

Morning Meeting Brief

Macro

선거가 끝나면, 소비시즌이 옵니다

- 3분기까지 강한 소비 증가 이후, 시장은 미국 연말 소비시즌 기대를 낮춤
- 미 소매업체 할인 프로모션 강화, 중국, 유로존 소비도 턴어라운드 기대
- 연말 소비시즌 여전히 양극화 경향, 경험소비 관련 수요도 지속 전망

이하연. hayeon.lee@daishin.com

Strategy

23년 10월 31일 KOSPI 2,300p 이탈에 대한 회상

- KOSPI 24년 10월 -1.43%. 2년 연속 10월 약세, 3개월 연속 하락
- 23년 10/31 KOSPI 저점 이후 급반전, 실적 안정, FOMC, 채권금리/달러 하락
- KOSPI 미국 대선 이후 FOMC, 중국 전인대 상무위 기점으로 분위기 반전 예상

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

Global Strategy

美 대선 이후, 선택지는 1) 경제체력 좋거나, 2) 피벗 국면 국가

- 미국 대선 관전 포인트, 누가 당선되는지 여부보다 상·하원 교착국면 불가피, 내년 차기 행정부 정책 추진에 어려움 예상
- 대선 결과보다는 유망 투자대상 발굴에 초점. 내년 투자 대상 선택지의 2가지 키워드(경제체력, 금융여건 완화)
- 대선 결과 확인 후 찾아올 증시 변동성, 1) 경제체력+피벗(미국), 2) 경제체력 또는 피벗 증시(인, 베, 대, 유, 멕, 한, 중) 투자 기회 활용

문남중. namjoong.moon@daishin.com

Global Strategy

[일본 마켓 레이터 Weekly / 11월 1째주 전략] BOJ도 눈치가 있다. 12월 금정위가 분수령

- 10월 BOJ 금정위, 예상대로 정책금리 동결. 대내외 여건 확인 후 향후 정책 결정 의도
- 대내외 여건: 1) 11.10일 특별국회, 이시바 총리 재선출 여부. 2) 11.5일 미국 대선 결과
- 12월 금정위, 현 엔화 약세 지속 시 금리 인상 여부에 대한 시장 관심 커질 시점, 익숙한 조합(엔화 강세+증시 하락) 전환 계기

문남중. namjoong.moon@daishin.com

Fixed Income

매끈해진 물가

- 고용과 물가 간의 연결고리를 고려할 때 최근 물가 진전은 고용과 깊은 관련
- 구인구직 비율과 유사한 궤적을 나타내는 소비자물가 상승률
- 물가 안정에 기인한 미국의 기준금리 인하 사이클, 굳이 의심할 필요는 없다

공동락. dongrak.kong@daishin.com

강력해지고 있는 중국의 부양, 미 대선 후 반영할 원자재 시장

- 원자재 괴롭혔던 중국의 내수 부진, 그런 중국은 강력한 중기 부양 패키지 검토
- 그럼에도 반응 없는 원자재, 그러나 이전처럼 미 대선 이후 뒤늦게 반영 예상
- 반등한 기대 인플레이션, 트럼프 당선보다 대선 후 원자재 반등을 선반영한 것일 수도

최진영, jinyoing.choi@daishin.com

대통령이 궁금한 환율

- 지난 주 유로화 및 엔화가치 소폭 상승하며 달러 강세압력 일부 완화
- 글로벌 정치 및 정책 불확실성 여전, 그러나 변함없는 방향성
- 대선 불확실성 해소된다면 환율 레벨 다운될 여지, 다만 그 시점은 미지수

이주원, joowon.lee2@daishin.com

美 대선 전후 변동성 확대는 주식 비중확대 기회

- 미국의 양호한 경제지표로 연착륙 가능성 높아졌지만 금리 상승과 달러 강세는 부담
- 글로벌 경기 연착륙 가능성은 주식시장의 가격 하락폭 제한, 11월 FOMC와 미 대선 전후로 변동성 확대될 경우 비중 확대 기회
- 기준금리 인하 국면은 활용하더라도 국채금리의 변동성 확대 요인 감안시 채권은 보수적 접근 필요

조승빈, Seungbin.cho@daishin.com

[3Q24 Review] 호텔신라: 수요 저조에 따른 할인을 상승과공항 임차료 상승으로 부진

- TR 부문 할인율 상승과 국내외 공항 적자로 손익 부진 지속
- 호텔&레저 부문 안정적 실적 기록
- 글로벌 관광객 면세 구매액 회복에 다소 시간 걸릴 듯

유정현, Junghyun.yu@daishin.com

[3Q24 Review] 엠씨넥스: 4Q 성장/25년 턱어라운드

- 3Q 매출(2,415억원)은 컨센서스 상회, 영업이익(31억원)은 하회
- 4Q 호실적에 주목, 매출 14.8%(qoq)/영업이익 256%(qoq) 증가 추정
- 2025년 삼성전자의 스마트폰 확대 전략에 수혜 예상

박강호, kangho.park@daishin.com

[3Q24 Review] 비에이치: 3Q 부진하나 포트폴리오 다각화는 긍정적~

- 3Q 영업이익(526억원)은 (67.8%qoq/3.5% yoy) 증가, 컨센서스 하회
- 4Q 영업이익(315억원)은 (-40%qoq/105% yoy) 감소 추정
- 2025년 저평가 및 차량용, 비스마트폰 분야로 포트폴리오 다변화

박강호, kangho.park@daishin.com

[Issue comment] IT/전기전자(Tech weekly) : 밸류에이션의 매력 관점에서 주가 저점 찾기 진행

- 2024년 11월 첫째주에 투자초점은 IT 기업의 밸류에이션 저점 찾기
- 3Q24 삼성전기, 대덕전자, 비에이치 실적 모두 컨센서스 하회
- 단기(4Q24)보다 2025년 신규 매출과 포트폴리오 변화에 주목

박강호, kangho.park@daishin.com

[3Q24 Review] 아마존(AMZN): 아직 유효한 이익률 개선 모멘텀

- 우려와는 다르게 전 사업부문 영업이익률 상승
- 향후 이커머스는 이익률 개선, 클라우드는 SI가 실적 개선 이끌 전망
- 12개월 선행 EV/EBTIDA 13배 수준으로 밸류 부담 적음

서영재, youngjae.seo@daishin.com

[Issue&News] 자동차/부품: 업종 락바텀 도달, 반등 포인트 임박

- 11/5일 미국 대선 결과 가시화됨에 따라 업종 불확실성 요소 완화 예상
- 1) 자사주/배당 기대, 3) 양호한 10월 판매 감안 시, 업종 주가 반등 예상
- 자동차 BUY&Hold 전략 추천. 현대차 = 기아. 부품 시차별 비중조절 필요

김귀연, Gwiyeon.kim@daishin.com

[3Q24 Review] DL: POE 판매량 회복이 관건

- 3Q24 OP 1,214억원으로 YoY +910.8%, QoQ -15% 실적 기록
- 폴리부텐(PB) 가동률 정상화, POE 판매량 조절로 DL케미칼 부문 OP 213억원, QoQ -71.3% 기록
- 4Q 일회성 비용(카리플렉스, DL에너지) 및 계절적 비수기 영향(크레이트)으로 감익 불가피

위정원, Jungwon.weee@daishin.com

선거가 끝나면, 소비시즌이 옵니다

- 3분기까지 강한 소비 증가 이후, 시장은 미국 연말 소비시즌 기대를 낮춤
- 미 소매업체 할인 프로모션 강화, 중국, 유로존 소비도 턴어라운드 기대
- 연말 소비시즌 여전히 양극화 경향, 경험소비 관련 수요도 지속 전망

연말 소비시즌에 대한 낮은 기대

지난 3분기 미국 경제는 소비 중심으로 견조한 성장세를 시현했다. 고용 냉각 우려에도 자산가격 상승, 시장금리 하락 등이 소비 증가를 견인했다. 유가 또한 하향 안정 흐름을 나타내면서 유류비 부담 완화로 소비여력 개선에 기여했다. 3분기 소비가 큰 폭 증가한만큼 기저효과 부담이 있으나 4분기에도 비교적 견조한 흐름을 나타낼 것으로 예상된다.

지난 자료에서 언급했듯이, 연말 소비시즌에 대한 시장 기대는 크지 않다. 대선 불확실성에 따라 소비심리가 위축될 수 있으며, 이전대비 늦은 추수감사절에 소비시즌 기간이 짧기 때문이다. 이에 아마존, 월마트 뿐 아니라 중국 이커머스를 포함한 많은 소매업체들이 서둘러 할인 프로모션을 시작했다. 일찍부터 연말을 준비하는 기업과 가게 덕분에 연말 소비시즌 기간 매출은 다소 부진할 수 있으나, 4분기 전체 매출은 낮아진 눈높이를 충족시킬 전망이다.

중국 역시 미 대선 이후 전인대 상무위원회(11월 4~8일)를 통해 소비 부양이 구체화될 전망이다. 광군제 행사도 이어진다. 미국보다 앞서 금리인하를 시작한 유로존 역시 소비지표가 완만하지만 개선되고 있는 모습이다.

연말 소비, 여전히 1) 양극화, 2) 경험 소비

연말 소비는 여전히 양극화된 모습을 나타낼 것으로 예상된다. 팬데믹 이후 고소득층은 기존 추세보다 강한 소비 증가세를 나타내고 있는 가운데, 가격에 민감한 저소득층은 미국, 중국 모두 가격 비교 등을 활용한 합리적 소비를 지향하고 있다. 미국은 지난해 연말에도 소비시즌 BNPL을 활용해 할인 폭이 큰 생필품을 선구매하는 모습을 나타낸 바 있다.

한편, 은퇴하는 부머세대와 달리 Z세대의 경우, 취업과 함께 소비 여력이 개선, 시장 영향력이 점차 확대되고 있다. Z세대 소비의 가장 큰 특징인 경험 소비 관련 지출은 여전히 견조한 흐름을 나타낼 것으로 예상된다. 해외여행 수요도 여전히 강하다. 최근 실적을 발표한 비자, 마스터카드 모두 국경간 거래가 두자릿수의 증가율을 유지하고 있다. 해외여행 외에도 러닝, 등산 등 여가활동 관련 소비지출이 견조한 흐름을 나타낼 것으로 예상된다.

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

23년 10월 31일 KOSPI 2,300p 이탈에 대한 회상

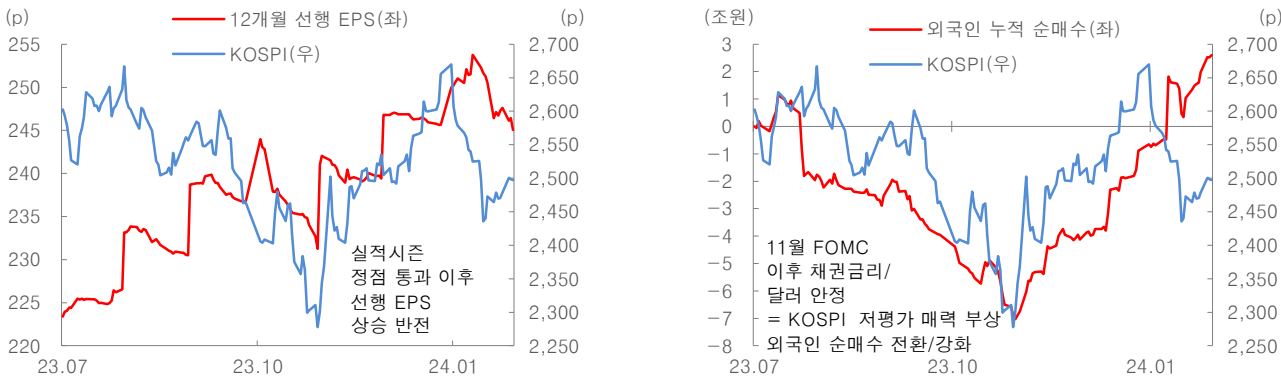
- KOSPI 24년 10월 -1.43%, 2년 연속 10월 약세, 3개월 연속 하락
- 23년 10/31 KOSPI 저점 이후 급반전. 실적 안정, FOMC, 채권금리/달러 하락
- KOSPI 미국 대선 이후 FOMC, 중국 전인대 상무위 기점으로 분위기 반전 예상

24년 10월 KOSPI는 -1.43%로 마감했다. 2년 연속 10월 약세이자, 2년 연속 3개월 연속 하락 마감이다. 최근 시장 흐름은 23년 10월말과 매우 비슷한 양상을 띄고 있다. 실적 불안, 채권금리/달러화 급반등, 외국인 대량 매도가 가장 큰 특징으로 볼 수 있다. 당시 KOSPI는 26일 단숨에 2,300을 위협했고, 31일 장대 음봉으로 2,273.97p로 장을 마쳤다. 중요 지지선이었던 2,400p, 2,300p가 단기간에 무너지며 시장 전반에 비관론이 팽배했다. 이 과정에서 KOSPI는 23년 8월 1일 고점대비 14.59% 하락했고, 외국인 투자자는 4.94조원 순매도를 기록했다. 12개월 선행 EPS는 9월초 이후 3.11% 하향조정되었다.

KOSPI는 10월 31일을 저점으로 반등에 나섰다. 11월 1일 곧바로 2,300선을 회복했고, 두달 동안 거침없는 상승세로 24년 1월 2일 2,669.81p로 레벨업되었다. 두 달만에 17.2% (391p) 수익률을 기록, 독보적인 글로벌 1위 수익률을 기록한 것이다. 분위기 반전의 시작은 덜 매파적이었던 11월 FOMC(11월 1일) 결과와 한국 수출 개선이었다. 이를 계기로 낙폭과대, 저평가 인식이 강해졌고, 이후 채권금리 하락, 실적 안정, 공매도 금지, 24년 실적 기대, 연말 외국인 선물/프로그램 매수 등이 가세하면서 KOSPI 상승에 힘이 실렸다.

24년 10월 31일 KOSPI는 7월 11일 고점대비 11.59% 하락했고, 외국인 투자자는 17.4조원 순매도를 기록했다. 12개월 선행 EPS는 9월초 이후 4.3% 하향조정되었다. 실적 하향조정 폭과 외국인 매도 규모는 24년 KOSPI가 큰데 반해 조정 폭은 덜한 상황이다. 선행 PER은 8.58배로 23년 10월 31일 9.85배보다 낮다. 과열 양상을 이어가던 미국 증시도 Cool-Down 중이다. 24년 11월 5일 예측하기 어려운 미국 대선 결과에 따라 등락이 좀 더 이어질 수 있다. 하지만, 11월 8일 FOMC 회의를 통해 금리인하 사이클을 재확인하고, 4일 ~ 8일 중국 전국인민대회 상무위원회를 기점으로 중국의 경기 부양정책/회복 기대가 되살아난다면 분위기 반전은 충분할 것으로 예상된다. 채권금리와 원/달러 환율 하향안정과 함께 KOSPI 실적 전망 안정국면 진입, 연말 수급 계절성(외국인 선물 매수, 프로그램 매수)이 남은 2024년 KOSPI 레벨업을 주도할 전망이다.

23년 10월 31일 KOSPI 저점 이후 분위기 급반전. 실적 불안 진정, 채권금리/달러 안정 = 외국인 순매수



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

Global Strategy

Global Strategist 문남중
namjoong.moon@daishin.com

美 대선 이후, 선택지는 1) 경제 체력 좋거나, 2) 피봇 국면 국가

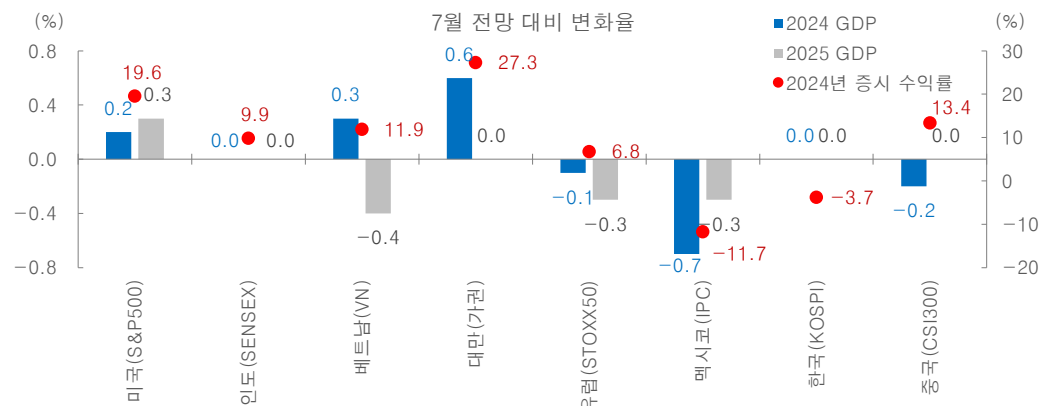
- 미 대선 결과, 상·하원 교착국면 불가피. 내년 신행정부 정책 추진 장애
- 내년 투자 대상 선택지의 2가지 키워드(경제체력, 금융여건 완화)
- 증시 변동성 ↑, 경제체력+피봇, 경제체력 또는 피봇 증시 투자 기회 활용

11.5일 미국 대선을 불과 하루 앞두고 있다. 앞서 ‘트럼프 트레이드’를 반영하고 있는 금융시장(주가 ↓, 금리 ↑, 달러 ↑) 여건 상, 제47대 대선은 과거와 달리 11.6일 대선 결과 윤곽을 확인한 후 증시 변동성(가격조정보다 연말까지 기간조정)은 생각보다 크지 않을 것이다.

이번 미국 대선 관전 포인트는 누가 당선되더라도 상·하원 교착 국면이 지속될 가능성이 높아 내년 차기 행정부가 정책 추진에 어려움을 겪을 수 밖에 없다. 이는 시장에서 거론되고 있는 재정적자 확대에 따른 금리 상승을 당면 시 하는 생각에 대해 제고해야 하는 부분이다. 내년 미국 경제가 여전히 강력하고, 연준이 금리 인하 속도에 신중한 태도를 견지할 경우 금리 상방 압력 요인은 되겠지만, 9월 하반기 이후 대선 전 연출된 미국 국채 금리 급등(10년물 : 9.16일 3.63%→10.31일 4.28%)은 과도한 측면이 있다. 트럼프 당선을 염두에 둔 과도한 시장 심리 반영, 트럼프가 당선되더라도 이미 선반영된 만큼 되돌림을 예상한다.

현 시점은 미국 대선 결과보다는 내년 유망한 투자대상을 발굴하는데 더 힘을 쏟아야 한다. IMF는 10월 수정경제전망을 통해 24년 성장률 전망을 기존 수준(3.2% YoY 이하)을 유지했지만 25년 성장률은 하향(3.3%→3.2%), 인플레이션 전망은 24년 5.8% 대비 25년 4.3%로 낮췄다. 이는 내년 시장 관심사항이 물가보다는 개별국가의 성장성에 초점이 맞춰지게하는 요인이고, 올해 9월 연준 피봇 동참을 기점으로 금융여건 완화 기조 유지라는 변수가 내년 투자 대상 선택지의 2가지 키워드가 될 것이다. 이를 바탕으로 최선호 투자 대상은 1) 경제체력이 뒷받침되면서 피봇 국면에 접어든 증시로 미국 증시가 대표적이며, 차선호 투자 대상은 2) 경제체력이 뒷받침되거나 또는 피봇 국면에 접어든 증시(경제체력: 인도, 베트남, 대만, 피봇 국면: 유럽, 멕시코, 한국, 중국-24.4/4분기 해당)가 될 것이다. 반대로 경제체력이 뒷받침되지 않으면서 정책 대응에도 나서지 않고 있는 증시는 피해야 할 것이다. 11월 미 대선 이후, 찾아올 변동성은 집나간 며느리도 돌아오게 할 투자 기회가 될 것이다.

그림 1. IMF, 주요국 경제성장률 전망(7월 전망 대비 변화율)과 2024년 증시 수익률



기준일: 24. 10. 31

자료: IMF(10월 수정경제전망), Bloomberg, 대신증권 Research Center

Global Strategy

Global Strategist 문남중
namjong.moon@daishin.com

BOJ도 눈치가 있다. 12월 금정위가 분수령

- 10월 BOJ 금정위, 정책금리 동결. 대내외 여건 확인 후 향후 정책 결정 의도
- 11.10일 특별국회, 이시바 총리 재선출 여부. 11.5일 미국 대선 결과 확인
- 12월 금정위, 현 엔화 약세 지속 시 금리 인상 여부 시장 관심 커질 시점

10월 BOJ 금융정책결정회의는 예상대로 정책금리를 동결했다. 우에다 총재가 9월 회의 이후, 시간적 여유가 있다는 발언을 해온 만큼 동결은 예상되었던 상황이다. 더구나 중의원 선거 결과, 연립 여당(자민·공명) 과반 미확보와 11.10일 특별국회에서 이시바 총리 재선출 여부, 미국 대선을 목전에 둔 대내외 여건상 불확실성을 염두에 둔 결정보다는 확실한 결과를 확인 후 향후 정책 결정에 나서겠다는 의도이다.

향후 BOJ 금리 인상 가능성과 관련된 관심사항은 BOJ 경제물가 전망 변화와 금융외환시장 인식이 될 것이다. 24년, 25년 경제(중앙값: 0.6, 1.1%)는 각각 유지·상향됐고, 물가(신선식품 제외)는 24년, 25년 각각 2.5%, 1.9%(중앙값)로 각각 유지·하향됐다. 소득-지출 선순환에 따른 경제 성장 및 25년 물가 하향 예도 불구하고, 임금-물가 선순환으로 25년 이후 물가안정목표와 정합적인 수준을 전망하고 있다.

8월 금융시장 혼란(엔화 약세, 증시 급락)이 발생한 이후, 자민당 총재 선거, 중의원 선거 등 정치적 이벤트가 끝나며 전반적인 위험은 완화되고 있다고 평가해, 금융시장 안정과 현 엔화 약세가 제한될 요인으로 해석될 수 있다. 대체로 BOJ의 예상된 수순으로 움직이는 것으로 BOJ는 7월 금리 인상 이후 정책 효과를 평가해온 것처럼 낮은 실질금리와 경제, 물가 여건이 예상 수순을 밟을 경우 정책 금리를 인상해 갈 것이다.

11월 이시바 총리 재선출 여부, 미국 대선 결과를 확인한 후 예정된 12월 BOJ 금융정책결정회의는 금리 인상 가능성에 대한 시장 관심이 커질 시점이 될 것이다. 현 엔화 약세가 지속된다면 금리 인상 확률은 커질 것이다. 이는 지금과 달리 엔화 강세, 증시 하락이라는 익숙한 조합으로 바뀌는 계기가 될 것이다.

이번 주 중요 경제지표 및 이벤트 (24.11.4~11.10)

경제지표 & 이벤트명	국가	일정	전기치	예상치	방향성	내용 및 시사점
10월 BOJ 통화정책회의록	일본	11.5	-	-	-	경제·물가 전망이 예상 경로 수순 시, 금리 인상에 나서겠다는 톤 재확인
10월 서비스업 PMI	일본	11.5	53.1 %	49.3 %	▼	22.2월 이후 최저. 수요 정체와 일손 부족으로 서비스업 활동 둔화
11월 FOMC	미국	11.8	4.75~5.00 %	4.50~4.75 %	▲	금리 인하 시, 엔화 약세 제한. 일본 수입물가 하락 등 인플레이션 영향

일자	국가	주요 지표	기간	단위	전기치	예상치	대비
11.4	일본	휴장·문화의 날					
11.5	일본	BOJ 통화정책회의록	10월				
	일본	서비스업 PMI (확정)	10월	%	53.1	49.3	▼
11.8	미국	FOMC	11월	%	4.75~5.00	4.50~4.75	▼
	일본	가계지출	9월	% YoY	2.0	-	-

기준일: 24. 11. 3
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

Fixed Income

Fixed Income Strategist 공동락
dongrak.kong@daishin.com

매끈해진 물가

- 고용과 물가 간의 연결고리를 고려할 때 최근 물가 진전은 고용과 깊은 관련
- 구인구직 비율과 유사한 궤적을 나타내는 소비자물가 상승률
- 물가 안정에 기인한 미국의 기준금리 인하 사이클, 굳이 의심할 필요는 없다

미 연준(Fed)은 지난해 여름 금리 인상 사이클을 종료했지만, 좀처럼 인하로 정책 전환을 꺾이지 못했다. 물가 상승률은 꺾였지만 2% 목표로의 복귀가 예상보다 순탄하지 못했는데 그 기저에는 '끈적끈적한(sticky)' 물가 우려가 컸다. 결국 인상을 마무리하고 금리 인하까지 걸린 시간은 14개월이 소요됐다.

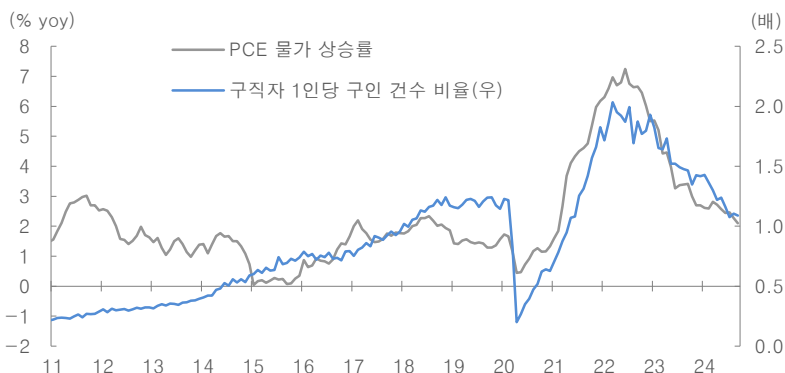
물가가 뒤끝 강한(?) 느린 안정세를 나타낸 데에는 여러 원인들이 있겠지만 그 중에서도 가장 유력한 것은 타이트한(tight) 고용 동향이다. 일자리에 비해 일할 사람이 부족한 노동에 대한 초과 수요를 일컫는 타이트한 고용은 결과적으로 부족한 일손을 채워야 하는 입장에서는 근로자들에게 높은 임금 지불해야 한다는 것을 의미하며, 이렇게 높아진 임금은 물가가 끈적끈적하게 잘 떨어지지 않는 가장 큰 원인이었다.

그런데 9월 JOLTs(구인구직보고서)에 따르면 미국 고용시장의 타이트한 여건은 크게 해소되고 있다. 구직자 1인당 일할 사람을 찾는 채용공고(Job Opening, 구인 건수)의 비율이 거의 1에 가까운 수준으로 떨어졌다. 한때 해당 수치는 2를 상회했는데 이제 구직자와 구인 건수가 균형을 맞추는 수준에 이르렀다.

물론 해당 지표는 일자리의 질적 여건이나 구직자들의 선호 등을 제대로 반영하지 못한다는 한계가 분명히 존재하나 전국 단위로 고용시장의 수요와 공급을 동시에 확인할 수 있다는 점에서 시사하는 바가 크다. 그 결과 임금 상승, 더 나아가 인플레이션과의 강력한 연결고리를 지녔던 노동에 대한 초과 수요가 크게 해소됐다.

9월 연준이 빅컷(0.5% 포인트, 50bp)으로 인하 사이클을 개시했으나, 이후 집계된 경제 지표들이 대체로 예상을 웃돌거나 침체와는 거리가 먼 것으로 확인됨에 따라 추가 금리 인하를 둘러싼 의구심도 커졌다. 그러나 물가 여건의 큰 진전과 그 기저에 자리했던 고용시장의 변화 조짐이 확인됐다면 물가 때문에 기준금리를 더 낮춰야 한다는 연준의 통화정책 기조에 대해 굳이 의심을 둘 필요는 없다.

미국 구인구직 비율과 PCE 물가 상승률



자료: 미 노동부, 대신증권 Research Center

강력해지고 있는 중국의 부양, 미 대선 후 반영할 원자재 시장

- 원자재 괴롭혔던 중국의 내수 부진, 그런 중국은 강력한 중기 부양 패키지 검토
- 그럼에도 반응 없는 원자재, 그러나 이전처럼 미 대선 이후 뒤늦게 반영 예상
- 반등한 기대 인플레이, 트럼프 당선보다 대선 후 원자재 반등 선반영한 것일 수도

3/4분기 원자재 부진의 근거가 됐던 중국, 지금은 강력한 중기 부양 패키지 검토

지난 3/4분기 미국계 IB들은 미국의 고용 침체 우려와 함께 중국의 내수 붕괴를 근거로 원자재에 대한 비중 축소를 주장한 바 있다. 그리고 그런 중국은 부양책을 강화하고 있다. 10월 29일, 로이터는 입법 기구인 전인대 상임위 회의(11/4~11/8)에서 10조위안의 중기 부양 패키지가 승인될 것이라며 내부 소식통을 인용해 보도했다. 세부적으로 '26년까지 매년 2조위안의 중앙정부 특별채를 발행해 지방정부의 LGFV 문제를 해결하는 한편, 나머지 4조위안은 '28년까지 부동산 매입에 활용하겠다는 방침이다. 이와 별개로 소비 촉진과 주요 은행 지원 위해 2조위안의 자금 투입까지 검토 중이다. 이는 15일 CICC(중국 국제금융공사)가 전한 규모와 동일한 수준으로 해당 패키지가 추진될 시 올 한해에만 역대 2번째로 강한 GDP 대비 7.8%의 부양책이 출범하게 된다.

미동 없는 원자재 지수, 그러나 이전처럼 미 대선 이후 뒤늦게 반영 예상

최대 원자재 소비국 중국의 강력한 부양 패키지가 검토 중임에도 원자재 지수는 미동조차 없다. 이처럼 원자재가 고요한 이유는 정치에서 찾을 수 있다. 바로 미 대선이다. '80년부터 지금까지 원자재 지수의 움직임은 살펴보면 미 대선 180일 앞두고 하락 또는 낮은 변동성을 보였다. 이란-이라크전('80년) 등 변수 발생 시기를 제외하면 그 움직임은 더 명확했다. 대선 직후 그간 반영되지 못했던 부분들이 일제히 반영되어 변동성이 확대됐음을 알 수 있다. 일종의 불확실성의 소멸이다. 가까운 사례로 '16년이 있다. 줄곧 하락했던 제조업 PMI가 중국의 부양(PPP 인프라) 덕에 확장세로 돌아섰음에도 Copper/Gold Ratio는 반응하지 않았다. 당시 트럼프와 힐러리 미 대선 후보 모두 인프라를 공약으로 내걸었음에도 기대감은 반영되지 않았다. 오히려 11월 대선이 종료되자 결과와 무관하게 기대감을 뒤늦게 반영했다. 이번 역시 이 같은 현상이 가능하다.

반등한 기대 인플레이, 트럼프 당선보다 대선 후의 원자재 시장 선반영한 것일 수도

이러한 가운데 기대 인플레이가 반등했다. 시장에서는 트럼프 후보 당선 시 재정 강화 + 관세 인상이 동시다발적 이뤄지기에 미국 내 물가 상승을 선반영한 결과라 해석하고 있다. 그러나 과연 채권 참가자들이 단순 지지율 또는 폴리마켓에 기반해 베팅한 것일까? 간선제 국가인 미국에서 지지율에 기반한 베팅은 리스크가 높다. 오히려 마켓워치의 다우 지수에 기반한 베팅(대선 앞두고 다우 지수의 YTD 성과(~10/15)가 10% 상회 시 78% 확률로 여당 후보 승리) 논리가 더 합리적이다. 이를 감안하면 해리스 후보의 당선 확률이 더 높다. 즉, 아무도 모른다. 그렇다면 지금 기대 인플레이 반등은 트럼프 후보의 당선보다 과거처럼 미 대선 이후의 원자재 시장을 선반영한 것이라 볼 수 있다. 귀에 걸면 귀걸이라 볼 수 있지만 앞서 전한 과거 반복된 패턴에 주목할 필요가 있다.

대통령이 궁금한 환율

- 지난 주 유로화 및 엔화가치 소폭 상승하며 달러 강세압력 일부 완화
- 글로벌 정치 및 정책 불확실성 여전, 그러나 변함없는 방향성
- 대선 불확실성 해소된다면 환율 레벨 다운될 여지, 다만 그 시점은 미지수

지난 주 유로화 및 엔화가치 소폭 상승하며 달러 강세압력 일부 완화

지난 주 달러는 높은 수준을 지속한 가운데, 유로화와 엔화가 소폭 강세를 시현하며 달러 강세압력을 일부 완화했다. 이에 104pt에서 등락을 보이던 달러인덱스는 103pt를 터치했다.

유로존 3분기 GDP가 예상보다 견조하게 발표된 반면, 미국은 예상치를 소폭 하회하며 유로화 강세로 이어졌다. 엔화는 BOJ가 금정위에서 예상보다 덜 완화적인 기조를 보이며, 중의원 선거 이후 확대되었던 약세폭을 일부 되돌렸다. 자민당이 과반 확보에 실패함에 따라 정치적인 불안 요인이 남아있으나, 일본 물가부담이 여전한 점 감안할 때 정치 이변이 있더라도 통화정책 정상화 방향은 변함없다는 판단이다.

한편, 달러원 환율도 대외적인 달러 강세압력 완화에 다시 1,370원 대에 진입했다. 다음 주 중국 전인대 상임위를 앞두고 특별국채 발행이 대규모로 승인될 가능성이 대두되며 위안화가 강세를 보인 데에도 일부 연동되었다.

글로벌 정치 및 정책 불확실성 여전, 그러나 변함없는 방향성

글로벌 정치 및 정책 불확실성이 남아있으나, 1) 미국 통화정책 완화 2) 일본 금리인상 3) 중국 내수 중심 경기부양 지속 방향은 변함없으며, 이는 달러원 환율에도 하락 요인이다. 다만 10월 환율 흐름에서 여실히 확인되었듯 최근 외환시장에는 정책이나 펀더멘털보다 미국 대선 이슈 영향이 우세했던 만큼, 관련 불안이 해소되어야 위의 요인이 반영될 수 있다.

대선 불확실성 해소된다면 환율 레벨 다운될 여지, 다만 그 시점은 미지수

다음 주 대선 결과를 확인하는 과정에서 환율 변동성 확대는 불가피하다. 특히 상하원을 모두 공화당이 차지할 경우, 현재 수준에서 추가적인 상승 가능성을 감안해야 할 것이다. 해리스 부통령이 당선될 경우에도 트럼프 전대통령의 불복 가능성을 배제할 수 없어, 다음 주에 대선 관련 불안이 완전히 해소될 것으로 예단하기 어렵다.

미국 펀더멘털과 통화정책 방향 고려했을 때 최근 환율 상승세는 과도하나, 불확실성이 해소되어야 환율이 변곡점을 형성하여 레벨 다운될 수 있을 것이다. 대선 결과 뿐 아니라 차기 정부의 정책이 구체화되는 모습을 확인한 후에 환율 하락 전환 시점과 그 정도가 결정될 공산이 커, 당분간 환율이 높은 수준에서 등락을 보일 가능성을 감안할 필요가 있다.

자산배분

Asset Allocation 조승빈
seungbin.cho@daishin.com

美 대선 전후 변동성 확대는 주식 비중확대 기회

투자 환경: 미국의 양호한 경제지표로 연착륙 가능성 높아졌지만 금리 상승과 달러 강세는 부담

- 1) OECD G20 경기선행지수 개선 지속. 글로벌 경기는 양호한 흐름을 이어가고 있는 상황
- 2) 최근 국채금리 반등은 기준금리 인하에 대해 과도했던 기대감과 양호한 미국의 경제지표 영향
- 3) 미국의 견조한 경기 흐름은 연착륙 가능성을 높여줬지만, 비미국과의 격차는 달러 강세 요인
- 4) 11월 FOMC와 미 대선 이후 국채금리 상승과 달러 강세 흐름이 진정되는지 여부 주목

자산배분 전략: 주식 비중 확대와 채권 중립 투자의견 유지

- 1) 주식: 글로벌 경기 연착륙 가능성은 주식시장의 가격 하락폭 제한. 가격 조정시 비중 확대
 - 글로벌 경기의 양호한 흐름 속에 유동성도 회복세를 나타내면서 글로벌 주식시장 뒷받침
 - 단기적으로 높아진 금리 수준은 성장주에 부담을 줄 수 있고, 달러 강세 흐름은 신흥국에 부정적
 - 11월 FOMC와 미 대선 전후로 변동성 확대될 경우 비중확대 기회로 활용하는 전략 필요
- 2) 채권: 기준금리 인하 국면은 활용하더라도 국채금리의 변동성 확대 요인 감안시 보수적 접근 필요
 - 과도하게 선반영됐던 기준금리 인하에 대한 기대감 진정과 미국 경제지표 호조로 국채금리 반등
 - 미 대선 과정에서 높아진 재정적자 우려와 연말 부채한도 협상 등도 채권시장 변동성 확대 요인
 - 연준의 기준금리 인하 국면을 활용하는 전략은 유효하지만 보수적인 접근이 필요하다고 판단

투자환경을 바꿀 수 있는 변수

- 1) 원자재 가격의 상승 추세 전환 가능성: 중국의 경기 부양책과 제조업 경기 회복 가능성, 라니아 등
- 2) 미 대선 이후 불확실성: 추가 관세 부과 등 국가간 갈등 심화 가능성과 재정적자 확대 우려

호텔신라 (008770)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

58,000

하향

현재주가

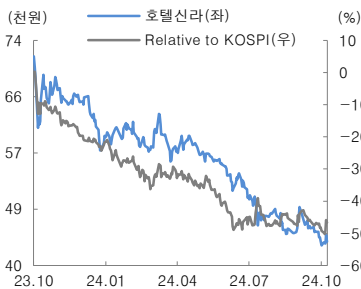
43,600

(24.11.01)

유통업종

KOSPI	2542.36
시가총액	1,739십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	196십억원
52주 최고/최저	68,800원 / 43,000원
120일 평균거래대금	76억원
외국인지분율	13.77%
주요주주	삼성생명보험 외 5 인 17.34%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.8	-13.5	-26.8	-28.9
상대수익률	-7.0	-5.5	-22.5	-35.6



수요 저조에 따른 할인율 상승과 공항 임차료 상승으로 부진

- TR 부문 할인율 상승과 국내외 공항 적자로 손익 부진 지속
- 호텔&레저 부문 안정적 실적 기록
- 글로벌 관광객 면세 구매액 회복에 다소 시간 걸릴 듯

투자의견 BUY를 유지하며 목표주가 58,000원으로 27% 하향

투자의견 BUY를 유지하며 목표주가를 58,000원(25년 EV/EBITDA 17배)으로 27% 하향. 목표 EV/EBITDA 17배는 현재 면세점 산업의 부진한 상황을 고려하여 면세점 산업 정상화 구간의 EV/EBITDA 21배를 20% 할인하여 산출

TR 부문 수익성 훼손 이유는 방한 외국인 수 회복에도 불구하고, 면세점 이용회복율이 여전히 부진하여 할인율이 크게 상승한데 있기 때문. 상반기 흑자였던 국내 공항이 적자 전환한 것도 결국 면세 구매액 회복이 뒤따르지 않고 있기 때문. TR 수익성 회복을 위해서는 중국 소비 경기 회복도 필요하지만 해외 여행객의 면세 소핑액이 다시 크게 늘어야 하는 상황으로 주가가 회복하는데 시간이 필요할 것으로 판단. 다만 주가가 이미 부진한 업황을 반영하고 있어서 BUY 의견 유지

3Q24 Review: 할인율 상승, 공항 임차료 상승으로 부진 지속

매출액과 영업이익은 각각 1조 162억원(+0%, yoy), -170억원(적전, yoy) 기록

[TR] 매출액 증가율 yoy -0.1% 기록. 3분기 국내 시내점 매출 성장률은 8% 증가하며 시내 면세점 평균 매출 성장률이 -7%였던 것에 비해 양호. 공항 매출액은 국내 영업면적 확대 불구하고 면세점 매출이 6% 감소. TR 영업이익 -387억원으로 전년동기의 -163억원 대비 적자 확대. 이는 올해 계속되는 해외 공항 영업 적자(약 130억원 내외 추정)에 인천공항 4기 운영 1차 그랜드 오픈에 따라 임시 매장의 정규 매장 전환으로 임차료 부담이 늘면서 국내 공항도 적자 전환하였기 때문. 여기에 중국 소비 경기 부진에 따른 수요 저조로 시내점 할인율 상승이 적자 확대 원인으로 작용 [호텔&레저] 매출액 yoy 3% 증가, 영업이익 yoy 10% 감소. 해외 여행 증가로 서울 및 제주 ADR 하락하며 영업이익 감소

(단위: 십억원, %)

구분	3Q23	2Q24	직전추정	잠정치	3Q24			4Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,012	1,003	1,217	1,016	0.4	1.3	964	1,048	11.8	3.1
영업이익	8	28	31	-17	적전	적전	27	17	흑전	흑전
순이익	-3	27	24	-19	적지	적전	16	12	흑전	흑전

자료: 호텔신라, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,922	3,568	4,048	4,469	4,701
영업이익	78	91	40	107	133
세전순이익	-60	107	23	95	113
총당기순이익	-50	86	18	76	90
지배지분순이익	-50	86	18	76	90
EPS	-1,254	2,149	460	1,900	2,258
PER	NA	30.4	101.6	24.6	20.7
BPS	13,494	15,212	15,848	18,373	22,253
PBR	6.2	4.3	2.8	2.4	2.0
ROE	-9.0	15.0	3.0	11.1	11.1

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

엠씨넥스 (097520)

박강호

kangho.park@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

31,000

하향

현재주가

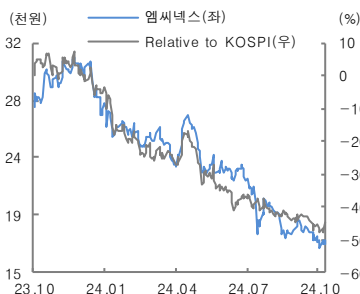
17,100

(24.11.01)

가전 및 전자부품업종

KOSPI	2542.36
시가총액	307십억원
시가총액비중	0.01%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	30,900원 / 16,760원
120일 평균거래대금	14억원
외국인지분율	7.56%
주요주주	민통외 외 6 인 28.77%

추가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.4	-20.1	-33.3	-38.0
상대수익률	-5.6	-12.7	-29.4	-43.9



Result comment

4Q 성장/25년 턴어라운드

- 3Q 매출(2,415억원)은 컨센서스 상회, 영업이익(31억원)은 하회
- 4Q 호실적에 주목, 매출 14.8%(qoq)/영업이익 256%(qoq) 증가 추정
- 2025년 삼성전자의 스마트폰 확대 전략에 수혜 예상

투자 의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 31,000원 하향(24%)

투자 의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 31,000원(2024년 주당순이익(EPS)에 목표 P/E 12.2배(실적 회복기에 상단))으로 하향. 2024년 3Q 매출(2,451억원 3.7% yoy/8.6% qoq)은 컨센서스(2,314억원)을 상회, 영업이익 31억원 (-70.3% yoy/-59.8% qoq)은 컨센서스 하회하였으나 일회성 비용(원자재 관련)을 감안하면 양호로 판단. 4Q24 및 2025년 실적 개선에 주목. 4Q 매출(2,813억원)과 영업이익(110억원)은 각각 (14.8%qoq/11.2% yoy), (256%qoq/49.6% yoy)씩 증가 등 종전 추정을 상회 전망. 4Q 실적 호조 배경은 1) 갤럭시S24FE, 갤럭시A시리즈 판매 증가로 비수기를 상회한 매출 예상, 또한 갤럭시S25(2025년 1월 출시 예정)의 선행 생산으로 추가적인 매출도 기대

또한 2025년 연간 매출과 영업이익은 각각 11.3%(yoy), 21.5%(yoy)씩 증가하여 정상궤도 진입, 전장향 부품 및 구동계 매출 확대로 포트폴리오 다각화가 진행, 삼성전자는 2025년 폴더블폰의 라인업 확대, AI 스마트폰으로 전환을 바탕으로 판매 증가에 집중 예상, 구동계 부문에서 점유율 확대를 반영하면 삼성전자의 스마트폰 라인업 변화 및 출하량 확대 과정에서 수혜 예상

2024년 3Q 매출은 8.6%(qoq) 증가, 전장용 부품과 구동계 매출 성장

2024년 3Q 전체 매출은 2,451억원(3.7% yoy/8.6% qoq), 영업이익은 31억원(-70.3% yoy/-59.8% qoq), 지배순이익 25.1억원(-73.8% yoy/-86.4% qoq) 시현. 모바일 부품은 1,773억원으로 12.4%(qoq) 증가, 전장용 부품은 663억원으로 0.9%(qoq) 감소, 전기자동차 시장 둔화 우려에도 불구하고 현대/기아차향 전장부품 매출 성장은 긍정적으로 평가. 구동계 매출(29.3% qoq) 증가도 경쟁사내 점유율 증가, 경쟁력 회복으로 판단

(단위: 십억원 %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24				4Q24			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ Consensus	당사추정	YoY	QoQ	
매출액	236	226	232	245	3.7	8.6	231	281	11.2	14.8
영업이익	10	8	9	3	-70.3	-59.8	8	11	49.6	256.1
순이익	10	18	8	3	-73.8	-86.4	8	9	39.4	252.3

자료: 엠씨넥스, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,109	932	1,040	1,158	1,289
영업이익	11	18	37	45	53
세전순이익	29	28	43	46	54
총당기 순이익	23	28	46	35	41
지배지분순이익	23	28	46	35	41
EPS	1,278	1,553	2,541	1,960	2,299
PER	21.8	19.5	6.8	8.9	7.6
BPS	17,193	18,001	19,964	21,359	23,093
PBR	1.6	1.7	0.9	0.8	0.7
ROE	7.6	8.8	13.4	9.5	10.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 엠씨넥스, 대신증권 Research Center

비에이치 (090460)

박강호

kangho.park@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

26,000

하향

현재주가

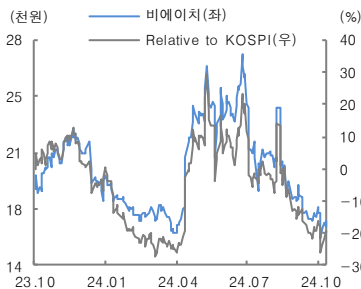
16,440

(24.11.01)

가전 및 전자부품업종

KOSPI	2542.36
시가총액	567십억원
시가총액변동	0.03%
자본금(보통주)	17십억원
52주 최고/최저	27,150원 / 15,600원
120일 평균거래대금	249억원
외국인지분율	13.40%
주요주주	이경환 외 6 인 21.22% 국민연금공단 7.19%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.0	-23.7	-5.8	-11.5
상대수익률	-8.2	-16.7	-0.2	-19.9



3Q 부진하나 포트폴리오 다각화는 긍정적~

- 3Q 영업이익(526억원)은 (67.8%qoq/3.5% yoy) 증가, 컨센서스 하회
- 4Q 영업이익(315억원)은 (-40%qoq/105% yoy) 감소 추정
- 2025년 저평가 및 차량용, 비스마트폰 분야로 포트폴리오 다변화

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 26,000원으로 하향(18.8%)

투자의견은 매수(BUY) 유지, 목표주가는 26,000원(2024년 목표 P/E 8.5배(평균)으로 하향(18.8%), 2024년 3Q 영업이익은 525.9억원(3.5% yoy/67.8% qoq)으로 종전 추정(645억원)/컨센서스(622억원) 하회. 매출은 4,992억원으로 추정(5,709억원)/컨센서스(5,644억원)대비 하회. 애플 아이폰16형 R/F PCB 공급, 점유율 확대로 전년 대비 양호한 성장세를 시현. 다만 컨센서스 대비 매출과 영업이익이 각각 11.6%, 15.4%씩 하회하여 부담으로 작용. 2024년 4Q도 애플 아이폰 16 판매 부진 예상과 추가 비용을 반영하여 종전 대비 영업이익을 하향. 2024년/2025년 주당 순이익(EPS)을 종전 대비 각각 19.9%, 10.1%씩 하회하여 목표주가를 하향 조정

2024년, 2025년 최고 매출을 경신, 2025년 연간 영업이익도 최고 경신 추정. 또한 애플향 매출 비중 축소 및 전장향 매출 증가, 고객사와 포트폴리오 다변화는 긍정적으로 평가. 밸류에이션 저평가(2024년 P/E 5.5배, P/B 0.8배)에 근접한 중장기적 관점에서 비중 확대 유지

2024년 3Q 영업이익(526억원)은 68%(qoq) 증가

2024년 3Q 매출은 4,992억원(9.5% yoy/6.6% qoq), 영업이익은 525.9억원(3.5% yoy/67.8% qoq) 시현. 아이폰16형 R/F PCB 공급 및 애플내 점유율 확대로 높은 매출을 기록. 다만 전기자동차 수요 둔화로 차량용 무선 충전기 매출은 818억원으로 13.5%(qoq) 감소. 기타 전장부품 매출도 감소, 애플 제외한 중국, 삼성의 스마트폰 판매 부진으로 삼성스마트플레이어 매출도 56%(qoq) 감소, 애플향은 선전하였으나 전장용/안드로이드향 모바일 부품은 부진

(단위: 십억원)

구분	3Q23	2Q24	3Q24			4Q24				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	456	468	571	499	9.5	6.6	564	512	-1.0	2.5
영업이익	51	31	64	53	3.5	67.8	62	31	104.9	-40.2
순이익	49	26	56	41	-16.2	54.8	55	27	112.6	-34.6

자료: 비에이치, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,681	1,592	1,778	1,843	1,933
영업이익	131	85	124	140	140
세전순이익	164	97	136	152	152
총당기순이익	141	85	111	119	119
지배지분순이익	144	91	106	122	123
EPS	4,206	2,631	3,066	3,544	3,562
PER	5.3	8.0	5.5	4.7	4.7
BPS	16,387	18,561	21,410	24,739	28,087
PBR	1.4	1.1	0.8	0.7	0.6
ROE	29.7	15.1	15.3	15.4	13.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 비에이치, 대신증권 Research Center

IT/전기전자

박강호 kangho.park@daishin.com

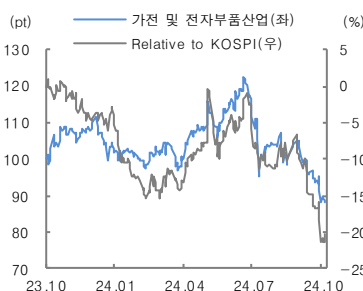
투자 의견

Overweight

비중 확대, 유지

Rating & Target

주기 수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.7	-20.8	-15.9	-11.6
상대수익률	-11.0	-13.5	-10.9	-20.0

밸류에이션의 매력 관점에서
주가 저점 찾기 진행

- 2024년 11월 첫째주에 투자초점은 IT 기업의 밸류에이션 저점 찾기
- 3Q24 삼성전기, 대덕전자, 비에이치 실적 모두 컨센서스 하회
- 단기(4Q24)보다 2025년 신규 매출과 포트폴리오 변화에 주목

4Q 수요 부진, 재고조정 예상으로 실적 하향 진행

2024년 11월 첫째주(11.04~11.08)에 투자초점은 IT 기업의 밸류에이션 저점 찾기이다. 대형 IT 기업은 2024년 3Q 실적 발표 이후, 4Q 수요 부진과 재고 조정을 반영하여 종전대비 추정 실적을 하향 조정하였다. 계절적인 성수기 구간이나 PC, 스마트폰 등 IT 기기의 수요 부진으로 범용 디램/MLCC의 가동률 하락을 전망하고 있다. 12월에 전통적인 재고조정을 감안하면 추가로 2024년 4Q 및 2025년 추정 실적이 현시점보다 낮아질 것으로 예상된다. 그 기간에 IT기기의 판매 증가 및 실적 상향 가능성이 적기 때문에 2025년 실적 기준으로 밸류에이션 저평가 관점에서 IT 업종의 비중 확대는 이르다고 판단한다. 반등을 기대하기 보다 추가적인 하락 및 횡보 구간에 있다.

삼성전자 등 대형 IT기업의 2024년 3Q 실적 내용으로 본 2024년 4Q 전망은 1) 스마트폰과 TV 등 주요 IT기기의 수요 부진이 4Q에 지속, 특히 삼성전자의 폴더블 폰 및 애플 아이폰 16의 판매 부진으로 추가적인 생산 하향 예상 2) PC도 AI PC로 교체 수요는 부진하여 관련 부품(반도체, LCD패널, 수동부품) 업체의 가동률 하향이 진행 3) 업체별 재고조정도 진행, 2025년 1Q까지 수요 회복 및 실적 개선이 지연될 것으로 판단한다. 삼성전자가 엔비디아향 HBM3E 공급물량 확대, HBM 업체간의 점유율 경쟁으로 2025년 수익성 하락 우려가 거론되면서 AI 관련주의 고점 논란이 예상된다.

삼성전기, 대덕전자, 비에이치의 신규 매출 및 포트폴리오 다변화

삼성전기의 2024년 3Q 영업이익(2,249억원)은 전분기(+8.1%) 및 전년대비(+22.2%) 증가하였다. MLCC에서 IT항 회복은 지연되었으나 전장용/산업용에서 추가적인 수요 및 매출 확대로 성장세가 지속되었다. 패키지 솔루션(기판) 부문은 FC BGA에서 베트남 공장 가동과 신규 고객사향 공급 확대로 매출은 전분기(+11.8%) 및 전년동기대비(+30.4%) 높은 성장을 시현하였다. 다만 4Q가 비수기 영향으로 전사적인 매출과 영업이익이 전분기대비 각각 8.6%, 24.1%씩 감소할 전망이다. 삼성전기의 투자 초점은 단기(4Q24)보다 2025년 포트폴리오 변화, 기판부문의 고성장에 주목해야한다. 신규 매출은 FC BGA에서 처음으로 Si향 FC BGA, 다른 고객사를 추가로 확보하여 믹스 효과로 수익성 개선이 높을 전망이다. 베트남 공장의 본격 가동으로 삼성전기내 패키지 솔루션(기판)의 성장이 가장 높다. MLCC는 전장용 /산업용 비중 증가로 믹스 효과가 예상된 가운데 실리콘 캐패시터의 신규 매출로 칩 부문의 포트폴리오 변화도 긍정적이다. 실리콘 캐패시터도 AI 인프라 투자로 CPU/AP 주변에서 수요 증가가 예상된다.

Amazon (AMZN)

서영재

youngjae.seo@daishin.com

투자의견
(팩트셋 평균)

BUY
*(1.1)

목표주가(\$)
(팩트셋 평균)

221.6

현재주가(\$)
(24.10.31)

186.4

IT



기업명	Amazon Com Inc
한글명	아마존
홈페이지	www.amazon.com
결산월	12월
거래소 국가	US
상장 거래소	NASDAQ
시가총액(십억달러)	1,954.2
시가총액(조원)	2,696.8
발행주식수(백만주)	10,496.6
52주최고가/최저가	201.2 / 133.7
주요주주	Bezos (Jeffrey P) 8.8%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.0	-0.3	6.5	40.1
상대수익률	1.0	-3.6	-6.8	4.0



아직 유효한 이익률 개선 모멘텀

- 우려와는 다르게 전 사업부문 영업이익률 상승
- 향후 이커머스는 이익률 개선, 클라우드는 SI가 실적 개선 이끌 전망
- 12개월 선행 EV/EBTIDA 13배 수준으로 밸류 부담 적음

3Q24 Review: 우려와는 다르게 전 사업부문 영업이익률 개선

3분기 매출액은 1,589억 달러(+11.0% YoY, +7.4% QoQ)를 기록하면서 컨센서스 +1.0% 상회. 영업이익은 174억 달러(+55.6% YoY, +18.7% QoQ)로 컨센서스를 +18.5% 상회. EPS는 1.43달러로 컨센서스 +25.4% 상회

아마존은 지난 2분기 실적 발표에서 3분기 영업이익 가이드언스를 133억 달러로 제시하면서 컨센서스를 -13.6% 하회. 이익률 개선세가 둔화될 것이라는 우려가 반영되면서 주가는 약세를 보임. 그러나 3분기 영업이익 수치는 가이드언스를 크게 상회. 이는 이커머스, AWS 부문 영업이익률이 전반적으로 개선된 영향

3분기 영업이익률은 사업부문별로 북미 5.9% (+0.3%p QoQ), 국제 3.6% (+2.7%p QoQ), AWS 38.1% (+2.6%p QoQ). 북미 부문은 재고 배치 조절을 통한 풀필먼트 네트워크 비용 절감이 마진 개선에 도움. 국제 부문은 유럽을 중심으로 배송 비용을 절감하고, 풀필먼트 센터를 효율화한 점이 긍정적으로 작용. 광고 매출이 증가한 것과 유가가 하락한 것도 이익률 상승 요인. AWS 부문은 CAPEX 증가에 따른 감가상각비 증가에도 매출 증대에 기반해 이익률이 상승

이커머스는 이익률 개선, 클라우드는 SI가 실적 개선 이끌 전망

4분기 가이드언스는 매출액 1,815~1,885억 달러로 컨센 -0.7% 하회. 영업이익은 160~200억 달러로 컨센 +3.9% 상회

이커머스 이익률 개선 강도는 둔화되더라도 추세는 유지될 전망. 필수 제품 판매 증가에 따른 배송 횟수 증가, 풀필먼트 네트워크 재구조화, 로봇 도입 등으로 장기적인 관점에서 지속적인 효율화를 추진. 다만, 미국 소매판매 성장률이 하락하고 있는 점 고려하면 이커머스 매출 성장을 반등 가능성 제한적

SI 기반 클라우드 성장세는 유지될 전망. 앤디 제시 CEO는 아마존도 SI 클라우드 수요가 SI 캐파를 초과하고 있는 것으로 판단하고 있음. 데이터센터 건설이 완료되면서 캐파가 늘어나면 성장률이 추가 상승할 가능성을 제시. 다만, 초과 수요의 폭이 마이크로소프트 클라우드처럼 강하지는 않는 것으로 추정

2024년 누적 CAPEX + 장비 금융리스 금액은 519억 달러. 2024년 연간 기준으로는 750억 달러를 지출할 계획. 대부분의 지출은 AWS 관련 인프라를 구축 하는데 사용할 예정. 2025년 지출 금액은 2024년보다 더 늘어날 가능성 높음

12개월 선행 EV/EBITDA 13배 수준으로 과거 밴드 하단으로 밸류에이션 부담은 적음. 다만, 멀티플을 올려줄 정도의 성장이 나오는 구간은 아니라고 판단

* 투자의견: 애널리스트의 컨센서스를 구간별로(1- Strong Buy, 1.5- Buy, 2- Hold, 2.5- Sell, 3.0- Strong Sell) 수치화. 1에 근접할수록 긍정적인 투자의견

3Q24 실적 지표

(단위: 십억달러, 달러, %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24				4Q24	
			발표치	컨센	서프	YoY	QoQ	컨센
매출액	143.1	148.0	158.9	157.3	1.0	11.0	7.4	186.3
영업이익	11.2	14.7	17.4	14.7	18.5	55.6	18.7	17.3
순이익	9.9	13.5	15.3	12.2	25.5	55.2	13.7	14.4
EPS	0.94	1.26	1.43	1.14	25.4	52.1	13.5	1.33

자료: Factset, 대신증권 Research Center

자동차/부품

김귀연 gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견

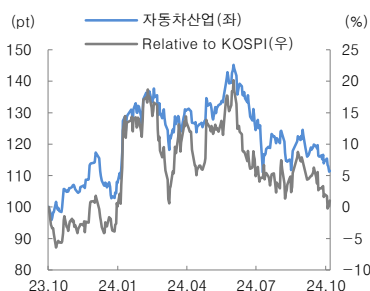
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
현대차★	Buy	340,000원
기아★	Buy	160,000원
현대모비스☆	Buy	330,000원
한온시스템☆	Marketperform	4,000원
HL만도★	Buy	54,000원
에스엘★	Buy	59,000원
현대위아	Buy	63,000원
명신산업☆	Buy	20,000원
SNT모티브	Buy	56,000원
한국타이어	Buy	59,000원
현대오토에버	Buy	210,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.0	-11.4	-14.8	15.5
상대수익률	-4.1	-3.2	-9.8	4.6



업종 락바텀 도달, 반등 포인트 임박

- 11/5일 미국 대선 결과 가시화됨에 따라 업종 불확실성 요소 완화 예상
- 1) 자사주/배당 기대, 3) 양호한 10월 판매 감안 시, 업종 주가 반등 예상
- 자동차 BUY&Hold 전략 추천. 현대차 = 기아, 부품 시차별 비중조정 필요

자동차 업종 락바텀 확인 임박

11/5일 미국 대선 임박함에 따라 자동차 업종을 짓눌러왔던 불확실성 요소가 일차적으로 해소될 전망. 대선 결과에 따라 트럼프(Negative)/해리스(Neutral) 영향 예상. 대선 이후에도 수출관세/인건비 관련한 부담은 지속될 것이나, 현 주가레벨에서 락바텀 확인할 수 있을 것으로 예상. 1) 미 대선 결과 불확실성 해소, 2) 연말/연초 주주환원/배당 기대감, 3) 우려대비 양호했던 10월 판매 때문. 이에 자동차 업종에 대한 Buy & Hold 전략 추천

[10월 미국 판매] Cox Automotive/JD Power/S&P Global은 10월 미국 신차 판매량을 각각 131만대(YoY +8%)/133만대(+10%)/132만대(+9.8%)로 전망. 평균치 기준 131.5만대로 YoY +9.1%/MoM +11.4%를 전망하고 있는 셈. 2024.10월 영업일수가 27일로 YoY +2일(+8%) 증가했다는 점 감안 시, 9월말 ~10월초 허리케인 우려에도 불구하고 양호한 판매량을 기록했을 것으로 전망

[현대기아 월간판매] 11/1일 발표된 현대기아 글로벌 도매판매는 각각 37.1만대(YoY -1.6%)/26.5만대(+2.8%) 기록. 북미법인 판매량은 7.9만대(+18.3%)/6.9만대(+16.5%)로 시장 대비 견조. 동기간 판매량 발표한 도요타 18.6만대(-5.0%)/혼다 11.0만대(+2.1%)/스바루 5.5만대(+1.5%) 대비해서도 Outperform한 점 긍정적

하방 우려 제한적. 인센티브 방어 통한 이익체력 중요해질 것

업황 둔화(경기침체)/실적 피크아웃/미국 대선 불확실성 우려로 2H24 자동차 업종 주가는 -20%(완성차 -26%/부품사 -9%) 하락하며 동기간 코스피 -9% 대비 Underperform. 업종 밸류에이션은 12MF 기준 PER 4.0배/PBR 0.5배로 하락하며 코스피 대비 47%/59% 할인. 이는 2005년 이후 최대 수준 할인을 2024년말/2025년 판매 확대 과정에서 인센티브/재고 증가 불가피. 하지만, 현재 주가 레벨에서 1) 인센티브 증가에도 시장대비 양호한 판매 및 수익성 지속, 2) 타OEM과 협력 통한 추가 수익원 확보 및 3) 로보틱스 기대, 4) 연말/연초 주주환원&배당 기대감 감안 시, 하방 우려 제한적

자동차 BUY&Hold 전략: 완성차 기아=현대차, 부품 시차별 투자전략

업종 내 실적/밸류업/신사업 모멘텀 보유한 완성차 지속 선호(완성차/부품). 완성차 내 종목 선호는 기존 [현대차]기아 => [현대차=기아]로 변경. 현대의 경우, 1) 밸류업(24년 연내 자사주 매입), 2) 팰리세이드 신차 모멘텀, 3) 타 OEM과 협력 모멘텀 보유. 기아의 경우, 1) 24년 연간 배당 기대(2024년 결산 DPS 7,000원 예상. 배당수익률 7.4%), 2) 주요 RV 판매 비중 확대, 3) 4Q24 실적 기대감 보유. 이에 완성차 양사의 투자매력도 무차별, 매수 전략 유효. 부품 투자전략에 있어서는 보유 모멘텀에 따른 시차별 투자전략 추천

[단기] 현대모비스, 명신산업. (관심)한온시스템: CID(밸류업)/실적 기대감 보유

[중기] 만도/에스엘/현대오토에버: 인도/중국, SDV, 실적 모멘텀 보유

[장기] SNT모티브/현대위아/한국타이어: 2025년 실적 정상화 및 사업 재편

DL (000210)

위정원

jungwon.weee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

70,000

유지

현재주가

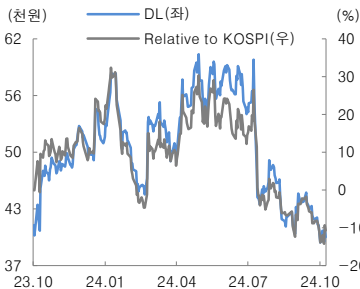
40,150

(24.11.01)

화학업종

KOSPI	2542.36
시가총액	881십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	128십억원
52주 최고/최저	60,300원 / 39,550원
120일 평균거래대금	40억원
외국인지분율	14.16%
주요주주	대림 외 5 인 49.13% 국민연금공단 10.84%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.6	-32.7	-24.8	-3.4
상대수익률	-6.8	-26.5	-20.4	-12.5



POE 판매량 회복이 관건

- 3Q24 OP 1,214억원으로 YoY +910.8%, QoQ -15% 실적 기록
- PB 가동률 정상화, POE 판매량 조절로 DL케미칼 OP 213억(QoQ -71.3%)
- 4Q 일회성 비용(Cariflex, DL에너지) 및 계절적 비수기 영향(Kraton)으로 감익 불가피

투자의견 매수, 목표주가 70,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 사업부문별 DL케미칼 2.4조, Cariflex 0.6조, Kraton 1.3조원, DL에너지 1.6조원 반영.

3Q24 Review: POE 판매량 조절에 따라 DL케미칼 감익

동사의 3Q OP 1,214억원으로 YoY +910.8%, QoQ -15% 기록. DL케미칼 OP 213억원으로 당사 추정치(397억원)와 -46.3% 차이 발생. 이는 주로 3Q POE 판가 하락에 따른 전략적 판매량 조절에 기인. 3Q24 POE 추정판가 1366.9달러/톤으로 QoQ -11.9%. 경쟁사의 공격적인 판가 인하 계속되는 가운데, 전략적으로 판매량 조절하며 POE 판매량 전분기대비 -57.1% 감소 추정. 폴리부텐 판가 견조(3Q 수출입가격 기준 1,836.1달러/톤, QoQ -0.1%)하게 유지되었으나, 가동률 정상화로 전분기대비 이익기여 감소.

Kraton OP 145억원으로 절대값 기준 QoQ + 54.3% 했으나, 전분기 발생한 정기보수비용(100억원) 감안 시 감익. 케미칼부문 TOR 제품 스프레드 개선(QoQ +9.7%)되었으나, 생산수율이 높은 TOFA 스프레드 악화(QoQ -4.1%)로 수익성 개선 제한적. 폴리머 제품 고부가제품(HSBC) 판매량 둔화로 판가 소폭 하락하며 스프레드 악화(QoQ -4.1%)된 것으로 추정.

4Q24 Preview: 일회성 비용 및 연말 비수기 영향으로 감익 불가피

동사의 4Q24 예상 OP 767억원으로 QoQ -36.8% 전망. POE 판매량 증대 및 mLLDPE 스프레드 개선에 따라 DL케미칼 증익(4QE 250, QoQ +17.3%)하겠으나 기타부문 감익불가피. Cariflex 신규 공장 가동에 따른 일회성비용(100억원) 및 DL에너지 정기보수 진행예정. Kraton 예상 OP 119억원 -17.9% 전망. 24년 10월 이후 북미 부타디엔 가격하락(-3.6%)하며 부정적 스프레드 발생하는 가운데, 계절적 비수기 영향으로 판매량 감소하며 전분기대비 감익 불가피.

(단위: 십억원, %)

구분	3Q23	2Q24	직전추정	잠정치	3Q24			4Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,264	1,492	1,418	1,422	12.5	-4.7	1,503	1,248	0.1	-12
영업이익	12	143	126	121	910.9	-15.0	124	77	0.0	-36
순이익	-52	0	21	11.7	흑전	5853	52	14	-50	2136

자료: DL, FrnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	5,174	5,018	5,567	5,350	5,404
영업이익	284	151	513	430	434
자배자분순이익	70	-133	37	17	35
PER	18.2	NA	26.7	61.5	28.1
PBR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
ROE	1.8	-3.4	1.0	0.4	0.9

▶ 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.