Morning Meeting Notes

2024-01-11

내일의 차이 현대차증권

What's Inside

증권 산업(Overweight) 눈높이를 크게 낮춰야 할 4분기
큐알티(Not Rated) 신뢰성 분석은 제가 전문입니다
[중국/신흥국 전략] 2024 차이나리스크② 대만 선거 정국 그 이후

New Issue

뉴욕증시, 빅테크 강세에 힘입어 상승 마감
뉴욕채권, CPI 발표 앞두고 경계심리 짙어지며 미 국채가 혼조
국제유가, 원유 재고 증가 소식에 하락

New Publication

[인터넷/게임/미디어 산업] 24 Events to Watch(2024-01-08)
[ESG] ESG 리서치 보고서: 글로벌 ESG 동향 그리고 기업분석(2023-12-26)
[글로벌] '23년 중국경제공작회의 전망-첨단산업 자립자강, 산업 업그레이드에 집중(2023-12-07)
[IT H/W 산업] 대만, 일본 기업 탐방 후기(2023-12-05)
[정유화학/태양광 산업] 고금리에도 올 것은 온다(2023-12-05)
[음식료산업] 2024년 연간전망: 꺼진 불을 다시 볼 때(2023-11-28)
[방위산업] 전쟁의 시대(2023-11-27)
[미국주식] 2024년 미국주식: 불안 속 축배를 들 때(2023-11-27)
[제약/바이오] 2024년 연간전망: 키트루다 유니버스(2023-11-24)
[AI산업] 2024 AI 산업 연간전망: 온디바이스 AI와 NPU 시장의 개화(2023-11-24)
[화장품] 2024년 연간전망: K-Beauty의 축복이 끝이 없네!(2023-11-22)
[금융] 2024년 금융업 전망: 손익과 주주환원 간의 바통터치(2023-11-21)

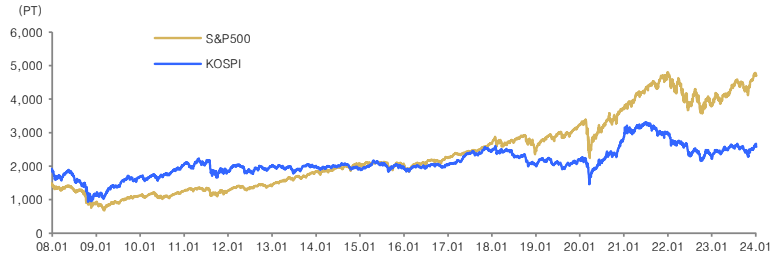
Rating, Target Price Changes

카카오	BUY	72,000 원 ▷	BUY	80,000 원	(2023-01-08)
크래프톤	BUY	250,000 원 ▷	BUY	270,000 원	(2023-01-08)
테크윙	신규편입	▷	BUY	15,000 원	(2023-12-21)
CJ ENM	BUY	80,000 원 ▷	BUY	90,000 원	(2023-12-14)
네패스아크	신규편입	▷	BUY	34,000 원	(2023-12-13)
LIG넥스원	BUY	130,000 원 ▷	BUY	160,000 원	(2023-12-13)
고려아연	BUY	650,000 원 ▷	BUY	670,000 원	(2023-12-12)
리노공업	신규편입	▷	BUY	250,000 원	(2023-12-05)
롯데정밀화학	BUY	100,000 원 ▷	BUY	83,000 원	(2023-12-01)
한올바이오파마	BUY	49,000 원 ▷	BUY	63,000 원	(2023-11-29)
CJ제일제당	BUY	400,000 원 ▷	BUY	440,000 원	(2023-11-28)
롯데웰푸드	BUY	140,000 원 ▷	BUY	170,000 원	(2023-11-28)
코리안리	BUY	11,000 원 ▷	BUY	10,000 원	(2023-11-28)
LIG넥스원	신규편입	▷	BUY	130,000 원	(2023-11-27)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
KB금융	185,410	에코프로머티	73,955
에코프로머티	51,158	카카오	62,352
NAVER	30,775	KODEX 200선물인버스2X	27,245
한화에어로스페이스	23,879	한화에어로스페이스	21,408
삼성전자우	14,262	한화솔루션	20,171

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
삼성전자	-99,842	삼성전자	-151,376
삼성SDI	-92,715	KODEX 레버리지	-86,662
SK하이닉스	-91,764	삼성SDI	-65,458
에코프로비엠	-12,187	엔켐	-48,078
LG화학	-11,312	KODEX 코스닥150레버리지	-34,548

KOSPI, S&P 추이



국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,541.98	-0.75	+1.25
대형주	2,521.72	-0.97	+1.24
중형주	2,721.02	-0.15	-0.86
소형주	2,291.55	+0.01	+0.98
KOSDAQ	875.46	-1.04	+5.56

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	3,537	-238	-1,413
누적순매수(D-20)	-35,467	31,898	4,648

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	193,395	197,333	148,223

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	72.51	+1.64	-1.32
금융	366.71	-0.66	-2.73
운수장비	2,112.15	+0.88	+0.98
유통	350.13	-1.15	-2.99
음식료	3,640.42	+0.09	+0.23
의약품	14,043.16	-0.25	+8.62
전기전자	26,804.63	-1.48	+1.67
철강금속	5,639.31	-1.50	-0.96
화학	4,626.44	-0.75	-0.99
유틸리티	618.99	-0.91	-1.83
통신	369.81	-0.23	-3.10

해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	4,783.45	+0.57	+1.62
NASDAQ	14,969.65	+0.75	+1.60
일본	34,441.72	+2.01	+4.60
중국	2,877.70	-0.54	-3.07
독일	16,688.36	+0.00	-0.46

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.27	+1.40	-19.60
국고채 (10년)	3.35	+2.30	-17.90
은행채AAA (3년)	3.74	+1.80	-20.20
미국국채 (2년)	4.36	-0.41	-7.45
미국국채 (10년)	4.03	+1.88	+0.91

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,320.10	+0.33	+0.02
원/백 엔	905.39	-0.55	-1.93
원/위안	184.08	+0.29	+0.03
달러/유로	1.10	+0.34	+0.77
위안/달러	7.17	+0.04	-0.02
엔/달러	145.81	+0.89	+1.98
Dollar Index	102.41	-0.13	-0.48

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	71.32	-1.27	+2.66
금 (usd/oz)	2,027.80	-0.26	+1.53
BDI	1,875.00	-7.27	-26.50
천연가스(NYMEX)	3.03	-4.98	+29.81

본 조사지표는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Industry Note
2024. 01. 11

증권

OVERWEIGHT

눈높이를 크게 낮춰야 할 4분기

Analyst 이홍재
02-3787-2643
leehj612@hmsec.com

RA 장영임
02-6106-2747
yijang123@hmsec.com

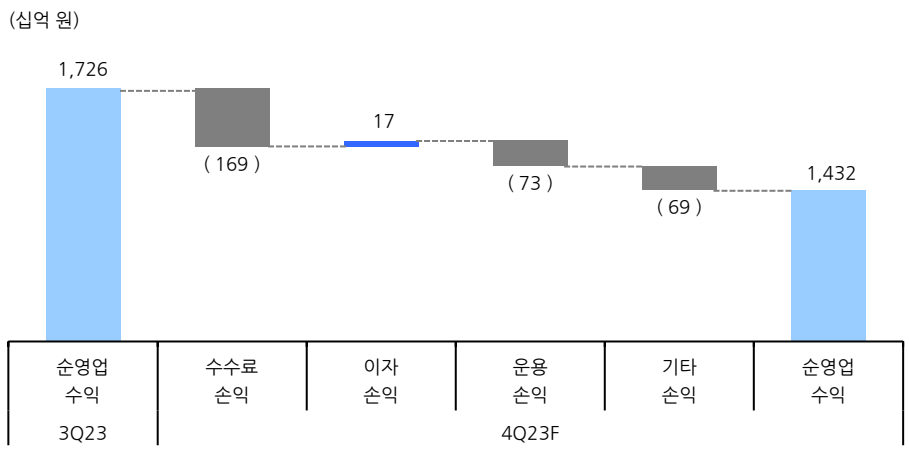
4분기 어닝 쇼크 전망. 미래에셋증권은 적자 전환까지도 예상

- 유니버스 증권 합산 4분기 지배주주순이익은 전년 동기 대비해서 21.0% 증가하나 전분기 대비로는 56.8% 감소한 2,386억원을 기록하며 컨센서스를 49.3% 하회할 전망
- 시장 기대를 대폭 하회할 것으로 보는 이유는 주로 보유자산 평가손실 및 충당금 영향. 특히 미래에셋증권이 프랑스 부동산 관련 손실을 약 400억원 추가 반영하고, 이외에 투자목적자산도 손실 인식되며 적자 전환될 전망. 타사들도 해외 부동산 및 태영건설 관련 손실 등도 반영될 것으로 추정
- 다만, 경상 업황이 소폭이나마 회복되며 수수료손익과 이자손익, 채권 매매평가익은 개선될 것으로 예상되고 전년 동기에도 자산 손실이 컸기 때문에 기저가 낮아 전년 대비 이익 개선은 가능할 전망. 일부 손실들이 영업외비용으로 반영되어 순영업수익은 전분기 대비 15.3% 감소에 그칠 것으로 예상
- 커버리지 내 모든 회사들의 실적이 컨센서스를 하회할 것으로 예상되지만 부동산 관련 리스크가 적고 채권평가손익 민감도가 높은 NH투자증권이 컨센서스 대비 -5.5% 하회로 상대적으로는 선방할 전망

한국금융지주 최선호 의견 유지

- 태영건설 관련 Exposure가 큰 것으로 알려진 한국금융지주의 주가가 낙폭이 확대되며 경상 이익체력에서 열위인 경쟁사 대비해서도 시가총액이 낮은 상황. 여전히 일부 불확실성 상존하지만 현재 가격대는 긴 호흡에서 접근하기 좋다고 판단. 한국금융지주를 증권업종 Top Pick으로 유지
- 투자 매력이 있다고 보는 이유는; 1) 우선, 태영건설 관련 Exposure 중 분양이 거의 완료되거나 담보가 있는 건들을 제외하고 실질적으로 문제가 될 가능성이 높은 우발채무 규모는 500억원 미만으로 추정되며, 2) IBL 규모가 35조원을 상회하는 점 감안 시 시중금리 하락에 따라 조달비용 개선 효과만 연간 약 1,000억원에 이를 것으로 보여 불확실성 감안해도 올해 실적이 둔화될 여지 제한적이기 때문
- 한편, 미래에셋증권도 각종 자산손실 반영으로 이익 기저는 상당히 낮아 올해 증익은 가능할 것으로 전망되나, 투자목적자산의 가시성이 낮아 투자 시기에 있어서 후순위로 판단

유니버스 증권 4Q23F 순영업수익 Movement



자료: 각 사, 현대차증권

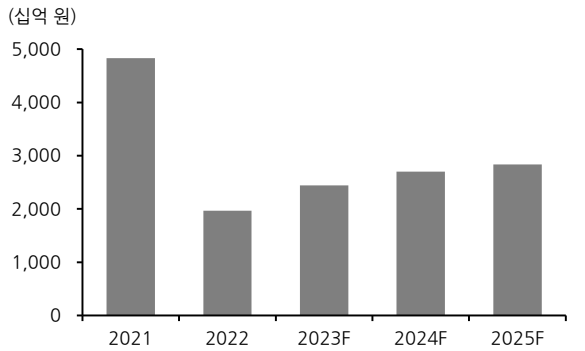
<표1> 유니버스 증권 4사 당사 순이익 추정치 대비 컨센서스

(단위: 십억 원)

	4Q23F	*QoQ*	*YoY*	2023F	*YoY*	2024F	*YoY*	2025F	*YoY*
미래에셋증권									
추정치	-77	*적자전환*	*적자전환*	370	-38.5%	588	59.0%	642	9.2%
컨센서스	113	*46.3%*	*117.2%*	572	-4.8%	657	14.8%	722	9.9%
Gap	N/A	*N/A*	*N/A*	-35.4%	-33.7%p	-10.5%	44.2%p	-11.1%	-0.7%p
한국금융지주									
추정치	110	*-48.0%*	*68.5%*	843	32.3%	905	7.3%	930	2.7%
컨센서스	136	*-36.1%*	*107.1%*	868	36.2%	882	1.6%	937	6.2%
Gap	-18.7%	*-11.9%p*	*-38.6%p*	-2.8%	-3.9%p	2.6%	5.7%p	-0.8%	-3.5%p
삼성증권									
추정치	100	*-34.9%*	*863.7%*	655	55.1%	624	-4.7%	651	4.3%
컨센서스	110	*-28.0%*	*965.5%*	661	56.5%	669	1.3%	709	5.9%
Gap	-9.6%	*-6.9%p*	*-101.8%p*	-0.9%	-1.4%p	-6.8%	-6.0%p	-8.2%	-1.6%p
NH 투자증권									
추정치	105	*-3.3%*	*52.2%*	573	88.9%	583	1.7%	616	5.6%
컨센서스	112	*2.4%*	*61.2%*	578	90.6%	603	4.2%	628	4.1%
Gap	-5.5%	*-5.7%p*	*-8.9%p*	-0.9%	-1.8%p	-3.3%	-2.5%p	-1.9%	1.5%p
4 사 합산									
추정치	239	*-56.8%*	*21.0%*	2,441	24.3%	2,700	10.6%	2,838	5.1%
컨센서스	471	*-14.7%*	*138.7%*	2,680	36.4%	2,811	4.9%	2,996	6.5%
Gap	-49.3%	*-42.1%p*	*-117.7%p*	-8.9%	-12.1%p	-4.0%	5.7%p	-5.3%	-1.5%p

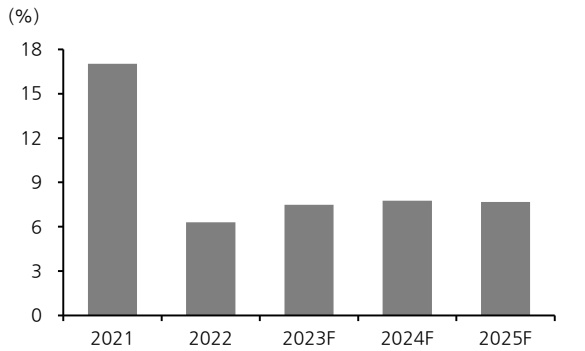
자료: 각 사, 현대차증권

<그림1> 유니버스 증권 지배주주손익 추정



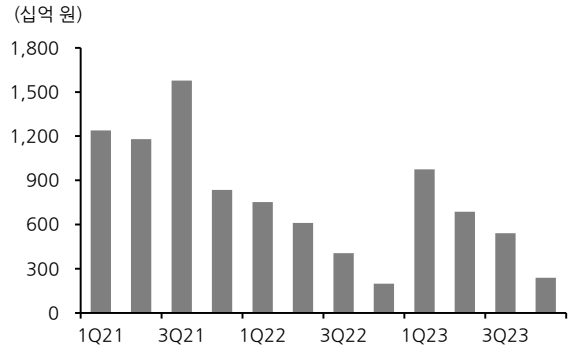
자료: 각 사, 현대차증권

<그림2> 유니버스 증권 ROE 추정



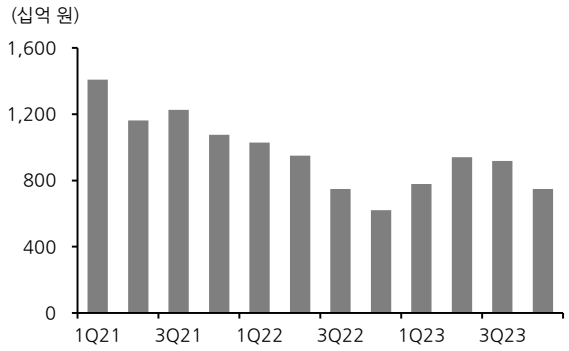
자료: 각 사, 현대차증권

<그림3> 유니버스 증권 지배주주손익 추정



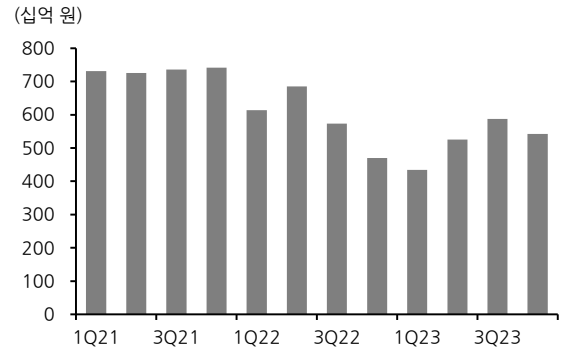
자료: 각 사, 현대차증권

<그림4> 유니버스 증권 수수료손익 추정



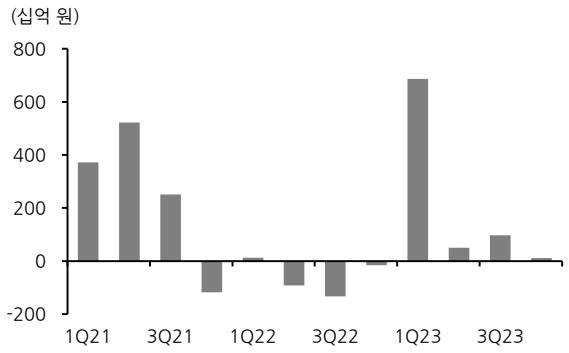
자료: 각 사, 현대차증권

<그림5> 유니버스 증권 이자손익 추정



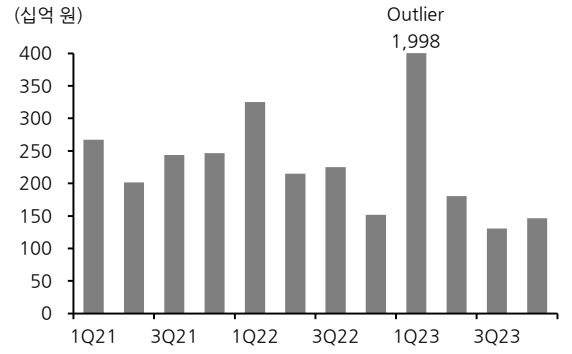
자료: 각 사, 현대차증권

<그림6> 유니버스 증권 운용손익 추정



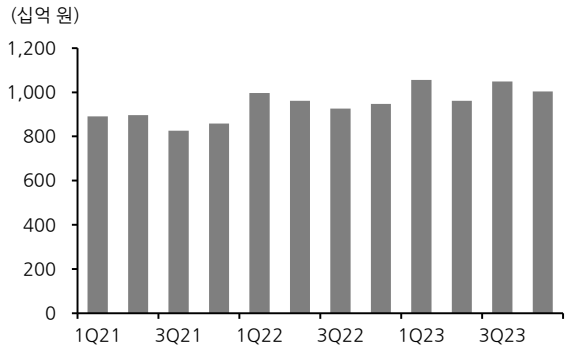
자료: 각 사, 현대차증권

<그림7> 유니버스 증권 기타손익 추정



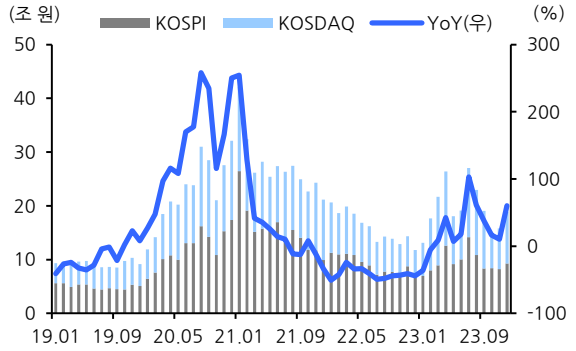
자료: 각 사, 현대차증권

<그림8> 유니버스 증권 판매및관리비 추정



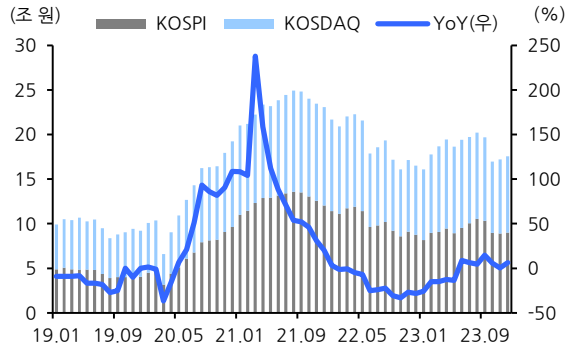
자료: 각 사, 현대차증권

<그림9> 일평균거래대금 추이



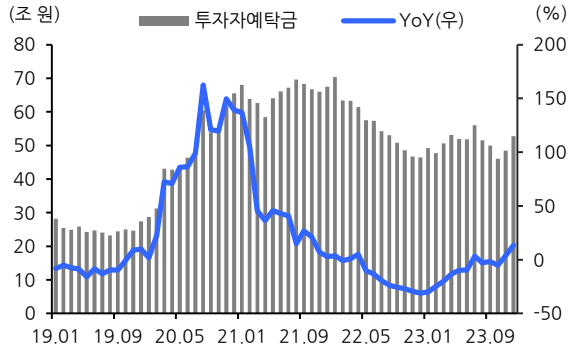
주: YoY는 KOSPI와 KOSDAQ 합산 기준
자료: Quantiwise, 현대차증권

<그림10> 신용거래융자 잔고 추이



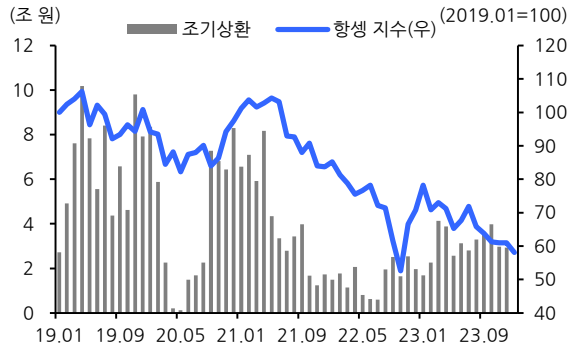
주: YoY는 KOSPI와 KOSDAQ 합산 기준
자료: 금융투자협회, 현대차증권

<그림11> 투자자 예탁금 추이



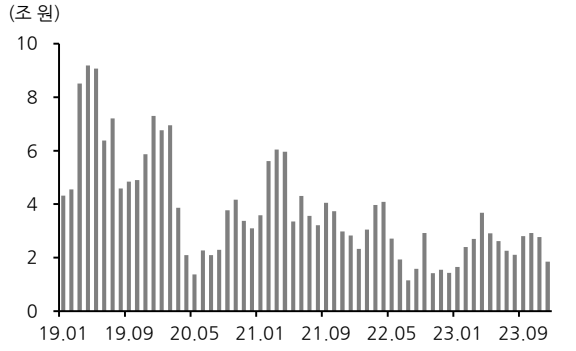
자료: 금융투자협회, 현대차증권

<그림12> ELS 조기상환 규모 및 홍콩 항셍 지수 추이



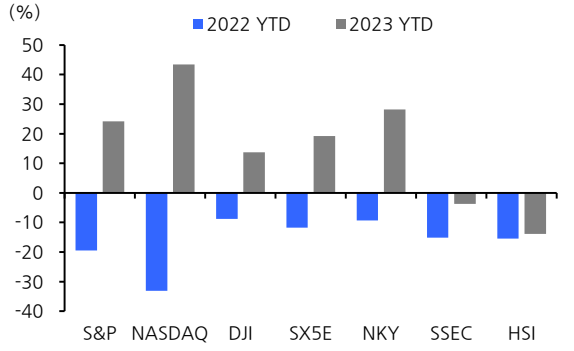
자료: 한국예탁결제원, Quantiwise, 현대차증권

<그림13> ELS 발행 규모



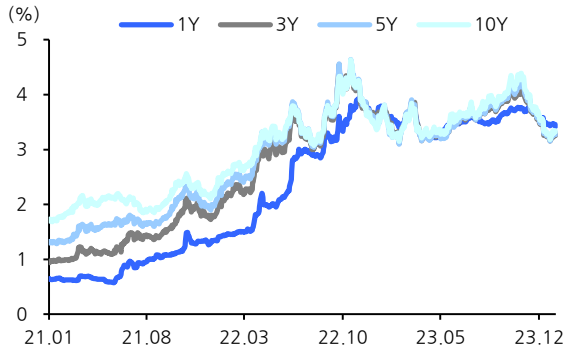
자료: 한국예탁결제원, 현대차증권

<그림14> 해외 주요국 지수 상승률



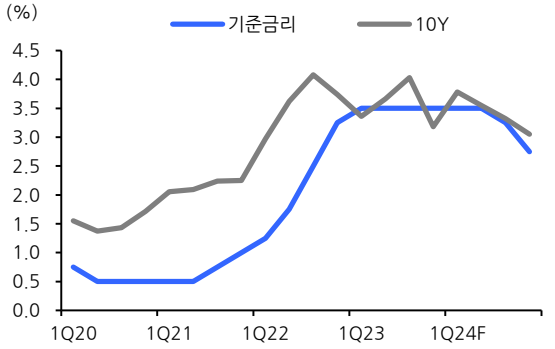
자료: Quantiwise, 현대차증권

<그림15> 국고채 금리 추이



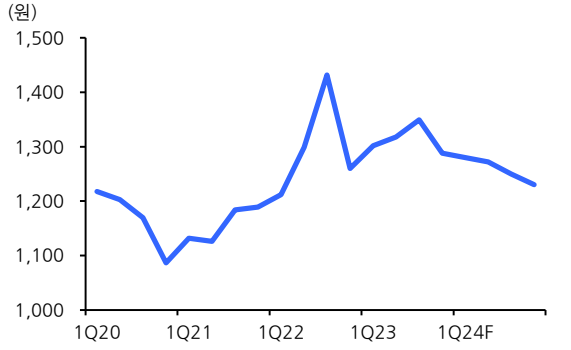
자료: Quantiwise, 현대차증권

<그림16> 한국 기준금리 및 국고채 10년물 금리 전망



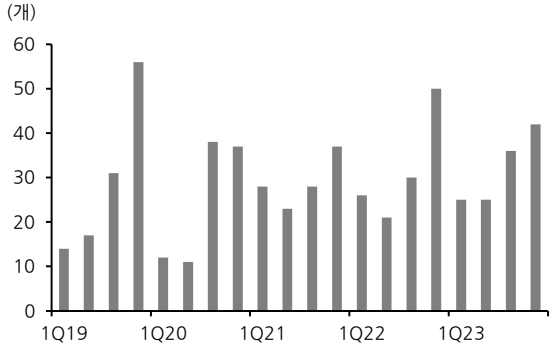
주: Bloomberg 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림17> 환율 전망 컨센서스



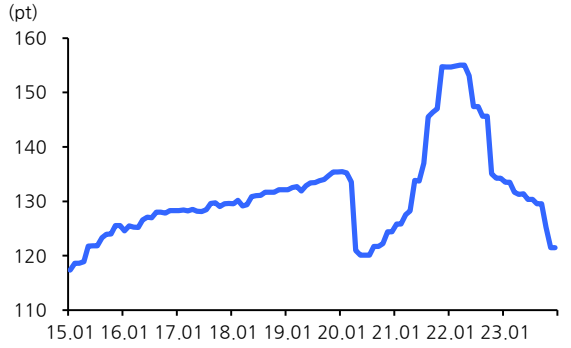
주: Bloomberg 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림18> 신규 상장 기업 수



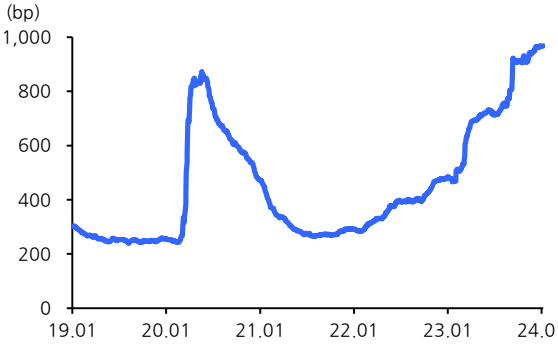
자료: 한국거래소, 현대차증권

<그림19> 해외 상업용 부동산 지수 추이



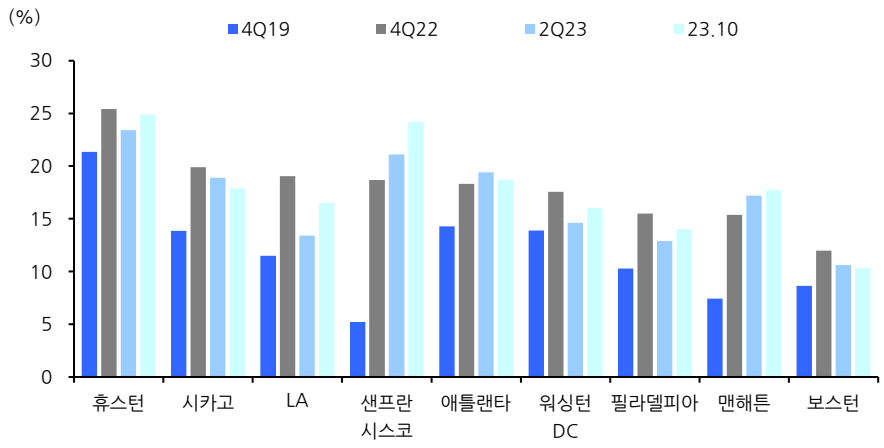
자료: Greenstreet, 현대차증권

<그림20> CMBS 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림21> 미국 주요 도시 사무실 공실률



자료: Commercial edge, 현대차증권

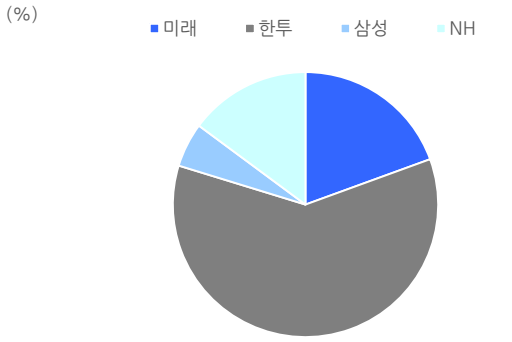
<표2> 증권업 태영건설 익스포저

(단위: 억 원)

구분	직접 익스포저	신용보강	책임준공	기타	합계
직접 차주	2,183				2,183
브릿지론		2,086	133	118	2,336
본 PF		1,886	3,342		5,228
부동산담보대출		1,675			1,675
합계	2,183	5,647	3,474	118	11,422

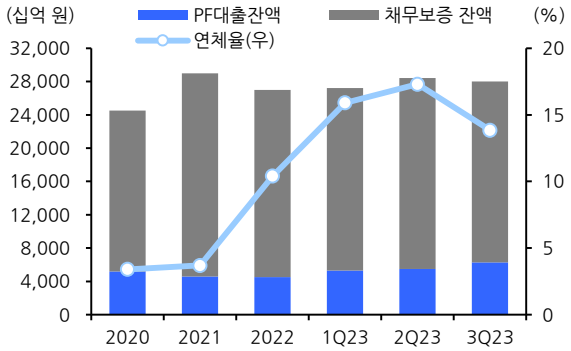
자료: BizLine, 한국신용평가, 현대차증권

<그림22> 유니버스 증권 태영건설 Exposure 추정



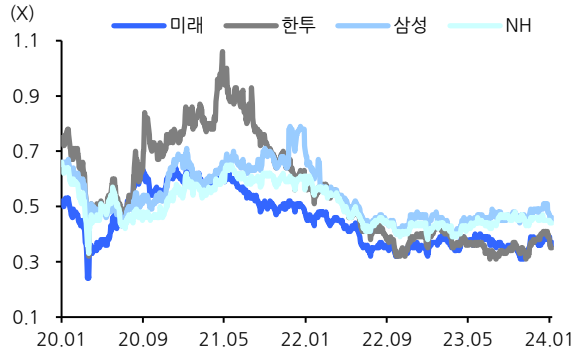
주: 24~25년 만기도래 分
자료: 언론보도, 공시자료, 현대차증권

<그림23> 증권사 부동산 PF 익스포저 현황



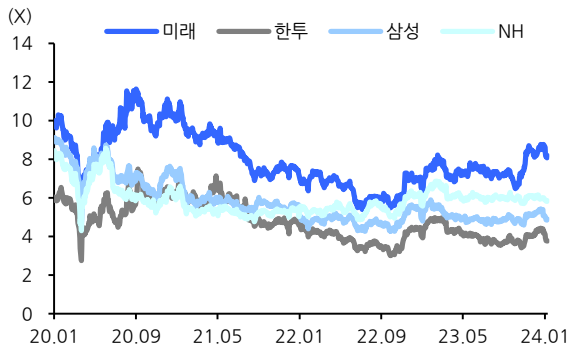
자료: 금융감독원, 언론보도, 현대차증권

<그림24> 유니버스 증권 12MF P/B



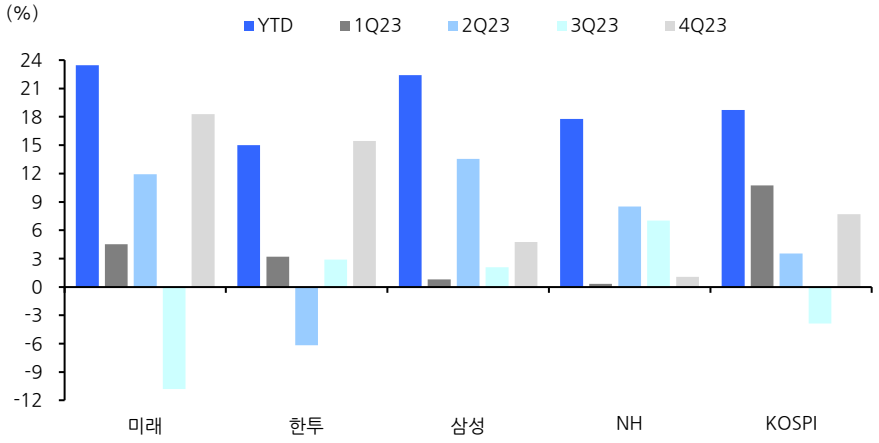
자료: Quantiwise, 현대차증권

<그림25> 유니버스 증권 12MF P/E



자료: Quantiwise, 현대차증권

<그림26> 유니버스 증권 2023년 분기별 주가 상승률



자료: Quantiwise, 현대차증권

〈표3〉 유니버스 증권 주요 실적 추정 및 Valuation Table

(단위: 십억 원)

		유니버스 합산	미래에셋증권 (006800)	한국금융지주 (071050)	삼성증권 (016360)	NH 투자증권 (005940)
투자 의견		Overweight	M.PERFORM	BUY	BUY	BUY
목표 주가			7,000 원	77,000 원	44,000 원	12,000 원
순영업수익	2022	6,681	2,161	1,753	1,400	1,366
	2023F	7,736	2,155	2,096	1,807	1,678
	2024F	8,074	2,304	2,252	1,754	1,763
영업이익	2022	2,491	846	546	578	521
	2023F	3,287	782	891	878	737
	2024F	3,587	903	1,025	835	824
순이익	2022	1,964	601	637	422	303
	2023F	2,441	370	843	655	573
	2024F	2,700	588	905	624	583
자산총계(조 원)	2022	300	107	86	54	53
	2023F	314	112	95	56	52
	2024F	338	132	97	57	52
부채총계(조 원)	2022	269	96	79	48	46
	2023F	280	101	86	49	44
	2024F	302	121	88	49	45
자본총계(조 원)	2022	32	11	8	6	7
	2023F	34	11	8	7	7
	2024F	36	12	9	7	8
ROA(%)	2022	0.6	0.6	0.8	0.7	0.5
	2023F	0.8	0.3	0.9	1.2	1.1
	2024F	0.8	0.5	0.9	1.1	1.1
ROE(%)	2022	6.3	5.7	8.5	6.9	4.3
	2023F	7.4	3.4	10.5	10.1	7.8
	2024F	7.7	5.2	10.4	8.8	7.7
EPS(원)	2022	-	1,255	10,915	4,730	867
	2023F	-	772	14,443	7,335	1,638
	2024F	-	1,241	15,498	6,988	1,666
BPS(원)	2022	-	21,936	131,505	69,383	20,647
	2023F	-	23,307	143,062	75,577	21,173
	2024F	-	24,592	155,124	82,565	22,132
P/E(X)	2022	-	4.8	4.9	6.6	10.1
	2023F	-	9.9	4.2	5.2	6.3
	2024F	-	5.7	3.5	5.3	6.0
P/B(X)	2022	-	0.3	0.4	0.5	0.4
	2023F	-	0.3	0.4	0.5	0.5
	2024F	-	0.3	0.3	0.4	0.5
DPS(원)	2022	-	200	2,300	1,700	700
	2023F	-	200	3,100	2,600	700
	2024F	-	220	3,400	2,500	700
배당수익률(%)	2022	-	3.3	4.3	5.4	8.0
	2023F	-	2.6	5.1	6.8	6.8
	2024F	-	3.1	6.3	6.8	7.0

주: 연결 기준

자료: 각 사, 현대차증권

미래에셋증권 추정 재무제표

(단위: 십억 원)

손익계산서(연결)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
순영업수익	2,979	2,161	2,155	2,304	2,442
수수료손익	1,335	932	922	891	945
수수료수익	1,594	1,203	1,175	1,148	1,222
위탁매매	958	601	647	561	618
자산관리	252	234	240	246	252
IB및기타	383	367	288	340	352
수수료비용	259	271	253	257	278
이자손익	767	492	351	358	387
이자수익	1,322	2,172	4,035	4,125	4,072
이자비용	556	1,680	3,684	3,767	3,686
운용손익	579	344	345	577	637
기타손익	298	393	536	478	473
판매및관리비	1,493	1,315	1,374	1,401	1,415
영업이익	1,486	846	782	903	1,026
영업외수익	268	272	189	217	179
영업외비용	111	274	536	301	317
세전이익	1,643	844	435	819	889
법인세비용	455	224	50	213	231
당기순이익	1,187	619	384	606	658
비지배순이익	31	18	15	18	16
지배순이익	1,156	601	370	588	642

(단위: 십억 원)

재무상태표(연결)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	109,041	106,793	112,023	132,315	146,685
현금성자산	3,661	3,184	2,633	2,686	2,740
FVPL 금융자산	42,787	39,291	41,186	42,411	43,239
FVOCI 금융자산	13,306	15,905	16,521	16,968	17,291
AC 금융자산	41,875	40,608	43,185	60,864	73,293
종속및관계기업투자	1,888	1,717	2,160	2,248	2,339
유형자산	435	532	530	540	551
투자부동산	4,001	3,911	4,498	5,130	5,761
무형자산	500	480	495	491	495
기타자산	587	1,166	816	977	976
부채총계	98,427	96,166	100,701	120,507	134,347
예수부채	14,551	9,697	10,184	10,577	10,932
차입부채	58,241	60,907	53,994	64,701	65,625
FVPL 금융부채	12,552	14,928	15,192	15,251	15,326
기타부채	13,083	10,634	21,332	29,979	42,463
자본총계	10,614	10,627	11,322	11,808	12,338
자본금	4,102	4,102	4,102	4,102	4,102
자본잉여금	2,159	2,160	2,158	2,158	2,158
이익잉여금	4,287	4,523	4,776	5,262	5,792
기타자본	-38	-277	130	130	130
비지배주주지분	103	120	156	156	156

(단위: %)

주요 지표(1)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
성장성					
순영업수익	20.1	-27.4	-0.3	6.9	6.0
수수료손익	16.9	-30.2	-1.0	-3.5	6.1
수탁수수료	14.1	-37.3	7.6	-13.3	10.1
자산관리	33.0	-7.1	2.3	2.7	2.5
IB 및 기타	22.3	-4.1	-21.5	18.1	3.3
이자손익	27.4	-35.9	-28.5	1.9	7.9
운용손익	31.5	-40.5	0.3	67.3	10.3
기타손익	0.6	32.2	36.3	-10.9	-0.9
판매및관리비	8.6	-11.9	4.5	2.0	1.0
당기순이익	45.1	-47.8	-38.0	57.7	8.5
지배순이익	43.7	-48.0	-38.5	59.0	9.2
자산총계	-17.7	-2.1	4.9	18.1	10.9
부채총계	-20.1	-2.3	4.7	19.7	11.5
자본총계	14.3	0.1	6.5	4.3	4.5

(단위: %)

주요 지표(2)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
순영업수익 구성					
Brokerage	49.1	51.4	54.5	46.9	48.5
IB	12.9	17.0	13.4	14.8	14.4
S&T	29.6	20.8	21.0	27.7	26.7
WM	8.5	10.8	11.1	10.7	10.3
투자 지표					
ROA	1.0	0.6	0.3	0.5	0.5
ROE	11.7	5.7	3.4	5.2	5.4
EPS(원)	2,364	1,255	772	1,241	1,355
BPS(원)	21,488	21,936	23,307	24,592	25,711
P/E(X)	3.7	4.8	9.9	5.7	5.2
P/B(X)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
DPS(원)	300	200	200	220	240
배당성향(%)	12.4	15.6	25.0	17.0	17.0
배당수익률(%)	3.5	3.3	2.6	3.1	3.5

** K-IFRS 연결기준*

한국금융지주 추정 재무제표

(단위: 십억 원)

손익계산서(한국투자증권)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
순영업수익	2,205	1,450	3,134	1,803	1,851
수수료손익	1,240	918	880	838	883
수수료수익	1,418	1,088	1,042	997	1,055
위탁매매	513	334	363	316	348
자산관리	173	143	126	142	145
IB및기타	731	611	553	539	562
수수료비용	178	170	162	159	171
이자손익	700	553	341	429	416
운용손익	-102	-247	209	362	379
기타손익	368	226	1,703	174	172
판매및관리비	920	849	828	836	844
영업이익	1,285	601	2,306	967	1,006
영업외수익	33	55	16	29	32
영업외비용	17	96	69	48	53
세전이익	1,301	560	2,253	948	986
법인세비용	339	146	149	251	261
순이익(별도)	962	414	2,104	697	725

(단위: 십억 원)

재무상태표(한국투자증권)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	64,105	64,220	73,067	74,981	77,794
현금성자산	1,239	1,065	1,268	1,241	1,226
FVPL 금융자산	39,925	34,726	41,002	44,058	45,745
FVOCI 금융자산	4,896	3,822	3,094	3,053	3,294
AC 금융자산	11,191	12,933	14,946	13,904	14,632
종속및관계기업투자	4,694	8,486	8,985	9,001	9,150
기타자산	4,337	3,189	3,341	3,297	3,320
부채총계	57,783	57,668	64,818	66,035	68,124
예수부채	9,168	6,009	6,210	6,385	6,636
차입부채	30,858	31,533	35,633	36,810	38,286
FVPL 금융부채	13,811	15,777	15,747	16,329	15,281
기타부채	3,947	4,348	7,228	6,511	7,921
자본총계	6,322	6,553	8,249	8,946	9,671
자본금	176	176	176	176	176
자본잉여금	3,830	4,130	4,530	4,530	4,530
이익잉여금	2,162	2,126	3,390	4,087	4,812
기타자본	154	121	153	153	153

(단위: 십억 원)

연결 재무제표(한국금융지주)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
손익계산서					
순영업수익	2,721	1,753	2,096	2,252	2,296
수수료손익	1,461	1,162	1,077	1,042	1,098
이자손익	1,152	1,117	989	926	869
운용손익	89	-625	230	187	247
기타손익	18	99	-200	97	82
판매및관리비	1,205	1,208	1,205	1,228	1,237
영업이익	1,516	546	891	1,025	1,059
세전이익	2,413	646	1,112	1,223	1,257
연결순이익	1,761	640	844	905	930
비지배순이익	-1	3	0	0	0
지배순이익	1,762	637	843	905	930
재무상태표					
자산총계	82,106	86,309	94,820	96,682	99,489
현금및예치금	8,603	10,881	11,217	11,062	11,240
금융자산	69,428	70,040	78,102	80,205	82,645
기타자산	4,074	5,387	5,501	5,415	5,603
부채총계	74,675	78,603	86,416	87,574	89,662
예수부채	14,768	13,938	14,073	14,323	14,694
차입부채	39,504	41,796	46,304	48,504	50,955
FVPL 금융부채	13,893	15,801	15,782	16,364	15,315
기타부채	6,509	7,068	10,258	8,382	8,698
자본총계	7,431	7,706	8,404	9,108	9,826
자본금	308	308	308	308	308
자본잉여금	614	608	608	608	608
이익잉여금	6,299	6,579	7,106	7,810	8,528
기타부채	175	184	333	333	333
비지배주주지분	35	26	49	49	49

(단위: %)

주요 지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
순영업수익 구성 - 증권					
Brokerage	35.6	40.9	20.3	33.1	34.2
IB	33.2	42.1	17.6	29.9	30.4
S&T	23.4	7.1	58.1	29.2	27.6
WM	7.9	9.9	4.0	7.9	7.8
성장성 - 지주					
순영업수익	49.5	-35.6	19.6	7.4	1.9
수수료손익	32.7	-20.5	-7.3	-3.2	5.4
이자손익	10.4	-3.1	-11.5	-6.4	-6.1
운용손익	흑전	적전	흑전	-18.9	32.1
기타손익	66.8	442.5	적전	흑전	-16.2
판매및관리비	25.1	0.2	-0.2	1.9	0.8
세전이익	101.8	-73.2	72.3	10.0	2.7
연결순이익	104.8	-63.6	31.7	7.3	2.7
지배순이익	104.0	-63.8	32.3	7.3	2.7
자산총계	16.9	5.1	9.9	2.0	2.9
부채총계	15.6	5.3	9.9	1.3	2.4
자본총계	31.9	3.7	9.1	8.4	7.9
투자 지표 - 지주					
ROA	2.3	0.8	0.9	0.9	0.9
ROE	27.1	8.5	10.5	10.4	9.9
EPS(원)	30,164	10,915	14,443	15,498	15,917
BPS(원)	126,654	131,505	143,062	155,124	167,424
P/E(X)	2.7	4.9	4.2	3.5	2.9
P/B(X)	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3
DPS(원)	6,150	2,300	3,100	3,400	3,600
배당성향(%)	18.4	19.0	19.5	20.0	20.5
배당수익률(%)	7.6	4.3	5.1	6.3	6.7

** K-IFRS 별도 및 연결기준*

삼성증권 추정 재무제표

(단위: 십억 원)

손익계산서(연결)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
순영업수익	2,244	1,400	1,807	1,754	1,807
수수료손익	1,114	714	811	728	766
수수료수익	1,307	894	979	885	936
위탁매매	885	512	602	524	577
자산관리	134	105	114	122	125
IB및기타	289	277	263	239	234
수수료비용	193	181	168	157	169
이자손익	698	622	623	625	624
이자수익	952	1,253	1,594	1,534	1,507
이자비용	254	632	971	909	883
운용손익	328	-36	336	333	361
기타손익	104	101	36	68	55
판매및관리비	933	822	929	919	935
영업이익	1,311	578	878	835	871
영업외수익	22	8	18	17	17
영업외비용	5	12	7	9	9
세전이익	1,328	575	888	843	879
법인세비용	362	152	233	219	229
당기순이익	966	422	655	624	651
비지배순이익	-	-	-	-	-
지배순이익	966	422	655	624	651

(단위: 십억 원)

재무상태표(연결)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	65,738	53,848	55,543	56,539	62,281
현금성자산	3,244	2,849	1,835	1,761	2,026
FVPL 금융자산	39,400	27,119	27,405	27,517	31,739
FVOCI 금융자산	4,342	4,515	3,378	3,001	3,106
AC 금융자산	18,361	18,883	22,473	23,811	24,957
종속및관계기업투자	137	176	184	188	191
유형자산	105	106	94	92	93
투자부동산	-	-	-	-	-
무형자산	86	104	104	105	107
기타자산	62	96	71	64	63
부채총계	59,656	47,652	48,794	49,166	54,257
예수부채	17,468	13,359	12,822	11,168	9,186
차입부채	27,859	20,586	20,872	24,460	24,788
FVPL 금융부채	10,015	10,276	10,985	10,398	10,519
기타부채	4,314	3,432	4,115	3,139	9,765
자본총계	6,081	6,196	6,749	7,373	8,024
자본금	458	458	458	458	458
자본잉여금	1,743	1,743	1,743	1,743	1,743
이익잉여금	3,750	3,832	4,336	4,960	5,610
기타자본	130	162	212	212	212
비지배주주지분	-	-	-	-	-

(단위: %)

주요 지표(1)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
성장성					
순영업수익	50.2	-37.6	29.0	-2.9	3.0
수수료손익	22.3	-35.9	13.6	-10.2	5.2
수탁수수료	12.4	-42.1	17.6	-13.0	10.1
자산관리	49.0	-21.3	8.9	6.5	2.8
IB 및 기타	46.7	-3.9	-5.2	-8.9	-2.5
이자손익	8.0	-10.9	0.2	0.3	-0.1
운용손익	흑전	적전	흑전	-1.0	8.4
기타손익	-60.2	-3.1	-64.3	89.3	-19.7
판매및관리비	14.5	-11.9	13.0	-1.0	1.7
당기순이익	90.3	-56.3	55.1	-4.7	4.3
지배순이익	90.3	-56.3	55.1	-4.7	4.3
자산총계	2.5	-18.1	3.1	1.8	10.2
부채총계	1.4	-20.1	2.4	0.8	10.4
자본총계	14.4	1.9	8.9	9.2	8.8

(단위: %)

주요 지표(2)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
순영업수익 구성					
Brokerage	52.0	54.2	45.4	41.4	42.1
IB	12.9	19.8	14.5	13.6	12.9
S&T	29.1	18.5	33.7	38.0	38.0
WM	5.9	7.5	6.3	6.9	6.9
투자 지표					
ROA	1.5	0.7	1.2	1.1	1.1
ROE	16.9	6.9	10.1	8.8	8.5
EPS(원)	10,815	4,730	7,335	6,988	7,285
BPS(원)	68,101	69,383	75,577	82,565	89,851
P/E(X)	4.2	6.6	5.2	5.3	5.1
P/B(X)	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
DPS(원)	3,800	1,700	2,600	2,500	2,600
배당성향(%)	35.1	35.9	35.0	36.0	36.0
배당수익률(%)	8.5	5.4	6.8	6.8	7.1

** K-IFRS 연결기준*

NH투자증권 추정 재무제표

(단위: 십억 원)

손익계산서(연결)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
순영업수익	2,363	1,366	1,678	1,763	1,802
수수료손익	1,183	784	770	710	748
수수료수익	1,418	1,031	1,024	950	1,008
위탁매매	791	467	526	456	502
자산관리	102	94	97	109	110
IB및기타	524	470	401	386	396
수수료비용	235	247	254	240	260
이자손익	770	676	773	767	766
이자수익	999	1,233	1,590	1,532	1,521
이자비용	230	558	817	765	755
운용손익	222	-290	-45	100	104
기타손익	189	197	180	186	184
판매및관리비	1,047	845	941	938	950
영업이익	1,317	521	737	824	852
영업외수익	106	44	102	77	90
영업외비용	98	125	105	114	110
세전이익	1,325	440	735	787	832
법인세비용	377	137	162	205	216
당기순이익	948	303	573	583	615
비지배순이익	-	-0	-0	-0	-0
지배순이익	948	303	573	583	616

(단위: 십억 원)

재무상태표(연결)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	58,542	53,428	51,717	52,273	52,866
현금성자산	1,349	1,967	1,790	1,808	1,833
FVPL 금융자산	34,594	24,979	25,541	25,684	25,496
FVOCI 금융자산	5,144	8,434	7,499	7,187	7,077
AC 금융자산	16,238	16,843	15,682	16,379	17,241
종속및관계기업투자	436	398	368	360	358
유형자산	161	182	181	180	180
투자부동산	54	57	162	195	202
무형자산	105	111	108	107	106
기타자산	462	457	387	374	373
부채총계	51,702	46,200	44,305	44,526	44,758
예수부채	7,575	5,600	6,613	6,620	6,569
차입부채	20,138	18,115	17,478	17,830	18,184
FVPL 금융부채	20,105	18,681	17,057	16,858	16,689
기타부채	3,884	3,804	3,157	3,218	3,316
자본총계	6,840	7,228	7,412	7,748	8,109
자본금	1,609	1,783	1,783	1,783	1,783
자본잉여금	1,657	1,883	1,883	1,883	1,883
이익잉여금	3,319	3,274	3,357	3,692	4,053
기타자본	249	284	385	385	385
비지배주주지분	5	5	5	5	5

(단위: %)

주요 지표(1)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
성장성					
순영업수익	40.6	-42.2	22.8	5.1	2.2
수수료손익	15.4	-33.7	-1.8	-7.7	5.3
수탁수수료	15.0	-41.0	12.7	-13.4	10.1
자산관리	26.4	-8.2	3.4	12.0	1.0
IB 및 기타	23.4	-10.2	-14.7	-3.7	2.6
이자손익	10.6	-12.2	14.5	-0.9	-0.1
운용손익	흑전	적전	적지	흑전	4.0
기타손익	506.3	4.2	-8.7	3.4	-1.1
판매및관리비	17.1	-19.3	11.3	-0.2	1.3
당기순이익	64.3	-68.0	89.1	1.7	5.6
지배순이익	64.3	-68.0	88.9	1.7	5.6
자산총계	-7.3	-8.7	-3.2	1.1	1.1
부채총계	-9.9	-10.6	-4.1	0.5	0.5
자본총계	17.9	5.7	2.5	4.5	4.7

(단위: %)

주요 지표(2)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
순영업수익 구성					
Brokerage	45.6	53.6	47.5	39.5	42.6
IB	22.2	34.4	23.9	21.9	22.0
S&T	27.9	5.1	22.8	32.4	29.3
WM	4.3	6.9	5.8	6.2	6.1
투자 지표					
ROA	1.6	0.5	1.1	1.1	1.2
ROE	15.0	4.3	7.8	7.7	7.8
EPS(원)	3,007	867	1,638	1,666	1,760
BPS(원)	21,682	20,647	21,173	22,132	23,164
P/E(X)	4.2	10.1	6.3	6.0	5.7
P/B(X)	0.6	0.4	0.5	0.5	0.4
DPS(원)	1,050	700	700	700	730
배당성향(%)	32.8	76.4	40.2	40.0	39.0
배당수익률(%)	8.4	8.0	6.8	7.0	7.3

** K-IFRS 연결기준*

Company Note
2024. 01. 11

큐알티 (405100)

NOT RATED

신뢰성 분석은 제가 전문입니다

Analyst 곽민정
02-3787-2160 jessica.kwag@hmsec.com

RA 김유진
02-3787-2658 gimyujin216@hmsec.com

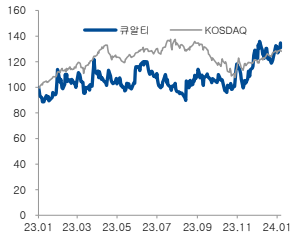
현재주가 (1/10)	16,240원
상승여력	N/A
시가총액	195십억원
발행주식수	11,988천주
자본금/액면가	십억원/500원
52주 최고가/최저가	16,780원/10,950원
일평균 거래대금 (60일)	2십억원
외국인지분율	2.17%
주요주주	김영부 61.09%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-3.2	24.5	31.9
상대주가(%p)	-8.2	13.1	29.6

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	-	-	-
After	-	-	-
Consensus	-	-	-
Cons. 차이	-	-	-

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 동사의 투자포인트는 1) AI 시장 개화에 따른 신규 반도체들의 신뢰성 평가와 불량 분석이 지속적으로 요구됨에 따른 신뢰성 분석 시장 성장, 2) 종합 분석과 신뢰성 평가 장비 사업 진출에 따른 실적 증가 기대감, 3) 고객사 다변화 등임
- 동사는 반도체 및 전자제품의 신뢰성 및 종합 분석 전문 업체로, 3Q23 기준 매출 비중은 신뢰성 평가 68%, 종합분석 25%를 차지함. 2023년 동사의 실적은 반도체 업황 부진과 캐팩스 투자에 따른 비용 증가에 따라 매출액 540억원(-9.4% yoy), 영업이익 19억원(-82.0% yoy), 영업이익률 3.4%를 기록할 것으로 전망.

주요이슈 및 실적전망

- 반도체는 수백개의 공정을 거쳐 출시되는데, 필수적인 공정이 극한 환경에서 얼마나 버틸 수 있는지를 검증하는 신뢰성 평가임. 특히 고온, 고습, 전기적 스트레스 등에 노출시켜 제품이 파괴되면 통계적인 방법을 통해 실제 사용자가 얼마나 사용했을 때 불량이 발생하는지 예측할 수 있음. 따라서 대부분의 제조사들은 자체 신뢰성 기준을 마련하여, 제품의 품질을 관리하고 있으며 제품 다각화에 따른 신뢰성 평가 외주화로 인해 동사의 실적 성장 가능성이 높음.
- 높은 테스트 난이도를 요구하는 HBM이나 온디바이스, NPU, CXL 등 신규 반도체 관련 제품들의 연구 개발 및 양산 비중 증가는 필연적으로 큐알티의 매출 증가로 이어지고 있음. HBM이나 DDR5, CXL 등 기존 DRAM 대비 속도가 빠른 메모리는 열이 더 많이 발생하기 때문에 더욱 신뢰성 평가의 난이도가 증가함. 또한 반도체 공정 미세화에 따른 불량 비중 증가가 필연적으로 불량 분석을 통한 신뢰성 평가의 중요성으로 부각되고 있으며, 제품의 불량 원인을 찾아내고 개선 솔루션을 제시하는 종합 분석과, 5G용 RF 반도체 수명 평가 장비를 독자 개발하여 고객사가 양산용으로 사용될 것으로 전망됨에 따라 2024년 실적에 기여할 것으로 기대됨.
- 고객사는 SK하이닉스의 매출 비중이 50% 수준이지만 2024년에는 30%로 감소할 것으로 기대되며, 국내외 지역의 신규 고객사 확보에 따른 고객사 다변화가 동사의 실적에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상됨.

주가전망 및 Valuation

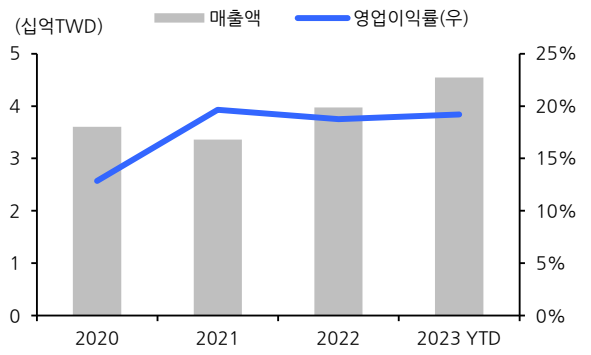
- 2024년은 매출액 740억원(+37.0% yoy), 영업이익 128억원(+591.9% yoy)를 기록할 것으로 예상, 실적 증가의 이유는 HBM, CXL, NPU 등 신규 반도체에서의 신뢰성 평가 수요가 확대되고 있으며 ASP 역시 하이엔드 위주로 높게 형성되어 있기 때문임.
- 동사와 사업구조가 유사한 대만의 Ma-TeK의 경우 3Q23기준 매출 1,900억원(45억 대만달러)을 기록함에 따라 동사 역시 중장기적으로 높은 프리미엄이 기대됨. 긴 호흡으로 접근해도 좋을 것.

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2018	46	10	7	13	641	172.8	0.0	0.0	0.2	33.3	N/A
2019	48	7	5	15	446	-30.4	0.0	0.0	0.5	19.2	N/A
2020	55	9	6	18	592	32.9	0.0	0.0	N/A	24.6	N/A
2021	72	17	12	25	1,569	164.8	0.0	0.0	N/A	44.1	N/A
2022	60	10	6	18	720	-54.1	16.7	1.4	N/A	9.2	4.0

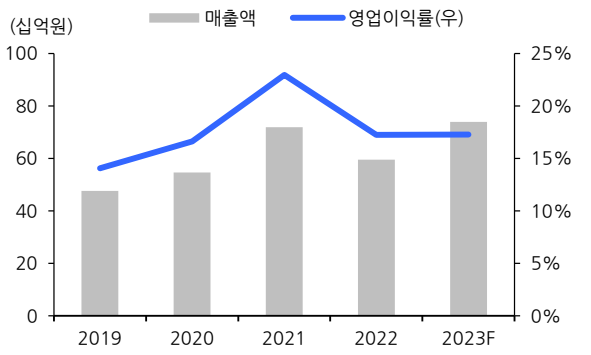
** K-IFRS 연결 기준*

<그림1> MA-Tek 의 실적 추이



자료 : Bloomberg, 현대차증권

<그림2> 큐알티의 실적 추이



자료 : 큐알티, 현대차증권

<그림3> 큐알티의 신뢰성 및 성능 분석 서비스 목록

구분	세부항목		Remarks
신뢰성 시험	수명	초기수명불량률시험 (ELFR)	사용자 환경을 고려한 동작 및 환경 가속 시험을 통해 수명 예측 및 내구성 검증 • 적용 규격 - IEC, ISO 등의 국제 표준 - JEDEC, AEC, MIL-STD 등의 제품 표준 - ES, GM 등의 자동차 OEM 요구사항
		고온/저온 동작수명시험 (HTOL/LTOL)	
		고온(고습)동작 게이트/역방향 전압시험 (HTGB/HTRB)	
		비휘발성메모리 시험 (Write/Read/Endurance/Retention memory test)	
	환경	수분민감성등급분류 (MSL)	
		환경시험전처리 (Preconditioning)	
		고온/저온 저장시험 (HTS/LTS)	
		고온고습 저장시험/전원인가시험 (THS/THB)	
		온도사이클/열충격 시험 (TC/TS)	
		전원인가 온도사이클시험 (PTC)	
		초가속스트레스시험 (HAST,uHAST)	
		고온고습고압시험 (PCT, AC)	
		배터리 충방전 시험 (Charging/Discharging Test)	
		LED 광속 측정 (Luminous flux)	
패키지 시험	진동/복합환경	진동시험 (Vibration)	진동, 복합환경 (온도, 습도 및 진동) 및 충격 (낙하)에 대한 특성 및 신뢰성 검증 • 적용 규격 - IEC, ISO 등의 국제 표준 - JEDEC, AEC, MIL-STD 등의 제품 표준 - ES, GM 등의 자동차 OEM 요구사항
		복합환경시험 (CERT)	
		초가속수명시험 (HALT)	
	충격/낙하	충격시험 (MS)	
		낙하시험 (Drop)	
	보드레벨	보드레벨 낙하/구부림/열충격/진동 (Board Level Drop/Bending/TC/VIB)	소재와 기판의 솔더 접합 부위 (Solder Joint) 특성 및 신뢰성 검증 • 적용 규격 - IPC, JEDEC
	인장/전단, 솔더 및 기타	인장전단 (Tensile/Shear)	최신 UTM시스템을 활용한 인장/전단/압축/응력 스트레스 제한 • 적용 대상 - Die, Wire Bonding 등 - PKG, Body, Lead, Solder Ball 등 - PCB, Module 등
		비틀림/구부림 (Torque/Twist/Bending)	
		솔더 젖음성/내열성 평가 (SD/RSH)	
전기적 스트레스 시험	ESD/EOS/IC-EMI/TLP	ESD 시험 (HBM/MM/CDM)	반도체부터 시스템 완제품까지 다양한 전기적 스트레스에 대한 적합성 검증 • 적용 규격 - IEC, ISO 등의 국제 표준 - JS, JEDEC, AEC, MIL-STD 등의 제품 표준 - ES, GM 등의 자동차 OEM 요구사항
		래치업 (Latch-up)	
		소자/시스템 레벨 ESD 시험 (Gun ESD)	
		전기적 과도스트레스시험 (EOS)	
		반도체 전자기적합성시험 (IC-EMI)	
		전장부품 전기적특성검증시험	
		TLP (Transmission Line Pulse)	

구분	세부항목		Remarks
종합분석	비파괴분석	Real Time X-ray	
		3D CT	
		초음파분석 (SAT/SAM)	
		전기적특성분석 (Curve Tracing)	
	파괴분석 시료전처리	Decapsulation	반도체 내부 및 PCB 단면 가공 등 전처리
		Grinding/Polishing	
		Chip Delayering	
		Ion Milling	
	물리분석	주사전자현미경 (SEM)	
		에너지분산분광기 (EDS)	
		EMMI (PHEMOS/THEMOS)	
		OBIRCH	
		Dye&Pry	
		외관분석 (Optical Scope)	
		모프폴 식별 분석	
FIB분석	Metal Cut / Deposition		
	Insulation Cut / Deposition		
	TEM 시편제작		
재료분석	표면분석	XPS (X-ray Photoelectron Spectroscopy)	
		TOF-SIMS/D-SIMS	
		AES (Auger Electron Spectroscopy)	
		AFM (Atomic Force Microscopy)	
	나노구조분석	주사전자현미경 (FE-SEM)	
		집속이온빔 (Dual FIB)	
		투과전자현미경 (TEM)	
		전자에너지손실분광기 (EELS)	
		XRD (X-ray Diffraction)	
		EBSD/ASTAR	
	무기분석	유도결합플라즈마 질량분석기 (ICP-MS)	
		유도결합플라즈마 분광분석기 (ICP-OES)	
		엑스선 형광분석기 (XRF)	
		이온크로마토그래피 (IC)	
	유기분석	가스크로마토그래피 (GC-MS)	
		적외선 분광기 (FT-IR)	
컨설팅	ISO26262 Consulting		
	SEU Consulting		

자료 : 큐알티, 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	46	48	55	72	60
증가율 (%)	53.7	4.2	14.9	31.6	-17.1
매출원가	24	29	31	36	30
매출원가율 (%)	52.2	61.2	57.0	50.4	50.6
매출총이익	22	18	23	36	29
매출이익률 (%)	47.8	38.8	43.0	49.6	49.4
증가율 (%)	130.6	-15.3	27.2	51.7	-17.4
판매관리비	12	12	14	19	19
판관비율(%)	26.4	24.8	26.4	26.6	32.1
EBITDA	13	15	18	25	18
EBITDA 이익률 (%)	27.8	31.9	33.5	34.5	30.8
증가율 (%)	219.2	19.4	20.9	35.5	-25.9
영업이익	10	7	9	17	10
영업이익률 (%)	21.4	14.1	16.6	23.0	17.2
증가율 (%)	8,953.6	-31.4	35.6	81.9	-37.7
영업외손익	-1	-1	-1	0	-2
금융수익	0	0	0	0	1
금융비용	0	1	1	0	1
기타영업외손익	-1	0	0	0	-1
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	9	6	8	16	8
세전계속사업이익률	18.8	12.2	14.7	22.4	14.1
증가율 (%)	205.6	-32.7	39.4	99.8	-47.9
법인세비용	2	1	2	4	2
계속사업이익	7	5	6	12	6
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	7	5	6	12	6
당기순이익률 (%)	14.3	9.5	10.3	17.4	10.8
증가율 (%)	172.8	-30.4	24.5	120.9	-48.5
지배주주지분 순이익	7	5	6	12	6
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	1	1
총포괄이익	6	5	5	13	7

(단위: 십억원)

재무상태표	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	17	14	18	31	107
현금성자산	9	3	8	13	31
단기투자자산	0	0	1	0	62
매출채권	7	7	7	6	8
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동자산	1	2	0	11	5
비유동자산	28	38	26	32	42
유형자산	24	30	20	25	36
무형자산	1	3	3	4	3
투자자산	4	5	2	2	1
기타비유동자산	0	1	1	1	2
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	46	52	44	63	149
유동부채	15	14	14	18	26
단기차입금	3	3	3	3	0
매입채무	1	1	2	0	0
유동성장기부채	1	1	0	0	14
기타유동부채	9	9	10	15	12
비유동부채	8	14	8	10	19
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	7	6	0	3	13
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	8	8	7	6
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	23	28	22	28	45
지배주주지분	23	24	22	35	104
자본금	2	2	1	1	6
자본잉여금	10	10	4	4	61
자본조정 등	0	0	0	0	1
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	1
이익잉여금	11	13	16	29	36
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	23	24	22	35	104

(단위: 십억원)

현금흐름표	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동으로인한현금흐름	13	10	17	17	19
당기순이익	7	5	6	12	6
유형자산 상각비	3	8	9	8	8
무형자산 상각비	0	0	0	1	1
외환손익	0	0	0	0	1
운전자본의 감소(증가)	1	-3	-1	-8	2
기타	3	0	3	4	2
투자활동으로인한현금흐름	-7	-7	-5	-13	-59
투자자산의 감소(증가)	0	-1	3	0	1
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-7	-2	-8	-12	-13
기타	0	-3	0	-1	-47
재무활동으로인한현금흐름	-1	-8	-7	1	58
차입금의 증가(감소)	-1	0	-6	3	7
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	-6	0	61
배당금	0	-3	-2	0	0
기타	0	-5	7	-2	-10
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	5	-6	5	5	18
기초현금	4	9	3	8	13
기말현금	9	3	8	13	31

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2018	2019	2020	2021	2022
EPS(당기순이익 기준)	641	446	592	1,569	720
EPS(지배순이익 기준)	641	446	592	1,569	720
BPS(자본총계 기준)	2,240	2,392	2,702	4,411	8,704
BPS(지배지분 기준)	2,240	2,392	2,702	4,411	8,704
DPS	0	295	0	0	480
P/E(당기순이익 기준)	0.0	0.0	0.0	0.0	16.7
P/E(지배순이익 기준)	0.0	0.0	0.0	0.0	16.7
P/B(자본총계 기준)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4
P/B(지배지분 기준)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4
EV/EBITDA(Reported)	0.2	0.5	-0.3	-0.2	-0.9
배당수익률	N/A	N/A	N/A	N/A	4.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	172.8	-30.4	32.9	164.8	-54.1
EPS(지배순이익 기준)	172.8	-30.4	32.9	164.8	-54.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	33.3	19.2	24.6	44.1	9.2
ROE(지배순이익 기준)	33.3	19.2	24.6	44.1	9.2
ROA	16.4	9.3	11.8	23.4	6.1
안정성 (%)					
부채비율	99.7	114.6	103.1	79.7	43.4
순차입금비율	9.8	32.1	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	22.8	8.5	15.0	36.8	27.6

** K-IFRS 연결기준*

중국/신흥국 전략

2024년 차이나리스크② 대만 선거 정국 그 이후

Analyst 정진수
02-3787-2572
Js3232@hmsec.com

대만 선거 영향 점검: 피할 수 없는 세 가지 변화

우열 가리기 힘든 대만 총선 3파전 1월 13일 열리는 대만 총선은 미중 대리전 양상을 띠고 있어서 세계 정치 및 경제에 미치는 파급력이 상당하다. 특히 이해관계에 있는 4개의 국가(대만/미국/중국/한국)은 직간접적인 영향이 불가피하다. 민진당(친미)의 라이칭더, 국민당(친중)의 허우유이, 민중당(중도)의 커원저 3파전이고, 마지막 여론조사에서 유력 후보인 민진당과 국민당이 지지율 31%대의 동률로 오차 범위 내 경합을 펼쳤다. 결국 중도층 표심이 중요하며, 유권자가 고민하는 요소는 실익(경제)과 안보이다.

이해관계에 따른 손익계산 필요 정치에 정답은 없지만 이해관계국별 득실은 확인하고 넘어갈 필요가 있다. 현재 대만의 여당이 민진당(친미)이라는 점에서 이번 선거가 중국에는 대만과의 관계를 개선할 기회로만 작용하고, 미국은 정국 변화에 대한 위험 부담을 안고 있다. 대만만이 양자택일을 강요당하는 상황이기 때문에 위험 부담이 가장 크다. 한편, 지정학(동아시아 안보)과 산업(반도체)을 대체할 수 있는 한국은 반사수혜가 가능한 입장이다. 따라서 국민당(친중)이 집권할 시 한국은 미국으로부터 지정학적 가치가 높아져 밸류에이션이 재평가되고, 민진당(친미)이 집권하면 대만에 편중됐던 중국의 반도체 수입이 한국으로 일부 되돌려질 수 있어 이익 측면에서 수혜라는 결론에 접근하게 된다. 실제로 대만 지정학적 위험 수위가 높아졌던 펠로시 의장 대만 방문(2022년 8월)과 미중 고위급 회담(2023년 8월) 시기에 한국과 대만의 외국인 수급은 반대 방향을 보였다.

피할 수 없는 세 가지 변화 미국과 중국이 대만 정치에 간섭한다는 것 자체만으로 대만의 잠재적 위험 요소이며, 과거 한국이 경험했던 '대만 디스카운트'로 작용한다. 국민당(친중)이 집권한다고 해서 지정학적 위험이 완전히 제거되긴 어렵다. 한국과 대만 모두 미국에 있어서 아시아 안보의 요충지이기 때문에 다른 형태로 변질될 가능성이 높다. 따라서, 대만의 지정학적 위험은 지속될 공산이 크고, 이로부터 파생될 세 가지 파급효과 ①해운업 영향(대만해협 우회로 인한 운임 상승), ②중국의 반도체 수입 다변화(대만에 편중된 반도체 수입 비중 축소), ③지정학적 가치의 변화로 인한 한국-대만 밸류에이션 상대강도 영향을 점검할 필요가 있다.

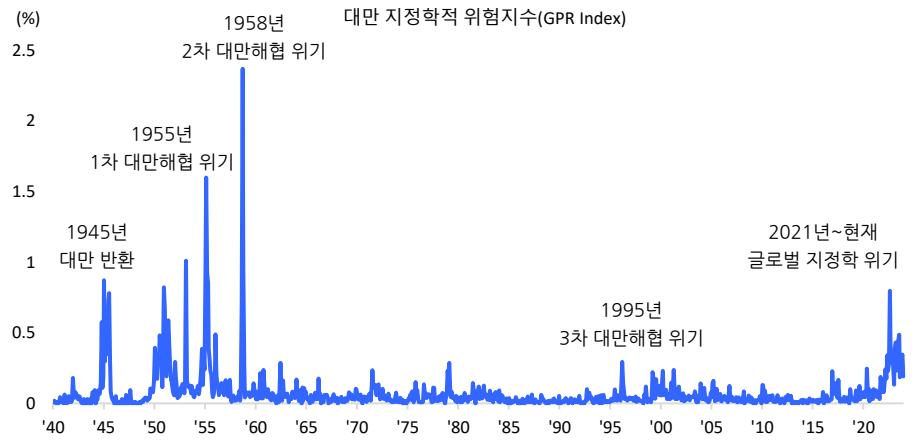
대만 정국 그 이후: 미국 대선이 더 중요한 이유

대만 리스크의 본질 대만 리스크의 기저에는 미국의 '인도태평양 전략'과 중국의 '해양진출 전략'의 충돌이 있다. 특히 바이든 정부 들어서 아시아 안보가 더 강조되었고, 대중국 견제의 방식이 다자주의로 거듭난 것이 지정학적 위험 상승의 본질이다. 결국 미국의 아시아 패권 전략이 중요하기 때문에 아시아 정세 변화는 11월 미국의 대선 결과에 더 주목할 필요가 있다.

시장 변화는 미국 대선 이후에… 기본적으로 공화당 유력 대선주자인 트럼프는 바이든의 정책을 부정하는 스탠스이다. 특히 안보와 관련해선 트럼프 전대통령은 집권 시기 방위비 분담으로 우방국을 압박한 사례가 있다. 이러한 정책 기조의 변화는 향후 아시아 안보 지형을 다시 재편하고 이해관계국 또한 안보 전략을 수정하는 계기가 된다. 따라서, 중국 입장에서 중요도가 더 높은 선거 이벤트는 대만 총선이 아닌 미국 대선이며, 시장의 관심과 대응은 미국 대선 변수에 초점이 맞춰질 전망이다.

Key Chart

<그림1> 지정학적 위험 수위가 높아진 대만



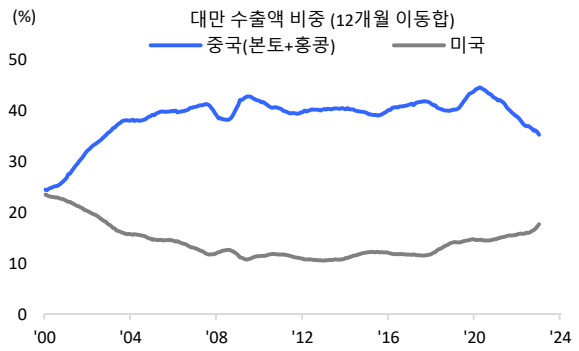
자료: wind, Bloomberg, 현대차증권

<그림2> Payoff matrix: 대만 실익과 안보 사이에서 갈등

	미국과의 관계	중국과의 관계
친美 정부	• 관계 유지 • 대만 안보에 유익	• 관계 악화 • 도발(경제/군사) 위험
친中 정부	• 관계 악화 • 한국 지정학적 가치 강화	• 관계 개선 • 무역 의존도 회복

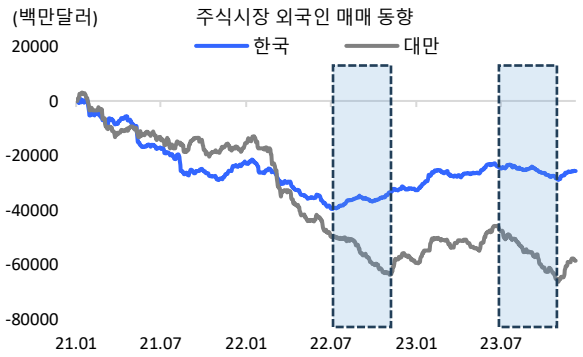
자료: wind, Bloomberg, 현대차증권

<그림3> 대만의 절대적인 경제적 의존도는 중국이 높음



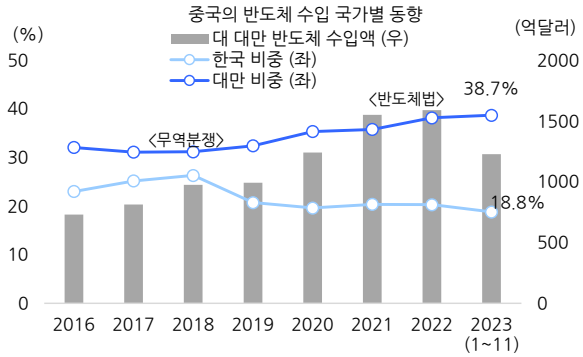
자료: wind, Bloomberg, 현대차증권

<그림4> 양안갈등 고조 당시 외국인 수급 우위를 보인 한국



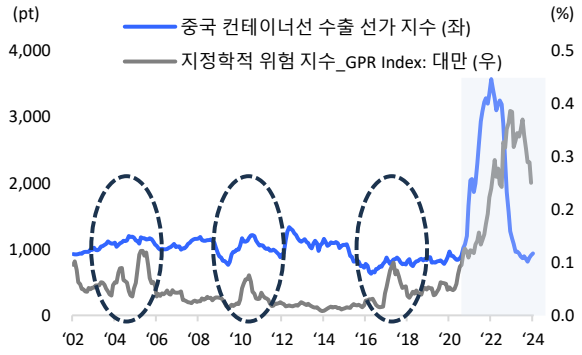
자료: wind, Bloomberg, 현대차증권

<그림5> 무역분쟁 이후 대만에 편중된 중국의 반도체 수입



자료: wind, Bloomberg, 현대차증권

<그림6> 지정학적 위험은 중국 해운 운임에 영향을 주나…



자료: wind, Bloomberg, 현대차증권

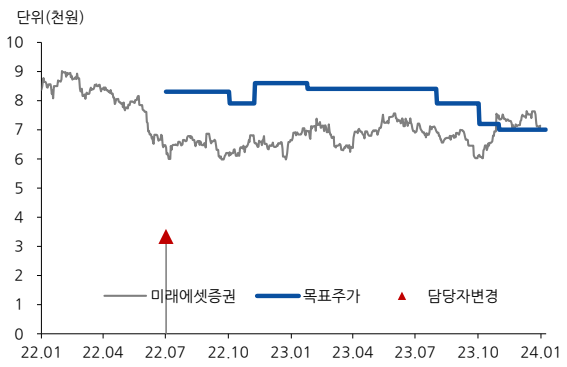
<그림7> 아직 대만해협 위험의 뚜렷한 징후는 관찰되지 않음

자료: wind, Bloomberg, 현대차증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.07.11	BUY	8,300	-22.29	-17.35
2022.10.12	BUY	7,900	-18.93	-13.80
2022.11.18	BUY	8,600	-23.51	-18.02
2023.02.03	BUY	8,400	-17.13	-10.00
2023.08.03	AFTER 6M	8,400	-16.10	-15.36
2023.08.11	M.PERFORM	7,900	-15.71	-11.39
2023.10.12	BUY	7,200	-7.59	4.86
2023.11.10	M.PERFORM	7,000	4.65	0.57
2024.01.11	M.PERFORM	7,000		

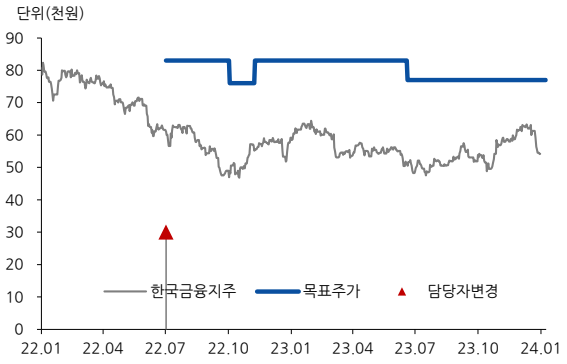
▶ 최근 2년간 미래에셋증권 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.07.11	BUY	83,000	-31.01	-23.98
2022.10.12	BUY	76,000	-32.27	-24.74
2022.11.18	BUY	83,000	-30.42	-22.41
2023.05.18	AFTER 6M	83,000	-34.33	-32.29
2023.06.29	BUY	77,000	-29.52	-17.79
2023.12.29	AFTER 6M	77,000	-27.68	-23.12
2024.01.11	BUY	77,000		

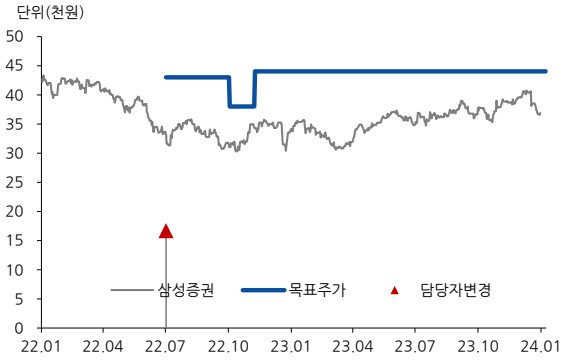
▶ 최근 2년간 한국금융지주 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.07.11	BUY	43,000	-22.17	-16.74
2022.10.12	BUY	38,000	-14.81	-7.89
2022.11.18	BUY	44,000	-23.59	-18.75
2023.05.18	AFTER 6M	44,000	-15.45	-7.39
2024.01.11	BUY	44,000		

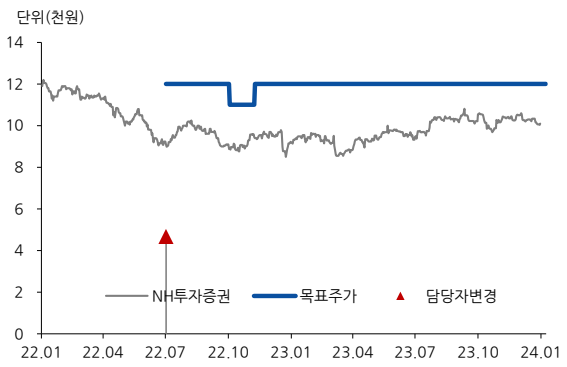
▶ 최근 2년간 삼성증권 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.07.11	BUY	12,000	-19.83	-14.58
2022.10.12	BUY	11,000	-17.17	-12.73
2022.11.18	BUY	12,000	-22.88	-18.50
2023.05.18	AFTER 6M	12,000	-15.98	-9.92
2024.01.11	BUY	12,000		

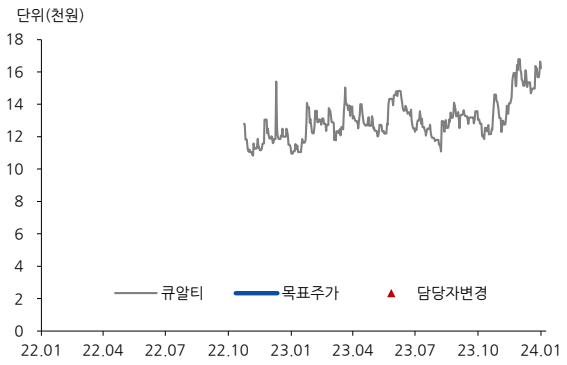
▶ 최근 2년간 NH투자증권 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.01.11	NOT RATED	-		

▶ 최근 2년간 큐알티 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2023.01.01~2023.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	154건	91.1%
보유	15건	8.9%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.