Morning Meeting Notes

2024-03-04

내일의 차이 현대차증권

What's Inside

셀트리온(BUY/210,000) 합병의 성장통, 올해는 증명의 시간
한화손해보험(BUY/6,600) 생각보다는 담보된 베팅
[투자전략] 시장백서-스마일커브

New Issue

뉴욕증시, 델의 AI향 실적 호조에 기술주 투심 개선되며...나스닥 +1.14%
뉴욕채권, 미국 2월 제조업 PMI가 부진하자 경기 위축 우려 유입되며 미 국채가 상승
국제유가, OPEC+ 감산 기조 연장 가능성에...WTI +2.19%

New Publication

[디스플레이] OLED, 꺼지지 않는 촛불(2024-02-29)
[스몰캡 산업] HBM & beyond HBM: The Era of Disaggregation(2024-02-27)
[투자전략] 3월증시: 깔딱고개(2024-02-26)
[자산배분] 'Reference Portfolio부터 성과평가'까지(2024-02-23)
[중국주식] 중국제조2025, Y-1 Review: 중국, 마켓에서 경쟁자로의 도약(2024-02-21)
[정유화학] 사우디의 추락과 정유업 반전의 기회(2024-02-20)
[퀀트] Something on your mind?(2024-02-02)
[금융] 시대의 요구에 부응할 수 있는 금융사(2024-01-31)
[투자전략] 2월증시: 변화, 누군가에게는 기회(2024-01-29)
[스몰캡 산업] GPT 스토어: Monetization(2024-01-24)
[모빌리티/IT 산업] CES 2024 방문 후기 및 투자 활용법(2024-01-16)
[인터넷/게임/미디어 산업] 24 Events to Watch(2024-01-08)

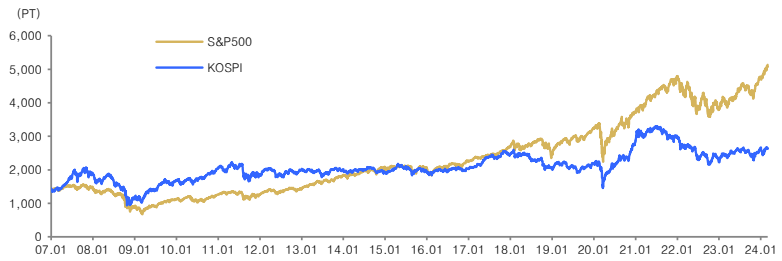
Rating, Target Price Changes

한화손해보험	BUY	7,000 원 ▷	BUY	6,600 원	(2024-03-04)
LG디스플레이	신규 커버리지 개시	▷	BUY	14,000 원	(2024-02-29)
LX세미콘	신규 커버리지 개시	▷	BUY	115,000 원	(2024-02-29)
피엔에이치테크	신규 커버리지 개시	▷	BUY	29,000 원	(2024-02-29)
덕산네오룩스	신규 커버리지 개시	▷	BUY	61,000 원	(2024-02-29)
CJ ENM	BUY	90,000 원 ▷	BUY	110,000 원	(2024-02-29)
삼성증권	BUY	44,000 원 ▷	BUY	47,000 원	(2024-02-27)
케이씨텍	신규 커버리지 개시	▷	BUY	60,000 원	(2024-02-27)
한미반도체	BUY	93,000 원 ▷	BUY	130,000 원	(2024-02-27)
한국전력	M.PERFORM	20,000 원 ▷	BUY	32,000 원	(2024-02-26)
알테오젠	BUY	115,000 원 ▷	BUY	300,000 원	(2024-02-23)
한화솔루션	BUY	56,000 원 ▷	M.PERFORM	32,000 원	(2024-02-23)
LG이노텍	BUY	360,000 원 ▷	BUY	318,000 원	(2024-02-21)
SK이노베이션	M.PERFORM	137,000 원 ▷	M.PERFORM	148,000 원	(2024-02-20)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
기아	118,629	현대차	55,987
삼성전자	94,554	한국전력	50,771
에코프로머티	58,740	삼성생명	36,188
SK하이닉스	39,677	팬오션	31,082
에코프로	38,853	LG화학	22,720

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
NAVER	-142,339	삼성전자	-354,308
셀트리온	-70,459	NAVER	-127,877
LG화학	-41,932	SK하이닉스	-105,771
카카오	-36,197	에코프로머티	-80,944
삼성생명	-22,791	한진칼	-53,117

KOSPI, S&P 추이



국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,652.29		+6.22
대형주	2,650.70		+6.60
중형주	2,822.72	휴장	+4.21
소형주	2,320.60		+2.89
KOSDAQ	863.39		+8.03

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수		휴장	
누적순매수(D-20)			

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	219,084	휴장	183,323

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	74.12		+2.57
금융	439.52		+10.64
운수장비	2,515.74		+16.64
유통	390.75		+5.79
음식료	3,384.96		-2.73
의약품	13,982.68	휴장	+0.74
전기전자	26,921.06		+4.62
철강금속	5,565.08		+2.92
화학	4,599.85		+5.78
유틸리티	775.32		+19.54
통신	402.21		+5.36

해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	5,137.08	0.80	+3.60
NASDAQ	16,274.94	1.14	+4.13
일본	39,910.82	+1.90	+10.38
중국	3,027.02	+0.39	+10.87
독일	17,735.07	+0.32	+4.83

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.36		+9.80
국고채 (10년)	3.44	휴장	+9.70
은행채AAA (3년)	3.76		+5.90
미국국채 (2년)	4.53	-8.90	+16.89
미국국채 (10년)	4.18	-7.10	+16.02

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,333.60	휴장	-0.07
원/백 엔	885.00	휴장	-2.41
원/위안	185.28	휴장	-0.50
달러/유로	1.08	+0.27	+0.41
위안/달러	7.20	+0.12	+0.06
엔/달러	150.15	+0.16	+1.24
Dollar Index	103.89	-0.20	-0.02

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	79.97	+2.19	+10.64
금 (usd/oz)	2,095.70	+2.00	+2.05
BDI	2,041.00	+0.00	+47.05
천연가스(NYMEX)	1.84	-1.34	-11.74

본 조사자료는 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.

Company Note
2024. 03. 04

셀트리온 (068270)

BUY
TP 210,000원

합병의 성장통, 올해는 증명의 시간

Analyst 엄민용
02-3787-2474 myeom@hmsec.com

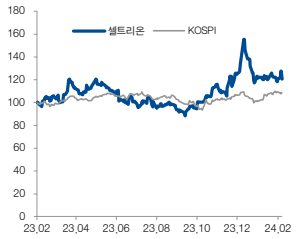
현재주가 (2/29)	179,700원
상승여력	16.9%
시가총액	39,184십억원
발행주식수	218,050천주
자본금/액면가	146십억원/1,000원
52주 최고가/최저가	231,500원/131,800원
일평균 거래대금 (60일)	170십억원
외국인지분율	23.24%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 86 인 28.15%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-1.1	11.1	21.8
상대주가(%p)	-6.4	6.0	17.7

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	5,518	7,582	210,000
After	3,635	3,700	210,000
Consensus	4,348	5,200	220,000
Cons. 차이	-16.4%	-28.8%	-4.5%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

한 회사가 할 일을 두 회사가 나누었던 결과, 재고 부담과 상각비용… 상반기 지나야 한다

- 동사의 4분기 실적 발표 매출액 3,826억원(-25.1% YoY, -43.1% QoQ), 영업이익 184억원(-81.7% YoY, -93.1% QoQ, OPM 4.8%)로 합병에 따른 성장통이 시작
- 3분기까지는 합병 전으로 사업계획에 반영된 정상적인 매출이 발생되었으나 4분기에는 합병을 마쳤기 때문에 굳이 향후 예상되는 물량들을 공급할 필요가 없다는 법률적 판단이 있어 매출 감소했다고 설명, 시장에 판매할 제품들 위주로 매출이 나와 예년보다 낮은 상황
- 램시마와 같은 경우 재고가 많이 있지 않아 공급했거나 또는 신규 런칭에 필요한 제품들에 대해서만 매출이 발생되어 매출액이 급감한 상황
- PPA 상각은 판권이 약 1,000억원정도로 상반기 중 1, 2분기 나눠 상각 예정이며, 고객관계 상각은 2,000억원 정도로 약 8-9년 정도로 나눠 상각되어 연간 150억원 정도 추정
- 매출원가율은 '24년 1분기 60% 수준에서 기존 재고비중 중 높은 매입원가를 가진 제품들에 대한 비중이 '25년 4분기까지 순차적으로 완전히 전환할 때 매출원가가 30% 이하로 목표

하반기 기대할 수 있는 것들은? 램시마 SC 미국 매출과 유플라이마 성장 증명될 하반기

- 상반기는 지속적인 영업권 상각비용 적용에 따른 이익 성장 제한적, 매출원가 부담도 지속될 것으로 보이나 하반기 짐펜트라(램시마SC) 미국 PBM 등재 및 매출 성장 기대 가능
- 짐펜트라는 빠르면 3대 PBM사들과의 협상이 상반기 완료될 가능성, 등재 전에도 2분기부터 판매가 가능하고 미국 런칭은 문제없음, 연말 기준 M/S 10% 목표로 5,000-6,000억원 매출 가능
- 인플렉트라(램시마IV)는 화이자와 미국 시장에 판매 중으로 기존 환자를 짐펜트라로 전환하는 것은 순조로울 것으로 기대되는 부분
- 유플라이마는 휴미라의 PBM 제외 + FDA 교차처방(IC) 승인받는 것과 스텔라라 바이오시밀러, 아일리아 바이오시밀러 등 순차적 제품 발매에 따른 매출 증가는 향후 성장 요인
- 그러나 전세계적인 바이오시밀러 경쟁이 심화되고 있으며 가격 하락에 따른 수요증가 속도가 성장을 크게 견인하는 부분이라고 보긴 어려운 바이오시밀러 산업 자체의 한계
- 본업에서 바이오시밀러 외의 것을 어떻게 보여주느냐가 동사의 가치에 더욱 중요할 것으로 판단되며 합병 후 첫 분기보고서 공시인 '24년 1분기를 기다릴 수 있을 것이나 합병에 따른 재고 비용과 판매량에 따른 생산 계획 조절 과도기, 하반기는 짐펜트라 매출 증명의 시간될 것
- 동사에 대한 투자의견 BUY 유지, 목표주가 210,000원 유지

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 (%)
2021	1,893	744	579	958	3,966	11.7	48.1	7.1	28.1	16.0	0.4
2022	2,284	647	538	874	3,677	-7.3	43.6	5.7	26.3	13.4	0.2
2023F	2,176	651	535	881	3,635	-1.1	55.4	10.2	33.4	12.6	0.2
2024F	2,696	1,039	807	1,265	3,700	1.8	48.6	7.7	32.7	17.1	0.2
2025F	3,215	1,333	1,053	1,538	4,831	30.6	37.2	6.5	26.3	19.0	0.2

*K-IFRS 연결 기준

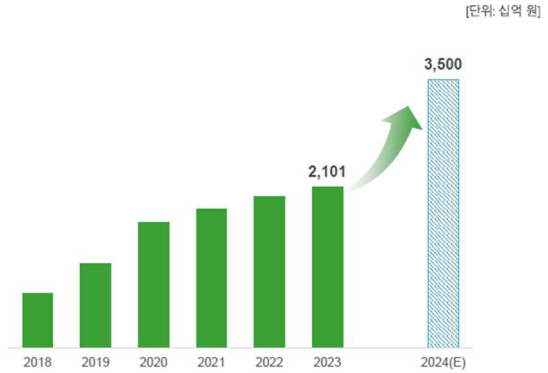
〈표1〉 셀트리온 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2023P
매출액	**550.6**	**596.1**	**626.7**	**510.6**	**597.6**	**524.0**	**672.3**	**382.6**	**2,176.4**
yoy	20.5%	38.1%	56.3%	-17.9%	8.5%	-12.1%	7.3%	-25.1%	-4.7%
qoq	-11.5%	8.3%	5.1%	-18.5%	17.0%	-12.3%	28.3%	-43.1%	
램시마 IV	148.7	244.4	213.1	168.5	113.5	89.1	168.1	145.4	516.1
램시마 SC	-	-	-	15.3	167.3	31.4	87.4	7.7	293.8
트룩시마	66.1	59.6	18.8	71.5	113.5	62.9	13.4	-	189.9
허쥬마	33.0	11.9	75.2	25.5	17.9	47.2	20.2	-	85.3
유플라이마	-	-	-	-	-	-	127.7	3.8	131.6
베그젤마	27.53	29.80	25.1	56.2	-	-	40.3	38.3	78.6
시밀러 신제품	-	-	-	-	-	152.0	-	-	152.0
TEVA CMO	-	-	-	-	-	-	60.5	45.9	106.4
제약+케미컬	99.1	137.1	119.1	97.0	95.6	115.3	94.1	88.0	393.0
기타 매출	176.2	113.3	175.5	76.6	89.6	26.2	60.5	53.6	229.9
매출원가	**299.1**	**295.9**	**345.6**	**310.7**	**333.4**	**247.8**	**301.9**	**241.4**	**1,124.6**
매출총이익	251.5	300.2	281.0	200.0	264.2	276.2	370.3	141.2	1,051.9
매출총이익률(%)	45.7%	50.4%	52.4%	54.5%	56.7%	58.9%	61.3%	61.6%	238.4%
판매관리비	**109.2**	**101.2**	**75.7**	**99.3**	**81.7**	**93.2**	**102.7**	**122.7**	**400.4**
판매관리율(%)	19.8%	17.0%	12.1%	19.5%	13.7%	17.8%	15.3%	19.2%	18.4%
영업이익	**142.3**	**199.0**	**205.3**	**100.6**	**182.4**	**183.0**	**267.6**	**18.4**	**651.5**
영업이익률	-25.8%	33.4%	32.8%	19.7%	30.5%	34.9%	39.8%	4.8%	29.9%
yoy	-31.5%	33.4%	25.2%	-51.9%	28.2%	-8.0%	30.3%	-81.7%	0.7%
qoq	-32.0%	39.8%	3.2%	-51.0%	81.3%	0.3%	46.3%	-93.1%	
당기순이익	**121.2**	**184.0**	**166.9**	**70.4**	**167.1**	**150.9**	**221.2**	**0.5**	**539.7**
당기순이익률(%)	22.0%	30.9%	26.6%	13.8%	28.0%	28.8%	32.9%	0.1%	24.8%
yoy	-38.5%	42.1%	18.8%	-45.2%	37.9%	-18.0%	32.6%	-99.3%	310.1%
qoq	-5.7%	51.8%	-9.3%	-57.8%	137.3%	-9.7%	46.6%	-99.8%	

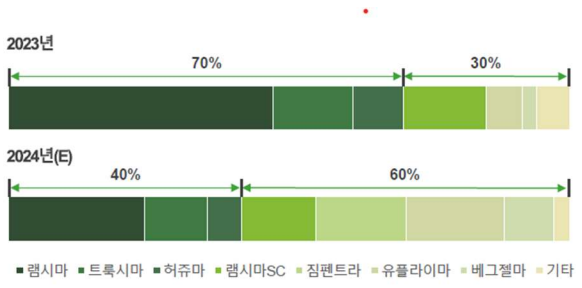
자료 : 현대차증권

<그림1> 글로벌 제품 판매 추이 및 전망



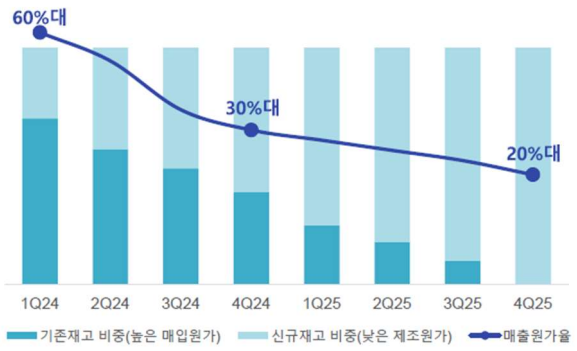
자료 : 셀트리온, 현대차증권

<그림2> '24년 제품별 매출 비중 전망



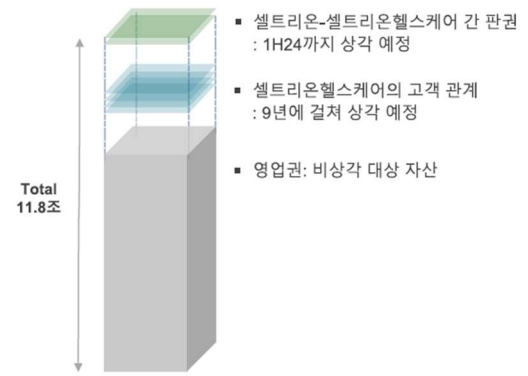
자료 : 셀트리온, 현대차증권

<그림3> 향후 재고 및 매출원가율 전망



자료 : 셀트리온, 현대차증권

<그림4> 합병에 따른 무형자산 증가 규모 및 상각 계획



자료 : 셀트리온, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,893	2,284	2,176	2,696	3,215
증가율 (%)	2.4	20.7	-4.7	23.9	19.3
매출원가	806	1,251	1,125	1,188	1,330
매출원가율 (%)	42.6	54.8	51.7	44.1	41.4
매출총이익	1,088	1,033	1,052	1,508	1,885
매출이익률 (%)	57.5	45.2	48.3	55.9	58.6
증가율 (%)	5.8	-5.1	1.8	43.3	25.0
판매관리비	343	385	400	469	552
판관비율(%)	18.1	16.9	18.4	17.4	17.2
EBITDA	958	874	881	1,265	1,538
EBITDA 이익률 (%)	50.6	38.3	40.5	46.9	47.8
증가율 (%)	7.4	-8.8	0.8	43.6	21.6
영업이익	744	647	651	1,039	1,333
영업이익률 (%)	39.3	28.3	29.9	38.5	41.5
증가율 (%)	3.5	-13.0	0.6	59.6	28.3
영업외손익	-2	-29	26	-25	-3
금융수익	42	25	38	23	43
금융비용	13	14	27	19	18
기타영업외손익	-31	-40	15	-29	-28
종속/관계기업관련손익	-4	7	-7	5	6
세전계속사업이익	739	626	671	1,019	1,334
세전계속사업이익률	39.0	27.4	30.8	37.8	41.5
증가율 (%)	12.5	-15.3	7.2	51.9	30.9
법인세비용	153	95	131	214	284
계속사업이익	586	531	540	805	1,051
중단사업이익	10	11	0	0	0
당기순이익	596	543	540	805	1,051
당기순이익률 (%)	31.5	23.8	24.8	29.9	32.7
증가율 (%)	13.3	-8.9	-0.6	49.1	30.6
지배주주지분 순이익	579	538	535	807	1,053
비지배주주지분 순이익	16	5	5	-2	-3
기타포괄이익	19	24	20	0	0
총포괄이익	615	566	560	805	1,051

(단위:십억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,074	2,930	2,913	4,310	5,592
현금성자산	1,188	551	1,075	1,038	1,961
단기투자자산	74	62	47	87	97
매출채권	1,101	1,622	1,256	2,229	2,472
재고자산	578	616	477	847	940
기타유동자산	133	78	58	109	122
비유동자산	2,600	2,962	3,081	2,944	2,773
유형자산	950	1,007	1,101	1,066	1,024
무형자산	1,492	1,622	1,599	1,438	1,295
투자자산	89	118	92	151	165
기타비유동자산	69	215	289	289	289
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	5,674	5,892	5,994	7,254	8,365
유동부채	1,210	1,294	1,262	1,685	1,796
단기차입금	512	554	583	583	583
매입채무	81	50	38	70	79
유동성장기부채	57	84	187	187	187
기타유동부채	560	606	454	845	947
비유동부채	413	323	245	356	385
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	170	152	116	116	116
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	243	171	129	240	269
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,624	1,617	1,507	2,041	2,181
지배주주지분	3,917	4,139	4,342	5,070	6,044
자본금	138	141	146	146	146
자본잉여금	856	871	879	879	879
자본조정 등	-154	-406	-715	-715	-715
기타포괄이익누계액	25	49	69	69	69
이익잉여금	3,052	3,485	3,963	4,691	5,665
비지배주주지분	133	135	145	143	140
자본총계	4,050	4,274	4,487	5,213	6,184

(단위:십억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	911	1	1,054	134	1,001
당기순이익	596	543	540	805	1,051
유형자산 상각비	62	65	64	65	62
무형자산 상각비	152	162	165	161	143
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-0	-748	317	-877	-213
기타	101	-21	-32	-20	-42
투자활동으로인한현금흐름	-356	-297	-244	-108	-6
투자자산의 감소(증가)	-18	-20	30	-54	-8
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-63	-111	-173	-30	-20
기타	-275	-166	-101	-24	22
재무활동으로인한현금흐름	-69	-350	-294	-72	-86
차입금의 증가(감소)	-29	-19	-35	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	32	18	13	0	0
배당금	-0	-102	-52	-79	-79
기타	-72	-247	-220	7	-7
기타현금흐름	18	9	9	0	0
현금의증가(감소)	504	-637	525	-46	910
기초현금	684	1,188	551	1,076	1,030
기말현금	1,188	551	1,076	1,030	1,940

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	4,078	3,709	3,667	3,690	4,818
EPS(지배순이익 기준)	3,966	3,677	3,635	3,700	4,831
BPS(자본총계 기준)	27,707	29,212	20,368	23,906	28,361
BPS(지배지분 기준)	26,796	28,290	19,709	23,249	27,717
DPS	708	361	375	375	375
P/E(당기순이익 기준)	46.8	43.3	54.9	48.7	37.3
P/E(지배순이익 기준)	48.1	43.6	55.4	48.6	37.2
P/B(자본총계 기준)	6.9	5.5	9.9	7.5	6.3
P/B(지배지분 기준)	7.1	5.7	10.2	7.7	6.5
EV/EBITDA(Reported)	28.1	26.3	33.4	32.7	26.3
배당수익률	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	13.1	-9.0	-1.1	0.6	30.6
EPS(지배순이익 기준)	11.7	-7.3	-1.1	1.8	30.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	15.9	13.0	12.3	16.6	18.4
ROE(지배순이익 기준)	16.0	13.4	12.6	17.1	19.0
ROA	11.1	9.4	9.1	12.1	13.5
안정성 (%)					
부채비율	40.1	37.8	33.6	39.2	35.3
순차입금비율	순현금	4.8	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	90.4	86.2	44.4	95.2	119.5

** K-IFRS 연결 기준*

Company Note
2024. 03. 04

한화손해보험 (000370)

BUY
TP 6,600원

생각보다는 담보된 베팅

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

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

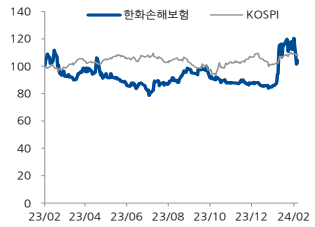
현재주가 (2/29)	4,800원
상승여력	37.5%
시가총액	560십억원
발행주식수	116,739천주
자본금/액면가	774십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	5,550원/3,625원
일평균 거래대금 (60일)	10십억원
외국인지분율	11.82%
주요주주	한화생명보험 외 3인 51.41%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	18.5	18.8	13.5
상대주가(%p)	12.2	13.3	9.6

※ K-IFRS 별도 기준

(단위: 원)	EPS(23P)	EPS(24F)	T/P
Before	2,508	2,783	7,000
After	2,493	2,943	6,600
Consensus	2,493	2,081	5,700
Cons. 차이	0.0%	41.4%	15.8%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

24 년 이익은 증가 가시성 높다고 판단

- 한화손해보험에 대한 매수 의견 유지하지만 목표가는 Target P/B 하향에 따라 6,600원으로 조정
- Target P/B 조정은 주로 예상 배당성향 하향에 기인. 향후에 배당가능이익 관련 제도 개선, K-ICS 경과 조치 조기 종료 가능성 높으며, 현실화될 경우 목표 주가 상향 여지는 충분
- 4분기 손익은 전년 동기(IFRS4 기준) 대비 33.2%, 전분기 대비 27.9% 감소한 370억원 기록. 연간 별도 순이익은 전년과 유사한 수준인 2,907억원. ROE는 8.5%로, 표면적으로 크게 하락한 것으로 보이나 이는 22년 회계기준 전환 전 일시적으로 확대되었던 기타포괄손실 때문
- 투자손익은 매매평가익 회복으로 전분기 대비 개선되었으나 보험손익이 계절성에 따라 38.4% 감소. 장기보험 손익은 예실차 손실이 다소 커졌음에도 불구하고 손실계약비용은 감소한 동시에 상각 이익이 5.6% 늘어나며 전분기 대비 6.9% 개선된 반면, PAA 적용 손익은 계절성에 따라 29.0% 감소하였고 기타사업비용이 광고선전비 증가 등에 따라 28.4% 확대
- 24년 손익은 전년 대비 18.0% 개선될 전망. 23년 보험계약마진이 기시 대비 5.3% 늘어났기에 상각 이익 증가는 가시적. 거기에 손실부담계약비용을 포함한 금융당국의 계리적 G/L 영향 소멸, 예실차 또한 4분기 가정 변경에 따른 조정이 -1,700억원 가량 반영된 점 감안한다면 개선 여지 충분. PAA 손익은 낮은 자보 M/S에 따라 대당 경과P 감소 영향 상대적으로 작을 것으로 예상
- 한편, 올해 보험계약마진은 장기선도금리 등 시가부채 할인율 하락과 신계약 물량 감소 등으로 신계약 유입효과가 22.1%까지 하락할 것으로 보이지만, 마찬가지로 계리적 G/L 영향의 소멸로 마이너스 경험 조정 효과 1,159억원까지 축소될 것으로 예상되기 때문에 24년 말 보험계약마진 잔액은 3.6% 증가, 이자부리 효과를 제외하더라도 잔액이 소폭 성장할 것으로 추정

준비금 관련 제도는 개선될 수밖에 없는 가운데 베타는 가장 큰 상황

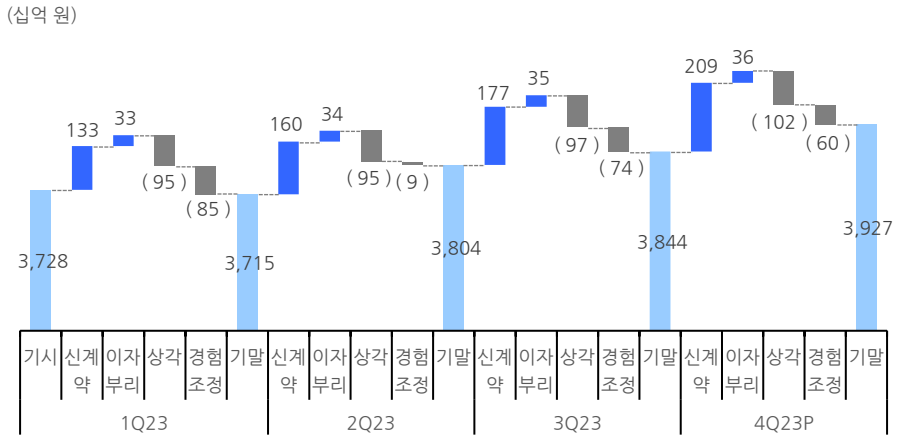
- 23년 DPS가 200원으로 컨센서스를 하회했으며, 이는 해약환급금준비금 관련 제도 불확실성 때문으로 추정. 현재 기준으로는 동사를 비롯한 대부분의 보험사들이 해약환급금준비금 적립 규모가 과도해 배당가능이익이 우하향 할 수밖에 없어 공격적인 배당이 어려웠던 것으로 보이는데, 이 같은 준비금으로 인해 법인세 결손 가능성도 있어 향후 제도가 개선될 가능성 높다고 판단
- 시기를 특정하기는 어렵지만 준비금 관련 제도 개선 시 동사는 처분 전 R/E 대비 신계약 규모가 큰 편이라 배당 여력 확대 폭이 가장 클 것으로 예상되는 만큼, 향후 배당성향 상승 여지 충분

요약 실적 및 Valuation

구분	보험영업이익 (십억 원)	투자영업이익 (십억 원)	영업이익 (십억 원)	순이익 (십억 원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (X)	P/B (X)	ROA (%)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	-308	520	211	156	1,337	76.6	2.8	0.3	0.8	9.8	-
2022	-199	613	414	302	2,590	93.7	1.8	N/M	1.1	34.9	-
2023P	292	94	386	291	2,493	-3.8	1.6	0.1	1.6	8.5	4.9
2024F	367	100	467	343	2,943	18.1	1.6	0.2	1.8	9.6	5.0
2025F	402	112	514	378	3,240	10.1	1.5	0.1	1.8	9.7	6.0

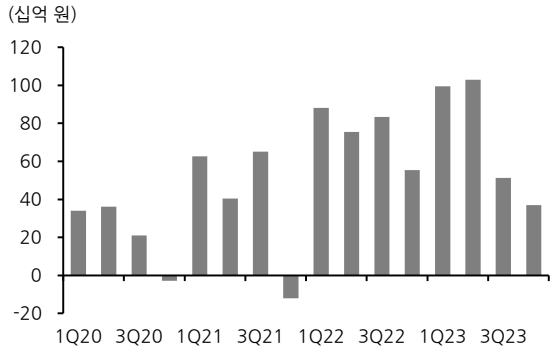
** K-IFRS 별도 기준*

<그림1> 2023P 보험계약마진 Movement



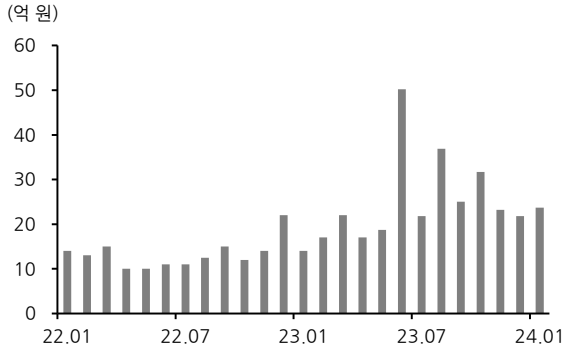
자료: 한화손해보험, 현대차증권

<그림2> 분기별 순이익



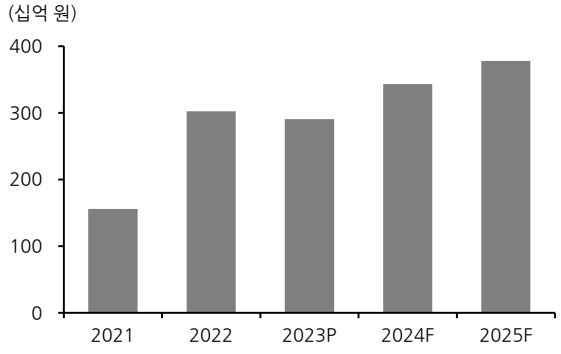
주: 22년까지의 수치는 IFRS4 / IAS39 기준
자료: 한화손해보험, 현대차증권

<그림3> 한화손해보험 월별 GA채널 신계약 추이



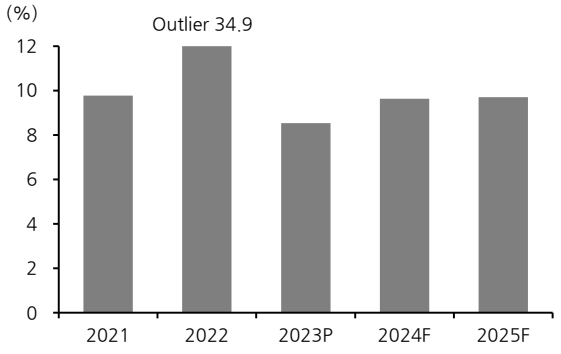
자료: 언론보도, 현대차증권

<그림4> 연간 순이익(별도) 추정



주: 22년까지의 수치는 IFRS4 / IAS39 기준
자료: 한화손해보험, 현대차증권

<그림5> 연간 ROE 추정



주: 22년까지의 수치는 IFRS4 / IAS39 기준
자료: 한화손해보험, 현대차증권

(단위: 십억 원)

손익계산서(별도)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
BBA/VFA 적용	N/A	N/A	218	382	425
보험계약마진상각	N/A	N/A	388	404	412
위험조정변동	N/A	N/A	76	80	115
예실차및기타	N/A	N/A	-246	-102	-102
PAA 적용손익	N/A	N/A	189	106	101
기타사업비용	N/A	N/A	115	122	125
보험영업이익	-308	-199	292	367	402
투자영업이익	520	613	94	100	112
영업이익	211	414	386	467	514
영업외손익	-40	-55	-0	-3	-3
세전이익	199	400	385	464	511
법인세비용	43	72	95	121	133
당기순이익	156	302	291	343	378

(단위: %)

주요 지표(1)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
전년 대비 성장성					
BBA/VFA 적용손익	N/A	N/A	N/A	75.1	11.2
보험계약마진상각	N/A	N/A	N/A	4.1	2.0
PAA 적용손익	N/A	N/A	N/A	-44.0	-4.6
기타사업비용	N/A	N/A	N/A	5.2	2.5
보험영업이익	적지	적지	흑전	25.6	9.5
투자영업이익	2.8	17.9	-84.7	6.7	12.4
영업이익	65.6	95.6	-6.8	21.0	10.1
세전이익	78.4	100.8	-3.7	20.3	10.1
순이익(별도)	76.4	93.7	-3.8	18.1	10.1
자산총계	3.6	0.4	-11.2	10.2	7.8
운용자산	4.8	-3.4	-2.8	10.0	7.9
부채총계	5.2	6.4	-26.7	10.4	7.5
책임준비금	5.8	3.4	-25.5	8.7	7.9
보험계약부채	N/A	N/A	N/A	8.7	7.9
자본총계	-13.1	-83.3	1,271.7	9.3	9.2
생명/손보장기 신계약	2.4	-1.5	46.6	-24.9	2.5
신계약 CSM	N/A	N/A	N/A	-22.1	-0.3
운용자산 구성					
현금및예치금	2.0	2.3	2.3	2.8	2.9
유가증권	68.0	67.7	78.1	77.0	77.1
대출채권	26.6	28.5	18.2	18.8	18.8
부동산	3.4	1.5	1.5	1.3	1.2

** IFRS1117호 별도 기준*

(단위: 십억 원)

재무상태표(별도)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	20,188	20,266	17,998	19,838	21,395
운용자산	18,119	17,501	17,018	18,719	20,194
현금및예치금	356	404	391	530	588
유가증권	12,324	11,856	13,285	14,417	15,561
대출채권	4,816	4,986	3,089	3,520	3,792
부동산	623	255	252	252	252
비운용자산	2,065	2,764	980	1,119	1,201
특별계정자산	4	1	-	-	-
부채총계	18,704	19,904	14,592	16,116	17,329
책임준비금	17,529	18,124	13,510	14,684	15,837
보험계약부채	N/A	N/A	13,443	14,618	15,770
재보험계약부채	N/A	N/A	0	0	0
투자계약부채	N/A	N/A	67	67	67
기타부채	1,170	1,778	1,082	1,432	1,492
특별계정부채	5	2	-	-	-
자본총계	1,484	248	3,406	3,721	4,065
자본금	584	774	774	774	774
자본잉여금	68	67	67	67	67
이익잉여금	593	925	2,313	2,628	2,972
자본조정	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄손익누계액	20	-1,940	19	19	19
신종자본증권	219	423	234	234	234

(단위: 십억 원)

주요 지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
수익성 지표					
생명/손보장기 신계약	44.4	43.7	64.1	48.1	49.3
보장성	43.9	43.4	63.9	47.9	49.1
저축성	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2
신계약 CSM	N/A	N/A	678	528	527
ROA(%)	0.8	1.5	1.6	1.8	1.8
ROE(%)	9.8	34.9	8.5	9.6	9.7
투자 지표					
EPS(원)	1,337	2,590	2,493	2,943	3,240
BPS(원)	10,846	N/M	27,195	29,903	32,851
P/E(X)	2.8	1.8	1.6	1.6	1.5
P/B(X)	0.3	N/M	0.1	0.2	0.1
DPS(원)	-	-	200	240	290
배당수익률(%)	-	-	4.9	5.0	6.0

Market Report
2024.3.4

시장백서

스마일 커브

투자전략/시황 이재선
02-3787-2317
cindy0216@hmsec.com

RA 장치영
02-3787-2372
chiyoung.jang@hmsec.com

주주환원정책을 펼치기에 용이한 구조를 가지기 위해서는 이익 사이클 변동성이 낮아질 필요. 다만 여전히 중간재 수출 중심 & 외생변수 노출도가 높은 한국. 따라서 정부가 할 수 있는 정책적인 지원은 일정 부분 한계에 직면. 결국 기업들의 적극적인 설비투자가 필요

우리나라, 일본/미국과 달리 이익 사이클의 변동성이 높아

'스마일커브'는 하나의 상품을 만드는 과정에서의 단계별 부가가치를 나타낸 곡선이다. 선의 가장 끝에 위치한 기업들은 부가가치, 즉 이윤 창출 능력이 우수하다. R&D 투자로 인해 생산력 향상이 되고, 이를 재투자해서 또 다른 부가가치를 창출한다. 해당 과정 속에서 높아지는 기술력과 브랜드 충성도는 혁신성을 도모할 수 있는 또 다른 발판을 마련해준다. 반면 선의 가운데 위치한 기업들의 부가가치는 상대적으로 낮다. 주로 단순 조립 및 가공 역할을 하는 기업들이라고 보면 된다.

시장은 당연히 부가가치를 창출할 수 있는 기업과 국가에 베팅한다. 대표적인 국가는 미국이다. 스마일커브에서 가장 높은 곡선에 위치한 빅테크 기업들은 이미 규모의 경제를 시현하였다. 이웃나라 일본도 최근 유사한 관점에서 높은 관심을 사고 있다. 공급망 재편에 있어 기존 주력 수출품목인 자동차와 기계, 반도체의 경쟁력도 높아지고 있다.

부가가치를 창출할 수 있는 기업이 많아질 수록 유가와 환율 등 외생 변수에 흔들릴 가능성이 적다. 증시 관점에 보자면, 이익 사이클 변동성이 낮아 주주환원정책을 펼치기에 더욱 용이한 구조를 가지게 된다.

물론 한국도 부가가치 제고를 위해 노력 중이다. 혁신적인 기술력을 보유한 기업들의 비중도 높아지고 있다. 다만 앞서 언급한 국가들과 달리, 아직 제조업과 중간재 수출 비중이 높다. 반면 내수/소비 비중은 선진국 대비 낮다. 자연스럽게 변동성이 높은 이익 사이클을 수반할 수밖에 없다. 물론 외생 변수에도 민감하게 반응할 수밖에 없다.

그렇기에 정부가 할 수 있는 정책은 한계가 있다. 산업 구조가 다르기에, 밸류업 프로그램의 파급효과를 일본과 비교할 때 분명 다른 점도 있을 것이다.

결국 기업들의 적극적인 투자가 코리안 디스카운트를 해소하는 또 다른 중요한 열쇠라고 생각한다. 각 산업을 선도하는 기업들의 스마일커브가 위로 올라갈 수록, 가치 사슬의 아래에 있는 관련 중소기업들의 부가가치 창출도 가능해지며 증시 전반적인 재평가가 가능할 것이다.

그렇다면 한국을 보는 외국인의 입장은 단순히 PBR 1배 미만을 기업들을 찾기보다, 스마일커브의 윗 곡선으로 진입할 수 있는 기업에 대해 프리미엄을 부여할 가능성이 높다고 생각한다.

즉 금번 밸류업 정책에 있어 높은 PBR을 외면할 필요는 없다. 탄탄한 재무구조를 기반으로 꾸준한 투자를 지속하는 기업들은 이미 자본가치를 인정받았을 가능성이 높다. 일본 거래소가 JPX PRRIME 150 지수를 개발하였을 때, 단순히 저PBR 업종을 담기보다, 시장평가가 이미 이뤄진 PBR 1배 이상 기업들을 선별하였던 이유를 생각해 볼 필요가 있다.

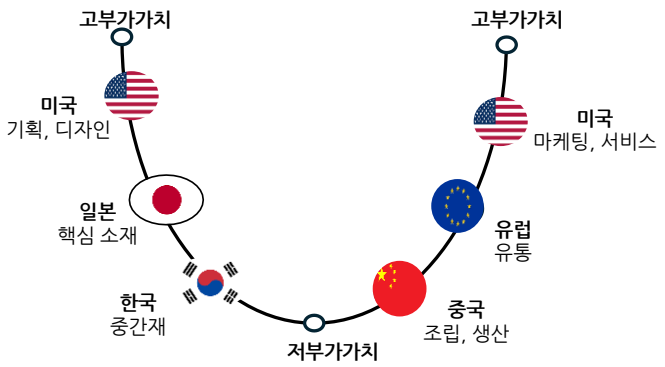
벌어드린 돈(영업활동 현금흐름+)으로 투자(투자활동 현금흐름-)하고, 동시에 빚도 갚는(재무활동 현금흐름-) 기업들을 통상 안정적이라고 평가한다. KOSPI PBR 1배 이상을 받는 업종들의 영업활동 현금흐름은 개선세를 시현 중인 가운데, 투자활동과 재무관리도 적극적인 것으로 나타나고 있다.

PBR 1배 이상을 받는 업종 중 영업활동현금흐름(+), 투자활동현금흐름(-), 재무활동현금흐름(-)이 예상되는 기업이 가장 많은 업종은 헬스케어(48개)와 반도체(42개)다. 해당 업종들은 전방산업도 회복세가 진행 중이기에, 상대적으로도 매력적이다. 2월 바이오헬스 수출은 전년비 +9.3% 증가해 7개월 연속 수출 증가세를 시현하였으며, 반도체도 수요와 가격, 물량 호조에 전년비 +66% 증가를 기록하였다.

유사 관점에서 기업들도 선별해보았다. 헬스케어와 반도체 업종에 속한 KOSPI 시총 5,000억원 이상, PBR 1배 이상 기업을 대상으로 동일한 현금흐름 아이디어를 적용해 15개 기업을 정리해보았다. <표1>

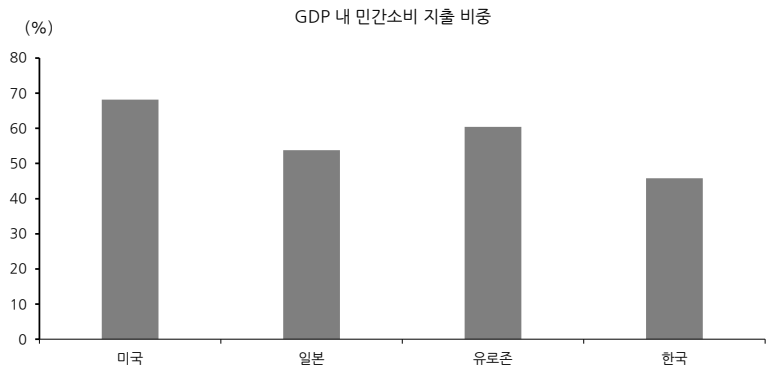
Key Chart

<그림 1> 스마일커브: 중간재/수출 비중이 높은 한국이 부가가치를 높이기 위해 필요한 것은 결국 기업 가치를 제고할 수 있는 설비투자



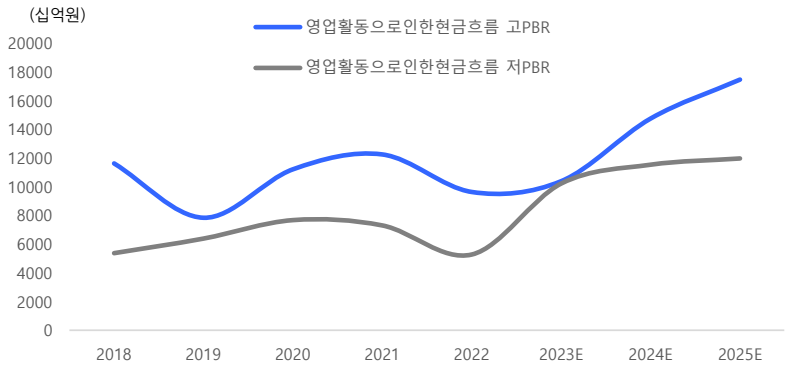
자료: 언론참조, 현대차증권

<그림 2> 여타 국가 대비 GDP에서 차지하는 내수 비중이 낮은 한국



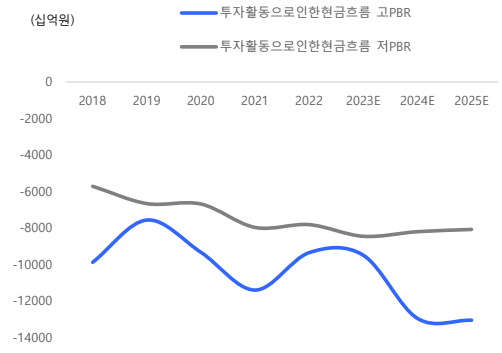
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림 3> 고 PBR 업종 영업활동 현금 흐름, 꾸준히 개선되는 중



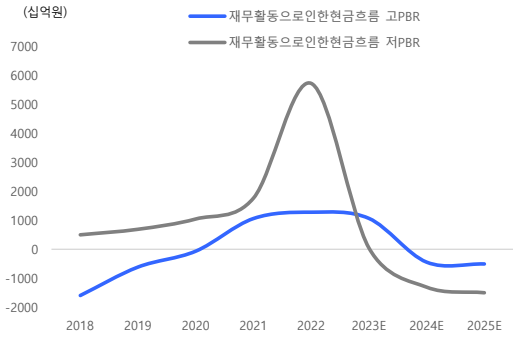
자료: Quantwise, 현대차증권

<그림 4> 저PBR 업종 대비 투자활동은 적극적



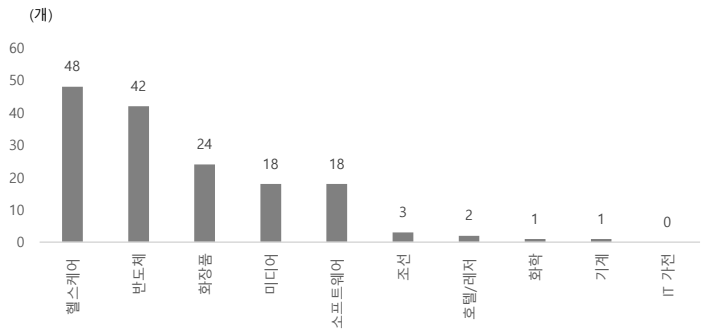
자료: Quantwise, 현대차증권

<그림5> 빚을 갚아 나가고 있는 기업들도 증가 중



자료: Quantwise, 현대차증권

<그림 6> 영업활동현금흐름(+), 투자활동현금흐름(-), 재무활동현금흐름(-) 이 예상되는 기업이 가장 많은 헬스케어와 반도체



주: 24&25년 전망치 포함
자료: Quantwise, 현대차증권

<표 1> 해당 업종에 속한 시총 5,000억원 규모, PBR1배 이상기업 중 동일한 현금흐름 아이디어를 적용, 15개 기업들을 정리

#	코드	기업	업종	시총 (십억원)	2월 이후 수익률	P/B (Fwd.12M)	영업활동현금흐름 (십억원)		투자활동현금흐름 (십억원)		재무활동현금흐름 (십억원)	
							2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
1	A128940	한미약품		4,279	5.9	3.7	216.9	228.2	-67.51	-82.03	-14.39	-14.03
2	A214150	클래시스		2,083	9.5	5.1	61.1	88.9	-35.66	-31.40	-7.54	-7.64
3	A009420	한올바이오파마	헬스	1,818	20.4	8.3	10.5	11.7	-7.33	-8.67	-0.33	-0.33
4	A145720	덴티움	케어	1,596	28.2	2.1	72.9	107.8	-33.02	-29.79	-6.29	-7.14
5	A086900	메디톡스		1,153	-17.0	2.3	34.0	37.0	-27.00	-35.67	-2.67	-2.00
6	A214450	파마리서치		969	-9.5	1.8	98.5	100.2	-28.13	-28.57	-6.70	-6.77
7	A005930	삼성전자		438,182	-0.3	1.3	47856.6	68845.0	-59,390	-59,633	-11,208	-10,532
8	A403870	HPSP		4,263	14.5	10.9	66.2	89.2	-38.21	-43.75	-5.00	-3.65
9	A058470	리노공업		3,170	5.4	5.0	113.4	120.0	-70.40	-126.88	-45.63	-45.38
10	A240810	원익 IPS		1,610	6.8	1.8	45.2	53.0	-53.00	-72.50	-7.00	-7.00
11	A095340	ISC	반도체	1,524	0.4	4.3	33.0	59.9	-51.10	-47.65	-1.50	-4.25
12	A084370	유진테크		863	-4.8	2.1	27.6	75.8	-30.25	-44.25	-7.00	-8.00
13	A348210	넥스틴		783	10.8	4.5	35.3	44.2	-19.67	-29.30	-4.63	-5.07
14	A131970	두산테스나		726	-3.7	1.9	245.5	246.8	-197.83	-229.57	-0.93	-10.43
15	A131290	티에스이		624	29.7	1.9	44.0	49.0	-43.00	-37.00	-2.00	-2.00

자료: Quantwise, 현대차증권

Issue Check: AI 밸류체인 주가 점검

투자전략/시황 RA 장치영 02-3787-2372

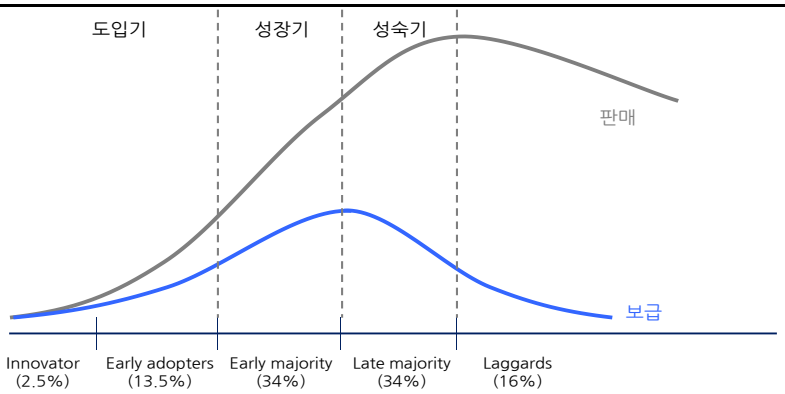
> 2024년은 AI 서비스 상용화의 원년. IBM에 따르면 2022년에 이미 전세계 기업들 중 34%가 AI를 활용하고 있었으며, AI 기술의 빠른 성장세로 2년 후인 현재는 보다 많은 기업들이 AI 기술을 활용할 것으로 추정됨. 해당 수치와 제품의 수명주기와 시장 점유율에 따른 혁신 단계를 고려하였을 때, AI 관련 기술은 성장기~성숙기 진입 전 단계에 들어섰다는 판단.

> AI 이전에 일상을 크게 변화시킨 제품인 스마트폰의 경우, 성장기~성숙기 진입 단계에서는 밸류체인 중에서 H/W 대비 S/W가 약진한 것으로 확인. 이는 성장기에서 보급률이 빠르게 증가함에 따라 관련 제품 및 기술을 활용할 수 있는 사용처가 다양해지는 점에 기인. 실제로, 스마트폰의 보급률이 50%를 넘어선 시점을 전후로 등장한 SNS와 플랫폼 애플리케이션은 스마트폰을 필수품으로 만들었음. 성숙기 진입 이후, APP Store 다운로드 순위 최상위권에 위치한 애플리케이션 개발사들의 수익률은 애플 및 IT H/W 관련주 대비 가파르게 상승하기 시작.

> 결론? AI 기술 보급 진행 속도를 감안할 때, AI 밸류체인 내에서 S/W가 약진할 수 있는 시점이 가까워지고 있다고 판단. 올해 중 디스인플레 기조가 유효하다면, AI 밸류체인 내에서 S/W 센티멘트를 개선시켜줄 수 있는 부분

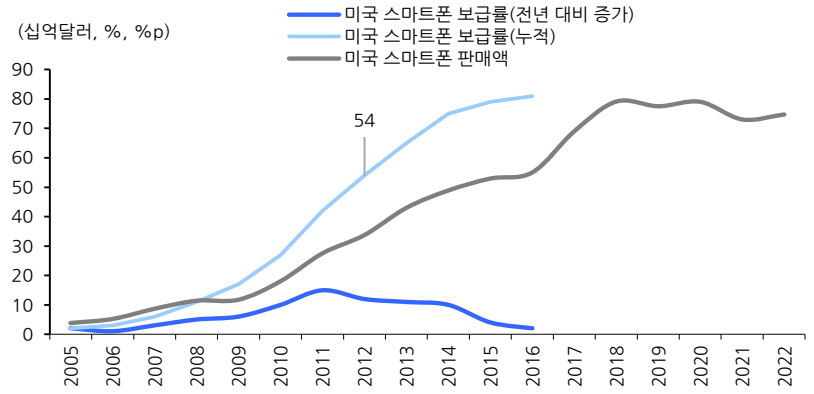
Key Chart

<그림 1> 제품의 수명주기와 시장 점유율에 따른 혁신 단계 그래프: 제품 보급률 50%를 넘어가면 제품은 수명주기 상 성숙기에 진입



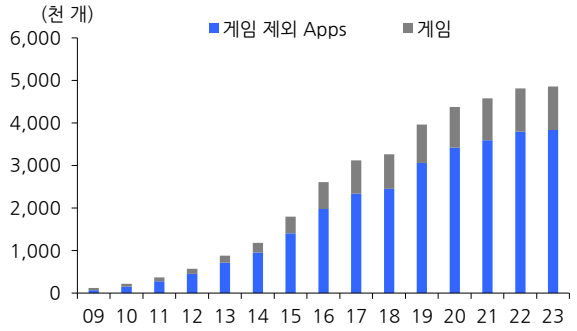
자료: 현대차증권

<그림 2> 해당 이론을 접목하면: 미국의 스마트폰 시장은 2011~12년 성숙기에 진입



자료: 미국 통계국, comscore, 현대차증권

<그림 3> 스마트폰 보급률이 높아진 이후 급증하는 애플리케이션 수



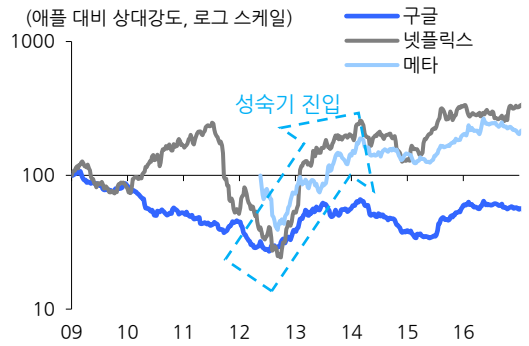
자료: Bloomberg, 현대차증권

<표 1> SNS로 대표되는 킬러앱의 등장은 첫 아이폰 출시(07년 1월) 3~4년 이후: 성숙기 진입 시점과 유사

주요 애플리케이션	App Store 출시일
Youtube	아이폰 출시일과 동일
카카오톡	2010 년 3 월
넷플릭스	2010 년 8 월
라인	2011 년 6 월
페이스북	2012 년 3 월

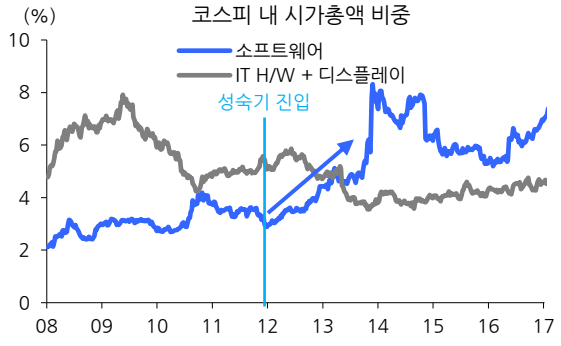
자료: google, 현대차증권

<그림 4> 성숙기에 진입하면서 스마트폰(애플) 대비 서비스 제공자(Application) 상대적 매력도 부각되기 시작



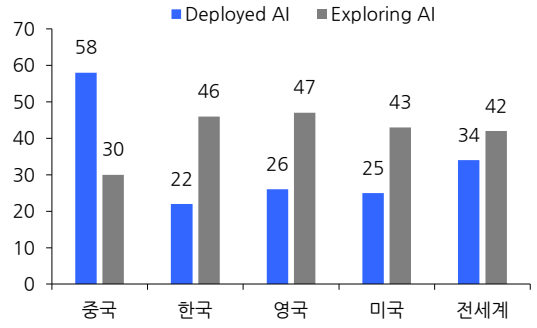
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림 5> 한국도 마찬가지: '12년 스마트폰 보급률이 50%를 넘어서자 코스피 내에서 S/W의 영향력 확대



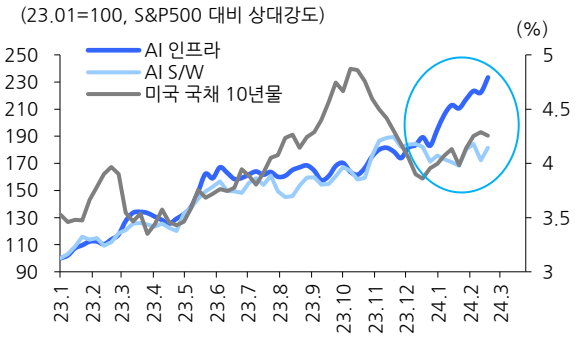
자료: Quantiwise, 현대차증권

<그림 6> 현재: 빠른 속도로 침투율을 높여가고 있는 AI
'22년 AI를 활용하는 기업들의 비중은 34%에 도달



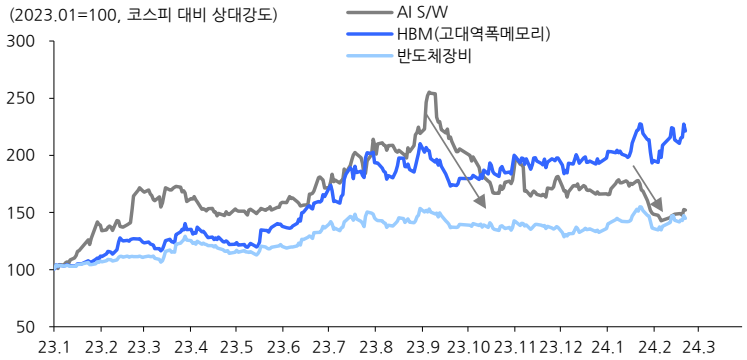
자료: IBM, 현대차증권

<그림 7> 복병은 금리지만: 연초 이후 다시금 높아지는 금리 상방압력에 S/W 부진



자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림 8> 중장기적으로 디스인플레 기조가 유효하다면: 향후 매크로 관점에서 AI 밸류체인 내에서 S/W 센티멘트를 개선시켜줄 수 있는 부분

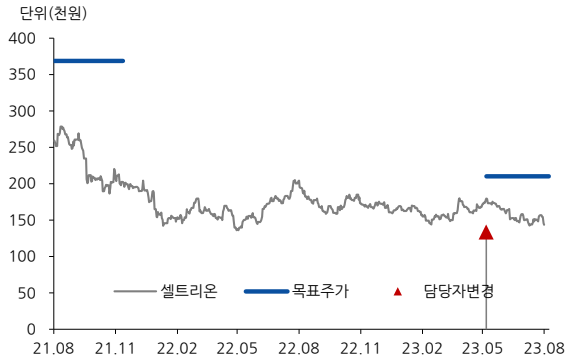


자료: Quantiwise, 현대차증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2021.05.18	BUY	368,721	-34.15	-24.49
2021.11.18	AFTER 6M	368,721	-44.84	-42.31
2023.05.23	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2023.05.23	BUY	210,000	-25.29	-14.76
2023.08.16	BUY	210,000	-25.09	-14.43
2023.08.18	BUY	210,000		

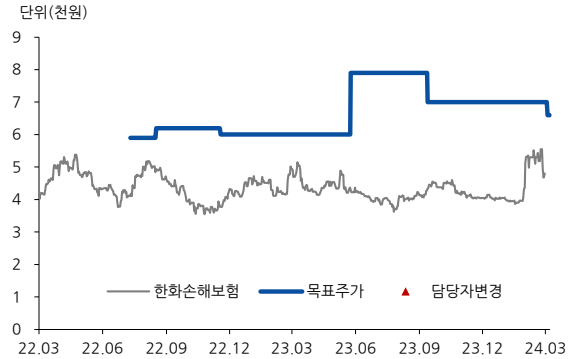
▶ 최근 2년간 셀트리온 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.07.11	BUY	5,900	-18.60	-12.20
2022.08.17	BUY	6,200	-33.71	-19.76
2022.11.18	BUY	6,000	-26.69	-14.17
2023.05.18	AFTER 6M	6,000	-28.35	-27.25
2023.05.25	BUY	7,900	-48.79	-44.75
2023.09.13	BUY	7,000	-38.09	-20.71
2024.03.04	BUY	6,600		

▶ 최근 2년간 한화손해보험 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.