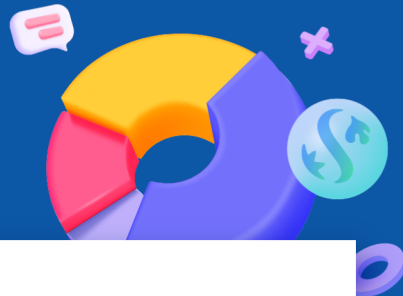


# 신한생각



## Top down

### 국내시황 Weekly

신한 Market Review & Insight  
: 중국 공세 타개할 2025 수출 전략

### 한국 GDP

수출 부진 속 부족한 내수 회복

### 국내크레딧

은행, 채권으로 시선 이동할까

## Bottom up

### 기업 분석

SK하이닉스 (000660/매수) 메모리의 킥은 역시 HBM  
KB금융 (105560/매수) 은행업종 내 최고의 주주환원을 약속  
LG전자 (066570/매수) 지나간 3분기, 신성장 스토리 주목  
삼성E&A (028050/매수) 수익성 레벨업, 이제 신규수주가 필요  
더블유게임즈 (192080/매수)

안정적 실적과 주주환원정책 확대 효과

### 해외기업 분석

테슬라 (TSLA.US) AI 기업으로의 전환기  
록히드마틴 (LMT.US) 3Q24 Re 기대치 부합, F-35 인도 시작  
서비스나우 (NOW.US) 워크플로우에 AI 완벽 통합  
버티브 (VRT.US) 2025년 실적 기대감을 반영할 시기

### 해외 주식 및 ETF 추천 종목

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

### 국내 주식 추천 종목

[MP] 증권, 은행, 기계 ↑ VS 에너지, 철강, 화학 ↓  
[중소형주] 뷰노, 한국콜마, 티에스이, JYP Ent., 드림텍, 모나용평, 삼목에스폼, 비나텍, 토비스, 태광

KOSPI

2,581.03 (-0.72%)

KOSDAQ

734.59 (-1.42%)

KOSPI200선물

344.90 (-0.88%)

원/달러 환율

1,379.50 (-2.10원)

국고 3년 금리

2.891 (-4.5bp)



신한 리서치  
투자정보

www.shinhansec.com

# 신한 Market Review & Insight

## : 중국 공세 타개할 2025 수출 전략



### Market Analyst

강진혁

☎ (02) 3772-2329

✉ kjinhyeok@shinhan.com

이재원

☎ (02) 3772-2328

✉ jayone@shinhan.com

### 주간 Review: 미국 대선 불확실성 재점화에 2,600p 이탈

최근 미국 경합주 중심으로 Trump 우세 나타났다. Trump Trade 재부각에 미국 장기 금리 약 3개월 만에 4.2% 재돌파했다. Risk-off 심리로 외국인은 현선물을 순매도했고 삼성전자(주간 -4.4%) 지수 하락 견인했다. 시장금리 상승에 그간 시장 지탱하던 헬스케어 약세였고, Tesla 호실적 발표에도 2차전지 낙폭 확대하며 KOSDAQ 상대 성과 부진했다. 업종별 움직임 나타나며 방산(北 러-우전 파병)·철강금속(고려아연 경영권 분쟁)·유틸리티(산업용 전기요금 인상) 등 강세였다.

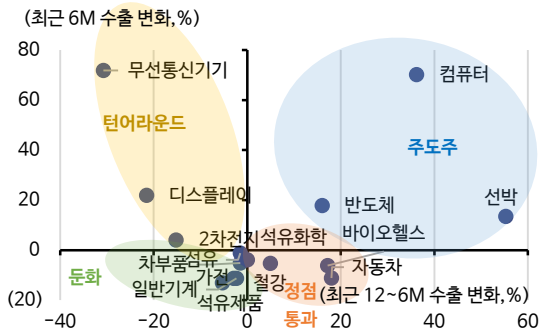
### 차주 Preview: M7 실적과 함께 확인하는 AI투자와 반도체 전망

하반기 국내 증시 조정은 결국 미국 빅테크 중심의 AI투자 향방과 관련이 높다. AI CapEx 투자가 지속될 수 있을지와 더불어 수익성에 대한 의구심 해소 필요하다. 주요 빅테크 가이드스 통해 AI·반도체 전략 확인 가능하다(10/29 Alphabet, 10/30 Microsoft·Meta, 10/31 Apple·Amazon). 반도체와 더불어 주도주였던 헬스케어는 Eli Lilly·Abbvie(10/30) 실적에 주목한다. 미국 3Q GDP(10/30)·PCE물가(10/31)·고용보고서/ISM 제조업지수(11/1)도 금리 향방에 영향을 줄 요소다.

### Market Insight: 중국 공세 타개할 2025 수출 전략

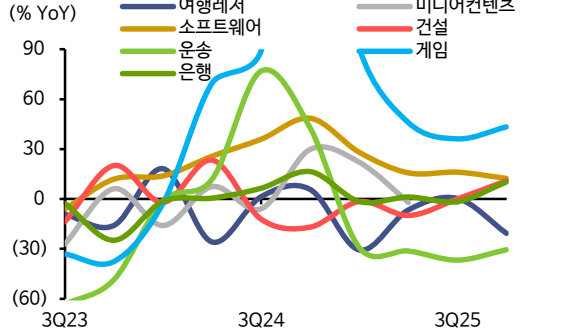
중국의 수출단가 인하와 물량 확대를 동반한 밀어내기 수출은 작년부터 본격화됐다. 경제성장률 방어 위한 저가 수출 내년에도 이어질 것으로 보이는 가운데, 점차 기술력 상위 제품으로 공세 확산되고 있어 업종 선별을 위한 차별화 전략 살펴볼 필요 있다. 차별화 가능한 요인은 1) 공급망 분절화 수혜, 2) 고부가가치 제품 수출, 3) 서비스 수출이 있다. 출혈경쟁에서 비교적 자유로운 고부가 업종·종목 양호한 이익 이어질 전망이고, 이질적 성격 가진 서비스에서 기회 찾아본다.

### 고부가가치 주력 수출 업종 비교우위 지속 전망



자료: FnGuide, 신한투자증권

### 서비스 부진에도 금융·IT·콘텐츠 경쟁력·이익 개선



자료: FnGuide, 신한투자증권

## 주간 Review: 미국 대선 불확실성 재점화에 2,600p 이탈

### Trump 우세에 시장금리 반등하며 하방 압력 작용

Trump 경합주에서 우위 시현. Trump Trade에 시장금리 재차 4.2%대 돌파하며 하방 압력 작용

최근 미국 경합주 중심으로 Trump 우세 나타났다. Trump Trade 재부각에 미국 장기 금리 약 3개월 만에 4.2% 재돌파했다. Apple·Netflix 역대 신고가 경신하며 강세 보이던 미국 시증는 시장금리가 하방 압력 작용하며 조정 나타났다. Risk-off 심리로 한국 시장에서는 외국인인 현선물 순매도했고 삼성전자(주간 -4.4%) 지수 하락 견인했다. 시장금리 상승에 그간 시장 지탱하던 헬스케어 약세였고, Tesla 호실적 발표에도 2차전지 낙폭 확대하며 KOSDAQ 상대 성과 부진했다.

### Trump Trade 및 로우볼 강세

Trump Trade 나타나며 금융·방산 강세. 시장금리 반등에 건설·헬스케어 등 약세. 변동성 확대되면서 로우볼 스타일 강세

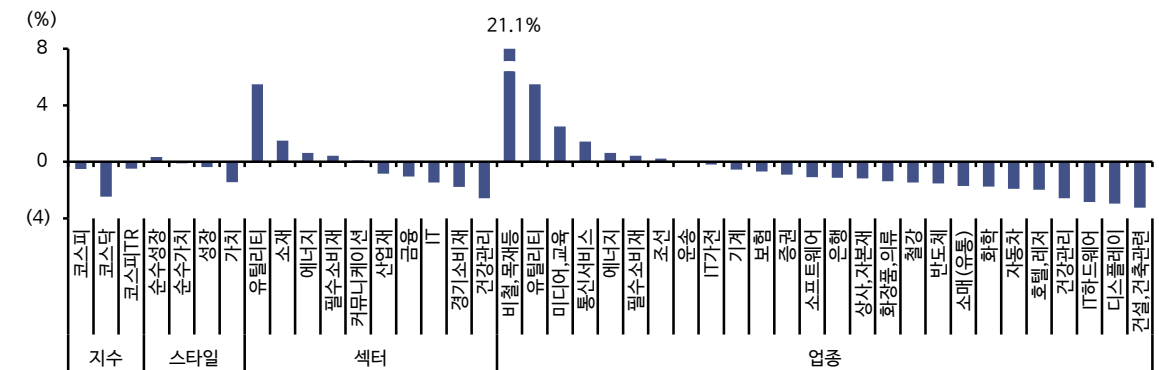
미국 대선 2주 가량 앞둔 상황에서 대선 불확실성이 재차 부각됐다. 국내에서도 금융주(B금융지주 신고가)·방산주(LIG넥스원 신고가) 강세였다. 방산은 러-우 전쟁에 북한 파병 소식도 강세 요인으로 작용했고, 정부의 對우크라 무기·군수 지원 검토 소식이 더해지며 강세였다. 가상자산 관련주는 Bitcoin 7만 달러 저항 이후 조정 보이기도 했다. 시장금리 상승에 변동성 확대되자 전기가스업(+6.4%)·통신업(+1.5%) 등 대표적 방어 업종들이 강세를 보였다. 반면 금리 인하 수혜를 받았던 건설업(-3.4%)·의약품(-2.1%) 등 업종들은 하락률 상위를 차지했다.

### 국내 지배·사업구조 관련 변동

고려아연 관련 양측 공개 매수 종료. 두산 사업구조 개편 재추진. 한미 그룹도 경영권 분쟁 재점화

이번 주 비철목재(+21.1%) 업종 가장 강하게 상승했다. 고려아연(주간 +38.1%) 영향이다. 법원은 고려아연 자사주 취득 금지 2차 가처분을 기각했다. 이에 고려아연 자사주 공개매수 정상 종료된 가운데, 영풍-고려아연 간 의결권 기준 격차 크지 않자 표 대결을 위한 양측 장내 매수 기대가 나타났다. 낮은 유통 물량과 매수세 더해져 상한가 기록했고, 단숨에 황제주 등극했다. 두산그룹은 사업구조 개편을 재추진했고(두산밥캣 지분을 보유한 신설법인을 인적 분할 후 이를 두산로보틱스와 합병하는 방안), 한미약품그룹의 경영권 분쟁도 재점화됐다.

국내 주식시장 지수, 스타일, 섹터, 업종별 성과(10/18~24)



자료: FnGuide, 신한투자증권

## 차주 Preview: M7 실적과 함께 확인하는 AI투자와 반도체 전망

이벤트	세부 내용	영향
<p>한-미 기업 실적 (10/28~11/1)</p> <p>★★★★★</p>	<p>실적에 따른 종목/ 업종별 차별화 장세 다음주에도 지속될 전망입니다. 다음주는 빅테크 실적 많아요.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>한국: LG에너지솔루션, LG화학, HD현대인프라코어, DGB금융지주, 강원랜드, 두산밥캣, 유니드 (10/28) 삼성전기, LG생활건강, 한화오션, KG스틸, 한국항공우주, 하나금융지주, 두산퓨얼셀, 금호타이어 (10/29) 한화솔루션, 한화시스템, 삼성SDI, 삼성물산, 두산에너빌리티, OCI, 포스코그룹주, 삼성에스디에스, 현대오트모터, 벅센타이어, 키움증권, BNK금융지주, HK이노엔, (10/30) 삼성전자, 에코프로그룹주, HD한국조선해양, 현대중공업, 현대미포, SOOP, 한화에어로스페이스, 현대글로비스, HDC랩스, OCI홀딩스, DL이앤씨, 대덕전자, 애경산업, 아모레퍼시픽, 아모레G, LX인터내셔널, 롯데정밀화학, GS건설, 제이브이엠, 제일기획(10/31)엘앤에프, DL, 동원F&amp;B(11/1)</li> <li>미국: 포드(10/28) 알파벳, AMD, 맥도날드, 비자, 페이팔, 화이자 (10/29) 마이크로소프트, 캐터필러, 메타, 바이오젠, 스타벅스, 암젠, 이베이, 일라이릴리(10/30) 애플, 인텔, US스틸, 마스터카드, 머크, 아마존, 우버(10/31) 세브런, 엑스모빌 (11/1)</li> <li>실적 예상치 부합 여부에 따른 업종별 등락 주목 시작할 시점. 지수 상하단 제한된 박스권 흐름 지속되는 현재 호실적 발표 테마 및 업종별 차별화 장세 전개 중. 이번주 테슬라가 호실적 및 가이던스 상향으로 상승하며 국내 2차전지를 견인했듯 다음주도 알파벳 포함 M7 내 5개 종목 실적 발표 예정했다는 점에서 미국 및 국내 주식시장 영향력 확대 전망</li> </ul>	<p>업종별 이익 모멘텀 살아있는지 확인 가능</p>
<p>BOJ 통화정책회의 (10/30~10/31)</p> <p>★★★★☆</p>	<p>일본 통화정책, 생각보다 주식시장 영향력이 매우 큼니다.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>BOJ 위원들 향후 물가와 경기 경로 안정적일 경우 추가 인상 필요하다고 강조. 시장 컨센서스는 금융시장 충격 고려한 12월 금리 인상으로 형성</li> <li>달러 강세 영향에 엔/달러 환율은 150엔대를 상회. 원/엔 환율도 900원 선 등락. 일본 금리 인상 및 엔캐리트레이드가 야기한 주식시장 여파를 생각했을 때 BOJ 위원들의 발언도 지속 관찰할 필요</li> </ul>	<p>연내 금리 인상 지속 여부 및 BOJ 위원들 의견 파악 필요</p>
<p>한국 9월 산업활동동향 (10/31)</p> <p>★★★★☆</p>	<p>한국 경기는 어떨까요?</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>(한국시각 오전 8시) 지난 7월 제조업 중심 생산 둔화에도 서비스업 개선돼 추가 경기 위축 가능성 제한적 판단. 4분기로 가며 금리 하락과 대외 불확실성 완화에 경기 개선세 예상</li> </ul>	<p>한국 경기 개선 여부 지속 관찰</p>
<p>미국 10월 고용보고서/ ISM제조업지수 (11/1)</p> <p>★★★★★</p>	<p>당연히 미 대선에 집중하실 필요가 있지만, 11월 FOMC도 있습니다</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>미국의 고용, 제조업 경기 판단할 수 있는 고용보고서 및 제조업지수 발표 예정</li> <li>미국 9월 ISM 제조업지수는 47.2를 기록해 전월치를 유지. 5개 구성 항목 중 신규주문, 생산, 배달 소요시간이 전월대비 반등한 반면 고용, 재고가 부진. 대선 불확실성 지속되며 박스권 예상</li> <li>미국 9월 비농가취업자는 전월대비 25.4만명 늘어 컨센서스(+14.7만명)를 크게 상회. 실업률 역시 4.1%로 하락. 이후 소비자물가 역시 예상치를 상회하며 금리 상승 트리거가 됐음</li> <li>11월은 대선과 FOMC 라는 역대급 2BIGEVENT 대기 중. 비교적 작은 이벤트로 치부되는 11월 FOMC의 금리 인하폭에 영향을 줄 수 있을 두 지표. 또한 현재 급등한 시장금리의 방향성을 결정 지어줄 전망</li> </ul>	<p>11월 FOMC가 다가왔는데 미국 경기와 고용 어떨지?</p>

자료: 신한투자증권 / 주: 별(★) 개수는 각 이벤트의 중요도 표시



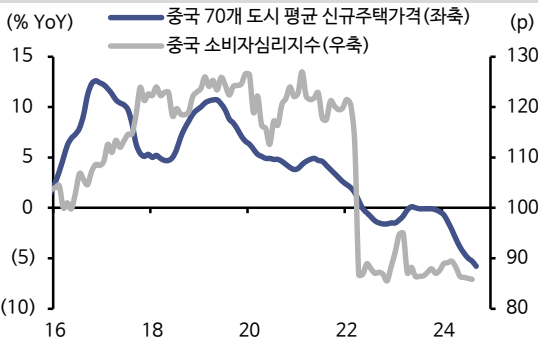
## Market Insight: 중국 공세 타개할 2025 수출 전략

### 중국 밀어내기 수출 본격화에 대두된 한국 수출 경쟁 우려

중국의 밀어내기 수출에 이어 산업 고도화는 국내 수출 경쟁 저해 요인. 업종 선별 위해 차별화 필요

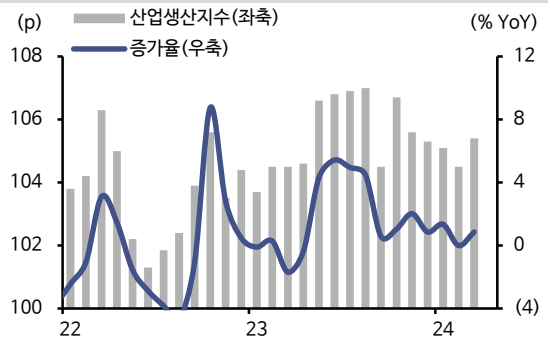
중국의 수출단가 인하와 물량 확대를 동반한 밀어내기 수출은 작년 하반기부터 본격화됐다. 부동산 부진으로 소비자 심리는 위축된 가운데, 산업생산은 완만한 증가세를 보이면서 재고가 증가한 것이 배경이다. 수출 무대에서 중국과 경쟁을 벌이고 있는 한국의 입장에서는 위기 요인으로 볼 수 있다. 중국의 경제성장률 방어 위한 저가 수출 이어질 것으로 보이는 가운데, 점차 기술력 상위 제품으로 중국발 공세 확산되고 있어 업종 선별을 위한 차별화 전략 살펴볼 필요 있다.

#### 중국 부동산 부진 지속에 따라 소비자 심리 위축



자료: LSEG, 신한투자증권

#### 중국 산업생산 완만한 증가세 보이며 재고는 누적



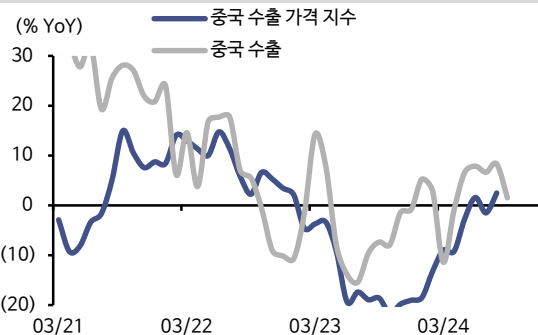
자료: LSEG, 신한투자증권

### 부진한 내수를 저가 수출로 어느 정도 만회한 중국

작년 본격화된 수출단가 인하는 어느 정도 안정. 올해 영향 나타나며 GDP 내 순수출 기여율 양전

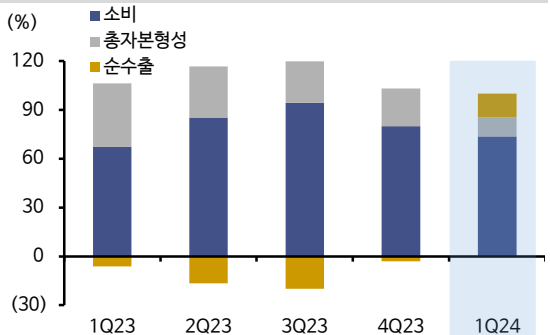
중국은 적극적인 경기 부양책으로 내수 회복을 도모하고 있다. 내년 실제 경기 회복이 관찰될 경우 밀어내기 유인 줄어들 수 있지만, 시진핑 주석이 직접 나서 경제 부양 의지를 표명한 만큼 상황이 엄중하다. 가격지수의 하락은 어느 정도 그친 모습이나 내년에도 전통 산업 밀어내기 수출과 정부 보조금을 뒤에 얹은 신산업 출혈 경쟁이 이어질 가능성 높은 이유다. 실제 GDP 성장률의 요인 분해해보면 이번 1분기부터 순수출이 GDP 상승에 기여하는 모습 나타나며 밀어내기 수출의 성과가 나오고 있음을 확인할 수 있다.

#### 중국의 수출단가 인하·물량 확대는 작년 본격화



자료: LSEG, 신한투자증권

#### 밀어내기 수출은 경제성장률 측면에서 효과 발휘



자료: LSEG, 신한투자증권  
주: 중국 GDP 성장률 요인별 기여율

**차별화 가능한 요인 1) 공급망 분절화 수혜, 2) 고부가가치 제품 수출**

글로벌 공급망 분절 속 미국·EU 등의 중국 견제는 국내 반사수익 기대 요인. 中 저가 공습에서 벗어난 고부가 제품 강세 기대

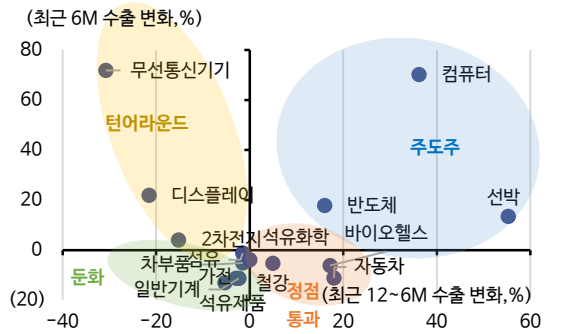
글로벌 공급망 분절 과정에서 일부 품목 구조적 성장 기대된다. 중국 밀어내기 수출 과정에서 미국·EU 등 주요국에 더해 올해는 신흥국들도 무역장벽을 강화하고 있다. 중국 제품 점유율이 높은 EU나 신흥국의 고율 관세는 국내 수혜 가능 요인이다. 또한, 올해 한국은 반도체(HBM·DDR5·eSSD 등)·조선(VLCC·친환경 LNG운반선·대형 컨테이너선 등)·디스플레이(대형 OLED 등) 고부가 제품 덕에 저가 공세 가운데서도 견조한 수출 실적 올렸다. 내년에도 출혈경쟁에서 비교적 자유로운 고부가 업종·종목에서 양호한 이익이 이어질 것으로 예상된다.

**미국의 대중 301조 관세 인상에 따른 영향 추정**

구분	관세 인상	중국 대미수출		한국 대미수출	
		증가액	증가율	증가액	증가율
반도체	25 → 50	(491)	(26.6)	13.5	0.6
배터리	7.5 → 25	(2,911)	(22)	8.6	0.6
배터리부품	7.5 → 25	(2)	(22)	0.05	0.6
전기차	25 → 100	(283)	(68.6)	414	4.4
철강/알루미늄	0 → 25	(1,093)	(32.6)	11.8	0.4
흑연/영구자석	0 → 25	(230)	(32.6)	0.1	0.3
의료제품	7.5 → 25	(492)	(22)	0.4	0.1
태양전지	25 → 50	(53)	(26.6)	6.9	0.5
항만크레인	0 → 25	(0.6)	(32.6)	0.01	0.4
합계		(5,556)	(25.3)	456	2.6

자료: 한국무역협회, 신한투자증권  
주: 단위는 %, 백만달러, % YoY

**고부가가치 주력 수출 업종 비교우위 지속 전망**



자료: FnGuide, 신한투자증권

금융·IT·문화 등 이질적 특성을 보유한 서비스의 수출 통해 중국과 차별된 새로운 수출 동력 모색

**차별화 가능한 세번째 요인, 서비스 수출**

또 한가지는 서비스 수출이 있다. 공급망 분절화, 지정학적 리스크 등에 제약을 받는 상품은 달리, 서비스는 지리적 제약 덜하면서도 ‘이질성(Heterogeneity)’을 보이는 만큼 중국과 차별화 가능한 요소라 판단된다. 수출에 특화된 업종 가운데 비교우위가 개선된 업종(ΔTSI>0 & RSCA>0)으로 금융/IT·통신/문화·여가 등을 들 수 있다. 이익 측면에서 살펴볼 때, 주요 서비스업 중 은행·게임·소프트웨어 등 내년에도 영업이익 양호한 성장세 보일 것으로 보이고, 미디어컨텐츠는 펀더멘털 개선의 초입에 있다는 점에서 내년 턴어라운드 가능할 것으로 기대된다.

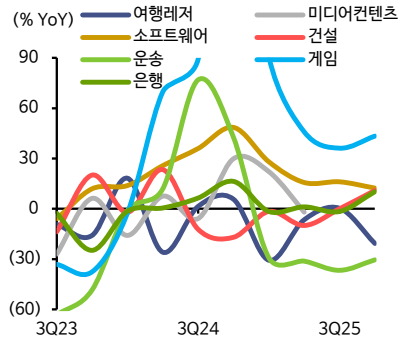
**서비스 산업 전반적 약화에도 금융·IT·콘텐츠 등 경쟁력 강화**

	무역특화지수(TSI)			대칭적 현시비교우위(RSCA)			비고
	2013	2023	변화(Δ)	2013	2023	변화(Δ)	
운송	0.11	(0.02)	(0.13)	0.31	0.19	(0.11)	약화(수입 전환)
여행	(0.20)	(0.29)	(0.09)	(0.28)	(0.22)	0.06	유사
기타사업	(0.22)	(0.12)	0.10	(0.11)	0.05	0.16	강화(우위 전환)
가공	(0.49)	(0.55)	(0.06)	0.19	0.08	(0.11)	약화
유지보수	(0.82)	(0.61)	0.21	(1.00)	(0.52)	0.48	강화
건설	0.62	0.48	(0.14)	0.82	0.59	(0.23)	약화
보험	(0.18)	(0.09)	0.08	(0.60)	(0.54)	0.06	강화
금융	(0.23)	0.15	0.37	(0.76)	(0.27)	0.49	강화(수출 전환)
지적재산권	(0.39)	(0.15)	0.23	(0.19)	0.09	0.28	강화(우위 전환)
IT·통신	0.08	0.13	0.04	(0.61)	(0.10)	0.51	강화
문화·여가	(0.05)	0.24	0.29	(0.32)	0.08	0.40	강화(수출&우위)

자료: 한국은행, 신한투자증권

주: 열은 음영은 강화 업종, 짙은 음영은 수출 특화 업종 중 비교 우위 개선 업종

**금융·게임·SW 등 서비스업 이익 양호**



자료: FnGuide, 신한투자증권

수출 관련주 성과 및 Valuation

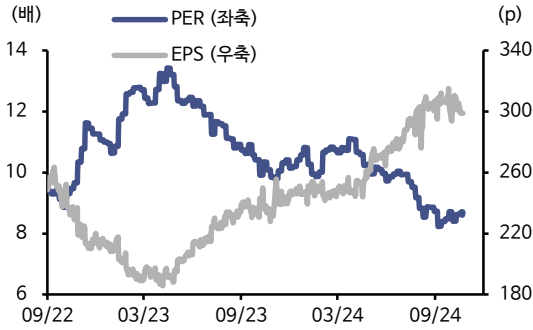
업종	회사명	시총 (십억)	주가상승률(%)			PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EPS성장률(%)	
			1M	3M	YTD	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
반도체	SK하이닉스	144,290.1	21.2	(4.9)	40.1	8.9	5.7	2.0	1.5	26.8	31.5	흑전	56.9
헬스케어	알테오젠	20,302.7	8.2	25.5	287.8	(14,499.4)	617.2	138.8	113.3	(1.6)	24.6	적전	흑전
조선	HD현대중공업	17,550.5	(0.2)	12.7	53.3	37.5	20.3	3.1	2.7	8.6	14.6	1,005.0	89.2
게임	넷마블	4,830.6	(5.9)	(10.4)	(3.3)	19.5	22.3	0.9	0.9	4.3	4.1	흑전	0.6
미디어	스튜디오드래곤	1,166.3	7.3	4.2	(24.7)	30.3	22.7	1.6	1.5	5.3	6.7	(24.8)	33.5

자료: FnGuide, 신한투자증권

주: 업종 내 배열은 시가총액순

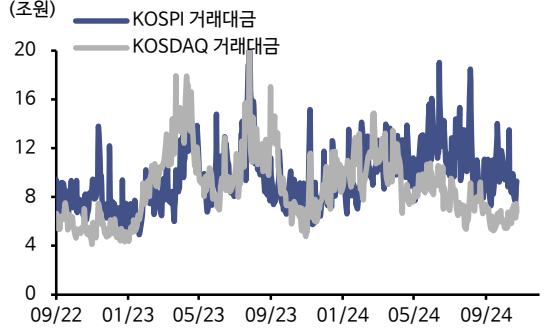
## Weekly Snapshot

### KOSPI 12개월 선행 PER 및 EPS 추이



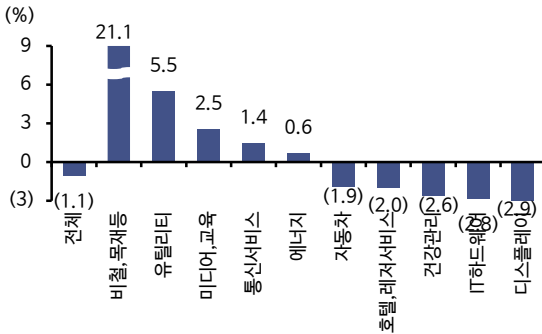
자료: FnGuide, 신한투자증권

### KOSPI, KOSDAQ 거래대금 추이



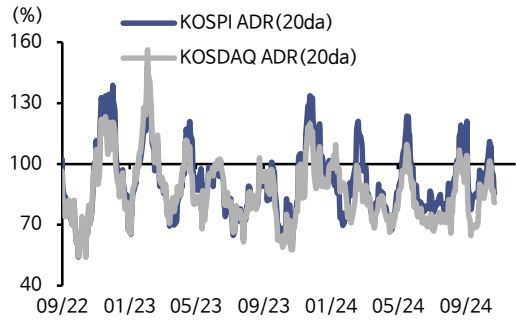
자료: FnGuide, 신한투자증권

### 업종별 주간 수익률 상·하위



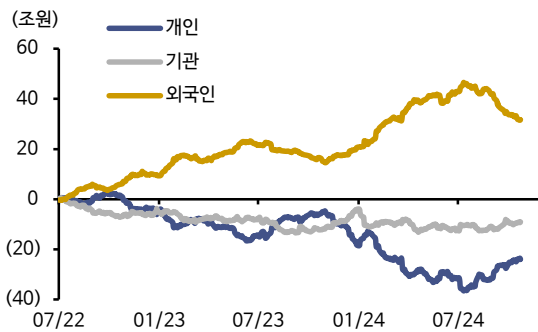
자료: FnGuide, 신한투자증권

### 주간 상승·하락 종목 비율(ADR)



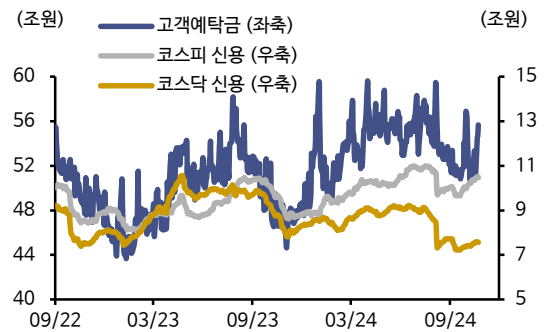
자료: FnGuide, 신한투자증권

### KOSPI 투자주체별 누적 순매수대금



자료: FnGuide, 신한투자증권

### 고객예탁금 및 신용잔고 추이



자료: FnGuide, 신한투자증권

## 📌 Compliance Notice

---

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

# 수출 부진 속 부족한 내수 회복



## Economist

하건형

☎ (02) 3772-1946

✉ keonhyeong.ha@shinhan.com

김찬희

☎ (02) 3772-1537

✉ chee@shinhan.com

## 3Q GDP QoQ 0.1% 성장. 수출 감소 속 소비 회복 제한

3분기 GDP는 전기대비 0.1% 성장에 그치며 컨센서스(+0.6%)를 하회했다. 전년 대비 1.5% 증가해 작년 3분기 이후 처음으로 1%대 성장세를 기록했다. 2분기 역성장 기저효과에도 성장세 확대는 제한됐다. 내수의 전기대비 성장기여도는 +0.9%p로 플러스 전환했으나 순수출 성장기여도가 -0.8%p로 확대되며 성장 부진을 야기했다. 실질 국내총소득은 국제유가 안정 등에 따른 교역조건 개선에 전기대비 0.5%, 전년대비 2.5% 늘었다.

## 불확실성에 소비 제한적 회복, 투자 차별적. 수출 감소 전환

민간소비는 2분기 역성장 기저효과 속 재화와 서비스 모두 늘며 전기대비 0.5% 늘었다. 완만한 고용 회복 속 통화 완화에 따른 시장금리 하락에도 경기 불확실성이 소비 확대를 제한했다. 정부소비는 사회보장현물수혜(건강보험급여비)를 중심으로 0.6% 늘며 지난 분기 성장세를 유지했다. 투자는 항목별 차별화가 나타났다. 건설은 건물과 토목 모두 줄며 2.8% 감소해 2분기째 부진했다. 지식재산 생산물투자도 0.1% 줄며 2분기째 감소했다. 반면 설비투자는 6.9% 급증했다. 상반기 이연된 반도체 장비투자와 항공기 등 운송장비가 유입된 결과다. 수출은 2분기 늘었던 자동차, 화학제품을 중심으로 0.4% 감소했다. 수입이 기계 및 장비 등을 중심으로 1.5% 늘어 순수출 성장기여도 약화를 야기했다.

## 더딘 내수 회복에 금년 성장률 2.3% 유지. 성장 경로 훼손 미미

상반기 성장세를 견인한 수출 부진이 나타난 가운데 더딘 내수 회복으로 성장세 약화를 방어하지 못했다. 수출은 품목 간 차별화가 여전하다. AI IT 중심의 수출 확대는 유효하나 상반기 비IT 중심으로 확대된 수출이 공급 과잉 우려 속에 위축된 데 따른 영향이 수출 부진을 야기한다. 4분기에도 선진국 재화 수요 회복이 더딘 가운데 공급 과잉 리스크에 수출 부진이 이어질 전망이다.

내수 회복은 불확실성 완화 여부에 달려있다. 고용 경기가 바닥을 통과한 가운데 금리 하락에 따른 이자 부담이 완화되는 등 내수 여건은 개선되고 있다. 다만 선진국 중심 침체 우려와 불확실성에 따른 금융시장 변동성 확대가 경제활동을 제약할 전망이다. 미국 대선 전후 정책 불확실성이 상존하나 주요국의 경기 부양 정책 강도가 강화되는 만큼 4분기 중 불확실성 완화가 기대된다.

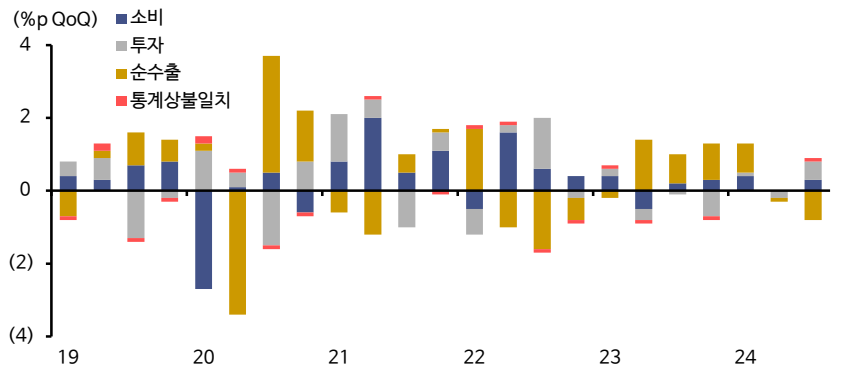
4분기에는 수출 부진을 상쇄할 수준의 내수 회복을 예상한다. 3분기 성장률 둔화를 반영해 금년 연간 성장률은 2.3%로 유지한다. 대내외 수요가 추세적으로 훼손될 가능성이 제한적으로 판단돼 향후 성장 경로 수정 역시 미미하다. 내년에도 2% 초반 성장세가 나타나 2년 연속 2%를 상회한 성장률을 전망한다.

### 한국 GDP 세부내용

(% , %p, QoQ)	2023			2024		
	3Q	4Q	연간	1Q	2Q	3Q
국내총생산 (GDP)	0.8	0.5	1.4	1.3	(0.2)	0.1
- 전년동기대비 증가율	1.4	2.1	1.4	3.3	2.3	1.5
농림어업	(0.1)	(7.4)	(2.6)	1.8	4.4	3.4
제조업	1.5	1.2	1.7	0.9	0.8	0.2
건설업	3.7	(3.5)	3.1	5.5	(6.0)	(0.7)
서비스업	0.5	0.4	2.1	0.9	(0.0)	0.2
민간소비	0.1	0.4	1.8	0.7	(0.2)	0.5
정부소비	0.3	0.5	1.3	0.8	0.6	0.6
설비투자	(2.0)	2.8	1.1	(2.0)	(1.2)	6.9
건설투자	1.9	(3.8)	1.5	3.3	(1.7)	(2.8)
지식재산생산물투자	0.8	(0.2)	1.7	0.8	(0.9)	(0.1)
총수출	1.9	3.9	3.6	1.8	1.2	(0.4)
총수입	0.3	1.6	3.5	(0.4)	1.6	1.5
내수기여도	(0.0)	(0.5)	1.4	0.5	(0.1)	0.9
재고증감귀중품순취득	(0.3)	(0.4)	(0.2)	(0.3)	0.3	0.3
순수출기여도	0.8	1.0	0.0	0.8	(0.1)	(0.8)

자료: 한국은행, 신한투자증권

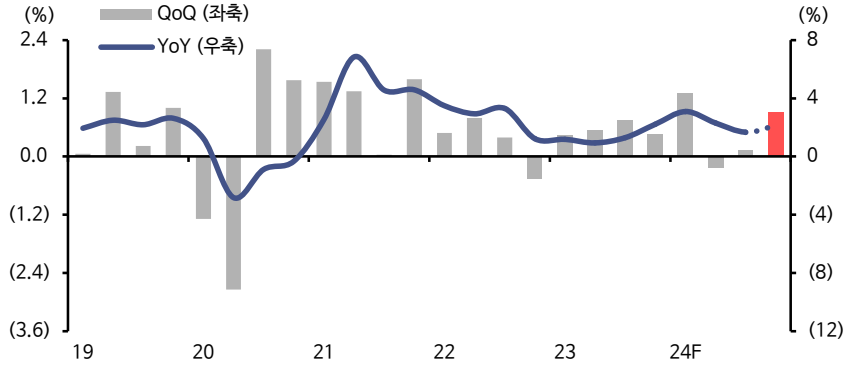
### 지출항목별 성장기여도



자료: 한국은행, 신한투자증권



### 분기별 GDP 성장률



자료: 한국은행, 신한투자증권

### 2024년과 2025년 전망

(% YoY)	2024년		2025년	
	수정	기존	수정	기존
민간소비	1.2	1.3	2.0	1.8
설비투자	1.3	(1.0)	5.5	3.7
지식재산생산물투자	0.8	1.4	3.4	2.8
건설투자	(1.5)	1.1	(2.4)	0.5
수출	6.7	5.7	3.5	1.0
수입	2.2	1.6	3.9	1.4
GDP	2.3	2.3	2.2	2.0

자료: 한국은행, 신한투자증권

주: 기존 전망치 9월 20일 발간된 Econ Signal 전망치 기준

### Compliance Notice

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

# 은행, 채권으로 시선 이동할까



## Credit Analyst

정혜진

☎ (02) 3772-2667

✉ hyejin.j@shinhan.com

## 대출 규제 장기화 시 은행 채권 투자 수요 확대

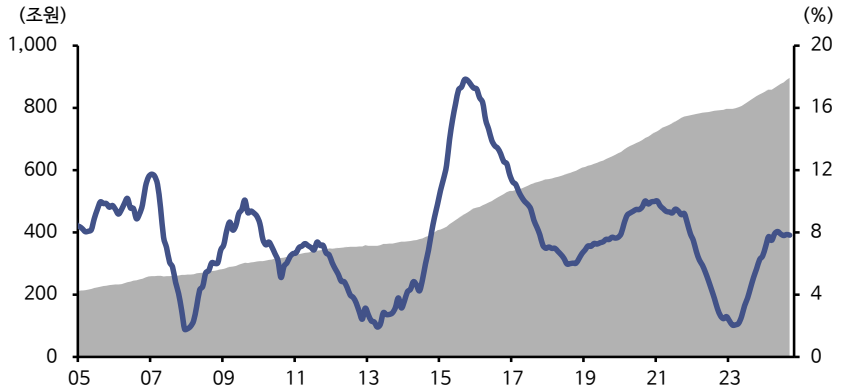
GDP의 100%가 넘는 민간신용 비율은 국내 경제의 만성적인 취약 고리로 꼽힌다. 내수 경기 부양을 위한 통화정책 대응 필요성에도 적극적인 금리 인하가 어려운 핵심 이유는 높은 가계부채에 기인한다. 최근 통화정책 공조 차원에서 금융당국은 가계대출 대부분을 차지하는 주택담보대출의 총량을 규제하려는 움직임이다. 은행권은 9/1 스트레스 DSR 2단계 도입 이후 가계대출 자율관리 강화에 나섰다. 은행은 물론 생명보험사도 다주택자에 대한 주택담보대출 총량규제 창구 지도에 동참하고 있다. 제2금융권 및 지방은행으로의 풍선효과를 철저히 관리하겠다는 금융당국의 의지도 재확인했다.

과거에도 대출 규제 강도에 따른 주택담보대출 성장 둔화가 뚜렷하게 확인됐다. 2006년 11월 부동산시장 안정화 방안을 통해 LTV 규제를 강화하고, DTI를 확대 적용한 바 있다. 수도권 전역의 주담대에 대한 총량 규제 창구지도가 이루어지기도 했다. 2006년 12월에는 가계대출 대손충당금 강화, 2007년 1월 투기 지역 아파트 대출 1건으로 제한, 기존 소유 아파트 담보대출 DTI 적용 등 추가 규제에 나섰다. 2007년 1월 전년 대비 11.7%의 성장률은 2007년말 1.8%까지 하락한 이후 글로벌 금융위기 여파로 장기간 10%대 미만의 증가율을 유지했다. 10년만에 찾아온 부동산 경기 과열로 2017년에도 주담대 차주 소득 인정 기준 개선, LTV, DTI 적용 대상 확대 조치 등 규제 강화에 따른 주담대 증가율 둔화가 확인됐다.

대출 둔화 시 자금운용 대안처로서 채권 수요가 높아진다. 2008년 글로벌 금융위기, 2022년 레고랜드 사태(초우량물 수급 구축) 등 기업의 회사채 조달 여건이 급격히 악화된 시점을 제외하면 주담대를 비롯한 가계대출과 기업대출, 총대출 성장세는 동행해왔다. 주담대를 중심으로 은행 총 대출 성장률이 반등하기 시작한 2014~15년 은행권 채권 잔고 220조원대에서 158조원까지 줄어들었다. 반면 2017년에는 1년새 잔고를 50조원 이상 늘리며 230조원대를 회복했다. 해당 시기 주요 기관투자자 채권 잔고 내 비중이 17%대에서 21%로 늘어나며 은행권의 채권 투자 확대가 두드러졌다.

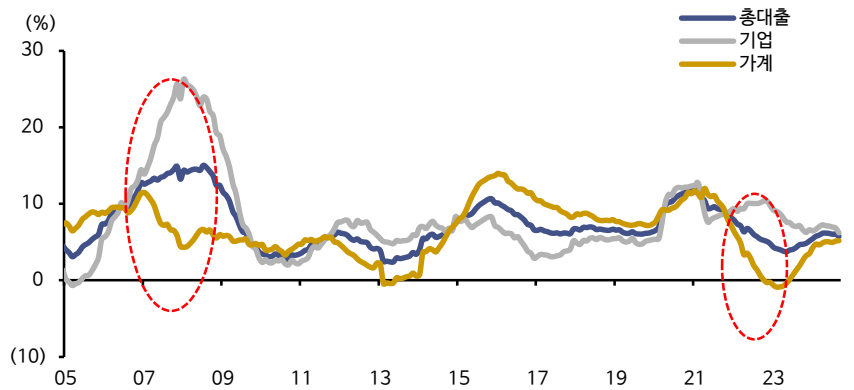
9월 은행권 가계대출 잔액은 1135.7조원으로 전월 대비 5.7조원 늘어났다. 주담대는 896.8조원, 월간 6.2조원 증가하며 역대 최대 증가폭을 보였다. 이는 규제 시행 전 대출 막차 수요로 해석된다. 다만 10월 서울 아파트 거래량 1,142건으로 7월 고점 이후 감소세가 이어지고 있으며, 서울 아파트 매매가격 주간 상승률이 둔화되고 있는 점은 가계부채 안정 기대를 높이는 요인이다. 내년 상반기까지 금리 인하 기조가 유지될 것으로 예상되며, 가계대출 관리 흐름이 지속될 경우 은행권 시선이 채권으로 이동할 가능성이 높다고 판단한다.

### 은행 주택담보대출 증가율



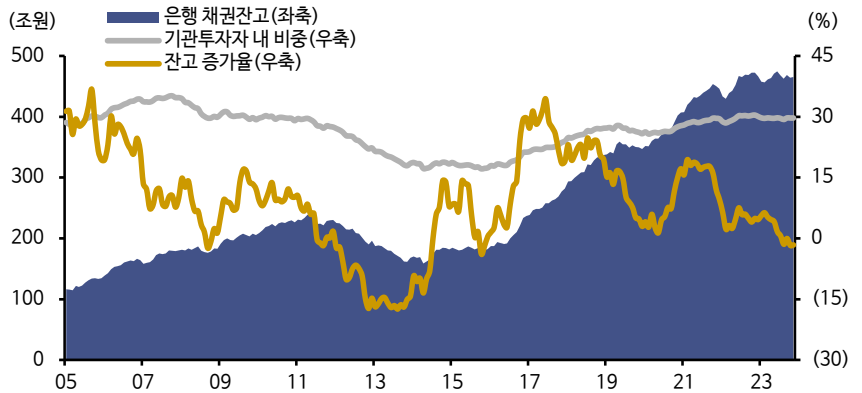
자료: 한국은행, 신한투자증권

### 차주별 대출 증가율: 기업 직접자금 조달여건 악화 제외시 증감률 동행



자료: 한국은행, 신한투자증권

### 은행권 채권 잔고 및 기관투자자 내 잔고 비중



자료: 연합인포맥스, 신한투자증권

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정혜진).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 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.

# SK 하이닉스 (000660)

## 메모리의 작은 역시 HBM

2024년 10월 25일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	290,000 원 (유지)
✓ 상승여력	46.3%	✓ 현재주가 (10월 24일)	198,200 원

### 신한생각 차별화된 실적을 다시 한 번 증명, 중장기 기대감 증폭

레거시(구형) 메모리 경쟁 심화, 모바일/PC 수요 둔화 우려로 급격한 주가 조정 발생했으나 지난 한 달간 주가는 21% 반등. AI 서버 중심의 실적 차별화가 중장기 기대감을 재차 부각시킬 전망. 반도체 Top-pick으로 유지

### 3Q24 Review: 단기 우려로 조정된 눈높이, HBM으로 가뿐히 상회

[3분기 실적] 매출 17.6조원(+7%, 이하 전분기대비), 영업이익 7.0조원(+29%)으로 컨센서스(6.8조원)를 상회. DRAM B/G(메모리 용량 성장률) -2%, ASP(평균판가) +16%. NAND B/G -16%, ASP +15% 추정. 예상 대비 부진했던 모바일/PC의 수요 둔화 영향을 서버용 고부가 제품(HBM 3.6조원, eSSD 3조원)이 상쇄. 압도적 수익성(DRAM 50%, NAND 17%) 기록. 전력 및 공간 효율 개선 수요(데이터센터) → 고부가 제품 선호도 ↑

[4분기 전망] 영업이익 8.1조원 전망. DRAM B/G +4%, ASP +6%, NAND B/G +11%, ASP +2% 예상. 신규 데이터센터(AI) + 과거 대규모 서버 증설 분(일반)의 교체 사이클 동반될 전망. AI 수익화 지연에도 서버 투자 축소 가능성은 제한적. 다만 서버 밸류체인 실적 흐름도 여전히 강력한 서버 수요를 대변. GPU 뿐만 아니라 연말 예정된 신형 ASIC 칩까지 HBM 수요 확대 여력은 충분. 기술 우위, 공급 안정성 기반 차별화된 실적 흐름 기대

### Valuation & Risk

투자의견 매수, 목표주가 290,000원 유지. 2025년 예상 주당순자산가치(BPS) 138,697원, 목표 주가순자산비율(P/B) 2.1배(역사적 P/B 상단) 적용. HBM 수요처 확산(GPU+ASIC), 선단노드(1b) 전환 가속화 → 감산 효과 지속 전망. 경쟁사 대비 1개 분기 이상 빠른 HBM3E 12단 매출 기여 기대. 단기 불확실성 기반영된 현 주가(25F P/B 1.4배)는 매수 기회로 판단

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	44,621.6	6,809.4	2,229.6	24.5	3.6	0.9	3.5	1.6
2023	32,765.7	(7,730.3)	(9,112.4)	-	(15.6)	1.9	21.5	0.8
2024F	66,073.5	23,521.8	18,395.1	7.8	29.5	2.0	4.2	0.6
2025F	90,308.7	38,917.1	30,725.0	4.7	35.7	1.4	2.5	0.6
2026F	99,296.0	39,248.4	30,498.1	4.7	26.3	1.1	2.0	0.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### [반도체/장비]

김형태 수석연구원

☎ calebkim@shinhan.com

여현석 연구원

☎ krug@shinhan.com

### Revision

실적추정치	상향
Valuation	유지

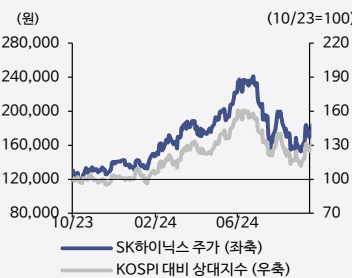
시가총액	144,290.1 십억원
발행주식수(유동비율)	728.0 백만주 (73.9%)
52주 최고가/최저가	241,000 원/116,300 원
일평균 거래액 (60일)	1,020,331 백만원
외국인 지분율	54.7%

### 주요주주 (%)

에스케이캐어 외 8인	20.1
국민연금공단	7.4

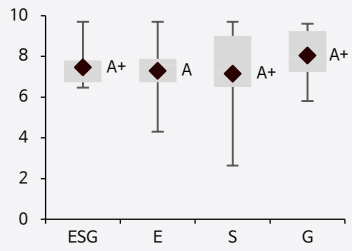
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	21.2	(4.9)	56.3	39.2
상대	23.6	1.6	44.3	44.0

### 주가



### ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



SK하이닉스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2023	2024F	2025F
원/달러 평균 (원)	1,276	1,316	1,313	1,321	1,328	1,371	1,355	1,365	1,306	1,355	1,330
매출액	5,088	7,306	9,066	11,306	12,430	16,423	17,573	19,648	32,766	66,073	90,309
% YoY	(58.1)	(47.1)	(17.5)	47.4	144.3	124.8	93.8	73.8	(26.6)	101.7	36.7
% QoQ	(33.7)	43.6	24.1	24.7	9.9	32.1	7.0	11.8			
DRAM	2,919	4,414	6,074	7,349	7,582	10,839	12,125	13,505	20,756	44,051	63,326
NAND	1,679	2,231	2,448	3,279	4,350	5,091	4,920	5,575	9,637	19,937	24,653
영업이익	(3,402)	(2,882)	(1,792)	346	2,886	5,469	7,030	8,137	(7,730)	23,522	38,917
% YoY	적전	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	2,251.5	적전	흑전	65.5
% QoQ	적지	적지	적지	흑전	734.0	89.5	28.6	15.7			
DRAM	(2,046)	(250)	577	1,470	2,578	4,823	6,086	7,184	(249)	20,672	33,913
NAND	(1,254)	(2,317)	(2,141)	(1,130)	479	789	836	1,076	(6,843)	3,180	5,514
영업이익률	(66.9)	(39.4)	(19.8)	3.1	23.2	33.3	40.0	41.4	(23.6)	35.6	43.1
DRAM	(70.1)	(5.7)	9.5	20.0	34.0	44.5	50.2	53.2	(1.2)	46.9	53.6
NAND	(74.7)	(103.9)	(87.5)	(34.5)	11.0	15.5	17.0	19.3	(71.0)	16.0	22.4

자료: 신한투자증권 추정 / 주: 연결 기준

SK하이닉스 주요 가정

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2023	2024F	2025F
원/달러 평균 (원)	1,276	1,316	1,313	1,321	1,328	1,371	1,355	1,365	1,306	1,355	1,330
DRAM (1Gb, 백만)	3,396	2,734	3,718	4,514	15,770	19,082	18,765	19,591	62,743	73,209	86,407
B/G (% QoQ/YoY)	(19.5)	36.0	21.4	2.0	(15.0)	21.0	(1.7)	4.4	14.4	16.7	18.0
ASP (% QoQ/YoY)	(16.5)	9.0	11.0	18.0	22.0	15.0	15.8	5.9	(35.0)	77.8	24.7
NAND (1Gb, 백만)	27,343	41,015	43,476	42,867	43,039	42,608	35,894	39,699	154,702	161,241	177,423
B/G (% QoQ/YoY)	(16.0)	50.0	6.0	(1.4)	0.4	(1.0)	(15.8)	10.6	21.2	4.2	10.0
ASP (% QoQ/YoY)	(10.0)	(10.0)	(0.1)	44.0	32.4	17.0	15.0	1.7	(41.4)	102.4	14.6

자료: 신한투자증권 추정 / \* B/G(Bit Growth, 메모리 용량 성장률), ASP: 평균판매가격

SK하이닉스 추정치 변경

(십억원, %)	신규		기존		차이 (%)	
	4Q24F	2024F	4Q24F	2024F	4Q24F	2024F
매출액	19,648	66,073	19,326	66,244	1.7	(0.3)
DRAM	13,505	44,051	13,015	43,618	3.8	1.0
NAND	5,575	19,937	5,739	20,500	(2.9)	(2.7)
영업이익	8,137	23,522	8,043	23,131	1.2	1.7
DRAM	7,184	20,672	6,443	19,496	11.5	6.0
NAND	1,076	3,180	1,113	3,354	(3.4)	(5.2)
영업이익률 (%)	41.4	35.6	41.6	34.9		
DRAM	53.2	46.9	49.5	44.7		
NAND	19.3	16.0	19.4	16.4		

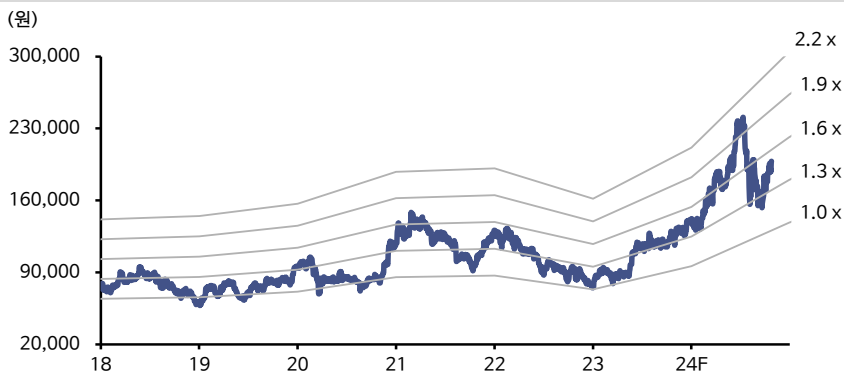
자료: 신한투자증권 추정

과거 P/B 밸류에이션 추이

(배)		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	평균
PBR	End	1.7	1.7	1.8	2.0	1.9	1.0	1.3	1.6	0.9	1.3	1.6	1.5	0.8	1.8	1.5
	High	2.1	2.8	2.2	2.0	2.1	1.7	1.4	1.9	1.4	1.4	1.6	1.7	1.5	1.9	1.8
	Low	1.5	1.2	1.4	1.3	1.4	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8	0.9	1.0	0.8	0.9	1.0
	Avg	1.7	1.9	1.8	1.6	1.8	1.3	1.0	1.3	1.2	1.1	1.2	1.3	1.1	1.4	1.4

자료: QuantiWise, 신한투자증권 / 주: 지배주주 BPS(주당순자산) 기준

SK하이닉스 12개월 선행 P/B 밴드



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

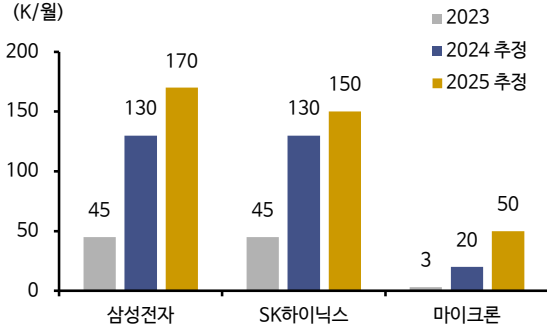
주요 AI 칩 프로세서 HBM 탑재 타임라인

		23	24F	25F
엔비디아	H100	HBM3 8단 80GB		
	GH200		HBM3E 8단 141GB	
	H20		HBM3 8단 96GB	
	H200		HBM3E 8단 141GB	
	B100			HBM3E 8단 192GB
	GB200			HBM3E 8단 192/384GB
	B200			HBM3E 12단 288GB
AMD	MI200	HBM3E 8단 128GB		
	MI300X	HBM3 12단 192GB		
	MI300A	HBM3 8단 128GB		
	MI350		HBM3E 12단 288GB	
	MI375		HBM3E 12단 288GB	

자료: Trendforce, 신한투자증권

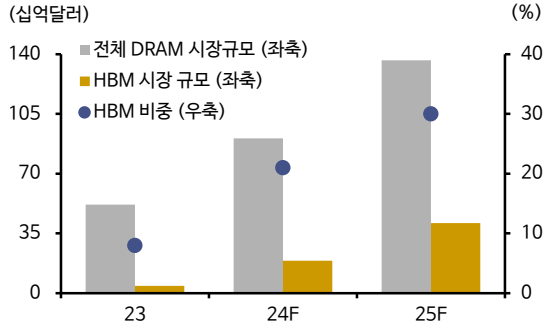


### 메모리 3사 HBM 생산능력(Capa) 전망



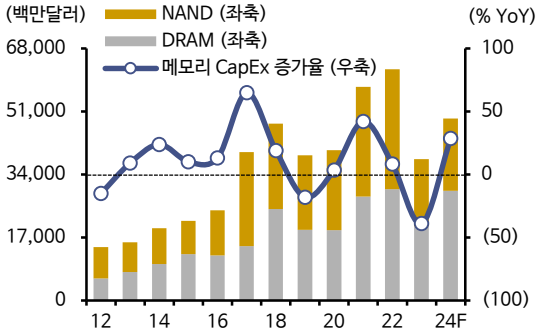
자료: 신한투자증권 추정

### DRAM 및 HBM 시장 규모 전망



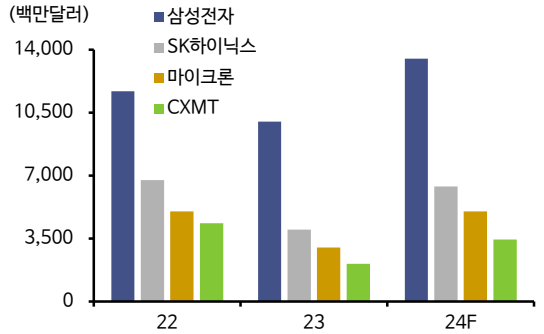
자료: Trendforce, 신한투자증권 추정

### 글로벌 메모리 자본지출(CapEx) 추이 및 전망



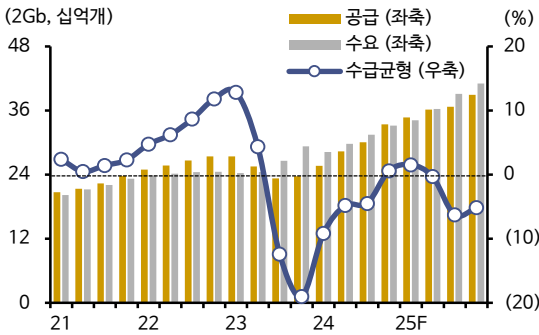
자료: Trendforce, 신한투자증권

### DRAM 메인 벤더 CapEx



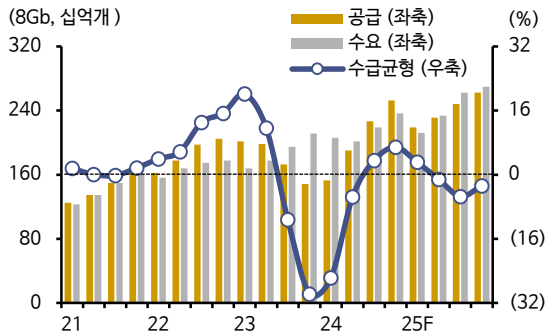
자료: Trendforce, 신한투자증권

### DRAM 수급 추이 및 전망



자료: Trendforce, 신한투자증권

### NAND 수급 추이 및 전망



자료: Trendforce, 신한투자증권

## Compliance Notice

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

# KB 금융 (105560)

## 은행업종 내 최고의 주주환원을 약속

2024년 10월 25일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	110,000 원 (상향)
✓ 상승여력	18.0%	✓ 현재주가 (10월 24일)	93,200 원

### [은행]

은경완 연구위원  
✉ kw.eun@shinhan.com

박현우 연구원  
✉ phw@shinhan.com

### 신한생각 타행들과 차별화된 밸류업 공시

모두의 이목이 집중된 밸류업 공시. 다소 복잡하게 느껴질 수 있으나 차별성 측면에서 긍정적인 접근. 자본비율 우위로 밸류업 대장주 지위 유지

### 3Q24 Review

KB금융의 3분기 지배주주순이익은 1.61조원으로 당사 추정치와 컨센서스를 각각 3.2%, 6.6% 상회. 원화대출은 가계와 기업 고르게 성장하며 2.9% 증가. 순이자마진은 시장금리 하락 영향으로 13bp 급락. 이에 순이자이익은 전분기대비 1.3% 감소. 반면 수수료와 기타비이자이익은 양호. 비용단도 무난. 대규모 일회성 이슈 부재로 경상이익 체력 시현한 분기 실적

보통주자본비율 13.85%(+25bp QoQ) 기록. 높아진 자본비율로 천억원의 추가 자사주 매입/소각 결정. 이를 반영한 FY24 주주환원 금액은 2.0조원 (배당 1.2조원 + 자사주 0.8조원). 주주환원을 기준 39.8%

실적과 함께 기업가치 제고 계획 공개. 자본비를 연계한 주주환원 정책 추진. 연말 13% 초과 자본을 다음 연도 주주환원 재원으로 사용하는 동시에 연중 13.5% 초과 자본도 주주환원에 활용할 계획. 방법론은 PBR 1.0배 도달시까지 자사주 매입/소각 연평균 1천만주 이상 및 총액기준 분기 균등 배당 지속 시행 예정. 참고로 위험가중자산 증가율은 5% 수준에서 관리

### Valuation & Risk

FY25F 순이익과 ROE를 각각 5.5조원, 9.0%로 전망. 위험가중자산 증가율 5% 가정시 총주주환원율은 44%(약 2.4조원) 내외로 추정. 압도적인 펀더멘탈과 은행업종 내 최고의 주주환원 정책 시행으로 밸류에이션 프리미엄 지속. 목표주가 110,000원으로 상향하며 최선호주 추천

12월 결산	총영업이익 (십억원)	총전이익 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	DY (%)
2022	13,770.6	7,127.0	5,289.2	4,153.0	4.8	8.3	0.4	5.7
2023	16,229.0	9,581.6	6,435.3	4,631.9	4.5	8.4	0.4	5.7
2024F	17,336.1	10,462.7	8,040.9	5,071.0	7.0	8.8	0.6	3.4
2025F	17,437.2	10,281.2	7,695.0	5,481.9	6.3	9.0	0.5	3.8
2026F	18,102.0	10,658.9	7,987.5	5,676.7	6.1	8.6	0.5	4.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### Revision

실적추정치	상향
Valuation	상향

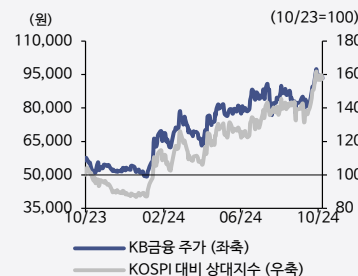
시가총액	36,676.8십억원
발행주식수(유동비율)	393.5 백만주 (78.2%)
52주 최고가/최저가	97,200 원/49,300 원
일평균 거래액 (60일)	122,496 백만원
외국인 지분율	78.3%

### 주요주주 (%)

국민연금공단	8.2
BlackRock Fund Advisors 외 13인	6.4

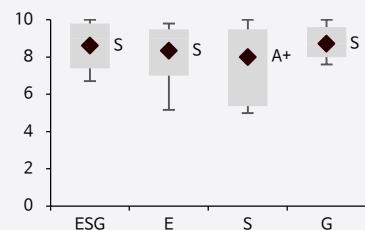
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	13.7	10.2	67.6	73.9
상대	15.9	17.7	54.8	79.9

### 주가



### ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



### 3Q24 Earnings Summary

(십억원)	3Q24P	3Q23	(% YoY)	2Q24	(% QoQ)	신한투자	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
순이자이익	3,165	3,088	2.5	3,206	(1.3)				
총영업이익	4,506	3,966	13.6	4,449	1.3				
판관비	1,651	1,565	5.5	1,594	3.6				
총전이익	2,856	2,402	18.9	2,855	0.0				
총당금전입액	498	449	11.0	553	(9.9)				
지배주주순이익	1,614	1,374	17.5	1,732	(6.8)	1,564	3.2	1,515	6.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

### 주요 일회성 요인

(억원)	금액	비고
기타비이자손실	660	(손해보험) 대형화재 보상 손실 290억원 + 희망퇴직 370억원

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 실적 전망 변경

(십억원)	변경전		변경후		% change	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
총영업이익	17,175	17,356	17,336	17,437	0.9	0.5
총전이익	10,341	10,287	10,463	10,281	1.2	(0.1)
영업이익	7,898	7,464	8,041	7,695	1.8	3.1
순이익	5,056	5,316	5,071	5,482	0.3	3.1

자료: 신한투자증권 추정

### KB금융 목표주가 산출 테이블

	단위	비고	값
12M Fwd ROE	%	(a)	9.0
Cost of Equity	%	(b=c+[d*e])	9.9
Risk Free Rate	%	(c)	2.9
Risk Premium	%	(d)	7.0
Beta	배	(e)	1.0
COE 조정계수	%	(f)	8.0
Adj. Cost of Equity	%	(g=b+f)	17.9
Eternal Growth	%	(h)	0.0
Adj. Fair PBR	배	(i=[a-h]/[g-h])	0.50
Premium/Discount	%	(j)	30.0
Target PBR	배	(k=i*[1+j])	0.65
12M Fwd BPS	원	(l)	168,326
목표주가	원	(m=k*l)	110,000
현재주가	원	(n)	93,200
상승여력	%	(o=[m-n]/n)	18.0

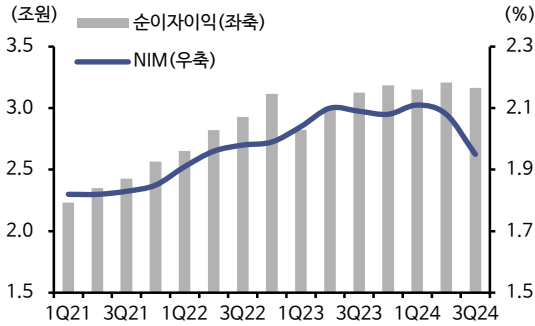
자료: 신한투자증권 추정

KB금융 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	FY23	FY24F	FY25F
순이자이익	2,786	2,974	3,088	3,295	3,151	3,206	3,165	3,152	12,142	12,675	12,832
이자수익	6,867	7,131	7,413	7,735	7,614	7,612	7,638	7,594	29,145	30,458	31,176
이자비용	4,081	4,157	4,326	4,440	4,462	4,405	4,473	4,442	17,003	17,783	18,344
수수료이익	914	951	901	907	990	920	943	898	3,674	3,750	3,813
수수료수익	1,335	1,362	1,293	1,379	1,396	1,331	1,343	1,365	5,368	5,435	5,526
수수료비용	421	410	391	472	406	411	400	467	1,695	1,685	1,713
기타비이자이익	660	372	(23)	(596)	271	323	399	(81)	414	911	792
총영업이익	4,360	4,297	3,966	3,606	4,412	4,449	4,506	3,969	16,229	17,336	17,437
판관비	1,566	1,593	1,565	1,923	1,628	1,594	1,651	2,000	6,647	6,873	7,156
충전영업이익	2,793	2,704	2,402	1,682	2,784	2,855	2,856	1,968	9,582	10,463	10,281
충당금전입액	668	651	449	1,378	428	553	498	943	3,146	2,422	2,586
영업이익	2,125	2,053	1,953	304	2,355	2,302	2,358	1,026	6,435	8,041	7,695
영업외손익	(96)	(92)	(43)	(33)	(948)	67	(73)	(121)	(265)	(1,076)	(353)
세전이익	2,029	1,961	1,910	271	1,407	2,369	2,284	904	6,170	6,965	7,342
법인세비용	530	456	568	54	344	659	688	235	1,607	1,926	1,909
당기순이익	1,499	1,505	1,342	217	1,063	1,711	1,596	669	4,563	5,039	5,433
지배주주	1,498	1,499	1,374	261	1,049	1,732	1,614	676	4,632	5,071	5,482
비지배자분	2	6	(32)	(44)	14	(22)	(18)	(7)	(69)	(32)	(49)

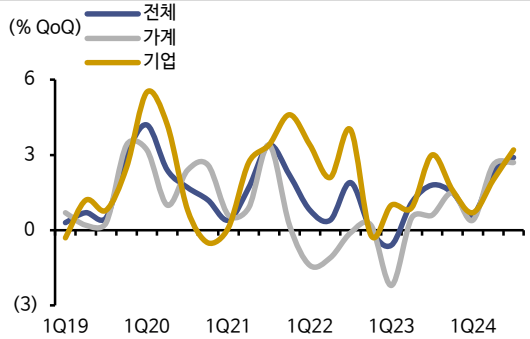
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

### NIM 1.95%(-13bp QoQ)



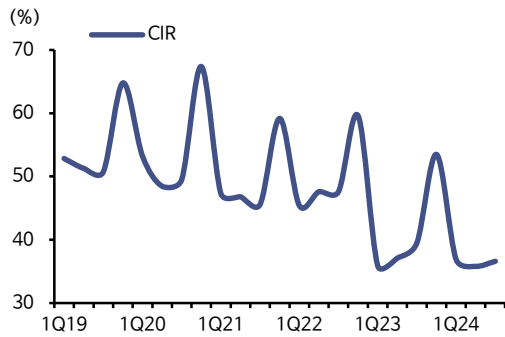
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### Loan growth +2.9% QoQ



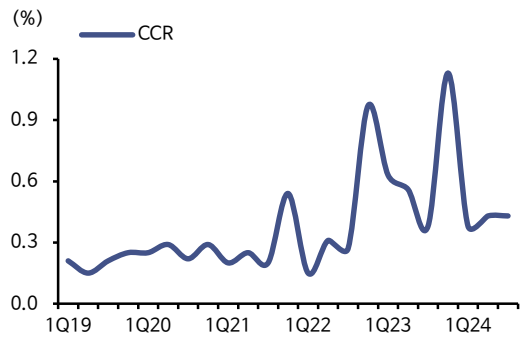
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### Cost to Income Ratio 36.6%(분기기준)



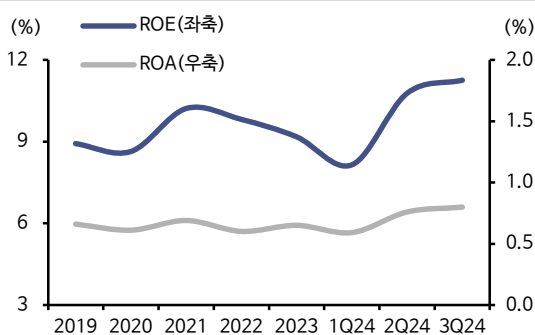
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### Credit Cost Ratio 0.43%(분기기준)



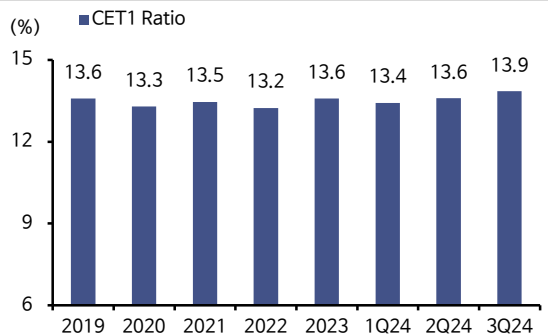
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### ROE 11.26%, ROA 0.80%



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### CET1 Ratio 13.85%



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## Compliance Notice

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



# LG 전자 (066570)

## 지나간 3분기, 신성장 스토리 주목

2024년 10월 25일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	130,000 원 (하향)
✓ 상승여력	33.7%	✓ 현재주가 (10월 24일)	97,200 원

### [스마트폰/전기전자]

오강호 연구위원  
✉ snowkh@shinhan.com

서지범 연구원  
✉ sjb1226@shinhan.com

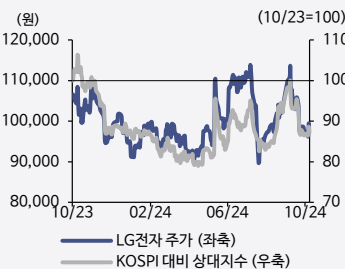
Revision	
실적추정치	하향
Valuation	유지

시가총액	15,906.6십억원
발행주식수(유동비율)	163.6 백만주 (65.7%)
52주 최고가/최저가	113,900 원/89,700 원
일평균 거래액 (60일)	57,486백만원
외국인 지분율	34.1%

주요주주 (%)	
LG 외 2인	33.7
국민연금공단	7.5

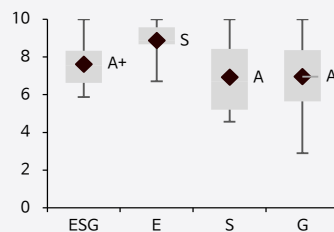
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(14.4)	(13.6)	(7.5)	(4.1)
상대	(12.7)	(7.7)	(14.6)	(0.8)

### 주가



### ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



### 신한생각 아쉬운 수익성에도 매력적인 중장기 사업 모델 주목

매출액 컨센 대비 +2% 상회, 영업이익은 -26% 하회 기록. 판관비 +15%(이하 전년 대비) 증가 영향으로 수익성 부진 기록. 이번 실적 포인트는 1) 가전 사업(구독, B2B 등) 체질 개선, 매출액 +12% 성장 속도 확인, 2) 기업 가치 제고를 위한 주주환원 계획 발표도 긍정적. 가전 중장기 성장 스토리인 1) 계절 변동성↓, 안정적 실적 체력↑, 밸류에이션↑ 기대

### 3Q24 Review: 가전 사업 체질 개선 주목, 기타 사업은 수익성 부진

1) H&A(가전&에어솔루션): 매출액 +12%, 영업이익 +4% 기록. 영업이익률은 6.3%(전년 대비 -0.5%p, 전분기 대비 -1.6%p) 기록. 차세대 성장 동력으로 자리매김한 구독서비스 및 B2B(기업간거래) 판매 확대가 실적 성장을 견인. 구독 매출액은 2024년 약 1.8조원(+60%) 고성장 전망. 향후 해외 시장 진출 본격화 + 대형가전 중심 서비스 확대로 이익률 개선 기대

2) VS(자동차 부품): 매출액 +4% 기록. 영업이익 BEP(손익분기점) 수준 기록. R&D 비용 증가 및 수주 양산화에 따른 선행투자 요인으로 추정. 3) HE(홈엔터테인먼트), BS(모니터, PC)의 경우 각각 +5% 매출 성장에도 불구하고 패널가격 인상에 따른 원가부담 및 경쟁 심화로 수익성 부진 기록

### Valuation & Risk

실적 추정치의 경우 2024년 연결 영업이익 -14%(기존 대비) 하향 조정. 밸류에이션은 기존과 동일. 향후 중장기 성장 동력 실적 가세 → 성장의 구실을 해소 → 밸류에이션 재평가로 연결. 리스크 요인으로 운임가격 상승은 부담 요인이나 가격 변동성이 높은 단기 계약 물량은 제한적

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	83,467.3	3,551.0	1,196.4	13.2	6.6	0.8	3.7	0.8
2023	84,227.8	3,549.1	712.9	26.4	3.7	0.9	4.0	0.8
2024F	87,273.3	3,667.3	1,074.0	16.8	5.4	0.9	3.4	1.5
2025F	92,576.7	3,762.8	1,220.5	14.8	5.9	0.8	3.3	1.8
2026F	99,027.9	4,523.5	1,642.3	11.0	7.5	0.8	2.9	2.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

목표주가 밸류에이션 분석

(원, 배)	2024F	비고
목표주가	130,000	
BPS	112,673	2024FBPS 적용
목표 PBR	1.18	최근 3개년 P/B(Avg) 평균 적용
현재가	97,200	

자료: 신한투자증권 추정

PBR Valuation Multiple 추이

(원, 배)	2019	2020	2021	2022	2023	2019~23 평균
P/B(Avg)	0.9	0.9	1.5	1.0	1.0	1.1
P/B(High)	1.1	1.6	2.0	1.4	1.2	1.5
P/B(Low)	0.7	0.5	1.2	0.7	0.8	0.8
P/B(FY End)	0.9	1.6	1.4	0.8	0.9	1.1

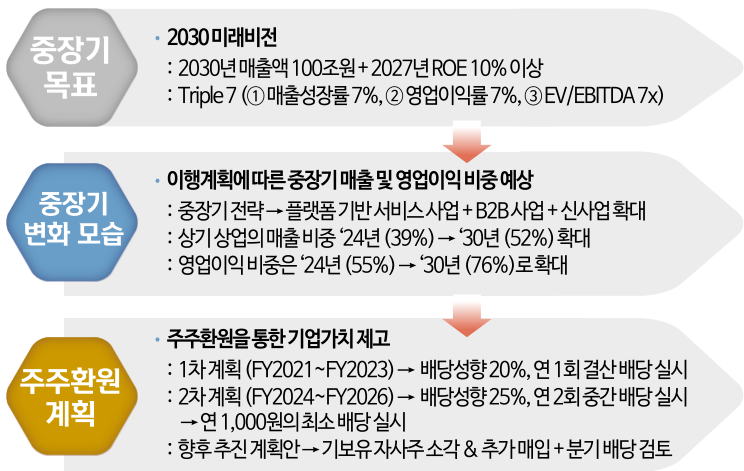
자료: QuantiWise, 신한투자증권 / 주: 지배주주 BPS 기준

3Q24 잠정 실적 및 추정치 비교

(십억원, %)	3Q24 발표	% YoY	% QoQ	컨센서스	컨센 대비 %
매출액	22,176.4	7.1	2.2	21,771.9	1.9
영업이익	751.9	(24.6)	(37.1)	1,015.4	(26.0)
당기순이익(지배)	48.6	(87.4)	(91.3)	468.7	(89.6)

자료: Dart, 신한투자증권

LG전자 기업가치 제고 계획 및 중장기 목표



자료: 회사 자료, 신한투자증권

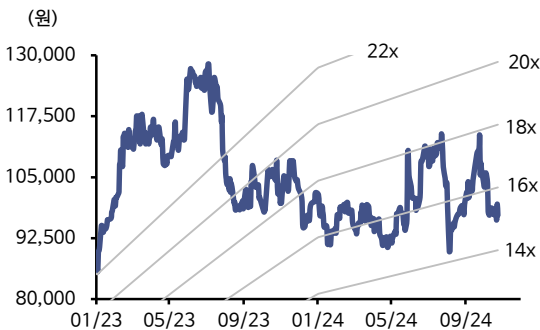
주: 2024년 10월 22일 공시 자료

LG전자의 분기별 영업 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F
매출액	20,416	19,998	20,709	23,104	21,096	21,694	22,176	22,307
HA	8,022	7,986	7,457	6,675	8,608	8,843	8,338	7,015
HE	3,360	3,147	3,569	4,158	3,492	3,618	3,747	4,643
VS	2,387	2,665	2,504	2,593	2,662	2,692	2,611	2,670
BS	1,480	1,333	1,331	1,269	1,576	1,464	1,399	1,320
기타	793	962	1,085	851	425	522	396	442
LGI	4,376	3,907	4,764	7,559	4,334	4,555	5,685	6,217
영업이익	1,497	742	997	313	1,335	1,196	752	384
HA	1,019	600	505	(116)	940	694	527	22
HE	200	124	111	(72)	132	97	49	25
VS	54	(61)	135	6	52	82	1	30
BS	66	3	(21)	(90)	13	(6)	(77)	(65)
기타	13	58	84	101	22	177	121	47
LGI	145	18	183	484	176	152	130	325
영업이익률	7.3	3.7	4.8	1.4	6.3	5.5	3.4	1.7
HA	12.7	7.5	6.8	(1.7)	10.9	7.9	6.3	0.3
HE	6.0	3.9	3.1	(1.7)	3.8	2.7	1.3	0.5
VS	2.3	(2.3)	5.4	0.2	2.0	3.0	0.0	1.1
BS	4.4	0.2	(1.5)	(7.1)	0.8	(0.4)	(5.5)	(4.9)
기타	1.7	6.1	7.7	11.9	5.2	34.0	30.5	10.7
LGI	3.3	0.5	3.9	6.4	4.1	3.3	2.3	5.2
순이익	471	162	385	(306)	475	559	49	(8)
순이익률	2.3	0.8	1.9	(1.3)	2.3	2.6	0.2	(0.0)

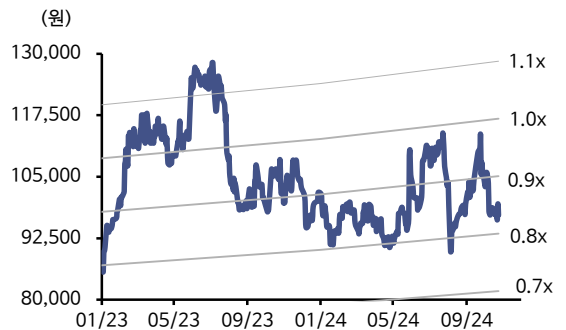
자료: 신한투자증권 추정 / 기타: LG전자, LG이노텍간 내부거래 반영, 사업별 데이터 및 순이익은 신한 추정치 참고

LG전자 P/E (주가수익비율) 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

LG전자 P/B (주가순자산비율) 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## Compliance Notice

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

# 삼성 E&A (028050)

## 수익성 레벨업, 이제 신규수주가 필요

2024년 10월 25일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	30,000 원 (하향)
✓ 상승여력	49.3%	✓ 현재주가 (10월 24일)	19,820 원

### [건설]

김선미 연구위원  
✉ sunmi.kim@shinhan.com

### 신한생각 | 주주환원 정책 규모가 중요

주요 프로젝트 수주 지연 및 중동 지정학적 리스크, 삼성전자 투자 축소 등이 불거지며 주가 부진 지속. 4Q24 30억 달러에 달하는 해외수주 기대하고 있으나 발주처의 투자결정 지연이 반복되는 한 '지속 성장 가능'에 대한 확신을 갖기엔 부족할 전망

주가 회복을 위해서는 동사의 강점인 높은 수익성, 안정적인 현금흐름이 '주주환원'을 통해 직접적인 투자수익으로 연결되어야 할 것

### 3Q24 Review: 실적은 서프라이즈, 수주는 기대 이하

연결 매출 2.3조원, 영업이익 2,039억원으로 영업이익 기준 컨센서스 8.9% 상회. 3Q에도 준공단계 화공프로젝트 정산이익 및 환 효과로 약 910억원의 일회성 이익 발생. 제거 시 화공부문 매출총이익률 12%로 예상 수준

비화공부문은 그룹사 투자지연에 매출액 전년대비 6%, 전분기대비 17% 하락. 3Q 신규수주도 0.4조원으로 축소, 그룹사 CapEx 축소 영향 가시화

8.0조원에 달하는 사우디 파드힐리 공정 본격화되는 2025년 하반기 전까지 다소 더딘 실적은 불가피(25년 매출, 영업이익 -11%, -30% YoY 추정). 수익성에 대한 신뢰는 높아진 상황, 이제 매출 위한 신규수주가 필요

### Valuation & Risk

EV/Backlog Valuation(기업가치/수주잔고 배수 활용 평가)으로 산정한 목표주가를 기존 3.6만원에서 3.0만원으로 하향. 변동성이 커진 영업환경을 반영해 실적 추정치(25F 영업이익 -14.6%) 및 타겟 목표배수를 하향

연말 2.0조원에 달할 순현금 및 '주주환원' 규모가 향후 주가 향방을 결정

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	10,054.3	702.9	664.9	6.6	28.3	1.6	3.2	-
2023	10,624.9	993.1	753.8	7.5	24.4	1.6	3.9	-
2024F	9,761.9	851.8	693.1	5.6	18.0	0.9	2.0	-
2025F	8,722.8	593.1	417.5	9.3	9.4	0.8	2.6	-
2026F	9,460.4	667.4	469.9	8.3	9.6	0.8	1.9	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

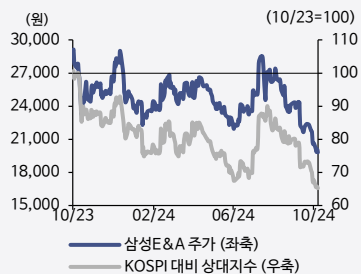
Revision	
실적추정치	하향
Valuation	하향

시가총액	3,884.7십억원
발행주식수(유동비율)	196.0백만주(79.4%)
52주 최고가/최저가	29,000원/19,820원
일평균 거래액 (60일)	24,308백만원
외국인 지분율	46.2%

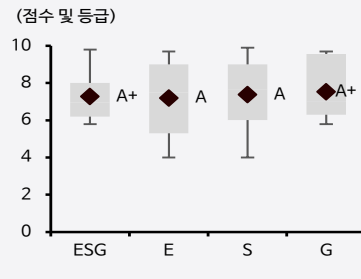
주요주주 (%)	
삼성SDI 외 7인	20.6
국민연금공단	7.3

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(18.8)	(20.9)	(28.8)	(26.0)
상대	(17.2)	(15.4)	(34.3)	(23.5)

### 주가



### ESG 컨센서스



삼성E&A 2024년 3분기 실적

(십억원, %)	3Q24P	2Q24	QoQ	3Q23	YoY	컨센서스	기존 추정치
매출액	2,317.0	2,686.3	(13.7)	2,478.1	(6.5)	2,504.2	2,405.0
영업이익	203.9	262.6	(22.4)	153.4	32.9	187.2	175.5
세전이익	220.0	292.9	(24.9)	217.2	1.3	182.9	53.9
순이익	163.7	315.3	(48.1)	150.4	8.8	138.4	33.1
영업이익률	8.8	9.8	(1.0)	6.2	2.6	7.5	7.3

자료: 전자공시, QuantiWise, 신한투자증권

삼성E&A 수익 예상 변경

(십억원, %, %p)	변경전		변경후		변경률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	10,213.8	9,509.0	9,761.9	8,722.8	(4.4)	(8.3)
영업이익	865.8	694.2	851.8	593.1	(1.6)	(14.6)
세전이익	677.8	662.7	803.8	565.4	18.6	(14.7)
순이익	578.5	408.5	693.1	417.5	19.8	2.2
영업이익률	8.5	7.3	8.7	6.8	0.2	(0.5)

자료: 신한투자증권 추정

주: 순이익은 지배주주 순이익 기준

삼성E&A EV/수주잔고 Valuation



자료: 신한투자증권

삼성E&A 목표주가 산출

(억원, 배, 원)	
Target EV/수주잔고 multiple	0.187
2015~2024년 평균	0.234
프리미엄 (%)	-20
Fw12M 수주잔고	232,614
Target EV	43,610
Target 시가총액	60,610
현재 시가총액	38,808
목표주가	30,000

자료: 신한투자증권

삼성E&A 세부 실적 추정 내역

(억원, %, %p)	2023	2024F	YoY (chg, )	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F
신규수주	87,916	142,095	61.6	21,027	17,164	29,380	20,345	14,141	95,030	5,924	27,000
화공	10,458	100,292	859.0	914	6,449	1,108	1,987	687	77,468	2,137	20,000
I&I	77,458	41,803	(46.0)	20,113	10,715	28,272	18,358	13,454	17,562	3,787	7,000
매출액	106,250	97,618	(8.1)	25,335	27,858	24,782	28,275	23,847	26,863	23,170	23,738
화공	46,068	43,368	(5.9)	10,743	12,969	11,931	10,425	9,415	12,300	11,090	10,563
I&I	60,181	54,250	(9.9)	14,592	14,889	12,851	17,849	14,432	14,563	12,080	13,175
원가율	86.3	86.0	(0.3)	87.3	83.8	89.4	85.4	85.9	85.3	85.6	87.4
화공	86.1	82.9	(3.1)	90.1	82.0	89.4	83.2	84.2	80.5	80.7	87.0
I&I	86.6	88.5	1.9	85.2	85.3	89.4	86.7	87.0	89.2	90.1	87.7
영업이익	9,932	8,517	(14.2)	2,254	3,444	1,535	2,699	2,093	2,626	2,039	1,759
OPM %	9.3	8.7	(0.6)	8.9	12.4	6.2	9.5	8.8	9.8	8.8	7.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

**Compliance Notice**

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



# 더블유게임즈 (192080)

## 안정적 실적과 주주환원정책 확대 효과

2024년 10월 25일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	68,000 원 (상향)
✓ 상승여력	35.5%	✓ 현재주가 (10월 24일)	50,200 원

### 신한생각 주주환원정책 확대 및 안정적 실적으로 주가 상승

게임사 중 가장 공격적인 주주환원정책 확대로 외국인 투자자 비중 증가, 주가 상승을 보였으나, 멀티플은 외형성장 확인되어야 리레이팅 가능할 것

### 3Q24 Preview: 견고한 점유율로 컨센서스 부합 전망

더블유게임즈는 3Q24 영업이익 1,621억원(YoY +16.1%, QoQ -0.6%), 영업이익 640억원(YoY +18.3%, QoQ -4.5%, 영업이익률 39.5%)을 기록하며 컨센서스 영업이익 641억원에 부합할 것으로 전망. 글로벌 소셜카지노 시장이 Top 5 기업을 중심으로 점유율이 고착화되어 동사 게임의 거래액도 큰 변화가 없을 것으로 추정.

인건비와 마케팅비는 전년 대비 보수적인 집행을 연내 지속하고 있으며, 당분기에 여러 신작들의 소프트론칭을 진행했으나 발생한 마케팅비는 미미한 수준. 매출의 거의 전부가 달러로 발생하는 만큼 원/달러 환율 상승에 따른 수혜는 올해 내내 지속 중

캐시카운인 소셜카지노에 온라인 카지노와 캐주얼 게임을 더하며 성장하려는 전략은 긍정적. 다만 슈퍼네이션 규모에서는 아직 유의미한 트래픽 확보가 어려우며, 캐주얼 게임 또한 성과를 확인할 수 있는 시점이 불투명. 소셜카지노에서 축소한 비용을 신사업에 적극적으로 투입하는 시점에 동사의 성장성을 확인할 수 있을 것으로 판단

### Valuation & Risk

투자의견 '매수'를 유지하고 목표주가는 실적 추정치 상향에 따라 68,000 원으로 상향. 목표주가는 12개월 선행 주당순이익에 목표배수 8.5배를 적용. 업종 내에서 배당과 자사주매입 등 주주환원정책을 가장 크게 확대하여 주가도 긍정적이지만, 성장주로서의 높은 멀티플 부여는 불가

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	617.3	183.9	(132.2)	-	(16.8)	1.2	3.5	1.3
2023	582.3	213.3	149.1	5.8	18.6	1.0	3.3	2.1
2024F	652.2	258.2	175.6	6.2	18.2	1.0	2.9	1.6
2025F	664.6	257.2	155.1	7.0	13.7	0.9	2.5	1.6
2026F	667.7	252.6	153.7	7.1	12.2	0.8	2.0	1.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### [개임]

강석오 선임연구원

✉ sokang@shinhan.com

고준혁 연구원

✉ jhko0330@shinhan.com

### Revision

실적추정치	상향
Valuation	상향

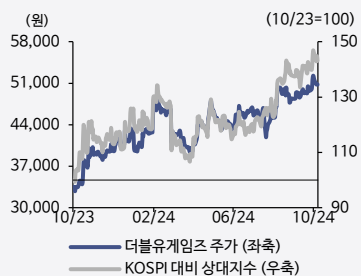
시가총액	1,092.0십억원
발행주식수(유동비율)	21.5백만주(47.7%)
52주 최고가/최저가	52,300 원/33,450 원
일평균 거래액 (60일)	3,008백만원
외국인 지분율	17.3%

### 주요주주 (%)

김가람 외 6인	44.5
국민연금공단	6.1

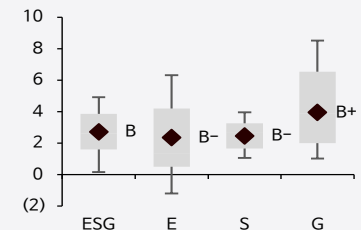
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	2.8	9.4	51.9	24.7
상대	2.9	16.7	37.7	28.1

### 주가



### ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



더블유게임즈 실적 추이 및 전망											
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
<b>영업수익</b>	145.3	143.9	139.6	153.5	160.5	163.1	162.1	166.5	582.3	652.2	664.6
(% YoY)	(3.1)	(3.8)	(12.7)	(2.7)	10.4	13.3	16.1	8.5	(5.7)	12.0	1.9
(% QoQ)	(7.9)	(0.9)	(3.0)	9.9	4.6	1.7	(0.6)	2.7			
<b>[매출구성]</b>											
DDI	99.0	98.9	95.7	109.6	117.1	120.9	120.2	123.4	403.2	481.7	485.6
DUG	46.3	45.1	43.9	43.8	43.4	42.2	41.9	43.1	179.1	170.6	173.4
<b>영업비용</b>	99.2	93.7	85.5	90.6	98.8	96.1	98.1	101.0	369.0	394.0	407.3
(% YoY)	(7.5)	(13.2)	(23.7)	(14.7)	(0.4)	2.5	14.7	11.5	(14.9)	6.8	3.4
(% QoQ)	(6.6)	(5.6)	(8.7)	6.0	9.0	(2.8)	2.1	3.0			
<b>[비용구성]</b>											
플랫폼	41.6	41.4	40.1	43.0	43.6	44.4	44.1	45.3	166.0	177.4	180.1
마케팅	28.2	24.7	18.4	15.3	21.0	15.9	17.7	18.6	86.6	73.2	74.1
인건비	18.2	17.8	18.0	21.9	19.2	21.8	22.3	22.7	76.0	86.0	94.4
로열티	2.6	2.5	2.0	0.6	3.2	2.7	2.8	2.8	7.7	11.5	11.8
D&A	1.9	1.9	1.9	2.9	3.3	3.1	3.2	3.2	8.7	12.8	13.5
기타	6.7	5.4	5.1	6.9	8.4	8.1	8.1	8.3	24.1	33.0	33.4
<b>영업이익</b>	46.1	50.3	54.1	62.8	61.7	67.1	64.0	65.5	213.3	258.2	257.2
(% YoY)	8.0	20.3	13.0	21.9	33.9	33.4	18.3	4.2	16.0	21.1	(0.4)
(% QoQ)	(10.6)	9.1	7.7	16.1	(1.8)	8.7	(4.5)	2.2			
(% OPM)	31.7	34.9	38.8	40.9	38.4	41.1	39.5	39.3	36.6	39.6	38.7
<b>당기순이익</b>	49.8	44.4	51.3	47.4	60.4	64.2	57.9	43.9	192.9	226.4	193.8
(% YoY)	50.1	흑전	흑전	흑전	21.3	44.5	12.9	(7.3)	흑전	17.4	(14.4)
(% QoQ)	흑전	(10.9)	15.5	(7.6)	27.5	6.2	(9.8)	(24.1)			
(% NPM)	34.3	30.8	36.7	30.9	37.7	39.3	35.7	26.4	33.1	34.7	29.2
<b>지배기업순이익</b>	39.3	33.9	39.6	36.2	47.1	49.0	45.2	34.3	149.1	175.6	155.1
(% YoY)	51.3	흑전	9,724.7	흑전	19.8	44.3	14.0	(5.2)	흑전	17.8	(11.7)
(% QoQ)	흑전	(13.7)	16.7	(8.7)	30.3	3.9	(7.8)	(24.1)			

자료: 회사 자료, 신한투자증권

더블유게임즈 Valuation Table			
(십억원, 원, 배)	2024F	2025F	비고
지배기업 순이익	175.6	155.1	
주식 수 (만주)	1,983	1,983	자기주식수 차감
EPS	8,855	7,822	
12M Fwd EPS (A)		8,014	
목표 PER (B)		8.5	
(A) * (B)		68,122	
목표 주가		68,000	시가총액 기준 1.5조원
현재 주가 (10/24)		50,200	
상승여력 (%)		35.5	

자료: 신한투자증권 추정

더블유게임즈 3Q24F 실적 Preview

(십억원, %)	3Q24F	2Q24	% QoQ	3Q23	% YoY	컨센서스	% Gap
매출액	162.1	163.1	(0.6)	139.6	16.1	161.9	0.1
영업이익	64.0	67.1	(4.5)	54.1	18.3	64.1	(0.1)
순이익	45.2	49.0	(7.8)	39.6	14.0	45.4	(0.5)
영업이익률	39.5	41.1		38.8		39.6	
순이익률	27.9	30.0		28.4		28.0	

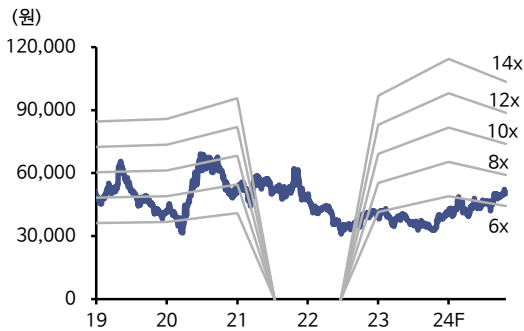
자료: 회사 자료, 신한투자증권

더블유게임즈 2024, 2025년 실적 추정치 변경

(십억원)	2024F			2025F		
	컨센서스	신한 추정	차이 (%)	컨센서스	신한 추정	차이 (%)
매출액	656.6	652.2	(0.7)	701.1	664.6	(5.2)
영업이익	259.6	258.2	(0.5)	276.2	257.2	(6.9)
순이익	186.0	175.6	(5.6)	195.3	155.1	(20.6)

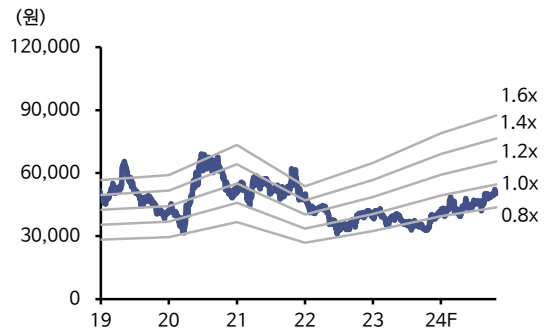
자료: 신한투자증권 추정

더블유게임즈 12개월 선행 PER 밴드



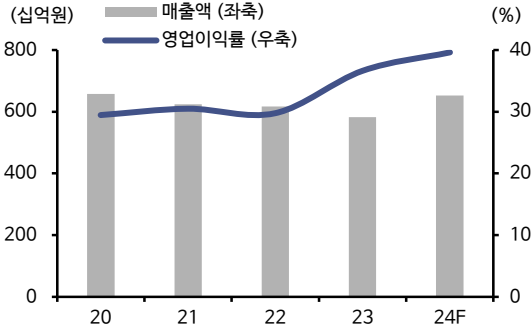
자료: QuantiWise, 신한투자증권

더블유게임즈 12개월 선행 PBR 밴드



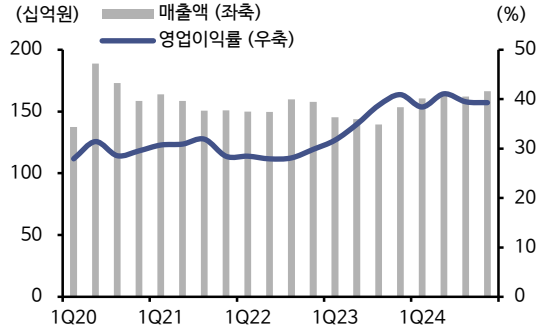
자료: QuantiWise, 신한투자증권

### 연간 실적 추이 및 전망



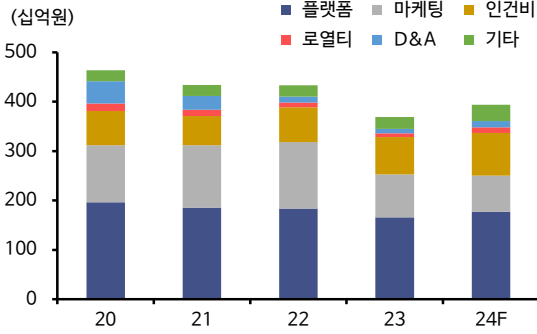
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 분기 실적 추이 및 전망



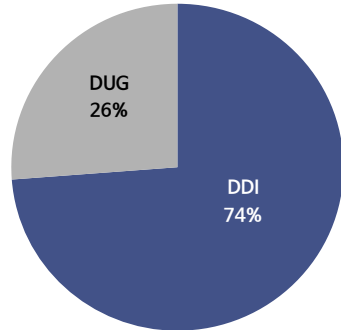
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 연간 비용 추이 및 전망



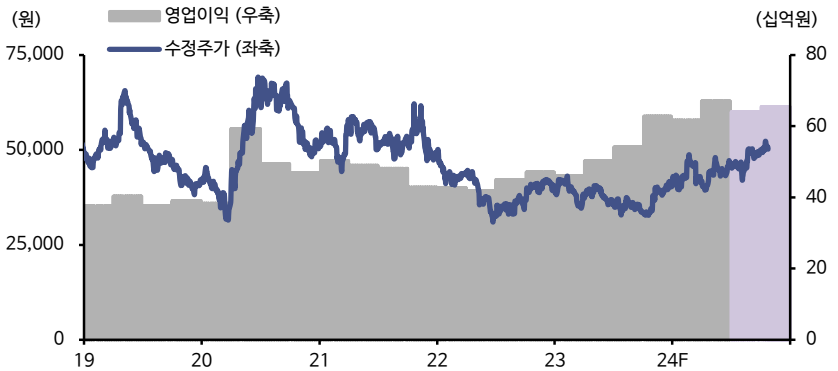
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 매출 비중(2024F)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 더블유게임즈 영업이익 및 주가 추이



자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권

## 👉 Compliance Notice

---

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 강석오, 고준혁)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 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.



# 해외주식



# 테슬라 (TSLA.US)

## AI 기업으로의 전환기

2024년 10월 25일

✓ 투자판단	★★★★☆	✓ 목표주가 (LSEG)	211.5 달러
✓ 상승여력	-1.0%	✓ 현재주가 (10월 23일)	213.7 달러

### [그린에너지]

함형도 수석연구원  
✉ hd.ham@shinhan.com

### 신한생각 2026년까지 산적한 이벤트

로보택시 행사에서 실망한 투자를 되돌릴 만한 세부사항 발표. 2026년까지 다양한 이벤트를 소화하며 AI 기업으로 발돋움할 것으로 기대

### 3Q24 Re. 에너지 사업부가 이끈 이익 컨센 상회

전기차 선도업체인 테슬라의 3분기 실적은 매출액 매출액 252억달러 (+7.8% YoY, 이하 YoY), GPM +19.8%(+1.9%p), Adj-EPS 0.72달러 (+9.1%)로 컨센을 각각 -0.7%, +2.9%p, +22.0% 상회

[자동차 사업부] GPM은 +20.1%(+1.4%p)로 개선. 이는 차량 판매량 463만대(+6.4%)로 증가, 배터리 수익성 개선에 따른 차량 대당 원가 하락, 친환경차 크레딧 매출이 역대 두번째를 기록했기 때문. 또한, FSD 수익 3.26억달러 인식. 사이버트럭에 FSD 출시와 기존 차량에 스마트 호출 추가해 FSD 인식을 증가한 것으로 추정. 4분기엔 마진율 축소 언급

[에너지 사업부] GPM은 +30.5%(+6.1%p)로 역대 최대치 경신. BESS 판매량이 6.9GWh(+3.0GWh)로 증가, 배터리 수익성 개선 때문. 테슬라는 BESS 연간 판매량이 100GWh를 넘어 TWh 규모로 빠른 시일내 성장할 것으로 예상. 연간 생산 Capa는 현재 40GWh에서 1Q25 상하이 공장 20GWh 가동 예정으로 2025년에도 성장세 이어갈 전망

### 2025년 전기차 판매량 +20~30% 기대

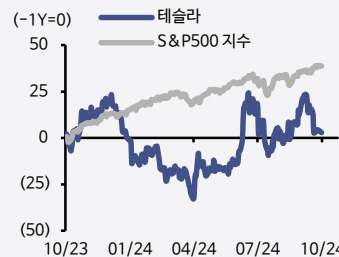
다양한 목표 제시. 저가형 모델 1H25 출시를 통해 2025년 차량 판매량 20~30% 성장(컨센 +15%). FSD V13 곧 출시되며, 2Q25에는 인간보다 나아진 성능 기대. 승차공유 서비스 2025년 캘리포니아, 텍사스주 우선 출시. 사이버 캡 2026년 생산 시작, 2백만대 Capa에서 최종 4백만대 목표

S&P500 지수 (pt)	5,797.4
시가총액 (조원)	941.9
발행주식수 (백만주)	3,185.0
유동주식비율 (%)	87.0
52주 최고가 (달러)	271.0
52주 최저가 (달러)	138.8

주요주주 (%)	
Elon Musk	12.9
The Vanguard Group, Inc.	7.4

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(14.5)	(13.3)	0.7	(14.0)
상대	(15.9)	(17.6)	(36.7)	(35.6)

### 주가

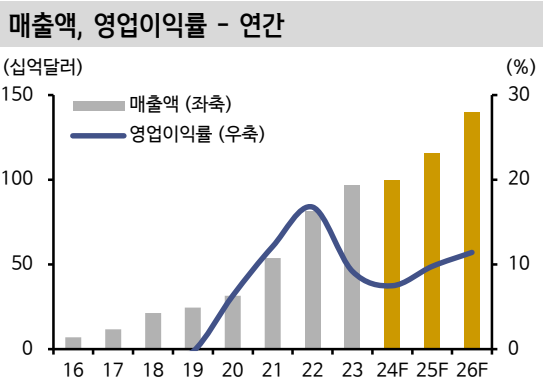


12월 결산	매출액 (백만달러)	증가율 (%)	영업이익 (백만달러)	영업이익률 (%)	순이익 (백만달러)	EPS (달러)	증가율 (%)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)
2022	81,462	51.4	13,656	16.8	12,556	3.62	121.6	33.7	33.5	8.7	20.6
2023	96,773	18.8	8,891	9.2	14,997	4.30	18.8	95.6	27.9	12.6	52.5
2024F	99,446	2.8	7,441	7.5	6,562	1.90	(55.8)	93.6	11.2	10.1	45.9
2025F	115,818	16.5	11,306	9.8	9,615	2.79	46.8	68.8	13.1	8.8	34.6
2026F	139,726	20.6	15,947	11.4	13,247	3.58	28.3	51.3	14.9	7.6	30.7

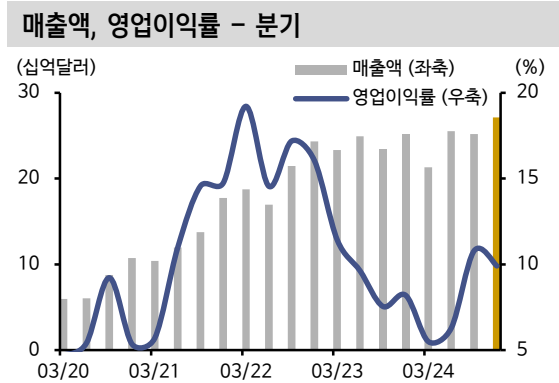
자료: LSEG, 신한투자증권

영업실적 추이 및 전망												
(백만달러, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
<b>매출액</b>	23,329	24,927	23,350	25,167	21,301	25,500	25,182	27,132	81,462	96,773	99,446	115,818
YoY	24.4	47.2	8.8	3.5	(8.7)	2.3	7.8	7.8	51.4	18.8	2.8	16.5
QoQ	(4.1)	6.8	(6.3)	7.8	(15.4)	19.7	(1.2)	7.7				
<b>매출총이익</b>	4,511	4,533	4,178	4,438	3,696	4,578	4,997	4,717	20,853	17,660	17,525	21,786
매출총이익률	19.3	18.2	17.9	17.6	17.4	18.0	19.8	17.4	25.6	18.2	17.6	18.8
<b>영업이익</b>	2,664	2,399	1,764	2,064	1,171	1,605	2,717	2,689	13,656	8,891	7,441	11,306
영업이익률	11.4	9.6	7.6	8.2	5.5	6.3	10.8	9.9	16.8	9.2	7.5	9.8
YoY	(26.1)	(2.6)	(52.2)	(47.1)	(56.0)	(33.1)	54.0	30.3	109.4	(34.9)	(16.3)	51.9
QoQ	(31.7)	(9.9)	(26.5)	17.0	(43.3)	37.1	69.3	(1.0)				
<b>순이익</b>	2,539	2,703	1,853	7,928	1,129	1,478	2,167	1,979	12,556	14,997	6,562	9,615
순이익률	10.9	10.8	7.9	31.5	5.3	5.8	8.6	7.3	15.4	15.5	6.6	8.3
<b>EPS(달러)</b>	0.73	0.78	0.53	2.27	0.34	0.42	0.62	0.62	3.62	4.30	1.90	2.79
YoY	(23.4)	19.7	(44.2)	112.1	(53.4)	(46.2)	17.0	(72.7)	121.6	18.8	(55.8)	46.8
QoQ	(31.8)	6.8	(32.1)	328.3	(85.0)	23.5	47.6	0.0				
<b>Auto 매출</b>	19,963	21,268	19,625	21,563	17,378	19,878	20,016		71,462	82,419		
GPM	21.1	19.2	18.7	18.9	18.5	18.5	20.1		28.5	19.4		
차량	18,878	20,419	18,582	20,630	16,460	18,530	18,831		67,210	78,509		
리스	564	282	489	500	476	458	446		2,476	1,835		
크레딧	521	567	554	433	442	890	739		1,776	2,075		
판매량(천대)	423	466	435	485	387	444	463		1,314	1,809		
Model S/X	11	19	16	23	17	22	23		67	69		
Model 3/Y	412	447	419	462	370	422	440		1,247	1,740		
<b>Energy 매출</b>	1,529	1,509	1,559	1,438	1,635	3,014	2,376		3,909	6,035		
GPM	11.0	18.4	24.4	21.8	24.6	24.6	30.5		7.4	18.9		
태양광(MW)	67	66	49	41					348	223		
ESS(MWh)	3,889	3,653	3,980	3,202	4,053	9,400	6,900		6,541	14,724		

자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 전망치는 컨센서스 기준



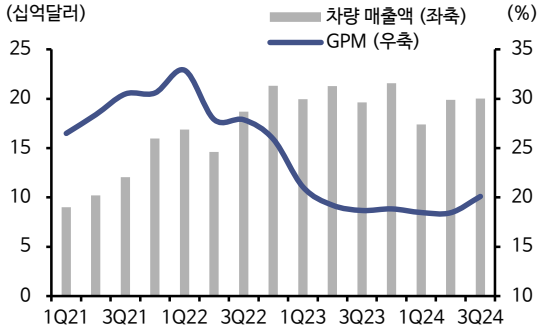
자료: Bloomberg, 신한투자증권



자료: Bloomberg, 신한투자증권

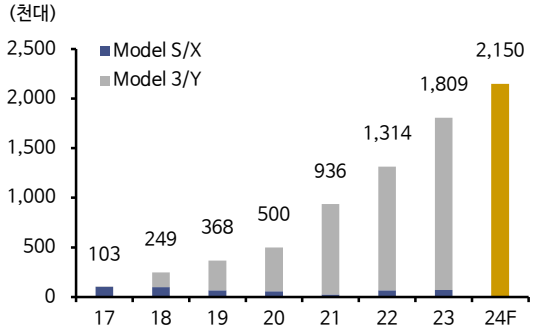


### 자동차 부문 실적



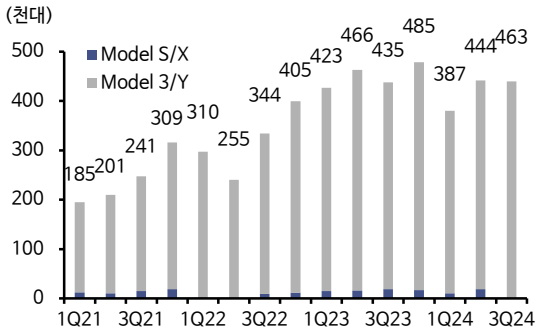
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 전기차 판매량 - 연간



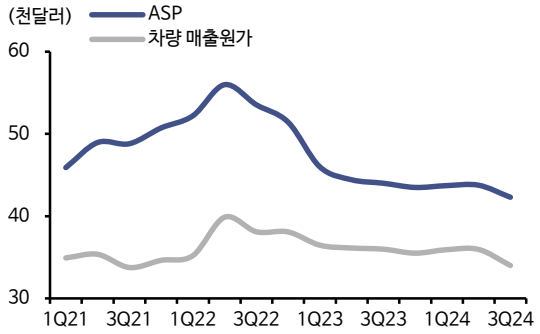
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 전기차 판매량 - 분기



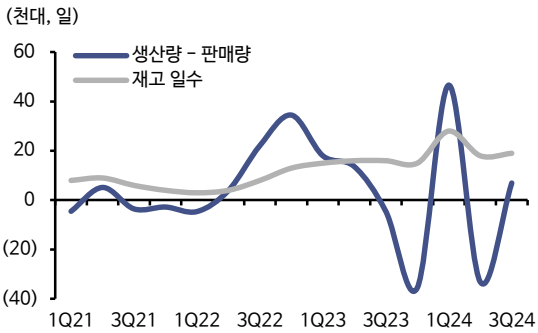
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 전기차 ASP, 매출원가



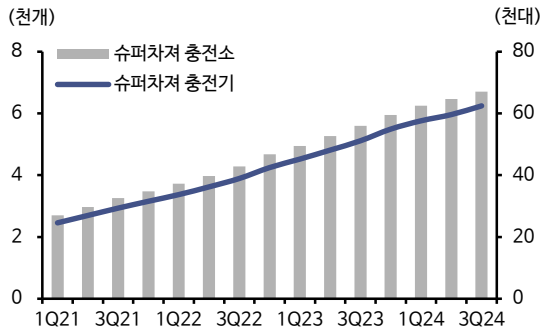
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 전기차 재고



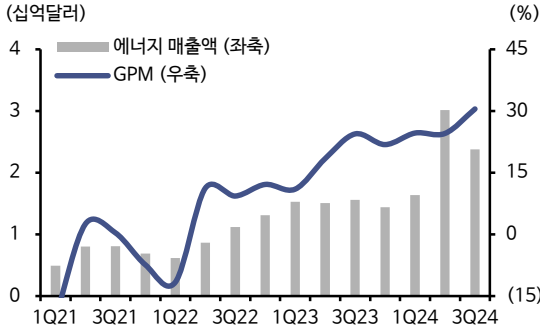
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 슈퍼차저 누적 설치량



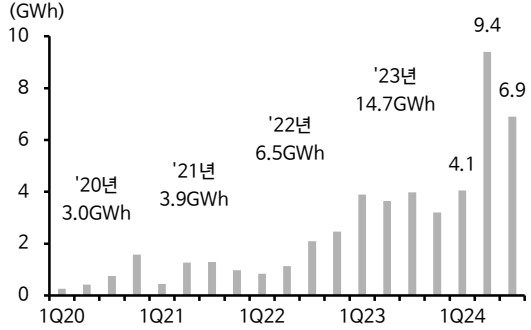
자료: EIA, 신한투자증권

### 에너지 부문 실적



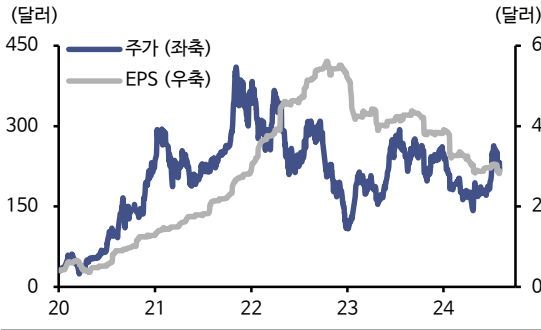
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### BESS 판매량



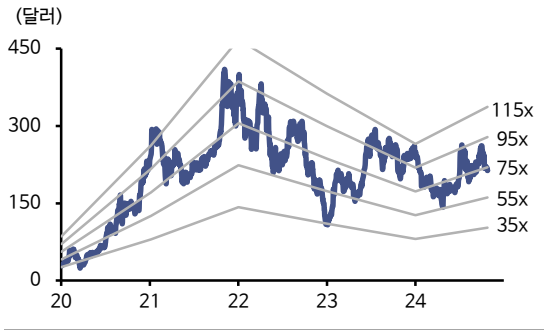
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 주가 Vs. EPS



자료: LSEG, 신한투자증권

### 12개월 선행 PER 밴드 차트



자료: LSEG, 신한투자증권

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 함형도).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사(테슬라)를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 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.
- ◆ 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.

# 록히드마틴 (LMT.US)

## 3Q24 Re 기대치 부합, F-35 인도 시작

2024년 10월 25일

✓ 투자판단	★★★★☆	✓ 목표주가 (LSEG)	595.8 달러
✓ 상승여력	4.3%	✓ 현재주가 (10월 23일)	571.1 달러

### [방위산업]

이동현 연구위원  
 ✉ Idh@shinhan.com

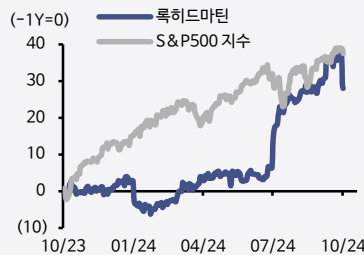
이지한 연구원  
 ✉ leews307@shinhan.com

S&P500 (pt)	5,851.2
시가총액 (조원)	186.8
발행주식수 (백만주)	240.0
유동주식비율 (%)	99.9
52주 최고가 (달러)	619.0
52주 최저가 (달러)	413.9

주요주주 (%)	
State Street Global Advisors (US)	15.1
The Vanguard Group, Inc.	9.0

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(1.6)	13.9	28.0	26.0
상대	(3.0)	9.6	(9.5)	4.5

### 주가



### 신한생각 실적 소폭 하락, 4분기와 '25년 실적 기대

3분기 실적은 전분기대비 하락하였으나, 4분기 실적 회복 및 '25년 성장을 기대. 특히, F-35 인도대수가 3분기 48대로, 1,2분기 합산 0대 대비 큰 폭 증가. '24년 예정 인도 대수는 110대로 4분기에는 62대 예상. 4Q24와 '25년 실적 상승을 기대

### 3Q24 Review: 전분기 대비 실적 하락

매출액 17,104백만달러(+1.3% YoY), 부문별 합산 영업이익 1,870백만달러(+3.3% YoY), 조정 영업이익 2,140백만달러(+4.8% YoY) 기록. 전분기 대비로는 각각 매출액 -5.6%, 부문별 영업이익 -8.4%, 조정 영업이익 -0.3% 하락

3Q24 컨센서스는 매출액 17,351백만달러, 부문별 영업이익 1,795백만달러, 조정 영업이익 2,060백만달러로 매출액은 컨센서스 -1.4% 하회, 부문별 영업이익 +4.1%, 조정 영업이익 +3.9% 상회

[부문별 실적] 전 부문 매출액과 영업이익 전분기 대비 감소, 미사일/화력 통제 부문만 영업이익 비슷한 수준으로 유지. 전년동기대비로는 전체적으로 소폭 개선되거나 비슷한 수준의 실적. 전분기 대비 항공 부문의 매출액 및 영업이익 감소가 두드러지나 4분기에 2분기 수준으로 회복 전망

### 증가하는 F-35 인도 대수

'24년 1,2분기에는 F-35 인도가 없었으나 3분기부터 인도 시작. 연간 인도 대수가 4분기에 집중될 것. '25년에는 F-35 프로그램 더욱 활성화 될 것. 항공 부문의 수주 잔고는 감소 추세이나 항공 부문 외 모든 부문은 수주 잔고 우상향. 항공 부문의 실적에서도 성장을 기대

12월 결산	매출액 (백만달러)	증가율 (%)	영업이익 (백만달러)	영업이익률 (%)	순이익 (백만달러)	EPS (달러)	증가율 (%)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)
2022	65,984	(1.6)	8,348	12.7	5,732	21.7	(4.8)	22.5	56.7	15.7	14.1
2023	67,571	2.4	8,599	12.7	6,993	27.9	28.6	16.5	86.9	20.1	12.5
2024F	71,074	5.2	8,377	11.8	6,348	26.6	(4.6)	21.5	99.6	20.9	15.5
2025F	73,861	3.9	8,732	11.8	6,570	28.2	6.3	20.2	108.9	19.3	14.8
2026F	76,620	3.7	9,155	11.9	6,829	30.0	6.1	19.1	120.9	17.6	14.1

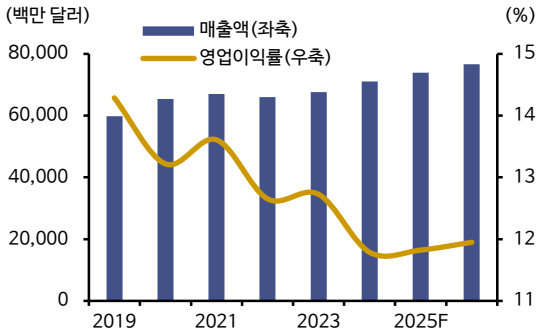
자료: LSEG, 신한투자증권

영업실적 추이 및 전망												
(백만달러, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
<b>매출액</b>	15,126	16,693	16,878	18,874	17,195	18,122	17,104	18,758	65,984	67,571	71,074	73,861
항공	6,269	6,875	6,717	7,613	6,845	7,277	6,487	7,727	26,987	27,474	28,822	29,446
미사일/화력 통제	2,388	2,755	2,939	3,171	2,993	3,102	3,175	3,318	11,317	11,253	12,566	13,433
회전익/미션 시스템	3,510	3,897	4,121	4,711	4,088	4,548	4,367	4,465	16,148	16,239	17,326	17,758
우주 시스템	2,959	3,166	3,101	3,379	3,269	3,195	3,075	3,214	11,532	12,605	12,825	12,990
<b>부문별 영업이익</b>	1,682	1,855	1,810	2,042	1,745	2,042	1,870	1,850	7,219	7,389	7,432	7,871
항공	675	718	671	761	679	751	659	735	2,866	2,825	2,857	3,008
미사일/화력 통제	377	371	398	395	311	450	456	312	1,635	1,541	1,407	1,575
회전익/미션 시스템	350	454	482	579	430	495	483	515	1,673	1,865	1,924	2,055
우주 시스템	280	312	259	307	325	346	272	288	1,045	1,158	1,244	1,233
<b>영업이익</b>	2,037	2,135	2,042	2,293	2,029	2,148	2,140	2,079	8,348	8,599	8,377	8,732
<b>순이익</b>	1,689	1,681	1,684	1,939	1,545	1,641	1,510	1,571	5,732	6,993	6,348	6,570
<b>EPS</b>	6.61	6.63	6.73	7.88	6.39	6.85	6.50	6.68	21.66	27.85	26.58	28.25
<b>매출액 YoY</b>	1.1	8.1	1.8	(0.6)	13.7	8.6	1.3	(0.6)	(1.6)	2.4	5.2	3.9
항공	(2.1)	17.3	(5.2)	(0.3)	9.2	5.8	(3.4)	1.5	0.9	1.8	4.9	2.2
미사일/화력 통제	(2.6)	0.3	3.8	(3.5)	25.3	12.6	8.0	4.6	(3.2)	(0.6)	11.7	6.9
회전익/미션 시스템	(1.2)	(2.9)	9.0	(1.9)	16.5	16.7	6.0	(5.2)	(3.8)	0.6	6.7	2.5
우주 시스템	15.6	12.1	7.6	3.5	10.5	0.9	(0.8)	(4.9)	(2.4)	9.3	1.7	1.3
<b>부문별 영업이익 YoY</b>	1.6	9.1	(2.5)	1.8	3.7	10.1	3.3	(9.4)	(2.2)	2.4	0.6	5.9
항공	(0.6)	17.3	(11.6)	(6.7)	0.6	4.6	(1.8)	(3.5)	2.4	(1.4)	1.1	5.3
미사일/화력 통제	(1.8)	(11.2)	4.2	(12.4)	(17.5)	21.3	14.6	(21.0)	(0.8)	(5.7)	(8.7)	11.9
회전익/미션 시스템	0.6	12.7	16.4	14.0	22.9	9.0	0.2	(11.0)	(7.0)	11.5	3.2	6.8
우주 시스템	14.3	16.4	(14.0)	32.9	16.1	10.9	5.0	(6.1)	(7.8)	10.8	7.4	(0.9)
<b>영업이익 YoY</b>	5.4	8.8	(5.4)	4.0	(0.4)	0.6	4.8	(12.8)	(8.5)	3.0	(2.6)	4.2
<b>순이익 YoY</b>	(6.9)	(15.3)	174.3	(5.4)	(8.5)	(2.4)	(10.3)	(19.0)	(9.2)	22.0	(9.2)	3.5
<b>EPS YoY</b>	2.0	(7.0)	204.5	5.5	(3.3)	3.3	(3.4)	(15.3)	(4.8)	28.6	(4.6)	6.3
<b>부문별 영업이익률</b>	11.1	11.1	10.7	10.8	10.1	11.3	10.9	9.9	10.9	10.9	10.5	10.7
항공	10.8	10.4	10.0	10.0	9.9	10.3	10.2	9.5	10.6	10.3	9.9	10.2
미사일/화력 통제	15.8	13.5	13.5	12.5	10.4	14.5	14.4	9.4	14.4	13.7	11.2	11.7
회전익/미션 시스템	10.0	11.6	11.7	12.3	10.5	10.9	11.1	11.5	10.4	11.5	11.1	11.6
우주 시스템	9.5	9.9	8.4	9.1	9.9	10.8	8.8	9.0	9.1	9.2	9.7	9.5
<b>영업이익률</b>	13.5	12.8	12.1	12.6	11.8	11.9	12.5	11.1	12.7	12.7	11.8	11.8
<b>순이익률</b>	11.2	10.1	10.0	10.3	9.0	9.1	8.8	8.4	8.7	10.3	8.9	8.9

자료: LSEG, 회사 자료, 신한투자증권

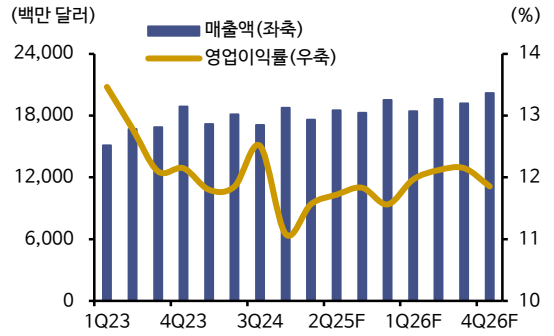
주: 1) 추정치는 LSEG 컨센서스 기준, 2) 영업이익은 부문 외 영업이익 포함

### 연도별 매출액 및 영업이익률 추이



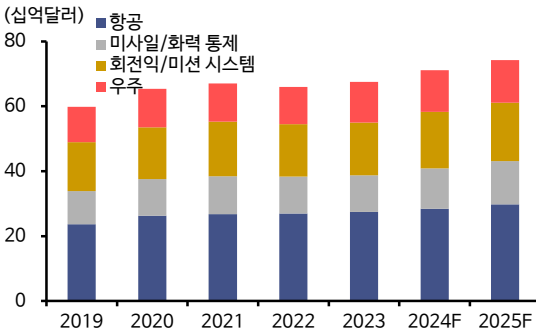
자료: LSEG, 신한투자증권

### 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



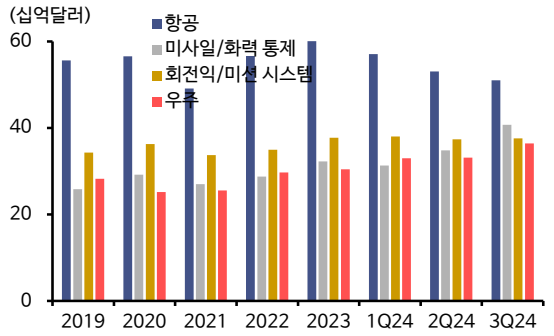
자료: LSEG, 신한투자증권

### 사업부문별 매출액



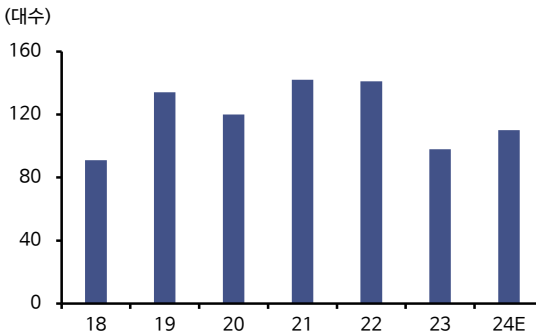
자료: LSEG, 신한투자증권

### 사업부문별 수주잔고



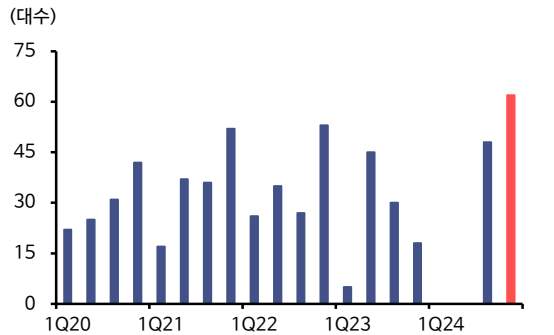
자료: LSEG, 신한투자증권

### 연도별 F-35 인도 대수 스케줄



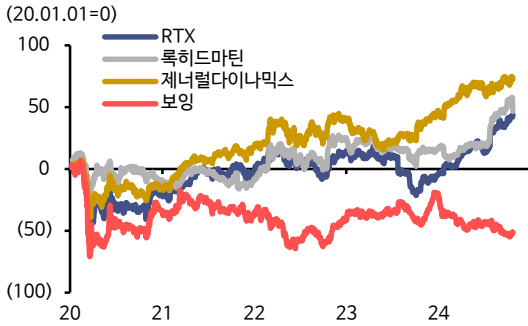
자료: Bloomberg, 회사 자료, 신한투자증권

### 분기별 F-35 인도 대수 스케줄



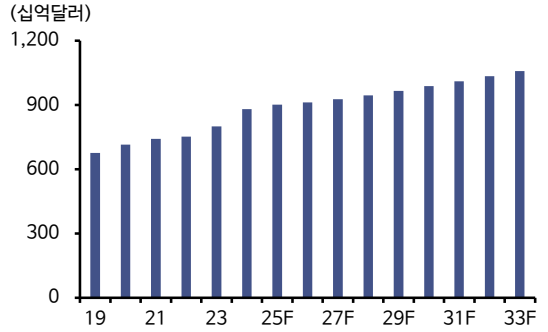
자료: Bloomberg, 회사 자료, 신한투자증권

### 글로벌 Peer 그룹 상대주가 추이



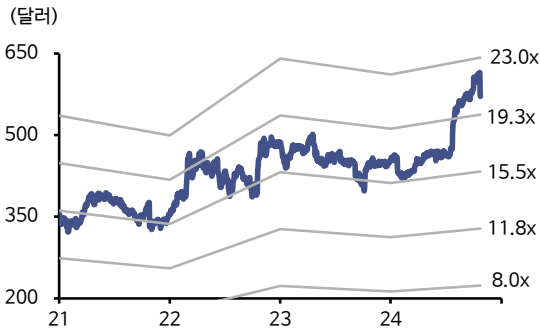
자료: LSEG, 신한투자증권

### 미 국방부 예산 추이 및 전망



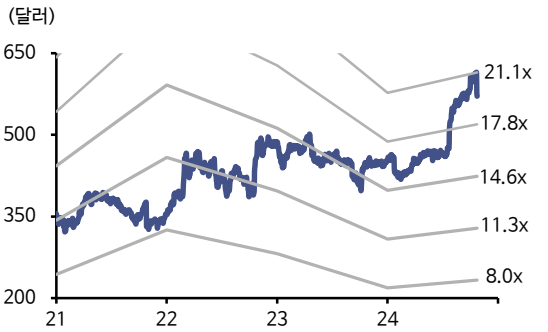
자료: 미 국방부, 신한투자증권

### 12개월 선행 PER 밴드 차트



자료: LSEG, 신한투자증권

### 12개월 선행 PBR 밴드 차트



자료: LSEG, 신한투자증권

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성사: 이동현, 이지한).
- ◆ 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 최고 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.

# 서비스나우 (NOW.US)

## 워크플로우에 AI 완벽 통합

2024년 10월 25일

✓ 투자판단	★★★☆☆	✓ 목표주가 (LSEG)	959.8 달러
✓ 상승여력	+5.7%	✓ 현재주가 (10월 23일)	907.7 달러

### [Global Equity Analyst]

심지현 선임연구원  
✉ simjin@shinhan.com

### 신한생각 서비스나우 전체 플랫폼에 AI 통합, 호실적으로 연결

서비스나우는 3Q24에 매출 28억달러(+22.3% YoY, 약 5천만달러 상회), Non-GAAP EPS 3.27달러(0.27달러 상회), 조정 영업이익률 31% 호실적 기록. 구독 매출 27억 1,500만달러(+23%, cc+22.5%), RPO +36%

### 대형 거래 및 파트너십 확대: 순 신규 ACV 전년대비 50% 상승

순 신규 ACV(연간 신규 계약 가치)가 500만달러를 넘는 거래 15건 발생 (+50% YoY). 천만달러 이상 계약 6건 체결. 1) Agentic AI의 기업 채택을 촉진하기 위해 엔비디아와의 거래 확대. 2) 작업장에 AI 통합을 위해 Siemens와 파트너십 확대. Zoom과도 전략적 제휴 확대 등. 3) 다양한 정부 기관에서 표준 플랫폼으로 채택되고 있으며 500만달러 이상 거래 5건 등의 대형 계약 보유. 특히 24년 6월에 보급된 Government Community Cloud에서 강한 수요. 4) 최근 연방 계약의 주요 유통업체인 카라소프트 관련 악영향 추측이 많았으나, 당사는 이와 관련해 연방 계약에 영향을 미치는 큰 문제는 없다고 밝히며 관련 우려 불식

### 기존 서비스와 신규 출시 서비스 모두 상당한 업셀 기회 창출 전망

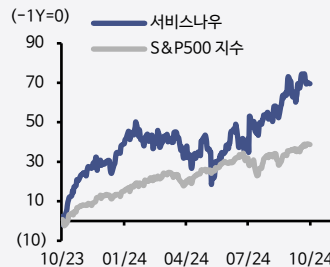
1) AI 기반 솔루션인 Now Assist 기능은 Now Platform과 완전히 통합되어 가장 빠르게 성장하는 제품으로 등극. 100만달러 이상을 지출하는 고객이 44명, 그 중 500만달러 이상 지출하는 고객 6명. 2) AI 위주 기업을 위해 설계된 초고속 데이터베이스 RaptorDB를 출시. 이전 솔루션보다 트랜잭션을 12배, 분석을 27배 더 빠르게 처리. 최초의 고객은 Amadeus. 3) 기업 전체에 통합 데이터 실시간 액세스를 가능하게 하는 Workflow Data Fabric 출시. 이는 데이터브릭스와 스노우플레이크와의 제로 카피 통합 파트너십으로 지원. 이러한 기능들은 프리미엄 티어 업셀, 번들 업셀, 기존 고객 교차 판매에서 기회 창출 가능해 향후 안정적 수요 확대 전망

S&P500 지수 (pt)	5,797.4
시가총액 (조원)	258.0
발행주식수 (백만주)	204.7
유동주식비율 (%)	99.8
52주 최고가 (달러)	949.0
52주 최저가 (달러)	527.4

주요주주 (%)				
The Vanguard Group, Inc.	9.1			
BlackRock Institutional.	5.2			

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(1.9)	18.6	67.7	28.5
상대	(3.3)	14.2	30.2	6.9

### 주가



12월 결산	매출액 (백만달러)	증가율 (%)	영업이익 (백만달러)	영업이익률 (%)	순이익 (백만달러)	EPS (달러)	증가율 (%)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)
FY2022	7,245	22.9	355	4.9	325	1.6	41.0	243.2	35.4	36.5	96.4
FY2023	8,971	23.8	762	8.5	1,731	8.4	427.3	83.9	35.0	24.4	106.7
FY2024F	10,939	21.9	3,234	29.6	2,887	13.9	64.7	65.5	25.7	18.9	49.5
FY2025F	13,172	20.4	4,011	30.5	3,496	16.6	19.7	54.7	22.2	13.9	39.6
FY2026F	15,825	20.1	4,999	31.6	4,314	20.2	21.9	44.9	20.2	10.8	31.5

자료: LSEG, 신한투자증권

서비스나우 분기 실적 및 전망												
(백만달러, %, 달러)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F
매출	2,096	2,150	2,288	2,437	2,603	2,627	2,797	2,941	3,120	3,162	3,310	3,526
구독	2,024	2,075	2,216	2,365	2,523	2,542	2,715	2,855	3,038	3,072	3,220	3,437
디지털 WF	1,790	1,836	1,961	2,092	2,231	2,248	-	-	-	-	-	-
ITOM	234	239	255	273	292	294	-	-	-	-	-	-
전문 서비스	72	75	72	72	80	85	82	80	82	87	83	84
매출 성장률(YoY)	21.7	22.7	25.0	25.6	24.2	22.2	22.2	20.7	19.9	20.3	18.3	19.9
구독	24.1	25.2	27.2	27.2	24.7	22.5	22.5	20.7	20.4	20.8	18.6	20.4
디지털 WF	24.3	25.5	27.8	27.6	24.6	22.4	-	-	-	-	-	-
ITOM	22.5	22.6	22.6	24.1	24.8	23.0	-	-	-	-	-	-
전문 서비스	-20.9	-20.2	-19.1	-10.0	11.1	13.3	13.9	10.9	3.1	2.1	1.8	5.6
순매출(cc기준)	2,142	2,149	2,243	2,403	2,597	2,637	-	-	-	-	-	-
구독	2,068	2,074	2,173	2,332	2,517	2,552	-	-	-	-	-	-
전문 서비스	74	75	70	71	80	85	-	-	-	-	-	-
cc YoY	21.8	1,605.6	16.3	18.6	21.2	22.7	-	-	-	-	-	-
구독	24.1	7,876.9	18.5	20.1	21.7	23.0	-	-	-	-	-	-
전문 서비스	-20.4	-25.0	-26.3	-16.5	8.1	13.3	-	-	-	-	-	-
매출총이익	1,658	1,679	1,792	1,921	2,083	2,075	2,310	2,410	2,574	2,593	2,720	2,911
구독	1,670	1,686	1,796	1,922	2,082	2,073	2,305	2,396	2,557	2,577	2,704	2,888
전문 서비스	-12	-7	-4	-1	1	2	5	11	10	11	10	10
GPM	79.1	78.1	78.3	78.8	80.0	79.0	82.6	81.9	82.5	82.0	82.2	82.6
영업이익	144	117	231	270	332	240	418	396	445	374	466	542
YoY	65.5	431.8	153.8	67.7	130.6	105.1	81.0	46.8	34.0	56.0	11.4	36.9
OPM	6.9	5.4	10.1	11.1	12.8	9.1	14.9	13.5	14.3	11.8	14.1	15.4
영업이익(nGAAP)	552	544	676	717	791	720	871	901	952	897	1,019	1,114
순이익	150	1,044	242	295	347	262	432	439	452	393	479	547
YoY	100.0	5,120.0	202.5	96.7	131.3	-74.9	78.5	48.7	30.4	49.8	11.0	24.7
NPM	7.2	48.6	10.6	12.1	13.3	10.0	15.4	14.9	14.5	12.4	14.5	15.5
순이익(nGAAP)	483	486	603	643	707	651	775	794	829	790	882	960
EPS	0.73	5.08	1.17	1.43	1.67	1.26	2.07	1.84	2.00	1.67	2.11	2.42
EPS (nGAAP)	0.49	0.42	0.92	1.12	1.37	1.00	1.67	2.00	2.02	1.82	2.17	2.35

자료: Factset, 신한투자증권

주: 디지털 WF(워크플로우), 전문 서비스에 기타 포함, 전체 GAAP 기준(Non-GAAP은 별도 표시). Cc는 외환영향 제거 기준

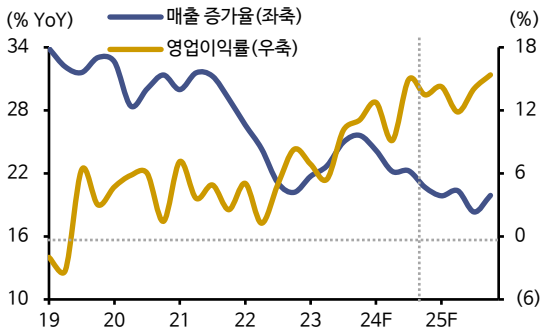


서비스나우 추가 분기 실적 지표

(백만달러, %, 천명)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Billings	2,142	2,149	2,116	2,403	2,597	2,637	2,555	4,498	3,078	3,012	3,080	5,386
구독	2,068	2,074	2,173	2,332	2,517	2,552	-	-	-	-	-	-
전문 서비스	74	75	70	71	80	85	-	-	-	-	-	-
구독자 수(천명)	7,700	7,700	7,700	8,100	8,100	8,100	8,100	8,250	8,325	8,400	8,475	8,550
대형 계약	1,682	1,724	1,789	1,897	1,933	1,988	2,020	-	-	-	-	-
RPO	14,000	14,200	14,400	18,000	17,700	18,600	19,500	22,734	22,144	22,610	22,219	27,393
cRPO	7,010	7,200	7,430	8,600	8,450	8,780	9,360	10,390	10,179	10,475	10,912	12,399
이연수익	4,795	4,658	4,486	5,866	5,800	5,700	5,534	-	-	-	-	-
단기	4,742	4,613	4,440	5,785	5,700	5,615	5,457	-	-	-	-	-
장기	53	45	46	81	100	85	77	-	-	-	-	-
YoY												
Billings (Adj)	23.8	27.4	28.9	18.6	21.2	22.7	20.7	87.2	18.5	14.2	20.6	19.8
구독	23.8	30.1	33.0	20.1	21.7	23.0	-	-	-	-	-	-
전문 서비스	23.3	-19.4	900.0	-16.5	8.1	13.3	-	-	-	-	-	-
구독자 수(천명)	4.1	4.1	4.1	5.2	5.2	5.2	5.2	1.9	2.8	3.7	4.6	3.6
대형 계약	20.1	4.0	16.9	15.9	14.9	15.3	12.9	-	-	-	-	-
RPO	21.7	23.5	26.3	28.6	26.4	31.0	35.4	26.3	25.1	21.6	13.9	20.5
cRPO	23.2	25.2	26.6	23.9	20.5	21.9	26.0	20.8	20.5	19.3	16.6	19.3
이연수익	22.7	24.4	26.2	24.0	21.0	22.4	23.4	-	-	-	-	-
단기	23.2	25.1	27.2	24.1	20.2	21.7	22.9	-	-	-	-	-
장기	-7.0	-22.4	-27.0	15.7	88.7	88.9	67.4	-	-	-	-	-

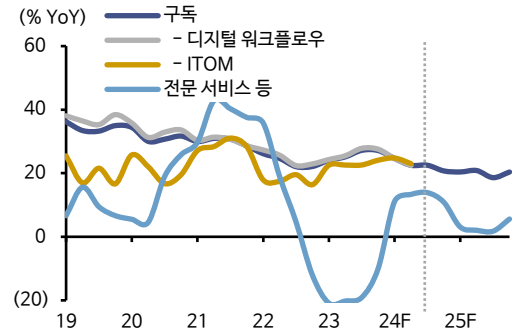
자료: Factset, Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 대형계약은 백만달러 이상의 계약을 연간화한 것

분기 실적 추이 및 전망



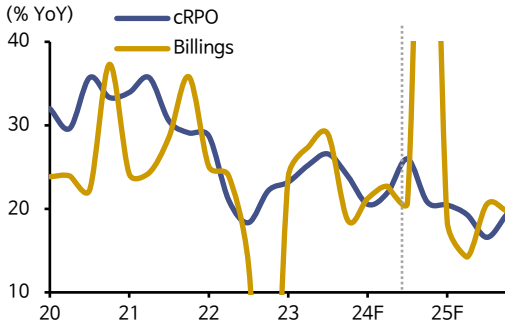
자료: Factset, 신한투자증권

부문별 매출 성장률



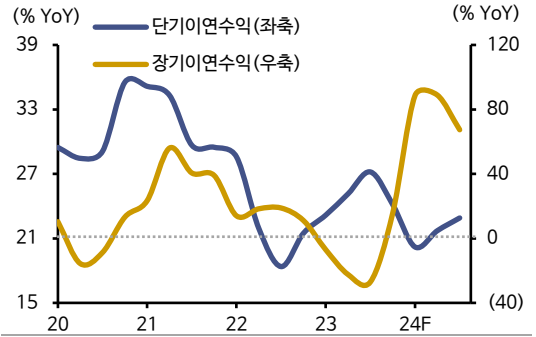
자료: Factset, 신한투자증권

선수지표 증감을 추이 (1)



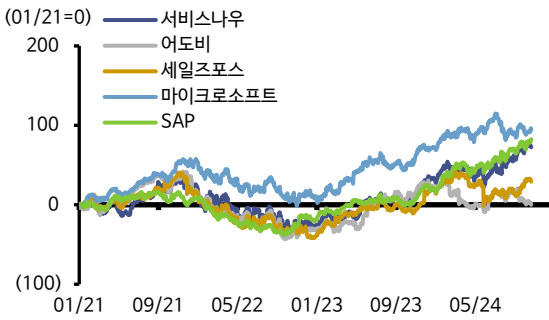
자료: Factset, Bloomberg 신한투자증권

선수지표 증감을 추이 (2)



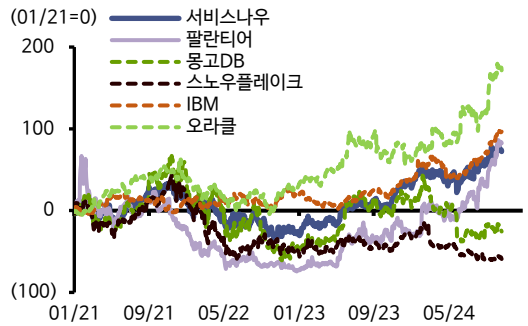
자료: Factset, Bloomberg 신한투자증권

주요 엔터프라이즈 S/W 상대주가 추이 (1)



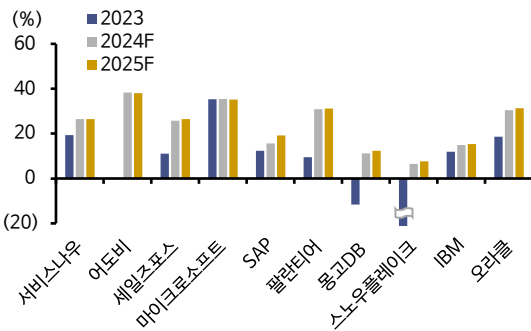
자료: LSEG, 신한투자증권

주요 엔터프라이즈 S/W 상대주가 추이 (2)



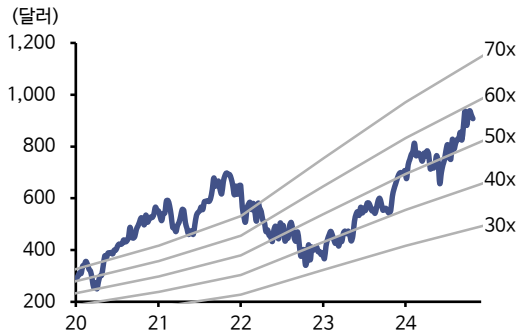
자료: LSEG, 신한투자증권

주요 엔터프라이즈 S/W 순이익률 비교



자료: LSEG, 신한투자증권

12개월 선행 PER 밴드 차트



자료: LSEG, 신한투자증권

글로벌 주요 엔터프라이즈 S/W PEER Valuation											
회사명 코드		나우 NOW	어도비 ADBE	세일즈포스 CRM'	MS MSFT	SAP SAP	팔란티어 PLTR	몽고DB MDB	스노우 SNOW	IBM IBM	오라클 ORCL
매출액 (백만달러)	23	8,971	19,585	34,556	227,583	33,928	2,225	1,651	2,745	61,860	51,923
	24F	10,951	21,635	37,607	261,951	36,699	2,759	1,910	3,468	63,017	56,056
	25F	13,189	24,005	40,971	298,832	40,743	3,329	2,253	4,272	66,138	62,122
영업이익 (백만달러)	23	762	-	4,211	98,860	6,387	120	-243	-1,080	8,690	14,411
	24F	3,239	10,030	12,267	115,894	8,527	971	199	129	11,237	24,533
	25F	4,019	11,110	13,879	131,950	11,354	1,153	283	243	12,113	27,465
영업이익률 (%)	23	8.5	-	12.2	43.4	18.8	5.4	-14.7	-39.3	14.0	27.8
	24F	29.6	46.4	32.6	44.2	23.2	35.2	10.4	3.7	17.8	43.8
	25F	30.5	46.3	33.9	44.2	27.9	34.7	12.5	5.7	18.3	44.2
순이익 (백만달러)	23	1,731	-	3,809	80,249	4,167	210	-191	-833	7,419	9,649
	24F	2,892	8,294	9,711	92,815	5,712	851	213	224	9,369	17,041
	25F	3,500	9,141	10,819	105,299	7,808	1,039	277	324	10,131	19,466
순이익률 (%)	23	19.3	-	11.0	35.3	12.3	9.4	-11.6	-30.3	12.0	18.6
	24F	26.4	38.3	25.8	35.4	15.6	30.8	11.2	6.5	14.9	30.4
	25F	26.5	38.1	26.4	35.2	19.2	31.2	12.3	7.6	15.3	31.3
PER (배)	23	83.9	-	128.4	36.5	43.8	188.0	-	-	20.3	32.8
	24F	65.4	26.3	28.6	34.1	48.0	119.8	105.4	182.6	22.8	28.9
	25F	54.6	23.3	25.8	30.0	35.0	98.5	82.1	125.5	21.6	25.5
PBR (배)	23	27.1	14.3	4.8	14.7	6.0	0.0	20.7	7.2	9.5	200.2
	24F	19.0	14.4	4.5	10.1	6.0	21.5	13.6	9.1	8.2	30.3
	25F	14.0	13.2	4.0	7.8	5.6	16.3	10.7	8.6	7.1	16.2
EPS (달러)	23	8.4	-	3.9	10.7	3.2	0.1	-2.7	-2.5	8.0	3.4
	24F	13.9	18.5	9.9	12.4	4.5	0.4	2.5	0.6	10.2	6.0
	25F	16.6	20.8	11.0	14.1	6.2	0.4	3.2	0.9	10.8	6.8
EPS 증가율 (%)	23	427.3	-	1,129.5	11.1	3.2	흑전	적지	적지	296.3	23.1
	24F	64.8	-	156.9	15.8	41.7	289.5	흑전	흑전	26.8	74.1
	25F	19.7	12.6	10.9	13.7	37.3	21.6	28.3	45.4	5.8	13.3
ROE (%)	23	27.1	49.3	5.3	36.6	13.7	-	28.7	3.1	39.6	-632.1
	24F	25.9	44.9	14.1	35.6	12.4	15.6	14.4	-9.0	38.1	151.2
	25F	22.3	48.9	15.5	31.0	16.6	17.6	10.8	-6.1	34.2	79.5
EV/EBITDA (배)	23	106.7	-	27.2	24.6	20.5	223.0	-	-	14.0	18.2
	24F	49.5	19.6	16.9	22.6	31.6	96.6	86.4	125.8	16.4	18.7
	25F	39.6	17.9	15.8	19.7	23.2	80.4	59.7	90.1	15.8	16.5

자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: 전체 CY 및 달러 변환. 데이터 기준일: 2024년 10월 23일

## 📌 Compliance Notice

---

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

# 버티브 (VRT.US)

## 2025년 실적 기대감을 반영할 시기

2024년 10월 25일

✓ 투자판단	★★★★☆	✓ 목표주가 (LSEG)	121.4 달러
✓ 상승여력	12.0%	✓ 현재주가 (10월 23일)	108.4 달러

### [그린에너지]

함형도 수석연구원

✉ hd.ham@shinhan.com

### 신한생각 EMEA 성장이 실적 컨센 상회 요인

수주 가이드스 미공개로 실적 성장에 주목할 필요. EMEA 성장성이 본격화되기 시작했음을 감안하면 2025년 실적 가이드스가 시장 눈높이를 상회할 수 있다 판단. 4분기 실적에 대한 기대감을 반영할 시기로 판단

### 3Q24 Re. 수주 증가율 가이드스 상회로 보여준 전방 수요

데이터센터 전력/냉각 솔루션 업체인 버티브의 3분기 실적은 매출액 2.07억달러(+19.0% YoY, 이하 YoY), Adj-OPM +20.1%(+3.1%p), Adj-EPS 0.76달러(+46.2%)로 컨센을 각각 +4.8%, +0.1%p, +10.3% 상회. 3분기에 Plezer 신공장 가동과, 기존 공장들의 라인 확장에도 불구하고 Adj-OPM 가이드스인 19.6%를 상회한 호실적 기록. 지역별 성장률은 미주 +19%, APAC +11%, EMEA +26% 기록. 특히 EMEA 성장률이 +20.6%p YoY, +14.6% QoQ로 고성장하며 실적을 견인. 버티브는 유럽의 AI 데이터센터에 대한 투자가 눈에 증가하고 있으며, 투자는 더욱 본격화 될 것으로 낙관적인 전망을 제시

3분기 수주 증가율은 +17%, TTM(지난 12개월) 기준 증가율은 +37%를 기록해 가이드스인 +10~15%와 +30~35%를 상회. 버티브는 수주 변동성에 대한 투자자들의 혼란을 방지하고자 향후 TTM 수주만 발표하며, 가이드스를 제시하지 않을 계획

### 투자비 증가에도 4분기 마진을 확대에 대한 자신감

버티브의 중기 목표이던 Adj-OPM +20% 이상을 금번 분기에 조기 달성한데 이어 4분기는 +20.4%를 제시. 4분기에 CapEx가 연중 최고로 몰리는 데도 해당 가이드스를 제시한 것은 제품 가격과 비용을 효율적으로 통제하고 있음을 반증

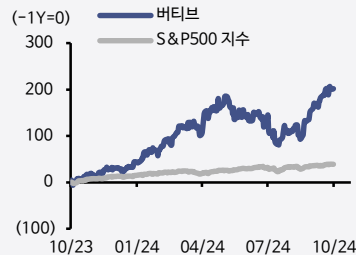
S&P500 지수 (pt)	5,851.2
시가총액 (조원)	56.1
발행주식수 (백만주)	381.8
유동주식비율 (%)	98.9
52주 최고가 (달러)	116.4
52주 최저가 (달러)	34.6

#### 주요주주 (%)

The Vanguard Group, Inc.	8.9
Fidelity Management & Research Co.	5.9

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	12.8	19.1	190.6	125.6
상대	11.4	14.7	153.1	104.1

### 주가



12월 결산	매출액 (백만달러)	증가율 (%)	영업이익 (백만달러)	영업이익률 (%)	순이익 (백만달러)	EPS (달러)	증가율 (%)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)
2022	5,692	13.9	231	4.1	77	-	(87.9)	77.8	5.4	3.6	14.0
2023	6,863	20.6	904	13.2	460	1.2	2,875.0	38.4	26.6	9.1	16.7
2024F	7,776	13.3	1,299	16.7	629	1.7	42.9	41.4	45.9	19.0	28.0
2025F	8,922	14.7	1,699	19.0	1,138	3.0	74.1	31.6	51.6	16.3	22.1
2026F	10,306	15.5	2,289	22.2	1,692	3.8	27.0	25.2	52.4	13.2	18.4

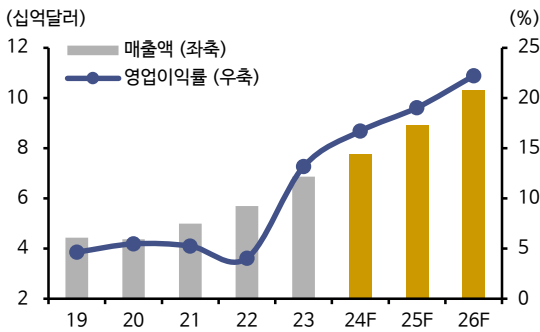
자료: LSEG, 신한투자증권

영업실적 추이 및 전망

(백만달러, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
<b>매출액</b>	1,521	1,734	1,743	1,865	1,639	1,953	2,074	2,158	5,692	6,863	7,776	8,922
YoY	31.5	23.9	17.7	12.7	7.8	12.6	19.0	15.7	13.9	20.6	13.3	14.7
QoQ	(8.1)	14.0	0.5	7.0	(12.1)	19.1	6.2	4.1				
미주	862	959	1,003	1,020	925	1,121	1,199		2,729	3,845		
아시아	313	396	389	430	332	409	432		1,601	1,528		
EMEA	346	379	351	415	382	423	443		1,362	1,491		
<b>영업이익</b>	133	221	256	291	209	336	377	404	231	904	1,299	1,699
영업이익률	8.8	12.7	14.7	15.6	12.8	17.2	18.2	18.7	4.1	13.2	16.7	19.0
YoY	흑전	658.8	219.6	74.8	56.7	52.4	47.1	39.1	(12.3)	291.8	43.7	30.8
QoQ	(19.7)	65.5	16.1	13.4	(28.1)	61.0	12.0	7.2				
<b>순이익</b>	50	83	94	233	(6)	178	177	261	77	460	629	1,138
순이익률	3.3	4.8	5.4	12.5	(0.4)	9.1	8.5	12.1	1.3	6.7	8.1	12.8
<b>EPS</b>	0.12	0.22	0.24	0.60	(0.02)	0.46	0.46	0.69	0.04	1.19	1.70	2.96
YoY	흑전	340.0	300.0	757.1	적전	109.1	91.7	15.0	(87.9)	2,875.0	42.9	74.1
QoQ	71.4	83.3	9.1	150.0	적전	흑전	0.0	50.0				

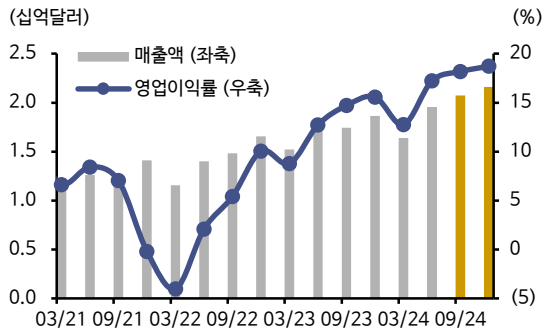
자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 전망치는 컨센서스 기준

매출액, 영업이익률 - 연간



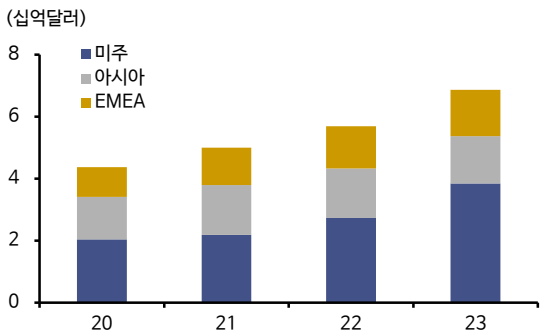
자료: Bloomberg, 신한투자증권

매출액, 영업이익률 - 분기



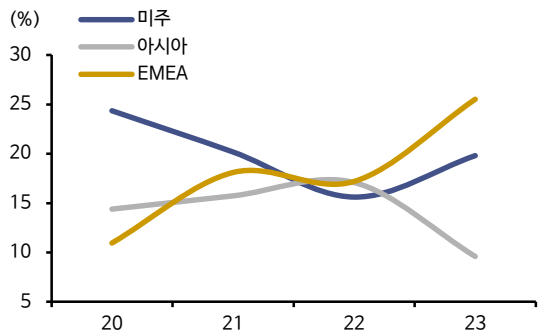
자료: Bloomberg, 신한투자증권

지역별 매출액 - 미주 56%, EMEA 22%



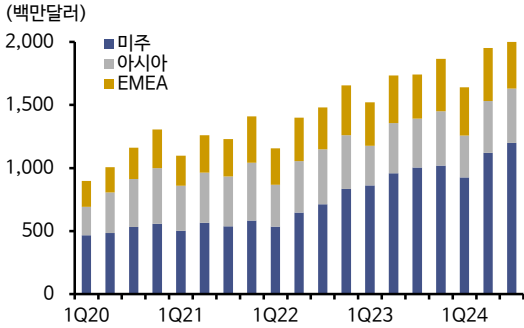
자료: 회사 자료, 신한투자증권

지역별 OPM



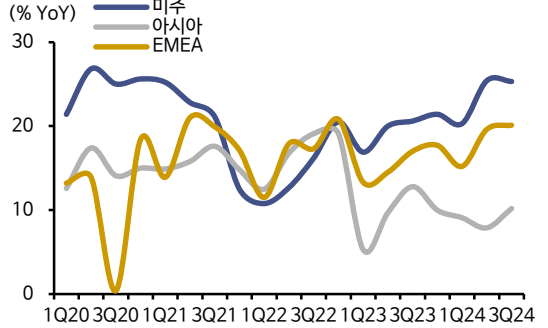
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 지역별 매출액 - 분기



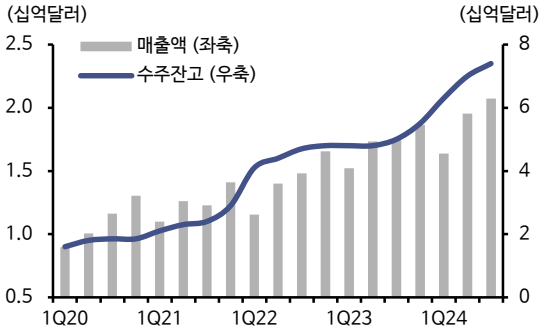
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 지역별 OPM - 분기



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 분기 매출 4배 수준의 수주잔고 유지



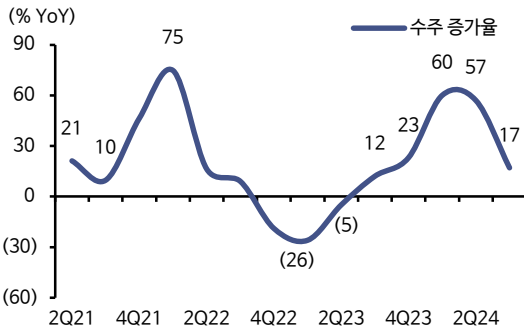
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### Book-to-bill



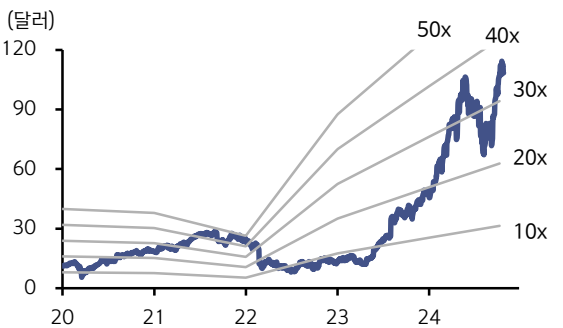
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 수주 증가율



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 12개월 선행 PER 밴드 차트



자료: LSEG, 신한투자증권

## 📌 Compliance Notice

---

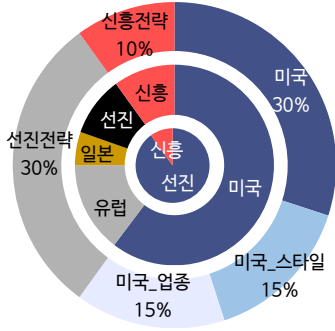
- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 함형도).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식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



포트폴리오

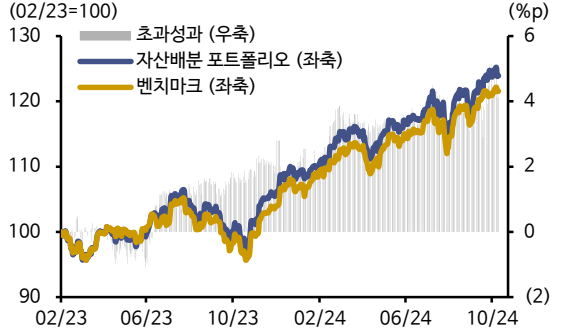
신한 리서치 포트폴리오: ① 자산배분형

포트폴리오: 글로벌 자산배분 주식 부문



종목명	비중			티커	수익률 (%)		
	조정비	SAA	TAA		1M	3M	편입후
주식	64.0	60.0	4.0		2.8	2.3	14.8
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	3.4	4.6	41.0
스타일배분	3.0	0.0	3.0				
성장 ETF	3.0	0.0	3.0	VUG.US	4.1	3.5	59.5
업종 배분	15.0	0.0	15.0				
핀테크 ETF	2.0	0.0	2.0	FINX.US	6.4	8.4	4.5
반도체 ETF	4.0	0.0	4.0	SOXX.US	4.1	(5.8)	60.0
인프라 ETF	3.0	0.0	3.0	PAVE.US	7.2	8.8	14.6
은행 ETF	3.0	0.0	3.0	KBE.US	6.1	6.7	3.9
클라우드 ETF	3.0	0.0	3.0	SKYY.US	7.0	11.6	3.7
기타 선진	14.5	18.0	(3.5)				
유럽 ETF	10.9	10.9	0.0	FEZ.US	(1.1)	0.3	17.7
일본 ETF	3.6	3.6	0.0	DXJ.US	7.3	(5.1)	29.5
기타 선진	0.0	3.5	(3.5)				
신흥	10.0	6.0	4.0				
중국	7.7	1.9	5.8				
항생테크 ETF	3.0	0.0	3.0	3033.HK	22.7	19.1	(0.3)
CSI 300 ETF	2.7	1.9	0.8	2823.HK	15.2	8.7	10.2
홍콩 H ETF	2.0	0.0	2.0	2828.HK	14.4	12.9	(0.9)
기타 신흥국	2.3	4.1	(1.8)				
한국 ETF	1.2	0.7	0.5	EWY.US	(1.3)	(7.0)	(1.6)
인도 ETF	1.1	1.1	0.0	INDA.US	(2.8)	(1.3)	27.4
신흥국 ETF	0.0	2.3	(2.3)	EEM.US	5.7	4.4	22.0

자산배분 포트폴리오 성과 평가

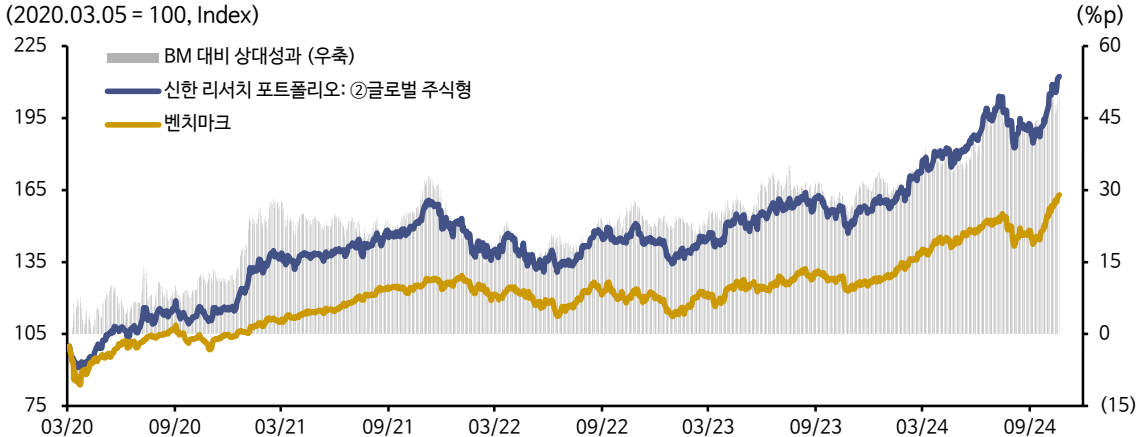


종목명	비중			티커	수익률 (%)		
	조정비	SAA	TAA		1M	3M	편입후
채권	28.0	30.0	(2.0)		(0.6)	0.9	1.5
미국 국채	7.8	6.0	1.8				
국채 단기	4.2	0.9	3.3	SCHO.US	(0.7)	0.6	0.6
국채 중기	2.5	3.6	(1.1)	VGIT.US	(2.2)	0.8	0.4
국채 장기	0.6	1.1	(0.5)	VGLT.US	(6.3)	(0.1)	(8.8)
물가채	0.6	0.5	0.1	TIP.US	(1.4)	1.3	0.8
미국 크레딧	6.2	6.0	0.2				
MBS	2.8	3.0	(0.2)	MBB.US	(2.6)	0.9	(0.9)
IG 단기	1.7	0.2	1.4	VCSH.US	(0.8)	1.2	3.6
IG 중기	0.8	1.4	(0.6)	VCIT.US	(1.7)	1.6	3.3
IG 장기	0.3	0.7	(0.4)	VCLT.US	(3.7)	1.5	(1.1)
HY 단기	0.1	0.2	(0.0)	SJNK.US	(0.2)	1.4	2.5
HY 중기	0.4	0.5	(0.0)	HYG.US	(0.3)	1.8	4.7
비미국	14.0	18.0	(4.0)				
전체	7.0	7.5	(0.5)	IAGG.US	(0.1)	2.8	6.8
선진	5.6	6.0	(0.4)	BNDX.US	(0.2)	2.0	3.5
신흥	1.4	4.5	(3.1)	EMLC.US	(2.6)	0.3	(1.8)
대체	7.5	10.0	(2.0)		(0.4)	0.7	4.2
상품	1.8	4.0	(2.2)				
금	0.7	0.5	0.2	GLD.US	4.8	9.4	42.6
원유	0.3	1.5	(1.2)	USO.US	1.3	(9.9)	5.7
산업금속	0.8	1.5	(0.7)	DBB.US	2.3	3.1	(1.9)
농산물	0.0	0.5	(0.5)	DBAU.US	0.8	7.4	27.6
리츠	2.7	2.5	0.2				
물류/산업	1.0	1.0	0.0	INDS.US	(5.4)	1.1	(0.8)
미국 중소형	0.6	0.5	0.1	KBWY.US	(1.8)	5.0	(3.2)
한국 리츠	1.0	1.0	0.0	329200.KS	(4.1)	(3.5)	(1.4)
인프라	3.5	3.5	0.0				
미드스트림	2.3	2.3	0.0	AML.P.US	(1.0)	(3.5)	16.0
디지털	1.2	1.2	0.0	SRVR.US	1.1	10.5	2.4

포트폴리오

신한 리서치 포트폴리오: ② 글로벌 주식형

포트폴리오 성과



종목/테마	1D	편입 후	종목/테마	1D	편입 후
<b>미국/선진</b>			<b>중국/신흥</b>		
엔비디아 NVDA.US	(2.8)	500.9	베이펑화창 002371.SZ	(0.7)	35.9
브로드컴 AVGO.US	(3.3)	118.3	중신증권 600030.SS	(0.4)	32.4
일라이 릴리 LLY.US	(0.6)	47.1	공상은행 603605.SS	(0.5)	2.0
마이크로소프트 MSFT.US	(0.7)	10.1	프로야 601398.SS	0.0	(2.4)
팔란티어 PLTR.US	(0.8)	105.6			
코스트코 COST.US	0.6	6.6			
테슬라 TSLA.US	(2.0)	7.1			
암젠 AMGN.US	(1.5)	0.4			
TSMC TSM.US	1.2	26.1			
나이키 NKE.US	(1.7)	(3.4)			
오라클 ORCL.US	(1.3)	4.4			
쿠팡 CPNG.US	1.6	1.6			
온홀딩스 ONON.US	(2.6)	(6.3)			
로켓 랩 USA RKL.B.US	(2.2)	43.9			
아머 스포츠 AS.US	(4.5)	10.8			
트레인 테크놀로지스 TT.US	0.9	2.5			
아마존 AMZN.US	(2.6)	(1.0)			
파커 하니핀 PH.US	0.1	(0.4)			
어팜 홀딩스 AFRM.US	(5.0)	(5.4)			
뉴스케일 파워 SMR.US	(2.8)	(3.1)			
			<b>ETF</b>		
			S&P500 SPY.US	(0.9)	28.4
			풍력 ETF FAN.US	(0.2)	(5.6)
			차이나 인터넷 ETF KWEB.US	(1.4)	(3.5)
			전력망 ETF GIRD.US	(1.0)	(2.9)
			단기채 (USD) SHV.US	0.0	(0.1)
			단기채 (CNY) 511360.SS	0.0	9.1

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 118.3% · AI 추론 수요 확대에 필요한 커스텀 IC(ASIC) 설계 수요 증가, 구글/메타 등 주요 고객사 확보 긍정적



## TSMC (TSM.US) | #파운드리 대장주 #독보적 3나노 이하 미세공정 점유율 #AI 고객사

편입일 2024-08-07 · 전방산업 전반의 공급 부족 심화 구간부터 부동의 1위 점유율 수성, 압도적인 점유율은 뛰어난 기술력을 대변  
 누적수익률 26.1% · 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 4.4% · 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 (6.3%) · 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 #턴어라운드 전략

편입일 2024-09-02 · 행동주의 투자회사 엘리엇 펀드는 최대 20억달러 상당의 지분을 보유한 것으로 추정되며, 이미 경영 개선안 제출  
 누적수익률 3.7% · 또한 래क्स먼 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 47.6% · 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 (7.6%) · 주택 구매 수요 확대로 주택 착공 및 허가 지표 개선이 기대되며 구매자에 대한 인센티브를 축소하면서 마진 개선



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

편입일 2024-03-14 · 중국 대표 반도체 장비 업체. 2분기에도 역대급 실적과 수주 잔고 달성하며 탄탄한 펀더멘탈 입증  
 누적수익률 35.9% · 정부 역대 최대 규모의 반도체 펀드 3기 조성 + 전방 고객사 CapEx 확장에 따른 수혜 지속



## 전력망 ETF (GIRD.US) | #2분기 실적 서프라이즈 #전력 인프라 호황 사이클 지속

편입일 2024-09-24 · 전력 인프라 투자와 관련된 산업에 포괄적으로 투자하며 전력망, 전력 축적, 기기, 저장 등을 포함  
 누적수익률 (2.9%) · 2분기 미국 전력 인프라 및 유틸리티 사업자들 호실적 기록, 수주잔고도 사상 최대



## 중국 소비재 ETF (9806.HK) | #정부 부양책 최대 수혜 #부동산 회복 #소비재 턴어라운드

편입일 2024-10-02 · 중국 대표 소비재 기업으로 구성된 ETF. 홍콩에 상장되어 있으며 미국 달러로 거래(홍콩달러 거래는 2806.HK)  
 누적수익률 (12.0%) · 정부는 시장 기대치를 상회하는 부양책 패키지 발표, 주로 내수 소비 확대 겨냥, 소비재 업종 최대 수혜

## Compliance Notice

- 본 자료는 리서치센터 해외주식팀의 의견을 반영하여 주식과 ETF 등으로 구성된 글로벌 포트폴리오이며 장기투자성과와 상이하거나, 투자일권이 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 FnGuide, Bloomberg 및 WIND(중국, 홍콩)의 정보와 컨센서스 및 각 ETF 운용사 제공 자료를 인용했습니다.
- 상기(각국 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

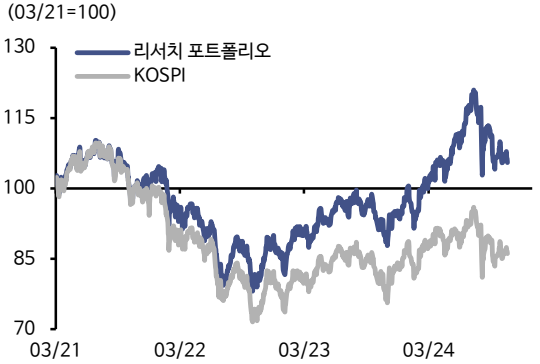
10월 신한 리서치 포트폴리오

섹터	업종	코드	종목명	업종			종목 비중	전주 차이
				비중	제안 비중	차이 (B-A)		
에너지				1.8	1.5	(0.3)		
	에너지	A010950	S-Oil	1.8	1.5	(0.3)	1.5	(0.4)
소재				7.6	7.1	(0.5)		
	화학	A298020	효성티앤씨	4.2	3.9	(0.3)	1.2	0.0
		A004000	롯데정밀화학				0.8	신규
		A051910	LG화학				0.8	(0.7)
		A011780	금호석유				1.2	0.2
	비철,목재등	A006260	LS	1.4	1.4	0.0	0.7	0.4
		A103140	풍산				0.7	0.4
	철강	A005490	POSCO홀딩스	2.0	1.7	(0.3)	1.3	(0.4)
		A004020	현대제철				0.3	(0.1)
산업재				15.7	16.4	0.7		
	건설,건축관련	A006360	GS건설	1.4	1.4	(0.1)	1.4	0.1
	기계	A267260	HD현대일렉트릭	3.2	3.5	0.3	3.0	신규
		A112610	씨에스윈드				0.5	(2.7)
	조선	A329180	HD현대중공업	3.0	3.2	0.2	1.8	0.1
		A082740	한화엔진				1.4	0.1
	상사,자본재	A064350	현대로템	5.4	5.5	0.1	2.1	신규
		A028260	삼성물산				1.8	0.1
		A034730	SK				0.9	0.0
		A001040	CJ				0.7	0.0
	운송	A003490	대한항공	2.6	2.8	0.2	2.8	0.3
경기관련소비재				10.8	10.3	(0.5)		
	자동차	A005380	현대차	6.8	6.7	(0.1)	2.8	(0.0)
		A000270	기아				2.2	(0.0)
		A204320	HL만도				1.6	(0.0)
	화장품,의류,완구	A383220	F&F	2.3	2.3	(0.0)	0.7	(0.1)
		A192820	코스맥스				0.8	(0.0)
		A018250	애경산업				0.7	(0.1)
	호텔,레저서비스	A035250	강원랜드	0.3	0.2	(0.1)	0.2	신규
	미디어,교육	A253450	스튜디오드래곤	0.7	0.5	(0.2)	0.4	0.1
		A352820	하이브				0.1	0.0
	소매(유통)	A021240	코웨이	0.7	0.7	(0.0)	0.7	0.2
필수소비재				2.3	2.4	0.1		
	필수소비재	A033780	KT&G	2.3	2.4	0.1	2.4	0.1

섹터	업종	코드	종목명	업종			종목 비중	전주 차이
				비중	제안 비중	차이 (B-A)		
의료				8.5	8.7	0.2		
	건강관리	A196170	알테오젠	8.5	8.7	0.2	3.2	0.1
		A207940	삼성바이오로직				3.3	0.1
		A068270	셀트리온				1.6	(0.4)
		A000100	유한양행				0.5	0.1
		A064550	바이오니아				0.0	(0.0)
금융				12.0	12.7	0.7		
	은행	A055550	신한지주	6.9	7.2	0.3	3.3	신규
		A086790	하나금융지주				3.9	0.3
	증권	A016360	삼성증권	2.4	2.7	0.3	1.3	0.1
		A071050	한국금융지주				1.4	0.0
	보험	A000810	삼성화재	2.7	2.8	0.1	1.1	0.1
		A138040	메리츠금융지주				1.7	0.1
IT				38.8	38.1	(0.6)		
	소프트웨어	A259960	크래프톤	5.0	4.8	(0.2)	0.8	0.1
		A251270	넷마블				1.4	(0.0)
		A067160	SOOP				1.6	(0.0)
		A263750	필어비스				1.0	(0.0)
		A012510	더존비즈온				0.0	0.0
	IT하드웨어	A009150	삼성전기	1.2	1.2	(0.1)	0.0	(0.0)
		A018260	삼성에스디에스				1.1	0.3
	반도체	A005930	삼성전자	25.1	25.2	0.0	16.7	(0.3)
		A000660	SK하이닉스				8.3	0.5
		A131290	티에스이				0.2	(0.0)
	IT가전	A066570	LG전자	7.1	6.9	(0.2)	2.4	1.3
		A373220	LG에너지솔루션				3.0	(2.0)
		A006400	삼성SDI				1.4	(0.3)
	디스플레이	A034220	LG디스플레이	0.3	0.1	(0.2)	0.1	0.1
통신서비스				1.3	1.6	0.2		
	통신서비스	A030200	KT	1.3	1.6	0.2	1.6	0.1
유틸리티				1.3	1.4	0.1		
	유틸리티	A015760	한국전력	1.3	1.4	0.1	0.3	0.2
		A036460	한국가스공사				0.3	(0.2)
		A047050	포스코인터내셔널				0.4	(0.2)
		A052690	한전기술				0.5	신규

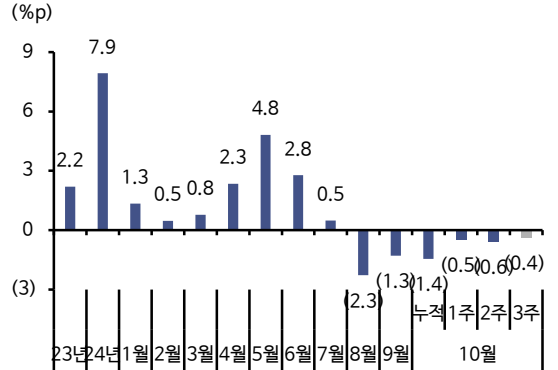
자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 업종 분류는 FnGuide W126 기준, 10월 18일 종가 기준으로 작성

### KOSPI와 신한 리서치 포트폴리오 성과 추이



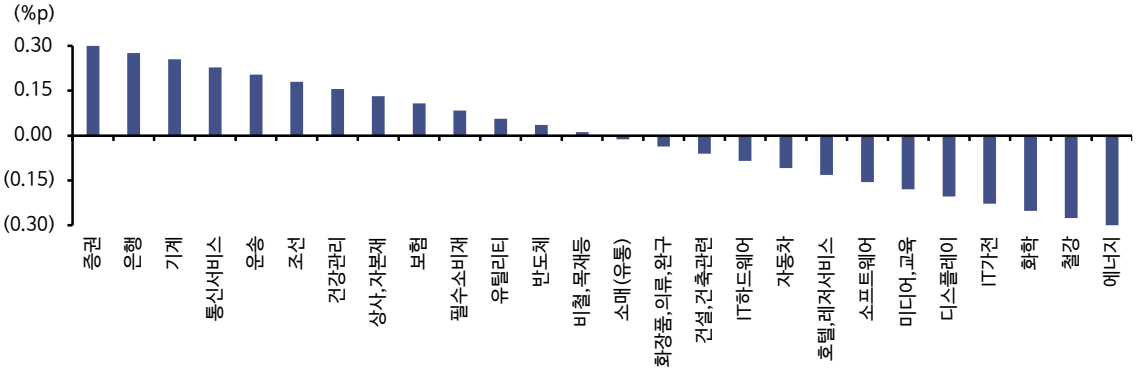
자료: 신한투자증권

### 신한 리서치 포트폴리오 상대수익률



자료: 신한투자증권

### 신한 리서치 포트폴리오 KOSPI 대비 업종 비중 [증권, 은행, 기계↑ VS 에너지, 철강, 화학↓]



자료: 신한투자증권

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

- 한국금융지주: 주주환원보다 자본유보를 통한 성장 유리. 높은 자본효율성과 Book-biz 신뢰 회복

[은행] 3분기 호실적과 및 기업가치제고 계획 공시를 통해 밸류업 대표주 지위 유지

- 하나금융지주: 환율 하락 및 제한적 자산 성장으로 보통주자본비율 13%대 회복 예상. 밸류업 본 공시 발표 기대

[기계] 전력기기 업황 호조 지속, 건설장비 중국 부양책 효과에 따른 반등. 북미 투자 수요도 지속될 전망

- HD현대일렉트릭: 4Q24부터 본격 성장세 회복, 북미를 중심으로 여전히 업황 호조

추천 종목

중소형주

뷰노 (338220)		KDQ
주가 (원)	31,700	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 4Q24 흑자전환 가시화, 딥카스 도입병원 증가로 매출액 상승</li> <li>◆ 4분기 딥카스 FDA 승인 가능, 연내 승인시 내년 미국 진출 기대</li> <li>◆ 연내 삼성병원 이외 BIG4 병원 도입 가능, 병상수가 많은 대학병원 진출로 매출 상승 기대</li> </ul>
추천일	24년 9월 24일	
수익률	-10.8%	
상대수익	-11.5%p	
한국콜마 (161890)		KDQ
주가 (원)	70,800	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 썬제품 수출 수요 전 세계적 확장, 생산성 개선에 따른 생산가능량 증가</li> <li>◆ 미국법인 고객사 리뉴얼 제품 생산으로 가동률 개선세, R&amp;D 비용 제외시 월간 BEP 도달</li> <li>◆ 매출 볼륨과 이익률 모두 사상 최대치, 수요에 공급이 따라가기 버거울 정도의 호황</li> </ul>
추천일	24년 9월 9일	
수익률	0.6%	
상대수익	-1.8%p	
티에스이 (131290)		KDQ
주가 (원)	52,000	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 프로브카드 제품 라인업 확대 및 소켓, OLED 테스트 시스템 실적 개선 기대</li> <li>◆ 실적 턴어라운드 이후 고객사, 제품 다변화</li> <li>◆ 밸류에이션 저점으로 재평가 기대감 고조</li> </ul>
추천일	24년 8월 27일	
수익률	8.4%	
상대수익	9.3%p	
JYP Ent. (035900)		KDQ
주가 (원)	50,800	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 2Q 실적 부진은 활동 부재 및 JYP360 매출 인식 지연 영향, 하반기 실적 개선 예정</li> <li>◆ 엔화 강세 수혜 분명, 신규IP 런칭, 글로벌 레이블 확장 등 하반기 모멘텀 충분</li> <li>◆ 현재 멀티플 고점대비 45% 하향된 수준으로 매력적, 엔터 내 올해 주가하락폭 가장 큼</li> </ul>
추천일	24년 8월 26일	
수익률	-2.1%	
상대수익	-0.4%p	
드림텍 (192650)		KDQ
주가 (원)	8,830	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 스마트폰, 의료기기에 이어 반도체까지 사업 다변화 진행</li> <li>◆ 드림텍 종속회사 드림텍 인디아가 그래이터 노이디에 제1공장 건설, 지남달 준공식 개최</li> <li>◆ 차세대 시장으로 인도 진출 본격화, 원격의료 시장 진출 비즈니스 모델 확대</li> </ul>
추천일	24년 8월 21일	
수익률	-5.7%	
상대수익	-2.3%p	
모나용평 (070960)		KSP
주가 (원)	3,960	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 하이엔드 리조트 '무송채' 순차적 분양에 따른 실적 강세 사이클 도래</li> <li>◆ 대규모 토지 보유에 따른 개발 잠재력 보유</li> <li>◆ 선분양에 따른 안정적 재무구조와 제한적 리스크</li> </ul>
추천일	24년 8월 14일	
수익률	9.1%	
상대수익	9.7%p	

삼목에스폼 (018310)		KDQ
주가 (원)	23,600	<ul style="list-style-type: none"> <li>알루미늄폼 등의 건설 토목용 가설재 사업 국내 1위 사업자</li> <li>국내외 자건건설경기의 활황세 및 가꾸집 시장 성장 유지</li> <li>2024년 매출 반등의 원년으로 사업 전망도 긍정적</li> </ul>
추천일	24년 8월 1일	
수익률	12.4%	
상대수익	17.8%p	
비나텍 (126340)		KDQ
주가 (원)	37,900	<ul style="list-style-type: none"> <li>24년 본업 회복으로 전사 기준 실적 개선 전망, 매출액 전년대비 25% 성장 예상</li> <li>연료전지 소재, 부품 사업부 창사 이후 최대 매출액 달성 기대</li> <li>리튬 이온 커패시터 기반 하이브리드 시스템 사업 및 대형 고객사와 수소 상용화 프로젝트 추진</li> </ul>
추천일	24년 7월 29일	
수익률	-8.1%	
상대수익	-3.4%p	
토비스 (051360)		KDQ
주가 (원)	20,400	<ul style="list-style-type: none"> <li>커브드 모니터, 버튼택 등 신제품 출시 활발</li> <li>현재 카지노용 모니터 M/S 1위, 4개 주요 고객사와 모두 거래 중</li> <li>가파른 전장용 매출액 상승, LG디스플레이 등 주요 고객사 4곳 확보 완료</li> </ul>
추천일	24년 6월 20일	
수익률	-11.9%	
상대수익	-0.1%p	
태광 (023160)		KDQ
주가 (원)	13,480	<ul style="list-style-type: none"> <li>신규수주 바닥 통과, 2Q24부터 신규수주 증가세로 전환</li> <li>미국 LNG 및 중동 정유화학 플랜트 프로젝트 확대</li> <li>동해 석유, 가스전 시추는 당장의 실적 기여가 없겠지만 기대감에 따른 긍정적 시각 유지</li> </ul>
추천일	24년 6월 7일	
수익률	6.3%	
상대수익	17.0%p	

## Compliance Notice

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

### [편출]

- ◆ 없음



## 주요 경제지표 발표 및 이벤트 일정

월		화		수		목		금	
10/21		10/22		10/23		10/24		10/25	
한 중 미	10월 1~20일 수출입동향 9월 FDI LPR 금리 결정 9월 경기선행지수	한 미	현대차 인도법인 상장 현대건설 실적발표 3M, 버라이즌, GM, TXN 실적 발표	한 미	LG이노텍, LGD 실적발표 9월 기존주택매매 연준 베이지북 공개 20년 만기 국채 입찰 테슬라, AT&T, IBM, 램리 서치, 보잉, 코카콜라 실적 발표	한 일 유 미	3Q24 GDP SK하이닉스, LG전자, KB 금융 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, LG화학 실적발표 총선 실시(10/27) 10월 달러스 연준 제조업 2년, 5년 만기 국채 입찰 포드 실적발표	한 미	삼성전기, LG생건, 한화오 션 실적발표 8월 CS 주택가격지수 9월 구인이직보고서 10월 CB 소비자기대 알파벳, 맥도날드, 비자, 페이팔, 화이자 실적발표	한 유 미	삼성SDI, 삼성SDS, 키움증 권 실적발표 3Q24 GDP(예) 10월 ADP취업자 변동 3Q24 GDP(예) MS, 메타, 안젠, 일라이 릴 리 실적발표	한 일 중 미	एको프로 그룹 실적발표 금융정책회의 10월 NBS PMI 10월 챌린저 Job Cut 9월 PCE 10월 시카고 PMI 애플, 인텔 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 미	휴장(일본) 10월 외환보유액 SKIET, SK이노 실적발표 10월 제조업 PMI 3년 만기 국채 입찰	한 중 미	10월 외환보유액 10월 CPI 10월 Caixin 종합, 서비스 업 PMI 9월 내구재 주문 10월 ISM 서비스 미국 대통령 선거	한 일 유 미	카카오뱅크 실적발표 10월 종합, 서비스 PMI 10월 종합, 서비스 PMI 10월 종합, 서비스 PMI 30년 만기 국채 입찰 월경 실적발표	한 유 미	MSCI 리뷰 발표 카카오, CJENM 실적발표 9월 소매매매 갈리어드사이언스, 폴로 랄프루렌 실적발표	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	휴장(미국 채권시장) 11월 1~10일 수출입동향	한 유 미	필버비스 실적발표 11월 ZEW 서베이 예상 10월 NFB 소기업 낙관	일 유 미	10월 PPI 9월 산업생산 10월 CPI	한 유 미	지스타 개최 삼성화재 실적발표 3Q24 GDP 10월 PPI 디즈니, AMAT 실적발표	일 중 미	3Q24 GDP 10월 신규주택가격, 기존 주택가격 10월 광공업생산, 소매판 매, 고정자산 투자 10월 소매 판매
11/18		11/19		11/20		11/21		11/22	
		유 미	10월 CPI 10월 주택착공, 건축허가	한 일 중	11월 1~20일 수출입동향 10월 수출입동향 LPR 금리 결정	유	10월 신규 차량등록	일 유 미	10월 전국 CPI 11월 PMI 11월 PMI 10월 기존주택매매 11월 PMI 11월 미시간 소비자신뢰 11월 미시간 1년 인플레이

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

# 신한아이 화면번호 안내



## [주식/시황 정보]

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

## [선물]

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

## [수급 정보]

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

## [환율/금리/원자재]

3204	3213	3214	
환율 동향	원자재 동향	국내외 금리	

## [국내 포트폴리오/리서치 정보]

3150	3154		
신한아이 리서치	리서치 종목 시세		

### 🔥 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

본자료는 2024년 10월 24일 공표한 자료와 2024년 10월 25일 공표할 자료의 요약본입니다.

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

### 🔥 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 10월 23일 기준)

매수 (매수)	94.66%	Trading BUY (중립)	3.44%	중립 (중립)	1.91%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------