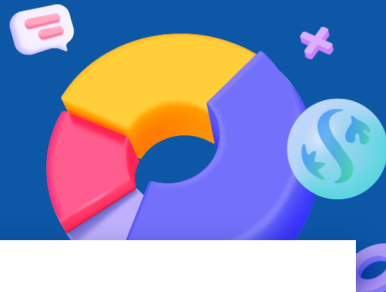


신한생각



Top down

주식전략

(9월 국내주식 전망) 파도를 만드는 건 바람

글로벌전략

2026년 미국 전력난에 주목받을 발전원은

해외 주식 및 ETF 추천 종목

[주식] 애플, 아마존, 코스트코, 록히드마틴, 메드트로닉, 베이판화장
 [ETF] 중국 고배당, 미국 헬스케어, 미국 은행, 인도

Bottom up

기업 분석

현대차 (005380/매수) 2024 CID: 이 길이 맞았다

우리금융지주 (316140/매수)

동양생명/ABL생명 인수 결정

에이비엘바이오 (298380/Not Rated)

Next 유한양행, FDA 1차 치료제 가능성 떴다

KSS해운 (044450/Not Rated)

계약 갱신으로 역대급 실적 달성

국내 주식 추천 종목

[MP] 헬스케어, 은행, 보험 ↑ VS 에너지, IT가전, 소매(유통) ↓
 [중소형주] 티에스이, JYP Ent., 드림텍, 모나윙평, 펄텍코리아, 삼목에스폼, 비나텍, 바이오니아, 토비스, 태광

KOSPI

2,689.83 (+0.02%)

KOSDAQ

762.50 (-0.32%)

KOSPI200선물

367.45 (+0.3%)

원/달러 환율

1,334.60 (+3.60원)

국고 3년 금리

2.919 (-2.1bp)



신한 리서치
투자정보

www.shinhansec.com

(9월 국내주식 전망) 파도를 만드는 건 바람



Strategist

노동길

☎ (02) 3772-4455

✉ dk.noh@shinhan.com

디스인플레이션은 기술주 로테이션 경유해 지수 및 스타일에 영향

7월 중순 소비자물가 발표로 촉발된 기술주 로테이션이 국가 및 섹터 수익률에 영향을 미치고 있다. 피보나치 되돌림 과정에서 한국과 일본은 상대적으로 소외됐다. 기술적 반등 여력이 남았다. 문제는 그 이후다. 미국 주식시장 중심 섹터 로테이션이 지속되고 대형주 집중도가 추가 약화된다면 한국도 영향을 받는다. 국내 주도 업종 변화에 주로 영향을 미칠 요소다. 이익과 유동성 환경은 상위주 집중도를 약화시키고 있다. 글로벌 기술주 로테이션은 계속될 전망이다.

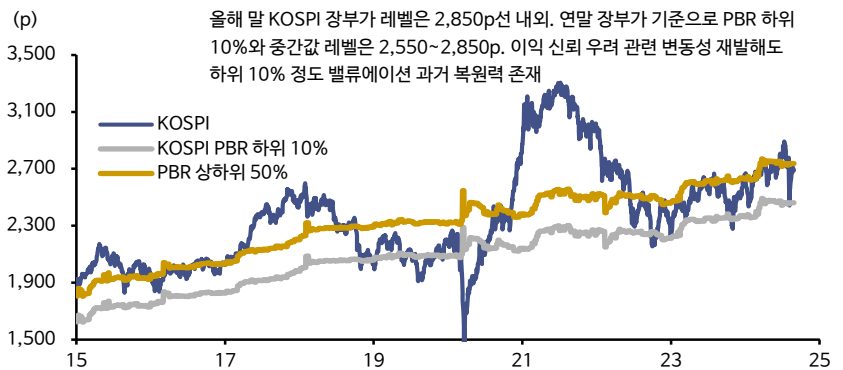
9월 KOSPI 2,550~2,850p. 기술주와 수출주의 주도주 복귀는 시차 소요

9월 밴드는 2,550~2,850p로 전망한다. 이익 신뢰성에 의구심이 자리한다. EPS(주당순이익) 신뢰성이 높다면 9배 이하 PER은 매수 기회다. 다만 원/달러 환율 하락, 미국 경기 의구심이 지속되는 상황에서 PER 밸류에이션은 작동하지 않고 있다. 장부가 기준 밸류에이션에 주목할 때다. 상단은 연말 추정 장부가에 중간값 PBR을 적용했다. 하단은 PBR 하위 10%다. 미국 경기 의구심 지속과 원/달러 환율 하락으로 수출주의 주도주 복귀는 시차를 소요하게될 전망이다.

쉬어가는 기술주와 수출주 대안 1) 내수주 2) 원화 강세 3) 주주환원

대안으로 내수주, 원화 강세 수혜주, 밸류업 프로그램 관련주를 검토할 만하다. 내수주는 연준 및 한국은행 기준금리 인하 기대를 우호적으로 해석한다. 수출주 종속 변수인 관계로 상대수익률 개선 시점은 4분기다. 원화 강세 관련해서는 중간 투입 비중 높은 유틸리티, 철강, 비철, 화학, 정유, 운송 중심이다. 밸류업 지수 발표는 관련주에 우호적이다. 재료 소멸에 따른 변동성 깊이는 줄어들 듯하다.

9월 KOSPI 2,550~2,850p 내 등락. 연말 장부가 기준 PBR 하위 10%~중간값



자료: Workspace, 신한투자증권

(9월 국내주식 전망) 파도를 만드는 건 바람

디스인플레이션, 파도 만드는 바람으로 작용 중

기업이익 모멘텀과 유동성 환경은 상승 종목 다변화로 연결

6월 소비자물가에서 촉발된 섹터 로테이션과 대형주 집중도 약화는 국내 지수 성과에도 영향

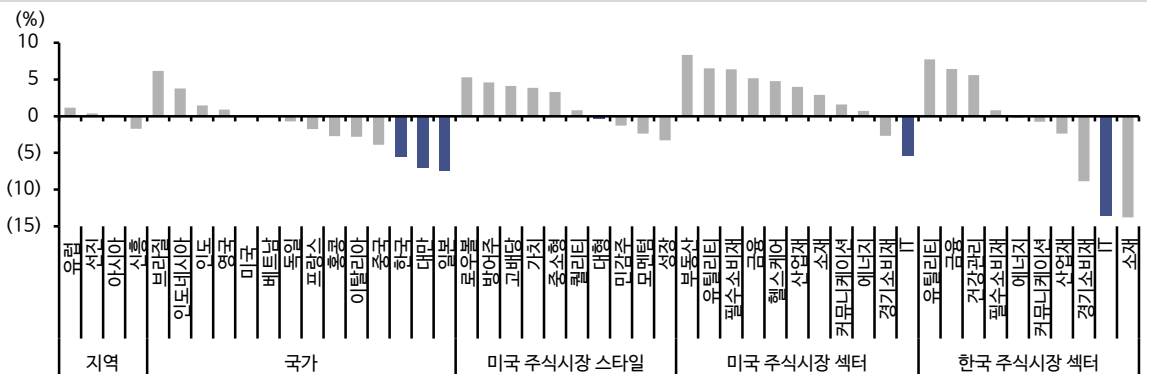
지난 8월 주식시장은 예기치 못한 변동성을 겪었다. 원인은 미국 경기 침체 우려와 엔화 가치 속등에 따른 관련 자산 청산이었다. 지금은 극단적 변동성을 뒤로하고 안정기에 접어드는 모습이다. 엔화 자산 청산 속도가 줄었고 경기 침체 우려도 순차적으로 덜었다. 그러나 주식시장의 큰 변화는 7월 중순 있었던 미국 소비자물가 발표 때부터였다. 세계 주식시장 수익률은 그때부터 엇갈리기 시작했다.

6월 소비자물가는 예상치를 하회했다. 투자자들이 디스인플레이션을 기대할 수 있게 만든 동력이다. 이는 거대한 바람이었다. 디스인플레이션에 따른 금리 인하 전망은 대형주 집중도 약화와 상승 종목 다변화로 이어졌다. 국가와 지역 수익률에도 영향을 미쳤다. 주식시장 회복력은 6월 소비자물가 발표 이후 기술주 비중 낮은 곳 위주였다. 한국, 대만, 일본은 가장 낮은 회복력을 보이고 있다. 성장주와 IT는 미국 주식시장 스타일과 섹터 관점에서 뒤처지고 있다. 한국 주식시장 섹터 수익률도 마찬가지다. IT 회복력이 더더 지수 성과에 영향을 미치고 있다.

한국과 일본 만이 주요국 중 피보나치 되돌림 실패하고 있는 상황. KOSPI의 기술적 반등 1차 목표치 2,780p 내외.

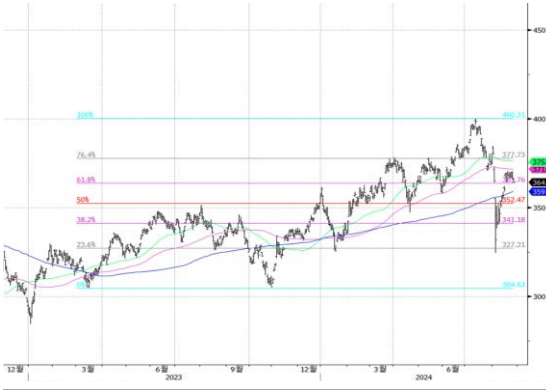
피보나치 되돌림 관점에서 한국(KOSPI200), 일본(Nikkei225), 대만(TWSE)을 동일선상에 놓을 수 있다. 한국과 일본은 76.4% 되돌림을 달성하지 못하고 있지만 대만은 이에 걸렸다. 반면 미국 NASDAQ과 유럽 STOXX600은 76.4% 되돌림을 넘어 전고점에 근접하고 있다. M7도 76.4% 이상 반등에 성공했다. 한국과 일본 주식시장 1차적 반등 목표는 76.4% 되돌림 구간으로 볼 수 있다. KOSPI200 기준으로 377.73p다. KOSPI로는 2,780p 내외다. 같이 조정 받았던 M7 및 NASDAQ과 비교했을 때 한국, 일본 주식시장 회복이 더더 기술적 상승을 더 기대할 수 있다. 문제는 그 이후부터다. 섹터 로테이션이 지속되고 대형주 집중도가 추가로 약화된다면 한국 주식시장도 영향을 받을 수밖에 없다. 기술주 비중 높은 구성 때문이다. 국내 주도 업종 변화에도 영향을 미칠 수 있는 요소다.

6월 미국 소비자물가 발표 이후 주식시장 수익률 변화(7/12~현재)



자료: Bloomberg, FnGuide, 신한투자증권

KOSPI200 피보나치 되돌림



자료: Bloomberg, 신한투자증권

S&P500 피보나치 되돌림



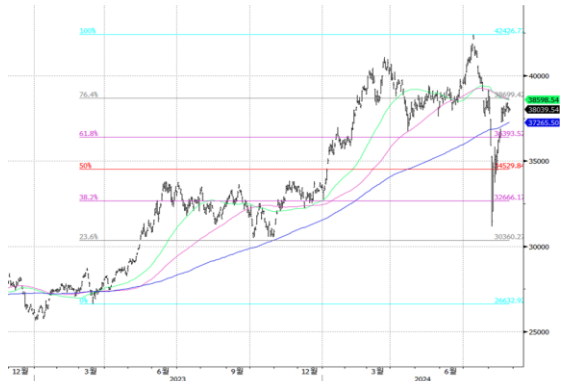
자료: Bloomberg, 신한투자증권

NASDAQ100 피보나치 되돌림



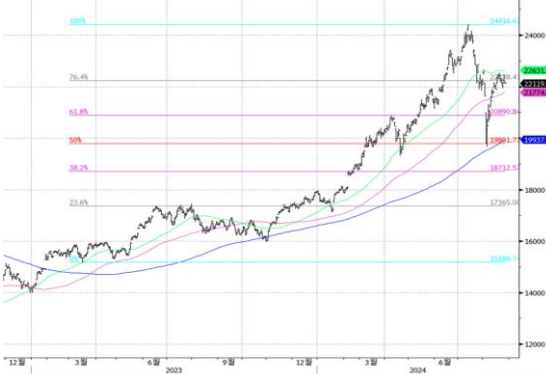
자료: Bloomberg, 신한투자증권

NIKKEI225 피보나치 되돌림



자료: Bloomberg, 신한투자증권

TWSE 피보나치 되돌림



자료: Bloomberg, 신한투자증권

EUROSTOXX 600 피보나치 되돌림



자료: Bloomberg, 신한투자증권

이익과 유동성 환경은 대형주 집중도 약화시키는 요소로 작용

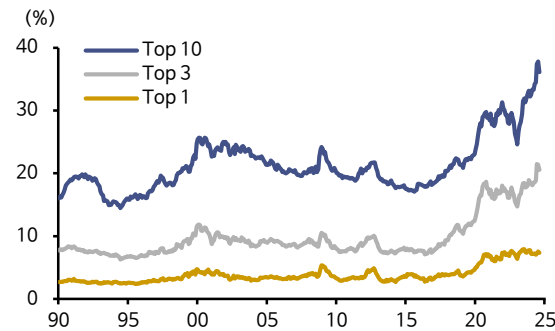
미국 주식시장 소수 종목 집중도 하락 중. M7 외 종목과 이익 모멘텀 격차 줄어들고 있고 유동성 환경도 영향

: 2016년부터 지속됐던 패시브 위주 장세 액티브로 변하려는 모습. 수급 관점에서 초대형주 집중 현상 완화될 가능성

미국 주식시장 초대형주 집중도는 낮아지는 모습이다. Top 10과 Top 3 종목 시가총액 비중은 1990년 이후 최고치였으나 8월 중 소폭 둔화하고 있는 양상이다. 매크로 환경은 대형주 집중도 완화를 뒷받침하고 있다. 대표적으로 이익 모멘텀이다. 여전히 M7 중심 빅테크 이익 모멘텀이 다른 종목군에 비해 앞서 있으나 정점을 지났다는 점에 주목해야 한다. 유통성 환경도 유사하다. 미국은 M2(광의 유동성) 증가율이 바닥을 탈피해 전년대비 개선세에 나서려는 모습이다. 9월 금리 인하 기대까지 맞물리며 유동성 환경은 완화되고 있다. 과거 M2 증가율이 상승했을 때 Top 10 종목 비중은 횡보하거나 하락했다. 이는 완화적 유동성 상황이 기업 펀더멘털에 덜 집중할 수 있는 환경을 마련해주기 때문이다. 예외 사례도 존재하지만 현재 시장 방향성은 과거 패턴을 따라가려는 모습이다.

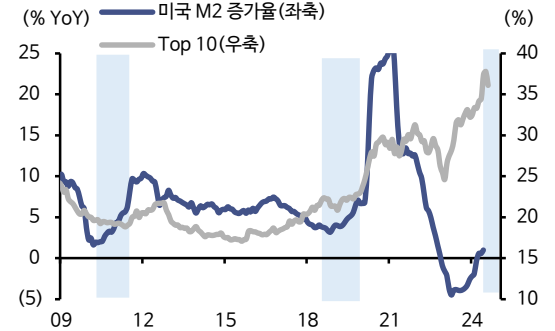
해당 패턴은 기술주 하락을 의미하지 않는다. 상대수익률 관점 해석이다. 중장기 전략 방향성을 바꿀 수 있을 만한 요소다. 대형주 집중도가 약화되면서 미국 주식시장은 S&P500 시총 가중보다 동일 가중 성과가 더 뛰어나다. 시총 가중 지수와 동일 가중 지수 간 수익률 격차는 2016년부터 벌어졌던 바 있다. 방향성이 반대로 바뀔 경우 패시브 수급 유입에 따른 대형주 집중 패턴도 약화될 수 있다.

미국 주식시장 소수 종목 쏠림과 되돌림



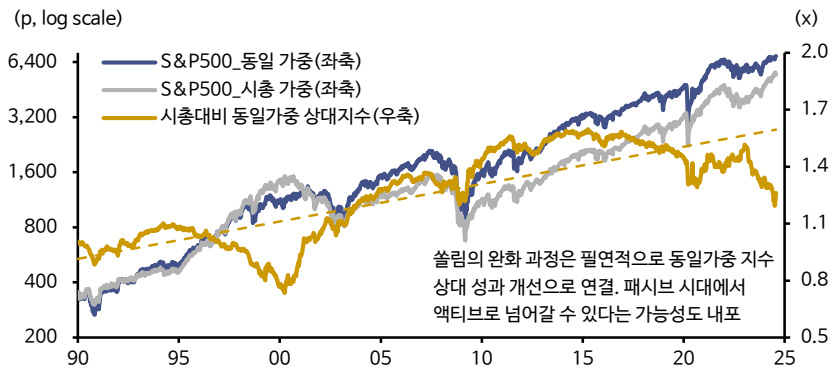
자료: Workspace, 신한투자증권

미국 유동성 증가율과 상위 종목 쏠림



자료: Bloomberg, FnGuide, 신한투자증권

S&P500 동일 가중과 시가총액 가중 지수 성과



자료: Datastream, 신한투자증권

경기 둔화하고 있다는 사실 자명하나 침체까지 가지 않으리라 해석되는 이유들
 : 1) 채권 트레이더들이 침체에 베팅하지 않아
 : 2) sahm rule 과거와 비교 시 현재 고용 상황 비교적 견조
 : 3) 디스인플레 기대 유효하면서 연준도 이중 책무에서 해방. 이제는 경기에 신경 쓸 여유

제조업 경기는 시차 필요 1) 대선 불확실성 완화, 2) 금리 효과

침체 아닐 이유 1) 채권 시장 베팅, 2) 영터리 sahm rule, 3) 연준 책무

9월 주식시장을 대면하기에 앞서 경기 침체 여부를 판단해야 한다.

제약적 금리 수준에 따른 경기 둔화는 일견 타당해 보인다. CITI 경기 서프라이즈 지수와 ISM(공급관리자협회) 제조업 지수는 동반해서 하락 중이다. 2003년 이후 두 지표의 위치는 하위 6%다. 현재보다 낮았던 때는 경기 침체를 겪었거나 제조업 소침체를 통과했을 때다. 8월 ISM 제조업 지수도 추가 위축이 불가피해 보인다. 필라델피아와 뉴욕 연준 제조업 지수 표준화를 고려했을 때 46.3~49.4p 사이 발표치를 예상할 수 있다. 전월대비 제조업 경기 추가 위축을 의미한다.

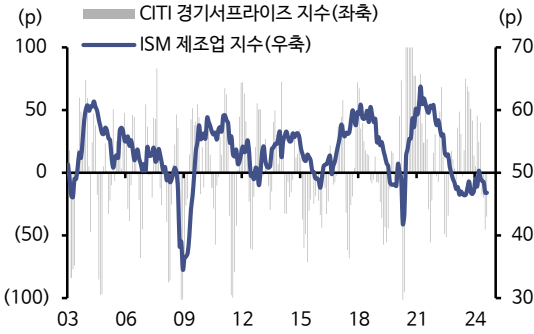
경기 둔화 우려는 있지만 침체까지는 아니라는 인식을 갖고 9월 주식시장 대응에 나서야 한다. 경기 침체를 주식시장보다 더 잘 예견할 채권 시장 트레이더들은 침체를 가정하지 않았다. 1년 후 연준 기준금리 선물 전망치는 3.4%에서 등락 중이다. 점도표에서 확인할 수 있는 기준금리 중간값(2.8%)을 상회한다. 채권 시장 트레이더들은 1년 뒤 기준금리가 중립금리를 상회할 것으로 전망 중이다. 경기 둔화에도 침체 베팅을 자제하고 있다. 연준 위원들 중립 금리 중심 경향이 2.5~3.5%였던 점을 고려하면 그래도 경계 범위 내로는 진입했다고 판단한다.

침체가 아닐 두 번째 이유는 sahm rule(실업률 상승 속도가 침체와 연관 있다는 견해)이다. 실업률 상승 속도가 빨랐던 탓에 sahm rule을 발동했다. 그러나 파월 의장은 해당 패턴이 통계적 유의성에 불과하고 상관관계나 인과관계를 갖지 않는다는 견해를 밝혔다. 또한 sahm rule이 발동돼 침체를 예견했던 때는 비농가 신규 고용 평균 35.4만명 감소와 맞물렸다. 지금은 아니다. 신규 고용이 증가하고 있다. 고용 시장 수요 둔화가 실업률 최근 상승 원인 중 하나인 건 맞다. 동시에 공급에서 원인을 찾는 노력을 타당하게 볼 수 있다. 인플레이를 낮추는 요소다.

실제로 해고율은 1%를 하회하고 있다. 과거 침체 구간과 비교했을 때 낮은 수치다. 동시에 자발적으로 직장을 떠나는 시직률도 하락하고 있다. 임금 안정성을 높이는 요소다. 미국 고용 시장은 아직까지는 연준에서 내린 견해대로 흘러가는 듯하다. 실업률 상승 없이 고용 시장 초과 수요를 해결할 수 있다는 믿음이다. 실업률과 공석률(빈 일자리) 간 산포도에서는 예외적인 모습이 나타난다. 많은 구루들과 옛 연준 위원들도 현실화되기 어렵다고 했던 공석률 하락이다.

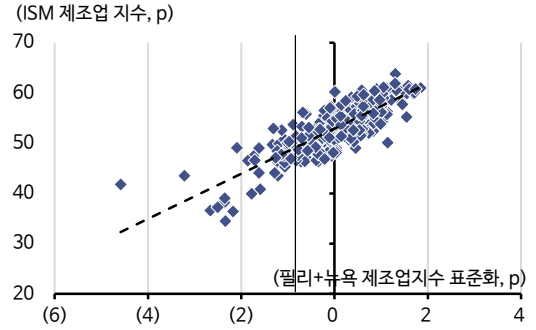
침체 베팅을 저해하는 세 번째 요소는 연준 정책 대응 여력이다. 잭슨홀 미팅에서 파월 의장은 50bp 금리 인하 관련 어떠한 언급도 하지 않았다. 투자자들은 이를 50bp 금리 인하 가능성 잔존으로 해석하고 있다. 글로벌 IB들은 실업률 4.4~4.5%, 신규 고용 10만명 이하를 50bp 금리 인하 요소로 판단하고 있다. 연준이 경기 하강을 막아주리라는 기대가 부활하고 있다. 핵심은 이중 책무 해방이다. 고용 시장 초과 수요 완화에 따른 디스인플레는 연준 개입 가능성을 높이는 요소다. 9월 경기 침체가 아니라면 주식시장은 추가 회복을 기대할 수 있다.

CITI Economic Surprise와 제조업 지수



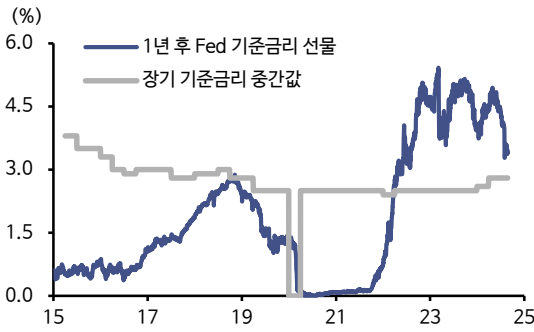
자료: Workspace, 신한투자증권

8월 ISM 제조업지수도 추가 위축될 전망



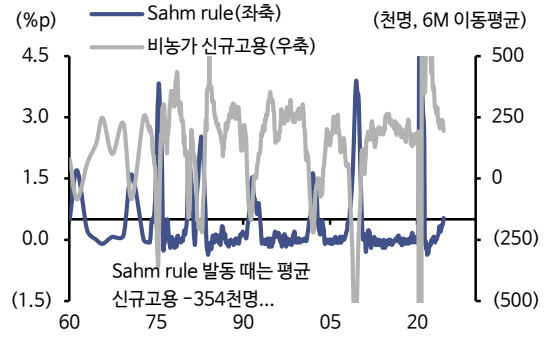
자료: Workspace, 신한투자증권

채권 시장 트레이더, 침체 생각하지 않고 있다



자료: Workspace, 신한투자증권

Sahm rule 발동 시기와 고용 시장 상황 판이하게 달라



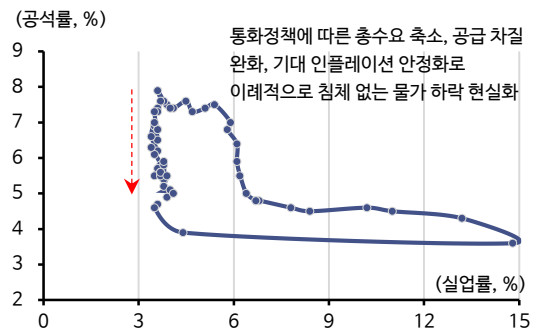
자료: Workspace, 신한투자증권

실업률 상승은 인플레이 약화에 우호적



자료: Workspace, 신한투자증권

팬데믹 기간 중 실업률과 공식률(빈 일자리) 변화



자료: Workspace, 신한투자증권
주: 2020년 1월 이후 데이터 기준

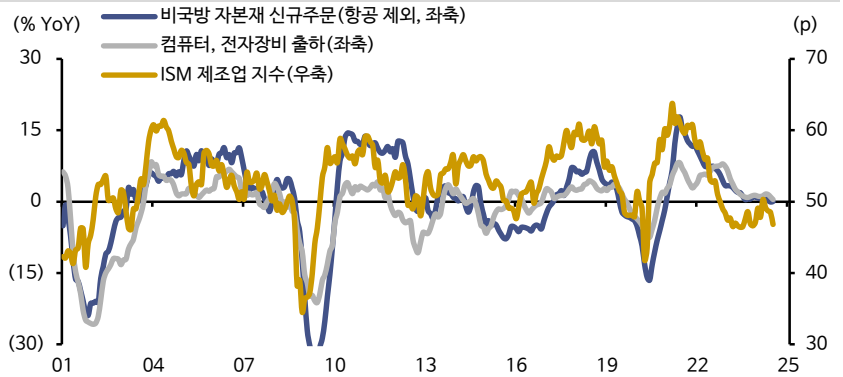
기술주의 주도주 복귀는 제조업 경기 회복 시점과 맞물릴 전망

설비투자 Proxy는 최근 들어 모멘텀 약화 중
 : 기업들은 대신 앞둔 불확실성에 투자 지연 중
 : 제조업 경기와 설비투자 간 상관관계 고려.
 제조업 경기 당장 반등 어려울 전망. 금리 인하에 따른 시차 효과 필요

경기가 침체까지 빠지지 않아도 남은 우려는 있다. 투자 활동 감소 가능성이다. 미국 비국방자본재 신규주문(항공 제외) 모멘텀은 지속해서 감소 중이다. 과거 침체 구간과 달리 급감은 피하고 있지만 최근 들어 전년대비 감소 전환하기도 했다. 올해 11월 미국 대선을 앞두고 기업들이 관망하고 있음을 짐작할 수 있다. 과거 패턴으로도 관찰된다. 1992년 이후 비국방 자본재 신규주문은 상반기보다 하반기 더 나은 모멘텀을 보인 바 있다. 예외는 대선 해다. 대선 해 설비투자는 오히려 하반기 감소하는 패턴을 보였다. 미뮌턴 투자는 대선 이듬해 재개됐다. 민간투자 성장 기여도는 대선 이듬해 상승했다. 설비투자 및 기업 생산이 대선 전 직접적으로 영향을 받았다. 설비투자와 제조업 지수 간 높은 상관관계를 고려하면 대선 이전까지 제조업 경기 회복을 쉽게 기대하기 어렵다.

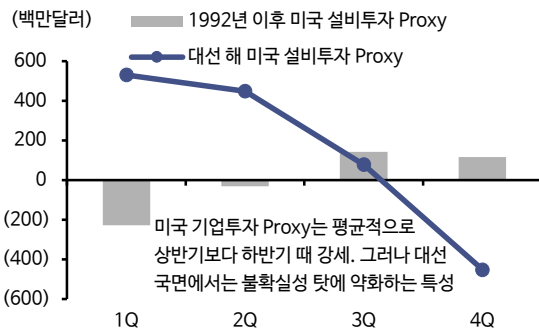
기술주는 경기에 민감하다. 주도주에 복귀하려면 시간이 필요하다. 지연된 투자는 대선 이듬해 회복에 나섰다. 연준 금리 인하에 따른 제조업 경기 회복 시차와 대체로 일치한다. 제조업 경기 회복과 기술주의 주도주 복귀가 맞물릴 전망이다.

기준금리 인하 기대 다소 앞서 있지만... 이제는 할인율보다 경기에 민감



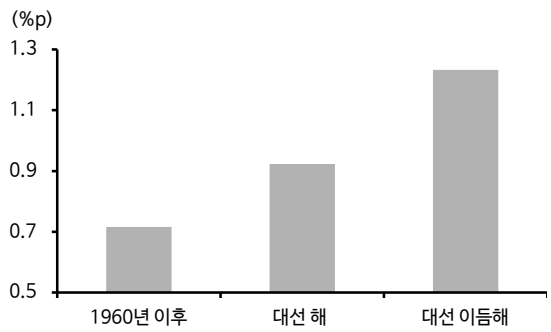
자료: Workspace, 신한투자증권

기업들은 대선 불확실성에 직면해 하반기 투자 축소



자료: Workspace, 신한투자증권

미국 대선 전후 민간투자 성장 기여도



자료: Workspace, 신한투자증권

9월 KOSPI 2,550~2,850p

KOSPI PER 9배 이하로 저평가 구간, 그러나 실적 신뢰성도 낮아진 상황

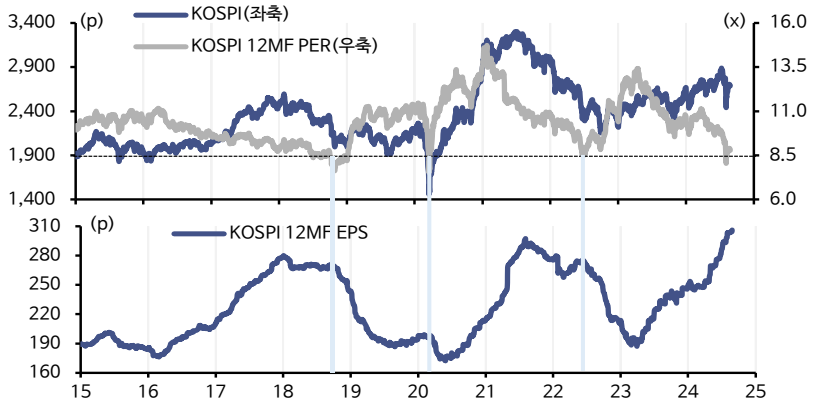
실적 우려 해소해야 낮은 PER이 상승 재료로 작동

- 1) 원/달러 환율 하락
 - 2) 미국 경기 우려
- : KOSPI 최근 실적 개선은 금융 섹터 매출액 확대나 헬스케어 마진 상승에 의존. 비수출주 중심으로 구성

KOSPI 12MF PER(주가수익비율)은 9배를 하회하고 있다. PER은 블랙 먼데이 당시 8.0배까지 하락했지만 V자 반등을 거치며 답밸류는 탈피한 상황이다. PER만 놓고 보면 가격 매력이 높지만 다른 한편으로 실적 고평가 우려를 지우기 어렵다. 실적 우려 구간은 1) 원/달러 환율 하락, 2) 미국 수출 경기 우려다.

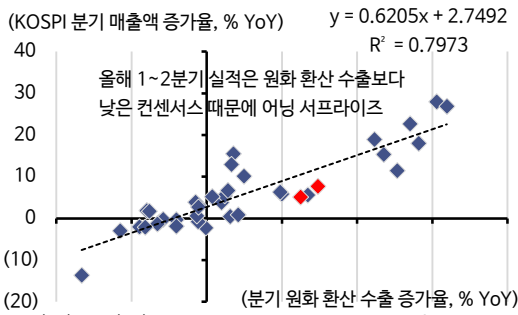
원/달러 환율 하락은 KOSPI 달성률 하락에 직접적으로 영향을 줄 요소다. 올해 1분기, 2분기 어닝 서프라이즈는 환율 효과가 크게 작용했다. 애널리스트 컨센서스는 달러 수출에는 민감했지만 원화 환산과 괴리를 뒀던 바 있다. 원화 약세가 달성률 제고에 우호적이었던 이유다. 원/달러 환율 1,350원 이하 기간이 길어진다면 3분기 실적부터 어닝 서프라이즈 가능성이 점차 낮아진다. KOSPI 섹터별 매출액과 마진 변화를 보면 수출주 실적 개선 속도가 둔화하고 있다. 실적 개선은 최근 금융 섹터 매출액 확대나 헬스케어 마진 확대에 의존하고 있다. 실적은 수출주보다 비수출주에서 개선 중인 상황이다.

KOSPI와 PER 그리고 EPS: 주식시장은 이익에 대해 확신하지 못하는 상황



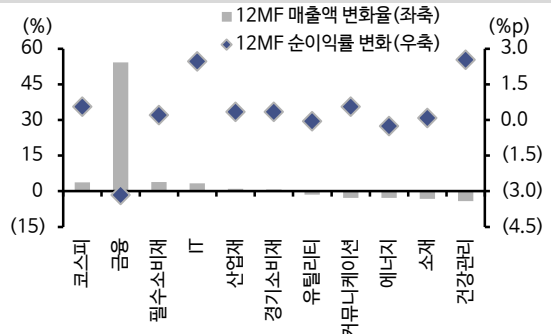
자료: Workspace, 신한투자증권

분기 원화 환산 수출과 매출액 증가율



자료: Workspace, 신한투자증권

섹터별 매출액, 마진 변화율(3개월)



자료: FnGuide, 신한투자증권

미국 경기 우려 있지만
대미 수출 모멘텀 유지할
전망. 경기적 요인보다
비경기적 요인의 수출
증가 효과 컸기 때문
: 소비재, 자본재는 미국
경기보다 시장 점유율
확대, 구조적 투자 영향
뚜렷
: 반면 중간재는 미국
경기로부터 민감

미국향 수출은 비경기 요인 커 양호한 모멘텀 유지, 영향은 성질별로 달라

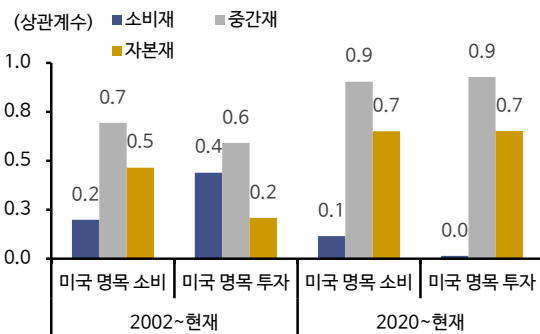
미국 경기 우려는 환율과 달리 기업이익에 미치는 영향력이 부정적이지 않을 전망이다. 경기 우려는 있지만 과거에 비해 경기 요소가 감소했다. 미국향 수출은 비경기 요인도 중요하다. 시장 점유율 확대나 구조적 투자 등이다.

과거부터 현재까지 미국향 투자는 소비나 투자 등 경기 영향에서 무관하지 않았다. 2002년부터 현재까지 미국 소비와 소비재, 중간재, 자본재 간 상관계수는 각각 0.2, 0.7, 0.5였다. 미국 소비는 한국 중간재 수출에 직접적으로 영향을 미쳤다. 미국 투자와 한국 소비재, 중간재, 자본재 간 상관계수는 0.4, 0.6, 0.2였다. 경기 요인은 최근에도 높았는데 특히 미국 소비 경기와 대미국 중간재 수출간 상관계수는 0.9로 더 높아졌다. 미국 투자도 대미 중간재 수출 및 자본재 수출에 각각 0.9, 0.7 상관계수를 나타냈다. 반면 소비재는 오히려 상관계수가 하락했다. 미국 소비 및 투자와 대미 소비재 수출 간 상관계수는 팬데믹 이후 각각 0.1, 0.0으로 하락했다. 소비재에 포함된 내구소비재(자동차, 가전), 비내구소비재(의류, 화장품), 직접소비재(조제 식품)가 미국 소비 시장을 효과적으로 공략한 덕이다.

한국은행 자료에서도 나타난다. 대미 수출을 2010~16년과 2020년 이후 팬데믹으로 구분했을 때 경기적 요인과 비경기적 요인 불변시장 점유는 더 증가했다. 증가 속도 자체는 비경기적 요인이 더 빨랐다. 이는 중간재, 자본재, 소비재 모두에서 관찰되는 특징들이다. 대미 수출은 소비와 투자 등 미국 경기 호조 영향에 팬데믹 이후 증가한 것은 맞다. 구조적 투자나 시장점유율 확대 등 비경기적 요인이 더 크다는 점을 설명하고 있다.

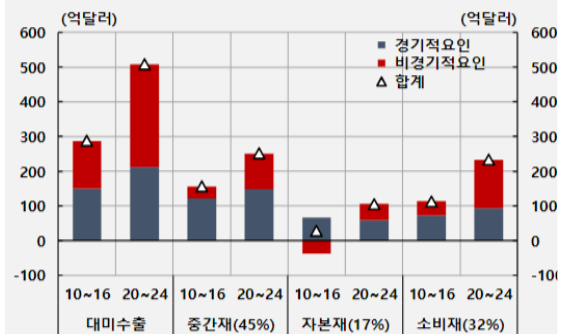
현재 미국 소비 및 투자 관련 의구심이 커진 상황이지만 크게 우려할 필요는 없다는 의미다. 대미 수출은 경기 침체 상황을 피한다면 급감하지 않고 양호할 전망이다. 경기 둔화가 미치는 영향력은 수출 성질별로 다를 수 있다. 대표적으로 비경기적 요인 구성 비율이 높은 중간재다. 중간재(철강, 화학, 에너지 등)는 미국 소비 및 투자 경기와 가장 밀접한 모습을 보이고 있다. 미국 경기 모멘텀 약화 시 가장 민감하게 반응할 수 있는 수출 품목이다. 대미 수출 상위를 차지하는 자동차(소비재), 반도체(자본재)는 여전히 견고한 모습일 전망이다.

한국 수출과 미국 매크로 데이터 간 상관관계



자료: 관세청, Workspace, 신한투자증권

성질별 대미 수출 증가 요인(불변 시장 점유율 기준)



자료: 한국은행, 신한투자증권

9월 밴드는 2,550~2,850p. 연말 장부가에 PBR 중간값과 하위 10%에서 등락 가정할 수치 : 변동성 재발할 경우 PBR 하위 5% 구간을 견고한 저점 구간 설정

이중고 겪는 수출주가 복귀하는 시점은 원화 강세 종료 이후. 통화정책과 환율 간 상관관계 과거보다 커진 상황

9월 KOSPI 밴드 2,550~2,850p. 연말 장부가 기준 하위 10%~중간값

9월 밴드는 2,550~2,850p로 전망한다. 이익 신뢰성에 의구심이 자리하는 상황으로 판단한다. EPS(주당순이익) 신뢰성이 높다면 9배 이하 PER은 매수 기회다. 다만 원/달러 환율 하락, 미국 경기 의구심이 지속되는 상황에서 PER 밸류에이션은 작동하지 않고 있다. 장부가 기준 밸류에이션에 주목할 때다.

KOSPI 후행 PBR(주가순자산비율)은 1배 수준을 하회하고 있다. 현재 KOSPI 요구수익률은 ROE(자기자본이익률)을 상회하고 있다. 과거 해당 국면에서 PBR 1배 달성은 험난했다. 따라서 변동성 완화 시 우선적 목표가로 장부가인 PBR 1배로 설정할 수 있다. 다만 이익 신뢰성에도 불구하고 수출과 마진을 함께 고려하면 ROE 정도 장부가 확대를 예상할 수 있다. 올해 말 추정 KOSPI 장부가(2,864p)에 PBR 중간값을 적용해 상단 2,850p를 산출했다. 해당 수준은 연말까지 완만한 속도로 다가설 수 있지만 9월 예상되는 우호적 재료(9월 FOMC 등)도 동시에 고려했다.

9월 밴드 하단은 연말 예상 장부가에 PBR 하위 10%(0.89x)를 적용했다. 해당 지수 구간은 2015년 이후 변동성 확대 시 1차적 지지선 역할을 해줬다. 9월 주식시장은 지난 8월과 같은 극단적 변동성이 없으리라는 전망에 기반한 숫자다. 변동성이 다시 커질 경우 후행 PBR 하위 5%는 0.87배다(2,500p). KOSPI 변동성이 침체 우려 확대로 다시 커질 때 견고한 저점 구간으로 인식할 레벨이다.

수출주는 환율 하락과 대외 경기 의구심으로 이중고를 겪고 있다. 투자자들은 비수출주에서 대안을 8월 중 찾았던 바 있다. 수출주가 숨통을 틔우기 위해서는 환율 하락 기조가 멈춰야 한다. 해당 시점은 9월 FOMC와 한국은행 금리 인하를 겪은 이후로 예상한다. 선진국들은 통화정책에 따른 환율 민감도가 과거보다 높아진 상태다. 외국계 투자자들은 이제 한국 금융시장을 선진국과 유사하게 보고 있는 듯하다. 외국인인 국내 주식시장에서 강달러에 매수하고 약달러에 매도 중이다. 수출주 복귀 시점은 한국은행 기준금리 인하 이후 원/달러 환율 하락 종료 때다. 9월은 비수출주에서 대안을 찾는 움직임이 지속할 구간이다.

9월 KOSPI 2,550~2,850p 내 등락. 연말 장부가 기준 PBR 하위 10%~중간값



자료: Workspace, 신한투자증권

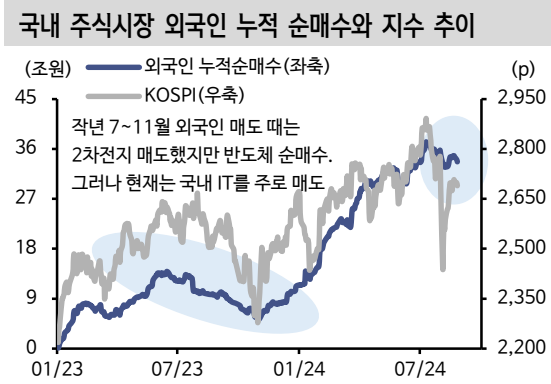
9월 포트폴리오 전략

외국인 투자자, 현물 매도 및 선물 매수로 국내 주식시장 대응 중

스마트 머니의 헬스케어, 필수소비재, 유틸리티, 금융, 커뮤니케이션 등 비수출주 대응 뚜렷

외국인은 7월 이후 KOSPI 순매도로 전환하려는 모습이다. 작년 7~11월에도 외국인 매도가 있었지만 그때와 다른 점은 반도체 등 IT다. 지금은 미국 주식시장 스타일과 컬러를 복제해 국내 반도체 등 IT를 순매도하고 있다. 여기에 덧붙여 주춤한 달러 인덱스 탓에 미국계 투자자 KOSPI 수급도 악화하고 있다.

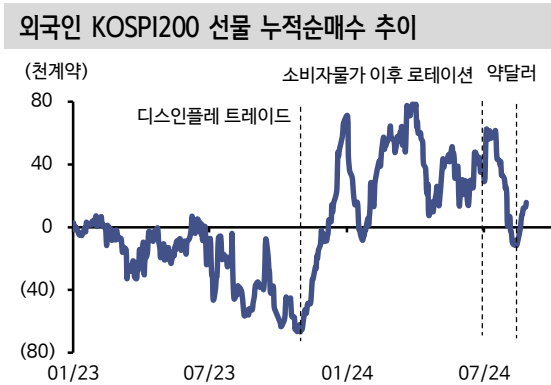
특징적 부분은 외국은 KOSPI200 선물 순매수다. 현물 매도에 대응하는 선물 매수는 외국인 전략 변화로 해석할 수 있다. 외국인은 국내 반도체를 순매도하는 반면 KOSPI200 선물 매수로 포지션을 조정하고 있다. 수출 중심 기술주 포지션을 줄이며 중형주 또는 비수출주에서 대안을 찾으려는 전략이다. 실제로 스마트 머니(외국인, 금투 제외 기관)는 3분기 들어 헬스케어, 필수소비재, 유틸리티, 금융, 커뮤니케이션 순으로 높은 순매수 강도를 보였다. 반면 경기소비재, 소재, IT 위주로 순매도했다. 수급 상황이 9월 중 당장 달라지지 않는 상황에서 비수출주 대응 전략을 고려할 만하다. 비수출주 고민 시작은 내수주부터다.



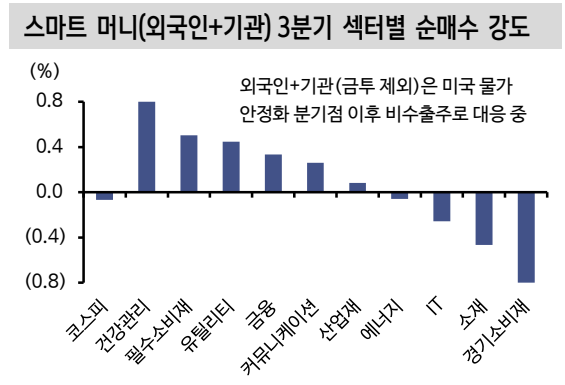
자료: FnGuide, 신한투자증권



자료: 금융감독원, Workspace, 신한투자증권
주: 미국계 순매수 데이터 6월까지 기준



자료: FnGuide, 신한투자증권



자료: FnGuide, 신한투자증권
주: 3분기 외국인, 기관(금투 제외) 순매수 기준

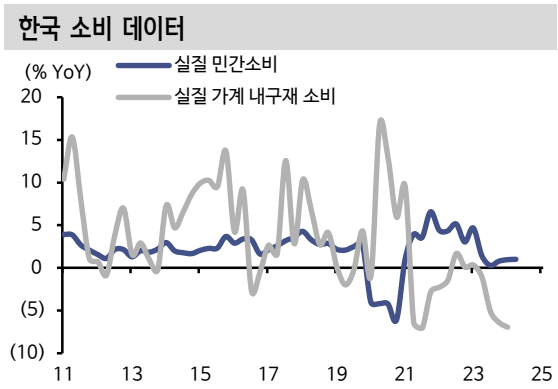
① 내수주

소비 회복 제약했던 요인

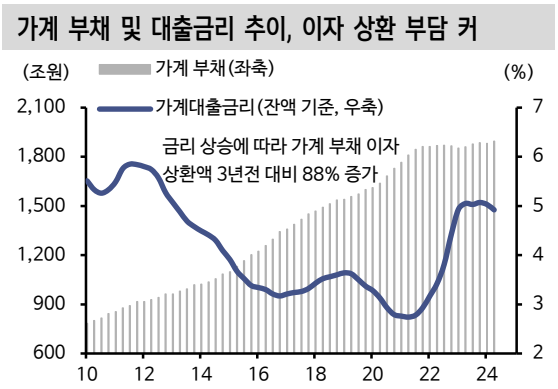
- 1) 인플레이션
 - 2) 가계 이자 부담 확대
 - 3) 할부금리가 내구재 소비에 직접적으로 타격
 - 4) 실질 임금 감소
- : 그러나 점차 변수들 사라지고 있는 상황

국내 소비 회복은 지연되고 있다. 올해 1분기와 2분기 실질 민간소비는 전년대비 각각 1.0% 증가에 그쳤다. 실질 내구재소비는 1분기 7% 감소했다. 내구재 소비 감소는 작년 2분기부터 지속되고 있다. 소비 회복 지연 원인은 여러가지다. 인플레이션이 실질 소비를 제약했고 원리금 상환 부담도 컸다. 특히 금리 상승에 따라 가계 부채 이자 상환 부담은 3년 전에 비해 88% 증가했다. 내구재 소비에 타격을 가한 건 역시나 금리다. 카드채 금리가 6%대까지 상승하는 등 금리 인상과 신용 위축은 내구재 소비에 부담이었다. 여기에 2021년을 정점으로 기업이익이 감소하면서 임금에 영향을 미쳤다. 1인당 임금과 취업자수를 곱한 총임금 증가율이 2022년 11% 이상을 기록했지만 올해 1분기 1.8%로 하락했다. 물가 수준은 높았는데 명목 임금과 역전이 일어나면서 2023년 1분기, 올해 1분기 각각 마이너스 실질 임금 상승을 기록했다. 내수주를 그동안 잊고 살았던 이유다.

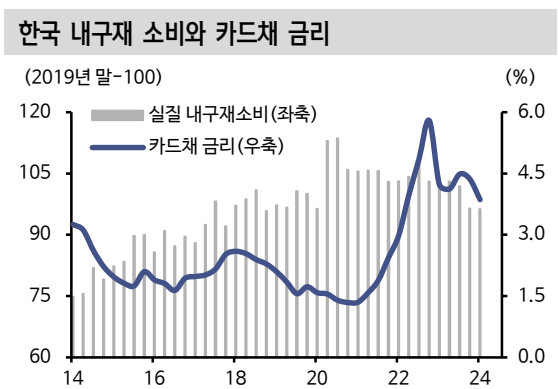
변화 조짐은 있다. 대표적으로 한국은행 기준금리 인하 기대다. 금리 인하는 지연되고 있지만 시장금리 하락세는 뚜렷하다. 여기에 올해와 내년 기업이익 전망 호조로 대기업 및 수출기업 중심 임금 증가도 예정된 수준이다 소비자물가 전망도 2% 중반으로 내려갔다. 소비 회복을 제약한 변수들이 점차 사라지고 있다.



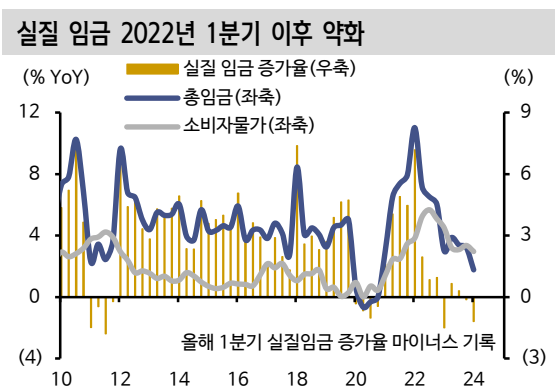
자료: Workspace, 신한투자증권



자료: Workspace, 신한투자증권



자료: Workspace, 인포맥스, 신한투자증권



자료: Workspace, 신한투자증권

과거 네 차례 금리 인하
시기에서 소매판매 및
내구재 소비 회복세

: 주가 측면에서는 수출
증가율 회복하거나 하락
할 때 내수주 반사 수혜

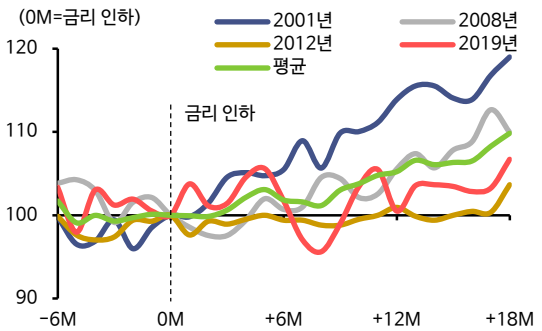
: 수출 앞으로도 견조하
지만 증가율 10월부터
기저효과 소멸로 낮아져

: 내구소비재, 미디어,
유통, 음식료, 생활용품,
제약, 통신 업종 대안

내수주에 가장 큰 호재는 기준금리 인하다. 시장금리가 미리 하락했지만 기준금리가 내려갔을 때 신용 환경들이 개선될 수 있다. 실제로도 그랬다. 2000년 이후 기준금리 인하(2001년 2월, 2008년 8월, 2012년 7월, 2019년 7월) 이후 도/소매 판매는 18개월 후 평균 10% 증가했다. 시점마다 차이는 있지만 소비 회복 시점을 앞당길 수 있었다. 내구재 소비는 금리 인하에 더 민감했다. 내구재 소비는 18개월 후 평균 24% 증가했다. 소비는 금리 인하 직후 시차 없이 개선됐다.

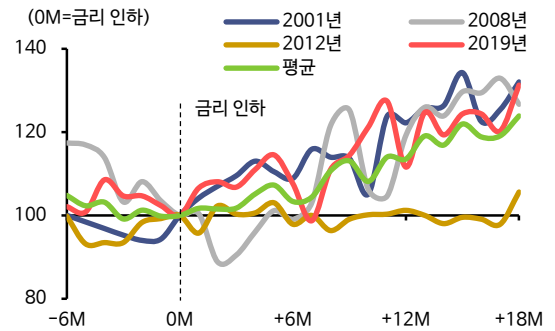
관건은 주가다. 벤치마크 대비 내수주 상대지수는 2016년 이후 줄곧 하락세다. 중간에 내수주 상대수익률(강도)이 상승했던 때는 2018~19년, 2021~22년이다. 기준금리 인하가 소비를 지원하기도 했지만 가장 큰 요인은 수출 회복 또는 감소였다. 내수주는 상대수익률 관점에서 수출주 종속 변수로 작용했다. 수출은 대미 호조로 양호할 전망이다. 증가율은 다르다. 10월부터는 기저효과 약화로 한 자릿수대로 증가율 하락을 겪을 수 있다. 수출 증가율이 하락하거나 회복하기만 해도 내수주 상대강도는 개선될 수 있다. 이미 올해 초 이후 내수주는 벤치마크와 격차를 줄였다. 이제는 소폭 앞서고 있다. 4분기를 겨냥해 9월 중 내수주(내구소비재, 미디어, 유통, 음식료, 생활용품, 제약, 통신)을 대안으로 고려할 수 있다.

금리 인하 전후 한국 도/소매판매 추이



자료: Workspace, 신한투자증권

금리 인하 전후 한국 내구재 도/소매판매 추이



자료: Workspace, 신한투자증권

벤치마크 대비 내수주 상대지수 및 강도: 수출의 종속 변수



자료: Workspace, 신한투자증권

② 원화 강세 수혜주

해외 중간투입 비율 높을 때 원화 강세로부터 마진 보호력 기대

: 유틸리티, 철강, 비철, 화학, 정유 해당

: 서비스 내에서는 운송 해당. 유가 안정적으로 유지될 경우 항공 중심 개선세 기대 가능

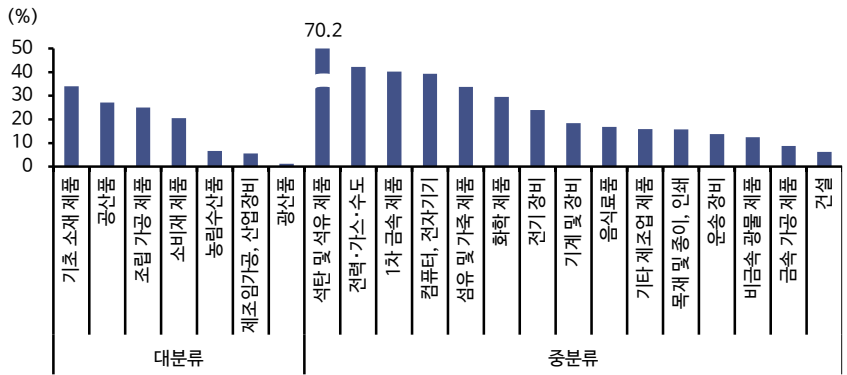
원화 강세 추세적이기는 어렵다는 점에서 관련주 트레이딩 관점으로 접근

원화 강세 수혜 업종도 이익 달성률 또는 변화율 관점에서 우호적으로 볼 수 있다. 한국은행 산업연관표(2020)를 고려했을 때 해외 중간투입(산출 위해 사용한 원부재료) 비중 높은 업종들이 이에 해당한다(수입품 중간투입액/중간투입액=(국산+수입)*100). 대분류에서는 기초 소재 제품(34%), 공산품(27.1%), 조립 가공 제품(25.0%), 소비재 제품(20.5%), 제조 임가공/산업장비(5.6%), 광산품(1.2%) 순이다. 기초 소재이며 제조업일수록 해외 중간투입 비중도 높기 때문에 원화 강세로부터 마진 개선을 기대할 수 있다.

중분류 기준으로는 석탄 및 석유제품, 전력/가스, 1차 금속 제품 등이 상위권을 기록했다. 우호적으로 볼 수 있는 점은 컴퓨터, 전자기기 등 국내 수출 주력품도 해외 중간투입 비중이 높아 마진 보호를 기대할 수 있다는 점이다. 반면 건설, 금속 가공, 비금속 광물, 운송 장비는 상대적으로 해외 중간투입 비중이 낮았다. 원화 강세 효과가 상대적으로 낮다. 유틸리티, 철강, 비철, 화학, 정유는 원화 강세로부터 마진 보호를 기대할 수 있다. 서비스 산업 내에서는 도소매 및 운송 서비스 중간 투입비율이 22.7%로 비교적 높았다.

원화 강세 수혜 종목은 투자 시계를 짧게 가져가야 할 듯하다. 달러 인덱스 하락이 장기화될 정도로 비미국 경기 상황이 우호적이지 않다. 원화 강세가 장기화되기 위해서는 중국 중심 신흥국 제조업 경기가 강하게 회복세를 보여야 한다. 현재 원화 강세는 추세적이라기보다 미국 금리 인하를 앞둔 순환적 형태다. 비수출주 대안으로서 트레이딩 관점에서 접근해야 한다고 판단한다.

산업연관표(2020) 중 해외 중간투입 비율 비교



자료: 한국은행, 신한투자증권

밸류업 지수 발표 예정.
지수 포함된다면 수급
유입 기대, 제외된다면
주주 가치 제고 기대할 수
있다고 판단
: 실제 지수 포함 여부가
종목 주가에 미칠 영향력
크지 않을 수 있어
: 관건은 변동성 확대 계
기로 투자자들이 삼을 지
여부. 학습 효과 고려 시
변동성 폭 과거에 비해
작을 가능성

③ 9월 밸류업 지수 발표

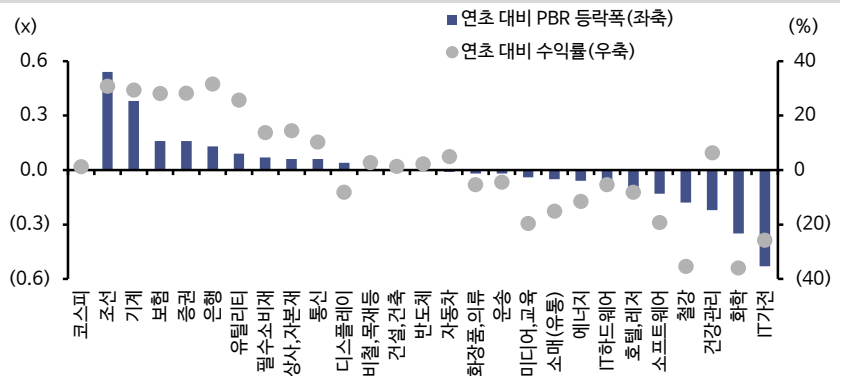
9월은 밸류업 프로그램 이벤트도 예정돼 있다. 밸류업 지수 발표다. 발표 전인
관계로 구성 종목이나 방법론 관련 정확한 내용들은 알려지지 않았다.

밸류업 프로그램은 주가 측면에서 성공을 거두고 있다. 올해 초 대비 업종별
PBR 등락폭과 수익률을 고려했을 때 보험, 증권, 은행에 주목할 만하다. 연초 대
비 PBR은 각각 0.2배, 0.2배, 0.1배 상승했다. 수익률은 20% 이상을 기록했는데
PBR 상승이 얼마나 큰 주가 상승을 불러올 수 있는지를 증명했다. 특히 보험은
장부가(BPS)가 5.5% 연초대비 감소했음에도 PBR 상승으로 상쇄했다. 밸류업 관
련 업종으로 필수소비재, 상사/자본재(지주), 통신도 PBR 개선을 이뤄냈다. 자동
차는 밸류업 프로그램 중심 업종이었지만 실적 의구심으로 변동성을 겪었다.

밸류업 지수는 프로그램 핵심인 자금 마중물 관련해서 가장 중요한 이벤트다. 국
내 밸류업 프로그램은 강제성을 띠고 있지 않다. 따라서 밸류업 지수로 형성될
금융투자 자금 규모, 연기금 참여 여부가 결정적으로 성패를 좌우할 전망이다.
앞선 일본도 Prime 150 지수 개발 이후 기관 투자자 독려, 금융상품 통한 개인
투자자 참여 유도 등에 나섰던 바 있다. 지수에 포함된 종목이나 업종들은 수급
관점에서 관심을 받을 전망이다. 밸류업 지수에 포함되지 않는다 하더라도 수익
률 측면에서 손해 요소는 제한적일 듯하다. 밸류업 지수가 리밸런싱되는 관계로
다음 차례 진입을 희망하는 종목들이 나타날 수 있어서다. 따라서 9월 밸류업 지
수 발표는 관련주 환기 집중 관점에서 우호적 이벤트로 판단한다.

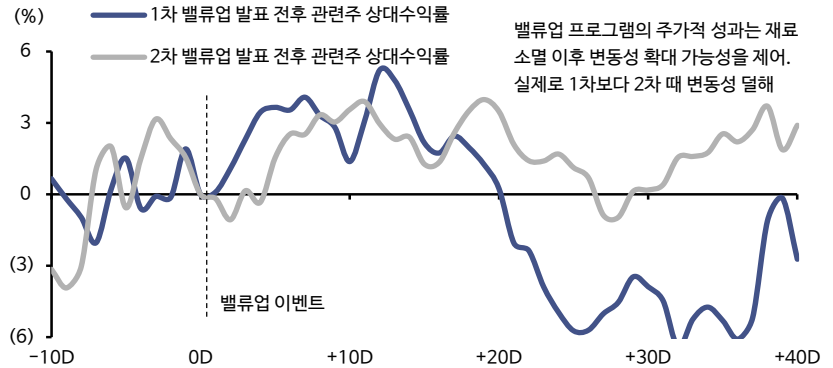
우려는 있다. 과거 두 차례 밸류업 프로그램 간담회 및 발표가 주가 하락 재료로
작용해서다. 1차 밸류업 프로그램 발표 이후에는 30거래일 만에 관련주 상대주가
가 6% 이상 하락하기도 했다. 그럼에도 우호적 재료라고 판단하는 이유는 학습
효과 때문이다. 밸류업 프로그램 관련주가 성과를 본 상황에서 해당 이벤트를 차
익실현 재료로 삼는 효과가 줄었다. 2차 밸류업 발표 이후에는 미팅한 낙폭을 보
였다. 주가 변동성은 이번 이벤트 때에도 더 줄어들 수 있다. 그렇다면 금융주
및 경기소비재, 필수소비재 관점에서 9월 중 대안을 모색해야 한다.

KOSPI 업종별 연초 대비 밸류에이션 변화 및 수익률



자료: FnGuide, 신한투자증권

밸류업 프로그램 주요 발표일 전후 주가 추이



자료: FnGuide, 신한투자증권

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 노동길).
- ◆ 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 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.

2026년 미국 전력난에 주목받을 발전원은



Global Equity Analyst

함형도

☎ (02) 3772-4452

✉ hd.ham@shinhan.com

2026년 미국 전력 경매 가격 800% 급등, 전력난 현실화

지난 20년간 미국의 전력 수요는 9%만 증가한 반면, 앞으로 20년은 38%로 가파르게 증가할 전망이다. 친환경 에너지로의 전환, 리쇼어링, 데이터센터 투자 때문이다. 연초에 데이터센터 전력 수요가 화두에 오르며 관련 기업들이 주목받기도 했다. 하지만 지금까지의 수요 증가는 시작에 불과하다. 모든 건설투자가 그렇듯, 인허가와 공사 기간을 고려하면 가동하기까지 시간이 필요하다. 실질적인 전력 수요는 2026년부터 크게 증가할 것으로 전망한다. 반면 전력 공급은 부족해 지난 7월 미국 동부지역의 2025/26년 전력 경매 가격이 800% 폭등했다. 2026년 미국 전력난에 대비해야 한다.

전력망 부족도 점차 완화되며 발전소 설치 급증 전망

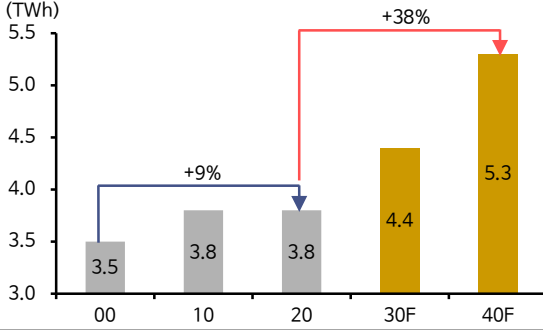
전력 공급 부족은 재생에너지로의 전환이 원활히 이뤄지지 않아서다. 미국은 2030년 전력부문 탄소중립 달성을 목표로 재생에너지 전환을 진행 중이다. 하지만 전력망이 부족해 재생에너지 발전소 설치가 퇴출되는 화석연료 발전소를 속도를 따라가지 못했다. 현재 미국에 가동 중인 발전소 규모가 1,300GW인 반면 전력망 연결을 대기 중인 발전소가 2,600GW이다. 대규모 전력망 프로젝트의 완공 시점을 감안하면 2025년부터 전력망 부족 현상이 점차 완화될 전망이다. 지연됐던 발전소 설치가 급증할 수 있는 외부 환경이 조성되는 것이다. 발전원 중 재생에너지가 설치에 필요한 시간이 짧고, 가격 경쟁력이 높기 때문에 가장 가파른 성장이 예상된다.

아직 변수가 많지만, 주택용 태양광과 풍력 주목

2025년엔 모든 발전원의 성장이 기대되나, 미국 대선이라는 큰 변수를 앞두고 2025년 최선호 섹터를 제시하기엔 시기상조다. 에너지 산업의 자금줄을 진 유틸리티 회사들이 대선 결과를 확인하고 어떤 발전원에 더 집중할지를 결정할 것이기 때문이다. 2024년 상반기까지의 기업들 성과만 감안하면 주택용 태양광과 풍력의 성장이 두드러진다. 주택용 태양광은 금리에 취약한 사업 구조로 2023년부터 시장이 위축됐다가, 1Q24를 기점으로 수요가 반등하고 있다. 2025년까지 수요 회복이 예상되며, 금리 인하까지 더해지면 더욱 가파른 수요 반등세가 예상된다. 풍력은 2H23부터 수주가 반등하며 3년짜리 업사이클에 진입했다 판단한다. 미국 신규 전력망이 설치되는 지역이 풍력 발전에 적합한 지역이라 발전소 설치가 급격히 증가할 수 있다.

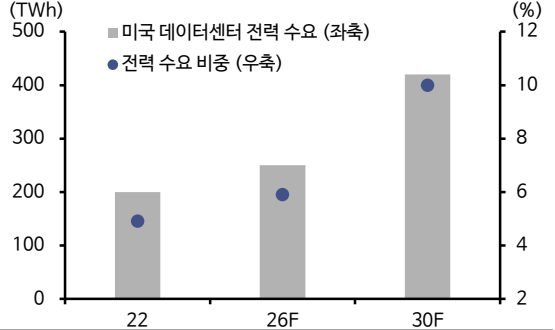
Key Charts

미국 전력 수요 증가율 4배 상승



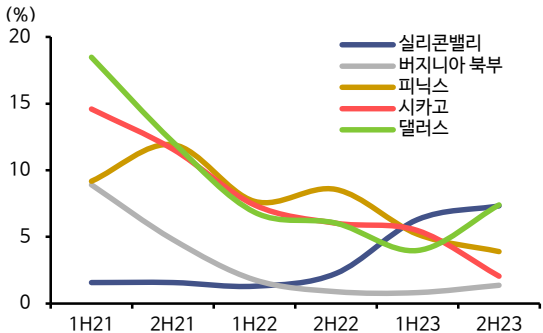
자료: NEE, 신한투자증권

미국 데이터센터 전력 사용량 '30년 2배 이상 증가



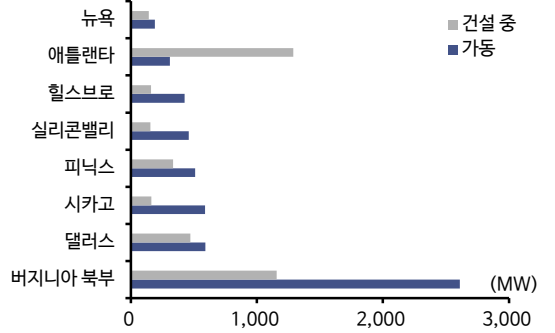
자료: IEA, Newmark, 신한투자증권

미국 데이터센터 공실률 3% 미만



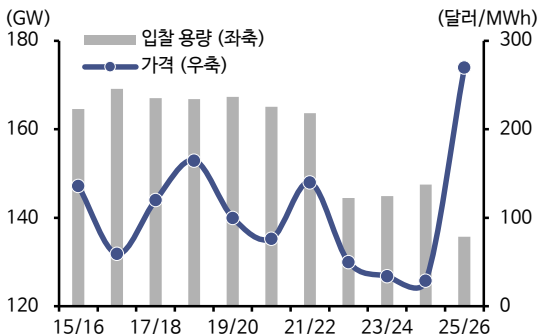
자료: CBRE, 신한투자증권

건설중인 신규 데이터센터 가동까지 시간 필요



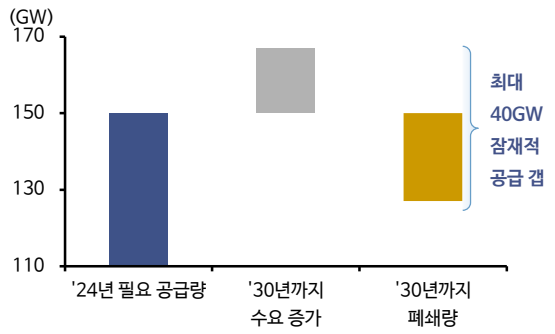
자료: CBRE, 신한투자증권

미국 동부지역 2025/26 전력 경매 결과 가격 폭등



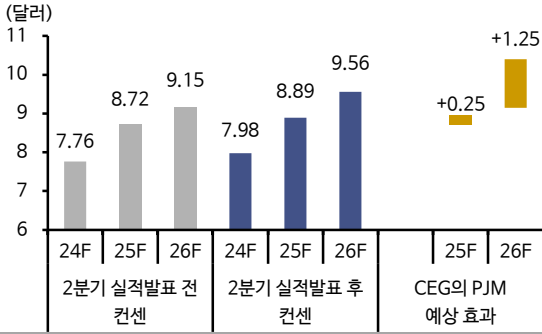
자료: PJM, 신한투자증권

동부지역 2030년 전력 부족 심화될 전망



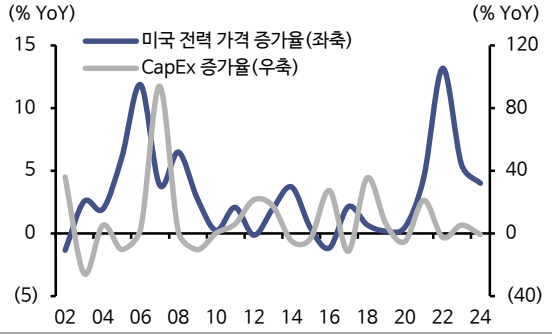
자료: 회사 자료, 신한투자증권

경매가격 급등으로 유틸리티사 EPS 가이던스 상향



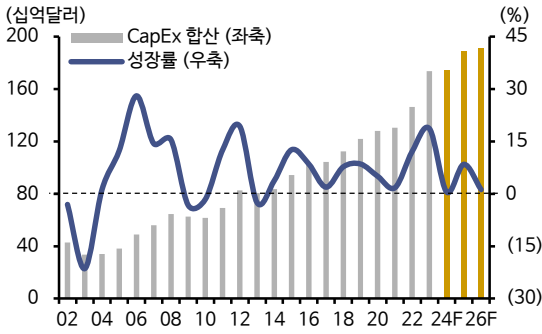
자료: 회사 자료, LSEG, 신한투자증권

전력가격 상승으로 유틸리티사 CapEx 확대 전망



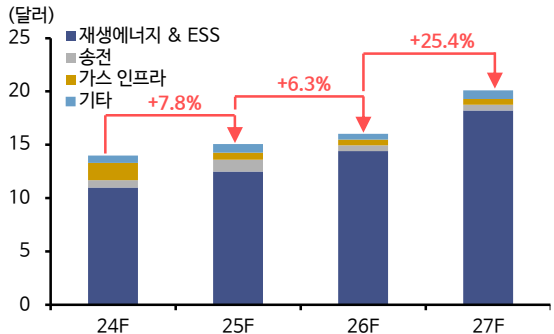
자료: IEA, 신한투자증권

미국 상장 40개 유틸리티사 합산 CapEx 우상향



자료: LSEG, 신한투자증권

미국 최대 유틸사 NextEra의 CapEx 확대 목표



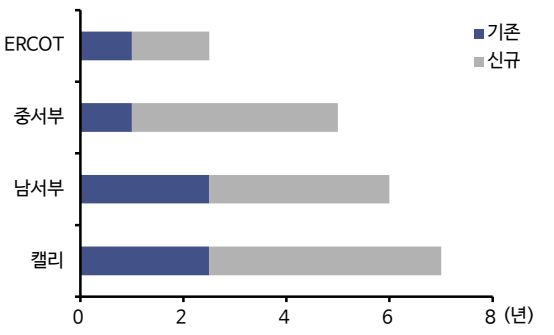
자료: 회사 자료, 신한투자증권

전력망 부족으로 설치 대기중인 발전소



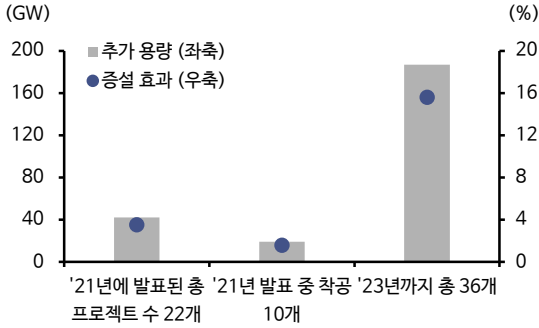
자료: IEA, 신한투자증권

전력망 건설에 필요한 기간 - 평균 4~5년



자료: 회사 자료, 신한투자증권

'21년부터 발표된 전력망 프로젝트의 증설 효과



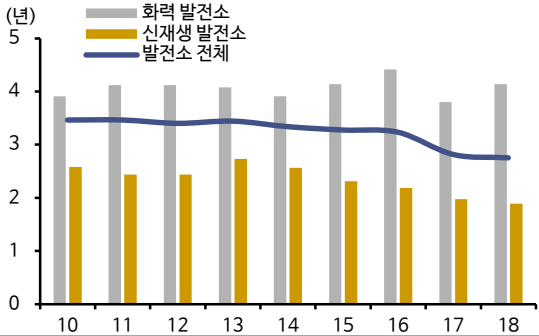
자료: 산업 자료, 신한투자증권

전력망 건설로 발전소 설치량 전망치 상향 가능

	2021	2022	2023	2024F	2025F
천연가스	5	10	5	(1)	2
석탄	(6)	(20)	(11)	(3)	(12)
원자력	(1)	(1)	1	1	0
태양광	19	18	28	44	35
풍력	14	9	6	8	5
BESS	3	4	7	14	12
합계	36	20	36	63	42

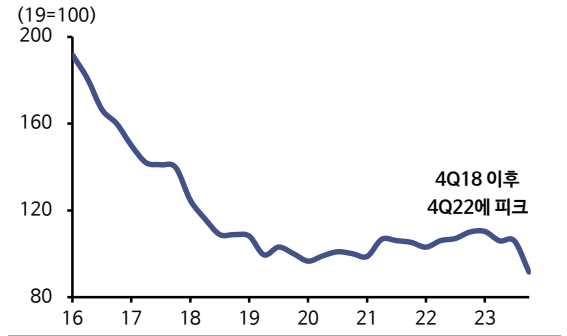
자료: EIA, 신한투자증권

발전소 설치에 필요한 기간



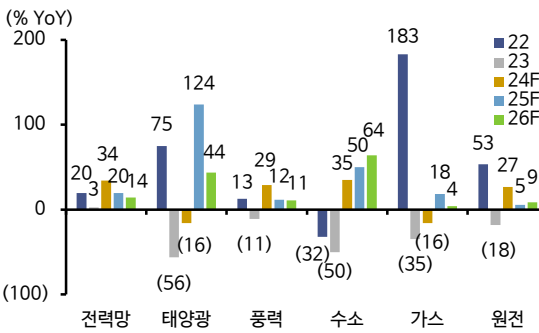
자료: IEA, 신한투자증권

재생에너지 장비 가격 지수



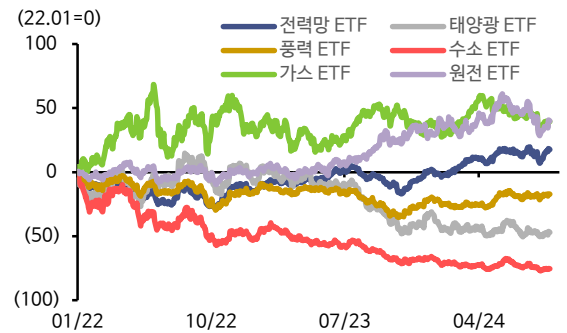
자료: IEA, 신한투자증권

테마별 대표 ETF 구성 종목들의 합산 이익 증가율



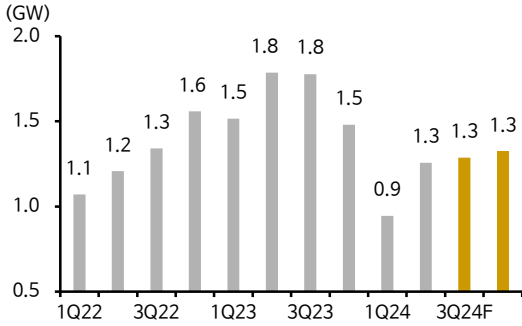
자료: LSEG, 신한투자증권

ETF 주가 수익률



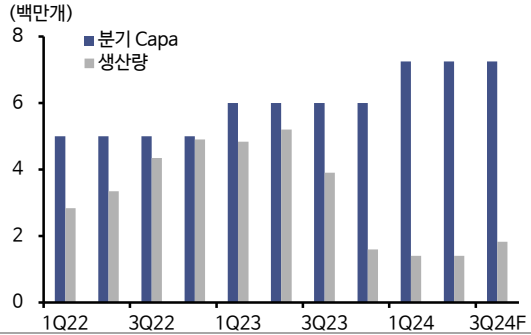
자료: LSEG, 신한투자증권

미국 주택용 태양광 수요 - 1Q24 저점



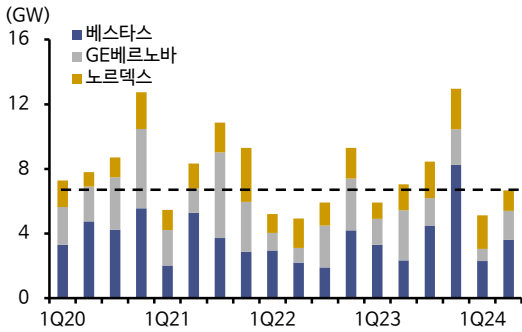
자료: EIA, 신한투자증권

Enphase Energy 인버터 Capa vs. 생산량



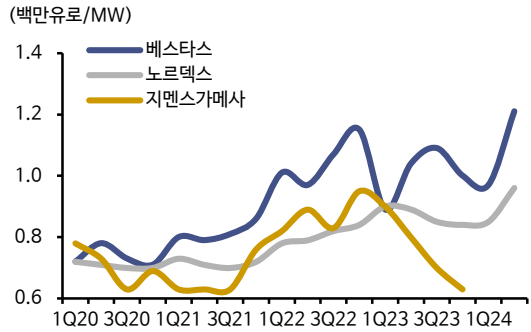
자료: 회사 자료, 신한투자증권

글로벌 터빈사 합산 신규수주



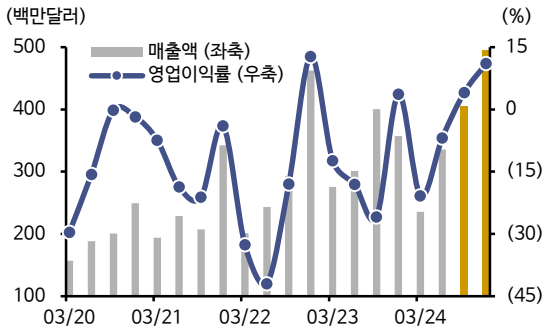
자료: 회사 자료, 신한투자증권

터빈사 신규수주 ASP



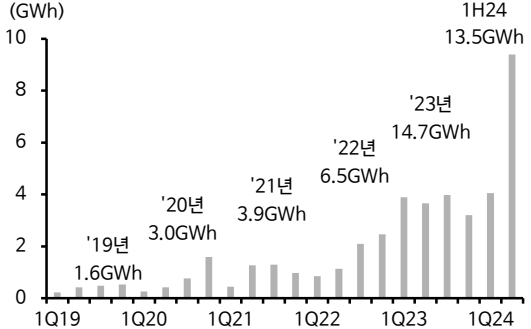
자료: 회사 자료, 신한투자증권

Bloom Energy 분기 실적



자료: Bloomberg, 신한투자증권

Tesla BESS 판매량



자료: 회사 자료, 신한투자증권

📌 Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 함형도).
- ◆ 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.

현대차 (005380)

2024 CID: 이 길이 맞았다

2024년 8월 29일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	360,000 원 (유지)
✓ 상승여력	39.0%	✓ 현재주가 (8월 28일)	259,000 원

[자동차]

정용진 연구위원
✉ yjung86@shinhan.com

최민기 연구원
✉ minki.choi@shinhan.com

Revision

실적추정치	유지
Valuation	유지

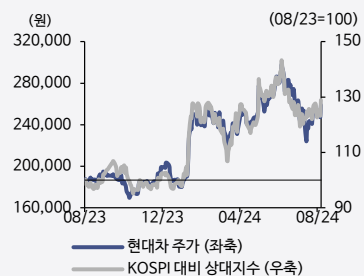
시가총액	54,238.8십억원
발행주식수(유동비율)	209.4 백만주 (65.5%)
52주 최고가/최저가	298,000 원/169,700 원
일평균 거래액 (60일)	226,772 백만원
외국인 지분율	41.1%

주요주주 (%)

현대모비스 외 10인	30.0
국민연금공단	7.3

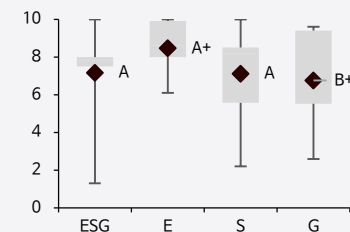
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	6.4	(2.3)	39.7	29.2
상대	8.0	(1.1)	32.1	28.2

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



신한생각 큰 틀은 예상치 부합, 디테일하게 숨겨져 있는 +α

북미 자동차 수요 우려, 주주환원 규모에 대한 기대감 소멸 등의 이슈로 최근 주가 약세 기록. CID 발표 내용의 큰 틀은 예상치에 부합했고, 불확실한 업황에도 투자 확대 및 수익성 확보에 대한 자신감을 피력. 섹터 Top pick 유지

전동화, 투자, 주주환원 모든 측면에서 보여진 자신감

자동차 수요 둔화, 전기차 캐즘 등의 악재에도 HEV-BEV 포트폴리오로 수익성 극대화 중. 이후에도 변동성 큰 업황에 대응하기 위해 EREV 차종 개발, 유연 생산 체제 강화 등 강점을 강화할 계획. 향후 10년간 120.5조원의 대규모 투자(기존 계획 대비 +10% 증액) 예정. 투자 확대에도 주주환원에 대한 목표치까지 상향하며 자신감 피력. 2025~27년 총주주환원을 (TSR) 35%+@로 제시해 기존(배당성향 기준 25%) 대비 대폭 상향. 향후 최저 주당배당금 연간 10,000원을 제시해 주가의 하방경직성도 확보

다만 중장기 전략 중심의 발표이기 때문에 단기 모멘텀에 집중하는 투자자에게는 우선주 추천. 향후 자사주 매입(3년간 4조원 배정)시 우선주 할인율을 기준으로 탄력적인 매수 계획 중. 지나치게 할인 받을 경우 우선주 중심으로 매입 가능해 자본 효율화를 위한 다양한 전략 도입 중

Valuation & Risk

현 주가는 2025F PER 5.0배로, 최소 배당액인 DPS 10,000원 기준 배당수익률 3.9%(우선주 5.7~5.8%). 2025년 실적 추정치에 TSR 35% 적용시 수익률은 보통주 7.0%, 우선주 10.4~10.6%

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	142,151.5	9,824.9	7,364.4	6.0	9.4	0.5	8.5	4.6
2023	162,663.6	15,126.9	11,961.7	4.9	13.7	0.6	7.8	5.6
2024F	170,890.9	15,839.8	14,687.3	5.1	15.0	0.7	7.4	5.4
2025F	177,186.3	16,221.6	15,156.5	4.9	13.9	0.6	6.7	5.8
2026F	185,323.9	16,703.5	15,825.9	4.7	13.4	0.6	6.5	5.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

뚜렷한 자신감을 보여준 행사

2023년부터 강조한 유연 생산 체제가 자동차 업황을 관통

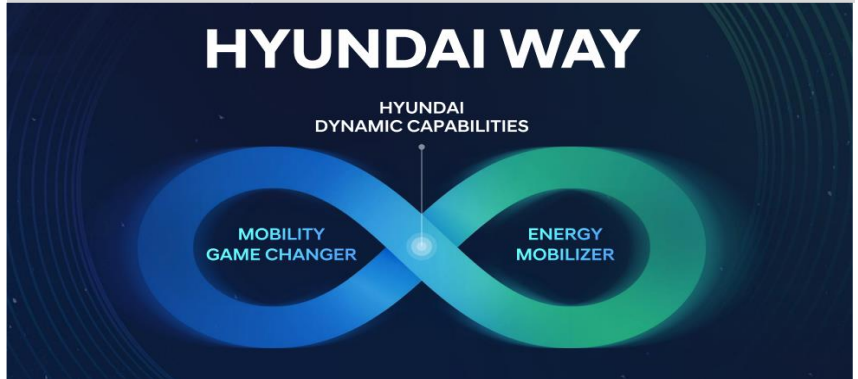
이후에도 불확실성 큰 자동차 업황 전망, 가장 유리한 고지를 사수

Hyundai Way 천명

어느 때보다도 현대차 CID(CEO Investor Day) 행사에 대한 시장의 관심도가 높았다. 상반기부터 진행된 밸류 업 정책과 전기차 시장의 변동성 확대, 인도 법인의 IPO 등 다양한 이슈가 겹쳐 있었다. 다양한 사항들이 논의 됐으나 가장 핵심적인 축으로 정리해보면 1) 급변하는 자동차 환경 속에서 어떤 제품 전략을 취할 것인지, 2) 그 결과로 확보할 수익성을 주주에게 어떻게 배분할 것인지로 나뉘볼 수 있었다.

이번 행사를 단적으로 요약하면 업황의 불확실성이 지속될 것을 감안해 현대차 그룹 특유의 유연한 체제를 강화하는 내용을 담고 있다. 이러한 차별적인 포인트가 글로벌 최상위 수익성을 유지시켜 줄 수 있어 주주환원에 대한 눈높이도 상향 조정했다. 전기차 업황에 대한 시장의 전망이 급변하는 상황이지만 동사는 선제적인 전동화 풀 포트폴리오를 구축해 경쟁사들 대비 판매가 견조하다. 하이브리드, 전기차, 수소차를 포괄적으로 생산해 시장 수요에 적시 대응 중이다. 이러한 전략은 향후에도 지속될 전망이다. EREV(Extended Range Electrified Vehicle) 개발을 통한 전동화 차종의 수평 확대, HEV/BEV 유연 생산 강화, 전기차 투자 지속으로 향후 업황의 모든 변화에 대응할 수 있도록 기반을 확장할 계획이다.

현대차 전략의 핵심 단어는 Dynamic Capabilities



자료: 현대차

전동화의 삼각편대

예상보다 다각화되고, 공격적인 전동화 전략

HEV + BEV + EREV 완성

HEV/BEV 상품성 완속
→ EREV 신규 수요 창출

자동차 회사를 해석함에 있어서 전기차 전략은 가장 중요한 요인이다. 전기차 시장의 변동성이 크기 때문에 더욱 그렇다. 최적화된 전기차 전략을 갖추고 있는지에 따라 수익성에 대한 영향도 크고, 향후 전동화 관련 투자 활동에 미치는 영향은 더욱 크다. 현대차그룹은 글로벌 OEM 중 가장 유연하고 폭넓은 전동화 정책을 펼치고 있다. 하이브리드부터 수소차까지 모든 라인업에 대한 선제적인 투자를 진행했고, 최근과 같은 전동화 차종별 수요가 급변하는 시장에서 가장 여유있게 대처하고 있다.

2024년 CID 행사를 통해 현대차의 향후 전동화 전략은 기존 양대 축인 하이브리드(HEV)와 순수전기차(BEV)에 EREV가 더해졌다. EREV는 아직 업계에서도 생소한 개념이다. 구조적인 관점에서 보면 엔진의 구동 계통에 대한 간섭을 줄인 플러그인 하이브리드(PHEV)로 이해할 수 있다. 투자자 및 소비자 관점에서 쉽게 이해하기 위해서는 전기차에서 배터리를 줄이고, 발전용 엔진을 장착해 주행 거리를 높인 차종으로 보는 것이 편하다. 배터리의 가격이 워낙 높기에 이러한 복잡한 구조를 선택하더라도 원가적인 이점을 얻을 수 있는 저렴한 전기차다.

해당 차량은 2026년 북미·중국에서 양산을 시작할 계획이다. 새로운 차종이기 때문에 아직 시장 수요를 명확하게 전망하기 어려우나 동사는 11만대 이상의 양산 목표를 세우고 있다. 전기차로 전환되는 과정이 장기화되면서 HEV와 함께 EREV가 수요의 한 축을 차지할 수 있다고 기대하고 있다.

EREV 차종 전개 계획

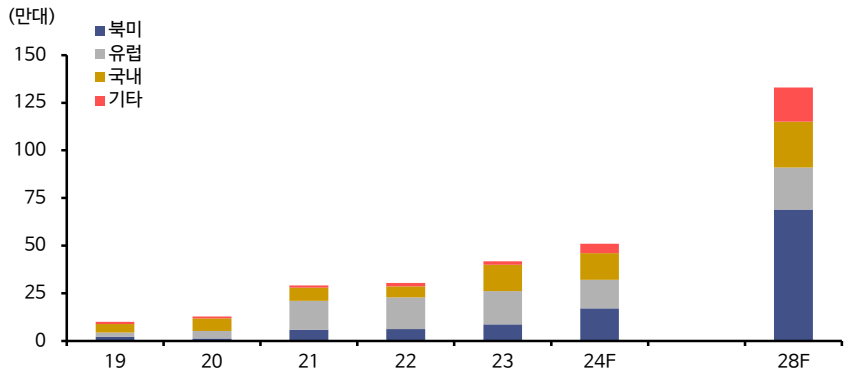


자료: 현대차

올해 현대/기아차그룹의 최대 효자로 등극한 HEV 목표도 상향 조정됐다. 2028년 판매량 133만대로 2023년 CID에서 발표했던 목표 대비 40%나 늘었다. 4년간 연평균 성장률(CAGR)은 +27%에 달한다. 특히 압도적인 성장세를 기대한 지역은 북미다. 2024년 HEV 판매량 17만대에서 2028년 69만대로 증가를 전망해 CAGR +42%에 해당한다. 상대적으로 국내 및 유럽 시장에 대해서는 보수적으로 가정했다. 국내 HEV 판매량은 2024년 14만대에서 2028년 24만대로 CAGR +14%의 성장이 예상되고, 유럽은 2024년 15만대에서 2028년 22만대로 CAGR +10%에 그칠 전망이다.

HEV 수요가 선진국에서 장기적으로 기대됨에 따라 자체 HEV 기술인 TMED-2 시스템을 개발하고, 관련 차종을 14차종(기존 7차종)으로 확대할 계획이다. 그룹사 탄소 중립 정책에 따라 전동화를 빠르게 진행할 계획이던 제네시스 브랜드의 경우 BEV 전용 모델을 제외하면 모든 차종에 HEV 트림이 도입될 예정이다.

지역별 현대차 HEV 판매량 추이/목표



자료: 현대차, SNER, 신한투자증권

HEV 차종에 대한 경쟁력 강화 방안

HEV 경쟁력 강화

HEV 라인업 확대 및 성능/연비 개선

차세대 하이브리드 도입

TMED 대비 성능 / 연비 대폭 개선된 TMED-H 신규 도입

원가경쟁력 향상

원가 절감 및 수익성 개선

커버리지 확대

HEV 역할 확대 고려 Full 라인업 전개 및 제네시스 브랜드 전개

상품성 강화

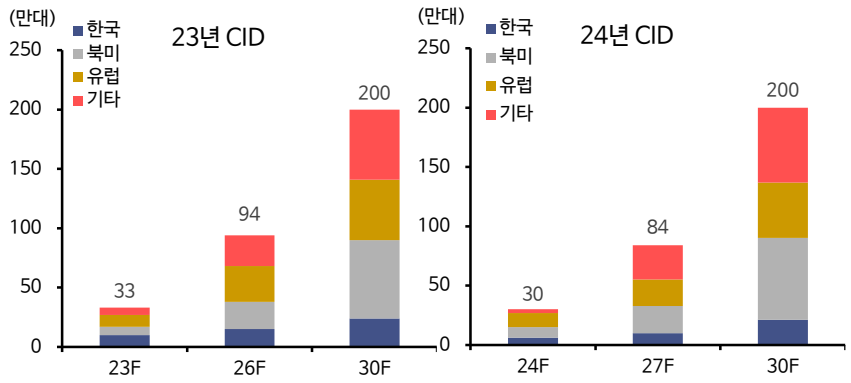
HEV 특화 프리미엄 기술 적용

자료: 현대차

의외의 결과는 BEV 관련 정책이다. 전기차 수요 둔화가 장기화되면 HEV, EREV와 같은 브릿지 성격의 차종 대응 능력을 확대하고 BEV 관련 목표를 하향 조정될 것이라는 전망이 많았다. 다수의 글로벌 완성차 업체들이 2024년 중 중장기 전기차 판매 목표를 하향 조정한 경우가 많았다. 반면 동사의 경우 이번 행사에서 발표된 전기차 판매 목표를 보면 2024년 30만대(비중 7%), 2027년 84만대(비중 17%), 2030년 200만대(비중 36%)다. 2023년 CID에서 발표했던 수치보다 중간 궤도는 하향 조정됐으나 2030년 최종 목표는 그대로 유지했다.

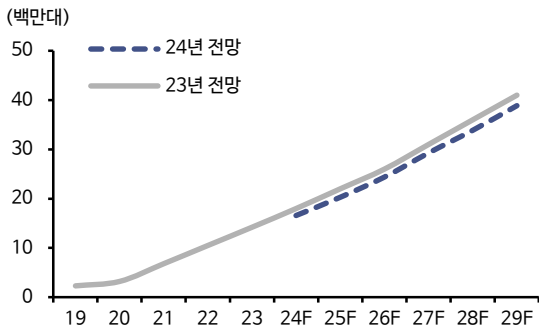
2030년 200만대 판매를 위한 디테일에는 변화가 있었다. 지역별 판매 목표를 나눠보면 기존에는 북미 660만대, 유럽 510만대, 국내 240만대, 기타 590만대로 구성됐으나 이번 발표에서는 북미 690만대, 유럽 467만대, 국내 212만대, 기타 631만대로 변경됐다. 이를 달성하기 위해 전기차 모델 라인업은 2030년까지 총 21종으로 확대할 계획이다.

현대차의 전기차 판매 목표 변화



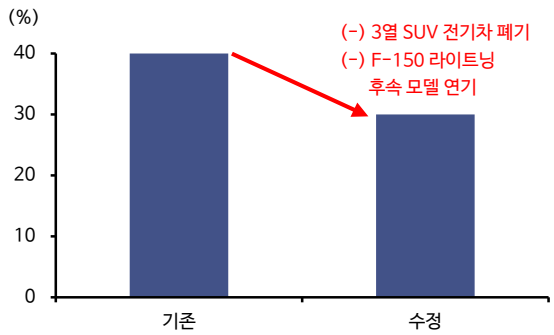
자료: 현대차, 신한투자증권

전기차 판매 전망치 변화



자료: EV Volumes / 주: BEV와 PHEV 합산 기준

Ford의 CapEx 내 BEV 비중 축소



자료: Ford, 신한투자증권

투자의 성과 반과 합

향후 10년간 예정된 투자 규모 +10% 증액

전동화 시대 선점을 위한 지속적인 투자 계획

향후 10년간
120.5조원 투자

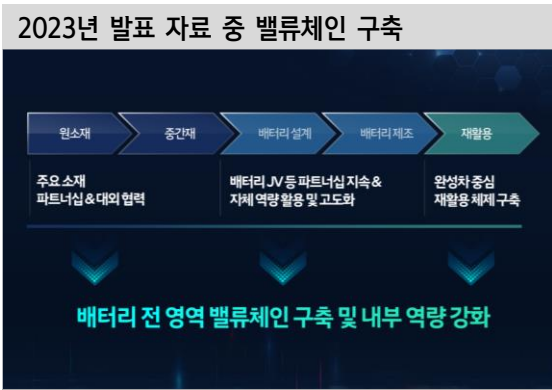
완성차의 투자 활동에 대한 투자자들의 시각은 양가적이다. 장기적인 수익창출을 위한 대규모 R&D 및 CapEx 투자를 지지하지만, 업황 불확실성을 감안하면 투자를 효율적으로 축소하고 주주환원 중심으로 수익성을 배분하길 원하는 시각도 강하다. 2023년 CID에서 동사가 발표한 투자 계획은 향후 10년간(2023~32년) 109.4조원에 달해 공격적인 투자 기조를 이어갔다. 항목별로 R&D 47.4조원, CapEx 47.1조원, 전략투자 14.9조원으로 이뤄져 있다. 햇수로 나눠보면 매년 11조씩을 투자하는 격으로, R&D 4.7조원, CapEx 4.7조원, 전략투자 1.5조원으로 구성된다. 여기에는 전기차 전환을 위한 전반적인 비용 35.8조원도 포함되어 있다.

이번에 업데이트된 투자 계획은 향후 10년간(2024~33년) 120.5조원으로 기존 계획 대비 10% 증가했다. 경쟁 완성차들 다수가 전기차 투자 규모를 축소하며 자본 지출을 줄이고 일시적인 주주환원을 확대하는 경향과 전혀 다른 모습이다. 투자 디테일을 보면 R&D가 54.5조원으로 7.1조원 증가했고, CapEx도 51.6조원으로 4.5조원이 증가했다. R&D의 경우 EREV·차세대 HEV 등 유연한 수요 대응 체제를 구축하기 위한 차세대 모델 개발이 많은 부분을 기여했고, 생산 설비 합리화에 대한 투자도 증가했다. 심지어 전동화 관련 투자도 36조원으로 지난해 계획과 동일하다. 현대차 그룹은 실적 피크아웃 우려 속에 보수적인 투자로 선회한 경쟁사들과 다르게 오히려 공격적인 확장을 통해 호황기를 지속할 계획이다.

이러한 공격적인 투자는 양날의 검이다. 높은 투자 효율성으로 외형 확대와 수익성 개선이 가능하다면 좋겠으나 만약 투자에 대한 리턴이 충분하지 않다면 문제가 된다. 과거 완성차 산업은 투자의 효율성이 낮았기 때문에 주주환원 비중을 높여야 한다는 목소리가 컸었다. 다만 현 시점에서 현대차그룹의 엑셀레이션은 두고볼만한 포인트가 많다. HEV/BEV 양대 차종에서 수익성을 유지하는 업체로 글로벌 완성차 산업에서 유일하다. 소비자들에게 차별화된 상품성을 각인시킬 수 있는 시기다. 투자 효율성에 대한 눈높이가 상향될 수 있다. 경쟁사들 대비 공격적인 전기차 투자가 좋은 성과로 연결될 수 있다면 최선의 선택이 된다.

완성차의 전기차 관련에서 정책에서 가장 중요한 포인트는 배터리 소싱이다. 전기차 원가에서 절대적인 비중을 차지해 상품성 중 가격의 핵심 변수가 되기 때문이다. 2023년 CID에서 동사가 전기차 전략에 가장 공들인 부분은 배터리 밸류체인 구축이었다. 자체적인 개발 역량 구축(내부 조직 및 외부 협력 확대)과 자체 설계 기술(HEV/LFP/전고체 등)을 확보한 후 배터리 밸류체인 전반에 대한 영향력을 투사하는 방향였다. 원재료 소싱부터 제조/재활용까지 전방위적인 파트너십 확보가 중요했다.

2024년 CID에서 확인된 배터리 관련 전략은 다소 소극적으로 변했다. 대중화를 위한 중저가형 케미스트리 도입과 원가 절감을 위한 CTV 구조 도입 등 비용 억제를 위한 노력은 지속된다. 반면 자체적인 밸류체인 구축보다는 배터리 안전 고도화와 같은 소비자 니즈에 대응하는 전략을 전면에 배치했다. 정리해보면 공급 대응 능력보다 수요에 대한 관심도가 늘었다. 소비자들에게 어필할 수 있는 영역으로 리소스를 배정할 계획이다. 특히 최근 발생한 화재로 전기차 포비아에 대한 우려가 커진 상황에서 BMS에 대한 이해도가 높은 완성차 업체들이 전기차 안전성을 입증하고 우려를 조기 진화하려는 모습은 유효한 전략으로 보인다.



자료: 현대차



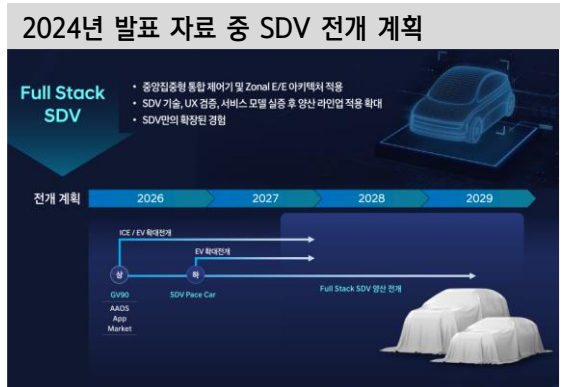
자료: 현대차

향후 전기차 수익성에 중요한 변수지만 아직 투자자들이 간과하기 쉬운 SDV(Software-Defined Vehicle) 전환에 대한 내용도 업데이트됐다. 전통적이고 물리적인 기계 장치인 자동차를 SW 기반으로 생산부터 소비자 경험까지 모든 부분을 변경하는 것이 SDV 전환이다. 기존에는 개념적인 부분과 비전에 대한 내용은 공유됐으나 디테일한 사항은 추측에 의존해야 했다. 42dot이 현대차그룹의 SDV 전환을 책임지고 SW 내재화에 나섰다다는 것은 알려졌지만 스케줄이나 방향성에 대한 부분이 모호했다.

2024년 CID에서 공개된 내용에 따르면 현대차그룹은 full stack SDV 달성을 목표로 2026년부터 일부 차종에 SDV 개념을 적용한다. 관련해 SDV 차종의 개념을 선도할 Pace car도 출시한 후 고도화해 양산 적용할 계획이다. SDV가 적용된 차종은 데이터를 직접 수집하고 이를 바탕으로 학습해 서비스를 향상하는 컨텐츠 구현이 가능해진다. BEV는 이러한 SDV 개념 적용에 가장 적합한 차종이기에 기존 자동차 모델보다 강력한 컨텐츠를 바탕으로 수익성 개선을 기대할 수 있다.



자료: 현대차



자료: 현대차

신뢰는 경험에서 온다

밸류 업 정책에 대한 화답을 드디어 발표

주주환원 정책의 핵심은 지속성과 신뢰

TSR 35%+@는 글로벌
완성차 중 최상위 그룹

공격적인 투자와 동시에 발표된 동사의 밸류 업 프로그램은 주주환원 강도가 상향 조정되는 내용을 담고 있다. 대단한 자신감의 표현이다. 투자 확대를 성공적인 결과로 이끌어내 주주에게 추가적으로 환원할 수 있다는 의미다. 다만 투자자는 기업의 의지만 보고 투자를 결정할 순 없다. 실제 실행 가능성과 신뢰를 가늠해 볼 필요가 있다. 동사의 주주환원 정책에 대해서는 이미 신뢰 기반이 구축되어 있다고 판단한다. 2017년 꾸준히 정책을 강화하고 지켜오고 있기 때문이다.

현대차그룹은 현대모비스-글로벌 분할합병안 진행, 헷지펀드 엘리엇과의 주총대결 등을 경험하면서 자본시장의 동의에 민감해졌다. 밸류 업 정책의 근간이 최대주주와 소액주주의 건설적인 동행이라면 현대차그룹은 정책 발표 이전부터 시장에 취했던 태도였다.

정부의 밸류 업 지침에 따라 주주환원 정책이 명확하고 구체적으로 상향 조정됐다. 2024년에는 최소 배당금이 10,000원으로 확정됐고, 기업가치 제고를 위한 자사주 매입의 경우 소각을 전제로 진행된다. 향후 3년간(2025~27년) 총 4조원의 자사주 매입 규모를 선제적으로 확정했고, 연내 진행될 인도법인 IPO의 경우 관련한 현금 유입에 따른 활용을 별도로 검토하고 있다.

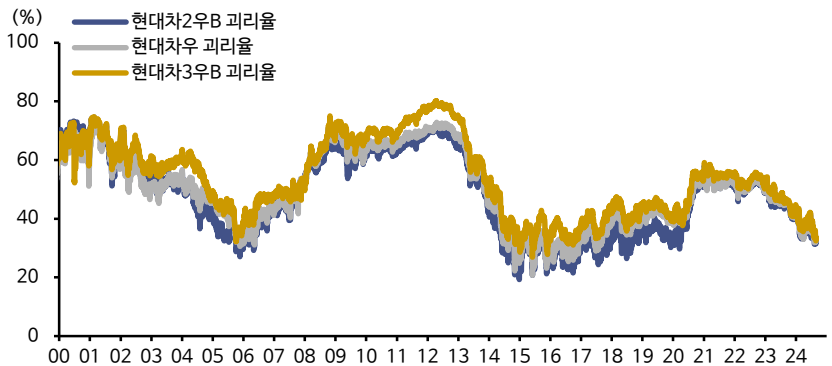
향후 3년간인 2025~27년 정책도 쇄신했다. 배당 및 자사주 매입 기준이 기존에는 배당성향 25% 이상으로 정해졌으나 이후 총주주환원율(TSR) 기준 35% 이상으로 대폭 상향됐다. 향후 ROE 11~12% 달성을 목표로 수익성 확보 노력과 자본 효율화 노력이 동시에 진행될 계획이다. 이후 자사주 매입의 경우 우선주 디스카운트를 감안해 자사주 매입/소각의 비중을 조절할 수 있다. 전반적으로 투자자들이 요구했던 주주환원 정책의 대부분이 반영됐다.

TSR 35% 이상은 글로벌 완성차 산업 전반을 보더라도 상위권에 해당한다. 최근 일부 완성차 업체들이 단기 호실적 및 투자 축소를 기반으로 한 특별 배당으로 TSR이 급등한 경우가 있지만 장기 평균으로 볼 경우 35%를 넘는 회사는 드물다. 2014~23년 단순 평균으로 봤을 때 Toyota 48%, Daimler-Benz 48%, Honda 39%만이 35% 이상의 주주환원을 보여줬다. 세 회사의 공통된 특징으로 전기차 투자에 뒤처졌다는 점은 재밌는 포인트다.

아주 리프하게 해석하면 현대차그룹의 경우 2014~18년 수익성이 부진했던 상황에서 HEV·BEV·FCEV에 대한 투자에 집중하며 주주환원에 소홀했다. 코로나19 이후 선제적 투자에 따른 결실로 수익성 개선에 성공하며 경쟁사들 대비 주주환원의 여력이 확대됐다고 볼 수 있다. 전동화 투자를 축소하면서 일시적으로 배당을 늘린 케이스와 완벽하게 차별화된다.

마지막으로 자사주 매입/소각의 경우 우선주의 할인율도 고려하는 탄력적인 계획이 추가됐다. 정해진 규모의 자사주 매입을 진행할 때 할인폭이 큰 우선주의 매입 비중을 높인다면 ROE 개선 효과를 극대화할 수 있기 때문이다. 최소 배당액(DPS 10,000원) 설정으로 주가의 하방 경직성을 확보한데 이어 우선주 소각에 대한 기대감이 겹쳐져 밸류 업 정책의 최대 수혜는 현대차 우선주로 판단한다. 다만 우선주 추가 매입의 명확한 기준이 없다는 점과 자사주 매입 발표 이전에 우선주 주가가 오르면 할인율이 축소돼 추가 매입의 강도가 약해진다는 점까지 고려한 매매가 필요하다. 정리하면 우선주는 현 시점이 가장 싸고, 할인폭이 축소된 이후에는 매력도가 하락한다.

우선주 할인율 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정용진, 최민기)
- ◆ 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 현대차를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 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, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

우리금융지주 (316140)

동양생명/ABL생명 인수 결정

2024년 8월 29일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	18,000 원 (유지)
✓ 상승여력	12.3%	✓ 현재주가 (8월 28일)	16,030 원

신한생각 비은행 강화를 통한 밸류에이션 간극 축소 기대

우리투자증권 출범, 생명보험사 인수 추진 등 비은행 라인업 강화 전략을 지속하는 가운데 밸류업 프로그램에도 적극 동참. 부족한 자본력 하에서 최선의 행보로 평가. 경쟁은행들과의 점진적인 밸류에이션 갭 해소 기대

동양생명·ABL생명 SPA(주식매매계약) 체결

전일 우리금융지주 이사회는 동양생명 75.3%, ABL생명 100% 지분 패키지 인수안 승인. 총 인수가액은 1.55조원(동양생명 1.28조원 + ABL생명 0.27조원)으로 2분기말 장부가액 기준 각각 PBR 0.78배, 0.36배 수준

예상대비 낮은 인수가로 오버페이 논란은 물론 자본비를 하락 우려 불식. 사측은 약 7~8천억원 내외의 열가매수차익을 고려할 경우 보통주자본비율(2Q24 12.0%) 하락 폭은 10bp 내외일 것으로 소통. 참고로 인수 지분율을 감안한 FY23 기준 양사 단순 합산 순이익은 약 2,800억원. 우리금융지주의 FY23 지배주주순이익 2.5조원 대비 11.3%에 해당되는 규모

그간 금융지주사 M&A 사례를 참고할 때 향후 동양생명 잔여 지분 매입을 통한 완전 자회사 추진 예상. 이후 ABL생명과 합병 후 통합법인 설립이 유력한 시나리오. 다만 최근 불거진 전임 회장 관련 노이즈는 넘어야 할 산. 구체적인 인수 시점을 밝히지 않은 것도 같은 맥락으로 해석

Valuation & Risk

성공적인 딜 클로징 가정시 ROE 개선에 따른 주가 재평가 가능. 그러나 단기적으로 인수 관련 불확실성이 잔존하고 있는 만큼 실적 추정치 및 밸류에이션에 반영하기엔 시기상조. 투자의견 매수, 목표주가 18,000원 유지

12월 결산	총영업이익 (십억원)	총전이익 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	DY (%)
2022	9,845.7	5,315.8	4,430.5	3,141.7	3.0	11.5	0.3	8.7
2023	9,837.2	5,393.8	3,499.0	2,506.3	3.8	8.3	0.3	7.7
2024F	10,423.7	5,843.8	4,153.6	3,069.2	3.9	9.3	0.3	7.7
2025F	10,732.1	5,969.3	4,197.3	3,131.1	3.8	8.8	0.3	7.9
2026F	11,217.9	6,274.8	4,428.5	3,303.6	3.6	8.6	0.3	8.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[은행]

은경완 연구위원
✉ kw.eun@shinhan.com

박현우 연구원
✉ phw@shinhan.com

Revision

실적추정치	유지
Valuation	유지

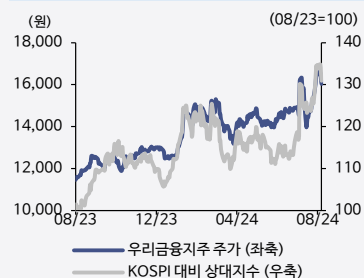
시가총액	11,903.7십억원
발행주식수(유동비율)	742.6백만주(88.5%)
52주 최고가/최저가	16,600원/11,650원
일평균 거래액 (60일)	41,073백만원
외국인 지분율	44.7%

주요주주 (%)

우리금융지주우리사주 외 1인	8.7
국민연금공단	6.7

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(0.9)	12.7	37.6	24.8
상대	0.6	14.1	30.1	23.9

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



동양생명 및 ABL생명 주요 재무 지표

(십억원, %)		FY20	FY21	FY22	FY23	FY24.1H
동양생명	총자산	36,253	37,103	37,420	32,869	33,306
	총자본	3,070	3,044	1,910	2,904	2,193
	순이익	120	276	74	271	168
	ROA	0.3	0.8	0.2	0.8	1.0
	ROE	4.2	9.0	3.0	11.2	13.2
ABL생명	총자산	20,609	20,516	19,368	17,401	17,759
	총자본	268	1,503	837	1,099	740
	순이익	83	53	(29)	80	41
	ROA	0.4	0.3	(0.1)	0.4	0.5
	ROE	26.3	5.9	(2.5)	8.3	8.8
동양생명 +ABL생명	총자산	56,862	57,620	56,788	50,270	51,065
	총자본	3,338	4,547	2,747	4,003	2,933
	순이익	203	328	45	351	209
	ROA	0.4	0.6	0.1	0.7	0.8
	ROE	6.5	8.3	1.2	10.4	12.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주: FY24.1H의 경우 단순 연율화

동양생명 + ABL생명 인수 Summary

(십억원, %, 배)	2Q24 자기자본	인수 지분율	인수 가액	인수 PBR
동양생명	2,193	75.3	1,284	0.78
ABL생명	740	100.0	265	0.36
합산	2,392	-	1,549	0.65

자료: 회사 자료, 신한투자증권

우리금융지주 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	FY23	FY24F	FY25F
순이자이익	2,219	2,194	2,187	2,143	2,198	2,197	2,209	2,209	8,743	8,814	9,075
순수수료이익	418	424	435	443	503	555	501	465	1,720	2,024	2,088
기타비이자이익	(86)	(146)	(146)	(248)	(151)	(20)	(108)	(134)	(626)	(414)	(431)
총영업이익	2,550	2,473	2,477	2,338	2,550	2,732	2,601	2,541	9,837	10,424	10,732
판관비	1,037	1,021	998	1,388	1,032	1,069	1,042	1,437	4,443	4,580	4,763
총전영업이익	1,513	1,452	1,479	950	1,518	1,662	1,559	1,104	5,394	5,844	5,969
총당금전입액	261	556	261	816	368	409	421	492	1,895	1,690	1,772
영업이익	1,252	895	1,218	133	1,151	1,253	1,138	612	3,499	4,154	4,197
영업외손익	18	(17)	29	(11)	(7)	(6)	3	8	18	(2)	(2)
세전이익	1,270	878	1,247	122	1,144	1,247	1,141	620	3,517	4,151	4,195
법인세비용	324	211	329	27	305	285	262	143	891	995	965
당기순이익	947	667	918	95	839	961	878	477	2,627	3,156	3,230
지배주주	914	625	899	68	824	931	851	463	2,506	3,069	3,131
비지배지분	33	42	19	27	15	30	27	14	121	87	99

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 은경완, 박현우)
- ◆ 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 우리금융지주를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 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.

에이비엘바이오 (298380)

Next 유한양행, FDA 1차 치료제 가능성 났다

2024년 8월 29일

✓ 투자판단	Not Rated	✓ 목표주가	-
✓ 상승여력	-	✓ 현재주가 (8월 28일)	32,400 원

신한생각 8월 내내 긍정적 이슈들 파악되었으나 소외 중

8월 중요 이슈 3가지 발생. 연내 기술이전 목표 ABL503과 103의 경쟁사 모두 L/O 반환 결정 및 담도암 치료제 ABL001의 1차 치료제 목표로 연구자 주도 임상 승인. 유한양행 다음 FDA 1차 치료제 기업될 수 있는 가능성 주목 필요

저평가 벗어나야 할 3가지 포인트는?

1) 지난 8/6 미국 최대 암센터 MD앤더슨, 담도암 치료제 ABL001과 AZ 임핀지 병용요법을 무려 1차 치료제 검토 위해 연구자 임상 승인. 1H25 2/3상 발표 예정. 2025년 승인신청될 경우 2026년 FDA 가속승인 가능해 매출 발생 요인

2) 연내 최대 2건 빅파마 기술이전(L/O) 목표. 8/6 바이오엔테크가 젠맘에게 ABL503 경쟁약물 반환, 8/8 켈리년이 하버바이오메드에게 ABL103 경쟁약물 반환함에 따라 L/O 근거는 더욱 상승 및 임상 근거 충분

3) 1H25 ABL301 임상 1상 발표 예정. 2022년 1.3조원 규모 사노피에 L/O 했던 파킨슨병 치료제 ABL301이 사노피와 추가 BBB 셔틀 논의 중으로 1H25 임상 결과 긍정적 판단 및 추가 L/O 시 피어그룹 Denali 시총 4조원 규모 대비 저평가 판단

Valuation & Risk

3분기 빅파마 기술이전 목표 중인 기업들만 최근 상승. 에이비엘바이오는 최근 펀더멘탈 상승요인 있음에도 소외 중. 연내 ABL503과 103 L/O 및 1H25 ABL301 사노피 임상 1상 결과 확인과 ABL001 담도암 2/3상 결과 토대 목표주가 산정 가능해질 것으로 기대되어 주목 필요

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2019	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-
2020	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-
2021	5.3	(52.3)	(43.6)	(23.8)	(77.8)	18.6	(19.9)	-
2022	67.3	0.9	3.2	341.0	4.6	15.8	328.8	-
2023	65.5	(2.6)	(2.6)	(444.7)	(3.7)	15.9	(42,115.8)	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[계약/바이오]

엄민용 연구위원
✉ my.eom@shinhan.com

정희령 연구원
✉ hr.jung@shinhan.com

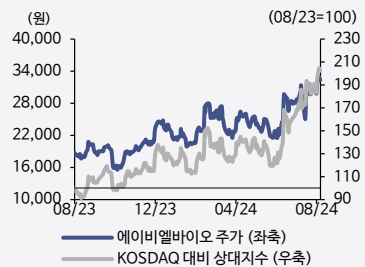
Revision	
실적추정치	Not Rated
Valuation	Not Rated

시가총액	1,556.7십억원
발행주식수(유동비율)	48.0백만주(69.4)
52주 최고가/최저가	32,900 원/15,530 원
일평균 거래액(60일)	38,344 백만원
외국인 지분율	8.2%

주요주주 (%)	
이상훈 외 12인	30.6
국민연금공단	6.1

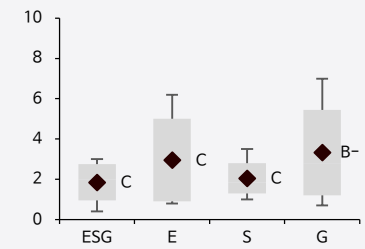
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	12.1	39.1	79.7	34.4
상대	17.3	55.2	114.3	55.0

주가



ESG 컨센서스

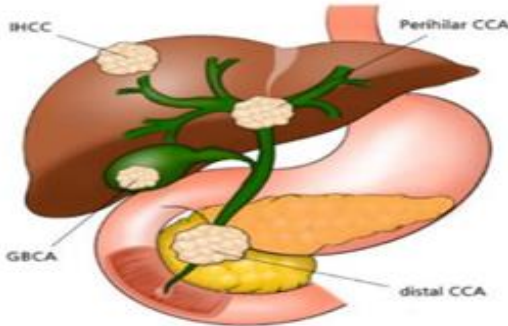
(점수 및 등급)



담도암 치료제 ABL001 1차 치료제 가능성 확인 중

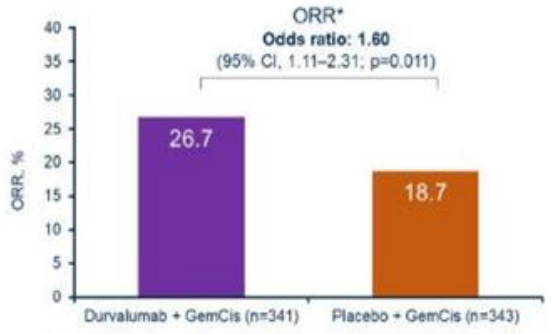
지난 6일 ABL001의 2/3상에서 150명 환자 등록을 완료했고 8일 MD 앤더슨 암 센터가 1차 치료제 가능성을 검토하기 위한 연구자 주도 임상(IST)를 승인받아 연구를 시작했다. MD앤더슨은 미국내에서 가장 큰 암센터인 만큼 주목해야 한다. 특히 임상 디자인이 주목할 만한데 지금 현재 담도암 표준치료제로 승인된 아스트라제네카(AZ)의 쥘시타빈, 시스플라틴, 임핀지 3제 요법에 ABL001이 추가되어 가능성을 평가할 예정이다.

담도암(초록색)의 간, 위, 췌장 전이



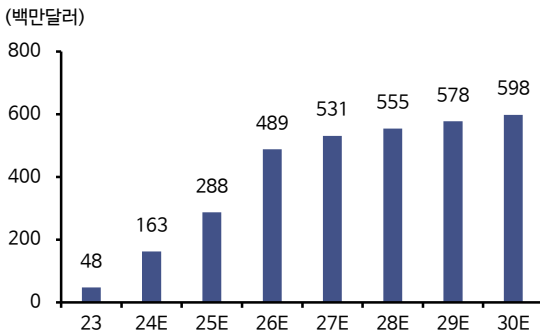
자료: Compass, AZ, 신한투자증권

AZ 임핀지 3제 병용 표준치료제 3상 ORR 결과



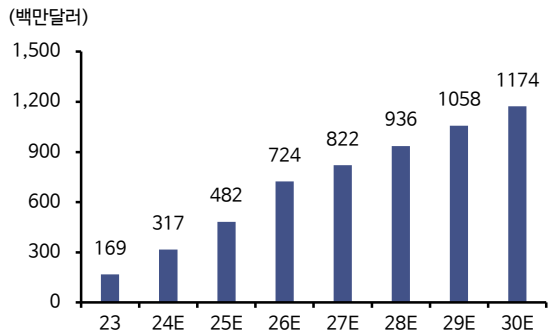
자료: Astrazeneca, 신한투자증권

AZ 임핀지 담도암 매출 전망



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

담도암 치료제 TOP10 매출 합산



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

이렇게 될 경우 아스트라제네카가 컴패스를 인수할 가능성도 염두해 두어야 할 것이다. 담도암은 1차 치료제로 4제 병용요법 승인받고 컴패스가 인수합병 된다면, 유한양행 다음으로 FDA로부터 1차 치료제를 승인받는 기업이 될 수 있을지 지켜봐야하는 이슈라고 판단된다. 아스트라제네카는 현재 담도암 2030년 11억 달러 (한화 14조원) 시장에서 시장 우위를 점할 것으로 기대한다.

ABL001 + 파클리탁셀 국내 임상 2상 vs. AZ 3중 병용 임상 3상 전체 생존율 1차 지표 비교표

	전체생존율 중앙값 (mOS)	12개월 전체 생존율	18개월 전체 생존율	24개월 전체 생존율
젬시스(기준)	11.5개월	48.0%	25.6%	10.4%
젬시스(기준)+ 임핀지 병용 (아스트라제네카)	12.8개월 (차이 없음)	54.1% (대조군 1.1배 개선)	35.1% (대조군 1.4배 개선)	24.9% (대조군 2.4배 개선)
ABL001+ 파클리탁셀 병용 (에이비엘바이오)	모니터링 중	53.0%	모니터링 중	모니터링 중 (핵심 결과)

자료: Compass, AZ, 신한투자증권 정리

ABL001 + 파클리탁셀 국내 임상 2상 vs AZ 3중 병용 임상 3상 무진행생존율 2차 지표 비교표

	무진행생존율 중앙값 (mPFS)	6개월 무진행생존율	9개월 무진행생존율	12개월 무진행생존율
젬시스(기준)	5.7개월	47.2%	24.6%	6.6%
젬시스(기준)+ 임핀지 병용 (아스트라제네카)	7.3개월 (1.5개월 개선)	58.3%	34.8%	16.0%
ABL001+ 파클리탁셀 병용 (에이비엘바이오)	9.4개월 (3.7개월 개선)	N/A	N/A	N/A

자료: Compass, AZ, 신한투자증권 정리

ABL001 + 파클리탁셀 국내 임상 2상 vs. AZ 3중 병용 임상 3상 지표 비교표

	객관적 반응률 (ORR)	약물지속기간 중앙값 (mDoR)	약물반응률 (DCR)
젬시스(기준)	18.7%	6.2개월	82.6%
젬시스(기준)+ 임핀지 병용 (아스트라제네카)	26.7% (10% 개선)	6.4개월 (대조군 차이 없음)	85.3% (대조군 차이 없음)
ABL001+ 파클리탁셀 병용 (에이비엘바이오)	37.5% (18.8% 개선)	9.4개월 (가장 높음)	91.7% (가장 높음)

자료: Compass, AZ, 신한투자증권 정리

TOPAZ-1 임상 3상 결과와 절대 비교는 어려우나 에이비엘바이오와 파트너사 컴패스(Compass)가 발표한 임상 1상 결과에 따르면 전체생존율(OS)가 더욱 높을 것으로 기대한다. 이를 근거로 들 수 있는 무진행생존기간(mPFS), 객관적반응율(ORR), 약물반응지속기간(DoR) 등 모든 지표에서 우수성이 확인된 상태다.

내년 상반기 중으로 ABL001의 담도암 2/3상 결과가 확인될 경우 18개월 생존율과 24개월 생존율이 공개될 것으로 기대하는데, 임핀지 3제 병용 요법 표준치료제 대비 우위성이 확인된다면 2025년 가속승인신청 이후 2026년 우선 2차 치료제로써 가속승인되며 1차 치료제 승인까지도 바라볼 수 있을 것으로 판단된다. 이미 패스트트랙으로 지정되어 있어 승인도 빨라질 것이다.

담도암 치료제는 현재 치료 옵션이 거의 없는 암종이다. 2022년 9월 5일 아스트라제네카가 담도암 치료제 중 면역항암제 최초로 3제 요법으로 FDA로부터 표준치료제 승인을 받았었지만 여전히 75%는 2년내 사망하고 있다. 12개월 생존율은 50%, 5년 생존율은 5~15%로 아직도 예후가 좋지 않은 암종이다. 그래서 충분히 1차 라인으로 독점 가능한 시장이 될 것으로 판단한다.

ABL503과 103의 경쟁사 기술이전 반환, 연내 L/O 기대

지난 8월 6일과 12일에 연내 기술이전을 목표로 하는 ABL503과 ABL103의 경쟁약물 기술이전이 반환됐다. 지난 6일에는 바이오엔테크가 젠맴으로부터 가져온 4-1BB/PD-L1 이중항체 GEN1046(아카순리맴)을 반환 결정하여 하반기 임상 3상 진행에 불확실성이 높아졌으며, 빅파마로부터 텀시를 수령했고 연내 기술이전을 목표로 하고 있다는 에이비엘바이오의 주장에 대한 근거 또한 높아졌다고 판단된다. 경쟁약물 임상 불확실성 또한 커져 유리하다.

ABL503과 GEN1046 임상 결과 비교표

	ABL503 (Ragistomig)		GEN1046 (Acasunlimab)		
	미국/한국 임상 1상 단독	미국 1상 (단독)	단독	다국가 2상 병용	병용
적응증	고형암		비소세포폐암		
RP2D	5mg/kg Q2W	100mg Q3W (1.3mg/kg)	100mg Q3W → 500mg Q62	100mg + 키트루다 200mg Q3W	100mg + 키트루다 400mg Q6W
환자군	PD-(L)1 재발/불응 환자 56.6%	PD-(L)1 재발/불응 환자 37.7%	PD-(L)1 재발/불응 환자		
유효성	ORR 40% (최적 용량 PD-(L)1 재발/불응 대상)		ORR 12.5%	ORR 18.2%	ORR 16.7%
안정성	AST/ALT 32.1% (≥Gr 3: 28.3%)	AST/ALT Transaminase 26.2% (≥Gr 9.8%)	Transaminase 13.6% (≥Gr 9.1%)	Transaminase 28.6% (≥Gr 16.7%)	Transaminase 18.4% (≥Gr 12.2%)
후속 임상	PD-(L)1 재발/불응 환자		GEN 1046 100mg + 키트루다 400mg Q6W PD-(L)1 양성 비소세포폐암 → 바이오엔테크 8월 반환 결정		

자료: 회사 자료, 신한투자증권 정리

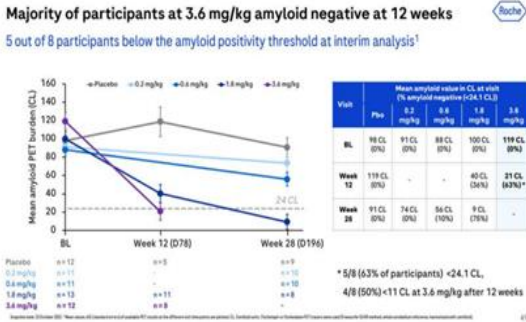
사노피도 1Q 발표 예정으로 모멘텀 다수 지속

에이비엘바이오의 혈뇌장벽(BBB, Blood Brain Barrier) 투과 기술인 Grabody-B는 아직 저평가 상태. 사노피에 기술이전 되었으나 추가 기술이전이 부재했고, 건강한 사람 대상 임상 1상을 진행 중이기 때문에 유효성 부분을 확인하지 못하는 부분은 아쉽다. 그러나 ABL301의 임상 진행 현황 업데이트 중 사노피가 추가 물질에 대한 BBB서틀 적용 검토를 의뢰한 것으로 파악되었다.

이 뜻은 에이비엘바이오의 임상 1상 결과가 사노피 측에서 굉장히 긍정적으로 확인되고 있다는 방증으로 풀이되며, 내년 1상 결과 공개 후 다른 빅파마들로부터 추가 기술이전에 대한 논의를 할 수 있도록 기회를 열어놓고 있다고 볼 수 있다. 경쟁사이자 피어그룹은 Denali는 현재 로슈 트론티네맷의 임상 1/2상 유효성 및 부작용 결과를 바탕으로 가파른 추가 회복이 있었다.

지난 4월 BBB서틀이 적용되지 않은 바이오젠 레카네맷, 릴리 도나네맷의 아밀로이드 플라크 제거속도가 6개월에서 12개월까지 걸리는 반면 드날리 BBB서틀 적용된 로슈 트론티네맷은 3개월 내지 4개월만에 완전히 제거됨을 확인했었다.

로슈/드날리 트론티네맷 용량별 플라크 감소 속도

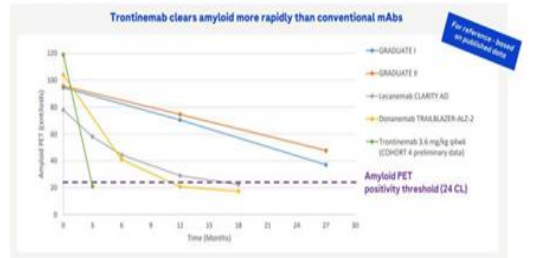


자료: Roche, 신한투자증권

트론티네맷의 빠른 플라크 제거 속도

Trontinemab in Alzheimer's disease

Best-in-class potential: fast and highly efficient plaque removal



자료: Roche, 신한투자증권

또한 13~31% 수준의 뇌부종(ARIA-E) 또는 뇌출혈(ARIA-A) 부작용이 발생되는 기존 치료제들 대비했을 때, BBB서틀이 적용된 로슈 트론티네맷은 10% 미만의 뇌부종 또는 뇌출혈 부작용을 보여 사망까지 발생할 수 있는 알츠하이머, 파킨슨 치료제에서 BBB서틀의 적용여부가 얼마나 중요한지 확인되고 있다. 에이비엘바이오가 추가적인 기술이전을 사노피 임상을 근거로 성공한다면 드날리 시가 총액 4조 대비 극히 저평가되었다고 판단할 수 있게 된다.

결론

3분기 기술이전 목표하고 있는 알테오젠, 펩트론, 리가퀼바이오 등의 공시가 실제 이루어졌을 때 그 다음으로 가장 주목해야 할 기업으로 판단한다. 또한 3분기 중 기술이전이 한 건이라도 나온다면 섹터 전반적으로 긍정적 수급이 이어질 것으로 기대한다. 우리는 Next 유한양행, 알테오젠, 리가퀼바이오 등을 찾아야 하는데 역시 에이비엘바이오가 가장 유력하다.

그리고 9월은 학회 시즌으로 9/7~9/10 WCLC(세계폐암학회), 9/10~9/13 EASD(유럽당뇨학회), 9/13~9/17 ESMO(유럽종양학회) 등이 쉬지 않고 열려 미국 헬스케어 상승세가 이어질 것으로 기대된다. 4분기 에이비엘바이오의 ABL503과 ABL103 기술이전 성공, ABL301과 ABL001의 임상 결과들이 줄줄이 발표될 예정이기 때문에 섹터 전반적 상승의 핵심 역할을 이어갈 것으로 기대한다.

또한 ABL001의 담도암 치료제 임상 결과가 현재 표준치료제로 승인된 아스트라제네카 PD-L1 면역항암제 임핀지 3제 병용요법 대비 우수성이 확인될 수 있다. 유한양행 다음으로 국내 신약이 FDA로부터 1차 치료제 승인받는 사례가 되기 때문에 미국과 유럽에서 표준치료제로써 매출이 발생될 수 있는 기업이 된다. 가장 주목해야 할 투자 포인트로 현재 저평가 구간 판단된다.

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 엄민용, 정희령)
- ◆ 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.
- ◆ 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.

KSS 해운 (044450)

계약 갱신으로 역대급 실적 달성

2024년 8월 29일

✓ 투자판단	Not Rated	✓ 목표주가	-
✓ 상승여력	-	✓ 현재주가 (8월 28일)	9,200 원

[운송]

명지운 선임연구원
 ✉ jjunmyoung@shinhan.com

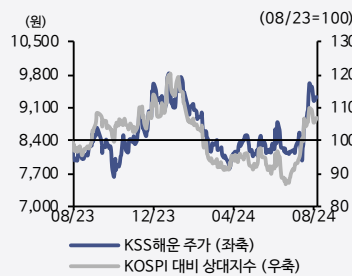
Revision	
실적추정치	-
Valuation	-

시가총액	215.4십억원
발행주식수(유동비율)	23.1백만주(55.5%)
52주 최고가/최저가	9,830 원/7,620 원
일평균 거래액 (60일)	807백만원
외국인 지분율	7.2%

주요주주 (%)	
박종규 외 10인	30.2

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	13.1	14.8	16.6	0.2
상대	14.9	16.2	9.2	(0.5)

주가



신한생각 견조한 LPG 성장에 암모니아가 붙는다

계약 갱신으로 LPG 부문 성장 지속. LPG 해운 시장은 계속 좋은 분위기. 2025년 실적도 우상향. 동사는 국내 유일한 암모니아 해운 업체. 암모니아 시장 개화 시 가장 큰 수혜. 2~3년 안에 큰 변화를 기대하기는 어려우나 암모니아 시장 확대에 대한 방향성은 강화

2Q24 Review: 운임 상승이 반영되며 역대급 실적

2Q24 매출액 1,368억원(YoY +12%, QoQ +21%), 영업이익 293억원(YoY +31%, QoQ +40%) 기록. 분기 최고 실적 달성

실적 성장은 1) LPG선 운임 상승, 2) 계약 갱신에 기인. 2023년에 대형 LPG선 1년 용선 운임은 YoY +55%. 미국의 LPG 수출 증대, 파나마 운하 체선 때문. 동사는 2023년말~2024년초에 대형 LPG선 5척 계약 갱신. 운임을 적어도 20% 올렸을 것 추정. 계약 기간은 과거 대비 단축된 1~2년이 대부분. 스팟 운임 노출을 높이면서도 안정적인 수입을 가져가는 전략. 2025년 선박 2척 계약 갱신 예정. 2025년에도 견조한 LPG 해운 업황 예상. 미국의 LPG 수출 인프라 구축으로 수출 증가세. 중국 PDH 공장 생산 능력 및 가동률 상승, 인도 인프라 투자로 LPG 수요 증가

Valuation&Risk

2025년 예상 PBR 0.46배로 해외 Peer(동종 그룹)의 절반 수준. Peer 대비 적은 선대, 낮은 스팟 노출도, 낮은 배당 성향 때문. 할인 요소가 해소되며 업사이드 기대. 리스크는 1) 2026~27년 공급 과잉. 대형 LPG선 인도가 선복량의 10% 이상. 암모니아 시장에 배팅하는 선 발주 때문. 시장 개화 더터지면 LPG 운송 시장으로 공급될 것. 2) 파나마 운하 체선 해소. 하지만 공급 증가에도 상위 업체의 치킨 게임 가능성 낮아 운임 하방 지지

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	445.4	69.5	45.5	4.7	12.1	0.5	9.3	3.8
2023	472.6	88.4	17.0	12.5	4.1	0.5	7.0	3.8
2024F	508.3	102.4	39.6	5.4	9.1	0.5	6.8	3.8
2025F	519.1	104.8	26.6	8.1	5.8	0.5	6.6	4.4
2026F	544.0	110.3	28.4	7.6	5.9	0.4	6.3	4.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

실적 간담회 주요 Q&A

1. 금리 영향

전체에서 약 60%가 변동 금리. 금리 1% 변동 시, 반기말 기준 80~90억원 손익 변동 영향

2. 현재 운영하는 암모니아 선대

총 3척. 2척은 프랑스의 트라모(Trammo)라는 트레이딩 업체. 유럽, 미주, 아시아 등 전 세계 운항. 1척은 인도네시아 암모니아 생산 업체인 칼팀 파르나(Kaltim Parna). 기본적으로 전 세계 베이스이나 아시아 쪽 항차 비중이 높음

3. 주주 환원

2023년은 2022년 대비 당기손익이 줄었음에도 주주환원을 위해 2023년과 동일하게 배당한 바 있음. 주주 환원에 대해서는 꾸준히 고민 중이며 가장 적극적으로 지속적으로 하려는 부분이 배당 정책

선대 관련 1분기에 투자자들의 중고선 매각 의견이 있었음. 이번에도 매각 검토했었다가 단기 시황이 좋아서 단기 계약으로 운항하는 것이 이익 측면에서 더 좋다고 결론

4. 계약 갱신 배경

스팟으로 운항하려고 스티디하다가, 스팟보다는 안정적이고 시장 변동성을 향유할 수 있는 계약 형태 선정. 갱신한 계약 중 2척이 시장 변동성을 반영한 운임 계약. 운임이 하락해도 상당수 운임 수취, 운임 상승 시 무한정으로 올라갈 수 있는 조건. 단기 계약이라서 가능했음

최근 2025년 갱신대상 선박의 계약을 미리 체결하게 된 이유는 SK가스와의 계약이 늘어나는 트렌드. 양사 관계가 견고해지고 있다고 봐주면 될 것

5. BW LPG, NYK 선대 규모 확대하며 치킨 게임 우려

운항 효율성을 위해 선대 확대하는 것. VLGC(대형 LPG선) 운임을 높게 유지하려는 경향도 있음. 치킨 게임 우려가 없는 것은 아니지만 우리는 긍정적으로 봄. 대형 해운사들이 시장을 유지해주는 역할을 할 것으로 기대

KSS해운 2024년 2분기 실적

	2Q24	1Q24	QoQ(%)	2Q23	YoY(%)
매출액(십억원)	136.8	112.7	21.3	122.5	11.7
영업이익	29.3	20.9	40.1	22.3	31.2
세전이익	18.7	11.9	56.8	6.2	202.9
순이익	18.5	11.8	56.7	6.0	209.0
영업이익률 (%)	21.4	18.6	-	18.2	-
세전이익률	13.7	10.6	-	5.0	-
순이익률	13.5	10.5	-	4.9	-

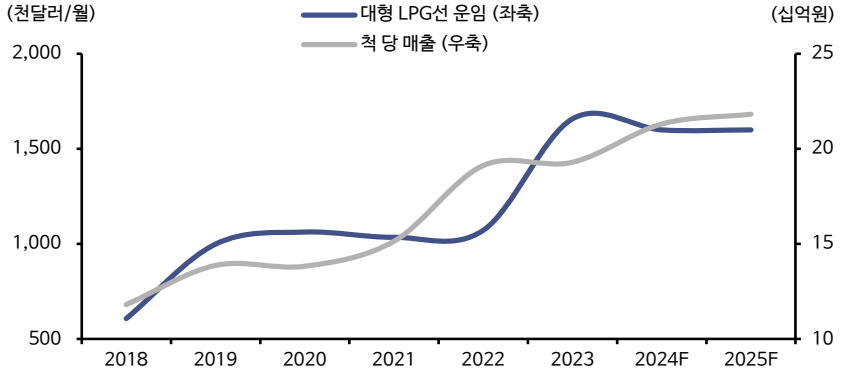
자료: QuantiWise, 신한투자증권

KSS해운 영업실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	2021	2022	2023	2024F	2025F
86K 12개월 용선 (천달러/월)	1,172	1,352	1,767	2,342	1,630	1,671	1,035	1,071	1,658	1,629	1,629
WTI (US\$/bl) (avg)	76	74	82	78	77	80	69	75	78	78	72
HSFO 380cst BC (3.5%) (\$/t)	419	457	536	466	429	442	416	479	470	432	404
원/달러 (평균)	1,276	1,316	1,313	1,320	1,330	1,372	1,144	1,150	1,306	1,310	1,283
기말 LPG 선대 (척)	22	22	22	22	22	21	19	21	22	21	21
매출액	108.8	122.5	113.5	127.8	112.7	136.8	324.0	445.4	472.6	508.3	519.1
(십억원)											
LPG	97.6	110.1	102.9	113.9	100.7	121.6	287.8	401.6	424.5	447.5	458.3
케미컬, MR	11.2	12.2	10.7	12.4	12.8	15.1	35.8	42.0	46.5	59.5	59.5
매출총이익	26.6	25.6	24.8	25.0	24.6	33.2	72.2	84.9	102.0	117.4	119.9
영업이익	22.9	22.3	21.4	21.7	20.9	29.3	58.1	69.5	88.4	102.4	104.8
세전이익	12.2	6.2	5.4	(5.7)	11.9	18.7	57.3	46.6	18.1	42.0	28.2
순이익	12.0	6.0	4.9	(5.9)	11.8	18.5	56.1	45.5	17.0	39.6	26.5
매출총이익률(%)	24.4	20.9	21.8	19.6	21.8	24.2	22.3	19.1	21.6	23.1	23.1
영업이익률	21.0	18.2	18.8	17.0	18.6	21.4	17.9	15.6	18.7	20.2	20.2
세전이익률	11.3	5.0	4.7	(4.4)	10.6	13.7	17.7	10.5	3.8	8.3	5.4
순이익률	11.1	4.9	4.3	(4.6)	10.5	13.5	17.3	10.2	3.6	7.8	5.1
매출액 증가율											
YoY	12.8	12.1	(4.6)	5.9	3.6	11.7	43.2	37.5	6.1	7.6	2.1
QoQ	(9.9)	12.6	(7.3)	12.6	(11.8)	21.3	-	-	-	-	-
영업이익 증가율											
YoY	48.0	51.4	19.1	1.9	(8.6)	31.2	14.5	19.7	27.1	15.9	2.3
QoQ	7.2	(2.4)	(4.3)	1.7	(3.8)	40.1	-	-	-	-	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

대형 LPG선 운임, KSS해운 척 당 매출 추이



자료: Clarksons, 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 86K LPG선 1년 Timecharter 운임 기준

대형 LPG선 계약 공시; 23년말~24년초

선박 이름	공시일	시작일	종료일	계약 금액 (십억원)	계약 기간 (년)	환율 (원/달러)	1년 당 금액 (백만달러)	비고
BW Kyoto	2024-01	2024-02	2025-02	33.1	1	1,339	24.7	
Wisdom	2024-01	2024-04	2025-04	44.2	1	1,339	33.0	변동 운임 반영
Zenith	2024-03	2024-10	2025-10	26.1	1	1,339	19.5	1년 옵션 발효
Zenith	2024-07	2025-10	2032-10	218.6	7	1,385	22.5	
Friend	2023-12	2024-01	2026-01	61.6	2	1,300	23.7	
Power	2024-01	2024-03	2026-03	64.7	2	1,339	24.1	변동 운임 반영
Summit	2023-11	2024-09	2029-09	116.7	5	1,304	17.9	

자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: Zenith 1년 계약 제외 모두 연료비, 항비 보전

KSS해운 Peer Group Valuation 비교

국가	회사 이름	시가총액 (조원)	주가상승률 (%)			PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)		ROE (%)		EPS성장률 (%)	
			1M	3M	YTD	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
한국	KSS해운	0.2	10.8	11.6	(1.2)	5.4	8.1	0.48	0.46	6.8	6.6	9.1	5.8	132.38	(32.94)
해외	BW LPG	3.0	0.8	(12.0)	5.4	6.3	6.8	1.24	1.27	4.5	4.1	20.9	16.3	(27.1)	(6.9)
	DORIAN LPG	2.2	(3.5)	(16.8)	(4.2)	8.0	6.9	1.43	1.41	6.4	5.8	16.2	15.1	(35.7)	16.7
	Navigator Holdings	1.5	2.0	(5.0)	13.8	11.7	8.9	0.94	0.84	6.3	6.1	8.4	10.0	21.8	32.3
	평균					8.7	7.5	1.20	1.18	5.8	5.4	15.1	13.8	(13.7)	14.0

자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

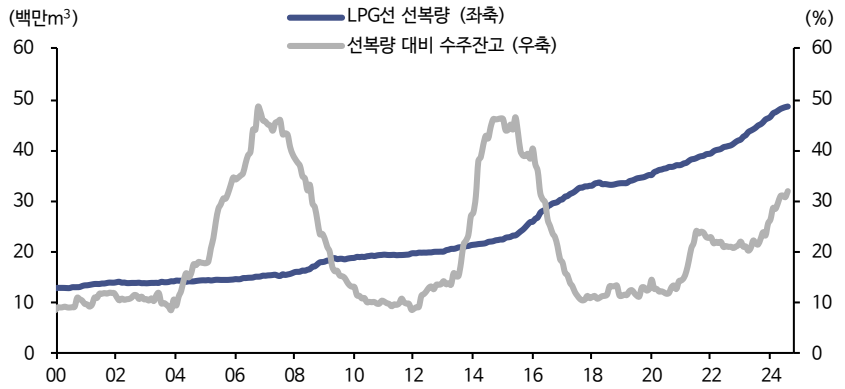
대형 LPG선 수주 잔고

인도 예정	용량(천CBM)	암모니아 운송 가능 비중 (%)	선복 증가율 (%)
2024년 9월~12월	455	58	1.3
2025년	2,129	49	5.9
2026년	3,620	37	9.6
2027년	5,385	59	13.1
2028년	1,101	100	-
2029년	88	100	-
합계	12,778	55	-

자료: 신한투자증권

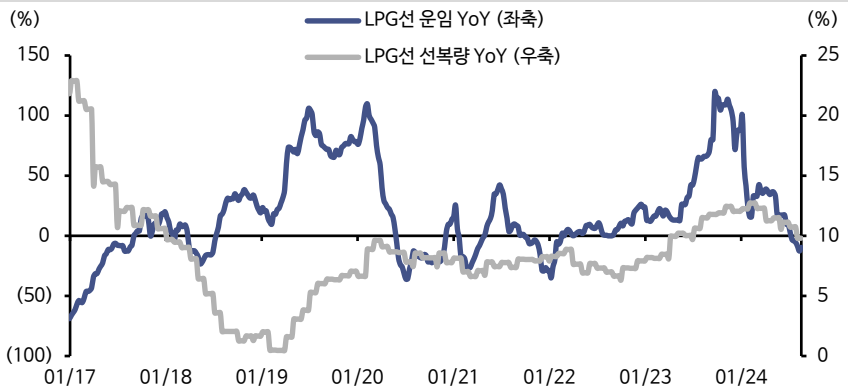
주: 1) 65K 이상 급, 2) 선복 증가율은 폐선 고려 안함

LPG선 선복량, 선복량 대비 수주잔고



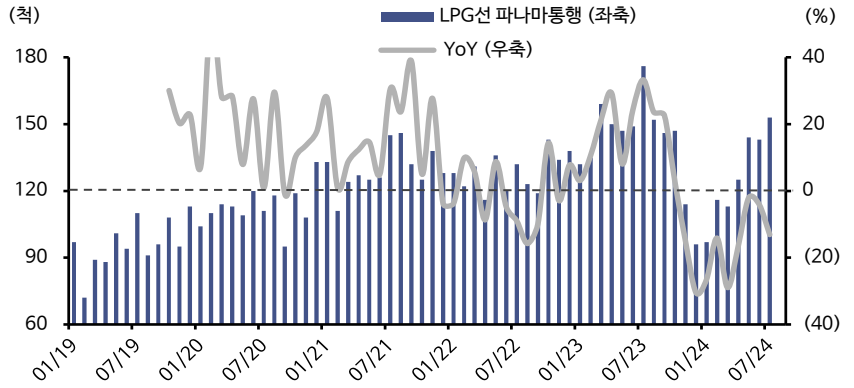
자료: Clarksons, 신한투자증권

대형 LPG선 선복량, 운임 YoY



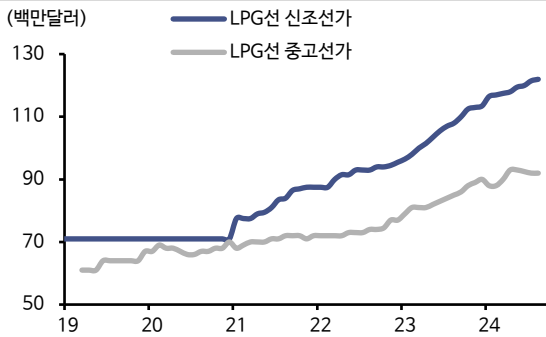
자료: Clarksons, 신한투자증권

LPG선 파나마 운하 통행 척수



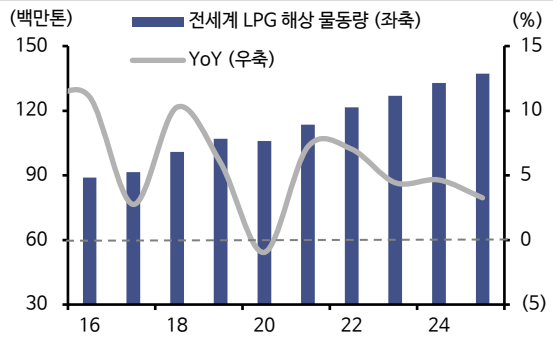
자료: Clarksons, 신한투자증권 / 주: 03/20 YoY +53%

대형 LPG선 신조선가, 중고선가



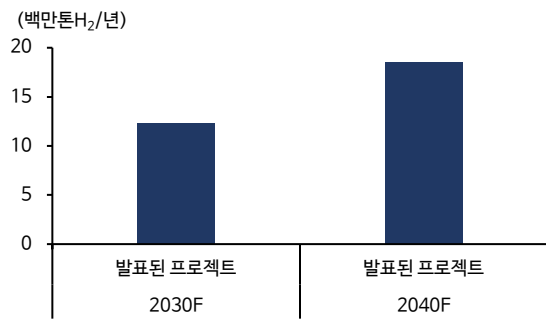
자료: Clarksons, 신한투자증권 / 주: 중고선가는 선형 5년 기준

전세계 LPG 해상 물동량 추이 및 전망



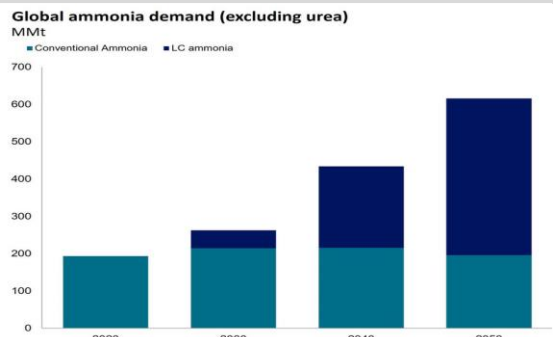
자료: Clarksons, 신한투자증권

저탄소 암모니아 운송 관련 프로젝트



자료: IEA, 신한투자증권

암모니아 수요 전망



자료: S&P Global, 신한투자증권
주: LC ammonia는 저탄소 암모니아

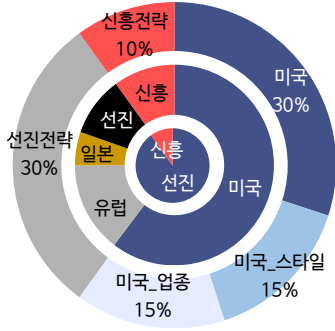
Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 명지운)
- ◆ 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.
- ◆ 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.

포트폴리오

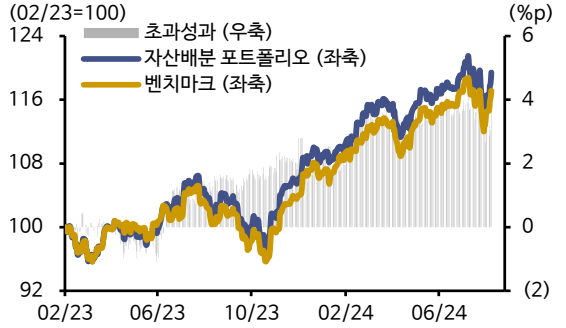
신한 리서치 포트폴리오: ① 자산배분형

포트폴리오: 글로벌 자산배분 주식 부문



종목명	비중			티커	수익률 (%)		
	조정비	SAA	TAA		1M	3M	편입후
주식	60.0	60.0	0.0		(0.5)	1.4	16.8
선진	54.0	54.0	0.0				
미국	41.5	36.0	5.5				
S&P500 ETF	27.5	22.0	5.5	SPY.US	0.3	5.0	34.6
스타일배분	3.0	0.0	3.0				
성장 ETF	3.0	0.0	3.0	VUG.US	(0.9)	5.8	52.9
업종 배분	11.0	0.0	11.0				
반도체 ETF	4.0	0.0	4.0	SOXX.US	(7.7)	(3.4)	58.7
인프라 ETF	3.0	0.0	3.0	PAVE.US	(1.7)	(1.9)	3.8
은행 ETF	2.0	0.0	2.0	KBE.US	(3.0)	9.2	(5.4)
바이오텍 ETF	2.0	0.0	2.0	IBB.US	0.1	6.2	(0.7)
기타 선진	12.5	18.0	(5.5)				
유럽 ETF	9.9	10.9	(1.0)	FEZ.US	1.3	(2.3)	19.2
일본 ETF	2.6	3.6	(1.0)	DXJ.US	(7.2)	(3.1)	25.3
기타 선진	0.0	3.5	(3.5)				
신흥	6.0	6.0	0.0				
중국	2.4	1.9	0.5				
중국 A50	2.4	1.9	0.5	2823.HK	(0.6)	(3.9)	0.1
기타 신흥국	3.6	4.1	(0.5)				
한국 ETF	1.2	0.7	0.5	EWY.US	(1.0)	0.9	2.7
인도 ETF	1.1	1.1	0.0	INDA.US	0.3	6.5	28.4
신흥국 ETF	1.3	2.3	(1.0)	EEM.US	0.0	(0.2)	15.7

자산배분 포트폴리오 성과 평가



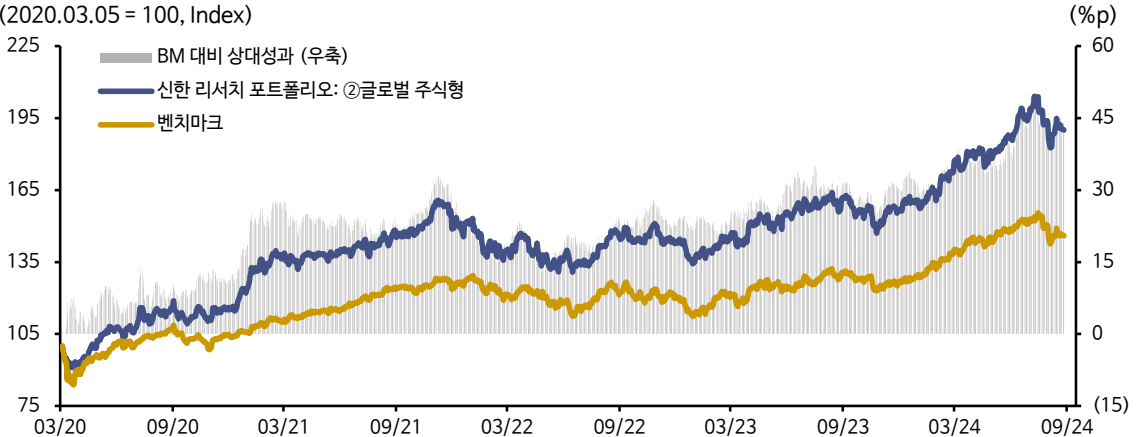
종목명	비중			티커	수익률 (%)		
	조정비	SAA	TAA		1M	3M	편입후
채권	32.5	30.0	2.5		1.2	1.8	1.2
미국 국채	8.1	6.0	2.1				
국채 단기	1.3	0.9	0.4	SCHO.US	0.9	1.5	0.8
국채 중기	3.9	3.6	0.3	VGIT.US	2.1	3.5	1.3
국채 장기	2.1	1.1	1.1	VGLT.US	5.2	6.3	(5.5)
물가채	0.8	0.5	0.4	TIP.US	1.5	1.9	0.5
미국 크레딧	6.5	6.0	0.5				
MBS	3.3	3.0	0.3	MBB.US	2.5	4.2	0.2
IG 단기	0.2	0.2	(0.1)	VCSH.US	1.2	2.1	3.5
IG 중기	1.6	1.4	0.2	VCIT.US	2.4	3.8	3.5
IG 장기	0.8	0.7	0.1	VCLT.US	4.0	4.7	(0.1)
HY 단기	0.2	0.2	0.0	SJNK.US	0.6	1.7	1.8
HY 중기	0.5	0.5	0.0	HYG.US	0.9	2.5	3.8
비미국	17.9	18.0	(0.1)				
전체	8.1	7.5	0.6	IAGG.US	1.9	3.3	5.8
선진	6.5	6.0	0.5	BNDX.US	1.6	2.4	2.8
신흥	3.3	4.5	(1.3)	EMLC.US	2.0	0.9	(1.0)
대체	7.5	10.0	(2.5)		(0.2)	2.3	3.3
상품	1.3	4.0	(2.7)				
금	0.7	0.5	0.2	GLD.US	3.4	4.2	31.5
원유	0.3	1.5	(1.2)	USO.US	(5.2)	(1.7)	7.1
산업금속	0.3	1.5	(1.2)	DBB.US	3.1	(7.3)	(5.7)
농산물	0.0	0.5	(0.5)	DBAU.US	0.9	1.5	21.7
리츠	2.7	2.5	0.2				
물류/산업	1.0	1.0	0.0	INDS.US	2.1	10.6	0.7
미국 중소형	0.6	0.5	0.1	KBWY.US	0.5	11.6	(8.9)
한국 리츠	1.0	1.0	0.0	329200.KS	0.4	2.4	2.9
인프라	3.5	3.5	0.0				
미드스트림	2.3	2.3	0.0	AML.P.US	(5.3)	1.3	14.6
디지털	1.2	1.2	0.0	SRVR.US	3.5	7.9	(5.3)

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	1.5	452.4	베이징화창	002371.SZ	(1.0)	3.7
브로드컴	AVGO.US	1.1	103.0	중국선박공업	600150.SS	(1.3)	(8.5)
일라이 릴리	LLY.US	0.4	55.5				
아마존	AMZN.US	(1.4)	11.4				
마이크로소프트	MSFT.US	0.1	7.4				
팔란티어	PLTR.US	(0.0)	48.8				
코스트코	COST.US	1.8	7.8				
테슬라	TSLA.US	(1.9)	4.8				
암젠	AMGN.US	0.0	4.2				
제이피모간체이스	JPM.US	0.5	7.9				
유나이티드헬스	UNH.US	0.0	3.6				
록히드마틴	LMT.US	0.4	16.9				
넥스트에라 에너지	NEE.US	(1.3)	0.3				
레이시온 테크놀로지스	RTX.US	0.7	2.8				
TSMC	TSM.US	0.9	7.1				
메타	META.US	(0.4)	4.3				
나이키	NKE.US	1.2	2.9				
				ETF			
				나스닥100	QQQ.US	0.3	30.8
				S&P500	SPY.US	0.1	24.7
				바이오테크 ETF	IBB.US	(0.0)	0.2
				은행 ETF	KBE.US	(0.7)	(2.5)
				홈빌더 ETF	XHB.US	(1.0)	1.4
				단기채 (USD)	SHV.US	0.0	0.0
				단기채 (CNY)	511360.SS	(0.0)	8.7

편입: 없음
 편출: 없음

포트폴리오

신한 리서치 포트폴리오: 월간 Top Picks



애플 (AAPL.US) | #아이폰 #온디바이스시 탑재 #스마트폰 수요 회복 #프리미엄 비종 확대

편입일 2024-07-25 · H/W상의 스펙 차이가 아이폰14부터 시작됐다면 향후 AI 도입으로 인한 S/W 차별화가 프리미엄 모델 Key
 누적수익률 4.3% · 풍부한 보유 현금 활용한 적극적인 S/W 및 콘텐츠 관련 투자, 기존 S/W 업체의 독점적 위치를 위협



아마존 (AMZN.US) | #프라임데이 #클라우드 #중국 이커머스 대응 전략 #엔트로픽

편입일 2024-01-11 · 최근 중국 이커머스와 경쟁하기 위한 전략을 새로 발표하고, 알렉사시 시를 탑재해 구독료를 고려 중이라 언급
 누적수익률 11.4% · 경쟁업체와 달리 기능별로 맞춤형된 개별 AI 전략을 채택, 향후 수백억달러 규모의 매출이 시에서 창출될 것



코스트코 (COST.US) | #7년만의 요금제 인상 #매장 확장 움직임 #절도 피해 최소화

편입일 2024-06-13 · 7년만의 연회비 인상 발표(약 8% 인상). 순이익의 약 70%가 연회비로 인상 시장 기간의 실적 상승 기대 가능
 누적수익률 7.8% · 향후 매장 확장 모멘텀 기대. 최근 실적 발표에서 매년 25~30개 지점 추가 가능성 언급한 점 주목



록히드마틴 (LMT.US) | #F-35 인도 재개 #지정학 리스크 #배당 증가

편입일 2023-07-18 · 글로벌 국방비 지출 확대와 지정학 리스크 지속으로 F-35 및 패트리엇 미사일(PAC-3) 수요 증가
 누적수익률 16.9% · 1년 가까이 중단되었던 F-35 미 국방부 인도 재개로 실적 기대감 확대. 21년 연속 배당금 확대



메드트로닉 (MDT.US) | #안정적 실적 속 당노, 수술로봇 성장 모멘텀 #밸류에이션 매력

편입일 2023-07-30 · 심혈관, 신경 등 전종 의료기기 안정적 실적 및 당노 의료기기, 수술로봇의 성장 모멘텀 확보
 누적수익률 10.5% · Peer 대비 낮은 주가 상승률로 밸류에이션 매력. 사업 포트폴리오 안정성으로 추가 하단 방어되면서 상승 전망



베이팡화창 (002371.SZ) | #반도체 국산화 #정부 반도체 3기 펀드 수혜 #계속되는 실적 서프

편입일 2024-03-14 · 중국 대표 반도체 장비 업체. 전공정 열처리 장비 1위, 증착/식각 장비에서도 로컬 업체 중 최상위
 누적수익률 3.7% · 정부 역대 최대 규모의 반도체 펀드 3기 조성 + 1Q24 전방 고객사 합산 CapEx +90% 증가에 따른 수혜



중국 고배당 ETF (510880.SH) | #중국판 밸류업 프로그램 #배당수익률 5% #장기 투자 유망

편입일 2024-07-30 · 중국은 연초 이후 정부 권고 아래 공격적인 증시 밸류업 프로그램 진행중. 자사주 매입, 배당 확대 의무
 누적수익률 (0.4%) · 해당 ETF 국유기업 비중 80.3%, 편입 종목 가중평균 배당수익률 6% 육박. 최대 반사 수혜 ETF



미국 헬스케어 ETF (IBB.US) | #금리인하 기대감 반등 #주요 기업들 호실적 #미국 대선

편입일 2024-07-25 · 금리 인하 기대감 반등으로 헬스케어 섹터 투심 회복. 인텔리아 테라, 리커전 파마 등 대표 중소형주 상승세
 누적수익률 0.2% · 대형주 주가도 반등. 존슨앤존슨, 유나이티드 헬스그룹 등 양호한 실적 및 호재로 헬스케어 상승 지지



미국 은행 ETF (KBE.US) | #미국 금리인하 #건조한 미국 경기 #미국 대선

편입일 2024-07-25 · 미국 금리 인하 전망으로 장단기 금리 역전폭 축소로 미국 은행들의 예대미진 개선 및 대출 수요 확대 기대
 누적수익률 (2.5%) · 미국의 은행 ETF로 대형은행 대비 지역은행, 중소형 은행주 비중이 높은 ETF. 금리인하&중소형주 상승 수혜



인도 ETF (INDY.US) | #인도의 KOSPI50 #모디노믹스 #대형주 #내수주

편입일 2024-07-30 · 인도 증시 전반에 투자하는 효과. 특히 모디노믹스 3기 수혜 업종인 금융, 소비재, 산업재 중심으로 구성
 누적수익률 0.3% · 건조한 내수 경기 및 차별적인 이익 성장 부각. 로컬 개인투자자와 뮤추얼펀드 중심으로 주식시장 구조적 성장

Compliance Notice

- 본 자료는 리서치센터 해외주식팀의 의견을 반영하여 주식과 ETF 등으로 구성된 글로벌 포트폴리오이며 장기투자목적과 상이하거나, 투자목적에 변경될 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.
- 주가(각국 통화 기준)는 각 시장의 직전거래일 기준 증가입니다. (단, 미국 및 유럽 주식 해외 상장 ETF의 주가는 직전거래일 증가 기준)
- 수익률은 편입일의 증가 대비 직전거래일 증가를 원화로 환산해 계산한 수치입니다. (단, 미국 및 유럽 주식, 해외 상장 ETF는 직전거래일 증가 기준)
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 상기 회사(애플, 페이스북, 넷플릭스, 테슬라, 아마존, 엔비디아, AMD, 구글, 마이크로소프트)를 기초자산으로 ESG 발행된 상품입니다. 기타의 종목은 회사의 이해관계가 발생하지 않으며 회사 정책에 따라 주가변경가능합니다.
- 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

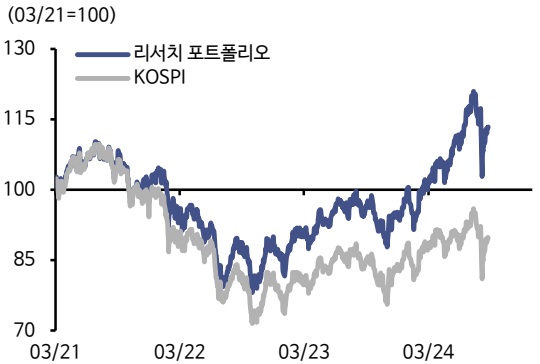
8월 신한 리서치 포트폴리오

섹터	업종	코드	종목명	업종			종목	전주
				비중	제안	차이		
				(A)	(B)	(B-A)		
에너지				1.7	1.4	(0.3)		
	에너지	A010950	S-Oil	1.7	1.4	(0.3)	1.4	(0.1)
소재				6.9	6.6	(0.2)		
	화학	A120110	코오롱인더	3.9	3.7	(0.2)	1.0	0.1
		A009830	한화솔루션				0.9	(0.0)
		A298020	효성티앤씨				0.9	0.1
		A298050	효성첨단소재				0.9	0.1
	비철·목재등	A010130	고려아연	1.1	1.1	0.1	0.7	0.1
		A006260	LS				0.5	0.0
	철강	A005490	POSCO홀딩스	1.9	1.7	(0.1)	1.2	0.1
		A001430	세아베스틸지주				0.3	0.0
		A004020	현대제철				0.3	0.0
산업재				14.8	15.3	0.6		
	건설·건축관련	A294870	HDC현대산업개발	1.5	1.6	0.1	1.6	(0.1)
	기계	A267260	HD현대일렉트릭	2.9	3.1	0.2	3.1	0.0
	조선	A329180	HD현대중공업	2.9	3.1	0.2	2.2	(0.1)
		A010620	HD현대미포				0.9	(0.0)
	상사·자본재	A047810	한국항공우주	5.0	5.0	0.1	1.4	(0.1)
		A028260	삼성물산				1.9	0.0
		A034730	SK				0.9	0.0
		A001040	CJ				0.9	(0.0)
	운송	A003490	대한항공	2.4	2.4	0.0	2.4	신규
경기관련소비재				10.6	9.7	(0.9)		
	자동차	A005380	현대차	6.8	6.7	(0.1)	4.8	(0.1)
		A000270	기아				1.5	(0.0)
		A204320	HL만도				0.5	(0.0)
	화장품·의류·완구	A161890	한국콜마	2.2	2.0	(0.1)	0.7	신규
		A352480	씨앤씨인터내셔널				0.6	(0.0)
		A081660	휠라홀딩스				0.7	(0.0)
	호텔·레저서비스	A035250	강원랜드	0.3	0.1	(0.2)	0.1	신규
	미디어·교육	A035760	CJ ENM	0.6	0.4	(0.2)	0.2	(0.0)
		A352820	하이브				0.2	신규
소매(유통)	A021240	코웨이	0.7	0.4	(0.3)	0.4	신규	
필수소비재				2.3	2.2	(0.1)		
필수소비재	A033780	KT&G	2.3	2.2	(0.1)	2.2	신규	

섹터	업종	코드	종목명	업종			종목	전주
				비중	제안	차이		
				(A)	(B)	(B-A)		
의료				7.7	8.0	0.3		
	건강관리	A196170	알테오젠	7.7	8.0	0.3	2.4	0.1
		A207940	삼성바이오로직스				3.2	0.1
		A068270	셀트리온				2.2	0.0
		A000100	유한양행				0.3	0.0
	A064550	바이오니아				0.0	(0.0)	
금융				11.5	12.1	0.6		
	은행	A055550	신한지주	6.7	7.0	0.3	3.2	0.2
		A086790	하나금융지주				3.8	0.3
	증권	A016360	삼성증권	2.2	2.3	0.1	1.1	0.0
		A071050	한국금융지주				1.1	0.0
보험	A005830	DB손해보험	2.6	2.9	0.3	1.5	0.2	
	A138040	메리츠금융지주				1.3	0.1	
IT				42.1	41.6	(0.5)		
	소프트웨어	A035420	NAVER	4.8	4.7	(0.0)	0.6	신규
		A251270	넷마블				1.4	0.1
		A067160	SOOP				1.6	0.1
		A263750	필터비스				1.1	(0.0)
		A012510	더존비즈온				0.0	0.0
	IT하드웨어	A009150	삼성전기	1.4	1.3	(0.0)	0.6	0.0
		A018260	삼성에스디에스				0.3	0.0
		A011070	LG이노텍				0.5	0.0
	반도체	A005930	삼성전자	29.3	29.3	0.0	22.9	(0.8)
	A000660	SK하이닉스				6.3	(0.5)	
	A074600	원익QnC				0.1	(0.0)	
IT가전	A066570	LG전자	6.4	6.1	(0.3)	1.2	0.0	
	A373220	LG에너지솔루션				3.4	0.2	
	A006400	삼성SDI				1.5	0.0	
디스플레이	A034220	LG디스플레이	0.3	0.2	(0.2)	0.2	(0.1)	
통신서비스				1.2	1.5	0.2		
통신서비스	A030200	KT	1.2	1.5	0.2	1.5	0.1	
유틸리티				1.3	1.5	0.2		
	유틸리티	A015760	한국전력	1.3	1.5	0.2	0.6	0.1
	A036460	한국가스공사				0.9	0.1	

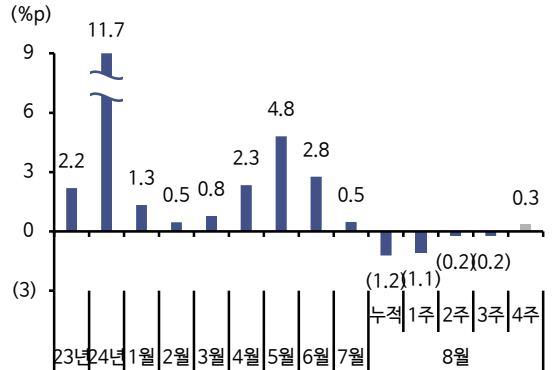
자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 업종 분류는 FnGuide W126 기준, 8월 23일 종가 기준으로 작성

KOSPI와 신한 리서치 포트폴리오 성과 추이



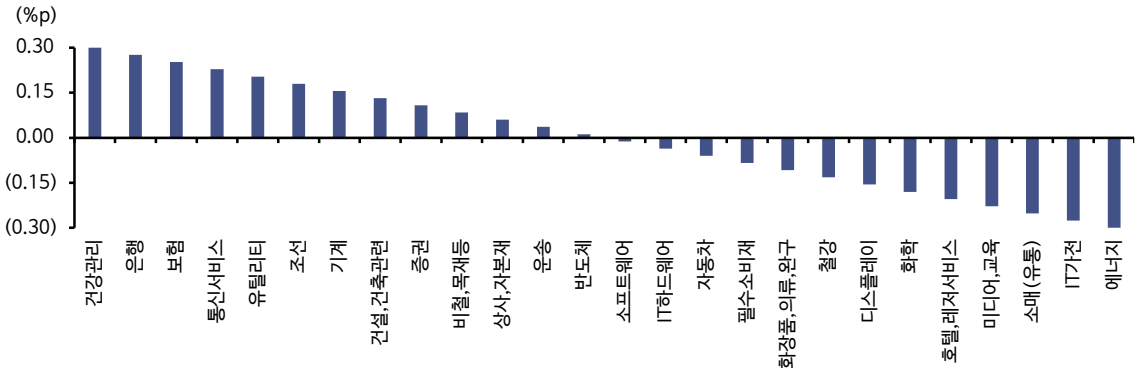
자료: 신한투자증권

신한 리서치 포트폴리오 상대수익률



자료: 신한투자증권

신한 리서치 포트폴리오 KOSPI 대비 업종 비중 [헬스케어, 은행, 보험 VS 에너지, IT가전, 소매(유통)]



자료: 신한투자증권

[헬스케어] 미국 헬스케어 지수 코로나 이후 최대 상승. 하반기는 금리, 대형주 호실적에 따라 섹터 전반적 상승 기대

- 알테오젠: 로슈 티센트릭SC 출시 3분기 32% 전환, 키트루다 SC 전환율 고무적. 가을 3상 발표 및 추가 L/O 기대

[은행] 건조한 펀더멘탈을 기반으로 총주주환원을 우상향 기초 유지. 밸류업 대장주 지위 지속

- 하나금융지주: 업종 내 원달러 환율 안정화의 가장 큰 수혜. 3Q 자사주 매입·소각 및 밸류업 공시 기대

[보험] 밸류업 투자기회 모색 과정에서 배당수익률과 이익 가시성이 높은 손해보험 업종 관심 높아질 전망

- DB손해보험: 신계약 매출과 마진의 안정성을 입증한 가운데 중기 주주환원 정책 발표. 하반기 Top Pick

추천 종목

중소형주

티에스이 (131290)		KDQ
주가 (원)	48,800	<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	1.8%	
상대수익	2.0%p	
JYP Ent. (035900)		KDQ
주가 (원)	51,600	<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, 신규P 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	-0.6%	
상대수익	0.5%p	
드림텍 (192650)		KDQ
주가 (원)	9,300	<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	-0.6%	
상대수익	-0.4%p	
모나용평 (070960)		KSP
주가 (원)	4,685	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 하이엔드 리조트 '무송채' 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	29.1%	
상대수익	26.5%p	
펄텍코리아 (251970)		KDQ
주가 (원)	38,000	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 안정성장 매력 부각 중인 용기제조사 ◆ 밀려드는 주문, 생산 개파 확보 노력 지속 중 ◆ 올해 예상순이익 대비 P/E 10배 초반으로 밸류에이션 매력 부각
추천일	24년 8월 12일	
수익률	-10.6%	
상대수익	-10.6%p	
삼목에스폼 (018310)		KDQ
주가 (원)	21,050	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 알루미늄 등의 건설 토목용 가설재 사업 국내 1위 사업자 ◆ 국내외 자건건설경기의 활황세 및 거푸집 시장 성장 유지 ◆ 2024년 매출 반등의 원년으로 사업 전망도 긍정적
추천일	24년 8월 1일	
수익률	0.2%	
상대수익	5.0%p	

비나텍 (126340)		KDQ
주가 (원)	39,450	<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	-4.4%	
상대수익	-0.3%p	
바이오니아 (064550)		KDQ
주가 (원)	28,800	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 코스메르나 B2B 계약 다수 체결, 3분기 국내 출시 확정 ◆ 에이스바이옴 비에날신 유산균 중국 판매 확정 ◆ 폐섬유화 신약 임상 1상 결과 발표 임박, 긍정적 데이터 확인
추천일	24년 7월 16일	
수익률	-19.9%	
상대수익	-9.6%p	
토비스 (051360)		KDQ
주가 (원)	18,790	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 커브드 모니터, 버튼텍 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	-18.8%	
상대수익	-7.7%p	
태광 (023160)		KDQ
주가 (원)	14,040	<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	10.7%	
상대수익	20.8%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 종가 기준 시가총액 3조원 미만의 종목입니다.
- ◆ 주가는 직전거래일 종가 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

월		화		수		목		금	
8/26		8/27		8/28		8/29		8/30	
미	7월 내구재 주문	중 미	7월 공업기업이익 7월 산업생산 6월 CS 주택가격지수 8월 CB 소비자기대	한 미	현대차, CEO 인베스터데이 국회 본회의 엔비디아, HP, 세일즈포스 실적 발표	한 유 미	한화에어로 거래정지 (회사분할, ~9/26) 7월 관광통계 7월 신규 차량등록 2Q24 GDP(수) 갭, 베스트바이 실적 발표	한 일 유 미	MSCI 리밸런싱 8월 도쿄 CPI 8월 CPI 7월 PCE 8월 시카고 PMI 8월 미시간 소비자신뢰, 1년 인플레이션
9/2		9/3		9/4		9/5		9/6	
한 일 중 유	휴장(미국) 8월 수출입동향(9/1) 8월 제조업 PMI 8월 NBS PMI(8/31) 8월 Caixin 제조업 PMI 8월 제조업 PMI	한 미	8월 CPI 8월 ISM 제조업 8월 제조업 PMI	한 일 중 유 미	8월 외환보유액 8월 종합, 서비스 PMI 8월 Caixin 종합, 서비스업 PMI 8월 종합, 서비스 PMI 7월 구인이직보고서 7월 내구재 주문	한 유 미	2Q24 GDP 7월 소매판매 배이지북 발표 8월 챌린저 Job Cuts 8월 종합, 서비스업 PMI 8월 ISM 서비스업	유 미	2Q24 GDP 8월 고용동향보고서
9/9		9/10		9/11		9/12		9/13	
일 중	2Q24 GDP(수) 8월 CPI, PPI	미	대선 TV 토론 7월 소비자신용 8월 NFB 소기업 낙관	한 중 미	9월 1~10일 수출입동향 8월 고용동향 8월 차량 판매 8월 CPI	한 유 미	선물/옵션 동시 만기일 기준금리결정 8월 PPI	중 유 미	8월 신규주택가격(9/14) 8월 광공업생산, 소매판 매, 고정자산 투자(9/14) 유럽중앙학회(9/13~17) 7월 산업생산 9월 미시간 소비자신뢰 9월 미시간 1년 인플레
9/16		9/17		9/18		9/19		9/20	
일 중 미	휴장(한국, 일본, 중국) 8월 전국 백화점 판매 1년 만기 MLF 금리 8월 FDI(9/15) 9월 뉴욕 제조업	유 미	휴장(한국, 중국) 9월 ZEW 서베이 예상 8월 소매판매, 산업생산 9월 NAHB 주택시장지수 20년 만기 국제 입찰	일 유 미	휴장(한국) 8월 수출입 동향 8월 CPI FOMC 8월 주택착공, 건축허가	유 미	8월 신규 차량등록 8월 기준주택매매 8월 경기선행지수 9월 필연은 제조업 페덱스 실적 발표	일 중 유 미	금융정책회의 8월 전국 CPI LPR 금리 결정 9월 소비자기대 선물/옵션 동시 만기일
9/23		9/24		9/25		9/26		9/27	
한 유 미	휴장(일본) 9월 1~20일 수출입동향 9월 PMI 9월 PMI	일 미	9월 PMI 7월 CS 주택가격지수 9월 CB 소비자기대 2년 만기 국제 입찰	한 미	대한민국방위산업전 방산전시회 KADEX 2024 8월 신규주택매매 5년 만기 국제 입찰	유 미	9월 소비자기대지수 2Q24 GDP(확) 8월 내구재 주문 7년 만기 국제 입찰	일 중 미	자민당 총재선거 9월 도쿄 CPI 8월 공업기업이익 8월 산업생산 8월 PCE 9월 미시간 소비자신뢰 9월 미시간 1년 인플레

자료: Marketpoint, 언론 자료, 신한투자증권 / 주: (예): 예비치, (수): 수정치, (확): 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 8월 29일 공표할 자료의 요약본입니다.

종목	<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 	섹터	<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 08월 27일 기준)

매수 (매수)	93.85%	Trading BUY (중립)	4.62%	중립 (중립)	1.54%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------