Daishin 증권

2024년 05월 07일 화요일

Morning Meeting Brief

Macro

[2024년 하반기 전망] Convergence

- 단기 사이클 상 미국/비미국 차별화는 정점 통과
- 미국 통화/재정 정책 공조, 미국 외 국가 금리인하로 우호적인 유동성 환경 조성
- 달러 약세 전환, 상반기 달러원 환율 빠르게 상승한 만큼 빠른 되돌림 예상

이하연. hayeon.lee@daishin.com, 이주원, joowon.lee2@daishin.com

Fixed Income

[2024년 하반기 전망] Fed dependent

- 채권금리는 금리인하와 맞물려 연말까지 하락세 지속될 것으로 예상
- 미국, 한국 모두 24년 연내 두차례 금리인하가 가능할 것으로 전망
- 추세적인 채권 포지션 확대 및 매수 대응 권고, 크레딧 채권은 우량채 중심의 매수 제안

공동락. dongrak.kong@daishin.com

Strategy

[2024년 하반기 전망] Upturn. 상승 모멘텀의 향연

- 24년 하반기 KOSPI Band 2,530 ~ 3,110p. 3Q 추세반전 & 상승추세 지속
- 금리인하 + Non-US 경기회복 + 달러 약세 + 반도체 상승사이클 조합
- 유망업종 : 반도체, 전기전자, 인터넷, 제약/바이오, 자동차, 금융

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

Quant

[2024년 하반기 전망] 3분기까지 상반기와 유사, 4분기는 안전성 확대

- 2024년 상반기 증시 키워드는 AI혁명, 미국경기, 전쟁, 중국경기, 밸류업으로 3분기까지 동일한 모멘텀 지속 전망
- 변동성 확대 시 AI모멘텀이 유효한 반도체와 밸류업 지속 가능한 밸류업 수혜주 비중확대. 그 외 고환율, 전쟁 수혜주 주목
- 3분기 이후 제조업 경기 하락 사이클 진입으로 포트폴리오 안정성 확대 권고

조재운. jaeun.jo@daishin.com

Global Strategy

[2024년 하반기 전망] Cycle 투자를 시작하라

- 한 번도 가보지 않는 길을 가고 있다면, 경기순환(Cycle) 경험을 되새길 때. 현 미국 경기 확장 국면에서 증시의 상승 궤도 유지 가능
- 과거 경험상 美 금리 인하 단행 전, 긴축적 통화정책 환경이 유지되며 장기금리 하락, 달러 약세, 증시 상승 조합으로 귀결
- 증시(3Q 상승, 4Q 하락), 3/4분기까지 비중확대. 미국/인/베/멕/반도체국, 섹터(커뮤니케이션/경기소비재/IT), 성장/대형/퀄리티 주목

문남중. namjoong.moon@daishin.com

Commodity

[2024년 하반기 전망] 라니냐의 귀환, 원자재로의 레짐 체인지

- 바닥을 확인한 제조업 경기, 원자재 수요의 회복을 가리키는 유동성 지수
- 이러한 가운데, 빨라진 라냐니의 귀환은 원자재 소순환 사이클 촉진시킬 Key
- 라니냐 수혜자 곡물, 에너지, 산업금속. 지금은 생산 기업들로 선제 대응 필요

최진영. jinyoing.choi@daishin.com

부동산/리츠

[2024년 하반기 전망] 멀지 않은 실물시장 바닥과 두 가지 리스크

- 리츠 시장은 금리 변동성에 연동되는 장세, 실물시장 하락세는 둔화
- 정상화 과정이나 여전히 금리/경기 변동성은 경계
- 24년 하반기 중 금리인하 현실화 될 시 실물시장과 리츠 주가의 회복이라는 방향성은 명확해질 것

배상영. sangyoung.bae@daishin.com

자산배분

[2024년 하반기 전망] 우리의 소원은 인하

- 제조업 경기가 하반기 글로벌 경기를 주도할 것으로 예상
- 경기침체 가능성이 낮고 연준의 기준금리 인하로 위험자산 강세 지속
- 글로벌 제조업 경기의 회복 강도에 따라 투자 스타일 변화 가능성 염두

조승빈. seungbin.cho@daishin.com

Commodity

하락 전환한 코코아, 하반기 하방압력 강화시킬 라니냐

- 홍해발 운임비 상승과 엘니뇨발 가뭄 덕에 1968년 이래 최고치 경신했던 코코아
- 그러나 그런 코코아도 하락하기 시작, 높은 가격 변동성과 증거금 인상이 초래
- 본격적인 하락은 하반기, 라니냐 시작 시 9~10월 수확 앞두고 추가 하락 경계

최진영. jinyoing.choi@daishin.com

산업 및 종목 분석

[Initiation] 유틸리티: 10년 사이클의 턴어라운드 진입

- 유틸리티 업종에 대한 투자의견 '비중확대', Top-pick '한국전력' 제시
- 2H24 재무구조 개선 가속화를 위해 전기요금, 도시가스 요금 인상 기대
- '24년 석탄가격 하향 안정화, 발전믹스 개선

허민호. minho.hur@daishin.com

[1Q24 Review] 대덕전자 : 하반기에 회복 전망

- 1Q 영업이익은 -29억원(적전 qoq/yoy), 추정 및 컨센서스 하회
- 2Q 영업이익은 62억원(흑전 qoq/yoy)으로 성장 전망
- 2024년 하반기에 FC BGA 매출 확대 예상

박강호. Kangho.park@daishin.com

[Issue Comment] 한국타이어 한온시스템 인수. 실적/밸류/주가 영향 분석

- 한국타이어, 1.7조원 투자하여 한온 지분 33% 추가 취득. 경영권 확보
- 한온시스템 평가가치 5.2조원으로 51%의 경영권 프리미엄 적용
- 단기 주가 한온 긍정적/한타 부정적 영향 예상. 중장기 한온 수익성 관건

김귀연. Gwiyeon.kim@daishin.com

[1Q24 Reivew] NAVER: 1 분기 호실적, 2024 년의 방향성

- 1Q OP 컨센 13% 상회. 디스플레이광고 회복, 적자 자회사 연결 제외 등이 요인
- DA 회복, C2C(포시마크, 크림 등) 커머스의 순항은 2분기에도 지속 전망
- 우려 속에 양호한 본업 실적에 따라 주가 우상향 전망. 매수 추천

이지은. Jeeeun.lee@daishin.com

[1Q24 Reivew] ISC: 부진했던 1Q24, 좋아질 게 많은 2Q24

- 1Q24 매출액 351억원, 영업이익 86억원으로 추정치 및 컨센서스 하회
- 비메모리: 일부 물량 2분기로 이연됨. AI반도체 시장 확대에 따른 매출 성장 기대
- 2H24 SK엔펄스(CMP 패드블랭크마스크) 매출 기대, 중장기 성장 로드맵 유효

신석환. seokhwan.shin@daishin.com

[NDR 후기] NH 투자증권: '24 년 자사주 매입/소각 한도 830 억원

- 주주환원 배당성향 40%내외, 자사주 매입/소각 금액 '23년보다 증가
- PF/해외부동산 관련 추가 충당금 적립 우려 크지 않음
- IB 여전히 호조, 신규 대표이사 취임 후 최근 리테일 집중

박혜진. hyejin.park@daishin.com

[1Q24 Review] 심텍 : 겨울 터널은 지났다

- 1Q 영업이익은 -149억원(적지 yoy/qoq), 추정과 컨센서스 부합
- 2Q 영업이익은 71억원(흑전 yoy/qoq) 추정, 턴어라운드 전환
- 2024년 반도체 회복으로 영업이익(466억원)은 흑자전환(yoy) 전망

박강호. Kangho.park@daishin.com

[1Q24 Review] 비에이치 : 다시 상승 구간에 진입

- 1Q 영업이익(84억원)은 종전 추정과 컨센서스 부합
- 2Q 영업이익(161억원)은 종전 추정과 컨센서스 상회 전망
- 2024년 밸류에이션 저평가, 아이폰16 판매 증가를 기대

박강호. Kangho.park@daishin.com

[1Q24 Review] 한미약품: 24 년 호실적으로 출발

- 1Q24 연결 매출 4,037억원(+11.8%yoy), 영업이익 766억원(+27.8%yoy)
- 자회사 북경한미의 견조한 성장세와 주력 제품 매출 확대로 컨센서스 상회
- 자체 개발 파이프라인 (비만치료제, MASH 등) 기술 수출 가능성 유효

이희영. Heeyoung.lee@daishin.com

[1Q24 Reivew] 파크시스템스: 수주는 문제 없습니다

- 1Q24 매출액 256억원, 영업이익 5.1억원으로 컨센서스 및 추정치 하회
- 1Q24 신규 수주 550억원, 수주잔고는 약 700억원 수준으로 크게 확대
- 반도체 미세화 및 EUV 장비 도입에 따라 NX-Mask 리페어 장비 수주 확대

신석환. seokhwan.shin@daishin.com

Macro

Convergence

Economist 이하연
hayeon.lee@daishin.com
Economist 이주원
joowon.lee2@daishin.com

- 단기 사이클 상 미국/비미국 차별화는 정점 통과
- 미국 통화/재정 정책 공조, 미국 외 국가 금리인하로 우호적인 유동성 환경 조성
- 달러 약세 전환, 상반기 달러원 환율 빠르게 상승한 만큼 빠른 되돌림 예상

단기 사이클 상 미국/비미국 차별화는 정점 통과

글로벌 경기는 하반기에도 확장 국면이 지속되겠으나 속도는 다소 둔화될 전망. 미국 성장 속도 조절이 예상되며 비미국 국가 경기 회복은 지속되면서 미국과 비미국 성장 격차 축소 예상

미국 성장 속도 조절은 정상화 과정. 고유가, 고금리에 잉여저축 소진 등으로 소비 여력이 축소되면서 과했던 소비 중심 성장 속도 조절 불가피. 투자 또한 대선 앞둔 불확실성에 증가세 지속 어려움. 팬데믹 이후 불균형 상태에서 고용시장도 정상화, 경기 속도 조절과 함께 둔화 예상

한편, 비미국 선진국은 미국보다 완화적 통화정책 기조 유지. 연초 금리 인상을 단행한 일본은행조차 완화적 스탠스. 자국 통화 약세가 수출에 우호적 환경 마련. 유동성 확대 및 소득 개선으로 이어져 내수 회복도 점차 가시화될 전망. 신흥국 또한 주요국의 수요 확대, 자국통화 약세 등에 경기 회복 기대

미국 통화/재정 정책 공조, 미국 외 국가 금리인하로 유동성 환경 우호적

미국은 고용 둔화에 기저효과 등으로 하반기에는 물가 하향 안정이 재개될 것으로 예상하며 연준 금리 인하 기대 재유입 가능성. 재무부도 안정적인 시장 유동성 환경 조성에 기여. 미국 통화/재정정책 공조에 미국보다 앞서 금리인하가 예상되는 유로존, 그 외 국가의 금리 인하 동참으로 유동성 환경은 금융시장에 우호적

달러 약세 전환, 달러원 환율 빠르게 상승한 만큼 되돌림 예상

하반기 달러는 약세 전환 전망. 미국 인플레이션 부담 완화되며 연준 금리 인하 기대감 다시 유입될 것으로 기대. 상반기 한국을 포함한 미국 외 국가들 통화는 약세를 시현하며 수출 경쟁력 확대. 하반기에는 미국 경기와 격차를 축소하며 달러 약세 요인으로 작용할 전망

상반기 빠르게 상승한 달러원 환율은 하반기 빠른 되돌림 예상. 2022년 9월 1,440원대를 고점으로 2023년 1월 1,230원까지 하락한 바 있음. 해당 기간과 올해 하반기 예상되는 경기 흐름을 비교했을 때, 한국 경기 펀더멘털은 양호한 수준. 국내 무역수지는 작년 6월 이후 흑자 전환, 수출액은 작년 10월 이후 증가 전환. 글로벌 제조업 경기 회복도 하반기 수출 증가세 뒷받침. 명목 실효환율 기준으로도 저평가 국면 위치. 다만, 불안정한 엔화, 위안화 변동성 확대가 원화 변동성 자극할 가능성

Fixed Income

Fed dependent

공동락
Dongrak.kong@daishin.com

- 채권금리는 금리인하와 맞물려 연말까지 하락세 지속될 것으로 예상
- 미국, 한국 모두 24년 연내 두차례 금리인하가 가능할 것으로 전망
- 추세적인 채권 포지션 확대 및 매수 대응 권고, 크레딧 채권은 우량채 중심의 매수 제안

기준금리 인상 종료 이후 추세적인 금리 하향 안정화 예상

기준금리 인상 사이클의 종료로 추세적인 금리의 하향 안정화 경로 예상. 다만 인상 종료 이후 인하 개시까지 인플레이션 안정을 확인할 필요가 있는데, 그 시간 간극이 당초 전망에 비해 지연됨

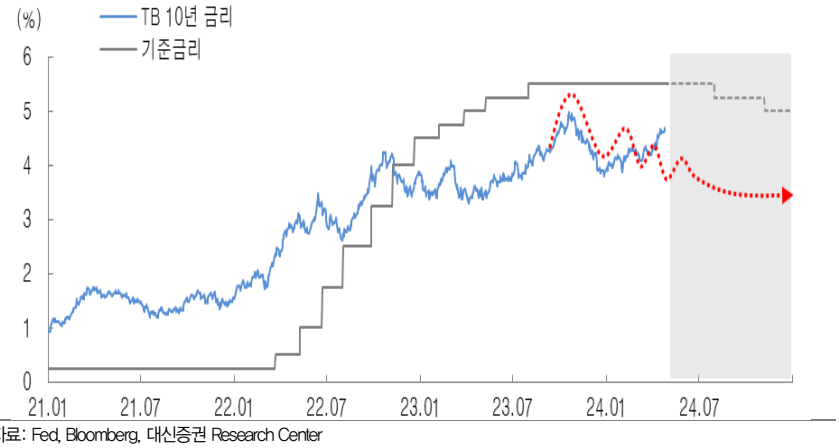
연말까지 시장금리는 하락세를 보일 가능성에 무게를 둠. 이번 금리 인상 사이클의 폭이나 속도가 매우 이례적일 뿐만 아니라 가팔랐고, 현재는 높아진 금리를 정상화하겠다는 기조가 통화당국의 금리 정책으로 반영될 것. 하반기 이후 2%대 물가 진입, 고금리 지속에 따른 위험 요인 부각 가능성 등도 인하 개시의 확률을 높이는 논거

다만 피봇(pivot) 시점이 당초 기대에 비해 지연될 것으로 예상됨에 따라 시중금리는 변동성 확대 과정을 거치며 연말까지 점진적으로 낮아질 전망. 또한 정책 전환 국면에서 통화 당국의 발언이나 경기 진단에 따른 금리 변동성 위험에도 일정 정도 대비할 필요가 있음

당사는 미국의 경우 올해 기준금리 인하 횟수를 3회로 예상했으나, 더딘 물가 안정을 감안하여 2회로 인하 횟수 하향(24년 말 美 기준금리 5.00%(상한 기준) 전망). 한국 기준금리 인하도 기존 3회에서 2회로 조정(24년 말 韓 기준금리 3.00% 전망)

중장기(6개월~1년 이상) 시계(視界)로 추세적인 채권 포지션 확대 및 매수 대응을 권고. 크레딧 채권의 경우는 우량채 중심으로 매수를 제안

미국 기준금리와 TB 10년 금리 추이와 전망



자료: Fed, Bloomberg, 대신증권 Research Center

Strategy

Upturn.
상승 모멘텀의 향연

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

- 24년 하반기 KOSPI Band 2,530 ~ 3,110p. 3Q 추세반전 & 상승추세 지속
- 금리인하 + Non-US 경기회복 + 달러 약세 + 반도체 상승사이클 조합
- 유망업종 : 반도체, 전기전자, 인터넷, 제약/바이오, 자동차, 금융

24년 하반기 KOSPI Band 2,530 ~ 3,110p. 3Q 추세반전 & 상승추세 지속

2024년 7월 금리인하 예상. 상반기, 특히, 2분기에는 시장의 실망감으로 인한 단기 변동성 확대 가능. 시장 기대와 연준 스탠스 간 괴리로 인한 조정 = 비중확대 기회

24년 KOSPI 상단 2,850p에서 3,110p로 상향조정. 밸류에이션 확장은 제한적일 수 밖에 없지만, 반도체 실적개선이 가속화되며 이익 전망 상향조정 뚜렷, 12개월 선행 EPS 빠르게 상승 중. 실적 레벨업에 근거한 KOSPI 밴드 상향조정

7월 금리인하 단행할 경우 KOSPI 저점 높아지고(2,500선), 3분기부터 상승추세 전개 예상

금리인하 + Non-US 경기회복 + 달러 약세 + 반도체 상승사이클 조합

24년 하반기 금리인하 + 경기모멘텀 회복 국면 진입. 글로벌 통화정책, 유동성, 경기 모멘텀이 동반 회복/개선되는 가운데 한국은 반도체 업황/실적 개선이 가세하면서 본격적인 실적장세 진입

대신증권은 24년 7월 금리인하를 시작으로 50bp 금리인하 기대. 6월 FOMC에서도 금리동결을 견지할 경우 시장에는 미국 경기불안에 통화정책 불확실성 가세하며 시장 변동성이 커질 수 있음

하반기에는 실질적인 금리인하 사이클 시작과 미국 경기 저점 통과, 중국 경기회복세 강화(경기부양정책 효과) 등에 힘입어 강한 상승추세 전개. 한국은 반도체 업황/실적 개선과 성장주 반등이 가세하며 탄력적인 상승을 이어갈 전망

유망업종 : 반도체, 전기전자, 인터넷, 제약/바이오, 자동차, 금융

24년 실적 개선을 주도하는 업종이 시장을 이끌어가는 가운데 장기 성장과 스토리 텔링으로 강세를 보인 업종은 옥석가리기 전개

실적, 업황의 명확한 방향성을 보여주고 시장 주도력을 보여주는 업종은 반도체. 뒤를 이어 조선, 인터넷의 이익모멘텀과 성장 기대가 강해지고 있는 상황. 하반기 금리인하 사이클 진입시 자동차와 2차전지가 가세할 전망

밸류업 프로그램 기대에 저PBR주 등락 예상. 세재개편 가시화될 경우 전고점 돌파 가능

Quant

3분기까지 상반기와 유사, 4분기는 안전성 확대

Quant 조재운
jaeun.jo@daishin.com

- 2024년 하반기는 3분기까지 상반기와 동일한 모멘텀 지속 전망
- 변동성 확대 시 반도체와 밸류업, 고환율, 전쟁 수혜주 주목
- 3분기 이후 제조업 경기 하락 사이클 진입으로 포트폴리오 안정성 확대 권고

2024년 상반기 증시 키워드는 AI혁명, 미국경기, 전쟁, 중국경기, 밸류업

2024년 연간전망에서 낮아진 주식에 대한 기대감이 제조업 상승 사이클과 반도체 가격 상승 사이클로 높아지며 가격 상승을 전망. 기대감이 낮고 과거 상승 사이클에서 수익률이 좋았던 섹터의 상승을 전망. 반도체, 은행, 보험, 자동차는 유효한 전략이었으나 소프트웨어, IT가전에서는 부진한 성적

2024년 상반기를 관통했던 키워드는 AI혁명, 미국경기, 전쟁, 중국경기, 밸류업. 견조한 미국경기는 금리인하 기대감을 후퇴시키며 성장주 변동성을 확대시켰으나 AI모멘텀이 존재하는 반도체와 그 외 섹터의 주가 차별화를 야기. 고환율은 수출주, 전쟁은 방산 섹터에 수혜. 반면 중국 경기와 상관관계가 큰 시클리컬은 중국 경기와 함께 부진

2024년 하반기는 3분기까지 상반기와 동일한 모멘텀 지속 전망

2024년 3분기까지 상반기 키워드가 지속될 것으로 전망. 3분기까지 제조업 경기는 상승 사이클에 위치할 것이며 이는 미국 경기의 견조함을 지속시켜 금리인하 기대감 후퇴, 고환율을 지속시킬 전망

금리인하 기대감 후퇴로 성장주 변동성 확대 시 AI모멘텀으로 회복탄력성이 높은 반도체 비중 확대. 또한 예상보다 낮았던 상반기 레거시 반도체 가격이 하반기에 올라온다면 AI모멘텀에 가격상승 모멘텀 가세

밸류업 프로그램은 일본과 유사한 정책 내용을 발표한다면 향후 정책 발표시 시장의 기대감 하회로 변동성 확대 가능성. 다만 중장기적으로 꾸준한 정책 수정과 관심 지속을 예상하고 있어 변동성 확대 시 비중확대 유효

중국 경기는 하반기 개선을 전망하고 있으나 기저 효과가 큰 것으로 판단하며 강력한 부양책 도입이나 부동산 이슈 해결이 동반되지 않으면 단기간에 높은 반등을 보이기는 힘들 전망. 중국 경기와 상관관계가 높은 시클리컬은 중국 경기 반등을 확인하고 접근할 필요

3분기 이후 제조업 경기 하락 사이클 진입으로 포트폴리오 안정성 확대

따라서 3분기까지 상반기 상승 모멘텀 키워드가 유효한 기계, 금융, 자동차, 유틸리티, 수출주의 비중확대는 유효할 것으로 전망. 3분기 이후 제조업 경기 하락 사이클 진입으로 통신, 필수재, 유틸리티 등 포트폴리오 안정성 확대 권고

Global Strategy

Cycle 투자를 시작하라

- 처음 가보는 길이라면 Cycle(경기순환) 투자가 답. 증시 상승 궤도 유지
- 과거 美 금리 인하 단행 전 장기금리 하락, 달러 약세, 증시 상승 조합
- 하반기 증시(3Q 상승, 4Q 하락), 3/4분기까지 비중확대

Global Strategist 문남중
namjoong.moon@daishin.com

한 번도 가보지 않는 길을 가고 있다면, 경기순환(Cycle) 경험을 되새길 때

미국 경기에 대한 공식적인 판정은 NBER(전미경제연구소)의 BCDC(경기순환판정위원회)가 담당. 1854년 이후 미국의 경기순환은 총 34회 발생, 2020.5월 이후 35번째 경기순환이 진행 중. 현재(2024.4월 기준) 경기 확장은 48개월째 진행. 1980년 이후 미국 경기 확장은 총 5회 발생, 평균적인 경기 확장 기간은 85개월(7년 1개월). 평균적으로 S&P500, 나스닥, 다우지수는 각각 124.8%, 159.5%, 131.2% 상승. 팬데믹 이후 현 35번째 경기 확장 국면에 적용해 보면, 대략적으로 2027년 6월까지 미국 경기는 확장 국면 예상. 이러한 미국 경기순환과 증시 흐름을 감안하면 현 미국 증시의 상승 궤도 유지 가능

관전 포인트 7가지. 1) 미국 경기 확장 국면, 2) 연준 금리 인하 대의, 3) 선진 중앙은행 금리 인하 동참, 4) 올해는 물가 인식 전환점, 5) 글로벌 AI 붐 지속, 6) 미국 기업 실적 기대. 5) 미국 대선 모멘텀 부각

과거 경험상 미국 경기 확장 국면에서 미국 증시는 상승. 연준 금리 인하 사이클 시작을 살필 수 있는 시그널(실질정책금리, 실질중립금리 상회) 확인. 3월 스위스 기준금리 인하 시작으로 스웨덴(5월), ECB(6월), 연준(6월), 캐나다(6월), 영국(6월), 호주, 뉴질랜드, 노르웨이 순으로 예상돼, 주요국 피봇 시대 가시화. 금리 인상기와 금리 중단기, 물가 하락 속도는 분명 차이 존재. 1/4분기는 시장의 물가 인식 전환점으로 2/4분기 이후 물가 민감도 낮아질 전망. AI 발전 단계에 있어 현 AI 기술은 약인공지능에 불과, 향후 모든 상황에서 인간과 유사한 지적 능력으로 작업을 수행하는 강인공지능 단계로 나아갈 것. 물가, 통화정책 외에도 주식시장이 중요하게 인식하는 변수(기업 실적)가 존재함을 재확인시켜 줄 것. 미국 대선 모멘텀, 누가 당선 되던 경제 활성화 및 일자리 창출이라는 방향성은 확고하게 유지

'구관이 명관이다'. 24년도 디스인플레이션 수혜 장세 지속

[지수] 나스닥 [섹터] 커뮤니케이션, 경기소비재, IT [종목] 매그니피센트7 [스타일] 성장, 대형, 퀄리티 [정책] 대중국 '디리스킹' 과 미국 공급망 재편 수혜(2차전지/전기차, 반도체, 바이오제약)

1980년 이후 경기순환은 총 5회 발생, 평균적으로 S&P500, 나스닥, 다우지수는 각각 124.8%, 159.5%, 131.2% 상승. S&P500 섹터 수익률은 IT(276.4%), 경기소비재(211.7%), 금융(194.4%), 헬스케어(179.3%), 산업재(163.8%), 에너지(109.3%) 섹터가 S&P500 전체 수익률(153.2%)을 아웃퍼폼. IT를 주축으로 경기소비재, 금융 섹터가 뒤에서 밀며, 성장주 주도 장세를 연출. 2023년 美 정책금리와 CPI간 스프레드 역전 후, 스프레스 확대. 2024년 금리 인하 앞두고 할인율 축소에 따른 주가 상승 기대되는 성장주 선호. 2024년 기업 이익 개선과 지난해 대비 증시 변동성이 제한되는 상황은 기타 스타일(퀄리티), 사이즈(대형)에 대한 관심 높일 것

Commodity

라니냐의 귀환, 원자재로의 레짐 체인지

- 바닥을 확인한 제조업 경기, 원자재 수요의 회복을 가리키는 유동성 지수
- 이러한 가운데, 빨라진 라냐니의 귀환은 원자재 소순환 사이클 촉진시킬 Key
- 라니냐 수혜자 곡물, 에너지, 산업금속. 지금은 생산 기업들로 선제 대응 필요

Commodity Analyst 최진영
jinyoing.choi@daishin.com

바닥을 확인한 수요, 회복 방향을 가리키는 유동성

모두가 Fed의 정책금리 인하 여부를 두고 갑론을박하는 사이, 다른 나라 중앙은행들은 이미 완화적이었다. Fed와 ECB보다도 더 큰 유동성을 가진 중국 인민은행은 2023년에 이어 올해 하반기에도 금리 인하를 계속할 것이라는 뜻을 내비쳤다. 미국을 제외한 46개국 중앙은행의 정책금리 인하 순-횟수는 상승 추세이다. 원자재 수요를 상징하는 글로벌 제조업 PMI가 이를 8~9개월 후행한다는 점을 고려하면 수요는 이미 바닥을 통과했다고 볼 수 있다. 이러한 상황에서 Fed의 정책금리 인하 가능성은 나쁠 이유가 더더욱 없다. 영화 《빅쇼트》의 실존 인물 중 하나인 스티브 아이스먼은 미 경기가 견조한 상황에서의 정책금리 인하는 버블을 일으킬 수 있다고 경고했다. 극단적 표현일 수 있지만 글로벌 유동성 지수의 반등과 수요의 바닥이 확인된 지금 원자재가 매력적인 것은 분명하다.

기상이변 라니냐의 귀환이 야기할 원자재 소순환 사이클

특히, 이러한 가운데 기상이변인 라니냐의 귀환은 원자재로의 레짐 체인지를 촉진시킬 부분이다. CPC/IRI 측은 라니냐 발생 시점을 기존 10~12월 → 6~8월로 조정했다. APCC는 8~10월 동남아와 중국 남부 일대 강수량이 강화될 것이라며 라니냐의 시작을 전망했으며, NOAA는 CPC/IRI보다 더 낮은 해수면 온도(동태평양 연안) 예측치를 제시하며 강력한 라니냐의 귀환을 경고하고 있다. 1985년부터 지금까지 기상이변 국면별 원자재 상품들의 성과를 살펴보면 엘니뇨 시에는 코코아, 원당, 커피 등으로 구성된 소프트 섹터가 강했지만 라니냐 시에는 원자재 펀드 내 가장 큰 가중치를 가진 곡물, 에너지 그리고 산업금속 섹터가 강했다. 과거 원자재 슈퍼사이클은 단순히 경기(중국의 산업화)와 역사적 사건(오일 쇼크)에서 비롯된 것이 아닌 기상이변이 복합되어 발생했었다는 점을 고려하면 지금은 그 변화에 대비가 필요한 순간이다.

헷지가 필요한 순간, 원자재 생산 기업들을 통한 선제적 대응 권고

물론 아직은 엘니뇨 구간이다. 소프트 섹터의 성과는 이전보다 톤-다운됐으나 연초대비 수익률로 보면 여전히 양호한 성과를 도출하고 있다. 경기의 본격적인 회복이 시작되지 않은 상황에서 위험자산인 산업금속(구리, 알루미늄 등)과 에너지보다 금의 상대성과가 더 강할 수밖에 없는 구간이다. 그러나 6~8월부터 귀환하게 될 라니냐와 반등이 확인된 글로벌 유동성 지수, 연말까지 회복될 제조업 경기의 방향과 타이트한 공급 환경은 원자재 지수의 추세적 상승을 만들 Key이다. 그러한 점에서 라니냐 시 수혜 받게 될 원자재(곡물 〉 에너지 〉 산업금속)에 대한 기존의 낙관적 View를 유지하며, 지금 당장은 경기 동행(또는 다소 후행) 자산인 원자재보다 선행 자산인 원자재 생산 기업들(주식 자산)을 통해 선제적으로 대응할 것을 권고한다.

부동산/리츠

멀지 않은 실물시장 바닥과 두 가지 리스크

배상영 Ph.D
Sangyoung.bae@daishin.com

- 리츠 시장은 금리 변동성에 연동되는 장세, 실물시장 하락세는 둔화
- 정상화 과정이나 여전히 금리/경기 변동성은 경계
- 24년 하반기 중 금리인하 현실화 될 시 실물시장과 리츠 주가의 회복이라는 방향성은 명확해질 것

리츠 시장은 금리 변동성에 연동되는 장세, 실물시장 하락세는 둔화

금리 인상 이후 리츠 시장은 금리 변동성에 따라 흔들리는 장세 지속. 24년에는 금리 인하 폭에 대한 전망이 후퇴하면서 시장금리가 상승하고 리츠 시장 조정

레버리지 비용 증가와 대출 강화는 실물시장에 대한 투자 감소 및 자산가치 조정으로 이어짐. 동시에 자산가치 하락은 Equity 손실 뿐 아니라, 부채 부실화로 나타났고, 특히 임대 상황이 좋지 않은 오피스를 중심으로 부실자산 증가

변동성이 큰 매크로 환경 속에서 하반기 리츠의 주가 변동성 또한 클 것으로 예상되나, 중장기적으로 본다면 회복이 기대되는 구간이며, 장기적인 금리 하락세는 리츠의 저점을 높여 나갈 것으로 기대

실물시장 또한, 레버리지 비용 하락과 지속되는 자산가격 조정이 이어지면서 투자자들의 심리 개선, CoC 수익률 증가로 투자 수요 회복 기대

상업용 부동산 부실 이슈가 나타났고 시장금리에 연동되는 리츠 장세가 나타나고 있으나, 추가적인 금리 인상 가능성이 낮고, 인하 속도의 문제인 만큼 지금은 실물시장의 바닥이 멀지 않은 시점이라 판단되며, 리츠의 주가 또한 Bumpy 할 뿐 방향성은 회복

정상화 과정이나 여전히 금리/경기 변동성은 경계

24년도 하반기 금리 인하와 경기 둔화는 전반적인 부동산의 이자비용 감소와 일부 섹터의 임대시장 둔화로 이어지면서 회복세 기대

다만, 물가와 금리, 경기 간의 시소 게임은 일시적으로 시장 전망을 후퇴시킬 수 있는 요인이며, 고금리 장기화로 인한 국지적인 이벤트(은행 부실)가 나타날 수 있는 매크로 환경이라 판단. 또한, 시장금리는 하락한다 하더라도 대출 강화는 지속되며, 부동산 시장 전반에 대출 유동성이 부족한 상황 전개

실물시장의 가격 조정과 감소된 거래량이 지속 될 것으로 보이며, 가격 조정 속에서 거래량이 점진적으로 회복 될 것으로 기대. 대출 투자 증가는 기존 차주들의 대출강화의 공백을 채우면서 상대적으로 높은 수익률을 거둘 것으로 전망

경기 둔화와 회복, 그리고 완화되는 물가 부담, 하락하는 시장금리는 24년 연말시점을 놓고 보면 중물가, 중금리, 침체 없는 경기 둔화일 것이고, 내년 1년을 연간으로 놓고 본다면 소프트 랜딩, 물가/금리 하락으로 기대되어 실물시장의 회복 및 리츠 주가 회복에 기여

다만, 금리 레벨의 정체, 예상보다 깊은 경기 둔화/침체는 부동산/리츠 시장의 예민한 리스크로 잔존

자산배분

우리의 소원은 인하

조승빈
Seungbin.cho@daishin.com

- 제조업 경기가 하반기 글로벌 경기를 주도할 것으로 예상
- 경기침체 가능성이 낮고 연준의 기준금리 인하로 위험자산 강세 지속
- 글로벌 제조업 경기의 회복 강도에 따라 투자 스타일 변화 가능성 염두

완만한 제조업 경기 회복은 성장주와 장기국채, 제조업 경기의 강한 반등은 가치주와 원자재에 투자 기회

올해 들어 제조업 경기는 뚜렷하게 회복. 제조업 경기가 하반기 글로벌 경기를 주도할 것으로 예상

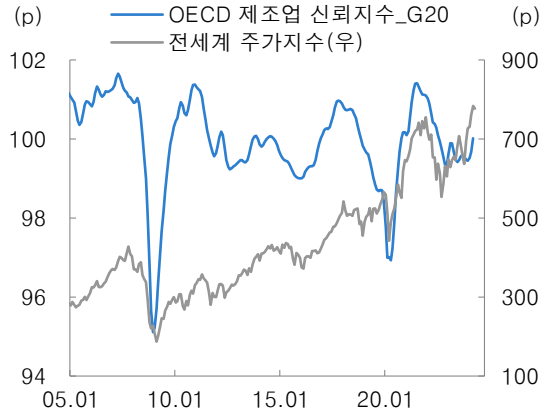
위험자산 강세 지속 기대: 경기침체 가능성이 낮은데다 연준의 기준금리 인하가 더해지는 국면

글로벌 제조업 경기의 회복강도에 따라 투자스타일의 변화 가능성은 염두
– 글로벌 제조업 경기의 완만한 회복: 시장금리 안정에 따른 성장주와 장기국채 관심
– 제조업 경기의 강한 반등: 원자재 가격 상승과 함께 가치 스타일, 그리고 신흥국에 투자 기회

시장금리의 변동성 확대 가능성에 대비하는 전략: 단기 우량등급 회사채 또는 만기 매칭형 ETF

금: 연준의 기준금리 인하에 따른 실질금리 하락 또는 원자재 가격 강세 국면 모두 수혜 가능

제조업 경기 회복이 위험자산 강세 뒷받침



자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

Commodity

하락 전환한 코코아, 하반기 하방압력 강화시킬 라니냐

Commodity Analyst 최진영
jinyoing.choi@daishin.com

- 홍해발 운임 상승과 엘니뇨발 가뭄 덕에 1968년 이래 최고치 경신했던 코코아
- 그러나 그런 코코아도 하락하기 시작, 높은 가격 변동성과 증거금 인상이 초래
- 본격적인 하락은 하반기, 라니냐 시작 시 9~10월 수확 앞두고 추가 하락 경계

홍해발 운임비 상승과 엘니뇨발 가뭄 수혜를 본 코코아

올해 원자재에서 빼놓을 수 없는 상품이 있다면 코코아일 것이다. 지난해부터 가파른 속도로 상승하며 1968년(거래소 상장) 이래 최고치를 경신했으니 말이다. 이 같은 성과가 가능했던 것은 1)홍해발 운임비 상승으로 인한 가격 전가도 일부 있었지만 2)엘니뇨발 가뭄 영향이 더 컸다. 코코아의 주요 산지는 서아프리카 코트디부아르와 가나, 동남아의 인도네시아로 이들 3개국의 공급 비중만 68%에 이른다. 엘니뇨는 이들 지역에 집중적으로 가뭄을 일으키는데 코코아는 여타 농산물과 달리 12개월 내내 파종과 수확 주기를 갖고 있기에 엘니뇨발 영향에 취약할 수밖에 없었다.

그런 코코아도 하락하기 시작, 높은 변동성과 증거금 인상이 하락 초래

그러나 그런 코코아도 하락하기 시작했다. 톤당 11,000달러선을 돌파했던 코코아 가격은 8,000달러선 마저 붕괴됐다. 이는 1960년 이래 장중 가장 큰 폭의 하락이다. 원인은 기술적 문제에 있다. 4월 24일 ICE 거래소 측은 증거금을 1계약당 23% 인상했다. 문제는 가격 변동성이 비이성적으로 높아진 상황에서 인상된 증거금은 투자자들의 포지션 유지를 어렵게 만든다는 점이다. 결국 대규모 포지션 청산을 초래하며 가격은 하락 전환했다.

그러나 본격적인 하락은 하반기, 라니냐의 귀환 주목

다만, 본격적인 하락은 시작되지 않았다. 아직 라니냐가 시작조차 하지 않았기 때문이다. 라니냐는 적도를 기준으로 동태평양 연안에서 동남아와 중국 남부 지역으로 향하는 무역풍의 이동 속도가 평년보다 빨라지며 발생한다. 주요 코코아 산지인 인도네시아는 평년보다 높아진 강우량으로 인해 작황이 개선되게 되며, 코트디부아르와 가나 역시 라니냐로 인한 워커-순환 강화로 강우량이 높아지게 된다. 가격 하락의 시작이라 볼 수 있다.

그런 라니냐는 올해 6~8월부터 재개될 것으로 관측되고 있다. CPC/IRI 측은 6~8월 동태평양 연안 해수면 온도가 평년보다 0.5℃를 하회할 것이라 전했다. APCC에 따르면 4월 동남아와 서아프리카 일대 강우량은 평년보다 건조한 것으로 확인됐으나 8~10월은 이전보다 높아질 것으로 전했다. 이에 기반해 향후 9개월 라니냐 발생 가능성은 계속 상향되고 있다.

이는 하반기 코코아 가격의 본격적인 하락을 암시한다. 코코아 나무는 4~5년의 생육 기간을 거쳐 매년 한 그루당 20개 이상의 코코아 열매를 생산하는데 주로 9~10월 집중 생산된다. 이 시점에 생산되는 코코아의 파종 시즌이 라니냐로 인해 강우량이 확대되는 6~8월이라는 점을 고려하면 가격은 수확 시즌을 전후로 본격적인 하락이 가능하다. 농산물 생산기업 카길 역시 이 같은 이유로 수급 개선 가능성을 경고하고 있다. 엘니뇨에서 라니냐로 넘어가는 전환기이다. 결국 위 전망을 근거로 하반기 소프트는 숏이라는 기존 견해를 유지하며, 이에 근거해 향후 S&P500 음료업종의 원가마진 개선 가능성에 주목할 것을 권고한다.

유틸리티업

10년 사이클의 턴어라운드 진입

허민호 minho.hur@daishin.com

투자의견

Overweight

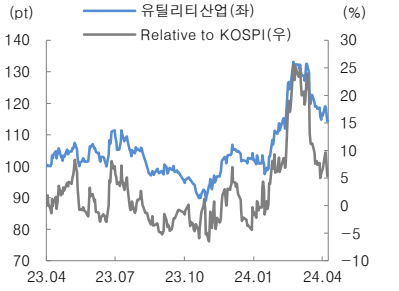
비중확대, 신규

- 유틸리티 업종에 대한 투자의견 '비중확대', Top-pick '한국전력' 제시
- 2H24 재무구조 개선 가속화를 위해 전기요금, 도시가스 요금 인상 기대
- '24년 석탄가격 하향 안정화, 발전믹스 개선

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
한국전력	Buy	30,000원
한국가스공사	Buy	37,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.2	8.7	-5.8	-8.3
상대수익률	2.0	5.5	-9.5	-7.3



유틸리티 업종에 대한 투자의견 '비중확대', Top-pick '한국전력' 제시

'02년 이후 국내 전력, 가스 공기업은 10년 내외를 주기로 재무구조 개선과 악화 사이클을 경험했음. 특히 '21 ~ '23년 한국전력은 대규모 영업적자 발생, 한국가스공사는 큰 폭의 미수금 증가로 '23년말 차입금비율이 각각 370%, 416%까지 상승하는 재무구조가 심각한 상황에 처함. '24년부터는 요금 인상을 통해 재무구조 개선 사이클로의 진입과 주가 De-rating 해소 기대

Top-pick으로 한국전력(투자의견 '매수', 목표주가 30,000원)을 제시. 동사는 재무구조 개선 시기인 '13 ~ '16년 평균 PBR 0.46배로 밸류에이션 회복 기대('24F PBR 0.32배). '24년 전기요금 인상 없이도 실적 개선 전망. 재무구조 개선 가속화를 위한 2H24 요금 인상 및 실적 전망치 상향 가능성도 존재

2H24 재무구조 개선 가속화를 위해 전기요금 인상 기대

한국전력의 차입금 비율은 '02년 이후 개선(3~4년)과 악화(6~7년)가 반복됨. 재무구조 개선 구간의 차입금 비율 하단은 '06년 45%, '17년 76%로 31% 상승했음. '24년부터 영업이익 10조원 달성으로 점진적인 재무구조 개선 기대. 이번 사이클의 적정 차입금 비율 하단을 105% 내외로 가정 시, '24년 실적이 유지될 경우 8 ~ 9년이 소요됨. 이를 5년 내로 단축하기 위해서는 향후 30% 이상의 전기요금 인상(Brent 유가 90달러/bbl 유지 기준) 또는 유가 하락 필요

'24년 낮아진 석탄가격, 발전믹스 개선 등으로 전력 공급원가 하향 안정화

'24년 전력 공급원가는 전년대비 LNG 가격 및 SMP(계통한계가격)의 Level down, 발전믹스 개선으로 하향 안정화될 전망. 1) 2Q24 이후 국내 LNG 수입가격 및 SMP 상승 불가피하지만, 연간으로는 전년 대비 낮은 수준일 것. 2) 2H22 ~ '23년 연료탄 가격은 고점 대비 55% 하락. '24년 이후에도 하향 안정화 기대. 이는 중국의 석탄광산 투자 재확대에 따른 생산능력 증대 효과, 호주, 러시아 등의 석탄 수출 터미널 가동 등으로 공급 우위 상황 예상되기 때문. 3) '24 ~ '25년 총 3기 3.6GW의 신규 원전이 가동으로 저원가의 원전 발전량 비중은 '23년 30.7%에서 '24년 32.7%, '25년 34.2%로 상승 전망

2H24 도시가스 요금에 미수금 회수를 위한 요금 반영 기대

한국가스공사의 미수금은 '12년 이후 5년간 축소, 6년간 증가했음. 특히 '21년 이후 도시가스 요금에 LNG 가격 상승을 제대로 반영하지 못함. '23년 미수금은 15.8조원을 정점으로 '24년부터 감소 예상. 발전용 미수금은 '24년 내 대부분 회수 가능. 도시가스도 2H24 요금 결정시 미수금 회수 목적의 요금 반영 기대. 관건은 유가 및 LNG 가격이 하락하지 않는 상황에서, 미수금 회수 속도

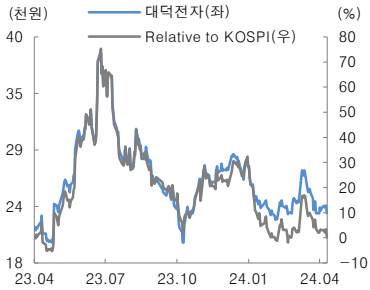
대덕전자 (353200)

박강호
kangho.park@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	30,000 하향
현재주가 (24.05.03)	22,850 가전 및 전자부품업종

KOSPI	2676.63
시가총액	1,149십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	25십억원
52주 최고/최저	38,400원 / 19,970원
120일 평균거래대금	176억원
외국인지분율	8.95%
주요주주	대덕 외 6 인 32.82% 국민연금공단 9.48%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.8	-6.7	3.2	1.1
상대수익률	-12.8	-8.9	-8.7	-5.5



하반기에 회복 전망

- 1Q 영업이익은 -29억원(적전 qoq/yoy), 추정 및 컨센서스 하회
- 2Q 영업이익은 62억원(흑전 qoq/yoy)으로 성장 전망
- 2024년 하반기에 FC BGA 매출 확대 예상

투자의견 매수(BUY) 유지. 목표주가 30,000원 하향(6.3%)

투자의견 매수(BUY)를 유지하나 목표주가(실적 회복기의 상단밴드, 목표P/E 26.4배 적용)는 30,000원으로 하향(6.3%). 2024년 1Q 실적 부진, FC BGA 매출 하향으로 2024년 주당순이익(EPS)을 19% 하향에 기인. 2024년 1Q 매출은 2,148억원으로 종전 추정을 7.8% 하회, FC BGA 매출이 전분기대비 감소 등 고정비 부담 가중으로 영업이익(-28.9억원)은 적자전환(yoy/qoq). 전기차 수요 약세로 전장향 FC BGA 매출 감소 및 신공장의 감가상각비 증가가 2024년 2Q 수익성 개선에 부담. 중장기 관점에서 비중확대 유지

2024년 2Q 영업이익(62억원)은 흑자전환(qoq) 추정

2024년 1Q 매출은 2,148억원(-1.3% yoy/-8.4% qoq), 영업손실 29억원(적전 yoy/qoq) 기록. FC BGA 매출은 417억원으로 16.9%(qoq/-40.9% yoy) 감소 등 2개 분기에 역성장. 주요 고객사의 공급이 당초 계획대비 지연, 신공장의 생산능력 증대와 맞물리면서 감가상각비 증가가 수익성에 부담. 메모리 매출도 1,176억원으로 10.2%(yoy) 감소. 지난 3개 분기에 메모리향 패키지가 성장을 견인하였으나 1Q 전반적인 상황은 메모리 및 비메모리의 매출이 전부 감소, 고정비 부담 증가로 연결

2024년 2Q 매출은 2,281억(3.8% yoy/6.2% qoq)원, 영업이익은 62억원(흑전 yoy/qoq)으로 개선 전망. 메모리와 비메모리향 패키지 매출 증가를 예상. 본격적인 성장보다 기저 현으로 판단. 그러나 FC BGA 매출 성장은 높다고 전망. 자동차의 전장화, 전기자동차와 하이브리드 확대로 전장향 FC BGA 매출 성장은 높음. 2025년 매출은 3,301억원, 2024년 2,098억원(추정)으로 증가 예상. 국내 반도체 패키지 업체 중 전장향 FC BGA 업체로 평가

(단위: 십억원, %)

구분	1Q23	4Q23	1Q24					2Q24		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	218	234	233	215	-1.3	-8.4	240	228	3.8	6.2
영업이익	10	6	8	-3	적전	적전	9	6	10.4	흑전
순이익	11	6	7	2	-82.4	-67.6	8	8	81.5	295.9

자료: 대덕전자, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 , %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,316	910	949	1,092	1,189
영업이익	233	24	39	102	122
세전순이익	245	28	54	112	132
총당기순이익	184	25	40	84	99
지배지분순이익	184	25	40	84	99
EPS	3,570	493	786	1,634	1,926
PER	5.3	54.9	29.1	14.0	11.9
BPS	16,598	16,857	17,343	18,690	20,329
PBR	1.1	1.6	1.3	1.2	1.1
ROE	23.9	2.9	4.6	9.1	9.9

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

자동차/부품

한국타이어, 한온시스템 인수. 실적/밸류/주가 영향 분석

김귀연 gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견

Overweight

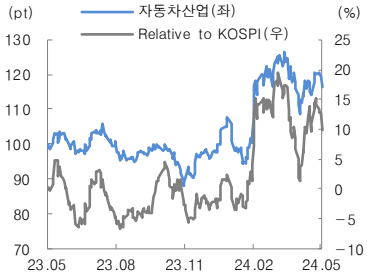
비중확대, 유지

- 한국타이어, 1.7조원 투자하여 한온 지분 33% 추가 취득. 경영권 확보
- 한온시스템 평가가치 5.2조원으로 51%의 경영권 프리미엄 적용
- 단기 주가 한온 긍정적/한타 부정적 영향 예상. 중장기 한온 수익성 관건

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
한국타이어	BUY	69,000(하향)
한온시스템	Marketperform	7,800(상향)

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.3	-0.4	28.8	17.3
상대수익률	8.5	-2.7	14.0	9.7



5/3일, 한국타이어 공시 통해 한온시스템 지분 인수 + 유증참여 공시

한국타이어앤테크놀로지(이하 한국타이어)는 1.7조원을 투자하여 한온시스템지분 33.2% 추가 취득, 최종 50.5% 지분율로 경영권 확보할 계획. 1) 한앤코PE의 한온시스템 지분 22.3%를 1.37조원에 인수, 2) 제3자배정 유증 통해 10.9% 지분 3,651억원에 확보할 예정. 지분인수와 유증은 블렌딩된 계약건으로, 연동하여 진행 예정. 인수가치 5.2조원으로 한국타이어는 경영권 프리미엄 51%를 적용하여 인수한 셈

실적 영향: 양사 IS 영향은 제한적. 한온시스템 CF 영향 긍정적

[IS] 인수에 따른 개별 기업 실적 영향 또한 제한적일 것으로 예상. 다만, 인수 후 한국타이어 실적에 한온시스템 연결 반영될 것. 이에, 한국타이어 2025년 매출 YoY +108%/OP +34% 증가 예상. 마진에 있어서는 2025년 OPM 추정 대비, -6.0%pt 하락 예상

[BS/CF] 금번 인수로 한국타이어는 보유 현금 1.8조원 소진. 한온시스템은 유증 통해 3,651억원 확보해 채무 상환 2,000억/운영자금에 1,651억 사용 계획. 지분율 희석(12%)는 불가피하나, 재무/영업현금흐름 개선 긍정적. 부채 상환으로 2025년 -154억원의 이자비 절감 예상

밸류에이션 및 주가 영향: [단기] 한온 긍정적/한타 부정적, [중장기] 한온 수익성 및 BEV 수요 개선 시점이 관건

[단기] 한온시스템 1) 인수 vs 시총가치 괴리율(51%), 2) 현금 유입(3,651억), 3) 경영권 변경에 따른 단기 사업 변화 제한적일 것으로 예상. 반면, 한타는 1) 현금 활용한 주주환원 기대감 소멸, 2) 투자 성과 불확실성 반영 불가피

[중장기] 한온의 밸류 프리미엄 여전한 상황에서 중장기 주가 방어 위한 실적 개선은 필수적. 한국타이어 연결 실적에 있어서도 중요. 이에 한온의 수익성 개선 여부는 양사 주가에 있어 핵심 변수로 작용할 전망

주가 대응 전략: [단기] 한온시스템 Trading BUY => [중장기] 한온시스템 분기 OP 1,000억원 달성 가능성에 주목

2024년 연중 인수 작업 마무리 => 2025년 실적 반영에 따른 주가대응 필요. [단기] 피인수기업인 한온시스템의 상승 여력 확대 예상. 이에, Trading BUY 전략 유효. [중장기] 2025년 한온시스템 OP 5,650억(YoY +59%)/NP 2,890억(YoY +160%) 예상. 2H24 수익성 개선 전략 성과에 따라 실적 개선 뚜렷해질 것. 이에 따라, 한국타이어의 연결실적 반영에 따른 수익성 부담도 완화될 것

한국타이어앤테크놀로지 투자의견 BUY(유지), 목표주가 69,000원 하향(-5%)
한온시스템 투자의견 Marketperform(유지), 적정주가 7,800원 상향(+8%)

NAVER (035420)

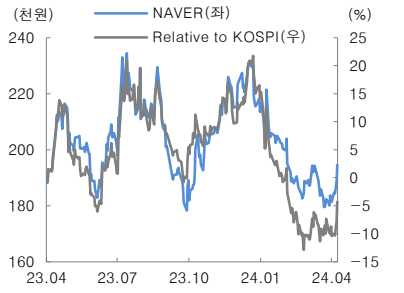
이지은
jeeeun.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	280,000 상향
현재주가 (24.05.03)	194,600 인터넷업종

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D

KOSPI	2676.63
시가총액	31,605십억원
시가총액비중	1.47%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	234,500원 / 178,300원
120일 평균거래대금	1,501억원
외국인지분율	45.55%
주요주주	국민연금공단 8.23% BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.10%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.6	-12.1	-2.9	1.0
상대수익률	1.8	-14.2	-14.1	-5.6



1분기 호실적, 2024년의 방향성

- 1Q OP 컨센 13% 상회. 디스플레이광고 회복, 적자 자회사 연결 제외 등이 요인
- DA 회복, C2C(포시마크, 크림 등) 커머스의 순항은 2분기에도 지속 전망
- 우려 속에 양호한 본업 실적에 따라 주가 우상향 전망. 매수 추천

투자의견 매수 유지, 목표주가 280,000원으로 기존 대비 7.7% 상향

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 부문별 적정가치는 1) 서치 플랫폼 21.6조원, 2) 커머스 9.9조원, 3) 파이낸셜 3.0조원, 4) 웹툰 4.4조원, 5) 클라우드 3.0조원, 6) LY 지분가치 5.0조원 등. 목표주가 상향: 글로벌 peer 밸류에이션 상승 영향. 동사의 양호한 광고, 웹툰 등의 실적 고려 시 경쟁이 심화된 커머스 사업을 제외하고 글로벌 멀티플 대비 할인 받을 필요는 없다고 판단. 커머스는 글로벌 peer 대비 30% 할인 적용

1분기 양호한 실적이 2024년 이어질 것으로 예상

1Q24 매출액 2조 5,260억원(YoY 10.8%, QoQ -0.4%), 영업이익 4,391억원(YoY 32.9%, QoQ 8.3%) 예상. 매출은 컨센서스 부합, 영업이익은 컨센서스 대비 13% 상회. 네이버제트 연결 제외, 주식보상비용 감소(QoQ 약 340억원)가 OP 컨센 상회 요인

서치플랫폼. 매출 9,054억원(YoY 6.3%) 기록. 홈피드, 쇼폼 등 광고 인벤토리 증가로 DA는 5개 분기 연속 역성장 이후 순성장으로 전환. 커머스. 매출 7,034억원(YoY 16.1%) 기록. 1분기부터 연결 실적에 편입된 소다 제외 시 매출은 YoY 10.4%. 네이버쇼핑 GMV 성장률 5% 추정. 여전히 시장성장률 11% 하회이나 1분기 중국 커머스 플랫폼의 프로모션 확대(알리익스프레스 한국 브랜드 다수 입점, 3/18 천억페스타 시작)에도 불구하고 4분기 성장률 수준 유지하고 있는 것으로 판단. 거래액 성장 둔화에도 네이버쇼핑의 1분기 중개 매출은 YoY 18% 추정. (커머스 세부 매출 추정은 표3 참고). 핀테크 YoY 11.2%, 컨텐츠 YoY 8.5% 기록

1분기 호실적은 2024년 매분기 이어질 것으로 기대. 1) 광고의 경우, 1분기 DA 순성장에는 아직 부진했던 업황과 중국 커머스 광고 수혜가 적었던 것을 감안하면, 2분기는 성수기와 더불어 광고 실적 회복세 지속 전망. 2024년 네이버 서치플랫폼 매출 YoY 5.8%추정(vs. 2023년 YoY 0.6%) 2) 커머스의 경우 중국 커머스의 영향이 거의 없는 C2C 사업의 순항 지속. 2023년 기준 커머스 매출의 약 19% 비중인 포시마크의 1분기 흑자 전환, 크림의 지속적인 수수료율 인상 등. 3) 2023년 기준 약 850억원의 영업손실을 기록한 네이버제트가 3월부터 연결 실적에서 제외되면서 2분기부터 매분기 약 200억원 이상의 실적 개선이 가능할 것으로 기대. 동사의 광고, 커머스에 대한 우려가 많았던 상황 속에 본업의 양호한 실적이 가시화됨에 따라 주가는 우상향 전망

일본 총무성의 네이버의 LY 지분 축소 요구 관련. 일본 정부는 일본 메신저 라인의 개인정보 유출로 인해 네이버에 시스템 분리와 LY의 지분(32.3% 보유 중) 축소 요구. 시스템 분리는 이뤄지고 있으나 LY의 지분 축소 관련하여 결정된 부분 없는 것으로 회사 언급. 현재로서 네이버의 지분 축소를 예상하기 어려우나 만약 지분이 일부 축소되더라도 LY 실적은 지분법으로 반영, 기업가치 산정에 영향은 거의 없을 것으로 판단

(단위: 십억원, %)

구분	1Q23	4Q23	1Q24					2Q24		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,280	2,537	2,485	2,526	10.8	-0.4	2,496	2,622	8.9	3.8
영업이익	330	405	400	439	32.9	8.3	389	454	21.7	3.3
순이익	55	314	352	416	656.2	32.7	283	427	59.7	2.7

자료: NAVER, FnGuide, 대신증권 Research Center

ISC
(095340)

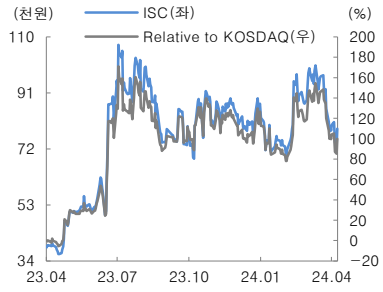
신석환

seokhwan.shin@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	120,000 하향
현재주가 (24.05.03)	78,900 반도체업종

KOSDAQ	865.59
시가총액	1,672십억원
시가총액비중	0.41%
자본금(보통주)	11십억원
52주 최고/최저	107,300원 / 36,300원
120일 평균거래대금	301억원
외국인지분율	9.89%
주요주주	SKC 외 1 인 45.15% 국민연금공단 7.74%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-16.1	5.2	-1.5	97.0
상대수익률	-14.7	-1.0	-11.0	91.9



Results Comment

부진했던 1Q24, 좋아질 게 많은 2Q24

- 1Q24 매출액 351억원, 영업이익 86억원으로 추정치 및 컨센서스 하회
- 비메모리: 일부 물량 2분기로 이연됨. AI반도체 시장 확대에 따른 매출 성장 기대
- 2H24 SK엔펄스(CMP 패드블랭크마스크) 매출 기대, 중장기 성장 로드맵 유효

투자의견 매수, 목표주가 120,000원으로 하향(-4%)

목표주가는 12MF EPS(3,331원)에 Target P/E 35x(과거 5개년 PER 평균)을 적용하여 산출. 투자의견 매수 유지, 목표주가 120,000원으로 -4% 하향

1Q24 매출액 351억원(YoY -24.3%), 영업이익 86억원(YoY -12.4%)으로 영업이익 기준 추정치와 컨센서스(130억원)을 크게 하회. 실적 부진은 1) 고객사 요청으로 비메모리 매출 일부가 2분기로 이연, 2) 차량용 및 웨어러블 매출 감소, 3) 일회성 손실 반영 때문

2Q24는 비메모리로 가파른 회복세 전망

2Q24 매출액 465억원(YoY +29.4%), 영업이익 147억원(YoY +127.7%, OPM 31.7%)로 예상. 특히 비메모리향 매출액은 411억원으로 전년대비 37.3% 증가 추정, 1분기에 이연된 물량이 반영되고 AI 반도체용 소켓 공급이 점진적으로 늘어날 것으로 전망. 2분기 메모리 반도체향 매출은 55억원으로 전분기와 유사한 수준, 하반기 메모리 반도체 가동률 상승에 따라 실적 개선 이어질 것

24년 연결 매출액 2,443억원(YoY +74.2%), 영업이익 670억원(OPM 27.4%)로 큰 폭의 성장 예상. 비용 절감을 위해 하반기부터 베트남으로 대부분의 라인 이전 계획 보유, 25년 매출원가 절감으로 이익률 개선 효과 발생. 2H24 SK엔펄스가 ISC에 통합 시, CMP 패드/테스터/블랭크마스크에 대한 매출이 반영될 것으로 기대. 24년 연간 매출 비중은 1) 메모리 13%, 2) 비메모리 67%, 3) 기타 20%로 추정함

(단위: 십억원, %)

구분	1Q23	4Q23	1Q24					2Q24		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	46	25	47	35	-24.3	40.4	46	47	29.4	32.5
영업이익	10	2	14	9	-12.4	242.4	13	15	127.7	71.1
순이익	11	2	13	16	43.2	661.9	13	13	161.3	-19.6

자료: ISC, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 , %)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	145	179	140	244	333
영업이익	38	56	11	67	97
세전순이익	37	62	18	81	107
총당기순이익	30	44	14	64	84
지배지분순이익	30	44	13	64	84
EPS	1,857	2,532	720	2,996	3,943
PER	19.0	12.4	111.5	29.1	22.1
BPS	13,669	15,443	25,829	25,087	28,851
PBR	2.6	2.0	3.1	3.1	2.7
ROE	15.3	17.9	3.6	12.6	14.6

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

NH 투자증권 (005940)

'24년 자사주 매입/소각 한도 830억원 전망

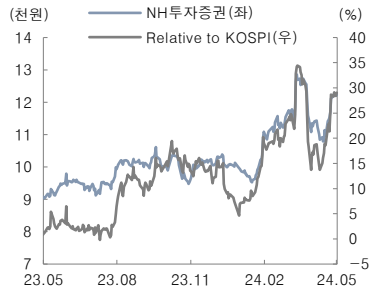
- 주주환원 배당성향 40%내외, 자사주 매입/소각 금액 '23년보다 증가
- PF/해외부동산 관련 추가 충당금 적립 우려 크지 않음
- IB 여전히 호조, 신규 대표이사 취임 후 최근 리테일 집중

박혜진 hyejin.park@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	16,000 유지
현재주가 (24.05.03)	12,430 증권업종

KOSPI	2676.63
시가총액	4,283십억원
시가총액비중	0.20%
자본금(보통주)	1,783십억원
52주 최고/최저	13,060원 / 9,230원
120일 평균거래대금	75억원
외국인지분율	17.60%
주요주주	농협금융지주 외 7 인 57.55% 국민연금공단 6.31%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.5	10.1	25.9	34.7
상대수익률	9.7	7.6	11.4	25.9



투자의견 매수, 목표주가 16,000원 유지

동사의 주주환원정책이 예상보다 파격적인데 공개적으로 발표하거나 공시한 것이 없어 생각보다 시장에서 인식이 저조. 우리는 '24년 자사주 매입/소각을 700억원 예상하는데 DPS 900원 가정 시 총 환원율은 64.3%로 커버리지 증권사 중 가장 높은 환원율을 보유. 은행 지주 산하이기 때문에 많은 우려를 자아내는 부동산 PF/해외부동산 관련 보수적인 리스크 관리도 장점. 지난해부터 바뀐 채권 운용전략으로 트레이딩수익 변동성도 크게 완화되었음. 의외로 증권주 가운데 조용한 강자. 업종 내 차선호주 유지

NDR후기: 부동산 PF 및 배당 정책에 집중된 질문

금번 NDR에서는 주주환원 및 부동산 PF 대한 질문이 많았음. 먼저 주주환원 관련 별도 순이익 기준이며 배당성향 40% 내외, 시가배당률 7% 내외로 설정. 그리고 자사주/매입 소각 규모 한도는 당해 연도 순이익의 우선주 포함 현금배당, 법정준비금 제외한 금액의 50%. 2024년 기준 사측의 연결기준 순이익 목표는 6,600억원이고 별도를 6,000억원으로 산정하면 DPS 900원 가정하였을 시 동사가 매입/소각 할 수 있는 자사주 최대 규모는 1,070억원임

부동산 PF관련 개발형 기준 신용공여 총액은 6,000억원, 본 PF 3,800억원이고 채무보증 익스포저는 7,500억원, 본 PF 4,200억원 규모. 대출채권 기준 충당금 적립율은 10.3%, 640억원이고 당 분기 쌓은 것은 없음. 해외부동산 익스포저는 1조원 미만이며 대부분 펀드 형태의 운용형이고 개발형은 거의 없음. 해외부동산 역시 당 분기 감액손 반영은 없었음. 추가 충당금 적립 여부에 대해서는 알 수 없으나 지주 RWA기준이 워낙 엄격하고 채무보증 잔고는 오히려 지난 4분기 1.1조원 대비 감소했기 때문에 유의미한 발생은 없을 것으로 전망

IB deal은 여전히 순조로우며 인수금융, 특히 PEF 공개매수 관련 락앤락,커넥트웨이브, 루트로닉 등등 다수의 딜 수행 중. DCM 리그테이블도 1위 탈환하며 IB 강점은 여전히 두각. 다만 신규 대표이사 취임과 더불어 리테일 강화하려는 움직임 있음

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원 , %)

	2021	2022	2023	2024E	2025E
순영업수익	2,334	1,348	1,678	1,963	2,042
영업이익	1,317	521	726	924	947
당기순이익	948	303	556	695	729
YoY	64.3%	-68.0%	83.7%	24.8%	4.9%
EPS	3,377	1,022	1,878	2,344	2,459
BPS	24,365	24,390	25,691	25,302	27,766
PER	3.3	8.6	5.3	5.3	5.0
PBR	0.45	0.36	0.39	0.49	0.44
ROE	15.22	4.31	7.50	9.19	9.27

자료: NH투자증권, 대신증권 Research Center

심텍 (222800)

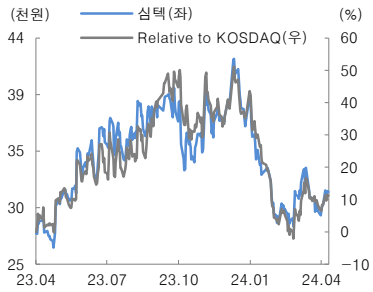
박강호
kangho.park@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	41,000 유지
현재주가 (24.05.03)	31,050 가전 및 전자부품업종

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D

KOSDAQ	865.59
시가총액	989십억원
시가총액비중	0.24%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	42,250원 / 26,400원
120일 평균거래대금	163억원
외국인지분율	6.30%
주요주주	심텍홀딩스 외 8 인 33.27%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.1	-10.3	-13.9	6.0
상대수익률	-0.4	-15.5	-22.2	3.2



겨울 터널은 지났다

- 1Q 영업이익은 -149억원(적지 yoy/qoq), 추정과 컨센서스 부합
- 2Q 영업이익은 71억원(흑전 yoy/qoq) 추정, 턴어라운드 전환
- 2024년 반도체 회복으로 영업이익(466억원)은 흑자전환(yoy) 전망

투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 41,000원 유지

투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 41,000원(2024년/2025년 평균 주당순이익(EPS) X 목표 P/E 25.7배 적용) 유지. 종전 추정대비 2024년 1Q 매출(2,939억원)은 8.4% 상회, 영업손실(-149원)은 소폭 적자 축소. 컨센서스대비 부합 판단. 영업이익은 2024년 1Q 저점(-149억원) 이후에 2Q에 71억원으로 흑자전환(qoq), 3Q에 256억원으로 231%(yoy) 증가 예상. 전방산업의 회복과 맞물리면서 메모리 출하량 증가. 동반하여 반도체 패키지도 1Q 저점으로 2Q 이후에 점차 가동률 증가, 매출 확대. PCB 업종내 최선호주 제시

2024년 2Q 영업이익은 흑자전환 예상 : MSAP 매출 확대

2024년 1Q 매출 2,939억원(44.1% yoy/-1.1% qoq), 영업이익 -149억원(적지 yoy/적지 qoq) 기록. 1분기기가 비수기, 낸드 부문의 재고조정으로 주요 고객의 메모리(디램, 낸드) 출하량 증가가 제한적이였기 때문. 다만 DDR5 출하량 증가 서버향 PCB 수요 증가로 모듈 PCB 매출은 8.8%(qoq) 증가.

2024년 2Q 매출은 3,075억원(21.2% yoy/4.6% qoq), 영업이익 71억원(흑전 yoy/흑전 qoq) 추정. 메모리 업체의 출하량 증가가 시작, AI 투자 확대 이후에 주변 영역(데이타센터, 서버 등)의 업그레이드 및 교체 수요가 예상. 전장향 비메모리 수요가 부진한 가운데 전통적인 메모리 수요(PC,모바일, 서버)는 1Q 저점으로 2Q 회복, 3Q 확대 과정으로 진행. 메모리향 패키지 매출 비중이 높은 심텍이 수혜 예상, 실적 개선이 빠르게 진행 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q23	4Q23	1Q24					2Q24		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	204	297	271	294	44.1	-1.1	276	308	21.2	4.6
영업이익	-32	-29	-16	-15	적지	적지	-15	7	흑전	흑전
순이익	-22	-69	-12	-15	적지	적지	-13	5	흑전	흑전

자료: 심텍, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 , %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,697	1,042	1,283	1,362	1,430
영업이익	352	-88	47	105	117
세전순이익	346	-145	39	102	115
총당기순이익	246	-115	27	74	84
지배지분순이익	246	-115	28	74	84
EPS	7,717	-3,606	863	2,329	2,646
PER	3.4	NA	36.0	13.3	11.7
BPS	19,166	14,713	15,420	17,592	20,081
PBR	1.4	2.6	2.0	1.8	1.5
ROE	49.7	-21.3	5.7	14.1	14.0

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

Result Comment

비에이치 (090460)

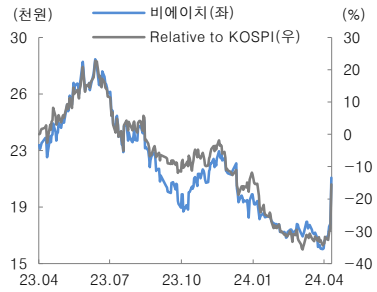
박강호
kangho.park@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	27,000 유지
현재주가 (24.05.03)	20,700

가전 및 전자부품업종

KOSPI	2676.63
시가총액	713십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	17십억원
52주 최고/최저	28,550원 / 15,960원
120일 평균거래대금	92억원
외국인지분율	11.61%
주요주주	이경환 외 6 인 21.13% 국민연금공단 6.18%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	19.4	14.0	4.8	-11.2
상대수익률	20.8	11.4	-7.3	-17.0



다시 상승 구간에 진입

- 1Q 영업이익(84억원)은 종전 추정과 컨센서스 부합
- 2Q 영업이익(161억원)은 종전 추정과 컨센서스 상회 전망
- 2024년 밸류에이션 저평가, 아이폰16 판매 증가를 기대

투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 27,000원 유지

투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 27,000원(2024년 목표 P/E 9.3배(역사적 평균 하단 적용) 유지. 2024년 1Q 영업이익은 종전 추정과 컨센서스에 부합, 매출(2,888억원)은 종전 추정(3,237억원)을 하회하였으나 원감절감과 환율상승(원달러) 효과, 그리고 전장매출(차량용 무선 충전기) 증가 등 손익 개선으로 영업이익률은 종전 추정대비 0.3%p 개선,

아이폰 16 생산의 조기화와 아이패드향 경성PCB 매출이 반영. 전통적으로 2Q가 가장 비수기이나 2024년 2Q에 아이폰16의 조기 생산 효과로 2Q에 매출(3,884억원)과 영업이익(161억원)은 종전 추정(3,018억원 / 53억원)을 상회 예상, 다시 비중확대로 전환

2024년 2Q 영업이익(161억원)은 92%(yoy) 증가 추정

2024년 1Q 매출은 2,988억원(-4.8% yoy/-42.2% qoq), 영업이익은 84.2억원(-5.5% yoy/-45.2% qoq) 기록. 아이폰 15향 연성PCB 매출은 15.3%(yoy) 감소, 아이폰15 판매 부진에 기인. 다만 차량용 무선 충전기 매출은 895억원으로 27.3%(yoy) 증가. 전장화 추세로 적용 모델 증가로 우려대비 양호한 성장

2024년 2Q 매출은 3,884억원(30% yoy/27.2% qoq), 영업이익은 161억원(92% yoy/66% qoq)으로 증가 추정. 아이폰16향 연성PCB 공급이 이전대비 1~2개월 선행되면서 매출이 예상대비 증가. 아이폰16에 처음으로 AI 기능 적용 가능성이 높고, 3년만(아이폰13 최대 판매)에 교체 수요를 기대. 선행적인 생산과 안정적인 수율 확보를 목표, 아이폰 16 초기 판매는 양호할 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q23	4Q23	1Q24					2Q24		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	314	517	324	299	-4.8	-42.2	319	388	27.2	30.0
영업이익	9	15	8	8	-5.5	-45.2	8	16	66.3	91.7
순이익	25	13	12	11	-56.7	-12.8	8	16	321.2	47.7

자료: 비에이치, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 , %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,681	1,592	1,709	1,788	1,881
영업이익	131	85	107	120	124
세전순이익	164	97	124	138	141
총당기순이익	141	85	97	107	111
지배지분순이익	144	91	100	110	114
EPS	4,206	2,631	2,893	3,202	3,303
PER	5.3	8.0	7.2	6.5	6.3
BPS	16,387	18,561	21,237	24,224	27,313
PBR	1.4	1.1	1.0	0.9	0.8
ROE	29.7	15.1	14.5	14.1	12.8

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

한미약품 (128940)

24년 호실적으로 출발

- 1Q24 연결 매출 4,037억원(+11.8%yoy), 영업이익 766억원(+27.8%yoy)
- 자회사 북경한미의 견조한 성장세와 주력 제품 매출 확대로 컨센서스 상회
- 자체 개발 파이프라인 (비만치료제, MASH 등) 기술 수출 가능성 유효

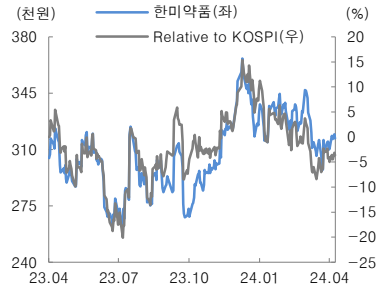
이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	420,000 유지
현재주가 (24.05.03)	317,000 제약업종

KOSPI	2676.63
시가총액	4.061십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	32십억원
52주 최고/최저	366,500원 / 261,472원
120일 평균거래대금	157억원
외국인지분율	17.97%
주요주주	한미사이언스 외 2 인 41.43% 국민연금공단 10.49%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.9	-0.5	10.3	2.1
상대수익률	3.1	-2.8	-2.4	-4.6



투자의견 매수, 목표주가 420,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 영업가치는 12개월 선행 EBITDA에 국내 상위 제약사 평균 12개월 Fwd EV/EBITDA 멀티플 15배 적용하여 추정. 24년에도 주력 제품인 로수젯, 아모잘탄과 자회사 북경한미의 견조한 매출 성장세 지속 전망. 비만치료제, MASH 등 주요 파이프라인 가치 상승 시 기업가치 업사이드도 충분히 가능.

1Q24 Review 주력 제품 매출 확대 및 북경한미 고성장으로 호실적 달성

한미약품 1Q24 연결 매출 4,037억원(+11.8% yoy), 영업이익 766억원(+27.8% yoy), OPM 19.0% 달성. 연결 매출 실적 컨센서스 및 당사 추정치 상회. 한미약품 별도 1Q24 매출 2,750억원(+9.7% yoy), 영업이익 395억원(+27.5% yoy), OPM 14.4% 달성. 한미약품 별도 실적은 1) 고마진 제품인 로수젯, 아모잘탄의 매출 성장세 지속, 2) 롤베돈 DS 공급 물량 확대에 따라 안정적으로 성장. 자회사 북경한미는 1) 독감 유행으로 주요 제품 매출 증가 2) 이탄징(어린이 기침가래약), 리똥(성인 정장제) 상급병원 중심의 코드인 증가로 매출 성장 지속되며 호실적 기록. 한미정밀화학은 제품 믹스 및 공정 개선 효과로 영업 적자 폭 감소.

비만, MASH 등 R&D 파이프라인 개발도 순항중

MSD에 기술이전한 에피노페그듀타이드(GLP-1/GCG)의 MASH 임상 2b상은 25년 하반기 종료 예정이나, 임상 site 추가되어 25년 상반기 종료도 가능할 것으로 예상됨. 이후 2H25에 임상 3상 진입 목표. 이에 따라 임상 3상 약물 공급 계약 준비중. 2H25 임상 물량 공급시 바이오플랜트 수익성 개선 가능 및 임상 3상 진입 마일스톤 수령도 가능할 전망.

자체 개발 파이프라인 개발도 순항 중. 올해 HM15275(GLP-1GIP/GCG) 비만치료제 임상 1상 IND 제출 완료 및 6월 미국 당뇨학회 ADA에서 전임상 데이터 발표 예정. (GLP-1/GIP/GCG) MASH 임상 2b 25년 완료 예정.

로슈 실적발표에서 벨베라페닙(Pan-RAF 저해제)의 임상 중단 언급. 다만 벨베라페닙은 로슈의 자회사 제넨텍과 기술이전 계약을 맺은 물질로 물질 반환은 아님. 현재 제넨텍은 벨베라페닙 흑색종 임상 1상(NCT04835805) 진행중.

(단위: 십억원, %)

구분	1Q23	4Q23	1Q24					2Q24		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	361	422	402	404	11.8	-4.4	398	382	11.6	-5.3
영업이익	60	70	60	77	27.8	9.3	67	46	38.5	-40.1
순이익	43	34	51	57	33.1	66.9	39	33	135.3	-42.7

자료: 한미약품, FnGuide, 대신증권 Research Center

파크시스템스 (140860)

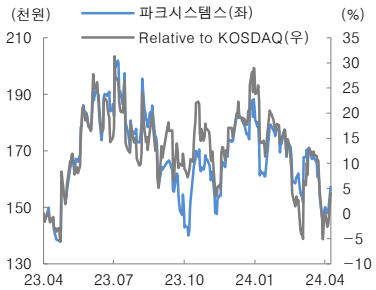
신석환

seokhwan.shin@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	220,000 유지
현재주가 (24.05.03)	157,200 반도체업종

KOSDAQ	865.59
시가총액	1,096십억원
시가총액비중	0.27%
자본금(보통주)	3십억원
52주 최고/최저	202,000원 / 137,800원
120일 평균거래대금	62억원
외국인지분율	27.69%
주요주주	박상일 외 8 인 32.85%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.7	-3.5	3.1	7.4
상대수익률	-3.1	-9.2	-6.9	4.6



수주는 문제 없습니다

- 1Q24 매출액 256억원, 영업이익 5.1억원으로 컨센서스 및 추정치 하회
- 1Q24 신규 수주 550억원, 수주잔고는 약 700억원 수준으로 크게 확대
- 반도체 미세화 및 EUV 장비 도입에 따라 NX-Mask 리페어 장비 수주 확대

투자의견 매수, 목표주가 220,000원 유지

목표주가는 12M Fwd EPS 5,794원에 Target P/E 38x를 적용하여 산출, 목표주가 220,000원 및 투자의견 매수 유지

1Q24 매출액 256억원(YoY -7%), 영업이익 5.1억원(YoY -77%)로 컨센서스와 추정치를 크게 하회하였음. 실적 부진 배경은 1) 산업용 장비 일부 납기 지연, 2) 일회성 비용 반영, 3) 계절적 비수기 요인으로 실적이 큰 폭으로 감소. 다만, 출하가 지연된 장비는 2분기에 반영되기 시작하며 실적 회복 예상함

1분기에도 늘어난 신규 수주, 기대되는 하반기

1Q24 신규 수주금액은 550억원으로 예상, 1Q24 수주잔고는 약 700억원 수준으로 최대 수주잔고 달성. 특히 산업용 장비 내에서도 고부가 제품인 NX-Mask, NX-Hybrid WLI 장비 수주가 점차 확대될 것으로 기대, 1Q24부터 관련 장비 수주가 재개된 것으로 판단. EUV 장비 도입에 따른 리페어 장비 수요 확대

2Q24 매출액 421억원(QoQ +65%), 영업이익 109억원(OPM 25.8%)를 기록할 것으로 추정. 2분기 산업용 제품 매출은 310억원(yoy +69%)로 성장 전망, 선단공정 투자 가속화에 따른 산업용 원자현미경 및 NX-Mak 장비/NX-Hybrid WLI 장비가 본격적으로 반영되기 시작. 24년 매출액 1,703억원(+18% yoy), 영업이익 398억원(+45% yoy, OPM 23.4%)로 증가 추정

(단위: 십억원, %)

구분	1Q23	4Q23	1Q24					2Q24		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	27	45	29	26	-7.1	-43.8	30	42	6.9	65.0
영업이익	2	10	4	1	-76.6	-94.8	4	11	7.5	2,028.1

자료: 파크시스템스, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 , %)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	85	125	145	170	201
영업이익	18	33	28	40	54
세전순이익	9	32	27	37	51
총당기순이익	9	28	25	37	51
지배지분순이익	9	28	25	37	51
EPS	1,355	4,034	3,530	5,300	7,277
PER	112.9	28.2	49.1	28.6	20.9
BPS	13,444	17,221	20,621	25,530	32,222
PBR	11.4	6.6	7.6	6.2	4.9
ROE	12.7	26.7	18.7	23.0	25.2

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

Compliance Notice

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