

# Morning Meeting Brief

## Macro

### [2025년 연간 전망] 매크로: 각자도생: 탈글로벌화에서 살아남기

- 미국 주도 탈글로벌화 본격화, 교역 증가세 둔화에 제조업/수출 의존도 높은 국가 경기 회복 지연 우려
- 미국은 물가 우려 통제 위한 공급망 안정, 생산성 개선 등에 투자 확대 예상
- 비미국은 대외 여건 악화로 정부/중앙은행 주도 내수 부양이 불가피

이하연. hayeon.lee@daishin.com

## Strategy

### [2025년 연간 전망] 투자전략: 트럼프 2.0 vs 펀더멘탈

- 금리인하 사이클+견고한 미국 경기+Non US 경기회복+달러 약세=상승추세 강화
- 25년 상반기 상승세 예상, 하반기 물가불안 & 트럼프 리스크 경계
- 금리 안정기 실적 뒷받침되는 성장주, 주도주 선별, 4가지 테마 주목

이경민 kyoungmin.lee@daishin.com

## FX

### [2025년 연간 전망] 환율: 오지 않는 약달러를 기다리며

- 정치 이벤트와 지정학 리스크가 난무했던 2024년 외환시장
- 25년 상반기 달러 강세압력 완화 가능, 대선 불확실성 해소와 인하사이클 지속
- 달러원 환율도 레벨 낮았다 갈 소지, 요인은 미 제조업 경기 회복과 위안화 강세

이주원. joowon.lee2@daishin.com

## Fixed Income

### [2025년 연간 전망] 채권전략: 흐르는 금리처럼

- 기준금리 인하 사이클을 반영한 시장금리의 추세적인 하향 안정화 경로 예상
- 국가별로 상이한 경기 여건으로 제한적인 시중금리의 차별화 가능
- 통화정책에 반해 재정정책은 금리 반등 혹은 하락 제한 요인

공동락. dongrak.kong@daishin.com

## Quant

### [2025년 연간 전망] 퀀트: 제조업 경기로 본 25년 실적. 상반기는 우호적

- KOSPI는 상반기 제조업 경기 회복 가능성으로 긍정적인 상승 기대
- 글로벌 제조업 경기는 2025년 상반기 회복세, 경제 전반에 긍정적인 영향 전망
- 실적 모멘텀은 둔화되겠지만 업사이드는 존재. 유틸리티, 조선, 건강관리는 실적 견조

조재운. jaeun.jo@daishin.com

[2025년 연간 전망] 글로벌전략: 간극(US vs. Non US)

- 글로벌 금융 여건 완화, 미국 경기 확장+실적 개선+머니 무브, AI 혁명 지속, 트럼프 2.0시대 개막으로 투자 나침반은 Risk-On 위치
- 경제체력+통화완화+신산업 뒷받침 국가 선호(최선호: 미국, 경제체력: 인도,베트남,대만, 통화완화: 유럽,멕시코,한국, 신산업: 미국)
- (+)실질정책금리 지속으로 섹터(커뮤니케이션, IT, 경기소비재), 스타일(성장, 대형, 퀄리티) 선호

문남중, namjoong.moon@daishin.com

Commodity

[2025년 연간 전망] 원자재: 맑은 뒤 흐릴 원자재, 하반기는 방어적으로

- 트럼프의 귀환, 미국의 고관세 부과 가능성에 인플레이션 수출(재정정책 강화)로 대응하려는 중국, 나쁘지 않을 원자재
- 다만, 내년 하반기 종료될 금리 인하 사이클과 이로 인해 약해질 중국의 부양, 그리고 과거처럼 재개될 미중 갈등 경계
- 원자재는 상고하저 방향으로 접근, 상반기에는 경기 민감한 산업금속 + 에너지, 하반기 방어적인 곡물 + 귀금속으로 헛지

최진영, jinyoing.choi@daishin.com

Real Estate

[2025년 연간 전망] 부동산: 조정된 가격, 회복되는 수요, 낮아지는 금리

- 2025년 미국 부동산 시장 투자 적기, 투자 스타일 별 섹터/자산 선별 필요
- 주택이나 물류와 같이 안정적인 흐름을 보여준 섹터에 대한 투자 유효
- 가격 조정이 나타난 오피스에 대한 기회추구형 투자 또한 매력적

배상영, Sangyoung.bae@daishin.com

Global RIETs

[2025년 연간 전망] 미국리츠: 금리 안정화 속 준비된 리츠

- 미 연준 빅컷 이후 반등국면 진입했으나 단기 변동성 확대
- 금리인하 속도조절에 따른 변동성 가능, 대형주 중심의 선별적 진입 필요
- 데이터센터(이퀴닉스, 디지털리얼티), 시니어하우징(웰타워) 최선호 추천

김다은, daeun.kim@daishin.com

Asset Allocation

다른 그림 찾기

- 글로벌 주식시장 강세 지속 예상: 글로벌 경기와 유동성 확장 국면 진입
- 제조업 경기 회복 가능성: 중국 제조업 PMI와 ISM 제조업 지수 회복 신호 발생
- 글로벌 유동성 확장 국면, 미국과 비미국간 경기 온도차 축소로 달러 약세 전환

조승빈, Seungbin.cho@daishin.com

**[일본 마켓 레이터 Weekly / 11월 3째주 전략] 엔화 약세, 트럼프 트레이드와 공동 운명체?**

- 트럼프 리스크로 엔화 약세, 日 증시 하방 압력 노출
- 12월 BOJ 금정위 가까워질수록 트럼프 리스크 벗어나며 엔화 약세 주춤, 日 증시 일시적 반등 시도
- 일본 증시, 외환시장과 거리를 두며 독자적으로 움직일 수 있음을 보여줄 것

문남중, namjoong.moon@daishin.com

## Commodity

**맑은 뒤 흐릴 을사년 원자재**

- 중국에 대한 여전히 의구심, 그러나 강해질 부양, 인플레이션 수출 준비하는 중국
- 다만, 내년 하반기 종료될 금리 인하 사이클과 재개될 미중 갈등은 고민
- 평가 절하된 변수 경계, 추가 모니터링 필요한 이스라엘-이란 충돌 가능성

최진영, jinyoing.choi@daishin.com

## 산업 및 종목 분석

**[3Q24 Review] SK 스쿼어: 투자의 귀재, 환원의 천재**

- NAV 대비 할인율은 66%로 2Q24의 67% 대비 할인율 개선
- 3Q24 영업수익 4.6천억원(-13% yoy), OP 1.2조원(흑전 yoy)
- 23년 3.1천억원, 24년 1천억원, 25년까지 4.5천억원의 주주환원 전망

김희재, hoijae.kim@daishin.com

**[3Q24 Review] 삼성생명: 더할 나위 없는 실적, K-ICS 비율 관리가 관건**

- 3개 분기 연속 컨센서스 상회, 보험손익 약진에 기인
- 건강보험 신계약 매출 사상 최고, 신계약 CSM 내 비중 62%까지 상승
- 더할 나위 없는 이익 흐름, 연말 K-ICS비율 관리가 관건

박혜진, hyejin.park@daishin.com

**[3Q24 Review] 자화전자: 3Q 부진하나 4Q 회복**

- 3Q24 영업이익(65억원)은 흑자전환(yoy), 종전 추정대비 하회
- 일회성 비용과 경쟁심화로 영업이익률은 하락
- 4Q24 영업이익은 85%(qoq) 증가 추정 및 밸류에이션 매력 구간 진입

박강호, kangho.park@daishin.com

**[3Q24 Review] 옵트론텍: 3Q 부진, 더딘 회복 중**

- 3Q24 매출(458억원)/영업이익(2.9억원)은 추정을 하회, 전년대비 부진
- 휴대폰 및 전장향 매출 부진, 고정비 부담 지속
- 2025년 삼성전자의 폴더블폰 라인업 확대에 매출, 이익 성장 기대

박강호, kangho.park@daishin.com

**[Issue comment] IT/전기전자(Tech weekly) : IT로 수급 변화는 긍정적이나 불확실성, 변동성은 지속**

- 11월 셋째 주 투자 초점은 삼성전자의 주가 반등 지속 및 주가 저점 확인
- 엔비디아 3Q실적은 기존 가이드스 및 컨센서스를 상회할 것으로 전망
- 중소형 IT기업 4Q 실적도 제한된 개선 및 부진할 것으로 전망

박강호, kangho.park@daishin.com

**[Issu&News] 자동차/부품: 3Q24 중소부품사 실적 모아보기**

---

- 3Q 중소부품 45개사 매출 12조(YoY +10%), OP 5,887억(-5.1%), OPM 5%
- 1) 3Q 계절적 비수기, 2) 기아 라인조정, 3) GM파업으로 실적 모멘텀 제한
- 4Q 실적포인트는 1)트랜시스 파업, 2)현대 팰리/기아 EV3/광명 생산량

김귀연. Gwiyeon.kim@daishin.com

---

**[3Q24 Review] 롯데관광개발: 내년부터 레버리지 효과 본격화**

---

- 3분기 성수기 효과로 카지노 입장객 수 및 드롭액 성장하며 컨센 상회
- 25년 국제선 운항편수 증편 및 영업 레버리지 효과로 성장 본격화될 전망
- 개선된 대내외 환경으로 성공적인 리파이낸싱 예상. 단기적 모멘텀 有

임수진. Soojin.lim@daishin.com

---

## Macro

## 각자도생

## : 탈글로벌화에서 살아남기

- 2025년 미국 주도 탈글로벌화 본격화, 교역 증가세 둔화 우려
- 미국은 물가 통제 위한 공급망 안정, 생산성 개선 투자 확대 예상
- 비미국은 대외 여건 악화로 정부/중앙은행 주도 내수 부양이 불가피

Economist 이하연  
joowon.lee2@daishin.com

## 미국 주도 탈글로벌화 진행

글로벌 경제는 탈글로벌화 여파로 잠재성장을 둔화 우려 여전. 특히 교역 증가세 둔화에 제조업/수출의존도가 높은 국가의 경기 회복 지연 불가피. 탈글로벌화 환경에서 미국은 예외적으로 견조한 성장이 지속됐지만, 장기간 지속된 고물가/고금리 기조가 성장에 부담 요인으로 작용

탈글로벌 환경에서 미국은 안정적인 성장 지속을 위해 기대인플레이션 통제가 필요. 공급망 확충, 생산성 개선 등의 투자에 적극적으로 나설 것으로 예상. 숙련 인력 및 인프라 설비 부족 등으로 인한 비용 상승 압력을 낮추고 경쟁력 강화 기대

미국 주도 탈글로벌화로 교역여건이 악화된 비미국은 내수 기반 확충이 불가피한 상황. 특히 중국 중심으로 소비 여력 개선에 집중. 자생적인 성장 동력이 부족한 만큼, 정부/중앙은행 주도 경기 부양책 강화 예상

## 주요국 경제전망

미국은 소순환에서 경기 둔화 국면이지만 정책 추진에 따라 빠르게 경기 확장 재개가 가능할 전망. 2024년 대비 성장세 소폭 둔화에도 견조한 성장 기대. 연준 금리인하 효과, 정치 불확실성 완화 등에 투자 및 생산 재개. 순차적으로 고용 및 소비 회복이 뒤따를 전망. 최근 또다시 하방 경직적인 모습을 나타내고 있는 물가는 2025년 상승 압력이 점차 해소, 연준 목표 수준으로 하향 안정 가능. 다만 신정부 정책에 따른 기대인플레이션 상승 경계 필요

유로존은 ECB 금리 인하 기조가 지속되는 가운데 민간부문 디레버리징 마무리, 경제활동 정상화 기대. 다만 정부 재정적자 축소 환경이 지속되고, 주요 산업인 제조업 경쟁력 악화 우려가 구조적인 경기 회복 제한 요인

일본은 엔화 약세에도 무역수지가 적자를 나타내고 있는 반면, 고물가로 가게 및 중소기업 부담 확대. 정치 불확실성 마무리되면, 물가 부담 완화 및 내수 부양 위한 추경 발표 예상. 통화정책 또한 추가 긴축 여지가 있으나, 금리 인상 폭은 제한적

내수 부진을 수출로 만회해온 중국 경제는 미국 뿐만 아니라 EU, 신흥국의 대중 무역장벽 강화로 수출 여건이 악화, 내수 부양이 불가피. 정책 실망 정부 주도 경기 부양은 여전히 진행중인 것으로 판단. 단기 사이클 상 소비 개선은 유효할 것으로 예상. 다만 중장기적으로 내수 회복, 고용 개선 등이 부동산 가격 안정으로 이어질 수 있을지는 모니터링 필요

탈글로벌화로 대외 여건이 악화되고 있으나, 국내 경제에는 여전히 수출이 중요. 미국내 제조업 경기 회복에 따른 국내 중간재수출 개선 기대. 내수는 금리인하 및 부동산 가격 상승 효과가 소비에 기여할 전망

# Strategy

Strategist 이경민  
kyoungmin.lee@daishin.com

## 트럼프 2.0 vs 펀더멘털

- 금리인하 사이클+건고한 미국 경기+Non US 경기회복+달러 약세=상승추세 강화
- 25년 상반기 상승세 예상, 하반기 물가불안 & 트럼프 리스크 경계
- 금리 안정기 실적 뒷받침되는 성장주, 주도주 선별. 4가지 테마 주목

### 25년 연간 KOSPI Range 2,380 ~ 3,000p

25년 상반기까지 통화정책 정상화 차원에서 금리인하 가속화. 중국, 유럽 경기회복 가시화. 달러 약세 압력 확대 예상. 신흥국, 신흥 아시아 증시에 우호적 투자환경.

3분기 프리어닝 시즌 이후 선행 EPS 하락세 전개. 하지만, 선행 EPS 상승추세는 지속될 전망. 현재 25년, 26년 순이익 증가율은 23.4%, 11.9%. 12개월 선행 EPS 상승 탄력이 둔화되고, 상승 기울기가 약해지겠지만, 상승 추세 유효

트럼프 2.0시대 도래. 하지만, 핵심은 펀더멘털. 25년 글로벌 금융시장과 주식시장 경로는 또 한 번 물가, 통화정책, 채권금리 향배에 달려 있다고 생각

### 25년 1H 펀더멘털 + 금리인하 모멘텀 & 달러 약세로 강세.

#### 2H 물가 불안 & 트럼프 리스크

25년 코스피는 상반기 탄력적인 상승세를 보일 것으로 예상. 건고한 미국 경기 모멘텀에 중국, 유럽의 경기부양 드라이브, 금리인하 사이클 등이 경기/유동성 모멘텀 동반 회복/개선으로 이어질 것. Non-US 경기 회복은 한국 수출 모멘텀 강화, 3분기 실적 시즌 불안심리 제어 가능

25년 2분기 중후반부터 물가 변화 체크, 기저효과 소멸과 경기모멘텀이 양호한 상황에서 금리인하 사이클이 진행되는데 따른 물가 상승압력 확대 가능성 높기 때문. 트럼프 2.0 시대도 내각 구성 이후 하반기에 본격화되면서 정책 불확실성 확대 예상.

**투자전략: 상반기 비중확대(수출주, 구조적 성장주). 금리 안정시 실적 뒷받침되는 성장주 기술패권 핵심 산업 주목. KOSPI 3,000선 이상에서는 리스크 관리**

25년 금리인하 사이클 전개 국면에서 성장주 강세 예상. 최근 채권금리 하락반전과 함께 성장주 상대강도 반등. 현재 가치주대비 현저히 저평가 받고 있는, 실적이 뒷받침되는 성장주를 선별 필요

#### 투자전략: 트럼프 수혜, K-Culture, AI, 가치주에 비중 확대

**트럼프 수혜:** 대중국 제재 및 생물보안법 관련 수혜가 예상되는 삼성바이오로직스, 조선업 수주 지속 및 본격적인 실적화가 시작되는 HD현대 주목

**K-Culture:** K-Beauty와 K-Food를 대표하는 코스맥스와 삼양식품, BTS 완전체 컴백이 예정되어 있는 K-Pop의 선두주자 하이브 추천

**AI:** HBM 시장을 선도하고 있는 SK하이닉스와 AI 기술을 기반으로 광고 타게팅 효율화를 통해 수익성이 개선되고 있는 네이버 비중확대 제안

**가치주:** 기대 이상의 기업가치 제고 계획을 발표한 KT, 비은행 계열사 강화로 25년 이익 개선폭이 클 것으로 예상되는 우리금융지주, 신차/산사업 모멘텀 대비 저평가된 현대차의 건고한 주가 흐름 예상

## 환율

# 오지 않는 약달러를 기다리며

- 정치 이벤트와 지정학 리스크가 난무했던 2024년 외환시장
- 25년 상반기 달러 강세압력 완화 가능, 대선 불확실성 해소와 인하시클 지속
- 달러원 환율도 레벨 낮춰다 갈 소지, 요인은 미 제조업 경기 회복과 위안화 강세

Economist 이주원  
joowon.lee2@daishin.com

## 정치 이벤트와 지정학 리스크가 난무했던 2024년 외환시장

올해 외환시장은 각 국 경기와 통화정책 방향성 및 정치-지정학 리스크에 등락. 환율 변곡점으로 작용한 통화정책 이벤트: 1) 7월 BOJ 금리인상, 2) 9월 미국 금리인하 개시, 3) 미 금리인하 확인 후 중국의 본격적인 통화정책 완화. 환 변동성을 확대한 지정학, 정치 리스크: 1) 이란-이스라엘 주도 중동 지역 불안, 2) 트럼프 피격 사건, 대선 토론, 트럼프 당선 등 미 대선 이슈, 3) 6월 유럽의회 선거, 프랑스와 영국의 조기 총선, 4) 일본 자민당 총재선거와 총선, 특별국회 등

내년에도 각 국가 정책 수립 과정에서 변동성 확대 국면 이어질 수 있으나, 미국, 유럽, 일본 모두 선거 종료되며 정치 불확실성은 정점 통과했을 가능성. 환율은 경기와 통화정책에 따라 방향성을 나타내는 가운데, 지정학 리스크가 부각될 경우 등락요인으로 작용하는 그림이 예상됨

## 25년 상반기 달러 강세압력 완화 가능, 대선 불확실성 해소와 인하시클 지속

2025년 상반기 금리인하 사이클 지속되는 가운데, 최근 가파르게 확대되었던 달러 강세압력은 완화될 전망. 특히 대선 불확실성 해소에 안전선호 심리 완화되는 점은 달러가치 하락 요인

그간 저조했던 미국 제조업 경기는 부양책에 힘입어 개선될 것으로 예상되며, 양호한 소비여력으로 경기 확장세 이어갈 소지. 차기 정부 정책 기대감에 미국 투자 수요 또한 견조하게 유지될 것으로 보여 달러 약세폭을 제한할 가능성. 미국의 경기 확장세가 인플레이션 고착화 우려로 이어지고, 금리인하 사이클이 예상보다 빠르게 종료된다면 달러가치 반등으로 이어질 공산이 큼

## 달러원 환율도 레벨 낮춰다 갈 소지, 요인은 미 제조업 경기 회복과 위안화 강세

최근 달러원 환율 역시 국내 경기 및 정책 방향보다, 글로벌 지정학 리스크에 연동. 그간 환율 상방압력으로 작용했던 미 대선 관련 불확실성이 해소되며, 올해 말 달러원 환율은 다시 레벨 다운 가능할 전망. 다만 차기 정부 정책이 구체화되는데 상당 시간 소요될 가능성 점 감안, 그 시점은 올해 말~내년 초 예상

미 대선 불확실성 해소에 따라 제조업 경기 개선되며, 국내 수출 경기도 내년 2~3분기까지 양호한 흐름 나타낼 수 있을 것으로 예상. 1) 대외적인 달러 강세압력 완화, 2) 대내 양호한 경기, 3) 중국 부양 지속에 따른 위안화 강세에 힘입어 내년 상반기 현 수준 보다 낮은 환율 도달 가능할 전망. 그러나 하반기 미 금리인하 조기 종료 가능성, 재정 불확실성 부각될 경우 환율은 다시 상승 추세를 나타낼 소지

# 흐르는 금리처럼

- 기준금리 인하 사이클을 반영한 시장금리의 추세적인 하향 안정화 경로 예상
- 국가별로 상이한 경기 여건으로 제한적인 시중금리의 차별화 가능
- 통화정책에 반해 재정정책은 금리 반등 혹은 하락 제한 요인

Fixed Income Strategist 공동rak  
dongrak.kong@daishin.com

## 인하 국면에서 시장금리 하락. 반면 국채 물량 부담에 더딘 금리 안정

2025년은 기준금리 인하 사이클을 반영한 추세적인 시장금리 하락을 예상하나, 그 속도와 폭은 매우 점진적 형태를 보일 전망이다. 하반기에는 앞선 하락의 반작용으로 제한적 반등 전망

피벗(pivot) 개시로 중앙은행들의 통화정책 기조는 인하로 맞춰졌으나 시장금리는 과거 대비 기준금리 동향과의 연관성 크게 약화. 금리 방향성은 통화정책에 연동하나 점진적 인하, 국채 물량 부담이 금리 수준에 영향을 줄 전망이다

기준금리 인하의 성격과 핵심 목적이 경기 침체 대응이 아닌 너무 높은 금리를 진전된 물가 여건을 감안하여 정상으로 맞추는 과정. 반면 크레딧 채권은 경기 우려가 제한적인 상황에서 상대적으로 매력적인 투자 대안

## 한국 기준금리의 최종 수준 2.75%, 미국은 3.50% 전망

한국은 2024년 10월부터 시작된 기준금리 인하 사이클을 2025년 상반기까지 이어갈 것으로 전망. 하반기 이후에는 최종금리 달성 이후 금리 동결 예상(2025년 연말 한국 기준금리 2.75% 예상)

시장금리는 상반기까지 기준금리 동향에 연동한 이후 하반기부터는 횡보 및 장기금리는 반등 예상

미국은 2024년 연말까지 기준금리를 4.50%(상한 기준)까지 인하하고, 2025년에는 하반기 초반부까지 인하 사이클 지속 전망. 인플레이션 여건의 진전을 감안한 중립 금리 수준 달성을 위한 행보 예상하며 3.25%까지 인하 사이클 전망(2025년 연말 미국 기준금리 3.50% 예상)

시장금리는 상반기까지 하향 안정화 추세를 보인 이후 하반기 반등, 수익률곡선은 2024년 4분기 정상화 이후 인하 사이클에 맞춰 정상화 경로 지속 전망(장단기 금리 역전 해소)

## 통화정책은 금리 방향, 재정정책은 금리 수준

통화정책이 정상화 관점에서의 기준금리 인하 및 시장금리 하향 안정을 지향하는 반면 재정정책은 반대. 미국은 팬데믹 이후에 재정 긴축을 제대로 시도하지 않았고, 트럼프 신정부 출범에 따른 재정 확장으로 국채 물량 부담과 인플레이션 자극 우려

한국은 코로나19 이후 급증한 국채 발행이 2022년부터 축소되는 흐름이 이어졌으나, 2025년에는 4년 만에 전년대비 증가 전환



# 제조업 경기로 본 25년 실적 상반기는 우호적

- KOSPI는 상반기 제조업 경기 회복 가능성으로 긍정적인 상승 기대
- 글로벌 제조업 경기는 2025년 상반기 회복세, 경제 전반에 긍정적인 영향 전망
- 상반기는 정책 지원, 지정학 리스크 해소로 증시와 실적 모두 우호적인 환경 형성

## KOSPI는 상반기 제조업 경기 회복 가능성으로 긍정적인 상승 기대

한국 경제는 제조업과 수출 중심 구조로, 전체 기업 이익의 약 40% 이상이 수출에서 발생. 특히, 반도체, 자동차, 디스플레이 등 주요 제조업 품목이 한국 수출의 60% 이상을 차지하고 있어, 글로벌 제조업 경기 회복은 KOSPI 상승의 핵심 요소로 작용. 과거 KOSPI는 글로벌 제조업 경기가 확장될 때 상승 동력을 확대. 2025년 상반기에는 제조업 경기가 단기 회복 국면에 진입할 가능성이 크며, 이는 한국 수출 증대와 증시 상승 여건을 형성

긍정적인 환경은 정책적 지원과 글로벌 금리인하 기대감이 맞물리며 더욱 강화될 것으로 예상. 이는 상반기 투자 환경이 우호적으로 전개될 가능성을 시사

## 글로벌 제조업 경기는 2025년 상반기 회복세, 경제 전반에 긍정적인 영향 전망

푸리에 변환을 활용한 분석에 따르면, 글로벌 제조업 경기는 약 41개월 주기를 가지고 있으며, 2025년 상반기까지는 회복세를 보일 가능성이 높음. 이는 주요국 경제 활동 증가와 정책적 지원이 결합된 결과로 분석

2025년 상반기의 제조업 경기 회복은 수출 주도 경제 국가들에게 특히 긍정적인 영향을 미칠 것으로 보이며 주요국들이 제조업 경기 확장을 지원하기 위해 정책적 유연성을 강화할 가능성. KOSPI 상승의 중요한 동력으로 작용할 전망

제조업 경기 회복의 강도와 지속 기간은 주요국들의 정책적 결정과 경제 흐름에 따라 달라질 수 있지만, 현재로서는 상반기 내내 긍정적인 방향으로 움직일 가능성

## 상반기는 경기 회복과 정책 지원으로 증시와 실적 모두 우호적인 환경을 형성

2025년 상반기에는 글로벌 금리 인하와 주요국들의 재정 정책이 경기 회복을 뒷받침하며 증시에 긍정적인 영향을 미칠 전망. 특히, 미국 대선 이후의 정책 변화와 중국의 경기 부양책은 추가적인 성장 동력을 제공

제조업 경기의 회복과 실적 개선 가능성은 상반기 투자 환경을 더욱 우호적으로 조성할 것. 이러한 요소는 KOSPI 상승에 중요한 역할을 할 것으로 기대

글로벌 지정학적 리스크 완화와 공급망 안정화도 2025년 상반기 경제 전반에 긍정적인 환경을 조성하며, 증시 반등의 발판을 마련

# 글로벌 전략

Global Strategy 문남중  
namjoong.moon@daishin.com

## 간극(US vs. Non US)

- 투자 나침반, Risk-On 위치. 글로벌 금융 여건 완화, AI 혁명, 트럼프 2.0 개막 기인
- 투자 대상: 경제체력+통화완화+신산업 뒷받침 국가 선호(최선호: 미국)
- 섹터(커뮤니케이션, IT, 경기소비재), 스타일(성장, 대형, 퀄리티) 선호

### 25년 글로벌 투자환경 및 증시 경로: 투자 나침반, 여전히 Risk-On을 가리키다

25년 투자환경은 글로벌 금융 여건 완화, 미국 경기 확장+실적 개선+머니 무브, AI 혁명 지속, 트럼프 2.0 시대 개막, 美 피벗 국면 전환으로 완화된 통화정책 환경 유지 등 증시에 우호적인 환경이다. 미국 경제 성장을 저해하지 않는 수준의 고용·소비 회복, 제조업·서비스업PMI 개선, 부동산 대출 증가는 장기금리 하락, 달러 약세, 증시 상승 조합을 기대하게 한다. 공화당이 대선, 의회 모두 장악하면서 트럼프 2기 행정부의 입법 범위가 확대되고, 감세, 규제 완화를 통한 성장에 중점을 두는 트럼프 정책 방향이 강화될 것이다. 이를 바탕으로 25년 상반기 증시(미국+글로벌)는 우상향, 25년 S&P500지수 밴드는 5,400~6,600p로 비중확대 의견을 유지한다.

### 25년 글로벌 투자 대상 및 선호도: 경제체력+통화완화+신산업 뒷받침 국가 선호 → 최선호: 미국, 경제체력: 인도·베트남·대만, 통화완화: 유럽·멕시코·한국, 신산업: 미국

IMF는 24.10월 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 맞춰지게 하는 요인이다. 24년 9월 연준 피벗 동참을 기점으로 금융여건 완화 기조 유지와 팬데믹 이후 AI, 메타버스 등 신산업 태동이라는 변수가 내년 투자 대상 선택지의 3가지 키워드(경제체력, 통화완화, 신산업)가 될 것이다.

이를 바탕으로 최선호 투자 대상은 1) 경제체력과 신산업을 갖추고 피벗 국면에 접어든 미국 증시이며, 차선호 투자 대상은 2) 경제체력, 통화완화, 신산업 가운데 하나라도 갖춘 증시(경제체력: 인도, 베트남, 대만, 통화완화: 유럽, 멕시코, 한국, 신산업: 미국)가 될 것이다. 반대로 경제체력과 신산업을 뒷받침되지 않으면서 정책 대응에도 나서지 않고 있는 증시는 피해야 할 것이다.

### 변함 없는 기존 주도 지수/섹터/종목 장세. 트럼프 2.0 수혜업종도 주목

25년 (+)실질정책금리(정책금리)물가 유지에 따른 금융 여건 긴축 완화는 물가↓, 금리↓ 조합에 따른 성장 섹터/종목 수혜가 지속될 것이다. 또한 글로벌 AI 혁명은 진행중으로 현 AI 서비스 구현 단계(학습용)가 향후 추론용 단계로 발전해 나간다면 AI 시장 성장은 지속될 수밖에 없다. 기존 주도 대상인 미국 나스닥, 커뮤니케이션, IT, 경기소비재 섹터 그리고 미국 산업내 트럼프 2.0시대 수혜업종(1. 전통 제조업: 자동차, 철강 화학, 에너지, 방위, 2. 규제 완화: 금융, 3. 전략산업: AI, 반도체, 바이오 의약품)에 주목해야 한다.

## 원자재

# 맑은 뒤 흐릴 원자재, 하반기는 방어적으로

- 트럼프의 귀환, 고관세에 인플레이션 수출로 대응하려는 중국, 나쁘지 않을 원자재
- 다만, 하반기 종료될 금리 인하와 이로 인해 약해질 중국의 부양, 미중 갈등 경계
- 상고하저 방향으로 접근, 상반기 산업금속+에너지, 하반기 곡물+귀금속으로 헛지

Analyst 최진영

jinyoing.choi@daishin.com

## 강해질 부양, 인플레이션 수출 준비하는 중국

지난 3/4분기 미국계 IB들은 중국의 내수 붕괴를 근거로 원자재에 대한 비중 축소 주장. 그러나 9월 Fed의 보험성 금리 인하를 시작으로 최대 원자재 소비국 중국은 부양 강화로 선화. 물론 아직까지 유동성 대책과 지방정부 부채 리스크 완화 조치만 나왔을 뿐 재정정책은 부채, 중국에 대한 의구심 재형성. 그러나 중국 내부에서는 트럼프의 고관세(60%) 부과 가능성 고려해 기존보다 2~3조위안 확대된 대응책 예상, 인플레이션 수출 통해 미국의 고관세 부과를 지연시키겠다는 의도. 이럴 경우 올 하반기부터 내년 초까지 역대 2번째로 강한 GDP 대비 7.7%의 부양 출범, 글로벌 유동성이 재팽창하는 구간에서 이는 원자재 지수를 회복시킬 Key

## 문제는 중단될 금리 인하와 이로 인해 약해질 중국의 부양, 강화될 미중 갈등

다만, 경제 요인 역시 존재. 바로 내년 하반기 Fed의 정책금리 인하 중단 가능성. 각국 중앙은행들의 금리 인하 사이클 + 중국의 부양 + 트럼프 감세는 후행적으로 원자재를 회복시키지만 문제는 물가까지 반등시킬 수 있다는 점. 올해 3/4분기 미 고용 침체 우려 + 중국 내수 붕괴 우려로 원자재 가격 하락, 기저 감안하면 내년 같은 기간 물가 반등 가능. 이는 Fed의 정책금리 인하를 방해하는 동시에 중국의 추가 부양을 제한. 이와 더불어 미국 새 행정부의 조직 개편 이후부터는 과거처럼 중국에 대한 압박 수위 재강화, 고관세가 아니더라도 환율 조작, 인권, 기술 투자 등 다양한 분야에서 갈등 재심화 예상. 내년 하반기 원자재의 점진적인 둔화가 예상되는 이유

## 예상보다 짧아지는 주기, 고민되는 라니냐의 강도

단명할 라니냐 역시 경계. CPC/IRI 측은 11월부터 익년도 1월 라니냐 발생 가능성을 75%로 전망, 이미 미국과 유럽에서는 라니냐로 인한 제트 기류 약화로 한파 시작. 라니냐의 출발점인 천연가스(헨리허브)는 아직 허리케인 시즌이 종료되지 않아 부진하지만 11월 이후부터는 허리케인 시즌 종료에 따라 난방 시즌 반영, 원자재 소순환 사이클 자극 가능. 그러나 내년 6~8월의 경우 동태평양 연안 해수면 온도가 평년보다 낮지만 라니냐 발생 확률은 18%로 낮아질 것으로 추정, 이 경우 원자재는 2020~2022년과 같은 긴 상승 모멘텀 제한적. 물론 올해 5월까지 존재한 엘니뇨가 역대 5번째로 강한 슈퍼 엘니뇨였던 점을 감안하면 과거처럼 라니냐의 연장 가능. 다만, 이는 지속적인 모니터링이 필요한 영역. 현 가이던스 하에서는 라니냐의 단명 가능성 배제할 수 없는 부분. 그러한 점에서 내년 원자재 지수를 상고하저 방향으로 접근, 상반기에는 경기에 민감한 산업금속과 에너지를, 하반기에는 상대적으로 방어적인 곡물과 귀금속 통해 헛지 권고

## 부동산

조정된 가격, 회복되는 수요,  
낮아지는 금리

- 2025년 미국 부동산 시장 투자 적기, 투자 스타일 별 섹터/자산 선별 필요
- 주택이나 물류와 같이 안정적인 흐름을 보여준 섹터에 대한 투자 유효
- 가격 조정이 나타난 오피스에 대한 기회추구형 투자 또한 매력적

배상영 Ph.D.

sangyoung.bae@daishin.com

## 2025년은 미국 부동산 시장 투자 적기, 스타일 별 섹터/자산 선별 필요

시장금리 하락 속도 더딘 상황에서 미국 부동산은 2024년 양(+)전, 섹터별 회복 속도차이는 존재. 2025년은 레버리지 비용이 낮아지고, 전반적인 임대 수요가 회복되는 시기. 조정된 가격과 상업용 부동산에 투자심리 회복으로 거래량 또한 반등 기대. 주택이나 산업(물류)와 같이 안정적인 흐름을 보여줬던 섹터에 대한 투자는 여전히 유효하나, 가격 조정이 나타난 오피스에 대한 기회추구형 투자 또한 매력적

## [주택시장] 7%대 금리를 이겨낸 주택시장, 25년 공급/거래량 증가 기대

미국 주택시장은 24년에도 고금리 환경에서도 상승. 낮은 재고와 공급상황, 안정적인 고용상황과 낮은 연체율 등을 바탕으로 견조한 상승세 지속

모기지 금리 안정화는 수요 증가 요인이자 신규/재고 시장에서의 공급 증가(고정금리 구조)에도 기여. 따라서 25년 가격 상승률의 안정/둔화 및 거래량 증가 전망

트럼프 행정부는 보조금보다는 규제완화/세제 혜택에 중점을 둘 것. 민주당과 달리교외 규제완화에는 부정적인 입장으로 획기적인 구조변화 가능성 낮

## [상업용 시장] 바닥 징후는 선명해지고, 하락세는 둔화

가격 레벨의 조정속도는 둔화되고, Cap Rate 고점에서 정체하거나 소폭 하락, 금리 하락까지 고려하면 투자 수익성 크게 개선

25년까지는 부실자산 손유입이 더 클 것으로 예상. 시장금리 변동에 따라 잠재적 부실 자산규모의 증감이 나타날 것이나 현 시점에서는 완만한 감소세

(멀티패밀리) 24년 공급이 수요를 상회하면서 공실률 증가, 25년 견조한 수요와 공급감소로 공실률 하락 기대되며, 투자 수요 회복 전망

(산업/물류) 구조적 성장환경은 여전, 다만 공급량으로 인하여 25년도 지역별 임대 시장 온도차이. 임대시장 안정화 26년 기대. 투자시장은 25년이 24년 대비 회복

(오피스) 부실자산 출회 및 악화된 지표 나타나, 임대활동 회복세 관찰. 추가적인 수요 감소 가능성 낮은 가운데, 총재고의 감소, 조정된 가격은 매력적인 투자기회를 제공하고 있다는 판단. 전반적인 수요 위축이 나타난 만큼 선별적인 접근은 필요

# Global REITs

Analyst 김다은  
daeun.kim@daishin.com

## 금리 안정화 속 준비된 리츠

- 미 연준 빅컷 이후 반등국면 진입했으나 단기 변동성 확대
- 금리인하 속도조절에 따른 변동성 가능, 대형주 중심의 선별적 진입 필요
- 데이터센터(이퀴닉스, 디지털리얼티), 시니어하우징(웰타워) 최선호 추천

### 주가레벨 반등국면 진입했으나 단기 변동성 확대

미국 리츠는 24년 9월 빅컷 전후로 금리인하 기대감이 유입되며 회복국면에 진입 11월 초 기준, 2024년 YTD 수익률 12.9%를 기록하며 저금리 수혜로 S&P 500을 아웃퍼폼했던 2021년 수준까지 회복. 다만, 인플레이션 우려에 따른 채권금리 상승과 미 경제지표 호조에 따른 금리인하 속도조절론이 부각되며 하방 압력으로 작용

섹터별로 올해 실적성장이 지속되고 있는 데이터센터, 헬스케어, 리테일, 주거 섹터와 임대시장 개선세가 나타나고 있는 오피스 섹터위주로 수익률 강세가 나타남

### 변동성을 이겨낼 미국 리츠의 강력한 성장잠재력

2025년 금리인하 속도조절에 따라 단기적으로 등락폭이 확대될 수 있으나 장기적으로 금리 하향 안정화 흐름은 이어질 것이기에 미국 리츠 추가레벨은 우상향 전망

미 경제 호조가 지속되고 금리인하가 동반된다면 미국리츠는 경기회복에 따른 소비 수혜 뿐만 아니라 지금조달비용 절감효과도 동시에 누리며 수익성 개선폭 확대에상

단기적으로 변동성이 나타날 수 있으므로 실적개선과 성장성이 뚜렷한 섹터에 집중하는 전략이 유효하며 대형주 중심의 선별적 진입 필요

대표섹터 Top 6: ①데이터센터(클라우드&AI 디러닝 수요성장), ②헬스케어(시니어하우징, 고령화시대 수혜), ③주거(단독주택, 코로나 이후 선호도 증가 및 밀레니얼세대 주택시장 진입), ④산업(이커머스 성장으로 물류시장 확장), ⑤리테일(지역몰·프리스탠딩, 필수재 및 체험형 소비회복), ⑥인프라(5G성장으로 네트워크 확대수요)

### 데이터센터(이퀴닉스, 디지털리얼티) / 시니어하우징(웰타워) 최선호 추천

1) 데이터센터 : 클라우드 전환수요와 생성형 AI 디러닝 학습에 필요한 데이터 트래픽 증가로 폭발적인 수요 대비 공급부족한 상황으로 임대시장 강세 이어지고 있음

이퀴닉스 - 글로벌 1 위 미국 데이터센터 리츠로 87분기 연속 Top-line 매출성장 매출비중 90%의 반복매출 연평균 성장률 10.1%로 안정성 강화, 경쟁사 대비 4배 이상 연결회선을 보유하여 독보적인 상호연결서비스(Interconnection) 경쟁력 보유, 적극적인 인수합병과 JV 활용하여 하이퍼스케일 데이터센터 Capex 투자비중 확대

디지털리얼티 - 홀세일 위주의 사업구조로 대형면적 임차를 선호하는 글로벌 IT기업 임차인 비중이 높음. 빅테크 기업간 AI 투자 경쟁이 치열해짐에 따라 직접적인 수혜를 받는 구조이며 24년 3분기 신규수주 5.2억(+242.2% YoY) 역대최고 수준 달성

2) 헬스케어(시니어하우징) : 고령화사회 진입 및 베이비부머 은퇴가 본격화되면서 구조적인 수요증가 나타나고 있음. 수요대비 공급부족하여 임대료 가파르게 상승 중

웰타워 - 시니어하우징 포트폴리오 비중 65%인 헬스케어 대표 리츠. 직접 시니어하우징 자산을 운영하는 SHOP(Senior Housing Operating)사업이 강력히 실적건인 중 SHOP 동일자산 운영이익 성장률이 8분기 연속 20% 이상 증가했으며 RevPOR(점유 객실당 매출)과 ExpPOR(점유 객실당 비용) 스프레드는 4.2%p로 수익성 확대

# 자산배분

조승빈  
Seungbin.cho@daishin.com

## 다른 그림 찾기

- 글로벌 주식시장 강세 지속 예상: 글로벌 경기와 유동성 확장 국면 진입
- 제조업 경기 회복 가능성: 중국 제조업 PMI와 ISM 제조업 지수 회복 신호 발생
- 글로벌 유동성 확장 국면. 미국과 비미국간 경기 온도차 축소로 달러 약세 전환

### 글로벌 주식시장 가격 강세 지속 예상: 글로벌 경기와 유동성 확장 국면 진입

OECD G20 경기선행지수는 2022년 10월 저점 이후 상승세가 지속되면서 글로벌 주식시장 등 위험자산의 강세를 뒷받침. OECD 경기선행지수 확산비율이 꺾이기 전 까지 경기선행지수는 추가 개선될 가능성 높다고 판단

9월 주요국 M2 증가율(YoY)가 +8.0%를 기록하면서 글로벌 유동성이 빠르게 증가하는 모습. 연준을 비롯한 주요국 중앙은행들이 기준금리 인하 국면에 들어선 가운데 유동성이 빠르게 개선되고 있다는 점은 위험자산 가격에 긍정적 요인이라 판단

### 제조업 경기 회복 가능성: 중국 제조업 PMI와 ISM 제조업 지수 회복 신호 발생

10월 중국 제조업 PMI는 2개월 연속 개선되면서 경기판단 기준선인 50을 상회. 글로벌 제조업 경기에서 중국이 차지하는 비중이 높기 때문에 중국 제조업 경기 회복은 글로벌 제조업 경기에 중요 변수

10월 ISM 제조업 지수는 전월대비 하락했지만 신규주문 지수는 2개월 연속 상승했고, 재고지수는 2개월 연속 둔화. 종합 지수 대비 변곡점이 먼저 형성된 신규주문-재고 지수 상승 긍정적. 특히, ISM 제조업 재고지수는 전저점을 하회하고 있어 재고 부담은 거의 없는 상황. 수요 회복시 제조업 경기 탄력적 개선 가능

### 시장금리 변동성 확대: 예민한 시장 반응. 제조업 경기 회복시 기대 인플레이션 상승 가능

과거 기준금리 인하 국면에서 시장금리는 하락하는 모습이 나타남. 미 국채 10년물 금리는 2023년 연말 이후 고점을 낮춰가며 하락추세 형성중. 최근 미 국채 10년물 금리는 향후 기준금리에 대한 시장의 기대치를 보여주는 연방기금금리 선물시장의 움직임에 영향을 받는 상황. 시장의 반응이 예민해지면서 등락범위가 넓어지고 있다는 점 주의 필요. 또한 글로벌 제조업 경기 회복시 기대인플레이션이 상승할 수 있다는 점도 염두

### 자산배분 전략: 다른 그림 찾기

달러의 약세 전환 가능성과 글로벌 제조업 경기 회복은 미국 소형주와 신흥국 증시에 새로운 투자기회를 줄 것으로 기대

# Global Strategy

Global Strategist 문남중  
namjong.moon@daishin.com

## 엔화 약세, 트럼프 트레이드와 공동 운명체?

- 트럼프 리스크로 엔화 약세, 증시 하방 압력 노출
- 12월 BOJ 금정위 가까워질수록 엔화 약세 주춤, 日 증시 일시적 반등 시도
- 일본 증시, 외환시장과 거리를 두며 독자적으로 움직일 수 있음을 보여줄 것

10월 이후, 트럼프 당선 가능성과 함께 달러 강세+엔화 약세 조합은 외환시장의 특징으로 자리 잡았다. BOJ는 엔/달러 환율의 추가 상승을 위험으로 받아들이며 금리 인상을 저울질하는 변수로 삼게 됐고, 일본 증시는 트럼프 리스크를 반영하며 전강 후약의 하방 압력에 연속적으로 노출되는 양상이다.

10월 금정위는 정책금리 동결과 함께 25년 경제성장률을 소폭 상향, 물가 전망은 소폭 하향했다. 물가의 경우 임금-물가 선순환 강화에 24~26년 물가안정 목표에 수렴할 것을 예상하고 있다. 우에다 총재 발언 감안 시, 현 일본 경제와 물가는 BOJ의 예상 수순을 밟아 나가고 있다는 판단이며 현재 실질금리가 낮은 상황임을 감안 하면 향후 정책금리를 인상해 나갈 가능성을 높인다.

이는 트럼프 당선으로 엔/달러 환율이 가파르게 상승하는 현 상황과 맞물려 일본은 행이 정책금리를 인상하는 명분으로 삼을 수 있는 대목이다. 결국 정책금리 인상에 대한 명확한 언급은 없지만, 금리 인상을 위한 조건은 충족되어 가고 있음을 알 수 있다.

현재는 트럼프 트레이드와 연동된 엔화 약세가 주축을 이루고 있지만 12월 BOJ 금정위(19일)가 가까워질수록 엔화 약세는 주춤하고, 일본 증시는 일시적으로 트럼프 리스크에서 벗어나 반등 시도에 나설 것이다. 이는 그동안 [엔화 약세(강세)+ 증시 상승(하락)]이라는 익숙한 조합에서 벗어나는 것으로 일본 증시가 외환시장과 거리를 두며 대내외적인 다른 변수에 따라 독자적으로 움직일 수 있음을 보여줄 것이다. 12월 BOJ 금정위는 트럼프 트레이드와 선을 긋는 변곡점으로 현 외환시장, 증시에 변화를 가져오게 될 것이다.

### 이번 주 중요 경제지표 및 이벤트(24.11.18~11.24)

경제지표 & 이벤트명	국가	일정	전기치	예상치	방향성	내용 및 시사점
10월 수출 / 수입	일본	11.20	-1.7 / 2.1 % YoY	2.2 / -0.3 % YoY	▲ / ▼	중국, 미국, 유럽 수출 전월대비 개선. 엔화 약세 효과 일부 반영
10월 CPI / 근원	일본	11.21	2.5 / 2.4 % YoY	- / 2.2 % YoY	- / ▼	에너지 가격 하락, 23.10월 전가가스 기저효과 영향 오름폭 둔화 예상
11월 제조업/서비스업PMI	미국	11.21	48.5 / 55.0 %	- / -	- / -	제조업(서비스업) 수축(확장)에 초점이 맞춰질 경우 엔화 강세(약세) 영향

일자	국가	주요 지표	기간	단위	전기치	예상치	대비
11.20	일본	수출 / 수입	10월	% YoY	-1.7 / 2.1	2.2 / -0.3	▲ / ▼
	중국	LPR(1년, 5년)	11월	%	3.1 / 3.6	3.1 / 3.6	- / -
11.21	일본	CPI / 근원	10월	% YoY	2.5 / 2.4	- / 2.2	- / ▼
	일본	제조업 / 서비스업 PMI	11월	%	49.2 / 49.7	49.5 / -	▲ / -
	미국	제조업 / 서비스업 PMI	11월	%	48.5 / 55.0	- / -	- / -

기준일: 24. 11. 15  
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 맑은 뒤 흐릴 을사년 원자재

- 중국에 대한 여전한 의구심. 그러나 강해질 부양, 인플레이션 수출 준비하는 중국
- 다만, 고인되는 내년 하반기 종료될 금리 인하 사이클과 재개될 미중 갈등
- 평가 절하된 변수는 경계, 추가 모니터링 필요한 이스라엘-이란 충돌 가능성

### 다시 높아진 의구심, 그러나 강해질 부양과 인플레이션 수출 준비하는 중국

원자재 시장은 경계 심리가 계속되고 있다. 불확실성 자극했던 미 대선은 종료됐으나 최대 원자재 소비국 중국에 대한 신뢰성이 문제로 작용하고 있다. 11월 8일 전인대 상무위는 지방정부의 고금리 약성 부채를 해소하기 위한 장기 플랜을 발표하며 향후 지방정부의 지출 여력이 0.6조위안 개선될 것이라 전했다. 다만, 문제는 시장이 기대했던 재정정책의 부재이다. 소비, 부동산 등 내수를 위한 지원 방안이 검토 중이라 말할 뿐 구체적인 숫자는 제시되지 않았다. 실망감이 클 수밖에 없는 대목이다. 그러나 비관적으로만 바라볼 필요는 없다. 재정정책이 추후 발표된다는 것은 분명한 사실이다. 중국 내부에서는 트럼프의 고관세(60%) 부과를 우려해 연기된 것이라며 이를 감안해 기존 계획 중인 부양책에 2~3조위안이 증액된 상쇄 방안을 기대하고 있다. 특히, 사회과학원은 보다 강한 부양책을 통해 인플레이션을 수출하여 고관세 부과를 어렵게 만들자는 의견을 제시했다. 이미 인민은행은 통화정책 회의에서 '물가 안정 유지' 문구를 삭제했다. 인플레이션 수출을 준비하는 중국, 그렇다면 원자재 측면에서 나쁠 이유는 없다.

### 관건은 내년 하반기 종료될 금리 인하 사이클과 재개될 미중 갈등

그러나 리스크 요인 역시 존재한다. 바로 내년 하반기 Fed의 금리 인하 중단 가능성이 다. 중국의 부양은 원자재를 회복시키지만 문제는 물가까지 반등시킨다는 점이다. 올해 3/4분기 미 고용 침체와 중국의 내수 붕괴 우려로 천연가스와 유가가 하락한 점을 고려하면 내년 같은 기간 물가는 반등이 가능하다. 이는 금리 인하 중단 가능성을 자극해 중국의 부양 강도를 위축시키게 된다. 특히, 트럼프 2기 조직 개편이 종료되면 미중 갈등까지 재개될 수 있다. 과거 미 행정부는 대선 앞두고 중국과 갈등을 최소화했지만 조직 개편 후에는 고강도 압박으로 선회했다. 이번에도 마찬가지이다. 고관세가 아니라도 환율 조작, 투자 제한 등 분야에서 충돌이 가능하다. 그러한 점에서 내년 원자재는 상고하저 방향으로 접근이 요구되며, 상반기에는 경기에 민감한 에너지와 산업금속, 하반기에는 상대적으로 방어적인 곡물과 귀금속을 통한 헷지가 필요하다.

### 변수는 경계, 추가 모니터링 필요한 이스라엘-이란 전면전 가능성

다만, 변수는 늘 경계해야 한다. 바로 이스라엘-이란의 본격적인 전쟁 가능성이다. 양측의 전면전은 자칫 과거 오일 쇼크를 재현시킬 수 있다. 그 이유는 이란의 지리적 특수성에 있다. 이란 남쪽에 위치한 호르무즈 해협은 페르시아만과 오만만을 연결해주는 해협으로 전세계 원유와 LNG 해상 물동량의 20%(아시아항: 85%)가 이곳을 거쳐간다. 우회할 수 있는 시설은 사우디와 UAE가 유일하다. 트럼프의 귀환으로 중동 지정학 리스크가 진정될 것이라는 의견이 존재하지만 지난 임기 때처럼 동맹국에 대한 군비는 감축하되 공격용 군사 무기 판매만 극대화(실리 추구형)할 가능성이 농후하다. 이는 트럼프 1기 당시 상승했었던 사우디의 지정학 리스크 지수가 말해주고 있다. 물론 아직까지 당사자인 이란은 석유 수출 터미널만 변경할 뿐 전면전은 지양하고 있다. 하지만 사안의 중대성을 감안하면 경계를 늦출 수 없다. 내년 원자재 시장에 대한 기존 View는 위와 같이 유지하되 이스라엘-이란에 대해서는 지속적인 모니터링을 권고한다.



# SK스퀘어 (402340)

김화재

hjaje.kim@daishin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**96,000**

유지

현재주가

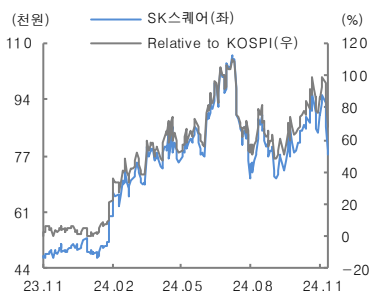
**77,600**

(24.11.15)

통신서비스업중

KOSPI	2416.86
시가총액	10,457십억원
시가총액비중	0.49%
지분금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	106,700원 / 46,850원
120일 평균거래대금	369억원
외국인지분율	52.25%
주요주주	SK 외 9 인 31.53%
	Macquarie Investment Management Business Trust 외 3 인 6.83%

추가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.2	-5.7	-1.8	59.5
상대수익률	-2.1	3.2	11.0	64.1



## 투자의 귀재, 환원의 천재

- NAV 대비 할인율은 66%로 2Q24의 67% 대비 할인율 개선
- 3Q24 영업수익 4.6천억원(-13% yoy), OP 1.2조원(흑전 yoy)
- 23년 3.1천억원, 24년 1천억원, 25년까지 4.5천억원의 주주환원 전망

### 투자 의견 매수(Buy), 목표주가 96,000원 유지

목표주가는 NAV에 할인율 60% 적용, 21.11.29 분할 신규 상장 후 형성된 할인율은 56~77%, 평균 71%. 할인율 밴드 하단 적용

### 3Q24 Review: NAV 대비 할인율 66%, 24.11월 현재 할인율 68%

영업수익 4.6천억원(-13% yoy, -2% qoq), OP 1.2조원(흑전 yoy, +50% qoq) 하이닉스 분기 최대 실적 달성 및 주요 자회사 실적과 지표 개선

커머스 수익 1.2천억원(-35% yoy, -9% qoq), OP -146억원(적지 / +179억원 yoy). 마케팅 효율화 및 비용절감으로 6개분기 연속 손실 축소, 24.3월부터 7개월 연속 오픈마켓 월별 흑자 달성

플랫폼 1.7천억원(+55% yoy), OP -60억원(적지 yoy) 윈스토어 매출 287억원(-28% yoy), 게임 GMV 1.3천억원(-27% yoy), GMV M/S 8.4%(-2.1%p yoy), 당기순이익 -77억원(적지 / -58억원 yoy)

SK플래닛 매출 644억원(-6% yoy), 당기순이익 5억원(-96% yoy). 3Q 누적 기준으로는 -2억원으로 +108억원 개선. 자체 광고 솔루션 사업 성장으로 이익 개선

모빌리티 1.5천억원(-1% yoy, -6% qoq), OP -54억원(적지 / +118억원 yoy). Tmap은 처음으로 MAU 1.5천만명(+4% yoy) 달성하면서 고성장, 당기순이익 -122억원(적지 / +126억원 yoy)으로 개선, 수익성 높은 광고 매출 증가에 기인

### 25년까지 추가 2.9~4.5천억원의 주주환원 전망

23년 3.1천억원의 자사주 취득/소각. 24년 1천억원 자사주 취득 완료, 소각 예정 25년까지 추가 주주환원은 약 2.9~4.5천억원 전망. SK실더스 Harvest 5.3천억원과 SK하이닉스 배당금 및 크래프톤 지분 유동화 2.6천억원의 30~50% 기타 비핵심 포트폴리오의 추가 Harvest를 통한 주주환원도 기대

주가는 7월 중 106,700원의 최고가 달성 후 하락과 상승 반복. 반도체 업황에 대한 전망에 따라 SK하이닉스의 추가 변동성이 커지면서 동사의 추가 변동성 확대

SK하이닉스 외의 자회사들의 실적이 개선되고 있고, 당사 추정 4.5천억원의 주주환원은 시총 대비 4.3%로 규모가 크고, 보유(예정) 현금 및 자금조달을 통해 25년까지 3조원의 가용 재원으로 투자와 Harvest 및 주주환원을 반복할 예정이어서, 할인율은 꾸준히 축소될 것으로 전망

(단위: 십억원 %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24		4Q24					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	527	469	612	458	-13.2	-2.4	732	727	15.6	59.0
영업이익	-561	775	1,025	1,162	흑전	50.0	886	1,082	흑전	-6.9
순이익	459	741	917	1,136	147.4	53.4	895	970	흑전	-14.6

자료: SK스퀘어, FnGuide, 대신증권 Research Center

# 삼성생명 (032830)

박혜진 [hyejin.park@daishin.com](mailto:hyejin.park@daishin.com)

투자의견 **Buy**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **125,000**  
유지

현재주가 **97,600**  
(24.11.15)

보험업종

## 더할 나위 없는 실적, K-ICS비율 관리가 관건

- 3개 분기 연속 컨센서스 상회, 보험손익 약진에 기인
- 건강보험 신계약 매출 사상 최고, 신계약 CSM 내 비중 62%까지 상승
- 더할 나위 없는 이익 흐름, 연말 K-ICS비율 관리가 관건

### 투자의견 매수, 목표주가 125,000원 유지

3분기 건강보험 신계약 매출이 사상최고를 달성하며 '24년 누적 신계약 CSM은 2.5조원으로 연간 가이던스 3.2조원을 무리 없이 달성할 전망. 이에 따라 CSM상각익만 1조원을 상회하여 실적 호조를 견인. 3분기 누적 순이익은 2,04조원으로 전년 동기 대비 +40.9%나 증가하여 더할 나위 없으나 K-ICS비율이 200% 하회하는 것은 우려되는 부분. 연말 단기납 종신 추가 해지까지 감안하면 190%도 하회할 수 있는 상황. 시측은 보완자본 발행보다 재보험 활용을 검토 중. 연말 자본비율 관리가 관건

### 3Q24 연결기준 순이익 6,736억원(QoQ -9.8%, YoY +41.6%) 기록

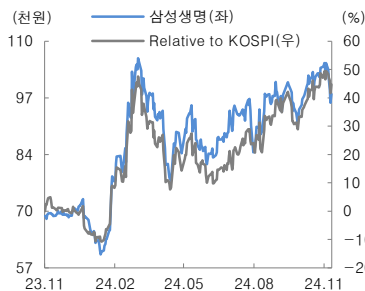
3분기 순이익은 당사 추정 및 컨센서스를 각각 +5.8%, 11.1% 상회. 올 들어 3개분기 연속 컨센서스를 상회하는 좋은 실적 흐름을 보여주고 있음. 실적호조는 보험손익이 견인하였는데, 건강보험 신계약이 사상 최대치를 달성함에 따라 CSM손익이 크게 증가하였기 때문

신계약 CSM은 8,350억원(QoQ +5.9%, YoY -12.7%) 기록하였는데, 건강보험 APE가 3,830억원으로 사상 최고를 달성. 신계약 CSM 가운데 비중이 62%까지 상승(2분기 55%). 그럼에도 배수는 16.1배로 2분기 대비 -0.2배 하락하는데 그침. 종신보험도 APE 4,240억원(QoQ +22.5%, YoY -3.3%) 크게 증가하였으나 금리 하락에 따라 마진은 7.6배로 2분기 대비 -2.4배 하락, CSM 2,740억원(QoQ -8.8%, YoY -45.1%)기여에 그침. 이에 따라 기말 CSM은 12.96조원으로 2분기 대비 +2.1% 성장

6월말 기준 K-ICS비율은 201.5%였는데, 삼성전자 추가하락, 금리하락 영향으로 9월말도 하락이 불가피. 이에 더해 연말 계획적 가정(단기납종신보험 해지율, -5%p 하락 예상) 변경까지 감안하면 4분기는 190% 하회 예상되기 때문에 자본비율 관리가 필요한 상황

KOSPI	2,416.86
시가총액	19,520십억원
시가총액비중	0.91%
자본금(보통주)	100십억원
52주 최고/최저	106,000원 / 60,100원
120일 평균거래대금	264억원
외국인지분율	21.92%
주요주주	삼성물산 외 7 인 44.14% 신세계 외 1 인 8.07%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.5	10.7	4.9	40.4
상대수익률	6.2	21.1	18.6	44.5



구분	3Q23	2024	3Q24P		3Q24					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
순이익	475.6	746.4	636.0	673.6	41.6%	-9.8%	606.2	509.5	14.3%	-24.4%

자료: 삼성생명, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021	2022	2023	2024E	2025E
보험손익	-653	-4,371	1,449	1,493	1,647
투자손익	8,183	7,755	1,110	3,071	3,029
순이익	1,469	1,587	1,895	2,552	2,494
YoY	16.1%	8.0%	19.4%	34.6%	-2.3%
기말 CSM			12,393	12,865	13,108
ROE	3.89	8.33	4.47	6.90	6.49
PBR	0.30	0.64	0.27	0.50	0.48
PER	7.83	7.65	6.01	7.29	7.46
DPS	3,000	3,000	3,700	5,000	5,500

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

# 자화전자 (033240)

박강호

kangho.park@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**25,000**

하향

현재주가

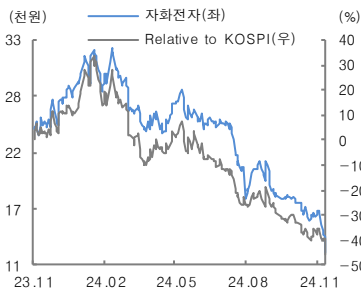
**12,300**

(24.11.15)

가전 및 전자부품업종

KOSPI	2416.86
시가총액	273십억원
시가총액비중	0.01%
자본금(보통주)	11십억원
52주 최고/최저	32,200원 / 12,300원
120일 평균거래대금	28억원
외국인지분율	7.59%
주요주주	김상면 외 4 인 36.43% 국민연금공단 7.06%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-28.2	-39.9	-56.3	-50.3
상대수익률	-21.7	-34.2	-50.6	-48.9



## 3Q 부진하나 4Q 회복

- 3Q24 영업이익(65억원)은 흑자전환(yoy), 종전 추정대비 하회
- 일회성 비용과 경쟁심화로 영업이익률은 하락
- 4Q24 영업이익은 85%(qoq) 증가 추정 및 밸류에이션 매력 구간 진입

### 투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 25,000원 하향(28.6%)

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 25,000원(2024년 주당순자산(BPS) X 목표 P/B 1.4배 적용, 성장기 상단)으로 하향(28.6%). 목표주가 하향은 2024년 3Q 및 4Q 실적 하향으로 2024년/2025년 주당순이익(EPS)을 종전대비 각각 54.8%, 30.5%씩 하향. 2024년 3Q 매출 1,775억원 (65.5% yoy/35.2%)과 영업이익(65억원 흑전 yoy/-4.5% qoq)은 추정(매출 2,042억원, 영업이익 211억원)대비 하회

애플 아이폰16 초기 판매 부진과 경쟁심화로 2024년 3Q 실적이 추정 대비 부진. 2024년 아이폰16에 폴디드 줌 카메라를 프로/프로맥스에 적용, 양적인 성장을 보였으나 중국 스마트폰, 아이폰 16 전체 판매량은 예상을 하회. 그러나 삼성전자와 중국 스마트폰 고객을 기반으로 애플이 추가되면서 2024년 전체 매출은 7,057억원으로 40.2%(yoy) 증가, 영업이익은 430억원으로 흑자전환(yoy) 예상. 2024년 4Q 매출(2,133억원)과 영업이익(120억원)은 20.2%(qoq), 84%(qoq) 증가 추정

2025년 아이폰17에 애플 인텔리전스(AI) 적용, 글로벌 서비스로 교체수요가 높을 전망. 2025년 매출과 영업이익은 10%(yoy), 21.7%(yoy) 증가 추정. 밸류에이션 매력(2024년 P/B 0.7배), 아이폰17 판매 증가 예상에 초점을 맞춘 중장기적 관점에서 비중확대 유지

### 아이폰16에 폴디드 줌 확대로 2024년 매출/영업이익은 40%(yoy), 흑전(yoy) 추정

2024년 3Q 매출 1,775억원(65.5% yoy/35.2% qoq), 영업이익 65억원(흑전 yoy/-4.5% qoq), 지배순이익 -2.02억원(적지 yoy/적전 qoq) 기록. 아이폰16에 폴디드 줌 카메라와 액추에이터 공급 증가로 전체 매출은 전년대비 66% 증가. 액추에이터 매출은 74.4%(yoy) 증가 추정. 삼성전자와 중국향 액추에이터 매출은 추정대비 감소하였으나 애플향은 증가. 다만 일회성 비용 반영 및 공급업체간의 경쟁 심화로 영업이익률은 3.7%로 전분기대비 1.5%p 하락

(단위: 십억원 %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24		4Q24					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	107	131	204	178	65.5	35.2	204	213	-1.8	20.2
영업이익	-15	7	21	6	흑전	-4.9	21	12	-66.4	84.7
순이익	-10	1	15	0	적지	적전	15	9	-29.2	흑전

자료: 자화전자, FnGuide, 대신증권 Research Center

# 옵트론텍 (082210)

박강호

kangho.park@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**2,500**

하향

현재주가

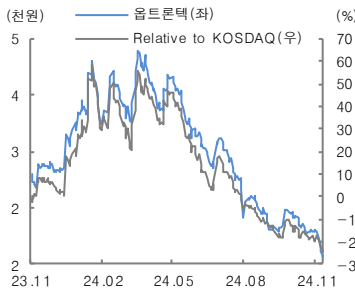
(24.11.15)

**1,715**

가전 및 전자부품업종

KOSDAQ	685.42
시가총액	57십억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	17십억원
52주 최고/최저	4,920원 / 1,715원
120일 평균거래대금	3억원
외국인지분율	5.09%
주요주주	임재윤 외 3 인 14.30%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-23.6	-35.5	-59.6	-44.7
상대수익률	-13.8	-26.9	-49.2	-34.7



## 3Q 부진, 더딘 회복 중

- 3Q24 매출(458억원)/영업이익(2.9억원)은 추정을 하회. 전년대비 부진
- 휴대폰 및 전장향 매출 부진, 고정비 부담 지속
- 2025년 삼성전자의 폴더블폰 라인업 확대에 매출, 이익 성장 기대

### 투자 의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 2,500원 하향

2024년 3Q 매출(458.8억원)과 영업이익(2.9억원)은 종전 추정(509억원, 13억원)을 각각 9.8%, 77.7%씩 하회. 2개 분기 연속으로 추정 하회한 실적을 시현. 주요 고객사의 스마트폰 판매 부진으로 2024년 연간 매출과 영업이익을 전년 대비 5.6%, -50.5% 감소 추정 2024년, 2025년 주당순이익을 종전 대비 하향, 목표주가도 2,500원으로 하향. 투자 의견은 매수(BUY) 유지. 단기적으로 전방산업(휴대폰) 회복 지연, 신성장(전장향)의 매출 회복이 지연. 중장기적 관점에서 접근 필요.

2025년 삼성전자의 갤럭시S25 출시로 매출 증가를 예상. 전기자동차의 수요 둔화가 예상되나 렌즈 등 전장부품의 매출도 18.4%(yoy) 성장 추정. 2025년 매출(2,438억원)과 영업이익(125억원)은 각각 11.3%(yoy), 68.3%(yoy)씩 증가 추정. 삼성전자의 2025년 휴대폰 전략은 폴더블폰의 라인업 판단, 카메라모듈 관련한 부품 업체의 양적인 성장을 예상

### 3Q24 매출은 -22.1%(yoy), 영업이익은 -96.5%(yoy) 감소

2024년 3Q 매출은 458.8억원으로 (-22.1% yoy/6.2% qoq) / 영업이익은 2.9억원으로 (-96.5% yoy/흑전 qoq) 감소, 갤럭시S24향 및 중국향 폴더블폰 모듈 등 휴대폰 부품 매출이 6.5%(qoq) 증가하여 영업이익은 전분기 대비 흑자 전환 시현. 다만 분기 기준의 매출 부진으로 고정비 부담이 가중, 낮은 영업이익률 0.6% 기록. 지배순이익은 -26억원으로 적자 지속(qoq)

(단위: 십억원 %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24		4Q24					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	59	43	60	46	-22.1	6.2	51	53	-27.9	15.8
영업이익	8	0	4	0	-96.5	흑전	1	2	-45.6	593.4
순이익	3	-7	4	-3	적전	적지	0	-1	적지	적지

자료: 옵트론텍, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	198	232	219	244	268
영업이익	-49	15	7	12	15
세전순이익	-65	9	-10	2	7
총당기순이익	-78	9	-10	2	6
지배지분순이익	-78	9	-10	2	6
EPS	-3,048	362	-336	63	169
PER	NA	10.1	NA	27.6	10.3
BPS	1,167	1,434	1,073	993	1,166
PBR	3.1	2.6	1.6	1.7	1.5
ROE	-113.1	27.9	-28.7	6.6	15.7

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

## IT/전기전자

박강호 kangho.park@daishin.com

투자이견

## Overweight

비중확대, 유지

## Rating &amp; Target

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.6	-18.8	-23.1	-22.5
상대수익률	-5.9	-11.2	-13.2	-20.3



## IT로 수급 변화는 긍정적이나 불확실성, 변동성은 지속

- 11월 셋째 주 투자 초점은 삼성전자의 주가 반등 지속 및 주가 저점 확인
- 엔비디아 3Q실적은 기존 가이드스 및 컨센서스를 상회할 것으로 전망
- 중소형 IT기업 4Q 실적도 제한된 개선 및 부진할 것으로 전망

## 삼성전자의 주가 반등 지속 여부 및 P/B 1배 신뢰성 확인 필요

2024년 11월 셋째주(11.18~22)에 투자 초점은 삼성전자의 주가 반등 지속 및 주가 5만원 초반의 저점, 바닥 확인이다. 삼성전자의 주가가 2024년 11월 14일 49,900원(증가) 기록 이후에 15일 53,500원으로 전일대비 7.2% 상승, 강한 반등을 보였다. 삼성전자의 P/B01 1배 이하로 하락하면서 밸류에이션 관점에서 장기적인 매수 의견이 존재한다. 추가로 미국 IRA 전기차 세액 공제 폐지 가능성이 높아져 국내 2차전지 관련주가 큰 폭으로 하락하여 반도체 및 IT 기업으로 매수가 유입된 것으로 분석한다. 밸류에이션과 수급 변화가 삼성전자의 주가 저점(P/B 1배)에 대한 긍정적인 인식을 준 것으로 판단한다. 또한 10조원 규모의 자기주식 매입 공시(11/15)도 추가적으로 주가의 바닥 확인 논리에 기여할 전망이다. 심리적인 안정이 부여되었다고 본다. 다만 여전히 주가 변동성을 예상한다. 금주(11.18 주간)에 미국 엔비디아의 2024년 3Q 실적 발표 예정, 그리고 트럼프 2기 행정부의 명확한 정책 내용, 방향을 확인할 시간 필요, 미국에 긍정적인 효과를 부여 여부에 확인할 시간이 필요하기 때문이다.

## 엔비디아의 3Q24 실적 발표 전후, 변동성 예상

미국 엔비디아의 2024년 3Q(한국기준) 실적 발표(11/21 한국시간), 3Q 실적은 기존 가이드스 및 컨센서스를 상회할 것으로 전망한다. 2024년 3Q 매출과 영업이익의 가이드스는 325억달러/214억달러이며, 컨센서스는 가이드스대비 1.8%, 1.4씩% 상회할 것으로 추정, 다만 지난 분기의 추이를 보면 AI 가속기 매출 성장으로 컨센서스와 확정 실적 차이는 점차 좁혀졌다. 만약 4Q 실적 가이드스가 3Q대비 낮은 증가 수준, 또는 컨센서스대비 낮을 경우에 AI 관련 주 및 반도체 업황에 부정적인 시각을 줄 것이다. 만약 3Q 확정 실적 및 4Q 실적 가이드스가 양호하면 AI 관련주로 쏠림은 유지될 전망이다. 주초반에 변동성이 높으며, 실적 발표(11/21 한국시간) 이후에 포트폴리오 변화를 통한 주가의 차별화가 예상된다.

## 3Q 중소형 IT 기업 실적은 컨센서스를 하회 및 부진, 4Q 개선은 제한적, 부진 지속

2024년 3Q 실적 발표가 마무리되었다. 대형 IT 기업에 이어서 중소형 휴대폰 및 전자부품 업체의 실적은 컨센서스를 하회, 부진한 내용으로 평가된다. 4Q 실적도 제한된 개선 및 부진할 것으로 전망한다. 주가가 선반영 관점에서 하락을 보였다. 단기적으로 4Q 비수기(반복적인 재고조정) 및 트럼프 2기 행정부 출범 관련한 불확실성이 지속, IT 수요 회복에 신뢰성 부족으로 긍정적인 수급 변화를 기대하기 힘든 상황이다. 다수의 기업들이 밸류에이션 매력(P/B 1배 이하) 구간에 진입하였으나 주가 상승의 요인이 부족하여 횡보 및 약세 구간이 지속될 것으로 전망한다.

## 자동차/부품

## 3Q24 중소부품사 실적 모아보기

김귀연 gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 유지

- 3Q 중소부품 45개사 매출 12조(YoY +10%), OP 5,887억(-5.1%), OPM 5%
- 1) 3Q 계절적 비수기, 2) 기아 라인조정, 3) GM파업으로 실적 모멘텀 제한
- 4Q 실적포인트는 1)트랜시스 파업, 2)현대 팰리/기아 EV3/광명 생산량

## 3Q24 중소부품사 매출 12조(YoY +10%), OP 5,887억(-5.1%), OPM 5.1%

3Q24 국내 중소부품사 45개사의 합산 **[매출]** 11.6조(YoY +10%, QoQ -1%), **[매출총이익]** 1.6조(YoY +9%, QoQ -6%), GPM 13.5%, **[영업이익]** 5,887억(YoY -5%, QoQ -23%), OPM 5.1% 기록. **[생산]** 동기간 국내 완성차 생산은 89.7만대로 YoY -7%/QoQ -20% 기록. 1) 3Q 계절적 비수기, 2) 기아 라인조정 영향으로 현대/기아 생산이 QoQ -15% 감소한 가운데, 한국GM 생산이 파업 영향으로 QoQ -50% 하락

## 물량 감소에도 외형은 선방, 수익성 개선 동반된 업체는 제한적

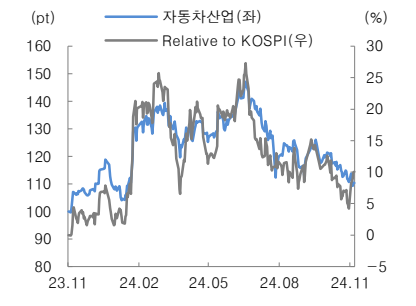
3Q24 매출 증가한 업체는 YoY 29개사, QoQ 10개사로 물량 모멘텀 제한적이었던 것 대비 양호. 1) 환율 상승(3Q24 원달러 평균환율 1,359원, YoY +3.5%/QoQ -0.9%), 2) 현대기아 신차(싼타페/카니발) 효과, 3) 카플레이션에 따른 판가 인상 영향으로 판단. 다만, 매출과 영업이익이 동반상승한 업체는 YoY 16개사, QoQ 2개사에 불과. 계절성과 파업 이슈 겹치며 실적 레버리지 효과 제한적이었던 영향으로 판단

## 3Q24 성과가 두드러졌던 업체: 1) 수익성, 2) 성장성

**1) 수익성:** 3Q24 합산 평균 OPM(5.1%) 상회한 업체는 14개사. DN오토(공작기계 매출 비중 64%/OPM 20%), SNT다이내믹스 방산 실적 감안하더라도 DN오토 15%(방진방음/축전지/기계)/한국단자(커넥터) 13%/SNT다이내믹스(변속기/액슬/방산/기계) 11%/모트렉스(M/펌프카) 10%/대원산업(시트) 10%의 수익성이 두드러졌음

**2) 성장성:** 3Q24 YoY/QoQ 매출과 영업이익이 동반 증가한 업체는 우신시스템(생산&배터리 설비, 도어, 안전벨트)과 대원산업(시트)이 유일. 1) 우신시스템: 배터리 설비 수주 매출화, 2) 대원산업: 카니발 생산 증가(3Q24 4.1만대, YoY +43%) 영향으로 판단. YoY 매출/OPM이 동반 상승한 업체는 11개사로 시트/차체/연료계/공조 관련 부품사의 성장 두드러졌음. 추가로, 연결자회사 추가 편입에 따른 대원강업(스프링/시트)의 외형성장 두드러짐(3Q24 매출 YoY +35%/QoQ +25%).

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.1	-8.2	-13.7	5.3
상대수익률	0.1	0.4	-2.6	8.4



## 4Q24 중소부품사 실적 핵심은 1) 트랜시스 파업과 2) HMG 신차라인업

제조업 밸류체인 특성상 자동차 부품주의 실적은 결국 완성차의 생산과 연동. 특히, 국내 중소부품사 실적은 DN오토모티브/우신시스템/SNT다이내믹스 등 소수 업체를 제외하면 매출액의 60% 이상이 현대/기아향으로 파악. 이에 4Q24 자동차 부품업체들 실적에 있어서 현대트랜시스 파업(10/8~11/8일) 영향이 관건이 될 것으로 예상

중소부품사는 주요 부품에 있어서 2<sup>nd</sup>/3<sup>rd</sup>벤더 역할을 하는 경우가 많아 HMG 특정 신차 라인업에 따른 수혜 강도가 상이. 이에, 4Q24 중소 부품사 실적에 있어서 현대차 팰리세이드, 기아 EV3/카니발/투싼 물량 수혜 가능한 업체에 주목할 필요

# 롯데관광개발 (032350)

임수진

soojin.lim@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월

목표주가

**14,000**

유지

현재주가

(24.11.15)

**8,800**

레저업종

## 내년부터 레버리지 효과 본격화

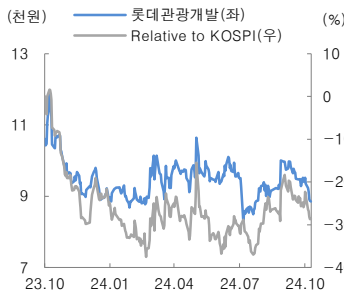
- 3분기 성수기 효과로 카지노 입장객 수 및 드롭액 성장하며 컨센 상회
- 25년 국제선 운항편수 증편 및 영업 레버리지 효과로 성장 본격화될 전망
- 개선된 대내외 환경으로 성공적인 리파이낸싱 예상. 단기적 모멘텀 有

### 투자의견 Buy 및 목표주가 14,000원, 업종 내 최선호주 유지

동사는 기대 이상의 실적 추이가 지속됨에도 주가는 여전히 지지부진한 모습. 이는 1) 동사를 제외한 카지노 업종의 불황 지속과 2) 11월 말 예정되어 있는 리파이낸싱에 대한 우려가 확대되고 있기 때문. 지난해와 달리 올해는 영업이익 흑자 달성과 금리인하 기조로 성공적인 리파이낸싱이 예상됨. 유의미한 금융비용 감소로 내년 당기순이익 흑자전환도 기대해볼 수 있어 단기 모멘텀 나타날 전망. 저점 매수 기회로 판단하며 업종 내 최선호주 의견 유지

KOSPI	2,416.86
시가총액	671십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	38십억원
52주 최고/최저	11,570원 / 8,470원
120일 평균거래대금	46억원
외국인지분율	6.38%
주요주주	김기병 외 4인 39.52% 국민연금공단 5.01%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.1	3.9	-8.4	-21.8
상대수익률	-9.9	3.7	-1.8	-26.0



### 3Q24 Review: OP 222억원(YoY +6,406%)으로 어닝서프라이즈

매출액 1,391억원(QoQ +20%, YoY +44%), 영업이익 222억원(QoQ +277% YoY +6,406%) 기록. 컨센 OP 184억원과 당사 추정치 208억원을 상회하는 호실적 기록. 제주도는 최대 성수기를 맞이하며 외국인 관광객 수 확대와 함께 시장 기대치를 상회하는 질적 성장이 지속되는 모습. 또한, 2분기 진행한 재평가 자산에 대해 감가상각 내용연수 40년에서 50년으로 조정하며 법인세 비용 142억원 일시적으로 증가하였으나 감가상각비 기존 예상대비 -15억원 감소. 분기당 감가상각비 감소로 내년 영업이익 60억원 상향 조정

### 2025년 Preview: 레버리지 효과 본격화될 2025년

연결 매출액 6,090억원(YoY +22%), 영업이익 942억원(+101%)으로 가파른 성장세 지속될 전망. 카지노 사의 경우 높은 고정비로 초기 영업이익률이 저조한데 지난해 영업적자에서 올해 3분기 영업이익률 16%까지 가파르게 성장하는 모습. 내년에는 올해 하반기부터 크게 증가한 국제선 운항편수 효과가 상반기부터 나타날 예상. 또한, 중국 부양책 내용을 살펴보면 서비스 수요 중심의 회복이 예상되는데 중국인 고객 비중이 높으며 무사증제로 카지노 입장객 수 및 드롭액 성장 지속될 전망. 각각 YoY +30%, +27% 증가 예상

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	184	314	494	609	679
영업이익	-119	-61	47	94	138
세전순이익	-224	-213	-80	-20	32
총당기순이익	-225	-202	-76	-19	31
지배지분순이익	-225	-202	-76	-19	31
EPS	-3,136	-2,721	-994	-252	401
PER	-4.6	-3.4	NA	NA	22.6
BPS	3,283	931	8,280	8,978	10,055
PBR	4.4	10.1	1.1	1.0	0.9
ROE	-154.2	-132.9	-21.6	-2.9	4.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 롯데관광개발, 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.