

Morning Meeting Brief

Macro

오래가지 않을 미국 물가 걱정

- 미 11월 CPI, PPI 전월비 상승세 확대되며 디스인플레이션 정체 우려
- 12월 연준 금리인하 예상하지만, 점도표, 중립금리 상향 조정 경계
- 한계노동비용 증가세 둔화, 내년 1분기 수요 압력 둔화 가능성, 기저효과 등을 감안할 때 물가 하향 안정 흐름 유호

이하연. hayeon.lee@daishin.com

Strategy

KOSPI 반전(反轉), 6개월 연속 하락은 없다!

- KOSPI 급반등으로 2,500선 근접. 6개월만에 월간 수익률 플러스 반전 가능성
- 04년 7월 흐름 주목. 대내 불확실성 완화 시 우호적인 대외 모멘텀에 KOSPI 강세
- 정치적 불확실성 완화 + 미중 소비 동력 + 12월 수급 계절성 = KOSPI 반전 지속

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

Global Strategy

2025년 글로벌 패러다임 변화: US 블록 vs. Non US 블록

- 세계질서 인식 요소, 정치적인 패권국가, 경제적 지배질서가 자유주의 vs. 보호무역 여부
- 향후 세계질서, 이해와 분석 여부에 따라 다양한 시나리오 전개: 신냉전 vs. 미설명 vs. 제3의 관점
- 분명한 것은 국익을 최대화할 수 있는지가 핵심 요소. 신냉전 관점(US 블록 vs. Non US 블록) 유력

문남중. namjoong.moon@daishin.com

Global Strategy

[일본 마켓 레이터 Weekly / 12월 3째주 전략] 일본, 원전 회귀 선언

- 일본 정부, '전략 에너지 계획' 초안을 발표할 예정
- 탈원전 정책 폐기, 원자력 발전을 탈탄소화의 주된 수단으로 밝힐 전망
- 탈원전 정책 고수했던 국가들에 영향. 원자력 테마, 중장기적으로 부각

문남중. namjoong.moon@daishin.com

Commodity

인플레이션 수출 준비하는 중국, 다시 기대되는 유동성 효과

- 2009년 이후 처음으로 통화정책 완화 선언한 중국, 의구심 속 커질 정책 기대감
- 트럼프 고관세 부과 앞두고 용인될 위안화 약세? 순서상 지금은 인플레이션 수출이 최우선
- 중국의 내수 붕괴 우려로 흔들렸던 원자재, 이제는 회복에 대해 논해야 될 시점

최진영. jinyoing.choi@daishin.com

위안화에 대한 고민

- 최근 미중갈등 격화 및 관세 강화 우려에 위안화 약세 흐름 지속
- 향후 중국의 대응에 상반된 시각, 위안화 약세 용인 vs. 인플레이션 수출
- 본격적인 관세 부과 이전 선제적으로 위안화 약세 용인할 가능성 제한적

이주원, joowon.lee2@daishin.com

산업 및 종목 분석

[Issue comment] IT/전기전자(Tech weekly) : 불확실성의 완화, 2025년 관점에서 바닥권 인식으로 비중확대

- 밸류에이션 매력과 25년 실적개선에 초점을 맞추어 점진적인 비중확대 제시
- 반도체보다 전기전자 업종에서 반등 선행을 예상하며, 최선호주는 삼성전기
- 1H25, LG전자 인도법인의 IPO(기업공개) 추진

박강호, kangho.park@daishin.com

[Initiation] 방위산업: 변화의 시기, 성장축을 점검할 때

- 휴전 가능성, 높아지는 무역장벽, 종목별 움직임 차별화 시기 도래 예상
- 관심에서 벗어나 있던 제3세계 국가 군현대화 및 무기 확충 수요에 주목
- 수출 지역이 다변화된 업체 추천. LG넥스원, 한국항공우주 선호

이태환, taehwan.lee@daishin.com

[Initiation] 한화에어로스페이스: 국가대표 방산주

- 9월 지배구조 개편을 통해 항공우주, 지상방산 중심의 사업구조 확립
- K9의 우수한 수주경쟁력은 높은 마진율로 연결. 지속가능한 수주 성장
- 폴란드형 무기 인도로 '24년 OP 고성장, '25년도 YoY +19% 성장 가능

이태환, taehwan.lee@daishin.com

[Initiation] 한국항공우주: Highest Power

- 고정익은 T-50계열 수출과 KF-21 양산 등 확실한 성장 구간 진입
- 회전익은 KUH 수출이 유력하게 진행되고 있고, LAH도 양산 단계 전환
- '25년부터 본격적인 매출, 이익 성장 유력. 업종 내 차선호주 추천

이태환, taehwan.lee@daishin.com

[Initiation] LG 넥스원: 담보된 성장에 무인화 트렌드까지

- 중동 3국향 천공-배 매출 본격화 및 미국향 비공 수주 가능성에 주목
- TMMR 2차 양산 기반의 견조한 C4I 매출 및 이익 성장세 유지
- 고스트로보틱스 인수를 통한 무인화 전장에서의 경쟁력 확보

이태환, taehwan.lee@daishin.com

[Initiation] 한화시스템: 우리는 핵심만 담당해

- 폴란드 K2, TICN 4차 매출 확대 구간. '25년 M-SAM, KF-21 추가 예정
- 한화그룹 캡티브 물량 바탕으로 ICT도 안정적인 매출 및 이익 성장 중
- 방산 수익성 개선과 별개로 연결예정 필리조션소 실적 상황은 유의 필요

이태환, taehwan.lee@daishin.com

[4Q24 Preview] 영원무역: 2025년 실적 개선은 기정 사실

- 4분기 OEM 사업부 매출 달러 기준 5% 성장 추정
- Scott 4분기 대규모 적자 지속되나 재고 부담도 한층 낮아질 전망
- 본업 턴어라운드, Scott 부진 연내 마무리로 2025년 실적 개선 전망

유정현. junghyun.yu@daishin.com

[Initiation] 대응제약: 높아지는 글로벌 진출 기대감

- 투자 의견 매수, 목표주가 175,000원으로 커버리지 개시
- 나보타, 글로벌 특신 시장 1, 2위 미국과 유럽시장에 성공적으로 안착
- 펙수클루 25년 매출 1,000억원 돌파 전망, 내년 중국 출시도 기대

이희영. heeyoung.lee@daishin.com

오래가지 않을 미국 물가 걱정

- 미 11월 CPI, PPI 전월비 상승세 확대되며 디스인플레이션 정체 우려
- 12월 연준 금리인하 예상하지만, 점도표, 중립금리 상향 조정 경계
- 한계노동비용, 내년 1분기 수요 압력 둔화에 물가 하향 안정 흐름 유효

미국 디스인플레이션 정체 우려

미국 11월 물가지표가 예상에 부합한 수준으로 발표되면서 시장은 12월 연준 금리 인하를 기정사실로 받아들이기 시작했다. 한편으로 10월대비 확대된 물가상승률은 디스인플레이션이 마무리됐다는 우려로 이어졌고, 12월 FOMC회의 이후 발표될 SEP에서 점도표 및 중립금리 상향 조정 가능성을 높이면서 시장금리 상승 및 달러 강세 압력으로 작용했다.

11월 물가 상승은 식품 가격 상승이 주도했다. 조류독감 영향으로 계란 가격이 큰 폭 상승한 것이다. 여기에 중고차 가격, 호텔숙박비 등이 상승하며 허리케인 여파도 여전히 물가 상승 압력으로 작용했다. 한편 물가 안정을 저해했던 주거비는 임대료, 소유주등가임대료(OER) 모두 상승 폭 둔화가 재개되면서 우려와 달리 서비스물가는 다소 안정적인 모습을 나타냈다. 게다가 PPI 중 PCE에 반영되는 부문(항공료, 포트폴리오관리비 등)의 물가는 오히려 전월보다 하락 전환되었다. CPI/PPI와는 다르게 11월 PCE물가에서는 전월대비 물가상승세가 하향 안정될 가능성도 열어둘 필요가 있다.

더디지만 물가 하향 안정 흐름 유효

물론 최근 기대인플레이션 추이, 기저효과 등을 감안할 때 당분간 물가에 대한 시장 경계는 불가피해 보인다. 하지만 미국 물가 우려는 길게 가지 않을 전망이다. 더디지만 여전히 미국 물가 하향 안정 흐름은 유효하다.

중장기적으로도 물가 항방에는 한계노동비용의 영향이 크게 작용하는데, 미국은 생산성 개선으로 한계노동비용 증가세가 둔화 흐름을 나타내고 있다. 최근 AI 등 첨단 기술 상용화가 빨라지면서 생산성 추가 개선이 가능할 것으로 예상되며, 생산성 개선은 인건비의 판매가격 전가를 제한해 줄 것이다.

가파른 확장세를 이어온 미국 소비수요가 내년 1분기 잠시 둔화될 수 있다는 점도 물가 우려를 낮추는 요인이다. 최근 연말 소비는 당초 예상보다 건조한 흐름을 나타내고 있다. 여전히 가격에 민감한 저소득층, 중산층을 중심으로 할인 프로모션을 통한 수요가 유입되고 있는 것으로 판단된다. 이는 연말소비 이후 내년 1분기 소비 공백 가능성을 높여준다. 게다가 올해 건조한 고용시장을 이끈 정부 노동수요가 트럼프 취임 이후에는 다소 위축될 수 있다는 점도 향후 수요축 물가상승압력을 낮추는 요인으로 작용할 전망이다.

Strategy

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

KOSPI 반전(反轉). 6개월 연속 하락은 없다!

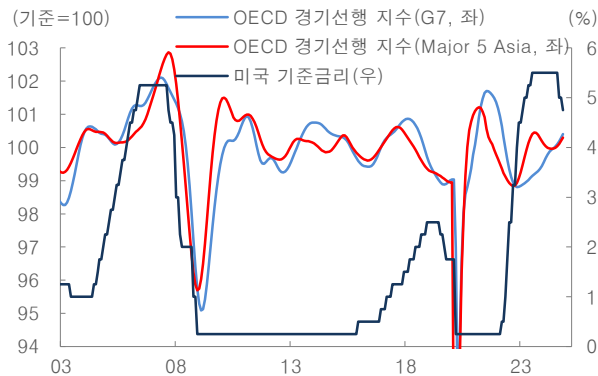
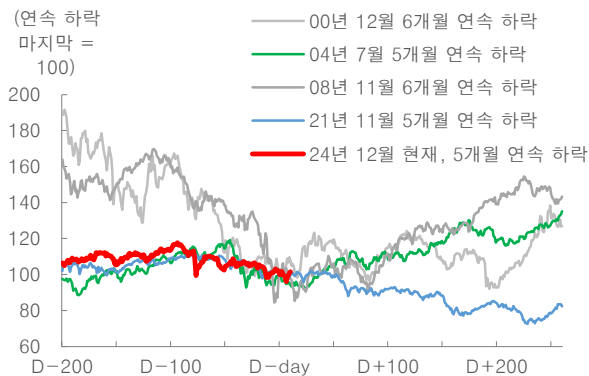
- KOSPI 급반등으로 2,500선 근접. 6개월만에 월간 수익률 플러스 반전 가능성
- 04년 7월 흐름 주목. 대내 불확실성 완화 시 우호적인 대외 모멘텀에 KOSPI 강세
- 정치적 불확실성 완화 + 미중 소비 동력 + 12월 수급 계절성 = KOSPI 반전 지속

국내 정치적 불확실성 여파로 2,360p까지 하락했던 KOSPI가 드라마틱한 반전을 보였다. 4거래일 연속 급반등하며 저점대비 130p 이상 올라 단숨에 2,500선에 근접했다. 이로써 KOSPI 12월 월간 수익률은 플러스 반전했다. KOSPI는 7월부터 11월까지 5개월 연속 하락 마감했다. 12월 첫째주까지 -1.13%를 기록하면서 6개월 연속 하락 가능성이 높아졌다. 2000년 이후 5개월 이상 연속 약세를 기록 한 경우는 단 네 번에 불과하다. 2000년 12월과 2008년 11월은 6개월 연속하락했는데, IT버블과 글로벌 금융위기 당시였다. 버블붕괴와 글로벌 경기 침체 여파로 KOSPI를 비롯한 글로벌 증시가 급락했다. 5개월 연속 하락은 2004년 7월과 21년 11월이었다. 2004년 7월은 국내 카드사태 이슈, 21년 1월은 글로벌 경기 정점통과와 급격한 금리인상 사이클이 맞물린 시점이었다.

현재로서는 2004년 7월과 유사한 흐름이 전개될 가능성 높다. 당시 KOSPI 약세는 글로벌 경기둔화와 금리인상 사이클에 대한 우려가 반영되기도 했지만, 국내 카드사태 여파로 KOSPI의 차별적인 약세가 전개되었다. 이후 사태 해결과 글로벌 경기 회복, 중국 경기 모멘텀 강화 등의 영향으로 빠른 분위기 반전이 가능했다. 이번에도 국내 내수 불안, 자체 동력 부재에 정치적 불확실성이 가세한 결과, KOSPI는 차별적인 약세를 보여왔다. 반면, 글로벌 주요국들의 금리인하 사이클은 빨라지고 정책드라이브는 강화되면서 글로벌, 특히 Non-US 경기회복이 가시화될 전망이다. 현재 G7 OECD 경기선행지수는 상승세를 이어가고 있고, 신흥 아시아 경기선행지수도 상승 반전에 성공했다. 한국 수출, 기업 이익에 긍정적인 변화다.

정치적 불확실성 완화가 명확해지면 그동안 억눌려왔던 KOSPI의 반전이 더욱 뚜렷해질 전망이다. 특히, 다음주 중국(16일), 미국(17일) 소매판매와 산업생산 등 실물지표를 확인하면서 여전히 견고한 미국 경기와 함께 중국 경기 회복세를 재확인할 수 있다. 19일 12월 FOMC 이후 미국 금리인하 사이클에 대한 시장의 안도감이 유입될 가능성이 높다. 게다가 연말까지 12월 수급 계절성(외국인 선물 매수, 기관 프로그램 매수)이 지속/강화될 것이다. KOSPI 2,500선 돌파/안착과정에서 단기 등락이 있더라도 매수 대응이 필요한 시점이다.

5 개월 이상 연속 하락 이후 KOSPI 추이. 2004 년 7 월과 유사한 패턴 예상. 글로벌 경기선행지수 상승세 뚜렷



자료: FnGuide, OECD, FED, Bloomberg, CEIC, 대신증권 Research Center

Global Strategy

Global Strategist 문남중
namjoong.moon@daishin.com

2025년 글로벌 패러다임 변화: US 블록 vs. Non US 블록

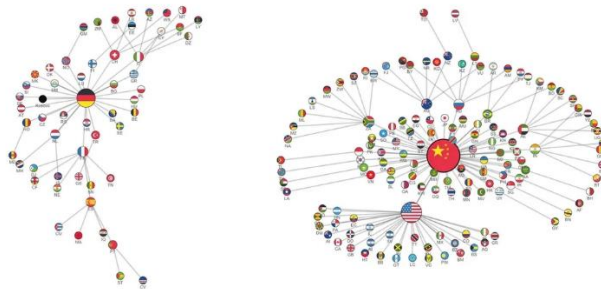
- 세계질서 인식 요소, 정치적인 패권국가와 경제적 지배질서인 자유주의 유무
- 향후 세계질서 이해, 분석 여부에 따라 신냉전 vs. 미설명 vs. 제3의 관점
- 분명한 것은 국익을 최대화할 수 있는지가 핵심 요소, 신냉전 관점 유력

국제질서는 변화하기 마련이며 작금의 국제정세는 변화의 중요한 변곡점으로 인식되고 있다. 세계질서를 정확하게 인식하고자 할 때 가장 중요한 요소는 정치적으로는 패권국가가 어느 나라인가 하는 점이며 경제적으로는 지배질서가 자유주의인가 보호주의인가 하는 점이다. 현재 세계질서의 패권국가가 미국이며 이에 도전하는 국가가 중국이라는데 대해 대부분 동의한다. 과거 냉전시대에는 G2가 미국과 소련이었으며 플라자 합의 이전까지는 미국과 일본이었다. 이제는 G2 자리를 미국과 중국이 차지하며 옹호 상박의 기세로 패권국가의 지위를 유지하려는 힘과 도전하는 힘이 팽팽히 맞서는 과도기를 지나가고 있다. 경제적으로는 자유무역의 질서가 근간을 이루고 있지만 각 국가 혹은 각 지역별로 영역을 설정하고 장벽을 쌓으려는 블록화의 흐름도 관찰되고 있다.

향후 세계질서를 어떻게 이해하고 분석하는가에 따라 다양한 시나리오가 전개될 수 있다. 그 중 하나로 미국을 중심으로 일본과 서방을 하나의 진영으로 묶고 중국을 중심으로 러시아와 북한을 하나의 진영으로 묶어 신냉전의 관점에서 세계질서를 분석하려는 관점이다. 이러한 관점에서 한반도를 바라보면 북한의 입장을 더욱 넓혀주는 세계질서의 도래를 예측할 수 있다. 다른 한편으로 냉전 혹은 신냉전의 관점에서 세계질서를 바라보기에는 현재의 세계질서는 너무나 복잡하고 다양하다는 관점도 존재한다. 과거 냉전시대의 진영 개념으로 조망하면 서방 세계의 국가들이 러시아나 중국과의 경제교역 등을 단절해야 마땅하다. 하지만 현실 속에서는 독일 및 일본 등 서방 세계의 국가들이 자국의 이익을 추구하면서 러시아산 값싼 원유나 가스를 거래하는 등 경제교역을 유지하고 있어 이러한 현상을 설명하기 어려운 것이다. 분명한 것은 국익을 최대화할 수 있는지가 핵심 요소로 부각되면서 제3의 관점이 세계질서를 재편할 여지도 있다.

그림 1. 플라자 합의 이후, 현 패권국가 미국 그리고 도전국가 중국

Countries connected to their primary trading partner in 2020
Exports + imports. Data: International Monetary Fund. Flags were not available for countries in black.



자료: IMF, 대신증권 Research Center

Global Strategy

Global Strategist 문남중
namjong.moon@daishin.com

일본, 원전 회귀 선언

- 일본 정부, '전략 에너지 계획' 초안을 발표할 예정
- 탈원전 정책 폐기, 원자력 발전을 탈탄소화의 주된 수단으로 밝힐 전망
- 탈원전 정책 고수했던 국가들에 영향. 원자력 테마, 중장기적으로 부각

일본 정부가 빠르면 이번 주, '전략 에너지 계획' 초안을 발표할 예정이다. 동 계획은 균형 잡힌 에너지 믹스를 목표로 2011년 후쿠시마 원전 사고 이후 유지해 왔던 원자력 의존도 감소 정책을 폐기하고 원자력 발전을 탈탄소화의 주된 수단으로 밝힐 것으로 알려졌다.

일본 정부는 원전 재가동을 적극적으로 추진할 방침으로 경제산업성은 2040년까지 재생에너지 비중을 40~50%, 원자력 발전 비중을 20%로 확대하는 방안을 검토하고 있다. 이와 함께 온실가스 배출량 감축 목표도 민간 부문의 참여를 유도하면서 2035년까지 2013년 대비 60%, 2040년까지 73% 감축을 목표로 설정할 계획이다.

일본의 원전 회귀 선언은 2050년 탄소 중립 목표 달성을 위해 원자력 발전 비중을 확대하고 안정적인 전력 공급망을 구축하겠다는 의지를 보여준 것으로, 그동안 탈원전 정책을 고수해왔던 국가들에게 영향을 미칠 것으로 판단된다. 원자력 발전은 생성형 AI 시장 성장에 따른 전력 수요 급증을 대응하는 핵심적인 역할을 할 것이며, 이에 따라 중장기적으로 원자력 테마가 다시금 주식시장에서 각광받는 시기가 도래할 전망이다.

2011년 후쿠시마 원전 사고 이후 전세계적으로 원전 안전에 대한 우려, 이에 대한 경각심을 일깨워줬던 당사국인 일본이 원전 재가동을 적극적으로 추진할 것으로 예상되는 점은 향후 탄소 중립, 경제성, 에너지 안보를 두고 원자력 발전에 대한 사회적 합의를 끌어내게 되는 시작점이 될 것이다.

이번 주 중요 경제지표 및 이벤트(24.12.16~12.22)

경제지표 & 이벤트명	국가	일정	전기치	예상치	방향성	내용 및 시사점
12월 금정위	일본	12.19	0.25	0.25	-	BOJ, 외환시장 인식에 따라 빠르면 12월, 늦어도 내년 1월 금리 인상
12월 FOMC	미국	12.19	4.75	4.50	▼	11월 CPI 결과 등 25bp금리 인하 기정사실화. 엔화 강세 요인
11월 CPI / 근원	일본	12.20	2.3 / 2.3	- / 2.6	- / ▲	전기, 가스비 보조 정책 영향으로 에너지 관련 비용 상승 폭 감소 여지

일자	국가	주요 지표	기간	단위	전기치	예상치	대비
12.16	일본	제조업 / 서비스업 PMI	12월	%	49.0 / 50.5	- / -	- / -
12.18	일본	수출 / 수입	11월	% YoY	3.1 / 0.4	2.8 / 1.0	▼ / ▲
12.19	미국	FOMC	12월	%	4.75	4.50	▼
	일본	금정위	12월	%	0.25	0.25	-
12.20	일본	CPI / 근원	11월	% YoY	2.3 / 2.3	- / 2.6	- / ▲

기준일: 24. 12. 13

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

인플레이션 수출 준비하는 중국, 다시 기대되는 유동성 효과

- 2009년 이후 처음으로 통화정책 완화 선언한 중국, 의구심 속 커질 정책 기대감
- 트럼프 고관세 부과 앞두고 용인될 위안화 약세? 지금은 인플레 수출이 최우선
- 중국의 내수 붕괴 우려로 흔들렸던 원자재, 이제는 회복 가능성을 논할 시점

시진핑의 발언에 반등 시도한 원자재 시장, 2009년 이후 첫 등장한 완화 스탠스

지난 12일, 시진핑 중국 공산당 총서기는 정치국 회의에 이어 경제공작회의에서도 내년 통화정책을 '다소 완화'하라고 주문했다. 원자재 지수는 글로벌 최대 원자재 소비국 중국에 대한 정책 기대감에 반등을 시도하고 있다. 이전과 어떤 차이가 존재하는 것일까?

이를 확인하기 위해서는 중국 인민은행이 구사하는 수사법을 바라볼 필요가 있다. 기본적으로 중국의 통화정책은 5가지 수식어가 붙는데 '긴축(从紧)'과 '다소 긴축(适度从紧)', '중립 또는 온건(稳健)', '다소 완화(适度宽松)', 그리고 '완화(宽松)'로 표현된다. 이번의 경우 중립 스탠스에서 다소 완화로 전환된 것으로 긍정적으로 해석할 수 있다.

물론 5단계인 완화가 아니라는 점에서 정책 강도에 대한 의구심을 가질 수 있다. 그러나 5단계인 완화는 1993년 이후 단 한번도 언급된 바 없으므로 이번 시진핑의 발언은 큰 의미를 갖는다. 4단계인 다소 완화가 유동성이 가장 풍부했던 2009년 이후 처음으로 등장했다는 점에서 낙관적으로 바라볼 필요가 있다.

원자재 Proxy 위안화의 절하? 일에도 순서가 있는 법, 지금은 인플레 수출 타이밍

이러한 가운데, 로이터는 중국 당국이 트럼프의 고관세 부과에 맞서 위안화를 7.5위안까지 절하할 것이라 보도했다. 원자재 가격의 Proxy인 위안화가 약세라면 원자재 역시 약세가 불가피할 부분이다. 하지만 일에는 순서가 있는 법, 당장 위안화 약세를 용인할 가능성은 제한적이다. 2018년 5월 중국은 미국과의 관세 전쟁이 본격화되자 위안화 약세를 용인했다. 위안화 카드를 전쟁 발발 시점이자 내수가 회복된 때 사용한 것이다.

반면, 지금 중국은 1차 대응 수단으로 2016~2017년처럼 환율이 아닌 인플레이션 수출을 준비 중이다. 이번 회의에서는 위안화 안정 기조를 유지하되 물가 상승을 유도하라는 메시지가 전달됐다. 지난 자료 <비관론 물리칠 중국의 인플레 수출과 미국 기업의 투자 재개(11/25)>에서 살펴본 바와 같이 인민은행은 회의록상 '물가 상승을 위한 정책 지원'을 강조하며 '물가 안정 유지' 문구를 삭제했다. 정책 자문 기구인 사회과학원은 내수 상황을 고려해 인플레이션 수출을 권고했다. 이는 고관세 부과를 지연시키겠다는 의도이다. 당장 절하를 용인하려 했다면 수출 환급세를 폐지/축소할 이유도 없었다.

중국의 내수 붕괴 우려로 흔들렸던 원자재, 이제 회복 가능성을 논할 시점

지난 3/4분기 중국의 내수 붕괴 우려는 원자재 시장을 뒤흔든 원흉이다. 그런 중국은 2009~2010년처럼 지급준비율과 금리 인하를 준비 중이다. 인민은행의 대차대조표는 Fed와 ECB를 합한 것보다 규모가 크다. 중국의 유동성 투입은 원자재에 있어 나쁠 이유가 없다. 원자재 시장에 비관론 가져왔던 중국, 이제 회복을 논할 시점이다.

위안화에 대한 고민

- 최근 미중갈등 격화 및 관세 강화 우려에 위안화 약세 흐름 지속
- 향후 중국의 대응에 상반된 시각, 위안화 약세 용인 vs. 인플레이션 수출
- 본격적인 관세 부과 이전 선제적으로 위안화 약세 용인할 가능성 제한적

최근 미중갈등 격화 및 관세 강화 우려에 위안화 약세 흐름 지속

최근 대외적으로 달러 강세압력이 일부 완화되었음에도 달러위안환율은 7.26~7.28 위안 대에서 등락을 보이며 높은 수준을 유지하고 있다. 트럼프 당선 이후 미중갈등 격화 및 관세 강화 우려에 위안화 약세가 지속되는 모습이다.

향후 중국의 대응에 상반된 시각, 위안화 약세 용인 vs. 인플레이션 수출

트럼프의 대중관세 강화 의지가 드러난 상황에서 중국의 대응에 대한 상반된 시각이 존재한다. 지난 주 인민은행이 향후 위안화 약세를 달러당 7.5위안까지 용인할 수 있다는 보도가 전해졌다. 무역갈등에 대한 대응으로 수출 경쟁력을 위해 위안화 약세폭을 확대할 수 있다는 것이다.

한편, 다른 시각은 관세 부과를 지연시키고자 인플레이션 수출을 준비한다는 것이다. 현재로서는 후자의 대응이 먼저 이뤄질 가능성이 높아 보인다. 올해 추가로 발표한 부양정책 모두 내수 부양에 초점을 두고 있으며, 지난 주 정치국회의 및 경제공작회의에서도 이러한 방향성을 강조했다. 특히 위안화 안정기조 유지 문구에 변함이 없었다는 점에서, 위안화 약세 용인보다 물가상승을 위한 지원을 더 우선적으로 다룰 것임을 시사한다는 판단이다.

본격적인 관세 부과 이전 선제적으로 위안화 약세 용인할 가능성 제한적

트럼프 1기에도 관세를 본격적으로 부과하기 전에는 내수진작과 감산 조치로 인플레이션 수출을 유도한 바 있다. 과거에도 관세 부과 이전에 선제적으로 대응하지 않고, 본격적인 관세 부과가 시작된 시점(2018년)부터 위안화 약세폭이 확대된 점을 확인할 수 있다. 트럼프 2기 시작을 앞둔 가운데, 이번에도 중국의 대응은 이와 같은 순서로 이뤄질 공산이 크다.

최근 발표한 수출 환급세 하향 조치가 기업들의 공급 감소 및 소비자 가격 상승으로 이어질 수 있다. 여기에 2009년 이후 처음으로 통화정책을 '다소 완화'할 것으로 문구를 변경하며 적극적으로 유동성을 확대하는 점 역시 인플레이션 수출을 뒷받침할 전망이다. 또한 내년 목표에 부동산+주식 시장 안정 주력을 포함한 만큼, 위안화 수요가 일부 유입될 가능성도 잔존한다. 이를 감안했을 때 미국이 본격적으로 대중 관세를 강화하기 전까지 위안화는 인위적으로 약세폭을 확대하기보다, 중국 부양 관련 기대에 연동되는 흐름을 예상한다.

IT/전기전자

박강호 kangho.park@daishin.com

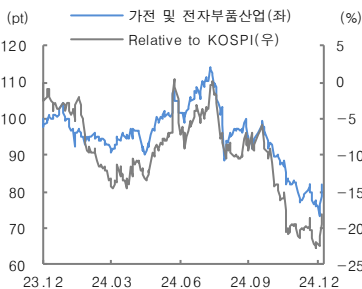
투자 의견

Overweight

비중 확대, 유지

Rating & Target

주기 수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.2	8.7	-5.8	-8.3
상대수익률	2.0	5.5	-9.5	-7.3



불확실성의 완화, 2025년 관점에서 바닥권 인식으로 비중 확대

- 밸류에이션 매력과 25년 실적개선에 초점을 맞추어 점진적인 비중 확대 제시
- 반도체보다 전기전자 업종에서 반등 선행을 예상하며, 최선호주는 삼성전기
- 1H25, LG전자 인도법인의 IPO(기업공개) 추진

12월 셋째주, 불확실성의 축소, 4Q 실적 부진은 선반영

2024년 12월 셋째주(12.16~20), 대외적인 불확실성이 완화된 가운데 긍정적인 변화, 뉴스에 반응한 바닥, 저점에 대한 인식이 높아질 전망이다. 우려하였던 2024년 4Q 실적 부진은 비상계엄 선포/해제, 탄핵국면 등 국내 불확실성 이슈로 주가 하락의 시기에 일부 반영된 것으로 판단한다. 현 시점에서 밸류에이션 매력과 단기 낙폭 이후에 2025년 IT기기 수요 회복(전년대비 성장 추정), 실적개선에 초점을 맞춘 전략, 점진적인 비중 확대를 신규로 제시한다. 이전보다 긍정적인 시각의 전환이 필요하다. 배경으로 1) 중국 정부의 추가적인 경기 부양 정책 기대, 2025년 중국 내수에서 IT기기의 생산, 판매 증가로 연결 예상 2) 국내에서 탄핵 정국 등 불확실성 이슈는 지속되나 완화, 강도는 약해지고 있으며 3) 2024년 4Q 실적 하향으로 2025년 실적 기준의 밸류에이션 매력이 중요한 판단(점진적인 비중 확대) 근거로 작용한다. 반도체보다 전기전자 업종에서 반등의 선행을 예상한다. 최선호주로 삼성전기를 유지한다.

AI 대표 기업인 엔비디아의 주가가 다른 빅테크 기업 대비 약세이다. 배경은 중국 정부가 엔비디아를 대상으로 반독점법 위반 혐의(엔비디아의 이스라엘 반도체 기업인 멜라노스 인수 관련 내용, 부과된 7개 조건의 이행 여부 점검) 조사에 착수하였다는 내용이다. 단순한 조사보다는 미국의 중국 수출 금지 대상 품목에 고대역폭 메모리(HBM) 등을 추가한 통제 강화 조치에 대응한 것으로 보인다. 엔비디아 관련된 중국의 규제가 장기화, 확대될 경우에 엔비디아의 실적 둔화 우려가 예상된다. 엔비디아의 주가 약세는 국내 반도체 및 AI 관련 기업에 부담이다.

엔비디아의 주가 약세가 지속되면 2025년 IT 업종내 주도주 역할은 교체된다. 2025년 주요 IT기기가 AI 중심으로 교체 수요가 진행되면 범용 메모리, 수동 부품내 고부가 중심의 매출 확대로 이익 개선이 예상을 상회할 가능성이 높다. 삼성전자와 삼성전기의 수혜가 예상된다. AI 기능 및 서비스 확대 차원에서 2025년 스마트폰 중심으로 메모리(디램)의 상황이 예상된다. 삼성전자의 갤럭시 S25(2025년 1월 출시)의 울트라 모델에 디램 용량은 16G(2024년 12G) 적용을 언급되고 있다. 애플의 아이폰 17(2025년 9월 출시)도 AI 인텔리전스를 활용 차원에서 프리미엄 모델에 12G 적용(2024년 8G) 가능성이 높아지고 있다. 메모리 용량의 확대는 주변의 수동부품 사양도 동시에 상향된다. 스마트폰 시장은 양극화, 선진 시장은 프리미엄 모델에 수요가 높기 때문에 2025년 교체수요를 기대한다.

방위산업

변화의 시기, 성장축을 점검할 때

- 휴전 가능성, 높아지는 무역장벽, 종목별 움직임 차별화 시기 도래 예상
- 관심에서 벗어나 있던 제3세계 국가 군현대화 및 무기 확충 수요에 주목
- 수출 지역이 다변화된 업체 추천. LIG넥스원, 한국항공우주 선호

방위산업 투자 의견 비중 확대(Overweight) 제시

주요 방산업체 4사 기준 합산 시가총액은 2020년 5조원→2024년 28조원으로 급증. '28년까지의 이익 성장이 담보되었다고는 하나, 수주 산업인 이상 추가 수주 확보를 통한 주가 상승 모멘텀 필요. '25년은 러우 전쟁의 휴전 가능성, 트럼프 2.0시대가 촉발할 무역장벽이 주요 변수로 등장. 업종 전체의 무차별 상승보다는 종목별로 움직임이 차별화될 수 있는 시기로 판단

제3세계 무장 및 군 현대화 수요에 주목

전쟁이 발발한 유럽-중동 중심의 지상방산 수요가 K-방산 수출 상승으로 이어지며 경쟁력 재평가 계기로 작용. 다만, 1) 미국-유럽의 무역장벽 상승, 2) 대규모 수출계약 완료를 인해 추가 대형수주 확보에 어려움 늘어날 것. 대신, 비교적 관심에서 벗어나 있던 동남아-중남미 등 제3세계 국가들도 군현대화 및 무기 확보, 방위산업 역량 성장에 대한 수요가 높은 것을 확인. 제3세계 비즈니스를 통해 한국산 무기 트랙 레코드 추가 확보와 내실을 다질 시간

상황이 서로 다른 두 개의 전쟁

러시아-우크라이나 전쟁은 양측 소모가 크고 피로가 누적된 상황 속에서 트럼프의 귀환으로 '25년 내 휴전 가능성이 높아졌다고 판단. 우크라이나는 서방세계 지원없이 독자적으로 전쟁을 수행할 능력이 부족. 반면, 이스라엘-하마스-헤즈볼라 전쟁은 일시 휴전에 돌입했으나, 양측 전투 의지가 여전히 강하며, 미국의 직접 개입 가능성도 낮다고 판단하여 지속될 가능성 있음

Top-Pick: LIG넥스원 / 차선호주: 한국항공우주

전쟁 종료 가능성과 미국-유럽 무역장벽 강화에 대응하는 관점에서 수출지역이 다변화된 업체들을 추천. LIG넥스원은 중동·미국·ASEAN 등 수주 가능성과 고스트로보틱스 인수로 미래 전장 환경을 선점. 한국항공우주는 밸류 부담이 낮은 한편, '25년 가시화된 이익 성장과 FA-50, KF-21 수출 가능성에 주목

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	14,256	17,940	19,232	23,222	26,953
영업이익	760	1,218	2,042	2,474	3,067
세전순이익	433	2,082	1,515	2,027	2,657
총당기순이익	305	1,716	1,296	1,663	2,179
지배지분순이익	360	1,566	1,256	1,540	2,020
EPS	1,003	4,361	3,515	4,350	5,707
PER	35.3	11.1	22.5	18.4	14.0
BPS	20,112	23,168	26,412	30,755	36,271
PBR	1.8	2.1	3.0	2.6	2.2
ROE	5.0	20.2	14.2	15.2	17.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
 자료: 한화에어로스페이스, 한국항공우주, LIG넥스원, 한화시스템 합산, 대신증권 Research Center



이태환 taehwan.lee@daishin.com

투자 의견

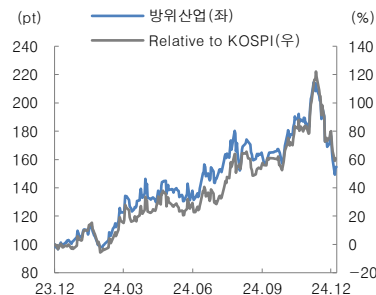
Overweight

비중 확대, 신구

Rating & Target

종목명	투자 의견	목표주가
한화에어로스페이스	Buy	430,000원
한국항공우주	Buy	86,000원
LIG넥스원	Buy	305,000원
한화시스템	Buy	26,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-24.4	-3.4	13.6	60.1
상대수익률	-19.9	0.8	26.9	66.7



한화에어로 스페이스 (012450)

이태환 taehwan.lee@dai shin.com

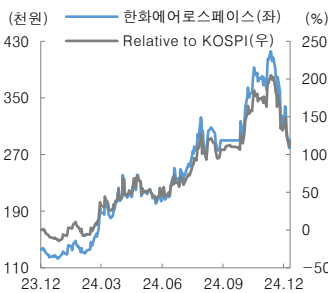
투자의견 **BUY**
매수, 신규

6개월
목표주가 **430,000**
신규

현재주가 **311,500**
(24.12.11)
기계업종

KOSPI	2,482.12
시가총액	14,199십억원
시가총액비중	0.66%
자본금(보통주)	240십억원
52주 최고/최저	416,000원 / 122,900원
120일 평균거래대금	1,522억원
외국인지분율	43.81%
주요주주	한화 외 2 인 33.98% 국민연금공단 7.56%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-24.7	7.4	46.9	142.0
상대수익률	-24.7	11.3	61.5	147.2



Initiation

국가대표 방산주

- 9월 지배구조 개편을 통해 항공우주, 지상방산 중심의 사업구조 확립
- K9의 우수한 수주경쟁력은 높은 마진율로 연결. 지속가능한 수주 성장
- 폴란드형 무기 인도로 '24년 OP 고성장, '25년도 YoY +19% 성장 가능

투자의견 매수, 목표주가 430,000원으로 신규 커버리지 개시

목표주가 430,000원은 2026E EPS 21,723원에 타깃 PER 20.0배 적용. 호주(레드백, K9), 폴란드(K9), 루마니아(K9), 이라크(K9), 이집트(K9) 등 대형 해외 수출 수주 확보에 따른 가시성 높은 외형 및 이익 성장을 반영

모든 전장 환경에 대응하는 국가대표 방산주

9월 지배구조 개편을 통해 시큐리티, 정밀기계 사업이 연결 제외됨으로써 항공우주, 지상방산 중심의 사업구조를 확립. 연결 상장 자회사로 한화시스템(지휘통제/전자전), 세트렉아이(우주위성)가 있으며, 관계회사 한화오션(특수선)의 지분 23.14%를 보유. 육·해·공·우주 등 모든 전장 환경에 대응하는 Total Defense Solution 포트폴리오 구축을 완료

글로벌 자주포 시장 점유율 50% 이상을 차지하는 K9 제품을 생산하고 있으며, 유리한 수주경쟁 환경을 바탕으로 국내 방산업체와 비교 시 상대적으로 높은 수출사업 마진을 획득 가능한 구조로 파악. 이외에도 K21(보병전투차량), 천무(다연장로켓), 천궁(M-SAM)발사대 등 해외수출 이력이 있으며, 수주 경쟁력이 높은 제품군을 다수 보유. 지속가능한 해외 수주 성장 스토리

폭발적인 이익 성장. 하지만 이제 시작이다

'24년 실적은 폴란드형 K9 1차(60대), 천무(40대 이상) 등 수출 계약분 인도 본격화를 바탕으로 전년 대비 +90% 영업이익 성장을 예상. '25~'27년 간 약 3년의 매출 및 이익 성장은 기수주한 해외수출계약을 바탕으로 이미 담보된 상태. '25년 영업이익도 YoY +19% 성장을 예상

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,060	9,359	9,726	11,777	13,321
영업이익	400	691	1,321	1,573	1,898
세전순이익	195	1,215	924	1,132	1,456
총당기순이익	147	977	768	906	1,165
지배지분순이익	195	818	721	770	990
EPS	3,858	16,147	14,723	16,887	21,723
PER	19.1	7.7	20.9	18.2	14.2
BPS	56,436	69,689	86,489	110,588	133,722
PBR	1.3	1.8	3.6	2.8	2.3
ROE	6.8	25.6	18.6	16.6	17.8

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

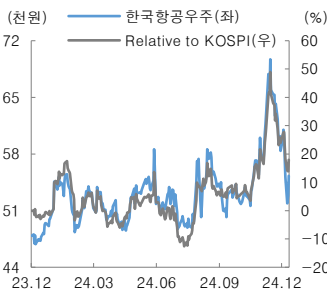
한국 항공우주 (047810)

이태환 tashwan.lee@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 신규
6개월 목표주가 **86,000**
신규
현재주가 **55,100**
(24.12.12)
기계약종

KOSPI	2,482.12
시가총액	5,371십억원
시가총액비중	0.25%
자본금(보통주)	487십억원
52주 최고/최저	69,700원 / 47,250원
120일 평균거래대금	461억원
외국인지분율	35.50%
주요주주	한국수출입은행 26.41%
	FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY LLC 외 20인 9.99%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-18.4	5.4	7.6	16.5
상대수익률	-18.4	9.2	18.3	19.0



Initiation

Highest Power

- 고정익은 T-50계열 수출과 KF-21 양산 등 확실한 성장 구간 진입
- 회전익은 KUH 수출이 유력하게 진행되고 있고, LAH도 양산 단계 전환
- '25년부터 본격적인 매출, 이익 성장 유력. 업종 내 차선호주 추천

투자 의견 매수, 목표주가 86,000원으로 신규 커버리지 개시

목표주가는 86,000원은 2026E EPS 4,310원에 타깃 PER 20.0배 적용. 국내 KF-21, LAH 등 대규모 양산 스케줄에 폴란드-말레이시아항 FA-50 인도, 이라크 CLS(군수지원)이 더해지며 실적 고성장이 임박한 것을 반영

Highest Power

사업부문은 크게 완제기(고정익, 회전익), 기체부품(동체·날개구조물), 우주(위성, 발사체체계) 등으로 분류 가능

국내 유일의 완제기 제작업체로서, 다목적전투기 베스트셀러인 F-16(록히드마틴)과의 호환성이 높은 T-50계열 훈련기 수출 사례를 다수 보유하고 있으며, KF-X 사업에 따라 진행된 4.5세대 전투기 KF-21의 개발 및 양산을 담당. KF-21은 초도 계약분 20대 양산 중으로, 향후 120대까지 국내 배치될 예정

회전익은 KUH(수리온)와 LAH가 주력제품으로, 국내 배치를 위한 개발 양산과 함께 최초 수출사례 획득을 위해 이라크, UAE 대상 세일즈 추진 중 기체부품은 보잉, 에어버스항 동체·날개구조물 판매를 주로 하고 있으며, EVE-100 eVTOL Pylon 계약을 수주하는 등 UAM으로 수주영역 확대 중

높게 날아오를 실적과 기업가치

지상방산 수요 급증 구간에서 상대적으로 혜택을 받지 못했던 동사였으나, '25년부터 KF-21, LAH 양산과 폴란드-말레이시아항 FA-50 수출 바탕으로 실적 고성장세 돌입이 전망됨에 따라 본격적인 기업가치 상승을 예상. '25년 영업이익은 YoY +30% 성장을 예상. 업종 내 차선호주로 추천

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,787	3,819	3,665	4,411	5,888
영업이익	142	248	276	358	499
세전순이익	122	269	272	357	499
총당기순이익	116	221	225	297	416
지배지분순이익	118	224	228	300	420
EPS	1,215	2,298	2,335	3,075	4,310
PER	41.9	21.8	25.9	19.6	14.0
BPS	14,648	16,388	18,225	20,801	24,612
PBR	3.5	3.1	3.0	2.7	2.2
ROE	8.8	14.8	13.5	15.8	19.0

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

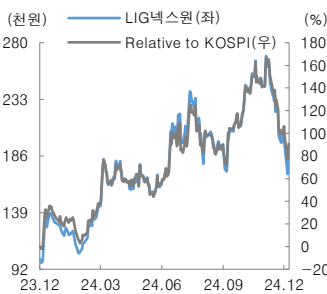
LIG넥스원 (079550)

이태환 taehwan.lee@daisin.com

투자 의견 BUY
매수, 신규
6개월 목표주가 305,000
신규
현재주가 197,100
(24.12.12) 기계업종

KOSPI	2,482.12
시가총액	4,336십억원
시가총액비중	0.20%
자본금(보통주)	110십억원
52주 최고/최저	269,000원 / 105,100원
120일 평균거래대금	612억원
외국인지분율	23.02%
주요주주	엘이이지 외 8 인 42.47% 국민연금공단 9.67%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-23.6	-1.7	14.4	47.5
상대수익률	-23.6	1.9	25.7	50.7



Initiation

담보된 성장에 무인화 트렌드까지

- 중동 3국향 천공-매출 본격화 및 미국향 비공 수주 가능성에 주목
- TMMR 2차 양산 기반의 견조한 C4I 매출 및 이익 성장세 유지
- 고스트로보틱스 인수를 통한 무인화 전장에서의 경쟁력 확보

투자 의견 매수, 목표주가 305,000원으로 신규 커버리지 개시

목표주가는 305,000원은 2026E EPS 15,285원에 타깃 PER 20.0배 적용. 중동 3국(UAE, 사우디, 이라크)향 천공-매출이 '25년부터 차례대로 본격화되며 외형 성장과 동시에 믹스 개선까지 함께 나타날 예정임을 반영

현대 전쟁에 필수적인 첨단무기 생산

PGM(정밀타격), ISR(감시정찰), AEW(항공전자/전자전), C4I(지휘통제/통신), 기타(무인화/미래전) 등 첨단무기체계 중심의 사업부문을 보유하고 있으며, 현재 매출 구성상 높은 비중을 차지하는 분야는 PGM(50%)과 C4I(22%)

PGM에 해당하는 유도무기 대표 제품은 천공-매(M-SAM)로, UAE(3.7조원, '22년), 사우디(4.25조원, '23년), 이라크(3.7조원, '24년) 등 대규모 납품계약이 체결되었으며, '25년부터 차례대로 매출 진행 본격화되며 성장 구간에 진입 예정. '25년 하반기는 미국향 비공(대함미사일) 수주 가능성에 주목 필요

C4I 부문 현재 주요 매출은 TICN TMMR, 인도네시아 무전기 사업 등으로 구성. TICN TMMR 2차 양산('23년말 수주)은 총 8,566억원의 대형 계약으로 '24~'25년 매출 및 이익 성장에 기여하고 있으며, '25년까지 납품되는 인도네시아 무전기는 수출사업이지만 마진은 상대적으로 작은 것으로 파악

담보된 성장에 무인화 트렌드까지

수출사업 매출 비중이 16.6%('23년)→26.4%('24.3Q 누계)로 증가하고 있으며, '25년 역시 중동 천공-매 기반으로 수출 늘어나며 이익 증가 예정. 더불어 4족보행로봇 전문기업인 고스트로보틱스(지분 60%) 인수를 통해 무인화 전장에서의 경쟁력 확보, '25년 OP YoY +39% 전망. 업종 Top-Pick

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,221	2,309	3,043	3,795	4,277
영업이익	179	186	231	322	387
세전순이익	158	185	215	301	365
총당기순이익	123	175	199	271	329
지배지분순이익	123	175	202	277	336
EPS	5,588	7,953	9,168	12,577	15,265
PER	16.5	16.4	21.2	15.4	12.7
BPS	42,508	47,835	55,069	65,713	79,045
PBR	2.2	2.7	3.4	2.9	2.4
ROE	14.5	17.6	17.8	20.8	21.1

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

한화시스템 (272210)

이태환 tashwan.lee@daisin.com

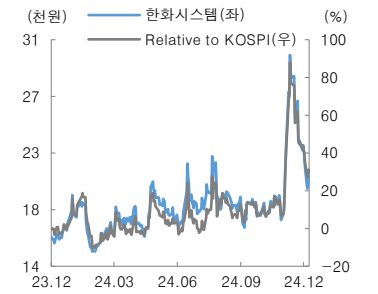
투자의견 **BUY**
매수, 신규

6개월 **26,000**
목표주가 신규

현재주가 **21,250**
(24.12.12) 기계업종

KOSPI	2,482.12
시가총액	4,015십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	945십억원
52주 최고/최저	29,850원 / 15,110원
120일 평균거래대금	714억원
외국인지분율	8.42%
주요주주	한화에어로스페이스 외 2인 59.53% 국민연금공단 7.17%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-21.6	13.6	17.3	29.1
상대수익률	-21.6	17.8	28.9	31.9



Initiation

우리는 핵심만 담당해

- 폴란드 K2, TICN 4차 매출 확대 구간. '25년 M-SAM, KF-21 추가 예정
- 한화그룹 캡티브 물량 바탕으로 ICT도 안정적인 매출 및 이익 성장 중
- 방산 수익성 개선과 별개로 연결예정 필리핀조선소 실적 상황은 유의 필요

투자 의견 매수, 목표주가 26,000원으로 신규 커버리지 개시

목표주가는 265,000원은 12MF BPS 12,558원에 타깃 PBR 2.1배 적용. 중동항 M-SAM MFR, 폴란드 K9, K2 사격통제시스템 관련 매출 본격화 예정. ICT 사업 비중(26%)과 신사업(UAM, 위성 등) 지분 투자를 고려하여, '25E, '26E 평균 ROE를 기준으로 ROE-PBR로 산출한 이론 PBR을 적용

우리는 핵심만 담당해

감시정찰지휘통제-전자장비-해양시스템 등 첨단무기 전반에 들어가는 핵심 전자장비 및 시스템을 체계종합업체에 공급하는 방위산업과 시스템통합(SI)·운영서비스(ITO)·IT솔루션 등을 제공하는 ICT사업을 함께 영위하고 있음

방산부문의 주요 매출은 폴란드 K2 1차, TICN 4차 사업 등으로, 국내양산 및 해외수출 비중의 증가로 수익성이 함께 개선되고 있는 형태. '25년은 UAE M-SAM MFR, KF-21 AESA, 폴란드 K2 2-1 등이 더해지며 추가 성장 가능

ICT부문도 한화그룹 캡티브 사업을 중심으로 '23년부터 YoY 매출 성장세가 이어지고 있고, OPM도 전년대비 크게 개선된 모습이 확인됨

단기 성장통 감안 필요

원웹(위성망), 페이저(위성통신), 한화오션(상선/특수선) 등 지분 인수에 이어, 미국 필리핀조선소 인수(동사지분 60%) 발표를 통해 미국 함정 MRO시장에 진출 했으며, 향후 건조까지 역할 확대 예상. 함정 노후화 문제는 미 해군의 주요 당면과제. 다만, 단기적으로 필리핀조선소의 부정적 실적 기여 상황은 유의할 필요 있음. 이를 감안하여, '26년 OP는 YoY +3.8% 수준의 소폭 상승을 예상

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,188	2,453	2,798	3,239	3,468
영업이익	39	93	214	222	284
세전순이익	-42	413	105	237	337
총당기순이익	-81	343	104	190	269
지배지분순이익	-77	349	106	194	274
EPS	-405	1,849	561	1,025	1,450
PER	NA	9.4	38.7	21.2	15.0
BPS	10,588	11,327	11,725	12,558	13,793
PBR	1.0	1.5	1.8	1.7	1.5
ROE	-3.6	16.9	4.9	8.4	11.0

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

영원무역 (111770)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

56,000

유지

현재주가

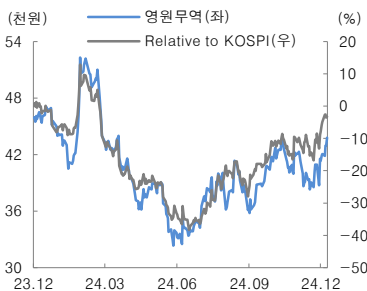
43,800

(24.12.12)

섬유의복업종

KOSPI	2482.12
시가총액	1,941십억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	22십억원
52주 최고/최저	52,300원 / 32,350원
120일 평균거래대금	32억원
외국인지분율	28.88%
주요주주	영원무역홀딩스 외 7 인 50.74% 국민연금공단 10.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.3	16.0	27.7	-5.2
상대수익률	13.3	20.2	40.4	-3.2



2025년 실적 개선은 기정 사실

- 4분기 OEM 사업부 매출 달러 기준 5% 성장 추정
- Scott 4분기 대규모 적자 지속되나 재고 부담도 한층 낮아질 전망
- 본업 턴어라운드, Scott 부진 연내 마무리로 2025년 실적 개선 전망

투자 의견 BUY와 목표주가 56,000원 유지

투자 의견 BUY와 목표주가 56,000원(2025년 예상 P/E 6배) 유지

2024년은 OEM 본업의 부진이 주가를 누르는 상황이었으나 하반기부터 본업 회복으로 실적 및 주가 저점 통과. Scott 부문의 하반기 대규모 적자에도 불구하고 2025년 실적에 대해 긍정적인 전망을 제시하는 이유는 올해 4분기 Scott 손실을 크게 반영할수록 2025년 실적에 더 긍정적인데 동사의 실적 경로가 실제 이대로 진행되고 있기 때문. 저렴한 valuation으로 주가 변동성도 낮아 최근 시장 변동성을 고려할 때 매우 안정적인 투자처가 될 수 있다는 판단

4Q24 Preview: OEM 부문 회복, Scott은 대규모 적자 지속 가능성

4분기 매출액과 영업이익은 각각 7,528억원(yoy -1%), 479억원(yoy -40%)으로 전망

[OEM] 달러 기준 매출액 yoy 약 5% 증가 전망. 3분기에 이어 4분기에도 선적액이 증가하면서 올해 하반기부터 시작된 본업의 회복 흐름이 지속되고 있음이 파악됨. 올해 분기당 반영되고 있는 방글라데시 현지 법인 최저 임금 상승분이 4분기에도 손익에 영향을 미칠 것으로 보이나 매출 회복으로 영업이익은 7% 증가할 것으로 추정

[Scott] 과잉 재고와 수요 부진에 따른 할인 판매 지속으로 매출은 20% 감소 전망. 영업적자는 3분기 680억원 대비 늘어난 800억원으로 추정. 다만 4분기는 연말 결산으로 재고손상차손 반영에 따라 적자폭 추가 확대 가능성도 있음. 대규모 적자 덕에 4분기 Scott 재고액은 5,300억원 수준으로 3분기말 6,300억원에 비해 1,000억원 가량 감소할 것으로 추정

(단위: 십억원, %)

구분	4Q23	3Q24	4Q24(F)				1Q25			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	757	1,068	739	753	-0.6	-29.5	783	772	8.7	2.5
영업이익	79	105	44	48	-39.7	-54.1	57	105	48.0	119.4
순이익	68	89	38	42	-37.7	-53.0	46	77	-9.9	82.1

자료: 영원무역, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	3,911	3,604	3,424	3,653	3,953
영업이익	823	637	390	572	672
세전순이익	882	682	405	565	657
총당기순이익	743	533	317	442	514
지배지분순이익	675	516	396	420	462
EPS	15,222	11,644	8,939	9,468	10,437
PER	3.1	3.9	5.3	5.0	4.5
BPS	63,517	73,269	81,878	91,057	101,242
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
ROE	26.8	17.0	11.5	10.9	10.9

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

대웅제약 (069620)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 신규

6개월 목표주가

175,000

신규

현재주가

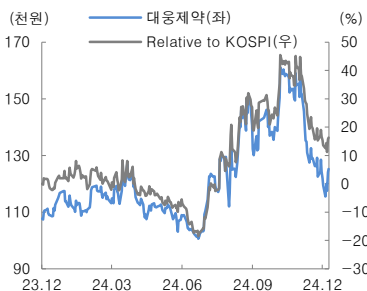
125,300

(24.12.13)

제약업종

KOSPI	2494.46
시가총액	1,452삼억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	29삼억원
52주 최고/최저	161,100원 / 100,600원
120일 평균거래대금	73억원
외국인지분율	9.51%
주요주주	대웅 외 4 인 61.46% 국민연금공단 10.50%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.4	-11.8	20.1	14.3
상대수익률	-10.3	-9.0	32.7	15.1



높아지는 글로벌 진출 기대감

- 투자의견 매수, 목표주가 175,000원으로 커버리지 개시
- 나보타, 글로벌 특신 시장 1, 2위 미국과 유럽시장에 성공적으로 안착
- 펙수클루 25년 매출 1,000억원 돌파 전망, 내년 중국 출시도 기대

투자의견 매수, 목표주가 175,000원 제시

동사의 기업가치는 소송 리스크로 장기간 저평가되어 있는 반면, 국내 소송 결과에 따른 Evolus향 매출 영향은 제한적이고, 특신 및 펙수클루의 고성장이 기대되어, 투자의견 매수, 목표주가 175,000원으로 커버리지를 개시함

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 영업가치는 25년 EBITDA 2,282억원에 12개월 Fwd EV/EBITDA 멀티플 11.3배 적용. 메디톡스와 진행중인 국내 나보타 소송 리스크를 반영하여, 국내 Peer 그룹 평균 12개월 Fwd EV/EBITDA 멀티플에 25% 할인 적용하여 산출. 총 기업가치는 순차입금 포함 2.0조원으로 산정

특신 글로벌 진출은 이제 시작

Jeuvau(나보타 미국 상표명)는 미국 출시 3년만에 시장점유율 13%를 달성하며, Botox에 이어 2위 제품에 등극함. 압도적인 브랜드 인지도를 보유한 Botox와 차별화된 신선하고 젊은 브랜드 이미지의 구축하고, 저렴한 가격으로 밀레니얼 세대를 공략. 최근 Evolus는 신제품으로 필러를 도입하였으며, 24년 10월 유럽 승인을 획득. 내년부터 본격적으로 특신과 필러 영업 시너지 효과 기대. 또한 최근 나보타의 중국 상업화를 위한 규제 기관 실사 마무리하였으며, 25년 상반기 품목 허가 기대. 중국 보툴리눔 특신 시장규모 1.2조원으로, 출시 성공시 큰 폭의 매출 상승 기대

펙수클루, 국내와 해외에서 동반 성장 전망

펙수클루는 동사의 기존 위장관계 제품 관련 영업망을 바탕으로, 22년 7월 출시 이후 단일 품목으로 550억원(23년)→ 978억원(24년 추정, +77.9%) 매출이 예상되며, 출시 3년만에 1,000억원 이상의 매출을 달성할 전망. 종근당과 코프로모션 계약을 체결하여 내년부터 본격적인 매출 기여 예상. 또한 중국에서 비미관성 식도염으로 25년 상반기 승인이 예상되며, 지속적인 출시국가 확대도 기대됨

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 삼억원 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,280	1,375	1,419	1,537	1,674
영업이익	96	123	144	165	192
세전순이익	38	122	67	110	147
총당순이익	39	120	65	107	143
지배지분순이익	42	122	66	109	146
EPS	3,646	10,507	5,722	9,437	12,628
PER	43.5	11.1	20.9	12.7	9.5
BPS	52,476	66,223	71,507	80,496	92,665
PBR	3.0	1.8	1.8	1.6	1.4
ROE	7.2	17.7	8.3	12.4	14.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 대웅제약, 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.