

# Morning Meeting Brief

## Macro

### 매크로 이벤트 대기 중

- 월초 테크 행사 이후, 트럼프 취임, 주요국 통화정책회의 등 매크로 이벤트 다수 예정
- 이벤트 앞두고 미국채 금리 상승 경계 고조, 시장의 경제지표 민감도 증가
- 고용, 물가는 일시적 부담 요인/유동성 감소 지속 시 QT 정책 변화 기대

이하연, hayeon.lee@daishin.com

## Fixed Income

### 美 금리, 수급 우려에 다소 과도한 상승

- 美 국채금리 장기 영역 중심으로 상승. TB 10년 금리 저점보다 100bp ↑
- 인플레이션 및 통화정책 우려에 비해 국채 물량 등 수급 불안이 더 반영
- B티보다 텀 프리미엄 상승세가 더 커. 수급 부담에 따른 '다소 과도한 상승'

공동락, dongrak.kong@daishin.com

## FX

### 신흥국 통화 불안 점검

- 신흥국 금융시장 변동성 확대에, 매크로 환경과 금융여건 점검 필요성 대두
- 최근 외환시장에 정책 영향력 확대된 만큼, 신흥통화 투자에 선제적 대응 부담
- 달러 약세 전환하더라도 일부 취약 신흥국 투기수요 유입 경계할 필요

이주원, joowon.lee2@daishin.com

## Commodity

### 트럼프를 기다리는 미 E&P, 관건은 투자-공급의 시차

- 트럼프 당선인, 바이든의 규제 해제 약속, 미 E&P 기업들은 유전/가스전 개발 예고
- 미 E&P 기업들이 차기 행정부에 호응하는 이유, 증세 철폐와 경쟁자 죽이기 통한 M/S 보장
- 관건은 유전 개발-공급으로 연결되기까지의 시차, 상반기 의외로 강할 유가 기대

최진영, jinyoing.choi@daishin.com

## Strategy

### [데일리 시황] 삼성전자, 실적 쇼크에도 상승하는 이유

- 삼성전자 4분기 실적 가이던스 공개. 4분기 실적 시즌 시사점
- 유한양행, 유의미한 신약 임상실험 결과 발표, 제약/바이오 훈풍
- 조선업종 강세, 실적호전 예상 업종의 시장 주도

이경민, kyungmin.lee@daishin.com

**[Issue&News] 항공운송업: 사상최대 월간 수송객 기록**

- 2024년 12월 인천공항 국제선 여객 개항 이래 최대 수송객 기록
- FSC 중에서는 아시아나항공이, LCC 중에서는 티웨이항공 수송객 크게 증가
- 지역별로 유럽을 제외한 미주, 일본, 동남아 좋음. 중국도 회복세 지속

양지환. jihwan.yang@daishin.com

**[4Q24 Preview] 한국콜마: 중요한 건 2025년**

- 4Q24 매출액 6,011억원, 영업이익 460억원으로 시장기대치 하회 전망
- 별도법인 건조한 성장 지속 및 미국법인 흑자전환 긍정적
- 캐나다 및 중국 법인 부진 지속. 25년 해외 법인 실적 개선이 핵심

정한솔. hansol.jung@daishin.com

**[4Q24 Preview] 코오롱인더: 수익률 회복은 미진**

- 4Q24 예상 영업이익 492억원(QoQ+49.7%, YoY +20.3%)으로 시장기대치(595억원) 하회 전망
- 타이어코드 및 화학부문의 건조한 실적에도 불구하고, 아라미드 수익성 부진 지속
- 아라미드 판가 하락세 진정 및 원가(PPDA) 하락으로 수익성 개선 여건 마련

위정원. jungwon.weee@daishin.com

**[4Q24 Preview] 카카오뱅크: 환율 무풍지대**

- 4분기 순이익 선제적 대손비용 적립에 따라 컨센서스 하회 예상
- 향후 성장동력으로 선택한 사업자 대출, 플랫폼 수익 비수기에도 증가
- '25년에도 신상품 라인업 확대 예정, 환 관련 우려 없는 것도 긍정적

박혜진. hyejin.park@daishin.com

**[4Q24 Preliminary Review] 삼성전자: 예상보다 부진했던 4Q24**

- 4Q24 잠정 매출액 75조원, 영업이익 6.5조원으로 예상보다 부진한 실적 발표
- 메모리는 고용량 메모리 판매 확대에도 불구하고 IT 수요 둔화 영향
- LSI/파운드리 적자 확대 및 디스플레이 수익성 악화에 따른 실적 감소

신석환. Sukhwan.shin@daishin.com

## 매크로 이벤트 대기 중

- 월초 테크 행사 이후, 트럼프 취임, 주요국 통화정책회의 등 이벤트 예정
- 이벤트 앞두고 미국채 금리 상승 경계 고조, 경제지표 민감도 증가
- 고용, 물가는 일시적 부담/유동성 감소 지속 시 QT 정책 변화 기대

### 1월에도 이벤트 산재

다사다난했던 2024년이 마무리됐다. 2025년에도 연초부터 다양한 이벤트가 대기 중이다. 월초 테크 행사가 마무리되면, 20일 트럼프 대통령 취임을 시작으로 주요국 통화정책회의, 24년 4분기 미국 기업 실적 발표 등이 예정되어 있다.

산재된 이벤트를 앞두고, 금융시장은 가파른 금리 상승에 대한 경계감이 높아지고 있다. 최근 미국채 금리 급등은 트럼프 대통령 취임 이후 정책 불확실성에 주로 기인하고 있는 것으로 판단된다. 재정정책 불확실성이 물가 우려로 이어져 통화정책 기조 변화에도 영향을 주고 있는 것이다. 월말 주요 이벤트를 앞두고 발표될 경제지표에 대한 시장 민감도 역시 높아지고 있다.

### 이벤트 앞두고 확인할 경제지표

12월 BLS 고용보고서는 미국 고용시장이 여전히 균형상태에 있음을 시사해 줄 전망이다. 감소가 예상됐던 11월 구인자수가 증가세를 이어갔으나 채용건수는 감소, 채용률이 2013년 10월 이후 최저수준으로 하락했으며, 자발적퇴직은 줄었지만 해고는 증가했다. 채용도 퇴직도 없는 일종의 균형 상태가 지속되고 있는 모습이다.

향후 고용지표는 완만한 둔화가 예상된다. 트럼프 집권 하에서 정부 효율화로 정부 고용 둔화가 예상되고, 고금리 기조 장기화, AI 중심 기술 혁신 가속화 등 새로운 환경에 도태된 일부 기업 개별 이슈로 인한 노동 수요 둔화가 불가피해 보인다.

한편, 12월 물가지표는 연준의 매파적 스탠스를 뒷받침해줄 전망이다. 향한 파업 대비 운임비 상승에, 조류독감 영향으로 식료품 가격 상승 압력이 지속되고 있기 때문이다. 여기에 경기 지표 세부 항목을 보면 관세 부과 경계가 반영되기 시작했다.

관세 부과 우려는 다소 과도한 측면이 있다. 우선 관세 부과는 일회성 물가 상승 요인으로 작용해왔다. 기대인플레이션 상승이 임금, 원자재 가격 인상으로 이어지지 않는다면 추세적 물가 상승 확대 재현 가능성은 제한적이다. 게다가 이전에 확인했듯이 관세부과는 주로 협상 수단으로 활용될 여지가 크다. 트럼프 당선인 부인에도 보편관세는 일부 안보 관련 품목 위주로 시행될 가능성을 배제할 수 없으며, 취임 이후 재정정책 관련 불확실성이 해소된다면 물가 우려 역시 완화가 예상된다.

금리 안정 측면에서 기대할 만한 부분은 QT 정책 관련 변수다. 지난 연말 미 연준 준비금이 큰 폭으로 감소한 바 있다. 윈도우 드레싱에 기인, 일시적 감소일 가능성이 있으나, 준비금 감소가 지속될 경우, 과거 연준이사 언급처럼, QT 종료 방안이 조만간 구체화될 수 있을 것으로 전망한다.

# Fixed Income

Economist & Fixed Income Strategist 공동락  
dongrak.kong@daishin.com

## 美 금리, 수급 우려에 다소 과도한 상승

- 美 국채금리 장기 영역 중심으로 상승. TB 10년 금리 저점보다 100bp ↑
- 인플레이션 및 통화정책 우려에 비해 국채 물량 등 수급 불안이 더 반영
- BEI보다 텀 프리미엄 상승세가 더 커. 수급 부담에 따른 '다소 과도한 상승'

### 9월 인하 개시에도 美 시장금리는 장기 영역 중심으로 오히려 상승

미국 시장금리가 9월 이후 기준금리가 3차례나 인하됐지만 오히려 상승 중이다.

이번 금리 반등은 특히 장기 영역을 중심으로 나타났으며, 그 결과 수익률곡선은 스티프닝됐다.

7일(현지시각 기준) 미국 국채시장에서 TB 10년 금리는 전일대비 5bp 상승한 4.67%를 기록했다. 또한 TB 20년과 30년은 각각 4.97%, 4.91%로 전일에 비해 나란히 6bp씩 높아졌다. 반면 단기 영역인 TB 2년 금리는 2bp 상승한 4.30%였다.

당사는 최근 미국 시장금리의 상승이 트럼프 행정부 출범 이후 급증할 것으로 예상되는 국채 물량 부담이 크게 반영됐고, 수급 부담에 따른 다소 과도한 상승이란 입장이다.

### 역(逆) 금리 수수께끼: 원인은 수급에 대한 불안이 컸다

지난해 9월 미 연준(Fed)은 코로나19 이후 고(高) 물가에 대응하기 위해 높아진 기준금리를 정상화한다는 목적으로 기준금리 인하를 개시했다.

당시 연준은 '빅컷(50bp)'으로 인하 사이클을 개시했고, 이후 11월과 12월에도 연준은 기준금리를 각각 25bp씩 인하했다. 인하가 개시되기 직전 5.50%(상한 기준)이었던 美 기준금리는 3차례 인하를 통해 4.50%로 100bp 낮아졌다.

반면 시장금리는 오히려 기준금리 인하가 개시됐던 시기와 비교할 때 높아졌다. 특히나 장기 영역의 금리가 큰 폭을 상승했는데, 지표물인 TB 10년 금리가 저점 대비 100bp 가량 상승한 것 외에도 20년, 30년 구간의 금리 역시도 유사한 상승 폭을 기록 중이다.

과거 그린스펀 전 연준 의장이 기준금리 인상에도 불구하고 오히려 시장금리는 하락하는 움직임에 대해 금리 수수께끼(conundrum) 현상이라고 평가했던 상황의 역(逆) 버전이 나타나고 있다.

당사는 이처럼 기준금리 인하에도 불구하고 시장금리가 상승하는 원인들에 대해 인플레이션 우려, 수급 부담 등과 같은 몇가지 금리 상승 요인들을 비교한 결과 수급에 대한 부담이 최근 금리 상승의 가장 직접적인 요인이라는 결론에 도달했다.

또한 당사의 진단에 따라 수급에 대한 부담이 크게 작용했다면, 트럼프 행정부 출범 이후 실제 국채 입찰 등의 수급 변수가 구체화될 경우 시중금리는 현 수준에 비해 안정화될 수 있다는 입장이다.

아울러 이러한 결론을 근거로 최근의 미국 시장금리 동향을 평가한다면 수급 우려에 대한 '다소 과도한 금리 상승'이란 견해를 밝히고자 한다.

\*다음 페이지에서 계속됩니다.

## 신흥국 통화 불안 점검

- 신흥국 금융시장 변동성 확대에, 매크로 환경과 금융여건 점검 필요성 대두
- 최근 외환시장에 정책 영향력 확대된 만큼, 신흥통화 투자에 선제적 대응 부담
- 달러 약세 전환하더라도 일부 취약 신흥국 투기수요 유입 경계할 필요

### 신흥국 금융시장 변동성 확대

미국 차기 대통령으로 트럼프가 당선되고, 연준이 예상보다 매파적인 통화정책 스타일을 보이며 신흥국 금융시장 변동성 확대로 이어졌다. 급격한 통화 약세에 브라질을 포함한 신흥국 외환당국은 적극적인 방어에 나서고 있으나, 약세를 되돌리기에 역부족인 모습이다. 통화약세와 고금리 부담이 신흥국경기 펀더멘털 악화로 이어지는 악순환이 발생하지는 않을지 점검이 필요한 시점이다.

### 신흥국 매크로 환경과 금융 여건

미국 주도 탈글로벌화가 본격적으로 진행되면서 신흥국 경기 여건이 구조적으로 악화될 가능성이 높다. 특히 미 차기 정부의 보호무역주의가 강화된다면, 신흥국의 대미수출 뿐만 아니라 대중 수출 또한 부진해지는 흐름은 불가피하다는 판단이다.

이 가운데 최근 신흥국 주식 및 채권 모두 자금 이탈이 지속되는 등, 신흥국 투자수요는 둔화되는 모습이다. 향후 대외적으로 달러가 약세로 전환하더라도, 중국이 공격적인 부양 의지를 드러낼 경우, 신흥국 투자 수요가 중국으로 쏠릴 가능성을 배제할 수 없다. 최근 외환시장 동향에 매크로 펀더멘털 보다 정책 영향력이 확대된 만큼, 신흥국 통화에 투자할 경우 선제적인 대응하기에 부담이 크다.

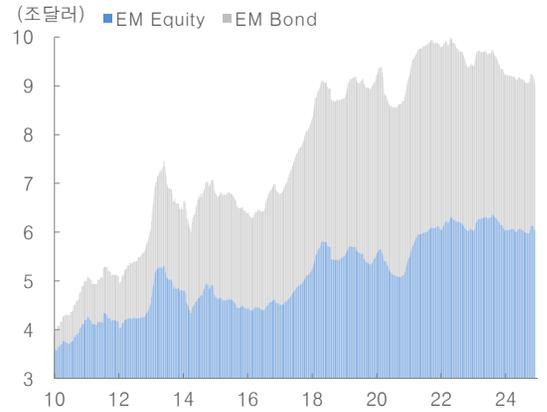
국가별 금융 여건에 따라 정책당국 대응 여력이 다른 상황에서, 외국인 자금 유출 부담이 높은 국가의 경우 통화 완화정책 시행에 부담이 클 것으로 보인다. 미국 차기 정부 출범을 앞두고 미국과의 관계 등도 각 국 성장 및 투자 수요 차별화 요인이다.

그림 1. 달러인덱스와 신흥국통화지수



자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

그림 2. 신흥국 주식 및 채권 자금 이탈 지속



자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center  
주: 1992년 이후 순매수 누적 금액 기준

# 트럼프를 기다리는 미 E&P, 관건은 투자-공급의 시차

- 트럼프, 바이든의 규제 해제 약속, 미 E&P 기업들은 유전/가스전 개발 예고
- 차기 행정부에 호응하는 이유, 증세 철폐와 경쟁자 죽이기 통한 M/S 보장
- 관건은 투자-공급으로 연결되기까지의 시차, 상반기 의외로 강할 유가 기대

## 바이든 행정부의 마지막 발악, 유전/가스전 개발을 준비하는 미 E&P 기업들

1월 6일, 트럼프 당선인은 취임 시 바이든 행정부가 만든 전통 에너지 관련 규제를 즉각 해제할 것이라 밝혔다. 앞서 바이든 대통령은 퇴임을 앞두고 연안 지역(미 멕시코만 동부, 동서 해안, 알래스카 북베링해) 내 유전/가스전 개발을 금지하는 조처를 발표한 바 있다. 외대륙붕법에 기반한 해당 조처는 의회 승인 없이 철회될 수 없다. 하지만 상하원 모두 공화당이 장악한 상황에서 트럼프의 'Drill Baby, Drill'은 여전히 유효하다.

차기 행정부에 대한 기대는 델러스 지방연은 서베이를 통해서도 확인할 수 있다. 이번 공개된 서베이에서 미 E&P 기업 68%는 트럼프 행정부 동안 연방정부 소유 토지 내 유전 개발 인허가가 가속화될 것이라 응답했다. 향후 12개월 내 Capex 지출을 확대할 것이라는 응답한 이들은 전분기 대비 +6.2%p 늘어난 반면, 축소할 것이라 응답한 이들은 -5.8%p 줄었다. 2023년말에는 경쟁사에 대한 M&A가 우선시 되었지만 이번의 경우 68%가 드릴링/완결 부문에 투자할 것이라 응답했다.

## 미 E&P 기업들이 트럼프에 호응하는 이유, 증세 철폐와 M/S 보장

이처럼 미 E&P 기업들이 호응하는 이유는 크게 두 가지로 볼 수 있다. 하나는 증세 철폐이다. 그간 미 E&P 기업들이 유전/가스전 개발을 기피한 원인은 IRA 때문이다. 해당 법안에는 신규 유전/가스전 개발 시 로열티율뿐 아니라 연방정부 토지에 대한 임대 보증금을 15~20배 인상한다는 내용까지 담고 있다. 지금 트럼프 당선인은 신규 유정당 개발 비용을 +17% 상승시킨 주범 IRA를 폐지(또는 개정)할 것이라 말하고 있다.

다른 하나는 경쟁자 죽이기를 통한 M/S 확보이다. 과거 트럼프 행정부는 베네수엘라에 대해 금융 제재(2017년 8월)를, 이란과는 핵협정 탈퇴와 석유 금수 조치를 시행(2018년 5월)한 바 있다. 이로 인해 베네수엘라의 원유 수출량은 3년 사이 -130만b/d 감소했으며 이란은 -235만b/d 감소했다. 반면, 2017~2019년 미 E&P 기업들의 연평균 Capex 투자는 +21% 증가했다. 이번에도 트럼프 당선인은 바이든에 의해 완화된 제재를 재강화할 것이라 강조했다. 미 E&P 기업들은 M/S의 보장 가능성을 주목 중이다.

## 관건은 투자에서 공급으로 연결되기까지의 시차, 상반기 의외로 강할 유가

여기서 관건은 시차이다. 엑손모빌 CEO의 말처럼 오늘의 투자는 미래의 공급일 뿐이다. 이는 미 E&P 기업들의 향후 12개월 Capex 투자 의향 지수와 미 산유량(증감)의 간극이 설명한다. 그렇다면 그 공백 구간에서 유가는 회복될 수 있다. 그간 유전 개발 없이 공급이 늘어날 수 있었던 것은 파쇄 지연 전략의 일환인 DUC(미완결유정)의 역할이 컸다. 하지만 그런 DUC도 이미 58% 소진된 상태이며 남은 DUC는 채산성 문제에 직면해 있다. 기존 유정은 시간이 지날수록 생산성이 둔화되기 마련이다. EIA가 올해 미 산유량 전망치를 계속 하향 조정한 이유는 이 때문이다. 중국의 부진과 트럼프발 공급 우려를 반영해 온 유가, 상반기 유가는 시장 컨센서스와 달리 의외로 강할 수 있다.

## [데일리 시황] 삼성전자, 실적 쇼크에도 상승하는 이유

- 삼성전자 4분기 실적 가이드스 공개, 4분기 실적 시즌 시사점
- 유한양행, 유의미한 신약 임상실험 결과 발표, 제약/바이오 훈풍
- 조선업종 강세, 실적호전 예상 업종의 시장 주도

### 삼성전자 4분기 실적 가이드스 공개, 4분기 실적 시즌 시사점

삼성전자 4분기 실적 가이드스 공개, 매출 75조원, 영업이익 6.5조원. 컨센서스 매출액 77.4조원, 영업이익 7.97조원을 크게 하회한 수치. 그럼에도 불구하고 삼성전자 주가는 3% 급등

낮아질대로 낮아진 기대치로 인해 실적 결과 발표가 예상보다 부진했음에도 불구하고 안도심리를 강하게 자극한 것으로 해석. 삼성전자 주가 수준은 고점대비 40% 이상 하락한 수준이고, 밸류에이션 레벨도 역사적 저점권에 위치함에 따라 이러한 역발상적인 주가 흐름이 가능. 이러한 분위기는 4분기 실적 시즌 동안 주가 등락을 결정할 변수로 판단. 낙폭과대이거나 실적 컨센서스 변화 대비 저평가 여부 중요

한편, 젠슨황 엔비디아 CEO는 전일 GDDR7칩 납품 관련하여 삼성전자와 SK하이닉스도 가장 큰 공급업체라고 발언 정정하는 등 불안심리 해소. 마이크론 CAPEX 소식에 HBM 장비주 등 강세

관련종목: 삼성전자(+3.43%), 한미반도체(+14.31%), SK하이닉스(-0.15%)

### 유한양행, 유의미한 신약 임상실험 결과 발표

유한양행 폐암 신약 '렉라자(성분명 레이저티닙)'의 존슨&존슨 리브리반트 병용요법의 임상시험 결과 유의미한 생존기간 데이터 도출. 기존 치료법 대비 전체 생존기간 1년 이상 개선효과 확인. 국산 신약 도입 중 유의미한 사례, 해당 병용요법의 상업화 성공 가능성 고평가. 제약/바이오 업종 장 초반 급등 후 상승폭 축소

관련주: 유한양행(+10.13%), 삼성바이오로직스(+2.54%) 등

### 조선업종 강세, 실적호전 예상

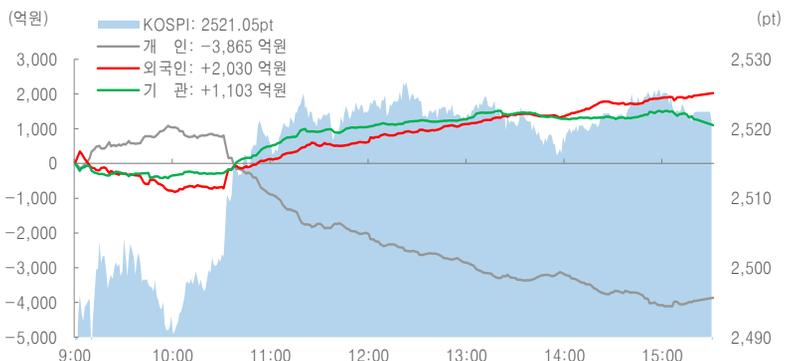
제약/바이오 업종과 함께 실적 호전 예상되는 조선업종의 상승 주도

트럼프의 조선산업 동맹국 협업 발언 이후 전일 한화오션 외국인 순매수 최상단 위치, 오늘도 운송장비 및 부품 업종 외국인 수급유입 지속

한편, 산업부통상자원부 장관은 미국 의회를 방문하여 조선업 강화 법안을 발의한 싱크탱크 전문가들과 접견할 예정, 한화엔진은 수주계약 공시

관련주: 한화오션(+3.26%), 한화엔진(+13.27%), HD현대중공업(+5.20%)

### KOSPI 투자주체별 수급 및 장중흐름



자료: CES, CTA, 대신증권 Research Center

# 항공운송업

양지환 jhwanyang@daishin.com

투자의견

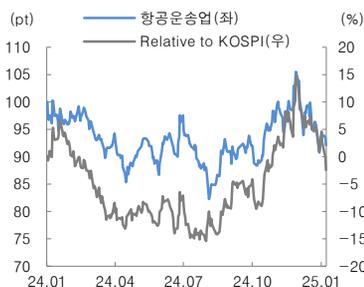
## Overweight

비중확대, 유지

### Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
대한항공	BUY	33,000
제주항공	BUY	13,000
진에어	BUY	15,000

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.5	4.2	-1.9	-4.2
상대수익률	-9.9	7.2	11.2	-2.4



# 사상최대 월간 수송객 기록

- 계엄사태와 탄핵정국으로 외환시장 변동성 심화, 항공수요 둔화 우려 과도
- 박근혜 대통령 탄핵 시기 살펴볼 때, 탄핵의 항공 수요 영향은 제한적
- 외환시장 안정, 주요국 정치관계에 이상 없다면 항공수요 큰 변화 없을 것

### 2024년 12월 인천공항 국제선 여객 개항 이래 최대 수송객 기록

2024년 12월 인천공항 수송 통계 발표, 비상계엄으로 인한 탄핵 정국과 환율 상승 대외 여건 악화에도 불구하고 인천공항 개항 이래 사상 최대 수송객을 기록하며 국제선 여객 수요가 견고함을 확인 시켜 줌

2024년 12월 인천공항의 총 운항은 36,703회(+9.1% yoy), 국제선 여객 수송인원은 6,412천명(+15.2% yoy)를 기록하였으며, 항공화물은 258.5천톤(+4.7% yoy)을 기록. 국제선 여객 중 직항 여객은 5,731천명(+15.6% yoy), 환승객은 681천명(+11.5% yoy)으로 나타남. 항공화물 중 직화물은 153.6천톤(+7.1% yoy), 환적화물은 100.5천톤(+1.1% yoy)을 기록함

### FSC 중에서는 아시아나항공이, LCC 중에서는 티웨이항공 수송객 크게 증가

FSC 중에서는 아시아나항공의 운항 및 수송객이 크게 증가하였는데, 대한항공의 아시아나항공 인수를 앞둔 마일리지 프로모션의 영향으로 추정함. LCC 중에서는 티웨이항공의 수송객이 크게 증가함

항공사별로(증감은 yoy) **[대한항공]** 운항 7,974회(+5.4%), 국제선 여객 1,497.6천명(+11.3%), 항공화물 108.8천톤(+1.5%), **[아시아나]** 운항 5,120회(+18.1%), 국제선 여객 1,053.8천명(+28.6%), 항공화물 55.6천톤(+7.7%)을 기록함

LCC의 경우 **[제주항공]** 운항 3,292회(+0.4%), 국제선 여객 542.3천명(+4.2%), **[진에어]** 운항 2,090회(+14.1%), 국제선 여객 452.6천명(+11.7%), **[티웨이항공]** 운항 2,152회(+17.3%), 국제선 여객 417.4천명(+17.7%)으로 집계

### 지역별로 유럽을 제외한 미주, 일본, 동남아 좋음. 중국도 회복세 지속

지역별 수송 통계를 볼 때, 미주와 일본, 그리고 동남아 노선의 수요 여전히 견고한 증가세를 기록하고 있으며, 중국도 회복세를 지속하고 있음. 반면, 유럽의 경우 대한항공에서 티웨이항공으로의 핵심 4개 노선 이관 영향으로 운항 및 수송객 증가율이 낮은 한 자리수를 기록

지역별로 (증감은 yoy) **[일본]** 운항 8,676회(+15.9%), 여객수송 1,649.2천명(+17.9%), 화물 23.5천톤(+12.3%), **[중국]** 운항 7,300회(+10.1%), 여객수송 859.1천명(+38.9%), 화물 47.4천톤(+1.1%), **[동남아]** 운항 9,696회(+6.5%), 여객수송 2,051.6천명(+7.8%), 화물 44.5천톤(+12.7%), **[미주]** 운항 3,988회(+12.6%), 여객수송 557.9천명(+17.8%), 화물 60.6천톤(+2.5%), **[유럽]** 운항 1,879회(-1.1%), 여객수송 325.6천명(+4.6%), 화물 43.4천톤(-1.1%)으로 집계

# 한국콜마 (161890)

정한솔

hansol.jung@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월

목표주가

**80,000**

하향

현재주가

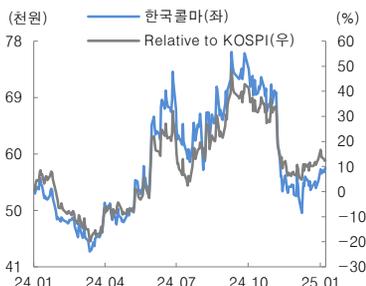
(25.01.08)

**57,200**

화학품업종

KOSPI	2521.05
시가총액	1,350십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	76,200원 / 43,500원
120일 평균거래대금	203억원
외국인지분율	34.35%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 24 인 26.59% NIHON KOLMAR 11.77%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.9	-17.2	-6.8	6.5
상대수익률	6.8	-14.8	5.6	8.5



## 중요한 건 2025년

- 4Q24 매출액 6,011억원, 영업이익 460억원으로 시장기대치 하회 전망
- 별도법인 건조한 성장 지속 및 미국법인 흑자전환 긍정적
- 캐나다 및 중국 법인 부진 지속, 25년 해외 법인 실적 개선이 핵심

### 투자의견 BUY 유지하나 목표주가 80,000원으로(-20%) 하향

목표주가 산정 연도 변경 및 업종 밸류에이션 하락에 따라 목표주가 하향 조정. 25E EPS 4,446원에 Target PER 기준 20배에서 18배 적용하여 산출

국내 연간생산 능력은 23년 3.7억 → 24년말 5.3억개로 증가. 25년 늘어난 생산능력을 기반으로 고수익 스킨케어/선풍제 품 중심 매출 확대 예상. 25년 실적 핵심은 해외법인 손익. 미국은 올해 하반기 미국2공장 신규 가동을 앞두고 미국1공장 흑자전환에 성공하며 고정비 부담 축소된 점 긍정적. 다만 R&D센터 비용이 지속되고 2공장 수주 확보 속도에 따라 비용 부담 존재. 캐나다는 상위 고객사 부진으로 25년 적자 지속 예상. 중국은 저가수주 지양하며 수익성 방어에 나설 전망이다. 비우호적인 영업환경이 지속되고 있어 보수적인 접근 필요. 해외법인 실적 개선 시점 확인 시 주가 반등 기대

### 4Q24 Preview: 중요한 건 2025년

4Q24 매출액 6,011억원(YoY 9%), 영업이익 460억원(YoY 24%, OPM 7.7%)으로 시장기대치 하회 전망 **[국내]** 매출액 2,413억원(YoY 13%), 영업이익 217억원 YoY 18%, OPM 9.0%) 전망. 국내 고객사들의 수출 수요가 확대되며 매출 성장 지속. 다만 계절적으로 고수익 선풍제 품 비중 감소와 일회성 인건비 증가로 마진 개선은 제한적. 세종공장 라인 증설이 마무리됨에 따라 연간 CAPA 5.3억개 확보 완료. 25년 늘어난 캐파를 바탕으로 성장 지속 전망 **[연결법인]** 해외 법인별로 상이할 전망. 미국은 신규 고객사 유입으로 매출 고성장(YoY 55%)하며 흑자전환 예상. 캐나다는 상위 고객사 물량 축소가 지속되며 YoY 적자전환 예상. 중국은 비우호적인 영업환경이 지속되며 부진할 것으로 예상. 연우는 비즈니스 구조 변경 효과로 YoY 흑자전환 예상

(단위: 십억원, %)

구분	4Q23	3Q24	직전추정	당사추정	4Q24(F)			1Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	552	627	631	601	8.9	-4.0	621	626	8.9	4.1
영업이익	37	55	54	46	24.3	-14.8	53	44	35.2	-5.7
순이익	-47	15	25	15	흑전	-1.2	16	29	355.1	89.3

자료: 한국콜마, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,866	2,156	2,463	2,717	2,893
영업이익	73	136	205	237	265
세전순이익	17	34	128	181	224
총당기순이익	-4	25	92	130	161
지배지분순이익	-22	5	72	105	134
EPS	-961	227	3,053	4,446	5,662
PER	NA	236.2	18.0	12.7	10.0
BPS	29,024	28,347	30,256	34,300	39,878
PBR	1.5	1.9	1.9	1.7	1.4
ROE	-3.3	0.8	10.6	13.8	15.3

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

# 코오롱인더 (120110)

## 위정원

jungwon.weee@daishin.com

## 투자의견

BUY

매수, 유지

## 6개월 목표주가

41,000

하향

## 현재주가

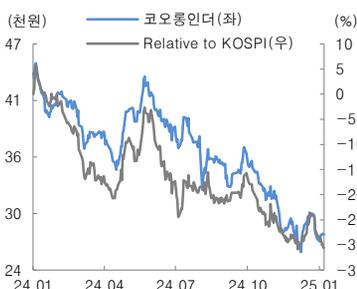
27,600

(25.01.07)

화학업종

KOSPI	2492.1
시가총액	812십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	138십억원
52주 최고/최저	45,050원 / 25,800원
120일 평균거래대금	26억원
외국인지분율	11.85%
주요주주	코오롱 외 14 인 34.79% 국민연금공단 5.71%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.0	-21.4	-24.2	-38.7
상대수익률	0.3	-17.6	-12.9	-36.6



## 수익률 회복은 미진

- 4Q24 예상 OP 492억원으로 컨센서스(595억원) 하회 전망
- 타이어코드 및 화학부문의 견조한 실적에도 불구하고, 아라미드 수익성 부진
- 아라미드 판가 하락세 진정 및 원가하락으로 OPM 개선 여건 마련

### 투자의견 매수 유지, 목표주가 41,000원으로 하향

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 아라미드 수익성 부진에 따른 산업자재부문 멀티플 하향(7.5배→7배) 및 코오롱글로벌 서초 스포렉스 양수(4,300억원)에 따른 순차입금 증가를 반영해 41,000원(-16.3%)으로 목표주가 하향

### 4Q24 Preview: 예상 OP 492억원, 컨센서스(595억원) 하회 전망

동사의 4Q 예상 OP 492억원(QoQ +49.7%, YoY +20.3%) 전망. [산업자재] 예상 OP 219억원으로 QoQ -30.7% 전망. 타이어코드 판가회복(4Q 수출평균 3.3달러/kg, QoQ +2.3%) 지속되는 가운데, 고객사의 완만한 재고조정으로 계절적 비수기 영향 미미. 단, 아라미드의 수익성 회복은 미진한 것으로 추정. 일부 정기보수 10월까지 이어지며 가동률 회복에 부정적 영향 끼친 가운데, 제조단가 높은 신증설 2호기 생산량 판매비중 증가로 수익성 소폭 악화.

[화학부문] OP 209억원(QoQ -3.7%, YoY +287.1%) 전망. 석유수지 4개 분기 연속 판가상승(4Q 평균 2,045달러/톤, QoQ +2.6%)하며 스프레드 개선세 지속. [패션부문] OP 131억원(YoY -59.7%) 전망. 성수기 진입하며 전년동기대비 판매량 호조세 보였으나, 일부 브랜드 구조조정 영향으로 일회성 비용 발생

### 아라미드 판가 하락세 진정, 1Q25 이후 가동률 회복 기대

2H24 이후 아라미드 수익성 하락으로 현재 동사의 PBR은 0.27배로 근 5년내 최저점 도달. 단, 현재 이익추정치 하향은 기반영원 상태로 1) 아라미드 수익률 회복, 2) 사업포트폴리오 재편에 따른 손익개선과 함께 주가 상방 가능성이 높다는 판단. 아라미드 판가 하락세 진정된(4Q 평균 수출 가격 17.9달러/kg) 가운데, 원가하락(PPDA QoQ -11.3%)으로 수익률 개선 여건 형성.

(단위: 십억원, %)

구분	4Q23	3Q24	4Q24(F)		1Q25					
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,301	1,100	1,227	1,228	-5.7	11.7	1,294	1,094	-5	-10
영업이익	41	33	58	49	20.3	49.7	59	50	52.7	-4.8
순이익	-9	-9	10	24	흑전	흑전	29	30	55.1	17.5

자료: 코오롱인더, FrnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	5,367	5,061	4,772	4,445	4,490
영업이익	242	158	172	258	261
지배지분순이익	180	43	73	168	200
PER	6.4	31.4	10.7	4.6	3.9
PBR	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
ROE	7.1	1.6	2.6	5.7	6.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 코오롱인더, 대신증권 Research Center

# 카카오뱅크 (323410)

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

투자의견 **Buy**  
매수, 유지

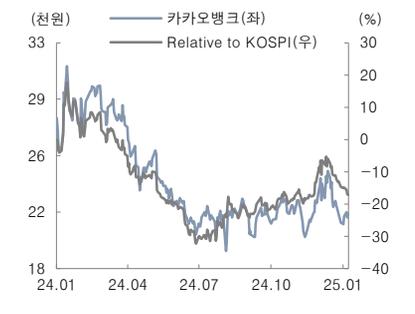
6개월  
목표주가 **30,000**  
유지

현재주가 **21,650**  
(25.01.08)

은행업종

KOSPI	2,521.05
시가총액	10,326십억원
시가총액비중	0.48%
자본금(보통주)	2,385십억원
52주 최고/최저	31,450원 / 19,180원
120일 평균거래대금	166억원
외국인지분율	16.42%
주요주주	카카오 27.16% 한국투자증권 27.16%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.5	1.6	-0.2	-16.6
상대수익률	-11.8	4.6	13.1	-15.0



## 환율 무풍지대

- 4분기 순이익 선제적 대손비용 적립에 따라 컨센서스 하회 예상
- 향후 성장동력으로 선택한 사업자 대출, 플랫폼 수익 비수기에도 증가
- '25년에도 신상품 라인업 확대 예정, 환 관련 우려 없는 것도 긍정적

### 투자의견 Buy, 목표주가 30,000원 유지

비수기임에도 플랫폼수익이 증가한 점은 긍정적이는데 올해 하반기 주택담보대출 비교 플랫폼도 출시 예정. 광고수익은 지면 확대, 단가 인상 등으로 매출 증대할 계획. 기업가치제고계획에서 동사 향후 성장 동력을 1) 비이자수익 확대, 2) 사업자 대출 성장 두 축으로 잡았는데 원활하게 이행되는 모습

2024년 연간이익 4,320억원으로 '23년 대비 +21.8% 증가 예상하는데, 비이자이익 증가율은 30%를 상회할 것으로 보임. 비이자이익은 2021년 흑자 전환 이후 꾸준히 성장, 연평균 성장을 71% 기록

2025년 사업자 담보대출 출시, 대출 플랫폼 라인업 확장 등 신상품 출시에 따른 성장동력 여전히 존재하는데다 최근 시중은행의 치명적 약점으로 떠오른 환율 관련 우려도 없음

### 4Q24 순이익 765억원(QoQ -38.4% YoY +1.1%) 기록 전망

4분기 순이익은 컨센서스 872억원을 -12.3% 하회 예상. 이자이익 및 비이자이익의 Top-line 성장은 순조롭지만 선제적 대손비용 450억원 추가 적립에 기인

12월말 원화대출 43.3조원(QoQ +1%, YoY +12%)으로 주담대 및 전월세 대출 1% 미만 성장하나 사업자대출이 두 자릿수 성장. 사업자대출을 포함한 SOHO대출은 1.99조원(QoQ +20%, YoY +110.3%)으로 크게 증가 예상. NIM은 동사 강점인 저원가성 예금이 크게 늘어나면서 전 분기 대비 -1bp 하락한 2.14% 기록 전망

수수료이익은 대출플랫폼 제휴사 확대 및 취급 규모 증가로 비수기임에도 성장 예상. 광고수익도 지면 확대, 단가 인상 등으로 전 분기 대비 증가한 829억원 기록 예상. TV광고 확대 및 전산운영비 증가 등으로 판관비는 증가하며 신용대출 잔액 증가, PD값 조정에 따라 대손비용이 크게 증가, 사측이 당초 가이던스 제시한 연간 CCR 60bp 중반 기록할 전망. 중신용대출 연체율은 여전히 사측이 관리 가능한 예상 범위 내에 있는 것으로 파악

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021	2022	2023	2024E	2025E
이자이익	621	942	1,116	1,273	1,427
수수료이익	123	126	237	309	329
플랫폼수익	93	83	72	93	95
총영업이익	627	920	1,162	1,382	1,564
당기순이익	204	263	355	432	523
YoY(%)	79.3%	28.9%	34.9%	21.8%	21.1%
BPS	11,621	12,028	12,875	13,425	14,027
PER	137	45	34	23	19
PBR	5.08	2.09	1.95	1.56	1.49
ROE	3.7	4.6	5.8	6.8	7.9

자료: 카카오뱅크, 대신증권 Research Center

# 삼성전자 (005930)

신석환

박강호

seokhwan.shin@daishin.com

kangho.park@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**78,000**

유지

현재주가

**57,300**

(25.01.08)

반도체업종

## 예상보다 부진했던 4Q24

- 4Q24 잠정 매출액 75조원, 영업이익 6.5조원으로 예상보다 부진한 실적 발표
- 메모리는 고용량 메모리 판매 확대에도 불구하고 IT 수요 둔화 영향
- LSI/파운드리 적자 확대 및 디스플레이 수익성 악화에 따른 실적 감소

### 투자의견 매수, 목표주가 78,000원 유지

목표주가는 25년 BPS에 Target P/B 1.3배를 적용하여 산출. 삼성전자 4Q24 잠정 실적은 매출액 75조원(QoQ -5.2%), 영업이익 6.5조원(QoQ -29.2%)으로 발표, 당사 추정치(7.6조원)와 컨센서스(7.9조원)를 모두 하회함. 사업부별 영업이익으로는 1) DS 2.7조원(메모리 5.1조원, LSI/파운드리 -2.4조원), 2) DX 2.4조원(MX 2.2조원), 3) 디스플레이 0.9조원, 4) 하만 0.4조원으로 추정

### 4Q24 실적 부진 배경: NAND, 파운드리, 디스플레이

[DS] 메모리 사업부는 고용량 메모리 판매 확대에도 불구하고, IT(PC/모바일) 수요 둔화로 인해 전분기대비 이익 감소가 나타난 것으로 판단. 4Q24 DRAM 영업이익은 4.7조원, NAND 영업이익 0.4조원으로 추정함. 또한 LSI/파운드리는 가동률 하락 및 연구개발비 증가에 따라 대규모 적자를 기록한 것으로 예상됨

[SDC] 4Q24 디스플레이 영업이익 0.9조원으로 추정, 북미 고객사향 OLED 경쟁 심화 및 공급 물량 축소에 따른 수익성 감소 영향으로 판단

### 25년에는 긍정적인 측면을 바라보자

25년 매출액 305조원(YoY +1.8%), 영업이익 35.5조원(YoY +8.7%)로 24년 대비 실적 개선이 나타날 것으로 예상함. 1H25까지 메모리 반도체 가격 하락이 지속될 것으로 예상되나, 2H25 범용 메모리 가격 회복/고용량 메모리 중심의 판매 확대/HBM 양산 개시/파운드리 적자 축소에 기인함

4Q24 잠정 실적이 시장 기대치를 대폭 하회함에도 불구하고, HBM3E 퀵 테스트 통과 가능성, 4Q24 실적 불안감의 선반영으로 인해 금일(1/8) 삼성전자 주가는 +3.4% 상승 마감. 현재 주가는 PBR 1.0배 미만으로 여전히 밸류에이션은 낮은 수준임

(단위: 십억원 %)

구분	4Q23	3Q24	4Q24			1Q25				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	67,780	79,099	76,605	75,000	10.7	-5.2	77,404	77,549	7.8	3.4
영업이익	2,825	9,183	7,559	6,500	130.1	-29.2	7,971	7,873	19.2	21.1

자료: 삼성전자, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

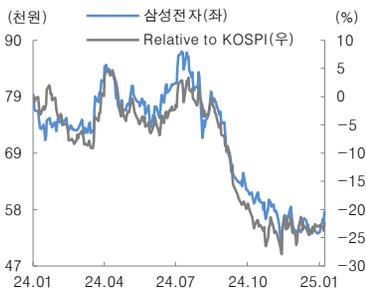
(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	302,231	258,935	300,083	305,487	313,124
영업이익	43,377	6,567	32,733	35,571	37,387
세전순이익	46,440	11,006	36,517	38,100	38,929
총당기순이익	55,654	15,487	31,770	32,385	33,284
지배지분순이익	54,730	14,473	30,922	31,520	32,396
EPS	8,057	2,131	4,552	4,640	4,769
PER	6.9	36.8	12.3	12.1	11.7
BPS	50,817	52,002	55,047	58,204	61,504
PBR	1.1	1.5	1.0	1.0	0.9
ROE	17.1	4.1	8.5	8.2	8.0

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

KOSPI	2521.05
시가총액	380,580십억원
시가총액비중	17.74%
자본금(보통주)	778십억원
52주 최고/최저	87,800원 / 49,900원
120일 평균거래대금	14,915억원
외국인지분율	50.49%
주요주주	삼성생명보험 외 16 인 20.07% 국민연금공단 7.68%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.9	-5.0	-34.4	-25.1
상대수익률	2.0	-2.2	-25.7	-23.7



#### ▶ 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.