Morning Meeting Notes

2024-03-12

내일의 차이 현대차증권

What's Inside

삼성SDI(BUY/600,000) 전고체 전지, Toyota를 넘어.
현대해상((BUY/49,000) 시선을 옮겨야 할 때
한국철강(BUY/9,200) 중기적인 접근 유효

New Issue

뉴욕증시, 내일 CPI 발표 앞두고 혼조 마감... 나스닥 0.41%↓
뉴욕채권, 미국 재무부 3년물 국채 입찰 호조에도 CPI 경계심에... 美 국채가 하락
국제유가, 차익실현 매물에 혼조세... 3거래일째 약세 보이며 WTI 0.10%↓

New Publication

[자동차/모빌리티] 한 권으로 끝내는 2024년 타이어 투자 가이드(2024-03-08)
[AI산업] MWC 2024 탐방후기: - AI, AI, AI -(2024-03-05)
[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)

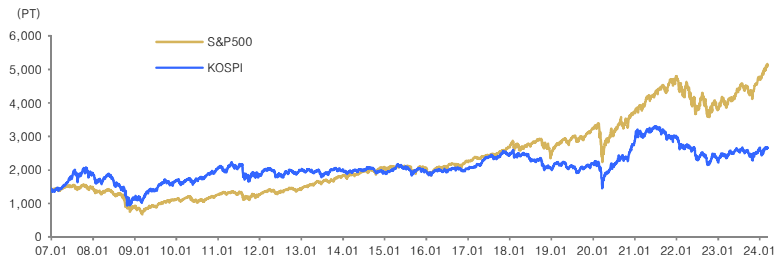
Rating, Target Price Changes

한국철강	BUY	8,600 원 ▷	BUY	9,200 원	(2024-03-12)
에스티아이	BUY	50,000 원 ▷	BUY	60,000 원	(2024-03-11)
코오롱글로벌	BUY	16,000 원 ▷	BUY	12,000 원	(2024-03-08)
컴투스	M.PERFORM	51,000 원 ▷	M.PERFORM	46,000 원	(2024-03-07)
테크윙	BUY	15,000 원 ▷	BUY	30,000 원	(2024-03-05)
현대차	BUY	300,000 원	BUY	360,000 원	(2024-03-05)
기아	BUY	130,000 원	BUY	165,000 원	(2024-03-05)
현대모비스	BUY	330,000 원	BUY	350,000 원	(2024-03-05)
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)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
두산에너빌리티	37,464	두산에너빌리티	54,668
시노펙스	36,523	하이브	34,344
두산로보틱스	31,078	HANARO CAPEX설비투자iSe	32,495
HLB	22,074	LG생활건강	31,636
삼성중공업	17,018	카카오	30,292

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
삼성전자	-122,144	SK하이닉스	-74,225
POSCO홀딩스	-27,900	삼성전자	-68,261
기아	-26,616	현대차	-68,244
SK하이닉스	-26,416	KODEX 레버리지	-51,847
TIGER 미국필라델피아반도체나스	-24,998	기아	-34,734

KOSPI, S&P 추이



국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,659.84	-0.77	+1.51
대형주	2,663.15	-0.83	+2.01
중형주	2,827.39	-0.84	-0.44
소형주	2,304.78	-0.24	-0.95
KOSDAQ	875.93	+0.31	+5.97

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	1,803	-1,062	-1,125
누적순매수(D-20)	-41,264	40,521	-325

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	199,287	240,340	217,706

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	70.69	-0.99	-1.56
금융	448.98	-0.63	+1.93
운수장비	2,542.01	-1.34	+5.51
유통	395.00	-0.53	-0.83
음식료	3,340.10	-0.33	-1.70
의약품	14,047.07	-0.39	+1.89
전기전자	27,006.63	-1.32	+1.86
철강금속	5,490.34	-1.33	-3.30
화학	4,557.10	-0.66	-0.60
유틸리티	763.03	-0.27	+13.71
통신	399.27	-0.82	+1.64

해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	5,117.94	-0.11	+1.91
NASDAQ	16,019.27	-0.41	+0.48
일본	38,820.49	-2.19	+5.21
중국	3,068.46	+0.74	+7.07
독일	17,746.27	-0.38	+4.16

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.28	+0.40	-3.00
국고채 (10년)	3.34	+0.80	-5.80
은행채AAA (3년)	3.67	+0.80	-5.60
미국국채 (2년)	4.54	+6.05	+6.01
미국국채 (10년)	4.10	+2.25	-8.12

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,310.30	-0.72	-1.35
원/백 엔	891.71	-0.64	+0.26
원/위안	182.44	-0.67	-1.20
달러/유로	1.09	-0.10	+1.41
위안/달러	7.18	-0.05	-0.15
엔/달러	146.94	-0.08	-1.60
Dollar Index	102.85	+0.08	-1.22

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	77.93	-0.10	+1.31
금 (usd/oz)	2,188.60	+0.14	+7.65
BDI	2,345.00	+4.18	+51.78
천연가스(NYMEX)	1.76	-2.55	-0.51

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.

Company Note
2024. 03. 12

삼성SDI (006400)

BUY
TP 600,000원

전고체 전지, Toyota를 넘어.

Analyst 강동진
02-3787-2228 dongjin.kang@hmsec.com

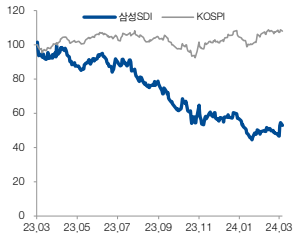
현재주가 (3/11)	413,500원
상승여력	45.1%
시가총액	28,434십억원
발행주식수	68,765천주
자본금/액면가	357십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	778,000원/347,500원
일평균 거래대금 (60일)	152십억원
외국인지분율	42.55%
주요주주	삼성전자 외 4 인 20.52%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	7.4	-7.3	-27.8
상대주가(%p)	5.8	-12.0	-30.6

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	29,196	31,775	600,000
After	29,196	31,775	600,000
Consensus	26,624	36,408	594,444
Cons. 차이	9.7%	-12.7%	0.9%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 동사는 2027년 중 EV용 전고체 전지 양산 예정. 국내 3사 중 가장 앞선 시점
- 앞선 양산 성공은 기술 주도권 확보 및 산업 표준 선점 측면에서 긍정적 요인으로 판단
- EV 수요 우려에도 불구, 동사 배터리 사용량은 점유율 상승 추세는 긍정적. 미국 판매 호조 지속
- 전세계 2차전지 업체 중 가장 저평가된 것으로 판단. 셀 업체 중 Top pick 추천

주요이슈 및 실적전망

- 동사는 Argyrodite(아지로다이트) 구조 황화물계 전고체 전지용 전해질 및 삼성종합기술연구원에서 개발한 석출형 리튬음극을 활용하여 전고체 전지의 Breakthrough를 만들어 내고 있음
- 이와 관련해 Nature Energy이 실린 논문(Lee, YG., Fujiki, S., Jung, C. et al. High-energy long-cycling all-solid-state lithium metal batteries enabled by silver-carbon composite anodes. Nat Energy 5, 299-308 (2020))에 따르면, 음극에 동박이 아닌 SUS(Stainless Still)을 사용했으며, 황화물계 전고체 전해질은 Mitsui Mining & Smelting의 제품을 사용
- Toyota는 LGPS 구조 황화물계 전고체 전지용 전해질 및 흑연 음극 중심 전고체 전지 개발 중인 것으로 알려짐. 음극 소재 사용 차이는 에너지 밀도 등 성능 차이로 이어질 것. 리튬메탈 음극을 사용하는 삼성SDI의 전고체 전지가 성능면에서 Toyota 전고체 전지에 앞설 가능성 높음
- 초기 가격이 매우 높지만, 에너지 밀도 높아 차량 경량화에 기여. **탄소섬유 등 경량화를 위한 고가 소재 사용 필요성 낮춘다는 점에서 EV 원가 개선에도 기여. 따라서, 셀 가격이 높아지겠지만, 일정 수요는 확보 가능할 것. 향후 가격하락 속도가 수요 확대에 중요한 모멘텀이 될 전망**
- **현재 전고체 전지 소재 및 양산 관련 표준은 정해지지 않은 상황. 전해질만 하더라도 황화물계, 폴리머계, 산화물계 등 다양. 동사가 기술 표준을 선점할 경우 규모의 경제가 빠르게 이루어지면서 예상보다 시장 개화 속도가 더욱 가속화될 가능성도 충분. 기술 선점 및 표준 선점이 중요한 이유이며, 중장기적으로 전고체 전지 주요 소재는 전자재료 사업부에서 일부 내재화도 가능할 것**
- EV-Volumes에 따르면, '24년 1월 판매된 전세계 EV 배터리 점유율 국내 3사 중 유일하게 상승. '24년 2월 미국 내 Jeep Wrangler/Grand Cheroke(PHEV) 등 판매 급증으로 Stellantis 전기차 판매량 100%(yoy) 이상 성장 추정. EV 수요 둔화 우려에도 양호. 하반기 미국 JV 가동 기대감 높아질 것

주가전망 및 Valuation

- 전고체 전지 기술 리더십, EV용 배터리 시장 점유율 상승 등 Multiple 재평가 요소 충분

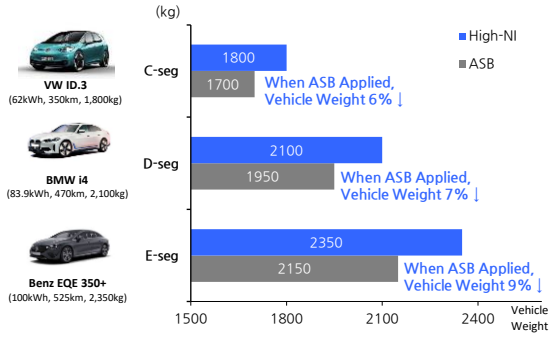
요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	13,553	1,068	1,170	2,320	16,990	103.8	38.6	3.1	20.8	8.5	0.2
2022	20,124	1,808	1,952	3,271	28,366	67.0	20.8	2.5	13.4	12.5	0.2
2023P	22,708	1,633	2,009	3,445	29,196	2.9	16.2	1.8	10.5	11.4	0.2
2024F	24,050	1,943	2,187	4,483	31,775	8.8	13.0	1.4	6.8	11.0	0.3
2025F	29,970	3,557	3,161	6,711	45,942	44.6	9.0	1.2	4.6	14.1	0.3

** K-IFRS 연결 기준*

현대차증권

<그림1> 전고체 전지 탑재로 최대 10% 수준 중량 감소



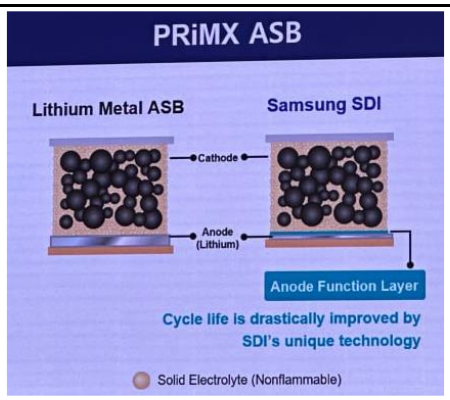
자료: 삼성SDI, 현대차증권

<그림2> 전고체 전지 탑재로 전비 향상

Vehicle Segment	Electric Mileage After Weight Reduction (km/kWh)	Driving Range	Saved Battery Capacity for Same Driving Range	Saved Charging Fee vs. Vehicle Price (1,000 Cycle)
C-seg.	5.65 → 5.88	350km	2.6kWh	5.8%
D-seg.	5.60 → 6.00	470km	5.9kWh	7.7%
E-seg.	5.25 → 5.69	525km	8.3kWh	9.0%

자료: 삼성SDI, 현대차증권

<그림3> 삼성SDI 전고체 전지 차별점



자료: 삼성SDI, 현대차증권

<그림4> 삼성SDI 전고체 전지 주요 소재 및 기술

1) **High-NI NCA** : The Highest specific energy

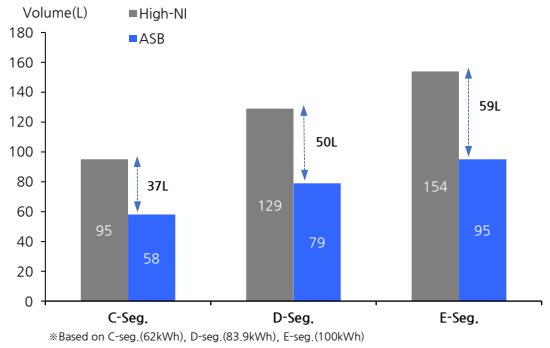
2) **Sulfide solid electrolyte** : High ionic conductivity

3) **Novel anode** : Preventing Li-dendrite

4) **Stacking** : High energy density and conductivity

자료: 삼성SDI, 현대차증권

<그림5> ASB 탑재로 늘어나는 차량 공간

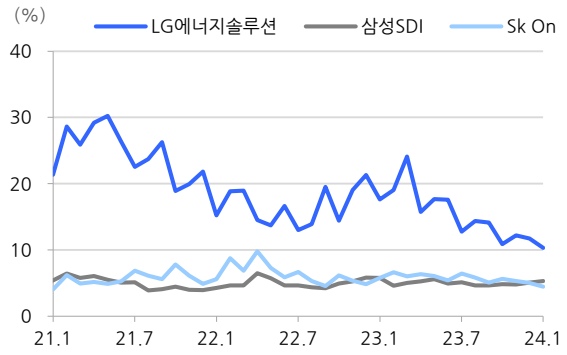


자료: 삼성SDI, 현대차증권

<그림6> Mitsui Mining & Smelting 고체 전해질 및 ASSB 샘플

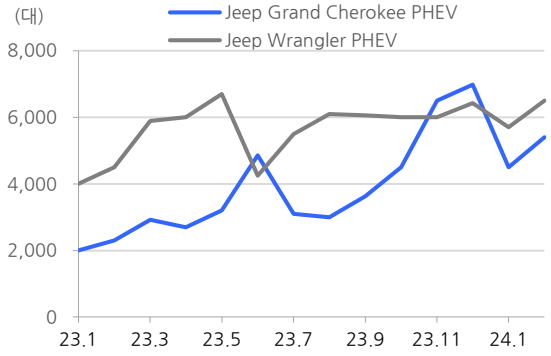
자료: Mitsui Mining & Smelting, 현대차증권

〈그림7〉 국내 3사 EV용 배터리 사용량 점유율 추이



자료: EV-Volumes 현대차증권

〈그림8〉 Jeep Wrangler/Grand Cheroke(PHEV) 미국 내 판매량



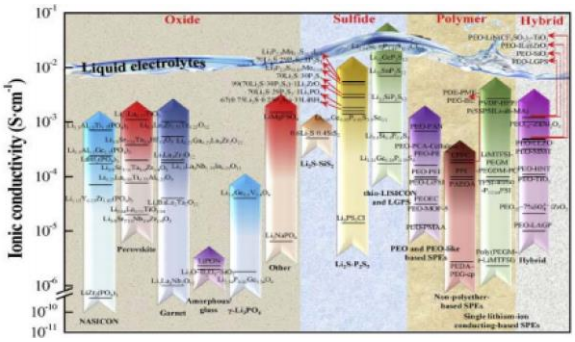
자료: EV-Volumes 현대차증권

〈그림9〉 대표적인 황화물계 고체전해질의 이온전도도

황화물계 고체전해질	이온전도도 (S/cm)	분류
$Li_{3.25}Ge_{0.25}P_{0.75}S_4$	2.2×10^{-3}	crystal (thio-LISICON)
$Li_{10}GeP_2S_{12}$	1.2×10^{-2}	crystal (LGPS)
Li_6PS_5Cl	1.3×10^{-3}	crystal (argyrodite)
$30Li_2S \cdot 26B_2S_3 \cdot 44LiI$	1.7×10^{-3}	glass
$63Li_2S \cdot 36SiS_2 \cdot 1Li_3PO_4$	1.5×10^{-3}	glass
$57Li_2S \cdot 38SiS_2 \cdot 5Li_4SiO_4$	1.0×10^{-3}	glass
$Li_{3.25}P_{0.95}S_4$	1.3×10^{-3}	glass-ceramic
$Li_7P_3S_{11}$	1.0×10^{-2}	glass-ceramic

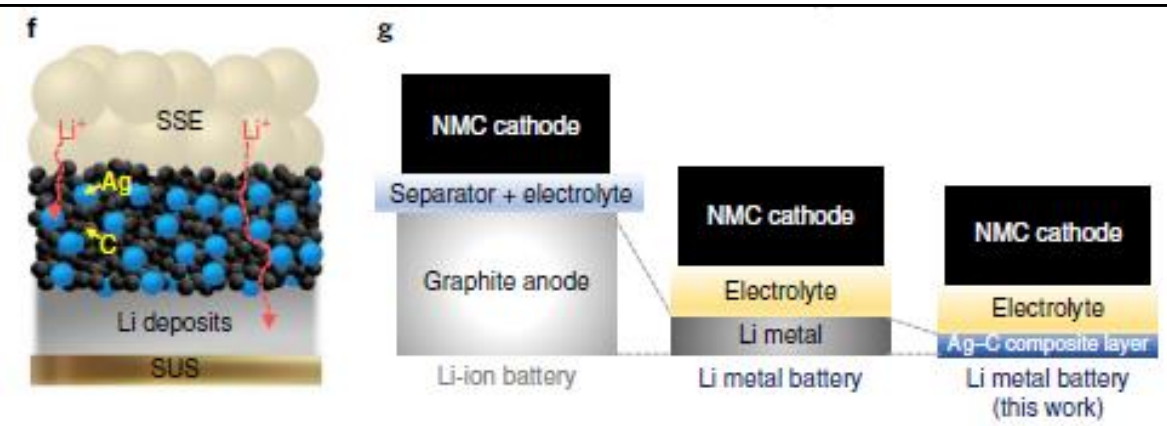
자료: KETI, 현대차증권

〈그림10〉 주요 고체전해질, 상온 이온전도도 비교



자료: 한국재료연구원, Renewable Sustain. Energy Rev., 109, 367-385(2019), 현대차증권

〈그림11〉 전고체 전지 주요 구조 및 소재. 실제 양산에서는 High Nickel NCA 양극재 사용 계획



자료 : Lee, YG., Fujiki, S., Jung, C. et al. High-energy long-cycling all-solid-state lithium metal batteries enabled by silver-carbon composite anodes. Nat Energy 5, 299-308 (2020), 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	13,553	20,124	22,708	24,050	29,970
증가율 (%)	20.0	48.5	12.8	5.9	24.6
매출원가	10,476	15,903	18,897	19,969	23,750
매출원가율 (%)	77.3	79.0	83.2	83.0	79.2
매출총이익	3,078	4,221	3,811	4,080	6,220
매출이익률 (%)	22.7	21.0	16.8	17.0	20.8
증가율 (%)	29.3	37.1	-9.7	7.1	52.5
판매관리비	2,010	2,413	2,178	2,137	2,663
판관비율(%)	14.8	12.0	9.6	8.9	8.9
EBITDA	2,320	3,271	3,445	4,483	6,711
EBITDA 이익률 (%)	17.1	16.3	15.2	18.6	22.4
증가율 (%)	32.2	41.0	5.3	30.1	49.7
영업이익	1,068	1,808	1,633	1,943	3,557
영업이익률 (%)	7.9	9.0	7.2	8.1	11.9
증가율 (%)	59.2	69.3	-9.7	19.0	83.1
영업외손익	66	-195	-109	-198	-219
금융수익	548	1,391	874	76	55
금융비용	441	1,443	1,032	274	274
기타영업외손익	-41	-143	49	0	0
종속/관계기업관련손익	530	1,040	962	1,000	1,000
세전계속사업이익	1,663	2,652	2,486	2,746	4,338
세전계속사업이익률	12.3	13.2	10.9	11.4	14.5
증가율 (%)	107.1	59.5	-6.3	10.5	58.0
법인세비용	413	613	420	523	781
계속사업이익	1,250	2,039	2,066	2,222	3,557
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,250	2,039	2,066	2,222	3,557
당기순이익률 (%)	9.2	10.1	9.1	9.2	11.9
증가율 (%)	98.1	63.1	1.3	7.6	60.1
지배주주지분 순이익	1,170	1,952	2,009	2,187	3,161
비지배주주지분 순이익	81	87	57	36	396
기타포괄이익	629	-140	359	0	0
총포괄이익	1,880	1,899	2,425	2,222	3,557

(단위:십억원)

재무상태표	2021	2022	2023P	2024F	2025F
유동자산	7,445	9,652	9,800	9,826	11,442
현금성자산	2,326	2,614	2,022	1,546	1,722
단기투자자산	183	568	1,183	609	634
매출채권	1,946	2,419	2,657	3,139	3,778
재고자산	2,487	3,205	3,077	3,635	4,375
기타유동자산	502	846	861	896	933
비유동자산	18,388	20,606	23,616	27,241	31,098
유형자산	7,636	8,965	11,661	13,598	15,309
무형자산	799	815	843	863	797
투자자산	9,556	10,199	10,541	12,210	14,422
기타비유동자산	397	627	571	570	570
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	25,833	30,258	33,416	37,067	42,540
유동부채	6,461	8,007	8,644	9,676	11,044
단기차입금	2,235	2,211	2,106	2,106	2,106
매입채무	1,272	2,192	2,265	2,677	3,221
유동성장기부채	275	640	853	853	853
기타유동부채	2,679	2,964	3,420	4,040	4,864
비유동부채	4,175	5,033	5,054	5,520	6,138
사채	220	0	0	0	0
장기차입금	1,888	2,297	2,485	2,485	2,485
장기금융부채	10	0	0	0	0
기타비유동부채	2,057	2,736	2,569	3,035	3,653
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	10,636	13,040	13,698	15,197	17,182
지배주주지분	14,705	16,486	18,766	20,884	23,976
자본금	357	357	357	357	357
자본잉여금	5,002	5,002	5,002	5,002	5,002
자본조정 등	-345	-345	-345	-345	-345
기타포괄이익누계액	1,174	1,004	1,344	1,344	1,344
이익잉여금	8,516	10,468	12,409	14,526	17,618
비지배주주지분	492	732	951	986	1,383
자본총계	15,197	17,218	19,717	21,870	25,359

(단위:십억원)

현금흐름표	2021	2022	2023P	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	2,176	2,641	2,496	4,180	6,275
당기순이익	1,250	2,039	2,066	2,222	3,557
유형자산 상각비	1,173	1,408	1,743	2,463	3,089
무형자산 상각비	79	55	69	77	65
외환손익	13	37	6	0	0
운전자본의 감소(증가)	-25	-369	-511	418	564
기타	-314	-529	-877	-1,000	-1,000
투자활동으로인한현금흐름	-1,950	-2,946	-3,271	-4,592	-6,036
투자자산의 감소(증가)	79	220	803	-669	-1,212
유형자산의 감소	11	20	11	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,255	-2,809	-3,544	-4,400	-4,800
기타	215	-377	-541	477	-24
재무활동으로인한현금흐름	583	629	131	-64	-63
차입금의 증가(감소)	633	399	188	0	0
사채의증가(감소)	0	-220	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-69	-69	-69	-69	-69
기타	19	519	12	5	6
기타현금흐름	-29	-35	51	0	0
현금의증가(감소)	780	289	-592	-476	176
기초현금	1,546	2,326	2,614	2,022	1,546
기말현금	2,326	2,614	2,022	1,546	1,722

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2021	2022	2023P	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	18,162	29,635	30,023	32,292	51,706
EPS(지배순이익 기준)	16,990	28,366	29,196	31,775	45,942
BPS(자본총계 기준)	215,916	244,628	280,146	310,738	360,298
BPS(지배지분 기준)	208,920	234,231	266,639	296,726	340,654
DPS	1,000	1,030	1,030	1,030	1,030
P/E(당기순이익 기준)	36.1	19.9	15.7	12.8	8.0
P/E(지배순이익 기준)	38.6	20.8	16.2	13.0	9.0
P/B(자본총계 기준)	3.0	2.4	1.7	1.3	1.1
P/B(지배지분 기준)	3.1	2.5	1.8	1.4	1.2
EV/EBITDA(Reported)	20.8	13.4	10.5	6.8	4.6
배당수익률	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	98.4	63.2	1.3	7.6	60.1
EPS(지배순이익 기준)	103.8	67.0	2.9	8.8	44.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	8.8	12.6	11.2	10.7	15.1
ROE(지배순이익 기준)	8.5	12.5	11.4	11.0	14.1
ROA	5.3	7.3	6.5	6.3	8.9
안정성 (%)					
부채비율	70.0	75.7	69.5	69.5	67.8
순차입금비율	14.1	11.6	11.5	15.2	12.3
이자보상배율	18.7	20.1	6.2	7.1	13.0

** K-IFRS 연결 기준*

Company Note
2024. 03. 12

현대해상 (001450)

BUY
TP 49,000원

시선을 옮겨야 할 때

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

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

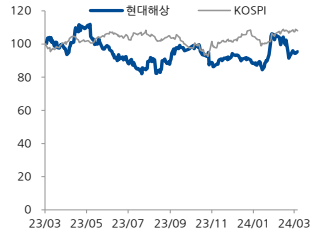
현재주가 (3/11)	32,300원
상승여력	51.7%
시가총액	2,888십억원
발행주식수	89,400천주
자본금/액면가	45십억원/500원
52주 최고가/최저가	37,900원/27,750원
일평균 거래대금 (60일)	12십억원
외국인지분율	37.27%
주요주주	정몽윤 외 4인 22.85%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-9.4	2.5	-1.7
상대주가(%p)	-10.7	-2.6	-5.5

※ K-IFRS 별도 기준

(단위: 원)	EPS(23P)	EPS(24F)	T/P
Before	11,605	13,624	49,000
After	10,275	12,532	49,000
Consensus	10,275	11,465	43,286
Cons. 차이	0.0%	9.3%	13.2%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

회사의 배당 의지는 높은 편. 제도 개선 시 배당 상향 여지 충분

- 현대해상에 대한 매수 의견과 목표 주가 49,000원을 유지
- 상대적인 Valuation 매력, 올해 실적 회복, 제도 개선 가능성 감안하여 보험업 최선호 의견 제시
- 동사 주가는 YTD 4.5% 상승에 그치며 동기간 유니버스 보험 상승률 대비 9.3%p 부진. P/B은 0.4x에 불과하나 자본비율과 배당가능이익 관련 리스크로 인해 주가 상승 폭 상대적으로 제한적
- 실제로 2023년 DPS 증가율은 5%로 상대적으로 부진. 이는 주로 손실부담계약비용 및 예실차 등에 따라 손익에 압박이 컸고, 특히 배당가능이익 관련 불확실성이 크게 작용된 것으로 추정
- 동사의 주주환원 의지는 높은 편으로 판단. 표면적으로는 23년 배당성향이 약 20%에 불과하나 조정이익(법정준비금전입액, 평가익 등 차감) 기준으로는 사실상 대부분 재원을 배당했기 때문
- 이 같은 실질적인 배당의 Proxy인 조정이익은 주로 준비금 적립이 변수인데, 당사는 준비금 관련 제도 개선 가능성을 높게 예상. 현재 기준으로는 대부분의 보험사들이 해약환급금준비금 적립 부담으로 인해 향후 배당가능이익이 우하향하는 문제가 있으며, 무엇보다 준비금은 법인세 관련 문제들이 크다는 점에서 정책당국 입장에서도 제도 개선 필요성은 상당히 높은 상황
- 이러한 제도 개선 시 동사는 특히 불확실성 완화 폭이 클 것으로 예상. 해약환급금준비금 문제는 이익잉여금 대비 큰 규모의 신계약을 하고 있거나 그 가운데 GA채널 비중이 높으면 계약 초기 원가-시가부채 차이 때문에 준비금 영향이 두드러질 수밖에 없는데, 동사는 위 사항 모두 해당
- 준비금 제도가 개선될 경우 동사의 배당가능이익은 약 37% 증가함과 동시에 우하향하는 문제도 해결되며 배당 불확실성 크게 축소 예상. 거기에 K-ICS 비율 또한 보험부채의 시가 할인율 조정 영향 약 -7%p를 감안해도 권고 수준 이상을 유지하는 데는 무리 없어 보이고, 애초에 배당총액 10% 증감 당 자본비율은 0.3%p 내외로 변동하는 점에서 배당 상향 여력은 충분

예실차는 개선될 전망. CSM 규모도 나름 양호할 듯

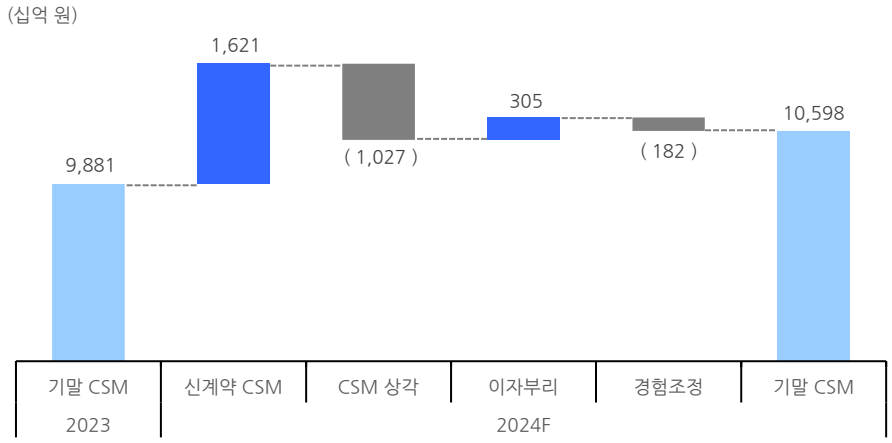
- 23년은 예실차 손실(LIC 조정 및 손실부담계약비용 포함)이 7,278억원에 달하며 보험손익에 크게 부담으로 작용되었으나 기말 가정 변경 반영에 따라 올해 예실차 실적은 소폭 개선될 전망
- 4분기 CSM 가정조정 효과에서도 나타나듯이 이익 집합계약은 수익성이 양호한 것으로 추정되고, 해약이 진정 추세인 점 등에서 올해 마이너스 조정 효과는 축소될 전망. 할인율 조정으로 인한 신계약 CSM 환산 배수 하락 요인은 4월 위험률 조정에 따른 보험료 인상 효과로 일부분 상쇄 가능할 것. 24년 CSM 순증 규모는 이자부리 효과 제외해도 23년과 유사할 것으로 추정

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	-566	1,211	645	438	5,498	43.2	4.1	0.4	0.9	9.1	6.4
2022	-428	1,251	823	561	7,153	30.1	4.1	0.6	1.1	12.5	6.7
2023P	526	496	1,022	806	10,275	43.6	3.0	0.4	1.8	13.2	6.7
2024F	950	400	1,351	983	12,532	22.0	2.6	0.4	2.2	15.1	7.7
2025F	1,099	407	1,506	1,098	13,999	11.7	2.3	0.3	2.3	15.0	8.7

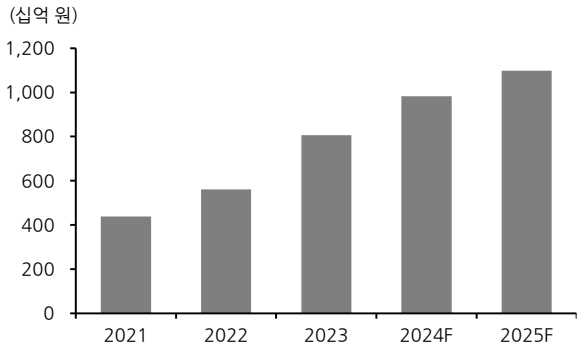
** K-IFRS 별도 기준*

<그림1> 2024F 보험계약마진 Movement



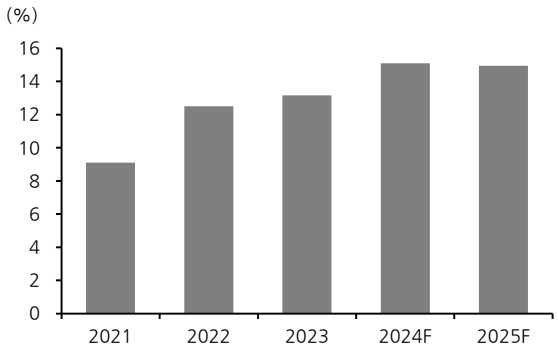
자료: 현대해상, 현대차증권

<그림2> 연간 순이익 추정



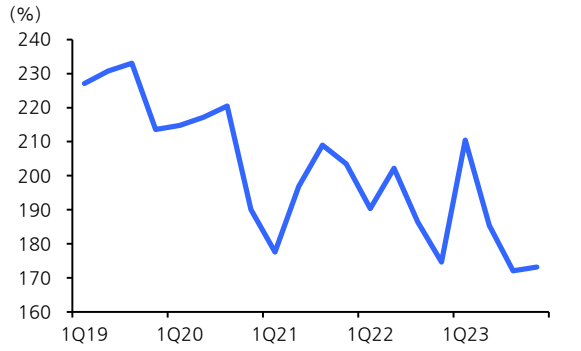
주: 23년 이전은 IFRS4 / IAS39 기준
자료: 현대해상, 현대차증권

<그림3> 연간 ROE 추정



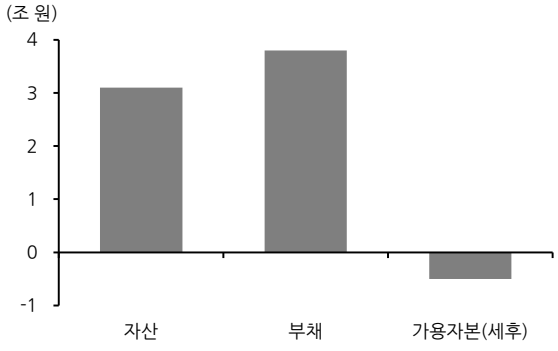
자료: 현대해상, 현대차증권

<그림4> 지급여력비율



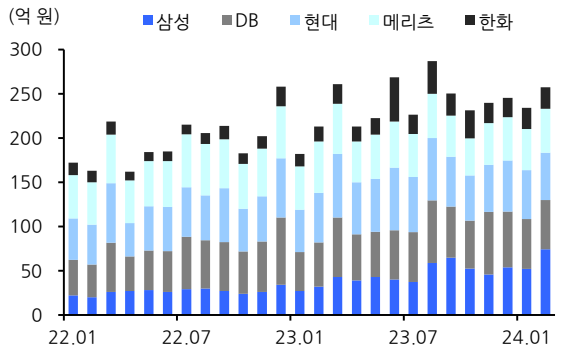
주: 23년 이전은 RBC 기준
자료: 현대해상, 현대차증권

<그림5> 금리 100bp 하락 시 영향 (2023.12 기준)



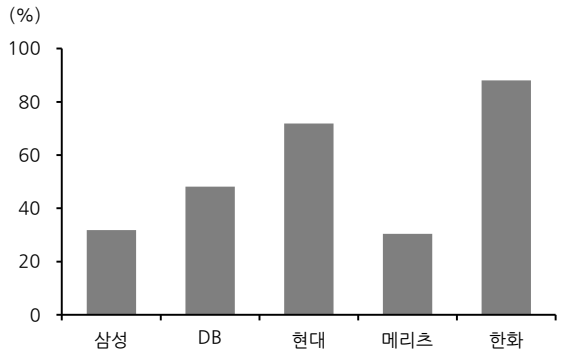
주: 자산은 채권 및 대출, 부채는 장기보험료 부채 및 장기위험마진 기준
자료: 현대해상, 현대차증권

<그림6> 유니버스 손보 월별 신계약(GA채널)



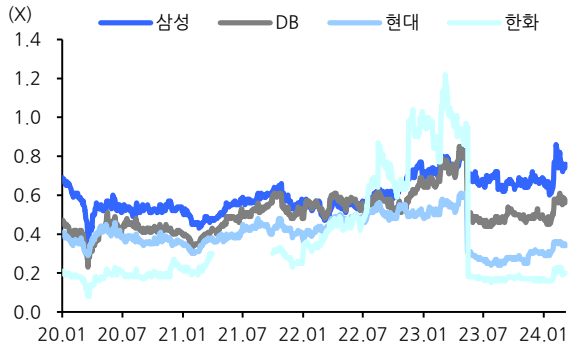
자료: 각 사, 현대차증권

<그림7> 유니버스 손보 R/E 대비 법정준비금 비중



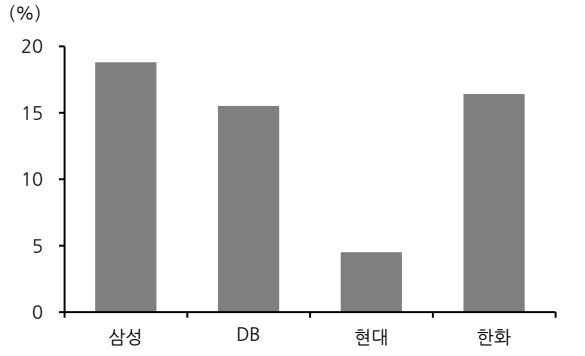
자료: 각 사, 현대차증권

<그림8> 유니버스 손보 P/B



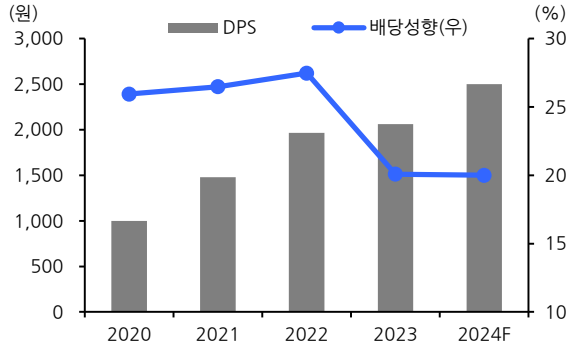
자료: Quantiwise, 현대차증권

<그림9> 유니버스 손보 YTD 주가 상승률



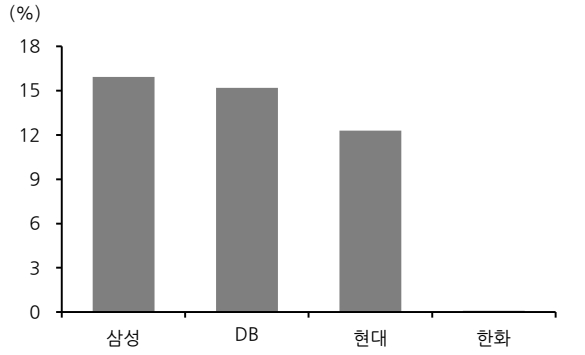
주: 03/11 종가까지 반영
자료: Quantiwise, 현대차증권

<그림10> DPS 및 배당성향 추정



자료: 현대해상, 현대차증권

<그림11> 유니버스 손보 보유 자사주 비중



자료: 각 사, 현대차증권

(단위: 십억 원)

손익계산서(별도)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
BBA/VFA 적용	N/A	N/A	275	794	887
보험계약마진상각	N/A	N/A	881	963	1,027
위험조정변동	N/A	N/A	131	132	140
예실차및기타	N/A	N/A	-736	-300	-280
PAA 적용손익	N/A	N/A	290	199	256
기타사업비용	N/A	N/A	38	43	44
보험영업이익	-566	-428	526	950	1,099
투자영업이익	1,211	1,251	496	400	407
영업이익	645	823	1,022	1,351	1,506
영업외손익	-40	-55	-24	-23	-23
세전이익	605	768	998	1,328	1,483
법인세비용	167	207	192	345	386
당기순이익	438	561	806	983	1,098

(단위: %)

주요 지표(1)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
전년 대비 성장성					
BBA/VFA 적용손익	N/A	N/A	N/A	188.5	11.7
보험계약마진상각	N/A	N/A	N/A	9.3	6.7
PAA 적용손익	N/A	N/A	N/A	-31.4	28.6
기타사업비용	N/A	N/A	N/A	11.6	2.0
보험영업이익	적지	적지	흑전	80.5	15.7
투자영업이익	-9.3	3.3	-60.4	-19.2	1.6
영업이익	34.6	27.6	24.2	32.2	11.5
세전이익	36.1	26.9	29.8	33.1	11.7
순이익(별도)	43.2	28.0	43.6	22.0	11.7
자산총계	7.1	-1.3	-15.2	5.9	7.0
운용자산	6.3	-0.4	-3.7	5.5	7.1
부채총계	7.6	0.3	-20.8	4.8	6.0
책임준비금	5.4	4.3	-15.1	4.6	6.1
보험계약부채	N/A	N/A	N/A	4.9	6.7
자본총계	2.9	-16.6	50.1	12.9	12.7
생명/손보장기 신계약	5.9	-2.2	6.2	-3.8	1.6
신계약 CSM	N/A	N/A	N/A	-1.6	-1.9
운용자산 구성					
현금및예치금	2.0	2.4	3.3	3.2	3.4
유가증권	66.7	65.1	69.1	68.8	68.8
대출채권	28.7	29.9	25.1	25.5	25.5
부동산	2.6	2.6	2.6	2.5	2.3

** IFRS1117호 별도 기준*

(단위: 십억 원)

재무상태표(별도)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
자산총계	52,291	51,608	43,758	46,337	49,587
운용자산	43,265	43,097	41,500	43,797	46,891
현금및예치금	879	1,052	1,350	1,409	1,590
유가증권	28,850	28,042	28,660	30,129	32,262
대출채권	12,409	12,893	10,397	11,163	11,944
부동산	1,128	1,110	1,092	1,096	1,095
비운용자산	4,406	5,187	2,241	2,529	2,684
특별계정자산	4,620	3,324	18	12	12
부채총계	47,401	47,532	37,641	39,434	41,805
책임준비금	39,328	41,025	34,817	36,419	38,653
보험계약부채	N/A	N/A	31,527	33,067	35,269
재보험계약부채	N/A	N/A	-	-	-
투자계약부채	N/A	N/A	3,290	3,353	3,384
기타부채	3,412	2,875	2,811	3,003	3,141
특별계정부채	4,661	3,632	13	12	12
자본총계	4,889	4,076	6,117	6,903	7,781
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	113	113	113	113	113
이익잉여금	3,754	4,181	6,553	7,339	8,217
자본조정	-68	-68	-69	-69	-69
기타포괄손익누계액	547	-693	-524	-524	-524
신종자본증권	498	498	-	-	-

(단위: 십억 원)

주요 지표	2021	2022	2023P	2024F	2025F
수익성 지표					
생명/손보장기 신계약	146	142	151	145	148
보장성	141	132	150	144	147
저축성	5	11	1	1	1
신계약 CSM	N/A	N/A	1,679	1,653	1,621
ROA(%)	0.9	1.1	1.8	2.2	2.3
ROE(%)	9.1	12.5	13.2	15.1	15.0
투자 지표					
EPS(원)	5,590	7,153	10,275	12,532	13,999
BPS(원)	55,999	45,623	78,010	88,036	99,235
P/E(X)	4.1	4.1	3.0	2.6	2.3
P/B(X)	0.4	0.6	0.4	0.4	0.3
DPS(원)	1,480	1,965	2,063	2,500	2,800
배당수익률(%)	6.4	6.7	6.7	7.7	8.7

Company Note
2024. 03. 12

한국철강 (104700)

BUY
TP 9,200원

중기적인 접근 유효

Analyst 박현욱
02-3787-2190 hwpark@hmsec.com

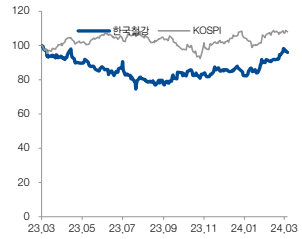
현재주가 (3/11)	7,280원
상승여력	26.4%
시가총액	309십억원
발행주식수	42,450천주
자본금/액면가	46십억원/1,000원
52주 최고가/최저가	7,460원/5,660원
일평균 거래대금 (60일)	십억원
외국인지분율	9.10%
주요주주	KISCO홀딩스 외 6 인 57.13%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	4.4	11.8	21.1
상대주가(%p)	2.9	6.2	16.4

* K-IFRS 개별 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	1,951	1,764	8,600
After	1,581	1,350	9,200
Consensus	1,859	1,861	8,600
Cons. 차이	-15.0%	-27.5%	7.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 24년 1분기 영업이익은 130억원으로 예상되며 당사 추정치는 컨센서스 수준임
- 전방산업 부진으로 올해 영업이익의 감소가 예상되나 실적대비 Valuation 매력이 있고 P/B도 역사적으로 낮은 점을 고려하여 투자의견 BUY 유지. 목표주가 9,200원 제시

주요이슈 및 실적전망

- 23년 4분기 영업이익은 171억원으로 전년동기대비 -43%, 전분기대비 -11% 기록
- 24년 1분기 매출액 2,020억원, 영업이익 130억원으로 영업이익은 전년동기대비 -24%, 전분기대비 -25% 예상
- 실적이 부진할 것으로 예상되는 이유는 1분기 국내 철근 수요가 감소하고 철근과 철스크랩의 spread도 축소될 것으로 전망되기 때문. 1분기 국내 철근 수요는 전년동기대비 14% 감소한 210만톤 수준으로 추정됨
- 주요 전방산업인 24년 주택분양 가구수는 전년 수준 정도로 예상됨에 따라 철근 수요와 시차를 고려하면 올해 국내 철근 수요는 905만톤으로 전년대비 6% 감소하고 동사의 영업이익은 740억원으로 전년대비 14% 감소할 것으로 예상됨

주가전망 및 Valuation

- 올해 상반기 전방산업의 부진으로 상승 모멘텀은 크지 않지만, 저평가 매력이 충분하고 24년 하반기 주택분양 등 선행 지표의 개선이 이뤄지면 동사에 대한 투자심리도 호전될 것으로 기대
- 목표주가는 지속가능한 ROE를 보수적으로 고려하여 적정 P/B를 적용하여 산출

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	887	103	97	115	2,112	흑전	3.7	0.5	NA	13.7	3.2
2022	1,064	121	80	134	1,844	-12.7	3.3	0.3	NA	10.5	4.9
2023P	905	87	67	99	1,581	-14.3	4.2	0.3	NA	8.2	6.1
2024F	871	74	57	86	1,350	-14.6	5.5	0.4	NA	6.6	5.4
2025F	928	87	71	99	1,682	24.5	4.4	0.3	NA	7.8	5.4

*K-IFRS 개별 기준

<표1> 한국철강 2024년 1분기 별도 예상 실적

(단위: 십억원)

	분기실적			증감률		컨센서스	
	1Q23	4Q23P	1Q24F	(YoY)	(QoQ)	1Q24F	대비
매출액	233	216	202	-13%	-7%	200	1%
영업이익	17	17	13	-24%	-25%	13	-2%
세전이익	19	8	20	7%	147%	20	1%
당기순이익	15	4	15	3%	237%	15	3%

자료: 현대차증권

<표2> 한국철강 분기 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	233	252	203	216	202	221	205	243	905	871	928
영업이익	17	33	19	17	13	21	18	23	87	74	87
세전이익	19	40	22	8	20	28	25	3	89	77	96
당기순이익	15	31	17	4	15	21	19	3	67	57	71
영업이익률	7%	13%	10%	8%	6%	10%	9%	9%	10%	9%	9%
세전이익률	8%	16%	11%	4%	10%	13%	12%	1%	10%	9%	10%
순이익률	6%	12%	9%	2%	7%	10%	9%	1%	7%	7%	8%

자료: 현대차증권

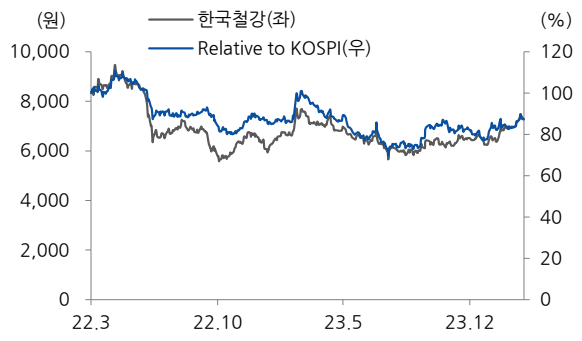
<표3> 한국철강 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 후		변경 전		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	871	928	874	926	0%	0%
영업이익	74	87	86	93	-14%	-6%
세전이익	77	96	97	109	-21%	-12%
당기순이익	57	71	75	84	-24%	-15%

자료: 현대차증권

<그림1> 한국철강 주가 추이



자료: 현대차증권

<그림2> 한국철강 P/B 밴드 추이

자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	887	1,064	905	871	928
증가율 (%)	40.1	20.0	-14.9	-3.8	6.5
매출원가	743	901	778	750	794
매출원가율 (%)	83.8	84.7	86.0	86.1	85.6
매출총이익	144	163	127	121	133
매출이익률 (%)	16.2	15.3	14.0	13.9	14.3
증가율 (%)	54.8	13.2	-22.1	-4.7	9.9
판매관리비	40	42	41	47	46
판관비율(%)	4.5	3.9	4.5	5.4	5.0
EBITDA	115	134	99	86	99
EBITDA 이익률 (%)	13.0	12.6	10.9	9.9	10.7
증가율 (%)	144.7	16.5	-26.1	-13.1	15.1
영업이익	103	121	87	74	87
영업이익률 (%)	11.6	11.4	9.6	8.5	9.4
증가율 (%)	194.3	17.5	-28.1	-14.9	17.6
영업외손익	22	-9	3	2	9
금융수익	4	12	31	31	13
금융비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	18	-21	-28	-29	-4
종속/관계기업관련손익	1	1	0	0	0
세전계속사업이익	127	113	89	77	96
세전계속사업이익률	14.3	10.6	9.8	8.8	10.3
증가율 (%)	3,075.0	-11.0	-21.2	-13.5	24.7
법인세비용	29	33	22	20	24
계속사업이익	97	80	67	57	71
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	97	80	67	57	71
당기순이익률 (%)	10.9	7.5	7.4	6.5	7.7
증가율 (%)	흑전	-17.5	-16.3	-14.9	24.6
지배주주지분 순이익	97	80	67	57	71
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-5	-1	0	0	0
총포괄이익	92	78	67	57	71

(단위: 십억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	612	637	683	744	813
현금성자산	7	21	33	25	32
단기투자자산	325	340	381	426	449
매출채권	116	120	115	129	128
재고자산	80	68	89	100	139
기타유동자산	2	4	2	3	3
비유동자산	297	302	280	275	269
유형자산	273	266	247	241	235
무형자산	0	0	0	0	0
투자자산	17	15	14	15	15
기타비유동자산	7	21	19	19	19
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	909	939	963	1,019	1,082
유동부채	166	130	102	115	121
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	119	41	32	36	38
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	47	89	70	79	83
비유동부채	20	18	14	16	17
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	20	18	14	16	17
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	187	148	117	131	138
지배주주지분	722	791	847	888	944
자본금	46	46	46	46	46
자본잉여금	553	553	553	553	553
자본조정 등	-63	-32	-32	-32	-32
기타포괄이익누계액	1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	186	225	281	322	378
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	722	791	847	888	944

(단위: 십억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	52	36	38	46	40
당기순이익	97	80	67	57	71
유형자산 상각비	12	12	12	12	12
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-71	-85	-23	-11	-31
기타	14	29	-18	-12	-12
투자활동으로인한현금흐름	-44	-13	-14	-39	-17
투자자산의 감소(증가)	-1	1	0	-0	-0
유형자산의 감소	7	9	8	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-12	-6	-6	-6	-6
기타	-38	-17	-16	-33	-11
재무활동으로인한현금흐름	-69	-10	-12	-16	-16
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-9	-10	-12	-16	-16
기타	-60	0	0	0	0
기타현금흐름	-0	-0	0	0	0
현금의증가(감소)	-61	13	13	-8	7
기초현금	68	7	21	33	25
기말현금	7	21	33	25	32

(단위: 원, 배, %)

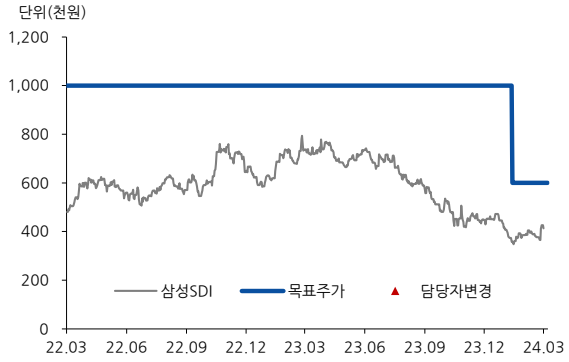
주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	2,112	1,844	1,581	1,350	1,682
EPS(지배순이익 기준)	2,112	1,844	1,581	1,350	1,682
BPS(자본총계 기준)	15,683	18,632	19,942	20,926	22,242
BPS(지배지분 기준)	15,683	18,632	19,942	20,926	22,242
DPS	250	300	400	400	400
P/E(당기순이익 기준)	3.7	3.3	4.2	5.5	4.4
P/E(지배순이익 기준)	3.7	3.3	4.2	5.5	4.4
P/B(자본총계 기준)	0.5	0.3	0.3	0.4	0.3
P/B(지배지분 기준)	0.5	0.3	0.3	0.4	0.3
EV/EBITDA(Reported)	-0.5	-1.4	-2.0	-2.3	-2.3
배당수익률	3.2	4.9	6.1	5.4	5.4
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	-12.7	-14.3	-14.6	24.5
EPS(지배순이익 기준)	흑전	-12.7	-14.3	-14.6	24.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	13.7	10.5	8.2	6.6	7.8
ROE(지배순이익 기준)	13.7	10.5	8.2	6.6	7.8
ROA	10.9	8.6	7.1	5.8	6.8
안정성 (%)					
부채비율	25.8	18.7	13.8	14.7	14.6
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	256,932.0	9,824.4	N/A	N/A	N/A

** K-IFRS 개별 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2021.11.03	BUY	1,000,000	-37.81	-23.70
2022.05.03	AFTER 6M	1,000,000	-38.78	-20.70
2024.01.23	BUY	600,000	-35.94	-29.00
2024.03.12	BUY	600,000		

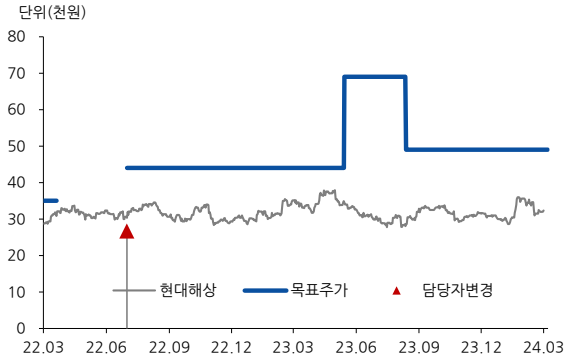
▶ 최근 2년간 삼성SDI 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2021.11.15	BUY	35,000	-23.95	-8.14
2022.07.11	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2022.07.11	BUY	44,000	-29.03	-21.48
2023.01.11	AFTER 6M	44,000	-23.60	-13.86
2023.05.25	BUY	69,000	-55.89	-50.72
2023.08.23	BUY	49,000	-35.49	-26.63
2024.02.23	AFTER 6M	49,000	-34.90	-33.67
2024.03.12	BUY	49,000		

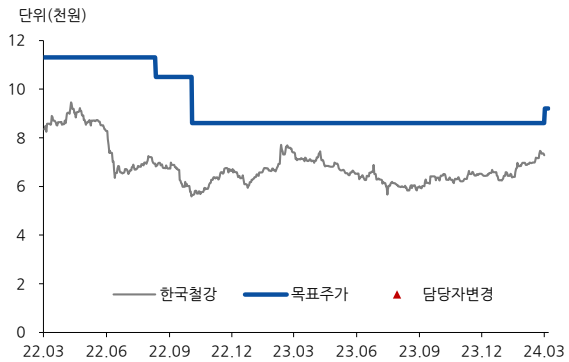
▶ 최근 2년간 현대해상 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2021.11.22	BUY	11,300	-27.06	-16.28
2022.05.22	AFTER 6M	11,300	-35.99	-22.74
2022.08.22	BUY	10,500	-37.68	-33.52
2022.10.14	BUY	8,600	-22.82	-10.35
2023.04.14	AFTER 6M	8,600	-24.80	-13.26
2024.03.12	BUY	9,200		

▶ 최근 2년간 한국철강 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.