

Morning Meeting Brief

Strategy

9월 FOMC: 빅컷으로 금리인하 시작. 단기 변동성 확대는 비중확대 기회

- 기준금리 50bp 인하(4.75 ~ 5.00%). 4년 6개월만에 금리인하 사이클 시작
- 24년 4회, 26년까지 10회 금리인하 시사. 시장 기대(24년 5회)와 괴리 존재
- 통화정책 정상화 = 위험자산 상승 동력. 단기 변동성 확대 = 비중확대 기회

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

Global Strategy

9월 FOMC와 미국 증시, 95년과 98년의 전철을 밟는다

- 24.8~9월 금융시장 혼란 원인은 연준의 금리 인하 미시행에 대한 후폭풍
- 9월 FOMC, 수정경제전망 통해 컨센서스 상회하는 완화적 통화 행보 제시
- 95년과 98년과 유사. 美 경제 체력이 견고한 국면에서 연준의 금리 인하, 미국 증시 향방에 긍정적

문남중. namjoong.moon@daishin.com

일본 부동산

[Market Review] 구축 맨션의 신축 따라잡기 vs. 도심 오피스 임대시장 회복세 견조

- 9/9일 내각부 발표, 24년 2분기 실질 GDP(수정치), 전분기 대비 +0.7% (연율 환산치 +2.9%)
- 7월 수도권 기존 맨션 거래가 전년비 +11% 상승하며 50개월 연속 상승. 도쿄 23구는 전년비 +7.4% 상승('17년 1월 이후 최고치)
- 7월 도쿄 도심 5구 오피스 공실률 5.0% (전월비 -0.2p). 평당 임대료는 20,034엔으로 6개월 연속 상승

나미선. misun.na@daishin.com

Fixed Income

Fed, 인플레이션에서 이제는 고용으로

- 美 기준금리 5.50%에서 5.00%로 50bp 인하. 4년 6개월 만에 인하
- '빅컷'은 "인플레이션의 큰 진전으로 가능했던 인하 폭"
- 경제는 여전히 좋지만, 이제는 고용에 더욱 신경을 써야할 때

공동락. dongrak.kong@daishin.com

산업 및 종목 분석

[3Q24 Preview] 삼성전자: 3Q24 일시적인 실적 둔화, 분위기 반전이 필요한 시점

- 3Q24 전사 영업이익 10.1조로 전분기대비 -3.1% 감소 전망
- AI/서버용 메모리 수요는 견고하나 IT(스마트폰/PC) 수요 성장 둔화됨
- DS 성과급 총당으로 일회성 비용 발생 및 환입금 규모 축소에 따른 영향

신석환. Seokhwan.shin@daishin.com

[Earnings Preview] 힐라홀딩스: 3분기는 비수기, 그러나 주주 가치 환원에 가장 적극적

- 3분기 국내 계절적 비수기 영향 일부 예상
- 올해 중국 JV 특별 배당까지 더해져 연간 유입되는 현금 4,200억원
- 풍부한 현금을 재원으로 주주가치 제고에 섹터 내 가장 적극적

유정현. junghyun.yu@daishin.com

[기업분석] 사페론: 경증 아토피 치료의 글로벌 시장 판도를 바꾼다

- 기존 치료제의 한계를 극복할 아토피 혁신신약 미국 임상 2상 진행 중
- 신약개발 효율을 높여주는 나노바디와 AI 신약개발 플랫폼 기술 보유
- 기술력에 걸맞은 밸류에이션 리레이팅이 이루어질 경우 주가 상승 기대

한송협. Songhyeop.han@daishin.com

9월 FOMC: 빅컷으로 금리인하 시작 단기 변동성 확대는 비중확대 기회

- 기준금리 50bp 인하(4.75 ~ 5.00%). 4년 6개월만에 금리인하 사이클 시작
- 24년 4회, 26년까지 10회 금리인하 시사. 시장 기대(24년 5회)와 괴리 존재
- 통화정책 정상화 = 위험자산 상승 동력. 단기 변동성 확대 = 비중확대 기회

9월 FOMC, 기준금리 50bp 인하 결정(4.75% ~ 5.00%). 만장일치 실패

Fed는 9월 18일(현지시간) FOMC를 통해 기준금리를 4.75% ~ 5.00%로 인하를 결정했다. 전문가, 이코노미스트들 대부분 25bp 금리인하를 예상했던 만큼 과감한 결정이라는 의견과 함께 50bp 금리인하 원인, 진위에 대해 의구심도 커지게 되었다.

Big Cut 이유 : 물가 안정에 대한 자신감 확대, 실업률 상승 경계

성장을 전망 24년 하향조정. 물가 전망 하향, 실업률 전망 상향 조정

연준이 9월 FOMC에서 50bp 금리인하, Big Cut을 단행한 이유는 경제전망 변화에서 찾을 수 있다. 물가 전망을 전반적으로 큰 폭 하향조정한데 반해, GDP 성장을 전망은 24년을 0.1%p 하향조정했고, 실업률은 큰 폭 상향조정했다. 성명서를 통해서도 물가 안정에 대한 자신감을 피력하는 한편, 경제 전망에 대한 불확실성을 언급했다. 물가안정과 최대 고용 달성 등 이중 책무의 양 측면에서 대한 리스크에 주의할 기울이고 있음을 보여주었다. 즉, 물가가 연준의 목표치로 가고 있다는 연준의 판단 하에 금리인하 사이클을 시작하는 상황에서 경기, 고용 불안을 제어하기 위해 선제적으로 강하게 대응하려는 연준의 의지를 보여주었다고 생각한다.

점도표는 24년, 25년 4회 금리인하, 26년 중 금리인하 사이클 종료 시사

이러한 연준의 스탠스는 점도표를 통해서도 알 수 있다. 당초 예상했던 24년 금리인하 3회보다 비둘기파적인 4회로 점도표가 확인되었다. 25년에도 4회 금리인하가 예상되지만, 26년에는 2회 금리인하, 27년에는 금리동결을 시사했다. 경기둔화, 고용 불안 국면에서 빠르게 중립금리, Longer Run(2.9%)에 도달함으로써 연착륙을 유도하고, 고용 안정성을 확보하겠다는 연준의 생각을 읽을 수 있는 부분이다.

다소 매파적인, 애매모호한 파월 연준의장의 기자회견

시장 기대와 괴리, 경기, 고용에 대한 의구심을 풀어주지는 못해...

9월 FOMC 성명서와 SEP(Summary of Economic Projections)를 통해 연준이 빅컷을 단행한 이유를 추론할 수 있었다. 하지만, 통화정책, 금리인하 폭과 강도에 대한 시장과의 괴리, 여전히 남아있는 경기와 고용에 대한 의구심은 숙제로 남겨졌다.

경기는 여전히 견고하고, 고용 또한 정상화되는 과정임을 피력했지만, 잭슨홀 미팅에서 발언보다 경기에 대한 자신감은 약했고, 금리인하 사이클에 대한 명확한 의지도 피력하지 못한 것으로 평가한다.

글로벌 금리인하 사이클 & 경기 안정성 확보 = 글로벌 위험자산 강세 동력

미국 연착륙 가시화, 상승추세 재개 전망. 단기적으로는 엔캐리 청산 매물 경계

금리인하 사이클 진입 이후 관건은 현재 경기 상황이 침체로 가느냐, 연착륙으로 가느냐이다. 현재 시점에서는 연착륙 가능성이 높다고 본다 다만, 경기에 대한 불신, 침체에 대한 공포심리가 남아있는 상황에서는 미국 경기에 대한 검증의 시간 필요.

단기적으로는 20일 BOJ 스탠스를 확인할 필요가 있다. 연준이 50bp 금리인하를 단행함으로써 엔/달러 환율은 135엔대까지 하락 가능성이 열렸다. BOJ 총재가 매파적인 스탠스를 피력하고, 자민당 총재선거 과정에서 금리인상 발언이 지속될 경우 엔화 강세 압력 확대가 엔캐리 청산 매물 출회로 이어질 수 있다. 계절적으로 유동성이 위축된 상황에서 수급 불안은 증시 변동성을 자극할 가능성은 경계해야 한다.

Global Strategy

Global Strategist 문남중
namjoong.moon@daishin.com

9월 FOMC와 미국 증시, 95년과 98년의 전철을 밟는다

- 24.8~9월 금융시장 혼란 원인은 연준의 금리 인하 미시행에 대한 후폭풍
- 9월 FOMC, 수정경제전망 통해 컨센서스 상회하는 완화적 통화 행보 제시
- 美 경제 체력이 견고한 국면에서 연준의 금리 인하, 미국 증시 향방에 긍정적

8월 초, 9월 초 금융시장 혼란. 연준, 금리 인하 미시행이 가져온 후폭풍

- 7월 FOMC 직후, 찾아온 8월 초 미국 발 경기 침체 고조 그리고 9월 초 동일 이유로 재현된 무질서한 금융시장 혼란은 궁극적으로 연준의 금리 인하가 늦었음에 대한 후폭풍으로 귀결된다. 실질정책금리가 실질중립금리를 상회하는 금리 인하 여건이 지난해 가시화됐고, 과거(95년 이후, 5차례 국면) 연준의 금리 인상 중단 이후 금리 인하 단행까지 소요됐던 평균 기간(11개월, 적용 시 24.6월 해당)을 넘어선 상황이다. 9월 FOMC를 앞두고 9월 초 기업심리 지표를 통한 미국 경기 침체 재고조는 연준의 금리 인하 단행을 기정사실화하고, 빅컷(50bp)을 바라는 금융시장의 바람이 간접적으로 투영됐다고 해석한다.

9월 FOMC, 금리 인하 폭보다 중요한 수정경제전망. 완화적 통화 행보 제시

- 9월 FOMC 전, CME 페드워치 톨은 63% 확률로 50bp 금리 인하를 예측했다. 금리 인하 여부보다 금리 인하 폭이 시장 관심사로 부각되었다. 하지만 연내 2차례 더 남아있는 FOMC 일정(11월, 12월)과 11월 FOMC가 다가올수록 내년 금리 인하 속도와 폭에 대한 시장 관심이 옮겨갈 공산이 커, 9월 FOMC의 관련 포인트는 수정경제전망이다. 6월 FOMC의 24년과 25년 중위값(5.1%, 4.1%)과 레인지(4.9~5.4%, 2.9~5.4%) 그리고 올해 100bp 금리 인하를 염두에 뒀던 컨센서스를 상회한 9월 하향 조정(중위값: 4.4%, 3.4%, 레인지: 4.1~4.9%, 2.9~4.1%) 감안 시, 올해 6월까지 보수적 색채로 변해갔던 연준의 통화정책 행보가 9월 FOMC를 계기로 다시금 완화적 행보로 변모하기 시작했다.

1995년 이후, 5번의 금리 인하 국면에서 찾는 시사점: 95년과 98년과 유사. 미국 경제 체력이 견고한 국면에서 연준의 금리 인하, 미국 증시 향방에 긍정적

- 9월 FOMC 이후, 미국 증시 향방에 대한 논란이 가중됐던 상황이다. 두가지 의견으로 1) 향후 미국 경기 침체를 염두에 둔 보험성 성격의 금리 인하, 또 한편으로는 2) 현 경제지표(고용, 물가)를 감안한 통화정책 정상화 수순의 금리 인하로 각각 증시 하락과 증시 상승을 예측 중이다.
- 1995년 이후, 연준의 금리 인하 국면은 5차례로 NBER 기준 경기 확장에 속했던 95년과 98년, 경기 침체를 경험했던 01년, 07년, 19년로 구분할 수 있다. 올해 8월 기준, 52개월째 경기확장 국면에 놓여있는 미국 경기 순환(NBER), 20.3/4분기부터 24.2/4분기까지 실질 GDP 평균은 2.8%(QoQ)로 잠재성장률 1%p 이상 상회 등 현 미국 경제 상황 고려 시, 9월 금리 인하 단행 후 미국 증시(S&P500) 향방은 경기 확장 국면임에도 금리를 내린 95년과 98년 전철을 밟아 나갈 것이다. 그 당시 S&P500은 각각 45.2%, 36.0% 상승한 점 감안 시, 증시 방향성 측면에서 긍정적이다. 현 연준의 금리 인하가 정상적 경제상황을 앞두고 비정상적 통화정책을 정상화시키는 수순이라는 점에서 미국 증시 선호도 커질 것이다.

일본 부동산

나미션 misun.na@daishin.com

[Market Review] 구축 맨션의 신축 따라잡기 vs. 도심 오피스 임대시장 회복세 견조

[경제]:

- 9/9일 내각부 발표, 2분기 실질 GDP(수정치), 8월 속보치(+0.8%)에서 하향 조정 전분기 대비 +0.7% (연율 환산치 +2.9%)
- 일본 GDP의 절반 이상을 차지하는 개인소비, 전분기 대비 +0.9%로 속보치(+1.0)에서 하향 조정되었으나, 5분기 만에 증가 긍정적
- 내수의 또 다른 축인 기업설비투자, 속보치(+0.9%)에서 하향 조정 자동차 생산 체제 정상화로 +0.8% 증가했으나 일시적 가능성에 유의

[통화정책과 유동성]:

- 9/11 BOJ 나카가와 심의위원, 현재 실질금리가 매우 낮은 수준에 있다는 것을 고려하면 향후 일본 은행의 경제, 물가 전망이 실현된다는 가정하에 금융완화 정도를 조정해 나갈 것이라고 발언 추가 금리인상 가능성을 시사
- 7월 M3 평균 잔고 전월대비 +0.03%, 전년대비 +0.9% 증가

[부동산 업황]:

- 7월 일본 부동산업 경기동향치수, 2개월 연속 개선 (전월비 +0.2P 상승)

[토지 시장]:

- 7월 수도권 토지 거래건수, 전년비 -3.2%, 평균 거래가 전년비 +4.6%
- 7월(YTD) 수도권 토지 거래건수, 전년비 +8.3%, 평균 거래가 전년비 +7.3%

[주택 시장]:

- 7월(YTD) 신규 주택착공호수 45만 9,103호 (전년비 -3.9%)
- 7월 수도권 신축 맨션 공급량, 전월비 -10%, 전년비 -42% 감소한 1,496호 평균 공급가는 7,847만엔으로 전월비 -4.3%, 전년비 -21% 하락 (도쿄23구: 10,874만엔, 전월비 -7%, 전년비 -18.5%)
- 7월 수도권 기존 맨션 거래량, 전월비 -2%, 전년비 -1.2% 감소한 3,222건 평균 거래가는 5,049만엔으로 전년비 +10.7% 상승하며 50개월 연속 상승 (도쿄 23구: 5,329만엔, 전월비 보합, 전년비 +7.4%)

[오피스 시장]:

- 24년 2분기, 도쿄 도심 5구 오피스 거래량 거래규모 모두 감소 (거래건수 32건 전년비 -44%, 거래 규모 약 1,600억엔 전년비 -39%)
- 7월 도쿄 도심 5구 오피스 평균 공실률 5.0%(전월비 -0.2%p), 평당 임대료는 전월비 +0.3% 상승한 20,034엔으로 6개월 연속 상승

Fixed Income

Economist & Fixed Income Strategist 공동락
dongrak.kong@daishin.com

Economist 이주원
joowon.lee2@daishin.com

Fed, 인플레이션에서 이제는 고용으로

- 美 기준금리 5.50%에서 5.00%로 50bp 인하. 4년 6개월 만에 인하
- '빅컷'은 "인플레이션의 큰 진전으로 가능했던 인하 폭"
- 경제는 여전히 좋지만, 이제는 고용에 더욱 신경을 써야할 때

미 연준, 9월 기준금리 5.00%로 50bp 인하

미국 연준(Fed)이 4년 6개월 만에 기준금리를 인하했다. 2023년 7월 기준금리 인상 사이클 종료된 이후로부터는 14개월 만의 금리 변경이다.

연준은 9월 17일~18일 (현지시각) 양일간 열린 공개시장위원회(FOMC)에서 기준금리를 기존 5.25~5.50%에서 4.75~5.00%로 0.50% 포인트 인하한다고 밝혔다.

이번 기준금리 인하는 25bp 인하를 주장한 1인의 소수의견으로 만장일치 결정이 아니었다.

4년 반만에 이뤄진 인하: 인플레이션의 큰 진전과 '빅컷(50bp)'

9월 FOMC를 앞두고 금융시장에서는 기준금리 인하 여부보다는 인하 폭에 대한 관심이 컸다. 이미 지난 FOMC를 통해 물가의 상방 위험에 더해 고용의 하방 위험까지 고려할 필요가 있다는 일종의 통화정책 기조 전환이 있었고, 이후 잭슨홀 미팅을 통해 파월 의장이 사실상 9월 인하 개시를 시사했기 때문이다.

자연스럽게 이번 회의에서는 기준금리 인하 폭이 어느 정도가 될 지에 좀 더 이목이 집중됐다. 실제 회의 직전 인하 폭을 예측할 수 있는 단서를 줄 것으로 기대했던 8월 고용 동향에서 실업률과 비농업부문 일자리 증가가 서로 엇갈리는 동향을 나타냄에 따라 25bp 혹은 50bp 어느 한 쪽에 힘을 실기가 매우 어려웠다.

이에 연준은 4년여 만에 이뤄진 기준금리 인하를 50bp로 시작했다. 팬데믹 이후 높아진 물가 압력에 대응하기 위해 공격적인 기준금리 인상이 있었고, 고(高) 금리를 유지했던 기간 역시도 상당했던 만큼 보다 신속하게 금리를 정상화할 필요성이 높아졌기 때문으로 풀이된다.

이번 50bp 인하 폭은 연준이 그간 진행해 왔던 인플레이션에 대한 대응이 사실상 마무리됐다는 점에서 의의를 찾을 수 있다. 실제 9월 회의에서 함께 발표된 수정 경제 전망에서 연준은 올해(2024년) 성장률 전망에 대해서는 기존 2.1%에서 2.0% 소폭 하향한 반면 물가 전망(PCE)은 2.6%에서 2.3%로 크게 낮췄다. 또한 내년과 내후년 성장률 전망 역시 기존과 동일한 2.0%로 유지한 반면 2025년 물가 전망은 2.3%에서 물가 목표에 근접한 2.1%로 하향했다. 그간 연준이 높은 금리를 유지했던 배경인 물가가 기존 예상보다 빠른 진전을 보임에 따라 금리 인하의 개시폭 역시 빅컷이 가능했던 것으로 보인다.

인플레이션의 빠른 안정은 상대적으로 고용에 대한 적극적인 대응을 가능하게 했다. 연준은 올해와 내년 실업률 전망을 기존 4.0%, 4.2%에서 나란히 4.4%로 상향했는데, 이는 자연스럽게 이제는 고용이 통화당국의 정책 대응의 대상이 됐다는 것을 시사한다. *다음 페이지에서 계속됩니다.

삼성전자 (005930)

신석환

박강호

seokhwan.shin@daishin.com

kangho.park@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

100,000

하향

현재주가

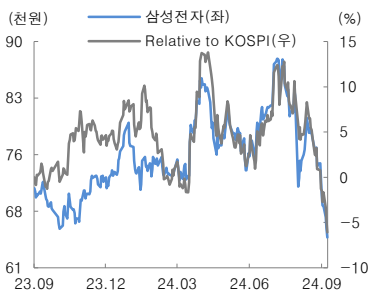
66,300

(24.09.12)

반도체업종

KOSPI	2,572.09
시가총액	439,739십억원
시가총액비중	20.50%
자본금(보통주)	778십억원
52주 최고/최저	87,800원 / 64,900원
120일 평균거래대금	16,765억원
외국인지분율	55.12%
주요주주	삼성생명보험 외 15 인 20.08% 국민연금공단 7.68%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.2	-13.3	-9.5	-6.0
상대수익률	-10.6	-8.1	-5.7	-7.3



3Q24 일시적인 실적 둔화, 분위기 반전이 필요한 시점

- 3Q24 전사 영업이익 10.1조로 전분기대비 -3.1% 감소 전망
- AI/서버용 메모리 수요는 견고하나 IT(스마트폰/PC) 수요 성장 둔화됨
- DS 성과급 총당으로 일회성 비용 발생 및 환입금 규모 축소에 따른 영향임

투자 의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 100,000원으로 하향

삼성전자 목표주가를 110,000원에서 100,000원(25년 BPS에 멀티플 1.7배 적용)으로 하향. 3Q24 매출액과 영업이익은 각각 80.1조원(QoQ +8.1%), 10.1조원(QoQ -3.1%, OPM 13%)로 실적 추정치를 하향 조정함. 지난 2Q 대비 영업이익 감소 원인은 1) 스마트폰/PC 수요 개선 둔화, 2) 3Q24 DS 성과급 총당에 따른 일회성 비용 발생, 3) 재고평가손실 환입금 규모의 축소 등에 따른 영향임

DS 사업부 3Q24 영업이익은 5.3조원(QoQ -18%)로 추정, 1) 메모리 영업이익: DRAM 4.5조원(OPM 33%), NAND 1.1조원(OPM 12%), 2) 파운드리/LSI는 영업적자 -0.4조원으로 적자폭이 전분기 대비 확대 추정. 3Q24 MX 사업부 영업이익 2.5조원(QoQ +11.5%, YoY -25%)로 원가를 상승에 따른 영업이익 하향 조정

AI/서버 수요 견조 vs. 일반 IT 수요 성장 둔화

1H24까지 삼성전자 메모리 사업부의 실적 성장 배경은 1) DRAM/NAND 가격 상승에 따른 수익성 개선, 2) 고용량 DRAM(HBM, DDR5) 공급 비중 확대, 3) 2Q 재고평가손실 총당금 환입에 따른 영향이 컸음. 3Q24에도 DRAM Blended ASP는 전분기대비 증가할 것으로 추정되나, 응용처(PC/모바일/서버)에 따라 메모리 공급 및 가격 상승 여부는 상이한 것으로 판단. 중화권 및 북미 CSP들의 일반 서버 투자가 3Q24부터 회복되기 시작하며 DDR5와 HBM과 같은 서버용 DRAM 가격 상승은 하반기에도 이어질 전망이다. 다만, PC/모바일 수요는 예상보다 증가 폭이 둔화되며 PC/모바일 업체들의 메모리 재고 주수가 증가한 것으로 예상됨

3Q24 DRAM B/G와 ASP는 각각 -2% QoQ, +8% QoQ로 추정함. NAND는 기업용 SSD를 제외하면 판매가 다소 부진한 상황이며, 3Q24 NAND B/G와 ASP는 각각 +1% QoQ +6% QoQ로 추정

IT 수요 개선 불확실성, PC OEM사들의 메모리 재고 수준 증가, 중화권 메모리 업체들의 공급 확대로 인해 메모리 반도체 가격 상승 기류기 축소에 대한 우려가 존재함. 2년 메모리 업체들의 B/G가 제한적인 상승일 것을 감안하면, 메모리 가격 상승의 지속 여부가 매우 중요하게 작용할 전망. 9/12일자 기준 삼성전자 12개월 선행 PBR은 1.05배 수준으로 밸류에이션 부담은 낮아진 상황임(vs. 5개년 하단 평균 PBR 1.1배)

(단위: 십억원 %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24(F)		3Q24(F)			4Q24		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	67,405	74,068	83,734	80,082	18.8	8.1	83,205	79,884	17.9	-0.2
영업이익	2,434	10,444	13,425	10,120	315.8	-3.1	13,031	11,502	307.2	13.7
순이익	5,501	9,643	11,508	8,944	62.6	-7.2	10,711	8,249	36.9	-7.8

자료: 삼성전자, FnGuide, 대신증권 Research Center

힐라홀딩스

(081660)

유정현

jung Hyun.yu@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

52,000

유지

현재주가

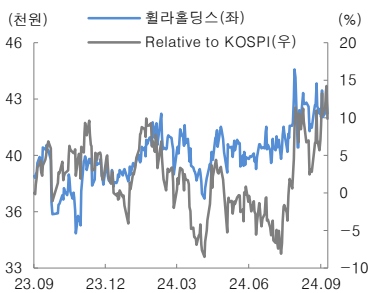
41,900

(24.09.12)

섬유의복업종

KOSPI	2572.09
시가총액	2,518십억원
시가총액비중	0.12%
자본금(보통주)	61십억원
52주 최고/최저	44,450원 / 35,000원
120일 평균거래대금	34억원
외국인지분율	46.77%
주요주주	피에몬테 외 5 인 35.91% 국민연금공단 6.78%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.8	6.5	3.2	6.8
상대수익률	-1.0	12.9	7.6	5.3



3분기는 비수기, 그러나 주주 가치 환원에 가장 적극적

- 3분기 국내 계절적 비수기 영향 일부 예상
- 올해 중국 JV 특별 배당까지 더해져 연간 유입되는 현금 4,200억원
- 풍부한 현금을 재원으로 주주가치 제고에 섹터 내 가장 적극적

투자 의견 BUY와 목표주가 52,000원 유지

투자 의견 BUY와 목표주가는 52,000원(12개월 Forward P/E 12배) 유지

최근 동사 주가는 자사주 매입에 따른 수급 요인과 2025년 실적 개선 기대감 등이 맞물리며 매우 안정적인 흐름을 보이고 있음. 올해는 중국 JV로부터 특별 배당 8,000만불(약 1,100억원) 유입으로 중국 수수료, 로열티, 아쿠시넷 배당 등 유입되는 총 현금은 약 4,200억원에 이를 것으로 전망. 이는 높은 주주 환원율의 재원으로 주주가치 제고에 사용될 것으로 보임. 마르디, 마뽕김과 같은 브랜드들의 중화권 유통은 회사 실적에 큰 영향 없을 것. 그러나 중국 현지 의 FILA 브랜드 유통망을 통해 새로운 브랜드 유통의 가능성이 열려 있다는 점에서는 의미 있는 것으로 평가

3Q24 Preview: 국내 부문 계절적 비수기 일부 영향

3분기 매출액과 영업이익은 각각 1조 511억원(+6%), 1,020억원(+10%) 예상 (yoy) [한국/미국] 순수 국내 부문은 3분기가 비수기인데다 S/S 시즌 할인판매 물량 영향으로 2분기대비 영업적자는 소폭 확대될 것으로 보임. 미국 법인은 특별한 이슈 없이 지난 2분기와 마찬가지로 200억원대의 적자 전망

[수수료/로열티 사업] 중국 수수료(+2%)와 로열티(-15%)는 성장 둔화 전망 (USD 기준, yoy). 그러나 환율 상승효과(+2%, yoy)로 양 사업부의 원화 수취액은 전년대비 6% 감소한 308억원 전망

[자회사] 자회사 Acushnet(NYSE:GOLF)의 컨센서스 영업이익은 \$78.4mn로 지난 해 \$78.6mn 수준으로 파악됨. 그러나 환율 상승 영향으로 원화 영업이익은 2% 증가할 것으로 전망. 전사 이익의 대부분을 차지하는 자회사 아쿠시넷의 무난한 실적이 3분기에도 실적 방어에 기여할 것으로 전망

(단위: 십억원, %)

구분	3Q23	2Q24	직전추정	당사추정	3Q24(F)			4Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	990	1,175	1,058	1,051	6.2	-10.6	1,069	814	7.0	-22.5
영업이익	93	140	102	102	10.2	-27.2	119	23	흑전	-77.8
순이익	26	56	65	65	146.7	16.1	56	-2	적지	적전

자료: 힐라홀딩스, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,222	4,007	4,223	4,404	4,399
영업이익	435	303	428	516	520
세전순이익	453	277	408	526	521
총당기순이익	468	153	293	379	375
지배지분순이익	344	43	191	284	281
EPS	5,658	701	3,140	4,678	4,628
PER	5.9	55.6	12.4	8.3	8.4
BPS	30,889	31,409	35,628	40,174	44,971
PBR	1.1	1.2	1.2	1.0	0.9
ROE	19.7	2.3	9.4	12.3	10.9

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

샤페론 (378800)

한승협

songhyeop.han@daishin.com

투자이견

N.R

6개월 목표주가

N.R

현재주가

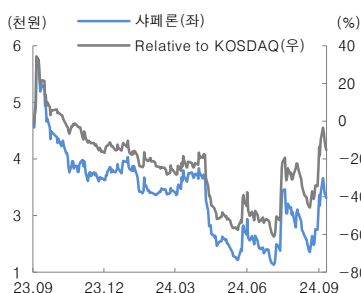
(24.09.13)

2,935

스몰캡 업종

KOSDAQ	733.2
시가총액	885억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	97억원
52주 최고/최저	5,430원 / 1,464원
120일 평균거래대금	124억원
외국인지분율	0.25%
주요주주	성승용 외 1인 15.38%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	31.6	53.2	-11.5	-44.5
상대수익률	37.3	82.0	7.5	-33.2



경증 아토피 치료의 글로벌 시장 판도를 바꾼다

- 기존 치료제의 한계를 극복할 아토피 혁신신약 미국 임상 2상 진행 중
- 신약개발 효율을 높여주는 나노바디와 AI 신약개발 플랫폼 기술 보유
- 기술력에 걸맞은 밸류에이션 리레이팅이 이루어질 경우 주가 상승 기대

혁신 신약 개발로 글로벌 시장 도전

2022년 코스닥 상장한 서울대 학내 벤처 출신 바이오벤처, 핵심 파이프라인 및 기술은 염증복합체 억제제, 나노바디 항체 기술. 기술이전(Licensing-out)을 주요 사업 모델로 하고 있음. 주요 연구 인력은 박사급 11명, 석사급 22명 등 총 37명
주요 파이프라인: GPCR19 조절을 통한 염증 억제 & 나노바디 항체

GPCR19은 혁신적인 염증 조절 메커니즘, 염증 치료의 새로운 가능성 제시
NuGel(누겔): 아토피 피부염 (국내 2상 완료, 미국 2상 진행 중) **NuCerin(누세린):** 알츠하이머 치료제 (국내 1상 진행, 국내 판권 기술이전 완료) **Papiliximab:** PD-L1xCD47 타겟 나노바디 이중항체 면역항암제 (전임상 완료, 기술이전 목표)

아토피 치료제 누겔의 높은 기술 수출 가능성

글로벌 아토피 치료제 시장은 2032년까지 연평균 8.2% 성장하여 37.9조원 규모에 이를 것으로 전망. 기존 치료제인 스테로이드제제와 비스테로이드제제(JAK 억제제, PDE4 저해제)의 재발 가능성과 안전성 우려로 미충족 수요가 높은 상황

누겔은 GPCR19를 표적으로 염증 반응을 포괄적으로 조절하고 선천 면역 세포에 선택적으로 작용하여 기존 치료제의 한계를 극복하고 낮은 부작용으로 폭넓은 시장 확보 가능. 26년 상반기 미국 2상 완료 목표, 중간이라도 긍정적 결과가 도출된다면 기술 수출 탄력 기대. 현재 다수 다국적 제약사와 비밀유지계약(CDA)을 체결

차별화된 플랫폼 기술 보유와 우수한 연구 역량에도 주목받지 못하는 상황

나노바디는 기존 항체의 한계를 극복하는 차세대 항체 기술로, 면역 라이브러리와 스크리닝 시스템을 구축해 PD-L1/CD47 타겟 이중항체 면역항암제 등을 개발. AIDEN 플랫폼은 2.4억 개의 대규모 데이터를 활용해 신약 개발 효율성을 극대화 플랫폼 기술에 글로벌 제약사 출신 전문가들로 구성된 우수한 연구 인력 보유했으나, 시장에서는 기술력을 인정받지 못하고 있는 상황. 향후 기술력에 걸맞은 밸류에이션 리레이팅이 이루어질 경우 주가 상승 기대

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	0	0	5	20	2
영업이익	-49	-68	-105	-110	-132
세전순이익	-132	-267	-238	-107	-124
총당기순이익	-131	-265	-238	-107	-124
지배지분순이익	-131	-265	-238	-107	-124
EPS	-1,201	-2,362	-1,803	-532	-541
PER	NA	NA	NA	NA	NA
BPS	-2,454	-4,716	1,846	1,459	828
PBR	0.0	0.0	1.6	2.0	3.5
ROE	222.2	66.5	166.7	-39.8	-51.4

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

▶ Compliance Notice

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