

Morning Meeting Brief

Strategy

[4Q & 10월 증시 전망 및 투자전략] 해묵은 숙제 해결. Two Track 전략으로 추세 반전 준비. 글로벌 동반 금리인하 사이클에 베팅

- KOSPI 2,900선 향하는 상승추세 재개 전망. 10월 박스권 등락은 비중확대 기회
- 9월 빅컷은 선제적/보험적 금리인하로 판단, 유동성 확장은 글로벌 증시 상승동력
- 10월 KOSPI는 4분기 상승추세 재개에 있어 마지막 진통을 거칠 수 있음

이경민. kyungmin.lee@daishin.com

ESG

그 때는 맞고 지금은 틀리다

- 일반주주 보호 필요성에 대한 여론이 형성되면서 관련 상법 개정안이 발의
- “이사의 충실 의무”는 주주 간 이해 상충을 방지하는 것이 본질
- 과거와 달리 주주권이 강화되고 있는 상황에서 주주가치 보호를 위한 새로운 기준을 세우는데 기여할 것으로 판단

이경연. kyungyeon.lee@daishin.com

산업 및 종목 분석

[Issue Comment] 한국타이어, 한온시스템 인수 이사회 승인

- 한국타이어, 이사회 통해 1.8조원 투자/한온시스템 지분 35% 취득안 승인
- 인수 관련 불확실성 일차적으로 해소되며 단기 주가 변동성 확대 가능
- 추세 상승 위해서는 펀더멘털 + 한국타이어의 주주환원정책 더해질 필요

김귀연. Gwiyeon.kim@daishin.com

[3Q24 Preview] 한국타이어엔테크놀로지: 편안한 실적, 불편한 주가

- 실적은 안정적인 탑라인과 비용관리로 견조세 지속될 것으로 예상
- 주가 상승 위해서는 투심 회복시킬 수 있는 주주환원 중요하다는 판단
- 인수 절차 마무리됨에 따라 밸류업 관련 움직임에 주목할 필요

김귀연. Gwiyeon.kim@daishin.com

[3Q24 Preview] 한온시스템: 조심스럽게

- 낙폭 확대/실적 개선/자금조달(이자비 완화)에 따른 단기 반응은 가능
- 추세 상승은 지분 희석 => 실적 턴어라운드 프리미엄 발현이 관건
- BEV 열관리 플랫폼 납품 본격화에 따른 턴어라운드 가시성에 주목

김귀연. Gwiyeon.kim@daishin.com

[3Q24 Preview] S-Oil: 겨울과 함께 찾아올 반등

- 3Q24 예상 OP -3,329억원으로 시장기대치(3,307억원) 대폭 하회 전망
- 정제마진 하락(3Q 추정 -2.4달러/배럴) 및 재고평가손실(-1,755억원)에 기인
- 4Q 수급 개선에 따른 마진 반등 전망, 단기 트레이딩 관점에서 매수 찬스로 판단

위정원, jungwon.weee@daishin.com

[3Q24 Preview] 삼양패키징: 영업이익 개선세 지속

- 3Q24에도 주요 원재료 가격 안정화된 가운데 이익률 정상화 지속 전망
- 전년동기 대비 더운 날씨에 따른 음료 수요 증가도 나타났을 것
- 목표주가 26,000원 유지, 업사이드 50% 보유

박장욱, JangWook.Park@daishin.com

[3Q24 Preview] 제일기획: 다양한 호재 가득

- 3Q24 GP 4,2천억원(+6% yoy), OP 955억원(+2% yoy) 전망
- 부진했던 지상파TV는 역성장 구간에서 벗어난 것으로 추정
- 주요 광고주의 마케팅비 집행도 개선

김희재, hoijae.kim@daishin.com

해묵은 숙제 해결.

Two Track 전략으로 추세 반전 준비.

글로벌 동반 금리인하 사이클에 베팅

- KOSPI 2,900선 향하는 상승추세 재개 전망. 10월 박스권 등락은 비중확대 기회
- 9월 빅컷은 선제적/보험적 금리인하로 판단, 유동성 확장은 글로벌 증시 상승동력
- 10월 KOSPI는 4분기 상승추세 재개에 있어 마지막 진통을 거칠 수 있음

10월 KOSPI Band : 2,450 ~ 2,750p, 베이스 시나리오는 2,550 ~ 2,750p 박스권 등락 전망. 경기침체 공포 재유입, 금리인하 기대 후퇴시 2,400대 가능

9월 FOMC에서 연준은 빅컷(50bp 금리인하) 단행. 미국도 금리인하 사이클에 동참하며 글로벌 동반 통화정책 완화 국면 진입. 이번 금리인하 사이클은 선제적/보험적 금리인하로 판단. 오히려 경기확장, 초과수요 국면에서 금리인하, 유동성 확장은 글로벌 증시에 강력한 상승동력이 될 전망. 경기 모멘텀이 견고, 개선되는 상황에서 통화정책, 유동성 모멘텀이 가세하기 때문. 게다가 중국도 기준을 인하를 비롯한 경기 부양정책 본격적으로 시행되기 시작. 미국의 완만한 경기둔화에 유럽, 중국 경기회복이 가세할 경우 달러 하향 안정은 물론, 한국 수출 호조에 힘이 실릴 것으로 예상

이러한 글로벌 매크로 환경의 변화는 한국 증시 매력도를 높여줄 것. 8월, 9월 KOSPI 부진의 핵심은 1) G2 경기 불안, 2) 반도체 업황/실적 불안, 3) 외국인 대량 매도. 미국 경기침체 후퇴에 중국 경기회복 기대가 살아나고, 반도체 업황/실적 불안은 정점 통과 가능성 높다고 판단. 마이크론 실적도 반도체 불확실성을 제어하는 변수. KOSPI 12개월 선행 EPS 상승, 26년까지 이익 개선 유효. 4분기 상승추세 재개 예상. 4분기 KOSPI Target 2,900p로 제시, 25년 KOSPI 3,000선 이상 가능

10월 KOSPI는 4분기 상승추세 재개에 있어 마지막 진통을 거칠 수 있음. 미국의 사상최고치 행진 이후 투자심리 과열, Risk Off 시그널 발생, 변동성 저점 통과 등. 반작용 국면 감안 할 시점. 때마침 금리인하 사이클 검증 국면과 맞물릴 수 있음. 미국 대선 지지율과 3분기 실적 결과에 따른 글로벌 금융시장/증시 등락 불가피. 이 과정에서 경기 불안심리가 커지거나 금리인하 기대가 후퇴하면서 증시 변동성을 자극할 수 있음. 엔캐리 청산 매물 부담도 유동성 측면에서 교란 요인. 10월초 ISM 제조업, 서비스업 지수, 고용지표 결과에 따른 등락은 감안. 10월 10일 CPI, 11일 PPI 둔화를 확인하며 상승 분위기를 이어갈 가능성 높음

KOSPI 2,650선 이상부터 점진적으로 리스크 관리 강화 필요. 베이스 시나리오일 경우 KOSPI 2,550 ~ 2,750p 박스권 등락 예상. 2,600선 이하에서 비중확대 가능. 워스트 시나리오도 배제할 수 없음. 미국 증시의 단기 과열 해소/매물소화 과정에서 경제지표 결과에 따라 변동성 증폭 시 KOSPI 2,400선대 진입도 배제할 수 없음

투자전략: 25년 이익 기여도 개선, 이익 모멘텀 견고 + 낙폭과대 & 실적대비 저평가 = 반도체, 조선, 2차전지, 인터넷, 제약/바이오. 자동차는 저평가

시장 안정성이 높아지면서 실적대비 저평가, 낙폭과대주들의 반등 뚜렷. 25년 업황/이익 모멘텀 견고함에 따라 10월 중 매집 이후 Holding 가능. 반도체, 자동차, 조선, 기계, 2차전지, 인터넷, 제약/바이오 업종이. KOSPI 2,700선 돌파를 주도하는 것은 물론, 4분기 이후 25년 상반기까지 상승추세를 이끌어갈 전망

중기 전략은 조정시 매수지만, 10월에는 단기 전술적 대응에 집중. KOSPI 2,650선 이상에서 점진적으로 현금비중 확대, 리스크 관리 강화. 박스권 등락시 2,500선대에서, 최악의 시나리오시 2,400선 이하에서. 비중확대, 매집 기회 포착 가능

그 때는 맞고 지금은 틀리다

- 일반주주 보호 필요성에 대한 여론이 형성되면서 관련 상법 개정안이 발의
- “이사의 충실 의무”는 주주 간 이해 상충을 방지하는 것이 본질
- 과거와 달리 주주권이 강화되고 있는 상황에서 새로운 기준이 될 것으로 판단

일반주주 보호 필요성에 대한 여론이 형성되면서 관련 상법 개정안이 발의

2020년 들어 대기업의 물적분할 후 자회사 상장, 경영진 주식 대량 매도, 사업 구조 개편과정에서의 합병비율 등 여러 사례를 통해 일반주주 보호 필요성에 대한 여론이 형성되었다. 이러한 흐름은 지배주주 중심의 의사결정이 일반주주들의 이익을 침해할 수 있다는 관점에서 상법상 이사가 충실의무를 부담하는 대상으로 회사 외에 “주주의 비례적 이익” 또는 “총주주”를 추가하는 개정안 발의로 발전했다.

“이사의 충실 의무”는 주주 간 이해 상충을 방지하는 것이 본질

이사의 충실 의무를 확장하는 상법 개정안은 지배주주와 일반주주 간의 이해 상충 문제, 특히 일반주주의 이익이 침해될 수 있는 상황에서 경영진이 적합한 의사결정을 했는지 입증할 책임을 부여한다. 또한, 이해 상충을 해소하고 대안을 모색해야 하는 의무가 부과된다. 상법 개정안은 야당의 발의로 시작되었지만 현 정부가 추진하는 기업가치 제고 계획의 실효성을 담보할 핵심적인 사항이라 판단한다.

과거와 달리 주주권이 강화되고 있는 상황에서

주주가치 보호를 위한 새로운 기준을 세우는데 기여할 것으로 판단

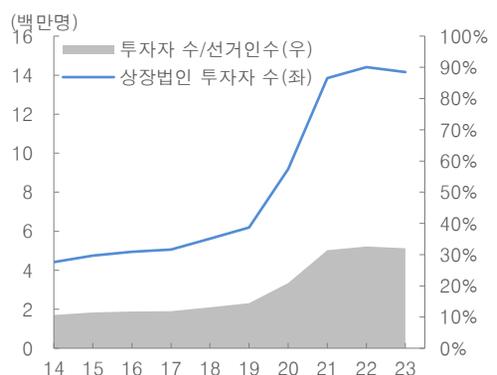
과거에는 대기업 중심의 경영구조에서 지배주주의 이익을 우선시하는 관행이 용인되었지만, 이제는 기업들이 더 이상 일반주주의 이익을 침해하는 결정을 쉽게 내릴 수 없는 환경이 조성되고 있다. 바야흐로 한국이 전체 국민의 1/4이상, 전체 유권자의 약 1/3이 주식투자를 하는 시대를 맞이했기 때문이라고 생각한다. LG화학의 LG 에너지솔루션 물적분할 당시 주주들의 강한 반발에도 불구하고 물적분할과 이종 상장이 진행되었다. 그러나 이후 SK이노베이션은 SK온의 상장 계획을 연기하는 등 주주들의 권리가 점차 강화되고 있음을 시사한다. 이러한 변화 속에서 상법 개정은 주주권 강화 흐름을 법적으로 뒷받침하는 중요한 역할을 할 것으로 기대된다.

그림 1. 상법 제 382 조의3(이사의 충실 의무) 개정안

현행	개정안 1
이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.	----- - <u>주주의 비례적 이익과 회사를</u> -----
	----- -----
	개정안 2
	----- - <u>회사와 총주주</u> ----- -----

자료: 국회 의안정보시스템, 대신증권 Research Center

그림 2. 주주권이 강화되고 있는 배경



자료: 한국예탁결제원, 중앙선거관리위원회 선거통계시스템, 대신증권 Research Center

자동차/부품

김귀연 gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견

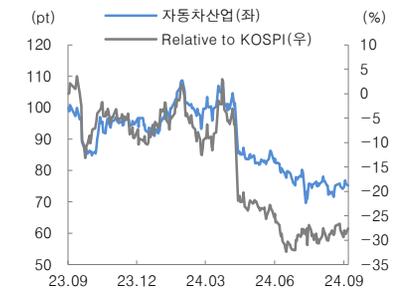
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
한국타이어	Buy	59,000원
한온시스템	Marketperform	4,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.7	-8.8	-24.8	-25.4
상대수익률	1.4	-1.6	-20.3	-29.1



한국타이어, 한온시스템 인수 이사회 승인

- 한국타이어, 이사회 통해 1.8조원 투자/한온시스템 지분 35% 취득안 승인
- 인수 관련 불확실성 일차적으로 해소되며 단기 주가 변동성 확대 가능
- 추세 상승 위해서는 펀더멘털 + 한국타이어의 주주환원책 더해질 필요

한국타이어, 1.8조원 투입해 한온시스템 인수하는 방안 이사회 승인

9/30일, 한국타이어는 이사회 통해 한앤코오토홀딩스(이하 한앤코)가 보유한 한온시스템 지분인수와 제3자 배정 유증 참여에 대한 승인 완료. 결론적으로, 한국타이어는 1.8조원을 투입해 기존 지분을 19.5% => 최종 54.8%로 확대, 한온시스템에 대한 최대주주 지위를 획득하게 될 예정. 한온시스템은 제3자(한국타이어) 배정 유상증자를 통해 6,000억원 규모의 자금을 조달하고, 채무 상환(2,000억)과 운영(4,000억) 자금으로 투입할 계획

3Q24 Preview: 한국타이어 견조세 & 한온시스템 개선세 지속

[한국타이어애펀테크놀로지] 매출 2.3조(YoY flat, 이하 YoY), 4,105억(+4%), OPM 17.5%. 내수/유럽RE 중심 물량 효과 지속. 물류비 안정화/원자재 래깅 시점 감안 시, 비용 우려 제한적일 것. 10월 이후, 윈터 타이어 수요 본격화된다면, 원재료 상승에 따른 (-) 영향 제한적인 가운데 평가 인상 여력 높아질 가능성 존재

[한온시스템] 매출 2.4조(+3%), OP 672억(+231%), OPM 2.8%. 전기차 캐즘과 계절적 비수기 영향에 따른 QoQ 물량 효과 축소 불가피. 다만, 수익성 개선 전략 효과로 마진 개선세는 지속될 것. 유상증자 통해 2,000억의 부채 상환 시, 연간 100억+@의 비용 절감 예상. 2025년 HMG EV3/메타플랜트 => 2026년 유럽OEM향 열관리 플랫폼 납품에 따른 턴어라운드 가시성에 주목

투자판단: 우려는 선반영 됐으나, 보수적인 접근 필요. 한국타이어 주주 환원 기조에 주목

[단기] 한국타이어 실적 + 주주환원정책 => [중장기] 한온시스템의 실적 턴어라운드 가시성에 주목할 필요

금번 한국타이어의 이사회 승인 공시로 한국타이어의 한온시스템 인수 관련 불확실성은 일차적으로 해소될 것. 인수절차 마무리됨에 따라 한국타이어의 주주환원 기조 변화한다면 1) 한국타이어의 밸류에이션 리레이팅과 2) 한온시스템의 실적/경영 정상화 기대감 동반 상승 가능할 것으로 전망

5/3일 한국타이어의 한온시스템 인수 MOU 체결 이후, 양사 주가 각각 -21%/-34% 하락하며 동기간 코스피 -4.8%/자동차 -6.7% 대비 큰 폭 부진. 인수 불확실성은 상당부분 반영됐으며, 단기 반등 가능성 존재. 특히, 견조한 실적 대비 주가 하락 지속된 한국타이어의 3Q24 실적 모멘텀 여전히 유효. 다만, 추세 상승 위해서는 지분 인수/유상 증자 관련 회계처리 마무리되고, 한국타이어의 1) 주주환원책과 2) 한온시스템 경영 로드맵 확인 필요하다는 판단. 대규모 현금 투입에 따른 투자심리 훼손, 양사의 시너지 불분명한 상황이기 때문에 1) 주주친화정책 통한 투심 회복, 2) 경영 로드맵에 따른 수익성 개선 가시성 확대 필수적이라 판단하기 때문

한국타이어앤 테크놀로지 (161390)

김귀연 gwyeon.kim@dashin.com

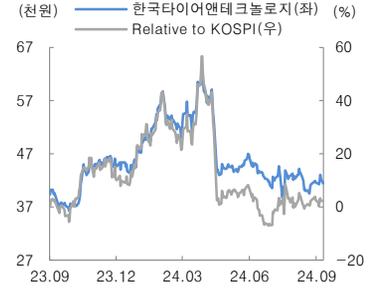
투자이견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 59,000
유지

현재주가 41,450
(24.09.30) 자동차업종

KOSPI	2,593.27
시가총액	5,135십억원
시가총액비중	0.24%
자본금(보통주)	62십억원
52주 최고/최저	63,100원 / 36,250원
120일 평균거래대금	194억원
외국인지분율	39.43%
주요주주	한국엔컴퍼니 외 22 인 43.22% 국민연금공단 7.01%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.5	-8.3	-23.5	4.7
상대수익률	-1.5	-1.1	-19.0	-0.5



Earnings Preview

편안한 실적, 불편한 주가

- 실적은 안정적인 탑라인과 비용관리로 견조세 지속될 것으로 예상
- 주가 상승 위해서는 투심 회복시킬 수 있는 주주환원 중요하다는 판단
- 인수 절차 마무리됨에 따라 밸류업 관련 움직임에 주목할 필요

투자이견 매수, 목표주가 59,000원 유지

목표주가는 '24~25년 평균 EPS 9,976원에 목표 배수 6.0배(글로벌 피어그룹 평균에 한온시스템 인수에 따른 투심 훼손 고려해 30% 할인) 적용하여 산출

실적은 안정적, 투심 회복 통한 밸류업 기대

5/3일 한온시스템 인수 MOU 체결 공시 이후, 주가는 -21% 하락하며 동기간 코스피(-4.8%) 대비 큰 폭 부진. 대규모 현금 유출과 투자 회수 불확실성에 투심 악화되며 밸류에이션은 역사적 최저 수준으로 하락. 다만, 악재는 상당 부분 주가에 선반영 되었다는 판단. 주가 회복 위해서는 견조한 실적에 더해 투심 개선할 수 있는 주주환원책 중요할 것으로 판단. 인수 절차 마무리됨에 따라 밸류업 관련 움직임에 주목할 필요

3Q24 매출 2.3조(YoY flat, 이하 YoY), 4,105억(+4%), OPM 17.5% 예상

3Q24 실적은 당사 기존 추정/컨센서스에 부합하는 양호한 실적 예상. 내수/유럽RE 중심 물량 효과 지속될 것으로 예상. 7월 이후, SCF 하락 전환됨에 따라 물류비의 실적 영향 제한적일 것으로 예상. 최근 고무가격 가격 상승세 이나 래깅 시점 감안 시, 단기 실적 영향 제한적일 것. 10월 이후 윈터 타이어 수요 본격화된다면, 원재료 상승에 따른 (-) 영향은 크지 않을 것으로 전망

구분	3Q23	2Q24	직전	추정	3Q24(F)			4Q24		
					YoY	QoQ	Consen	추정	YoY	QoQ
매출액	2,340	2,318	2,307	2,340	0.0	1.0	2,412	2,247	0.7	-4.0
영업이익	396	420	411	411	3.6	-2.3	406	397	-19.4	-3.3
순이익	298	317	324	323	8.3	1.9	293	303	58.6	-6.3

자료: 삼성전자, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	8,394	8,940	9,032	9,282	9,537
영업이익	706	1,328	1,626	1,529	1,559
세전순이익	858	1,171	1,715	1,557	1,568
총당기순이익	706	729	1,312	1,191	1,200
지배지분순이익	690	720	1,299	1,179	1,206
EPS	5,572	5,814	10,488	9,519	9,735
PER	5.6	7.8	4.0	4.4	4.3
BPS	71,097	77,114	86,329	94,575	103,038
PBR	0.4	0.6	0.5	0.4	0.4
ROE	8.1	7.8	12.8	10.5	9.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
 주: 한온시스템 인수 영향은 미반영. 인수절차 마무리 됨에 따라 조정 예정
 자료: 한국타이어앤테크놀로지, 대신증권 Research Center

한온시스템

(018880)

김기연 gwyeon.kim@dashin.com

투자의견 Marketperform

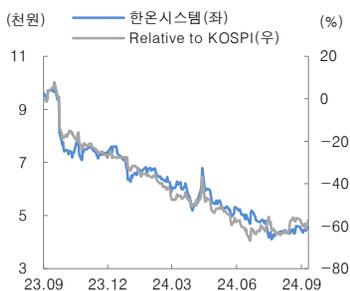
시장수익률, 유지

6개월 목표주가 **4,000** 하향

현재주가 **4,255** (24.09.30) 자동차업종

KOSPI	2,593.27
시가총액	2,271십억원
시가총액비중	0.11%
지분금(보통주)	53십억원
52주 최고/최저	9,650원 / 3,800원
120일 평균거래대금	111억원
외국인지분율	9.21%
주요주주	한안코오토홀딩스 50.50% 한국타이어앤테크놀로지 19.49%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.2	10.0	27.5	-54.8
상대수익률	8.5	-2.9	23.2	-57.1



Earnings Preview

조심스럽게

- 낙폭 확대/실적 개선/자금조달(이자비 완화)에 따른 단기 반등은 가능
- 추세 상승은 지분 희석 => 실적 턴어라운드에 프리미엄 발현이 관건
- BEV 열관리 플랫폼 납품 본격화에 따른 턴어라운드 가시성에 주목

투자의견 Marketperform, 적정주가 4,000원 제시

적정주가는 실적 턴어라운드 예상되는 2025년 EPS 389원에 적정배수 10배 (2015년 대주주 변경 당시 밸류에 유증/경영 불확실성 감안, 40% 할인) 적용

조급하기 보다는 조심히 접근하는 전략

5/3일 대주주 변경 관련 MOU 체결 이후, 주가 -34% 하락. 낙폭 확대/실적 개선/자금조달(이자 부담 완화)에 따른 단기 반등은 가능하나, 1) 대규모 유증에 따른 지분 희석, 2) 대주주 변경에 따른 경영 불확실성으로 추세 상승 가능성은 제한적이라 판단. 2025년 1) 유증에 따른 희석 지분 반영, 2) 대주주 변경에 따른 수익성 개선 로드맵 확인하고, 3) 실적 턴어라운드 가시화에 따른 프리미엄 부여 가능할 것으로 판단. 조급보다는 조심스러운 접근할 필요

3Q24 매출 2.4조(YoY +3%, 이하 YoY), OP 672억(+231%), OPM 2.8% 예상

3Q24 BEV 캐즘과 계절적 비수기 영향에 따른 QoQ 물량 효과 축소 불가피할 것으로 예상. 다만, 수익성 개선전략(비용 절감) 효과 지속됨에 따라 3Q23 이후 지속된 마진 개선은 지속될 것으로 예상. 2025년 HMG EV3/메타플랜트 => 2026년 유럽OEM향 열관리 플랫폼 납품 본격화됨에 따라 턴어라운드에 대한 가시성 또한 높아질 것으로 예상

(단위: 십억원, %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24(F)				4Q24			
			직전	추정	YoY	QoQ	Consen	추정	YoY	QoQ
매출액	2,327	2,560	2,571	2,402	3.2	6.2	2,454	2,559	3.9	6.5
영업이익	20	72	82	67	231.5	-6.1	84	77	44.6	14.6
순이익	-45	-34	34	48	흑전	흑전	31	76	흑전	58.5

자료: 삼성전자, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	8,628	9,559	9,925	10,332	10,835
영업이익	257	277	281	394	538
세전순이익	97	145	116	271	445
총당기순이익	27	59	89	212	347
지배지분순이익	20	51	98	207	340
EPS	38	96	184	389	637
PER	211.3	76.3	23.2	10.9	6.7
BPS	4,189	4,443	4,315	4,392	4,718
PBR	1.9	1.6	1.0	1.0	0.9
ROE	0.9	2.2	4.2	8.9	14.0

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

S-Oil (010950)

위원장

jungwon.weee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

90,000

유지

현재주가

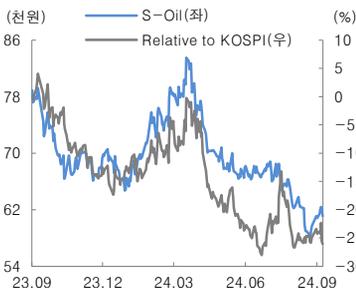
(24.09.27)

61,100

정유업증

KOSPI	2649.78
시가총액	7,049십억원
시가총액비중	0.33%
자본금(보통주)	281십억원
52주 최고/최저	83,500원 / 57,400원
120일 평균거래대금	181억원
외국인지분율	76.17%
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 6인 63.43% 국민연금공단 7.30%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.2	-7.8	-21.8	-22.9
상대수익률	-2.8	-3.2	-18.7	-28.2



겨울과 함께 찾아올 반등

- 3Q24 예상 OP -3,329억원으로 시장기대치(3,307억원) 대폭 하회 전망
- 정제마진 하락(3Q 추정 -2.4달러/배럴) 및 재고평가손실(-1,755억원)에 기인
- 4Q 수급 개선에 따른 마진 반등 전망, 단기 트레이딩 관점에서 매수 찬스로 판단

투자의견 매수, 목표주가 90,000원 유지

목표주가는 12MF BPS 76579원에 Target PBR 1.1배 적용. 멀티플은 평균 ROE 4%를 기준으로 PBR-ROE 방식으로 산출한 이론 PBR을 적용.

3Q24 Preview: 예상 OP -3,329억원으로 시장기대치 하회

정유부문 예상 OP -5,273억원으로 적자규모 대폭 확대 전망. 원재료 래깅을 감안한 동사의 추정 정제마진 -2.4달러/배럴로 QoQ -3달러 하락. 이에 더해 당분기 유가하락에 따른 재고평가손실 -1,755억원 예상. 화학부문 예상 OP 331억원으로 QoQ -69.9% 전망. 휘발유 마진 약세에 따른 블렌딩 수요 감소로 3Q P-X 마진 270달러/톤, QoQ -13.4% 하락. 지난 7월 발생한 NO.2 P-X 공장 화재로 인한 일회성 비용 감안 시 감익폭 확대 가능성 존재. 반면, 유회부문 예상 OP 1,613억원으로 QoQ +10.6% 전망. 그룹3 평가 1138.3달러/톤으로 QoQ +2.6% 상승한 가운데, 원가하락(HSF0 QoQ -5.9%)에 따른 스프레드 개선

정제마진 반등을 위한 환경 조성 중, 단기 매수 찬스로 작용 전망

4Q24 예상 정제마진은 3.2달러/배럴로 QoQ +5달러 개선 전망. 4Q 이후 난방 유 수요 증가 및 석유제품 공급 감소에 따른 수급 개선 전망. 공급 감소 요인은 1) 중국 수출 마진 하락에 따른 수출량 감소, 2) 북미 지역 내 정기보수 집중에 따른 가동률 하락, 3) 미국 항만 파업에 따른 유럽 향 수출물량 감소, 25년 글로벌 정제설비 증설(Dangote, Olmeca)에 따른 공급 증가로 전년 대비 수급 완화 불가피하지만, 최근 주가 조정으로 인한 낮은 밸류에이션 감안 시 단기 트레이딩 관점 접근 유효. 현재 동사의 밸류에이션 PBR 0.8배 수준으로 코로나 이전 19년도 1.4배~1.7배와 비교 시 저평가 국면.

(단위: 십억원, %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24(F)		4Q24					
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	9,000	9,571	9,660	10,189	13.2	6.5	9,568	9,944	1.2	-2.4
영업이익	859	161	364	-333	적전	적전	331	278	흑전	흑전
순이익	545	-21	154	43	-92.1	흑전	247	-186	적전	적전

자료: S-Oil, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	42,446	35,727	39,012	37,585	38,336
영업이익	3,405	1,355	559	1,086	1,116
지배지분순이익	2,104	949	2	405	1,046
PER	4.6	8.6	3,506.4	17.9	7.0
BPS	72,754	77,506	75,854	77,663	84,968
PBR	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
ROE	27.2	10.8	0.0	4.5	11.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: S-Oil, 대신증권 Research Center

삼양패키징 (272550)

박장욱

jangwook.park@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

26,000

유지

현재주가

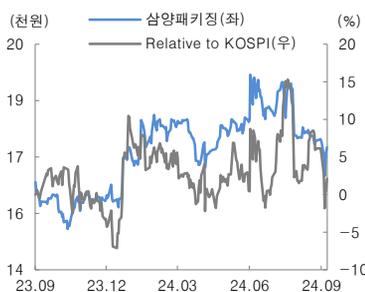
17,200

(24.09.30)

스몰캡업종

KOSPI	2649.78
시가총액	2,724억원
시가총액비중	0.01%
자본금(보통주)	789억원
52주 최고/최저	19,190원 / 15,080원
120일 평균거래대금	3억원
외국인지분율	6.36%
주요주주	삼양사 59.40%
	에스케이지오센트릭 10.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.0	-9.1	-4.0	9.1
상대수익률	-1.6	-4.5	-0.1	1.5



영업이익 개선세 지속

- 3Q24에도 주요 원재료 가격 안정화된 가운데 이익률 정상화 지속 전망
- 전년동기 대비 더운 날씨에 따른 음료 수요 증가도 나타났을 것
- 목표주가 26,000원 유지, 업사이드 50% 보유

3Q24에도 영업이익 개선세 지속 전망

WTI기준 3Q24 평균 유가 \$ 75.4로 2Q24 \$ 80.5 대비 QoQ 6.3% 하락. 원재료에 영향력이 큰 유가가 안정화된 가격을 유지하는 가운데, 주요제품의 판가상승도 진행되고 있음에 따라서 마진율 개선세 지속될 것

동사의 음료 판매는 기온과 상관관계가 있음. 3Q24의 평균 기온은 27.2°C로 작년 3Q23 평균 기온 25.8°C대비 1°C넘게 상승. 이에 음료 수요 증가 효과 나타났을 것으로 추정

3Q24 매출액 1,314억원(QoQ +4.6%), 영업이익 197억원(QoQ +5.6%) 전망

목표주가 26,000원 유지, 업사이드 50% 보유

24년 매출액 4,525억원(YoY +7.3%), 영업이익 471억원 (+YoY 44.9%)예상. 24년 예상 EPS 2,196원에 P/E 12배를 적용한 목표주가 26,000원 유지.

(단위: 억원, %)

구분	3Q23	2Q24	직전추정	당사추정	3Q24(F)			4Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,209	1,256	1,314	1,314	8.7	4.6	0	914	2.8	30.4
영업이익	145	187	171	197	35.9	5.6	0	55	5,222.1	72.2
순이익	106	151	127	148	39.4	-1.6	0	36	262.1	75.4

자료: 삼양패키징, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,074	4,217	4,525	4,855	5,195
영업이익	237	325	471	542	597
세전순이익	203	303	437	508	548
총당기순이익	121	254	341	396	427
지배지분순이익	121	254	341	396	427
EPS	777	1,611	2,196	2,551	2,753
PER	24.0	9.8	7.9	6.8	6.3
BPS	23,213	23,724	25,385	26,910	28,388
PBR	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
ROE	3.5	6.9	8.8	9.6	9.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 삼양패키징, 대신증권 Research Center

제일기획 (030000)

김희재

hjaje.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

30,000

유지

현재주가

18,390

(24.09.30)

미디어업종

KOSPI	2593.27
시가총액	2,116십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	23십억원
52주 최고/최저	20,800원 / 16,600원
120일 평균거래대금	43억원
외국인지분율	22.74%
주요주주	삼성전자 외 5인 28.57% 국민연금공단 10.01%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.3	-0.1	-2.1	-8.3
상대수익률	4.4	7.8	3.7	-12.8



다양한 호재 가득

- 3Q24 GP 4.2천억원(+6% yoy), OP 955억원(+2% yoy) 전망
- 부진했던 지상파TV는 역성장 구간에서 벗어난 것으로 추정
- 주요 광고주의 마케팅비 집행도 개선

투자의견 매수(Buy), 목표주가 30,000원 유지

12M FWD EPS 2,009원에 PER 15배(최근 5년 평균) 적용

3Q24 Preview: GP +6% yoy, OP +2% yoy 전망

3Q24 GP 4.2천억원(+6% yoy), OP 955억원(+2% yoy) 전망

4Q24 GP 4.5천억원(+5% yoy), OP 842억원(+11% yoy) 전망

24E GP 1.7조원(+6% yoy), OP 3.2천억원(+5% yoy), OPM 18.8%(-0.2%p yoy)

지상파TV의 역성장 구간은 벗어난 것으로 추정. 1Q23 -40% yoy로 시작한 지상파TV의 역성장은 2Q24 -5% yoy까지 6개 분기 연속 역성장 후, 3Q +1%, 4Q +5%의 순성장 전망. 지상파TV 23년 1.1조원(-19% yoy), 24E 1.1조원(+0.4%)

디지털과 옥외는 23년에도 각각 +3% yoy, +14% 성장. 지상파TV는 비록 광고시장에서의 비중은 8%(케이블TV와 합치면 20%) 밖에 안되지만, 상징적인 의미가 있어서, 지상파의 순성장 전환은 광고시장에 대한 우려를 해소시켜줄 것으로 전망

제일기획 GP의 70% 이상을 차지하는 주요 광고주의 마케팅비 집행도 개선. 1Q23 -14% yoy, 4Q23 -2% 등 23년 -8%의 역성장을 보였으나, 1Q24 +16% yoy, 2Q24 +17%로 빠르게 순성장 전환

제일기획은 비계열 광고주의 비중을 꾸준히 늘려가고 있고, 마진이 높은 디지털의 비중도 15년 28%에서 23년 54%까지 확대하는 과정에서 OPM 역시 동기간 13%에서 19%까지 개선

다양한 호재 가득. 이제는 망설이지 말고 투자할 시점

23년 이후 주가는 지상파TV의 부진 및 주요 광고주의 마케팅비 감소라는 요인만 부정적으로 반영해왔으나, 동기간 제일기획의 실적은 견조하게 개선되어 왔음을 감안하면, 이제 이 두 요소의 반등이 주가에 긍정적으로 작용할 시점

PER은 9.7X로 역사적 저점 수준. 기말배당만 실시하는데 DPS는 1.2천원으로 전망하여 3개월간의 수익률은 6.5%로 높고, 밸류업 지수에도 편입되었으며, 25년 초에 발표할 25년 이후의 중장기 주주환원 정책에서 보유 자사주에 대한 단계적 소각이 포함될 가능성도 높아서, 이제는 망설이지 말고 투자할 시점

글로벌 광고대행사들도 8월부터 주가 반등 중. Omicom과 Publicis는 YTD +20% 가량 상승했고, All Time High 수준

(단위: 십억원 %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24(F)				4Q24			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출총이익	401	453	425	423	5.5	-6.8	426	452	5.3	6.9
영업이익	93	88	100	96	2.2	8.3	96	84	10.8	-11.8
순이익	66	65	67	63	-3.9	-2.6	63	50	180.1	-21.3

자료: 제일기획 FnGuide, 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.