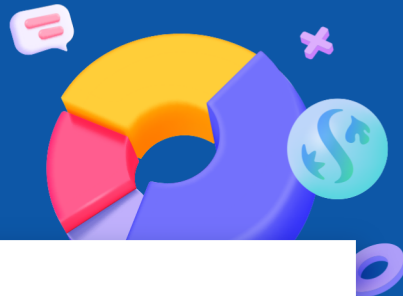


신한생각



Top down

중국 주식전략

미리 보는 10월 전인대 상무위원회 회의

해외크레딧

미국 과세(Taxable) 지방채 연구

대체투자

에너지전환과 전력시장의 4분기 2:美 ERCOT

Bottom up

산업 분석

유통 (중립) 깊어지는 소비 부진

기업 분석

카페24 (042000/Not Rated) 기대감과 성과 증명 그 사이
이녹스첨단소재 (272290/매수) 본업 충실 + 신성장 동력
엔바이오니아 (317870/Not Rated)
첨단소재 국산화로 퀀텀 점프

해외기업 분석

ASML (ASML.US) 수주 급감으로 낮아질 눈높이
넬 (NEL.NO) 미국만 바라보는 중

해외 주식 및 ETF 추천 종목

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

국내 주식 추천 종목

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

KOSPI

2,610.36 (-0.88%)

KOSDAQ

765.79 (-1.04%)

KOSPI200선물

349.30 (-0.95%)

원/달러 환율

1,362.90 (-3.40원)

국고 3년 금리

2.880 (-2.6bp)



신한 리서치
투자정보

www.shinhansec.com

미리 보는 10월 전인대 상무위원회 회의



China Equity Strategist

신승웅

☎ (02) 3772-3175

✉ aidenshin@shinhan.com

4분기 주식시장을 결정할 핵심 변수는 전인대 상무위의 추경 규모

FOMO(포모) 랠리 이후 중국 주식시장이 주춤하다. 재정부 부양계획 발표에도 정작 시장이 알고 싶은 ‘숫자’가 빠진 영향이다. 금일 예정된 주택건설부 부동산 대책 기자회견에서도 구체적인 부양규모는 공개하지 않을 공산이 크다. 결국 추경을 통한 재정부양 규모는 입법기관인 전국인민대표대회(이하 전인대) 상무위원회에서 결정될 전망이다. 일정을 미 대선(11/5) 이후로 연기한다는 루머도 있으나 이는 득보다 실이 큰 결정이다. 예정대로 10월 중하순에 진행될 것으로 본다.

4분기 중국 자산시장을 결정할 핵심 변수는 전인대에서의 추경 규모다. 시장 컨센서스는 2조위안(약 380조원)에 수렴한다. 이에 부합한다면 주식시장은 상승 랠리를 재개할 공산이 크다. 더 나아가 안전자산(=국채)으로의 극단적 쏠림 현상이 해소될 수 있다. 정부가 가장 원하는 그림이다. 지난 12일 재정부 기자회견에서 란포안 부장(장관급)이 중앙정부는 국채발행을 포함한 재정확대 여력이 충분하다고 강조한 점에 주목한다. 지도부는 분명 확장재정을 전개할 준비를 하고 있다.

재정확대-물가상승-ROE 반등으로 이어지는 선순환 연결고리 기대

금번 추경의 주된 지원 분야는 국유은행과 지방정부가 될 전망이다. 1) 특별국채(1조위안 예상) 발행을 통한 국유은행 자본금 확충이 예상된다. 경기부양을 위한 신용공급 확대와 부동산발 금융리스크 완화가 목적이다. 2) 재정적자 확대(국채 추가발행)를 통한 지방정부 채무 차환 가능성도 높게 본다. 부동산 침체로 토지 사용권 매각수익(1~8월 -25.4% YoY)이 급감하며 지방재정 악화가 심각한 수준에 이르렀다. 과거와 달리 대규모 인프라투자 집행이 어려워진 주요 배경이다.

정책 방향이 현금성 지원은 아닌 만큼 수요 회복은 시차를 두고 나타날 전망이다. 금번 부양책이 주식시장에 긍정적 재료임은 분명하나 펀더멘털 관점에서 긴 호흡으로 접근해야 하는 이유다. 관건은 정책의 연속성이다. 유동성 함정과 디플레이션 탈출을 위한 가장 효과적인 조치가 재정정책임은 이견의 여지가 없다.

확장재정 기조는 내년에도 이어질 전망이다. 2025년 양회에서 GDP 대비 재정적자비율을 파격적으로 상향할 가능성이 점증한다. 중국 정부의 암묵적 레드라인인 ‘3%’는 과거의 유물이 될 공산이 크다. 우리가 주목하는 점은 이로 인한 파급효과다. 과거에도 재정적자비율 상향 구간에서 생산자물가(PPI) 상승을 동반한 경험이 있다. 재정확대-물가상승-ROE 반등으로 이어지는 연결고리에 주목한다.

주식시장을 좌우할 연내 정치이벤트

9월	10월	11월	12월
중앙정치국회의	전인대 상임위원회	미국 대선	중앙경제공작회의
<ul style="list-style-type: none"> · 통화, 재정, 부동산 부양책 패키지 가동 · 유동성 합정 타개 위한 자산시장 부양 · FOMO 펠리 야기 	<ul style="list-style-type: none"> · 예산 심의를 담당 · 특별국채, 재정지출 확대 관련 추경 발표 · 2조위안 추경 제시 여부가 관전 포인트 	<ul style="list-style-type: none"> · 미 대선 불확실성에 대응해 정책금리와 기준을 추가 인하 시사 · 대선 이후 확장 재정 규모 결정할 가능성 	<ul style="list-style-type: none"> · 2025년 경제정책 방향성 및 국가전략 우선순위 제시 · 수출에서 내수로 성장모델 전환 가능성

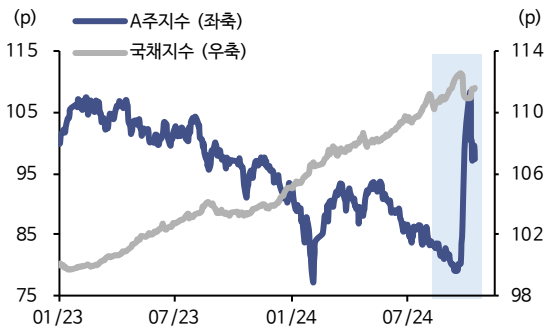
자료: 신한투자증권

역대 특별국채 발행 사례 비교

연도	1998년	2007년	2020년	2024년
발행규모	0.27조위안	1.55조위안	1조위안	1조위안
자금용도	국유은행 자본금 충당	외환투자공사 설립	코로나19 방역	국가 핵심전략 강화
발행방식	지정 발행	지정/공개 발행	공개 발행	공개 발행
만기	30년	10년, 15년	10년	20년, 30년, 50년
동반 조치	기준금리 인하	인민은행 재매입	역레포 유동성 공급	MLF 유동성 공급

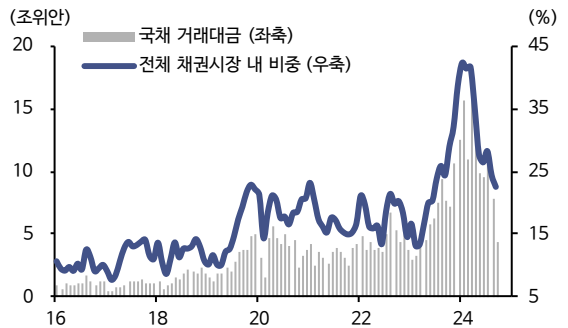
자료: WIND, 언론종합, 신한투자증권

채권 > 주식 구도 반전 가능할까



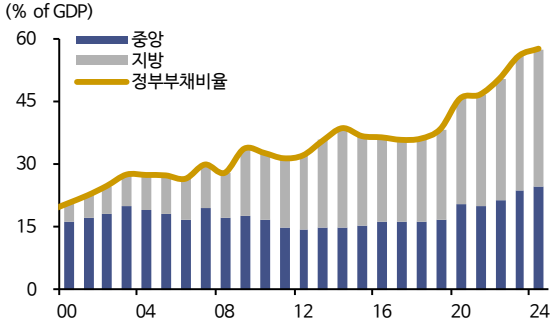
자료: WIND, 신한투자증권
주: 23/1/1=100

국채시장으로 빨려간 시중 유동성



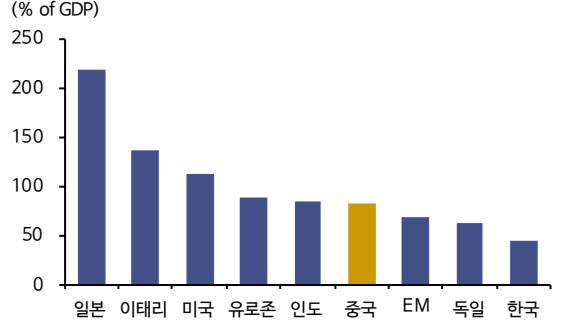
자료: BIS, 신한투자증권
주: 2024년 1분기말 기준

중앙정부 레버리징 여력 작지 않다



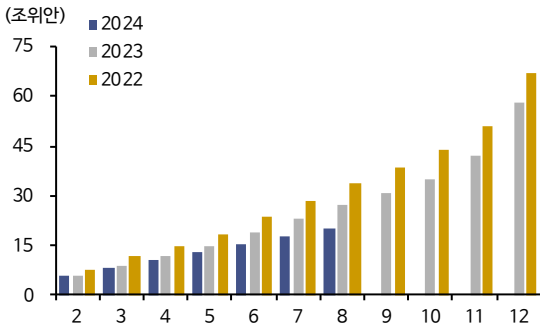
자료: 중국사회과학원, 신한투자증권

주요국 대비 비교적 양호한 정부부채비율



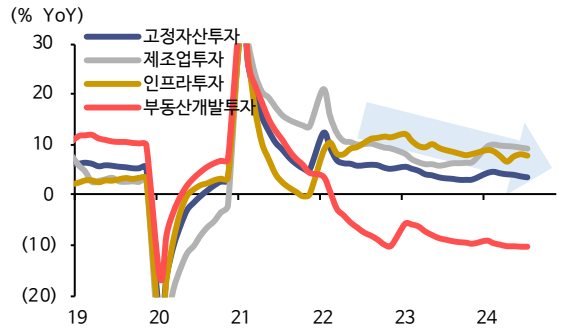
자료: BIS, 신한투자증권
주: 2024년 1분기말 기준

지방정부 토지사용권 매각수익: 매년 감소



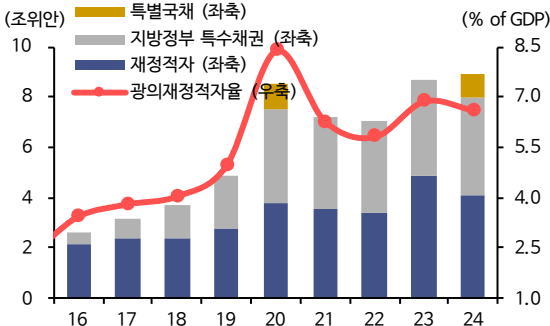
자료: WIND, 신한투자증권

인프라투자 둔화의 배경은 부동산 침체



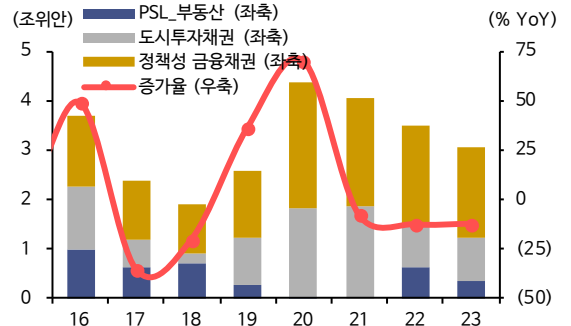
자료: WIND, 신한투자증권

확장재정을 준비하는 중국



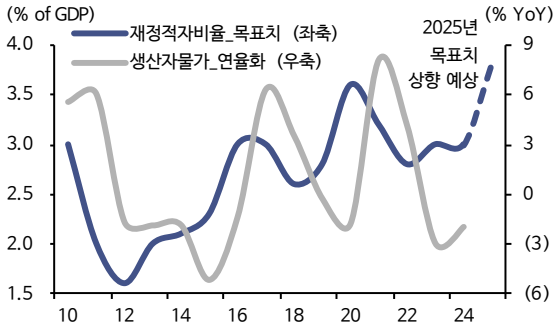
자료: WIND, 신한투자증권

준재정 채권 순발행 추이



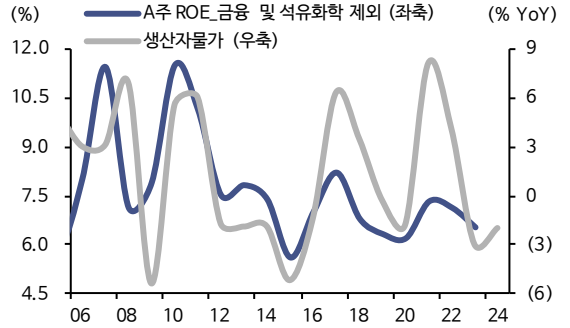
자료: WIND, 신한투자증권

재정적자비를 확대 구간 생산자물가 상승



자료: WIND, 신한투자증권

디플레이션이 해소된다면 ROE도 반등 가능



자료: WIND, 신한투자증권

Compliance Notice

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

미국 과세(Taxable) 지방채 연구



Credit Analyst

모승규

(02) 3772-1796

seungkyu.moh@shinhan.com

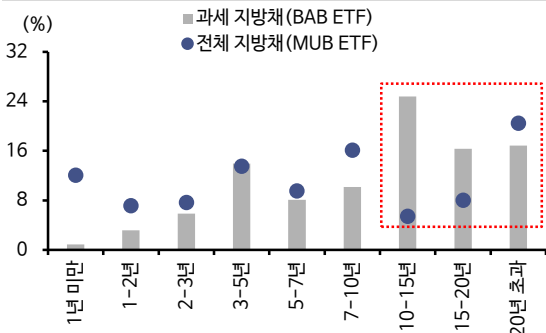
[Summary] 미국 과세 지방채(Taxable Muni)

미국 지방채(U.S. Municipal Bonds, 이하 Muni)는 주(State), 지역 정부(Local Government), 기타 정부기관이 공익사업을 위해 발행하는 채권이다. 일반적으로 연방소득세 면제 혜택 때문에, 미국 개인들의 보유 비중(약 40%)이 가장 높은 채권이기도 하다. 다만, 일반적으로 외국인인 연방소득세 감면의 대상이 되지 않는다. 미국 대표 지방채 ETF(MUB)는 면세 혜택이 반영된 수익률을 제공하지만, 국내 투자자는 해외 ETF 이자 배당에 대한 국내 배당소득세(15.4%, 지방소득세 포함)에 귀속될 것이다.

과세 지방채(Taxable Muni)는 외국인(개인), 글로벌 기관투자자 또는 뮤추얼펀드 입장에서 조금 더 투자 유인이 높은 채권이다. 회사채에 비해 신용 위험은 낮고, 다른 과세 채권들에 비해 듀레이션은 긴 편이다. 과세 지방채 시장은 장기물 비중이 높으며, 채권 바스켓의 50% 이상(BAB ETF 기준)이 10년물 이상으로 구성되어 있다. 장기 부채에 대한 자산 듀레이션 매칭이 필요한 투자자에게 특히 더 활용도가 높다는 판단이다. 올해 YTD Total Return 기준으로도 과세 지방채(+3.19%)는 하이일드를 제외한 거의 대부분의 지방채 ETF 전략을 아웃퍼폼했다.

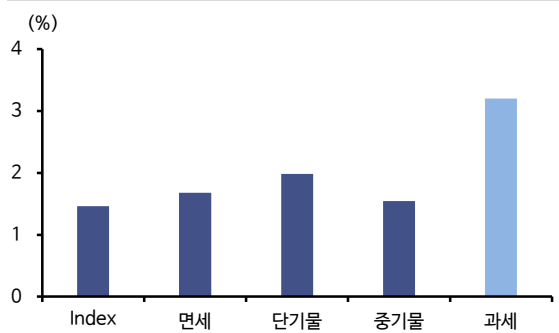
과세 지방채 커브 전략은 7년물을 중심으로 구축하는 것이 합리적이다. 현재 금리-스프레드를 고려할 때, Roll-Down(잔존만기 감소에 따른 금리 하락) 기대 수익이 큰 편이고, 최근 금리 상승으로 가격 부담도 완화되었기 때문이다. 느리든 빠르든 2025년 말까지 美 연준은 금리를 인하할 것이므로, 향후 단기물 금리 하락은 장기물에 비해 비교적 자명하다. 향후 단기금융상품, SOFR 등이 유의미한 절대 수익을 주지 못하는 수준까지 단기 금리가 하락하고, 커브는 스티프닝되어 있다면, 투자자들은 듀레이션을 다시 조금씩 늘려나갈 것이다.

지방채: 만기 분포



자료: ETF.Com, 신한투자증권

지방채: ETF 전략별 성과



자료: Bloomberg, 신한투자증권
주: 전략별 AUM 가중평균 YTD Total Return

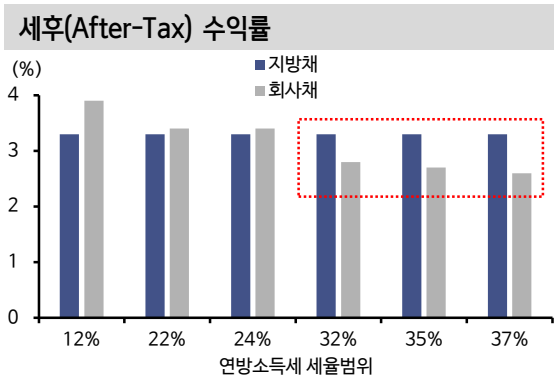
미국 과세(Taxable) 지방채 연구

미국 지방채 시장: 개요

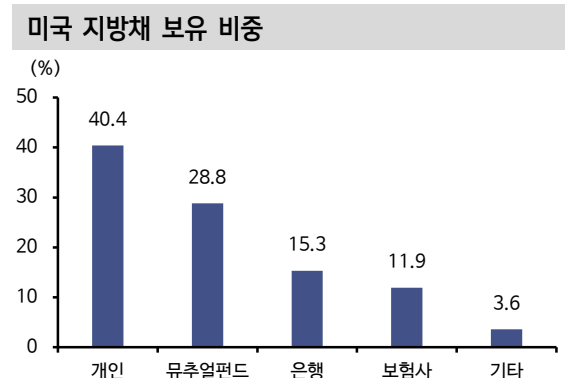
미국 지방채(U.S. Municipal Bonds, 이하 Muni)는 주(State), 지역 정부(Local Government), 기타 정부기관이 공익사업을 위해 발행하는 채권이다. General Obligation(GO) Bond(세입 담보), Revenue Bond(수익사업 미래현금흐름에 기초)가 각각 발행잔액(약 4조달러)의 28%, 68%를 차지한다. 일반적으로 연방소득세(Federal Income Tax) 면제(Exemption) 혜택 때문에, 미국 개인들의 보유 비중(약 40%)이 가장 높은 채권이기도 하다.

지방채는 비교가능한 과세 채권들에 비해 절대 금리는 낮지만, 높은 세율 구간(Tax Bracket)에 속하는 美 고액납세자들에게는 회사채보다 높은 세후 수익률을 제공한다. 예컨대, 연방소득세 37% 구간, 주 소득세 10%, 순 투자 소득세 3.8%를 납부하는 지방채 투자자는 약 6.7% 수익률(10/1 기준)을 제공하는 일반 과세 채권과 동일한 투자 효과를 기대할 수 있다.

다만, 일반적으로 외국인인 연방소득세 감면의 대상이 되지 않는다. 미국 대표 지방채 ETF(iShares National Muni Bond ETF, 이하 MUB)는 면세 혜택이 반영된 수익률을 제공하지만, 국내 투자자는 해외 ETF 이자 배당에 대한 국내 배당소득세(15.4%, 지방소득세 포함)에 귀속될 것이다.



자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 회사채는 32%/35%/37% 세율 구간에 주 소득세(5%), 순 투자 소득세(NIIT, 3.8%) 적용

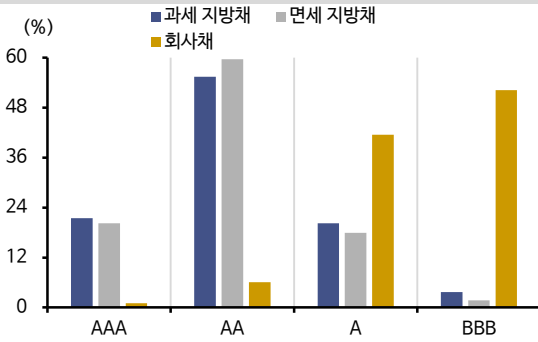


자료: SIFMA, 신한투자증권

과세 지방채(Taxable Muni)

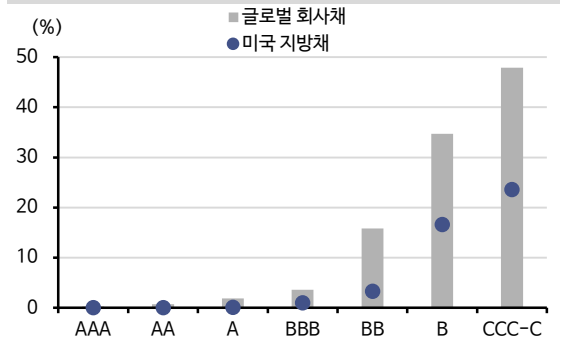
과세 지방채(Taxable Muni)는 외국인(개인), 글로벌 기관투자자 또는 뮤추얼펀드 입장에서 조금 더 투자 유인이 높은 채권이다. 회사채에 비해 부도율은 낮고 (Lower Credit Risk), 다른 과세 채권들에 비해 듀레이션은 긴 편(Longer Duration)이다. 과세 지방채 시장은 장기물 비중이 높으며, 채권 바스켓의 50% 이상이 10년물 이상으로 구성(Invesco Taxable Municipal Bond ETF, 이하 BAB 기준)되어 있다. 장기 부채에 대한 자산 듀레이션 매칭이 필요한 투자자에게 특히 더 활용도가 높다는 판단이다. 올해 YTD Total Return 기준으로도 과세 지방채(+3.19%)는 하이일드 지방채를 제외한 거의 대부분의 지방채 ETF 전략(Index +1.43%, 면세 +1.53%, 단기물 +1.91%, 중기물 +1.41%)을 아웃퍼폼했다.

등급별 비중: 지방채 vs. 회사채



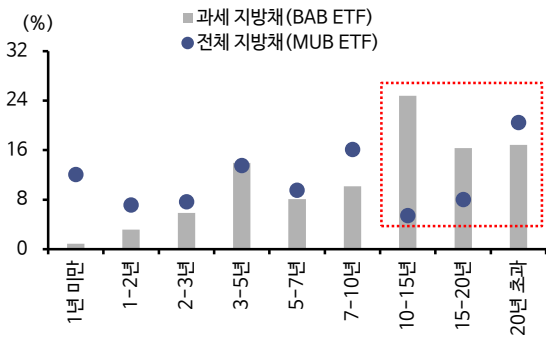
자료: Bloomberg, 신한투자증권

10년 누적 부도율: 지방채 vs. 회사채



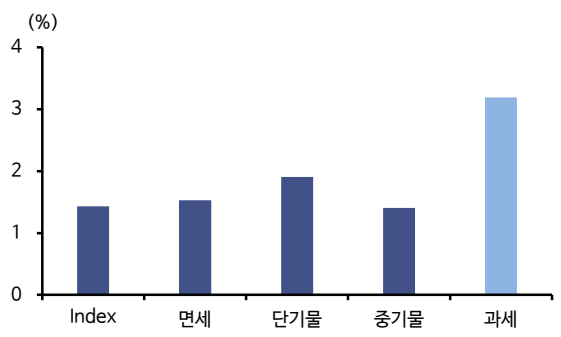
자료: Moody's, 신한투자증권

지방채: 만기 분포



자료: ETF.Com, 신한투자증권

지방채: ETF 전략별 성과



자료: Bloomberg, 신한투자증권
주: 전략별 AUM 가중평균 YTD Total Return

미국 지방채 ETF: BAB(과세) vs. MUB(종합)

	BAB	MUB
ETF명	Invesco Taxable Municipal Bond ETF	iShares National Muni Bond ETF
ETF 매니저	Invesco	BlackRock
운용보수(%)	0.28	0.05
AUM(십억달러)	1.1	38.9
일 평균 거래량 (백만달러)	6.4	318.1
벤치마크 Index	ICE BofA US Taxable Municipal Securities Plus Index	ICE AMT-Free US National Municipal Index
보유 종목 수(개)	641	5,742
YTM(%)	4.98	3.31
배당수익률(%)	3.85	3.07
유효 듀레이션(년)	7.86	6.25
Total Return(%)	3.19	1.51

자료: Invesco, BlackRock, 신한투자증권

주: Total Return은 YTD 기준

미국 지방채 ETF 리스트

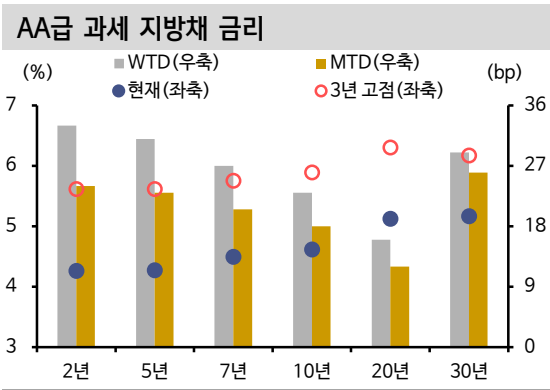
Ticker	ETF명	전략	AUM (십억달러)
MUB	iShares National Muni Bond ETF	Aggregate	38.9
VTEB	Vanguard Tax-Exempt Bond ETF	면세(Tax-Exempt)	34.6
SUB	iShares Short-Term National Muni Bond ETF	단기물	8.6
SHM	SPDR Nuveen Bloomberg Short Term Municipal Bond ETF	단기물	3.8
TFI	SPDR Nuveen Bloomberg Municipal Bond ETF	Aggregate	3.6
HYD	VanEck High Yield Muni ETF	하이일드(HY)	3.1
PZA	Invesco National AMT-Free Municipal Bond ETF	Aggregate	3.0
HYMB	SPDR Nuveen Bloomberg High Yield Municipal Bond ETF	하이일드(HY)	2.8
FMB	First Trust Managed Municipal ETF	면세(Tax-Exempt)	2.0
ITM	VanEck Intermediate Muni ETF	중기물	1.9
MUNI	PIMCO Intermediate Municipal Bond Active Exchange-Traded Fund	중기물	1.7
DFNM	Dimensional National Municipal Bond ETF	Aggregate	1.4
BAB	Invesco Taxable Municipal Bond ETF	과세(Taxable)	1.1

자료: Bloomberg, 신한투자증권

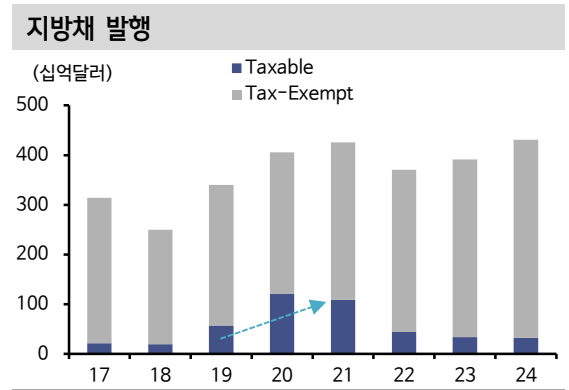
주: AUM(10억달러 이상) 기준 정렬

과세-면세 지방채의 결정적 차이는 이자 수익이 연방소득세에 귀속되는지 여부에 있다. California 주, New Jersey 유료도로 관리국, Michigan 대학교 등은 과세-면세 지방채를 모두 발행하는 대표 발행자들이며, 이들이 발행하는 과세-면세 지방채는 신용도 차이가 없지만 해당 시점의 금리 환경, 신규 투자자 유치에 유리한 방향에 따라 선택된다. 예컨대, 2019~21년 저금리 환경에서는 기존 면세 지방채를 과세 지방채로 차환(Refi)하려는 수요가 급증한 바 있다.

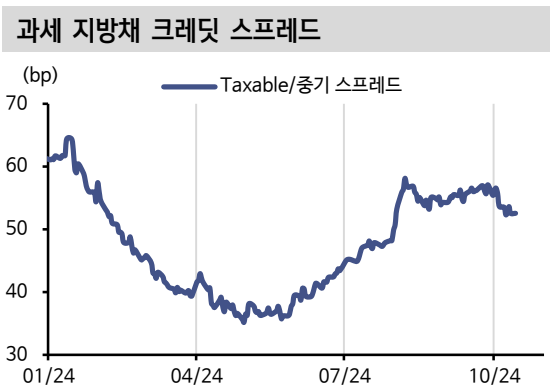
특정 주에서 발행된 과세 지방채의 경우, 거주자(Resident)에게 주/지방 소득세(State and Local Taxes)를 면제해주는 경우가 많으므로, 과세 지방채에 대한 역대 수요도 존재한다. 또한, 면세 혜택이 없더라도 낮은 세율 구간(Lower Tax Bracket)에 속하는 미국인 투자자들은 과세 지방채가 면세보다 더 매력적인 최종 수익률을 제공할 수도 있다.



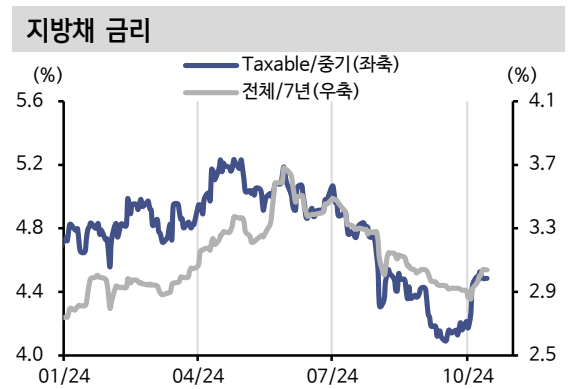
자료: ICE, LSEG Workspace, 신한투자증권



자료: Bloomberg, 신한투자증권



자료: Bloomberg, 신한투자증권



자료: Bloomberg, 신한투자증권

지방채 ETF 보유 종목 Top 10: BAB(과세) vs. MUB(종합)

BAB	비중(%)	MUB	비중(%)
Short Term Investments Trust Government & Agency Portfolio Institutional	1.33	U.S. Dollar	0.69
California St 7.55% 01-APR-2039	1.22	Atlanta Ga Wtr & Wastewtr Rev 5.0% 01-NOV-2040	0.21
Illinois St 6.9% 01-MAR-2035	0.94	Northwest Tex Indpt Sch Dist 5.0% 15-FEB-2048	0.20
University Tex Univ Revs 4.644% 15-AUG-2030	0.92	Battery Pk City Auth N Y Rev 5.0% 01-NOV-2053	0.19
California St 7.35% 01-NOV-2039	0.91	New York St Twy Auth St Pers Income Tax Rev 5.0% 15-MAR-2048	0.18
Metro Ore 3.25% 01-JUN-2028	0.89	Massachusetts St 5.0% 01-NOV-2052	0.18
California St 7.6% 01-NOV-2040	0.84	New Jersey St Edl Facs Auth Rev 5.0% 01-MAR-2043	0.17
City of New York (New York) 5.968% 01-MAR-2036	0.82	New York St Dorm Auth Revs Non St Supported Debt 5.5% 01-JUL-2054	0.17
California St 7.5% 01-APR-2034	0.81	Seattle Wash Mun Lt & Pwr Rev VAR 01-NOV-2046	0.16
California St 5.1% 01-MAR-2029	0.76	California St 5.0% 01-SEP-2031	0.16

자료: ETF.Com, 신한투자증권

과세 지방채 투자: 위험과 기회

위험(Risk)

과세 지방채 투자에 따른 주요 위험은 다음과 같다.

첫째, 과세 지방채는 국채나 일반 회사채에 비해 거래 유동성이 떨어진다(Lower Liquidity). 지방채는 연간 발행, 유통시장 규모, 거래량 면에서 우량 회사채 대비 열위하다. 지방채 최대 투자 주체인 미국 개인들이 트레이딩보다는 매수 후 보유(Buy & Hold)를 선호하는 영향도 일부 있을 것이다.

둘째, 과세 지방채는 특히 듀레이션이 길기 때문에, 금리 민감도(가격 위험)가 높다. 금리가 하락할 때에는 조기상환 위험(Call Risk)도 커질 수 있다. 하지만, 통상적으로 지방채의 콜 조항(Call Provision)은 발행일로부터 10년 후부터 가능하므로, 10년 전 금리와 비교해볼 때 현재 조기상환 위험은 높지 않다.

셋째, 대선 리스크(U.S. Election Risk)다. 공화당-민주당 후보의 세금 정책 노선이 판이한 점은 향후 지방채 투자와 관련된 불확실성을 높인다. 지방채 시장은 대체로 감세(Trump)보다 증세(Harris)가 유리하며, 대선 결과에 따라서는 지금과 11월 대선 사이가 이번 인하 사이클에서 투자의 최적기가 될 수도 있다. 1980년대 후반 이래 美 연준의 첫 금리 인하 이후 6~12개월 지방채 Total Return은 대체로 (+)를 유지(1998년, 2007년 제외)했지만, 대선이 변수가 될 수 있다.

美 대선 후보별 세금 정책 공약: 지방채 시장 영향

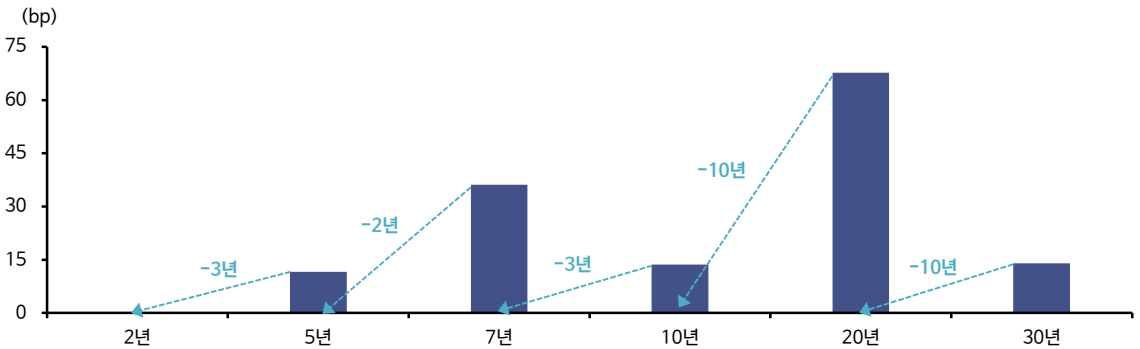
Tax Policy	Trump		Harris	
	제안	(예상) 지방채 시장 영향	제안	(예상) 지방채 시장 영향
법인세	美 역내에서 제품 생산하는 기업에 대해 법인세를 인하 (21% ▶ 15%)	지방채 세후 수익률 매력 저하	법인세율 인상 (21% ▶ 28%)	은행/보험의 면세 지방채 투자 세후 수익률 개선
개인 소득세	TCJA 개인 소득세 감면 영구화	현 수준 유지	40만달러 초과 소득 최고 한계세율 39.6%로 복구. 40만달러 초과 소득자 TCJA 소득세 감면 연장	면세 지방채 수요 개선
자본차익	미실현이익 과세 반대	현 수준 유지	자본차익 세율 28%로 인상(차익 100만달러 초과), 또는 순자산 1억달러 초과하는 납세자 미실현손익 과세	자본차익 세율 증가는 모든 지방채에 긍정적. 특히 면세 지방채 매력 높일 수 있음

자료: JP Morgan, 신한투자증권 / 주: TCJA(Tax Cuts and Jobs Act of 2017)는 2017년말 도입된 감세에 관한 법. 법인세 단일세율(21%) 적용, 개인 소득세 혜택 등을 골자로 함(2025년말 만료 예정)

기화: 7년물 커브 전략

과세 지방채 커브 전략은 7년물을 중심으로 구축하는 것이 합리적이다. 현재 금리-스프레드를 고려할 때, Roll-Down(잔존만기 감소에 따른 금리 하락) 기대 수익이 큰 편이고, 최근 금리 상승으로 가격 부담도 완화되었기 때문이다. 느리든 빠르든 2025년 말까지 美 연준은 금리를 인하할 것이므로, 향후 단기물 금리 하락은 장기물에 비해 비교적 자명하다. 향후 단기금융상품, SOFR 등이 유의미한 절대 수익을 주지 못하는 수준까지 단기 금리가 하락하고, 커브는 스티프닝되어 있다면, 투자자들은 듀레이션을 다시 조금씩 늘려나갈 것이다.

AA급 과세 지방채: Roll-Down 여력



자료: ICE, LSEG Workspace, 신한투자증권

Compliance Notice

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

에너지전환과 전력시장의 四季

2: 美 ERCOT



Real Asset Analyst

한세원

☎ (02) 3772-1237

✉ peterhan@shinhan.com

풍력 특성상 Duck Curve없으나, LMP는 순부하에 민감

여름철 ERCOT의 하루 최대 부하는 CAISO의 두배 수준이다. 그러나 한낮 동안 순부하가 깊이 파이면서 고저차가 벌어지는 현상(Duck Curve)은 없다. 풍력의 공급 비중이 태양광의 3배가 넘는 ERCOT의 전력수급은 기온과 풍력 부하가 독립변수, 순부하와 천연가스 부하가 종속변수이기 때문이다. 용량시장 없이 에너지시장 단일 구조로 운영돼 수요 자극 변수에 가격이 훨씬 민감하게 움직인다. 순부하가 총부하에 근접할 경우 LMP가 튀는 현상이 발생하는 이유다.

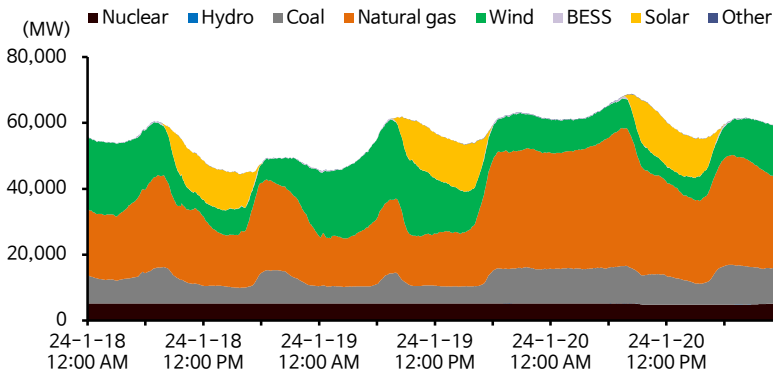
보조서비스 BESS 많고, 풍력 출력제약으로 잦은 총방전

태양광 대비 불규칙성이 큰 풍력 부하가 주류인 ERCOT은 풍력의 부하 변화에 따라 BESS 총방전 시점이 다양하다. 하지만 순부하가 튀는 시점과 BESS 방전이 늘어난 시점은 일치한다. 주파수 조정 등 보조서비스에 집중하는 중소 BESS가 아직 많고, 풍력의 출력제약 노출이 잦은 BESS 총방전으로 연결되는 점도 ERCOT의 특징이다. 향후 태양광의 추가에 따라 BESS 역할 변화가 예상된다.

BESS 시장으로 매력 부각, 용량계약·용량가격 체계 개선 등 기대

태양광 증가시 ERCOT의 필요 BESS 규모는 CAISO보다 훨씬 크나, 수익 감소 리스크는 CAISO 대비 작다. ERCOT이 가장 매력적인 BESS 시장인 이유다. 향후 태양광·풍력·BTM 자산이 늘어날수록 BESS와 가스발전의 용량자원으로써의 가치는 더 커진다. 앞으로 도매 전력시장에서 급전가능자원의 확보가 용량가격 체계의 개선이나 용량계약 등 약정을 통해 구체화될 가능성이 높은 까닭이다.

ERCOT 2024년 1월, 전원별 부하 구성(Fuel Mix) 변동



자료: ERCOT, 신한투자증권 / 주: 2024년 1월 18일~20일 3일간, BESS 총전 포함

에너지전환과 전력시장의 四季 2: 美 ERCOT

美남부 ERCOT 도매 전력시장

활발한 산업활동 및 대기업 이전 등으로 지속적인 전력 수요 증가세

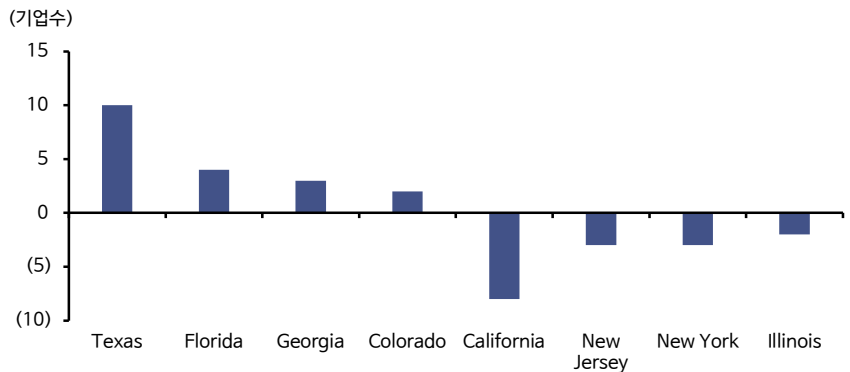
ERCOT(Electric Reliability Council of Texas)시장은 미국의 3대 도매 전력시장인 PJM, CAISO, ERCOT 중 육상 풍력발전 자산이 가장 많이 설치된 시장이다. 총 설비 용량 154.6GW 중 풍력 설치 용량이 약 38.7GW로 전체의 1/4을 초과한다. 태양광과 풍력을 합한 발전 용량은 약 59.5GW로 전체의 38.5% 정도다.

이 시장의 연간 전력소비량과 월간 최대 부하(Monthly Peak Load)는 2023년 기준 447TWh 및 71.3GW 수준으로 매년 증가 추세가 뚜렷하다. 늘어나는 태양광 자산 설치에도 불구하고 전력소비량과 최대 부하가 수년째 정체 상태인 CAISO(California Independent System Operator)시장과 대비되는 지점이다.

이 차이는 최근 미국 기업들의 활동 양상을 보면 쉽게 이해할 수 있다. Permian 분지와 Gulf of Mexico지역 등 Texas주의 유·가스전 개발과 생산(Exploration & Production) 및 관련 미드스트림(Midstream) 인프라 사업이 내수와 수출에서 모두 성장하고 있기 때문이다.

특히 최근에는 California 등 타주에서 Texas주로 본사를 옮기는 대기업들이 늘었다. 대기업 본사 이전에서 Texas 등 남부 썬벨트 지향(指向)이 두드러진 원인으로 California주의 과중한 세율과 부동산 임대료, 약물 중독과 범죄율 상승을 지적하는 전문가들이 많다. ERCOT시장의 전력소비량과 최대 부하 증가 추이를 일시적 현상으로 볼 수 없는 이유다.

미국 州별 포춘 500대기업 본사 이전 순유입·순유출(2018~2023)



자료: CBRE, 신한투자증권

CAISO 대비 전력수요 계절 특성 약해 전력수급 관리에 상대 양호한 여건

ERCOT시장도 월별 전력 수요가 여름철에 정점을 이루는 현상은 CAISO와 유사하다. 그러나 CAISO와 달리 태양광과 풍력발전량의 공급 비중이 봄철(4~5월)에 뚜렷한 정점을 형성하지는 않는다. ERCOT시장은 봄철과 여름철간 총 전력 수요의 상대적 격차가 CAISO에 비해 덜하기 때문이다.

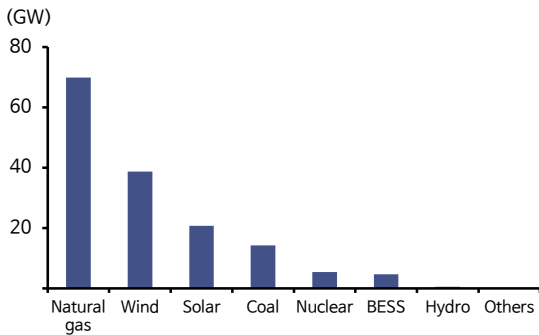
이는 두 시장의 전력수요를 구성하는 세그먼트의 비중 차이에 기인한다. California주는 상업용과 주거용 전력수요 비중이 높은 반면, Texas주는 산업용 전력 소비 비중이 상대적으로 높다. 즉, 전력 소비의 계절특성이 덜 나타난 결과다. 봄철 태양광발전 공급과잉으로 다양한 문제에 노출되는 CAISO시장 대비 전력수급 관리 측면에서 상대적으로 양호한 여건이다.

California 및 Texas州, 세그먼트별 소매 전력소비 비교(2019년 이후)

(GWh)	California	비중 (%)	Texas	비중 (%)
Residential	492,483	35.8	896,543	35.6
Commercial	621,486	45.2	839,581	33.3
Industrial	256,765	18.7	783,084	31.1
Transportation	3,811	0.3	915	0

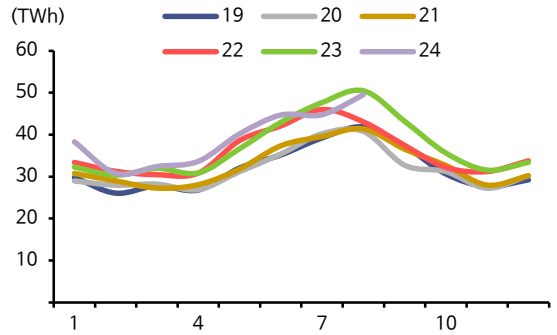
자료: EIA, 신한투자증권

ERCOT 전월별 발전 설치용량 분포



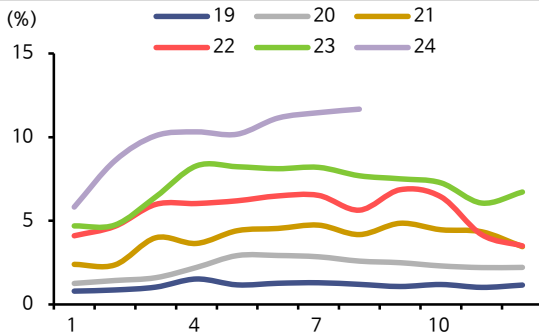
자료: ERCOT, 신한투자증권

ERCOT 연·월별 공급 전력량 변화



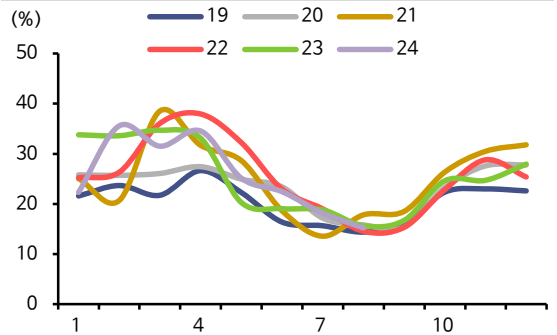
자료: ERCOT, 신한투자증권

ERCOT 연·월별 전력량 중 태양광 비중 변화



자료: ERCOT, 신한투자증권

ERCOT 연·월별 전력량 중 풍력 비중 변화



자료: ERCOT, 신한투자증권

연공급 비중, 태양광 7.1%, 풍력 24.2%, 가스 44.6%, 풍력이 가스발전 공급에 변수로 작용, 부하추종 자산으로 부담 커졌을 가능성

우월한 풍황 여건으로 풍력 자산의 설치가 빠르게 진행된 ERCOT시장에서도 최근에는 태양광 자산의 설치가 증가 중이다. 봄철(5월 기준) 태양광발전의 공급 비중은 2019년 불과 1.2%에서 2024년 10.2%까지 늘어났다. 그러나 연단위 태양광발전량의 공급 비중은 아직 8%에 못 미친다. 설치 용량 비중인 13.5%를 크게 하회한다. ERCOT은 연평균 하루 일조시간이 10.73시간으로, 11시간인 CAISO와 대동소이한 태양광발전 환경을 갖춘 지역이다. 이는 태양광의 낮은 이용률(Capacity Factor)이 갖는 특징을 보여준다.

한편 풍력의 경우, 발전량 공급 비중의 연별 증감 추이는 상대적으로 불규칙적이다. 풍황(Wind Conditions)에 따른 풍력의 일간·월간 발전 패턴 변동성이 태양광에 비해 크기 때문이다. 그럼에도 불구하고, ERCOT시장에서 풍력발전의 연단위 공급비중은 2021년 이후 24~25%를 꾸준히 유지했다. 설치 용량 비중에 근사한 수준이다.

천연가스의 발전량 공급 비중을 결정하는 주변수는 풍력발전이다. 풍력발전의 상대적으로 큰 변동성에 따라 가스발전의 공급량이 좌우됐다. 풍력발전 비중이 최대치에 달하는 초봄(3~4월)에 가스발전 공급이 연중 가장 낮은 비중을 보였으나 그 폭은 28~44%로 컸던 까닭이다. 천연가스의 연간 발전량 공급 비중은 45%선을 유지 중이다.

ERCOT에서는 풍력의 영향으로 불규칙적인 월별·일별 단기 부하 변동이 지속됐다. 이에 따라 가스발전이 외형상 연간 총량으로는 큰 변화가 없었으나, 부하추종(Load Following) 자산으로써 갖는 부담은 더 커졌을 가능성이 크다. ERCOT 시장은 CAISO와 달리 물리적으로 분리된 전력망(Isolated Grid)이므로 타 전력시장과 전력 수출입을 통한 수급 조절이 어렵고, 용량시장(Capacity Market) 없이 에너지시장(Energy Market)만으로 운영되기 때문이다.

ERCOT 전력시장, 봄(2024년 4월)

신재생 부하 비중 하루 최대 55%를 넘지 않아 CAISO 대비 온화, 풍력 부하 감소시 LMP 급등 리스크 상존

태양광 부하 공급과잉으로 전력망이 연중 가장 큰 부담과 혼란을 겪는 CAISO와 달리, ERCOT시장의 봄은 풍력과 천연가스발전 부하 중심으로 상대적으로 온화한 모습이다. 총부하는 연중 가장 낮지만 풍력과 태양광을 합한 신재생 부하의 비중이 하루 최대 55%를 넘지 않는다. ERCOT과 CAISO시장의 구조적인 차이가 확인되는 계절이다.

그렇지만 풍력 부하의 변동성은 계속된다. 9일 오후 8시경 풍력 부하가 8.9GW로 떨어진 상황에서 일몰로 태양광 부하가 급감하면서 총부하와 순부하의 차이가 9GW 이내로 좁혀졌고, 도매 전력가격(LMP)은 일시적으로 MWh당 57.24달러까지 급등했다. 불과 6시간 전 가격의 3.7배다. 봄철이 월별로는 연중 풍력발전 공급량이 가장 많은 시기임에도 불구하고 하루 중 부하 변동은 여전히 리스크 관리의 대상이다.

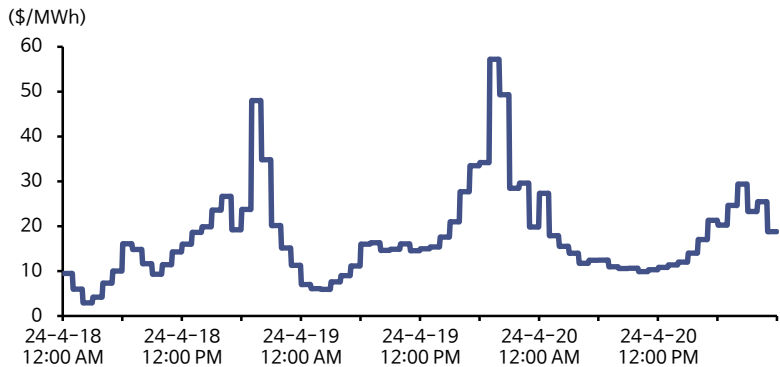
풍력 부하 변동에 대응해 BESS가 주파수 조정 및 출력제약 흡수에 주력

봄철도 BESS의 운용전략은 지난 겨울과 동일하다. 총부하가 낮은 상태에서 풍력과 태양광 부하가 높을 때 충전하고, 반대로 순부하가 높아지고 LMP가 급상승하는 시점에서 방전하는 패턴의 전략이다.

샘플링한 2024년 4월 사흘 동안 역시 3회의 순부하 고점, LMP가 튀 시점, 그리고 BESS 충방전 부하 순변동(Net Output)의 고점이 대체로 일치한다. 그러나 연중 총부하가 가장 낮은 계절이고 순부하가 최대 32~42GW 정도에 그치면서, 한쪽 방향으로 두드러지는 BESS 충방전 부하 패턴은 나타나지 않았다.

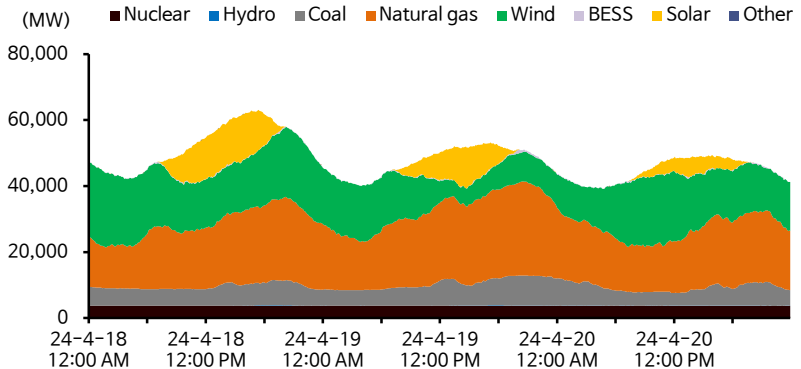
주파수 조정(Frequency Regulation)과 같은 보조서비스(Ancillary Service)에 집중하는 중소규모 BESS가 아직 많고, 다수 풍력 자산의 출력제약(Curtailment) 노출이 잦은 BESS 충방전으로 연결되는 ERCOT시장의 특징이다. 한낮 시간 태양광 부하 공급과잉 문제로 연중 가장 뚜렷한 충방전 부하 패턴을 보이며 존재감을 과시한 봄철 CAISO의 BESS와의 가장 큰 차이점이다.

ERCOT 2024년 4월, 도매 전력가격(LMP) 변동



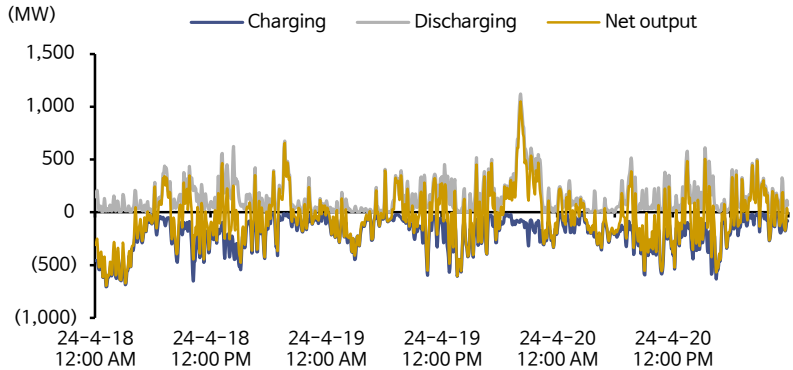
자료: ERCOT, 신한투자증권 / 주: 2024년 4월 18일~20일 3일간, 하루전(DA) 시장 HB_North 기준

ERCOT 2024년 4월, 전원별 부하 구성(Fuel Mix) 변동



자료: ERCOT, 신한투자증권 / 주: 2024년 4월 18일~20일 3일간, BESS 충전 포함

ERCOT 2024년 4월, BESS 총방전 부하 변동



자료: ERCOT, 신한투자증권 / 주: 2024년 4월 18일~20일 3일간

전력 수요 지속 증가하는
여건, 신재생 공급과잉
부작용 미미하나 풍력의
일간 변동성에 노출되는
환경, 풍력의 출력제약과
주파수 변동을 BESS로
흡수하는 데에 우선 주력

ERCOT 전력시장, 2022년 및 2024년 봄 비교

Texas주는 풍력발전을 위한 풍향 환경이 매력적인 지역이다. CAISO와 달리 ERCOT시장이 육상풍력 중심으로 에너지전환이 빠르게 진행된 배경이다. 이에 따라 ERCOT시장의 지난 2년간 부하 변화 추이를 확인하면 전력시장의 진화 방향성 측면에서 태양광 중심인 CAISO와의 차이점을 쉽게 파악할 수 있다.

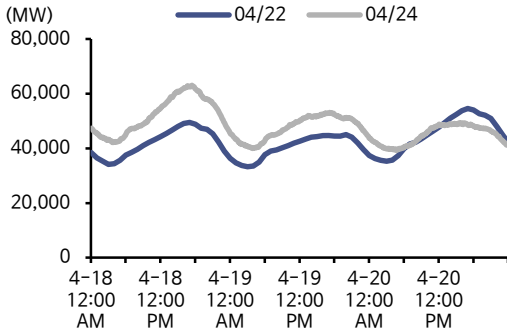
활발한 기업 활동과 인구 증가 효과의 수혜가 있는 ERCOT 도매 전력시장의 총 부하는 앞으로도 당분간 지속 상승할 가능성이 높다. 올봄과 2년 전인 2022년 봄의 총부하 추이도 이에 부합한다. 샘플링한 사흘 동안 2024년 봄이 2년 전보다 최대 13GW 더 높은 부하를 기록했다. CAISO에서 볼 수 있는 한낮 시간 부하 감소 효과도 나타나지 않았다. 태양광의 비중이 높지 않아 분산 발전원인 BTM(Behind-the-meter) 자산의 증가 영향이 덜하기 때문이다.

순부하(Net Load)에서는 올해와 2년전 봄간의 변화 패턴을 읽어내기 어렵다. 사실상 풍력 부하의 실시간 변동이 순부하를 결정하는 ERCOT시장의 특징 때문이다. 매일 실시간 풍력 부하의 변동에 따라 순부하가 불규칙적으로 움직인다.

연단위 전력 수요가 지속적으로 증가하는 수급 여건에서, 특정 시간대 신재생 부하 공급과잉에 따른 부작용은 미미하나, 풍력 부하의 높은 일간 변동성에 노출되는 환경이다. CAISO가 BESS의 빠른 설치 확대를 통해 공급과잉 상태인 태양광 부하의 시간대별 스위칭에 집중하는 반면, ERCOT은 풍력 부하의 높은 실시간 변동으로 발생하는 출력제약과 주파수 변동을 BESS로 흡수하는 데에 우선 주력하는 배경이다.

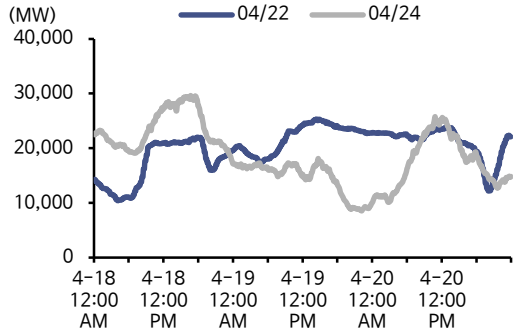
ERCOT에서도 도매 전력가격(LMP)이 전반적으로 하향 평탄화되는 현상은 진행 중이다. 풍력과 태양광 등 신재생 자산이 계속 늘어나면서 급전곡선(Dispatch Curve)의 앞부분이 길게 늘어난 효과다. BESS가 출력제약분을 흡수하고 방전하면서 순부하 등락을 일부 완화해, LMP가 뛰는 현상도 감소했다.

ERCOT '24 對 '22 봄철 총부하 비교



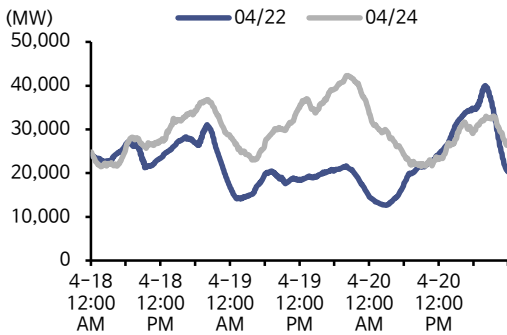
자료: ERCOT, 신한투자증권

ERCOT '24 對 '22 봄철 태양광·풍력발전 부하 비교



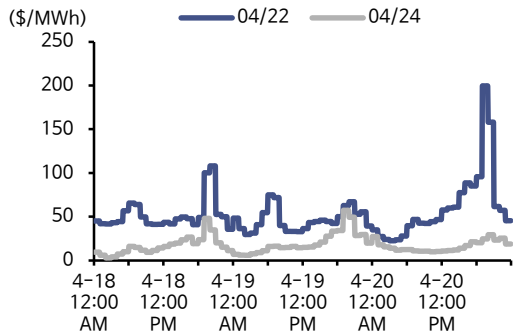
자료: ERCOT, 신한투자증권

ERCOT '24 對 '22 봄철 순부하 비교



자료: ERCOT, 신한투자증권

ERCOT '24 對 '22 봄철 도매 전력가격(LMP) 비교



자료: ERCOT, 신한투자증권 / 주: 하루전(DA) 시장 기준

유연성 낮은 전력망, 용량 시장 없는 약점, 풍력 부하 변동성 등 리스크 존재하나, 풍력+가스로 부작용 노출 최소화

BESS 프로젝트 대상지로써 ERCOT의 리스크와 매력

ERCOT 도매 전력시장은 1) 타지역과 물리적으로 분리돼 유연성이 낮은 전력망, 2) 별도의 용량시장이 없는 구조적 약점, 3) 풍력 부하의 변동성이라는 뚜렷한 리스크가 존재한다. 그럼에도 불구하고 24시간 동안 부하가 분산되는 풍력발전 고유의 특성과 적극적인 부하 추종 자원 역할을 하는 천연가스발전을 활용해 에너지 전환 과정에서의 부작용 노출은 CAISO 대비 크게 두드러지지 않았다. CAISO 대비 미미한 BESS 설치량을 감안할 때 시사점이 적지 않다.

다만 문제는 앞으로의 변화 방향이다. 상대적으로 설치 비중이 낮은 태양광의 신규 설치를 가속화할 경우 CAISO와 유사한 문제에 노출될 가능성이 크다. 특히 FTM 풍력이 다수인 상태에서 FTM 태양광과 분산자원인 BTM 태양광이 함께 증가하면, 한낮 시간 총부하 감소로 (-)순부하(-)전력가격 현상이 대두될 뿐 아니라 순부하 움직임 자체의 불확실성이 커져 전력망 불안 및 LMP 변동성 문제로 증폭된다.

태양광 증가시 필요 BESS 규모 CAISO보다 훨씬 크나, BESS 수익 감소 리스크는 CAISO 대비 작다고 예상, ERCOT이 가장 매력적인 BESS 시장

이런 현상이 가시화될 경우 필요한 BESS 자산 규모는 CAISO보다 훨씬 더 커, 충분한 BESS 자원이 확보되기 전까지 ERCOT시장은 높은 LMP 변동성에 시달릴 가능성이 크다.

만일 BESS가 늘어나고 시간대별 부하 스위칭이 효과적으로 일어나면, 결과적으로 부하의 평탄화가 진행되고 도매 전력가격의 고저차가 감소하게 된다. 그런데 ERCOT은 에너지시장만으로 운영돼 수급 이슈에 대한 LMP의 민감도가 높다. 즉, 전력가격 고저차의 감소폭은 상대적으로 제한적일 수 있다.

이런 구조에서는 충방전 시간을 달리한 차익거래 사업모델을 활용하는 BESS 프로젝트의 수익 마진 감소 리스크도 CAISO 대비 작다는 예상이 가능하다. Texas의 자율적인 기업 환경 외에도, 북미의 다수 BESS 프로젝트 디벨로퍼들이 ERCOT을 가장 매력적인 잠재 BESS 시장으로 언급하는 이유다.

전력시장 방향성, 용량자원 인프라의 가치 재조명

태양광·풍력·BTM 늘어날수록 BESS와 가스발전 등 용량자원 가치는 더욱 커져, 용량가격 체계 개선이나 용량계약 구체화될 전망

ERCOT과 CAISO 등 주요 도매 전력시장이 에너지전환 과정에서 겪는 다양한 문제의 해법은 적정 비용에 부하추종이 가능한 BESS나 가스발전 같은 급전가능 자원(Dispatchable Resources)을 확보하면서 동시에 탄소중립에 도달할 수 있느냐로 귀결된다.

한낮 시간 총부하 감소와 (-)순부하(-)전력가격 현상이 심화되면, ‘기존 화력발전 자산 이용률(Capacity Factor) 지속 하락 → 이들 중 상당수 퇴역 → 전력시장 부하추종 능력 상실 가속화 → 시장 전체 변동성과 전력망 불안정성 재확대’와 같은 악순환 고리에 빠지기 쉽기 때문이다.

이 경우, 향후 태양광·풍력·BTM 자산이 늘어날수록 BESS와 가스발전이 갖는 용량자원으로써의 역할과 가치는 더욱 커질 수 밖에 없다. 앞으로 도매 전력시장에서 급전가능자원의 확보가 용량가격 체계의 개선이나 용량계약 등 약정을 통해 구체화될 가능성이 높은 까닭이다.

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 한세원).
- ◆ 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 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 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.

중립 (유지)

조상훈 연구위원

✉ sanghoonpure.cho@shinhan.com

김태훈 연구원

✉ taehoon.kim@shinhan.com

신한생각 | 피해갈 수 없는 소비 침체, 편의점의 상대적 안정성 부각

3Q24 유통업종 실적은 시장 기대치 하회 전망. 8월 이후 우호적인 기상환경에도 불구하고 소비 침체 장기화 여파를 피할 수 없었음. 대부분 업체가 부진한 실적을 시현하는 가운데 상대적인 안정성이 돋보이는 편의점 선호

소비 침체 여파로 3Q24 유통 업종 실적 부진 전망

3Q24 유통 업종 실적은 시장 기대치 하회 예상. 장기화되는 소비 경기 침체와 7월 비우호적인 기상환경, 해외 여행 수요 증가에 따른 국내 유통 인구 감소로 오프라인 업체의 기존점 성장률은 전년과 유사한 수준에 그쳤을 것으로 추정. 전반적인 경쟁 완화로 변동비성 비용 효율화 노력은 긍정적이지만, 고정비 부담을 이겨내기에는 매출 증가율이 다소 아쉬움

대부분 부진한 업체 속 편의점 선방

업체별로는 대체로 부진. 백화점 산업 기존점 성장률은 전년과 유사한 수준(기업별로는 신세계 +2%, 롯데 flat, 현대 -2%) 추정. 7월 강우일수 증가 및 8, 9월 무더운 날씨로 인해 수익성이 높은 패션 카테고리 판매가 부진해 매출총이익률도 하락. 다만 고정비(인건비, 유틸리티 비용 등) 상승 추세가 완화되고 변동비(판촉비) 효율화 노력으로 판관비는 안정화 추세

할인점 산업 기존점 성장률은 -4~-5%(기업별로는 이마트 -4.4%, 롯데 -4.5%) 예상. 가격 경쟁력이 높은 온라인 채널의 성장세가 지속되는 가운데, 명절 시점 차이로 9월 실적이 부진한 영향. 할인점과 슈퍼 통합 운영에 따른 매출총이익률 개선과 강도 높은 구조조정에 따른 비용 절감은 긍정적

가장 기대했었던 면세점 산업 매출은 전년과 유사하거나 소폭 증가 전망. 인바운드 관광객은 회복 추세이나, 타이공 수요 부진으로 평균 일매출은 전분기대비 6~7% 감소 예상. 개별관광객 비중 상승에 따라 할인율에는 큰 변화가 없고, 인천공항 면세점 영업면적 확장에 따른 비용 부담은 우려 요인. 단기적인 실적 가시성은 낮지만 중국의 내수 경기 부양책은 업사이드 요인. 소폭의 긍정적인 뉴스만으로도 큰 폭의 주가 상승 기대

편의점은 그나마 선방. 편의점 산업 기존점 성장률은 +1% 내외 수준에 그쳤을 것이나, 영업이익은 성장세로 전환. 본부임차 매장 확대에 따른 비용 기저 부담이 낮아지기 때문. 상위사업자로의 업계 재편 과정에서 GS리테일과 BGF리테일의 출점은 안정적으로 지속. 과거와 같은 높은 밸류에이션을 부여받기 위해서는 기존점 성장률 반등이 필요. 이는 상품 경쟁력 강화와 본부임차 매장 확대 전략을 통해 실현 가능. BGF리테일은 CK(Central Kitchen) 투자를 통해, GS리테일 역시 신선식품 강화 및 히트 상품 개발로 고객 유입을 도모하고 기존점 성장률 제고 계획

커버리지 기업 밸류에이션

(원, 배, %)	목표주가	현재주가	Upside	PER		EPS증가율 (24F-25F)	PBR		ROE (24F)	EV/EBITDA	
				(24F)	(25F)		(24F)	(25F)		(24F)	(25F)
이마트	67,000	60,200	11.3	42.6	8.8	383.2	0.1	0.1	0.9	6.6	6.6
롯데쇼핑	77,000	63,600	21.1	12.4	6.7	84.5	0.2	0.2	2.4	7.7	7.3
신세계	200,000	149,100	34.1	5.0	4.7	7.4	0.3	0.3	5.8	4.6	4.6
현대백화점	60,000	45,750	31.1	N/A	5.3	흑전	0.2	0.2	3.6	5.2	4.5
호텔신라	55,000	45,050	39.8	60.5	19.0	219.2	2.8	2.5	13.2	14.7	10.5
GS리테일	27,000	21,000	28.6	11.4	9.8	16.4	0.5	0.5	4.7	4.8	4.8
BGF리테일	150,000	110,100	36.2	10.0	9.1	9.4	1.6	1.4	15.5	3.6	3.6
코웨이	78,000	66,600	17.1	8.5	7.9	8.5	1.6	1.3	17.0	4.1	4.0

자료: QuantiWise, 신한투자증권

주: 2024년 10월 16일 기준

커버리지 기업 실적 요약

(십억원, %)	2Q24 영업이익			3Q24F 영업이익			24F 영업이익		
	신한투자증권	컨센서스	컨센 대비	신한투자증권	컨센서스	컨센 대비	신한투자증권	컨센서스	컨센 대비
이마트	(34.6)	(39.0)	N/A	102.8	114.9	(10.5)	166.7	182.2	(8.5)
롯데쇼핑	56.1	61.3	(8.6)	129.4	123.9	4.4	527.5	524.2	0.6
신세계	117.5	123.1	(4.6)	108.3	122.0	(11.2)	589.0	601.2	(2.0)
현대백화점	42.8	42.3	1.4	62.7	67.7	(7.4)	284.7	293.6	(3.0)
호텔신라	27.6	32.9	(15.9)	21.1	31.5	(32.9)	76.7	99.1	(22.6)
GS리테일	81.0	110.1	(26.4)	98.9	102.9	(3.9)	339.3	345.2	(1.7)
BGF리테일	76.2	77.6	(1.8)	89.7	89.4	0.4	253.1	252.0	0.4
코웨이	211.2	207.1	2.0	215.7	217.8	(0.9)	806.9	809.7	(0.3)

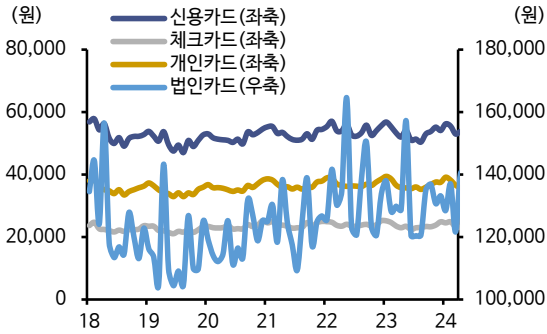
자료: QuantiWise, 신한투자증권

기업별 투자이건 및 목표주가 변동 내역

	기존 추정치 대비 변동(%, 2024F)		기존 추정치 대비 변동(%, 2025F)		투자이건	기존 목표주가 변동
	매출	영업이익	매출	영업이익		
이마트	(0.9)	0.8	(1.8)	2.1	Trading Buy	유지
롯데쇼핑	0.0	0.0	0.0	0.0	매수	유지
신세계	(2.9)	(7.3)	(5.0)	(7.2)	매수	유지
현대백화점	(3.6)	(3.1)	(5.3)	(1.5)	매수	유지
호텔신라	(6.4)	(38.9)	(9.5)	(22.4)	매수	하향(63,000원 → 55,000원)
GS리테일	(0.2)	(3.8)	(0.3)	(1.6)	매수	유지
BGF리테일	(0.1)	(1.2)	(0.3)	(2.8)	매수	유지
코웨이	(0.0)	0.1	1.0	1.0	매수	유지

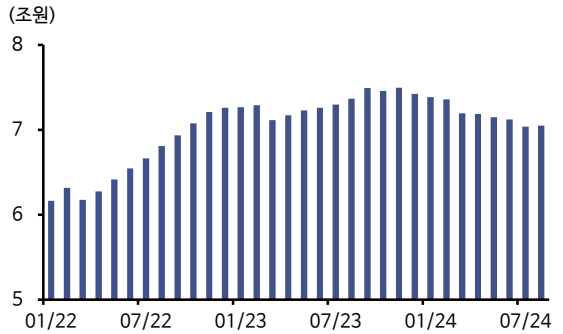
자료: 신한투자증권

카드 평균승인금액 추이



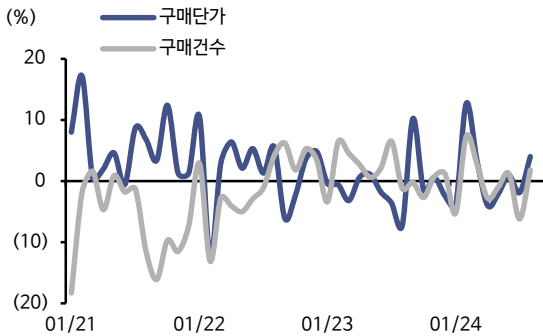
자료: 여신금융협회, 신한투자증권

리볼빙 잔액 추이



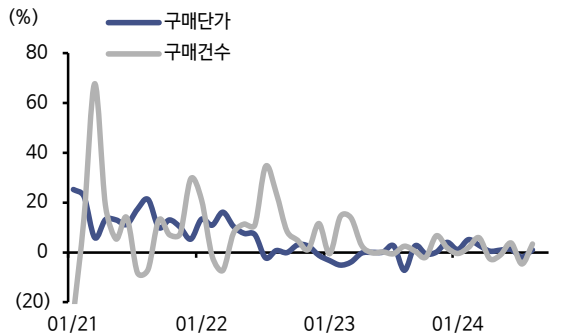
자료: 언론 보도, 여신금융협회, 신한투자증권
주: 주요 카드사 7곳 합산(롯데, 삼성, 신한, 우리, 하나, 현대, KB)

대형마트 구매단가 및 구매건수 증감률 추이



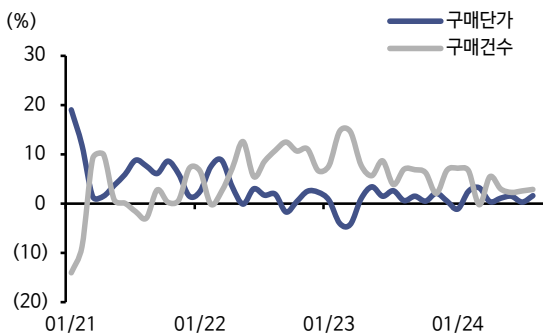
자료: 산업통상자원부, 신한투자증권

백화점 구매단가 및 구매건수 증감률 추이



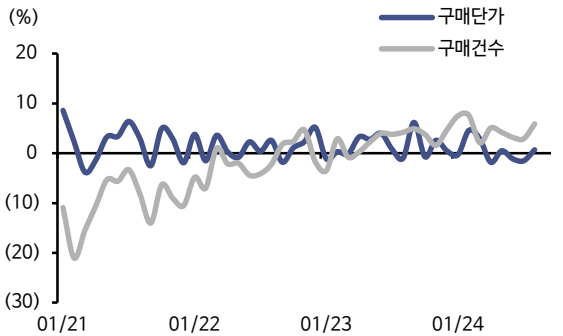
자료: 산업통상자원부, 신한투자증권

편의점 구매단가 및 구매건수 증감률 추이



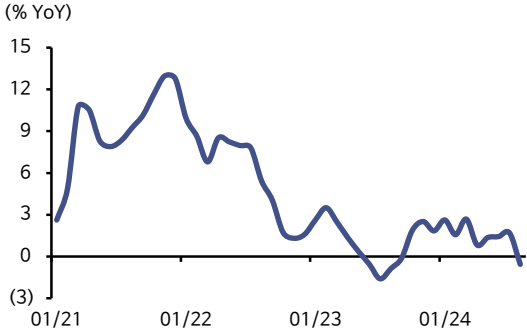
자료: 산업통상자원부, 신한투자증권

슈퍼마켓 구매단가 및 구매건수 증감률 추이



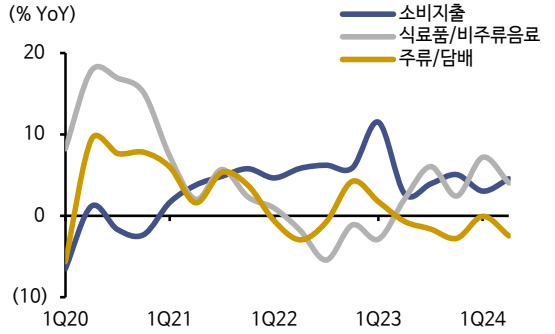
자료: 산업통상자원부, 신한투자증권

한국 소매판매액 증감율 추이



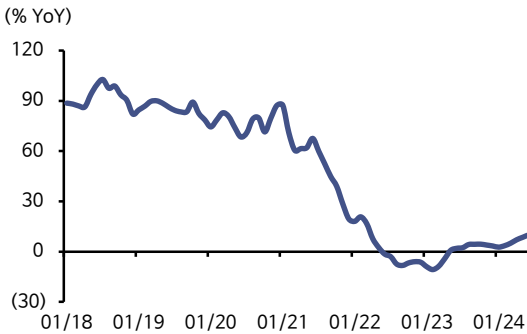
자료: 통계청, 신한투자증권
주: 자동차 제외, 3개월 평균 기준

가구당 월평균 가계수지 증감율



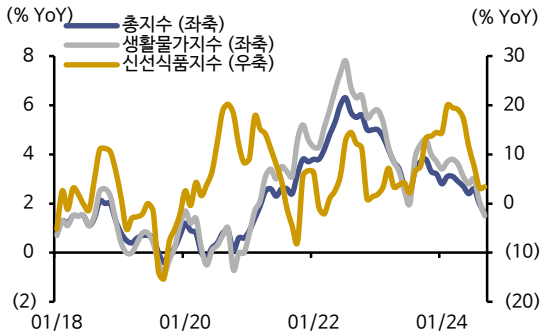
자료: 통계청, 신한투자증권

온라인 음식서비스 판매액 증감율 추이



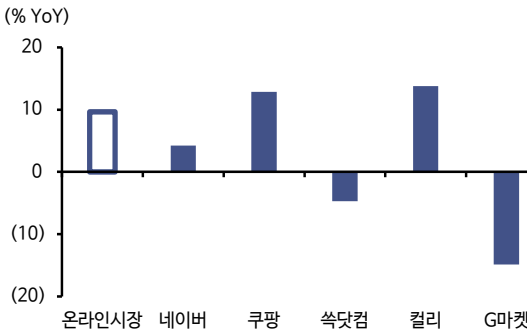
자료: 통계청, 신한투자증권
주: 3개월 평균

주요 물가지수 증감율 추이



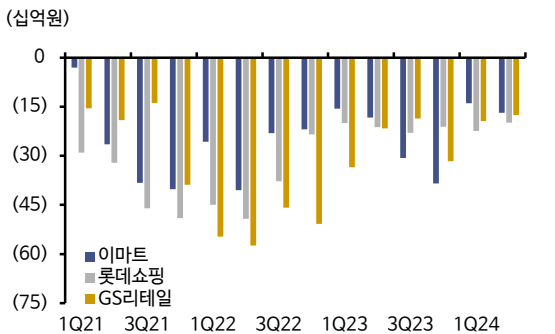
자료: 통계청, 신한투자증권

주요 이커머스 업체 1H24 외형 성장률



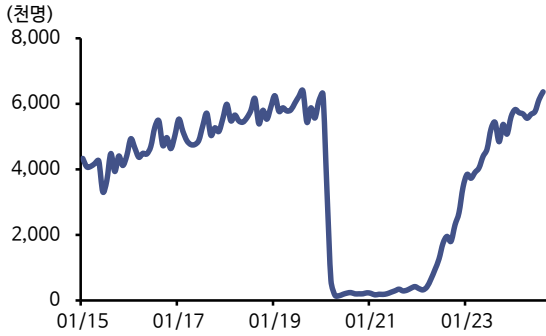
자료: 통계청, 각 사 자료, 신한투자증권

주요 유통기업 온라인 사업 영업적자 추이



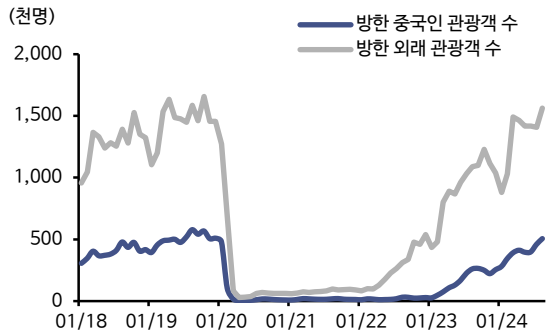
자료: 각 사 자료, 신한투자증권

인천공항 이용객 수 추이



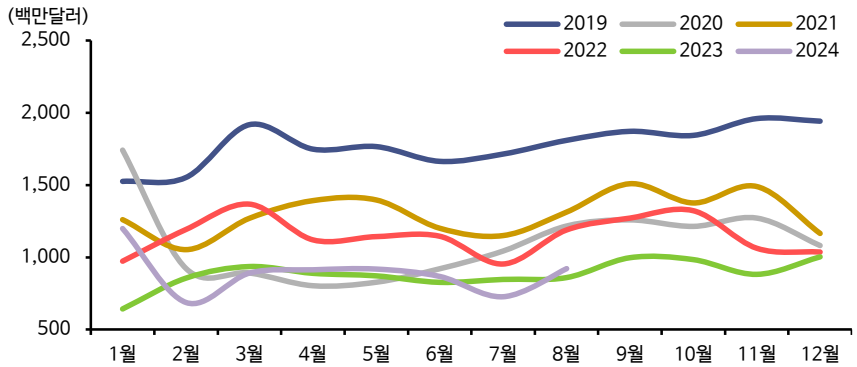
자료: 인천공항공사, 신한투자증권 / 주: 입국, 출국 합

방한 외래 관광객 수 vs. 방한 중국인 관광객 수



자료: 한국관광공사, 신한투자증권

월별 면세점 매출 추이



자료: 한국면세점협회, 신한투자증권

인천공항 신규 입찰 면세사업권 구성

구분	사업권	매장 (수)	면적 (㎡)	판매품목	낙찰임차료 (원)	사업자 선정	예상임차료 (십억원)
일반 사업권	DF1-2022	17	4,258	향수, 화장품/주류, 담배	8,987	호텔신라	319.7
	DF2-2022	16	4,709	향수, 화장품/주류, 담배	9,163	신세계	320.8
	DF3-2022	12	4,649	패션, 액세서리, 부티크	2,690	호텔신라	90.0
	DF4-2022	13	5,198	패션, 액세서리, 부티크	2,506	신세계	89.1
	DF5-2022	5	2,078	부티크	1,056	현대백화점	39.4
합계		63	20,892				
중소중견 사업권	DF8-2022	1	1,459	전 품목	583	경북공면세점	
	DF9-2022	2	1,821	전 품목	710	시티플러스	
합계		3	3,280				

자료: 언론 자료, 신한투자증권

Compliance Notice

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

카페 24 (042000)

기대감과 성과 증명 그 사이

2024년 10월 17일

✓ 투자판단	Not Rated	✓ 목표주가	-
✓ 상승여력	-	✓ 현재주가 (10월 16일)	27,600 원

[SW]

김아람 선임연구원
✉ kimaram@shinhan.com

신한생각 새로운 추가재료 or 실적 증명까지 변동성 감안해야

2Q24 실적 발표 이후 주가 18% 하락. 유튜브쇼핑 기대감이 선제적으로 반영됐지만 이를 유지할 만한 새로운 뉴스 부재했기 때문. 회사도 고객관계 등에 향후 유튜브쇼핑 협력/업데이트 계획을 공유해줄 수 없는 상황

새로운 추가재료(인앱 형태 전용스토어 구축 혹은 초대형 성공사례)가 등장하거나 GMV(거래액)가 폭발적으로 성장하기 전까지 주가 변동성 확대 불가피. 다행히 3Q24 실적과 유튜브쇼핑은 계속해서 성장하고 있고, 구글도 유튜브쇼핑 테스트 지역을 동남아로 확장하며 커머스 사업 의지

3Q24 Preview: 본업은 순항중

3Q24 영업이익은 42억원(흑자전환)으로 컨센서스 40억원에 부합할 전망

[매출] GMV 성장률이 1Q24 +9.9% → 7~8월에도 순항. 전체 이커머스 시장 성장률이 1Q24 +8.6% → 7월 +5.2% → 8월 +1.9%로 급격히 둔화된 것과 대비되는 흐름. 유튜브쇼핑과 자사몰 위주의 셀러 구성(티몬/위메프 등 종합몰 의존도 낮음)에 차별화됐을 것으로 추정. 회사 코멘트에 근거해 3Q24 GMV 성장률 가정을 +10%로 유지

[비용] 1Q24부터 전년 대비 35~40억원 분기 고정비 감소. 퇴직 인원에 대한 신규 채용을 보수적으로 진행하고(인건비 -30억원), 사무공간/서버 투자를 효율화한 결과(감가비 -5억원). 3Q24에도 이러한 기조 유지

Valuation & Risk

25년/26년 PER은 신한 추정치 기준 27배/23배, 컨센서스 기준 26배/17배. 유튜브쇼핑 잠재력 감안시 밸류에이션이 엄청 부담스럽지는 않지만 주가의 탄력적 상승 위해서는 새로운 추가재료 필요해보임

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	266.1	(21.3)	(37.4)	(5.9)	(19.6)	1.5	21.7	-
2023	278.1	(3.1)	9.6	65.3	6.1	3.7	19.6	-
2024F	292.4	21.8	21.0	31.8	10.9	3.1	11.4	-
2025F	312.7	26.9	24.6	27.3	10.8	2.8	9.8	-
2026F	342.4	32.5	29.0	23.0	11.4	2.5	8.1	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

Revision	
실적추정치	하향
Valuation	유지

시가총액	669.4십억원
발행주식수(유동비율)	24.3백만주(69.1%)
52주 최고가/최저가	41,750 원/11,290 원
일평균 거래액 (60일)	25,282백만원
외국인 지분율	13.5%

주요주주 (%)	
우창균 외 12인	23.3
네이버	13.7

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(8.3)	(10.5)	138.3	(1.4)
상대	(12.2)	(1.9)	152.3	13.1

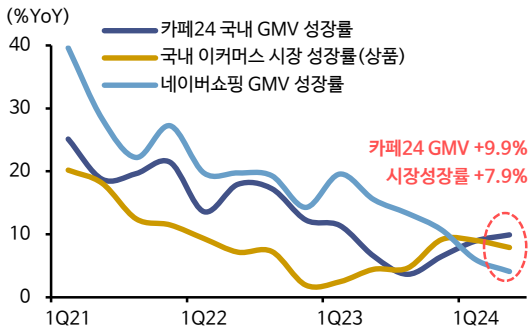


카페24 3Q24 실적 전망

(십억원)	3Q24F	2Q24	%QoQ	3Q23	%YoY	컨센서스	%Gap
매출액	70.1	75.8	(7.5)	64.8	8.3	71.1	(1.3)
영업이익	4.2	6.9	(39.3)	(3.6)	흑자전환	4.4	(4.5)
순이익	4.4	7.2	(39.6)	23.5	(81.4)	4.2	3.5
영업이익률	6.0	9.1		(5.6)		6.2	
순이익률	6.2	9.6		36.4		6.0	

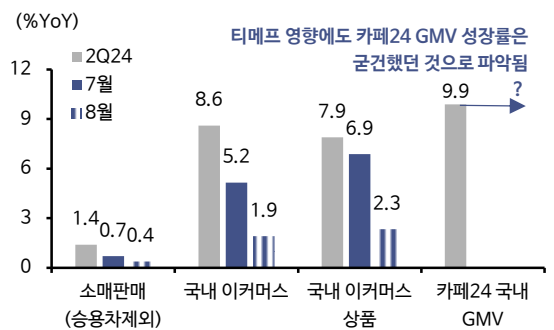
자료: 회사 자료, 신한투자증권

카페24 GMV 성장률이 시장성장률을 상회



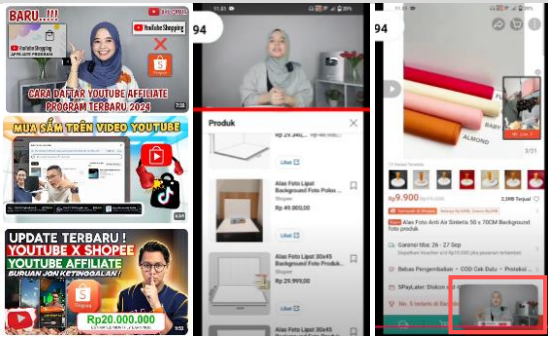
자료: 회사 자료, 통계청, 신한투자증권

티메프 영향 컷던 7~8월도 견조했던 것으로 파악



자료: 회사 자료, 통계청, 신한투자증권

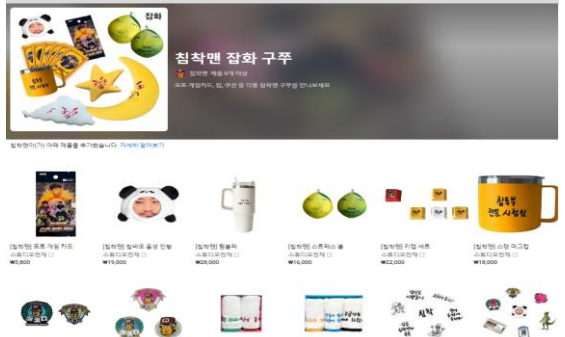
구글, 유튜브쇼핑 동남아 적용하며 수익화 의지



자료: 유튜브, 신한투자증권

주: Shopee 연결해 쇼핑 제휴프로그램 먼저 도입
소비자들이 영상 링크 통해 쇼핑하는 경우, 판매수수료 RS
(국내 쿠팡 사례와 동일) + 앱 이탈해도 하단 미니 영상 유지

국내도 레퍼런스 꾸준히 늘어나는 중 (침착맨)



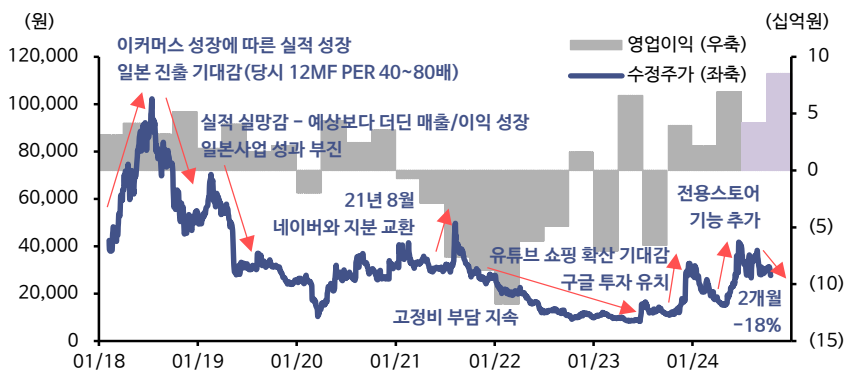
자료: 유튜브, 신한투자증권

카페24 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	65.8	73.1	64.8	74.5	66.9	75.8	70.1	79.7	278.1	292.4	312.7
(%YoY)	9.9	8.3	(2.5)	3.1	1.6	3.8	8.3	6.9	(0.4)	5.2	6.9
(%QoQ)	(9.0)	11.1	(11.4)	15.0	(10.3)	13.4	(7.5)	13.7			
부문별											
EC플랫폼	54.8	61.9	56.1	65.1	57.1	66.4	61.0	69.4	237.9	253.8	272.8
결제	20.0	22.5	21.8	24.8	23.1	26.5	25.0	28.5	89.1	103.1	114.4
EC솔루션	10.8	6.8	6.4	7.8	6.9	7.6	7.2	8.2	31.8	29.9	32.4
비즈니스솔루션	3.3	4.6	3.5	3.9	3.3	3.3	3.3	3.6	15.3	13.5	14.4
공급망서비스	16.1	19.5	16.7	19.1	15.7	18.8	16.4	18.8	71.4	69.6	70.4
마케팅솔루션	7.3	8.4	7.8	9.6	8.1	10.1	9.1	10.4	33.1	37.6	41.2
인프라	9.0	9.1	7.2	7.9	8.4	8.1	8.1	9.3	33.1	33.9	36.1
기타(거래중개)	2.1	2.1	1.5	1.4	1.4	1.3	1.0	1.0	7.0	4.8	3.8
영업비용	71.0	71.3	68.4	70.6	64.7	68.9	65.9	71.2	281.2	270.6	285.8
인건비	28.6	28.3	28.0	24.8	24.7	24.5	24.7	25.9	109.8	99.7	107.5
감가비	7.3	7.1	7.0	7.3	6.8	6.6	6.6	6.6	28.8	26.5	26.6
일회성비용	0.0	0.4	2.0	0.0					2.5		
영업이익	(7.1)	3.7	(3.6)	4.0	2.2	6.9	4.2	8.5	(3.0)	21.8	26.9
(%OPM)	(10.8)	5.1	(5.6)	5.3	3.2	9.1	6.0	10.7	(1.1)	7.5	8.6
(%YoY)	적지	흑전	적지	흑전	흑전	84.8	흑전	115.3	적지	흑전	23.4
(%QoQ)	적지	흑전	적전	흑전	(45.5)	220.9	(39.3)	102.7			
순이익	(7.4)	(1.3)	23.5	(5.2)	1.4	7.2	4.4	7.8	9.6	20.8	24.6
(%NPM)	(11.3)	(1.8)	36.4	(6.9)	2.0	9.6	6.2	9.8	3.5	7.1	7.9
(%YoY)	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	(81.4)	흑전	흑전	115.9	18.0
(%QoQ)	적지	적지	흑전	적전	흑전	433.2	(39.6)	78.9			
주요 가정											
GMV	2,596	2,890	2,760	3,104	2,819	3,168	3,024	3,405	12,416	13,503	14,824
(%YoY)	10.4	6.3	3.0	5.7	8.6	9.6	9.5	9.7	9.4	8.8	9.8
국내 GMV	2,540	2,831	2,709	3,043	2,766	3,110	2,979	3,348	12,204	13,302	14,632
(%YoY)	11.4	6.5	3.6	6.5	8.9	9.9	10.0	10.0	9.7	9.0	10.0
- 유튜브쇼핑				13	36	68	68	76	13	247	366

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

카페24 주가 추이 및 주요 이벤트



자료: QuantiWise, 신한투자증권

카페24 탐방노트 간단 정리(9월말)

Q. 3분기 GMV 성장률

GMV랑 연동된 매출 견조. 7~8월 시장성장률 둔화에도 순항, 9월은 추석 연휴
껴있어 지켜봐야할 듯

Q. 비용 통제 관련

1Q22부터 신규채용 줄이면서 인원 감소, 역직구 서비스 위해 늘렸던 해외 법인
정리(비대면 전환), 비즈니스/공급망 등 우리 리소스가 들어가는 부문 수익성 향
상 노력. 하반기에도 비용 통제 기조 유지. 단기적으로 충원 필요하지 않음

Q. 유튜브쇼핑, 전용스토어 현황

유튜브와 협력관계인 만큼 우리가 먼저 어떤 지표나 내용을 공유하기는 불편. 전
용스토어 솔루션 고도화 등 구글과 소통은 계속 해나가고 있음

유튜브쇼핑은 아직 레퍼런스/소비자 구매 경험이 축적되는 과정. 22년 처음 도입
됐을 때 반응 없다가 23년말부터 인지도가 높아지면서 GMV 상승. 아직도 셀러
/소비자 인지도가 엄청 높지는 않다고 생각. 셀러 교육 이제 막 활성화, 유튜브
도 23년에서야 드라이브 걸었고 크리에이터 행사를 처음 한 것도 24년 7월

우리가 유튜브쇼핑을 컨트롤할 순 없음. 다만 커머스는 확산될 때 뺨 하는게 있
어서 크리에이터 마케팅 등 구글과 별도로 우리가 할 수 있는 노력 하는 중

Q. 경영진의 유튜브쇼핑에 대한 생각, 구글 투자로 파트너 확장 어렵진 않음지
유튜브쇼핑과 핏이 맞다고 생각해서 엄청 중요하게 보고 있음. 네이버-구글 사
례 고려 시 경쟁사 투자를 받아도 (틱톡 등) 협력관계 이어갈 수 있다고 생각

중국 직구액: GMV 성장 시작되면 속도 매우 빠를 것

자료: 통계청, 신한투자증권
주: 2Q24 중국 직구액은 약 1.2조원

구글, 국내 크리에이터 대상 유튜브쇼핑 홍보 행사 진행

15:04 - 15:09	환영사 가렐 아난드 YouTube APAC VP
15:09 - 15:14	쉬워진 YouTube Shopping, 지금 시작하세요 박영민 YouTube 한국 마케팅 총괄
Session 1 15:14 - 15:44	YouTube에서 나만의 굿즈와 브랜드로 팬들과 소통하기 권은진 YouTube 쇼핑 파트너십 매니저 크리에이터 매널 토크 캄스타일리스트, 애주가칼PD, 잠룡TV
Session 2 15:44 - 16:14	YouTube Shopping 제휴 프로그램으로 쉽고 간편한 수익 창출 다나벨 YouTube 쇼핑 파트너십 매니저 크리에이터 매널 토크 빅메스터, 아탈라뷰티, 아누누
Session 3 16:14 - 16:44	YouTube Shopping과 브랜드드 콘텐츠의 만남 김형준 YouTube 쇼핑 파트너십 매니저 크리에이터 매널 토크 대도서관, 권강락, 마법소년 김세표
16:44 - 16:55	YouTube Shopping 체험하기

자료: 언론 자료, 신한투자증권
주: 2Q24 컨콜에서도 유튜브쇼핑을 “while it’s still early days, shopping remains a key area of investment”라고 언급

커머스 사업(수익 다각화)에 중심인 크리에이터들

채널명	카테고리	구독자수	광고/협찬	자체/콜라보	유튜브소핑	브랜드 마케팅 사례
채널심오야	예능	657	○	○	○	
차린건 쥐뿔도 없지만	예능	353	○	○		화라바베규치킨,
김종국	운동	306	○	○		
피식대학	예능	287	○	○		M&M, 스타벅스
ITSub잇섭	테크	258	○	○		삼성전자, SK텔레콤
엔조이커플	브이로그	247	○		△	칠성, 교촌치킨
뜬뜬	예능	212	○	○		실비집(도시락), 아웃백
MMTG 문명특급	예능	192	○	○		
폰대희	예능	171	○	○	○	던킨, LA갈비
히밥	먹방	163	○	○	○	도래오래, 베스킨라빈스
공부왕편천재 흥진경	브이로그	159	○			쿨럭, 라네즈, 청소연구소 등
미미미누	예능	153	○	○	○	파트타임스터디, 하이트진로
빠더너스	예능	153	○	○	○	스팸, 국가보훈부
할명수	예능	148	○			경기도 동두천 자연휴양림, 청년피자
LeoJ Makeup	뷰티	135	○			올리브영라이브, 바닐라코
짧은대본	웹드라마	125	○	○	○	삼성전자 워치, 써네드쉐프
스튜디오 수제	예능	113	○	○		메디힐, 스킨푸드, 나랑드 사이다
인생24	브이로그	111	○			로보락, 삼성전자
원지의하루	여행	96	○	○		라네즈
옆집언니 최실장	패션	95	○			지노마스터(올리브영)
지피티	운동	89	○			랭킹닷컴, 인바디
밀라논나	브이로그	89	○			설화수
김나영의 nofilterTV	브이로그	79	○			루이비통, 앤아더스토리즈
테크몽	테크	78	○		△	알리, AMD
에나스쿨 ENA School	브이로그	77	○		△	쁘로로 테마파크
한혜진	브이로그	76	○	○		종이리 마사지기
KODE 코드	예능	73	○			안티캐비티치약, 돈치킨, 치킨마루
돼끼	먹방	69	○	○	△	나랑드, 크크크치킨
아이언빈 윤성빈	운동	63	○			올뉴콜라라도
뽀구미	BJ	61	○			
공룡	게임	61	○	○		굽네치킨
느낌적인느낌	브이로그	57	○	○		Flo
안정환 19	브이로그	56	○			캐논
중지부부	브이로그	54	○			닥터지, 닥터랩노쉬(단백질)
노홍철	브이로그	47	○			맥세이프케이스, 퍼플아르기닌
살빼조DietJo	다이어트	45	○			떡참
yoovlog	브이로그	44	○			스킨푸드, 록시땅
아랄라Beauty	헤어	44	○		△	스파클 세럼
일단이나연	브이로그	43	○			로즈몽, 웨이크메이크
카더정원	브이로그	43	○			FLO, 해피바스
르르 이경규	예능	31	○			원할머니보쌈, 꾸이랑 한우곱창
한국사는때냐	브이로그	26	○			풀리오
기유TV	브이로그	26	○			포카리스웨트
주호다	브이로그	26	○			알디콤, 인스파이어, 웨이크쉐
더신자	테크	24	○		△	알리, G마켓
유랑쓰	브이로그	23	○	○		닥터지
메리마	버튜버	23	○	○		클립스튜디오
지냐	뷰티	22	○			올리브영
터틀이주미	브이로그	15	○			에스네이처
시은니야	애견	15	○			파라디이스티
자유롭게	브이로그	13	○			센시안 압박밴드, 스레드피자
자유롭게	브이로그	13	○			센시안 압박밴드, 아크메드라비(의류)
다해가다했다	브이로그	13	○			두점, 메디힐
동네스타K	예능	12	○			컨디션
남다리맥	브이로그	11	○			카프레이션, 쿠크
규민	브이로그	7	○			포터리, 페이스팩토리

자료: 신한투자증권 / 주: 8~10월 임의의 날 인급동 Top 10 내에 들었던 크리에이터 중 57%가 광고사업 → 유튜브소핑 잠재 셀러

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김아람)
- ◆ 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 투자에 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

이녹스첨단소재 (272290)

본업 충실 + 신성장 동력

2024년 10월 17일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	39,000 원 (하향)
✓ 상승여력	57.9%	✓ 현재주가 (10월 16일)	24,700 원

신한생각 **체질 개선(24년) → 리튬(25년) → 전장용 가시화(26년)**

현재 주가는 12개월 선행 P/E(주가수익비율) 7.6배로 밴드 차트 중하단 수준 하회. 2025년부터 일부 신사업(수산화 리튬, OCA, 광학필름, 열폭주 방지 소재, 반도체 후공정 기능성 소재) 본격화에 따라 매출 확대가 나타날 것으로 기대. 중장기 성장 모멘텀 및 안정적인 포트폴리오(어플리케이션 다변화, 제품 믹스 변화에 따른 수익성 개선)로 긍정적인 주가 흐름 기대

수요 불확실성으로 하반기 실적 추정치 소폭 하향

3분기 실적은 매출액 1,036억원(-10.4%, 이하 전분기대비), 영업이익 185억원(-32.7%) 전망. 배경은 1) 고객사의 스마트폰 수요 감소(계절적 비수기 및 Foldable 판매 부진 영향), 2) 환율 하락(시장 환율 기준, 2분기 1,370원 → 3분기 1,354원). 1분기 수준의 매출이 예상되나 상대적으로 높은 환율(1분기 1,329원)이 지속되며 영업이익률 17.9%로 예상

2024년 실적은 매출액 4,172억원(+7.8%, 이하 전년대비), 영업이익 745억원(+77.3%) 전망. 주요 고객사의 스마트폰 및 하이엔드 TV 출하량 증가에 따른 Patterned Film, 봉지재 판매 호조 영향. 또한 고마진 제품 중심의 믹스 개선 및 품질 개선 효율화에 따라 수익성 크게 강화(+7%p)

Valuation & Risk

목표주가 39,000원으로 하향. 12개월 선행 EPS(주당순이익) 3,229원에 Target P/E 12배(P/E 밴드 차트 중단) 적용. 매크로 불확실성에 따른 IT 수요 우려로 실적 추정치 및 밸류에이션 소폭 조정

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	489.4	97.1	85.4	7.1	24.8	1.6	4.5	1.5
2023	387.0	42.2	32.8	19.7	8.3	1.6	9.9	0.8
2024F	417.2	74.5	59.1	8.4	13.7	1.1	3.7	1.6
2025F	491.3	85.3	66.9	7.5	13.8	1.0	3.1	2.0
2026F	936.8	128.5	102.8	4.9	18.3	0.8	2.4	2.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[디스플레이]

남궁현 선임연구원
✉ hyon@shinhan.com

송혜수 연구원
✉ hyesus@shinhan.com

Revision

실적추정치	하향
Valuation	하향

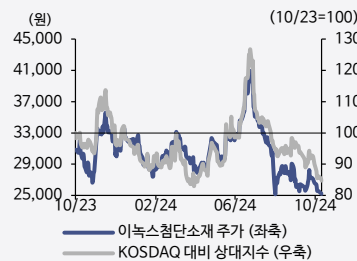
시가총액	504.7십억원
발행주식수(유동비율)	20.2백만주(63.6%)
52주 최고가/최저가	40,950 원/24,700 원
일평균 거래액 (60일)	4,595백만원
외국인 지분율	16.3%

주요주주 (%)

이녹스 외 3인	31.7
국민연금공단	5.1

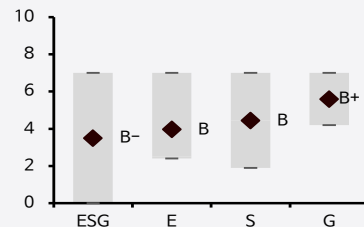
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(4.5)	(26.5)	(17.8)	(21.7)
상대	(9.6)	(19.0)	(12.6)	(11.1)

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



목표주가 산정 요약

(원, 배)	2024F	비고
12MF EPS	3,229	PER 밴드 중단
목표 PER	12.0	
주당가치	38,751	
목표주가	39,000	

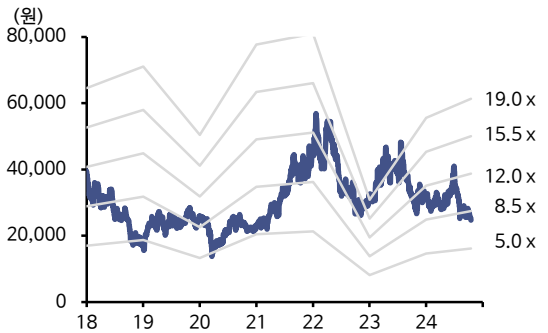
자료: 신한투자증권 추정

Historical PER 추이

	2019	2020	2021	2022	2023	19~23 평균
P/E(Avg)	13.6	16.9	8.1	9.1	22.5	14.0
P/E(High)	16.3	20.6	12.2	13.5	31.3	18.8
P/E(Low)	8.5	10.4	5.3	6.1	16.3	9.3
P/E(FY End)	14.7	17.7	11.3	7.1	19.7	14.1

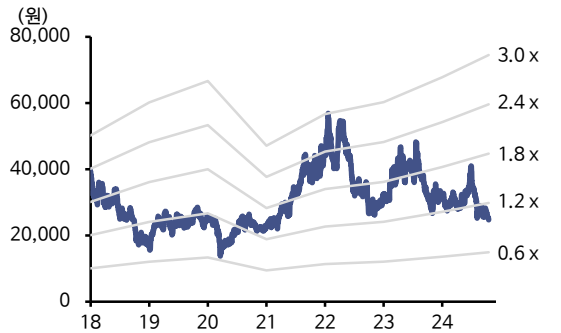
자료: QuantiWise, 신한투자증권

이녹스첨단소재 12MF PER 차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

이녹스첨단소재 12MF PBR 차트



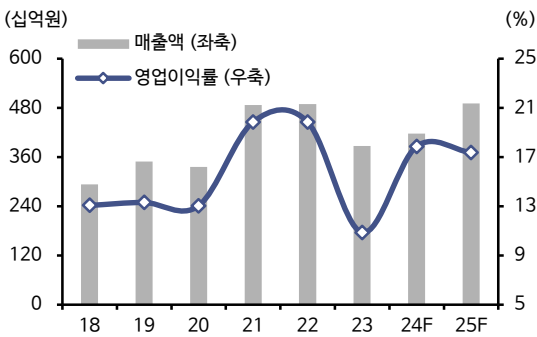
자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

이녹스첨단소재 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출	81.1	120.4	101.9	83.5	102.2	115.7	103.6	95.7	386.9	417.2	491.3
QoQ	(1.3)	48.4	(15.4)	(18.1)	22.4	13.2	(10.4)	(7.7)			
YoY	(38.1)	(15.9)	(23.6)	1.6	26.0	(3.9)	1.7	14.6	(20.9)	7.8	17.7
INNOSEM	7.8	11.0	10.0	8.3	9.6	10.5	11.5	10.9	37.1	42.6	44.9
SMARTFLEX	27.8	42.1	38.5	31.5	34.6	43.1	37.3	33.2	139.9	148.2	157.9
INNOLED	45.5	67.3	53.4	43.7	58.0	62.0	54.9	51.5	209.9	226.4	258.6
INNOX Lithium											29.9
영업이익	4.4	20.1	15.5	2.0	15.8	27.6	18.5	12.7	42.2	74.5	85.3
QoQ	(30.4)	357.9	(23.0)	(87.3)	699.9	74.9	(32.7)	(31.7)			
YoY	(85.8)	(37.5)	(43.8)	(68.8)	258.2	36.8	19.6	542.9	(56.6)	76.8	14.4
영업이익률	5.4	16.7	15.2	2.4	15.4	23.8	17.9	13.2	10.9	17.9	17.4

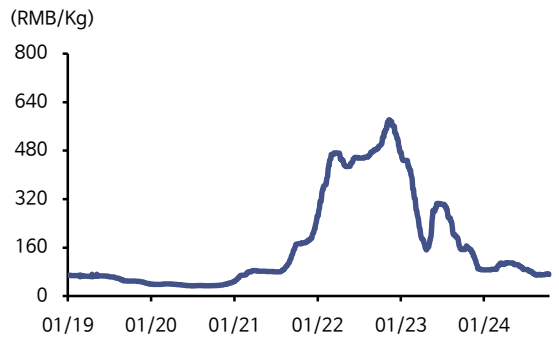
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

매출 및 영업이익률 추이 및 전망



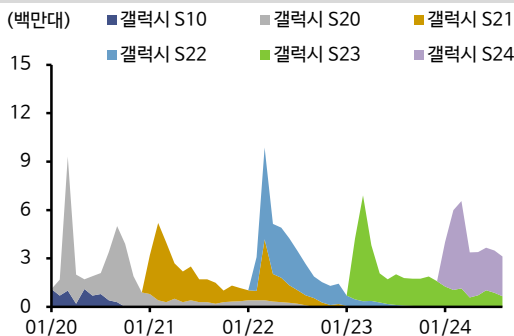
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

리튬 가격 추이



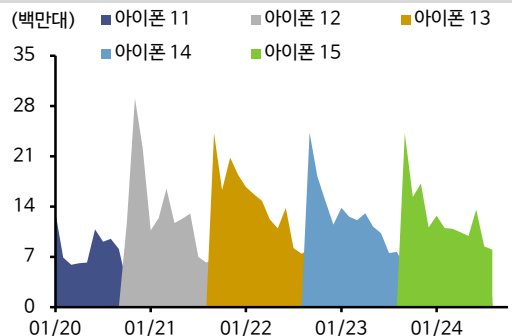
자료: 한국자원정보서비스, 신한투자증권

갤럭시S 시리즈 월별 출하량 추이



자료: SA, 신한투자증권 추정

아이폰 시리즈 월별 출하량 추이



자료: SA, 신한투자증권

👉 Compliance Notice

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

엔바이오니아 (317870)

첨단소재 국산화로 퀀텀 점프

2024년 10월 17일

✓ 투자판단	Not Rated	✓ 목표주가	-
✓ 상승여력	-	✓ 현재주가 (10월 16일)	18,900 원

[핵심성장]

최승환 연구위원
✉ hani86@shinhan.com

이병화 연구위원
✉ bh.lee@shinhan.com

Revision

실적추정치	신규
Valuation	NR

시가총액	160.8십억원
발행주식수(유동비율)	8.5백만주(71.6%)
52주 최고가/최저가	21,200 원/14,200 원
일평균 거래액 (60일)	281 백만원
외국인 지분율	1.9%

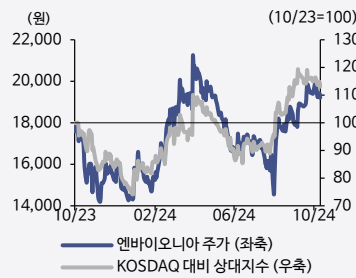
주요주주 (%)

한정철 외 6인	28.4
정진근 외 1인	10.0

수익률 (%)

	1M	3M	12M	YTD
절대	1.4	11.8	9.5	34.2
상대	(3.9)	23.2	16.5	52.4

주가



신한생각 **증상기적으로 첨단소재 국산화 메이저로 등극할 기염**

주가 향방을 결정하는 것은 메타아라미드 페이퍼, 방염소재, 초순수 제조용 막탈기 등 복합소재 부문 신제품들의 성공적인 시장진입 여부. 이들 제품은 글로벌 공급부족이 자명하고 경쟁구도가 제한적. 초기 시장 진입에 성공할 경우 미래의 실적을 통해 현재의 밸류에이션 정당화가 가능할 것

복합소재 매출이 본업(필터)을 넘어서는 성장가도 진입

엔바이오니아는 일본, 독일 등 선진국이 주도하는 첨단복합소재를 국내 유일하게 개발 및 상용화하는 기업. 현재 주력사업은 필터이지만 2025년부터 복합소재 신제품이 본격적으로 매출화되며 성장가도 진입. 방염소재는 이차전지 화재 확산 방지를 위한 국산화 핵심과제로, 현재 3M제품에 의존 중. 엔바이오니아는 빠르면 2025년 상반기 정식 양산. 국내 대표 배터리 업체 1곳의 양산매출만으로도 연간 150억원 규모 예상. 메타아라미드 페이퍼는 모빌리티, 우주항공 핵심소재로 DuPont이 90% 과점 중. 엔바이오니아는 도레이첨단소재와 2036년까지 메타아라미드 원사(Fiber)를 독점 공급받는 계약을 체결하며 국산화의 길을 열었고, 이를 위해 668억원의 CapEx를 집행할 예정. 풀캐파 생산 시 매출액은 1,300억원, 영업이익률은 30%에 달할 전망으로 회사의 본업을 넘는 핵심사업이 될 전망

Valuation & Risk

메타아라미드 페이퍼 본격 가동시점인 2026년부터 영업레버리지 발생, 2035년까지 계단식 실적 성장 예상. 단기적인 밸류에이션보다는 장기적인 첨단소재 국산화 및 메이저 시장 진입에 주목. 2년간 진행될 600억원 이상의 CapEx를 위해 내년 중 자금조달 필요. 신규사업의 전망이 긍정적이기 때문에 무리없이 진행될 전망

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	11.0	(0.7)	(0.2)	(250.3)	(0.9)	2.0	65.2	-
2023	14.7	(0.2)	(4.7)	(25.4)	(16.1)	3.3	100.2	-
2024F	14.0	(1.0)	(1.0)	(159.9)	(2.4)	3.4	46.4	-
2025F	19.9	0.3	0.3	540.8	0.4	1.7	14.2	-
2026F	29.6	2.9	2.3	70.0	2.3	1.6	8.8	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

1. 기업개요

습식제조공정 기반 첨단복합소재 개발 기업

엔바이오니아는 2001년 설립된 습식공정 기반 첨단복합소재 기업이다. 일본, 독일 등 선진국이 주도하는 첨단복합소재 제조 원천기술을 국내 유일하게 개발 및 상용화하는 소재 국산화를 진행하고 있다. 신제품 개발을 위해서는 원료 혼합비와 물성에 맞춰 오랜 시간이 소요된다. 오랜 기간 확보한 방대한 상품군과 레시피가 회사의 경쟁력이다. 제품군은 두 부류로 나뉜다. 필터는 현재의 주력제품, 복합소재는 신사업에 해당한다.

- 1) 필터(Filtration): 필터용 원단(Media)을 만들어 정수기 필터와 식용유 거름용 필터로 납품한다. 그 중에서 LG전자, 쿠쿠전자 정수기에 납품되는 양전화필터는 1H24 연결 매출액의 75%를 차지하는 핵심 사업이다. 산업용 수요도 있다. 한국 수력원자력 향 발전기 냉각기 필터를 국내 최초로 국산화하여 납품하고 있다.
- 2) 복합소재(Composite): 습식제조공정에 기반을 둔 다양한 용복합소재이다. 2차전지 열폭주를 방지하기 위한 세라믹 원재료 기반의 방염소재, 절연기능이 뛰어난 변압기와 항공기 등에 쓰이는 메타아라미드 페이퍼, 그리고 연결자회사 세프라텍(지분율 45%)이 제조하는 산업용 분리막 제품군이 해당한다.

사업부문별 주요 제품				
구분	적용분야 및 특징		1H24 매출액 (십억원)	비율 (%)
필터	양전하 필터(정수)	정수기 메인필터로 수중 미세오염물질 제거	6.1	74.5
	양전하 필터(산업)	발전소 등의 산업용수에 미세오염물질 제거	0.3	3.9
	식용유 여과지	식용유 여과	0.2	2.7
	기타	체외진단키트 등	0.1	0.8
복합소재	방염소재	2차전지 열폭주방지소재	매출예정	
	메타아라미드 페이퍼	변압기, 항공기, 철도 절연용	매출예정	
	세프라텍(자회사)	산업용 초순수용 탈기막, 각종 폐기물 분리 및 정제	1.5	18.1

자료: 신한투자증권

습식공정을 통한 다양한 첨단복합소재 생산



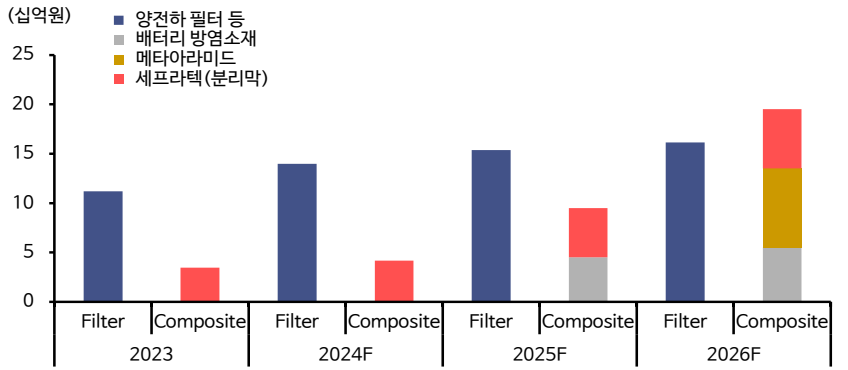
자료: 회사 자료, 신한투자증권

II. 투자포인트

복합소재가 이끌어가는 새로운 성장가도

엔바이오니아의 현재 주력사업은 필터이지만 2025년부터 복합소재 신제품이 본격적으로 매출화되며 2026년부터는 필터를 앞서게 된다. 특히 메타아라미드 페이퍼는 풀캐파 기준 매출액 1,300억원, 영업이익률 30%에 달하여 중장기적으로 회사의 본업이 달라지게 하는 핵심 신제품이 될 전망이다. 복합소재의 성장에 힘입어 2035년까지 매출액의 퀀텀점프가 진행된다. 단기적인 밸류에이션보다는 장기적인 첨단소재 국산화 및 메이저 시장 진입이 주된 투자포인트이다.

필터(기존 캐시카우)를 넘어서는 복합소재 고성장 본격화

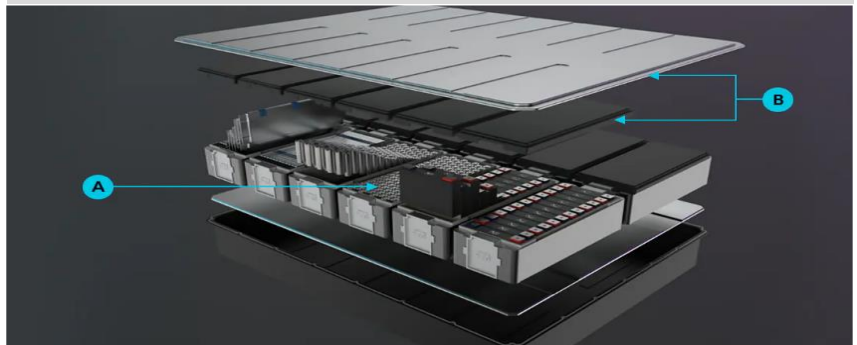


자료: 신한투자증권

방염소재 - 배터리 화재 확산 방지를 위한 국산화 핵심과제

전기차 수가 증가하며 화재건수도 늘고 있다. 전기차 Chasm(일시적 수요둔화)을 극복하는 데 화재 확산 방지가 핵심 과제로 떠오르고 있다. 엔바이오니아의 방염소재는 셀과 셀 사이, 모듈과 팩 사이, 배터리 팩 하우징에 들어가는 Flame barrier(FRBP)와, 배터리 이상 시 열과 가스를 외부로 분출하는 Air vent(FBP)로 구성된다. FRBP는 파우치형에, FBP는 모든 유형의 배터리에 적용된다.

현재 전기차에 탑재되고 있는 3M의 열폭주 방지소재 도식



자료: 3M, 신한투자증권 / A(Flame barrier), B(Air vent)

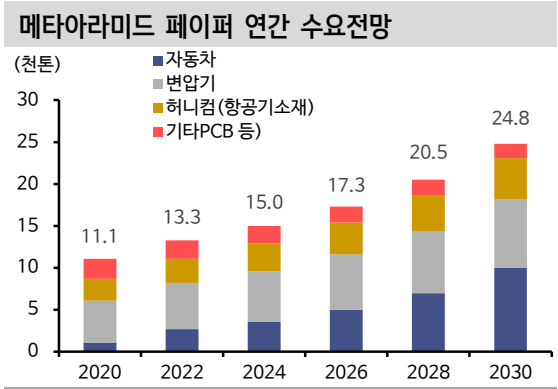
엔바이오니아는 방염소재 양산을 위해 약 85억원의 CapEx를 집행했고, 24년 3분기말까지 기존 설비 고도화를 통해 2,000톤 이상의 생산능력을 확보했다. 현재 국내 완성차 일부는 방염소재로 3M 제품이 탑재되었고 일부는 없다. 엔바이오니아가 생산캐파를 확충한 이후 국내 업체들이 소재 국산화를 위해 시제품 테스트를 진행하고 있으며, 빠르면 2025년 상반기 중 정식 양산 오더가 예상된다. 국내 대표 배터리 업체 1곳의 양산매출만으로도 연간 150억원 규모가 예상된다. 이는 전기차 수요만 감안한 것으로, 향후 ESS 방염소재 시장이 본격화되면 전기차보다 더 큰 규모일 것으로 예상된다.

메타아라미드 페이퍼 - 퀀텀점프를 이끄는 모빌리티, 우주항공 핵심소재

메타아라미드 페이퍼는 절연기능이 높은 특수소재이다. 부피가 작고 중량이 가벼워 변압기, 자동차 스타트모터, 비행기 바닥과 선반, 고속열차 등 다양한 분야에 활용되고 있다. 메타아라미드 페이퍼 공급은 연간 15,000톤으로 한정된 반면, 수요는 지속 증가하여 2025년부터 수요가 공급을 초과하고, 2030년에는 수요가 24,800톤에 달할 전망이다. 수요 성장을 견인하는 것은 자동차(CAGR 25%)가 압도적이며, 허니컴(7%), 변압기(5%)가 뒤를 잇는다. 자동차향 수요 급증 이유는 차량 전동화에 따라 스타트모터, 분리막 등에 신규 수요가 발생했기 때문이다.

우리나라는 자동차, 변압기 등의 주요 생산거점으로 메타아라미드 페이퍼 수요가 큰 반면, 이를 전량 수입에 의존하여 국산화가 절실한 상황이다. 그동안 국산화가 어려웠던 것은 고품질 메타아라미드 페이퍼의 원료인 건식 원사(Fiber)의 글로벌 공급업체가 DuPont, 도레이첨단소재(일본 도레이의 한국지사) 두 곳뿐이며 생산캐파도 타이트했기 때문이다.

엔바이오니아는 도레이첨단소재와 2036년까지 원사를 독점 공급받는 계약을 체결하며 메타아라미드 페이퍼 국산화의 길을 열었다. 2025년까지 도레이첨단소재는 800억원을 투자하여 원사 캐파 3,000톤을 증설하고, 엔바이오니아는 668억원을 투자하여 페이퍼 캐파 2,300톤을 갖출 계획이다. 2026년 Shortage 예상분인 2,300톤을 엔바이오니아가 생산하며 메이저 공급자 입지로 올라선다는 계획이다.



자료: EIA, 신한투자증권

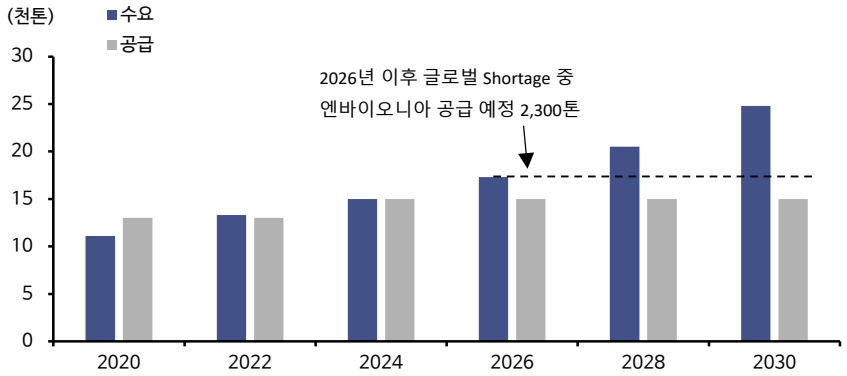
메타아라미드 페이퍼 공급자별 생산능력(2023)

업체명	지역	Capa (천톤)
DuPont	미국	5.0
DuPont	일본	8.0
Yantai	중국	1.3
SRO	중국	0.5
합계		15.0

자료: 신한투자증권

메타아라미드 페이퍼 사업은 원재료, 완제품 생산지와 주요 시장이 모두 한국에 있기 때문에 향후 증가하는 국내 수요를 바탕으로 확실한 먹거리가 될 전망이다. 실적 잠재력은 매우 크다. 현재 글로벌 공급의 90%를 점유하는 DuPont은 독점적 지위를 바탕으로 메타아라미드 사업에서 60%를 넘는 영업이익률을 거두고 있다. 엔바이오니아는 2026년 하반기부터 메타아라미드를 생산하여 2035년까지 풀캐파에 도달한다는 목표이다. 풀캐파 기준으로 매출액은 1,300억원, 영업이익률은 30%에 달해 본업을 넘는 회사의 핵심사업이 될 전망이다.

메타아라미드 페이퍼 글로벌 수급 전망



자료: 신한투자증권

방염소재와 메타아라미드 페이퍼 양산을 위해 대규모 신규시설 투자가 진행 중이다. 먼저 방염소재 양산시설은 기존 필터 라인 내 증설로 진행되어 2024년 9월 완료되었다. 메타아라미드 페이퍼 양산시설은 2026년 상반기까지 구축 완료를 목표로 668억원의 자금이 소요될 예정이다. CapEx를 위해 2023년 영구전환사채 120억원을 발행했고, 나머지 500억원가량은 추가 자금조달 예정이다. 신규사업의 전망이 긍정적이기 때문에 작년 영구조달사채 발행 당시 기존 주주들과 기관투자자들이 대거 참여했고, 추가적인 투자유치도 무리없이 진행될 전망이다.

엔바이오니아 CapEx 계획

구분	투자금액	증설 전	증설 후
방염소재(FRBP, FBP)	85억원	17,300K㎡	21,500K㎡
메타아라미드 페이퍼	668억원	-	1,000K㎡
정수기용 필터	0.8억원	2.4Mea	3.6Mea

자료: 신한투자증권

세프라텍 - 반도체 밸류체인 국산화 선봉장

엔바이오니아가 45% 지분을 보유한 연결자회사 세프라텍은 산업용 분리막 토탈 솔루션 기업이다. 분리막은 정수와 폐수처리에 주로 쓰이고, 최근에는 석유화학, 반도체용 초순수제조, 초미세먼지 저감, 바이오 가스 분리정제, 핵폐기물 처리, 고가 금속 및 이온 분리 등과 같이 새로운 응용분야가 늘어나고 있다.

본격적인 매출성장이 기대되는 부문은 반도체 영역이다. 반도체 팹에서 발생하는 유독성 케미컬을 분리정제하거나 반도체 공정에 필요한 초순수를 만드는 데 분리막이 쓰인다. 특히 초순수 제조용 탈기막은 3M이 100% 독점하고 있어, 세프라텍이 양산에 성공할 경우 세계에서 2번째 생산업체가 된다. 한국 정부의 반도체 소부장 국산화 프로젝트에 따라 현재 SK실트론 공장에서 세프라텍의 초순수 막탈기 장비가 테스트되고 있다. 테스트 결과 3M제품과 동등한 성능을 입증했고, 향후 양산 투입량과 단가가 정해질 예정이다. 세프라텍은 양산확대를 위해 약 85억원을 투입해 월 300개 이상 생산가능한 제2공장 캐파를 올해 7월 확충했고, 2025년 하반기 코스닥시장 상장을 목표로하고 있다.

SK실트론 공장에 설치된 세프라텍 초순수 막탈기공정 제품



자료: 언론, 신한투자증권

본업(정수기필터)도 국산화를 타고 성장한다

양전하필터는 음성을 띄는 세균과 바이러스를 잡아내는 기능성 제품이며, 정수탱크가 없는 직수형 정수기를 만드는 데 필수적이다. 양전하필터를 제조할 수 있는 회사는 엔바이오니아, Ahlstrom, KX Technologies등 전세계에 3개 뿐이다. 국내 1위 정수기 기업 코웨이는 Ahlstrom의 양전하필터를 쓰고 있는데, 수입 의존을 줄이기 위해 국산화에 나서고 있다. 코웨이의 국산화 수요에 대응하기 위해 엔바이오니아는 정수기용 필터 캐파를 1.5배 늘릴 계획이다. 국산화에 힘입어 엔바이오니아의 국내 시장점유율은 2024년 25%에서 2025년 35%로 높아질 전망이다.

III. 실적 추이 및 전망

2025년 흑전, 2026년부터 영업레버리지 발생 전망

2024년 매출액 140억원, 영업손실 10억원을 전망한다. 2025년은 정수필터 국산화, 방염소재 납품 개시에 따라 매출액은 전년 대비 42.2% 증가, 영업이익은 흑자 전환할 것으로 기대된다. 2026년부터 메타아라미드 페이퍼 양산 매출이 본격화되며 영업레버리지가 발생할 전망이다. 메타아라미드 페이퍼의 풀가동 시점은 2035년으로 예상되며, 연 매출액은 1,300억원, 영업이익률은 30% 수준으로 추정된다. 수년간 메타아라미드가 견인하는 계단식 실적 성장이 예상된다.

실적 추이 및 전망						
(십억원, %)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	8.9	11.0	14.7	14.0	19.9	29.6
YoY	8.3	24.2	32.9	(4.6)	42.2	49.2
필터		8.8	11.2	14.0	15.4	16.1
방염소재					4.5	5.5
메타아라미드						8.0
세프라텍		2.2	3.5	4.2	5.0	6.0
영업이익	(0.8)	(0.7)	(0.2)	(1.0)	0.3	2.9
YoY	적지	적지	적지	적지	흑전	890.9
Margin	(8.7)	(6.4)	(1.4)	(7.2)	1.5	9.9
지배순이익	(2.4)	(0.2)	(4.7)	(1.0)	0.3	2.3
YoY	적지	적지	적지	적지	흑전	672.9

자료: 신한투자증권

Compliance Notice

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



해외주식



ASML (ASML.US)

수주 급감으로 낮아질 눈높이

2024년 10월 17일

✓ 투자판단	★★☆☆☆	✓ 목표주가 (LSEG Workspace)	1,077.7 달러
✓ 상승여력	47.5%	✓ 현재주가 (10월 15일)	730.4 달러

[반도체/글로벌IT]

김형태 수석연구원
 ✉ calebkim@shinhan.com

여현석 연구원
 ✉ krug@shinhan.com

신한생각 분기 실적은 양호했으나 신규 수주 부진으로 주가 급락

주요 비메모리(로직), 메모리 고객사들의 투자 결정 지연되며 시장 예상치를 대폭 하회한 신규 수주액 기록. '25년 연간 매출도 기존 가이드스 대비 50억유로 하향. 중국 비중 점진적 축소 예상되나 아직은 높은(47%) 수준. 최근 재부각된 중국향 반도체 규제 범위 확대 우려도 투자 심리에 부정적 영향. 중장기 실적 가시성 훼손에 따른 주가 변동성 확대 불가피

3Q24 review: 신규 수주 26.3억유로(-53% QoQ), 잔고 360억유로

3분기 매출 74.7억유로(+19.6%, 이하 전분기대비), 주당순이익(EPS) 5.28 유로로 컨센서스 대비 각각 3%, 7% 상회. 부문별 매출은 시스템(장비) 59.3억유로(+24%, EUV 20.7억유로), 설치기반(서비스) 15.4억유로(+4%). 로직향 매출 증가세(+47%) 지속되는 가운데 메모리향 매출은 축소(-2%)

국가별 비중은 중국 47%, 미국 21%, 대만/한국 각 15%, 일본 2%로 미국 비중 급격히 확대(+18%p). TSMC의 애리조나 Fab 증설 효과로 추정. 신규 수주 26.3억유로(-52.7%), 수요처별 비중은 로직 46%, 메모리 54%. 로직 투자 지연, 메모리 전환투자 비중 확대 및 증설 계획 축소 영향. 수주잔고는 360억유로(중국향 비중 20%)로 전분기대비 30억유로 감소

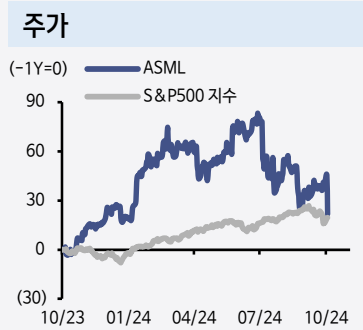
주요 고객사의 보수적 투자 기조, 중국 매출 감소 → 성장 기대감 약화

4분기 가이드스(중간값) 매출 90억유로, 매출총이익률(GPM) 49.5%로 예상 부합. '25년 가이드스는 구형 EUV 판매 예상치 50대 이하로 조정, 중국 매출 비중 20%로 급감 예상하며 300~350억유로로 대폭 하향 → 예상(360억유로) 하회. 가이드스 상단 달성 위해서는 차분기 30억유로 이상 수주 필요. AI 산업은 강한 수요 지속되고 있으나 그 외 전방산업 회복 더딘 상황. 일부 IDM, 파운드리 자본지출(CapEx) 계획 추가 지연될 가능성 ↑

S&P500 지수 (pt)	5,859.9
시가총액 (조원)	396.4
발행주식수 (백만주)	393.4
유동주식비율 (%)	100.0
52주 최고가 (달러)	1,110.1
52주 최저가 (달러)	573.9

주요주주 (%)	
Intel	5.2
Capital Group Companies Inc	2.6

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(9.6)	(31.3)	21.5	(3.5)
상대	(13.9)	(34.6)	(12.6)	(25.4)



12월 결산	매출액 (백만유로)	증가율 (%)	영업이익 (백만유로)	영업이익률 (%)	순이익 (백만유로)	EPS (유로)	증가율 (%)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2022	21,173	13.8	6,501	30.7	5,624	14.14	(1.5)	35.4	27.8	22.7	64.1
2023	27,558	30.2	9,042	32.8	7,839	19.91	40.8	34.9	27.8	20.4	58.5
2024F	27,949	1.4	8,759	31.3	7,483	18.88	(5.2)	42.3	32.9	19.8	46.8
2025F	36,091	29.1	13,474	37.3	11,476	29.30	55.2	27.3	21.8	15.8	57.8
2026F	40,081	11.1	15,476	38.6	13,141	34.32	17.1	23.3	19.0	12.3	52.7

자료: Factset, 신한투자증권

영업실적 추이 및 전망											
(백만유로, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q23F	2023	2024F	2025F
매출액	6,746	6,902	6,673	7,237	5,290	6,243	7,467	8,949	27,558	27,949	36,091
YoY	90.9	27.1	15.5	12.6	(21.6)	(9.6)	11.9	23.7	30.2	1.4	29.1
QoQ	4.9	2.3	(3.3)	8.5	(26.9)	18.0	19.6	19.8			
부문별 매출											
ArFi	1,603	2,747	2,548	2,160	1,547	2,381	2,844		9,057		
EUV	2,885	2,074	1,858	2,273	1,824	1,476	2,074		9,090		
KrF	481	505	531	682	317	428	593		2,198		
ArFDry	160	112	212	284	119	333	178		769		
I-line	53	56	53	114	40	95	119		276		
M&I	160	112	106	170	119	48	119		549		
수요처별 매출											
로직	3,739	4,709	4,034	3,580	2,498	2,579	3,796		16,063		
메모리	1,603	897	1,274	2,103	1,468	2,182	2,130		5,876		
서비스	1,404	1,296	1,365	1,555	1,324	1,482	1,541		5,620		
영업이익	2,205	2,263	2,182	2,392	1,391	1,835	2,441	3,092	9,042	8,759	13,474
영업이익률	32.7	32.8	32.7	33.1	26.3	29.4	32.7	34.5	32.8	31.3	37.3
YoY	180.9	36.9	12.6	12.6	(36.9)	(18.9)	11.9	29.3	39.1	(3.1)	53.8
QoQ	3.8	2.6	(3.6)	9.6	(41.8)	31.9	33.1	26.7			
순이익	1,956	1,942	1,893	2,048	1,224	1,578	2,077	2,605	7,839	7,483	11,476
순이익률	29.0	28.1	28.4	28.3	23.1	25.3	27.8	29.1	28.4	26.8	31.8
YoY	181.4	37.6	11.3	12.7	(37.4)	(18.7)	9.7	27.2	39.4	(4.5)	53.4
QoQ	7.6	(0.7)	(2.5)	8.2	(40.2)	28.9	31.6	25.5			
EPS (유로)	4.96	4.93	4.81	5.21	3.11	4.01	5.28	6.72	19.91	18.88	29.30
YoY	186.7	39.3	12.1	13.3	(37.3)	(18.7)	9.8	29.0	40.8	(5.2)	55.2
QoQ	7.8	(0.6)	(2.4)	8.3	(40.3)	28.9	31.7	27.3			

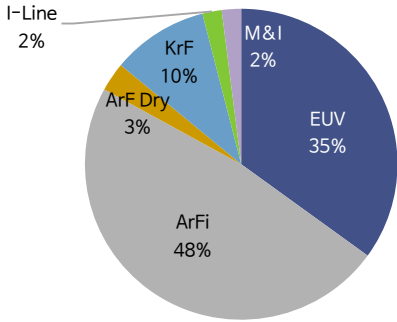
자료: Factset, 신한투자증권

3Q24 영업실적 요약

(백만유로, %)	3Q24	3Q23	YoY	2Q24	QoQ	컨센서스	차이
매출액	7,467	6,673	11.9	6,243	19.6	7,240	3.1
영업이익	2,441	2,182	11.9	1,835	33.1	2,279	7.1
EPS (유로)	5.28	4.81	9.8	4.01	31.7	4.96	6.6

자료: Factset, 신한투자증권

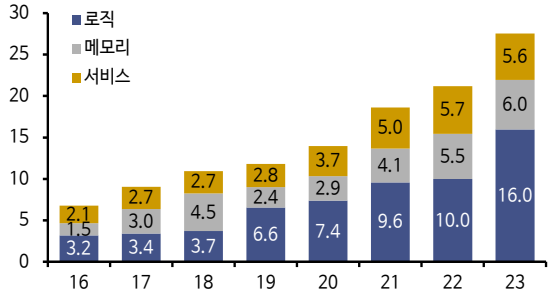
장비별 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 3Q24 기준

최종 수요처별 매출액 추이

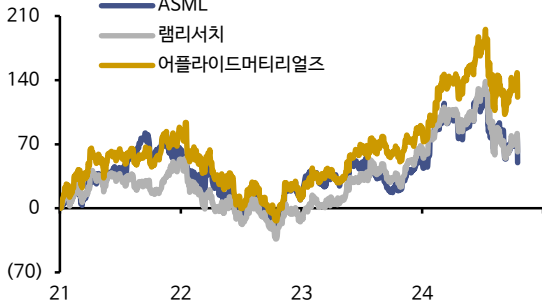
(십억유로)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

글로벌 Peer 그룹 상대주가 추이

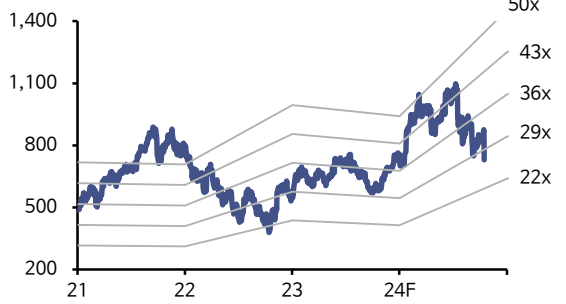
(21=0)



자료: LSEG Workspace, 신한투자증권

12개월 선행 PER 밴드 차트

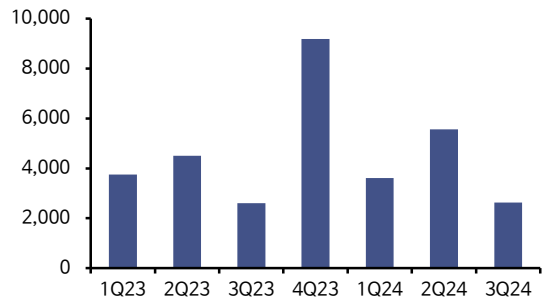
(달러)



자료: LSEG Workspace, 신한투자증권

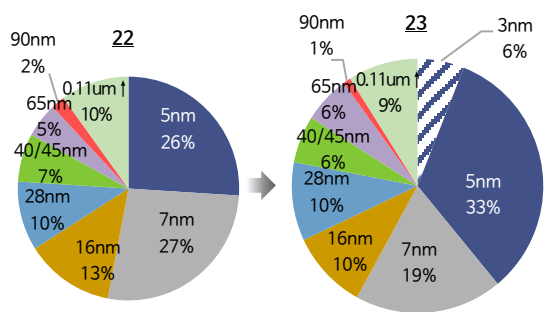
분기별 신규 수주 추이

(백만유로)



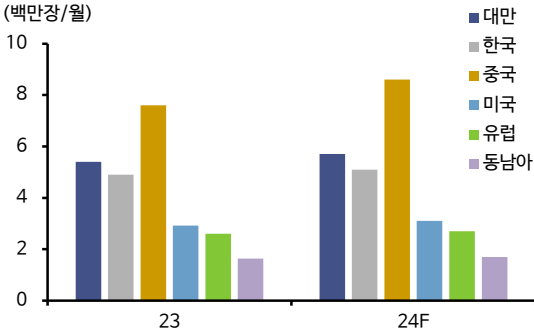
자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 고객사 TSMC의 선단 공정 비중 확대



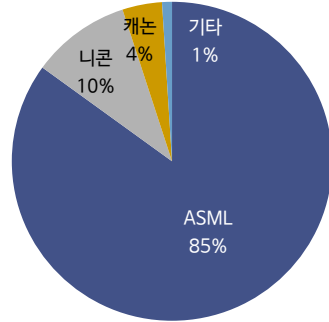
자료: TSMC, 신한투자증권

지역별 반도체 Capa 전망



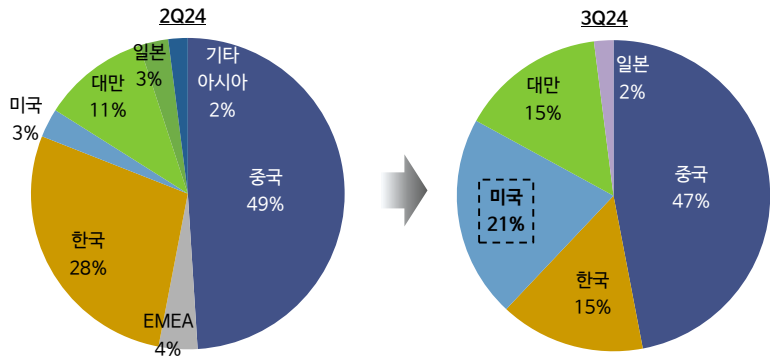
자료: SEMI, 신한투자증권

글로벌 노광장비 점유율



자료: 한국산업기술평가관리원, 신한투자증권

장비 판매 매출 지역별 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김형태, 여현석).
- ◆ 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 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 중독의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

넬 (NEL.NO)

미국만 바라보는 중

2024년 10월 17일

✓ 투자판단	★★★★☆	✓ 목표주가 (Bloomberg)	5.3NOK
✓ 상승여력	25.8%	✓ 현재주가 (10월 15일)	4.2NOK

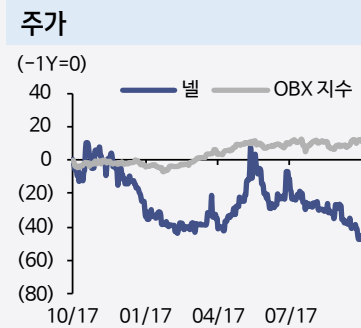
[신에너지(수소)]

최규현, CFA 선임연구원
 ✉ cgh815@shinhan.com

OBX 지수 (pt)	1,347.6
시가총액 (조원)	0.9
발행주식수 (백만주)	1,671.3
유동주식비율 (%)	99.8
52주 최고가 (NOK)	8.8
52주 최저가 (NOK)	3.9

주요주주 (%)	
State Street	4.2
Vanguard Group	3.8

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	5.3	(38.1)	(45.1)	(37.1)
상대	3.4	(39.5)	(56.2)	(50.0)



신한생각 IRA Section 45V 지침 최종안 발표 전까지 눌림 지속 예상

2024년 초 발표 예정이었던 IRA Section 45V 지침 최종안이 지연되면서 현재까지 청정 수소(특히, 그린 수소) 생산 인프라 관련 업체들의 주가가 횡보 혹은 하락세 지속. 넬은 최근 미시시피 청정 수소 허브형 1GW 예약 계약 취소되며 주가 하락세에 힘이 더해짐. 연내 예정된 Section 45V 지침 최종안 발표 시 단기 반등 가능할 전망. 반등에서 추세로의 전환을 위해서는 단일 프로젝트당 대규모(GW 규모) 신규 수주가 필요하다는 판단

3Q24 Review: PEM 부진 영향으로 EBITDA 컨센서스 하회

[3분기 수주] 전사 신규 수주 161백만NOK(-52.4%, 이하 YoY), 수주 잔고 1,872백만NOK(-23.3%) 기록. 알칼라인 신규 수주 및 수주 잔고 각각 7백만NOK(-97.1%), 1,431백만NOK(-19.5%) 기록. PEM 신규 수주 및 수주 잔고 각각 154백만NOK(+60.9%), 441백만NOK(-20.1%) 기록. PEM은 유럽 내 80백만NOK 규모 프로젝트 통해 신규 수주 크게 증가

[3분기 실적] 전사 매출액 및 EBITDA 각각 366백만NOK(+2.0%), -90백만NOK(적자지속) 기록. 알칼라인 매출액 및 EBITDA 각각 302백만NOK(+54.1%), 4백만NOK(흑자전환) 기록. 이는 납품 물량 증가 및 전년 대비 개선된 프로젝트 마진에 기인. PEM 매출액 및 EBITDA 각각 64백만NOK(-40.7%), -57백만NOK(적자지속). 이는 납품 시기 문제와 소규모-저용량 제품 납품에 기인. 각 사업부 증설으로 인한 고정비 부담 증가했으나 대규모 신규 수주 시 향후 드라마틱한 EBITDA 적자 축소 예상

전 세계적으로 청정 수소 생산 인프라 투자 본격화 구간 돌입

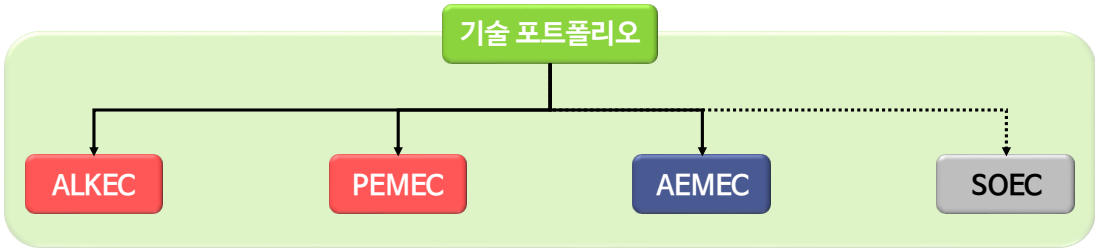
청정 수소 생산 인프라 구축 관련 정책 지원은 수전해전지 산업의 핵심 성장 동력. 정책 정착 과도기 속 단기 잡음은 불가피. 향후 산업이 본격 성장 구간 돌입할 경우 직접적인 수혜(연속적인 대규모 신규 수주) 예상

12월 결산	매출액 (백만NOK)	증가율 (%)	영업이익 (백만NOK)	영업이익률 (%)	순이익 (백만NOK)	EPS (NOK)	증가율 (%)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)
2022	914.9	21.5	(1,278.7)	(139.8)	(1,171.2)	(0.76)	적지	-	(22.3)	4.0	-
2023	1,681.1	83.8	(699.5)	(41.6)	(855.2)	(0.52)	적지	-	(14.7)	1.9	-
2024F	1,615.7	(3.9)	(449.1)	(27.8)	(337.6)	(0.21)	적지	-	(5.6)	1.3	-
2025F	2,054.9	27.2	(428.2)	(20.8)	(350.7)	(0.21)	적지	-	(6.9)	1.4	-
2026F	2,838.4	38.1	(265.8)	(9.4)	(188.5)	(0.11)	적지	-	(3.8)	1.5	345.5

자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 추정치는 Bloomberg Consensus 수치

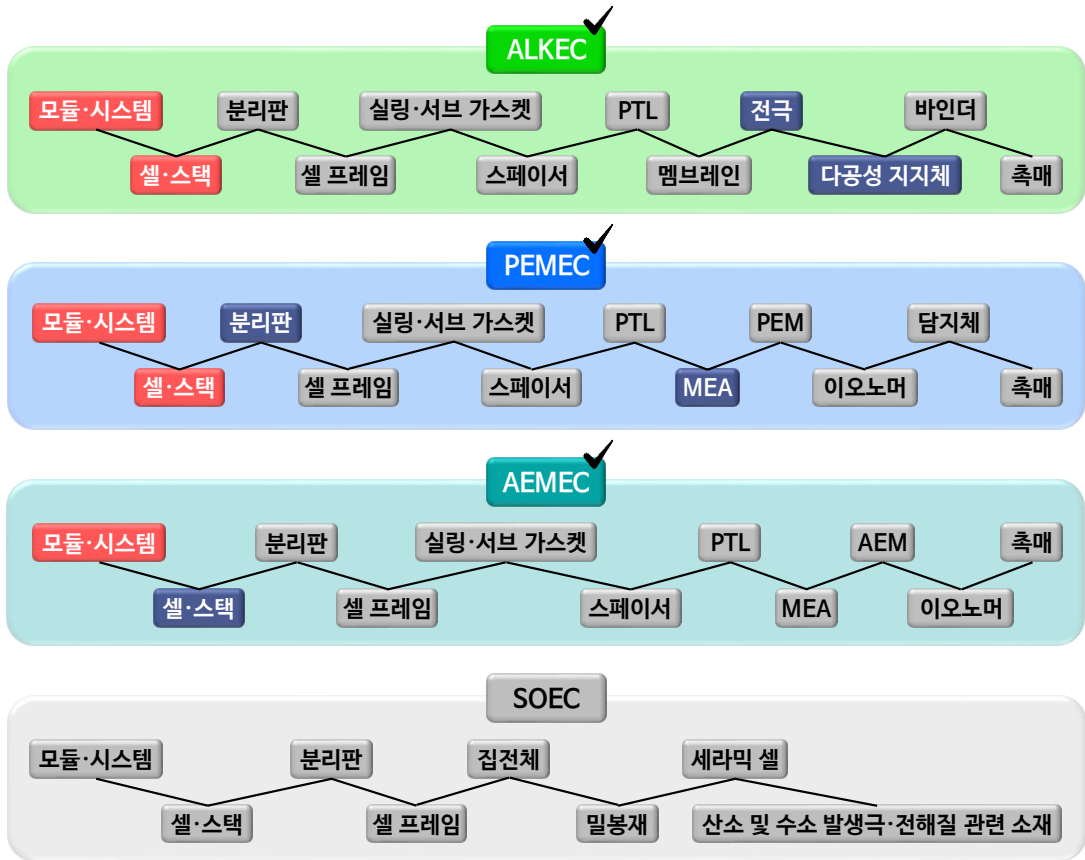
<수전해전지 관련 사업 추진 현황>

넬의 수전해전지 기술 포트폴리오 현황



자료: 회사 자료, 산업 자료, 언론 보도 종합, 신한투자증권 추정
 주: 넬이 현재 확보한 수전해전지 기술은 빨간색으로, 향후 확보 계획 중인 기술은 남색으로 음영 처리

수전해전지 기술별 Value Chain 구성 요소 중 넬의 사업화 현황



자료: 회사 자료, 산업 자료, 언론 보도 종합, 신한투자증권 추정 / 주: 1) Value Chain 구성 요소는 임의로 구분. 현재 관련 사업을 영위 중이거나 혹은 사업화를 계획 중인 것으로 추정되는 구성 요소를 빨간색 및 남색으로 음영 처리(빨간색은 Value Chain 상 해당 업체의 정체성을 의미), 2) 똑같은 기술에 기반한 제품을 생산할 경우에도 개별 업체마다 활용하는 구성 요소는 충분히 상이할 수 있음

넬 수전해 사업부 수주 관련 지표 추이 및 전망

(백만NOK, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
(신규 수주)														
수전해 합계	443	229	338	131	398	270	161	800	763	1,979	1,141	1,763	2,821	4,328
YoY 증감률	108.0	24.5	(50.3)	(85.5)	(10.2)	17.9	(52.4)	510.7	(3.5)	159.4	(42.3)	54.5	60.0	53.4
QoQ 증감률	(50.9)	(48.3)	47.6	(61.2)	203.8	(32.2)	(40.4)	23.1	-	-	-	-	-	-
알칼라인	380	14	242	50	270	213	7		-	-	686			
시스템 기준 단가(NOK/kW)	4,945	5,247	5,133	5,240	5,712	5,789	5,881		-	-	5,142			
스택 기준 단가(NOK/kW)	3,205	3,207	3,137	3,202	3,142	3,184	3,234		-	-	3,188			
시스템 기준 물량(MW)	77	3	47	9	47	37	1		-	-	133			
스택 기준 물량(MW)	119	4	77	16	86	67	2		-	-	215			
YoY 증감률	N/A	N/A	N/A	N/A	(28.9)	1,421.4	(97.1)		-	-	N/A			
QoQ 증감률	N/A	(96.3)	1,630.7	(79.5)	443.3	(21.1)	(96.7)		-	-	-			
합계 내 비중	85.8	6.1	71.7	37.9	67.8	78.9	4.3		-	-	60.1			
PEM	63	215	96	81	128	57	154		-	-	455			
시스템 기준 단가(NOK/kW)	15,276	16,208	15,856	16,187	15,880	16,093	16,348		-	-	15,882			
스택 기준 단가(NOK/kW)	-	-	-	-	-	-	-		-	-	-			
시스템 기준 물량(MW)	4	13	6	5	8	4	9		-	-	29			
스택 기준 물량(MW)	-	-	-	-	-	-	-		-	-	-			
YoY 증감률	N/A	N/A	N/A	N/A	103.2	(73.5)	60.9		-	-	N/A			
QoQ 증감률	N/A	241.3	(55.5)	(15.0)	57.4	(55.5)	170.2		-	-	-			
합계 내 비중	14.2	93.9	28.3	62.1	32.2	21.1	95.7		-	-	39.9			
(수주 잔고)														
수전해 합계	2,443	2,375	2,442	2,093	2,115	2,072	1,872	2,850	937	2,224	2,093	2,412	3,518	5,557
YoY 증감률	147.5	115.5	45.4	(5.9)	(13.4)	(12.8)	(23.3)	36.1	50.9	137.4	(5.9)	15.2	45.8	58.0
QoQ 증감률	9.8	(2.8)	2.8	(14.3)	1.1	(2.0)	(9.7)	18.2	-	-	-	-	-	-
알칼라인	1,956	1,767	1,777	1,654	1,667	1,689	1,431		-	-	1,654			
시스템 기준 물량(MW)	396	337	346	316	292	292	243		-	-	322			
스택 기준 물량(MW)	610	551	566	516	531	530	442		-	-	519			
YoY 증감률	N/A	N/A	N/A	N/A	(14.8)	(4.4)	(19.5)		-	-	N/A			
QoQ 증감률	N/A	(9.7)	0.6	(6.9)	0.8	1.3	(15.3)		-	-	-			
합계 내 비중	80.1	74.4	72.8	79.0	78.8	81.5	76.4		-	-	79.0			
PEM	487	608	552	440	448	383	441		-	-	440			
시스템 기준 물량(MW)	32	38	35	27	28	24	27		-	-	28			
스택 기준 물량(MW)	-	-	-	-	-	-	-		-	-	-			
YoY 증감률	N/A	N/A	N/A	N/A	(8.0)	(37.0)	(20.1)		-	-	N/A			
QoQ 증감률	N/A	24.8	(9.2)	(20.3)	1.8	(14.5)	15.1		-	-	-			
합계 내 비중	19.9	25.6	22.6	21.0	21.2	18.5	23.6		-	-	21.0			

자료: 회사 자료, Bloomberg Consensus, 신한투자증권 추정 / 주: 1) 추정치가 빈칸인 경우 대체 가능 수치(컨센서스 등)가 없음을 의미
 2) 시스템 및 스택 기준 단가는 해당 기간 내 수주한 프로젝트를 기준으로 계산(금액/용량)해 추정. 연간 단가는 분기 단가의 평균
 3) 시스템 및 스택 기준 물량은 해당 기간 내 신규 수주 및 수주 잔고를 시스템 및 스택 기준 단가로 단순하게 나누어 추정
 4) 각 분기 및 연도에 해당하는 단가를 활용했기 때문에 분기 물량 합계와 연간 수치와 상이할 수 있음
 5) 분기 및 연간 추정치를 공개하는 커버리지 애널리스트의 수가 다르기 때문에 분기 추정치 합계와 연간 추정치가 상이할 수 있음

넬 실적 추이 및 전망

(백만NOK, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	355	467	359	501	387	332	366	439	753	915	1,681	1,612	2,155	3,262
YoY 증감률	79.9	169.5	105.1	35.5	9.1	(28.8)	2.0	(12.3)	30.2	21.5	83.8	(4.1)	33.7	51.4
QoQ 증감률	(3.9)	31.5	(23.1)	39.5	(22.7)	(14.2)	10.2	9.9	-	-	-	-	-	-
수전해	278	391	321	437	276	332	366	439	466	748	1,427	1,612	2,155	3,262
YoY 증감률	74.7	202.4	116.3	40.4	(0.6)	(15.0)	14.0	(12.3)	38.1	60.5	90.7	(4.1)	33.7	51.4
QoQ 증감률	(10.7)	40.5	(17.9)	36.3	(36.8)	20.2	10.2	9.9	-	-	-	-	-	-
수소 충전소	81	84	85	96	111	-	-	-	332	245	346	-	-	-
YoY 증감률	49.8	56.1	143.4	(6.1)	37.3	-	-	-	5.5	(26.1)	41.1	-	-	-
QoQ 증감률	(21.3)	4.2	0.5	13.9	15.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
매출총이익	187	216	170	252	293	183	207	205	201	330	824	872	1,006	1,488
YoY 증감률	254.7	458.7	378.2	24.0	57.0	(15.2)	22.3	(18.5)	9.2	63.9	149.7	5.8	15.4	47.9
QoQ 증감률	(8.1)	15.4	(21.4)	48.6	16.4	(37.7)	13.5	7.9	-	-	-	-	-	-
매출총이익률	52.6	46.2	47.3	50.3	75.8	55.1	56.7	46.8	26.7	36.1	49.0	54.1	46.7	45.6
YoY 증감	25.9	23.9	27.0	(4.7)	23.1	8.8	9.4	(3.6)	(5.1)	9.3	12.9	5.1	(7.4)	(1.1)
QoQ 증감	(2.4)	(6.4)	1.0	3.1	25.4	(20.7)	1.6	(0.8)	-	-	-	-	-	-
영업이익	(175)	(194)	(165)	(166)	(74)	(125)	(146)	(100)	(583)	(1,279)	(700)	(431)	(392)	(247)
YoY 증감률	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
QoQ 증감률	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	-	-	-	-	-	-
수전해	(74)	(127)	(72)	(89)	(96)	(87)	(171)		(271)	(420)	(322)			
YoY 증감률	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지		적지	적지	적지			
QoQ 증감률	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지		-	-	-			
수소 충전소	(70)	(81)	(61)	(44)	(63)	-	-	-	(209)	(726)	(256)	-	-	-
YoY 증감률	적지	적지	적지	적지	적지	-	-	-	적지	적지	적지	-	-	-
QoQ 증감률	적지	적지	적지	적지	적지	-	-	-	-	-	-	-	-	-
영업이익률	(48.7)	(40.7)	(40.7)	(31.1)	(18.1)	(35.2)	(37.2)	(22.8)	(73.0)	(128.7)	(39.5)	(26.7)	(18.2)	(7.6)
YoY 증감	38.8	90.8	101.4	111.6	30.6	5.5	3.5	8.3	(9.5)	(55.7)	89.2	12.7	8.5	10.6
QoQ 증감	94.0	8.0	0.0	9.6	13.0	(17.1)	(2.0)	5.0	-	-	-	-	-	-
수전해	(26.6)	(32.5)	(22.4)	(20.4)	(34.9)	(26.1)	(46.7)		(58.0)	(56.1)	(22.6)			
YoY 증감	24.3	56.5	63.2	11.4	(8.3)	6.4	(24.3)		(4.9)	1.9	33.6			
QoQ 증감	5.2	(5.9)	10.1	2.1	(14.5)	8.7	(20.6)		-	-	-			
수소 충전소	(86.7)	(96.2)	(72.1)	(45.7)	(56.5)	-	-	-	(63.0)	(296.2)	(74.0)	-	-	-
YoY 증감	46.9	76.2	229.9	398.7	30.1	-	-	-	(18.9)	(233.3)	222.2	-	-	-
QoQ 증감	357.7	(9.5)	24.1	26.4	(10.9)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	(121)	(138)	(109)	(106)	(16)	(79)	(90)	(53)	(475)	(779)	(474)	(234)	(147)	78
YoY 증감률	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
QoQ 증감률	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	-	-	-	-	-	-
수전해	(34)	(47)	(31)	(46)	63	(46)	(53)		(210)	(304)	(159)			
YoY 증감률	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지		적지	적지	적지			
QoQ 증감률	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적지		-	-	-			
수소 충전소	(57)	(68)	(47)	(29)	(47)	-	-	-	(169)	(352)	(202)	-	-	-
YoY 증감률	적지	적지	적지	적지	적지	-	-	-	적지	적지	적지	-	-	-
QoQ 증감률	적지	적지	적지	적지	적지	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA 마진율	(33.6)	(29.0)	(26.9)	(19.9)	(3.8)	(22.3)	(22.9)	(12.0)	(59.5)	(78.4)	(26.7)	(14.5)	(6.8)	2.4
YoY 증감	37.9	78.6	89.9	32.3	29.8	6.7	4.0	7.9	(20.9)	(18.9)	51.7	12.2	7.7	9.2
QoQ 증감	18.6	4.6	2.1	7.0	16.1	(18.4)	(0.6)	2.5	-	-	-	-	-	-
수전해	(12.3)	(12.0)	(9.8)	(10.5)	22.9	(13.7)	(14.4)		(45.0)	(40.6)	(11.1)			
YoY 증감	25.3	52.6	53.5	10.8	35.2	(1.8)	(4.6)		(20.0)	4.4	29.5			
QoQ 증감	9.0	0.3	2.2	(0.8)	33.4	(36.6)	(0.6)		-	-	-			
수소 충전소	(71.2)	(81.2)	(56.0)	(29.7)	(42.7)	-	-	-	(50.9)	(143.4)	(58.4)	-	-	-
YoY 증감	40.8	70.8	212.8	83.3	28.5	-	-	-	(16.9)	(92.5)	85.1	-	-	-
QoQ 증감	41.8	(10.0)	25.2	26.4	(13.0)	-	-	-	-	-	-	-	-	-

자료: 회사 자료, Bloomberg Consensus, 신한투자증권 추정 / 주: 1) 추정치가 빈칸인 경우 대체 가능 수치(컨센서스 등)가 없음을 의미
 2) 분기 및 연간 추정치를 공개하는 커버리지 애널리스트의 수가 다르기 때문에 분기 추정치 합계와 연간 추정치가 상이할 수 있음
 3) 2023년까지는 매출액이 계약 수익, 기타 수익의 합계이지만 2024년부터는 매출액이 계약 수익 기준
 4) 매출총이익은 계약 수익에서 매출원가를 차감해 계산, 영업이익은 계약 수익, 기타 수익의 합계에서 영업 비용을 차감해 계산

넬 수전해 사업부 실적, 투자 집행 추이 및 전망

(백만NOK, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	278	391	321	437	276	332	366	439	466	748	1,427	1,612	2,155	3,262
YoY 증감률	74.7	202.4	116.3	40.4	(0.6)	(15.0)	14.0	0.5	38.1	60.5	90.7	12.9	33.7	51.4
QoQ 증감률	(10.7)	40.5	(17.9)	36.3	(36.8)	20.2	10.2	9.9	-	-	-	-	-	-
알칼라인	187	254	196	238	224	220	302		-	-	875			
시스템 기준 물량(MW)	38	48	38	45	39	38	51		-	-	170			
스택 기준 물량(MW)	58	79	62	74	71	69	93		-	-	274			
YoY 증감률	N/A	N/A	N/A	N/A	19.8	(13.4)	54.1		-	-	N/A			
QoQ 증감률	N/A	35.8	(22.8)	21.4	(5.9)	(1.8)	37.3		-	-	-			
PEM	77	117	108	175	52	112	64		-	-	477			
시스템 기준 물량(MW)	5	7	7	11	3	7	4		-	-	30			
스택 기준 물량(MW)	-	-	-	-	-	-	-		-	-	-			
YoY 증감률	N/A	N/A	N/A	N/A	(32.5)	(4.3)	(40.7)		-	-	N/A			
QoQ 증감률	N/A	51.9	(7.7)	62.0	(70.3)	115.4	(42.9)		-	-	-			
영업이익	(74)	(127)	(72)	(89)	(96)	(87)	(171)		(271)	(420)	(322)			
YoY 증감률	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지		적지	적지	적지			
QoQ 증감률	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지		-	-	-			
영업이익률	(26.6)	(32.5)	(22.4)	(20.4)	(34.9)	(26.1)	(46.7)		(58.0)	(56.1)	(22.6)			
YoY 증감	24.3	56.5	63.2	11.4	(8.3)	6.4	(24.3)		(4.9)	1.9	33.6			
QoQ 증감	5.2	(5.9)	10.1	2.1	(14.5)	8.7	(20.6)		-	-	-			
EBITDA	(34)	(47)	(31)	(46)	63	(46)	(53)		(210)	(304)	(159)			
YoY 증감률	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지		적지	적지	적지			
QoQ 증감률	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적지		-	-	-			
알칼라인	(11)	(3)	(8)	(7)	106	(3)	4		-	-	(29)			
YoY 증감률	N/A	N/A	N/A	N/A	흑전	적지	흑전		-	-	N/A			
QoQ 증감률	N/A	적지	적지	적지	흑전	적전	흑전		-	-	-			
PEM	(23)	(44)	(23)	(39)	(43)	(43)	(57)		-	-	(129)			
YoY 증감률	N/A	N/A	N/A	N/A	적지	적지	적지		-	-	N/A			
QoQ 증감률	N/A	적지	적지	적지	적지	적지	적지		-	-	-			
EBITDA 마진율	(12.3)	(12.0)	(9.8)	(10.5)	22.9	(13.7)	(14.4)		(45.0)	(40.6)	(11.1)			
YoY 증감	25.3	52.6	53.5	10.8	35.2	(1.8)	(4.6)		(20.0)	4.4	29.5			
QoQ 증감	9.0	0.3	2.2	(0.8)	33.4	(36.6)	(0.6)		-	-	-			
알칼라인	(5.9)	(1.2)	(4.1)	(2.9)	47.3	(1.4)	1.3		-	-	(3.3)			
YoY 증감	N/A	N/A	N/A	N/A	53.2	(0.2)	5.4		-	-	N/A			
QoQ 증감	N/A	4.7	(2.9)	1.1	50.3	(48.7)	2.7		-	-	-			
PEM	(29.9)	(37.6)	(21.3)	(22.3)	(82.7)	(38.4)	(89.1)		-	-	(27.0)			
YoY 증감	N/A	N/A	N/A	N/A	(52.8)	(0.8)	(67.8)		-	-	N/A			
QoQ 증감	N/A	(7.7)	16.3	(1.0)	(60.4)	44.3	(50.7)		-	-	-			
투자 집행 금액	100	161	120	310	135	233	160		319	230	691			
YoY 증감률	135.9	653.6	59.2	243.0	34.8	44.6	32.5		73.7	(27.9)	200.8			
QoQ 증감률	10.7	61.2	(25.2)	156.9	(56.5)	72.8	(31.4)		-	-	-			
알칼라인	88	150	-	-	108	129	125		-	-	-			
YoY 증감률	N/A	N/A	-	-	23.0	(14.0)	N/A		-	-	-			
QoQ 증감률	N/A	70.7	-	-	N/A	19.4	(3.3)		-	-	-			
PEM	12	11	-	-	26	103	35		-	-	-			
YoY 증감률	N/A	N/A	-	-	123.4	872.9	N/A		-	-	-			
QoQ 증감률	N/A	(9.9)	-	-	N/A	292.2	(66.5)		-	-	-			

자료: 회사 자료, Bloomberg Consensus, 신한투자증권 추정 / 주: 1) 추정치가 빈칸인 경우 대체 가능 수치(컨센서스 등)가 없음을 의미

2) 분기 및 연간 추정치를 공개하는 커버리지 애널리스트의 수가 다르기 때문에 분기 추정치 합계와 연간 추정치가 상이할 수 있음

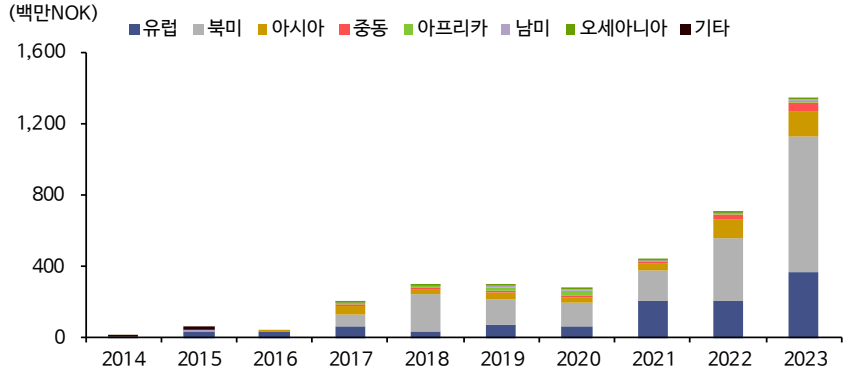
3) 각 분기 및 연도에 해당하는 단가를 활용했기 때문에 분기 물량 합계와 연간 수치와 상이할 수 있음

4) 2023년까지는 매출액이 계약 수익, 기타 수익의 합계이지만 2024년부터는 매출액이 계약 수익 기준

5) 영업이익은 계약 수익, 기타 수익의 합계에서 영업 비용을 차감해 계산

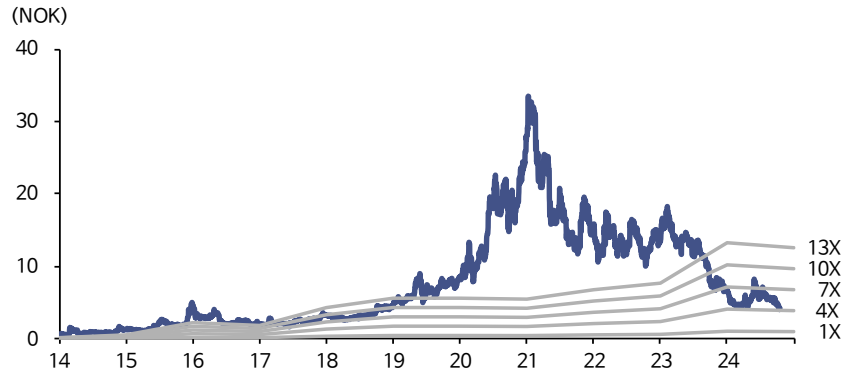
6) 투자 집행 금액은 유형 자산, 무형 자산, 관계 회사 및 JV에 대한 투자 등으로 구성

넬 수전해 사업부 지역별 매출액 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

넬 12개월 선행 PSR(주가 매출 비율) 밴드 차트



자료: Bloomberg Consensus, 신한투자증권

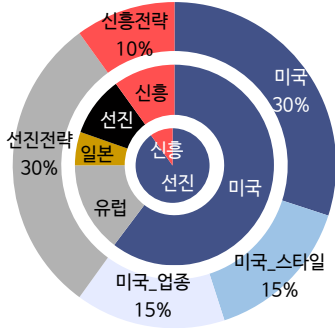
Compliance Notice

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

포트폴리오

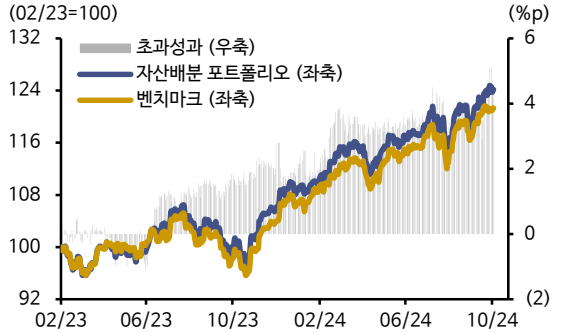
신한 리서치 포트폴리오: ① 자산배분형

포트폴리오: 글로벌 자산배분 주식 부문



종목명	비중			티커	수익률 (%)		
	조정비	SAA	TAA		1M	3M	편입후
주식	64.0	60.0	4.0		4.8	2.6	15.0
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	5.0	2.6	39.5
스타일배분							
성장 ETF	3.0	0.0	3.0	VUG.US	6.6	(1.2)	58.5
업종 배분	15.0	0.0	15.0				
핀테크 ETF	2.0	0.0	2.0	FINX.US	6.4	12.7	0.6
반도체 ETF	4.0	0.0	4.0	SOXX.US	11.1	(12.0)	63.1
인프라 ETF	3.0	0.0	3.0	PAVE.US	9.7	11.2	11.1
은행 ETF	3.0	0.0	3.0	KBE.US	2.8	11.3	(3.2)
클라우드 ETF	3.0	0.0	3.0	SKYY.US	11.8	10.8	3.2
기타 선진	14.5	18.0	(3.5)				
유럽 ETF	10.9	10.9	0.0	FEZ.US	3.5	1.2	19.8
일본 ETF	3.6	3.6	0.0	DXJ.US	8.4	(7.4)	29.5
기타 선진	0.0	3.5	(3.5)				
선흥	10.0	6.0	4.0				
중국	7.7	1.9	5.8				
항생테크 ETF	3.0	0.0	3.0	3033.HK	37.3	31.8	8.9
CSI 300 ETF	2.7	1.9	0.8	2823.HK	24.1	20.5	18.6
홍콩 H ETF	2.0	0.0	2.0	2828.HK	24.7	20.9	5.3
기타 선흥국	2.3	4.1	(1.8)				
한국 ETF	1.2	0.7	0.5	EWY.US	3.3	(8.0)	(0.2)
인도 ETF	1.1	1.1	0.0	INDA.US	0.1	0.6	29.1
선흥국 ETF	0.0	2.3	(2.3)	EEM.US	9.7	4.4	23.5

자산배분 포트폴리오 성과 평가



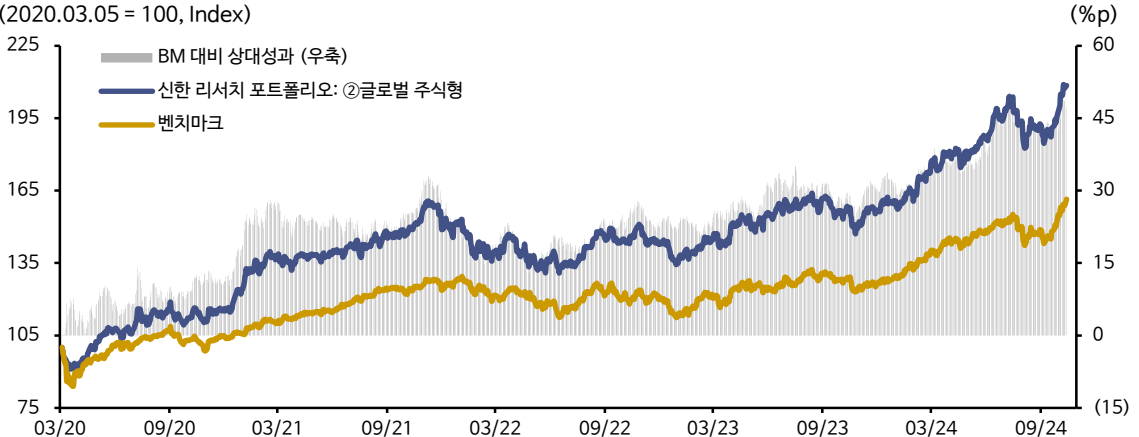
종목명	비중			티커	수익률 (%)		
	조정비	SAA	TAA		1M	3M	편입후
채권	28.0	30.0	(2.0)		(0.6)	1.2	1.4
미국 국채	7.8	6.0	1.8				
국채 단기	4.2	0.9	3.3	SCHO.US	(0.7)	1.0	0.6
국채 중기	2.5	3.6	(1.1)	VGIT.US	(2.2)	1.6	0.4
국채 장기	0.6	1.1	(0.5)	VGLT.US	(5.9)	1.8	(8.6)
물가채	0.6	0.5	0.1	TIP.US	(0.5)	2.3	1.1
미국 크레딧	6.2	6.0	0.2				
MBS	2.8	3.0	(0.2)	MBB.US	(2.4)	2.0	(0.8)
IG 단기	1.7	0.2	1.4	VCSH.US	(0.7)	1.6	3.6
IG 중기	0.8	1.4	(0.6)	VCIT.US	(1.5)	2.4	3.2
IG 장기	0.3	0.7	(0.4)	VCLT.US	(2.6)	2.9	(1.2)
HY 단기	0.1	0.2	(0.0)	SJNK.US	0.3	2.0	2.2
HY 중기	0.4	0.5	(0.0)	HYG.US	0.2	2.4	4.3
비미국	14.0	18.0	(4.0)				
전체	7.0	7.5	(0.5)	IAGG.US	(0.3)	2.9	6.3
선진	5.6	6.0	(0.4)	BNDX.US	(0.6)	2.2	3.0
선흥	1.4	4.5	(3.1)	EMLC.US	(0.0)	2.2	(1.1)
대체	7.5	10.0	(2.0)		0.6	2.1	4.1
상품	1.8	4.0	(2.2)				
금	0.7	0.5	0.2	GLD.US	4.4	10.7	39.2
원유	0.3	1.5	(1.2)	USO.US	16.1	(3.4)	13.2
산업금속	0.8	1.5	(0.7)	DBB.US	10.5	1.9	0.0
농산물	0.0	0.5	(0.5)	DBAU.US	5.2	7.1	28.0
리츠	2.7	2.5	0.2				
물류/산업	1.0	1.0	0.0	INDS.US	(6.5)	5.2	(2.3)
미국 중소형	0.6	0.5	0.1	KBWY.US	(1.0)	14.1	(5.3)
한국 리츠	1.0	1.0	0.0	329200.KS	(4.4)	(1.1)	(1.5)
인프라	3.5	3.5	0.0				
미드스트림	2.3	2.3	0.0	AML.P.US	2.1	(1.2)	17.0
디지털	1.2	1.2	0.0	SRVR.US	0.0	12.6	0.1

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	(4.7)	466.6	베이핑화창 002371.SZ	1.9	29.8
브로드컴 AVGO.US	(3.5)	121.4	중신증권 600030.SS	(2.7)	28.3
일라이 릴리 LLY.US	(1.7)	48.7	알리바바 BABA.US	(5.5)	(3.1)
마이크로소프트 MSFT.US	(0.1)	8.6			
팔란티어 PLTR.US	(2.2)	104.8	ETF		
코스트코 COST.US	0.5	6.1	S&P500 SPY.US	(0.8)	28.8
테슬라 TSLA.US	0.2	10.0	풍력 ETF FAN.US	(1.7)	(5.8)
암젠 AMGN.US	0.1	3.6	차이나 인터넷 ETF KWEB.US	(6.4)	(4.5)
록히드마틴 LMT.US	(1.0)	26.2	전력망 ETF GIRD.US	(1.6)	(1.7)
TSMC TSM.US	(2.6)	17.5	단기채 (USD) SHV.US	0.0	(0.2)
나이키 NKE.US	0.6	(0.9)	단기채 (CNY) 511360.SS	0.0	9.0
오라클 ORCL.US	(1.2)	5.0			
쿠팡 CPNG.US	(1.8)	0.7			
온홀딩스 ONON.US	(0.4)	(2.3)			
로켓 랩 USA RKL.B.US	0.6	31.1			
아머 스포츠 AS.US	(6.7)	13.5			
트레인 테크놀로지스 TT.US	(1.8)	2.9			
아마존 AMZN.US	0.1	0.6			
파커 하니핀 PH.US	(0.9)	1.0			

편입: 없음
 편출: 없음

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	121.4% · AI 추론 수요 확대에 필요한 커스텀 IC(ASIC) 설계 수요 증가, 구급/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	17.5% · 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	5.0% · 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	(2.3%) · 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	0.7% · 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	48.7% · 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	(0.9%) · 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	29.8% · 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 측정, 기기, 저장 등을 포함
누적수익률	(1.7%) · 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	(13.2%) · 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 변경될 수 있습니다.
- 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자 판단에 참고가 되는 정보 제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 중목의 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 FinGuide, 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 상공시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 상기 회사(애플, 페이스북, 넷플릭스, 테슬라, 아마존, 엔비디아, AMD, 구글, 마이크로소프트, 노벨리온, 기아)의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며 회사 정책(따라주) 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

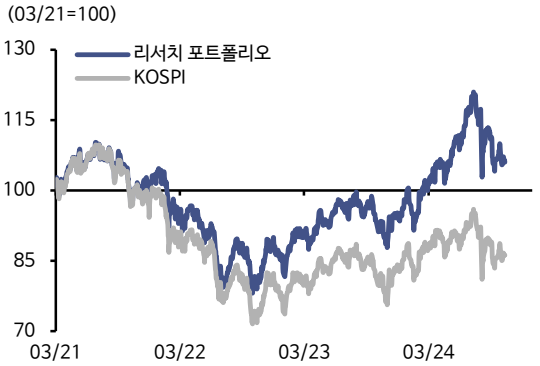
10월 신한 리서치 포트폴리오

섹터	업종	코드	종목명	업종			종목	전주
				비중	제안	차이		
				(A)	(B)	(B-A)		
에너지				1.8	1.8	0.0		
	에너지	A010950	S-Oil	1.8	1.8	0.0	1.8	(0.0)
소재				7.9	8.6	0.7		
	화학	A298020	효성티앤씨	4.4	4.8	0.3	1.2	0.2
		A009830	한화솔루션				1.0	0.1
		A051910	LG화학				1.5	0.3
		A011780	금호석유				1.0	(0.5)
	비철,목재등	A010130	고려아연	1.4	1.7	0.3	1.1	0.2
		A006260	LS				0.3	0.1
		A103140	풍산				0.3	(0.3)
	철강	A005490	POSCO홀딩스	2.1	2.1	0.1	1.7	(0.0)
		A004020	현대제철				0.4	0.0
산업재				15.2	15.2	0.0		
	건설,건축관련	A006360	GS건설	1.5	1.3	(0.2)	1.3	신규
	기계	A112610	씨에스윈드	3.0	3.2	0.2	3.2	(0.0)
	조선	A329180	HD현대중공업	2.9	3.0	0.1	1.7	(0.1)
		A082740	한화엔진				1.3	0.0
	상사,자본재	A047810	한국항공우주	5.3	5.3	(0.1)	2.0	0.5
		A028260	삼성물산				1.7	(0.2)
		A034730	SK				0.9	(0.2)
		A001040	CJ				0.7	(0.2)
	운송	A003490	대한항공	2.5	2.5	(0.0)	2.5	(0.0)
경기관련소비재				10.9	10.3	(0.6)		
	자동차	A005380	현대차	7.0	6.7	(0.2)	2.9	0.1
		A000270	기아				2.2	0.0
		A204320	HL만도				1.7	(0.0)
	화장품,의류,원구	A383220	F&F	2.3	2.4	0.1	0.8	(0.1)
		A192820	코스맥스				0.8	(0.0)
		A018250	애경산업				0.8	(0.0)
	호텔,레저서비스	A034230	파라다이스	0.3	0.3	(0.1)	0.3	(0.0)
	미디어,교육	A253450	스튜디오드래곤	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	(0.0)
필수소비재				2.3	2.2	(0.0)		
	필수소비재	A033780	KT&G	2.3	2.2	(0.0)	2.2	(0.0)

섹터	업종	코드	종목명	업종			종목	전주
				비중	제안	차이		
				(A)	(B)	(B-A)		
의료				8.4	8.7	0.3		
	건강관리	A196170	알테오젠	8.4	8.7	0.3	3.1	0.2
		A207940	삼성바이오로직				3.2	0.0
		A068270	셀트리온				2.0	(0.0)
		A000100	유한양행				0.4	0.0
		A064550	바이오니아				0.0	(0.0)
금융				11.7	12.1	0.4		
	은행	A105560	KB금융	6.8	6.8	0.1	3.2	0.2
		A086790	하나금융지주				3.6	(0.0)
	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	1.0	(0.1)
		A138040	메리츠금융지주				1.6	0.1
IT				39.2	38.5	(0.6)		
	소프트웨어	A259960	크래프톤	4.9	4.8	(0.1)	0.8	0.2
		A251270	넷마블				1.4	(0.1)
		A067160	SOOP				1.6	(0.1)
		A263750	필버비스				1.0	(0.0)
		A012510	더존비즈온	4.9	4.8	(0.1)	0.0	(0.0)
	IT하드웨어	A009150	삼성전기	1.3	1.0	(0.3)	0.1	0.0
		A018260	삼성에스디에스				0.8	(0.0)
		A011070	LG이노텍				0.1	(0.0)
	반도체	A005930	삼성전자	25.1	24.9	(0.2)	17.0	(0.6)
		A000660	SK하이닉스				7.8	0.4
		A131290	티에스이				0.2	0.1
	IT가전	A066570	LG전자	7.5	7.8	0.2	1.1	(0.5)
		A373220	LG에너지솔루션				5.0	0.2
		A006400	삼성SDI				1.7	0.3
	디스플레이	A034220	LG디스플레이	0.3	0.0	(0.3)	0.0	(0.0)
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)	0.1	(0.0)
		A036460	한국가스공사				0.4	(0.0)
		A047050	포스코인터내셔널				0.6	(0.0)

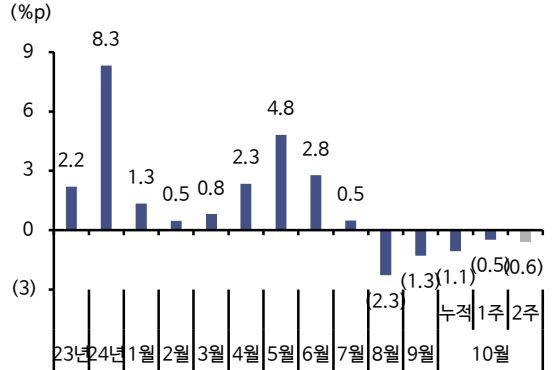
자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 업종 분류는 FnGuide W126 기준, 10월 11일 종가 기준으로 작성

KOSPI와 신한 리서치 포트폴리오 성과 추이



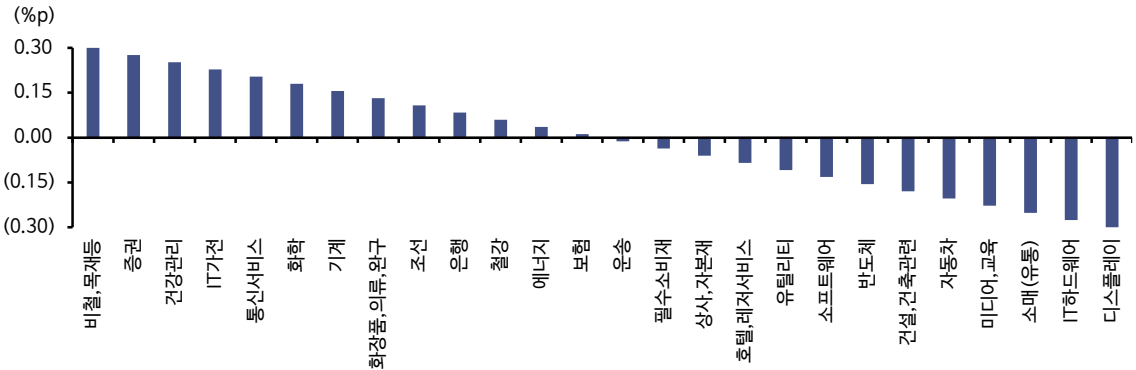
자료: 신한투자증권

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 주주가치 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 증장기 주주환원율 50% 수준의 자본정책 발표 예상, 배당수익률 7%대 전망

[헬스케어] KQ 헬스케어 지수 상승 트리거로 작용할 일부 기술이전 공시 완료. 향후 완료될 계약도 추가 모멘텀 작용 전망

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

추천 종목

중소형주

뷰노 (338220)		KDQ
주가 (원)	31,600	<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	-11.1%	
상대수익	-13.1%p	
한국콜마 (161890)		KDQ
주가 (원)	69,500	<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	-1.3%	
상대수익	-4.4%p	
티에스이 (131290)		KDQ
주가 (원)	53,300	<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	11.2%	
상대수익	10.7%p	
JYP Ent. (035900)		KDQ
주가 (원)	51,200	<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	-1.3%	
상대수익	-1.0%p	
드림텍 (192650)		KDQ
주가 (원)	9,290	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 스마트폰, 의료기기에 이어 반도체까지 사업 다변화 진행 ◆ 드림텍 종속회사 드림텍 인디아가 그래이터 노이디에 제1공장 건설, 지남달 준공식 개최 ◆ 차세대 시장으로 인도 진출 본격화, 원격의료 시장 진출 비즈니스 모델 확대
추천일	24년 8월 21일	
수익률	-0.7%	
상대수익	2.0%p	
모나용평 (070960)		KSP
주가 (원)	4,275	<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	17.8%	
상대수익	17.7%p	

삼목에스폼 (018310)		KDQ
주가 (원)	24,500	<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	16.7%	
상대수익	20.8%p	
비나텍 (126340)		KDQ
주가 (원)	37,700	<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	-8.6%	
상대수익	-5.2%p	
토비스 (051360)		KDQ
주가 (원)	18,960	<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	-18.1%	
상대수익	-7.5%p	
태광 (023160)		KDQ
주가 (원)	13,980	<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	10.3%	
상대수익	19.7%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

월		화		수		목		금	
10/14		10/15		10/16		10/17		10/18	
중	휴장(일본) 9월 수출입동향	한 퇴직연금 현물이전 제도 시행 위고비 국내 출시 MLF 금리 결정 10월 ZEW 서베이 예상 골드만삭스, 씨티, 유나이티드헬스, J&J 실적발표	한 일 유 미	재보컬선거 8월 핵심기계수주 ASML 실적발표 모건스탠리 실적발표 TSMC, 넷플릭스, 트래블러스 컴퍼니 실적발표	한 일 유 미	MSCI 심사기준일 (10/18~31) 9월 수출입동향 9월 CPI 9월 소매판매, 산업생산 9월 주택착공, 건축허가 (10/18)	일 중 미	9월 CPI 9월 신규주택가격, 기존 주택가격 3Q24 GDP 9월 공공업생산, 소매판매, 고정자산투자 옵션만기일	
10/21		10/22		10/23		10/24		10/25	
한 중 미	10월 1~20일 수출입동향 케이뱅크 공모청약 9월 FDI LPR 금리 결정 9월 경기선행지수	한 미	현대차 인도법인 상장 버라이즌, GM, TXN 실적발표	미	9월 기준주택매매 연준 베이지북 공개 20년 만기 국채 입찰 AT&T, IBM, 램리서치, 보잉, 코카콜라 실적발표	한 일 유 미	3Q24 GDP SK하이닉스, LG전자 실적발표 10월 PMI 10월 PMI 10월 PMI 9월 신규주택매매	한 일 중 미	현대모비스 실적발표 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	
한 일 미	LG엔솔 실적발표 충선 실시(10/27) 10월 달러스 연준 제조업 2년, 5년 만기 국채 입찰 포드 실적발표	한 미	삼성전기 실적발표 8월 FHFA 주택가격지수 8월 CS 주택가격지수 9월 구인이직보고서 10월 CB 소비자기대 맥도날드, 비자, 페이팔, 화이자 실적발표	한 유 미	삼성SDI, 삼성SDS, 키움증권 실적발표 3Q24 GDP(예) 10월 ADP취업자 변동 3Q24 GDP(예) 메타, 암젠, 일라이 릴리 실적발표	한 일 중 미	에코프로 그룹 실적발표 금융정책회의 10월 NBS PMI 10월 챌린저 Job Cut 9월 PCE 10월 시카고 PMI 애플 실적발표	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 10월 종합, 서비스 PMI 30년 만기 국채 입찰	한 유	MSCI 리뷰 발표 9월 소매판매	중 미	10월 CPI, PPI(11/9) FOMC 9월 소비자신용지수 11월 미시간 소비자신뢰 11월 미시간 1년 인플레이
11/11		11/12		11/13		11/14		11/15	
한	11월 1~10일 수출입동향	유 미	11월 ZEW 서베이 예상 10월 NFIB 소기업 낙관	일 유 미	10월 PPI 9월 산업생산 10월 CPI	유 미	3Q24 GDP 10월 PPI	일 중 미	3Q24 GDP 10월 신규주택가격, 기존 주택가격 10월 공공업생산, 소매판매, 고정자산 투자 10월 소매 판매

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 16일 공표한 자료와 2024년 10월 17일 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 15일 기준)

매수 (매수)	94.59%	Trading BUY (중립)	3.47%	중립 (중립)	1.93%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------