

Morning Meeting Brief

Macro

트럼프 공포에 빨라지는 비미국 경기 부양

- 취임 전부터 트럼프 정부 정책에 대한 시장 공포 심리 고조
- 비미국, 빠르게 경기 부양 강화. 한국 금리인하, 일본 경제대책 발표
- 유로존은 ECB 금리인하 기대에도 재정긴축 기조가 경기 회복에 부담

이하연. hayeon.lee@daishin.com

Strategy

되살아 난 엔캐리 청산의 공포, 대응전략은?

- 엔/달러 급락(가치 급등)에 KOSPI 레벨다운. 8월초 같은 엔캐리 청산 공포 엄습
- 1차 엔캐리 청산 매물 소화 & 8월초대비 엔캐리 청산 규모/속도 절반 이하 예상
- KOSPI 레벨, 밸류에이션 연중 저점권. 수급 변수로 인한 변동성은 비중확대 기회

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

Global Strategy

Non-US 블록: 중국, 미국 주도의 국제질서 전략에 대응

- 트럼프 2.0 시대 앞두고, 미중 패권 경쟁은 어느 때보다 불안정하고 예측하기 어려운 시대로 진입
- 중국, 중국방안을 통해 글로벌 거버넌스가 강대국의 전유물이 되서는 안된다는 뉘앙스 포함
- 중국, 미국 주도의 규칙 기반의 국제질서 전략에 대응하겠다는 의도

문남중. namjoong.moon@daishin.com

Global Strategy

[일본 시장 레이터 Weekly / 12월 1째주 전략] 12월, BOJ 금리 인상 가능성 부각

- 11.25일 이후 엔화 강세 부각. 동기간 달러 약세와 BOJ 12월 정책금리 인상에 나설 것이라는 기대 반영
- 트럼프 당선 이후 엔화 약세가 두드러지면서 금리 인상이 앞당겨질 수 있다는 기대 영향
- BOJ의 외환시장 인식, 상황에 따라 향후 통화정책 결정(12월, 25.1월)과 증시 흐름에 영향을 미칠 중요 변수로 부각

문남중. namjoong.moon@daishin.com

Fixed Income

백투백 인하가 남긴 공금증들

- 깜짝 인하 원인에 대한 공금증: 성장률 전망 이외에도 다양한 구조적 우려 중첩
- 가계부채, 금융안정에 대한 경계 수위도 종전보다 달라졌을 가능성
- 최종금리 수준 전망 하향. 당분간 시중금리는 상승보다는 하락 재료가 우세할 것

공동락. dongrak.kong@daishin.com

일단락된 중동 지정학 리스크? 추가 확인이 필요한 이유

- 이스라엘-헤즈볼라의 일시 휴전(60일), 안전자산인 금과 유가는 리스크 프리미엄 후퇴하면서 동반 조정
- 그러나 이스라엘 총리는 이번 휴전을 두고 이란의 위협에 집중하기 위한 전략적 선택이었을 뿐이라 언급
- 보복 예고한 이란, 지리적 특수성(호르무즈 해협 봉쇄)과 대이란 제재 강화하려는 트럼프 고려, 추가 모니터링 필요

최진영, jinyoing.choi@daishin.com

달러엔 환율 140 엔 대 진입

- 달러인덱스 소폭 하락, 대선 불확실성 완화와 엔화 강세가 견인
- 12월 BOJ 금리인상 가능성, 유럽 정치불안 따른 안전선호에 엔화 가치 상승
- 미일금리차 축소에 달러엔 환율 하락 예상하나, 12월 BOJ 모니터링 필요

이주원, joowon.lee2@daishin.com

미 국채금리 하락과 달러 약세 전환 주목

- 양호한 경기 흐름에 유동성 개선이 더해지면서 위험자산 투자에 긍정적 환경 조성
- 글로벌 경기 연착륙 가능성은 주식시장의 가격 하락폭 제한, 가격 조정시 비중 확대
- 최근 높아진 국채금리 수준을 활용한 트레이딩 전략 가능하다고 판단

조승빈, Seungbin.cho@daishin.com

[Issue comment] IT/전기전자(Tech weekly) ; 12월, 4Q 실적 부진 및 트럼프 2기 불확실성 확대

- 2024년 12월 IT 업종은 추가 약세를 전망
- IT 수요 부진으로 전자부품업체 3Q24 이어서 4Q도 실적 하향 지속될 전망
- 트럼프 2기 행정부 출범 전, 12월 IT 산업에 불확실성이 지속될 것

박강호, kangho.park@daishin.com

[Issue comment] 게임: 게임 콤데이 노트: 게임 본업에 집중+쏟아지는 신작들

- 2025년 국내 게임시장의 플랫폼/장르 다양화 지속, 신작 모멘텀 투자 전략 유효
- 게임 본업에 다시 집중, 시너지 효과 부진한 자회사들 효율화 성과 가시화 중
- 높은 밸류 매력도, 연초 신작 모멘텀 보유한 크래프톤, 컴투스 Top-pick 추천

이지은, Jeeun.lee@daishin.com

[3Q24Review] 디와이피엔에프: 발틱 프로젝트 매출 반영 시작 (목표주가 25% 하향 조정)

- 러시아 발틱프로젝트 매출 3Q24부터 반영 시작
- 해외 레퍼런스 확보로 화학플랜트용 PCS 시장에서 MS확대 기대
- 목표주가 21,000원, 기존대비 25% 하향 조정, 업사이드 77% 보유

박장욱, JangWook.park@daishin.com

[3Q24Review] 하이록코리아: 에너지 자립 수요 수혜

- 3분기 매출액 및 영업이익 당사추정치 대비 각각 7.2%, 2.9% 하회
- 일일 드릴십 용선료 연초대비 7.8% 상승 등 심해유정 투자 강세 지속
- 목표주가 35,000원 유지, 현재 주가 대비 업사이드 36%

박장욱, JangWook.park@daishin.com

[3Q24Review] 서진시스템: ESS가 이끌고 반도체 장비가 더해질 것

- 일부 일회성 비용 인식으로 3Q24 추정치 당사 추정치 대비 하회
- 접속 대기 중인 발전용량 고려시, ESS시장의 성장 지속 전망
- 25년은 ESS부문에 더해 반도체 부문이 실적 성장 견인할 것

박장욱, JangWook.park@daishin.com

[탐방일지] 액센: 성장을 위한 도약 준비

- 온프레미스 및 클라우드 모두 대응 가능한 데이터 모니터링 업체
- 동사는 미국의 데이터독과 유사한 비즈니스를 영위 중
- 엑셀원 매출 증가 등으로 점진적인 매출 회복세가 기대됨

박장욱, JangWook.park@daishin.com

[탐방일지] 켄코아에어로스페이스: 신규 수주 및 공장 증설로 실적 개선 가시화

- 글로벌 우주 항공 기업을 고객으로 두며 약 8,500억원의 수주 확보
- 코로나로 항공 공급망이 위축된 상황에서 고수익 사업 선별 수주
- 공장 증설 효과가 본격화되는 26년부터 실적 성장이 가속화될 것

한승협, Songhyeop.Han@daishin.com

트럼프 공포에

빨라지는 비미국 경기 부양

- 취임 전부터 트럼프 정부 정책에 대한 시장 공포 심리 고조
- 비미국, 빠르게 경기 부양 강화. 한국 금리인하, 일본 경제대책 발표
- 유로존은 ECB 금리인하 기대에도 재정긴축 기조가 경기 회복에 부담

미국 트럼프 정부에 대한 공포심리 고조

취임 전부터 트럼프 당선인은 글로벌 경제 및 금융시장에 큰 영향력을 행사하고 있다. 차기 내각 주요 인사가 마무리된 이후, SNS를 통해 미국 교역 상위 3개국인 중국 및 캐나다, 멕시코에 관세 부과를 언급하면서 시장 경계감을 높인 것이다. 물론 트럼프의 관세 위협은 불법이민, 마약유통 문제 해결을 위한 협상 수단일 가능성이 크지만, 미국내 제조업 경기 부양 및 대중경제 기조가 강화될 가능성을 감안하면, 제조업 수출의존도가 높은 비미국 국가들의 성장 동력 약화는 불가피하다.

한편, 트럼프 정부에 대한 공포감은 비미국의 빠른 정책 대응으로 이어지고 있다. 과한 경계는 트럼프 대통령 취임 이후 정책이 구체화되면서 일부 완화될 것으로 예상하며, 비미국 정책당국의 빠른 대응은 경기 우려를 낮추는데 기여할 전망이다.

비미국 경기 부양 강화

우선, 한은은 당초 예상과 달리 11월 금통위에서 연속 25bp 금리 인하(3.25%→3.00%)를 단행했다. 정책 결정에 우선순위가 부동산 가격/가계 부채에서 성장으로 옮겨지며, 추가 금리인하 가능성도 열어뒀다. 함께 발표된 경제전망에서는 2024년, 2025년 성장 및 물가 전망치를 하향 조정하고, 국내 GDP의 35% 이상을 차지하는 수출 부진에 일시적인 요인보다 구조적 요인이 크다고 판단한 것이다. 한은의 연속 금리인하와 함께, 내년 정부 예산안이 아직 확정되지 않았음에도 추경에 대한 기대까지 확대되고 있다.

이시바 총리 당선 이후 처음으로 경제대책을 발표한 일본은 추경 예산안 통과를 목표로 임시 국회가 소집됐다. 39조엔 규모(정부지출 21.9조엔)로 고물가에 대응하기 위한 보조금 지급 등이 포함됐다. 그 외 중소기업으로 임금 인상 확산을 촉구하며 내수 진작에 나서고 있다.

최근 경기 침체 우려가 확산되고 있는 유로존 역시 ECB 금리 인하 기대가 확산되고 있다. 하지만 재정관련 불확실성은 여전히 유로존 경기회복에 대한 신뢰를 낮춘다. 최근 제출된 EU 주요국 예산안을 보면 경기 부진에도 불구하고, 재정적자 축소가 계획되어 있다. 프랑스는 과도한 재정적자 감축을 위해 증세 등 고강도 재정긴축을 계획, 예산안 통과에 제동이 걸리면서 내각 붕괴 우려를 초래했다.

구체적인 경기부양안 발표가 지연되고 있는 중국은 트럼프 정부 정책에 따라 대응 방안이 꾸준히 발표되면서 경기 하방 압력 제한에 나설 것으로 예상된다.

Strategy

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

되살아 난 엔캐리 청산의 공포. 대응전략은?

- 엔/달러 급락(가치 급등)에 KOSPI 레벨다운. 8월초 같은 엔캐리 청산 공포 엄습
- 1차 엔캐리 청산 매물 소화 & 8월초대비 엔캐리 청산 규모/속도 절반 이하 예상
- KOSPI 레벨, 밸류에이션 연중 저점권. 수급 변수로 인한 변동성은 비중확대 기회

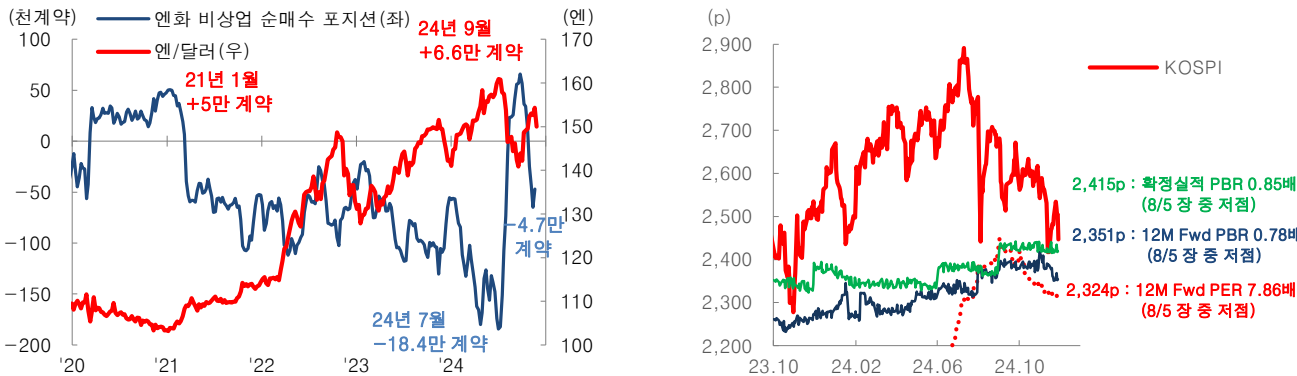
지난 주말 KOSPI는 장 초반부터 갑작스러운 급락세를 기록했다. 해외 IB의 한국 투자 의견 하향조정, 반도체 규제 강화 우려, 엔캐리 청산 매물 출회 등이 이유로 지목된다. 사실상 반도체 규제가 초기 제안에 못 미칠 것이라는 소식에 중국 증시는 급등세를 보였다. 장 중 KOSPI 급락과정에는 엔캐리 청산 매물 압력이 상당한 영향력을 미쳤다고 본다. 시작은 일본 도쿄 CPI(29일 8시 30분)가 예상치를 크게 상회 소식이었다. 이로 인해 12월 BOJ(19일)에서 금리인상 가능성이 커졌고, 151.5엔에 머물러있던 엔/달러 환율은 150선을 이탈하는 급락세(엔화 강세)를 보였다. 이 과정에서 KOSPI 현선물 대규모 매도가 출회되었고, KOSPI는 맥없이 2,450선을 이탈했다. 8월 초 엔캐리 청산의 공포가 되살아난 것이다.

당시 자체 성장동력이 약하고, 수급이 얇은 KOSPI는 엔캐리 청산 매물에 취약했다. 8월 1일 장 중 2,790선을 넘나들던 KOSPI가 단 이틀만에 장 중 2,380선대로 내려앉았다. 400p 가까운 급락세로 -14.57%(장 중 고점/저점 기준)의 수익률을 기록했다. 따라서 다시금 불거진 엔화 강세 압력 확대는 KOSPI 투자심리와 수급을 극도로 위축시킬 수 밖에 없다.

그렇다고 8월초와 같은 급락세를 걱정하고 이에 대비하는 것은 과도하다고 생각한다. 당시 엔캐리 청산 매물 출회가 증시 충격/쇼크로 이어졌던 이유는 단 5주만에 20.5만 계약이 엔화 순매도에서 순매수로 전환되었기 때문이다. 그 전까지 3년 6개월 동안 23.4만 계약이 순매도로 누적되었던 점을 감안하면 얼마나 빠르고 강한 속도로 엔캐리 청산 매물이 쏟아졌는지 추정할 수 있다. 현재 엔화 투기적 포지션은 4.7만 계약 순매도이다. 최대 순매수 규모가 7만 계약 수준임을 감안할 때 8월보다 절반 수준의 매수여력이 존재한다고 볼 수 있다.

즉, 8월초 1차 매물소화 과정을 거쳤고, 최악의 상황을 가정했을 때 충격 강도도 절반 수준으로 추정된다면 2차 엔캐리 청산 매물로 인한 변동성 확대는 비중확대 기회라고 본다. 주요국들의 경기부양 의지는 강해지고 있다. 한국도 15년만에 연속 금리인하를 단행했다. 여전히 극심한 저평가 영역에 위치한 KOSPI 매력이 약해지기보다는 강해질 전망이다.

그림 1. 엔캐리 청산 충격이 있더라도 8월 대비 절반 이하로 추정. 여전히 Deep Value 에 위치한 KOSPI 비중확대 기회



자료: CFTC, Bloomberg, FnGuide, 대신증권 Research Center

Global Strategy

Global Strategist 문남중
namjoong.moon@daishin.com

Non-US 블록: 중국, 미국 주도의 국제질서 전략에 대응

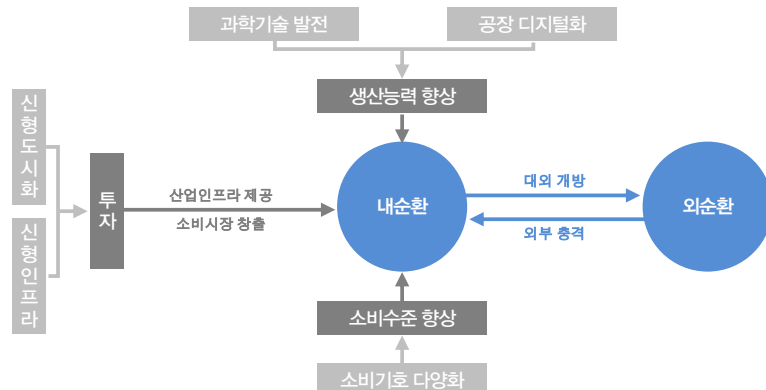
- 트럼프 2.0 앞두고, 미중 패권 경쟁은 불안정하고 예측하기 어려운 시대 진입
- 中, 글로벌 거버넌스가 강대국의 전유물이 되서는 안된다는 뉘앙스 표현
- 中, 미국 주도의 규칙 기반의 국제질서 전략에 대응하겠다는 의도

트럼프 2.0 시대를 앞두고 미중 패권 경쟁이 어느 때보다 불안정하고 예측하기 어려운 시대로 접어들었다. 중국 정부는 공식적으로 국제질서에 대한 냉전적 사고와 진영 대결에 대해 부정적인 입장을 밝혀왔다. 또한 패권주의와 강권정치, 냉전적 사고와 진영 대결을 반대하며 주권, 안보, 발전 이익을 수호할 것이라고 강조한다. 강대국과는 긍정적인 상호 작용을 촉진하고 각국과는 우호 협력을 발전시키는 '신형국제관계'를 구축할 것이라고 밝혔다. 그리고 개방적 발전을 추구하고 디커플링과 일방적 제재에 반대하며, 다자주의를 경로로 해서 인류운명공동체 건설을 추진할 것을 천명한 바 있다. 한편 국제관계의 민주화를 추진하고, 글로벌 거버넌스를 보다 공정하고 합리적인 방향으로 발전시킬 것을 강조하였다.

중국 정부와 지도부는 미국 등 서방이 중심이 된 현재의 국제질서가 불합리하고 불공정하여 개혁이 필요하다고 인식하고 있다. 그러나 중국은 미중 경쟁관계를 신냉전 구도로 간주하는 것에는 부정적인 입장이며, 유엔을 핵심으로 하는 현 국제질서를 유지해야 한다는 입장을 유지하고 있다. 또한 중국에 대한 국제사회의 불신을 불식시키기 위해 중국이 현 국제질서의 수호자이자 공헌자라는 외교적 수사과 새로운 글로벌 거버넌스를 구축하기 위한 중국방안을 주장하여 적극적으로 전파하고 있다.

중국 외교부는 2023년 9월 13일 글로벌 거버넌스의 개혁과 발전에 대한 중국방안을 발표했다. 이를 통해 중국은 국제사회가 진정한 다자주의를 실천하고, 유엔을 중심으로 국제체계를 수호하며, 유엔이 국제 문제에서 중심적인 역할을 하도록 지원하고, 글로벌 거버넌스의 개혁과 발전을 촉진하며, 인류운명공동체 건설을 위해 함께 노력할 것을 촉구했다. 중국방안의 전반적인 내용은 글로벌 거버넌스에서 개발도상국의 참여권, 발언권, 의사결정권의 확대를 주장하며, 글로벌 거버넌스가 강대국, 부유한 국가의 전유물이 되서는 안된다는 뉘앙스를 담고 있다. 이러한 움직임은 중국이 자신만의 글로벌 거버넌스 전략을 점차 정교화하여 미국이 주도하는 규칙 기반의 국제질서 전략에 대응하겠다는 의도를 살필 수 있는 대목이다.

그림 1. 중국, 쌍순환 전략 개념도



자료: IMF, Bloomberg, 대신증권 Research Center

Global Strategy

Global Strategist 문남중
namjong.moon@daishin.com

12월, BOJ 금리 인상 가능성 부각

- 11.25일 이후 엔화 강세, BOJ, 12월 정책금리 인상 기대 반영
- 트럼프 당선 이후 엔화 강세 두각, 금리 인상이 당겨질 수 있다는 기대 영향
- BOJ의 외환시장 인식, 향후 통화정책 결정과 증시 흐름 좌우할 변수 부각

11.25일 이후 엔화 강세가 두드러지고 있다. 엔/달러 환율은 기존 150엔대에서 현재 140엔대 후반으로 내려온 상황으로 동기간 달러 약세와 함께 BOJ가 12월 정책금리 인상에 나설 것이라는 기대가 반영됐다.

달러 약세는 최근 취임 당일 중국우방국에 대한 관세 부과를 내세웠던 트럼프와 달리, 재무부 장관으로 지명된 스킷 베센트가 점진적인 관세 부과를 강조함에 따라 트럼프 2기 통상정책에 대한 불확실성이 낮아진데 기인한다. 향후 트럼프 발언에 따라 달러 방향성이 달라질 수는 있겠지만 12월 FOMC를 통해 25bp 금리 인하 가능성을 예측하고 있는 시장 분위기상, 달러 약세 흐름은 크게 달라지지 않을 것이다.

BOJ는 이시바 내각 출범 후, 금융 시장 안정을 위해 이시바 총리와 입을 맞추는 모양새였지만 트럼프 당선 이후 엔화 약세가 두드러지면서 금리 인상은 지연되기보다는 앞당겨질 수 있다는 기대에 영향을 미쳤다. 일본 국민들이 고물가에 대한 불만이 큰 상황에서 물가 상승 요인 중에 엔화 약세도 영향을 미쳤다는 인식이 커, BOJ는 상황에 따라서는 외환시장 인식을 바탕으로 금리 인상 카드를 꺼내들 여지도 있다.

최근 우에다 총재는 물가 경로가 예상대로 흘러간다면 적당한 시점에 금융 완화 정도를 조정할 것이라는 발언을 강조했다. BOJ는 물가 전망이 시나리오대로 움직이고 있음을 내비치고 있어 외환시장 인식이 향후 통화정책 결정(12월, 25.1월)과 증시 흐름에 영향을 미칠 중요 변수로 떠올랐음을 엿볼 수 있는 대목이다.

이번 주 중요 경제지표 및 이벤트(24.11.25~11.29)

경제지표 & 이벤트명	국가	일정	전기치	예상치	방향성	내용 및 시사점
11월 제조업PMI	일본	12.2	49.2 %	49.0 %	▼	자동차 등 수주 잔액 감소에 따른 생산 정체 또는 감소 영향
11월 서비스업PMI	일본	12.4	49.7 %	50.2 %	▲	임금 상승에 따른 소비자 지출 뒷받침, 민간 서비스 부문 개선 영향
11월 고용(비농업부문 고용, 실업률, 시간당 평균임금)	미국	12.6	12 / 4.1 / 4.0 천명, %, % YoY	200 / 4.2 / 3.9 천명, %, % YoY	▲ / ▲ / ▼	11월 비농업부문 고용자수, 전월 임금보잉 파업, 허리케인 등에 따른 반작용, 12월 FOMC, 25bp 금리 인하에 미치는 영향 제한, 엔화 강세 요인

일자	국가	주요 지표	기간	단위	전기치	예상치	대비
12.2	일본	제조업 PMI	11월	%	49.2	49.0	▼
	중국	차이신 제조업 PMI	11월	%	50.3	-	-
12.4	일본	서비스업 PMI	11월	%	49.7	50.2	▲
12.6	일본	가계지출	10월	% MoM	-1.3	0.4	▲
	미국	비농업부문 고용자수 / 실업률 / 시간당 평균임금	11월	천명, %, % YoY	12 / 4.1 / 4.0	200 / 4.2 / 3.9	▲ / ▲ / ▼

기준일: 24. 11. 29
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

Fixed Income

Fixed Income Strategist 공동락
dongrak.kong@daishin.com

백투백 인하가 남긴 궁금증들

- 깜짝 인하 원인에 대한 궁금증: 성장률 전망 이외에도 다양한 구조적 우려 중첩
- 가계부채, 금융안정에 대한 경계 수위도 종전보다 달라졌을 가능성
- 최종금리 수준 전망 하향. 당분간 시중금리는 상승보다는 하락 재료가 우세할 것

11월 한은 금통위는 예상을 깨고 깜짝 기준금리 인하를 단행했다. 수정 경제전망에서 성장률 전망치를 하향했고, 신임 트럼프 정부 출범 이후 높아질 불확실성에 대한 우려가 서프라이즈 인하에 대해 통화당국이 내세운 근거였다. 동시에 물가가 내년에는 한은 목표를 하회할 것이란 전망 역시 백투백 인하의 숨은 논거였을 것이다.

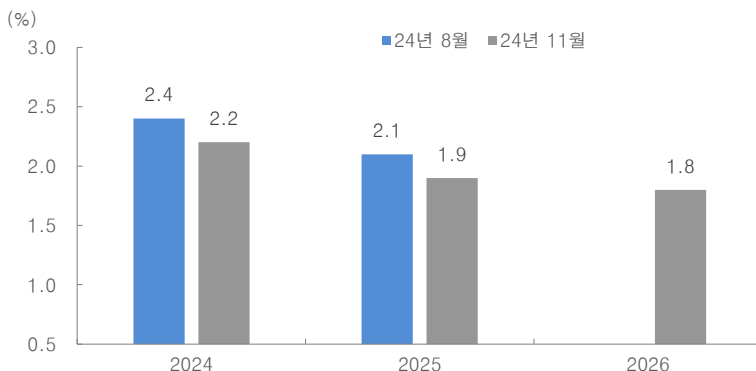
그런데 당사는 단순히 경제 전망에 대한 하향이 통화당국이 이처럼 자신들의 행동 양식에 큰 변화를 줄 정도로 막강한 재료였는지에 대해서는 의문이 크다. 무려 15년 만에 연속적인 금리 인하를 단행했다면 성장률 전망의 하향을 능가하는 이슈나 재료가 이번 기준금리 결정과 관련되지 않았는가에 대한 궁금증인 셈이다.

더구나 여전히 한국 경제의 버팀목인 수출에 대해 구조적인 둔화 가능성, 저성장 고착화에 대한 우려는 그간 물가와 성장 간의 적절한 균형을 찾으려고 했던 통화당국의 정책적인 시계(視界) 자체가 달라졌을 수도 있다는 궁금증을 유발한다.

가계부채, 금융안정에 대한 언급도 이러한 궁금증의 연장선에 있다. 이창용 한국은행 총재는 취임 이전부터 가계부채에 대한 관심을 숨기지 않았다. 더구나 10월로 기준금리 인하 개시 시점이 늦춰졌던 이유가 가계부채 문제였다는 점을 감안하면 11월 금통위에서 가계대출에 대해서는 거시건전성 정책을 중점적으로 언급했다는 그 자체로 해당 이슈에 대한 통화당국의 경계 수위가 달라졌음을 시사했다는 입장이다.

이에 당사는 이번 기준금리 인하 사이클에서 예상했던 최종금리 수준에 대한 전망을 기존 2.75%에서 2.50%로 하향 조정했다(2024년 연말 한국 기준금리 3.00%, 2025년 연말 2.50%(1Q, 2Q에 각 1회씩 인하) 전망). 물론 시장 참가자들의 전체적인 기준금리 전망이나 기대가 당사의 전망 변화와 일치하지 않을 수도 있다. 하지만 적어도 이러한 의문에 일부라도 동의하는 견해들이 존재한다면 시중금리는 당분간 상방보다는 하방을 찾는 과정을 더욱 강화할 것으로 보인다.

한국은행 GDP 성장률 전망 변화



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

일단락된 중동 지정학 리스크? 추가 확인이 필요한 이유

- 이스라엘-헤즈볼라의 일시 휴전, 금과 유가는 리스크 프리미엄 후퇴로 동반 조정
- 그러나 이스라엘 총리는 이란의 위협에 집중하기 위한 전략적 선택이라 언급
- 이란의 지리적 특수성(호르무즈 해협)과 변수인 트럼프 고려, 추가 확인 필요

헤즈볼라와 휴전 택한 이스라엘, 이란의 위협에 집중하기 위한 전략적 선택일 뿐

이스라엘과 헤즈볼라(레바논의 친이란 무장정파)는 11월 27일부로 일시 휴전(60일)에 합의했다. 13개월 동안의 교전이 끝나자 안전자산의 대표격인 금 가격이 조정을 받았으며, 유가 역시 리스크 프리미엄의 후퇴로 하락했다. 일각에서는 러시아-우크라이나 휴전에 이어, 중동의 봄 가능성까지 거론하기 시작했다.

그러나 끝날 때까지 끝난 게 아니다. 베냐민 네타냐후 이스라엘 총리는 이번 휴전을 두고 이란의 위협에 집중하기 위한 전략적 선택이라 밝혔다. 그간 석유 시장은 이스라엘의 계속된 보복에도 이란의 모호한 스탠스를 근거로 리스크 프리미엄을 전량 반납해왔다. 하지만 이는 유가가 민주당 후보 지지율에 미치는 영향을 최소화하기 위한 인내였을 뿐이다. 앞서 이란 최고지도자 하메네이는 이스라엘에 대한 공격을 준비하라 지시했다. 이란의 원유 수출을 암묵적으로 용인한 민주당은 패배했고 트럼프 당선인은 대이란 제재를 재강화할 것이라 밝힌 상황에서 이란의 인내가 계속될지 의문이다.

이란을 유독 경계하는 이유, 이란의 지리적 특수성과 실리만 추구할 트럼프

이 같은 상황에서 이란의 지리적 특수성을 다시 되돌아볼 필요가 있다. 이란 남부에 위치한 호르무즈 해협은 페르시아만과 오만만을 연결해주는 해협으로 글로벌 원유/LNG 해상 물동량의 20%(아시아항: 85%)가 이곳을 거쳐간다. 폭 55km, 평균 수심은 56m 이나 VLCC급 유조선이 항해할 수 있는 구간(수심 25~30m)은 폭 3km 정도에 불과하며 이것도 이란 해역을 경유해야 가능하다. 우회 가능한 시설은 사우디와 UAE가 유일하기에 그 영향력은 2022년 러시아-우크라이나 사태 또는 예멘 후티 반군에 의한 홍해 봉쇄 사태를 능가한다. 해당 해협의 봉쇄 사례는 2차 오일쇼크의 연장선이었던 1980년 이란-이라크 전쟁으로 이스라엘-이란 충돌 가능성을 쉽게 볼 수 없는 이유이다.

물론 트럼프의 귀환으로 중동의 지정학 리스크가 일단락될 것이란 의견이 존재한다. 러시아-우크라이나 전쟁에 대한 당선인의 견해처럼 중동 역시 안정될 것이라는 주장이다. 하지만 지난 임기 때 보여준 것처럼 트럼프 당선인은 평화와 거리가 멀다. 오바마 행정부와 마찬가지로 아태 지역에 역량을 집중(대중국 견제)하기 위해 중동 내 군비 지출은 최소화하는 한편, 사우디 등 동맹국에 대한 공격용 군사 무기(GBU-39 정밀유도탄, F-35 등) 판매는 허용했다. 상승 추세인 사우디의 지정학 리스크가 증명하는 것처럼 실리만 추구할 뿐이다. 특히, 중동 지정학 리스크가 미 전통 에너지 산업에 기회를 제공하는 점을 감안하면 평화를 지향할 이유는 더더욱 없다(설사 미국 내 오일쇼크발 물가 상승 발생하더라도 1975년처럼 수출 통제 통한 안정 가능). 그러한 점에서 지금은 선불리 중동의 봄을 노래하기 보다 추가 모니터링할 것을 권고한다.

FX

Economist 이주원
joowon.lee2@daishin.com

달러엔 환율 140엔 대 진입

- 달러인덱스 소폭 하락, 대선 불확실성 완화와 엔화 강세가 견인
- 12월 BOJ 금리인상 가능성, 유럽 정치불안 따른 안전선호에 엔화가치 상승
- 미일금리차 축소에 달러엔 환율 하락 예상하나, 12월 BOJ 모니터링 필요

달러인덱스 소폭 하락, 대선 불확실성 완화와 엔화 강세가 견인

최근 미국 차기정부 인선이 진행되는 과정에서 미국채 10년물 금리와 달러인덱스가 하락하는 등 트럼프 트레이드가 일부 축소되었다. ECB 빅컷 가능성 유입으로 나타난 유로화 약세에 108pt까지 상승했던 달러인덱스는 다시 106pt로 하락했다. 엔화의 강세 또한 달러 강세압력을 일부 완화했다. BOJ의 12월 금리인상 가능성이 대두된 가운데 달러엔 환율은 가파르게 하락하며 장 중 149엔 대에 진입했다.

12월 BOJ 금리인상 가능성, 유럽 정치불안 따른 안전선호에 엔화가치 상승

일본은 최근 발표한 종합경제대책으로 임시국회에서 추경예산안 성립을 도모했다. 금번 정책은 1) 일본·지방 경제의 성장, 2) 물가극복, 3) 국민 안심·안전 확보를 목표로 에너지 관련 보조금, 저소득층 현금 지원, 2030년까지 반도체 및 AI 분야 지원 내용 등을 포함한다.

정책 발표와 함께 모든 세대의 임금과 소득 늘리는 데 중시한다고 강요하며 향후 경제정책 방향이 내수부양 중심으로 이뤄질 것임을 시사했다. 이 가운데 발표된 11월 도쿄 CPI가 서프라이즈를 기록함에 따라 12월 BOJ 회의에서 금리인상을 단행할 수 있다는 기대가 확대됐다.

지난 주 미 차기정부의 관세부와 소식과 유럽 정치불안으로 유입된 안전자산 선호 심리 또한 엔화 강세를 뒷받침했다는 시각도 상존한다. 독일은 조기총선을 7개월 앞당겨 진행할 예정이며, 향후 트럼프 행보에 대한 우려뿐만 아니라 대내 정치불안까지 남아있어 기업활동이 지연되고 있음이 PMI 코멘트에서 확인되었다.

프랑스의 경우 새로운 내각 출범 2개월 만에 예산안 관련 갈등이 불거졌다. EU 목표치를 크게 상회하는 프랑스 재정적자를 줄이기 위해 긴축 예산안을 발표했으나, 여소야대 구조에서 극우파(RN)가 반대를 표한 상황이다. 이러한 변수들로 확대된 안전선호 심리가 엔화 매수세로 이어졌을 가능성을 배제할 수 없다.

미일금리차 축소에 달러엔 환율 하락 예상하나, 12월 BOJ 모니터링 필요

미국 금리인하 및 일본의 인상 사이클이 유효한 만큼, 중장기적인 시각(3~6개월)에서 달러엔환율 하락을 예상한다. 그러나 최근 12월 BOJ의 금리인상 기대가 가파르게 확대된 만큼, 오히려 회의에서 금리인상이 없을 경우 환율 변동성이 확대될 가능성은 경계가 필요하다.

자산배분

12월 WMC

Asset Allocation 조승빈
seungbin.cho@daishin.com

미 국채금리 하락과 달러 약세 전환 주목

투자 환경: 양호한 경기 흐름에 유동성 개선이 더해지면서 위험자산 투자에 긍정적 환경 조성

- 1) OECD 경기선행지수 확산비율이 높은 수준을 유지하는 가운데 G20 경기선행지수 개선 지속
- 2) 양호한 소비심리와 제조업 경기 회복 가능성은 당분간 글로벌 경기를 뒷받침하는 요인
- 3) 주요국 M2 증가율이 빠르게 개선. 글로벌 유동성의 가파른 개선은 위험자산 가격에 긍정적 요인

자산배분 전략: 주식 비중 확대와 채권 중립 투자이견 유지

- 1) 주식: 글로벌 경기 연착륙 가능성은 주식시장의 가격 하락폭 제한. 가격 조정시 비중 확대
 - 글로벌 경기 개선과 기준금리 인하가 맞물리면서 미국을 중심으로 글로벌 증시 상승 추세 지속
 - 다만, 양호한 유동성 환경에도 달러 강세가 이어지면서 신흥국 증시 성과에는 부정적으로 작용
 - 미국 국채금리 상승이 제한되면서 달러가 약세 전환될 경우 미국 이외 증시 키맛 추기 장세 기대
- 2) 채권: 최근 높아진 국채금리 수준을 활용한 트레이딩 전략 가능하다고 판단
 - 기준금리 인하 국면에서 시장금리는 고점을 낮춰가면서 추세적 하락 흐름 기대
 - 예상보다 이른 시점에 기준금리 인하가 종료될 것이라는 우려는 다소 진정되는 모습
 - 미 경제지표 서프라이즈 지수 11/18일 고점 이후 하락 전환. 미 국채금리 상승 제한 요인중 하나

투자환경을 바꿀 수 있는 변수

- 1) 원자재 가격의 상승 전환 가능성: 중국의 경기 부양책과 제조업 경기 회복 가능성, 라니냐 등
- 2) 트럼프 정책에 대한 시장의 우려: 추가 관세 부과, 재정적자 확대 가능성, 미국 우선주의 등

IT/전기전자

박강호 kangho.park@daishin.com

투자이견

Overweight

비중확대 유지

Rating & Target

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.7	-19.6	-28.1	-23.1
상대수익률	-0.6	-12.8	-21.7	-21.1

12월, 4Q 실적 부진 및
트럼프 2기 불확실성 확대

- 2024년 12월 IT 업종은 주가 약세를 전망
- IT 수요 부진으로 전자부품업체 3Q24 이어서 4Q도 실적 하향 지속될 전망
- 트럼프 2기 행정부 출범 전, 12월 IT 산업에 불확실성이 지속될 것

12월 주가 약세 지속: IT 수요 부진으로 4Q24 실적 하향 예상

2024년 12월 IT 업종은 주가 약세를 전망한다. 주요 IT 기업의 주가는 연초대비 하락, 밸류에이션 매력(저평가) 구간에 진입하였다. 현 시점에서 주가의 저점 및 바닥권에 대한 인식은 확산, 긍정적으로 평가될 수 있다. 다만 주가의 부담 요인이 해소되지 않은 점을 감안하면 주가 반등을 논하기가 빠르다고 판단한다. 2024년 연초 전망이 1) 2023년 반도체 및 세트업체의 재고조정 진행, 2024년 실적 회복으로 전환 2) AI 환경 및 투자 확대로 IT 기기의 교체 수요를 예상하였다.

그러나 글로벌 IT 기기의 수요는 예상대비 개선되지 못한 점, 추가적으로 재고 조정의 마무리보다 지속 관점으로 접근하면서 IT 기업의 실적 추정이 계속 낮아졌다. 2024년 4Q 실적도 종전 추정대비 낮아질 것으로 예상된다. 반도체 부문에서 HBM 수요는 강하나 범용 메모리(디램, 낸드)에서 수요 약화, 예상 못한 중국 메모리 업체의 DDR4 중심으로 출하량 증가, 가격 약세가 이어지고 있다. 최근 HBM 수혜인 SK하이닉스도 범용 메모리에서 매출 및 가격 약세로 4Q24 영업이익 컨센서스가 소폭 하향되고 있다. 그러면 삼성전자 또한 반도체 부문에서 LSI 및 파운드리 부진 속에서 범용 메모리 출하량과 가격이 예상대비 낮아지면서 수익성이 종전대비 축소될 것으로 전망한다. 4Q24에 PC 시장은 AI PC로 교체 수요를 예상하였으나 부진한 것으로 추정, 델의 3Q24 매출은 컨센서스대비 하회, 4Q 가이드선도 컨센서스대비 낮아지는 등 PC 수요 부진을 설명하고 있다. 고객사와 제조업체간의 부품 재고조정이 지속될 전망이다.

삼성전자의 폴더블폰(갤럭시Z6/폴드, 플립), 애플의 아이폰 16의 출시 이후에 판매는 예상대비 부진하다. 중국의 휴대폰 시장도 10월에 광군제 효과로 신제품 출시, 판매 증가가 전월(+17%)대비 높았으나 전년대비(+2%)로 미진하였다. 11월 이후에 반복적인 재고 조정 기간에 진입, 전체적인 가동률 하락, 고정비 부담으로 삼성전기와 LG이노텍 등 전자부품업체의 수익성이 종전 추정대비 부진할 것으로 전망한다. 2024년 3Q 이어서 4Q도 IT 수요 부진 및 실적 하향이 지속될 전망이다.

게임

이재은 jeeun.lee@daishin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
크래프톤	Buy	480,000원
컴투스	Buy	55,000원
시프트업	Buy	80,000원
카카오게임즈	Marketperform	17,000원
위메이드	Not Rated	

게임 Corporate Day: 게임 본업에 집중 + 쏟아지는 신작들

- 2025년 국내 게임시장의 플랫폼/장르 다양화 지속. 신작 모멘텀 투자 전략 유효
- 게임 본업에 다시 집중. 시너지 효과 부진한 자회사들 효율화 성과 가시화 중
- 높은 밸류 매력도, 연초 신작 모멘텀 보유한 크래프톤, 컴투스 Top-pick 추천

2025년 기대감 높은 신작들의 모멘텀 투자 전략 여전히 유효

대부분의 게임사들이 기대치를 하회하는 3Q24 실적 발표 이후 주가 하락의 흐름을 보였으나, 최근 연말, 혹은 2025년 초 신작 출시 예정인 기업들 위주로 주가에 기대감이 선반영되고 있는 것으로 판단. 이러한 흐름은 2025년에도 지속될 것으로 전망. 다만, 밸류에이션 부담이 높은 종목의 경우, 단기 모멘텀으로만 접근할 것을 추천

1) 플랫폼/장르 다양화 지속. 2025년 국내 주요 게임사들 대부분 다수의 신작을 출시할 계획을 갖고 있으며, 과거보다 더욱 다양한 장르와 플랫폼의 신작을 선보일 예정. 과거 모바일에 집중되던 국내 게임 시장에 2023년부터 기대 이상의 흥행 성적을 기록한 PC, 콘솔 게임들(2023년 P의 거짓, 2024년 퍼스트 디센던트, 스텔라 블레이드, TL 글로벌 등)이 등장. 2025년에는 더 많은 게임사들이 PC, 콘솔 신작을 출시할 예정. 또한 PC, 콘솔 플랫폼은 모바일에 비해 MMORPG 장르의 선호도가 상대적으로 낮은 만큼 신작들의 장르 역시 더욱 다양해질 예정

2) 게임 본업에 다시 집중하는 회사들. 게임 본업과의 시너지 효과를 기대하며 과거 게임 외 사업들을 영위 혹은 연결 회사로 편입했던 게임사들이 최근 경영 효율화를 진행하며, 다시 게임 핵심 본업에 집중하고 있음. 이는 예상과 달리 부진한 시너지 효과와 오히려 게임 사업의 실적을 악화시키는 경우가 발생했기 때문. 컴투스의 경우, 연결 자회사들 중 컴투버스와 일부 미디어 자회사들의 경영 효율화 진행 및 연결 종속회사에서 제외. 이를 통해, 자회사들의 손실 구조 개선 중. 카카오게임즈 역시, 비핵심 사업부인 세나 테크를 연결 종속회사에서 제외 및 카카오VX의 일부 사업을 철수. 위메이드의 경우 주요 집중 사업을 블록체인 사업에서 게임 본업으로 이동해가는 중. 결과적으로 부진한 사업들의 정리, 게임 본업으로의 핵심 자원 집중을 통해 2025년부터 기업들의 실적 개선 가능할 것으로 기대

높은 밸류 매력도, 연초 신작 모멘텀 보유한 크래프톤, 컴투스 Top-pick 유지

크래프톤. 2024년 펍지 IP의 실적이 고성장을 보이면서 주가는 단기 실적과 2025년에도 고성장이 지속적으로 가능한가에 집중하는 경향이 있음. 단, 과거 3년간 펍지는 글로벌 유저수가 크게 증가하면서 언젠게 수익화가 가능한 글로벌 IP로 성장. 2025년엔 편안한 펍지 캐시카우, 인도와 같은 신규 시장의 유저 성장에 관심이 필요. 뿐만 아니라, inZOI, 서브노티카2 등 신작들의 긍정적인 지표에 역시 주목할 필요. 스팀, 유튜브 조회수 외 커뮤니티 반응은 꽤 긍정적. 높은 밸류 매력과 신작 모멘텀을 모두 보유. 대형주 Top-pick으로 추천

컴투스. 2024년은 게임 본업을 비롯하여 연결 자회사들 모두 정상화로 돌아오는 성과가 점차 확인됐던 해. 기존 사업들의 실적 개선이 확인되는 것과 동시에 2025년 신작 모멘텀이 연말부터 강하게 주가에 반영될 전망. 2025년 다수의 신작 중 프로야구 Rising의 기대가 가장 높은 것으로 판단. 기존 라인업(KBO/MLB)도 이미 3년째 약 20% 수준의 성장률을 이어가고 있으며, 여기에 NPB 라인업이 새로 추가되면서 2025년 실적이 크게 개선될 것으로 기대. 중소형주 Top-pick으로 추천

디와이 피엔에프 (104460)

박장욱

jangwook.park@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

21,000

하향

현재주가

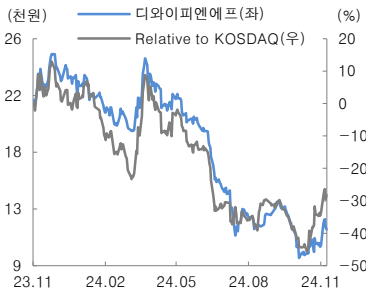
11,800

(24.11.29)

스몰캡업종

KOSDAQ	678.19
시가총액	1,264억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	54억원
52주 최고/최저	24,850원 / 9,680원
120일 평균거래대금	7억원
외국인지분율	3.15%
주요주주	조좌진 외 3인 46.60% 브이아이피자산운용 5.03%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	17.2	-0.1	-42.7	-48.7
상대수익률	28.6	11.4	-29.2	-37.8



*화학플랜트용 PCS 시장 현재 Copperion, Zeplin, 동사가 과점

발틱 프로젝트 매출 반영 시작

- 러시아 발틱프로젝트 매출 3Q24부터 반영 시작
- 해외 레퍼런스 확보로 화학플랜트용 PCS에서 MS확대 기대
- 목표주가 21,000원. 기존대비 25% 하향 조정. 업사이드 77% 보유

3Q24 매출액 628억원(YoY +83.4%), 영업이익: 60억원(YoY +189.6%)

올해 연초부터 인식될 것으로 기대되었던 러시아 발틱 프로젝트가 지연 끝에 3분기부터 매출 반영 시작됨. 3Q24기준 동사의 수주잔고는 약 5,000억 원으로 러시아 발틱 프로젝트를 포함하면 4분기에도 매출이 지속적으로 반영될 전망. 이에 따라 부진했던 실적이 점차 개선될 것으로 기대됨

해외 레퍼런스가 만들어낼 MS 확대

동사는 기존에 Copperion(MS 약 80%)*이 독점하던 화학 플랜트용 PCS 시장에서 의미 있는 해외 고객사 매출을 확보하며 시장 점유율(MS) 확대가 기대됨. 그동안 리레이팅 요소로 평가받았던 글로벌(러시아) 수주에서도 매출이 발생하지 않았으나, 이번 매출 발생을 계기로 글로벌 화학 플랜트용 PCS의 MS 확대에 따른 추가 수주가 이어질 것으로 예상함

투자의견 매수, 목표주가 21,000원으로 25% 하향. (업사이드 +78%)

25년 매출액: 2,650억원(YoY +10.3%), 영업이익 251억원(YoY + 17.5%)으로, 발틱 프로젝트 수주가 실적 개선세를 이어가는 데 기여할 것. 발틱 부문 실적 기여에도 불구하고, 주요 전방 시장인 화학 및 2차전지 시장의 불확실성을 반영하여 목표 주가를 기존 대비 25% 하향 조정. 현재 주가 대비 78%의 상승 여력이 존재 판단

(단위: 억원, %)

구분	3Q23	2Q24	직전추정	잠정치	3Q24			4Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	342	551	799	628	83.4	13.9	0	804	87.1	28.0
영업이익	21	30	94	60	189.6	95.5	0	76	29.3	28.0
순이익	16	25	76	42	159.6	65.2	0	63	23.7	51.5

자료: 디와이피엔에프, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,131	1,441	2,403	2,650	2,822
영업이익	-118	83	214	251	231
세전순이익	-141	67	191	222	226
총당기순이익	-112	57	163	190	193
지배지분순이익	-112	57	163	190	193
EPS	-1,159	590	1,689	1,969	2,001
PER	NA	38.9	6.3	5.4	5.3
BPS	9,976	10,449	11,755	13,315	14,904
PBR	4.1	2.2	1.0	0.9	0.8
ROE	-11.0	5.2	13.7	14.2	12.8

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

하이록코리아 (013030)

박장욱

jangwook.park@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

35,000

유지

현재주가

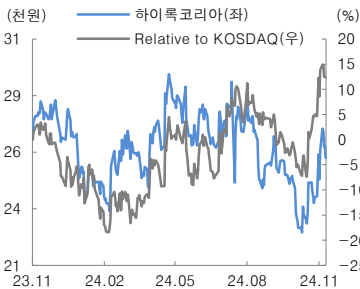
25,750

(24.11.29)

스몰캡업종

KOSDAQ	678.19
시가총액	3,166억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	65억원
52주 최고/최저	29,450원 / 22,450원
120일 평균거래대금	14억원
외국인지분율	26.74%
주요주주	문후건 외 7 인 38.15% 베어링자산운용 외 2 인 10.68%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.4	-4.3	-7.0	-7.0
상대수익률	24.5	6.7	14.9	12.7



에너지 자립 수요 수혜

- 3분기 매출액 및 영업이익의 당사추정치 대비 각각 7.2%, 2.9% 하회
- 일일 드릴쉽 용선료 연초대비 7.8% 상승 등 심해유정 투자 강제 지속
- 목표주가 35,000원 유지. 현재 주가 대비 업사이드 36%

3Q24 매출액 453억원(YoY -2.8%), 영업이익: 137억원(YoY -3.5%)

3분기 매출액 및 영업이익이 당사 추정치 대비 각각 7.2%, 2.9% 하회함. 반도체 부문 부진과 3분기 일시적 원화 강세에 따른 영향. 원/달러 환율이 다시 1,400원 수준에 도달함에 따라 4분기에는 매출액 및 영업이익 소폭 회복 될 것으로 예상함

에너지 자립수요가 이끌고 있는 해양플랜트 투자

심해 드릴쉽의 일일 용선료는 24년 연초 380,000 달러에서 현재 410,000 달러로 연초대비 7.8% 높은 수준을 유지 중. OPEC+와 미국 등 주요 산유국의 증산이 제한적인 상황에서, 에너지 자립 수요에 따라 브라질 등 지역에서 심해유정 투자가 지속되는 중. 이에 따라 동사의 조선/해양 부문에서의 수혜가 꾸준히 이어질 것으로 전망됨

투자 의견 매수, 목표주가 35,000원 유지 (+36%)

25년 매출액: 1,901억원(YoY +1.0%), 영업이익: 585 억원(YoY +2.3%) 전망. 매출 비중 약 10%를 차지하는 반도체 부문의 부진이 지속되는 가운데, 매출 비중 약 20%를 차지하는 조선/해양 부문의 실적 개선세가 전사 실적을 견인 할 것으로 전망함. 에너지 자립 수요로 인한 해양 플랜트 투자가 지속될 것으로 예상함. 목표주가 35,000원 유지. 현재 주가 대비 업사이드 36%

(단위: 억원, %)

구분	3Q23	2Q24	직전추정	잠정치	3Q24			4Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	466	461	486	453	-2.8	-1.7	-	471	0.4	4.0
영업이익	141	147	141	137	-3.5	-7.1	-	134	20.3	-1.7
순이익	125	129	124	89	-28.6	-30.8	-	92	6.7	3.0

자료: 하이록코리아, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,829	1,888	1,882	1,901	1,958
영업이익	407	519	572	585	597
세전순이익	456	607	598	611	619
총당기순이익	344	477	466	476	483
지배지분순이익	339	473	462	472	455
EPS	2,634	3,738	3,612	3,836	3,699
PER	7.8	7.1	7.1	6.7	7.0
BPS	27,705	31,160	34,164	38,337	41,052
PBR	0.7	0.9	0.8	0.7	0.6
ROE	9.4	12.1	11.0	10.4	9.3

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

서진시스템 (178320)

박장욱

jangwook.park@daishin.com

투자의견

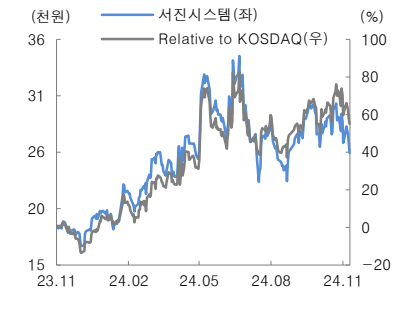
6개월 목표주가 **41,000**

현재주가 **25,450**
(24.11.29)

스몰캡업종

KOSDAQ	678.19
시가총액	14,315억원
시가총액비중	0.38%
자본금(보통주)	281억원
52주 최고/최저	34,450원 / 16,780원
120일 평균거래대금	240억원
외국인지분율	6.82%
주요주주	전동규 외 11 인 26.32% 네오솔루션즈 외 2 인 8.80%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.2	2.2	-21.5	33.5
상대수익률	-1.5	13.9	-2.9	61.9



ESS가 이끌고 반도체 장비가 더해질 것

- 일부 일회성 비용 인식으로 3Q24 추정치 당사 추정치 대비 하회
- 접속 대기 중인 발전 용을 고려 시, ESS시장의 성장 지속 전망
- 25년은 ESS부문에 더해 반도체 부문이 실적 성장 견인할 것

3Q24 매출액 3,148억원(YoY +96.3%) , 영업이익: 333억원 (YoY +957%)

3Q24 매출액 및 영업이익 각각 당사 추정치 대비 2.9%, 22.7% 하회함. ESS부문실적 견조했으나, 일부 일회성 비용 인식에 따라 3Q24 영업이익 추정치 하회함. 주요 전방 고객사인 플루언스 에너지 등에서 ESS에 대한 수요가 견조한 가운데, 4Q24에도 ESS 부문이 동사의 실적 성장을 견인할 것

계속될 ESS 시장의 성장

글로벌 ESS 시장의 가파른 성장세가 지속될 것으로 예상됨. 에너지인사이드에 따르면, 미국 9개 지역 중 8개 지역에서 접속 대기 중인 발전 및 저장 용량이 현재 운영 중인 용량을 초과하고 있음. 특히 캘리포니아에서는 대기 중 설비 용량이 실제 운영 중인 용량의 6.5배에 달하며, 서부 지역은 3.3배, 뉴욕은 2.8 배로 나타남. 대기 중인 용량 대부분은 태양광 및 풍력 발전 설비로 재생에너지 비중의 확대에 따라 저장 용량의 확충이 필수적인 상황

투자의견 매수, 목표주가 41,000원 유지 (+61%)

25년 매출액 19,096억원, 영업이익 2,136억원으로 매출액은 직전 대비 19% 상향 조정한 반면, 영업이익은 기존 추정치와 유사한 수준으로 추정함. 이는 반도체 장비 등 신규 부문 진출로 인한 일부 추가 비용 발생 가능성을 반영한 것. 2025년에는 ESS 부문에 더해 탈중국 흐름의 수혜를 받은 반도체 장비 부문이 동사의 실적 성장을 주도할 것으로 기대함. 목표주가는 41,000원을 유지하며, 현재 주가 대비 61%의 상승 여력을 보유한 것으로 판단

(단위: 억원, %)

구분	3Q23	2Q24	직전추정	잠정치	3Q24			4Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,604	3,089	3,242	3,148	96.3	1.9	#VALUE!	3,741	53.8	18.8
영업이익	31	311	431	333	957.9	6.9	#VALUE!	395	27.5	18.8
순이익	-179	149	282	240	흑전	60.9	#VALUE!	362	129.0	51.1

자료: 서진시스템, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,360	7,787	13,235	19,096	24,825
영업이익	597	490	1,472	2,136	2,855
세전순이익	305	3	1,442	2,015	2,557
총당기순이익	16	-227	1,124	1,572	1,995
지배지분순이익	16	-226	1,124	1,572	1,995
EPS	43	-608	2,250	2,795	3,546
PER	408.2	NA	12.9	10.4	8.2
BPS	14,358	13,257	12,316	13,669	17,154
PBR	1.2	1.4	2.1	1.9	1.5
ROE	0.4	-4.3	20.2	22.7	23.0

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

엑셈 (205100)

박장욱 Jangwook.Park@dashin.com

투자이견 N.R

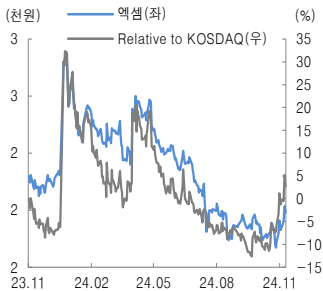
6개월 목표주가 N.R

현재주가 (24.11.29) 1,881

스몰캡 업종

KOSDAQ	694.39
시가총액	1,354억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	72억원
52주 최고/최저	2,970원 / 1,638원
120일 평균거래대금	9억원
외국인지분율	1.76%
주요주주	조종암 36.40%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.7	-0.5	-20.3	-8.2
상대수익률	17.0	9.3	-2.3	7.9



Company Visit Report

성장을 위한 도약 준비

- 온프레미스 및 클라우드 모두 대응 가능한 데이터 모니터링 업체
- 동사는 미국의 데이터독과 유사한 비즈니스를 영위 중
- 엑셈원 매출 증가 등으로 점진적인 매출 회복세가 기대됨

데이터 통합 모니터링 솔루션

동사는 온프레미스와 클라우드 환경에서 데이터를 통합적으로 모니터링 할 수 있는 소프트웨어를 제공함. 기존 온프레미스 환경에서 사용되는 '맥스게이지'와 '인터게이지'에 더해, 클라우드 및 온프레미스 환경 모두를 아우르는 데이터 모니터링 솔루션 '엑셈원'을 출시하며 점점 더 복잡해지는 데이터 모니터링 환경에 대비 중.

점점 더 커지는 데이터 모니터링의 필요성

동사의 비즈니스 모델은 미국의 데이터독(NASDAQ:DDOG)과 유사하며, 데이터 모니터링의 중요성이 커짐에 따라 데이터독은 높은 밸류에이션을 받고 있음(25E P/E: 58배). 동사는 3Q24 기준 신규 고객 45곳을 추가하며, 데이터 시장 성장에 따른 수혜가 지속적으로 나타나고 있음

점진적인 실적의 회복세가 기대되는 동사

24년 매출액 471억원(YoY -12.6%), 영업이익 -14억원(적자전환)을 기록함. 창립 멤버 및 대표이사를 포함한 8명에게 부여된 주식매수청구권으로 인해 연간 20억 원 규모의 주식보상비용이 발생하였고, 직원 수가 23A 316명에서 3Q24 326명으로 증가하면서 인건비 부담도 증가해 연간 적자가 예상됨. 엑셈원의 매출액 성장에 따른 점진적인 실적 회복세가 예상됨

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	473	551	539	471	513
영업이익	123	125	49	-14	31
세전순이익	135	99	111	45	95
총당기순이익	113	96	104	42	89
지배지분순이익	107	86	104	0	0
EPS	321	245	146	0	0
PER	13.3	15.0	14.5	#DIV/0!	#DIV/0!
BPS	1,261	1,323	1,448	1,447	1,447
PBR	1.7	1.4	1.3	1.3	1.3
ROE	13.4	9.6	10.5	0.0	0.0

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

켄코아에어로 스페이스 (274090)

한송협 songhyeop.han@dashin.com

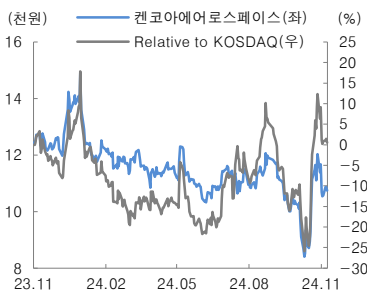
투자 의견 **N.R**

6개월 목표주가 **N.R**

현재주가 **10,570**
(24.11.28) 스몰캡 업종

KOSDAQ	694.39
시가총액	1,365억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	65억원
52주 최고/최저	14,840원 / 8,030원
120일 평균거래대금	26억원
외국인지분율	0.29%
주요주주	케플러 27.48%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	27.0	0.0	-12.0	-14.4
상대수익률	35.5	9.8	7.9	0.6



*PTF: Passenger To Freighter의 약자로 여객기를 화물 기로 개조하는 것
*MRO: 항공기 정비, 수리 및 분해 검사(Maintenance, Repair and Overhaul)를 의미

Company Visit Report

신규 수주 및 공장 증설로 실적 개선 가시화

- 글로벌 우주 항공 기업을 고객으로 두며 약 8,500억원의 수주 확보
- 코로나로 항공 공급망이 위축된 상황에서 고수익 사업 선별 수주
- 공장 증설 효과가 본격화되는 26년부터 실적 성장이 가속화될 것

글로벌 탐티어 기업들과 협력하는 원스톱 항공우주 솔루션 기업

2013년 설립, 2020년 3월 코스닥 상장. 항공기 부품 제조부터 정비, 우주 발사체 부품 생산까지 토털 솔루션을 제공. 기체 설계부터 인종까지 가능한 독보적 기술력을 기반으로 보잉, 에어버스 등 글로벌 항공우주 기업 및 KAI, 한화에어로스페이스 등 국내 방산업체와 파트너십. 특히 에어버스 기종 PTF*를 글로벌 MRO 업체인 ST엔지니어링과 독점계약을 통해 수행 중. 23년 연결기준 매출액 비중은 미국 항공우주 16%, 국내 항공 14%, MRO(군용기, PTF) 50%, 항공소재 20%. 코로나 이후 두 자릿수 매출 성장을 기록했으며 23년 말 기준 약 8,500억원의 수주잔고를 확보

고수익 신규 수주 및 공장 증설을 통해 26년부터 실적 개선 본격화

3Q24 누적 매출액 670억원(YoY-2%), 영업손실 12억원 기록. 매출 성장 부진은 보잉 항공기 인도 지연으로 인한 PTF 개조 물량 감소 때문

2024년 매출은 보합이 예상되나 신규 수주 프로젝트 건들의 높은 비용으로 인해 영업손실 전망. 항공우주산업 특성상 신규 프로젝트는 초기 1~3년 동안 수익성이 낮음. 현재는 수익성 높은 사업 수주에 집중하고 있으며, 동시에 2025년까지 생산 능력 확대를 위한 증설 진행 중. 증설 효과가 본격화되는 2026년부터 큰 폭의 실적 성장 기대

항공우주 공급망 재편으로 고수익 신규사업 위주 수주 증가 기대

동사는 차별화된 기술력과 품질로 코로나19 위기 속에서도 살아남은 항공우주 공급업체. 항공 수요는 회복세를 보이고 있지만 공급망 회복은 더딘 상황인 가운데, 동사는 이를 기회로 삼아 수익성 높은 신규 사업 중심의 선별 수주에 나서고 있음. 앞으로 공격적인 신규 수주 활동과 이를 뒷받침할 대규모 설비투자, 글로벌 공급망 내 입지 강화 등이 순조롭게 진행될 경우 중장기적으로 고성장을 이어갈 수 있을 것으로 기대

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	759	911	915	1,065	1,375
영업이익	80	9	-1	81	180
세전순이익	42	-11	-18	92	203
총당기순이익	32	-18	-51	72	160
지배지분순이익	32	-18	-51	72	160
EPS	269	-146	-392	558	1,235
PER	45.0	NA	NA	19.0	8.6
BPS	3,162	4,609	4,787	5,234	5,321
FBR	3.3	2.3	2.2	2.0	2.0
ROE	10.2	-3.8	-8.5	11.9	26.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배 기준으로 산출 / 자료: 켄코아에어로스페이스, 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.