보다는 높은 수출 비중을 가진 기업들이 높은 멀티플 받음
- 소모품 비중이 높은 기업이 높은 이익률을 보이고 있음. 임플란트나 톡신과 같이 그 자체가 소모품의 역할을 하는 경우와, 에너지 기반 미용기기처럼 장비와 함께 소모품 매출을 낼 수 있는 기업에 주목
- 역사적으로 시가총액이 높았던 분야는 2015년 이후 주사미용(톡신, 필러), 2020년 이후 코로나19 진단 기업, 그리고 현재는 미용 기업들이 시가총액 상위를 차지하고 있음

글로벌 의료기기 시장 규모 전망



자료: PrecedenceResearch, 대신증권 Research Center

국내 의료기기 시장 규모 추이



자료: 대신증권 Research Center

국내 의료기기 기업 시가총액 기준 TOP 10 (연도별)

	2023.11	2022	2021	2020	2019	2018	2017
1	클래시스	에스디바이오센서	에스디바이오센서	씨젠	메디톡스	메디톡스	메디톡스
2	휴젤	오스템임플란트	씨젠	휴젤	휴젤	휴젤	휴젤
3	메디톡스	휴젤	오스템임플란트	메디톡스	클래시스	오스템임플란트	케어젠
4	케어젠	케어젠	휴젤	클래시스	케어젠	케어젠	씨젠
5	덴티움	씨젠	한국비엔씨	이오플로우	씨젠	덴티움	오스템임플란트
6	에스디바이오센서	클래시스	클래시스	엑세스바이오	디오	지노믹트리	덴티움
7	루닛	덴티움	메디톡스	케어젠	오스템임플란트	디오	파마리서치
8	파마리서치	메디톡스	엘앤씨바이오	엘앤씨바이오	덴티움	씨젠	인바디
9	씨젠	파마리서치	파마리서치	오스템임플란트	지노믹트리	뷰웍스	디오
10	제이시스메디칼	제이시스메디칼	덴티움	파마리서치	바텍	테라젠이텍스	바텍
	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
1	메디톡스	메디톡스	메디톡스	씨젠	씨젠	씨젠	씨젠
2	휴젤	오스템임플란트	씨젠	메디톡스	메디톡스	제이브이엠	오스템임플란트
3	씨젠	케어젠	아이센스	아이센스	오스템임플란트	세운메디칼	파나진
4	케어젠	씨젠	오스템임플란트	오스템임플란트	제이브이엠	마크로젠	바텍
5	오스템임플란트	인바디	인바디	제이브이엠	뷰웍스	테라젠이텍스	제이브이엠
6	디오	바디텍메드	바텍	뷰웍스	테라젠이텍스	오스템임플란트	메디톡스
7	뷰웍스	파마리서치	제이브이엠	엑세스바이오	마크로젠	인바디	테라젠이텍스
8	바텍	휴젤	뷰웍스	인터로조	바텍	메디톡스	디오
9	바디텍메드	바텍	엑세스바이오	테라젠이텍스	휴비츠	휴비츠	신흥
10	인터로조	휴메딕스	세운메디칼	바텍	인터로조	바텍	셀루메드

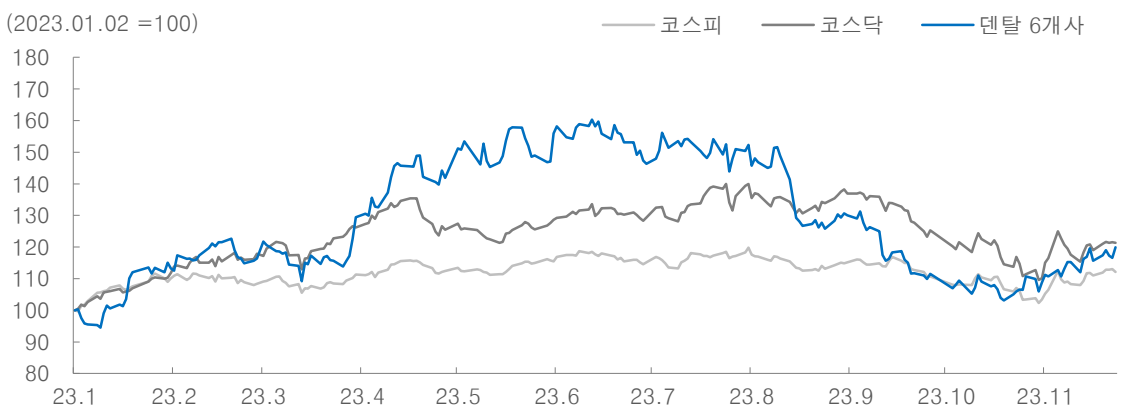
자료 : 대신증권 Research Center

글로벌 덴탈 시장의 성장은 지속

덴탈: 주가 저평가 구간, 내년 중국 중심으로 증익 기대. 치과영상은 명확한 성장 모멘텀 필요

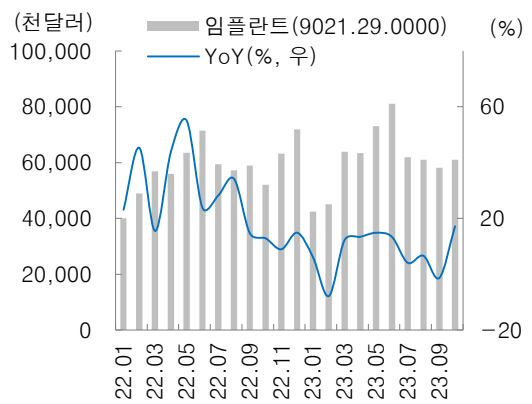
- 2023년 하반기 국내 덴탈 기업들의 주가 약세. 해외 경쟁사 대비 상대적으로 부진한 실적 및 중국 경기 둔화 우려에 기인. 그러나 국내 덴탈 업체들의 영업이익률(OPM)과 이익 성장률(OP Growth)은 여전히 해외 Peer 대비 높음에도 불구하고 낮은 밸류에이션은 지속. 당사는 24년에도 덴탈 업종의 이익 성장은 지속될 수 있다고 판단되어 현 시점에서의 가격 메리트는 존재한다고 판단
- **[임플란트]** 지속되는 고령화로 인해 임플란트에 대한 수요는 계속해서 증가할 것으로 판단되며 전 세계적으로 임플란트 보급률은 아직 낮아 시장 성장 가능성 높음. 국내 덴탈 의료기기 업체들은 가성비를 바탕으로 성장성이 높은 신흥국 시장에서 높은 시장 점유율 기록. 주력 시장인 중국 치과 시장은 아직 초기 단계에 있으며, 2030년까지도 높은 성장률을 보일 것으로 전망. 중국에서는 치과 인프라(의사 및 병원)가 절대적으로 부족하여 임플란트와 같은 시술의 침투율이 낮은 상황
- 2024년에는 중국 치과 인프라(병원과 의사의 수)의 개선과 환자 부담금 감소(VBP 등)로 임플란트 보급률이 증가할 것으로 예상. 이에 따라 중국과 같은 신흥국 시장에서 높은 점유율을 확보한 국내 임플란트 관련 기업들의 실적 성장은 내년에도 지속될 것으로 전망
- 임플란트 관련 중국 경기 회복의 수혜를 직접적으로 받아 안정적 실적 성장이 기대되는 덴티움 추천
- **[치과영상]** 중국 내 로컬 업체들의 경쟁력 강화로 인해 국내 치과 영상 기기 업체들의 중국 실적은 내년에도 부진할 것으로 예상. 치과 영상 기기(예: X-ray, CT)는 고가의 장비이므로, 최종 사용자인 의사들이 렌탈이나 금융 서비스를 활용하는 경우가 많음. 따라서 최근 고금리 상황은 이러한 장비의 수요 감소에 영향
- 밸류에이션 측면에서는 저평가되어 있다고 판단되나, 최근 3년간 저평가 상태를 지속하고 있었음. 리레이팅을 위해서는 명확한 성장 모멘텀이 필요하다고 판단하여 보수적인 입장을 유지

2023년 주요 덴탈 기업 주가 추이



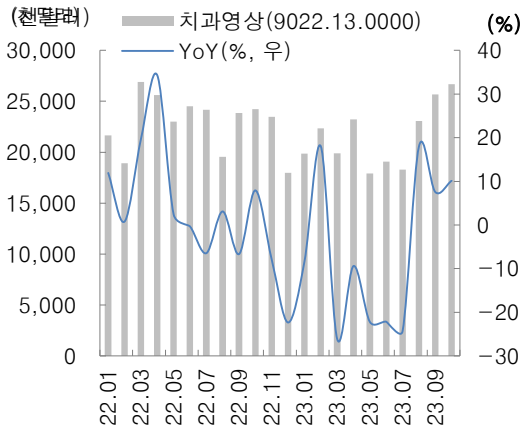
자료: 대신증권 Research Center

월간 임플란트 수출입 데이터 추이



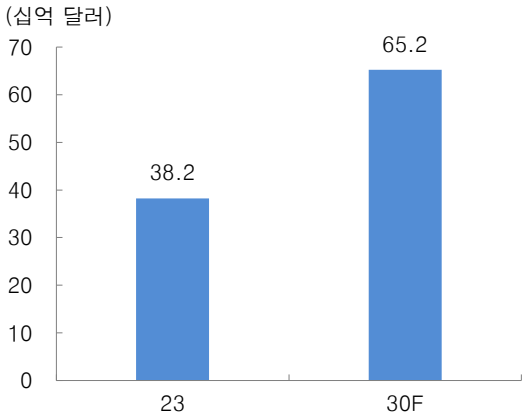
자료: 관세청, 대신증권 Research Center

월간 치과영상 수출입 데이터 추이



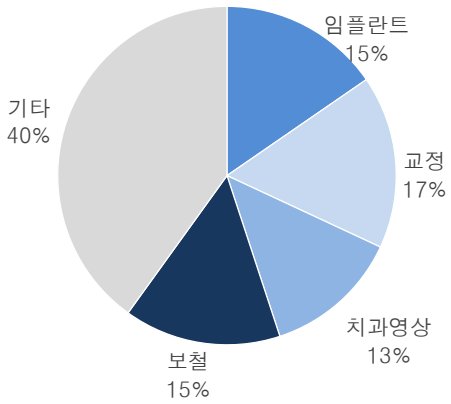
자료: 관세청, 대신증권 Research Center

글로벌 덴탈 시장 규모



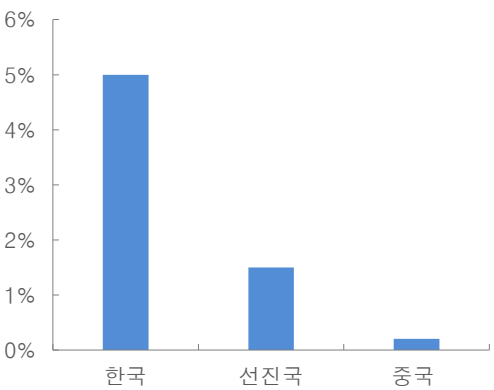
자료: Fortune Business Insights, 대신증권 Research Center

글로벌 덴탈 시장 구성 비중



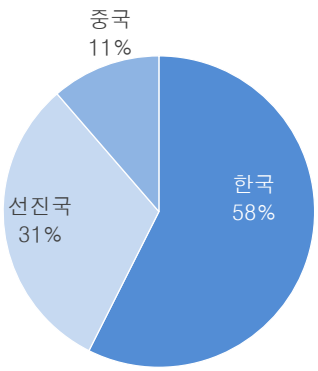
자료: Grandview Research (2022), 대신증권 Research Center

국가별 임플란트 식립율 비교



자료: 대신증권 Research Center

중국 임플란트 VBP 지역별 수요 비중



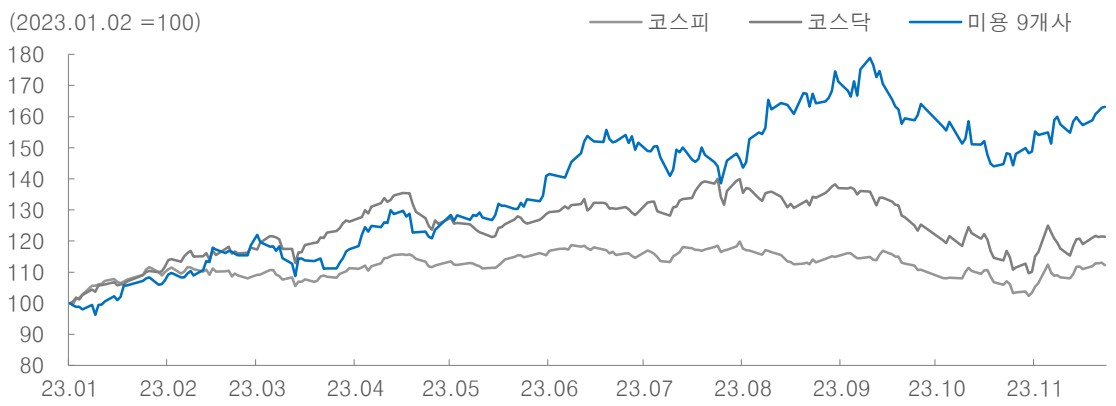
자료: 쓰촨성 의료보장국, 대신증권 Research Center

미용에 대한 수요는 꺾이지 않는다

의료미용: 일견 고평가로 보이지만 그만큼 높은 성장성을 감안하자

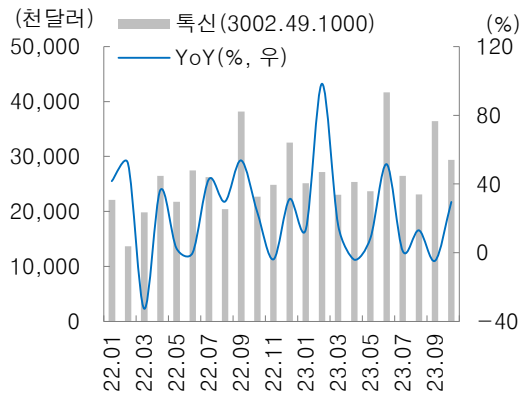
- 2023년 국내 미용 업체들의 주가 강세. 미용 시술이 기존 성형 수술에 비해 가파른 성장세를 나타내고 있으며 국내 기업들이 높은 외형 성장과 높은 영업 이익률을 달성함에 기인
- 2024년 글로벌 의료미용 시장에서 최소침습적 및 비침습적 시술의 성장은 지속될 전망. 전 연령대와 성별에 걸쳐 최소/비침습 미용 시술에 대한 수요 지속. 성장 근거는 높은 재시술률, 아직 미용 시술을 경험하지 않은 소비자층의 존재(예: 남성), 그리고 아직 개척되지 않은 해외 시장(중국, 동남아, 남미 등)으로의 수출 확대 등
- **[주사 미용]** 글로벌 시장 주사 미용(보툴리눔 톡신, 필러, 스킨부스터 등) 시장 규모는 미용기기 대비 훨씬 큼. 특히 미용 뿐만 아니라 치료 목적으로도 활용되는 톡신의 글로벌 시장 수요는 지속 성장. 애브비의 보톡스가 시장을 선도하고 있는 상황에서, 가성비 있는 국산 톡신에 대한 수요도 여전히 존재
- **[미용 기기]** 글로벌 미용 의료기기 시장의 절대적인 시장 규모 자체는 크지 않음(약 7.4조원) 주목해야 할 점은 높은 성장성. 연평균 13.7%의 성장률을 보여 '30년에는 약 21조 원에 달할 것으로 전망. 비수술적 타이트닝 시술은 전체 미용성형 시술 중에서 6%를 차지하며 여전히 낮은 침투율
- 국내 미용기기 업체들은 가성비가 높은 제품을 기반 시장 포지셔닝. 핵심은 GPM이 60-70%대인 장비 매출과 80-90%대인 소모품 매출을 기반으로 평균 영업이익률이 30%를 넘는 높은 수익성. 영업이익률은 신제품 개발에 따른 연구개발(R&D) 비용과 마케팅 비용 관리에 영향
- 당사는 미용기기 대비 주사 미용 업체들의 24년 실적 성장성이 더 돋보일 것으로 전망. 23년 미용기기 기업들은 대부분 호실적을 기록한 반면, 주사 미용 기업들은 중국 시장 부진 및 소송 비용 등으로 실적 부진. 따라서 24년 일회성 비용 요인이 개선되는 2024년 주사 미용의 실적 성장이 더 돋보일 것으로 예상. 소송 이슈를 넘어 본업 성장성이 본격화되는 메디톡스 추천

2023년 의료미용 기업 주가 추이



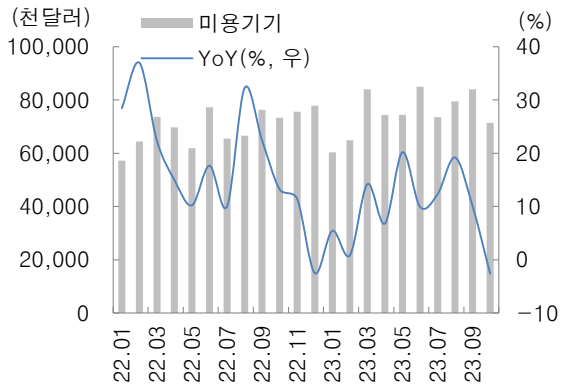
자료: 대신증권 Research Center

월간 톡신 수출입 데이터 추이



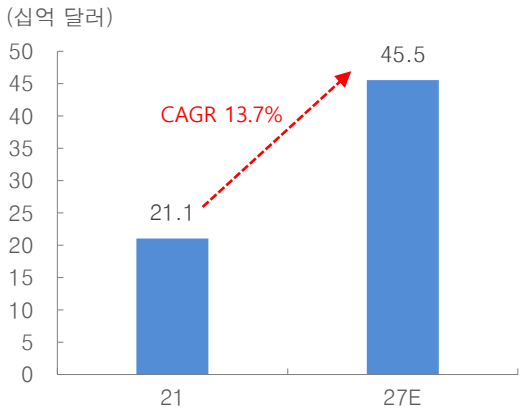
자료: 관세청, 대신증권 Research Center

월간 미용기기 수출입 데이터 추이



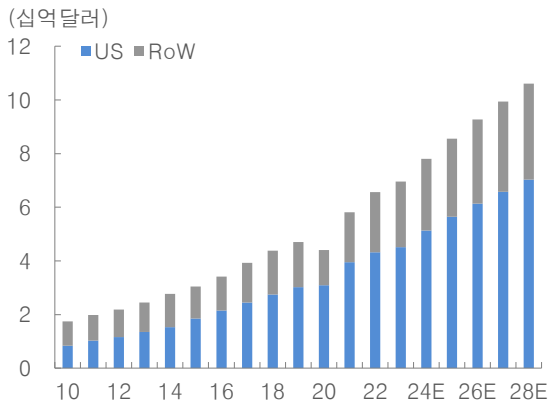
자료: 관세청, 대신증권 Research Center

글로벌 미용의료 시장 전망



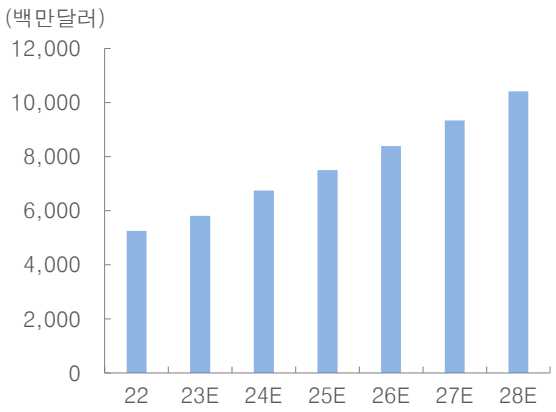
자료: Fortune Business Insights, 대신증권 Research Center

글로벌 보툴리눔 톡신 시장 전망



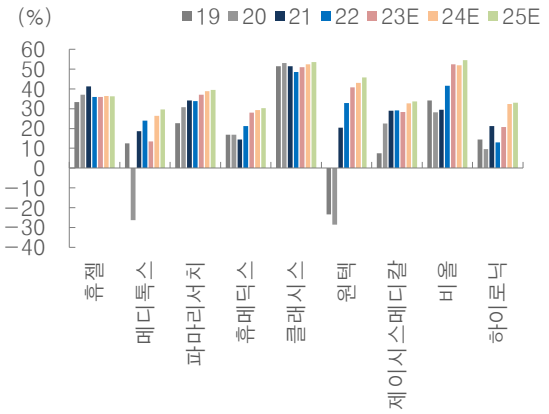
자료: Evaluate Pharma, 대신증권 Research Center

글로벌 에너지 기반 미용기기 시장 전망



자료: Mordor Intelligence, 대신증권 Research Center

국내 피부미용 업체 영업이익률 추이



자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

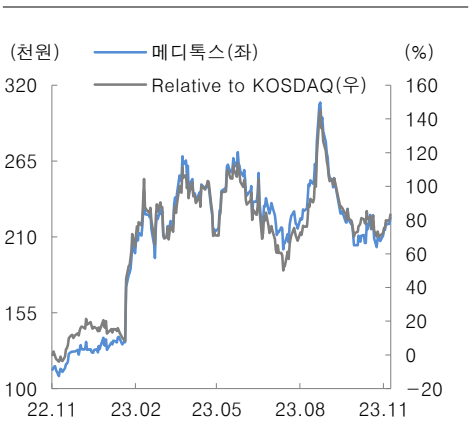
메디톡스 (086900)

한 개 분기 실적이 중요한 게 아니다

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	370,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	223,500원

KOSDAQ	822.44
시가총액	1,631십억원
시가총액비중	0.41%
자본금(보통주)	4십억원
52주 최고/최저	307,500원 / 111,778원
120일 평균거래대금	286억원
외국인지분율	8.08%
주요주주	정현호 외 8인 18.35%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.9	-5.5	-8.2	99.9
상대수익률	-3.6	5.3	-5.9	76.9



- 23년 상반기 실적 부진의 원인은 (1) 국내 메디톡신 → 코어톡스 스위칭, (2) MT10109L FDA BLA 준비 관련 2공장 가동률 감소, (3) 1Q23, 3공장 정기 보수 작업, (4) 2월 민사소송 승리 관련 일회성 지급수수료
- 3분기 탑라인 기준 분기 최고 수준. 영업이익 부진은 예상보다 많은 법무비용이 반영. 일회성 비용을 제외할 경우 영업이익은 당사 추정치 수준을 상회
- 4분기부터는 공장 가동률 상승과 지급수수료와 같은 일회성 비용 요인이 사라져 실적 개선 기대
- 동사 실적은 24~25년 사이에 빠르게 성장할 것으로 예상. 주요 성장 모멘텀은 뉴럭스 국내 시판(23.12), 뉴럭스 RoW 국가 진출(2H24), 액상형 톡신 MT10109L 미국, 유럽, 중동 진출(2025)
- 톡신 최대 Capa 약 2.6조원. 뉴럭스와 코어톡스 수출이 3공장에서 가능해지는 2024년 하반기부터 매출 퀀텀 점프. 일부 국가에서는 초과 수요로 병목 현상 존재

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	185	195	216	268	349
영업이익	34	47	29	72	105
세전순이익	128	50	33	77	105
총당기순이익	93	37	23	58	78
지배지분순이익	94	37	23	58	78
EPS	12,891	4,973	3,052	7,462	10,135
PER	10.7	25.7	71.3	29.1	21.5
BPS	54,696	57,510	57,767	63,924	73,205
PBR	2.5	2.2	3.9	3.5	3.1
ROE	29.4	8.9	5.4	12.3	14.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 메디톡스, 대신증권 Research Center

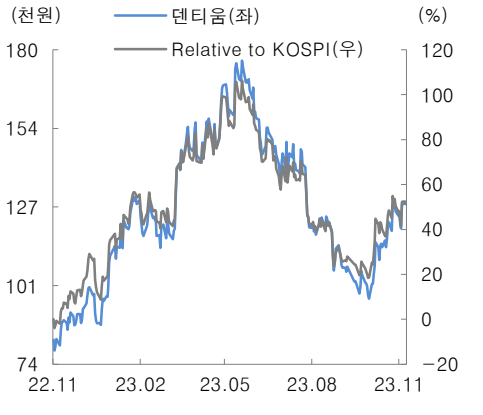
덴티움 (145720)

지금이 기회라고 봅니다

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	170,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	125,200원

KOSPI	2,519.81
시가총액	1,386십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	6십억원
52주 최고/최저	176,300원 / 85,600원
120일 평균거래대금	107억원
외국인지분율	18.77%
주요주주	정성민 외 10인 18.92% 국민연금공단 10.01%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.7	1.6	-21.6	46.3
상대수익률	-0.7	2.9	-20.4	41.2



- 3분기까지 실적은 수출입 데이터 상으로 실적 기대감이 낮았던 점을 감안하면 선방한 실적
- 3분기 해외 매출액 736억원(YoY+1%, QoQ-15%) 기록. 관세청 수출입 데이터상 3분기 수출금액이 2분기 대비 -48% 였음을 감안하면 우려 대비 선방한 실적으로 판단
- 4분기 러시아 이연 물량 반영 및 중국향 수출 회복 기대
- 24E 매출액 4,442억원(YoY+16%), 영업이익 1,504억원(YoY+23%, OPM 33.8%) 추정. 향후 중국 내 신규 개원의가 2선 도시 위주로 증가하며 패키징 판매 및 직판 비중 증가하여 양호한 성장세를 이어 나갈 전망
- 내년 2분기부터 VBP로 인한 가격(P) 감소 효과가 YoY로 사라지는 점 또한 긍정적
- 주가 측면에서는 KOSPI 200 편입 수급 모멘텀 존재. OPM 30%대의 고마진을 유지하고 있으며, 24년 증익이 가능한 기업임에도 최근 투심 악화로 저평가

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	292	356	382	444	535
영업이익	70	126	122	150	185
세전순이익	75	118	123	154	189
총당기순이익	55	86	94	120	148
지배지분순이익	55	86	94	120	148
EPS	5,013	7,776	8,477	10,879	13,343
PER	13.9	12.9	13.4	10.4	8.5
BPS	26,366	33,778	42,021	52,666	65,775
PBR	2.6	3.0	3.0	2.4	1.9
ROE	21.3	25.9	22.4	23.0	22.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 덴티움, 대신증권 Research Center

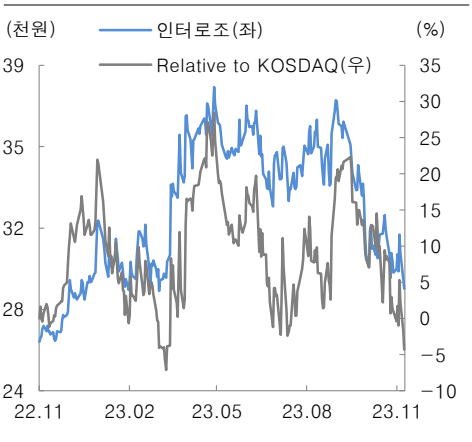
인터로조 (119610)

불황에도 꾸준한 성장, 지금이 관심 적기

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	49,000원 유지
현재주가 (23.11.29)	28,800원

KOSDAQ	822.44
시가총액	381십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	7십억원
52주 최고/최저	38,000원 / 26,300원
120일 평균거래대금	25억원
외국인지분율	7.01%
주요주주	노시철 외 24인 35.05% 국민연금공단 9.60%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.2	-19.9	-18.5	6.7
상대수익률	-14.6	-10.8	-16.5	-5.6



- 지속적인 외형 성장(매출액 15~22년 CAGR 11.4%)과 함께 높은 영업 이익률(OPM 20% 중후반)이 강점. (1) 신규 글로벌 유통망 확보 (2) 고마진의 실리콘 렌즈 매출 비중 증가 (3) 미국 시장 진출로 24년에도 성장은 지속될 것
- 글로벌 고객사 확보를 중심으로 15년 596억원에서 22년 1,269억원까지 연평균 11.4%로 성장. 3공장 가동률 증가와 주요 고객사와의 탄탄한 파트너쉽으로 상저하고 실적 개선 기대
- 2024년 주요 성장 원동력으로는 실리콘 하이드로겔 렌즈 품목 허가(4Q23) 및 시판(2H24), 아시아 국가 실리콘 컬러 렌즈 품목 허가(1H24). ODM/OEM 비즈니스 + 낮은 재료비로 영업 레버리지 효과 기대
- 제조사(공급가) 기준 글로벌 렌즈 시장의 규모는 약 12조원으로 추정, 동사의 글로벌 시장 점유율은 1%에 불과. 실리콘 하이드로겔 렌즈 판매 비중 증가로 수익성 개선 예상. 22년 실리콘 매출 비중 18% → 25년 30% 이상 전망

(십억원, 원 , %)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	117	127	140	166	197
영업이익	28	31	40	51	60
세전순이익	27	29	37	52	61
총당기순이익	19	24	28	39	46
지배지분순이익	19	24	28	39	46
EPS	1,589	1,941	2,258	3,133	3,659
PER	17.2	14.5	13.4	9.7	8.3
BPS	13,945	14,312	15,887	18,287	21,186
PBR	2.0	2.0	1.8	1.6	1.4
ROE	12.2	13.2	14.2	17.4	17.5

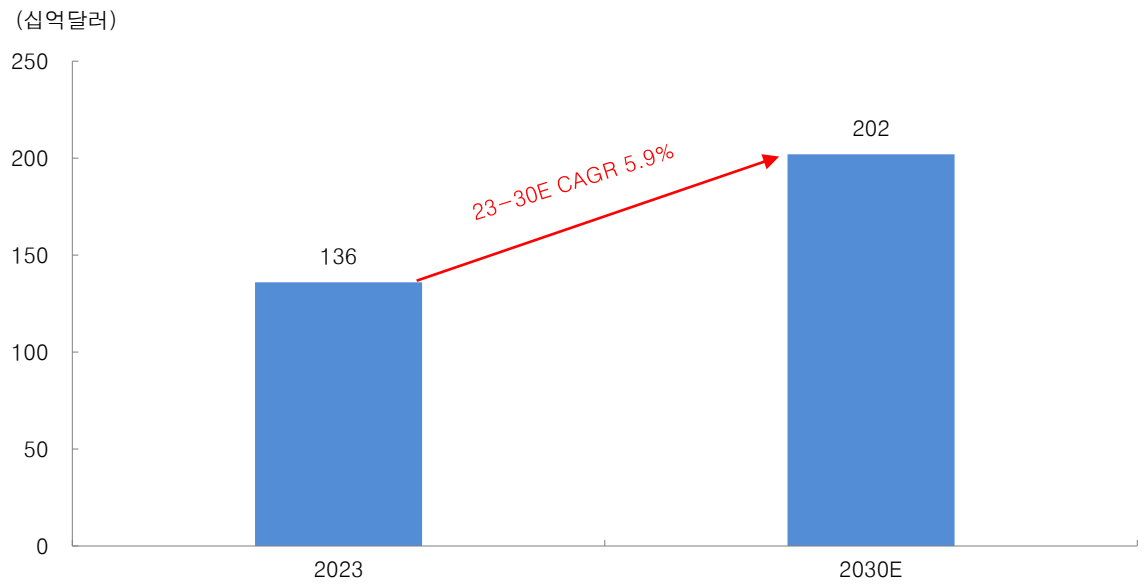
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 인터로조, 대신증권 Research Center

[디자인하우스] 성장배경

인공지능 확대가 만드는 디자인하우스 수요

- 인공지능 인프라 구축 경쟁은 규모의 경제 확보를 위한 대규모 데이터 센터 투자와 함께 해당 데이터 센터의 Cost/Performance 최적화를 위한 자체 반도체 설계 역량 확보로 연결되었고 ARM, Synopsys, Cadence 등 Chipless(IP/EDA) 업체의 역량 향상으로 귀결
- 다만 숙련된 설계팀이라도 독자적인 반도체 설계 과정 중 이미 존재하는 지적재산권을 피해야 한다는 난제가 존재. 이에 핵심 역량이 될 부분을 제외하고는 IP블록을 타 업체로부터 사용권을 구매하는 구조로 효율성을 극대화
- 이러한 변화로 Chipless 중에서도 IP 업체 역량이 향상되면서 제공할 수 있는 IP 종류가 확대되었고 이는 반도체 설계 진입장벽을 크게 낮추면서 신흥 팹리스가 새롭게 반도체 설계로 진입
- 폭증하는 팹리스와 반대로 디자인하우스는 파운드리의 기술 유출 우려에 따라 제한된 업체가 파트너십을 맺고 서비스를 제공. 삼성파운드리의 경우 DSP를 형성해 9개 디자인하우스와 파트너십을 맺고 있으며 TSMC는 VCA 구축을 통해 8개 디자인하우스와 협력
- 고객사 증가에 따른 수혜를 소수의 지정된 기업이 온전히 누릴 수 있는 구조가 형성됨에 따라 팹리스 기업 증가에 기인한 디자인하우스의 구조적 성장을 전망

팹리스 IC 시장 규모 및 전망



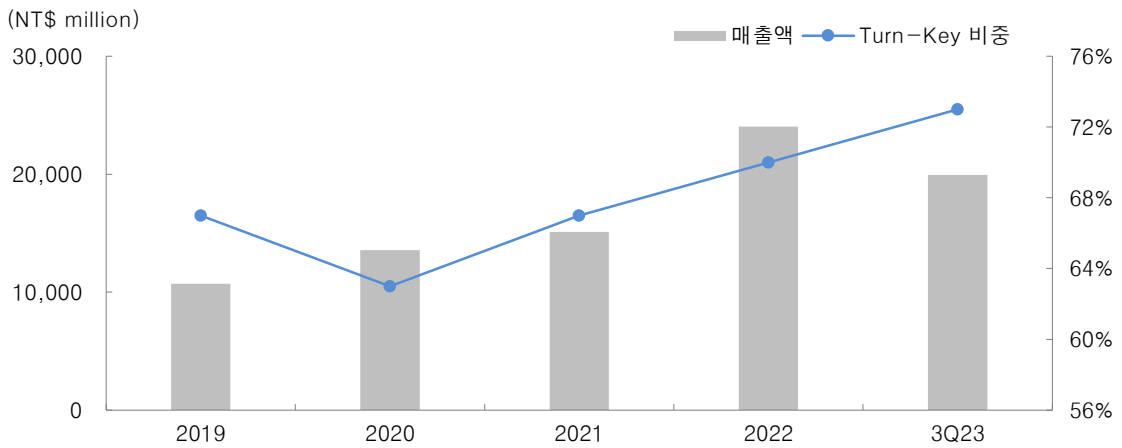
자료 : Cognitivemarketresearch, 대신증권 Research Center

[디자인하우스] 성장방향

NRE → Turn-Key

- 중소형 팹리스 확대는 디자인하우스의 개발중심 사업에서 양산확대로 변화를 만들고 있음. 메이저 팹리스 업체의 경우 설계 인력 외 파운드리, OSAT를 대응하는 인력을 보유하고 있으나 아직 볼륨이 작은 기업의 경우 해당 부분까지 직접 커버하기 어려움이 따르기 때문
- 파운드리, OSAT 입장에서는 설계를 함께 진행한 디자인하우스와 양산과정을 함께하는 것이 효율성 측면에서 긍정적이라는 판단. 글로벌 1위 디자인하우스인 GUC의 턴키 비중 변화를 보면 '20년 턴키 63%, 21년 67% 22년 70%로 확대. 아직 국내 디자인하우스의 경우 개발 매출 비중이 양산보다 높은 상황이지만 향후 양산비중의 지속적인 확대 추이 전망
- 개발 사업은 통상적으로 1.5~2년 사이 칩개발 기간에 매출이 발생하고 개발이 완료된 후 추가적인 매출인식은 제한적. 하지만 양산의 경우 해당 칩이 양산되는 기간동안 지속적으로 매출인식이 가능하다는 장점이 있으며 인식가능한 매출 및 이익 총액이 상승. 이에 디자인하우스들은 양산 비중을 올려가는 비즈니스 구조 구축에 집중
- 다만 DSP의 경우 양산 매출비중이 30% 이하에 위치. TSMC의 VCA가 50% 이상의 양산 매출을 기록하는것에 비해 낮은 수준. VCA와 DSP 양산 매출 비중 차이는 삼성파운드리가 TSMC보다 늦게 디자인하우스를 외부로 이관한 것에 기인
- DSP가 VCA 실적을 따라가기 위해서는 양산 매출 확대가 중요하다는 판단. 디자인하우스는 과거 삼성파운드리 내부 디자인을 지원하는 영역에 머물렀지만 자체 영업을 통한 고객사 확보를 시작하며 양산 매출 확대가 가시적인 상황. 양산매출 비중의 점진적 확대가 외형 확대 및 실적 안정성을 확보해 줄 것으로 기대

GUC 매출액 및 Turn-Key 비중 추이



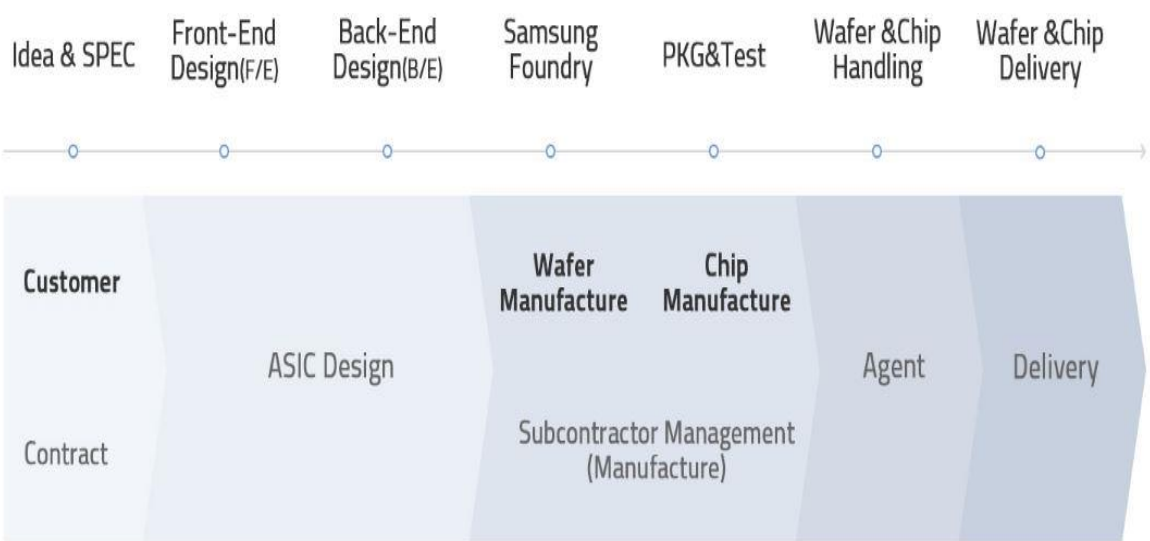
자료: GUC, 대신증권 Research Center

[디자인하우스] 성장방향

Back End → Front End

- 반도체 칩 설계는 먼저 칩의 Spec를 결정한 후 Front-End 설계가 선행되고 Back-End 설계가 후행되는 구조. Front-End는 설계 앞단에서 수행하는 작업으로 회로에 원하는 기능을 담는 설계고 Back-End는 Front-End에서 설계한 회로를 파운드리에 적용시킬 수 있게 하는 설계. 통상적으로 팹리스에서 Spec 결정 및 Front-End 설계를 완료하고 디자인하우스로 도면을 보내면 디자인하우스가 Back-End 설계를 완료한 후 파운드리에 넘기는 순서로 반도체 생산 Up-Stream이 구성
- 중소 팹리스의 경우 인력적인 한계로 인해 Front-End 설계를 단독으로 수행하는데 어려움이 존재했고 과거 Back-End에 집중했던 디자인하우스가 Front-End까지 업무 영역을 확장. 팹리스가 Spec을 정한 후 Front-End 단계부터 디자인하우스가 설계에 참여
- 국내 DSP는 Front-End와 Back-End 전문 인력을 모두 보유하고 있으며 Up-Stream으로 확장은 이어질 전망. Back-End보다 Front-End가 비교적 부가가치가 높은 설계이기에 디자인하우스의 Front-End 설계 확대는 수익성 차원에서도 긍정적이라 판단

반도체 설계 및 생산 프로세스



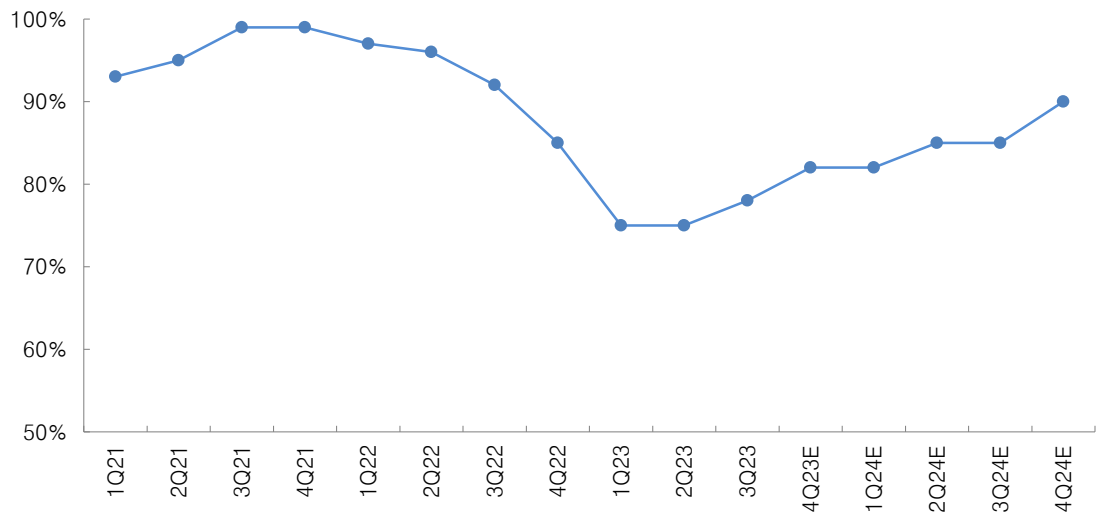
자료 : 코아시아, 대신증권 Research Center

[디자인하우스] 업황 부진이 만든 기회

IT 업황 부진이 가져온 디자인하우스 기회

- 현 시점 AI 관련을 제외한 대부분 IT 수요가 급감한 상황이지만 전방 수요 부진은 중소형 팹리스에게 기회로 작용. 과거 파운드리 가동률이 100%에 근접했을 시기에는 파운드리가 중소형 팹리스 물량을 받지 않고 메이저 고객사 물량을 소화하는데 집중. 중소형 팹리스는 설계를 완료하더라도 파운드리에 생산 슬랏을 받지 못하는 상황이 빈번하게 발생. 생산 슬랏을 할당받는 경우에도 앞단에 밀려있는 주문 때문에 칩 완제품을 받는데까지 긴 시간이 소요되었고 이는 중소형 팹리스가 주된 고객인 디자인하우스 업황에 부정적으로 작용
- 파운드리는 높은 수준 가동률을 유지하는 것이 중요하다는 점에 주목. 현 시점 파운드리는 IT 업황 부진 영향으로 메이저 팹리스 물량만으로는 가동률을 올리기 어려운 상황에 직면. IDC에 따르면 '23년 전 세계 파운드리 가동률은 70~80% 수준에 불가하고 24년 80~90% 수준 예상. 이는 파운드리가 고객사 확대에 집중하는 결과를 만들었고 디자인하우스의 고객사 확대를 적극적으로 지원하는 방향으로 전략으로 선택하게함
- 영업 활동이 제한적이었던 시기에는 삼성파운드리 내부에서 진행하는 디자인서비스에 용역 제공을 통한 NRE 중심 매출 발생. 디자인하우스 자체 영업이 강조되는 현 시점에서는 디자인하우스가 고객사를 확보해올 경우 양산을 전제로 개발 프로젝트에 착수하는 것이 가능. 양산 래퍼런스 축적은 새로운 고객사 확보에 긍정적으로 작용하며 개발 중심 매출에서 양산 중심 매출로 변화를 가속화할 전망

12인치 파운드리 가동률 추이 및 전망



자료 : IDC, 대신증권 Research Center

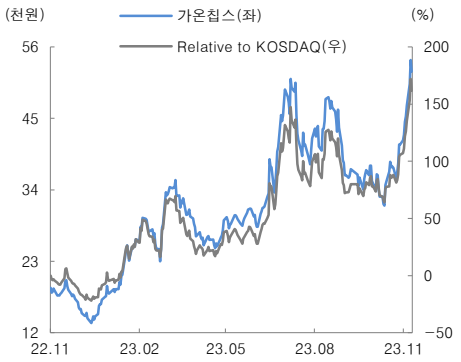
가온칩스 (399720)

NRE → Turn-Key

투자의견	N/R
목표주가	N/R
현재주가 (23.11.29)	52,200원

KOSDAQ	822.44
시가총액	600십억원
시가총액비중	0.15%
자본금(보통주)	6십억원
52주 최고/최저	54,000원 / 13,500원
120일 평균거래대금	322억원
외국인지분율	3.16%
주요주주	정규동 외 9인 56.83%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	58.4	20.4	81.6	194.1
상대수익률	44.2	34.1	86.2	160.2



- 동사는 삼성파운드리 DSP로서 삼성파운드리 공정을 사용하려는 팹리스 에게 디자인솔루션 및 양산 서비스를 제공하는 사업 영위
- 23년 개발과 양산 비중 약 7:3으로 추정. 현재 개발 진행중인 프로젝트가 향후 양산으로 이어지며 25년 5:5 비중 기대
- 전체 매출에서 10nm이하 비중 확대중. '20년 14%, 21년 34.2%, 22년 27.2% 기록. 23년 50% 이상 기대. 미세공정 비중확대에 따른 수익성 개선도 함께 발생하는중
- 24년 매출액 911억원(YoY +54%), 영업이익 92억원(YoY +186%) 전망. AI 시장 성장에 따른 팹리스 기업 증가에 기인한 고객사 다변화 지속될 것
- 또한 개발중인 프로젝트가 양산으로 이어지며 높은 수준의 외형성장이 지속될 전망

(십억원, 원 , %)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	17	32	43	59	91
영업이익	2	6	4	3	9
세전순이익	2	7	4	3	9
총당기순이익	2	6	4	2	7
지배지분순이익	2	6	4	2	7
EPS	320	677	412	211	627
PER	0.0	0.0	34.5	177.8	60.0
BPS	1,877	2,394	5,071	4,946	5,573
PBR	0.0	0.0	10.3	10.6	9.4
ROE	18.8	37.8	11.6	4.4	11.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 가온칩스, 대신증권 Research Center

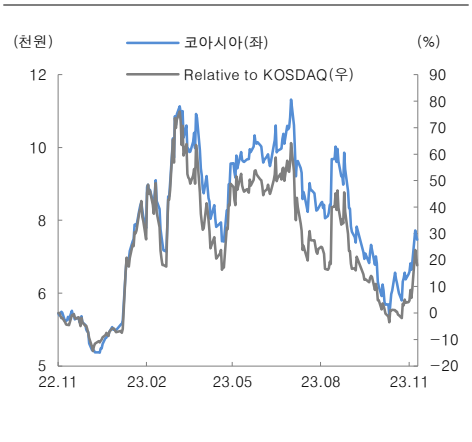
코아시아 (045970)

카메라 모듈에 가려진 디자인하우스 경쟁력

투자의견	N/R
목표주가	N/R
현재주가 (23.11.29)	7,750원

KOSDAQ	822.44
시가총액	204십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	13십억원
52주 최고/최저	11,360원 / 4,845원
120일 평균거래대금	57억원
외국인지분율	2.99%
주요주주	이희준 외 2인 19.58%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	27.5	-8.3	-19.2	36.7
상대수익률	16.0	2.2	-17.1	20.9



- 동사는 카메라 모듈 및 렌즈 사업과 시스템반도체(디자인 솔루션) 사업 영위
- 자회사 중 코아시아세미, 코아시아넥셀이 시스템반도체 사업을 영위하고 있으며 가파른 외형성장을 기록하는중
- 21년 매출액 162억원에서 23년 380억원으로 확대 전망. 21년 디자인솔루션 매출 비중 4.2%에서 1H23 10.0%까지 확대. 디자인솔루션 매출액 점진적 확대에 따른 저평가 해소 기대
- 삼성파운드리는 GAA 선제적 도입을 통해 선단공정 경쟁력 확보를 위한 투자 지속. 동사는 삼성파운드리 DSP로서 진행하는 프로젝트 대부분이 8nm 이하. 선단공정 디자인 경쟁력을 보유하고 있으며 마이그레이션에 따른 수혜 전망
- 2H24를 기점으로 양산 매출 발생 시작 전망. 현재 진행하고 있는 개발 프로젝트 중 약 30% 정도가 양산 전제 프로젝트이며 향후 양산 매출 본격화 구간에서 가파른 외형성장 가능할 것

(십억원, 원 , %)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
매출액	362	439	393	381	460
영업이익	4	20	-11	-13	-23
세전순이익	-16	19	-13	-13	-32
총당기순이익	-18	12	-9	-11	-31
지배지분순이익	-18	6	-7	-3	-27
EPS	-944	360	-326	-123	-1,235
PER	NA	17.5	NA	NA	NA
BPS	4,866	5,305	4,333	3,947	2,193
PBR	1.0	1.2	1.8	2.0	3.5
ROE	-17.5	5.8	-6.1	-2.6	-33.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 11월 29일 종가 기준
자료: 코아시아, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: Research Center)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

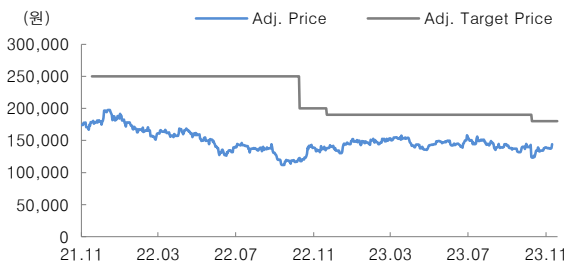
투자의견 비율공시

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.6%	8.4%	0.0%

기준일자: 2023.11.28

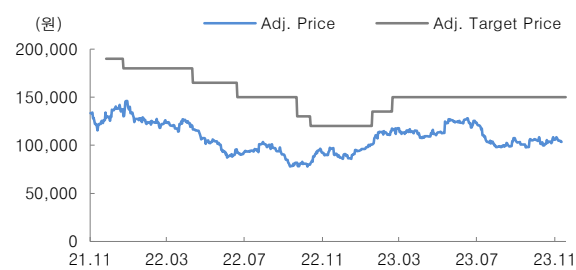
[전기전자/휴대폰]

삼성전기(009150) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.10.27	23.06.09	22.12.09	22.10.27	22.06.05
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과 이후	Buy	Buy	6개월 경과 이후
목표주가	180,000	180,000	190,000	190,000	200,000	250,000
괴리율(평균,%)		(24.81)	(24.44)	(23.22)	(33.39)	(46.91)
괴리율(최대/최소,%)		(20.00)	(16.84)	(16.95)	(28.50)	(39.20)
제시일자	21.12.05					
투자의견	Buy					
목표주가	250,000					
괴리율(평균,%)	(32.58)					
괴리율(최대/최소,%)	(21.00)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

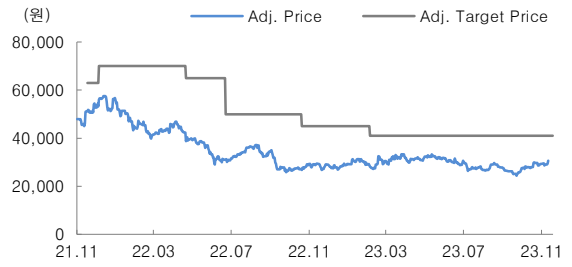
LG전자(066570) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.09.09	23.03.09	23.02.05	22.10.31	22.10.10
투자의견	Buy	6개월 경과 이후	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	150,000	150,000	150,000	135,000	120,000	130,000
괴리율(평균,%)		(30.74)	(24.15)	(17.51)	(23.12)	(38.31)
괴리율(최대/최소,%)		(27.67)	(14.53)	(12.96)	(15.92)	(36.31)
제시일자	22.07.08	22.04.29	22.01.10	21.12.14		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	150,000	165,000	180,000	190,000		
괴리율(평균,%)	(38.16)	(39.16)	(30.46)	(28.95)		
괴리율(최대/최소,%)	(31.00)	(29.39)	(18.89)	(25.26)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

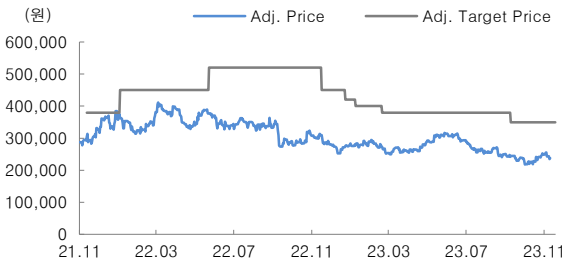
[전기전자/휴대폰]

엠씨넥스(097520) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



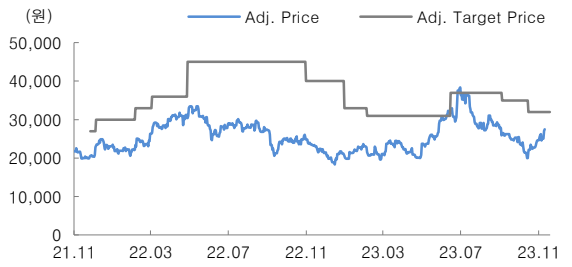
제시일자	23.12.04	23.08.22	23.02.22	22.11.07	22.07.10	22.05.09
투자의견	Buy	6개월 경과 이후	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	41,000	41,000	41,000	45,000	50,000	65,000
괴리율(평균,%)		(31.99)	(25.96)	(35.65)	(36.84)	(45.38)
괴리율(최대/최소,%)		(26.83)	(18.66)	(30.33)	(25.80)	(37.92)
제시일자	21.12.23	21.12.05				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	70,000	63,000				
괴리율(평균,%)	(32.89)	(17.01)				
괴리율(최대/최소,%)	(17.86)	(13.49)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

LG이노텍(011070) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



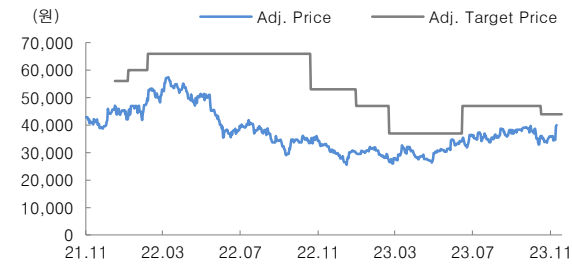
제시일자	23.12.04	23.09.27	23.09.09	23.03.09	23.01.26	23.01.10
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과 이후	Buy	Buy	Buy
목표주가	350,000	350,000	380,000	380,000	400,000	420,000
괴리율(평균,%)		(32.78)	(35.29)	(27.14)	(29.62)	(33.72)
괴리율(최대/최소,%)		(27.00)	(34.08)	(16.58)	(26.38)	(32.50)
제시일자	22.12.04	22.06.10	22.01.21	21.11.30		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	450,000	520,000	450,000	380,000		
괴리율(평균,%)	(38.67)	(37.45)	(20.33)	(11.80)		
괴리율(최대/최소,%)	(33.78)	(27.79)	(8.56)	1.18		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

대덕전자(353200) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.11.02	23.09.22	23.07.03	23.02.22	23.01.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	32,000	32,000	35,000	37,000	31,000	33,000
괴리율(평균,%)		(24.05)	(31.85)	(16.23)	(23.46)	(33.33)
괴리율(최대/최소,%)		(14.06)	(25.14)	3.78	4.19	(28.33)
제시일자	22.11.18	22.11.16	22.05.16	22.03.21	22.02.23	21.12.23
투자의견	Buy	6개월 경과 이후	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	40,000	45,000	45,000	36,000	33,000	30,000
괴리율(평균,%)	(46.03)	(44.33)	(39.13)	(17.92)	(26.88)	(24.65)
괴리율(최대/최소,%)	(40.00)	(43.78)	(25.56)	(11.67)	(20.15)	(17.00)
제시일자	21.12.14					
투자의견	Buy					
목표주가	27,000					
괴리율(평균,%)	(22.38)					
괴리율(최대/최소,%)	(15.56)					

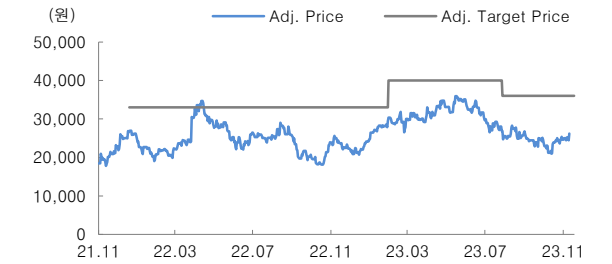
심텍(222800) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.11.04	23.07.03	23.03.10	23.01.17	22.11.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	44,000	44,000	47,000	37,000	47,000	53,000
괴리율(평균,%)		(19.26)	(22.72)	(19.00)	(35.97)	(41.22)
괴리율(최대/최소,%)		(9.20)	(15.32)	(6.08)	(31.70)	(31.98)
제시일자	22.08.24	22.02.24	22.01.24	22.01.03		
투자의견	6개월 경과 이후	Buy	Buy	Buy		
목표주가	66,000	66,000	60,000	56,000		
괴리율(평균,%)	(48.03)	(30.05)	(23.79)	(20.33)		
괴리율(최대/최소,%)	(41.14)	(13.03)	(17.08)	(16.70)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

[전기전자/휴대폰]

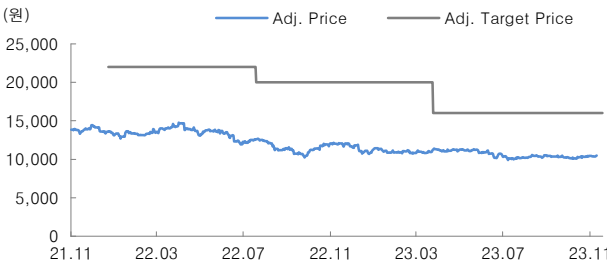
자화전자(033240) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.11.28	23.11.16	23.08.15	23.05.16	23.05.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	36,000	36,000	36,000	36,000	40,000	40,000
괴리율(평균,%)		(31.19)	(31.19)	(31.26)	(22.01)	(23.35)
괴리율(최대/최소,%)		(21.39)	(21.39)	(21.39)	(10.25)	(13.00)
제시일자	23.03.21	23.03.05	23.02.17	23.01.10	23.01.04	22.11.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과 이후	Buy	Buy
목표주가	40,000	40,000	40,000	33,000	33,000	33,000
괴리율(평균,%)	(23.87)	(26.49)	(26.76)	(18.31)	(29.65)	(29.54)
괴리율(최대/최소,%)	(13.38)	(20.25)	(24.25)	(7.88)	(11.97)	(11.97)
제시일자	22.11.12	22.11.05	22.07.10	22.07.06	22.05.17	22.02.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과 이후	Buy	Buy
목표주가	33,000	33,000	33,000	33,000	33,000	33,000
괴리율(평균,%)	(29.09)	(29.04)	(28.37)	(27.05)	(23.46)	(24.34)
괴리율(최대/최소,%)	(11.97)	(11.97)	(11.97)	(26.52)	5.00	5.00

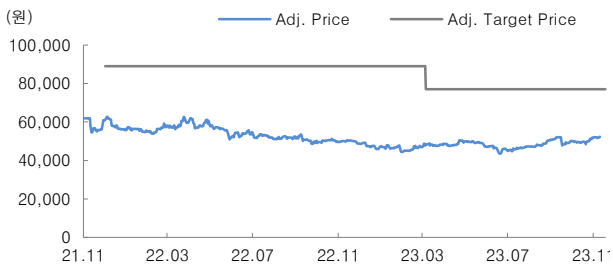
[통신서비스]

LG유플러스(032640) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



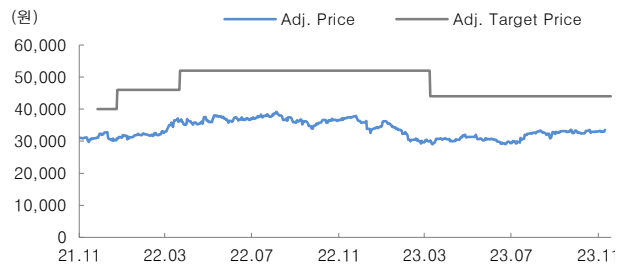
제시일자	23.12.04	23.11.08	23.10.12	23.10.12	23.08.09	23.07.14
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과 이후	Buy	Buy	Buy
목표주가	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000
괴리율(평균,%)		(35.07)	(36.22)	(33.22)	(33.20)	(32.15)
괴리율(최대/최소,%)		(34.56)	(34.94)	(28.69)	(28.69)	(28.69)
제시일자	23.06.08	23.05.12	23.05.11	23.04.12	23.02.06	23.02.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과 이후	Buy
목표주가	16,000	16,000	16,000	16,000	20,000	20,000
괴리율(평균,%)	(31.00)	(30.05)	(30.02)	(30.04)	(45.27)	(42.55)
괴리율(최대/최소,%)	(28.69)	(28.69)	(28.69)	(28.69)	(43.65)	(36.50)
제시일자	23.01.08	22.11.06	22.11.05	22.10.13	22.08.06	22.07.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	22,000
괴리율(평균,%)	(42.53)	(42.19)	(42.90)	(42.90)	(42.31)	(44.02)
괴리율(최대/최소,%)	(36.50)	(36.50)	(36.50)	(36.50)	(36.50)	(42.73)

SK텔레콤(017670) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.09.24	23.03.24	22.12.20	22.06.20	21.12.20
투자의견	Buy	6개월 경과 이후	Buy	6개월 경과 이후	6개월 경과 이후	Buy
목표주가	77,000	77,000	77,000	89,000	89,000	89,000
괴리율(평균,%)		(34.80)	(37.91)	(47.37)	(42.23)	(35.60)
괴리율(최대/최소,%)		(32.08)	(33.64)	(44.61)	(37.30)	(29.55)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

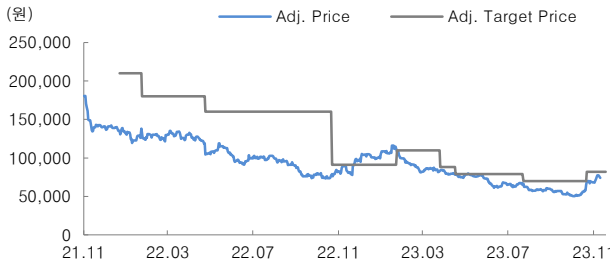
KT(030200) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.09.27	23.03.27	22.10.09	22.04.09	22.01.11
투자의견	Buy	6개월 경과 이후	Buy	6개월 경과 이후	Buy	Buy
목표주가	44,000	44,000	44,000	52,000	52,000	46,000
괴리율(평균,%)		(25.06)	(29.58)	(33.74)	(29.20)	(28.70)
괴리율(최대/최소,%)		(23.75)	(24.32)	(27.02)	(24.71)	(19.35)
제시일자	21.12.14					
투자의견	Buy					
목표주가	40,000					
괴리율(평균,%)	(21.33)					
괴리율(최대/최소,%)	(17.88)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

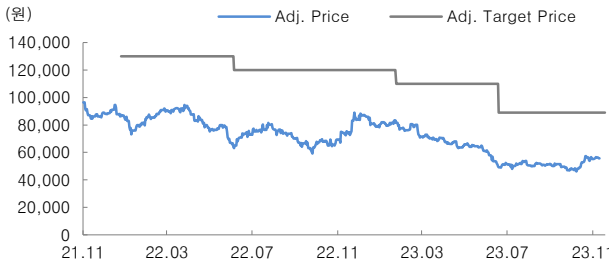
[미디어]

CJ ENM(035760) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.11.09	23.10.22	23.08.10	23.07.11	23.05.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	82,000	82,000	70,000	70,000	79,000	79,000
괴리율(평균,%)		(13.19)	(20.95)	(18.55)	(11.30)	(8.45)
괴리율(최대/최소,%)		(5.49)	(1.57)	(10.57)	1.01	1.01
제시일자	23.05.05	23.04.13	23.02.10	22.11.09	22.08.05	22.07.15
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy	Buy
목표주가	79,000	88,000	110,000	91,000	160,000	160,000
괴리율(평균,%)	(4.09)	(8.39)	(19.00)	6.08	(41.15)	(35.70)
괴리율(최대/최소,%)	(2.66)	(3.98)	(26.09)	27.58	(25.69)	(25.69)
제시일자	22.07.07	22.06.02	22.05.12	22.04.14	22.03.22	22.02.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	160,000	160,000	160,000	180,000	180,000	180,000
괴리율(평균,%)	(35.21)	(34.58)	(32.11)	(29.06)	(28.62)	(29.07)
괴리율(최대/최소,%)	(25.69)	(25.69)	(25.69)	(25.00)	(25.00)	(26.44)

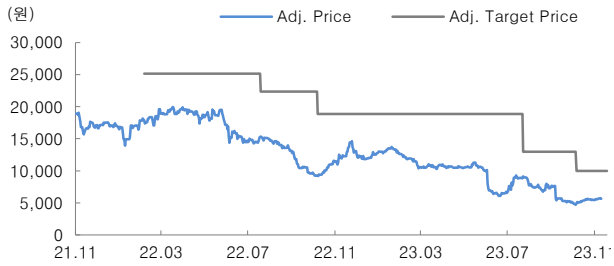
스튜디오드래곤(253450) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.07.07	23.02.10	22.12.23	22.06.23	22.01.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과 이후	Buy	Buy
목표주가	89,000	89,000	110,000	120,000	120,000	130,000
괴리율(평균,%)		(42.29)	(38.30)	(31.97)	(39.41)	(35.83)
괴리율(최대/최소,%)		(35.62)	(26.73)	(27.25)	(25.92)	(27.23)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

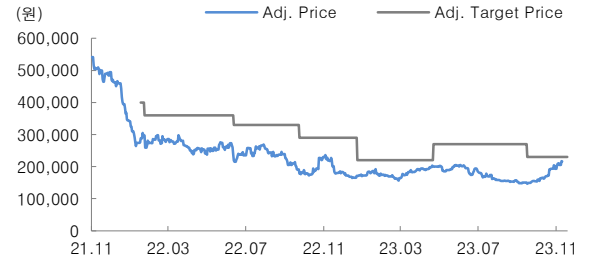
[인터넷/게임]

CJ CGV(079160) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.10.30	23.10.24	23.08.29	23.08.10	23.07.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	10,000	10,000	10,000	13,000	13,000	18,900
괴리율(평균,%)		(45.49)	(48.73)	(48.00)	(38.62)	(53.79)
괴리율(최대/최소,%)		(42.40)	(47.50)	(30.77)	(30.77)	(40.15)
제시일자	23.06.22	23.05.15	23.05.11	23.04.25	23.02.09	22.12.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과 이후	Buy	Buy
목표주가	18,900	18,900	18,900	18,900	18,900	18,900
괴리율(평균,%)	(53.49)	(44.46)	(43.89)	(43.93)	(37.51)	(35.77)
괴리율(최대/최소,%)	(40.15)	(40.15)	(43.89)	(43.11)	(22.41)	(22.41)
제시일자	22.11.10	22.11.05	22.10.25	22.08.06	22.06.02	22.05.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	18,900	18,900	18,900	22,400	25,200	25,200
괴리율(평균,%)	(40.49)	(47.81)	(49.14)	(43.76)	(29.83)	(25.07)
괴리율(최대/최소,%)	(26.85)	(43.89)	(46.48)	(32.19)	(20.70)	(20.70)

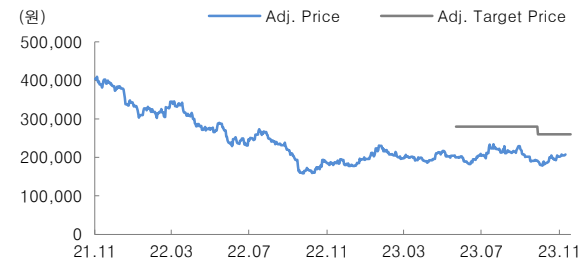
크래프톤(259960) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.11.27	23.11.07	23.10.04	23.08.10	23.06.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	230,000	230,000	230,000	230,000	270,000	270,000
괴리율(평균,%)		(23.28)	(23.75)	(30.53)	(34.36)	(29.92)
괴리율(최대/최소,%)		(5.65)	(5.65)	(24.61)	(23.89)	(23.89)
제시일자	23.05.16	23.05.11	23.05.10	23.02.09	23.01.10	22.11.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	270,000	270,000	270,000	220,000	220,000	290,000
괴리율(평균,%)	(26.70)	(26.01)		(18.68)	(19.18)	(34.49)
괴리율(최대/최소,%)	(23.89)	(25.74)		(7.73)	(12.73)	(18.45)
제시일자	22.11.05	22.10.11	22.08.12	22.06.30	22.06.02	22.05.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	290,000	290,000	330,000	330,000	360,000	360,000
괴리율(평균,%)	(37.04)	(37.90)	(28.01)	(25.84)	(25.90)	(25.56)
괴리율(최대/최소,%)	(32.76)	(33.10)	(18.48)	(20.15)	(17.08)	(17.08)

[인터넷/게임]

NAVER(035420) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



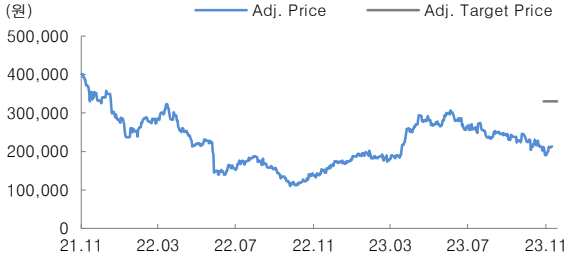
제시일자	23.12.04	23.11.06	23.10.16	23.08.28	23.08.07	23.06.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	260,000	260,000	260,000	280,000	280,000	280,000
괴리율(평균,%)		(24.97)	(27.79)	(26.03)	(26.31)	(27.95)
괴리율(최대/최소,%)		(20.19)	(20.96)	(16.25)	(16.25)	(16.25)

제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

[엔터테인먼트]

하이브(352820) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



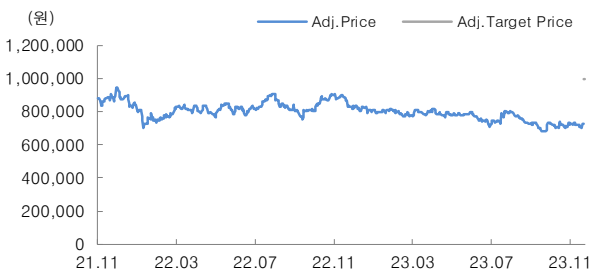
제시일자	23.12.04	23.11.15
투자의견	Buy	Buy
목표주가	330,000	330,000
괴리율(평균,%)		(37.91)
괴리율(최대/최소,%)		(35.45)

제시일자		
투자의견		
목표주가		
괴리율(평균,%)		
괴리율(최대/최소,%)		

제시일자		
투자의견		
목표주가		
괴리율(평균,%)		
괴리율(최대/최소,%)		

[제약/바이오]

삼성바이오로직스(207940) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

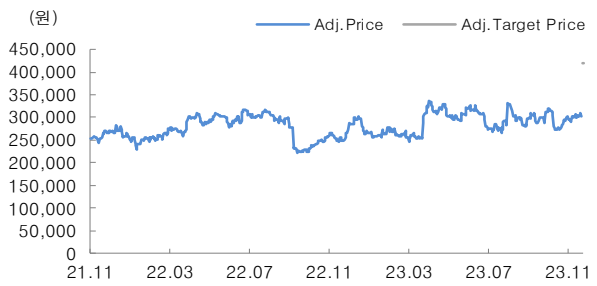


제시일자	23.12.04	23.12.01
투자의견	Buy	Buy
목표주가	1,000,000	1,000,000
괴리율(평균,%)		
괴리율(최대/최소,%)		

제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

한미약품(128940) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



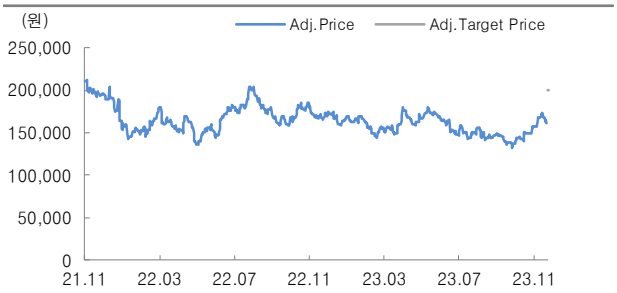
제시일자	23.12.04	23.12.01
투자의견	Buy	Buy
목표주가	420,000	420,000
괴리율(평균,%)		
괴리율(최대/최소,%)		

제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

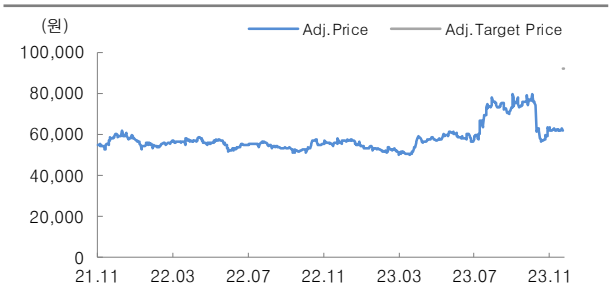
[제약/바이오]

셀트리온(068270) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.12.01
투자의견	Buy	Buy
목표주가	200,000	200,000
괴리율(평균,%)		
괴리율(최대/최소,%)		
제시일자		
투자의견		
목표주가		
괴리율(평균,%)		
괴리율(최대/최소,%)		
제시일자		
투자의견		
목표주가		
괴리율(평균,%)		
괴리율(최대/최소,%)		

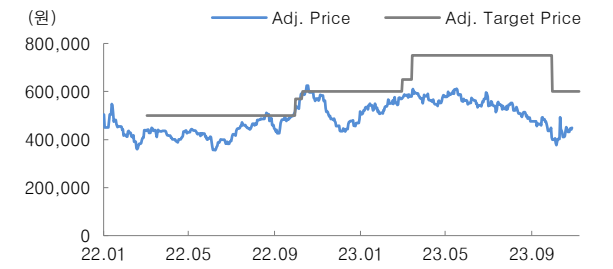
유한양행(000100) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.12.01
투자의견	Buy	Buy
목표주가	92,000	92,000
괴리율(평균,%)		
괴리율(최대/최소,%)		
제시일자		
투자의견		
목표주가		
괴리율(평균,%)		
괴리율(최대/최소,%)		
제시일자		
투자의견		
목표주가		
괴리율(평균,%)		
괴리율(최대/최소,%)		

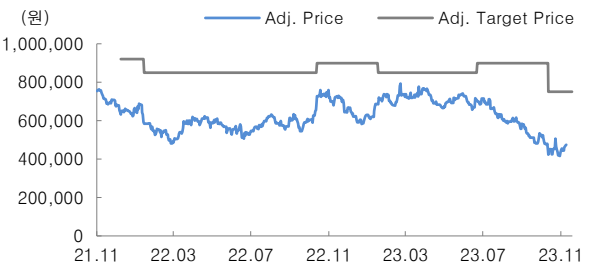
[2차전지]

LG에너지솔루션(373220) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.10.26	23.10.10	23.07.27	23.07.06	23.05.11
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	600,000	600,000	750,000	750,000	750,000	750,000
괴리율(평균,%)		(28.87)	(39.26)	(26.53)	(23.79)	(23.37)
괴리율(최대/최소,%)		(17.75)	(34.20)	(18.40)	(18.40)	(18.40)
제시일자	23.04.26	23.04.10	23.03.27	23.03.21	23.01.29	23.01.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	750,000	750,000	650,000	600,000	600,000	600,000
괴리율(평균,%)	(22.86)	(22.10)	(10.41)	(12.28)	(12.57)	(13.77)
괴리율(최대/최소,%)	(18.67)	(18.67)	(9.54)	4.00	4.00	4.00
제시일자	22.11.05	22.10.26	22.10.06	22.09.29	22.08.29	22.07.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	600,000	570,000	500,000	500,000	500,000	500,000
괴리율(평균,%)	(12.01)	(1.93)	(1.42)	(9.10)	(14.15)	(16.06)
괴리율(최대/최소,%)	4.00	3.86	2.20	(4.40)	2.20	(5.60)

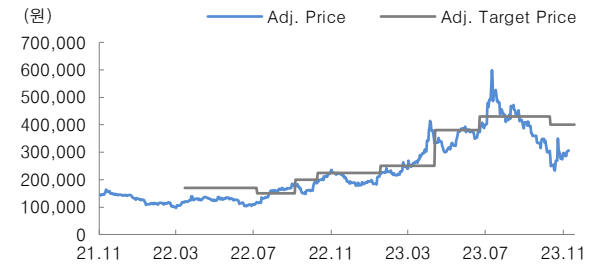
삼성SDI(006400) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.10.26	23.10.05	23.07.27	23.07.06	23.01.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	750,000	750,000	900,000	900,000	900,000	850,000
괴리율(평균,%)		(39.91)	(34.06)	(31.44)	(22.69)	(15.66)
괴리율(최대/최소,%)		(32.53)	(20.44)	(20.44)	(20.44)	(6.71)
제시일자	22.12.20	22.10.27	22.09.19	22.07.31	22.07.28	22.07.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	900,000	900,000	850,000	850,000	850,000	850,000
괴리율(평균,%)	(25.24)	(21.24)	(29.58)	(30.02)	(33.06)	(34.08)
괴리율(최대/최소,%)	(15.56)	(15.56)	(20.35)	(25.65)	(33.06)	(26.59)
제시일자	22.06.22	22.05.25	22.04.29	22.03.30	22.01.28	21.12.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	850,000	850,000	850,000	850,000	850,000	920,000
괴리율(평균,%)	(33.94)	(33.59)	(33.50)	(34.61)	(37.31)	(29.33)
괴리율(최대/최소,%)	(26.59)	(26.59)	(26.59)	(27.06)	(30.94)	(25.22)

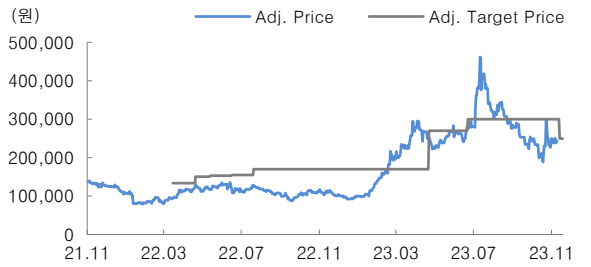
[2차전지]

포스코퓨처엠(003670) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.10.25	23.08.24	23.07.06	23.06.21	23.04.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	400,000	400,000	430,000	430,000	380,000	380,000
괴리율(평균,%)		(29.23)	(3.16)	6.31	(7.70)	(9.12)
괴리율(최대/최소,%)		(12.63)	39.07	39.07	3.42	3.42
제시일자	23.01.31	23.01.29	22.11.05	22.10.24	22.10.06	22.09.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	250,000	225,000	225,000	225,000	200,000	200,000
괴리율(평균,%)	7.24	(10.07)	(10.18)	(10.37)	(15.92)	(17.52)
괴리율(최대/최소,%)	65.60	4.89	4.89	(5.78)	(4.50)	(8.25)
제시일자	22.07.21	22.06.02	22.05.30	22.04.26	22.03.29	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	150,000	170,000	170,000	170,000	170,000	
괴리율(평균,%)	2.90	(27.26)	(24.41)	(24.49)	(25.57)	
괴리율(최대/최소,%)	23.67	(18.24)	(18.24)	(18.24)	(18.24)	

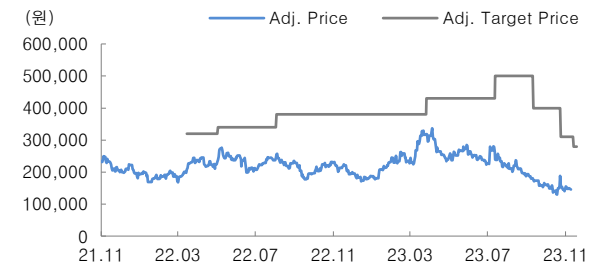
에코프로비엠(247540) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.07.06	23.05.06	23.02.03	22.08.03	22.06.30
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	250,000	300,000	270,000	170,000	170,000	155,000
괴리율(평균,%)		(3.05)	(7.12)	25.32	(37.88)	(25.05)
괴리율(최대/최소,%)		54.00	4.81	74.12	(24.71)	(17.61)
제시일자	22.05.27	22.05.04	22.03.29	22.03.29		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	152,900	150,700	133,400	133,400		
괴리율(평균,%)	(16.90)	(21.27)	(16.74)	(30.65)		
괴리율(최대/최소,%)	(11.14)	(17.43)	(5.37)	(30.65)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

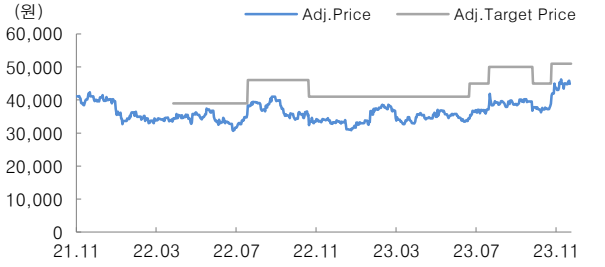
[자동차/부품]

엘앤에프(066970) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.11.07	23.09.25	23.07.27	23.04.10	23.02.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	280,000	310,000	400,000	500,000	430,000	380,000
괴리율(평균,%)		(51.89)	(61.31)	(57.62)	(39.01)	(30.90)
괴리율(최대/최소,%)		(50.03)	(53.08)	(48.50)	(21.63)	(13.29)
제시일자	22.08.17	22.05.17	22.03.29			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	380,000	340,000	320,000			
괴리율(평균,%)	(45.13)	(30.87)	(28.54)			
괴리율(최대/최소,%)	(32.37)	(18.65)	(23.19)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

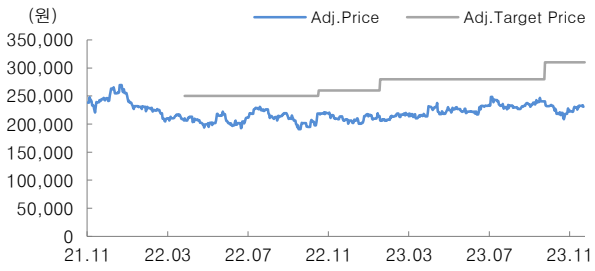
한국타이어앤테크놀로지(161390) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.11.02	23.10.05	23.07.31	23.07.02	23.05.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	51,000	51,000	45,000	50,000	45,000	41,000
괴리율(평균,%)		(12.94)	(16.31)	(21.75)	(18.77)	(14.23)
괴리율(최대/최소,%)		(9.41)	(8.22)	(16.20)	(14.00)	(9.76)
제시일자	23.05.11	23.05.03	23.03.14	23.02.03	22.12.20	22.11.05
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	41,000	41,000	41,000	41,000	41,000	41,000
괴리율(평균,%)	(14.88)	(13.32)	(16.36)	(16.28)	(19.23)	(17.99)
괴리율(최대/최소,%)	(14.88)	(11.83)	(5.85)	(5.85)	(15.49)	(15.49)
제시일자	22.11.03	22.10.04	22.08.30	22.08.03	22.07.11	22.05.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	41,000	46,000	46,000	46,000	39,000	39,000
괴리율(평균,%)	(18.29)	(18.89)	(16.57)	(16.70)	(12.26)	(11.26)
괴리율(최대/최소,%)	(18.29)	(10.76)	(10.76)	(14.13)	(4.10)	(4.10)

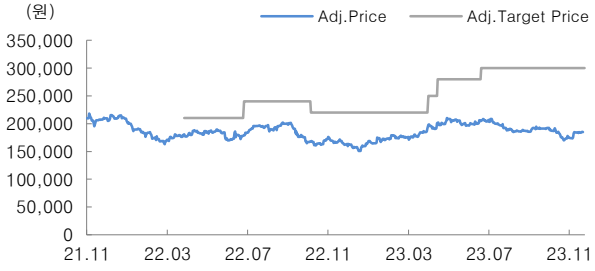
[자동차/부품]

현대모비스(012330) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.11.23	23.10.30	23.10.03	23.08.09	23.08.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	310,000	310,000	310,000	310,000	280,000	280,000
괴리율(평균,%)		(27.41)	(27.54)	(27.31)	(16.69)	(17.78)
괴리율(최대/최소,%)		(24.52)	(24.52)	(24.52)	(11.96)	(15.71)
제시일자	23.07.31	23.07.28	23.07.04	23.05.11	23.04.27	23.04.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	280,000	280,000	280,000	280,000	280,000	280,000
괴리율(평균,%)	(17.54)	(20.58)	(20.61)	(21.53)	(22.45)	(22.66)
괴리율(최대/최소,%)	(15.71)	(11.25)	(11.25)	(15.18)	(15.18)	(15.18)
제시일자	23.04.06	23.01.30	22.11.05	22.10.30	22.10.13	22.10.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월경과	Buy
목표주가	280,000	280,000	260,000	260,000	250,000	250,000
괴리율(평균,%)	(23.68)	(23.75)	(18.65)	(15.96)	(18.93)	(16.33)
괴리율(최대/최소,%)	(21.07)	(21.43)	(15.00)	(15.77)	(12.40)	(7.80)

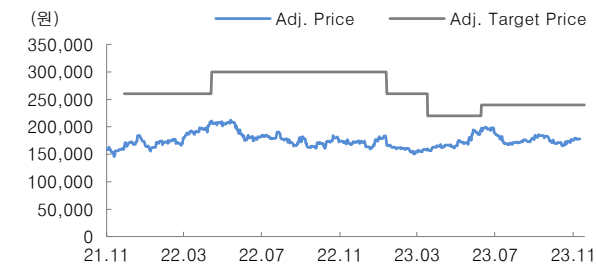
현대차(005380) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.06.30	23.04.26	23.04.12	22.10.19	22.07.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	300,000	300,000	280,000	250,000	220,000	240,000
괴리율(평균,%)		(36.95)	(27.75)	(22.19)	(22.85)	(21.15)
괴리율(최대/최소,%)		(30.50)	(25.00)	(19.60)	(12.68)	(15.83)
제시일자	22.04.13					
투자의견	Buy					
목표주가	210,000					
괴리율(평균,%)	(13.79)					
괴리율(최대/최소,%)	(9.76)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

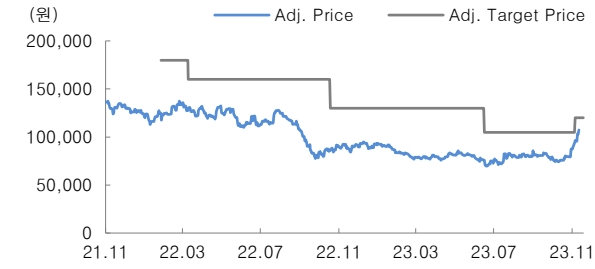
[운송]

현대글로비스 (086280) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.06.28	23.04.05	23.01.31	22.11.02	22.05.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월경과	Buy
목표주가	240,000	240,000	220,000	260,000	300,000	300,000
괴리율(평균,%)		(25.88)	(22.10)	(38.83)	(42.44)	(39.19)
괴리율(최대/최소,%)		(16.83)	(11.64)	(35.85)	(38.67)	(29.33)
제시일자	21.12.16					
투자의견	Buy					
목표주가	260,000					
괴리율(평균,%)	(31.47)					
괴리율(최대/최소,%)	(19.62)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

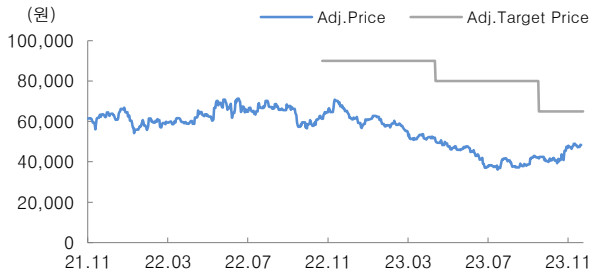
CJ대한통운(000120) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.11.23	23.11.07	23.10.19	23.08.08	23.07.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	120,000	120,000	105,000	105,000	105,000	105,000
괴리율(평균,%)		(14.67)	(25.05)	(25.86)	(25.53)	(29.49)
괴리율(최대/최소,%)		(10.67)	(8.29)	(18.48)	(18.48)	(21.43)
제시일자	23.05.11	23.05.06	23.02.12	23.01.02	22.11.08	22.11.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	130,000	130,000	130,000	130,000	130,000	130,000
괴리율(평균,%)	(38.05)	(37.08)	(34.23)	(30.65)	(30.79)	(32.38)
괴리율(최대/최소,%)	(34.15)	(36.23)	(27.08)	(27.08)	(27.08)	(32.38)
제시일자	22.09.28	22.08.10	22.07.06	22.05.10	22.03.28	22.02.13
투자의견	6개월경과	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	180,000
괴리율(평균,%)	(47.25)	(25.32)	(24.44)	(23.24)	(21.72)	(28.47)
괴리율(최대/최소,%)	(40.94)	(17.19)	(17.19)	(17.19)	(17.50)	(23.61)

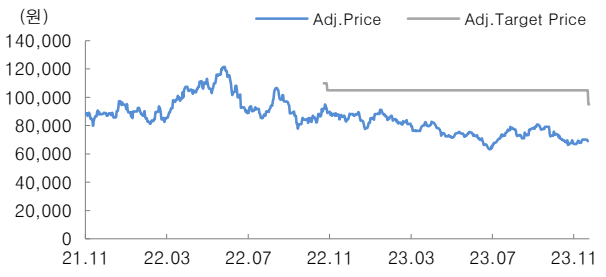
[정유/화학]

DL(000210) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.11.03	23.09.26	23.05.11	23.05.04	23.04.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	65,000	65,000	65,000	80,000	80,000	80,000
괴리율(평균,%)		(32.23)	(36.34)	(47.01)	(38.09)	(37.80)
괴리율(최대/최소,%)		(24.77)	(30.00)	(36.63)	(36.63)	(36.63)
제시일자	23.01.10	22.11.10	22.11.05			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	90,000	90,000	90,000			
괴리율(평균,%)	(34.09)	(28.74)	(29.04)			
괴리율(최대/최소,%)	(21.33)	(21.33)	(28.22)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

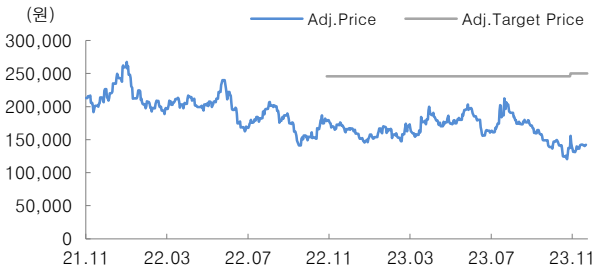
S-Oil(010950) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.11.11	23.10.31	23.10.04	23.07.31	23.06.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	95,000	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000
괴리율(평균,%)		(33.98)	(30.72)	(30.32)	(30.10)	(32.32)
괴리율(최대/최소,%)		(33.14)	(23.14)	(23.14)	(23.14)	(28.00)
제시일자	23.05.11	23.04.28	23.03.29	23.02.02	23.01.10	22.11.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000
괴리율(평균,%)	(30.11)	(21.06)	(20.50)	(19.66)	(17.96)	(18.04)
괴리율(최대/최소,%)	(28.00)	(13.24)	(13.24)	(13.24)	(13.24)	(14.48)
제시일자	22.11.05					
투자의견	Buy					
목표주가	110,000					
괴리율(평균,%)	(14.91)					
괴리율(최대/최소,%)	(13.73)					

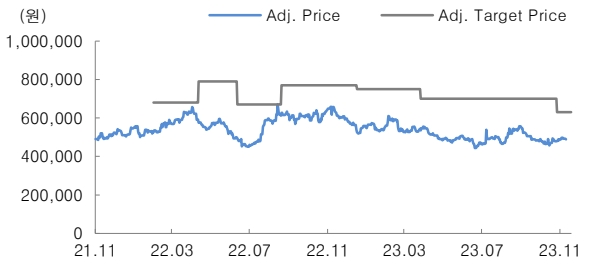
[철강금속/건설]

SK이노베이션(096770) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.11.06	23.07.31	23.06.01	23.05.11	23.04.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	250,000	250,000	246,000	246,000	246,000	246,000
괴리율(평균,%)		(44.47)	(30.96)	(27.67)	(27.07)	(32.46)
괴리율(최대/최소,%)		(42.20)	(13.60)	(17.40)	(23.24)	(18.80)
제시일자	23.02.08	22.11.10				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	246,000	246,000				
괴리율(평균,%)	(33.86)	(33.94)				
괴리율(최대/최소,%)	(25.12)	(27.00)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

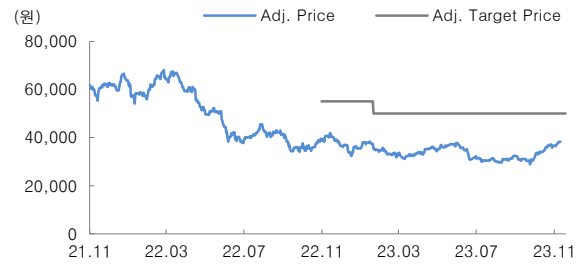
고려아연(010130) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.11.13	23.10.13	23.04.13	23.01.03	22.09.06
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	630,000	630,000	700,000	700,000	750,000	770,000
괴리율(평균,%)		(22.20)	(31.79)	(28.55)	(26.60)	(21.00)
괴리율(최대/최소,%)		(21.11)	(29.50)	(20.43)	(18.67)	(14.55)
제시일자	22.06.29	22.04.29	22.02.17			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	670,000	790,000	680,000			
괴리율(평균,%)	(21.91)	(30.45)	(13.52)			
괴리율(최대/최소,%)	0.30	(24.68)	(3.38)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

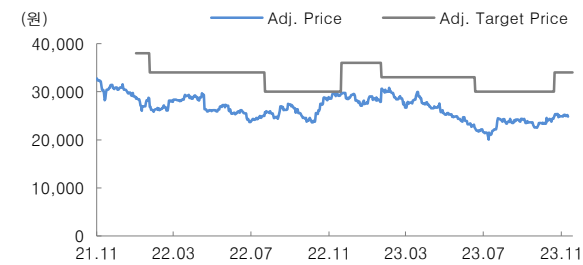
[철강금속/건설]

DL이앤씨(375500) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.10.27	23.10.18	23.08.06	23.07.27	23.06.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월경과	Buy	Buy
목표주가	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
괴리율(평균,%)		(28.64)	(32.81)	(38.30)	(32.24)	(31.83)
괴리율(최대/최소,%)		(23.50)	(31.60)	(35.10)	(24.40)	(24.40)
제시일자	23.05.11	23.05.07	23.02.06	22.11.17		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	50,000	50,000	50,000	55,000		
괴리율(평균,%)	(30.98)	(32.83)	(33.08)	(31.91)		
괴리율(최대/최소,%)	(24.40)	(27.70)	(28.50)	(23.91)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

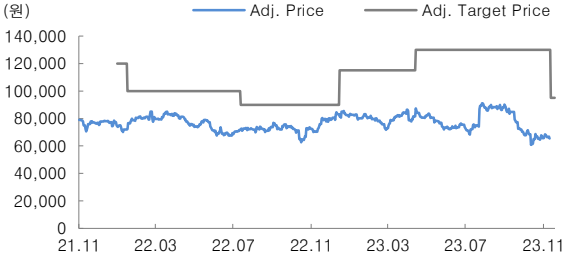
GS리테일(007070) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.11.26	23.11.07	23.10.06	23.08.08	23.07.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	34,000	34,000	34,000	30,000	30,000	30,000
괴리율(평균,%)		(26.31)	(26.29)	(22.67)	(23.32)	(27.76)
괴리율(최대/최소,%)		(25.29)	(25.29)	(16.33)	(18.33)	(24.17)
제시일자	23.05.11	23.05.10	23.04.06	23.02.08	23.01.03	22.12.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	33,000	33,000	33,000	33,000	36,000	36,000
괴리율(평균,%)	(18.46)	(14.08)	(14.04)	(12.56)	(20.83)	(19.23)
괴리율(최대/최소,%)	(6.52)	(6.52)	(6.52)	(6.52)	(17.22)	(17.22)
제시일자	22.11.08	22.11.05	22.10.13	22.08.09	22.07.11	22.04.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	30,000	30,000	30,000	30,000	34,000	34,000
괴리율(평균,%)	(11.80)	(14.81)	(14.91)	(13.89)	(21.51)	(20.13)
괴리율(최대/최소,%)	(0.67)	(8.33)	(8.33)	(8.33)	(12.65)	(12.65)

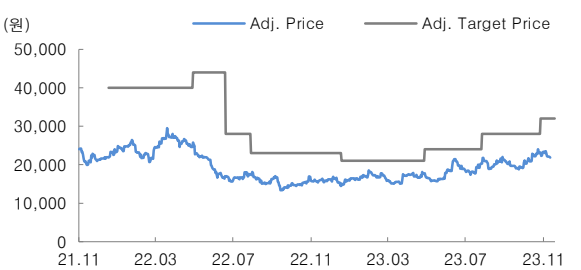
[유통/의류]

호텔신라(008770) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.11.02	23.09.01	23.07.31	23.05.11	23.05.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	95,000	130,000	130,000	130,000	130,000	130,000
괴리율(평균,%)		(48.72)	(39.81)	(39.79)	(41.29)	(36.14)
괴리율(최대/최소,%)		(47.08)	(30.00)	(30.00)	(34.00)	(34.00)
제시일자	23.04.27	23.02.17	23.02.10	23.01.31	23.01.29	23.01.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	115,000	115,000	115,000	115,000	115,000	115,000
괴리율(평균,%)	(29.98)	(29.97)	(28.71)	(28.61)	(27.95)	(27.83)
괴리율(최대/최소,%)	(24.78)	(24.78)	(25.65)	(25.65)	(25.65)	(25.65)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

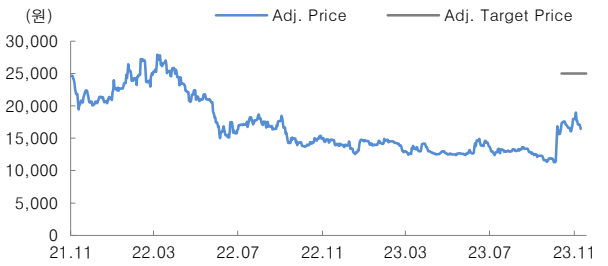
한세실업(105630) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.11.20	23.11.13	23.10.30	23.10.04	23.08.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	32,000	32,000	32,000	28,000	28,000	28,000
괴리율(평균,%)		(29.35)	(28.75)	(25.90)	(27.44)	(27.10)
괴리율(최대/최소,%)		(26.41)	(27.03)	(14.29)	(21.25)	(21.25)
제시일자	23.06.26	23.06.19	23.05.15	23.05.11	23.04.03	23.02.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	24,000	24,000	24,000	21,000	21,000	21,000
괴리율(평균,%)	(24.57)	(30.19)	(31.91)	(20.98)	(21.13)	(21.75)
괴리율(최대/최소,%)	(10.63)	(21.83)	(25.50)	(11.86)	(11.86)	(11.86)
제시일자	23.01.04	22.11.14	22.11.05	22.09.16	22.08.15	22.07.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	21,000	23,000	23,000	23,000	23,000	28,000
괴리율(평균,%)	(22.64)	(32.21)	(33.16)	(33.19)	(30.30)	(40.40)
괴리율(최대/최소,%)	(17.62)	(21.30)	(21.30)	(21.30)	(21.30)	(35.71)

[유통/의류]

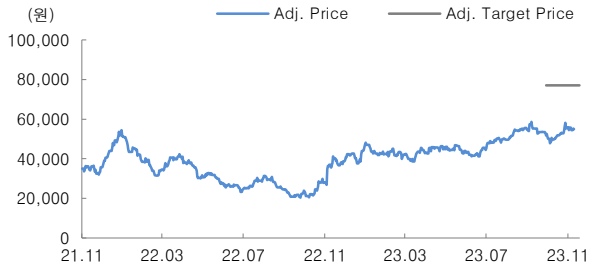
제이에스코퍼레이션(194370) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.10.31
투자의견	Buy	Buy
목표주가	25,000	25,000
괴리율(평균,%)		(31.26)
괴리율(최대/최소,%)		(24.20)
제시일자		
투자의견		
목표주가		
괴리율(평균,%)		
괴리율(최대/최소,%)		
제시일자		
투자의견		
목표주가		
괴리율(평균,%)		
괴리율(최대/최소,%)		

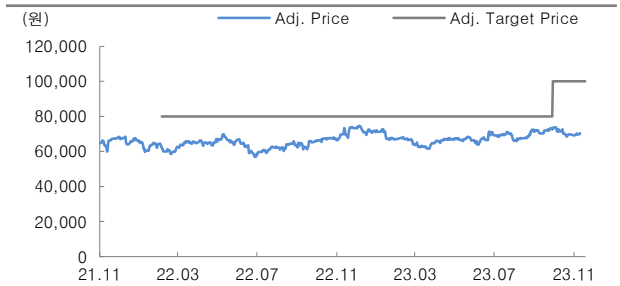
[은행/증권/보험]

메리츠금융지주(138040) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



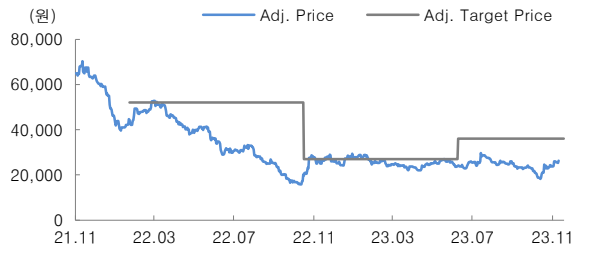
제시일자	23.12.04	23.11.13	23.10.17
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	77,000	77,000	77,000
괴리율(평균,%)		(31.42)	(33.55)
괴리율(최대/최소,%)		(24.55)	(29.61)
제시일자			
투자의견			
목표주가			
괴리율(평균,%)			
괴리율(최대/최소,%)			
제시일자			
투자의견			
목표주가			
괴리율(평균,%)			
괴리율(최대/최소,%)			

삼성생명(032830) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.11.14	23.10.17	23.09.14	23.05.19	23.05.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	100,000	100,000	100,000	80,000	80,000	80,000
괴리율(평균,%)		(29.36)	(28.87)	(14.21)	(15.11)	(16.23)
괴리율(최대/최소,%)		(26.20)	(26.20)	(8.63)	(10.50)	(15.50)
제시일자	23.05.11	22.11.11	22.08.22	22.05.13	22.02.22	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	
괴리율(평균,%)	(14.95)	(14.94)	(19.22)	(20.93)	(20.73)	
괴리율(최대/최소,%)	(6.63)	(6.63)	(15.38)	(12.75)	(17.25)	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

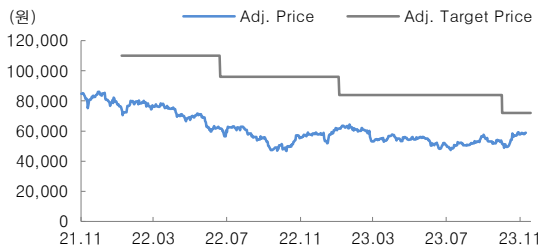
카카오뱅크(323410) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.11.21	23.11.08	23.09.14	23.08.02	23.07.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000
괴리율(평균,%)		(32.18)	(32.38)	(32.29)	(29.06)	(30.80)
괴리율(최대/최소,%)		(17.64)	(17.64)	(17.64)	(17.64)	(17.64)
제시일자	23.06.27	23.05.11	23.05.03	23.04.05	23.02.08	22.12.28
투자의견	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	36,000	27,000	27,000	27,000	27,000	27,000
괴리율(평균,%)	(34.14)	(5.93)	(6.04)	(5.82)	(3.16)	1.92
괴리율(최대/최소,%)	(31.81)	9.07	9.07	9.07	(11.30)	9.07
제시일자	22.11.03	22.08.09	22.05.20	22.05.03	22.04.13	22.02.09
투자의견	Buy	6개월 경과 이후	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	27,000	52,000	52,000	52,000	52,000	52,000
괴리율(평균,%)	(3.49)	(55.50)	(21.62)	(11.25)	(8.62)	(6.49)
괴리율(최대/최소,%)	7.41	(36.25)	1.54	1.54	1.54	1.54

[은행/증권/보험]

한국금융지주(071050) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.04	23.10.20	23.07.22	23.01.22	23.01.08	22.07.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	72,000	72,000	84,000	84,000	96,000	96,000
괴리율(평균,%)		(23.04)	(37.79)	(33.37)	(37.13)	(41.72)
괴리율(최대/최소,%)		(17.78)	(31.55)	(23.33)	(35.31)	(34.27)

제시일자	22.01.25
투자의견	Buy
목표주가	110,000
괴리율(평균,%)	(34.33)
괴리율(최대/최소,%)	(27.09)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	

태광(023160) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

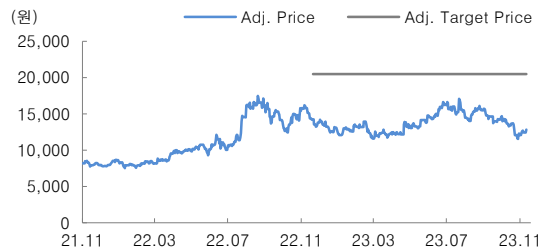
제시일자	23.12.04	23.11.21	23.08.31	23.08.23	23.08.22	23.07.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가		24,500	24,500	24,500	24,500	24,500
괴리율(평균,%)		(38.07)	(30.81)	(17.68)	(17.19)	(16.96)
괴리율(최대/최소,%)		(37.26)	(16.73)	(11.86)	(11.86)	(11.86)

제시일자	23.06.07	23.04.19	23.03.13	23.02.21	22.12.20	22.12.07
투자의견	6개월 경과 이후	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	24,500	24,500	24,500	24,500	24,500	24,500
괴리율(평균,%)	(22.72)	(32.18)	(34.15)	(34.89)	(35.59)	(33.54)
괴리율(최대/최소,%)	(12.88)	(22.90)	(25.77)	(27.32)	(29.86)	(29.86)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	

[스몰캡]

성광벤드(014620) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

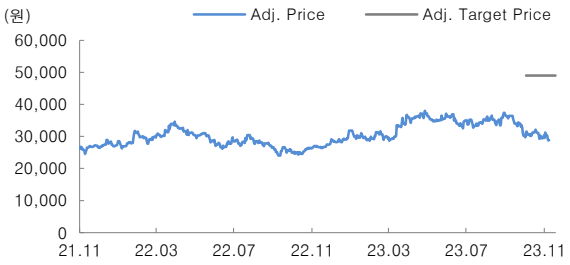


제시일자	23.12.04	23.11.21	23.06.07	23.05.09	23.03.13	23.02.21
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과 이후	Buy	Buy	Buy
목표주가		20,500	20,500	20,500	20,500	20,500
괴리율(평균,%)		(38.60)	(28.24)	(37.10)	(37.65)	(36.00)
괴리율(최대/최소,%)		(37.46)	(16.59)	(30.49)	(30.49)	(30.49)

제시일자	22.12.20	22.12.07
투자의견	Buy	Buy
목표주가	20,500	20,500
괴리율(평균,%)	(36.13)	(33.17)
괴리율(최대/최소,%)	(30.49)	(30.49)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	

인터로조(119610) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



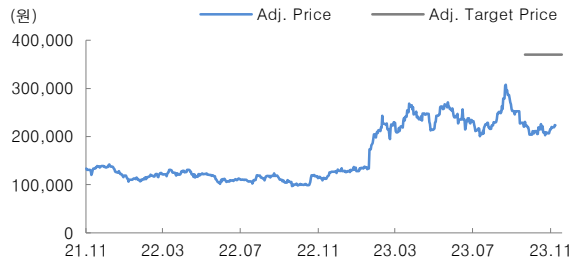
제시일자	23.12.04	23.10.24
투자의견	Buy	Buy
목표주가	49,000	49,000
괴리율(평균,%)		(37.98)
괴리율(최대/최소,%)		(34.49)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	

[스몰캡]

메디톡스(086900) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

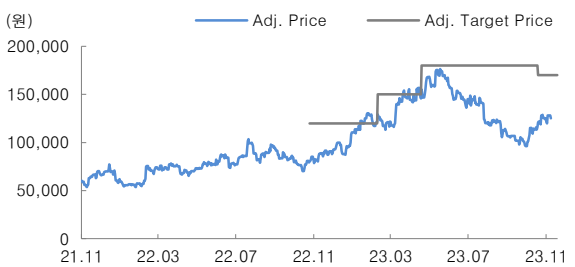


제시일자	23.12.04	23.11.09	23.10.12
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	370,000	370,000	370,000
괴리율(평균,%)		(42.34)	(42.41)
괴리율(최대/최소,%)		(38.92)	(38.92)

제시일자			
투자의견			
목표주가			
괴리율(평균,%)			
괴리율(최대/최소,%)			

제시일자			
투자의견			
목표주가			
괴리율(평균,%)			
괴리율(최대/최소,%)			

덴티움(145720) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

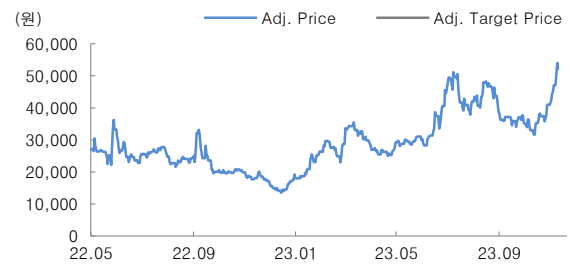


제시일자	23.12.04	23.11.09	23.08.08	23.05.10	23.03.02	23.01.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	170,000	170,000	180,000	180,000	150,000	120,000
괴리율(평균,%)		(26.48)	(25.33)	(14.15)	(9.63)	(15.83)
괴리율(최대/최소,%)		(24.29)	(2.06)	(2.06)	4.53	8.75

제시일자	23.01.04	22.12.26	22.11.15
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	120,000	120,000	120,000
괴리율(평균,%)	(26.09)	(26.17)	(27.80)
괴리율(최대/최소,%)	(16.67)	(16.67)	(22.58)

제시일자			
투자의견			
목표주가			
괴리율(평균,%)			
괴리율(최대/최소,%)			

가온칩스(399720) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	12.04
투자의견	N/R
목표주가	N/R
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	

제시일자			
투자의견			
목표주가			
괴리율(평균,%)			
괴리율(최대/최소,%)			

제시일자			
투자의견			
목표주가			
괴리율(평균,%)			
괴리율(최대/최소,%)			

코아시아(045970) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	12.04
투자의견	N/R
목표주가	N/R
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	

제시일자			
투자의견			
목표주가			
괴리율(평균,%)			
괴리율(최대/최소,%)			

제시일자			
투자의견			
목표주가			
괴리율(평균,%)			
괴리율(최대/최소,%)			