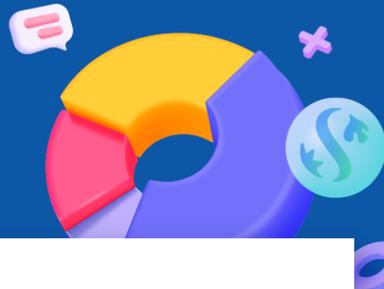


신한생각



Top down

ETF Weekly

ETF 옵션과 지수 풀림 분석 feat. 감마 익스포저

글로벌 주식전략

방어주, 배당주와 잠시만 안녕
수익률 곡선 정상화, 하락장 시그널일 필요는 없다

경제분석

지정학 갈등의 낮아진 유가 영향력

해외채권전략

브라질, 바닥을 형성한 헤알화

국내크레딧

모니터링 산업 점검 1) 석유화학

해외 주식 및 ETF 추천 종목

[주식] 브로드컴, TSMC, 오라클, 온홀딩스, 스타벅스, 일라이 릴리, 레나, 베이팡화창
[ETF] 전력망, 중국 소비재

Bottom up

산업 분석

엔터/미디어/게임/웹툰 (비중확대) 이제 우리 차례!

하이브 (352820/매수) 왕의 귀환, 26년까지 압도적 실적 기대
JYP Ent. (035900/매수) 반등 구간에서 가장 저평가된 우량주
에스엠 (041510/매수) 가장 원활한 세대교체
와이지엔터테인먼트 (122870/매수) IP 지속성 증명
디어유 (376300/매수) 구독자수 반등 임박
CJ ENM (035760/매수) 턴어라운드 vs. 재무, 대규모 투자 우려
스튜디오드래곤 (253450/매수) 실적 부진의 종착점
크래프톤 (259960/Trading Buy)
견고한 실적 지속, 장기 투자 관점 확인
넷마블 (251270/매수) 시장 예상을 뛰어넘는 턴어라운드와 전략
데브시스터즈 (194480/매수) 신작 흥행으로 재무 안정성 확보
웹툰엔터 (WBTN.US) 매출액 성장률 회복이 중요

조선/방산/기계 (비중확대) 3Q24 Pre 비수기 감안 시 무난
화학품 (비중확대) Corporate Day 2일차 후기

기업 분석

아모레퍼시픽 (090430/매수) 어두운 터널 고프트머리

신한 속보

삼성전자 (005930) 3Q24 삼성전자 잠정실적 발표
LG전자 (066570) 3Q24 LG전자 잠정실적 발표

국내 주식 추천 종목

[MP] 비철, 증권, 헬스케어 ↑ VS 디스플레이, IT하드웨어, 소매 ↓
[중소형주] 뷰노, 한국콜마, 티에스이, JYP Ent., 드림텍, 모나오픽, 삼목에스폼, 비나텍, 토비스, 태광

KOSPI

2,594.36 (-0.61%)

KOSDAQ

778.24 (-0.35%)

KOSPI200선물

346.15 (-0.89%)

원/달러 환율

1,349.00 (+4.50원)

국고 3년 금리

2.985 (+2.50bp)



신한 리서치
투자정보

www.shinhansec.com

ETF 옵션과 지수 쏠림 분석

feat. 감마 익스포저



Global ETF Analyst

박우열, FRM

☎ (02) 3772-2324

✉ wooyeol.park@shinhan.com

ETF 옵션과 지수 쏠림 분석: 감마 익스포저

고위험 ETF의 부상: 레버리지 ETF와 파생상품 기반 ETF

2024년 9월 말 기준 예탁결제원 보관금액 상위 ETF 1,2위는 나스닥 3배인 TQQQ와 반도체 3배인 SOXL이 차지했다. TMF (장기채 3배), NVDL (엔비디아 1.5배), BITX (비트코인 2배)도 순위권에 이름을 올렸다. 순매수 상위 종목으로는 반대로 SOXS (반도체 -3배), SQQQ (나스닥 -3배), TSLZ (테슬라 -2배) 등 인버스 레버리지가 다수였다. 결론적으로 이들은 리스크가 매우 높고 횡보장에서의 음(-)의 복리효과로 손실이 누적돼 장기 보유를 추천하지 않는다.

ODTE 분석: 하루 만기 옵션, 휴지 조각이 되거나 두 배가 되거나

미국 옵션 시장에서 거래량이 가장 크게 늘어난 유형으로 제로데이옵션(ODTE)이 있다. 한국도 옵션 만기일 거래량이 늘어나는 것은 같은데 3, 6, 9, 12월 두 번째 목요일 선물옵션 동시 만기일에 거래량이 급증한다. ODTE의 가장 큰 특징은 감마-썸타 상충에 따른 극심한 시간 가치 소멸이다. 쉽게 말해 오늘 아침매수한 옵션 수익이 두 배를 넘길 수도 있고 방향이 틀리면 휴지조각이 될 수도 있다.

지수 쏠림의 이유: 감마 익스포저가 시장 쏠림을 만들 수 있다

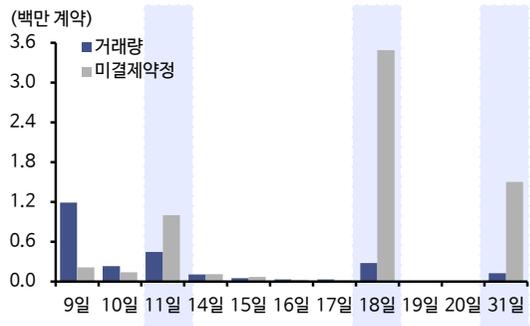
옵션시장의 구조적 특성이 시장 쏠림을 만들 수 있다. 풋옵션 미결제약정이 특정 행사가격 매물대에 연속으로 쌓여있는 경우, 첫 번째 행사가격을 터치해 하방압력이 발생하면 연속으로 다음 매물대를 터치해 급락하게 되는데 이를 감마 스쿼트라 한다. 점차 영향력이 확대되고 있는 ETF 옵션에 기반한 감마 익스포저(GEX: Gamma Exposure)를 산출해 변동성의 향방을 제시한다.

SPY ETF 옵션 감마 압력



자료: Bloomberg, 신한투자증권

SPY ETF 미결제약정 분포: 금요일, 월말 집중



자료: Bloomberg, 신한투자증권

ETF 옵션과 지수 쏠림 분석: 감마 익스포저

고위험 ETF의 부상: 레버리지 / 개별주 / 파생상품 혼합형

레버리지 ETF 높은 인기,
높은 리스크 주의

2024년 9월 말 기준 예탁결제원 보관금액 상위 ETF 1,2위는 나스닥 3배인 TQQQ와 반도체 3배인 SOXL이 차지했다. TMF (장기채 3배), NVDL (엔비디아 1.5배), BITX (비트코인 2배)도 순위권에 이름을 올렸다. 순매수 상위 종목으로는 반대로 SOXS (반도체 -3배), SQQQ(나스닥 -3배), TSLZ (테슬라 -2배) 등 인버스 레버리지가 다수였다.

고위험 ETF 인기,
투자에는 주의가 필요

한국은 기본예탁금 1000만원, 금융투자협회 사전 온라인교육 이수 등 진입 규제가 있고 레버리지도 2배까지만 허용된다. 하지만 해외 상장 ETF는 단일 종목 ETF도 많고 3배 이상 레버리지를 적용하는 것도 흔하다. ETF의 초기 도입 취지인 장기분산투자에 적합하지 않다는 비판을 받는 이유다. 결론적으로 이들은 리스크가 매우 높고 시장이 횡보만 해도 음(-)의 복리효과로 손실이 누적돼 장기 보유는 추천하지 않는다.

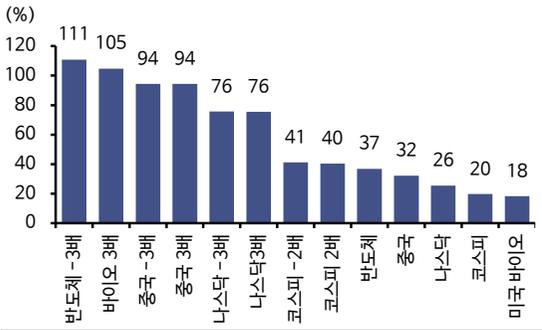
미국 신규 상장:
단일주, 레버리지,
파생상품 혼합형 대다수

미국 신규 ETF 발행으로 단일주, 레버리지, 파생상품 혼합형이 여전히 다수를 차지했다. 최근 한 달 내 신규 상장한 ETF로 넷플릭스, TSMC 단일주 기반 레버리지가 있었다. 파생상품 혼합형은 버퍼형과 구조화 파생형이 대다수를 차지했으며 사모투자도 ETF로 만들고 있다. 뮤추얼 펀드의 ETF 전환, 신규 ETF 발행이 역대 최고 수준을 기록하면서 Citi는 향후 10년 안에 ETF가 펀드 자산 절반을 점유할 것으로 전망한다.

고변동성 상품 비교:
여지간한 크립토포다
위험한 것이 레버리지

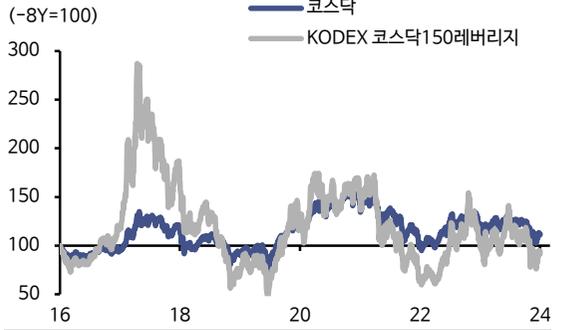
흔히 비트코인 등 크립토 투자를 고위험 투자로 분류하지만 연율화 변동성으로 치면 50% 수준이다. 이것도 높은 수치이지만 3배 레버리지 ETF 연율화 변동성은 100%를 거뜬히 넘긴다. 나스닥 -3배와 미국 바이오 3배 ETF는 5년 누적 수익률이 각각 -99%, -90%다. 중국 3배와 -3배는 -89%, -93% 수준으로 레버리지, 인버스를 가리지 않고 원금을 대부분 잃어버리는 투자처였다.

레버리지 ETF 연율화 변동성 비교



자료: LSEG, 신한투자증권

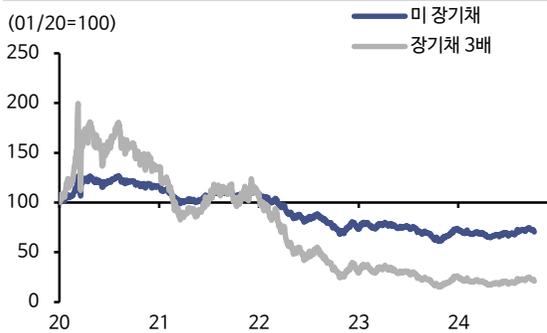
횡보장에서 레버리지 ETF (-) 복리 효과



자료: LSEG, 신한투자증권

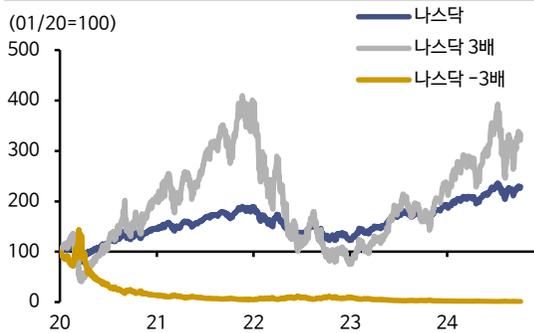
ETF 차트북 ① 레버리지 ETF (-) 복리효과, 장기 투자 부적합한 이유

미 장기채 레버리지 ETF 성과 비교



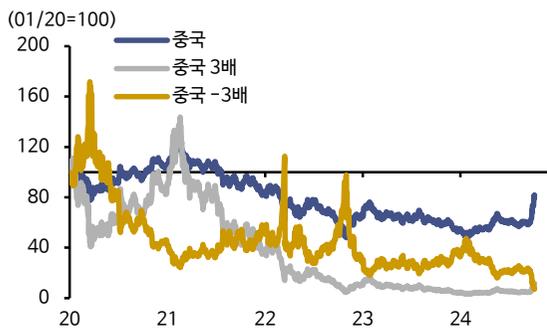
자료: LSEG, 신한투자증권

나스닥 레버리지 ETF 성과 비교



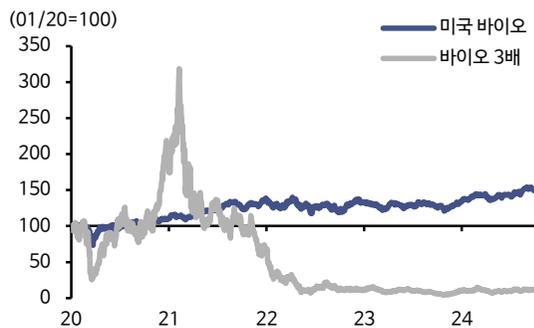
자료: LSEG, 신한투자증권

중국 레버리지 ETF 성과 비교



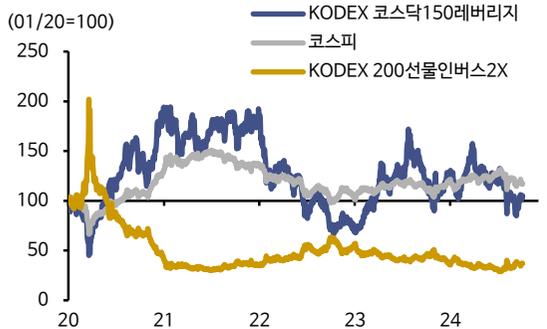
자료: LSEG, 신한투자증권
주: 미국 상장 ETF로 달러 표시 수익률

미국 바이오 레버리지 ETF 성과 비교



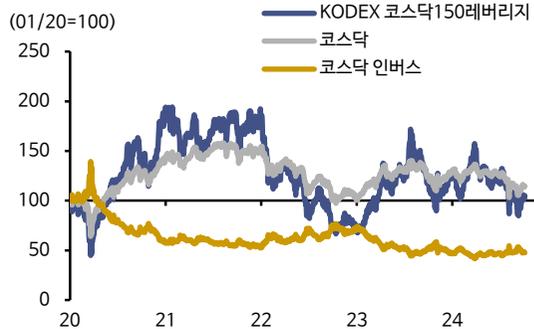
자료: LSEG, 신한투자증권

코스피 레버리지 ETF 성과 비교



자료: LSEG, 신한투자증권

코스닥 레버리지 ETF 성과 비교



자료: LSEG, 신한투자증권

ODTE 분석: 하루 만기 옵션, 휴지 조각이 되거나 두 배가 되거나

베팅의 결과를 바로 알 수 있는 제로데이옵션

레버리지 ETF 변동성도 상대가 안되는 초고변동성 상품이 있으니 바로 제로데이 옵션(ODTE)이다. 옵션 만기일 거래가 붐비는 이유는 매주 토요일 복권을 사는 심리와 같다. 그날 아침 매수한 ODTE는 당일 장이 마감하면 두 배 이상의 큰 수익을 가져다 주거나 휴지조각이 될 운명인데, 옵션 프라이싱 이론에서 감마-썸타 상충(Gamma Theta trade-off)이라 부르는 현상이다. 만기가 얼마 남지 않아 시간의 흐름에 따른 가치 훼손이 극심한만큼 변동성이 확대돼 상하방이 크다.

국내에도 상륙한 ODTE

시카고옵션거래소(CBOE)에서 매일 만기가 도래되는 지수 옵션을 제공하기 시작한 것은 몇 년 되지 않았다. S&P500 ODTE는 2024년 4월 국내에도 상륙해 국내 투자자 사이에서도 인기를 끌고 있다. 해당 상품은 현금결제 방식으로 실물인수 리스크가 없으며 최대 손실이 명확하게 정의된 상태에서 고수익을 추구할 수 있다. 다만 지금까지의 연구에 따르면 미국의 개인 투자자들은 2022년 5월 이래 ODTE 거래로 연간 9,000만 달러의 손실을 보고 있는 것으로 나타났다.

네이키드 ODTE 비중은 5% 미만, 리스크 제한된 전략 비중이 높음

CBOE에서 발간한 ODTE 백서에 따르면 미국 옵션 시장에서 ODTE 거래가 차지하는 비중은 2016년 대비 170%+ 증가해 현재 전체 일평균 거래대금의 50% 이상을 차지한다. 다만 전체 거래에서 네이키드 옵션 매매는 5% 미만으로 대부분 버티컬 스프레드, 아이언 콘도르 등 리스크가 제한된 전략을 구사했다. 가장 거래가 많은 전략은 프리미엄 수취를 위한 버티컬 콜, 풋 스프레드 매도였다.

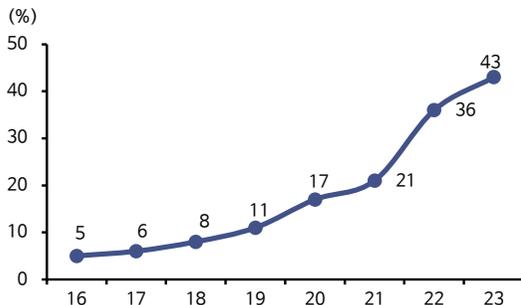
고변동성 상품 비교

당일 수익이 2배 이상되거나 0이 될 수 있는 ODTE의 일간 변동성은 100%+다. 3배 레버리지의 고위험 상품들도 연간으로 100% 변동하지만 일간으로는 7%를 넘지 않으므로 그 위험성은 15배 이상이다. 다만 ODTE만을 매매하는 네이키드 포지션보다는 리스크가 제한된 전략 구사로 영향력이 확대되고 있다.

파생상품 기반 ETF

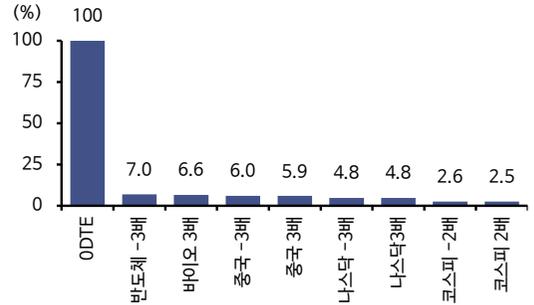
ODTE 기반 커버드콜 상품으로 QDTE (Innovation-100 ODTE Covered Call Strategy ETF)가 있다. 총 수익률 기준 해당 상품의 올해 성과는 S&P500을 하회 중이다. ODTE가 아니더라도 파생상품 기반의 옵션 인컴 전략은 대부분 벤치마크를 하회하고 있는데 콜 옵션 매도 기반 인컴 수취는 상승 구간을 충분히 누리지 못하게 하기 때문이다.

옵션 시장 내 ODTE 거래 비중 증가 추세



자료: CBOE, 신한투자증권

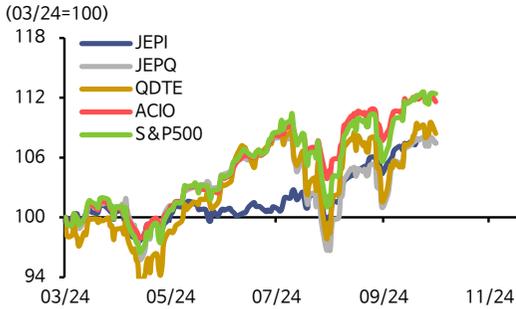
일간 변동성 비교: ODTE >> 레버리지 ETF



자료: LSEG, 신한투자증권
주: 과거 5개년 수익률의 일간 변동성

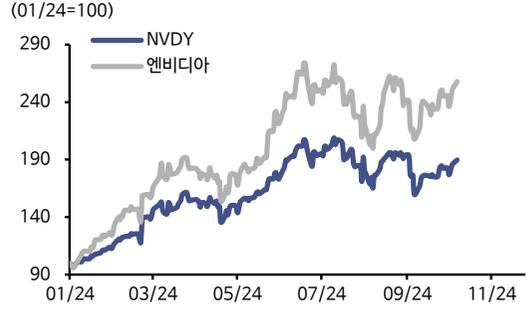
ETF 차트북 ② 파생상품 기반 ETF

파생상품 기반 지수형 ETF



자료: LSEG, 신한투자증권

엔비디아 옵션 인컴 ETF



자료: LSEG, 신한투자증권

파생상품 기반 ETF 유니버스

티커	시가총액 (백만불)	수익률 (%)			ETF명	TER (%)	사프 (%)	IR (%)	수익률 (1Y, %)	변동성 (1Y, %)	거래량 (1M)
		1W	1M	3M							
U:JEPI	35,822	(1.1)	2.3	4.4	JPMorgan Equity Premium Income ETF	0.4	0.6	(0.6)	9.0	6.6	2.7
@JEPQ	16,782	(1.5)	5.3	(3.2)	JPMorgan Nasdaq Equity Premium Income ETF	0.4	0.6	0.5	26.4	10.8	2.7
@QYLD	8,084	(0.2)	4.8	0.6	Global X NASDAQ 100 Covered Call ETF	0.6	0.7	(0.3)	8.3	5.4	4.3
U:BUFR	5,372	(0.5)	2.6	2.1	FT Cboe Vest Fund of Buffer ETFs	0.2	0.6	(0.6)	20.4	7.7	0.9
U:XYLD	2,871	(0.2)	2.3	1.7	Global X S&P 500 Covered Call ETF	0.6	0.7	(0.5)	15.9	4.3	0.3
U:HELO	1,669	(0.7)	3.6	2.9	JPMorgan Hedged Equity Laddered Overlay ETF	-	0.7	0.5	21.8	7.0	0.3
U:RYLD	1,414	(0.6)	6	0.1	Global X Russell 2000 Covered Call ETF	0.6	0.1	(0.3)	7.4	8.8	0.6
U:ACIO	1,390	(0.6)	3.5	2.9	Aptus Collared Income Opportunity ETF	0.8	0.7	(0.3)	29.6	9.0	0.2
U:NVDY	1,146	3.9	18.8	(9.8)	YieldMax NVDA Option Income Strategy ETF	-	0.7	0.7	16.3	30.7	1.3
U:PJAN	1,009	(0.3)	9	1.7	Innovator US Equity Power Buffer ETF - January	0.8	0.5	(0.7)	7.5	7.6	0.0
U:BUFD	1,005	(0.4)	2.1	1.9	FT Cboe Vest Fund of Deep Buffer ETFs	0.2	0.5	(0.6)	16.4	6.3	0.2
U:PJUL	983	(0.9)	3.0	2.1	Innovator US Equity Power Buffer ETF - July	0.8	0.7	(0.5)	8.3	5.9	0.1
@FTHI	932	(0.4)	3.0	1.1	First Trust BuyWrite Income ETF	0.9	0.6	(0.6)	22.1	7.5	0.2
U:FFEB	929	(0.6)	3.0	2.0	FT Cboe Vest US Equity Buffer ETF - February	0.9	0.6	(0.7)	22.9	8.7	0.0
U:FJUL	909	(0.8)	3.7	3.2	FT Cboe Vest US Equity Buffer ETF - July	0.9	0.7	(0.5)	23.4	7.8	0.1
U:PSEP	892	(0.8)	2.7	1.7	Innovator US Equity Power Buffer ETF - September	0.8	0.6	(0.6)	7.1	6.3	0.4
U:FMAR	875	(0.6)	3.5	2.4	FT Cboe Vest US Equity Buffer ETF - March	0.9	0.5	(0.7)	18.4	7.8	0.0
U:FAUG	868	(0.9)	3.3	2.6	FT Cboe Vest US Equity Buffer ETF - August	0.9	0.6	(0.5)	20.3	7.3	0.1
U:QDTE	459	(1.3)	5.6	(8.5)	Roundhill N-100 QDTE Covered Call Strategy ETF	-	-	-	11.0	-	0.5

자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: 시가총액 기준 내림차순, 거래량 단위는 백만주

파생상품 ETF와 ETF 펀드 플로우

고수익률 목표 ETF 부상:
 목표 수익은 확정 아니며
 고위험 상품 편입 수반

한국 ETF 시장에 다수의 고수익률 목표 프리미엄 배당 ETF가 상장됐다. 커버드콜 ETF로 이름을 변경했다. 고수익률을 목표로 하기 위해서 고위험 자산을 편입해야 하는데 투자자들의 오해의 소지가 있기 때문이다. 특히 커버드콜 기반으로 고수익률을 목표로 하기 위해서는 만기가 짧은 고위험 옵션 매도가 필요한데 위클리 옵션을 넘어서 0DTE 옵션 매도 상품도 등장하고 있다.

0DTE 매도는 복권 발행과 같음

네이키드 0DTE 매수는 복권 매수와 같은 성질이 있다면 반대로 매도 포지션은 복권 발행과 같은 효과가 있다. QDTE와 같은 커버드콜 ETF에서 0DTE 매매를 도입하는 이유가 이것이며 변동성이 높은 만큼 수익성도 높을 수 있기 때문이다.

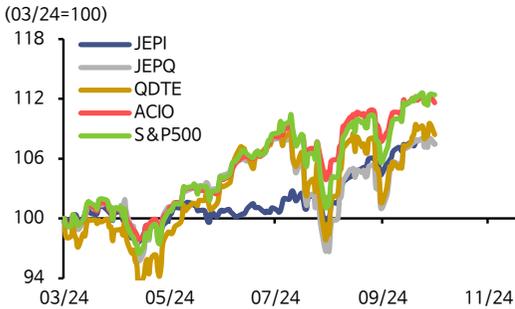
옵션 기반 ETF 인기:
 발행 증가 추세

옵션 기반 ETF는 여전히 ETF 발행 시장에서 가장 인기 있는 유형이다. 버퍼, 커버드콜, 프로텍티브 풋 등 세부 전략은 다소 상이하다. 시장의 관심이 쏠리는 주도주 레버리지 ETF도 증가했는데 엔비디아, 넷플릭스, TSMC ETF 등이다. 미국 ETF 시장 내 버퍼, 커버드콜, 옵션 인컴 유형의 상품 숫자는 점점 증가해 현재 400개를 넘겼다.

ETF 펀드 플로우

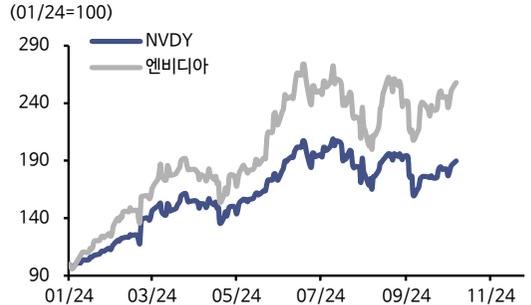
시장 펀드 플로는 신흥국 중심의 유입세 계속됐으며 중국 부양책 이후 반등세 이어지면서 중국 순유입 계속됐다. 개별 ETF 펀드 플로우 상위 10개 종목은 대부분 지수형으로 중국과 미국 지수에 집중적으로 유입됐다. 유가 반등 계속되면서 원자재 ETF도 순유입됐으며 채권으로도 순유입 계속됐다. 듀레이션 중에는 주로 중기채 위주로 유입됐다.

파생상품 기반 지수형 ETF



자료: LSEG, 신한투자증권

엔비디아 옵션 인컴 ETF



자료: LSEG, 신한투자증권

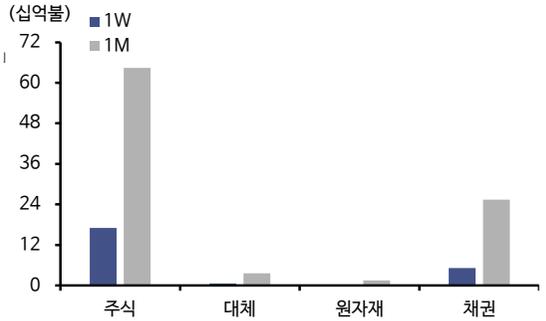
ETF 차트북 ③ 글로벌 ETF 펀드 플로우 (미국 상장)

미국 ETF 펀드 플로우 상위 10개 상품

순위	티커	ETF명	구분	1W	1M
1	IVV	iShares Core S&P 500 ETF	Equity	5364.2	4570.6
2	FXI	iShares China Large-Cap Etf	Equity	3193.2	3364.3
3	VOO	Vanguard 500 Index Fund	Equity	2700.3	9073.3
4	KWEB	KraneShares CSI China Internet ETF	Equity	1010.3	1712.1
5	RSP	Invesco S&P 500 Eq Wght ETF	Equity	806.5	2187.4
6	EFA	iShares Core MSCI EAFE ETF	Equity	592.5	1506.8
7	YINN	Direrion Daily FTSE China Bull 3x Shares	Equity	531.4	554.8
8	SCHD	Schwab US Dividend Equity ETF	Equity	528.4	1207.3
9	XLE	Energy Select Sector SPDR Fund	Equity	518.1	623.8
10	SGOV	iShares 0-3 Month Treasury Bond ETF	Bond	448.3	563.6

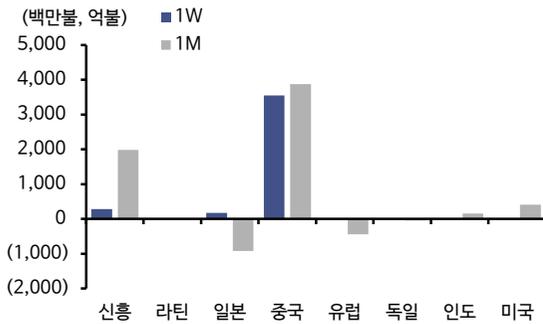
자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: 백만 달러

ETF 수급: 자산군별



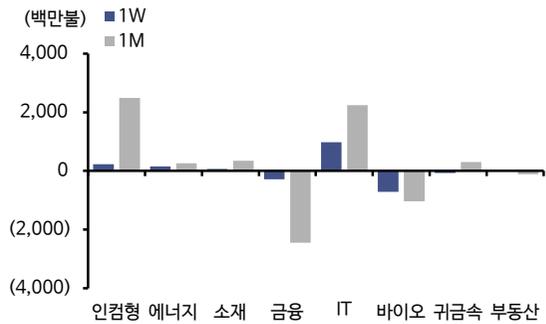
자료: LSEG, 신한투자증권

ETF 수급: 국가별 (주식형)



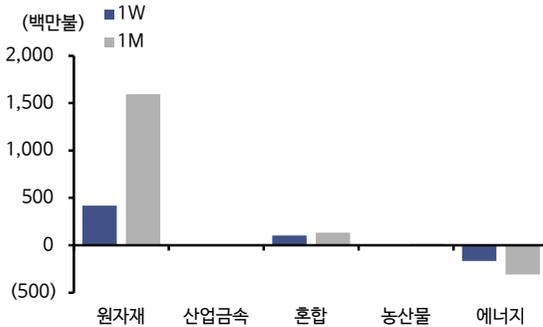
자료: LSEG, 신한투자증권
주: 미국 단위만 억불

ETF 수급: 업종 / 스타일별



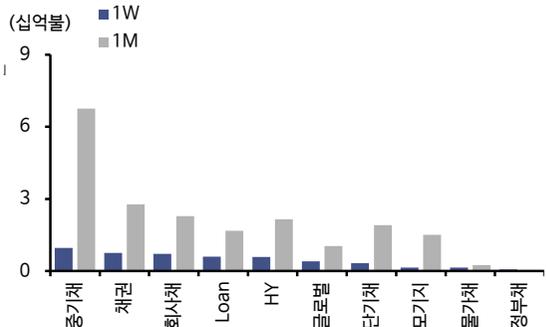
자료: LSEG, 신한투자증권

ETF 수급: 원자재



자료: LSEG, 신한투자증권

ETF 수급: 채권 유형별



자료: LSEG, 신한투자증권

지수 쏠림의 이유: 감마 익스포저가 시장 쏠림을 만들 수 있다.

옵션시장 미시구조:
감마 익스포저와
시장 쏠림

옵션시장 구조가 시장 쏠림을 만들 수 있다. 풋옵션 미결제약정이 특정 행사가격 매물대에 연속으로 쌓여있는 경우, 첫 번째 행사가격을 터치해 하방압력이 발생하면 연속으로 다음 매물대를 터치하게 되는데 이를 감마 스퀴즈라 한다. 이는 시장 감마 익스포저(GEX: Gamma Exposure)가 (-)일 때 발생할 확률이 높다.

매매 스프레드 수취 목적인
시장 조성자의 중립
포지션 구축 동기

시장 감마와 주식 매도 압력의 관계를 이해하려면 시장 조성자의 동적 델타 헷징을 알아야 한다. 매매 스프레드 수취가 목적인 시장 조성자는 옵션 계약의 거래 상대방 역할을 수행하면서 기초 자산의 가격 변동에 중립인 델타 헷지 포지션을 구축해야 한다. 그런데 중립 포지션 유지에 필요한 델타 값 또한 기초자산 가격에 따라 변하므로(=감마) 이것까지 동적으로 조절할 동기가 있다.

네거티브 감마와 변동성:
동적 델타 헷징을 유지
하려는 시장조성자 때문

시장 전체의 감마 익스포저는 $GEX = \sum(OI_{calls} \times \Gamma_{calls} \times \Delta_{calls}) - \sum(OI_{puts} \times \Gamma_{puts} \times \Delta_{puts})$ 로 산출하는데 감마, 델타가 높은 풋 미결제약정이 많이 쌓여 있는 상태에서 네거티브 감마를 갖게 된다. 네거티브 감마 상태에서 동적 델타 헷징을 유지하기 위해서 시장 조성자는 주가 하락시 추가적인 주식 매도가 필요하다. 이 때 풋옵션 미결제 약정이 다량으로 연속으로 쌓여있는 경우 첫 번째 매물대를 터치하는 것이 도미노처럼 무너질 수 있는데 이것이 네거티브 감마 상태의 시장이 변동성 확대에 취약해지는 이유이다.

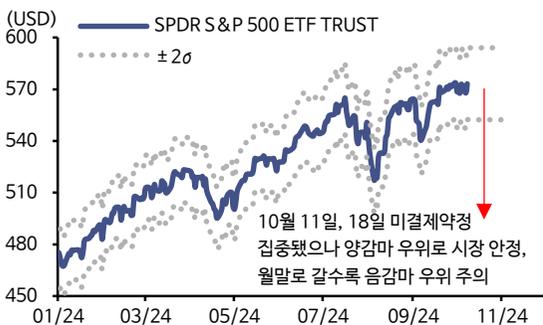
비관적인 전망에도 안정
을 찾고 있는 시장,

8월 엔케리 청산발 급락에 이어 9월도 하락으로 시작하면서 각종 비관적인 전망이 난무했으나 정작 시장은 빠르게 안정을 찾는 모양새다. 옵션 시장 구조에서 시장이 안정을 찾는 경우는 시장이 양감마를 형성하는 경우로 이때는 오히려 평균 회귀가 작동한다. 앞서 상술한 시장 조성자의 동적 델타 헷징이 시장 하락시 반대로 추가적인 주식 매입을 통해 달성되기 때문이다

SPY ETF 옵션 감마:
금, 월말 미결제약정 ↑

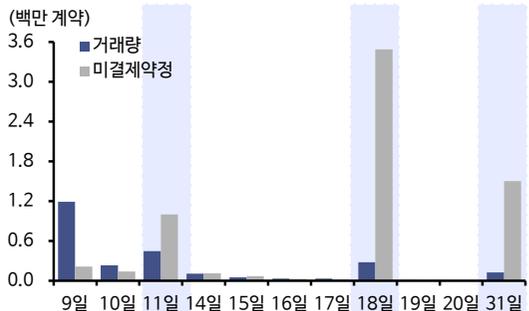
ETF 옵션은 지수 옵션이 주를 차지하는데 미국 S&P500 기반의 대표 ETF인 SPY 옵션 분포의 특징은 다음과 같다. 1) 매주 금요일과 월말에 미결제약정이 다량 몰려있으며 당일만기(ODTE) 옵션의 거래량이 가장 많다 2) 이번주 금요일은 양감마 우위로 -0.7%~+1.7% 내에서 평균 회귀 압력을 받을 것이다 3) 다음주 금요일까지도 양감마 우위로 옵션 시장발 쏠림 가능성은 낮다 4) 월말 옵션은 네거티브 감마를 형성했으며 매물대는 -2.3% 구간에 쏠려있어 주의가 필요하다.

SPY ETF 옵션 감마 압력



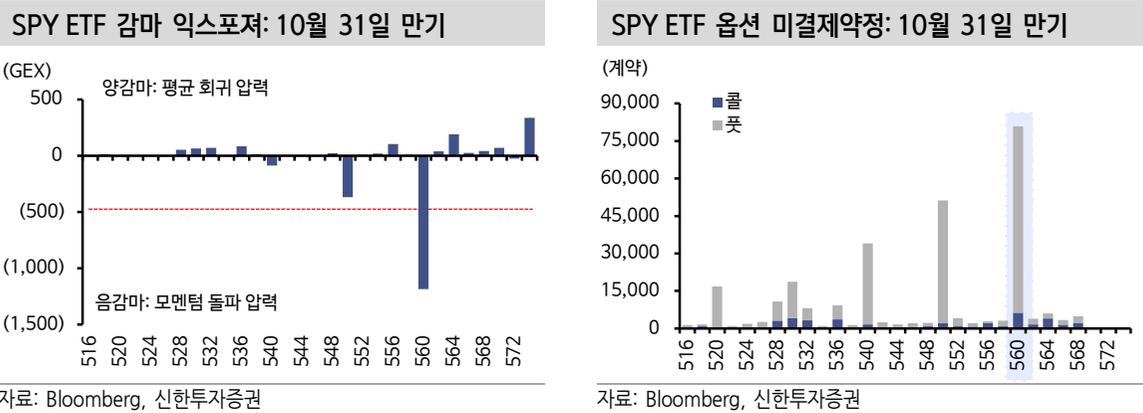
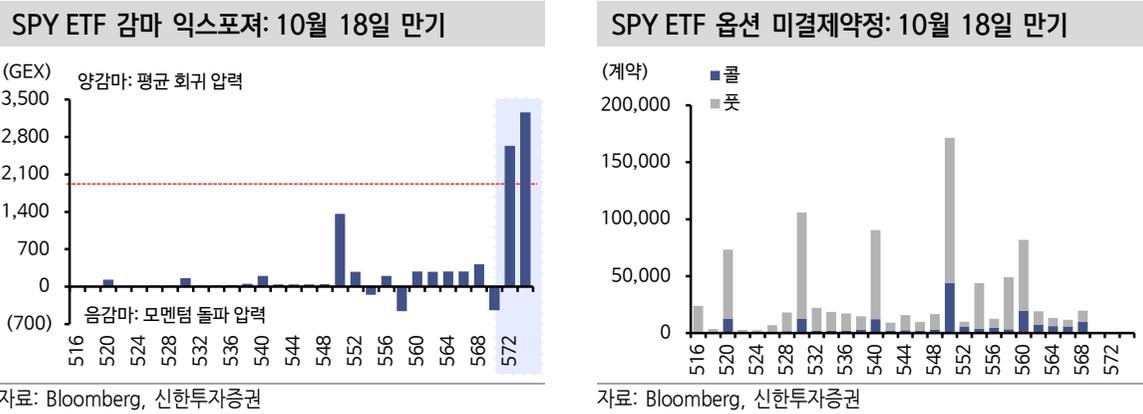
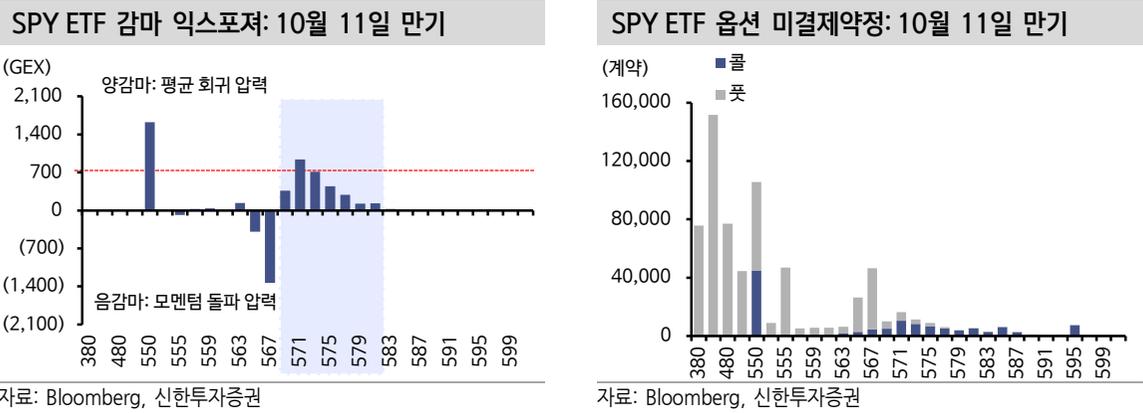
자료: Bloomberg, 신한투자증권

SPY ETF 미결제약정 분포: 금요일, 월말 집중



자료: Bloomberg, 신한투자증권

ETF 차트북 ④ SPY ETF 만기별 감마 익스포저 분포



Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 박우열).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

방어주, 배당주와 잠시만 안녕



Global Equity Strategist

김성환

☎ (02) 3772-2637

✉ shwan.kim@shinhan.com

오한비

☎ (02) 3772-1525

✉ hanbi.oh@shinhan.com

3분기 거침없이 달렸던 방어주/배당주, 투자매력 열어지고 있다

기술주가 7월 중순을 기점으로 극심한 변동성을 겪던 와중에 미국 주식시장에서 가장 두드러진 스타일은 경기방어주, 그리고 배당주였다. 기술주 급락이 촉발된 7월 16일부터 3분기 말까지 필수소비재, 헬스케어, 유틸리티, 통신 업종이 S&P 500을 아웃퍼폼했고, 대표 배당주 ETF(VYM)와 대표 방어주 ETF (USMV) 성과도 강세였다. 고배당+방어주가 조합된 ETF(SPHD)는 12.2% 올랐다.

이들의 펀더멘탈이 좋아서 방어주/배당주로 수급이 급하게 이동한 것은 아니다. 방어 업종의 12MF EPS는 하반기들어 2.1% 올라 S&P 500(3.0%)을 하회했고, 그마저 2024년과 2025년의 추정치는 하향 조정을 겪는 중이다. 기업이익을 주도하는 업종은 초지일관 AI와 빅테크다. 투매를 겪었던 IT 섹터의 12MF EPS는 하반기 중 5.5% 올랐다. 3분기 중 그만큼 경기 침체에 대한 우려가 극심했었고, 동시에 급격한 금리 인하에 갖는 기대감이 컸었다고 봐야한다.

그러나 이들을 밀어올린 토대들은 차근차근 제거되고 있다. 우려의 요체인 고용 데이터가 잇따라 강하게 발표되고 있고, 미국 경기 서프라이즈 지수는 5개월만에 (+)로 반전했다. 3.6%까지 내렸던 국채 10년 금리는 4.0%을 회복했다. 경기 침체 논리가 정면으로 도전받는데다 배당 매력을 부각시켜줄 금리 하락세도 중단됐다. 실적이 평범한 경기방어주와 배당주의 투자매력은 지금으로선 낮다.

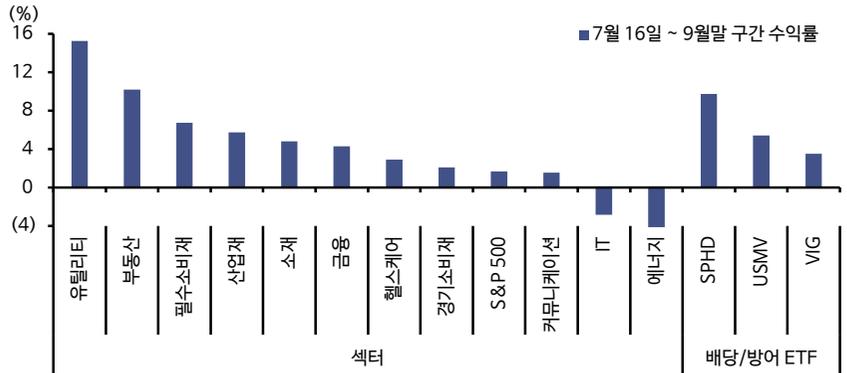
방어주에서 탈피할 시점: 기술주, 민감주에 모두 열려있는 기회

최근 시장이 움직이는 핵심 동인은 '경기 인식'에 있다. 고용 보고서나 ISM 제조업 등 일부 핵심 지표들이 부진하면서 시장의 침체 인식에 불을 지폈지만, 막상 3분기 GDP 컨센서스나 GDPnow는 상향일로에 있었다. 펀더멘탈은 크게 변하지 않는데 시장의 인식이 그저 빠르게 변하면서 가격 변동성을 만드는 형국이다.

시장의 '경기 인식'이 4분기 중 추가 개선될만한 요인들이 많다. 1) 대선이다. 지난 세 번의 대선 직후 경기 인식이 긍정적으로 전환됐던 경험을 떠올릴 수 있다. 공교롭게도 4년 주기에 맞춰서 이런 현상이 반복되고 있다. 2) 계절적 소비 성수기 시즌이 도래하면서 인식을 바꿔줄 수 있다. 상품 인플레이가 완화되면서 미시간 소비심리가 바닥을 치고 반등을 시도하고 있다. 어도비나 딜로이트는 연말 쇼핑 시즌 소비가 전년대비 8~9% 증가할 것으로 전망하고, 코스트코도 낙관적인 전망을 제시한다. 최근 유통업체들의 주가 강세가 긍정적으로 다가오는 이유다.

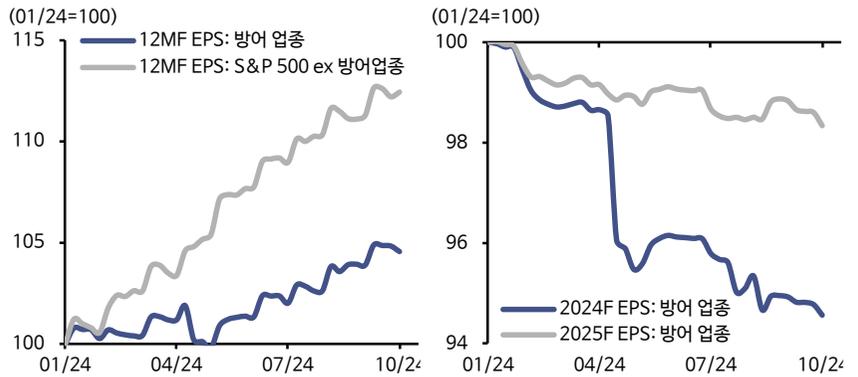
1) 경기 침체, 금리 인하 전망이 비교적 최근까지 과도하게 유지됐었고, 2) 방어주가 비싸보이는 가운데, 3) 경기 인식의 반전을 이끌만한 요소가 많다면 스타일상 방어주를 줄여나갈 시점이다. 기술주, 민감주에 모두 기회가 있다는 생각이다.

7월 16일 ~ 3분기 말 구간에서 경기방어주, 배당주 강세



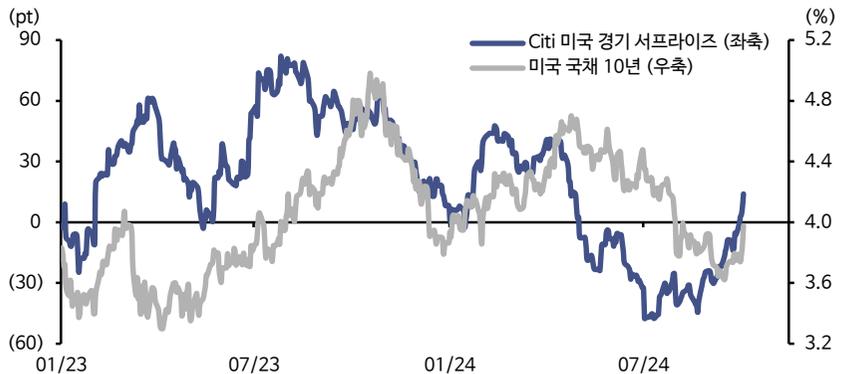
자료: LSEG, 신한투자증권

방어주/배당주의 펀더멘탈이 긍정적이었다고 보기는 어려움



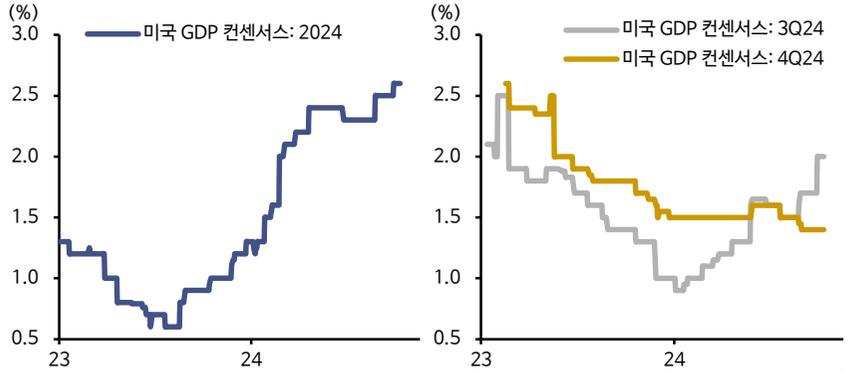
자료: LSEG, 신한투자증권

경기 침체/금리 인하 전망이 강했기 때문. 그러나 이 기대감은 모두 후퇴



자료: LSEG, 신한투자증권

경기, 먼저 부정적으로 전망한 후 발표 임박해 상향조정되는 패턴 이어지는 중



자료: Bloomberg, 신한투자증권

인식이 좋아질 만한 요소들: 1) 대선 계절성. 대선 전후 경기 모멘텀 개선



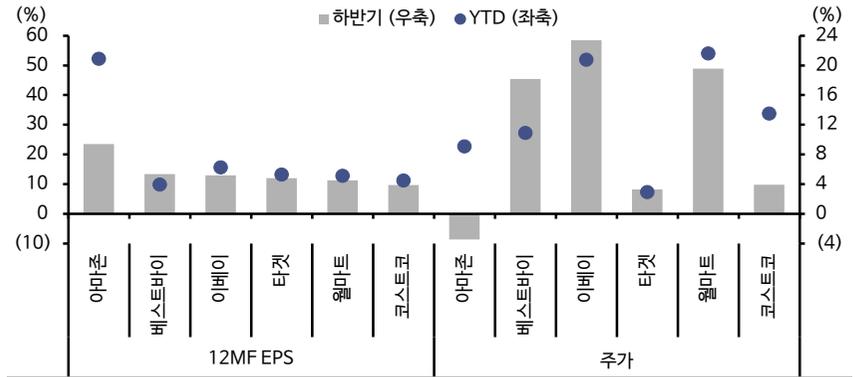
자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: 음영은 대선이 있었던 하반기

인식이 좋아질 만한 요소들: 2) 소비 심리 반전 시도 + 쇼핑 시즌 기대감



자료: LSEG, 신한투자증권

유통/커머스 업체들의 실적 전망 강세는 쇼핑시즌 기대감을 높이는 요소



자료: LSEG, 신한투자증권

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김성환, 오한비).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

수익률 곡선 정상화, 하락장 시그널일 필요는 없다



Global Asset Allocation

홍지연

☎ (02) 3772-1554

✉ h.jiyeon@shinhan.com

박석중

☎ (02) 3772-4456

✉ park.sj@shinhan.com

장단기 금리 차 역전 정상화, 꼭 하락장으로 귀결되진 않았다

역전됐던 미국 10-2년 금리 차가 9월 초 2년2개월 만에 정상화됐다. 통상 역전됐던 장단기 금리 차가 정상화된 이후 경기 침체가 도래했던 사례가 많았던 점은 시장의 우려를 자아낸다. 그러나 현재는 위험 신호가 유지되고 있고, 실적과 경기 모멘텀도 긍정적이다. 결론적으로 약세장 진입 우려를 키우기보다 위험 신호 연장 가능성을 염두에 두고 수익률 곡선을 바라볼 필요가 있다.

과거 수익률 곡선 정상화 이후 미국 주가가 강했던 사례(05/90, 12/94, 08/19)를 참고할 필요가 있다. 세 구간 S&P 500은 각각 연평균 10.8%, 37.6%, 21.1% 상승했다. 해당 시기를 점검하면 현 시점 자산배분 전략의 힌트를 발견할 수 있다.

과거 유사 국면에선 에브리싱 랠리 속 위험 신호

현재와 유사했던 과거 국면에서 자산시장 주요 특징은 모든 자산의 랠리가 고르게 전개된 가운데 위험 신호가 돋보였다는 점이다. 세 구간 평균 수익률을 살펴보면 1) 주식시장에선 신흥주식(14.6%)이 미국 제외 선진주식(5.6%)을 크게 상회했다. 2) 채권에서도 하이일드 회사채(16.2%)가 10년물 미 국채(12.3%)를 웃도는 수익률을 시현했다.

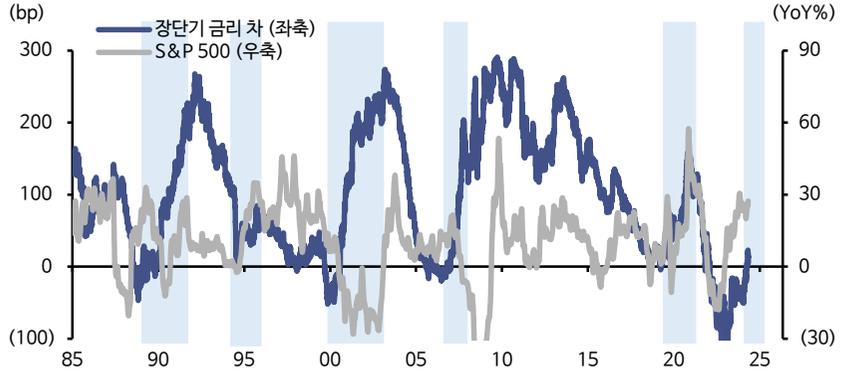
주식시장 업종별 성과에서 세 구간 모두 3) 주도주+민감주가 약진했다. 1990년, 1994년에 헬스케어, 소비재, IT가 강했다. 2019년에는 IT, 커뮤니케이션 수익률이 우월했는데, 이들은 당시 주도주였다는 공통점이 있다. 스타일 차원에서 금융, 산업재, 소재와 같은 민감주가 시장을 웃도는 성과를 거뒀다. 4) 수익률 곡선 정상화 이후 주도주+민감주 주가 흐름은 6~8개월 후 상승 기울기가 가팔라진다.

Risk on 이어져 중장기적으로 주도주와 민감주 선호

7월 이후 짙어진 안전자산 선호에서 위험 선호로 이동할 시점이다. 7,8월 금융시장을 복기하면 1) 주식시장에서는 주도주(IT, 커뮤니케이션 각각 -2.3%, -3.1%)가 쉬어갔고, 2) 방어주(유틸리티 12.1%)가 약진했다. 3) 귀금속(7.2%)도 강했다. 다만 9월 초 수익률 곡선 정상화 시점을 기점으로 과거 국면(수익률 곡선 정상화 이후 주가 강했던 시기)과 유사한 패턴이 확인된다. 1) 주식시장에서는 신흥주식, 2) 채권시장에서는 하이일드 회사채가 국채 대비 아웃퍼폼하기 시작했다. 업종별로 1) 커뮤니케이션, IT, 경기소비재, 산업재 공히 수익률 상위권에 포진돼 있다.

금리 인하+강한 펀더멘탈을 바탕으로 1) 자산시장에선 미국주식 중심 신흥주식/하이일드/투자등급 회사채, 2) 주식시장에선 주도주인 기술주와 민감주인 금융, 경기소비재, 산업재 비중 확대를 제안한다.

장단기 금리 차 역전 정상화 구간



자료: LSEG, 신한투자증권

1990년, 1994년, 2019년 세 구간에서 미국 증시는 강했다

	① 1990.05.14 ~1992.01.15	② 1994.12.27 ~1996.02.12	③ 2000.12.29 ~2003.10.02	④ 2007.06.06 ~2008.03.07	⑤ 2019.08.30 ~2021.03.31
기간 (개월)	20	14	33	9	19
금리 차 최대 폭 (bp)	267.7	78.6	274	203.9	158.6
미국 침체 여부	△	X	O	O	X
S&P500 상승률 (CAGR %)	10.8	37.6	-8.9	-19.2	21.2
배경	'80년대 후반 저축대 부위기 이후 짧고 약한 침체위기	디스인플레이션 기술 혁신 시대 진입 다국적 제조업 성장	IT 버블 붕괴	금융위기	코로나19 확산

자료: LSEG, 신한투자증권

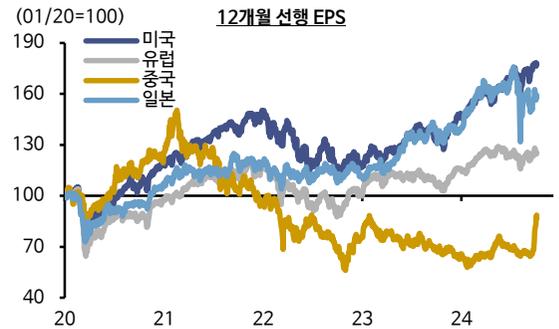
주: 1994년 미국 침체 여부 △는 1990년 7월~1991년 2월 단기/강도 낮은 경기 침체를 의미

미국 경기 연속락 기대감 확산



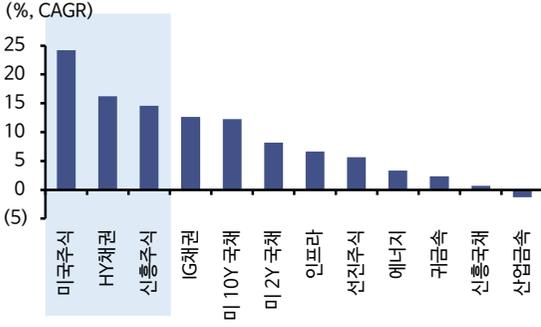
자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 기업이익 역시 견고



자료: LSEG, 신한투자증권

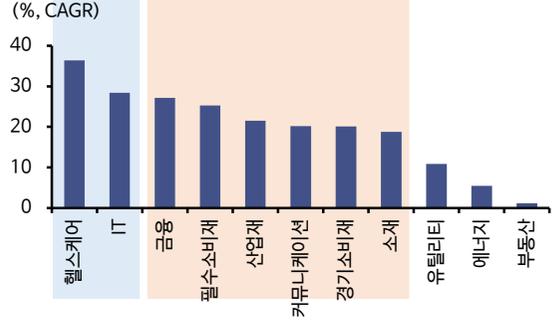
①,②,③ 구간 평균 자산군별 성과



자료: LSEG, 신한투자증권

주: ①,②,③ 구간은 각각 1990년, 1994년, 2019년도를 의미

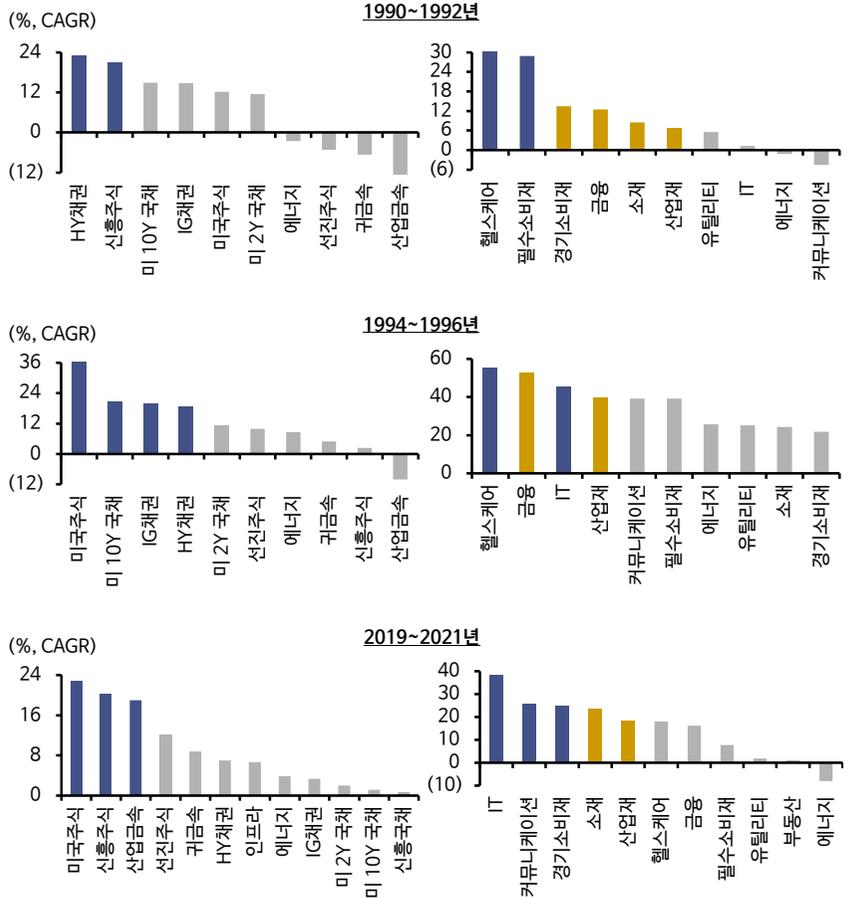
①,②,③ 구간 평균 미국 주식 업종별 성과



자료: LSEG, 신한투자증권

주: ①,②,③ 구간은 각각 1990년, 1994년, 2019년도를 의미

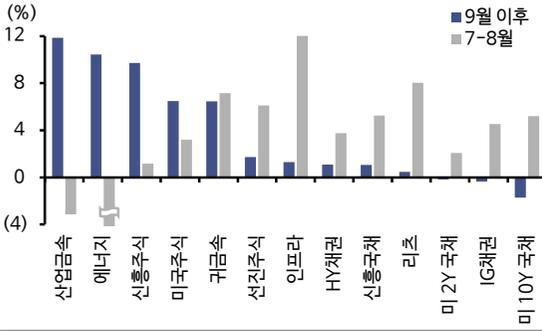
전반적인 Risk on 속 신흥주식, 하이일드 회사채/ 주도주+민감주 강세가 특징



자료: LSEG, 신한투자증권

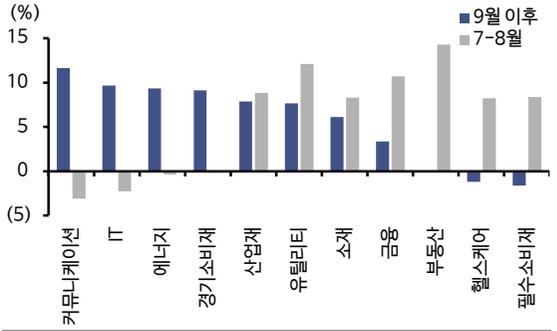
주: 선진주식은 미국을 제외한 선진 시장을 의미

7~8월 vs. 9월 이후 자산군별 성과



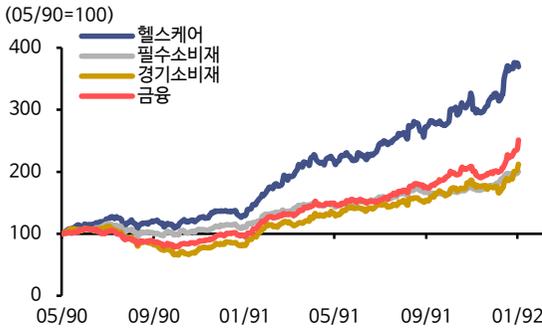
자료: LSEG, 신한투자증권

7~8월 vs. 9월 이후 미국 주식 업종별 성과



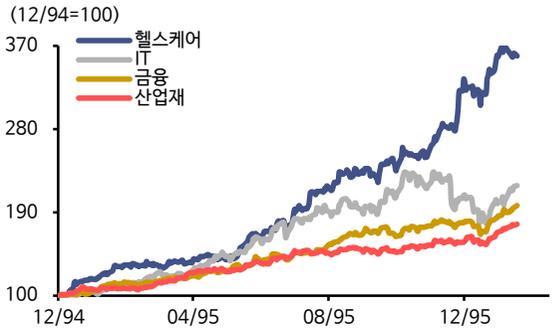
자료: LSEG, 신한투자증권

① 1990~1992년 주도주+민감주



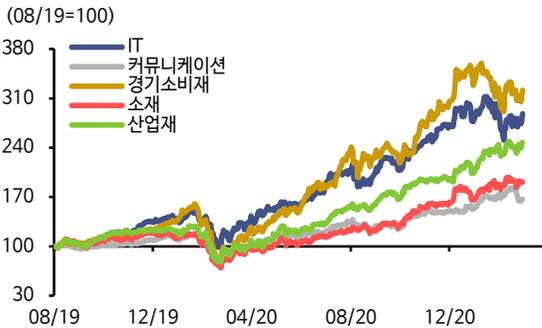
자료: LSEG, 신한투자증권
주: 각 업종별 10개 주도주 평균으로 계산

② 1994~1996년 주도주+민감주



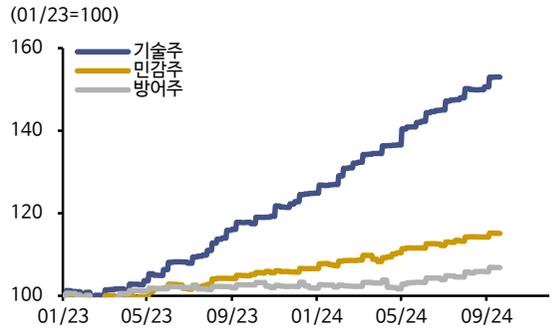
자료: LSEG, 신한투자증권
주: 각 업종별 10개 주도주 평균으로 계산

③ 2019년~2021년 주도주+민감주



자료: LSEG, 신한투자증권
주: 각 업종별 10개 주도주 평균으로 계산

현재 이익 측면에서도 우위에 있는 주도주+민감주



자료: LSEG, 신한투자증권

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 홍지연, 박석중).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

지정학 갈등의 낮아진 유가 영향력



Economist

하건형

☎ (02) 3772-1946

✉ keonhyeong.ha@shinhan.com

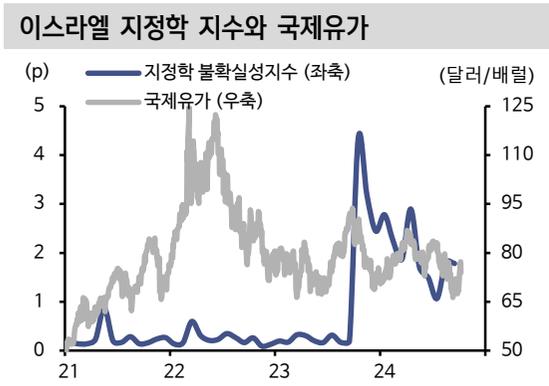
중동 지정학 갈등 재부각에도 유가 상승 탄력 제한

중동 화약고가 재차 불타고 있다. 지난 4월 이스라엘의 시리아 주재 이란 영사관 공격으로 시작된 전쟁이 이란의 제한적 보복 속에 잠잠해진 뒤 5개월 만이다.

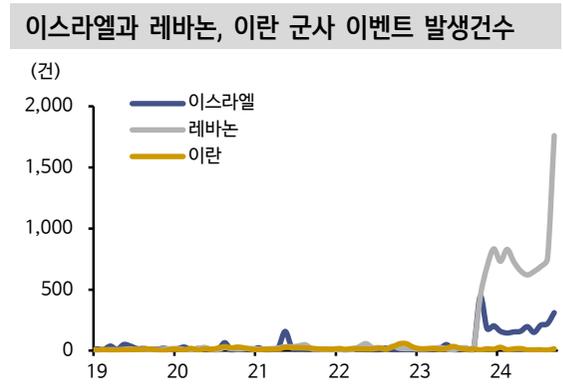
지난 7월말 이스라엘은 하니예 하마스 최고지도자를 암살한 뒤 8월말에는 레바논 무장단체 헤즈볼라 무기 저장고와 드론 기지에 선제 공습을 감행했다. 9월 중순부터 공습을 심화한 가운데 헤즈볼라 수장인 나스랄라가 사망했다. 10월 2일 레바논 남부로 지상군을 투입해 지상전으로 확대시켰다. 이스라엘은 예멘 반군 후티와 팔레스타인 무장단체 하마스 등 기타 반이스라엘 세력 공격도 이어갔다. 친이란 저항 세력에 대한 이스라엘의 공격이 잇따르면서 이란은 지난 10월 1일 이스라엘 본토를 향해 200여발의 탄도미사일을 발사했다.

9월 말까지 국제유가(WTI)는 70달러 내외에서 등락을 할 뿐 지정학 리스크에 둔감했다. 하지만 10월 1일 이란의 공격이 발생된 이후 국제유가가 70달러 중후반까지 속등했다. 이스라엘과 친이란 대리 세력과의 전쟁과 달리 산유국인 이란의 원유 생산 차질을 유발할 수 있다는 우려가 반영됐다. 뿐만 아니라 국가 간 무력 충돌은 중동 지정학 불확실성을 키울 수밖에 없다. 다만 지난 4월 90달러 부근까지 상승했던 유가와 달리 현재 70달러 중반에 머물며 레벨은 낮아졌다.

현재 이스라엘은 대이란 보복 공격에 대한 수위를 미국과 논의 중에 있다. 특히 이스라엘의 보복 의지가 강한 가운데 이란의 원유시설 또는 항구, 핵처리 시설 등의 공격이 거론되고 있다. 한편, 헤즈볼라가 지난 8일 이스라엘 측과 조건 없는 휴전 협상에 나설 가능성이 있다고 밝혔다. 중동발 지정학 불안이 국제유가에 미치는 영향을 넘어 인플레이션 재상승을 야기할 수 있을 지 살펴봐야 한다.



자료: LSGE, 신한투자증권



자료: ACLED, 신한투자증권

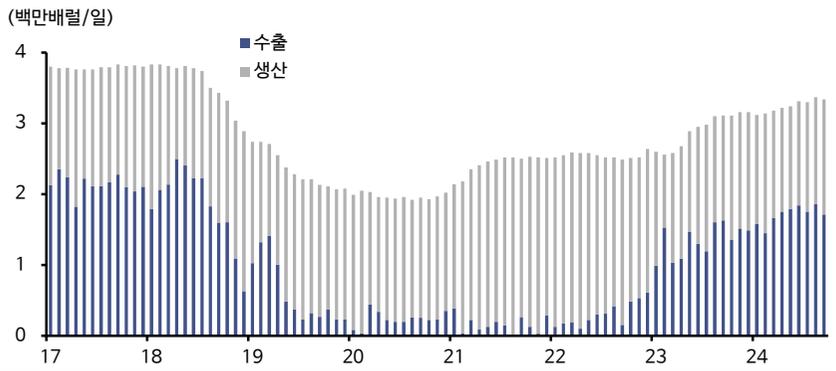
지난 4월과 다른 3가지 수급 환경

① 지정학 갈등에 따른 예상 원유 공급 차질분 제한

중동 지정학 갈등이 원유 시장 공급에 미치는 영향에 따라 유가 반응은 달라진다. 팔레스타인 무장단체 하마스, 예멘 반군 후티, 레바논 무장단체 헤즈볼라와 이스라엘 간 무력 충돌에도 관련국의 원유 생산은 모두 합쳐 5만배럴/일에 불과하다. 세계 원유 생산의 0.1%도 되지 않는다.

이스라엘과 이란 간 충돌에 유가가 민감하게 반응하는 이유 역시 이란이 현재 (2024년 9월) 330만배럴/일로 세계 원유 생산의 4% 이상을 차지하기 때문이다.

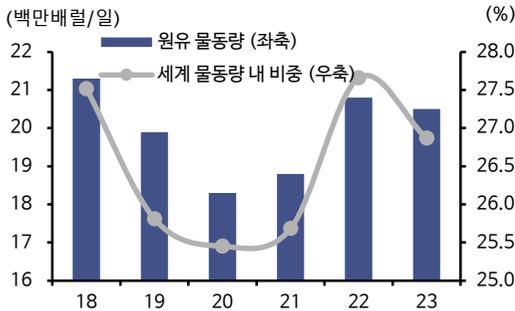
이란 원유 생산과 수출



자료: Bloomberg, 신한투자증권

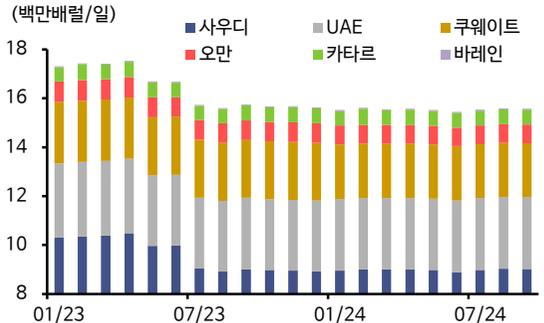
지난 4월과 현재 모두 이스라엘과 이란 간 군사적 충돌 확대에 따른 생산 차질 가능성이 유가에 반영됐다. 다만 지난 4월과 달리 현재 수니파 왕정 국가인 걸프 협력회의 국가(사우디, 쿠웨이트, 아랍에미리트, 카타르, 오만, 바레인)가 이스라엘과 이란 간 분쟁에서 중립을 지키고 언급해 추가 확전 차단에 나섰다. 세계 원유 교역의 30%가 지나가는 호르무즈 해협의 봉쇄 및 해당국 원유 생산량(1,560만배럴/일) 차질 가능성이 미미하다는 점에서 유가의 상방이 제한된다.

호르무즈 해협을 통한 원유 물동량



자료: IEA, 신한투자증권

걸프협력회의 국가 원유 생산량



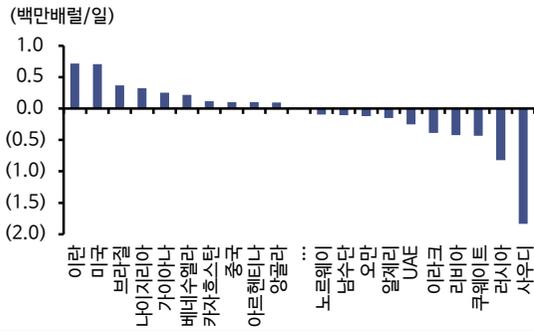
자료: Bloomberg, 신한투자증권

② OPEC+ 감산 동맹 균열

사우디아라비아를 중심으로 OPEC+ 감산 축소가 예정된 사실 역시 장기 수급 악화 가능성을 차단한다. 2022년 10월을 시작으로 2023년 4월, 12월에 걸쳐 OPEC+는 584.5만배럴/일의 원유 생산량 축소를 합의했다. 이를 통해 원유시장의 공급 과잉 위험을 억제하고 유가 상승에 유도했다.

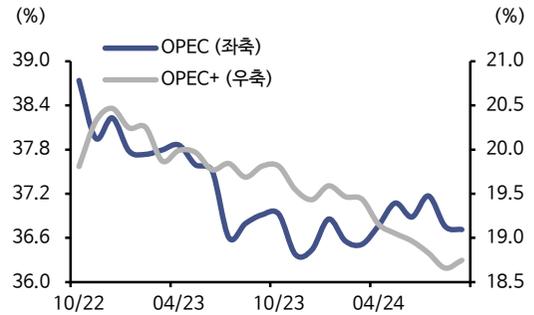
사우디아라비아를 중심으로 한 OPEC+의 감산이 초기에 효과적이었으나 시간을 두고 유가 상승 압력이 약화됐다. 미국 등 비OPEC+ 국가의 원유 생산 확대로 감산 효과가 축소된 까닭이다. 2022년 10월대비 원유 생산량이 증가한 국가는 이란(72만배럴/일), 미국(71만배럴/일), 브라질(37만배럴/일), 나이지리아(32만배럴/일) 등으로 생산량이 확대된 국가의 원유 증산 규모를 합산해보면 350만배럴/일에 이른다. 현재에도 점진적으로 OPEC+ 점유율은 축소되고 있다.

2022년 10월 대비 주요국 원유 생산 변화



자료: Bloomberg, 신한투자증권

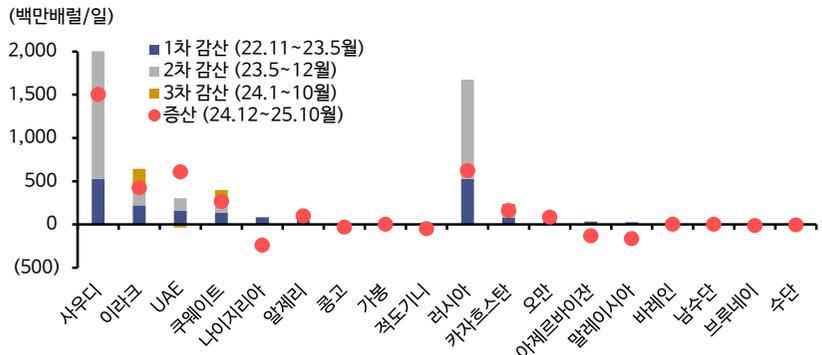
OPEC+와 미국 원유 생산 점유율



자료: Bloomberg, 신한투자증권

OPEC+는 금년 12월을 시작으로 2025년 10월까지 기존 감산량의 40%를 점진적으로 축소하기로 했다. 이로 인한 증산 규모는 190만배럴/일이다. 극단적으로 이란 생산이 모두 중단되더라도 관련 물량의 절반 이상을 상쇄할 수 있다.

OPEC+ 국가별 원유 감산 및 증산 규모

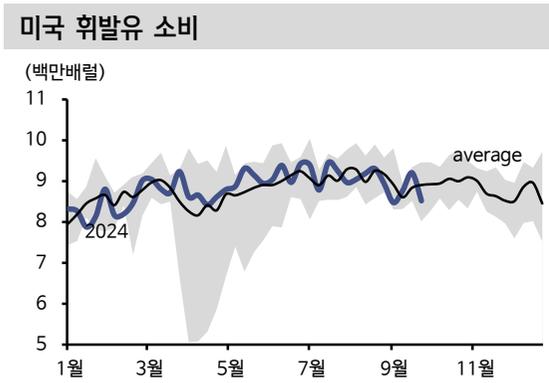


자료: Bloomberg, 신한투자증권

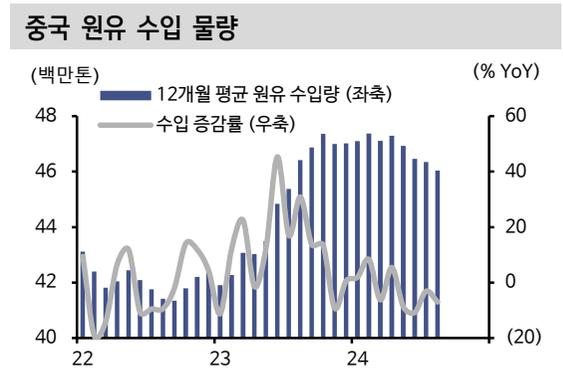
③ 수요 하방 압력 확대

지난 4월과 달리 수요 환경도 악화됐다. 세계 1, 2위 원유 소비국인 G2의 경기 모멘텀 둔화가 나타나고 있기 때문이다. 미국은 금년 하반기 들어 수요 모멘텀이 악화됐다. 직전 5개년 평균 수준에서 등락하다 9월 중순에는 평균치를 하회하기도 했다. 연준의 빅컷 이후 수요가 반등했으나 아직까지 추세적이지 않다.

미국보다 수요 둔화가 가파른 지역은 중국이다. 중국 국가통계국 종합 PMI는 금년 4월까지 완만한 반등세를 이어가다 5월부터 꺾였다. 원유 수입 물량도 5월부터 줄어 4개월째 감소세를 이어가고 있다. 계절성을 고려해 직전 12개월 합산 원유 수입물량으로 살펴보다도 금년 4월을 고점으로 수입량 축소가 확인된다.

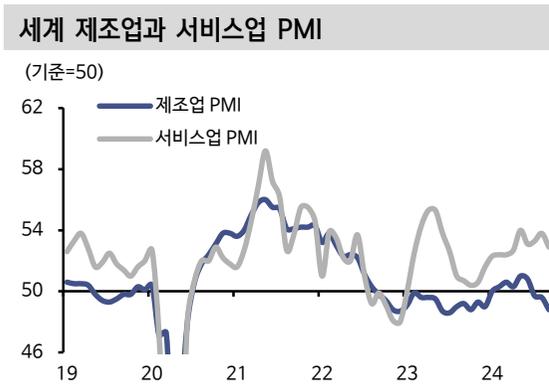


자료: LSGE, 신한투자증권

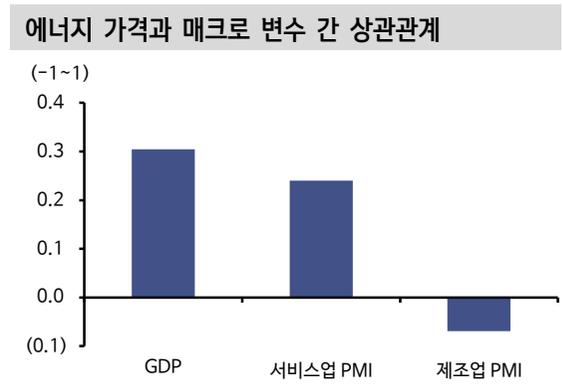


자료: CEIC, 신한투자증권

내년 세계 경제성장률은 금년과 유사한 수준을 유지할 전망이다. 다만 기존의 서비스(소비)보다 제조업(투자) 비중이 확대될 것으로 판단된다. 소비의 근간인 고용이 점진적으로 악화되는 반면 제조업은 내구재 교체 주기 도래, 선제적 재고 조정 등으로 수요 회복 여력이 확보된 까닭이다. 원유 수요는 운송 부문이 65%, 산업 23%, 주거 5%로 경제활동량 또는 서비스(내수)와 관련성이 높아 서비스 수요의 둔화는 원유 수요의 약화를 시사한다.



자료: LSGE, 신한투자증권



자료: LSGE, 신한투자증권

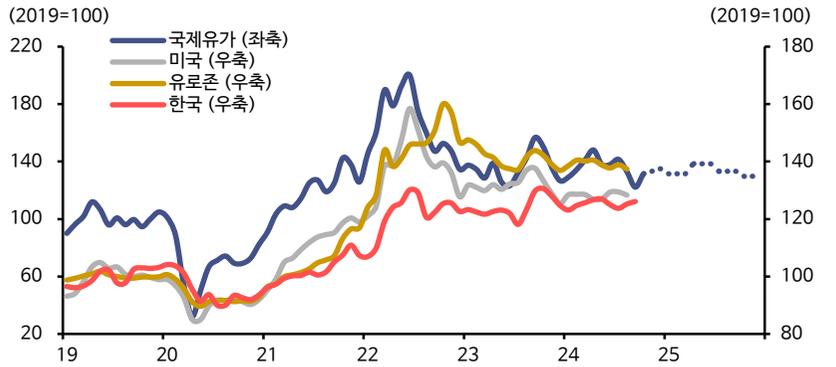
에너지발 물가 안정 효과 마무리. 인플레이 자극은 제한적

국제유가는 2022년 상반기 정점을 기록한 뒤 하반기에 급등분을 마무리한 뒤 1년 넘게 배럴당 70~80달러대에서 등락하고 있다. OPEC+ 감산 확대 및 지정학 불확실성에 간헐적으로 상승한 유가는 비 OPEC+ 증산과 수요의 점진적 둔화 속에 후퇴를 반복하고 있다.

국제유가는 시차를 두고 주요국 소비자 에너지물가에 반영됐다. 다만 정부의 시장 개입으로 주요국 에너지 물가는 차별적으로 움직였다. 정부 시장 개입이 가장 미미했던 미국은 국제 에너지 가격 변화에 맞춰 시차 없이 에너지 소비자물가가 움직였다. 한국은 전력 및 가스 등 유틸리티 부문에서 정부의 가격 상승 제한 조치로 2~3개월 시차를 두고 에너지 물가에 반영됐으며 상승폭도 완만했다. 유로존은 보조금 정책까지 동반돼 4~5개월 시차를 두고 물가에 반영됐다.

지정학 불확실성에도 원유시장 수급 환경을 고려하면 국제유가는 배럴당 70~80달러대 등락 연장이 예상된다. 금년 5월부터 시작된 국제유가 하락이 에너지 물가 안정을 가져다줬으나 4분기 중반부터 국제유가 반등 영향이 반영되겠다. 다만 반등폭이 크지 않고 향후 제한된 범위에서 등락을 이어가는 만큼 에너지 가격에 따른 물가 변동은 제한될 전망이다.

국제유가와 주요국 에너지 물가지수



자료: LSGE, 신한투자증권
주: 국제유가 점선은 당사 전망치 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 허건형).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

브라질, 바닥을 형성한 헤알화



Fixed Income Strategist

지백연

☎ (02) 3772-1541

✉ byji@shinhan.com

박민영

☎ (02) 3772-2638

✉ mypark@shinhan.com

Moody's, 브라질 국가 신용등급 상향 (Ba2 → Ba1)

지난 1일 Moody's는 브라질의 국가 신용등급을 Ba2에서 Ba1으로 상향조정했다. 성장 전망치의 개선이 주된 근거였다. 과거 및 현 정부에서 실시된 기업 환경 개선과 각종 개혁 조치가 성장 잠재력 향상에 기여했다고 판단했다. 또한 당분간 강력한 노동시장과 높은 실질임금 상승의 영향으로 경기 확장 사이클이 지속될 것으로 예상했다. 등급 전망은 'Positive'를 계속 유지하며 향후 투자등급으로의 상향 기대감까지 형성되었다. 단기간 헤알화 하단을 지지하는 내용으로 풀이된다. 다만 등급 상향을 위해서는 정부의 사회보장 프로그램과 같은 의무 지출을 억제하기 위한 구조적 조치가 필요하다고 덧붙였다. 향후 헤알화 추세적 상승과 등급 상향을 위해서는 정부의 재정 관련 신뢰 회복이 필요함을 시사하는 부분이다.

24년 지방선거, 여당 패배에도 헤알화 약세 재료는 아닐 듯

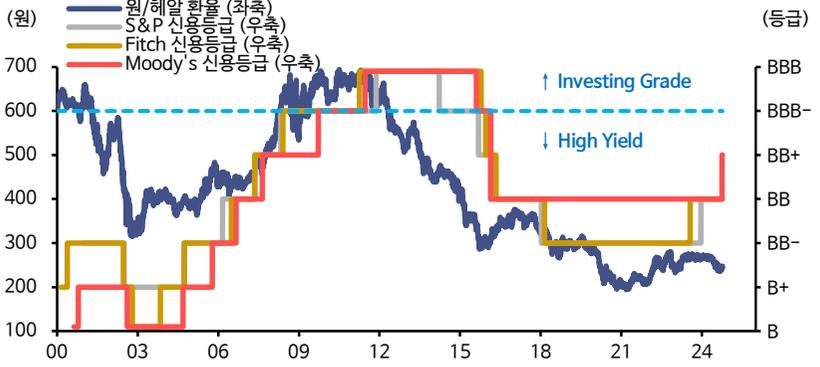
지난 6일 실시된 1차 지방선거에서는 보우소나루 진영이 룰라 진영에 판정승을 거두었다. 26개 수도 중 보우소나루의 지지를 업고 결선투표에 진출하거나 과반을 득표한 후보는 18명으로 룰라의 8명을 크게 앞섰다. 1차 선거에서 과반 득표자가 없는 선거구에서 오는 27일 1, 2위 간 결선 투표를 통해 당선자가 확정된다.

여당(룰라)의 패배는 과도한 재정지출의 견제 측면에서 헤알화 강세 재료로 해석할 수 있다. 2019년 보우소나루 정부 출범 당시 공약의 주된 골자는 복지 축소와 구조적 재정 개혁이었다. 보우소나루 세력은 룰라 취임 이후에도 정권의 사회보장 프로그램이 수반하는 높은 재정적자를 줄곧 비판해왔다. 선거 직후 확대될 보우소나루 전 대통령의 영향력은 좌파 정부의 복지 정책에 정치적 부담을 가중할 것으로 전망한다. 내년도 예산안 협상에서도 지지체에 우파 성향 인사들이 유입된 만큼 지출 축소 주장이 강한 발언권을 얻을 수 있다. 예산안 확정이 12월에 이루어지는 만큼 재정 및 부채 개선 기대감은 연말까지 이어질 공산이 크다.

불편한 금리 전망, 당분간 이자수익과 환차익에 집중

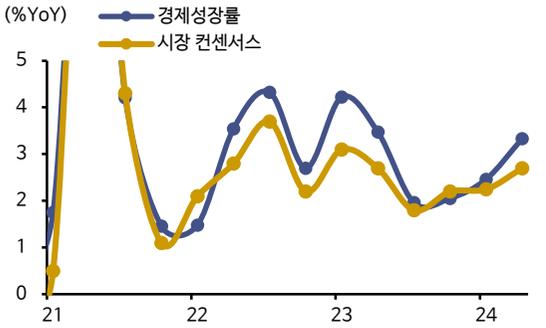
신용등급 상향과 정치적 균형 형성은 헤알화 가치 개선으로 연결된다는 점에 주목해야겠다. 당분간 환율 하단이 형성된 만큼 브라질 국제 투자매력은 상승하였다. 만기 선택의 경우 장기물보다 단기물이 단기 시계열에서 유리하다는 생각이다. 최근 브라질 중앙은행은 물가 우려로 기준금리 인상 사이클에 돌입했다. 시장은 당분간 금리 인상 기조가 이어질 것으로 전망하고 있다. 국제금리는 이를 반영하며 단기물 중심으로 급등했다. 높아진 금리 매력과 기준금리 추가 인상 가능성은 듀레이션 축소 전략을 지지한다. 연말까지 단기물 보유를 통해 높은 이자 수익을 확보하면서 환차익에 집중하는 전략이 유효하다는 판단이다.

무디스 신용등급 상향: 헤알화 강제 전환 가능성 확대



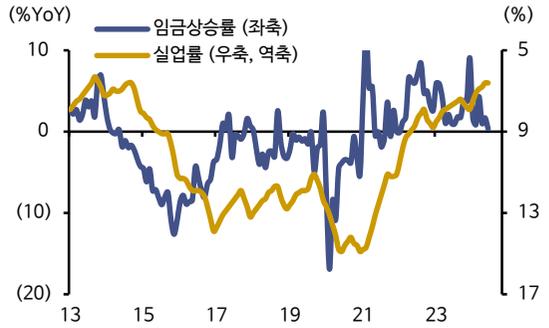
자료: Bloomberg, 신한투자증권

등급 상향의 주된 근거는 강한 경제성장



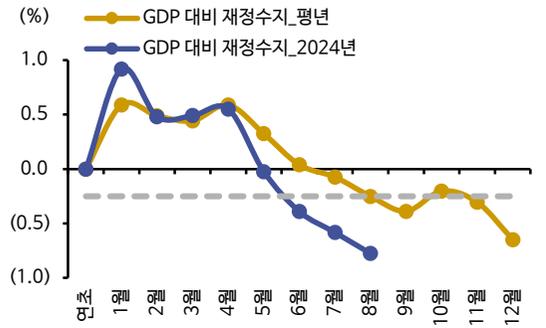
자료: Bloomberg, 신한투자증권

강한 고용에 경기 확장 국면 지속될 전망



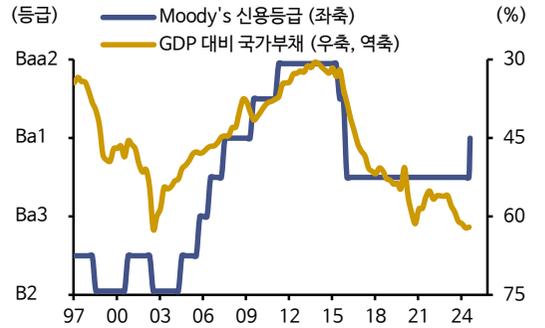
자료: Bloomberg, 신한투자증권

지속된 재정적자는 추가 등급 상승 제한하는 요인



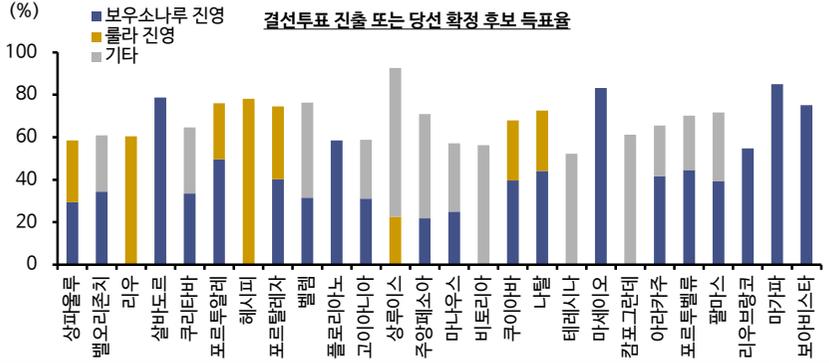
자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 점선은 재정수지 목표 범위

투자등급 도달을 위해서는 국가부채 개선 필요



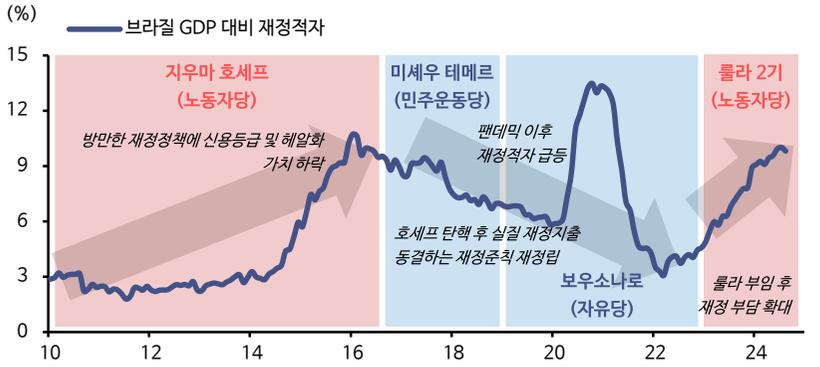
자료: Bloomberg, 신한투자증권

2024년 1차 지방선거 결과: 보수소나루 진영 판정승



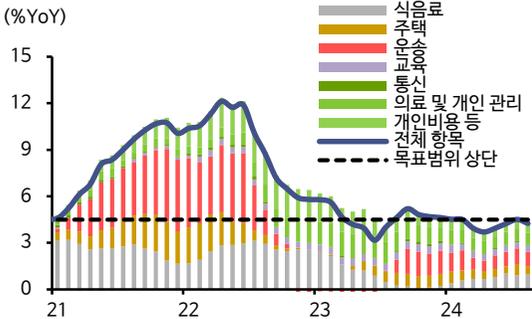
자료: 브라질 고등법원, Opovo, 신한투자증권

보수소나루 영향력 확대는 과도한 재정지출에 정치적 압박으로 작용



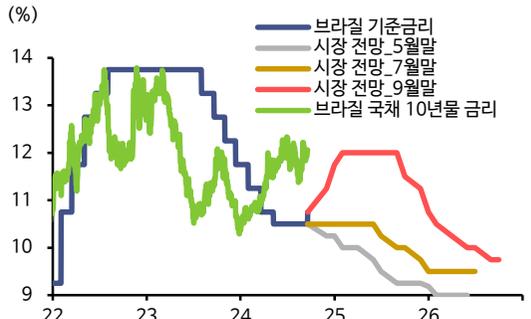
자료: BoE, 신한투자증권

상단에 근접한 물가상승률: 건축 기초 지속 요인



자료: Bloomberg, 신한투자증권

남아있는 추가 인상 우려: 듀레이션 확대 부담



자료: Bloomberg, BCB, 신한투자증권

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 지백연, 박민영).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

모니터링 산업 점검

1) 석유화학



Credit Analyst

정혜진

☎ (02) 3772-2667

✉ hyejin.j@shinhan.com

Risk on - 모니터링 업종 재검토 시점

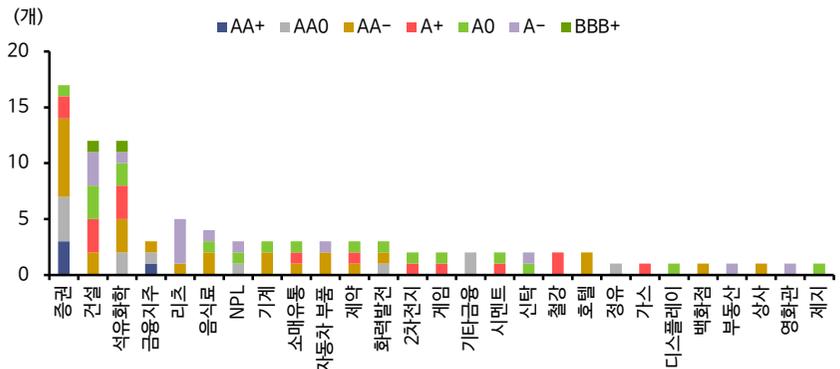
2023년 이후 신용등급 상하향 비율은 0.86배로 기업 실적 둔화 및 재무부담 가중에도 불구하고 하향 조정은 제한적으로 이루어졌다(상승 26개, 하락 30개). 크레딧 금리에 반영된 특정 산업군에 대한 우려의 시각은 여전히 높은 수준을 유지하고 있다. 석유화학, 건설 및 PF 관련 업종, 소매 유통산업 내 대부분 기업이 등급민평대비 높은 금리 수준을 형성하고 있다.

당사는 금리 인하 도입 전부터 빠르게 내려온 금리 수준을 감안할 때 위험 선호 강화로 투자자 시각이 A급 회사채로 이동할 가능성이 높다고 전망하고 있다. 문제는 “살만한 기업”은 이미 상위등급 수준의 가격을 시장에서 부여받고 있다.

다음 스텝은 우려를 과도하게 반영한 기업들에 대한 관심으로 이어지겠다. 레고랜드 사태 이후 상위등급 중심의 차별적 강세 이후 AA급과 A급, A급 내 노치별 스프레드 갭이 높은 수준을 유지하고 있다. 그간 꺼려왔던 산업군, 기업들에 대한 재검토가 필요한 시점이다.

첫번째는 등급대비 높은 개별민평을 보유한 기업이 12개인 석유화학 산업이다. 금리 인하를 앞두고, 중국 대규모 경기 부양책, 50bp 인하로 예상보다 양호할 미국 경기 전망이 우세한 현 시점에서 추가 Rating action에 대한 의문이 드는 것도 사실이다. 다만 국내 석유화학 산업의 경쟁력 약화, 신성장 동력 발굴을 위한 투자부담 지속, 3년간 높아진 재무 부담 감안 시 여전히 등급 하방 압력은 높은 수준으로 판단한다.

등급대비 오버금리 업종 분포



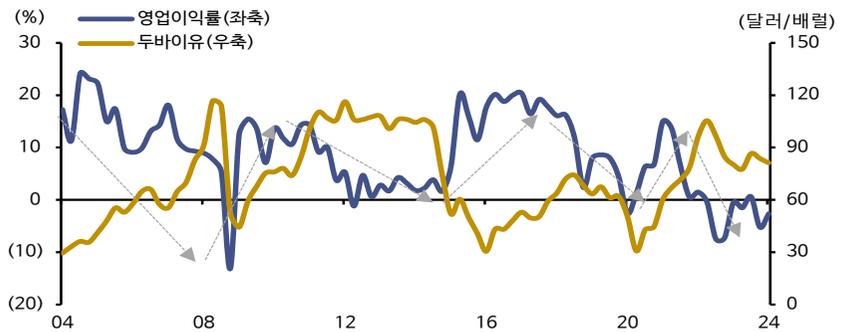
자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 3년물 기준

모니터링 산업 점검 ① 석유화학

국내 석유화학 산업 특징

석유화학 제품은 중간재 성격으로 소비자가 직접 소비하기 보다 전방 가공산업의 원료로 투입된다. 나프타에서 기초유분을 생산하는 Upstream부터 다양한 합성수지, 합성고무, 합성섬유를 생산하는 Downstream까지의 가공 과정을 석유화학 산업으로 구분한다. 생산된 기초소재들은 자동차, 건설, 전자, 섬유, 타이어 등 제품별로 전방산업이 다양하게 포진되어 있다. 전방산업의 수요가 석유화학 제품 수요로 이어지는 파생수요 특성상 경기 사이클, 특히 국내 기업의 경우 중국 경기에 영향을 크게 받는 편이다. 원유에서 시작하는 국내 밸류체인 구조로 유가에 따른 실적 변동성이 높으며, 유가 변동의 판가 전이가 공정 후반으로 갈수록 어려워진다. 일반적으로 유가 상승 시 정유 업체 실적에는 긍정적이나, 국내 석유화학 업체는 원가 상승에 따른 수익 저하 재료로 작용할 수 있다.

주요 석유화학 업체 영업이익률과 두바이유 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권 / 주: 롯데케미칼 기준

업스트림

정유업체에서 나프타를 공급받아 NCC에서 기초유분을 생산하는 단계다. 생산물은 에틸렌, 프로필렌, 부타디엔 등의 올레핀 계열과 벤젠, 톨루엔, 자일렌(BTX) 등의 방향족 계열로 구분된다. 나프타의 40% 가량이 올레핀 계열, 특히 에틸렌으로 생산되어 에틸렌 생산규모 기준으로 석유화학 업체 규모를 파악하기도 한다. 에틸렌은 폴리에틸렌인 LDPE, HDPE, PVC 등 다양한 다운스트림 제품에 활용되어 “산업의 쌀”이라고 불릴 만큼 중요한 중간재다.

에틸렌 생산업체(설비규모): LG화학(3,300), 여천NCC(2,285), 롯데케미칼(2,330), 한화토탈에너지스(1,525), 대한유화(900), HD현대케미칼(850), GS칼텍스(750), SK지오센트릭(660), S-OIL(200)

프로필렌 생산업체(설비규모): LG화학(1,940), 여천NCC(1,289), 한화토탈에너지스(1,064), GS칼텍스(910), S-Oil(860), 대한유화(560), HD현대케미칼(451)

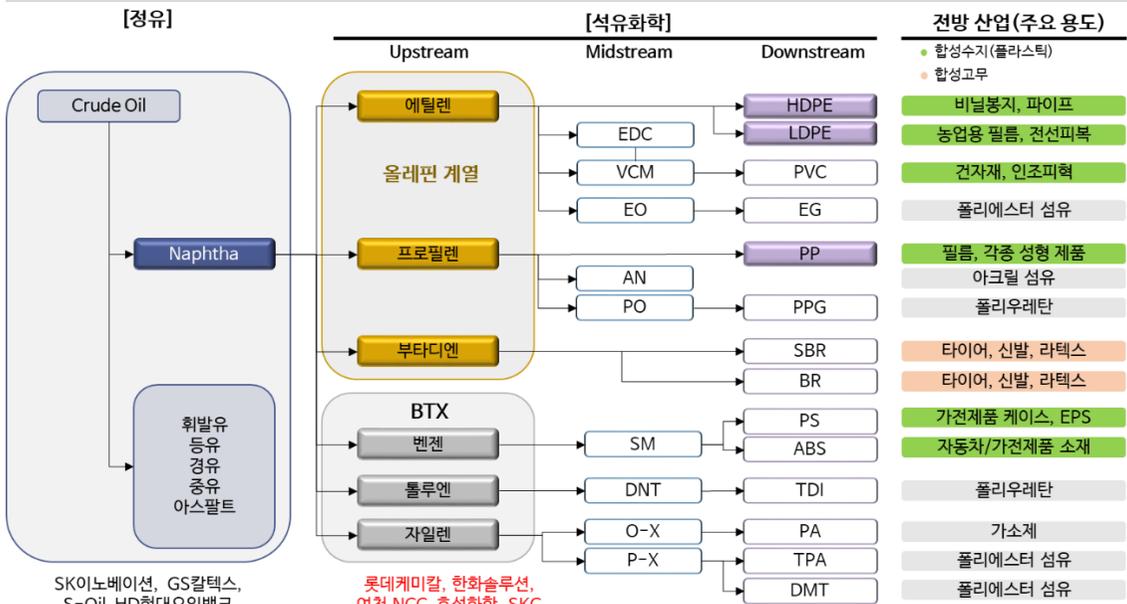
다운스트림

상위 단계에서 만들어진 기초유분, 중간소재를 기반으로 최종 석유화학 제품을 생산하는 단계다. 흔히 플라스틱이라고 부르는 합성수지와 합성고무, 합성섬유 원료(합섬원료)로 구분된다. 비료, 농약, 페인트, 에폭시 등 산업분류상 화학업체로 분류되는 정밀화학 산업의 경우는 기초소재의 수요처(전방산업)으로 석유화학 산업과는 구별된다.

석유화학 산업의 특성상 시장경쟁력 확보를 위해서는 대규모 설비투자과 수직계열화가 필수적인 요소로 사업영역이 업스트림부터 다운스트림을 망라하는 종합화학기업 형태가 출현하게 되었다. LG화학, 롯데케미칼은 NCC 시설을 보유하며 전체 생산능력 중 업스트림 51.6%/44.7%, 미드스트림 3.8%/8.4%, 다운스트림 44.6%, 47% 등 전 생산공정을 영위하고 있다.

여천NCC는 업스트림 비중이 93.3%로 기초유분에 집중된 사업 포트폴리오를 구축한 반면, 금호석유화학은 다운스트림 비중이 90.8%로 구성되는 등 기업 별 사업 포트폴리오 구성이 차별화된다.

석유산업 밸류체인(원유 베이스 기준)



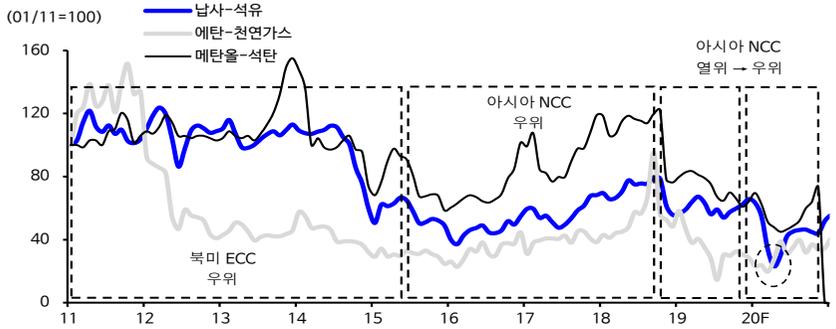
자료: 신한투자증권

범용 제품 공급과잉. 산업차원 사업재편 필요

시장에서 우려하고 있는 석유화학 공급과잉 우려는 올레핀 계열에 집중된다. 석유화학 제품은 전통적으로 나프타를 원료로 생산되어 왔으나, 가스 및 석탄 등을 원료로 화학제품을 생산하는 비중이 높아지고 있다. 미국과 중동은 천연가스(셰일가스)에서 추출된 에탄을 원료로(ECC), 중국은 석탄에서 추출한 메탄으로(석탄화학, CTO) 올레핀계 기초유분을 생산하며 NCC 제품을 대체하고 있다. 대체 원료의 상대 가격 역시 글로벌 석유화학 시황 변화를 좌우하는 요인 중 하나다.

국내에서도 SK어드밴스드가 프로판 원료로 프로필렌을 제조(PDH)하는 등 나프타 외 원료를 사용하기도 한다. 그러나 국내 석유화학 절대다수가 나프타 베이스로, 산유국이나 원가가 저렴한 석탄 대비 NCC 제품 가격경쟁력이 떨어질 수 밖에 없는 상황이다.

3대 화학 원료 상대가격 추이: 국내는 유가 민감도 절대적



자료: Platts, Bloomberg, 신한투자증권

선진국, 산업 성숙기 진입으로 구조적 변화 단행

일찍이 1980년대 중국, 한국, 중동 등 신규 플레이어 진출로 석유화학 내 범용 제품을 중심으로 공급과잉 우려가 부상하자 선진국 석유화학 산업은 범용 중심에서 스페셜티로 사업재편을 단행했다. 산업구조 고도화를 위해 신흥국 대비 가격경쟁력이 열위한 범용 제품에서 스페셜티로 사업포트폴리오를 다각화했다.

미국, 일본의 석유화학 구조조정 방향

	미국	일본	한국
원료 경쟁력	원유, 천연가스 보유	해외 수입	해외 수입
주요 기반 시장	내수 비중 높음	내수, 중국 수출	중국 수출
구조 재편 방향	기업간 인수합병	정부 주도의 노후설비 구조조정	현재까지 구조 재편 실적 미미
구조 개편 재원	사업부 매각대금	유보 이익, 정부 보조, 차입금 등	유보 이익, 차입금, 정부재원(추진 논의)

자료: NICE신용평가, 신한투자증권

국내 석유화학 산업 구조조정 미흡

한국 역시 1990년말~2000년대 초 구조조정을 거치며 M&A를 통한 활발한 업계재편이 있었다. 1986년 ‘석유화학육성법’ 폐지와 ‘산업발전법’ 발효로 삼성, 현대 등 민간 기업이 본격적으로 진출하며 대대적인 설비투자와 저가공급세를 펼쳤으며, 기존 업체들도 시장을 사수하기 위해 시설을 신·증설하고 가격정책을 탄력적으로 운영했다. 이는 한국 석유화학 산업의 외연 확장 동력이 되었으나, 단기적으로는 과도한 증설 경쟁 속 외부 차입금을 무분별하게 늘리는 과정에서 기업들의 재무안정성 지표가 저하되고 공급과잉 속 수익구조가 악화되는 원인이 됐다. 1995년 이후 세계 유화경기 위축에 따른 수익성 저하와 1997년 외환위기 사태에 따른 자금난을 겪게 되었다.

이에 따라 정부는 산업 구조조정의 일환으로 삼성종합화학 및 현대석유화학을 구조조정 대상 기업으로 선정하여 공적자금 투입을 통한 구조조정 후 해외 자본에 매각하는 절차를 밟기 시작했다. 2015년도에는 5대 구조조정 산업으로 지정되며 정부차원에서 자발적 사업재편을 독려했다.

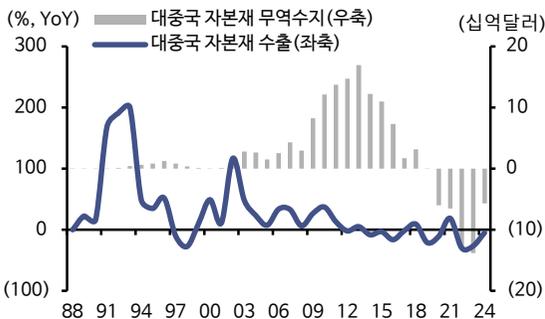
다만 선진국과 달리 강도 높은 사업재편 없이 NCC에만 7개 업체가 남아 과거 고속성장기 대비 업체 수는 여전히 많은 반면, 국내 성장은 과거 대비 꺾이면서 국내 내수시장은 고질적인 공급 과잉 문제를 안고 있다.

중국의 자체 공급-소비 둔화

실적에서 수출이 미치는 영향이 지대한 환경에서, 블록화되어있는 글로벌 산업구조상 중국 수요가 40% 이상을 점유하고 있다. 중국이 자급률이 이미 100%에 육박한데 이어 증동 증설계획 등이 부담요인이다.

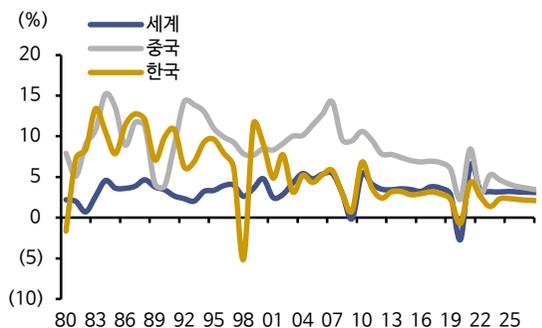
중국은 2014년 이후 7%대 중속성장 기조 속 경제구조 개혁을 위해 수출·투자 중심에서 소비 중심으로의 사업구조 전환을 계획했다. 수입중간재의 단순 조립가공을 통한 소비재 수출 비중을 줄이는 대신, 기술집약적인 자본재, 중간재 수출 비중을 늘렸다. 그간 중간재 중심 대중수출 구조로 석유화학, 철강 등 업종이 중국 경기 사이클에 민감하게 반응해왔다. 중국의 중간재 자급률이 높아지며 경기 회복에도 과거와 같은 수준의 실적 회복이 어려울 것이라는 우려가 지배적이다.

한국의 대중국 수출 둔화



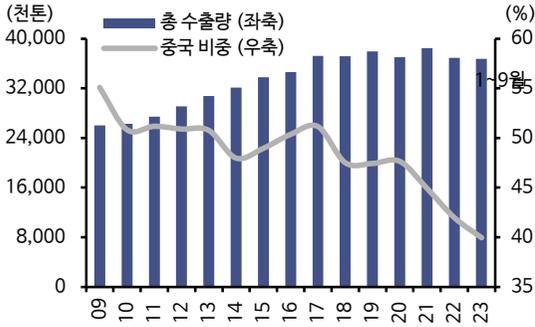
자료: KITA, 신한투자증권

세계/국내/중국 경제성장률



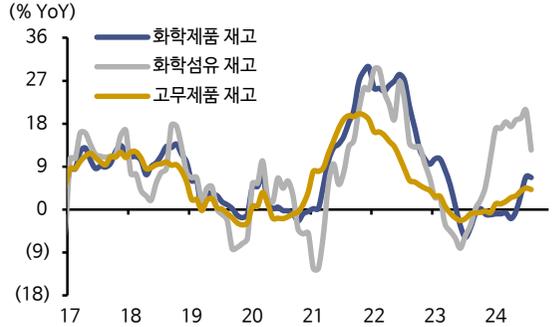
자료: IMF, 신한투자증권

국내 화학제품 3대부문 수출 추이



자료: KITA, 신한투자증권

중국 화학 관련 제품 재고 증가율



자료: CEIC, 신한투자증권

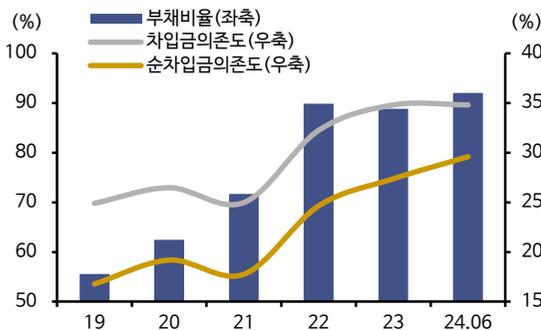
사업재편 과정 재무부담 확대

개별 기업을 뛰어넘어 산업 차원의 구조조정을 통해 과잉설비의 조정, 세계시장 내 산업 경쟁력 제고가 필요한 상황이다. 그룹내 석유화학 비중이 높은 대기업 그룹은 계열내 이차전지, 제약/바이오, 항공/방산, 미래자동차 등의 신성장 사업에 필요한 기초소재 개발에 힘쓰고 있다. 정부는 M&A에 뒤따르는 양도소득세와 취득세 등 각종 세금을 감면해주며 구조조정 작업을 지원할 예정이다.

롯데케미칼 사업부 매각 등 사업개편 위한 노력 진행되고 있다. 다만 업황 개선 폭 제한적, 투자 규모 감안 시 사업개편 속도는 그리 빠르지 않을 수 있다. 노후화 설비 비중이 높은 일본 사례와 달리 국내 신규 설비 비중이 높아 개별 기업단에 부담으로 작용할 수 있다.

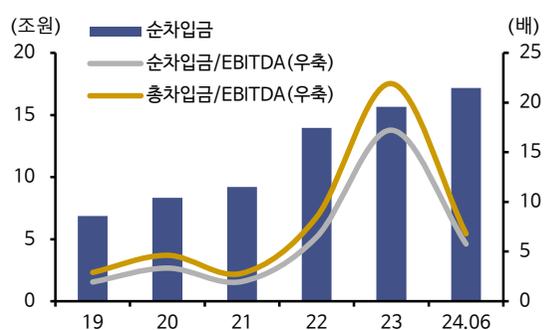
중장기적으로 주력사업 실적 부진, 차입 확대를 통한 신규 투자자금 조달이 예상되며, 이 가운데 재무구조 저하가 지속되고 있다. 평균 부채비율은 2021년 71.7%에서 2024년 상반기 92%까지 상승했다. 차입금의존도 역시 같은시기 25%에서 35%까지 상승했다. 순차입금 규모는 9.2조원에서 17.2조원까지 2배 가까이 늘어났으나, EBITDA 창출력 저점대비 회복하며 커버리지는 2023년 17.2배에서 5.7배로 내려왔다. 다만 여전히 과거 1.9배 대비 높은 수준을 유지하고 있다.

주요 업체 부채비율 및 차입금 의존도



자료: QuantiWise, 신한투자증권

주요 업체 순차입금/EBITDA



자료: QuantiWise, 신한투자증권

실적 부진 장기화. 신용등급 적신호

상반기 정기평가에서 하향 조정된 발행사는 사업포트폴리오 내 올레핀계 제품 비중이 높은 기업들이다. 중국 경기 회복 둔화, 범용 제품 공급과잉 속 실적 부진이 장기화되고 있다. 이와 더불어 신규 투자 등으로 차입금 부담이 증가하며 재무안정성 지표 저하가 가시화되고 있는 업체들이라는 공통점이 있다.

등급 방어에 성공한 기업들은 업스트림 비중이 낮거나, 타 사업 부문 실적을 통해 범용 부문 실적부진을 상쇄한 기업들이다. 일례로 금호석유화학의 경우 여전히 긍정적 전망을 유지하는 등 같은 석유화학 업체 간 등급 방향성이 엇갈리고 있다. 현재 석유화학 산업 신용도 평가 시 개별 기업의 사업포트폴리오 분석과 사업재편 진행사항이 중요한 모니터링 요소다. 롯데케미칼(AA), 한화솔루션(AA-), SKC(A+), 여천NCC(A), SK어드밴스드(A-), 효성화학(BBB+)는 여전히 부정적 전망을 달고 있다. 해당 기업들의 추가 등급 하락 가능성에 대한 점검이 필요하다.

정유, 석유화학 업체 신용등급 현황

정유사			석유화학		
업체명	회사채	기업어음	업체명	회사채	기업어음
GS칼텍스	AA+/S	A1	LG화학	AA+/S	
S-OIL	AA/P		롯데케미칼	AA/N	A1
SK이노베이션	AA/S	A1	SK지오센트릭	AA-/S	A1
SK에너지	AA/S*	A1	한화토탈에너지	AA-/S	A1
HD현대오일뱅크	AA-/S		한화솔루션	AA-/N	A1
SK인천석유화학	A+/S	A2+	금호석유화학	A+/S	
			SKC	A+/N	A2+
			금호피앤비화학	A/S	
			HD현대케미칼	A/S	
			여천NCC	A/N	A2
			SKPIC글로벌	A-/S	A2-
			SK어드밴스드	A-/N	A2-
			효성화학	BBB+/N	A3+

자료: 신평3사, 신한투자증권

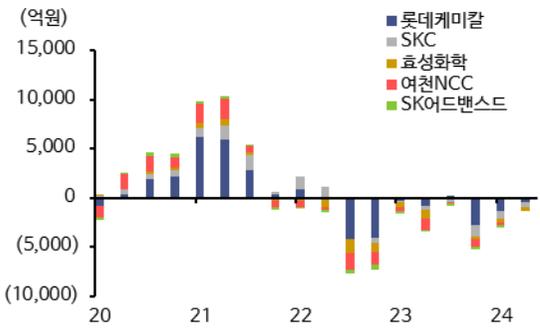
주: SK이노베이션 연결 기준 정유 비중 60%

단기 실적 반등 기대, 재무부담 관리 수준 중요

단기적으로 NCC 실적은 저점을 찍고 적자 규모를 줄어나갈 것으로 예상된다. 다만 2024년 영업이익은 연초에 기대했던 추정치대비 1조원 이상 감소하며 여전히 적자 추세가 이어나갈 가능성이 높은 상황이다. 주요국의 에틸렌 증설 계획 규모는 2024~25년 850만톤으로 단기적으로 수급상 긍정적 환경이 예상된다. 또한 미국 50bp 선제적 인하, 중국 경기부양책 발표를 통한 글로벌 경기 회복 기대는 석유화학 수요에도 긍정적으로 작용한다.

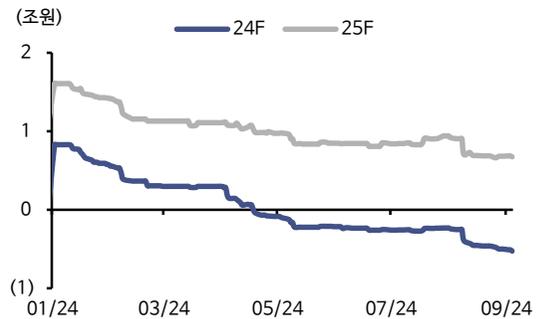
신평사는 사이클에 따른 실적변동을 등급에 즉각 반영하기보다 TTC를 통해 개별 기업의 경기 대응력을 함께 분석해왔다. 실적 변곡점에서 외부 신용등급과 내재신용등급 간 격차가 심화되는 것도 이러한 점에 기인한다. 업황 회복 속도가 기대에 미치지 못할 경우 오히려 회복기에 등급이 내려가는 아이러니한 상황이 연출될 수 있다. 단기 실적 개선에도 중장기적으로 비우호적 산업 환경, 체질 개선을 위한 투자 집행이 불가피하다. 이미 재무부담 측면에서 등급 하락 트리거를 충족한 업체들이 많아 신용도 하방 압력은 여전히 높은 수준으로 판단한다.

QoQ기준 영업적자 규모를 줄여나가는 중이다,



자료: QuantiWise, 신한투자증권

이익 추정치는 연초대비 하락세



자료: QuantiWise, 신한투자증권 / 주: 롯데케미칼, SKC, 효성화학

글로벌 에틸렌 증설 계획. 26년 이후 공급 부담 반복 가능성 높아

	24~25년	26~28년
중국	Sinopec Tianjin 120('24) Wanhua Chem 120('24) Nanshan Group 300('25) Petrochina 120('25)	Exxon Huizhou 160('26) Petrochina 120('26) SABIC/Gulei 150('26) CNOOC/Shell #3 160('27) HuaJin/Aramco 150('27) Sinopec 250('27) Tangshan Xuyang 150('27) ZPC 140('28)
이란	Sepehr Makran 140('24) Dehloran Sepehr PC 50('24)	Ganaveh-Dashtestan 50('26)
사우디/UAE/카타르		Borouge4 150('26)_UAE Aramco/Total 165('27)_사우디 Ras Laffan PC 210('27)_카타르
한국		S-Oil 180('26)

자료: 한국기업평가, 신한투자증권

Appendix. 업체별 제품 포트폴리오

국내 석유화학 업체 제품별 생산 비중

단위: %	업스트림						미드스트림		
	올레핀			BTX			올레핀	BTX	
	에틸렌	프로필렌	부타디엔	벤젠	톨루엔	MX	PO	SM	PX
SK이노베이션	6.4	9.6	1.3	17.4	14.5	8.6	-	-	32.1
GS칼텍스	14.4	17.5	1.2	17.9	3.3	6.7	-	-	25.9
S-OIL	3.9	16.9	-	13.2	5.9	8.8	5.9	-	37.4
HD현대오일뱅크	12.5	12.8	2.4	11.0	-	19.9	-	-	21.5
LG화학	24.4	14.4	3.9	7.5	0.9	0.4	-	3.8	-
롯데케미칼	22.9	10.7	3.2	4.3	2.1	1.5	-	3.6	4.7
여천NCC	43.6	24.6	7.2	8.7	5.4	3.9	-	6.7	-
한화솔루션	10.5	7.3	1.0	8.7	-	-	-	7.2	13.8
DL	-	-	-	-	-	-	-	-	-
대한유화	27.8	17.3	4.6	5.6	2.2	1.2	-	-	-
금호석유화학	-	-	9.2	-	-	-	-	-	-
태광산업	-	23.1	-	-	-	-	-	-	-
효성화학	-	39.7	-	-	-	-	-	-	-
SKC	-	-	-	-	-	-	32.0	68.0	-

국내 업체 생산 비중(다운스트림)

단위: %	합성수지							
	HDPE	LDPE	LLDPE	PVC	PP	PS	ABS	PC
SK이노베이션	2.0	-	4.1	-	4.0	-	-	-
GS칼텍스	9.6	-	-	-	3.5	-	-	-
S-OIL	-	-	-	-	8.0	-	-	-
HD현대오일뱅크	8.1	4.4	-	-	7.4	-	-	-
LG화학	5.4	3.3	7.8	9.5	2.8	0.4	7.0	1.3
롯데케미칼	6.8	2.3	4.0	-	11.0	-	4.2	3.0
여천NCC	-	-	-	-	-	-	-	-
한화솔루션	4.0	6.1	3.8	7.8	7.7	-	-	-
DL	25.4	-	74.6	-	-	-	-	-
대한유화	18.8	-	-	-	16.4	-	-	-
금호석유화학	-	-	-	-	-	10.3	9.7	-
태광산업	-	-	-	-	-	-	-	-
효성화학	-	-	-	-	45.1	-	-	-
SKC	-	-	-	-	-	-	-	-

국내 업체 생산 비중(다운스트림)

단위: %	합성고무			화섬원료			기타				
	SBR	BR	S-SBR	EG	TPA	CPLM	TDI	MDI	가성소다	에폭시	BPA
SK이노베이션	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
GS칼텍스	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
S-OIL	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
HD현대오일뱅크	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
LG화학	-	1.6	0.6	1.3	-	-	-	-	-	-	3.7
롯데케미칼	-	0.3	0.6	11.5	3.2	-	-	-	-	-	-
여천NCC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
한화솔루션	-	-	-	1.5	13.8	-	1.0	-	5.8	-	-
DL	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
대한유화	-	-	-	6.2	-	-	-	-	-	-	-
금호석유화학	9.9	15.4	2.4	-	-	-	-	15.9	-	9.8	17.4
태광산업	-	-	-	-	76.9	-	-	-	-	-	-
효성화학	-	-	-	-	15.2	-	-	-	-	-	-
SKC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

자료: 석유화학협회, 신한투자증권

👉 Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정혜진).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.



엔터/미디어/게임/웹툰

비중확대 (유지)

이제 우리 차례!

 **신한투자증권**
기업분석부

지인해 연구위원
김아람 선임연구원
고준혁 연구원

강석오 선임연구원
김지영 연구원



신한 리서치
투자정보

Investment Summary

지금 아니면 언제?

우호적인 매크로 환경
 + 덜 오른 성장주(수급)
 + 개별 업종 회복 시그널
 = 이제는 우리 차례!

엔터, 미디어, 게임, 웹툰업종에 대한 관심을 확대할 때다. 신한 플랫폼이 커버하는 이들 업종은 각각 YTD 엔터 30%, 미디어 23%, 웹툰 31% 하락했다. 올해 증시를 견인한 AI, 밸류업, 수출주 테마 그 어디에도 부합하지 못했고 심지어 금리 인하 수혜도 2차전지/헬스케어 업종에 집중됐다. 그러나 '지금 아니면 언제?'를 묻고 싶다. 금리 인하, 엔화 강세, 중국 경기 부양이라는 매크로 삼박자가 온기를 더해주는 가운데 업종별 긍정적인 신호가 관찰된다.

엔터:センチ멘털 이슈
 마무리 단계, 4Q24부터
 업종 펀더멘털 회복

[엔터] 펀더멘털과センチ멘털의 회복이 맞물린 구간

엔터업종은センチ멘털이 문제였던 만큼, 엔터 대장주 역할을 하는 하이브-어도어와의 갈등 해소가 선행되어야한다. 조심스럽지만 1) 사건은 후반전에 진입한 듯 보이고, 업황은 4Q24부터 대폭 호전된다. 2) 앨범 축소=산업 peak out 우려가 공연/굿즈 등 기타 팬덤 소비 확대로 불식되고 있는 가운데 기저효과, 3) 4Q24 대표 IP 컴백, 4) 25년 BTS, 블랙핑크 컴백으로 26년까지 업종 합산 최대 실적, 5) 신인 IP ramp-up 및 데뷔 마케팅 비용 제거로 펀더멘털 개선도 가능해사다. 섹터 콜인 만큼 바스켓 매수를 추천한다. 대장주 하이브 역할이 가장 중요하겠다.

미디어: 제작비(C), 리튬비율(P), 편성(Q) 삼박자 모두 대세 호전 임박

[미디어] 펀더멘털 개선의 초입

미디어업종은 펀더멘털 자체가 다시 살아나고 있다. 지난 3년은 제작비(C) 상승+편성/협찬 리튬비율(P) 축소+제작편수(Q) 감소 ⇒ 실적 악화 국면이었다면, 앞으로는 제작비(C) 축소+편성/협찬 리튬비율(P) 유지+해의 판권 리튬비율(P) 상승+ 제작편수(Q) 확대 ⇒ 실적 개선 국면에 도래했다. 오랜만에 드라마 제작사를 다시 볼 때다. 이 역시도 섹터 콜인 만큼 대장주 스튜디오드래곤이 중요하다.

게임: 매출액(해외 매출)이 가장 중요한 요인이지만, 충분히 얇아진 고정비 + 다가올 주요 신작들을 확인할 수 있는 지스타

[게임] 확실한 바닥 확인 후 도약 준비

게임업종 분위기는 확실히 최악을 지났다. 모바일 MMORPG의 가파른 하락세로 지난 2년간 국내 개발사들은 매출액 역성장, 인건비 상승이라는 이중고를 겪었다. 그러나 기업들은 불필요한 비용을 줄여왔고 이제는 실적과 신작 기대감이 주가 재료로 작용할 만큼 고정비가 얇아졌다. 4Q24에는 투자심리를 자극할 지스타와 다수의 신작이 출시된다. 다작으로 해외/국내에서 매출액 성장을 보여줄 수 있으며, 순부채 기업으로 금리 인하 수혜가 기대되는 넷마블에 주목한다.

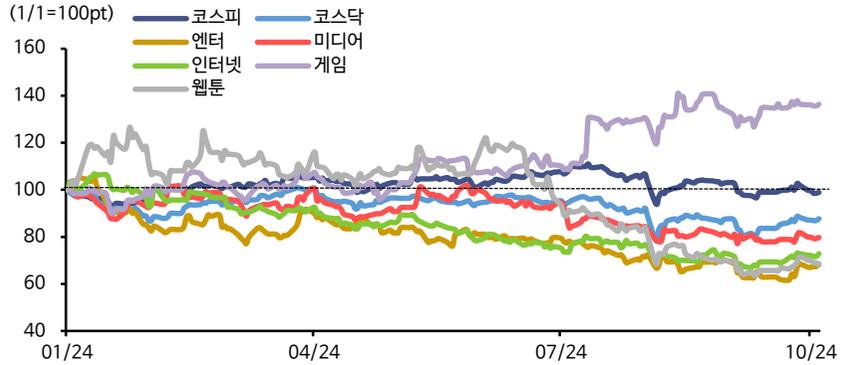
웹툰: 일본 만화업 매출액 성장률 두 자릿수 회복! '성장'에 대한 의구심 회복 시켜주기를 기대

[웹툰] 반가운 일본 매출액 성장률 회복

웹툰업종이 그동안 성장업종으로 분류된 이유는 해외 진출과 IP 사업이 가지는 확장성 때문이었다. 그러나 22년부터 업종 Key Factor인 매출액 성장률이 정체됐고 성장에 대한 의구심이 생겼다. 한국 역성장에 해외 시장의 꾸준한 성장이 가려지고 있다. 특히 일본 시장은 2Q24부터 두 자릿수 성장률을 회복했다. 3분기 웹툰엔터 실적발표 혹은 내년초 <나 혼자만 레벨업> 애니메이션 2기 방영이 업종에 대한 관심을 환기시켜주는 이벤트가 되어주기를 기대한다.

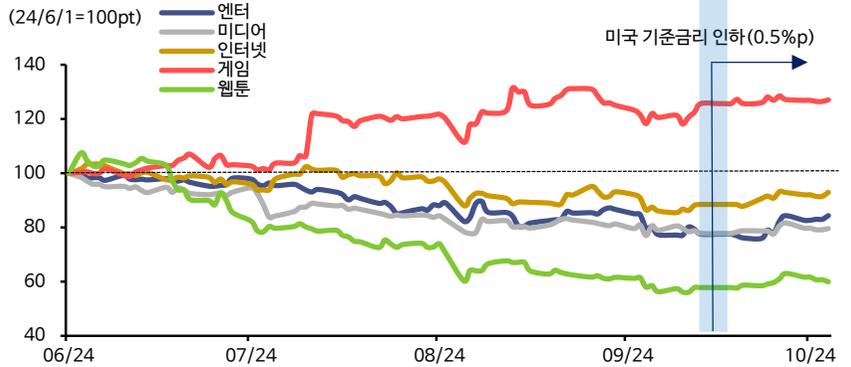
Key Charts

코스피, 코스닥 vs. 엔터/미디어/게임/웹툰 주가 추이



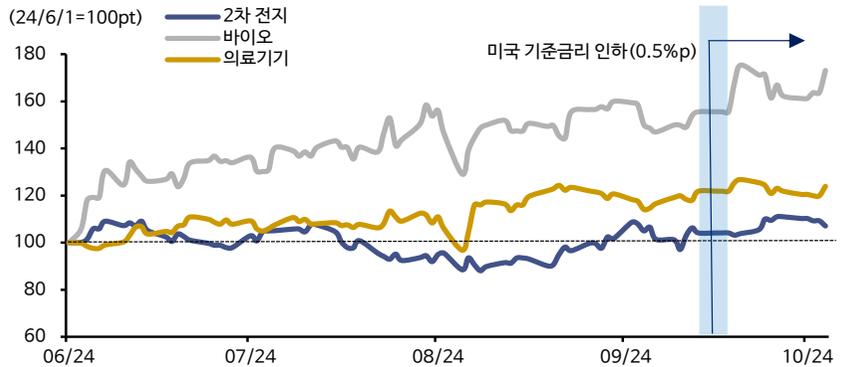
자료: QuantiWise, 신한투자증권

금리인하 3개월 전후 플랫폼 업종 YTD 퍼포먼스



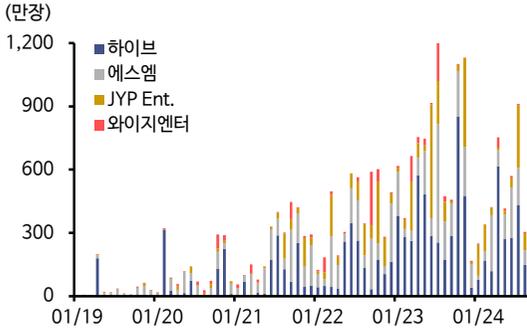
자료: QuantiWise, 신한투자증권

금리인하 3개월 전후 기타 성장주 업종 YTD 퍼포먼스



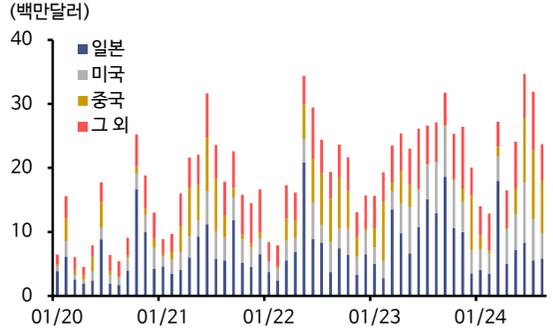
자료: QuantiWise, 신한투자증권

[엔터] 엔터4사 앨범판매량 추이



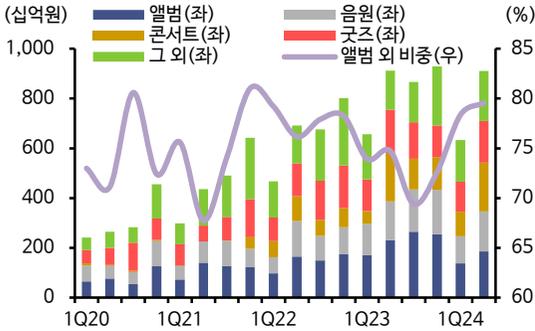
자료: 씨클차트, 신한투자증권

[엔터] 앨범 수출금액 추이



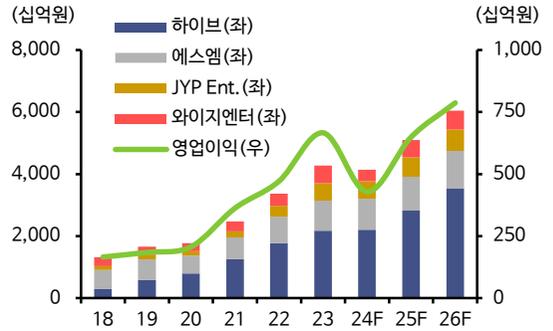
자료: 관세청, 신한투자증권

[엔터] 합산 앨범 매출 vs. 그 외 매출액



주: 하이브+JYP Ent.+에스엠만 합산
자료: 신한투자증권

[엔터] 엔터4사 매출액 및 합산 영업손익



자료: 신한투자증권

[미디어] 이전 드라마 수익률



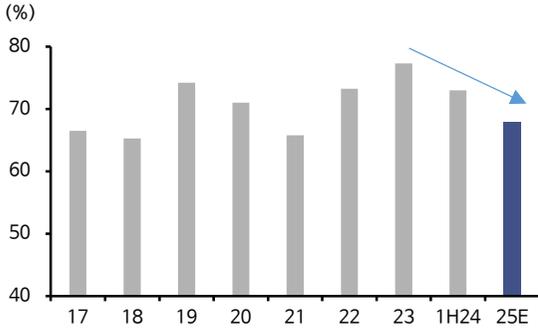
자료: 신한투자증권

[미디어] 향후 드라마 수익률



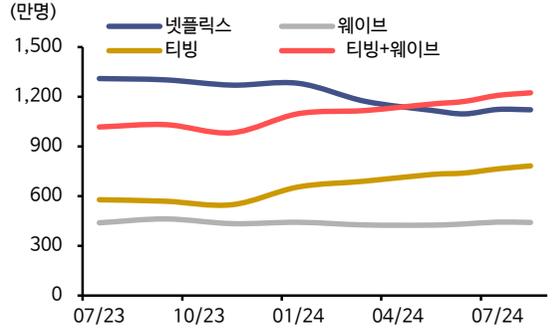
자료: 신한투자증권

[미디어] 스튜디오드래곤 매출원가율 추이



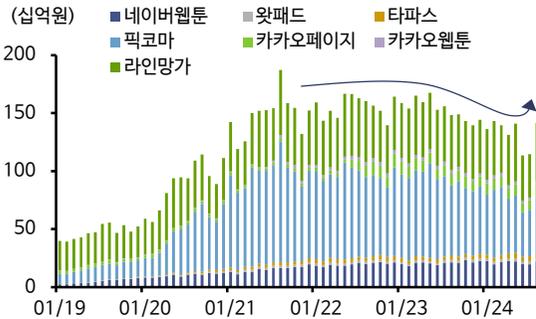
자료: 회사 자료, 신한투자증권

[미디어] OTT별 MAU 추이



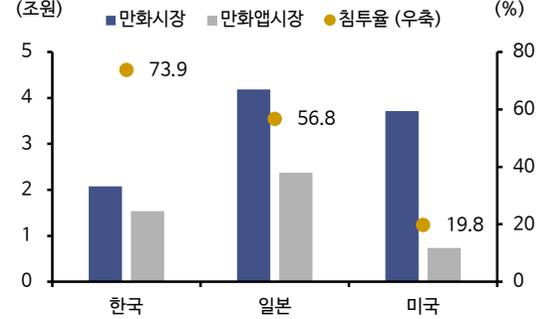
자료: 회사 자료, 신한투자증권

[웹툰] 매출 제자리 걸음에 성장 우려 불거져



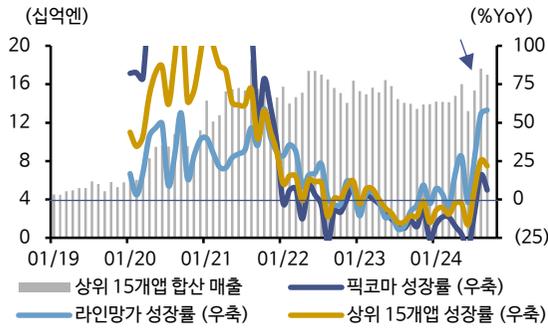
자료: Sensor Tower, 신한투자증권

[웹툰] 한국보다 1.5~2배 이상 큰 일본, 미국 시장



자료: 2023 만화산업백서, 통계청, 신한투자증권

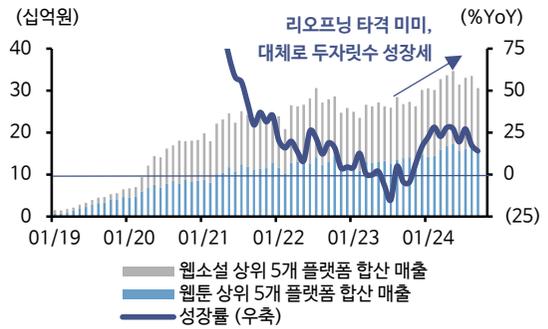
[웹툰] 펀더 반등 기미 - 반가운 일본 성장률 회복



자료: Sensor Tower, 신한투자증권

주: 모바일 결제액 추정치와 과리 존재(트렌드만 확인)

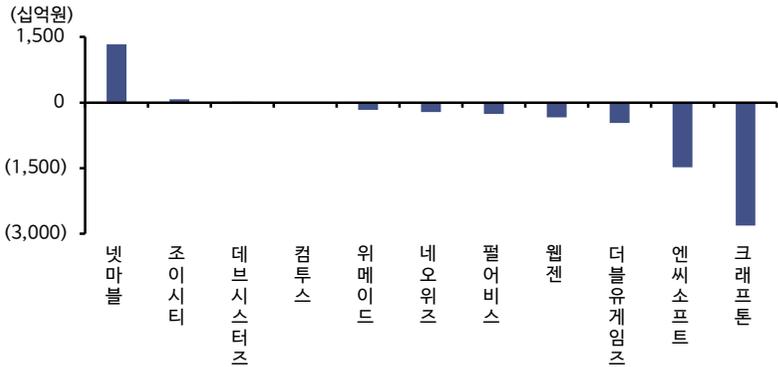
[웹툰] 미국도 초기 시장이나 두 자릿수 성장 꾸준



자료: Sensor Tower, 신한투자증권

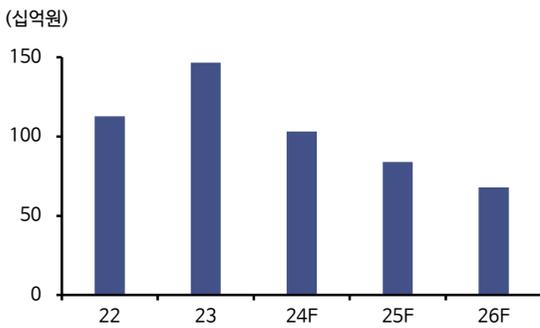
주: 모바일 결제액 추정치와 과리 존재(트렌드만 확인)

[게임] 게임 개발사들의 순부채 규모



자료: 회사 자료, 신한투자증권

[게임] 넷마블 연간 이자비용 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

[게임] 넷마블 자산 및 유동화 내역

내용	금액
카카오뱅크 2021년 8월 10일 1.27% 매각	4,302억원
카카오게임즈 2021년 8월 13일 4.32% 매각	2,371억원
카카오뱅크 2021년 8월 25일 0.34% 매각	1,331억원
카카오뱅크 2021년 12월 9일 1.60% 매각	4,816억원
하이브 2023년 11월 6% 매각	5,500억원
하이브 2024년 5월 2.64% 매각	2,200억원
엔씨소프트 지분 8.88% 보유	3,500억원
코웨이 지분 25.08% 보유	1조 1,200억원

자료: 회사 자료, 언론 보도, 신한투자증권

[게임] Level Infinite 주요 신작 라인업

연도	게임명	개발사	장르	플랫폼
2022	Tower of Fantasy	HOTTA Studio	3인칭 오픈월드 MMORPG	PC/모바일/콘솔
2022	Goddess of Victory: Nikke	Shiftup	Shooting RPG	모바일
2023	Arena Breakout	MoreFun Studio	FPS	모바일
2024	DEATHSPRINT 66	Sumo Digital	하드코어 레이싱	PC
2025	Assassin's Creed Codename Jade	Ubisoft	오픈월드 RPG	모바일
2025	Dune: Awakening	Funcom	오픈월드 서바이벌 MMO	PC/콘솔
2025	Exoborne	Sharkmob AB	오픈월드 익스트랙션 슈터	PC/콘솔

자료: 회사 자료, 신한투자증권

하이브 (352820)

왕의 귀환, 26년까지 압도적 실적 기대

2024년 10월 10일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	260,000 원 (하향)
✓ 상승여력	45.4%	✓ 현재주가 (10월 8일)	178,800 원

[엔터테인먼트]

지인해 연구위원
✉ inhae.ji@shinhan.com

김지영 연구원
✉ kji00324@shinhan.com

Revision

실적추정치	하향
Valuation	하향

시가총액	7,447.4십억원
발행주식수(유동비율)	41.7백만주(52.1%)
52주 최고가/최저가	256,000 원/158,000 원
일평균 거래액 (60일)	33,354백만원
외국인 지분율	20.0%

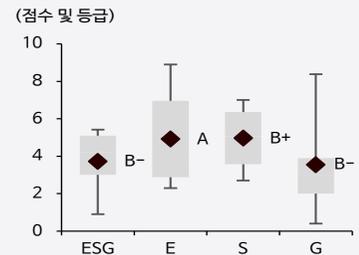
주요주주 (%)	
방시혁 외 6인	32.5
넷마블	9.4

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	8.0	(8.9)	(21.9)	(26.0)
상대	5.9	0.3	(27.5)	(23.8)

주가



ESG 컨센서스



신한생각 엔터주는 늘 예상보다 빨리 움직이는 듯

주가를 억눌러왔던 센터멘털 이슈는 후반전 진입. 콘서트/MD 확대로 KPOP 산업 peak out의 논란을 잠재우는 가운데, 4Q24부터 본업 순증, BTS 컴백으로 25년, 26년까지 최대 실적 가능할 전망. 사야할 때

3Q24까지 밋밋 vs. 우려 해소 + 26년까지 최대 실적 전망

3Q24 매출액은 5,017억, 영업이익 583억원으로 기대치 소폭 하회하는 밋밋한 실적 예상. 활동 자체가 엔하이픈, 르세라핌, 보이넥스트도어 정도로 요약. 콘서트도 세븐틴 투어가 반영됐던 2Q24 대비 규모 축소. 전분기 대비 활동이 적은 가운데, 수익성 약화의 직격탄이었던 ‘하이브 2.0’ 신사업 관련 비용이 2Q24 만큼은 아니지만 계속되고, 글로벌 걸그룹 ‘KATSEYE’의 적지 않은 데뷔 마케팅 비용이 반영될 예정

지난 4Q23부터 이어진 앨범 축소는 콘서트/굿즈 등 기타 팬덤 소비로 이동 및 확산돼 매출이 성장했음을 증명. 앨범 축소 우려 = 팬덤 규모 감소 = KPOP peak out 리스크를 불식시킨 상황. 1) 4Q24는 핵심 IP 컴백, 월드 투어 규모 확대, 전년 기저효과, 위버스 플랫폼 유료화가 맞물려 본업 성장 기대. 2) 25년에는 올해 초 반영됐던 다수의 신인 IP 데뷔 마케팅 비용 제거, 3) 가장 강력한 투자포인트인 BTS 완전체 활동 재개. 26년까지 지금까지 보지 못한 대규모 투어 진행으로 26년까지 최대 실적 갱신할 전망

Valuation & Risk

목표주가 26만원으로 하향 조정. 어도어 노이즈, 신규 IP 및 신사업 투자 증가로 멀티플과 실적을 각각 10%, 36% 하향, 적용 시기를 24F → 강력한 모멘텀을 보유한 25F으로 변경. 투자 의견은 매수 유지. 악재 마무리 구간으로 센터멘털 개선과 26년까지 최대 실적 기대. 섹터 회복을 리딩할 것

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	1,776.2	236.9	52.3	137.1	1.9	2.6	19.1	-
2023	2,178.1	295.6	187.3	51.8	6.6	3.3	22.9	0.3
2024F	2,206.6	221.2	164.1	45.4	5.5	2.4	21.7	0.5
2025F	2,823.9	319.8	288.6	25.8	9.1	2.3	16.2	0.9
2026F	3,544.3	413.7	381.1	19.5	11.2	2.1	12.4	1.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

하이브 3Q24F Preview

(십억원, %)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	QoQ	YoY	컨센서스	괴리
매출액	537.9	608.6	360.9	640.5	501.7	(21.7)	(6.7)	514.5	(2.5)
영업손익	72.7	89.1	14.4	50.9	58.3	14.5	(19.7)	62.7	(7.0)
지배순손익	102.7	(57.1)	17.2	14.6	52.4	258.8	(49.0)	65.6	(20.1)
OPM	13.5	14.6	4.0	7.9	11.6			12.2	(0.6)
NPM	19.1	-9.4	4.8	2.3	10.4			12.7	(2.3)

자료: QuantiWise, 신한투자증권

하이브 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F
매출액	445.5	533.5	410.6	621.0	537.9	608.6	360.9	640.5	501.7
(%YoY)	30.6	16.5	44.1	21.2	20.7	14.1	(12.1)	3.1	(6.7)
음악	129.2	147.3	184.3	245.9	264.1	276.2	145.1	249.6	217.6
(%YoY)	(0.4)	71.9	185.3	16.6	104.4	87.5	(21.3)	1.5	(17.6)
(%sales)	29.0	27.6	44.9	39.6	49.1	45.4	40.2	39.0	43.4
공연	47.2	64.7	25.2	157.5	86.9	89.5	44.0	144.0	67.8
(%YoY)		42.8	(58.8)	85.3	84.1	38.3	74.5	(8.6)	(21.9)
(%sales)	10.6	12.1	6.1	25.4	16.2	14.7	12.2	22.5	13.5
MD, IP	114.7	112.5	68.9	111.9	85.7	59.1	60.7	109.1	85.0
(%YoY)	49.5	(10.3)	(1.0)	13.3	(25.3)	(47.5)	(11.9)	(2.5)	(0.8)
(%sales)	25.8	21.1	16.8	18.0	15.9	9.7	16.8	17.0	16.9
콘텐츠	107.2	115.1	87.3	50.8	48.7	103.1	61.3	83.8	72.0
(%YoY)	22.9	(25.6)	79.9	(28.1)	(54.5)	(10.5)	(29.8)	64.9	47.7
(%sales)	24.1	21.6	21.2	8.2	9.1	16.9	17.0	13.1	14.4
기타	47.2	94.0	44.9	54.9	52.5	80.8	49.7	54.0	59.3
(%YoY)	(0.5)	100.3	9.9	17.0	11.1	(14.0)	10.7	(1.5)	13.0
(%sales)	10.6	17.6	10.9	8.8	9.8	13.3	13.8	8.4	11.8
매출총이익	210.7	246.6	208.8	268.4	246.8	285.0	177.2	245.9	238.3
(%YoY)	17.1	15.3	34.6	16.6	17.1	15.6	(15.1)	(8.4)	(3.5)
(%GPM)	47.3	46.2	50.8	43.2	45.9	46.8	49.1	38.4	47.5
영업이익	60.6	50.9	52.5	81.3	72.7	89.1	14.4	50.9	58.3
(%YoY)	(7.7)	(30.0)	41.5	(7.9)	19.9	75.1	(72.6)	(37.4)	(19.7)
(%OPM)	13.6	9.7	12.8	13.1	13.5	14.6	4.0	7.9	11.6
순이익(지배)	89.5	(181.2)	24.3	117.3	102.7	(57.1)	17.2	14.6	52.4
(%YoY)	87.0	적전	(25.3)	20.1	14.6	(68.5)	(29.1)	(87.6)	(49.0)
(%NPM)	20.1	(34.0)	5.9	18.9	19.1	(9.4)	4.8	2.3	10.4

자료: QuantiWise, 신한투자증권

하이브 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	301.4	587.2	796.3	1,255.9	1,776.2	2,178.1	2,206.6	2,823.9
(%YoY)		94.9	35.6	57.7	41.4	22.6	1.3	28.0
음악	105.4	108.3	320.6	376.9	552.0	970.5	891.3	1,067.9
(%YoY)		2.8	196.0	17.6	46.5	75.8	(8.2)	19.8
(%sales)	35.0	18.4	40.3	30.0	31.1	44.6	40.4	37.8
공연	87.7	191.1	4.6	45.3	258.2	359.1	389.1	587.8
(%YoY)		117.9	(97.6)	884.8	470.1	39.1	8.4	51.0
(%sales)	29.1	32.5	0.6	3.6	14.5	16.5	17.6	20.8
MD, IP	51.4	169.9	259.0	317.0	395.6	325.6	374.8	529.0
(%YoY)		230.5	52.4	22.4	24.8	(17.7)	15.1	41.1
(%sales)	17.1	28.9	32.5	25.2	22.3	14.9	17.0	18.7
콘텐츠	33.5	78.0	132.3	370.4	341.5	289.9	317.1	364.6
(%YoY)		132.8	69.6	180.0	(7.8)	(15.1)	9.4	15.0
(%sales)	11.1	13.3	16.6	29.5	19.2	13.3	14.4	12.9
기타	23.4	39.9	79.8	146.3	228.9	233.1	234.2	274.5
(%YoY)		70.5	100.0	83.3	56.4	1.8	0.5	17.2
(%sales)	7.8	6.8	10.0	11.6	12.9	10.7	10.6	9.7
영업이익	79.9	98.7	145.5	190.2	236.9	295.6	221.2	319.8
(%YoY)		23.5	47.4	30.8	24.5	24.8	(25.2)	44.6
(%OPM)	26.5	16.8	18.3	15.1	13.3	13.6	10.0	11.3

자료: QuantiWise, 신한투자증권

하이브 2024F 실적 추정치 변경

(십억원, %)	변경 전	변경 후	과리
매출액	2483.5	2,206.6	(11.2)
영업이익	347.5	221.2	(36.3)
순이익	288.5	164.1	(43.1)
OPM	14.0	10.0	(4.0)
NPM	11.6	7.4	(4.2)

자료: 신한투자증권

하이브 목표주가 하향

(십억원, 배)	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
순이익	73.8	85.7	136.8	52.3	187.3	164.1	288.6
적용 PER	36.5	기존 적용 멀티플 40.5배 대비 10% 할인 어도어 사태 이후 투자심리 악화 반영					
목표 시가총액	10,518	2025F 순이익 추정치 x PER 36.5배					
현재 시가총액	7,447						
목표주가(원)	260,000						
현재주가(원)	178,800						
상승여력(%)	45.4						

자료: 신한투자증권

JYP Ent. (035900)

반등 구간에서 가장 저평가된 우량주

2024년 10월 10일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	77,000 원 (하향)
✓ 상승여력	48.6%	✓ 현재주가 (10월 8일)	51,800 원

신한생각 앞으로 보지 못할 멀티플

올해는 상대적으로 저조한 IP 흥행, 분명 장점보다 약점이 눈에 띈 실적이었지만, 이미 주가 상승폭을 모두 반납하며 리스크를 온전히 반영한 상황. 엔터테인먼트 반등 구간에서 가장 저평가된 우량주

약점을 모두 반영한 주가

3Q24 매출액은 1,675억, 영업이익 433억원으로 기대치 부합 추정. 매출액은 대표 IP인 스트레이키즈의 활동과 전분기 제로 수준이었던 일본 공연 반영이 핵심. 상대적으로 타 엔터사 대비 성장 IP가 부재하다는 지적을 받고 있으나, 여전히 대표 IP인 스트레이키즈와 트와이스의 실적/양적 성장 모두 확인 중. 특히 공연은 흥행, Venue 확장으로 회당 개런티 상승 뚜렷

올해는 유난히 악재만 돋보였던 한 해. 작년 말부터 시작된 고마진 앨범 매출비중 축소와 신인 IP들의 평가가 아쉬운 가운데, 상반기 집중된 신인 IP 데뷔로 마케팅 및 콘텐츠 비용 증가, JYP 360 비용 증가, 이넷 엔터테인먼트 자회사 설립 등 비용단이 훨씬 더 크게 부각됐기 때문. 하반기에도 자회사 관련 비용은 계속 더해질 가능성도 감안해야 할 것

다만 현재 주가는 FY22-1H23의 랠리를 모두 토해낸 상황으로 온전히 리스크를 반영한 구간. 비용을 감안하더라도 전년과 유사한 매출, OPM 20% 초반은 지켜낼 것. PER은 24F 18.9배, 25F 15.7배로 다시 못 볼 멀티플

Valuation & Risk

목표주가는 7.7만원으로 하향. 대장주 대비 할인율을 유지하되, 업종 투자 심리 악화를 반영해 대장주 멀티플을 내렸고, 비용 증가를 반영해 실적 추정치도 내렸기 때문. 투자여건은 매수 유지. 업황 회복을 같이 누릴 것

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	345.9	96.6	67.5	35.7	24.7	8.0	22.0	0.5
2023	566.5	169.4	105.5	34.1	30.4	9.1	18.6	0.6
2024F	567.3	124.8	97.4	18.9	22.5	3.9	10.7	1.1
2025F	624.0	150.8	117.2	15.7	22.6	3.3	8.5	1.5
2026F	686.4	170.3	132.0	13.9	21.5	2.8	7.1	1.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[엔터테인먼트]

지인해 연구위원
✉ inhae.ji@shinhan.com

김지영 연구원
✉ kji00324@shinhan.com

Revision	
실적추정치	하향
Valuation	하향

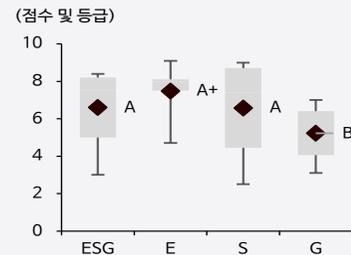
시가총액	1,840.6십억원
발행주식수(유동비율)	35.5백만주(77.3%)
52주 최고가/최저가	114,300 원/43,500 원
일평균 거래액 (60일)	21,639백만원
외국인 지분율	15.9%
주요주주 (%)	
박진영 외 3인	16.0

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	16.5	(8.6)	(52.9)	(48.9)
상대	5.8	0.9	(50.6)	(42.3)

주가



ESG 컨센서스



JYP Ent. 3Q24F Preview

(십억원,%)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	QoQ	YoY	컨센서스	과리
매출액	139.7	157.1	136.5	95.7	167.5	75.0	19.9	163.4	2.5
영업이익	43.8	37.9	33.6	9.3	43.3	363.9	(1.1)	42.1	3.0
지배순손익	34.4	3.9	31.7	1.4	31.0	2,066.2	(9.9)	31.9	(2.9)
OPM	31.4	24.1	24.6	9.8	25.9			25.8	0.1
NPM	24.6	2.5	23.2	1.5	18.5			19.5	(1.0)

자료: QuantiWise, 신한투자증권

JYP Ent. 분기 실적 추이 및 전망

(십억원,%)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F
매출액	95.1	115.2	118.0	151.7	139.7	157.1	136.5	95.7	167.5
(%YoY)	66.2	80.7	74.1	123.9	46.8	36.3	15.6	(36.9)	19.9
음반/음원	47.1	64.6	51.9	86.6	57.7	66.6	46.7	26.4	71.4
(%YoY)	31.0	80.8	54.2	194.2	22.6	3.1	(10.0)	(69.6)	23.7
(%sales)	49.5	56.0	44.0	57.1	41.3	42.4	34.2	27.5	42.6
콘서트	7.0	4.3	6.8	14.5	11.8	30.2	29.4	14.0	27.1
(%YoY)	1,790.5	817.6	105.8	44.1	68.4	607.6	335.1	(3.1)	129.8
(%sales)	7.3	3.7	5.7	9.5	8.4	19.2	21.6	14.7	16.2
광고	5.6	6.2	5.4	7.1	8.1	7.7	7.9	9.2	9.0
(%YoY)	64.5	74.6	8.9	39.5	46.0	24.9	46.9	29.4	11.0
(%sales)	5.8	5.4	4.5	4.7	5.8	4.9	5.8	9.6	5.4
출연료	2.5	2.9	2.1	2.7	4.8	4.7	4.7	7.9	8.0
(%YoY)	(21.3)	(60.2)	(54.5)	106.6	91.3	61.9	127.3	194.4	65.1
(%sales)	2.7	2.5	1.8	1.8	3.5	3.0	3.5	8.3	4.8
MD	15.7	17.1	27.5	21.7	31.9	33.5	23.9	14.7	27.0
(%YoY)	469.0	276.7	273.6	151.4	102.5	95.8	(13.2)	(32.5)	(15.3)
(%sales)	16.5	14.8	23.3	14.3	22.8	21.3	17.5	15.3	16.1
기타	17.3	20.2	24.4	19.1	25.4	14.5	23.9	23.5	25.0
(%YoY)	48.8	64.3	74.6	44.5	46.8	(28.4)	(2.2)	23.0	(1.4)
(%sales)	18.2	17.5	20.7	12.6	18.2	9.2	17.5	24.5	14.9
매출총이익	41.8	46.0	60.2	72.3	66.8	68.9	60.7	33.3	70.3
(%YoY)	46.8	32.6	92.1	93.0	59.9	50.0	0.8	(54.0)	5.3
(%GPM)	43.9	39.9	51.0	47.7	47.8	43.9	44.5	34.8	42.0
영업이익	27.5	25.7	42.0	45.7	43.8	37.9	33.6	9.3	43.3
(%YoY)	50.9	57.6	119.3	88.3	59.3	47.5	(20.0)	(79.6)	(1.1)
(%OPM)	28.9	22.3	35.6	30.1	31.4	24.1	24.6	9.8	25.9
순이익(지배)	22.4	13.2	41.5	25.6	34.4	3.9	31.7	1.4	31.0
(%YoY)	35.7	(61.4)	148.9	67.2	53.6	(70.1)	24.0	(95.8)	689.5
(%NPM)	23.6	11.4	35.1	16.8	24.6	2.5	23.2	1.5	18.5

자료: QuantiWise, 신한투자증권

JYP Ent. 연간 실적 추이 및 전망								
(십억원,%)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	102.2	124.8	155.4	144.4	193.9	345.9	566.5	567.3
(%YoY)	38.8	22.1	24.5	(7.1)	34.3	78.4	63.8	0.1
음반/음원	34.1	49.2	57.1	74.9	112.8	174.7	262.8	200.9
(%YoY)	71.7	44.2	16.0	31.2	50.6	13.0	13.0	(23.6)
(%sales)	33.4	39.4	36.7	51.8	58.2	50.5	46.4	35.4
콘서트	10.0	16.1	21.3	1.1	1.2	24.6	63.2	105.2
(%YoY)	21.3	61.2	32.8	(94.6)	8.0	1,895.6	157.0	66.5
(%sales)	9.7	12.9	13.7	0.8	0.6	7.1	11.2	18.5
광고	16.8	16.6	17.2	11.9	12.6	21.8	28.4	34.8
(%YoY)	4.4	(1.3)	3.7	(31.2)	6.1	10.0	10.0	22.8
(%sales)	16.5	13.3	10.1	8.2	6.5	6.3	5.0	6.1
출연료	14.8	13.0	12.9	6.4	12.4	11.3	14.3	27.5
(%YoY)	26.4	(12.0)	(0.6)	(50.4)	93.8	(9.4)	26.6	92.9
(%sales)	14.5	10.4	8.3	4.4	6.4	3.3	2.5	4.9
MD	12.3	15.9	21.1	17.5	12.3	48.8	114.6	101.5
(%YoY)	0.0	29.4	33.0	(17.3)	(29.6)	297.6	134.6	(11.4)
(%sales)	12.0	12.7	13.6	12.1	6.3	14.1	20.2	17.9
기타	14.3	14.1	25.8	32.7	42.6	64.7	83.3	97.4
(%YoY)	0.0	(1.5)	83.3	26.7	30.5	51.8	28.8	16.8
(%sales)	14.0	11.3	16.6	22.6	22.0	18.7	14.7	17.2
매출총이익	39.3	56.2	76.1	76.9	104.2	156.6	268.3	233.8
(%YoY)	43.7	43.0	35.5	1.1	35.4	50.3	71.4	(12.8)
(%GPM)	38.4	45.0	48.9	53.3	53.7	45.3	47.4	41.2
영업이익	19.5	28.7	43.5	44.1	57.9	96.6	169.4	124.8
(%YoY)	40.9	47.7	51.2	1.6	31.2	66.9	75.4	(26.3)
(%OPM)	19.0	23.0	28.0	30.6	29.9	27.9	29.9	22.0
순이익(지배)	16.2	23.8	31.3	29.5	67.5	67.5	105.4	97.4
(%YoY)	93.1	47.4	31.3	(5.6)	128.4	0.1	56.1	(7.6)
(%NPM)	15.8	19.1	20.1	20.5	34.8	19.5	18.6	17.2

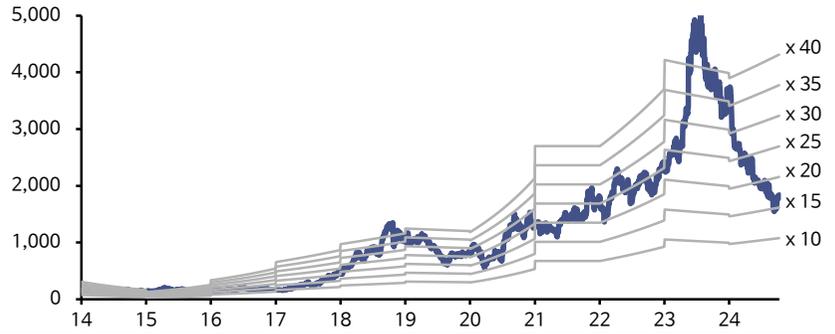
자료: QuantiWise, 신한투자증권

JYP Ent. 목표주가 하향							
(십억원, 배)	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
순이익	31.3	29.5	67.5	67.5	105.5	97.4	117.2
적용 PER	25.5	하이브 대비 30% 할인율					
목표 시가총액	2,737	12개월 fwd 순이익 x PER 25.5배					
현재 시가총액	1,841						
목표주가(원)	77,000						
현재주가(원)	51,800						
상승여력(%)	48.6						

자료: 신한투자증권

JYP Ent. PER BAND CHART

(십억원)



자료: QuantiWise, 신한투자증권

JYP Ent. 2024F 실적 추정치 변경

(십억원, %)	변경 전	변경 후	과리
매출액	647.9	567.3	(12.4)
영업이익	181.1	124.8	(31.1)
순이익	132.1	97.4	(26.3)
OPM	28.0	22.0	(5.9)
NPM	20.4	17.2	(3.2)

자료: 신한투자증권

에스엠 (041510)

가장 원활한 세대교체

2024년 10월 10일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	95,000 원 (하향)
✓ 상승여력	41.4%	✓ 현재주가 (10월 8일)	67,200 원

신한생각 엔터 = 흥행 사업이라면 가장 가시적 성과 시현

예상보다 컸던 비용과 더딘 멀티 레이블 레버리지 효과로 실적 대폭 하향. 그러나, 엔터주 선택멘털 개선 구간에서는 가장 확실한 성장 IP 보유

QoQ 유사한 본사 이익, 미지수 영역의 자회사 손익

3Q24 실적은 매출액 2,623억, 영업이익 272억원으로 기대치 하회 예상. 지난 3Q23 실적(OP 506억원)과 앨범 판매량(약 900만장)의 역기지 부담이 가장 크고, 높은 중국향 인지도에 4Q23 앨범 타격이 적지 않았던 상황. 이익 기준 YoY 46% 감소. 주요 3Q24 활동은 라이즈, NCT Wish 등. 앨범 판매량 및 콘서트 횟수는 2Q24와 크게 다르지 않아 SME(별도) 손익은 QoQ 유사할 것으로 예상되나, 본업과 연동되는 자회사 외 신사업 손익은 미지수이며 영국 현지 보이그룹인 '디어 엘리스' 비용도 이어질 것

그럼에도 엔터주에 중요한 신인 IP 모멘텀은 가장 강력. 라이즈는 데뷔와 동시에 앨범 밀리언 셀러 기록. NCT Dream, NCT Wish 앨범 초동 증가세 지속. NCT127, EXO 등 고연차 그룹에서 저연차 신인 IP로 완전히 세대교체 중. 향후 매출원가율 절감을 통한 수익성 확대는 자연적 수순. 4Q24는 기저 부담 완화, 올해부터 안분 적용된 인센티브에 따른 분기 인건비 축소, 대형 IP 컴백 효과로 본업 실적 개선 유효

Valuation & Risk

목표주가는 9.5만원으로 하향. 대장주 대비 30% 할인율은 유지하나, 엔터업종의 전반적인 투자심리 악화를 반영해 대장주의 멀티플을 하향했고, 예상보다 큰 멀티 레이블 관련 비용 증가, 쉽사리 줄지 않는 자회사 적자에 따라 최대치로 과추정했던 24F 실적을 하향한 탓. 투자의견은 BUY 유지. 가장 우수한 신인 IP 성과로 향후 높은 외형 성장과 원활한 세대교체 기대

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	850.8	91.0	80.0	22.8	12.2	2.6	10.5	1.6
2023	961.1	113.5	87.3	25.1	12.3	3.0	11.8	1.3
2024F	999.5	95.4	73.3	21.6	9.8	2.0	10.1	1.5
2025F	1,093.4	120.9	99.4	15.8	12.3	1.9	8.0	2.1
2026F	1,202.8	138.3	113.0	13.9	12.8	1.7	6.8	2.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[엔터테인먼트]

지인해 연구위원
✉ inhae.ji@shinhan.com

김지영 연구원
✉ kji00324@shinhan.com

Revision	
실적추정치	하향
Valuation	하향

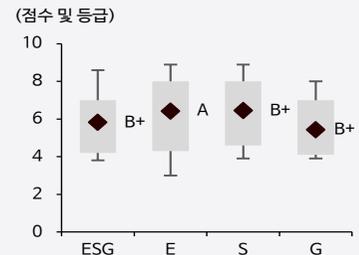
시가총액	1,569.4십억원
발행주식수(유동비율)	23.4백만주(57.0%)
52주 최고가/최저가	126,200 원/56,000 원
일평균 거래액 (60일)	7,377 백만원
외국인 지분율	14.0%

주요주주 (%)				
카카오 외 11인	40.9			
하이브	9.5			
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	19.4	(14.7)	(46.6)	(28.0)
상대	8.4	(5.8)	(44.0)	(18.7)

주가



ESG 컨센서스



에스엠 3Q24F Preview

(십억원, %)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	QoQ	YoY	컨센서스	괴리
매출액	266.3	250.0	220.1	253.9	262.3	3.3	(1.5)	263.7	(0.5)
영업손익	50.5	9.0	15.5	24.7	27.2	9.9	(46.2)	30.5	(10.8)
지배순손익	83.3	(42.7)	12.1	7.3	25.5	251.3	(69.4)	28.7	(11.3)
OPM	19.0	3.6	7.1	9.7	10.4			11.6	(1.2)
NPM	31.3	(17.1)	5.5	2.9	9.7			10.9	(1.2)

자료: QuantiWise, 신한투자증권

에스엠 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F
매출액	238.1	258.8	203.9	239.8	266.3	250.0	220.1	253.9	262.3
(%YoY)	54.2	25.3	20.3	30.0	11.8	(3.4)	7.9	5.9	(1.5)
SME	135.1	152.7	128.2	138.9	188.7	163.7	136.1	174.1	176.1
SM C&C	47.7	51.8	21.4	29.4	33.9	42.6	23.9	27.9	27.0
드림메이커	24.5	26.7	22.3	34.8	17.5	19.6	12.9	7.5	9.0
기타	30.8	27.5	32.0	36.7	26.2	24.0	47.0	44.4	50.2
영업이익	29.8	22.7	18.3	35.7	50.5	9.0	15.5	24.7	27.2
(%YoY)	111.5	114.2	(5.0)	84.0	69.8	(60.3)	(14.9)	(30.6)	(46.2)
(%OPM)	12.5	8.8	9.0	14.9	19.0	3.6	7.1	9.7	10.4
SME	27.1	23.9	19.5	28.0	48.0	19.5	20.1	29.3	29.6
기타	2.6	(1.3)	(1.2)	7.7	2.6	(10.5)	(4.6)	(4.5)	(2.4)
순이익	25.6	2.2	21.3	25.4	83.3	(42.7)	12.1	7.3	25.5
(%YoY)	17.2	(97.5)	(22.6)	3.2	224.9	적전	(43.5)	(71.4)	(69.4)
(%NPM)	10.8	0.8	10.5	10.6	31.3	(17.1)	5.5	2.9	9.7

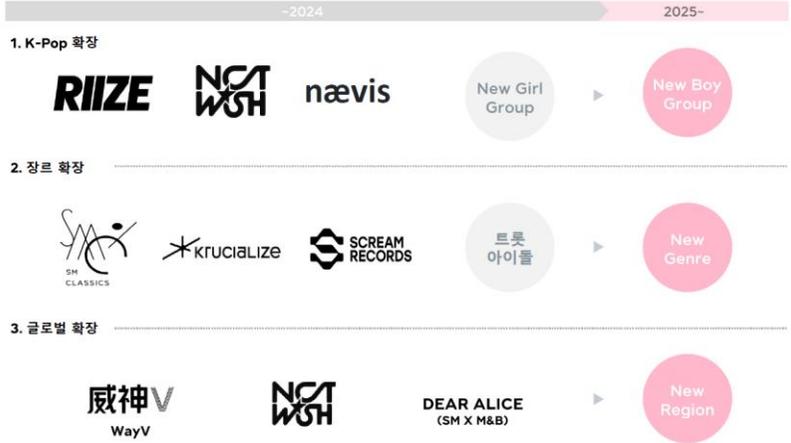
자료: QuantiWise, 신한투자증권

에스엠 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	349.9	365.4	612.2	657.8	579.9	701.5	850.8	961.1	999.5	1,093.4
(%YoY)	8.6	4.4	67.6	7.4	(11.8)	21.0	21.3	13.0	4.0	9.4
SME	202.1	216.1	281.6	307.4	302.5	417.1	513.9	619.5	649.4	746.8
SM C&C	95.4	88.6	196.4	166.7	130.6	139.7	157.9	127.3	121.8	130.3
드림메이커	51.1	42.5	58.3	79.6	23.4	20.7	59.3	94.3	36.4	40.1
기타	1.3	18.2	75.9	104.1	123.4	124.0	119.7	120.0	191.9	176.2
영업이익	20.7	10.9	47.7	40.4	6.5	67.5	91.0	113.5	95.4	120.9
(%YoY)	(46.1)	(47.2)	336.4	(15.4)	(83.9)	939.6	34.8	24.7	(15.9)	26.7
(%OPM)	5.9	3.0	7.8	6.1	1.1	9.6	10.7	11.8	9.5	11.1
순이익	3.6	4.3	30.6	(9.1)	(70.2)	133.5	80.0	87.3	73.3	99.4
(%YoY)	(83.2)	18.6	606.9	적전	적지	흑전	(40.1)	9.1	(16.0)	35.6
(%NPM)	1.0	1.2	5.0	(1.4)	(12.1)	19.0	9.4	9.1	7.3	9.1

자료: QuantiWise, 신한투자증권

SM 3.0 IP 확장 로드맵



자료: 회사 자료, 신한투자증권

에스엠 2024F 실적 추정치 변경

I/S(십억원, %)	변경 전	변경 후	과리
매출액	1,119.4	999.51	(10.7)
영업이익	145.8	95.4	(34.6)
순이익	115.5	73.3	(36.5)
OPM	13.0	9.5	(3.5)
NPM	10.3	7.3	(3.0)

자료: 신한투자증권

에스엠 목표주가 하향

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
순이익	(9.1)	(70.2)	133.5	80.0	87.3	73.3	99.4
적용 PER	25.5	하이브 대비 30% 할인율 유지					
목표 시가총액	2,206	12개월 fwd 순이익 x PER 25.5배					
현재 시가총액	1,569						
목표주가(원)	95,000						
현재주가(원)	67,200						
상승여력(%)	41.4						

자료: 신한투자증권

와이지엔터테인먼트 (122870)

IP 지속성 증명

2024년 10월 10일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	55,000 원 (유지)
✓ 상승여력	45.9%	✓ 현재주가 (10월 8일)	37,700 원

신한생각 IP의 영구성 입증으로 업종 분위기 반전에 기여

최대 IP의 실적 공백으로 올해 분기 실적은 무의미. 25F 최대 IP 컴백과 오래된 IP의 컴백 활동이 반영돼 엔터업의 장점인 IP의 지속성/영구성을 입증할 것. 섹터 분위기 반전에 톱특히 기여할 전망

2025년 모멘텀 풀가동

올해는 예고됐던 실적 부진. 핵심 IP인 블랙핑크의 완전체 활동 부재가 큰 상황에서 베이비몬스터 데뷔를 위한 초기 마케팅 비용이 맞물렸기 때문. 1H24 고정비 커버도 어려울 정도의 손실 기록. 올해 실적은 무의미

그러나, 25년부터 모멘텀 풀가동으로 반격 개시. 1) 10월부터 '2NE1' 월드투어 시작. 그룹 해체 이후 8년 만에 재결합. 2NE1의 IP가 영구적으로 동사에 귀속돼있어 가능하다는 점에서 유의미. IP의 지속성/영구성 증명

2) 초대형 IP인 '블랙핑크' 컴백 및 월드투어 진행. 22~23년의 최대 실적을 다시 시도할 것. 3) 새 앨범을 준비 중인 '악동뮤지션', 3) 송민호, 강승운 제대 후 완전체 컴백이 기대되는 '위너', 4) '트레저'와 실력 인증 후 역주행했던 신인그룹 '베이비몬스터'의 월드투어 시작. 마지막으로 5) 신인그룹 (가칭) 'NEXT MONSTER' 데뷔 예정. 'One IP 리스크' 해소를 최우선 과제로 적극 경영 중

Valuation & Risk

투자 의견 BUY 및 목표주가 5.5만원 유지. 25F 순이익 추정치에 타사 대비 20% 할인율을 반영한 PER 20.4배를 적용한 결과. 'ONE IP' 리스크 해소를 최우선 과제로 운영 중이며 내년 섹터 회복에 크게 기여할 전망

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	391.2	42.6	33.7	24.2	8.6	2.0	13.7	0.6
2023	569.2	79.5	61.3	15.5	14.0	2.0	8.7	0.6
2024F	370.0	(13.1)	11.7	60.3	2.5	1.5	152.6	0.8
2025F	555.0	57.1	50.6	13.9	10.2	1.4	8.1	0.8
2026F	610.5	63.8	55.0	12.8	10.1	1.2	7.0	0.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[엔터테인먼트]

지인해 연구위원
✉ inhae.ji@shinhan.com

김지영 연구원
✉ kji00324@shinhan.com

Revision	
실적추정치	유지
Valuation	유지

시가총액	704.7십억원
발행주식수(유동비율)	18.7백만주(72.0%)
52주 최고가/최저가	64,500 원/30,200 원
일평균 거래액 (60일)	3,925백만원
외국인 지분율	8.1%

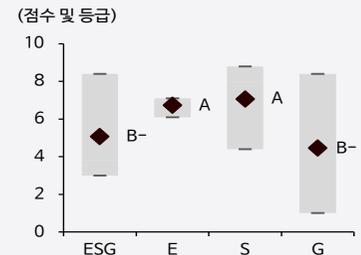
주요주주 (%)	
양현석 외 5인	23.0
네이버	8.9

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	22.4	(3.1)	(37.3)	(20.7)
상대	11.1	7.0	(34.2)	(10.5)

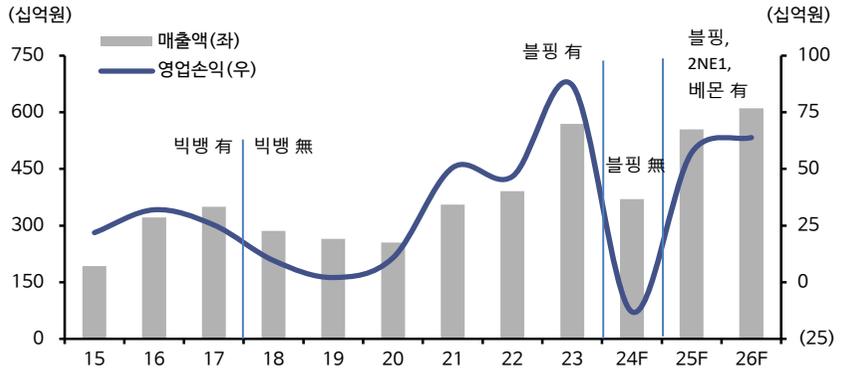
주가



ESG 컨센서스



와이지엔터테인먼트 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권

와이지엔터테인먼트 연간 실적 추이 및 전망

(십억원,%)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	349.9	285.8	264.5	255.3	321.6	391.2	569.2	370.0	555.0
(%YoY)	8.7	(18.3)	(7.5)	(3.5)	26.0	21.6	45.5	(35.0)	50.0
매출원가	249.2	200.8	184.8	174.5	224.0	263.2	383.2	273.8	377.4
(%YoY)	9.9	(19.4)	(8.0)	(5.6)	28.4	17.5	45.6	(28.6)	37.8
(%sales)	71.2	70.3	69.9	68.3	69.6	67.3	67.3	74.0	68.0
매출총이익	100.7	85.0	79.7	80.8	97.6	127.9	186.0	96.2	177.6
(%YoY)	6.0	(15.5)	(6.3)	1.4	20.9	31.0	45.3	(48.3)	84.6
(%GPM)	28.8	29.7	30.1	31.7	30.4	32.7	32.7	26.0	32.0
판관비	76.5	75.4	78.8	70.0	72.3	85.3	106.4	111.8	122.9
(%YoY)	21.3	(1.4)	4.4	(11.1)	(3.3)	18.0	24.8	5.0	10.0
(%sales)	21.9	26.4	29.8	27.4	22.5	21.8	18.7	30.2	22.2
영업손익	25.2	9.5	2.0	10.7	47.0	46.6	86.9	(13.1)	57.1
(%YoY)	(21.1)	(62.4)	(78.6)	430.8	337.4	(0.8)	86.4	적전	흑전
(%OPM)	7.2	3.3	0.8	4.2	14.6	11.9	15.3	(3.5)	10.3

자료: QuantiWise, 신한투자증권

와이지엔터테인먼트 목표주가 유지

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
순이익	(21.5)	9.4	6.7	33.7	61.3	11.7	50.6
적용 PER	20.4	에스엠, JYP Ent. 대비 20% 할인					
목표 시가총액	1,034	25F 순이익 x PER 20.4배					
현재 시가총액	705						
목표주가(원)	55,000						
현재주가(원)	37,700						
상승여력(%)	45.9						

자료: 신한투자증권

디어유 (376300)

구독자수 반등 임박

2024년 10월 10일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	30,000 원 (하향)
✓ 상승여력	39.5%	✓ 현재주가 (10월 8일)	21,500 원

신한생각 주가에 가장 중요한 것은 단연 구독자수

4Q24 분위기 반전 기대. 2개 분기 연속 정체였던 유료 구독자수의 반등, 탄력 받은 해외사업 확장에 기인. 엔터업종 펀더/센티멘털 회복 시기와 맞아 떨어져 업종 반등 기대감에 기여할 것

4Q24 인기 IP 입점에 따른 구독자수 순증 임박

3Q24까지 미묘한 실적 예상. 2개 분기 연속 일부 보이그룹들의 탈퇴로 유료 구독자수에 감소~정체가 이어지고 있기 때문. 배우 김수현, 블랙핑크 지수 등 파워 IP 입점에 따른 유료 구독자 순증을 온전히 상쇄. 결국 팬덤 플랫폼 특성상 주가를 움직일 가장 중요한 요소는 '구독자수' 성장인데, 다행히 4Q24부터 순증으로 전환될 전망. 9월 말 트로트 가수들이 총집합한 'bubble for TROT', 블랙핑크 리사를 의미하는 'bubble for LLOUD', 그리고 에스엠의 신인 보이그룹 '라이즈', JYP Ent.의 신인그룹인 'NEXZ' 등 주요 IP 서비스가 오픈되기 때문. 매출과 이익 모두 4Q24부터 반등 전망

지난 9/30 미국 'the Bubble' 성공적 런칭. 아티스트는 글로벌 라틴 아티스트 J Balvin(인스타그램 팔로워 5천만, 유튜브 구독자 3.4천만 보유), Peso Pluma 참여. bubble for Japan도 오픈, AKB 등 10개 내외 그룹으로 시작. 향후 점진적으로 확대해나갈 계획. 탄력 받은 해외사업 확장으로 일부 비용 증가가 예상되나, 본업의 글로벌 확장으로 팬덤 플랫폼 업종 내 경쟁사들과 격차를 점차 벌리고 있다는 점에서 꾸준한 관심 필요

Valuation & Risk

목표주가는 3만원으로 하향 조정. 2개 분기 연속 정체된 구독자수, 신사업 확장에 쓰이는 비용 증가를 감안해 올해 영업이익을 기존 대비 20% 하향했기 때문. 투자의견은 BUY 유지. 가장 중요한 구독자수 순증 임박 구간

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	49.2	16.3	16.4	39.4	12.4	4.8	32.9	-
2023	75.7	28.6	26.2	29.1	16.9	4.5	21.0	-
2024F	81.0	30.2	32.0	16.0	17.2	2.5	10.8	-
2025F	108.6	43.5	42.0	12.2	18.9	2.1	6.8	-
2026F	126.0	51.7	48.9	10.4	18.2	1.7	4.9	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[엔터테인먼트]

지인해 연구위원

✉ inhae.ji@shinhan.com

김지영 연구원

✉ kji00324@shinhan.com

Revision

실적추정치	하향
Valuation	유지

시가총액	510.4십억원
발행주식수(유동비율)	23.7백만주(62.9%)
52주 최고가/최저가	40,050 원/18,220 원
일평균 거래액 (60일)	1,356백만원
외국인 지분율	2.2%

주요주주 (%)

에스엠스튜디오스 외 4인	35.6
제이와이피엔터테인먼트 외 5인	18.7

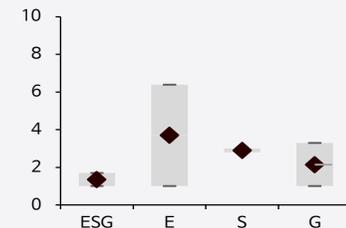
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	17.6 (19.5)	(45.0)	(33.6)	
상대	6.7 (11.1)	(42.3)	(25.1)	

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



디어유 3Q24F Preview

(십억원, %)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	QoQ	YoY	컨세서스	과리(%)
매출액	19.4	20.9	20.3	19.1	19.4	1.9	0.2	20.4	(4.6)
영업이익	7.3	8.8	7.2	7.1	7.1	0.3	(3.1)	7.5	(5.4)
순이익	6.5	6.0	9.1	6.8	6.8	(1.3)	4.2	8.7	(22.2)
OPM	35.1	35.3	37.6	42.4	35.3			36.7	(1.4)
NPM	54.8	24.9	33.5	28.7	44.7			42.7	2.0

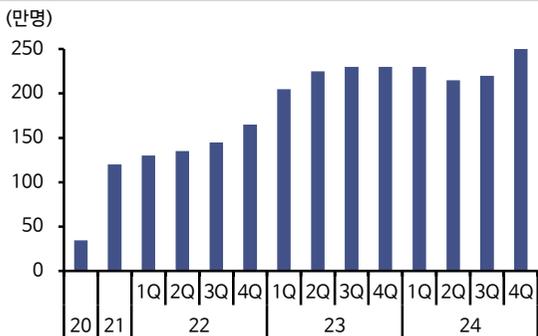
자료: QuantiWise, 신한투자증권

디어유 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F
총매출액	19.6	22.3	27.7	30.4	31.1	31.1	31.7	29.7	30.4
구독자수(만명)	145.0	165.0	205.0	225.0	230.0	230.0	230.0	215.0	220.0
ARPU	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,600	4,600	4,600
매출액	12.2	13.7	16.4	19.1	19.4	20.9	20.3	19.1	19.4
(% YoY)	14.1	25.3	39.7	64.0	59.3	52.5	24.0	(0.1)	0.2
영업비용	8.2	9.4	10.6	12.4	12.1	12.0	13.1	12.0	12.4
(%YoY)	26.3	10.3	47.5	51.1	48.1	28.1	23.7	(2.6)	2.3
(%sales)	67.1	68.6	64.9	64.7	62.4	57.6	64.7	63.0	63.6
지급수수료	5.7	6.6	7.9	8.6	9.1	8.9	8.7	8.2	8.4
급여	1.9	2.3	2.1	2.9	2.3	2.3	3.4	3.0	3.1
기타	2.5	2.8	2.7	3.7	3.0	3.1	4.4	3.8	4.0
영업손익	4.0	4.3	5.7	6.7	7.3	8.8	7.2	7.1	7.1
(%YoY)	(4.6)	78.2	27.3	94.3	82.1	105.8	24.6	4.5	(3.1)
(%OPM)	32.9	31.4	35.1	35.3	37.6	42.4	35.3	37.0	36.4
순손익	7.8	(0.4)	9.0	4.8	6.5	6.0	9.1	6.8	6.8
(%YoY)	125.1	적지	119.0	(1.5)	(17.2)	흑전	1.2	43.9	4.2
(%NPM)	64.4	(2.7)	54.8	24.9	33.5	28.7	44.7	35.9	34.8

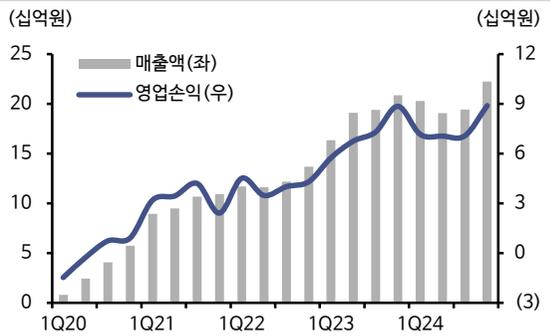
자료: 회사 자료, 신한투자증권

디어유 유료구독수 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

디어유 분기 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권

디어유 연간 실적 추이 및 전망						
(십억원, %)	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
총매출액	18.6	64.8	77.6	120.2	126.3	168.1
구독자수(만명)	35	120	170	230	250	290
ARPU	4,500	4,500	4,500	4,353	4,600	4,830
매출액	13.0	40.0	49.2	75.7	81.0	108.6
(% YoY)	675.1	206.6	23.0	53.9	7.1	34.0
영업비용	13.4	26.8	32.9	47.1	50.9	65.1
(%YoY)	41.1	98.2	23.0	43.0	8.1	27.9
(%sales)	102.8	66.9	66.9	62.2	62.8	59.9
지급수수료	8.7	20.0	22.7	34.6	34.7	46.7
급여		4.9	8.2	9.6	12.5	14.4
기타	4.7	6.7	10.2	12.5	14.1	16.9
영업손익	(0.5)	13.2	16.3	28.6	30.2	43.5
(%YoY)	적지	흑전	23.0	75.8	5.4	44.3
(%OPM)	(3.5)	33.1	33.1	37.8	37.2	40.1
순손익	(2.3)	(25.2)	16.4	26.2	32.0	42.0
(%YoY)	적지	적지	흑전	59.7	22.2	31.3
(%NPM)	(17.2)	(63.1)	33.3	34.6	39.5	38.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

디어유 2024F 실적 추정치 변경			
I/S(십억원, %)	변경 전	변경 후	과리
매출액	93.3	81.0	(13.1)
영업이익	38.5	30.2	(21.7)
순이익	33.0	32.0	(3.0)
OPM	41.3	37.2	(4.0)
NPM	35.4	39.5	4.1

자료: 신한투자증권

CJ ENM (035760)

턴어라운드 vs. 재무, 대규모 투자 우려

2024년 10월 10일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	100,000 원 (하향)
✓ 상승여력	57.2%	✓ 현재주가 (10월 8일)	63,600 원

[미디어/광고]

지인해 연구위원
✉ inhae.ji@shinhan.com

김지영 연구원
✉ kji00324@shinhan.com

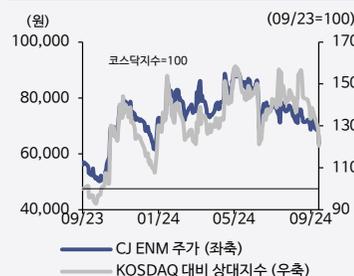
Revision

실적추정치	하향
Valuation	유지

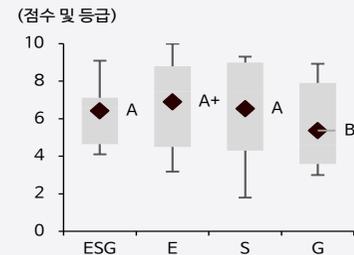
시가총액	1,394.7십억원
발행주식수(유동비율)	21.9백만주(51.8%)
52주 최고가/최저가	91,100 원/50,200 원
일평균 거래액 (60일)	4,622 백만원
외국인 지분율	14.80%
주요주주 (%)	
CJ 외 5인	42.7

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(14.2)	(12.0)	(19.2)	20.0
상대	(22.0)	(2.9)	(10.6)	25.9

주가



ESG 컨센서스



신한생각 **잊을만하면 회자되는 리스크들**

실적 턱어라운드 기조가 유지되며 3Q24도 유의미한 이익 개선세 확인될 것. 업황 부진과 관계 없이 실적 개선 가능하나, 재무구조 지적은 여전

사업부문별 고른 실적 개선 지속

3Q24 영업이익은 467억원으로 기대치 소폭 하회하나, 6개 분기 유의미한 이익 개선세 지속될 것. 업황 부진에도 기저효과, 선방한 콘텐츠 덕에 TV 광고수익 소폭 성장. 티빙은 KBO 효과로 MAU, 광고수익 모두 순항 중. 다만 티빙 오리지널 <우씨왕후> 제작/상각비 반영으로 이익 상쇄. 앞으로 티빙 오리지널 텐트폴은 연에 1개 정도 예상. 제작비 부담은 파라마운트+ 등 해외 OTT 판권 판매로 최대한 방어할 계획

[영화/드라마] BEP 레벨 예상. 영화 <탈출> 부진했으나, 비용은 4Q23 온전히 반영. <베테랑2> 흥행 덕. 피프스시즌은 드라마 1편 딜리버리 확정. 상반기 대비 개수는 적으나 규모 및 버짓 측면에서 유사. 애플TV+향 판권 판매로 고마진 유통매출 부각될 것

[음악] 제로베이스윈의 상반기 일본 실적 레깅돼 반영되나, Kcon 및 신규 프로그램 손실로 이익 상쇄. 4Q24 테디가 프로듀싱한 걸그룹 <이즈나> 데뷔 및 제로베이스윈 대규모 아시아 투어 반영. [커머스] 전통적인 비수기에 도 그나마 선방. YoY 소폭 개선 예상

Valuation & Risk

투자의견은 BUY 유지하나, 목표주가는 10만원으로 하향 조정. 흑자전환 방향은 지속되나, 기울기 하향 조정(추정치 -10% 하향)에 기인. 잊을만 하면 걱정되는 재무구조, 대규모 투자 집행 등은 여전한 불안 요소

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	4,792.2	137.4	(120.1)	-	(3.3)	0.6	3.8	-
2023	4,368.4	(14.6)	(315.9)	-	(9.3)	0.5	4.9	-
2024F	4,943.0	186.6	18.0	82.4	0.6	0.5	2.2	-
2025F	5,275.2	259.0	91.9	16.1	2.8	0.4	2.2	1.6
2026F	5,655.5	301.8	115.8	12.8	3.4	0.4	2.2	2.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

CJ ENM 3Q24F Preview

(십억원, %)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	QoQ	YoY	컨센서스	과리
매출액	1,110.9	1,259.6	1,154.1	1,164.7	1,244.0	6.8	12.0	1240.0	0.3
영업이익	7.4	58.7	12.3	35.3	46.7	32.1	530.3	55.5	(15.8)
OPM	0.7	4.7	1.1	3.0	3.8			4.5	(0.7)

자료: QuantiWise, 신한투자증권

CJ ENM 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F
매출액	1,178.5	1,464.0	949.0	1,048.9	1,110.9	1,259.6	1,154.1	1,164.7	1,244.0
(%YoY)	37.4	47.1	(0.9)	(12.0)	(5.7)	(14.0)	21.6	11.0	12.0
미디어	342.7	364.1	277.9	342.8	314.3	327.1	314.2	352.9	345.7
(%YoY)	(3.3)	(3.9)	(16.6)	(11.6)	(8.3)	(10.2)	13.1	3.0	10.0
(%sales)	29.1	24.9	29.3	32.7	28.3	26.0	27.2	30.3	27.8
커머스	309.5	376.9	316.1	345.7	300.3	375.7	347.8	371.9	312.3
(%YoY)	(2.0)	0.6	(0.4)	(1.7)	(2.9)	(0.3)	10.0	7.6	4.0
(%sales)	26.3	25.7	33.3	33.0	27.0	29.8	30.1	31.9	25.1
영화/드라마	357.3	512.3	236.1	229.6	326.2	300.1	366.4	287.6	414.0
(%YoY)	265.7	402.7	9.2	(32.2)	(8.7)	(41.4)	55.2	25.3	26.9
(%sales)	30.3	35.0	24.9	21.9	29.4	23.8	31.7	24.7	33.3
음악	169.1	210.7	119.0	130.8	170.0	256.7	125.8	152.3	172.0
(%YoY)	88.7	51.0	31.2	14.2	0.5	21.8	5.7	16.4	1.2
(%sales)	14.3	14.4	12.5	12.5	15.3	20.4	10.9	13.1	13.8
영업이익	25.5	6.6	(50.3)	(30.4)	7.4	58.7	12.3	35.3	46.7
(%YoY)	(70.9)	(77.7)	적전	적전	(71.0)	787.6	흑전	흑전	530.3
(%OPM)	2.2	0.5	(5.3)	(2.9)	0.7	4.7	1.1	3.0	3.8
미디어	(0.3)	(33.2)	(34.3)	(29.9)	1.9	2.3	(3.5)	16.5	20.7
(%YoY)	적전	적지	적전	적전	흑전	흑전	적지	흑전	998.2
(%OPM)	(0.1)	(9.1)	(12.3)	(8.7)	0.6	0.7	(1.1)	4.7	6.0
커머스	5.7	34.2	17.5	18.7	7.1	26.0	26.2	27.5	15.6
(%YoY)	(78.8)	16.2	35.8	(4.2)	22.9	(24.1)	49.4	47.0	121.2
(%OPM)	1.9	9.1	5.5	5.4	2.4	6.9	7.5	7.4	5.0
영화/드라마	(7.0)	6.0	(40.7)	(31.1)	(20.4)	(5.3)	(17.8)	(18.2)	0.0
(%YoY)	적전	흑전	적지	적전	적지	적전	적지	적지	BEP
(%OPM)	(2.0)	1.2	(17.2)	(13.6)	(6.2)	(1.8)	(4.9)	(6.3)	0.0
음악	28.8	0.6	8.1	12.0	15.5	35.4	4.8	4.9	10.3
(%YoY)	172.6	(97.8)	(43.2)	(1.1)	(46.3)	6,154.6	(41.0)	(59.2)	(33.2)
(%OPM)	17.0	0.3	6.8	9.2	9.1	13.8	3.8	3.2	6.0

자료: 신한투자증권

CJ ENM 연간 실적 추이 및 전망									
(십억원,%)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,943.4	3,308.9	3,789.7	3,391.2	3,552.4	4,792.2	4,368.4	4,943.0	5,275.2
(%YoY)	9.0	12.4	14.5	(10.5)	4.8	34.9	(8.8)	13.2	6.7
미디어	1,294.2	1,567.8	1,678.4	1,590.7	1,390.7	1,427.6	1,262.0	1,388.2	1,499.2
(%YoY)	14.7	21.1	7.1	(5.2)	(12.6)	2.7	(11.6)	10.0	8.0
(%sales)	44.0	47.4	44.3	46.9	39.1	29.8	28.9	28.1	28.4
커머스	1,193.3	1,294.4	1,427.3	1,478.6	1,378.5	1,355.3	1,337.9	1,418.1	1,460.7
(%YoY)	2.6	8.5	10.3	3.6	(6.8)	(1.7)	(1.3)	6.0	3.0
(%sales)	40.5	39.1	37.7	43.6	38.8	28.3	30.6	28.7	27.7
영화/드라마	225.2	213.2	349.3	141.6	395.4	1,424.3	1,092.1	1,419.7	1,490.7
(%YoY)	7.0	(5.3)	63.8	(59.5)	179.3	260.2	(23.3)	30.0	5.0
(%sales)	7.7	6.4	9.2	4.2	11.1	29.7	25.0	28.7	28.3
음악	230.7	233.5	334.8	180.3	387.8	585.0	676.5	717.1	824.6
(%YoY)	15.7	1.2	43.4	(46.2)	115.1	50.9	15.6	6.0	15.0
(%sales)	7.8	7.1	8.8	5.3	10.9	12.2	15.5	14.5	15.6
영업이익	214.8	246.1	269.4	272.1	296.9	137.4	(14.6)	186.6	259.0
(%YoY)	31.0	14.6	9.5	1.0	9.1	(53.7)	적전	흑전	흑전
(%OPM)	7.3	7.4	7.1	8.0	8.4	2.9	(0.3)	3.8	4.9
미디어	61.8	111.5	70.9	99.9	109.8	7.8	(59.9)	58.3	75.0
(%YoY)	33.1	80.4	(36.4)	40.8	9.9	(92.9)	적전	흑전	28.6
(%OPM)	4.8	7.1	4.2	6.3	7.9	0.5	(4.7)	4.2	5.0
커머스	151.6	124.4	149.2	179.2	120.1	72.4	69.3	97.9	94.9
(%YoY)	11.5	(18.0)	20.0	20.1	(33.0)	(39.7)	(4.3)	41.2	(3.0)
(%OPM)	12.7	9.6	10.5	12.1	8.7	5.3	5.2	6.9	6.5
영화/드라마	(10.4)	(0.9)	43.6	(13.5)	26.7	7.1	(97.5)	(25.6)	14.9
(%YoY)	적지	적지	흑전	적전	흑전	(73.5)	적전	적지	흑전
(%OPM)	(4.6)	(0.4)	12.5	(9.6)	6.7	0.5	(8.9)	(1.8)	1.0
음악	11.8	11.1	5.6	6.5	49.6	55.7	70.9	48.8	74.2
(%YoY)	63.3	(5.9)	(49.7)	17.3	658.7	12.3	27.3	17.0	52.2
(%OPM)	5.1	4.7	1.7	3.6	12.8	9.5	10.5	6.8	9.0

자료: 신한투자증권

CJ ENM 2024F 실적 추정치 변경

(십억원, %)	수정 전	수정 후	변경률
매출액	4,977.4	4,943.0	(0.7)
영업이익	208.8	186.6	(10.6)
OPM	4.2	3.8	(0.4)

자료: 신한투자증권

스튜디오드래곤 (253450)

실적 부진의 종착점

2024년 10월 10일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	54,000 원 (하향)
✓ 상승여력	42.3%	✓ 현재주가 (10월 8일)	37,950 원

[미디어/광고]

지인해 연구위원
✉ inhae.ji@shinhan.com

김지영 연구원
✉ kji00324@shinhan.com

Revision

실적추정치	하향
Valuation	유지

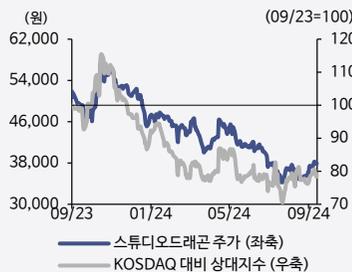
시가총액	1,140.7십억원
발행주식수(유동비율)	30.1백만주(45.2%)
52주 최고가/최저가	57,300 원/34,100 원
일평균 거래액 (60일)	1,865백만원
외국인 지분율	8.4%

주요주주 (%)

CJENM 외 3인	54.8
네이버	6.3

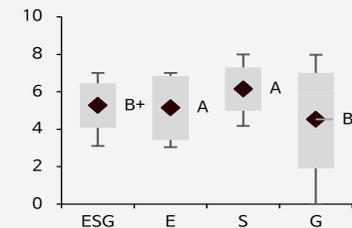
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	8.7	(7.4)	(23.5)	(27.4)
상대	(1.3)	2.2	(19.7)	(18.0)

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



신한생각 지난 3년간 터널에서 빠져나올 때

기대치를 크게 하회하는 3Q24 실적 저점이 지나면, 4Q24부터 25년까지 점진적인 실적 개선 기대. 지난 3년간 부진했던 Q, P, C가 대체 호전되기 때문. 미디어 업황 회복 국면에서 업계 최전방에 있는 수혜주로 주목

3Q24 저점, 4Q24부터 반등 시작

3Q24 매출액은 1,371억, 영업이익은 44억원으로 기대치 대폭 하회 추정.

- 1) 방영회차가 59회로 YoY 21% 하락한 영향. QoQ로는 +40% 늘었지만,
- 2) 상대적으로 제작비 및 매출액이 적은 작품들로 포진돼 매출 타격 불가 피.
- 3) 매출 없이 <눈물의 여왕>의 잔여 상각비가 반영된 것도 비용 부담

그래도 4Q24부터 점진적인 실적 회복 전망. 방영회차는 3Q24와 유사하나, 상각비 감소로 비용 이슈가 없기 때문. 2025년은 기대요인 또한 다수.

- 1) tvN의 수목 드라마 재개와 KBS, ENA 등 비캡티브 제작편수(Q) 확대,
- 2) 이제부터 기획되는 드라마들에 제작비(C) 통제 반영,
- 3) 넷플릭스 재계약 및 국내 OTT의 약진 덕에 판권 리쿱비율 상향(P) 조정 기대되기 때문.
- 4) <오징어 게임2> 방영에 따른 K-Contents에 대한 관심은 덤

지난 3년간 Q, P, C는 Q↓, P(리쿱비율)↓, C↑ ⇒ 25년부터는 Q↑, P(리쿱비율)↑, C↓ 돌아설 것. Q, P, C 반전의 조화로 투자자들이 기다리던 의미 있는 드라마 제작사 실적 개선의 해가 될 것

Valuation & Risk

목표주가는 54,000원으로 소폭 하향. 대장주에 부여하는 PER 30배 멀티플 유지하되 3Q24까지 실적 부진을 반영해 연간 추정치를 하향한 탓. 투자의 견은 매수 유지. 업황 회복 국면에서 가지고 가야할 대장주로 추천

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	697.9	65.2	50.6	51.1	7.5	3.9	12.1	-
2023	753.1	55.9	30.1	51.5	4.4	2.2	6.5	-
2024F	632.8	56.0	45.6	25.0	6.2	1.5	5.5	-
2025F	760.8	76.1	61.6	18.5	7.9	1.4	4.9	-
2026F	870.7	87.6	70.5	16.2	8.3	1.3	4.4	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 3Q24F Preview

(십억원, %)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	QoQ	YoY	컨센서스	괴리
매출액	217.4	161.1	192.1	137.1	137.1	(0.0)	(36.9)	143.4	(4.4)
영업손익	21.9	(3.8)	21.5	10.5	4.4	(57.6)	(79.7)	12.7	(65.1)
지배순손익	18.2	(16.7)	20.2	8.2	6.5	(19.8)	(64.0)	10.1	(34.9)
OPM	10.1	(2.4)	11.2	7.6	3.2			8.9	(5.6)
NPM	8.4	(10.4)	10.5	5.9	4.8			7.0	(2.2)

자료: QuantiWise, 신한투자증권

스튜디오드래곤 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F
매출액	228.9	190.5	211.1	163.5	217.4	161.1	192.1	137.1	137.1
(%YoY)	97.2	28.8	74.4	3.8	(5.0)	(15.4)	(9.0)	(16.1)	(36.9)
편성	59.4	54.0	43.2	42.5	35.0	33.4	47.3	30.7	28.9
(%YoY)	64.0	1.5	21.9	(3.0)	(41.0)	(38.1)	9.5	(27.7)	(17.5)
(%sales)	25.9	28.3	20.4	26.0	16.1	20.7	24.6	22.4	21.1
판매	165.8	132.8	165.7	118.9	180.0	124.3	141.3	102.5	104.7
(%YoY)	155.2	66.4	113.1	14.4	8.6	(6.4)	(14.7)	(13.8)	(41.9)
(%sales)	72.4	69.7	78.5	72.7	82.8	77.2	73.6	74.7	76.4
기타	3.8	3.7	2.3	2.1	2.3	3.4	3.5	3.9	3.5
(%YoY)	(74.8)	(75.3)	(71.0)	(78.5)	(38.3)	(7.8)	50.7	86.6	51.2
(%sales)	1.6	1.9	1.1	1.3	1.1	2.1	1.8	2.9	2.6
매출원가	201.5	178.8	180.3	139.6	188.6	156.8	163.4	119.0	125.7
(%YoY)	111.9	34.3	88.7	14.3	(6.4)	(12.3)	(9.4)	(14.7)	(33.4)
(%sales)	88.0	93.9	85.4	85.4	86.8	97.3	85.1	86.8	91.7
매출총이익	27.4	11.7	30.8	23.9	28.8	4.3	28.7	18.1	11.4
(%YoY)	30.5	(20.7)	20.8	(32.4)	5.2	(63.1)	(7.0)	(24.2)	(60.3)
(%GPM)	12.0	6.1	14.6	14.6	13.2	2.7	14.9	13.2	8.3
영업이익	18.9	1.2	21.6	16.2	21.9	(3.8)	21.5	10.5	4.4
(%YoY)	29.9	(81.4)	19.3	(39.9)	15.4	적전	(0.4)	(35.6)	(79.7)
(%OPM)	8.3	0.6	10.2	9.9	10.1	(2.4)	11.2	7.6	3.2
순이익	17.8	(8.5)	18.4	10.2	18.2	(16.7)	20.2	8.2	6.5
(%YoY)	20.5	적지	17.8	(60.2)	1.9	흑전	9.8	(19.9)	(64.0)
(%NPM)	7.8	(4.4)	8.7	6.2	8.4	(10.4)	10.5	5.9	4.8

자료: QuantiWise, 신한투자증권

스튜디오드래곤 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	286.8	379.6	468.5	525.6	487.1	697.9	753.2	632.8	760.8
(%YoY)	46.7	32.4	23.4	12.2	(7.3)	43.3	7.9	(16.0)	20.2
판매	131.2	178.1	208.7	197.0	161.3	192.5	154.1	142.2	163.0
(%YoY)	49.5	35.7	17.2	(5.6)	(18.1)	19.4	(20.0)	(7.7)	14.6
(%sales)	45.8	46.9	44.5	37.5	33.1	27.6	20.5	22.5	21.4
판매	111.8	162.1	219.2	279.7	275.5	480.2	588.9	475.8	580.2
(%YoY)	48.3	44.9	35.3	27.6	(1.5)	74.3	22.6	(19.2)	21.9
(%sales)	39.0	42.7	46.8	53.2	56.6	68.8	78.2	75.2	76.3
기타	43.7	39.4	40.6	48.9	50.3	25.2	10.1	14.8	17.6
(%YoY)	35.3	(9.8)	3.0	20.4	2.9	(49.9)	(59.8)	45.8	19.2
(%sales)	15.2	10.4	8.7	9.3	10.3	3.6	1.3	2.3	2.3
영업이익	33.1	39.9	28.6	49.2	52.6	65.2	55.9	56.0	76.1
(%YoY)	56.1	20.6	(28.2)	71.8	6.8	24.0	(14.3)	0.3	35.7
(%OPM)	11.5	10.5	6.1	9.4	10.8	9.3	7.4	8.9	10.0
순이익	23.8	35.8	26.4	29.7	39.0	50.6	30.1	45.6	61.6
(%YoY)	83.8	50.1	(26.3)	12.8	31.3	29.5	(40.4)	51.2	35.1
(%NPM)	8.3	9.4	5.6	5.7	8.0	7.2	4.0	7.2	8.1

자료: QuantiWise, 신한투자증권

스튜디오드래곤 실적 추정치 변경

(십억원, %)	변경 전		변경 후		과리	
	24F	25F	24F	25F	24F	25F
매출액	693.5	790.3	632.8	760.8	(8.8)	(3.7)
영업이익	65.3	80.9	56.0	76.1	(14.2)	(6.0)
순이익	51.0	63.9	45.5	61.5	(10.7)	(3.7)
OPM	9.4	10.2	8.9	10.0	(0.6)	(0.2)
NPM	7.4	8.1	7.2	8.1	(0.2)	0.0

자료: 신한투자증권

크래프톤 (259960)

견고한 실적 지속, 장기 투자 관점 확인

2024년 10월 10일

✓ 투자판단 Trading BUY (유지) ✓ 목표주가 330,000 원 (유지)
 ✓ 상승여력 1.2% ✓ 현재주가 (10월 8일) 326,000 원

신한생각 EPS 성장은 현 주가에 충분히 반영

호실적 지속되고 있으나 주가에 빠르게 반영되어 단기적으로 상승여력이 크지 않다는 판단, 인도 및 신규 프로젝트에 공격적 투자 행보는 긍정적

3Q24 Preview: 컨센서스 부합 전망

크래프톤은 3Q24 영업수익 6,576억원(YoY +46.1%, QoQ -7%), 영업이익 2,532억원(YoY +33.8%, QoQ -23.8%, 영업이익률 38.5%)을 기록하며 컨센서스 영업이익 2,500억원에 부합할 전망이다. 뉴진스, 람보르기니 등 인기 IP들과의 콜라보가 지속되고 여기에 확률형 BM까지 적용해 객단가 높이고 있는 것으로 판단. 이러한 전략은 <PUBG>의 압도적인 글로벌 점유율과 유저 충성도 덕분에 견고한 실적은 한동안 지속될 전망이다

대부분의 게임사들이 실적 악화로 비용 통제 기조인 반면, 신작 라인업 확보를 위해 공격적 투자를 집행하는 중. 신규 프로젝트들에 투자하는 만큼 성과를 눈으로 확인하기까지 오랜 시간이 걸리겠지만, 장기적 관점에서는 레벨인피니트와 같이 훌륭한 작품들의 퍼블리싱을 맡게 될 가능성이 있음. 또한 인도 콘텐츠 시장이나 스포츠에 투자하는 행보는 투자 대상의 기업 가치 및 투자수익률과 별개로 콘텐츠 트렌드를 잘 파악하고 있다고 판단.

Valuation & Risk

동사에 대한 투자 의견 'Trading BUY'와 목표주가 330,000원을 유지. 목표 주가는 12개월 선행 주당순이익에 목표 배수 17배를 적용. EPS의 성장과 안정성은 높지만 자체 개발력, 퍼블리싱 및 자회사 관리 역량의 검증이 필요. 최근 퍼블리싱 경쟁이 치열해지는 가운데 글로벌 유저 수요가 확인된 IP를 조달하는 행보는 높게 평가하지만, <다크앤다커>, <펠월드> 등 법적 리스크가 동반되는 것은 주가センチ멘털에 부정적인 영향을 줄 수 있음

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	1,854.0	751.6	500.2	16.5	10.3	1.6	6.0	-
2023	1,910.6	768.0	595.4	15.8	11.2	1.7	7.3	-
2024F	2,703.6	1,118.1	1,028.6	15.2	17.2	2.4	9.7	-
2025F	2,748.3	971.7	839.9	18.6	12.3	2.1	10.4	-
2026F	2,935.0	1,070.7	932.8	16.7	12.1	1.9	8.9	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[게임]

강석오 선임연구원

✉ sokang@shinhan.com

고준혁 연구원

✉ jhko0330@shinhan.com

Revision	
실적추정치	하향
Valuation	유지

시가총액	15,614.4 십억원
발행주식수(유동비율)	47.9백만주(59.2%)
52주 최고가/최저가	349,000 원/149,400 원
일평균 거래액 (60 일)	43,994 백만원
외국인 지분율	41.3%

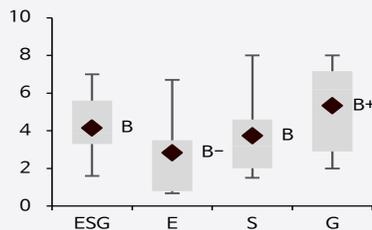
주요주주 (%)				
장병규 외 31 인				21.3
IMAGE FRAME INVESTMENT (HK) LIMITED				13.9
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	0.9	17.3	118.2	66.5
상대	(1.0)	29.2	102.6	71.3

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



크래프톤 실적 추이 및 전망											
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
영업수익	538.7	387.1	450.3	534.6	665.9	707.0	657.6	673.0	1,910.6	2,703.6	2,748.3
(% YoY)	3.0	(8.6)	3.8	12.8	23.6	82.7	46.1	25.9	3.1	41.5	1.7
(% QoQ)	13.7	(28.2)	16.3	18.7	24.6	6.2	(7.0)	2.3			
[매출구성]											
PC	178.5	117.0	121.3	167.1	243.7	191.3	204.9	223.3	583.9	863.2	874.6
모바일	348.2	244.9	309.1	342.7	402.3	499.9	437.4	434.9	1,244.8	1,774.5	1,781.0
콘솔	7.2	19.0	12.0	17.4	11.5	8.8	8.1	7.4	55.7	35.7	60.7
기타	4.8	6.1	7.9	7.4	8.5	7.0	7.2	7.4	26.2	30.1	32.0
영업비용	255.7	255.6	261.0	370.2	355.4	374.9	404.4	450.8	1,142.5	1,585.5	1,776.6
(% YoY)	22.9	(0.8)	(9.7)	6.5	39.0	46.7	54.9	21.8	3.6	38.8	12.1
(% QoQ)	(26.4)	(0.0)	2.1	41.8	(4.0)	5.5	7.9	11.5			
[비용구성]											
인건비	100.8	103.2	102.3	120.9	121.4	129.6	136.1	155.4	427.3	542.5	612.9
지급수수료	61.6	70.6	64.9	61.9	61.3	76.4	90.0	100.4	258.9	328.1	375.9
앱수수료/매출원가	46.7	32.2	59.9	87.9	85.9	77.5	73.4	83.3	226.8	320.2	334.7
마케팅비	5.1	8.7	18.1	34.2	12.4	21.2	32.9	37.9	66.1	104.4	141.9
주식보상비용	10.0	9.1	(19.8)	28.3	42.1	35.2	35.9	36.7	27.6	150.0	154.1
기타	31.4	31.9	35.6	36.9	32.3	34.9	36.1	37.2	135.9	140.4	157.2
영업이익	283.0	131.5	189.3	164.3	310.5	332.1	253.2	222.2	768.0	1,118.1	971.7
(% YoY)	(10.1)	(20.7)	30.9	30.3	9.7	152.6	33.8	35.2	2.2	45.6	(13.1)
(% QoQ)	124.3	(53.5)	44.0	(13.2)	89.0	7.0	(23.8)	(12.2)			
(% OPM)	52.5	34.0	42.0	30.7	46.6	47.0	38.5	33.0	40.2	41.4	35.4
당기순이익	267.2	128.5	211.6	(13.2)	348.6	341.4	228.9	107.8	594.1	1,026.7	839.9
(% YoY)	9.0	(33.7)	(6.6)	적지	30.5	165.7	8.2	흑전	18.8	72.8	(18.2)
(% QoQ)	흑전	(51.9)	64.6	적전	흑전	(2.1)	(33.0)	(52.9)			
(% NPM)	49.6	33.2	47.0	(2.5)	52.4	48.3	34.8	16.0	31.1	38.0	30.6
지배기업순이익	267.5	128.8	211.9	(12.8)	350.0	341.9	228.9	107.8	595.4	1,028.6	839.9
(% YoY)	9.1	(33.6)	(6.4)	적지	30.9	165.5	8.0	흑전	19.0	72.8	(18.3)
(% QoQ)	흑전	(51.8)	64.6	적전	흑전	(2.3)	(33.1)	(52.9)			

자료: 회사 자료, 신한투자증권

크래프톤 Valuation Table			
(십억원, 원, 배)	2024F	2025F	비고
지배기업 순이익	1,028.6	839.9	자기주식수 차감
주식 수 (만주)	4,545	4,545	
EPS	22,630	18,478	
12M Fwd EPS (A)		19,422	시가총액 기준 15.8조원
목표 PER (B)		17.0	
(A) * (B)		330,177	
목표 주가		330,000	
현재 주가 (10/8)		326,000	
상승여력 (%)		1.2	

자료: 신한투자증권

크래프톤 3Q24F 실적 Preview

(십억원)	3Q24F	2Q24	%QoQ	3Q23	%YoY	컨센서스	%Gap
매출액	657.6	707.0	(7.0)	450.3	46.1	641.7	2.5
영업이익	253.2	332.1	(23.8)	189.3	33.8	249.9	1.3
순이익	228.9	341.9	(33.1)	211.9	8.0	239.0	(4.2)
영업이익률	38.5	47.0		42.0		38.9	
순이익률	34.8	48.4		47.1		37.2	

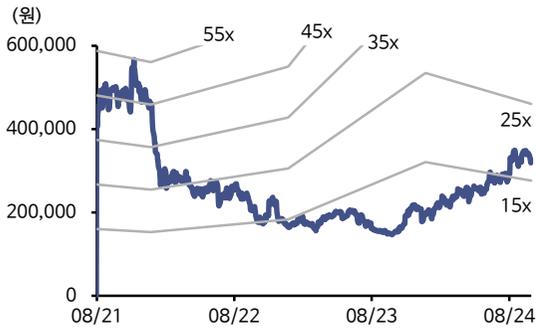
자료: 회사 자료, 신한투자증권

크래프톤 2024, 2025년 실적 추정치 변경

(십억원)	2024F			2025F		
	컨센서스	신한 추정치	차이(%)	컨센서스	신한 추정치	차이(%)
매출액	2,676.4	2,703.6	1.0	2,971.3	2,748.3	(7.5)
영업이익	1,118.6	1,118.1	(0.0)	1,218.0	971.7	(20.2)
순이익	1,051.1	1,028.6	(2.1)	1,065.0	839.9	(21.1)

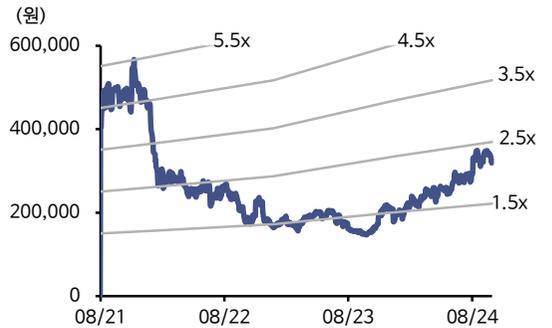
자료: 신한투자증권 추정

크래프톤 12개월 선행 PER band



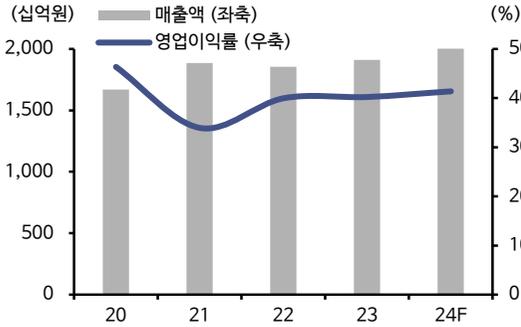
자료: QuantiWise, 신한투자증권

크래프톤 12개월 선행 PBR band



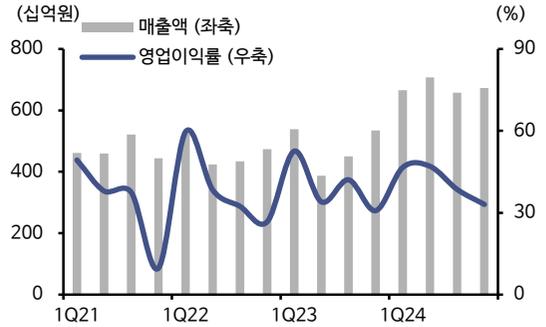
자료: QuantiWise, 신한투자증권

연간 실적 추이 및 전망



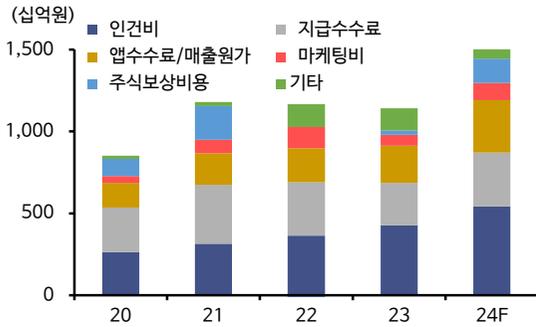
자료: 회사 자료, 신한투자증권

분기 실적 추이 및 전망



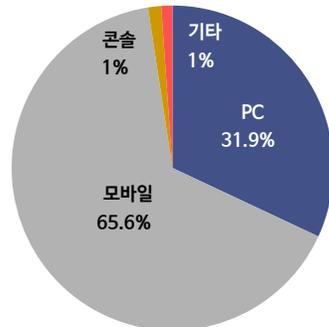
자료: 회사 자료, 신한투자증권

연간 비용 추이 및 전망



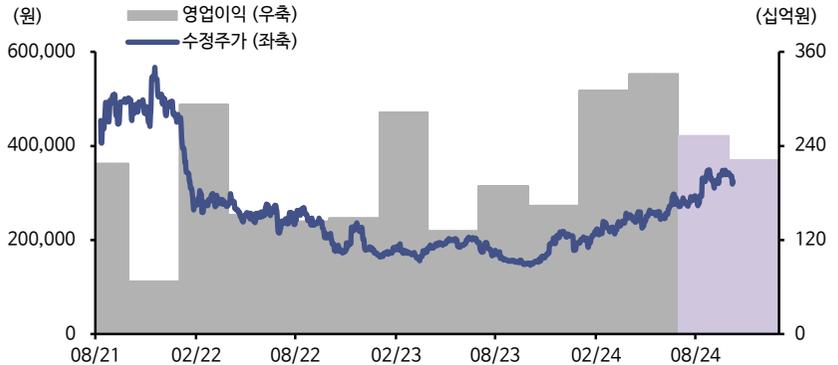
자료: 회사 자료, 신한투자증권

매출 비중(2024F)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

크래프톤 영업이익 및 주가 추이



자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권

넷마블 (251270)

시장 예상을 뛰어넘는 턴어라운드와 전략

2024년 10월 10일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	96,000 원 (유지)
✓ 상승여력	56.6%	✓ 현재주가 (10월 8일)	61,300 원

[개입]

강석오 선임연구원
✉ sokang@shinhan.com

고준혁 연구원
✉ jhko0330@shinhan.com

Revision

실적추정치	상향
Valuation	유지

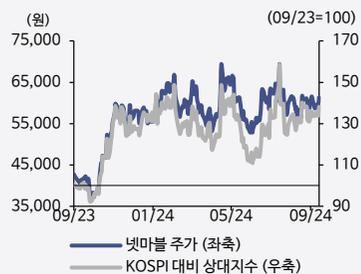
시가총액	5,268.9십억원
발행주식수(유동비율)	86.0백만주(36.7%)
52주 최고가/최저가	69,400 원/37,200 원
일평균 거래액 (60일)	15,476백만원
외국인 지분율	26.1%

주요주주 (%)

방준혁 외 13인	24.3
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.5

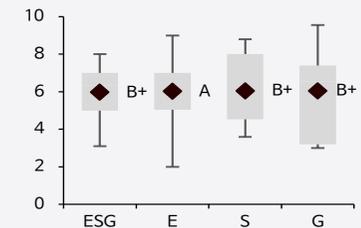
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	7.5	10.1	48.2	5.7
상대	5.5	21.2	37.6	8.8

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



신한생각 시장의 예상을 뛰어넘는 턴어라운드와 성장 전략

전분기에 이어 컨센서스를 상회하는 실적이 예상, 분기 700억원 이상의 기초체력과 다작 중심의 성장 전략 검증될수록 가파른 주가 상승 전망

3Q24 Preview: 컨센서스 상회 전망

넷마블은 3Q24 영업수익 7,446억원(YoY +18.1%, QoQ -4.8%), 영업이익 757억원(YoY 흑자전환, QoQ -31.9%, 영업이익률 10.2%)을 기록하며 컨센서스 영업이익 658억원을 상회할 것으로 전망. 자체 런처를 통해 지급수수료율을 낮췄던 2Q 신작들이 당분기에도 이익률 개선에 기여할 것이고 최근 기존작의 자체 런처 포팅도 진행 중. 계속된 인건비 통제로 큰 폭의 영업비용 변동은 없을 것으로 예상. 2Q 출시된 신작들의 매출 하향안 정화가 진행되지만 신작 마케팅비도 함께 제거되며 이익 방어

8월에 출시된 <칠대죄 키우기>는 평균 일매출 2~3억원 수준의 준수한 성과 예상하며 2H23 이후 일매출 2~3억원 이상의 신작이 6개 이상 이어지고 있어 다작 통한 실적 성장 전략, 높아진 흥행성공률 확인. 11월 지스타에서도 예년처럼 3~4개 신작을 선보이며 기대감 형성할 것으로 전망

Valuation & Risk

투자의견 '매수' 및 목표주가 96,000원을 유지. 목표주가는 12개월 선형 주당순이익에 목표 PER 22배를 적용. 일매출 2억원 이상의 신작을 매년 5개 이상, <일곱개의대죄>, <나혼렙> 같은 대작을 1개 이상 출시하면서 텐센트와 같은 전략을 펼칠 수 있는 유일한 상장사이기에 20배 이상의 멀티플 합리적이라 판단. 사업(EV/EBITDA 13배 적용 사업가치 5.6조원)과 금융자산(엔씨소프트+코웨이+하이브 지분=2.4조원) 가치를 합산하면 적정 시가총액은 약 8조원으로 크게 저평가된 상황. 게임업종 Top Pick 제시

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	2,673.4	(108.7)	(819.2)	-	(14.6)	1.0	58.9	-
2023	2,502.1	(68.5)	(255.7)	-	(4.9)	1.0	57.1	-
2024F	2,873.3	270.1	321.1	16.4	6.2	1.0	15.8	-
2025F	3,092.1	324.2	367.7	14.3	6.5	0.9	13.3	-
2026F	3,246.8	355.3	440.5	12.0	7.3	0.8	11.8	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

넷마블 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
영업수익	602.6	603.3	630.6	665.6	585.4	782.1	744.6	761.2	2,502.1	2,873.3	3,092.1
(%YoY)	(4.6)	(8.7)	(9.2)	(3.1)	(2.9)	29.6	18.1	14.4	(6.4)	14.8	7.6
(%QoQ)	(12.3)	0.1	4.5	5.5	(12.0)	33.6	(4.8)	2.2			
영업비용	630.8	640.6	652.4	647.2	581.7	670.9	669.0	681.7	2,571.0	2,603.2	2,767.9
(%YoY)	(2.0)	(7.9)	(10.9)	(9.0)	(7.8)	4.7	2.5	5.3	(7.6)	1.3	6.3
(%QoQ)	(11.3)	1.5	1.9	(0.8)	(10.1)	15.3	(0.3)	1.9			
[비용구성]											
지급수수료	247.1	240.3	239.1	253.5	227.4	263.0	270.9	276.4	980.0	1,037.7	1,084.7
인건비	187.5	193.2	180.6	183.3	179.5	182.7	185.4	187.3	744.6	734.9	787.4
마케팅비	100.3	113.1	145.8	127.6	101.5	143.7	132.2	136.2	486.8	513.6	566.4
D&A	48.3	48.1	46.3	42.7	39.0	40.2	40.2	40.6	185.4	159.7	162.5
기타	47.6	45.8	40.7	40.1	34.3	41.3	40.2	41.1	174.2	157.2	167.0
영업이익	(28.2)	(37.2)	(21.9)	18.4	3.7	111.2	75.7	79.6	(69.0)	270.1	324.2
(%YoY)	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	333.5	적지	흑전	20.0
(%QoQ)	적지	적지	적지	흑전	(79.8)	2,916.2	(31.9)	5.2			
(%OPM)	(4.7)	(6.2)	(3.5)	2.8	0.6	14.2	10.2	10.5	(2.8)	9.4	10.5
당기순이익	(45.8)	(44.1)	(28.5)	(185.6)	(9.9)	162.3	58.8	89.4	(303.9)	300.6	357.3
(%YoY)	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	18.9
(%QoQ)	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	0.0	0.0			
(%NPM)	(7.6)	(7.3)	(4.5)	(27.9)	(1.7)	20.8	7.9	11.7	(12.1)	10.5	11.6
지배기업순이익	(37.7)	(27.1)	(19.0)	(171.9)	(0.4)	169.5	60.0	92.0	(255.7)	321.1	367.7
(%YoY)	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	14.5
(%QoQ)	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	(64.6)	53.4			

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

넷마블 Valuation Table

(십억원, 원, 배)	2024F	2025F	비고
지배기업 순이익	321.1	367.7	자기주식수 차감
주식 수 (만주)	8,193	8,193	
EPS	3,919	4,488	
12M Fwd EPS (A)		4,359	글로벌 Peer 평균
목표 PER (B)		22	
(A) * (B)		95,891	시가총액 기준 8.3조원
목표 주가		96,000	
현재 주가 (10/8)		61,300	
상승여력 (%)		56.6%	

자료: 신한투자증권 추정

참고) 넷마블 SOTP Valuation Table

(단위: 십억원, 배)		비고
(1) 게임사업 가치		
2024년 영업이익	270.1	
유/무형자산 감가상각비	159.7	
2024년 EBITDA	429.8	
목표 EV/EBITDA	13.0	
적정 가치	5,588.0	
(2) 투자자산 가치		
(A) 엔씨소프트 지분가치	426.0	
시가총액	4,797.0	현재 추가 기준
지분율	8.88%	
(B) 하이브 지분가치	703.0	
시가총액	7,447.4	현재 추가 기준
지분율	9.4%	
(C) 코웨이 지분가치	1,233.1	
시가총액	4,833.9	현재 추가 기준
지분율	25.5%	
(A) + (B) + (C)	2,362.1	
합산 가치 (1) + (2)	7,950.2	
주식 수 (만주)	8,193.5	자기주식수 차감
목표 주가 (원)	97,000	반올림 / 시가총액 기준 8.3조원
현재 주가(원) (10/8)	61,300	
상승여력	58.2%	

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

넷마블 3Q24F 실적 Preview

(십억원)	3Q24F	2Q24	%QoQ	3Q23	%YoY	컨센서스	차이(%)
매출액	744.6	782.1	(4.8)	630.6	18.1	709.1	5.0
영업이익	75.7	111.2	(31.9)	(21.9)	(445.8)	65.8	15.0
순이익	60.0	169.5	(64.6)	(19.0)	(416.4)	47.5	26.3
영업이익률	10.2	14.2		(3.5)		9.3	
순이익률	8.1	21.7		(3.0)		6.7	

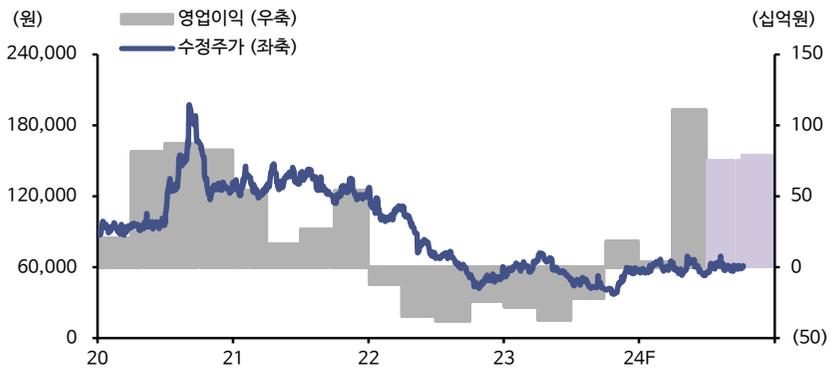
자료: 회사 자료, 신한투자증권

넷마블 2024, 2025년 실적 추정치

(십억원)	2024F			2025F		
	컨센서스	신한 추정치	차이(%)	컨센서스	신한 추정치	차이(%)
매출액	2,814.3	2,873.3	2.1	2,938.8	3,092.1	5.2
영업이익	244.7	270.1	10.4	2,638.0	324.2	(87.7)
순이익	236.7	321.1	35.7	193.7	367.7	89.8

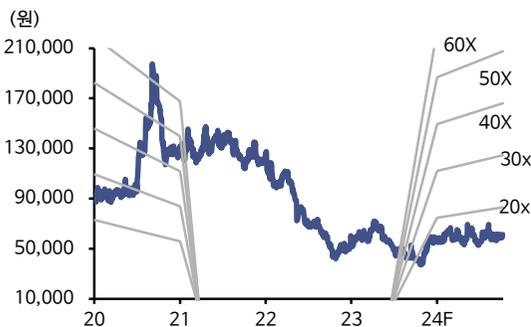
자료: 신한투자증권 추정

넷마블 영업이익 및 주가 추이



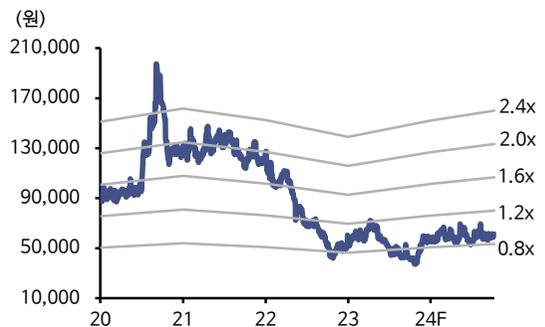
자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권

넷마블 12M Fwd PER Band



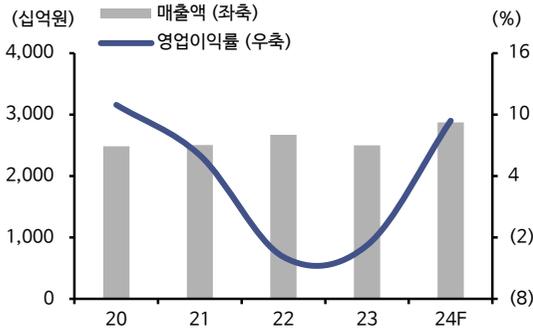
자료: QuantiWise, 신한투자증권

넷마블 12M Fwd PBR Band



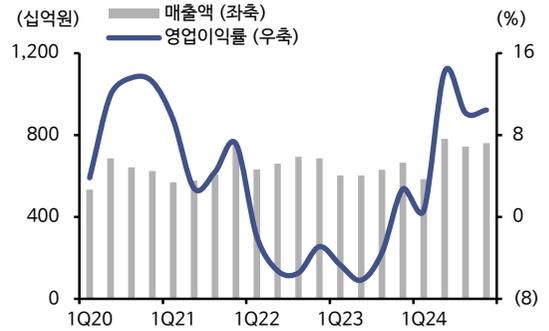
자료: QuantiWise, 신한투자증권

연간 실적 추이 및 전망



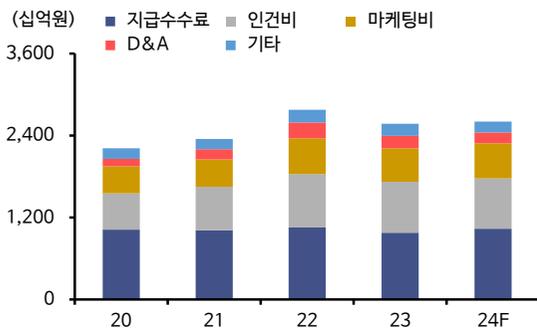
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

분기 실적 추이 및 전망



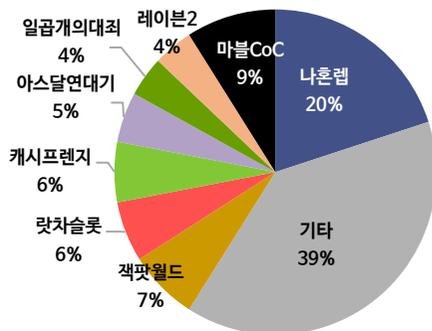
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

연간 비용 추이 및 전망



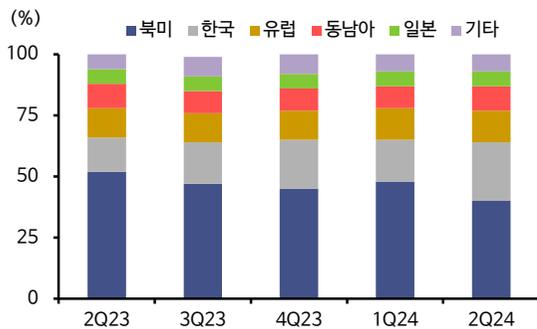
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

게임별 매출비중 (2Q24)



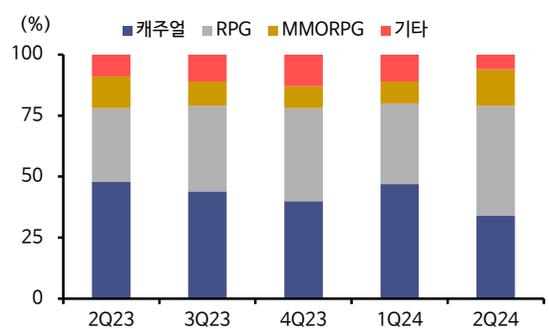
자료: 회사 자료, 신한투자증권

지역별 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

장르별 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권

데브시스터즈 (194480)

신작 흥행으로 재무 안정성 확보

2024년 10월 10일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	70,000 원 (하향)
✓ 상승여력	79.3%	✓ 현재주가 (10월 8일)	39,050 원

[개입]

강석오 선임연구원

✉ sokang@shinhan.com

고준혁 연구원

✉ jhko0330@shinhan.com

Revision

실적추정치	하향
Valuation	하향

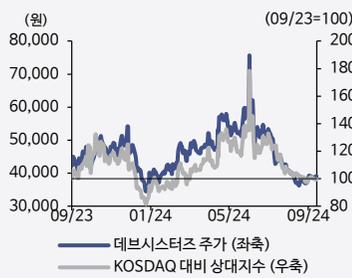
시가총액	470.0십억원
발행주식수(유동비율)	12.0백만주 (66.1%)
52주 최고가/최저가	75,700 원/34,500 원
일평균 거래액 (60일)	4,169백만원
외국인 지분율	7.3%

주요주주 (%)

이지훈 외 10인	23.6
컴투스	9.1

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	5.4	(27.7)	(12.2)	(12.7)
상대	(4.3)	(20.2)	(7.9)	(1.4)

주가



신한생각 신작 통한 실적 성장과 재무 안정성에 주목

〈모험의탑〉 출시 이후 단기 기대감 소멸로 주가는 하락했지만, 신작 자체는 글로벌 유저들의 긍정적 반응과 함께 실적 성장에 유의미한 기여 전망

3Q24 Preview: 컨센서스 하회 전망

데브시스터즈는 3Q24 영업수익 772억원(YoY +122%, QoQ +41.6%), 영업이익 187억원(YoY 흑자전환, QoQ +277.4%, OPM 24.2%)을 기록하며 컨센서스 영업이익 310억원(6M 기준)을 하회할 것으로 전망. 〈모험의탑〉은 초기 10억원 가까운 일매출을 기록했으나 빠른 하향 안정화 진행. 기존 작 〈킹덤〉의 매출은 콘텐츠 업데이트 과정에서 발생한 유저들의 불만으로 전분기 대비 하락 예상, 9월부터는 완만한 회복세 나타나는 중. 인건비와 마케팅비는 극도로 통제해 신작 출시에도 소폭 증가에 그칠 전망

4Q24에는 〈쿠키런〉 오리지널 버전의 인도 출시(크래프트 퍼블리싱), 〈쿠키런:모험의탑〉의 일본 진출(Yostar 퍼블리싱)을 계획 중. 유저 특성이 일반적이지 않은 지역에는 현지 전문 퍼블리셔를 통해 서비스하며 효율을 높이고 비용은 축소하는 방향. 또한 〈쿠키런〉 IP를 활용한 〈오브스매시〉뿐만 아니라 〈프로젝트 Station〉으로 알려진 서브컬처 신작 등 다양한 장르로의 확장을 통해 향후 성장 이어갈 전망

Valuation & Risk

동사에 대한 투자 의견 '매수'를 유지하고 목표주가는 실적추정치 조정에 따라 70,000원으로 하향. 목표주가는 12개월 선행 주당순이익에 목표 배수 16배를 적용. 〈모험의탑〉에 대한 높았던 시장 기대치를 하회하지만 향후 적자를 기록할 가능성이 매우 낮아졌으며, 신작 흥행 및 비용 통제로 재무 안정성이 높아진 것도 긍정적

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	214.4	(19.9)	(6.7)	-	(3.9)	3.7	-	-
2023	161.1	(48.0)	(49.6)	-	(31.7)	4.4	-	-
2024F	265.7	46.0	42.7	11.0	27.6	2.7	6.7	-
2025F	308.8	63.2	48.3	9.7	24.0	2.1	4.8	-
2026F	340.5	76.6	59.2	7.9	23.3	1.7	3.4	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

데브시스터즈 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
영업수익	50.3	38.3	34.8	37.8	59.5	54.5	77.2	74.5	161.1	265.7	308.8
(% YoY)	(17.1)	(28.2)	(32.7)	(22.5)	18.3	42.4	122.0	97.1	(24.8)	64.9	16.2
(% QoQ)	3.1	(24.0)	(9.2)	8.9	57.3	(8.4)	41.6	(3.4)			
[매출구성]											
오븐브레이크	9.0	8.9	9.9	12.5	10.9	10.8	11.1	11.5	40.3	44.3	45.3
킹덤	40.3	28.5	22.8	23.4	44.9	27.3	23.1	25.8	115.0	121.1	92.4
마녀의성					0.7	1.8	1.3	1.3		5.6	5.9
모험의탑						5.0	35.0	29.7		69.7	68.7
오븐스매시							0.0	0.0			69.4
기타	1.0	0.9	2.1	1.9	3.0	9.6	6.7	6.2	5.8	25.0	27.2
영업비용	55.4	51.4	52.8	49.6	51.4	49.5	58.5	60.3	209.1	219.7	245.6
(% YoY)	7.9	(7.5)	(4.8)	(31.2)	(7.2)	(3.5)	10.8	21.6	(10.8)	5.1	11.8
(% QoQ)	(23.2)	(7.2)	2.8	(6.0)	3.5	(3.5)	18.1	3.1			
[비용구성]											
인건비	19.0	20.5	19.5	20.8	15.9	15.9	15.6	18.7	79.8	66.1	73.9
플랫폼 수수료	14.5	11.1	9.9	10.3	14.2	15.4	21.4	20.6	45.7	71.6	85.1
마케팅	2.5	1.6	4.6	4.3	2.7	5.3	8.2	7.6	13.1	23.8	31.8
기타	19.3	18.1	18.8	14.2	18.6	13.0	13.3	13.4	70.5	58.2	54.9
영업이익	(5.0)	(13.1)	(18.0)	(11.8)	8.1	4.9	18.7	14.2	(48.0)	46.0	63.2
(% YoY)	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	37.5
(% QoQ)	적지	적지	적지	적지	흑전	(39.3)	277.4	(23.8)			
(% OPM)	(10.0)	(34.3)	(51.9)	(31.1)	13.7	9.1	24.2	19.1	(29.8)	17.3	20.5
당기순이익	(3.4)	(12.3)	(17.4)	(15.9)	8.0	6.3	16.3	11.3	(49.0)	43.5	50.4
(% YoY)	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	15.8
(% QoQ)	적지	적지	적지	적지	흑전	(33.8)	158.5	(30.7)			
(% NPM)	(6.8)	(32.1)	(50.1)	(42.0)	16.0	11.6	21.1	15.2	(30.4)	16.4	16.3
자배기업순이익	(3.4)	(12.3)	(17.4)	(15.8)	7.8	6.3	16.0	11.1	(48.9)	42.7	48.3
(% YoY)	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	13.1
(% QoQ)	적지	적지	적지	적지	흑전	(33.0)	155.0	(30.7)			

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

데브시스터즈 3Q24F 실적 Preview

(십억원)	3Q24F	2Q24	%QoQ	3Q23	%YoY	컨센서스	차이(%)
매출액	77.2	54.5	41.6	34.8	122.0	105.8	(27.1)
영업이익	18.7	4.9	277.4	(18.0)	흑전	34.9	(46.5)
순이익	16.0	6.3	155.0	(17.4)	흑전	35.0	(54.3)
영업이익률	24.2	9.1		(51.9)		33.0	
순이익률	20.7	11.5		(50.1)		33.1	

자료: 회사 자료, 신한투자증권

데브시스터즈 Valuation Table

(십억원, 원, 배)	2024F	2025F	비고
지배기업 순이익	42.7	48.3	
주식 수 (만주)	1,080	1,080	자기주식수 차감
EPS	3,954	4,471	
(A) 12M Fwd EPS (원)		4,354	
(B) 목표 PER (배)		16.0	
(A) * (B)		69,659	
목표 주가(원)		70,000	시가총액 기준 0.8 조원
현재 주가(원) (10/8)		39,050	
상승여력 (%)		79.3	

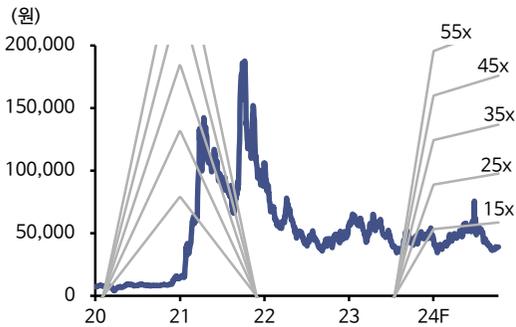
자료: 신한투자증권 추정

데브시스터즈 2024, 2025년 실적 추정치

(십억원)	2024F			2025F		
	컨센서스	신한 추정	차이(%)	컨센서스	신한 추정	차이(%)
매출액	311.6	265.7	(14.7)	387.1	308.8	(20.2)
영업이익	68.7	46.0	(33.1)	103.9	63.2	(39.2)
순이익	56.0	42.7	(23.8)	75.6	48.3	(36.1)

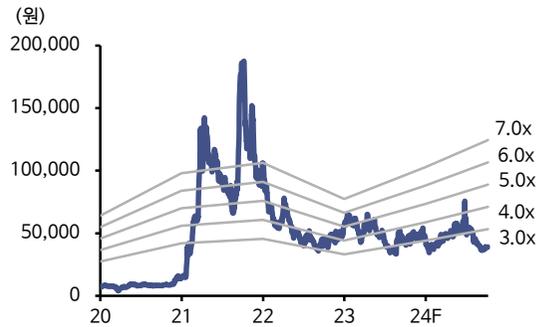
자료: 신한투자증권 추정

데브시스터즈 12개월 선행 PER band



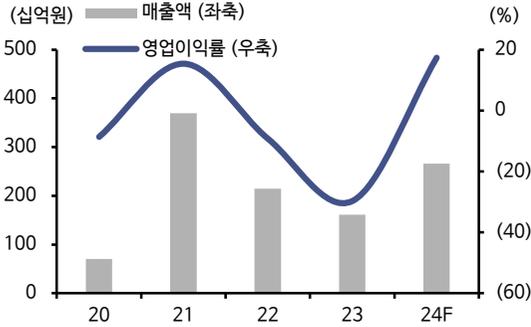
자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

데브시스터즈 12개월 선행 PBR band



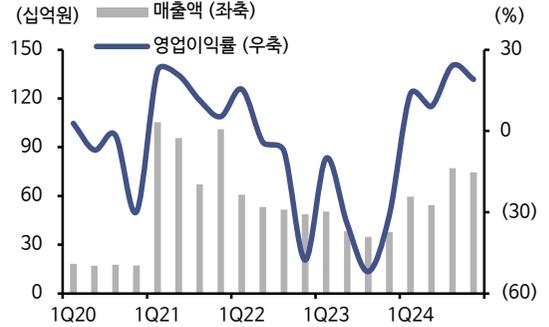
자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

연간 실적 추이 및 전망



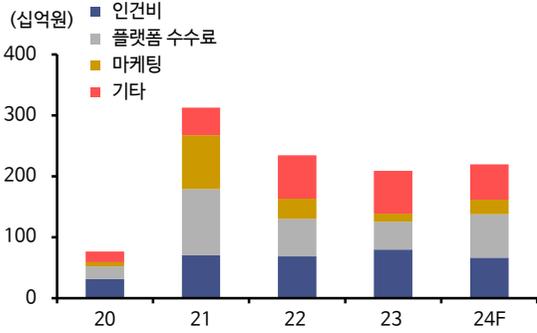
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

분기 실적 추이 및 전망



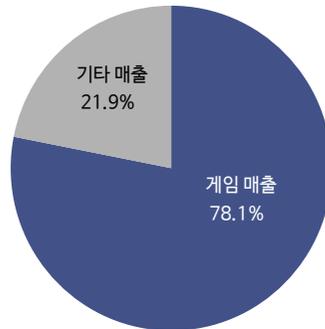
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

연간 비용 추이 및 전망



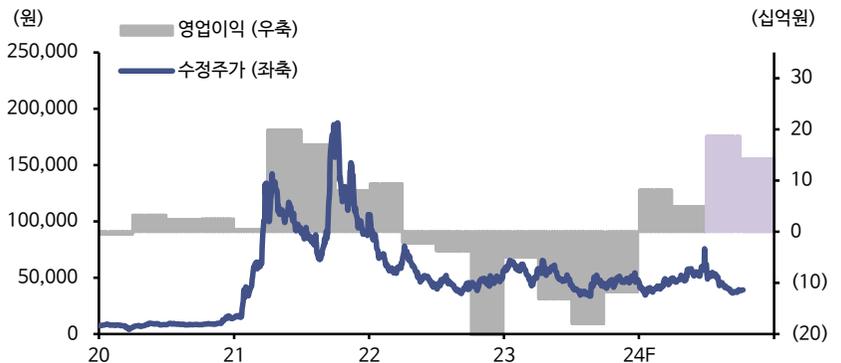
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

매출 비중(2024F)



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

데브시스터즈 영업이익 및 주가 추이



자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권 추정

웹툰엔터 (WB.TN.US)

매출액 성장률 회복이 중요

2024년 10월 10일

✓ 투자판단	★★★★☆	✓ 목표주가 (Refinitiv)	26.7 달러
✓ 상승여력	148.5%	✓ 현재주가 (10월 8일)	10.8 달러

[웹툰]

김아람 선임연구원

✉ kimaram@shinhan.com

신한생각 지나치게 망가진 투자심리를 역으로 이용할 때

부진한 2Q24 실적, 투자자 소송 등에 얼어붙은 투자심리. 그러나 실망스러운 실적의 주요 원인이었던 원/엔 환율이 정상화되고 있고, 일본/북미 웹툰과 IP 사업이 순항. 지나치게 망가진 투자심리를 역으로 이용할 때

2Q24 Review: 공모가 반토막 가격에서 거래중

웹툰엔터 주가는 2Q24 실적발표 당일에만 38% 급락. 3Q24 조정 EBITDA 적자 전환 가이던스보다도 성장주임에도 매출액 성장률이 전년 대비 +0.1%에 불과한 점이 큰 충격을 줬을 것으로 추정

매출액 성장률 부진의 가장 큰 이유는 환율. 웹툰엔터 Paid Content(유료 결제) 매출의 40%, 50%가 한국과 일본에서 발생하는데 2분기 원화, 엔화가 모두 역대급 약세였음. 환율 효과를 제거한 일본, 기타국가(Rest of World) 매출액 성장률은 각각 전년대비 +24%, +30%로 건강한 성장 지속

물론 환율 효과를 제거해도 한국과 광고 성과는 다소 아쉬웠음. 한국(-10%)은 웹툰시장이 성숙기에 접어들면서 숏츠 등 타 콘텐츠와 경쟁이 심화되고 있는 것으로 보임. 광고(+2%)는 회사가 기저 효과와 외부 광고주 확대 과정에서 발생한 일시적인 성장률 둔화라고 설명

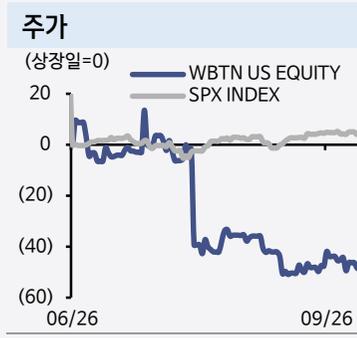
3분기는 나아질 거야

3분기에는 적어도 매출액 성장률 +0.1%의 충격은 없을 것. 매출액 성장률 가이던스부터가 +12.5~14.5%로 높고, 실제로 센서타워 데이터상 7~9월 라인망가/미국 웹툰 성과가 두 자릿수 성장률을 보이며 우수하기 때문. 엔화 강세 효과까지 더해지면 3분기 실적과 이후 가이던스는 컨센서스 대비 우호적일 확률이 높다고 판단

S&P500 지수 (pt)	5,751.1
시가총액 (조원)	1.8
발행주식수 (백만주)	128.3
유동주식비율 (%)	11.6
52주 최고가 (달러)	25.7
52주 최저가 (달러)	10.2

주요주주 (%)	
NAVER	62.6
LY Corporation	24.5

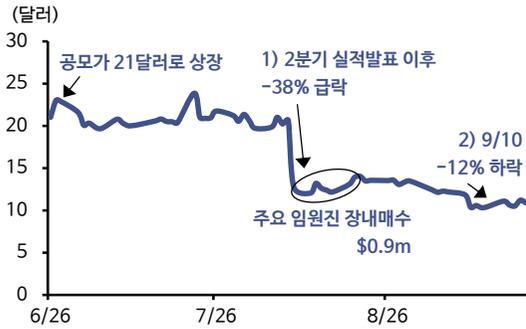
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	26.7	(47.1)	NA	NA
상대	21.6	(50.3)	NA	NA



12월 결산	매출액 (백만달러)	증가율 (%)	영업이익 (백만달러)	영업이익률 (%)	순이익 (백만달러)	EPS (백만달러)	증가율 (%)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)
2022	1,079.4	NA	(114.7)	(10.6)	(132.5)	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2023	1,282.7	18.8	(36.4)	(2.8)	(144.8)	(19.83)	적전	NA	(11.0)	NA	NA
2024F	1,366.3	6.5	(96.5)	(7.1)	(147.5)	(1.13)	적지	NA	(8.1)	0.9	NA
2025F	1,681.4	23.1	47.7	2.8	6.6	0.12	흑전	86.7	2.1	0.9	7.6
2026F	2,064.0	22.8	154.5	7.5	83.6	0.75	504.0	14.4	7.2	0.8	3.5

자료: Bloomberg, 신한투자증권

웹툰엔터 주가 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

원/달러, 달러/엔 환율 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

웹툰엔터 2분기 실적 요약 (환율 영향 비교)

(백만달러, %)	2Q24	%YoY	고정환율 기준	%YoY
매출액	321.0	0.1	350.3	11.1
Paid Content	260.7	1.3	285.2	11.5
- 한국	83.9	(16.5)	87.7	(9.8)
- 일본	142.3	9.0	159.1	24.0
- 기타 국가	34.5	27.6	35.1	30.0
Advertising	40.4	(3.6)	42.9	2.3
IP Adaptations	19.8	(3.9)	22.2	24.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

주: 3분기 가이던스는 환율 효과 제거 기준 매출액 332~338백만달러(전년대비 +12.5~14.5%), 조정 EBITDA -10.0~-7.7백만달러(전분기대비 적자전환), AI 추천 엔진 및 해외 이용자/창작자 생태계 강화를 위한 투자 확대

[일본] 24년 들어 고성장세 매우 뚜렷



자료: Sensor Tower, 신한투자증권

주: 모바일 결제액 추정로 실제치와 괴리 존재(트렌드만 확인)

[미국] 10%대 후반~20%대 성장세 유지 추정



자료: Sensor Tower, 신한투자증권

주: 모바일 결제액 추정로 실제치와 괴리 존재(트렌드만 확인)

웹툰엔터 부문별 실적 추이 및 전망

(백만달러, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	고정환율	2022	2023	2024F	2025F
매출액	310.3	320.7	317.8	334.1	326.7	321.0	350.3	1,079.4	1,282.7	1,353.8	1,542.5
(%YoY)	33.3	11.0	12.0	21.9	5.3	0.1	11.1		18.8	5.5	13.9
- Paid Content	255.7	257.4	261.6	253.1	266.9	260.7	285.2	852.0	1,029.0	1,111.8	1,262.9
(%YoY)					4.4	1.3	11.5		20.8	8.0	13.6
Korea	103.3	99.6	95.8	86.6	90.1	83.3	87.7	446.8	385.3	347.6	355.0
(%YoY)	(6.8)	(18.0)	(20.2)	(8.4)	(12.8)	(16.4)	(9.8)		(13.8)	(9.8)	2.1
Japan	132.8	128.3	132.6	133.2	139.9	139.9	159.1	326.8	526.9	602.6	727.2
(%YoY)	171.3	29.1	40.8	58.1	5.3	9.1	24.0		61.2	14.4	20.7
Rest of World	22.1	27.0	30.6	34.2	34.0	35.1	35.1	78.8	113.9	156.3	180.7
(%YoY)	27.2	41.1	67.5	42.7	53.7	30.0	30.0		44.6	37.2	15.6
- Advertising	30.5	41.9			37.0	40.4	42.9	145.1	145.5	160.6	190.2
(%YoY)					21.3	(3.6)	2.3		0.3	10.4	18.4
- IP Adaptations	24.1	20.6			22.9	19.8	22.2	82.5	108.3	81.2	89.3
(%YoY)					(4.8)	(3.9)	24.9		31.3	(25.0)	10.0
매출원가	244.4	239.5	245.7	257.7	244.4	237.9		806.4	987.3	1,007.0	1,148.2
(%원가율)	78.8	74.7	77.3	77.1	74.8	74.1		74.7	77.0	74.4	74.4
마케팅비	29.2	33.1	33.1	25.6	19.5	23.4		180.0	121.1	113.4	126.2
(%Sales)	9.4	10.3	10.4	7.7	6.0	7.3		16.7	9.4	8.4	8.2
기타 판매비	56.4	53.5	45.8	55.1	48.7	138.7		207.7	210.8	298.4	224.5
(%Sales)	18.2	16.7	14.4	16.5	14.9	43.2		(19.2)	(16.4)	(22.0)	(14.6)
영업이익	(19.8)	(5.5)	(6.7)	(4.4)	14.2	(79.1)		(114.7)	(36.4)	(65.1)	43.4
(%OPM)	적자	적자	적자	적자	4.3	적자		적자	적자	(4.8)	2.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주: 지역별 Paid Content 매출액은 MPUxARPPU로 추정

웹툰엔터 유사 기업 Valuation

회사명	시가총액 (백만달러)	주가수익률 (%)					PSR(x)	PER(x)	매출액(백만달러)		영업이익(백만달러)	
		1W	1M	3M	6M	YTD			2024F	2024F	2023	2024F
웹툰엔터	1,447	(1.4)	(7.3)	-	-	-	1.1	-	1,283	1,366	(36)	(97)
웨이브	4,565	6.9	36.1	38.6	37.5	19.3	3.3	18.0	990	1,098	76	132
인포컴	2,332	(0.2)	0.0	(0.2)	120.5	145.8	4.0	44.2	585	553	68	73
디즈니	172,563	(1.1)	8.2	(2.4)	(19.3)	5.9	2.0	21.3	88,898	91,306	5,196	15,483
넷플릭스	308,870	1.5	8.1	4.2	13.1	47.8	7.6	37.1	33,723	38,732	6,954	10,053
로블록스	27,176	(5.1)	(3.8)	8.6	11.0	(8.2)	5.8	-	2,799	4,208	(1,259)	(1,132)
레딧	12,006	9.8	27.3	(0.8)	-	-	9.0	63.8	804	1,189	(140)	(237)

자료: Bloomberg, 신한투자증권

주: 웨이브(China Literature)은 중국 최대 웹소설 플랫폼, 인포컴(Infocom)은 일본 웹코믹 플랫폼 메차코믹 운영사

네이버웹툰 지역별 주요 지표 추이

(백만명, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
MAU (Monthly Active User)										
Global	169.9	174.3	172.4	166.4	163.1	167.7	175.5	169.6	169.0	169.0
(%YoY)					(4.0)	(3.8)	1.8	1.9	3.6	3.6
Korea	25.7	25.2	25.7	25.6	23.7	24.8	26.6	24.6	24.7	24.7
(%YoY)					(7.8)	(1.6)	3.5	(3.9)	4.2	4.2
Japan	8.3	22.0	23.3	21.4	20.7	21.8	21.6	20.7	21.1	21.1
(%YoY)					149.4	(0.9)	(7.3)	(3.3)	1.9	1.9
Rest of World	135.8	127.1	123.4	119.4	118.8	121.1	127.3	124.3	123.2	123.2
(%YoY)					(12.5)	(4.7)	3.2	4.1	3.7	3.7
MPU (Monthly Paying User)										
Korea	4.4	4.4	4.3	4.2	4.1	4.0	4.2	3.9	3.8	3.7
(%Paying Ratio)	17.1	17.3	16.8	16.3	17.2	16.2	15.9	15.8	15.5	16.1
(%YoY)					(7.6)	(7.5)	(1.6)	(6.7)	(5.6)	(5.6)
Japan	1.2	1.8	2.0	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0	2.1	2.2
(%Paying Ratio)	14.4	8.2	8.7	8.6	9.1	8.9	9.4	9.5	10.1	10.2
					56.7	7.8	(0.1)	7.3	13.8	13.8
Rest of World	2.0	2.2	2.1	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7	1.8	1.8
(%Paying Ratio)	1.5	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4	1.4	1.5	1.5
(%YoY)					(8.7)	(15.5)	(16.1)	(9.3)	(3.0)	0.0
ARPPU (Average Revenue Per Paying User)										
Korea	8.4	9.2	9.3	7.5	8.4	8.3	7.6	7.4	7.9	7.5
(%YoY)					(0.6)	(9.8)	(17.9)	(0.7)	(5.5)	(9.9)
Japan	13.6	18.4	15.7	15.6	23.3	22.5	22.1	22.2	22.2	21.2
(%YoY)					71.8	22.3	40.8	42.8	(4.7)	(5.7)
Rest of World	2.9	2.9	2.9	4.2	4.1	5.0	6.0	6.7	6.3	6.5
(%YoY)					43.0	72.6	102.5	60.4	53.9	30.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 고정환율 ARPPU 성장률은 한국 -2.5%, 일본 +7.4%, 기타 +30.2%

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
(작성자: 지인해, 강석오, 김아람, 김지영, 고준혁)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 크래프톤을 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

조선/방산/기계

3Q24 Pre 비수기 감안 시 무난

2024년 10월 10일

비중확대 (유지)

이동현 연구위원
 ✉ ldh@shinhan.com

이지한 연구원
 ✉ leews307@shinhan.com

신한생각 비수기로 일부 방산만 호조, 방산과 조선주 선호

방산에서 한화에어로, 현대로템만 기대치 상회, 이외 전체적인 부진 예상. 방산은 지정학적 위험과 수출 확대로 편안, 조선은 실적 성장 구간에도 경기 부진과 중국 경쟁 심화에 대한 혼조세, 전력기기는 일시적 정체, 건설장비는 실적 부진 구간 대비 다양한 모멘텀. 편안한 방산과 조선주 배팅

조선/방산/기계 커버리지 16사의 3Q24 합산 실적은 매출액 29.3조원 (+17% YoY, -4% QoQ), 영업이익 2.0조원(+54% YoY, -12% QoQ)로 컨센서스 대비 매출액 부합, 영업이익 -11%로 부진. 2Q24 서프라이즈 이후 올라간 눈높이에 비수기 영향, 4Q24의 회복세를 감안하면 무난한 실적시준

조선 3Q24 Pre 무난한 실적과 끝나지 않을 업황

조선 커버리지 합산 영업이익은 전년동기대비 174% 증가, 컨센서스 대비 -20%. 전분기대비 조업일수 7% 감소, 전분기 공정 정상화와 인력문제의 감소로 서프라이즈의 기저 영향. 후반기 하락은 4Q24에 반영 예상. 중국 조선사와의 경쟁 우려는 과다하다 판단, 신조선가도 안정적. 매수 관점

방산 3Q24 Pre 믿을 건 방산, 실적에 수주까지

방산 커버리지 합산 영업이익은 전년동기대비 153% 증가, 컨센서스 대비 +6% 상회. 폴란드 수출 증가로 한화에어로스페이스와 현대로템이 약진. 이외 비수기 영향과 더딘 실적 성장. 중동 지정학적 리스크가 확대되는 가운데 이라크 천궁-II 수주 이후 외형 확대 기대 지속. 현대로템의 폴란드, 루마니아 수주 기대. 주가 급등에도 수주와 실적 모두 가장 안정적인 방산주

전력기기 3Q24 Pre 주춤한 실적, 변동성 구간

전력기기 커버리지 합산 영업이익은 전년동기대비 27% 증가, 컨센서스 대비 -8%. 비수기에 환율 하락 효과 반영. 2Q24 서프라이즈 이후 올라간 눈높이의 부담. 효성중공업만 기대치 충족. 초고압 전력기기는 아직도 호황세, 저압 전력기기의 느린 확산세. 주가 급등 후 변동성 확대, 트레이딩 대응

건설장비 3Q24 Pre 실적 부진에도 기대감 유효

건설장비 커버리지 합산 영업이익은 전년동기대비 -11%, 컨센서스 대비 -13%로 부진할 전망. 금리인하 시기 구매 지연, 경기 불안 영향. 4Q24부터 완만한 턴어라운드 기대. 업체별 펀더멘털 이익 체력은 좋아짐. 대형 건설장비 업체들은 지역 및 제품 다각화, 주주환원 증가로 관심 필요. 두산밥캣은 지배구조 재편에서 상장 유지 확정. 업황 둔화세는 아쉽지만 '25년 기대

조선 3Q24 Pre 무난한 실적과 끝나지 않을 업황

3Q24 추정 실적은 전반적인 기대치 하회. 2Q24 서프라이즈 이후 높아진 눈높이 대비 비수기 영향으로 일시적 부진. 4Q24부터 상승세는 가파를 것. 2Q24 전후 단기 상승했던 주가는 제자리. 아직 끝나지 않은 업황으로 여전히 긍정적 시각

3Q24 Preview 조업일수 감소, 오르막에 잠시 평지

3Q24 커버리지 조선 5사의 합산 실적은 매출액 15.7조원(+23% YoY, -6% QoQ), 영업이익 6,138억원(+174% YoY, -14% QoQ)로 추정. 컨센서스 대비 매출액은 부합, 영업이익은 -20%로 부진(컨센서스 7,634억원)

2Q24 대비 조업일수가 7% 내외 감소(휴가, 추석연휴), 일부 단기 파업도 영향. 2Q24 공정 정상화와 인력문제의 감소로 서프라이즈를 기록했던 기저효과로 컨센서스가 높아진 것도 이유. 환율 하락과 임금협상타결 비용도 발생. 후반기 하락에도 협상에 따른 환입은 4Q24로 지연. 선가 상승분 반영과 물량 증가, 비용 안정화로 4Q24 실적 호조 기대. '25년도 실적 성장에 안정적 수주흐름 예상

[HD현대중공업] 매출액 3.5조원(+25% YoY, -8% QoQ)로 컨센 부합, 영업이익 1,726억원(3Q23 129억원, -12% QoQ), 컨센서스 대비 -9%(1,895억원), 영업이익률 4.9% 예상, 엔진 호조와 해양 부진 흐름 지속. [HD현대미포] 매출액 1조원(+6% YoY, -7% QoQ)로 컨센서스 부합, 영업이익 207억원(흑전 YoY, +19% QoQ), 컨센서스 대비 -20%(258억원), 영업이익률 2.0%(+0.5%p QoQ)로 느린 회복세 지속. [HD한국조선해양] 매출액 6.3조원(+25% YoY, -5% QoQ)로 컨센 소폭 상회, 영업이익 3,061억원(+343% YoY, -19% QoQ)로 컨센서스 대비 -17%(3,672억원), 영업이익률 4.9%(-0.8%p QoQ), 가장 견고한 현대삼호 실적

[삼성중공업] 매출액 2.4조원(+21% YoY, -3% QoQ)로 컨센 부합, 영업이익 1,018억원(+34% YoY, -22% QoQ)로 컨센서스 대비 -16%(1,215억원), 영업이익률 4.2%(-1.0%p) 예상. 임금협상타결비용 소폭 반영, FLNG 매출 증가. [한화오션] 매출액 2.4조원(+26% YoY, -5% QoQ)로 컨센 부합, 영업이익 126억원(-83% YoY, 흑전 QoQ)로 컨센서스 하회(594억원), 영업이익률 0.5%로 손익분기 달성 시작. 상대적으로 느렸던 턴어라운드, 공정개선, LNG선 비중 증가

비중확대 의견 유지, 잠시 주춤했을 뿐 여전히 호황 국면

조선업 비중확대 의견 유지, 각사별 매수 투자 의견과 목표주가 유지. HD현대중공업이 탑픽이나 조선사별 투자 매력도의 차별성 감소. 최근 중국 조선사들의 수주 약진으로 경쟁 심화를 우려하지만 국내 조선사들은 풍부한 수주잔고로 저가 경쟁 탈피. 컨테이너선, LNG선, FLNG로 조선사별 연간 수주 목표 달성이 확실시. 신조선가 지수는 횡보세가 시작되나 하락할 가능성은 낮음. 3Q24 실적 전후의 조정세를 매수 기회로 활용할 것을 권고

커버리지 조선 5사 실적 추이 및 전망														
(십억원, %)		3Q24F	컨센서스	2Q24	QoQ	3Q23	YoY	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2024F	2025F	2026F
HD한국조선해양 (009540)	매출액	6,297	6,092	6,615	(4.8)	5,011	25.7	5,516	6,615	6,297	7,446	25,874	28,468	31,115
	영업이익	306	367	376	(18.7)	69	343.8	160	376	306	353	1,196	1,939	2,604
	세전이익	470	330	456	3.2	125	276.8	249	456	470	402	1,577	2,151	3,279
	순이익	301	243	292	3.2	337	(10.5)	189	292	301	257	1,040	1,377	2,099
	영업이익률	4.9	6.0	5.7	-	1.4	-	2.9	5.7	4.9	4.7	4.6	6.8	8.4
HD현대중공업 (329180)	매출액	3,559	3,577	3,884	(8.4)	2,854	24.7	2,988	3,884	3,559	4,267	14,697	15,912	17,478
	영업이익	173	190	196	(11.7)	13	1,237.6	21	196	173	244	633	836	1,316
	세전이익	147	150	202	(27.0)	(13)	흑전	29	202	147	225	604	730	1,083
	순이익	115	100	154	(25.4)	(10)	흑전	29	154	115	176	473	570	845
	영업이익률	4.9	5.3	5.0	-	0.5	-	0.7	5.0	4.9	5.7	4.3	5.3	7.5
삼성중공업 (010140)	매출액	2,449	2,479	2,532	(3.3)	2,025	20.9	2,348	2,532	2,449	2,651	9,980	10,708	11,732
	영업이익	102	121	131	(22.1)	76	34.1	78	131	102	139	450	631	1,016
	세전이익	62	78	76	(18.9)	31	98.4	15	76	62	143	296	506	725
	순이익	54	71	77	(29.3)	38	42.1	10	77	54	126	266	419	600
	영업이익률	4.2	4.9	5.2	-	3.7	-	3.3	5.2	4.2	5.2	4.5	5.9	8.7
한화오션 (042660)	매출액	2,411	2,394	2,536	(5.0)	1,917	25.8	2,284	2,536	2,411	2,895	10,126	10,652	11,251
	영업이익	13	59	(10)	흑전	74	(83.0)	53	(10)	13	104	160	570	1,027
	세전이익	2	51	(25)	흑전	232	(99.1)	54	(25)	2	97	128	411	879
	순이익	2	30	(28)	흑전	232	(99.2)	51	(28)	2	83	108	376	802
	영업이익률	0.5	2.5	(0.4)	-	3.9	-	2.3	(0.4)	0.5	3.6	1.6	5.4	9.1
HD현대미포 (010620)	매출액	1,053	1,066	1,129	(6.8)	994	5.9	1,000	1,129	1,053	1,206	4,388	4,855	5,336
	영업이익	21	26	17	19.0	(8)	흑전	(11)	17	21	51	78	376	441
	세전이익	24	29	36	(32.0)	14	77.7	3	36	24	69	132	350	437
	순이익	18	22	27	(35.4)	9	90.2	2	27	18	51	98	256	320
	영업이익률	2.0	2.4	1.5	-	(0.8)	-	(1.1)	1.5	2.0	4.2	1.8	7.7	8.3
5사 합산	매출액	15,768	15,608	16,697	(5.6)	12,801	23.2	14,135	16,697	15,768	18,465	65,065	70,595	76,911
	영업이익	614	763	711	(13.6)	224	174.0	301	711	614	892	2,517	4,352	6,404
	세전이익	706	639	744	(5.2)	388	82.0	351	744	706	935	2,736	4,149	6,402
	순이익	490	466	523	(6.2)	606	(19.1)	280	523	490	692	1,986	2,997	4,665
	영업이익률	3.9	4.9	4.3	-	1.8	-	2.1	4.3	3.9	4.8	3.9	6.2	8.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

HD한국조선해양 PBR Valuation - 목표주가 230,000원 유지

	Valuation	비고
목표주가 (원)	230,000	유지
Target PBR (배)	1.34	- 2005년 평균 PBR 2.23배를 40% 할인, 유지 : 자회사 HD현대삼호 고성장, 배당 증가 기대 반영
현재주가 (원)	185,000	시가총액 130,930억원, 목표 시가총액 162,778억원
상승여력 (%)	24.3	투자의견 매수 유지
BPS (원)	175,969	- '25년 추정 BPS, 기존 BPS 172,007원, 변동폭 미미

자료: 신한투자증권 추정

HD현대중공업 PBR Valuation - 목표주가 210,000원 유지

	Valuation	비고
목표주가 (원)	210,000	유지
Target PBR (배)	2.90	- 2005년 평균 PBR을 30% 할증, 유지 : 조선 대장주, 우량한 재무구조와 잔고를 반영
현재주가 (원)	179,700	시가총액 159,525억원, 목표 시가총액 186,423억원
상승여력 (%)	16.9	투자의견 매수 유지
BPS (원)	70,320	- '25년 추정 BPS, 기존 BPS 72,992원, 변동폭 미미

자료: 신한투자증권 추정

삼성중공업 PBR Valuation - 목표주가 13,000원 유지

	Valuation	비고
목표주가 (원)	13,000	유지
Target PBR (배)	2.56	- 2005년 평균 PBR 2.23배를 15% 할증, 유지 : LNG 파이프라인과 해양플랜트 강점 반영
현재주가 (원)	9,860	시가총액 86,768억원, 목표 시가총액 114,400억원
상승여력 (%)	31.8	투자의견 매수 유지
BPS (원)	5,175	- '25년 추정 BPS, 기존 BPS 5,000원, 변동폭 미미

자료: 신한투자증권 추정

HD현대미포 PBR Valuation - 목표주가 130,000원 유지

	Valuation	비고
목표주가 (원)	130,000	유지
Target PBR (배)	2.23	- 2005년 평균 PBR 2.23배를 반영, 기존 동일 : 정상화 국면 진입 및 주요 선종 상황 개선 반영
현재주가 (원)	100,000	시가총액 39,942억원, 목표 시가총액 51,925억원
상승여력 (%)	30.0	투자의견 매수 유지
BPS (원)	58,292	- '25년 추정 BPS, 기존 BPS 56,731원, 변동폭 미미

자료: 신한투자증권 추정

한화오션 PBR Valuation - 목표주가 40,000원 유지

	Valuation	비고
목표주가 (원)	40,000	유지
Target PBR (배)	2.45	- 2005년 평균 PBR 2.23배를 10% 할증, 유지 : 한화그룹 피인수 이후 정상화 국면, 방산 성장 기대 반영
현재주가 (원)	30,850	시가총액 94,529억원, 목표 시가총액 122,566억원
상승여력 (%)	29.7	투자의견 매수 유지
BPS (원)	15,517	- '25년 추정 BPS, 기존 BPS 15,736원, 변동폭 미미

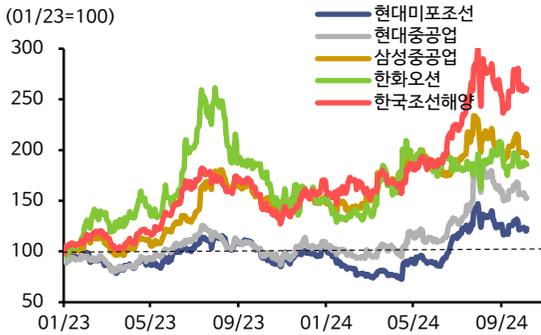
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

글로벌 Peer Group Valuation 비교

국가	회사 이름	시가총액 (조원)	주가상승률 (%)			PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)		ROE (%)		EPS성장률 (%)	
			1M	3M	6M	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
한국	HD현대중공업	16.0	2.2	18.2	51.6	35.4	19.2	2.83	2.49	18.7	11.9	8.3	14.3	1,078.4	84.4
	HD한국조선해양	13.1	8.5	15.6	56.1	13.5	8.1	1.21	1.06	7.1	4.3	8.4	12.4	269.3	66.9
	삼성중공업	8.7	2.6	0.6	16.3	33.0	15.4	2.25	1.95	15.7	10.7	7.2	13.4	흑전	114.4
	한화오션	9.5	0.7	1.5	15.1	53.0	21.7	2.12	1.94	28.1	14.5	4.0	9.3	8.4	144.8
	HD현대미포	4.0	5.7	3.2	62.1	54.9	17.8	1.96	1.76	28.6	10.6	3.5	10.3	흑전	208.0
	평균				38.0	16.4	2.08	1.84	19.6	10.4	6.3	11.9	452.1	123.7	
중국	중국선박공업	37.0	24.1	7.3	12.2	36.4	21.8	3.66	3.21	22.1	13.8	10.2	14.9	1,363.1	67.1
	중국선박중공	25.0	15.1	17.2	18.9	60.3	30.2	1.53	1.45	-	-	2.5	4.9	흑전	100.0
	양쯔강조선소	10.2	(1.2)	4.2	33.9	8.7	7.3	2.08	1.71	5.0	4.3	25.9	25.0	43.2	19.1
	평균				35.1	19.8	2.42	2.12	13.6	9.1	12.8	14.9	703.1	62.0	
일본	미쯔비시중공업	67.2	27.3	6.6	63.4	28.4	24.3	3.08	2.77	15.7	14.1	11.4	12.3	109.9	16.8
	가와사키중공업	9.7	34.5	3.4	33.4	13.3	11.6	1.53	1.36	8.5	7.9	11.7	12.4	42.3	14.3
	평균				20.9	18.0	2.30	2.06	12.1	11.0	11.6	12.3	76.1	15.5	
싱가포르	케펠	12.2	7.2	0.5	(10.0)	14.2	12.2	1.09	1.05	17.0	15.6	7.8	8.9	41.9	16.3
	셴코프마린	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.4	5.8	-	122.4
	평균				14.2	12.2	1.09	1.05	17.0	15.6	5.1	7.3	41.9	69.4	
	전체평균				31.9	17.2	2.12	1.88	16.7	10.8	8.6	12.0	369.6	81.2	

자료: Bloomberg, 신한투자증권

조선 5사 주가 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

WTI, 조선 5사 합산 시총 추이



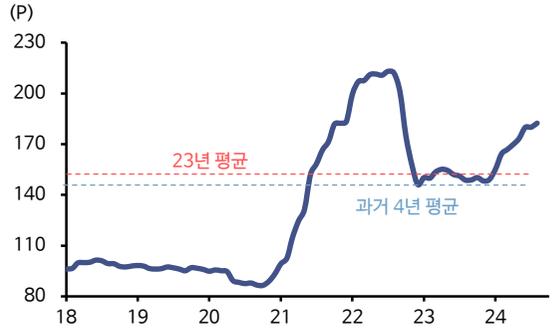
자료: QuantiWise, Bloomberg, 신한투자증권

전체 신조선가 추이



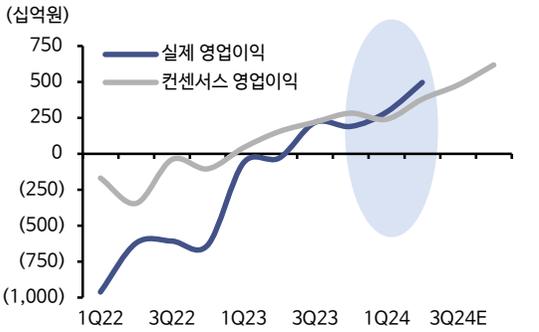
자료: Clarksons, 신한투자증권

전체 중고선가 추이



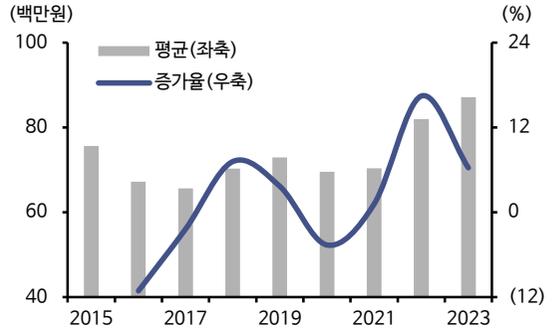
자료: Clarksons, 신한투자증권

조선 5사 실적, 컨센서스 영업이익 추이



자료 QuantilWise, 신한투자증권

조선 5사 1인당 평균임금 추이



자료: DART, 신한투자증권

방산 3Q24 Pre 믿을 건 방산, 실적에 수주까지

3Q24 추정 실적은 업체별 혼조세. 한화에어로스페이스와 현대로템이 폴란드 수출 증가로 서프라이즈 기대, 한국항공우주, LIG넥스원, 한화시스템은 기대치 하회 예상. 4Q24는 성수기에 전반적인 수출 성장. 지정학적 리스크 확산, 안전한 방산

3Q24 Preview 폴란드 수출에 따른 차별화

3Q24 커버리지 방산 5사의 합산 실적은 매출액 6.3조원(+31% YoY, +5% QoQ), 영업이익 6,506억원(+153% YoY, -4% QoQ), 영업이익률 10.3%(+5.0%p YoY, -0.9%p QoQ)로 추정. 컨센서스 대비 매출액은 부합, 영업이익은 6% 상회(컨센서스 6,117억원), 영업이익률 +0.6%p 상회하는 수준

[한화에어로스페이스] 분할 시점에 따른 컨센서스 착시 효과. 방산 실적은 폴란드 2Q24에 나간 K9자주포 잔여 물량 반영, 천무도 인도 증가, 4Q24도 K9 급증, 방산 수출에 대한 기대도 여전. 가장 많은 제품 라인업과 수출 지역 보유

[현대로템] 비수기에도 폴란드 K2전차 매출인식 물량 증가. 철도 부문은 흑자 지속, 플랜트 안정화 예상. 폴란드 2차 계약 임박, 루마니아도 당겨지는 협상

[한국항공우주] 폴란드, 말레이시아 FA-50 매출인식 일시적 정체. 기체부품은 안정적 성장. 국내 군수는 수리온 납품 종료 후 LAH 반영 증가까지의 시간차, KF-21은 정상 반영. 기다리는 해외 수주가 주가의 열쇠, '25년부터는 본격 성장

[LIG넥스원] 2Q24 대비 국내 납품 증가, 수출은 더딘 확대. 4Q24는 성수기로 매출 확대. 이라크 천궁II 수주로 장기 성장 담보. 단기 실적보다는 수출 파이프라인 확대가 더 큰 의미. 고스트로보틱스도 연결 반영 시작될 것

[한화시스템] 2Q24 일회성 반영에 따른 높은 기저 대비 감소 구간. K2전차 물량 증가에 따른 수혜는 지속. 천궁II 수주는 협상 중, 확실한 낙수효과. K2전차 후속 물량의 부품 증가 기대. '25년부터는 우주사업도 발주 증가. 덜 오른 주가도 매력

비중확대 의견 유지, 지정학적 위험과 수출 확대로 탄탄대로

방위산업 비중확대 의견 유지. 탐픽은 현대로템, 실적 호조에 해외 수주가 재개 되는 시점. 이외 한화에어로스페이스와 LIG넥스원도 수출 확대 기조. 한화시스템은 간접 수혜, 한국항공우주는 느린 수주로 '25년의 실적과 수주 성장을 기대

한화에어로스페이스의 목표주가를 40.5만원으로 상향(기존 28만원, +45%), 방산 수출 증가로 적용 BPS 변동, 분할에 따른 10% 할인 비율 적용. LIG넥스원 27.6만원으로 상향(기존 23.5만원, +17%), 이라크 천궁-II 수주를 반영해 적용 멀티플 상향. 현대로템 목표주가를 7.4만원으로 상향(기존 6만원, +23%), 수주와 실적 기대로 적용 멀티플 상향. 이외 한국항공우주와 한화시스템 의견 유지

커버리지 방산 5사 실적 추이 및 전망														
(십억원, %)		3Q24F	컨센서스	2Q24	QoQ	3Q23	YoY	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2024F	2025F	2026F
한화에어로 (012450)	매출액	2,951	2,854	2,786	5.9	2,202	34.0	1,848	2,786	2,951	3,837	11,422	12,851	13,685
	영업이익	374	315	359	4.2	104	259.9	37	359	374	363	1,133	1,536	1,693
	세전이익	290	243	139	109.1	11	2,468.0	56	139	290	265	750	1,202	1,374
	순이익	321	169	147	118.2	(15)	흑전	(13)	147	321	217	672	1,056	1,178
	영업이익률	12.7	11.0	12.9	-	4.7	-	2.0	12.9	12.7	9.5	9.9	12.0	12.4
한국항공우주 (047810)	매출액	896	965	892	0.5	1,007	(11.0)	740	892	896	1,187	3,715	4,320	5,730
	영업이익	56	77	74	(24.2)	65	(13.9)	48	74	56	102	281	353	539
	세전이익	49	75	67	(26.0)	64	(23.1)	45	67	49	95	257	311	514
	순이익	40	61	55	(27.8)	53	(25.1)	37	55	40	77	209	242	400
	영업이익률	6.3	8.0	8.3	-	6.5	-	6.5	8.3	6.3	8.6	7.6	8.2	9.4
현대로템 (064350)	매출액	1,127	1,089	1,095	2.9	927	21.5	748	1,095	1,127	1,381	4,350	5,819	5,917
	영업이익	125	109	113	10.5	41	203.1	45	113	125	156	438	662	709
	세전이익	122	109	131	(7.2)	43	184.8	54	131	122	154	461	635	714
	순이익	99	86	101	(1.8)	41	141.5	56	101	99	125	382	482	543
	영업이익률	11.1	10.0	10.3	-	4.4	-	6.0	10.3	11.1	11.3	10.1	11.4	12.0
LIG넥스원 (079550)	매출액	671	729	605	11.0	536	25.2	764	605	671	867	2,907	3,709	4,254
	영업이익	51	62	49	3.0	41	23.2	67	49	51	67	234	313	369
	세전이익	41	55	44	(8.0)	42	(3.8)	69	44	41	55	210	279	373
	순이익	35	49	46	(24.2)	34	2.3	61	46	35	54	195	266	322
	영업이익률	7.5	8.5	8.1	-	7.7	-	8.8	8.1	7.5	7.7	8.0	8.4	8.7
한화시스템 (272210)	매출액	694	705	687	1.0	621	11.9	544	687	694	877	2,803	3,131	3,506
	영업이익	45	49	80	(43.3)	37	21.3	39	80	45	27	192	221	278
	세전이익	42	54	9	394.7	52	(17.8)	61	9	42	40	152	236	244
	순이익	35	42	28	23.9	43	(18.2)	52	28	35	33	148	195	202
	영업이익률	6.5	6.9	11.6	-	6.0	-	7.2	11.6	6.5	3.1	6.8	7.1	7.9
5사 합산	매출액	6,339	6,342	6,064	4.5	5,293	19.8	4,644	6,064	6,339	8,150	25,197	29,830	33,092
	영업이익	651	612	675	(3.6)	289	125.3	236	675	651	716	2,278	3,085	3,588
	세전이익	545	536	390	39.7	212	156.6	286	390	545	610	1,830	2,663	3,218
	순이익	530	406	378	40.4	156	240.0	192	378	530	506	1,606	2,242	2,644
	영업이익률	10.3	9.6	11.1	-	5.5	-	5.1	11.1	10.3	8.8	9.0	10.3	10.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 한화에어로스페이스는 분할 전 기준의 실적

한화에어로스페이스 PBR Valuation - 목표주가 405,000원으로 상향

	Valuation	비고
목표주가 (원)	405,000	기존 280,000원, +44.6%
Target PBR (배)	3.18	- 2011~15년 평균 PBR 1.59배를 100% 할증(기존 70% 할증); 과거 수출 증가 시기보다 더 강한 성장 국면
현재주가 (원)	364,500	시가총액 166,143억원, 목표 시가총액 184,603억원
상승여력 (%)	11.1	투자이건 매수 유지
BPS (원)	124,032	- '26년 추정치, 기존 102,142원, +21.4% ; 분할비율로 10% 할인, 방산 수출 급증을 반영

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

한국항공우주 PBR Valuation - 목표주가 72,000원 유지

	Valuation	비고
목표주가 (원)	72,000	유지
Target PBR (배)	3.95	- 2011~16년 평균 PBR 4.94배를 20% 할인 적용(기준과 동일); 더딘 해외 수주를 반영
현재주가 (원)	53,600	시가총액 52,539억원, 목표 시가총액 70,575억원
상승여력 (%)	34.3	투자의견 매수 유지
BPS (원)	18,530	- '24, 25년 평균 EPS 적용, 기준 '24년 EPS 17,405원, +6.5%

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

LIG넥스원 PBR Valuation - 목표주가 276,000원으로 상향

	Valuation	비고
목표주가 (원)	276,000	기준 235,000원, +17.4%
Target PBR (배)	3.78	- 2015~19년 평균 PBR 2.7배를 40% 할증(기준과 동일); 과거 수출 증가 시기보다 더 강한 성장 국면
현재주가 (원)	223,000	시가총액 53,790억원, 목표 시가총액 66,574억원
상승여력 (%)	23.8	투자의견 매수 유지
BPS (원)	73,100	- '26년 추정 BPS 적용(기준 '25년 추정치), 기준 62,007원, +17.9%; 해외 수주 및 수출 팽창기임을 반영

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

한화시스템 PBR Valuation - 목표주가 25,000원 유지

	Valuation	비고
목표주가 (원)	25,000	유지
Target PBR (배)	1.97	- 2019~21년 평균 PBR 1.79배를 10% 할증(기준과 동일) ;방산 성장과 신성장 산업의 조화를 반영
현재주가 (원)	18,300	시가총액 33,930억원, 목표 시가총액 46,352억원
상승여력 (%)	36.6	투자의견 매수 유지
BPS (원)	12,685	- '25년 추정 BPS 적용, 기준 12,588원, 변동폭 미미 ; 방산 수출 확대와 우주사업 성장을 반영

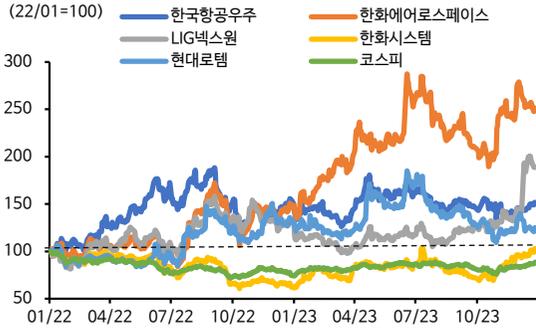
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

현대로템 PBR Valuation - 목표주가 74,000원으로 상향

	Valuation	비고
목표주가 (원)	74,000	기준 60,000원, +23.3%
Target PBR (배)	3.24	- LIG넥스원의 타겟 PBR 기준 2.7배를 20% 할증('15~19년, 기준 그대로 적용). 수출과 실적 급증 시기임을 반영
현재주가 (원)	60,800	시가총액 66,359억원, 목표 시가총액 80,766억원
상승여력 (%)	21.7	투자의견 매수 유지
BPS (원)	22,980	- '25년 추정 BPS를 적용, 기준 22,240원, 변동폭 미미

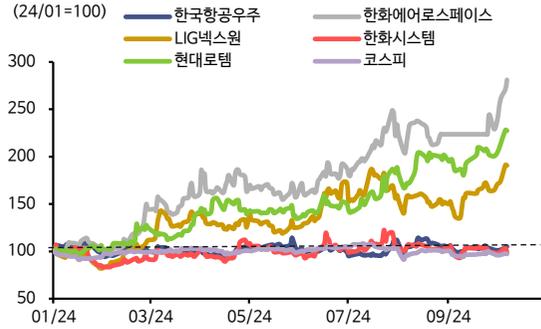
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

'22~'23 방산 5사 상대주가 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

'24 YTD 방산 5사 상대주가 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

방산업체 Global Peer Valuation 요약 비교

국가	회사 이름	시가총액 (조원)	주가상승률 (%)		PER(배)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)		EPS성장률 (%)	
			1M	YTD	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
한국	한화에어로스페이스	16.6	21.5	183.0	28.5	19.5	4.3	3.6	14.8	12.4	15.6	19.6	(28.5)	48.1
	한국항공우주	5.3	5.7	7.8	23.2	18.0	3.0	2.6	13.5	10.9	13.3	15.3	0.7	28.8
	현대로템	6.6	23.0	128.6	18.8	13.9	3.3	2.7	14.0	10.1	19.2	20.9	119.1	35.3
	한화시스템	3.4	4.4	3.5	23.0	18.0	1.5	1.4	11.2	9.9	6.6	7.8	(56.9)	24.2
	LIG넥스원	5.4	39.7	87.4	25.1	21.0	4.4	3.8	17.3	14.5	19.1	19.8	22.7	20.7
	평균				23.7	18.1	3.3	2.8	14.2	11.6	14.7	16.7	11.4	31.4
미국	RAYTHEON	224.3	5.6	48.6	22.7	20.4	2.8	2.7	16.1	14.7	11.1	12.2	132.1	10.7
	LOCKHEED MARTIN	194.6	6.9	33.6	22.8	21.3	23.9	21.4	16.4	15.7	98.0	103.9	(8.7)	4.9
	NORTHROP GRUMMAN	105.3	3.7	14.1	21.2	19.2	5.4	5.0	15.8	14.6	24.9	26.1	80.7	7.8
	GENERAL DYNAMICS	110.2	1.5	14.5	20.7	18.1	3.6	3.4	15.1	13.7	18.3	19.8	19.8	12.7
	평균				21.9	19.7	8.9	8.1	15.8	14.7	38.1	40.5	56.0	9.0
유럽	SAFRAN	128.6	5.5	27.3	28.8	23.9	6.5	5.6	16.0	13.8	23.0	24.8	(13.3)	20.9
	BAE SYSTEMS	69.0	(0.2)	16.3	19.0	16.8	3.4	3.1	12.5	11.4	18.5	19.1	10.0	10.8
	THALES	46.2	2.3	10.6	17.3	15.3	4.0	3.6	11.5	10.4	24.5	24.1	70.3	12.3
	RHEINMETALL	32.6	0.1	75.8	23.2	16.9	5.6	4.5	12.9	10.0	25.4	28.3	75.8	39.1
	LEONARDO-FINMECCANICA	18.0	3.1	40.7	13.3	12.1	1.4	1.3	8.3	7.5	11.0	11.2	40.0	10.1
평균				20.3	17.0	4.2	3.6	12.2	10.6	20.5	21.5	36.6	18.6	
아시아	BHARAT	32.5	(2.3)	50.4	43.3	36.1	10.7	9.1	32.3	27.0	26.4	27.1	56.3	19.0
	ELBIT	12.5	5.0	(2.0)	26.3	22.7	-	-	15.8	14.0	-	-	76.0	18.0
	ASELSAN	10.4	1.3	28.7	19.3	13.8	2.2	1.6	10.8	7.7	11.9	10.0	127.5	45.3
	평균				29.6	24.2	6.4	5.3	19.6	16.3	19.1	18.5	86.6	27.5
전체 평균					23.3	19.2	5.4	4.7	15.0	12.8	22.9	24.4	42.6	21.7

자료: Bloomberg, 신한투자증권

전력기기 3Q24 Pre 주춤한 실적, 변동성 구간

3Q24 추정 실적은 기대치 하회, 2Q24 서프라이즈로 올라간 눈높이 대비 비수기 영향. 성장 기조는 지속되며 주가의 변동성 확대. 초고압 전력기기 시장은 '25년까지도 성장 지속 전망. 저압 전력기기 시장은 변수. 트레이딩 관점의 접근

3Q24 Preview 단지 비수기, 성장 기조는 유지

3Q24 커버리지 전력기기 3사의 합산 실적은 매출액 3.0조원(+10% YoY, -6% QoQ), 영업이익 3,184억원(+27% YoY, -17% QoQ), 영업이익률 10.5% (+1.4%p YoY, -1.3%p QoQ)로 추정. 컨센서스 대비 매출액은 -3%, 영업이익은 -8%(컨센서스 3,466억원)로 다소 부진, 영업이익률도 -0.6%p 하회하는 수준

효성중공업만 기대치 부합, HD현대일렉트릭과 LS ELECTRIC은 컨센서스 하회 예상, 2Q24와 반대. 비수기와 환율 하락 영향, 4Q24는 성수기에 물량 증가 효과 기대. 수주잔고 증가로 신규수주가 더디지만 업황은 아직도 호황

[HD현대일렉트릭] 컨센서스 대비 매출액 부합, 영업이익 -10% 예상. 2Q24 서프라이즈로 올라간 기대치 대비 비수기 영향. 환율 하락과 전분기대비 매출 감소에 따른 수익성 하락. 3Q24도 매출액 이상의 수주 달성 추정, 수주잔고 유지

[효성중공업] 중공업 부문의 마진을 증가(10% 내외 영업이익률 기대), 건설 부문 2Q24 비용 반영 이후 회복세. 북미공장 물량 증가로 수익성 개선. 물류 차질로 만성적인 물량 지연. 초고압 마진을 증가 추세가 주가를 결정, 편안한 상승세

[LS ELECTRIC] 북미 배전반, 국내 전력기기의 분기 변동성, 2Q24 대비 일시적 감소세, 4Q24부터 다시 성장 기대. 선진, 신흥시장의 전반의 배전기기의 중장기 점유율 증가로 단기 실적보다 중장기 성장성이 중요. 쉬어가는 3분기

비중확대 의견 유지, 아직 끝나지 않은 업황

전력기기 비중확대 의견 유지, 업체들의 매수 의견 유지, HD현대일렉트릭과 효성중공업의 목표주가 유지. LS ELECTRIC 목표주가를 23.2만원으로 하향(기존 25.5만원, -9%), 추정 EPS 조정에 따름. 당장의 실적보다 업황이 더 중요

초고압 시장은 아직도 성장 중, 북미 전력 투자는 데이터센터와 리쇼어링으로 여진, 유럽의 회복이 시작되며 단가 상승, 국가별 수주 협의 지속. 배전 변압기의 공격적 증설과 경쟁 과열은 우려, 배전기기 시장은 경기 민감도가 높고 분산형 전력의 큰 그림의 시차로 예측이 어려움. 종목 선호도는 무차별

커버리지 전력기기 3사 실적 추이 및 전망														
(십억원, %)		3Q24F	컨센서스	2Q24	QoQ	3Q23	YoY	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2024F	2025F	2026F
HD현대일렉트릭 (267260)	매출액	852	869	917	(7.1)	694	22.7	801	917	852	975	3,545	4,006	4,526
	영업이익	153	169	210	(27.4)	85	78.6	129	210	153	216	707	900	1,090
	세전이익	146	158	209	(30.3)	67	118.8	123	209	146	203	682	875	1,113
	순이익	112	126	161	(30.3)	53	110.6	94	161	112	157	525	674	857
	영업이익률	17.9	19.5	22.9	-	12.3	-	16.1	22.9	17.9	22.1	19.9	22.5	24.1
LS ELECTRIC (010120)	매출액	1,011	1,058	1,132	(10.8)	1,023	(1.2)	1,039	1,132	1,011	1,080	4,262	4,264	4,622
	영업이익	72	84	110	(34.0)	70	3.2	94	110	72	91	367	373	446
	세전이익	27	72	101	(73.2)	61	(55.4)	98	101	27	44	271	317	390
	순이익	21	57	64	(67.4)	41	(48.5)	78	64	21	34	198	240	295
	영업이익률	7.2	8.0	9.7	-	6.9	-	9.0	9.7	7.2	8.4	8.6	8.7	9.6
효성중공업 (298040)	매출액	1,181	1,208	1,194	(1.1)	1,039	13.6	985	1,194	1,181	1,433	4,793	5,186	5,790
	영업이익	93	93	63	49.0	95	(1.3)	56	63	93	124	336	414	540
	세전이익	73	73	33	120.2	72	1.4	34	33	73	91	231	350	493
	순이익	73	47	36	102.1	52	40.5	22	36	73	90	221	355	500
	영업이익률	7.9	7.7	5.2	-	9.1	-	5.7	5.2	7.9	8.6	7.0	8.0	9.3
3사 합산	매출액	3,044	3,134	3,243	(6.1)	2,756	10.4	2,824	3,243	3,044	3,489	12,599	13,456	14,938
	영업이익	318	347	382	(16.7)	250	27.3	279	382	318	430	1,410	1,688	2,075
	세전이익	246	303	344	(28.4)	199	23.4	255	344	246	338	1,183	1,542	1,997
	순이익	206	231	262	(21.2)	146	41.5	194	262	206	281	943	1,268	1,652
	영업이익률	10.5	11.1	11.8	-	9.1	-	9.9	11.8	10.5	12.3	11.2	12.5	13.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

HD현대일렉트릭 PER Valuation - 목표주가 410,000원 유지

	Valuation	비고
목표주가 (원)	410,000	유지
Target PER (배)	21.87	- 비교업체 이튼을 10% 할인(기준과 동일): 이튼 수준의 이익률과 미국 비중으로 타업체 배제, 규모적 할인
현재주가 (원)	321,000	시가총액 115,711억원, 목표 시가총액 147,793억원
상승여력 (%)	27.7	투자 의견 매수 유지
EPS (원)	18,688	- '25년 추정 EPS 적용, 기준과 동일

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

LS ELECTRIC PER Valuation - 목표주가 232,000원으로 하향

	Valuation	비고
목표주가 (원)	232,000	기존 255,000원, -9.0%
Target PER (배)	23.53	- 비교업체인 프리스미안, 스킵토모전기공업, 벡스스, 이튼의 평균 PER을 25% 할증 적용(기준과 동일): 전력기기 시장의 급팽창과 배전 전력기기 시장의 높은 경쟁력을 반영
현재주가 (원)	161,000	시가총액 48,300억원, 목표 시가총액 69,600억원
상승여력 (%)	44.1	투자 의견 매수 유지
EPS (원)	9,844	- '26년 추정 EPS 적용, 기준 10,838원, -9.2%

자료: 신한투자증권 추정

효성중공업 PER Valuation - 목표주가 450,000원 유지

	Valuation	비고
목표주가 (원)	450,000	유지
Target PER (배)	9.85	- 비교업체인 프리스미안, 스미토모전기공업, 넥상스, 이튼의 평균 PER을 45% 할인 적용(기준과 동일): 전력기계 시장의 급팽창, 건설사업부 할인을 적용
현재주가 (원)	363,500	시가총액 33,895억원, 목표 시가총액 41,961억원
상승여력 (%)	23.8	투자의견 매수 유지
EPS (원)	45,825	- '26년 추정 EPS 적용, 기준, 43,429원, 변동폭 미미

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

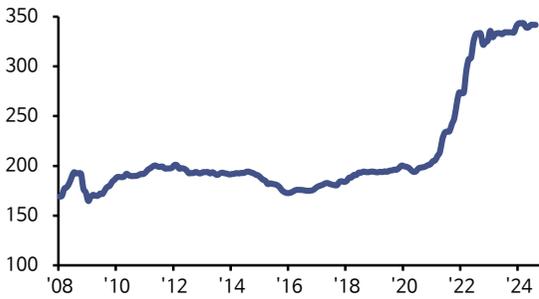
전력기계 Peer Group Valuation 비교

국가	회사 이름	시가총액 (조원)	주가상승률(%)		PER(배)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)		EPS성장률(%)	
			1M	YTD	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
한국	LS	4.0	(7.9)	32.9	9.6	9.1	0.8	0.7	8.2	7.8	8.5	9.1	(8.2)	6.0
	LS ELECTRIC	4.8	(18.5)	119.9	18.3	14.7	2.6	2.3	10.6	9.1	14.6	16.2	18.0	26.2
	HD현대일렉트릭	11.6	0.0	290.5	22.4	16.8	7.6	5.3	15.4	12.2	39.7	37.1	130.6	33.6
	효성중공업	3.4	9.8	124.5	19.2	12.9	2.8	2.3	11.5	8.8	14.7	19.4	50.6	48.7
	LS에코에너지	0.8	(14.8)	24.2	27.0	26.3	4.6	4.0	17.7	16.3	18.9	16.7	343.8	2.7
	평균				19.3	16.0	3.7	2.9	12.7	10.8	19.3	19.7	107.0	23.5
해외	프리스미안	28.6	13.2	58.8	20.1	16.8	3.8	3.3	10.9	9.0	20.5	20.3	50.4	19.8
	스미토모 전기공업	17.3	(1.1)	32.8	11.9	10.8	0.8	0.8	5.7	5.5	7.1	7.5	43.7	9.7
	넥상스	8.3	21.8	61.4	17.3	15.7	3.0	2.7	8.2	7.6	18.3	17.9	28.6	10.3
	이튼 코퍼레이션	179.6	4.9	39.0	31.2	28.1	6.9	6.3	24.3	21.9	21.3	22.5	28.9	11.0
	평균				20.1	17.8	3.6	3.3	12.3	11.0	16.8	17.1	37.9	12.7
전체 평균					19.7	16.8	3.7	3.1	12.5	10.9	18.2	18.5	76.3	18.7

자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

미국 변압기 PPI

(변압기 '99=100)



자료: Kita, 신한투자증권

대형변압기 수출 금액 추이

(달러/kg)



자료: Kita, 신한투자증권

건설장비 3Q24 Pre 실적 부진에도 기대감 유효

3Q24 추정 실적은 커버리지 3사 모두 기대치를 하회. 2H23 이후 이어진 재고 조정과 업황 둔화가 지속. 업황 회복은 '25년부터로 예상. 다만 단단해진 이익 체력과 지역별 점유율 증가, 제품 라인업 확대, 주주환원 강화로 여전한 관심 필요

3Q24 Preview 아직은 실적 감소 구간

3Q24 커버리지 건설장비 3사의 합산 실적은 매출액 3.9조원(-10% YoY, -6% QoQ), 영업이익 3,297억원(-25% YoY, -13% QoQ), 영업이익률 8.4%(-1.7%p YoY, -0.6%p QoQ)로 추정. 컨센서스 대비 매출액은 -7%, 영업이익은 -13%로 어닝 쇼크 예상(컨센서스 3,800억원). 금리인하 시기 구매 지연, 경기 불안 영향

[HD현대인프라코어] 부진했던 2Q24 분위기가 지속. 딜러들의 재고 부담은 1년 동안 지속, 아직도 재고 감소 구간. 매출 감소에 따른 고정비 부담과 할인 판매에 따른 판관비 부담 가중. 엔진은 호조, 방산과 오일&가스향 증가 추정

[HD현대건설기계] 딜러들의 재고 감소 구간. 중국 부양책은 단기 실적 영향 미미, 인도와 브라질은 호조 지속, 느린 턴어라운드, 4Q24 일부 회복 기대. 환율 영향은 크지 않음. 중동 전쟁 영향으로 일부 물류 차질. 전체 실적은 안정화

[두산밥캣] 미국 금리인하가 지속되며 구매 지연, 추가로 금리인하되어도 실적까지의 시차 예상. 회복은 '25년부터 기대. 적극적인 프로모션도 애매한 구간. 딜러 재고는 4개월, 주문은 3개월 내외. 조업일수 감소 영향. 눈높이를 낮춰야 할 때

비중확대 의견 유지, 그래도 안정화된 실적과 여러 모멘텀

건설장비 비중확대 의견 유지. HD현대인프라코어는 매수 투자 의견과 목표주가를 유지. HD현대건설기계의 목표주가를 유지하나 주가 하락에 따라 투자 의견을 매수로 상향(기존 Trading BUY). 두산밥캣의 목표주가를 4.6만원으로 하향(기존 5만원, -8%), 추정 EPS 조정 영향, 주가 하락으로 투자 의견을 매수로 상향(기존 Trading BUY). 선호도 차이는 크지 않으나 소형보다 대형 건설장비주를 선호

업체들의 이익체력 상향은 긍정적. 대형 건설장비 업체들은 탈중국 이후 지역 및 제품 다각화에 열중, 양사간의 시너지 제품도 '25년부터 출시, 원가절감과 공동 개발 등으로 경쟁력 확보. 두산밥캣은 지배구조 재편에서 상장 유지 확정. 업황에 집중할 타이밍이지만 아쉬운 둔화세, 대신 이후 펼쳐질 '25년의 회복을 기대

커버리지 건설장비 3사 실적 추이 및 전망

(십억원, %)		3Q24F	컨센서스	2Q24	QoQ	3Q23	YoY	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2024F	2025F	2026F
HD현대인프라 (042670)	매출액	1,082	1,135	1,108	(2.3)	1,076	0.6	1,157	1,108	1,082	1,136	4,483	5,036	5,256
	영업이익	80	91	82	(1.4)	90	(10.3)	93	82	80	84	339	456	515
	세전이익	73	85	84	(12.2)	71	3.4	91	84	73	77	325	435	484
	순이익	56	58	63	(11.5)	49	13.9	68	63	56	58	245	329	366
	영업이익률	7.4	8.1	7.4	-	8.3	-	8.0	7.4	7.4	7.4	7.6	9.1	9.8
HD현대건설기 (267270)	매출액	861	885	853	0.9	929	(7.3)	979	853	861	867	3,560	3,832	4,428
	영업이익	56	58	59	(3.8)	54	4.6	54	59	56	48	217	239	328
	세전이익	43	55	45	(3.7)	47	(8.8)	54	45	43	34	176	216	287
	순이익	33	38	30	9.7	36	(9.4)	46	30	33	26	135	163	216
	영업이익률	6.5	6.6	6.9	-	5.8	-	5.5	6.9	6.5	5.6	6.1	6.2	7.4
두산밥캣 (241560)	매출액	1,989	2,198	2,237	(11.1)	2,366	(15.9)	2,395	2,237	1,989	2,084	8,704	9,101	9,373
	영업이익	193	231	240	(19.4)	298	(35.1)	326	240	193	198	957	1,006	1,095
	세전이익	176	240	233	(24.6)	269	(34.6)	307	233	176	187	903	947	1,073
	순이익	134	152	158	(15.1)	189	(29.1)	217	158	134	145	654	702	799
	영업이익률	9.7	10.5	10.7	-	12.6	-	13.6	10.7	9.7	9.5	11.0	11.1	11.7
3사 합산	매출액	3,932	4,218	4,198	(6.3)	4,371	(10.0)	4,531	4,198	3,932	4,086	16,747	17,969	19,057
	영업이익	330	380	380	(13.1)	441	(25.2)	472	380	330	331	1,513	1,702	1,937
	세전이익	293	380	362	(19.2)	387	(24.5)	452	362	293	297	1,404	1,599	1,844
	순이익	223	248	251	(11.2)	274	(18.8)	330	251	223	229	1,034	1,194	1,381
	영업이익률	8.4	9.0	9.0	-	10.1	-	10.4	9.0	8.4	8.1	9.0	9.5	10.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

HD현대인프라코어 PER Valuation - 목표주가 10,000원 유지

	Valuation	비고
목표주가 (원)	10,000	유지
Target PER (배)	6.83	- 캐터필러, 볼보, 테렉스, XCMG, 히다치건설기의 '24년 평균 PER 9.7배를 30% 할인 적용(기존 20% 할인) : 높은 신흥국 노출도, 느린 턴어라운드 반영
현재주가 (원)	7,560	시가총액 14,565억원, 목표 시가총액 19,266억원
상승여력 (%)	32.3	투자의견 매수 유지
EPS (원)	1,477	- '24, 25년 평균 EPS 적용, 기존 '24년 EPS 1,274원, +15.9%

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

HD현대건설기계 PER Valuation - 목표주가 66,000원 유지

	Valuation	비고
목표주가 (원)	66,000	유지
Target PER (배)	8.30	- 캐터필러, 볼보, 테렉스, XCMG, 히다치건설기의 '24년 평균 PER 9.7배를 15% 할인 적용(기존 20% 할인) : 더딘 업황, 바닥 국면, 신흥국에서의 경쟁력을 반영
현재주가 (원)	53,600	시가총액 9,812억원, 목표 시가총액 12,082억원
상승여력 (%)	23.1	투자의견 매수 상향, 기존 Trading BUY
EPS (원)	7,997	- '24, 25년 평균 EPS 적용, 기존 8,594원, -7.0%

자료: 신한투자증권 추정

두산밥캣 PER Valuation - 목표주가 46,000원으로 하향

	Valuation	비고
목표주가 (원)	46,000	기존 50,000원, -8.0%
Target PER (배)	6.79	- CNHI, 다케우치, 구보다의 '24년 평균 PER 9.7배를 30% 할인 적용(기준과 동일) : 업황 부진, 지배구조 불확실성을 반영
현재주가 (원)	39,800	시가총액 39,899억원, 목표 시가총액 46,114억원
상승여력 (%)	15.6	투자이건 매수 상황, 기존 Trading BUY
EPS (원)	6,763	'24, 25년 평균 EPS 적용, 기존 7,317원, -7.0%

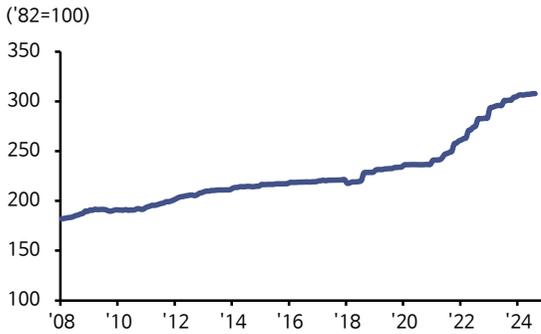
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

건설기계 Global Peer Valuation 요약 비교

국가	회사 이름	시가총액 (조원)			주가상승률 (%)		PER(배)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)		EPS성장률 (%)	
		1M	3M	YTD	1M	YTD	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
한국	두산밥캣	4.0	(3.5)	(21.0)	5.7	5.3	0.6	0.6	3.0	2.9	11.1	10.7	(24.1)	6.0		
	HD현대인프라코어	1.5	13.7	(6.9)	6.6	5.6	0.7	0.7	4.4	4.0	11.8	12.9	(2.1)	16.2		
	HD현대건설기계	1.0	14.4	3.7	7.3	6.0	0.6	0.5	5.2	4.6	8.7	9.8	24.3	12.0		
	평균				6.5	5.7	0.6	0.6	4.2	3.8	10.5	11.1	(0.7)	11.4		
미국, 유럽	Deere&Co.	149.8	6.4	1.5	16.3	17.8	5.5	5.1	11.7	12.4	37.9	31.3	(32.0)	(12.4)		
	Caterpillar	260.4	20.9	34.7	18.0	17.5	10.8	9.5	12.8	12.7	63.7	59.2	3.9	(0.1)		
	Volvo	72.0	6.2	7.0	10.6	10.5	2.9	2.7	5.7	5.6	28.7	26.1	5.1	1.8		
	CNHI	-	-	-	-	-	-	-	-	-	24.7	23.1	(29.1)	(3.6)		
	Terex	4.7	4.7	(9.2)	8.0	8.9	1.7	1.6	5.7	6.2	25.5	21.0	(14.5)	(10.4)		
아시아	코마츠	36.3	10.8	10.7	9.8	9.5	1.2	1.1	6.7	6.6	12.6	12.4	18.9	2.3		
	Sany	31.5	20.4	41.0	26.9	21.0	2.3	2.1	16.2	13.7	8.6	10.3	35.5	28.4		
	쿠보타	22.2	(0.5)	(2.8)	10.3	10.1	1.0	1.0	10.6	10.5	10.5	10.0	(2.7)	(0.1)		
	XCMG	17.7	26.6	43.8	14.0	11.0	1.5	1.4	11.7	9.9	10.9	12.8	23.4	26.5		
	히타치건설기계	6.9	4.6	(5.3)	7.9	7.8	0.9	0.9	5.8	5.7	12.1	11.6	36.1	1.9		
	다케우치	2.0	7.3	3.0	7.6	8.7	1.3	1.2	3.8	4.7	18.9	14.2	76.7	(10.7)		
평균				13.0	12.3	2.9	2.7	9.1	8.8	23.1	21.1	11.0	2.1			
전체평균				11.5	10.8	2.4	2.2	7.9	7.7	20.4	19.0	8.5	4.1			

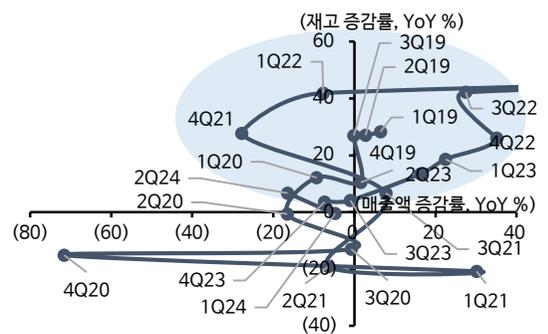
자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 건설장비 PPI 추이



자료: 미국 노동부, 신한투자증권

재고-매출액 증감률 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이동현, 이지한)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 HD현대미포, HD현대일렉트릭, LG벡스원을 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 조사분석 담당자 이동현은 상기 회사 LS ELECTRIC의 기업설명회에 해당회사 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

비중확대 (유지)

박현진 연구위원
✉ hpark@shinhan.com

주지은 연구원
✉ jieun.ju@shinhan.com

신한생각 | 과도한 실적 눈높이가 부담

지난 8일 신한 소비재 기업 Corporate Day 2일차로 인디뷰티 대표 브랜드 사 브이티, 토니모리, 마녀공장, 클리오 초청. 위 기업 모두 해외 매출 비중이 적게는 40%에서 많게는 70%로 일본과 미국 매출이 크며, 최근에는 동남아시아에서도 매출 기여하는 상황. 유독 브이티에 대한 투자자 관심이 매우 높았으며, 그밖에 클리오, 토니모리, 마녀공장 대체로 유사한 반응

브랜드사 마케팅비 증가 vs. 해외 이익 레버리지 효과

4개사 중 3Q24 실적 톤이 현 시장 컨센서스 대비 부합할 것으로 보이는 쪽은 브이티, 토니모리, 마녀공장으로 판단. 컨센서스가 다소 부담스러운 것으로 보이는 쪽이 클리오. 다만 현 시장 컨센서스 대비 투자자들의 실질 기대치는 30~40% 높아 대체로 기업들이 체감상 컨센서스를 하회하는 듯 보일 가능성 높다고 판단

컨센서스 하회 이유는 주로 마케팅비 증가. 인디뷰티 브랜드의 수요 강세 흐름으로 서로간의 경쟁 심화가 마케팅비 지출을 부추기는 것으로 보임. 중소형 브랜드사들이 해외 시장 진출할 때 총판계약을 통하는 경우가 많음. 이와 같은 B2B 사업이 이익 레버리지 효과를 키우는 게 일반적

하지만 마케팅비도 증가하는 추세로 일부 기업들의 마진율이 하락하여 시장 기대에 못 미치는 것으로 판단. 또한 작년~올해 이어져온 주가 상승으로 피로도가 높아져 있음. 동시에 미국 소비 시장 침체 우려로 인디뷰티 중소 브랜드사들의 주가 모멘텀이 상반기에 비해 부족해보임

인디뷰티 수요는 불황형 소비 대세 결과, 긴 호흡 필요

인디뷰티 브랜드의 수요는 곧 불황형 소비 대세의 결과라는 점을 기억할 것. 미국 MZ세대들을 중심으로 나타나는 가성비 소비, 합리적 소비 트렌드의 일환으로 한국 인디뷰티 저가 브랜드들의 선호도가 올라가는 양상. 특히 에센스 > 스킨케어제품류 > 클렌징제품류 > 색조로 이어지는 카테고리 중심 성장을 감안할 때 미국 소비자들의 한국 브랜드 로열티 향상이 동반되고 있는 것으로 추정

미국 외 서구권 지역들 중심으로 수출 다변화가 나타나고 있는 점도 화장품 업태의 개선 포인트. 중장기 업종 사이클은 여전히 우상향 추세라 판단. 다만 3Q24 실적 눈높이가 과도하게 높은 점에 대해서는 환기 필요. 인디뷰티 브랜드사들에 대해 긴 호흡으로 투자 접근 필요. 당분간 브랜드사보다 OEM/ODM사에 대한 선호 의견 지속 유지

브이티(N/R) 선호도 ★★★★★

- 지역적 확장으로 지속 성장 전망. 일본과 한국은 꾸준한 성장. 올해부터 미국 시딩 시작함에 따라 분기 거듭할수록 성장폭 확대. 중국은 공급을 협의 진행 중
- SKU 관점에서는 단일 품목에서 수딩 마스크와 리들샷으로 구성 변화 완료. 병원용 제품까지 확장 염두
- 3Q24 실적은 일본이 여전히 큰 매출 차지. 리들샷 취급 매장 확장 중. 로손 출점 조금씩 증가, 출점하지 않았던 세븐일레븐 등 매장 출점 시작. 이밖에 온라인 판매 증진시키면서 추가적인 계획 수립할 것
- 한국은 H&B채널 300샷까지 개별 SKU로 입점. 매대 입점을 기다리고 있는 상황. 다이소는 여전히 폼젤템으로 소비자들에게 좋은 반응. 약국은 점진적 확대 되고 있지만 매출 수준은 비슷
- 미국은 “NO PAIN, NO BEAUTY” 캠페인, 인플루언서 마케팅 등 여러가지 마케팅 준비 중. 캠페인 반응은 상당히 괜찮지만, 매출로 이어지는 포인트를 더 찾아야 한다고 생각
- 코스트코는 한국, 미국, 일본 온라인 들어가고 있지만 매출 기여도 크지 않음. 3Q24에 진출했다는 점이 중요
- 10월 아마존 프라이데이 물량은 문제 없이 들어가는 중. 대부분 에어로 보내고 있어서 미국 파업과는 상관없이 물량 입고. 아마존 블랙프라이데이 물량은 10/16까지 입고될 예정
- 이앤씨는 리들샷과 수딩 마스크 라인 50% 증설 진행 중. 11월 중순부터 순차적으로 완료될 것. 가동률은 2교대 Full Capa로 돌아가고 있는 상황
- 4Q24 실적은 연말 재고 할인 프로모션으로 매출 증가는 물론이고, 영업이익률을 얼마나 덜 손실보느냐가 관건

토니모리(N/R) 선호도 ★★☆☆☆

- 3Q24는 장마와 더운 날씨로 비수기에 해당. 로드샵은 특수상권에 위치한 7개 매장이 매출 대부분을 차지. 3분기 우기이다보니 전분기 대비 외국인 관광객 입국이 줄어서 비수기. 마트에 입점해있는 유통매장도 방문고객 감소 영향 불가피. 다만 올해 신규 채널 진출 많이 해서 전년대비로는 성장
- 면세는 특수상권과 같이 외국인 관광객 영향도 받지만 3분기 휴가철에 따른 출국자 증가로 비수기 영향 상대적으로 미미. H&B채널은 700개 매장에 립제품 입점해있는 상황. 8월 한달간 전매장에 입점해서 기존 립제품 외 블러셔, 새로운 틴트 판매. 카테고리 확장 위해 H&B 온라인 채널에 쿠션 등 14개 품목 판매. 하반기에도 추가 런칭 예정
- 미국은 8월부터 얼타 전매장에 캐릭터 콜라보 제품 판매. 내년 봄신상 제품까지 예상해 물량 선적했는데 반 이상 소진되어 재발주 품목 협의 중. 캐릭터 콜라보 시기 또한 본래 내년 봄까지였으나, 내년 3분기까지 연장. 이밖에 인플루언서 통해 바이럴 마케팅 진행 중
- 멕시코는 신규 유통 채널 확장에 따라 전년대비 2배 성장 목표. 일본은 720개 오프라인 매장에 추가 입점. 현재 860개 입점 완료. 연내 1,000개 이상 입점 목표. 전년도 거래처 변화로 하락한 매출 정상화
- 동남아시아는 태국 오프라인 총판 계약 완료. 매장수 미정이나 국내 H&B채널에 입점한 색조 제품이 입점 예정. 말레이시아, 베트남도 총판 계약 완료해 오프라인 채널 입점 예정
- 메가코스는 에이피알이 신규 고객으로 들어왔음. 메디큐브, 에이프릴스킨 토너, 샴푸, 에센스와 같이 4종 출시 완료. 남은 미스트 1종은 출시 예정. 2분기 20억원 규모로 초도 생산한 글로벌 암웨이 색조 매출은 2분기~4분기에 나누어서 인식. 2분기는 5억원 미만 반영, 나머지는 3~4분기에 나누어서 반영 예정
- 메가코스 내 토니모리 비중은 20% 후반. 토니모리 해외 총판 거래 증가와 다이소 제품 판매 증가로 Q는 증가할 전망. 이밖에 글로벌 U사 비중이 20%대
- 하반기 마케팅비 관련해서는 3분기가 다른 분기보다 소폭 높을 전망. 3분기 리브랜딩 진행하면서 연예인 모델 청하 발탁하며 일시적 광고 확대

마녀공장(N/R) 선호도 ★★☆☆☆

- 상반기 굵직한 매출? 네고왕 상반기 90억원(1Q24 44억원, 2Q24 46억원). 코스트코 30억원으로 총 120억원
- 엘타는 5월에 초도물량이 있었고, 리오더 협의 중. 클렌징 제품 6개, 스킨케어 제품 3개로 총 9개 SKU 입점. 2Q24 매출 6억원 발생
- 코스트코는 7월부터 오프라인 300곳에 판매 시작. 1년 단위로 계약을 하다보니, 초도물량 퍼포먼스가 좋아야 1년 뒤에 더 큰 규모로 계약 가능. 몇 년의 기회를 잘 활용하면 상시 SKU가 될 것
- 작년 말 퓨어클렌징오일이 코스트코 글로벌 제품으로 선정된 바 있음. 전세계 코스트코 뷰티 바이어들에게 추천됐고, 미국이 적극적이었음. 이후 미국에서도 판매가 잘되다보니 다른 나라들에게 요청이 들어오고 있는 상황
- 타겟은 엘타보다는 규모가 작음. 매장수 많이 들어가고 SKU는 적은 상황. 타겟도 엘타처럼 2월, 7월 리셋되기 때문에 내년 2월 입점 예정
- 카테고리 확장보다는 채널 확장에 신경 더 많이 쓰고 있는 상황. 마케팅비는 상반기보다 하반기 더 많이 지출할 예정. 주로 쓰게 될 지역은 한국, 미국, 일본
- 국가별 매출 비중 관련해서는 상반기 기준 해외 매출 비중 55% 차지. 과거 일본 매출 비중이 70%였는데, 올해 상반기 40%로 많이 줄었다는 점이 긍정적

클리오(N/R) 선호도 ★★☆☆☆

- 신제품은 보통 S/S시즌(1분기)와 F/W시즌(3분기)에 출시. 올해 F/W시즌에도 클리오 브랜드에서 쿠션과 립 카테고리 확장. 이밖에 캐릭터 콜라보로 소비자들로부터 좋은 반응 얻음
- 다만 브랜드 고유 이미지 구축 위해서는 테마플레이 마케팅이 중요. 작년 F/W시즌 페리페라 브랜드에서 약과몰이 컬렉션 출시한 바 있음. 이의 연장선으로 올해 F/W시즌에는 떡을 모티브로 한 신제품 출시. 이밖에 홈쇼핑, 온라인 브랜드별 전용 제품 출시하면서 마케팅 강화
- 3Q24 주요 마케팅은 F/W시즌 신제품 디 오리지널 쿠션 런칭 행사. 한국, 일본, 중국 동시 런칭으로 한국과 일본 오프라인 팝업 동시 진행
- 3Q24부터 신규 국가 진출에 따른 유의미한 성과 나오기 시작. 튀르키예 K-뷰티 편집샵에 클리오, 페리페라 브랜드 입점. 폴란드 드럭스토어 온라인몰에 구달, 페리페라 브랜드 입점
- 3Q24 국내 실적: 클리오 브랜드가 H&B채널 내 인디브랜드 경쟁 심화에도 역대 최대 분기 매출 달성한 점이 긍정적. 온라인 채널도 전용제품 판매 강세로 버티컬 플랫폼과 쿠팡커머스에서 성장
- 3Q24 해외 실적: 1Q24부터 베트남 중심으로 판매 호조 지속되며 3Q24에도 동남아 성장 호조. 올해부터 유럽, 러시아, 튀르키예 본격적 입점 시작. 해외 매출 내 신규 국가 매출 비중 18% 수준 전망
- 일본은 2Q24 트윙클팝 세븐일레븐향 초도물량 많이 잡혀있었고 3Q24 소비자에게 셀아웃하는 시기로 전분기대비 감소 불가피
- 북미는 내년 상반기를 목표로 코스트코, 티제이맥스 내 구달 브랜드 입점 협의 중. 구달 브랜드 확장 위해 아마존 내 어성초 및 청굴 썬크림 출시 준비 중이며, 클리오 브랜드 쿠션과 페리페라 브랜드 립 미국 전용 제품 출시 작업도 막바지
- 중장기적으로 해외 매출 비중 60%까지 올리는 게 목표. 현재는 45% 수준
- 클리오라이프케어는 건강기능식품 판매하는 자회사. 기존에는 국내에서만 사업을 진행해오다가 9월 초부터 일본 오프라인 채널 입점 시작

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박현진, 주지은)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

아모레퍼시픽 (090430)

어두운 터널 고프트머리

2024년 10월 10일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	163,000 원 (하향)
✓ 상승여력	30.2%	✓ 현재주가 (10월 8일)	125,200 원

[화장품]

박현진 연구위원
✉ hpark@shinhan.com

주지은 연구원
✉ jieun.ju@shinhan.com

Revision

실적추정치	하향
Valuation	유지

시가총액	7,323.3십억원
발행주식수(유동비율)	58.5백만주 (49.7%)
52주 최고가/최저가	194,200 원/107,100 원
일평균 거래액 (60일)	61,028백만원
외국인 지분율	31.3%

주요주주 (%)

아모레퍼시픽그룹 외 16인	50.2
국민연금공단	6.4

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(4.4)	(17.3)	7.9	(11.3)
상대	(6.2)	(8.9)	0.2	(8.8)

주가



신한생각 중국 사업 조정의 정점 지나나

미국과 동남아시아 등 해외 매출과 이익 증가에도 불구하고, 중국 구조조정에 따른 비용 이슈가 3Q24 실적에 부정적. 또 다시 중국 영업적자가 예상보다 커 실적 추정치 하향. 다만 4Q24 중국 적자 축소 및 중국 경기 부양 수혜로 주가가 바닥을 다지는 시기가 머지 않았다는 판단

3Q24 또 한번의 눈높이 하향, 바닥 다지는 중

3Q24 연결매출 9,754억원, 영업이익 414억원으로 전년동기대비 10%, 139% 증가 전망. 컨센서스 하향세로 낮아진 눈높이에는 부합 예상. 이전 추정치 대비로는 200억원 하향. 중국 영업적자폭이 예상보다 크기 때문. 중국법인 영업이익자는 500억원 이상으로 추산. 이중 중국 온라인 재고 환입 관련 손실은 200억원

중국 중간 공급업자 간의 계약 전면 재검토 통해 중국 온/오프라인 채널의 대대적인 재정비 중. 과거 라네즈 브랜드가 중국 내 사업 재조정 등을 계기로 수익성이 개선된 바 있어 현 설화수 브랜드도 중국 내 실적 턴어라운드 가능성은 있다고 판단. 4Q24까지는 중국 영업적자 불가피하나 적자폭 꾸준히 줄어나갈 것으로 전망. 중국 소비 경기 지원책에 주목!

코스알엑스 매출은 전년동기대비 20% 이상 성장, 다만 영업이익률은 20% 후반으로 상반기 대비 하락 전망. 마케팅비 증가 영향. 7월 아마존 프라임 데이 직후 미국 매출 다소 저조. 다만 전년동기대비로는 라네즈와 이니스프리 모두 두 자리 성장률 보여 중국 대비 미국은 상당히 견조

Valuation & Risk

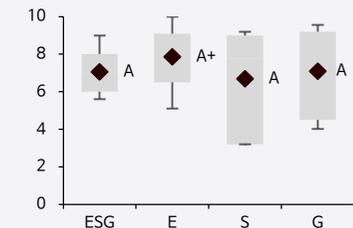
중국 적자 추가 반영 등으로 2024~2025년 추정치 하향되어 목표주가 하향. 실적 부진으로 고밸류에이션 상태 유지 중. 긴 호흡으로 투자 권고

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	4,134.9	214.2	134.5	74.6	2.8	2.0	15.8	0.5
2023	3,674.0	108.2	180.1	58.7	3.7	2.0	22.2	0.6
2024F	3,836.0	200.9	682.4	12.9	12.8	1.5	12.2	1.0
2025F	4,391.5	426.1	392.4	22.8	6.4	1.3	7.6	1.0
2026F	5,102.9	554.3	445.7	20.0	6.4	1.2	5.8	1.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



아모레퍼시픽 분기, 연간 실적 추정											
(억원,%)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
연결매출	9,137	9,454	8,888	9,260	9,115	9,048	9,754	10,443	36,740	38,360	43,915
국내	5,522	5,550	5,432	5,604	5,636	5,119	5,173	5,402	22,108	21,330	21,876
Cosmetics	4,551	4,591	4,455	4,647	4,684	4,234	4,235	4,474	18,244	17,627	18,178
데일리뷰티	971	959	977	957	952	885	938	928	3,864	3,703	3,699
해외	3,494	3,723	3,132	3,569	3,368	3,815	4,254	4,953	13,918	16,389	21,391
아시아	2,752	2,855	2,346	2,627	2,718	2,329	2,118	2,930	10,531	10,095	10,735
유럽	114	132	124	148	137	373	298	203	518	1,010	1,364
북미	628	739	707	794	860	1,218	1,838	1,819	2,868	5,736	9,292
% YoY	(21.6)	(0.0)	(5.1)	(14.9)	(0.2)	(4.3)	9.7	12.8	(11.1)	4.4	14.5
국내	(24.6)	(11.6)	(7.5)	(11.6)	2.1	(7.8)	(4.8)	(3.6)	(14.4)	(3.5)	2.6
Cosmetics	(25.0)	(13.6)	(8.9)	(12.2)	2.9	(7.8)	(4.9)	(3.7)	(15.4)	(3.4)	3.1
데일리뷰티	(22.9)	(0.4)	(0.6)	(8.4)	(2.0)	(7.7)	(4.0)	(3.0)	(9.1)	(4.2)	(0.1)
해외	(16.8)	25.3	(1.8)	(18.4)	(3.6)	2.5	35.8	38.8	(5.5)	17.8	30.5
아시아	(27.5)	11.6	(12.5)	(29.5)	(1.2)	(18.4)	(9.7)	11.6	(17.5)	(4.1)	6.3
유럽	107.3	131.6	40.9	37.0	20.0	182.6	140.0	37.0	81.9	95.0	35.0
북미	80.5	105.3	34.7	36.9	37.0	64.8	160.0	129.1	54.2	100.0	62.0
국내비중	60.4	58.7	61.1	60.5	61.8	56.6	53.0	51.7	60.2	55.6	49.8
해외비중	38.2	39.4	35.2	38.5	37.0	42.2	43.6	47.4	37.9	42.7	48.7
중국비중	16.6	15.5	13.2	13.6	15.0	9.1	7.3	11.1	14.7	10.6	8.3
영업이익	644	59	173	207	727	42	414	827	1,082	2,009	4,261
국내	439	368	137	520	491	152	143	440	1,464	1,226	1,528
Cosmetics	395	314	173	479	474	206	152	403	1,361	1,235	1,452
데일리뷰티	44	54	(36)	41	17	(54)	(9)	37	103	(9)	76
해외	315	(327)	(83)	(337)	316	51	151	363	(432)	881	2,831
영업이익률	7.0	0.6	1.9	2.2	8.0	0.5	4.2	7.9	2.9	5.2	9.7
국내	7.9	6.6	2.5	9.3	8.7	3.0	2.8	8.1	6.6	5.7	7.0
Cosmetics	8.7	6.8	3.9	10.3	10.1	4.9	3.6	9.0	7.5	7.0	8.0
데일리뷰티	4.5	5.6	(3.7)	4.3	1.8	(6.1)	(1.0)	4.0	2.7	(0.2)	2.0
해외	9.0	(8.8)	(2.7)	(9.4)	9.4	1.3	3.6	7.3	(3.1)	5.4	13.2
% YoY	(59.2)	흑전	(8.0)	(63.7)	12.9	(28.8)	139.0	299.3	(49.5)	85.7	112.1
국내	(60.8)	0.3	(53.1)	16.6	11.8	(58.7)	4.4	(15.4)	(34.2)	(16.3)	24.6
해외	(25.2)	적지	적지	적전	0.3	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	221.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

아모레퍼시픽 목표주가 산정		
구분		비고
2024~2025년 지배순이익 기준 EPS 평균 (원)	5,092	관계기업 평가 이익(일회성) 제외한 2024~2025년 추정치 기준
Target P/E (배)	32	글로벌 화장품사 평균 수준, 기존 가정 유지
목표주가 (원)	163,000	

자료: 신한투자증권

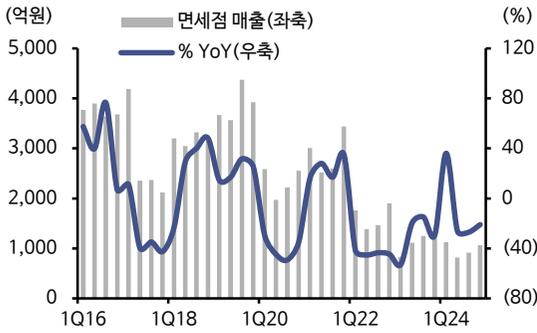
아모레퍼시픽 실적 추정치 변경

(억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		Consensus	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
연결매출	38,360	43,915	39,710	47,122	(3.4)	(6.8)	38,774	44,094
영업이익	2,009	4,261	2,640	5,366	(23.9)	(20.6)	2,142	4,592
순이익	6,824	3,923	6,778	5,080	0.7	(22.8)	6,880	3,871

자료: 신한투자증권

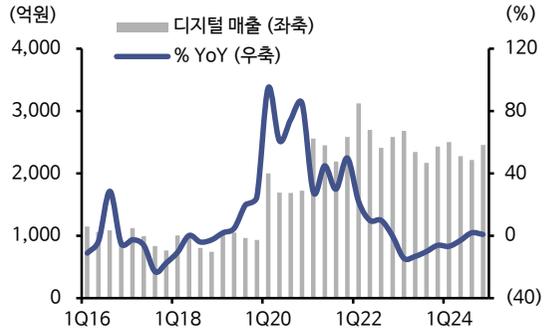
주: 2024년 영업외 일회성 이익 발생(코스알엑스 지분 평가 관련)

면세 채널 매출 성장 추이



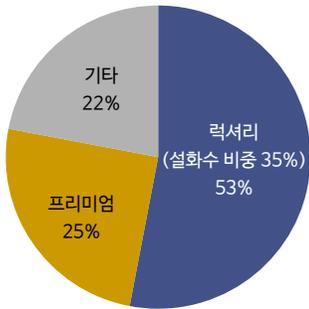
자료: 회사 자료, 신한투자증권

디지털 채널 매출 성장 추이



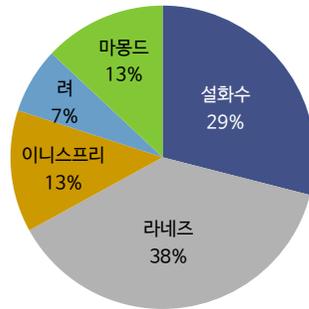
자료: 회사 자료, 신한투자증권

국내 매출 대비 럭셔리 브랜드 매출 비중



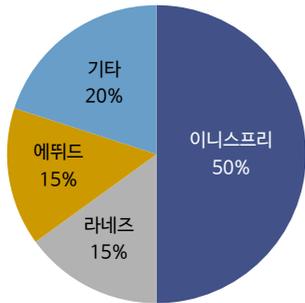
자료: 회사 자료, 신한투자증권

중국 브랜드별 매출 비중



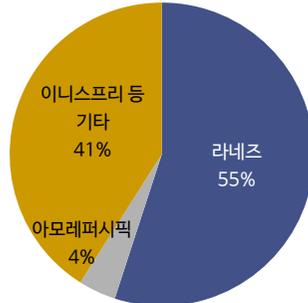
자료: 회사 자료, 신한투자증권

일본 브랜드별 매출 비중



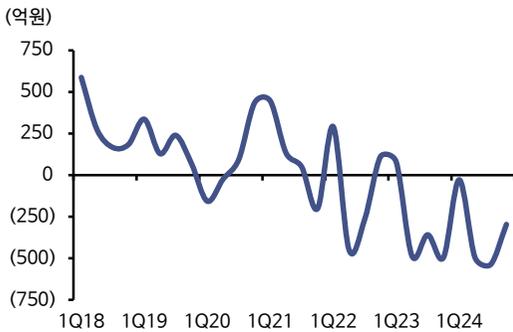
자료: 회사 자료, 신한투자증권

미국 브랜드별 매출 비중



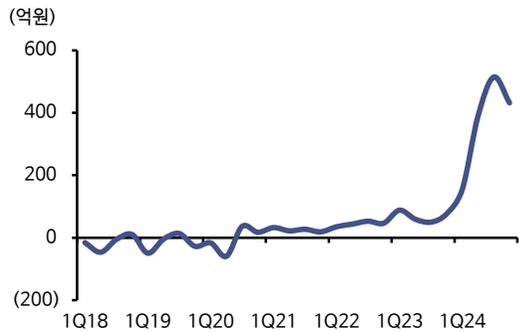
자료: 회사 자료, 신한투자증권

중국법인 영업이익 추정



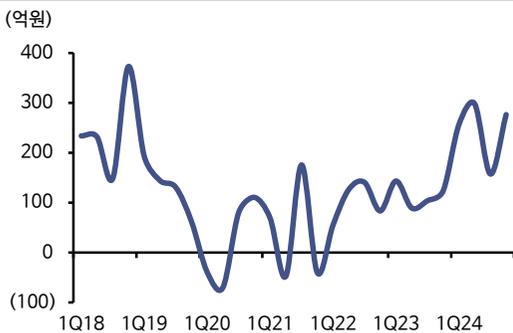
자료: 회사 자료, 신한투자증권

북미법인 영업이익 추정



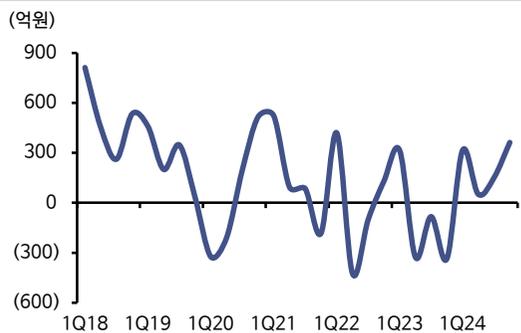
자료: 회사 자료, 신한투자증권

기타 아시아 영업이익 추정



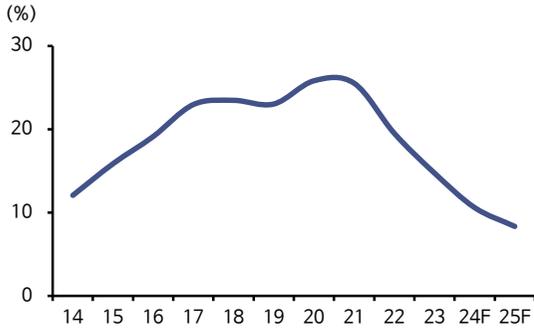
자료: 회사 자료, 신한투자증권

해외 영업이익 추정



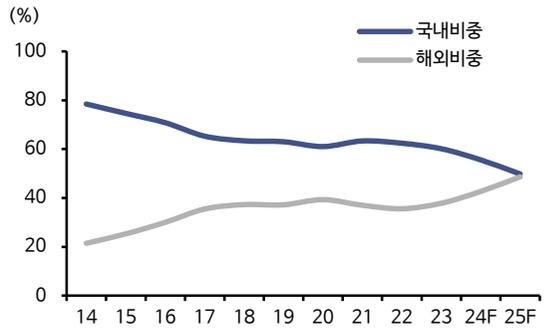
자료: 회사 자료, 신한투자증권

중국법인 매출 비중 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

국내법인 및 해외법인 매출 비중 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

글로벌 화장품/퍼스널케어 기업 컨센서스 및 밸류에이션

(백만달러,배, %)	P&G	LOREAL	UNILEVER	ESTEE LAUDER	KAO	SHISEIDO	LG생활건강	아모레퍼시픽	아모레G	
시가총액	395,127	229,116	156,241	33,711	22,110	10,036	4,108	5,448	1,518	
매출	23	84,039	44,540	64,463	15,608	10,929	6,939	5,211	2,813	3,079
	24F	86,243	48,189	66,895	15,664	10,785	7,091	5,180	2,987	3,387
	25F	89,729	51,111	69,251	16,482	11,069	7,432	5,373	3,420	3,917
영업이익	23	18,545	8,408	10,554	970	428	201	373	83	116
	24F	21,351	9,643	11,977	1,764	969	260	420	190	324
	25F	22,648	10,416	12,680	2,286	1,120	563	462	376	488
순이익	23	14,879	6,688	7,016	390	313	155	109	138	91
	24F	17,009	7,430	7,988	1,048	728	137	252	444	126
	25F	18,059	8,124	8,540	1,454	843	394	282	299	176
EBITDA	23	21,693	10,263	12,261	2,253	1,067	739	579	269	310
	24F	24,392	11,381	13,867	2,585	1,626	792	612	365	498
	25F	25,802	12,210	14,660	3,141	1,795	1,070	647	546	668
EPS 성장률	23	1.8	8.5	(14.0)	(61.2)	(48.5)	(36.4)	(39.7)	33.9	97.3
	24F	5.6	7.0	13.2	12.1	131.1	(11.9)	142.9	249.2	88.3
	25F	6.8	9.5	8.3	35.2	14.4	190.4	11.9	(32.0)	4.9
PER	23	24.5	31.3	15.7	35.2	28.7	75.6	51.2	70.5	53.1
	24F	24.2	30.7	19.8	32.3	30.4	75.9	16.6	13.4	9.8
	25F	22.6	28.1	18.3	23.9	26.6	26.1	14.8	19.8	9.3
PBR	23	7.6	6.6	6.3	16.3	2.5	4.3	2.0	1.7	0.8
	24F	7.5	6.5	7.5	6.4	3.2	2.4	1.0	1.5	0.6
	25F	7.0	5.9	6.7	6.2	3.1	2.2	1.0	1.5	0.6
ROE	23	32.4	22.5	42.3	41.0	8.9	6.0	3.9	2.4	1.5
	24F	32.5	22.1	38.9	19.8	10.7	3.2	6.1	11.7	5.1
	25F	33.1	21.7	37.5	26.2	11.7	9.0	6.6	7.2	7.0

자료: Bloomberg, 신한투자증권
 주: 2024년 10월 9일 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박현진, 주지은)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.



삼성전자 (005930)

주가 (10월 7일)
시가총액

61,000원
346,156.7십억원

[Analyst] 김형태 수석연구원

☒ calebkim@shinhan.com

여현석 연구원

☒ krug@shinhan.com

3Q24 삼성전자 잠정실적 발표

- 2Q24 매출액 79조(+17.2% YoY, +6.7% QoQ), 신한 추정치 하회
- 2Q24 영업이익 9.1조(+274.5% YoY, -12.8% QoQ), 신한 추정치 하회
- 반도체(DS) 부문 실적이 시장 예상을 크게 하회한 것으로 추정
- 환율 변동, 일회성 비용, 비메모리 가동률 하락에 따른 고정비 부담 증가 영향
- 반도체 외 사업부는 대체로 추정치 부합하는 수준

3Q24 사업 부문별 실적 Review

1) 반도체(DS): 영업이익 4.4조원

- 가이던스 대비 부진한 메모리 출하 용량 성장률(B/G) 기록한 것으로 추정
- 비메모리 부문 가동률 하락으로 고정비 부담 가중되며 큰 폭의 적자 기록
- 메모리: 영업이익 5.8조원 추정(기존 추정치 5.9조원 하회)
 - DRAM: 영업이익 4.7조원, B/G -1%, ASP +13% 추정
 - NAND: 영업이익 1.2조원, B/G -2%, ASP +8% 추정
- 비메모리(System LSI): 영업이익 -1.5조원 추정(기존 추정치 -0.5조원 하회)

2) 모바일+가전(DX): 영업이익 3.0조원

- 모바일(MX/NW): 영업이익 2.6조원(기존 추정치 부합)
 - 갤럭시S24 판매는 비교적 양호, 폴더블 출시 → 비용 부담 가중
 - 메모리 가격 상승 반영 → 수익성 한 자릿수 초중반 하락
- TV/가전(VD/DA): 영업이익 0.4조원(기존 추정치 부합)
 - 중국 경쟁사들과 중저가 시장 경쟁 심화 → 수익성 개선 제한적

3) 디스플레이(SDC): 영업이익 1.4조원(기존 추정치 부합)

- 북미 고객사 스마트폰 신제품 출시 효과로 전분기대비 개선

4) 하만(기타): 영업이익 0.3조원(기존 추정치 부합)

향후 업황 관련 코멘트

1) 메모리: 레거시(구형) 메모리 수요 둔화 및 경쟁 심화 영향 불가피. 성장 기대감 집중된 HBM 시장에서의 불안한 입지도 당분간 주가의 상방을 제한하는 요인으로 작용. HBM3E 납품 지연으로 기대감 축소되고 있으나 GPU 및 ASIC 수요 강세 이어지며 HBM 공급부족 지속될 전망. 2025년 주요 고객사향 HBM3E 공급 가시성 확보될 것으로 예상. 4분기 실적 눈높이는 낮아질 수 있겠으나 성수기 이후 고객사 메모리 재고 안정화 기대. 3분기 대비 개선세 확인 가능할 전망

2) 스마트폰: 구매 수요 감소, 메모리 원가 부담 증가, 폴더블 초기 판매량 부진이 리스크 요인으로 지목. 갤럭시S24 판매량이 우려대비 양호한 것으로 파악되나 비용 증가에 따른 수익성 축소 흐름은 4분기에도 지속될 전망

3) 디스플레이: 북미 고객사 스마트폰 사전판매 부진 확인되는 가운데 고객사의 공급처 다변화 전략으로 디스플레이 경쟁도 심화. 수익성 축소 흐름 지속 예상

상반기 예상 상회한 메모리 가격 상승으로 하반기 레버리지 효과 기대했으나, 업황 개선 속도가 시장 예상을 하회. 단기 주가의 상승 반전 기대감 자극할 재료 부족. 다만 우리가 대부분 기반영된 현 주가는 재차 낮아질 눈높이를 고려하더라도 밸류에이션 매력 높은 구간으로 판단. 매도 실익 제한적, 매수 의견 유지

3Q24 잠정 실적 및 기존 추정치 비교

(조,%)	3Q24 잠정 실적	신한 추정치	추정치 대비	% YoY	% QoQ
매출액	79.0	81.1	(2.6)	17.2	6.7
영업이익	9.1	10.2	(10.9)	274.5	(12.9)
반도체(DS)	4.4	5.4	(19.0)	흑전	(31.8)
모바일/가전(DX)	3.0	3.0	부합	(19.5)	10.2
디스플레이(SDC)	1.4	1.4	부합	(27.7)	38.6
하만(기타)	0.3	0.3	부합	(33.4)	(4.6)

자료: Dart, 신한투자증권

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김형태, 여현석)
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 상기 회사 삼성전자를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- 당사는 상기 회사 삼성전자를 기초자산으로 한 주식옵션의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.



LG 전자 (066570)

주가 (10월 7일)
시가총액

103,700원
16,970.3십억원

[Analyst] 오강호 연구위원
✉ snowkh@shinhan.com

서지범 연구원
✉ sjb1226@shinhan.com

3Q24 LG전자 잠정실적 발표

3Q24 매출액 22.2조원(+11% YoY, +2% QoQ) 기록, 컨센서스 상회
 3Q24 영업이익 약 7.5천억원(-21% YoY, -37% QoQ) 기록, 컨센서스 하회
 3Q24 영업이익률 3.4%(-1.4%p YoY, -2.1%p QoQ)로 추정
 컨센서스 하회 이유: 1) 연결 자회사 실적 부진, 2) 판관비 등 비용 증가로 추정

주요 사업 실적 Review

- 1) H&A(Home Appliance & Air solution, 가전)
 - 매출액 8.3조원(+11% YoY) 추정, 신한 추정치인 8.1조원을 상회
 - 투트랙(고부가 및 볼륨존) 전략 유효 → 신흥국 중심 판매 확대가 성장 견인
 - 기존 추정치와 유사한 영업이익률 6.1%(-0.7%p YoY)로 추정
- 2) HE(Home Entertainment, TV, Audio 등)
 - 매출액 3.8조원(+6% YoY) 추정, 신한 추정치인 3.8조원과 유사
 - 영업이익률은 신한 추정치 2.4%로 예상했으나 하회 추정
 - 패널가격 상승 및 북미지역 수요 회복 지연에 따른 영향으로 파악
- 3) VS(Vehicle Component Solutions, 전장)
 - 매출액 2.6조원(+5% YoY) 추정, 신한 추정치인 2.8조원 소폭 하회
 - 영업이익률은 신한 추정치 3.3% → 실제 BEP 수준으로 파악
 - 수주잔고(100조원↑) 증가 → 연구개발 인력, 원재료 비용 증가 영향

3Q24 결론 및 향후 성장 포인트

- 3Q24 매출액의 경우 추정치 상회에도 아쉬운 영업이익 부진
- 가전 사업부의 경우 실제 추정치와 유사한 점은 긍정적
- 패널가격 상승, 마케팅, 운임가격 상승에 대한 비용증가는 여전히 부담 요인

(십억원, %)	3Q24P	컨센서스	컨센서스 대비 %	신한 추정치	신한 추정치 대비 %
매출액	22,176.9	21,771.9	1.9	22,024.1	0.7
영업이익	751.1	1,015.4	(26.0)	1,005.4	(25.3)

자료: Dart, 신한투자증권

AI 성능 강화된 신제품 리스트 및 예정 프로젝트

제품명	출시일	제품 설명
휘센 듀얼쿨	6월	[벽걸이] AI가 사용자 위치를 실시간으로 파악 → 상황에 맞게 운전
휘센 이동식 에어컨	6월	[이동식] AI가 고객의 에어컨 사용 습관 분석 후 온도 자동 설정
휘센 objet 엠티	6월	[창호형] AI로 고객의 설정 온도 패턴 분석 → 최적의 온도로 자동 설정
LG무선 올레드 TV	7월	무선 기술 및 AI 성능 탑재 → AI 디러닝으로 픽셀 단위 업스케일링
디오스 김치톡톡	9월	LG ThinQ 앱 제어 + AI 맞춤 보관 등 차별화 기능 탑재
LG 로보킹 울인원	8월	흡입/청소/건조 올프리 솔루션 → 사물 인식 + AI 주행 (경로 맵핑)
LG 마이크로 LED	연내	시를 통해 영상의 밝기, 색조 등 실시간으로 분석하여 화질 최적화
Q9 (프로젝트명)	25년	컴패니언(반려) 로봇 → AI 비서 역할 → AI 홈 + 고객 케어

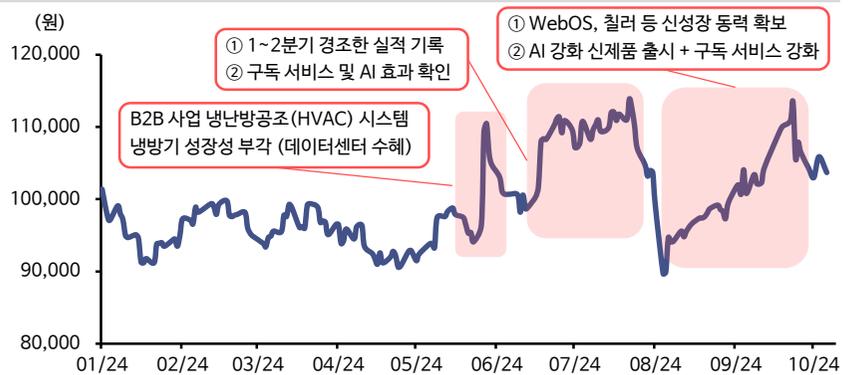
자료: 회사 자료, 언론 종합, 신한투자증권

LG전자 주가 이벤트 차트 (2015년~)



자료: QuantiWise, 신한투자증권

LG전자 2024년 주가 이벤트 차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권

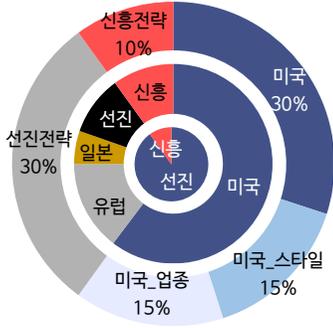
Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 오강호, 서지범)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 LG전자를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 조사분석 담당자 오강호는 상기 회사 LG전자의 기업설명회에 해당회사 비용으로 참석할 사실이 있음을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적차와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대어, 재배포 될 수 없습니다.

포트폴리오

신한 리서치 포트폴리오: ① 자산배분형

포트폴리오: 글로벌 자산배분 주식 부문



종목명	비중			티커	수익률 (%)		
	조정비	SAA	TAA		1M	3M	편입후
주식	64.0	60.0	4.0		3.5	2.8	14.6
선진	54.0	54.0	0.0				
미국	39.5	36.0	3.5				
S&P500 ETF	21.5	18.0	3.5	SPY.US	2.9	3.0	37.4
스타일배분	3.0	0.0	3.0				
성장 ETF	3.0	0.0	3.0	VUG.US	4.1	(0.9)	55.2
업종 배분	15.0	0.0	15.0				
핀테크 ETF	2.0	0.0	2.0	FINX.US	2.5	8.1	0.0
반도체 ETF	4.0	0.0	4.0	SOXX.US	6.8	(10.3)	59.2
인프라 ETF	3.0	0.0	3.0	PAVE.US	7.2	10.2	10.0
은행 ETF	3.0	0.0	3.0	KBE.US	(3.3)	11.4	(5.2)
클라우드 ETF	3.0	0.0	3.0	SKYY.US	6.0	4.1	(1.7)
기타 선진	14.5	18.0	(3.5)				
유럽 ETF	10.9	10.9	0.0	FEZ.US	0.3	1.0	19.3
일본 ETF	3.6	3.6	0.0	DXJ.US	1.6	(6.9)	28.1
기타 선진	0.0	3.5	(3.5)				
선홍	10.0	6.0	4.0				
중국	7.7	1.9	5.8				
항생테크 ETF	3.0	0.0	3.0	3033.HK	42.9	37.6	14.7
CSI 300 ETF	2.7	1.9	0.8	2823.HK	31.0	29.4	28.4
홍콩 H ETF	2.0	0.0	2.0	2828.HK	26.3	22.9	9.3
기타 선홍국	2.3	4.1	(1.8)				
한국 ETF	1.2	0.7	0.5	EWY.US	(0.9)	(6.2)	(1.1)
인도 ETF	1.1	1.1	0.0	INDA.US	0.1	1.6	29.6
선홍국 ETF	0.0	2.3	(2.3)	EEM.US	9.5	7.1	24.8

자산배분 포트폴리오 성과 평가



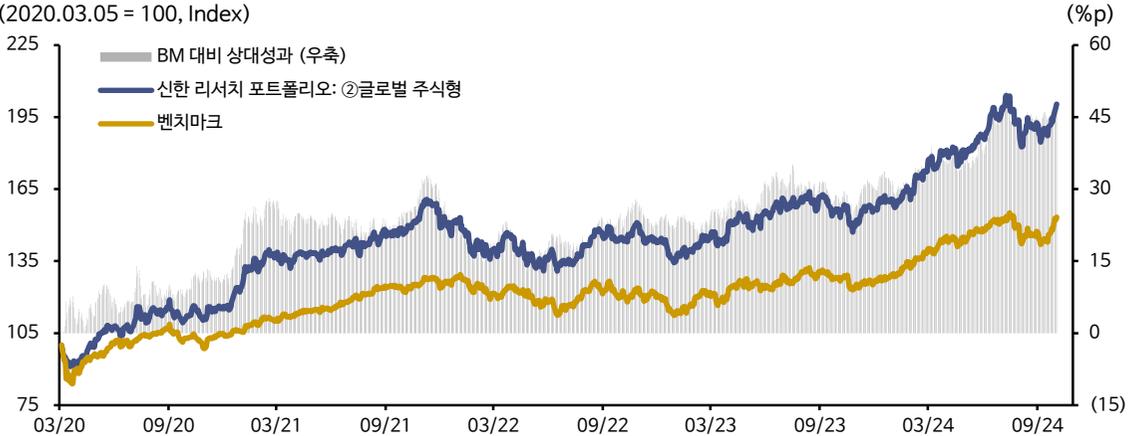
종목명	비중			티커	수익률 (%)		
	조정비	SAA	TAA		1M	3M	편입후
채권	28.0	30.0	(2.0)		0.3	1.9	1.8
미국 국채	7.8	6.0	1.8				
국채 단기	4.2	0.9	3.3	SCHO.US	0.3	1.6	1.0
국채 중기	2.5	3.6	(1.1)	VGIT.US	0.2	3.3	1.6
국채 장기	0.6	1.1	(0.5)	VGLT.US	(0.7)	5.4	(6.1)
물가채	0.6	0.5	0.1	TIP.US	1.0	3.4	1.7
미국 크레딧	6.2	6.0	0.2				
MBS	2.8	3.0	(0.2)	MBB.US	(0.1)	3.9	0.3
IG 단기	1.7	0.2	1.4	VCSH.US	0.4	2.3	4.0
IG 중기	0.8	1.4	(0.6)	VCIT.US	0.8	4.0	4.3
IG 장기	0.3	0.7	(0.4)	VCLT.US	1.2	5.5	0.5
HY 단기	0.1	0.2	(0.0)	SJNK.US	1.1	2.6	2.4
HY 중기	0.4	0.5	(0.0)	HYG.US	1.3	3.2	4.8
비미국	14.0	18.0	(4.0)				
전체	7.0	7.5	(0.5)	IAGG.US	0.8	3.5	6.7
선진	5.6	6.0	(0.4)	BNDX.US	0.8	3.1	3.5
선홍	1.4	4.5	(3.1)	EMLC.US	1.6	4.5	0.0
대체	7.5	10.0	(2.0)		1.3	2.7	4.4
상품	1.8	4.0	(2.2)				
금	0.7	0.5	0.2	GLD.US	6.6	12.6	40.8
원유	0.3	1.5	(1.2)	USO.US	6.5	(6.8)	10.3
산업금속	0.8	1.5	(0.7)	DBB.US	9.3	2.3	1.2
농산물	0.0	0.5	(0.5)	DBA.US	3.5	6.3	27.0
리츠	2.7	2.5	0.2				
물류/산업	1.0	1.0	0.0	INDS.US	(0.4)	10.4	1.1
미국 중소형	0.6	0.5	0.1	KBWY.US	2.3	17.1	(4.3)
한국 리츠	1.0	1.0	0.0	329200.KS	(5.1)	(1.9)	(2.0)
인프라	3.5	3.5	0.0				
미드스트림	2.3	2.3	0.0	AML.P.US	1.7	(2.3)	16.9
디지털	1.2	1.2	0.0	SRVR.US	5.5	15.8	1.4

포트폴리오

신한 리서치 포트폴리오: ② 글로벌 주식형

포트폴리오 성과

(2020.03.05 = 100, Index)



종목/테마		1D	편입 후	종목/테마		1D	편입 후
미국/선진				중국/신흥			
엔비디아	NVDA.US	2.2	449.9	베이핑화창	002371.SZ	0.0	26.3
브로드컴	AVGO.US	(0.9)	120.3	중신증권	600030.SS	0.0	30.6
일라이 릴리	LLY.US	1.3	46.3	알리바바	BABA.US	2.6	11.8
마이크로소프트	MSFT.US	(1.6)	6.2				
팔란티어	PLTR.US	(2.8)	87.7	ETF			
코스트코	COST.US	(1.1)	3.6	S&P500	SPY.US	(0.9)	26.1
테슬라	TSLA.US	(3.7)	20.7	은행 ETF	KBE.US	(0.6)	(4.0)
암젠	AMGN.US	(0.7)	1.2	풍력 ETF	FAN.US	0.9	(1.8)
록히드마틴	LMT.US	0.1	26.3	차이나 인터넷 ETF	KWEB.US	1.2	16.5
TSMC	TSM.US	1.8	15.8	전력망 ETF	GIRD.US	(0.1)	(1.9)
나이키	NKE.US	(1.7)	(2.5)	단기채 (USD)	SHV.US	(0.0)	(0.3)
알트리아그룹	MO.US	(0.4)	(6.6)	단기채 (CNY)	511360.SS	0.0	8.9
오라클	ORCL.US	(0.5)	2.6				
쿠팡	CPNG.US	4.9	3.2				
온홀딩스	ONON.US	(2.5)	(0.3)				
로켓 랩 USA	RKLB.US	(1.2)	27.7				
아머 스포츠	AS.US	(0.2)	8.0				
트레인 테크놀로지스	TT.US	0.5	1.1				
트레인 테크놀로지스	TT.US	0.4	0.5				

편입: 없음

편출: 넥스트에라 에너지(NEE.US)

포트폴리오

신한 리서치 포트폴리오: 월간 Top Picks

	브로드컴 (AVGO.US) #AI 서버 수혜주 #고속 네트워크 수요 증가 #고배당주 편입일 2023-05-30 · AI 어플리케이션 확산 속 800G 네트워크 솔루션(스위치, 가속기 판매) 업그레이드 수요 지속될 전망 누적수익률 120.3% · AI 추론 수요 확대에 필요한 커스텀 IC(ASIC) 설계 수요 증가, 구글/메타 등 주요 고객사 확보 긍정적
	TSMC (TSM.US) #파운드리 대장주 #독보적 3나노 이하 미세공정 점유율 #AI 고객사 편입일 2024-08-07 · 전방산업 전반의 공급 부족 심화 구간부터 부동의 1위 점유율 수성, 압도적인 점유율은 뛰어난 기술력을 대변 누적수익률 15.8% · 엔비디아, 애플, AMD, 퀄컴 등 AI 산업을 선도하고 있는 탑티어 팹리스들을 상대로도 높은 가격 결정력 보유
	오라클 (ORCL.US) #데이터센터 #데이터베이스 #OCI플랫폼 #Capex 상황 편입일 2024-09-23 · 전 세계 162개 클라우드 데이터센터를 운영/건설 중이며 향후 1~2천개까지 데이터센터 확장 예상 누적수익률 2.6% · FY24년 대비 FY25년에 CapEx를 두 배로 늘리는 것이 목표(140~150억달러)
	온홀딩스 (ONON.US) #온리닝화 #테니스 #빠른 해외 확장 #채널 조정 마무리 단계 편입일 2024-09-23 · 점유율 확대와 함께 빠른 해외시장 확대. '26년까지 매출 두 배, 조정 EBITDA 마진 18% 이상이 목표 누적수익률 (0.3%) · 4Q23~1Q24의 매출 성장을 둔화는 도매 사업 재편에 따른 것으로, 수요의 문제가 아니라 전략적인 선택
	스타벅스 (SUBX.US) #행동주의 투자자의 개입 #빠른 해외 매장 확대 #던어라운드 전략 편입일 2024-09-02 · 행동주의 투자회사 엘리엇 펀드는 최대 20억달러 상당의 지분을 보유한 것으로 추정되며, 이미 경영 개선안 제출 누적수익률 2.1% · 또한 래스먼 CEO가 퇴임하게 되며, 9월 9일부터 차플레 CEO인 브라이언 니콜이 스타벅스 CEO로 취임 예정
	일라이 릴리 (LLY.US) #밸류에이션 우려 완화 #매수 재개 고려 시점 편입일 2024-01-04 · 비만약 원활한 공급, 알츠하이머 치료제 일본 승인 등 내러티브가 펀더멘탈 성장으로 순조롭게 이어지는 상황 누적수익률 46.3% · 지속적인 실적 전망 상황 조정으로 안정적 주가 흐름에도 밸류에이션 우려 완화, 매수 재개를 고려할 시점
	레나 (LEN.US) #모기지 금리 하락 지속 #주택구매수요 증가 #마진 개선 편입일 2024-10-02 · 미국 모기지 금리는 기준금리 인하로 지속 하락할 것으로 전망되며, 이로 인해 주택 구매 수요 증가 누적수익률 (2.6%) · 주택 구매 수요 확대로 주택 착공 및 허가 지표 개선이 기대되며 구매자에 대한 인센티브를 축소하면서 마진 개선
	베이팡화창 (002371.SZ) #반도체 국산화 #정부 반도체 3기 펀드 수혜 #계속되는 실적 서프 편입일 2024-03-14 · 중국 대표 반도체 장비 업체. 2분기에도 역대급 실적과 수주 잔고 달성하며 탄탄한 펀더멘탈 입증 누적수익률 26.3% · 정부 역대 최대 규모의 반도체 펀드 3기 조성 + 전방 고객사 CapEx 확장에 따른 수혜 지속
	전력망 ETF (GIRD.US) #2분기 실적 서프라이즈 #전력 인프라 호황 사이클 지속 편입일 2024-09-24 · 전력 인프라 투자와 관련된 산업에 포괄적으로 투자하며 전력망, 전력 축적, 기기, 저장 등을 포함 누적수익률 (1.9%) · 2분기 미국 전력 인프라 및 유틸리티 사업자들 호실적 기록, 수주잔고도 사상 최대
	중국 소비재 ETF (9806.HK) #정부 부양책 최대 수혜 #부동산 회복 #소비재 던어라운드 편입일 2024-10-02 · 중국 대표 소비재 기업으로 구성된 ETF. 홍콩에 상장되어 있으며 미국 달러로 거래(홍콩달러 거래는 2806.HK) 누적수익률 9.0% · 정부는 시장 기대치를 상회하는 부양책 패키지 발표, 주로 내수 소비 확대 겨냥, 소비재 업종 최대 수혜

Compliance Notice

- 본 자료는 리서치센터 해외주식팀의 의견을 반영하여 주식과 ETF 등으로 구성된 글로벌 포트폴리오이며 장기투자성과와 상이하거나, 투자이익이 변할 수 있습니다.
- 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자 판단에 참고가 되는 정보 제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종 결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 포트폴리오 변경은 주가 수익률 변화의 변동 상황 발생 시 진행되고 있으며 비중 및 편·출입은 상승과 하락에 따른 조정으로 투자 권유나 매도를 의미하지 않습니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 편입 이후 15% 이상 하락할 경우 StopLoss 규정에 의해 포트폴리오에서 제외합니다.
- 글로벌 포트폴리오의 벤치마크(BM)는 MSCI AC World Index(70%) + Bloomberg Barclays World Bond Index(30%)입니다.
- 상기 중목 정보는 FnGuide, Bloomberg 및 WIND(중국, 홍콩)의 정보와 컨센서스 및 각 ETF 운용사 제공 자료를 인용했습니다.
- 상기 중목 통화 기준)는 각 시장의 직전거래일 기준 증가입니다. (단, 미국 및 유럽 주식, 해외 상장 ETF의 주가는 전전거래일 증가 기준)
- 수익률은 편입일의 증가 대비 직전거래일 증가를 원화로 환산해 계산한 수치입니다. (단, 미국 및 유럽 주식, 해외 상장 ETF는 전전거래일 증가 기준)
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 상기 회사(애플, 페이스북, 넷플릭스, 테슬라, 아마존, 엔비디아, AMD, 구글, 마이크로소프트)를 기종자산으로 ESG 발행된 상품입니다. 기타의 중목은 회사(원)이해관계가 발생하지 않으며 회사 정책에 따라 주기별 변경가능합니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 본 자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 임의로 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

포트폴리오

신한 리서치 포트폴리오: ③ 국내주식형

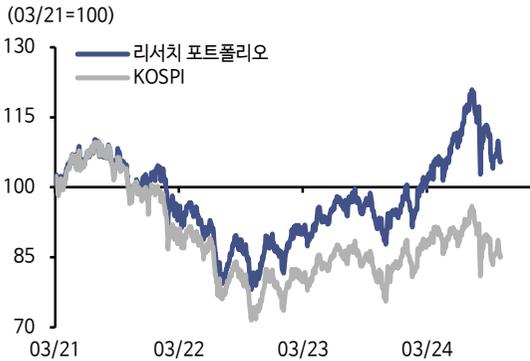
10월 신한 리서치 포트폴리오

섹터	업종	코드	종목명	업종			종목 비중	전주 차이
				비중	제안 비중	차이 (B-A)		
에너지				1.9	1.9	0.0		
	에너지	A010950	S-Oil	1.9	1.9	0.0	1.9	신규
소재				7.9	8.4	0.5		
	화학	A298020	효성티앤씨	4.4	4.6	0.2	1.0	(0.0)
		A009830	한화솔루션				0.9	(0.0)
		A051910	LG화학				1.2	0.0
		A011780	금호석유				1.5	0.0
	비철,목재등	A010130	고려아연	1.4	1.7	0.3	0.9	(0.2)
		A006260	LS				0.2	0.1
		A103140	풍산				0.5	0.3
	철강	A005490	POSCO홀딩스	2.1	2.1	0.1	1.7	(0.1)
		A004020	현대제철				0.4	(0.0)
산업재				15.3	15.3	0.0		
	건설,건축관련	A009240	한샘	1.5	1.3	(0.2)	1.3	(0.0)
	기계	A112610	씨에스윈드	3.1	3.2	0.2	3.2	0.2
	조선	A329180	HD현대중공업	3.0	3.1	0.1	1.8	(0.2)
		A082740	한화엔진				1.3	신규
	상사,자본재	A047810	한국항공우주	5.3	5.2	(0.1)	1.4	0.1
		A028260	삼성물산				1.9	0.1
		A034730	SK				1.1	0.1
		A001040	CJ				0.9	0.0
	운송	A003490	대한항공	2.5	2.5	(0.0)	2.5	(0.2)
경기관련소비재				10.9	10.3	(0.6)		
	자동차	A005380	현대차	6.8	6.6	(0.2)	2.8	(2.0)
		A000270	기아				2.2	0.7
		A204320	HL만도				1.7	1.2
	화장품,의류,원구	A383220	F&F	2.4	2.5	0.1	0.8	신규
		A192820	코스맥스				0.8	신규
		A018250	애경산업				0.8	신규
	호텔,레저서비스	A034230	파라다이스	0.4	0.3	(0.1)	0.3	0.1
	미디어,교육	A035760	CJ ENM	0.7	0.4	(0.2)	0.3	0.0
		A352820	하이브				0.1	0.0
	소매(유통)	A021240	코웨이	0.7	0.4	(0.3)	0.4	(0.2)
필수소비재				2.3	2.3	(0.0)		
	필수소비재	A033780	KT&G	2.3	2.3	(0.0)	2.3	(0.1)

섹터	업종	코드	종목명	업종			종목 비중	전주 차이
				비중	제안 비중	차이 (B-A)		
의료				8.2	8.5	0.3		
	건강관리	A196170	알테오젠	8.2	8.5	0.3	2.9	0.3
		A207940	삼성바이오로직				3.2	0.1
		A068270	셀트리온				2.0	0.0
		A000100	유한양행				0.4	0.0
		A064550	바이오니아				0.0	(0.0)
금융				11.4	11.8	0.4		
	은행	A105560	KB금융	6.5	6.6	0.1	3.0	신규
		A086790	하나금융지주				3.6	0.2
	증권	A016360	삼성증권	2.3	2.6	0.3	1.3	0.0
		A071050	한국금융지주				1.3	0.0
	보험	A000810	삼성화재	2.6	2.6	0.0	1.1	(0.2)
		A138040	메리츠금융지주				1.5	0.3
IT				39.5	38.8	(0.6)		
	소프트웨어	A259960	크래프톤	5.0	4.9	(0.1)	0.6	0.0
		A251270	넷마블				1.5	(0.0)
		A067160	SOOP				1.7	0.0
		A263750	필터비스				1.0	0.0
		A012510	더존비즈온				0.0	(0.0)
	IT하드웨어	A009150	삼성전기	1.3	1.0	(0.3)	0.1	(0.0)
		A018260	삼성에스디에스				0.8	(0.1)
		A011070	LG이노텍				0.1	(0.0)
	반도체	A005930	삼성전자	25.3	25.1	(0.2)	18.0	(0.6)
		A000660	SK하이닉스				7.1	(0.2)
		A131290	티에스이				0.1	신규
	IT가전	A066570	LG전자	7.6	7.8	0.2	1.6	0.5
		A373220	LG에너지솔루션				4.8	(0.4)
		A006400	삼성SDI				1.4	(0.0)
	디스플레이	A034220	LG디스플레이	0.3	0.0	(0.3)	0.0	(0.1)
통신서비스				1.3	1.5	0.2		
	통신서비스	A030200	KT	1.3	1.5	0.2	1.5	(0.0)
유틸리티				1.3	1.2	(0.1)		
	유틸리티	A015760	한국전력	1.3	1.2	(0.1)	0.2	(0.1)
		A036460	한국가스공사				0.4	(0.1)
		A047050	포스코인터내셔널				0.6	(0.1)

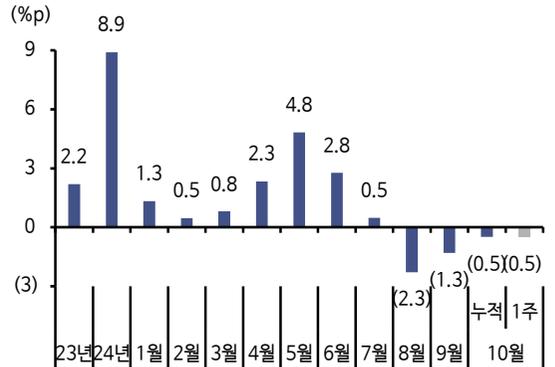
자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 업종 분류는 FnGuide W126 기준, 10월 4일 종가 기준으로 작성

KOSPI와 신한 리서치 포트폴리오 성과 추이



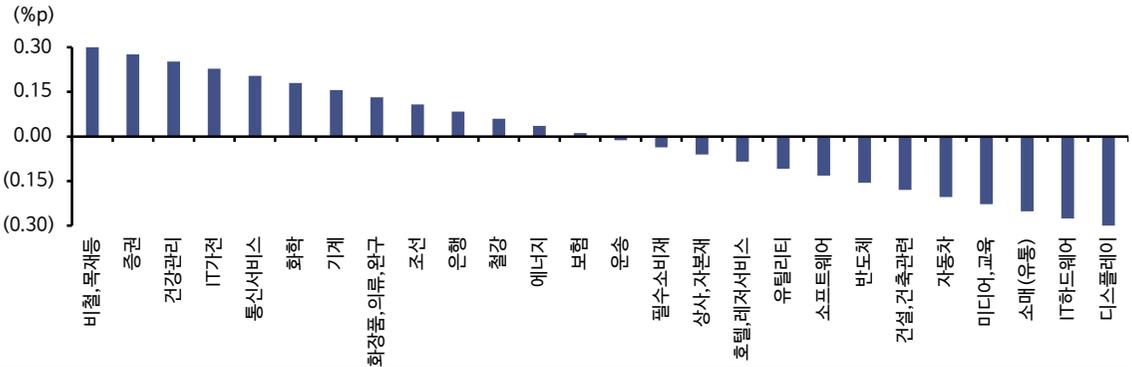
자료: 신한투자증권

신한 리서치 포트폴리오 상대수익률



자료: 신한투자증권

신한 리서치 포트폴리오 KOSPI 대비 업종 비중 [비철, 증권, 헬스케어 VS 디스플레이, IT하드웨어, 소매]



자료: 신한투자증권

[비철/목재] 중국 정부의 경기부양책 시행에 따른 수요 개선에 대한 기대감으로 주요 비철금속 가격 반등세

- 풍산: 펀더멘털과 무관했던 추가하락을 비중확대 기회로 사용할 필요 있음. 연말 주주 가치 제고 정책 발표 기대도 긍정적

[증권] 금융업종 내 유일한 금리 인하 수혜. 거래대금 회복은 아직 더디나, 운용손익 개선에 따른 투자심리 개선 기대

- 삼성증권: 타 금융 계열사와 유사하게 중장기 주주환원율 50% 수준의 자본정책 발표 예상, 배당수익률 7%대 전망

[헬스케어] NBI 대비 KS200 헬스케어 지수가 크게 우상향 하고 있는 상황. KQ150 헬스케어 지수 상승 트리거 필요

- 알테오젠: 키트루다SC 임상 3상 결과 발표 기대감. 허가 신청 또한 4Q24-1Q25 내 진행 예정

추천 종목

중소형주

뷰노 (338220)		KDQ
주가 (원)	34,600	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 4Q24 흑자전환 가시화, 딥카스 도입병원 증가로 매출액 상승 ◆ 4분기 딥카스 FDA 승인 가능, 연내 승인시 내년 미국 진출 기대 ◆ 연내 삼성병원 이외 BIG4 병원 도입 가능, 병상수가 많은 대학병원 진출로 매출 상승 기대
추천일	24년 9월 24일	
수익률	-2.7%	
상대수익	-4.5%p	
한국콜마 (161890)		KDQ
주가 (원)	70,500	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 썬제품 수출 수요 전 세계적 확장, 생산성 개선에 따른 생산가능량 증가 ◆ 미국법인 고객사 리뉴얼 제품 생산으로 가동률 개선세, R&D 비용 제외시 월간 BEP 도달 ◆ 매출 볼륨과 이익률 모두 사상 최대치, 수요에 공급이 따라가기 버거울 정도의 호황
추천일	24년 9월 9일	
수익률	0.1%	
상대수익	-0.9%p	
티에스이 (131290)		KDQ
주가 (원)	49,800	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 프로브카드 제품 라인업 확대 및 소켓, OLED 테스트 시스템 실적 개선 기대 ◆ 실적 턴어라운드 이후 고객사, 제품 다변화 ◆ 밸류에이션 저점으로 재평가 기대감 고조
추천일	24년 8월 27일	
수익률	3.9%	
상대수익	3.6%p	
JYP Ent. (035900)		KDQ
주가 (원)	50,900	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 2Q 실적 부진은 활동 부재 및 JYP360 매출 인식 지연 영향, 하반기 실적 개선 예정 ◆ 엔화 강세 수혜 분명, 신규IP 런칭, 글로벌 레이블 확장 등 하반기 모멘텀 충분 ◆ 현재 멀티플 고점대비 45% 하향된 수준으로 매력적, 엔터 내 올해 주가하락폭 가장 큼
추천일	24년 8월 26일	
수익률	-1.9%	
상대수익	-1.4%p	
드림텍 (192650)		KDQ
주가 (원)	8,530	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 스마트폰, 의료기기에 이어 반도체까지 사업 다변화 진행 ◆ 드림텍 종속회사 드림텍 인디아가 그레이터 노이다에 제1공장 건설, 지난달 준공식 개최 ◆ 차세대 시장으로 인도 진출 본격화, 원격의료 시장 진출 비즈니스 모델 확대
추천일	24년 8월 21일	
수익률	-8.9%	
상대수익	-4.2%p	
모나용평 (070960)		KSP
주가 (원)	4,165	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 하이엔드 리조트 '루송채' 순차적 분양에 따른 실적 강세 사이클 도래 ◆ 대규모 토지 보유에 따른 개발 잠재력 보유 ◆ 선분양에 따른 안정적 재무구조와 제한적 리스크
추천일	24년 8월 14일	
수익률	14.7%	
상대수익	16.7%p	

삼목에스폼 (018310)		KDQ
주가 (원)	28,650	<ul style="list-style-type: none"> 알루미늄폼 등의 건설 토목용 가설재 사업 국내 1위 사업자 국내외 자건건설경기의 활황세 및 가꾸집 시장 성장 유지 2024년 매출 반등의 원년으로 사업 전망도 긍정적
추천일	24년 8월 1일	
수익률	36.4%	
상대수익	40.7%p	
비나텍 (126340)		KDQ
주가 (원)	37,900	<ul style="list-style-type: none"> 24년 본업 회복으로 전사 기준 실적 개선 전망, 매출액 전년대비 25% 성장 예상 연료전지 소재, 부품 사업부 창사 이후 최대 매출액 달성 기대 리튬 이온 커패시터 기반 하이브리드 시스템 사업 및 대형 고객사와 수소 상용화 프로젝트 추진
추천일	24년 7월 29일	
수익률	-8.1%	
상대수익	-4.5%p	
토비스 (051360)		KDQ
주가 (원)	18,400	<ul style="list-style-type: none"> 커브드 모니터, 버튼택 등 신제품 출시 활발 현재 카지노용 모니터 M/S 1위, 4개 주요 고객사와 모두 거래 중 가파른 전장용 매출액 상승, LG디스플레이 등 주요 고객사 4곳 확보 완료
추천일	24년 6월 20일	
수익률	-20.5%	
상대수익	-9.8%p	
태광 (023160)		KDQ
주가 (원)	13,570	<ul style="list-style-type: none"> 신규수주 바닥 통과, 2Q24부터 신규수주 증가세로 전환 미국 LNG 및 중동 정유화학 플랜트 프로젝트 확대 동해 석유, 가스전 시추는 당장의 실적 기여가 없겠지만 기대감에 따른 긍정적 시각 유지
추천일	24년 6월 7일	
수익률	7.0%	
상대수익	16.6%p	

Compliance Notice

- ◆ 본 자료는 리서치센터의 포트폴리오이며 장기투자 의견과 상이하거나, 투자 의견이 변경될 수 있습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자 판단에 참고가 되는 정보 제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종 결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 포트폴리오 변경은 주가 수익률 변화와 변동 상황 발생 시 진행하고 있으며 비중 및 편·출입은 상승과 하락에 따른 조정으로 투자 권유나 매도를 의미하지 않습니다.
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 편입 이후 15% 이상 하락할 경우 Stop Loss 규정에 의해 포트폴리오에서 제외합니다.
- ◆ 국내 포트폴리오의 벤치마크(BM)는 KOSPI(100%)입니다.
- ◆ 중소형주 추천 종목은 추천일 직전거래일 증가 기준 시가총액 3조원 미만의 종목입니다.
- ◆ 주가는 직전거래일 증가 기준이며, 일부 종목 정보는 FnGuide를 참고하였습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 (신한지주)와 계열회사 관계임을 고지합니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 (NAVER, SK하이닉스, 삼성전자, 하나금융지주, 롯데케미칼, POSCO홀딩스, 현대차, LG이노텍, 삼성전기, LG전자, LG디스플레이, 카카오, 카카오뱅크)를 기초자산으로 ELWG가 발행된 상태이며, 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 (LG디스플레이, LG전자, NAVER, SK, SK하이닉스, 삼성전자, 삼성생명, 삼성화재, 한국전력, 삼성전기, 하나금융지주, 고려이연, SK, 현대차, LG전자, 아모레퍼시픽, SK이노베이션)를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 (SK하이닉스, 한화에어로스페이스, 영원무역)를 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 (SK하이닉스)를 기초자산으로 한 주식옵션의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 본 자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 임의로 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

[편출]

- ◆ 없음

주요 경제지표 발표 및 이벤트 일정

일		화		수		목		금	
10/7		10/8		10/9		10/10		10/11	
중 유	휴장(중국) 9월 외환보유액 8월 소매판매	미	9월 NFB 소기업 낙관 3년 만기 국채 입찰 WGBI 편입 발표	미	휴장(한국) FOMC 회의록 10년 만기 국채 입찰	한 일 미	휴젤/메디톡스 ITC 소송 최종심결 9월 PPI 9월 CPI 테슬라 로보택시 공개 30년 만기 국채 입찰	한 중 미	금융통화위원회 10월 1~10일 수출입동향 9월 CPI, PPI(10/13) 9월 PPI 10월 미시간 소비자신뢰 미시간대 1년 인플레이
10/14		10/15		10/16		10/17		10/18	
중	휴장(일본) 9월 수출입동향	한 중 유	퇴직연금 현물이전 제도 시행 MLF 금리 결정 10월 ZEW 서베이 예상 8월 산업생산	일	8월 핵심기계수주	일 유 미	9월 수출입동향 9월 CPI 9월 소매판매, 산업생산 9월 주택착공, 건축허가 (10/18)	일 중 미	9월 CPI 9월 신규주택가격, 기존 주택가격 3Q24 GDP 9월 광공업생산, 소매판매, 고정자산투자 옵션만기일
10/21		10/22		10/23		10/24		10/25	
한 중 미	10월 1~20일 수출입동향 LPR 금리 결정 9월 경기선행지수			미	9월 기준주택매매 연준 베이지북 공개 20년 만기 국채 입찰	한 일 유 미	3Q24 GDP 10월 PMI 10월 PMI 10월 PMI 9월 신규주택매매	일 중 미	10월 도쿄 CPI 9월 공업이익, 산업생산 (10/27) 9월 내구재 주문 10월 미시간 소비자신뢰 10월 미시간 1년 인플레이
10/28		10/29		10/30		10/31		11/1	
미	10월 달러스 연준 제조업	미	8월 FHFA 주택가격지수 8월 CS 주택가격지수 9월 구인이직보고서 10월 CB 소비자기대	유 미	3Q24 GDP 10월 ADP취업자 변동 3Q24 GDP	일 중 유 미	9월 소매판매 금융정책회의 10월 NBS PMI 10월 CPI 10월 챌린저 Job Cut 9월 PCE 10월 시카고 PMI	한 일 중 미	10월 수출입동향 10월 제조업 PMI 10월 Caixin 제조업 PMI 10월 고용동향보고서 10월 제조업 PMI 10월 ISM 제조업
11/4		11/5		11/6		11/7		11/8	
한 유	휴장(일본) 10월 외환보유액 10월 제조업 PMI	한 중 미	10월 외환보유액 10월 CPI 10월 Caixin 종합, 서비스업 PMI 9월 내구재 주문 10월 ISM 서비스 미국 대통령 선거	일 유 미	10월 종합, 서비스 PMI 10월 종합, 서비스 PMI 30년 만기 국채 입찰	한 유	MSCI 리브 발표 9월 소매판매	중 미	10월 CPI, PPI(11/9) FOMC 9월 소비자신용지수 11월 미시간 소비자신뢰 11월 미시간 1년 인플레이

자료: Marketpoint, 언론 자료, 신한투자증권 / 주: (예): 예비치, (수): 수정치, (화): 확정치

신한아이 화면번호 안내



[주식/시황 정보]

0100	1054	1058	1059
주식종합	지수추이	주요 거래지표	증시자금 추이
1110	1503	1863	3101
현재가종합	업종별시세	주가등락률 상하위	시황티커
4050			
파워차트			

[선물]

2000	2450	4101	
지수선물 현재가	상품선물옵션 현재가	KOSPI 선물/옵션 분봉	

[수급 정보]

1200(당일)/1203(일자별)	1205	1306	1314
투자주체별 순매수 금액	업종별 투자주체	실시간 외국계 매매종목	외국인/기관 (장중) 매매현황 추정
1407	1457	1670	1881
투자주체별 매도/매수 상위 종목	투자자별 프로그램매매	종목별/일별 대차거래 내역	공매도 일간/누적 상위종목
4540			
장중 투자주체별 매매 추이 (Light)			

[환율/금리/원자재]

3204	3213	3214	
환율 동향	원자재 동향	국내외 금리	

[국내 포트폴리오/리서치 정보]

3150	3154		
신한아이 리서치	리서치 종목 시세		

🔥 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

본자료는 2024년 10월 8일 공표한 자료와 2024년 10월 10일 공표할 자료의 요약본입니다.

종목	기준	섹터	기준
<ul style="list-style-type: none"> 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하 		<ul style="list-style-type: none"> 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우 	

🔥 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 10월 08일 기준)

매수 (매수)	93.92%	Trading BUY (중립)	4.18%	중립 (중립)	1.90%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------