Morning Meeting Notes

2024-04-01

내일의 차이 현대차증권

What's Inside
삼성전자(BUY/95,000) 메모리 반도체의 봄이 오고 있다
삼성에스디에스(BUY/200,000) 실적도 AI도 우등생
[퀀트] 2분기 퀀트/글로벌 EMP 전략: 꽃피는 봄이 오면
[투자전략] 2분기 증시: 버블의 가치

New Issue
뉴욕증시, 부활절로 인한 휴장

New Publication
[퀀트] 2분기 퀀트/글로벌 EMP 전략: 꽃피는 봄이 오면(2024-04-01)
[투자전략] 2분기 증시: 버블의 가치(2024-04-01)
[반도체] 대만 반도체 산업 - 파운드리에서 소부장까지(2024-03-28)
[인터넷/게임/미디어] 경주실록(京株實錄) (2024-03-26)
[자산배분] 스타일 전략: 한국형 '밸류업지수'는 무엇을 담을까?(2024-03-22)
[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)

Rating, Target Price Changes

삼성에스디에스	BUY	180,000 원 ▷	BUY	200,000 원	(2024-03-28)
코리안리	BUY	10,000 원 ▷	BUY	11,000 원	(2024-03-28)
성광벤드	BUY	22,000 원 ▷	BUY	16,000 원	(2024-03-26)
한미반도체	BUY	130,000 원 ▷	BUY	200,000 원	(2024-03-25)
우리금융지주	BUY	17,000 원 ▷	BUY	19,000 원	(2024-03-22)
SK하이닉스	BUY	166,000 원 ▷	BUY	185,000 원	(2024-03-20)
LS ELECTRIC	BUY	160,000 원 ▷	BUY	130,000 원	(2024-03-19)
대원제약	BUY	22,000 원 ▷	BUY	26,000 원	(2024-03-13)
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)

외국인 순매수

순매수	금액(백만)
삼성전자	641,267
SK하이닉스	75,755
셀트리온	67,487
하나마이크론	60,343
현대로템	54,538

국내기관 순매수

순매수	금액(백만)
삼성전자	67,660
셀트리온	52,241
SK하이닉스	25,042
삼천당제약	21,758
현대로템	21,189

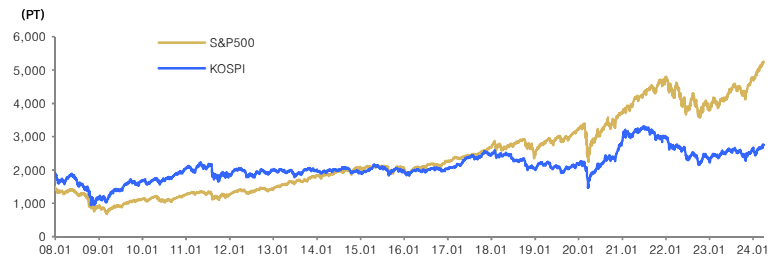
외국인 순매도

순매도	금액(백만)
알테오젠	-27,020
이수페타시스	-22,172
에코프로	-19,088
LG전자	-17,103
KODEX 200선물인버스2X	-16,280

국내기관 순매도

순매도	금액(백만)
현대차	-83,530
LG에너지솔루션	-53,371
삼성SDI	-43,472
한미사이언스	-34,365
삼성물산	-29,405

KOSPI, S&P 추이



국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,746.63	+0.03	+3.95
대형주	2,760.44	+0.20	+4.56
중형주	2,863.07	-1.05	+1.90
소형주	2,329.33	-0.33	+0.63
KOSDAQ	905.50	-0.50	+4.93

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	-4,882	7,823	-2,866
누적순매수(D-20)	-60,589	44,285	11,709

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	226,627	240,212	234,187

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	69.17	-1.58	-6.02
금융	442.26	-1.27	+0.44
운수장비	2,465.47	-1.18	-3.22
유통	381.14	-0.78	-2.09
음식료	3,395.23	-0.46	+0.97
의약품	14,323.19	+0.72	+6.20
전기전자	29,635.47	+1.21	+10.04
철강금속	5,357.54	-0.15	-2.62
화학	4,586.65	-0.81	+0.92
유틸리티	704.09	-0.59	-10.42
통신	397.31	-1.03	-2.15

해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	5,254.35	휴장	+2.28
NASDAQ	16,379.46		+0.64
일본	40,369.44	+0.50	+1.15
중국	3,041.17	+1.01	+0.47
독일	18,492.49	+0.00	+4.27

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.32	+2.90	-6.30
국고채 (10년)	3.41	+3.60	-6.20
은행채AAA (3년)	3.64	+1.60	-13.80
미국국채 (2년)	0.00	-462.30	-453.05
미국국채 (10년)	0.00	-420.10	-418.10

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,347.20	+0.07	+1.18
원/백 엔	890.12	+0.09	+0.38
원/위안	186.58	+0.16	+0.84
달러/유로	1.08	+0.03	-0.41
위안/달러	7.22	-0.08	+0.34
엔/달러	151.35	-0.02	+0.80
Dollar Index	104.50	-0.03	+0.59

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	83.17	+2.24	+4.00
금 (usd/oz)	2,238.40	+1.16	+6.81
BDI	1,821.00	-1.30	-13.74
천연가스(NYMEX)	1.76	+2.62	-3.92

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. 04. 01

삼성전자
(005930)

BUY
TP 95,000원

메모리 반도체의 봄이 오고 있다

Analyst 노근창
02-3787-2301 greg@hmsec.com

RA 윤동욱
02-3787-2365 donguk.youn@hmsec.com

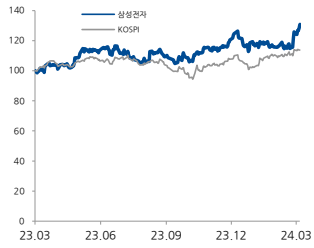
현재주가 (3/29)	82,400원
상승여력	15.3%
시가총액	491,910십억원
발행주식수	5,969,783천주
자본금/액면가	898십억원/100원
52주 최고가/최저가	82,400원/62,300원
일평균 거래대금 (60일)	1,408십억원
외국인지분율	55.18%
주요주주	삼성생명보험 외 16인 20.19%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	12.3	5.0	20.5
상대주가(%p)	8.0	1.5	8.1

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(24F)	EPS(25F)	T/P
Before	5,587	7,218	89,000
After	5,517	6,839	95,000
Consensus	4,329	6,090	95,625
Cons. 차이	27.4%	12.3%	-0.7%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 삼성전자의 6개월 목표주가를 89,000원 (2024년 예상 BPS에 P/B 1.6배 적용)에서 95,000원 (P/B 1.7배 적용, 메모리 업황 개선 반영)으로 상향하며 투자의견 BUY를 유지함. 동사의 **1분기 매출액과 영업이익**은 메모리 반도체 가격 상승에 따른 DS사업부 흑자 전환과 Galaxy S24 판매 호조에 힘입어 QoQ로 각각 8.5%, 102.2% 증가한 **73.5조원과 5.7조원**을 기록할 것으로 예상됨. 사업부별 영업이익은 **DS 0.7조원, SDC 0.35조원, MX/네트워크 3.9조원, VD/가전 0.38조원, Harman 0.18조원**을 기록할 것으로 예상됨. 1분기 DRAM과 NAND Bit Growth는 각각 -14.8%, -3.0%로 계절적 비수기 영향을 받겠지만, 산업 수급 개선에 힘입어 DRAM과 NAND ASP가 각각 QoQ로 16.3%. 21.0% 상승하면서 수익성은 크게 개선될 것으로 보임. 다만, SDC의 경우 아이폰 출하량이 1,2월 누적 YoY로 2.8% 감소하는 가운데 23년 4분기에 아이폰 생산을 예상보다 많이 함에 따라 올해 **1분기 재고조정이 강도 높게 진행되면서 Flexible OLED 출하량이 YoY로 10%대 중후반 감소**할 것으로 보임. 다만, Galaxy S24는 차별화된 AI 기능을 바탕으로 S23 대비 출하량이 증가하면서 MX사업부 매출액은 YoY로 신장이 예상되지만 영업이익은 메모리 반도체 가격 상승에 따른 원가율 상승으로 인해 YoY로 정체될 것으로 보임

주요 이슈 및 실적전망

- 생성형 AI 서비스 확대에 힘입어 GPU/NPU 출하량이 급증하면서 HBM 시장 규모는 2026년까지 고속 성장이 예상됨. 이에 따라 **TSMC의 2026년 연간 CoWoS Capa는 24년 대비 2배 이상 증가한 700K**가 예상됨. **23년 TSMC Capex에 CoWos 비중은 8%, 올해는 10%**까지 상승할 것으로 예상. 또한, AI반도체 초과 수요로 인해 **동사를 필두로 OSAT업체들의 CoWoS Capa도 함께 증가**하면서 HBM 공급업체 수 증가는 필요충분조건으로 변하고 있음. 동사는 **학습과 추론용 HBM3/3E와 추론용 GDDR7까지 공급하면서 AI반도체 업체들의 맞춤 수요를 충족**할 것으로 보임. **한편**, 동사와 Packaging공법이 유사한 Micron이 NVIDIA에 HBM3E 공급에 성공하였다는 점에서 동사의 **NVIDIA향 HBM3E Qualification에 이상 기류는 없을 것으로 보임**. 특히, 4분기부터 동사의 2.5D CoWoS Capa도 신축된다는 점에서 고객내 지위는 상승할 것으로 보임. 한편, 상반기 스마트폰과 PC수요는 부진하지만, **하반기부터 AIPC Promotion이 본격화**될 것으로 보이며, **AI 스마트폰 수요 증가를 감안**할 때 하반기 메모리 반도체 업황도 여전히 양호할 것으로 예상

주가전망 및 Valuation

- HBM3E와 GDDR7등 Premium 제품 수요 증가에 초점을 맞춘 Buy & Hold 전략 유효

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 (%)
2022	302,231	43,377	54,730	82,484	8,969	40.7	6.2	1.1	3.3	17.1	2.6
2023	258,935	6,567	14,473	45,234	2,225	-75.2	35.3	1.5	9.9	4.1	1.8
2024F	311,370	35,270	34,125	67,430	5,517	147.9	14.6	1.5	6.9	9.3	1.8
2025F	362,816	43,544	42,018	80,139	6,839	24.0	11.8	1.3	5.8	10.7	1.8
2026F	381,177	44,238	43,402	85,155	7,071	3.4	11.4	1.2	5.3	10.2	1.8

** K-IFRS 연결 기준*

<표1> 실적 추정 변경사항 (십억원)

		변경 후						변경 전					
		1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024F	2025F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024F	2025F
매출액	DS	22,217	25,351	28,981	32,371	108,921	145,177	22,450	26,493	30,232	34,502	113,677	145,177
	SDC	6,188	6,256	8,815	10,064	31,322	31,754	6,591	6,701	9,154	10,499	32,946	33,616
	MX/NW	33,272	25,984	32,799	28,199	120,253	114,774	32,399	25,907	32,492	28,021	118,819	114,774
	VD/가전	14,279	14,914	14,205	14,884	58,282	57,372	13,936	14,857	14,118	14,819	57,731	57,372
	합계	73,524	71,410	83,892	82,544	311,370	362,816	72,933	72,836	85,042	84,836	315,647	364,746
영업이익	DS	689	2,302	3,726	6,607	13,325	21,647	457	2,138	3,647	6,549	12,791	21,647
	SDC	355	712	1,678	1,941	4,686	5,130	707	901	1,925	2,025	5,562	5,447
	MX/NW	3,927	2,520	3,824	2,534	12,805	12,235	3,802	2,512	3,784	2,516	12,613	12,235
	VD/가전	382	786	721	568	2,457	2,984	595	783	716	566	2,659	2,984
	합계	5,712	6,773	10,861	11,924	35,270	43,544	5,953	6,803.0	10,980	11,927	35,662	43,866
세전이익		6,768	7,358	11,893	12,714	38,733	47,248	6,885	7,665	11,783	12,851	39,184	47,842
지배주주 순이익		5,462	5,938	9,598	13,128	34,125	42,018	5,560	6,190	9,515	13,277	34,541	42,547

자료: 삼성전자, 현대차증권.

<표2> 기본가정

			2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024F
산업수요	Note PC 출하량 증가율 (YoY)		-23.7%	-35.9%	-8.0%	-5.5%	7.2%	-12.5%	2.0%	-2.4%	8.5%	8.2%	4.2%
	스마트폰 출하량 증가율 (YoY)		-11.9%	-14.1%	-8.8%	-0.7%	3.2%	-5.3%	4.9%	0.7%	3.5%	2.3%	2.9%
	Server 출하량 증가율 (YoY)		5.1%	-3.5%	-9.9%	-8.3%	-1.9%	-6.0%	3.5%	2.1%	2.9%	0.0%	2.0%
삼성전자	DS	DRAM Bit Growth	-1.7%	-10.2%	15.1%	10.3%	35.2%	14.0%	-14.8%	2.5%	5.2%	-2.2%	18.4%
		DRAM ASP 변화 (USD,QoQ)	-15.1%	-16.1%	-8.6%	6.2%	11.8%	-45.1%	16.3%	7.3%	12.0%	13.9%	46.6%
		NAND Bit Growth	3.3%	2.5%	5.5%	-1.8%	35.0%	17.1%	-3.0%	10.0%	10.0%	15.0%	42.1%
		NAND ASP 변화 (USD,QoQ)	-16.3%	-18.5%	-8.3%	3.2%	9.0%	-45.7%	21.0%	7.0%	7.0%	2.0%	40.8%
	SDC	OLED 매출액	34,180	6,544	6,415	7,796	9,428	30,183	6,008	6,096	8,645	9,884	30,632
	MX	스마트폰 출하량 (천대)	258,100	60,000	53,000	59,000	53,000	225,000	59,500	53,500	59,885	53,795	228,375
		Tablet PC 출하량 (천대)	30,000	7,000	6,000	6,000	7,000	26,000	6,000	6,060	6,060	7,070	26,260
	VD	LCD TV 출하량 (천대)	38,520	9,037	7,953	8,828	9,711	35,529	8,545	8,351	9,269	10,196	36,361
원/달러 환율			1,292.2	1,276.0	1,315.2	1,311.7	1,320.7	1,305.9	1,330.0	1,320.0	1,315.0	1,290.0	1,297.5

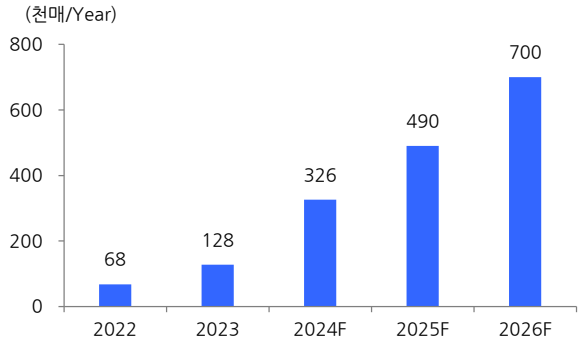
자료: 삼성전자, 현대차증권

<표3> 분기별 실적 전망 (십억원)

		2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024F
매출액	DS	98,460	13,730	14,730	16,440	21,690	66,590	22,217	25,351	28,981	32,371	108,921
	Memory	68,540	8,920	8,970	10,530	15,710	44,130	17,068	19,320	22,654	25,464	84,504
	LSI, Foundry, 기타	29,920	4,810	5,760	5,910	5,980	22,460	5,149	6,032	6,328	6,907	24,416
	SDC	34,380	6,610	6,480	8,220	9,660	30,970	6,188	6,256	8,815	10,064	31,322
	MX/NW	120,820	31,820	25,550	30,000	25,040	112,410	33,272	25,984	32,799	28,199	120,253
	MX(휴대폰, Tab)	115,430	30,740	24,610	29,250	24,030	108,630	32,372	24,997	31,849	27,219	116,436
	VD/가전	60,630	14,080	14,390	13,710	14,260	56,440	14,279	14,914	14,205	14,884	58,282
	VD	33,281	7,430	7,250	7,320	8,380	30,380	7,255	7,565	7,629	8,513	30,961
	Harman	13,220	3,170	3,500	3,800	3,920	14,390	3,403	3,688	4,000	4,020	15,112
	내부조정	-25,279	-5,665	-4,644	-4,765	-6,790	-21,865	-5,835	-4,784	-4,908	-6,994	-22,520
	합계	302,231	63,745	60,006	67,405	67,780	258,935	73,524	71,410	83,892	82,544	311,370
영업이익	DS	23,820	-4,580	-4,360	-3,750	-2,180	-14,870	689	2,302	3,726	6,607	13,325
	Memory	20,547	-4,658	-4,046	-3,456	-1,479	-13,639	1,244	2,797	4,062	6,852	14,955
	LSI, Foundry, 기타	3,273	78	-314	-294	-701	-1,231	-554	-495	-336	-245	-1,631
	SDC	6,842	780	840	1,632	2,010	5,263	355	712	1,678	1,941	4,686
	MX/NW	11,361	3,940	3,040	3,300	2,730	13,010	3,927	2,520	3,824	2,534	12,805
	MX(휴대폰, Tab)	10,826	3,824	2,938	3,264	2,655	12,681	3,855	2,431	3,710	2,446	12,442
	VD/가전	1,353	190	740	381	-52	1,259	382	786	721	568	2,457
	VD	1,139	369	366	204	-20	919	253	375	418	338	1,384
	Harman	880	130	250	450	340	1,170	177	292	488	297	1,254
	합계	43,377	640	669	2,434	2,825	6,567	5,712	6,773	10,861	11,924	35,270
영업이익률	DS	24.2%	-33.4%	-29.6%	-22.8%	-10.1%	-22.3%	3.1%	9.1%	12.9%	20.4%	12.2%
	Memory	30.0%	-52.2%	-45.1%	-32.8%	-9.4%	-30.9%	7.3%	14.5%	17.9%	26.9%	17.7%
	LSI, Foundry, 기타	10.9%	1.6%	-5.4%	-5.0%	-11.7%	-5.5%	-10.8%	-8.2%	-5.3%	-3.5%	-6.7%
	SDC	19.9%	11.8%	13.0%	19.9%	20.8%	17.0%	5.7%	11.4%	19.0%	19.3%	15.0%
	MX/NW	9.4%	12.4%	11.9%	11.0%	10.9%	11.6%	11.8%	9.7%	11.7%	9.0%	10.6%
	MX(휴대폰, Tab)	9.4%	12.4%	11.9%	11.2%	11.0%	11.7%	11.9%	9.7%	11.6%	9.0%	10.7%
	VD/가전	2.2%	1.3%	5.1%	2.8%	-0.4%	2.2%	2.7%	5.3%	5.1%	3.8%	4.2%
	VD	3.4%	5.0%	5.0%	2.8%	-0.2%	3.0%	3.5%	5.0%	5.5%	4.0%	4.5%
	합계	14.4%	1.0%	1.1%	3.6%	4.2%	2.5%	7.8%	9.5%	12.9%	14.4%	11.3%
세전이익		46,440	1,826	1,713	3,943	3,524	11,006	6,768	7,358	11,893	12,714	38,733
법인세		-9,214	252	-11	-1,902	-2,820	-4,481	1,015	1,104	1,784	-1,113	2,789
지배주주 순이익		54,730	1,401	1,547	5,501	6,024	14,473	5,462	5,938	9,598	13,128	34,125

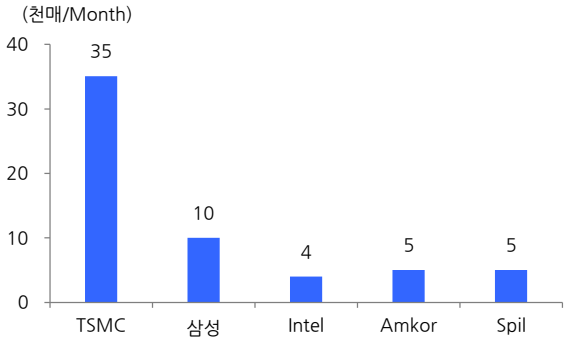
자료: 삼성전자, 현대차증권

<그림1> TSMC CoWoS Capa 추이



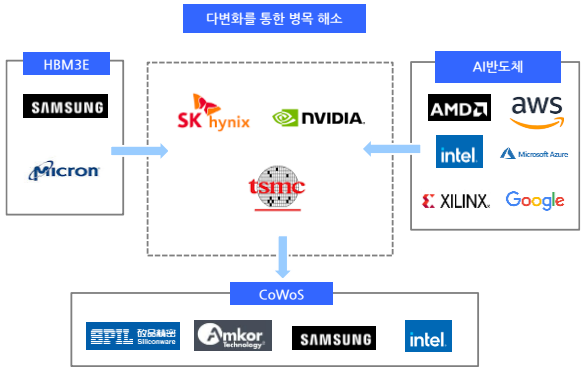
자료: Trend Force

<그림2> 업체별 24년 4분기 CoWoS Capa



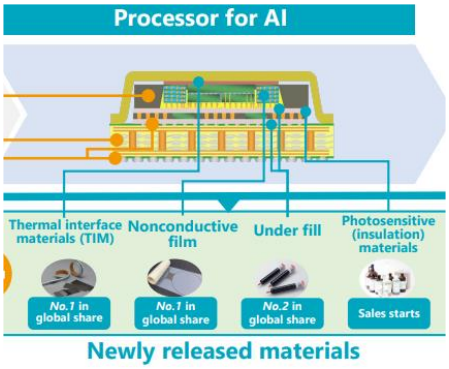
자료: Trend Force, 현대차증권

<그림3> AI 반도체 공급구조 변화



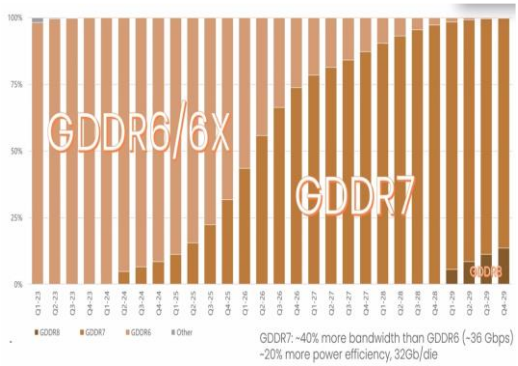
자료: 현대차증권

<그림4> Resonac의 AI 반도체 신소재



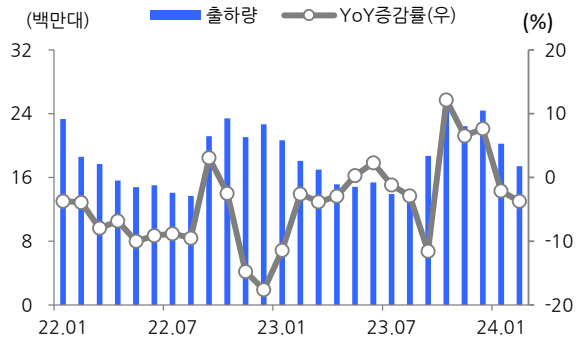
자료: Resonac

<그림5> GDDR6/GDDR7 제품 비중 추이



자료: Tech Insight

<그림6> 아이폰 월별 출하량 추이 (Sell-Out)



자료: Counter Point

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	302,231	258,935	311,370	362,816	381,177
증가율 (%)	8.1	-14.3	20.2	16.5	5.1
매출원가	190,042	180,389	189,109	220,492	222,875
매출원가율 (%)	62.9	69.7	60.7	60.8	58.5
매출총이익	112,190	78,547	122,260	142,325	158,301
매출이익률 (%)	37.1	30.3	39.3	39.2	41.5
증가율 (%)	-0.9	-30.0	55.7	16.4	11.2
판매관리비	68,813	71,980	86,990	98,781	114,063
판관비율(%)	22.8	27.8	27.9	27.2	29.9
EBITDA	82,484	45,234	67,430	80,139	85,155
EBITDA 이익률 (%)	27.3	17.5	21.7	22.1	22.3
증가율 (%)	-4.0	-45.2	49.1	18.8	6.3
영업이익	43,377	6,567	35,270	43,544	44,238
영업이익률 (%)	14.4	2.5	11.3	12.0	11.6
증가율 (%)	-16.0	-84.9	437.1	23.5	1.6
영업외손익	1,973	3,552	3,463	3,704	4,227
금융수익	20,829	16,100	4,829	5,091	5,634
금융비용	19,028	12,646	1,366	1,387	1,408
기타영업외손익	172	97	0	0	0
종속/관계기업관련손익	1,091	888	0	0	0
세전계속사업이익	46,440	11,006	38,733	47,248	48,465
세전계속사업이익률	15.4	4.3	12.4	13.0	12.7
증가율 (%)	-13.0	-76.3	251.9	22.0	2.6
법인세비용	-9,214	-4,481	2,789	2,991	2,751
계속사업이익	55,654	15,487	35,943	44,256	45,714
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	55,654	15,487	35,943	44,256	45,714
당기순이익률 (%)	18.4	6.0	11.5	12.2	12.0
증가율 (%)	39.5	-72.2	132.1	23.1	3.3
지배주주지분 순이익	54,730	14,473	34,125	42,018	43,402
비지배주주지분 순이익	924	1,014	1,818	2,239	2,312
기타포괄이익	4,006	3,350	0	0	0
총포괄이익	59,660	18,837	35,943	44,256	45,714

(단위: 십억원)

재무상태표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	218,471	195,937	217,736	245,630	267,174
현금성자산	49,681	69,081	63,388	65,884	78,364
단기투자자산	65,103	22,691	27,633	32,199	33,829
매출채권	35,722	36,647	44,630	52,004	54,636
재고자산	52,188	51,626	62,871	73,259	76,966
기타유동자산	15,334	15,256	18,579	21,649	22,744
비유동자산	229,954	259,969	282,441	305,748	326,088
유형자산	168,045	187,256	209,229	231,972	253,041
무형자산	20,218	22,742	20,677	18,874	17,300
투자자산	23,696	20,680	23,243	25,611	26,456
기타비유동자산	17,994	29,291	29,291	29,291	29,291
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	448,425	455,906	500,177	551,379	593,262
유동부채	78,345	75,719	90,378	103,919	108,751
단기차입금	5,147	7,115	7,115	7,115	7,115
매입채무	10,645	11,320	13,785	16,063	16,876
유동성장기부채	1,089	1,309	1,309	1,309	1,309
기타유동부채	61,464	55,976	68,169	79,432	83,452
비유동부채	15,330	16,509	19,987	23,201	24,348
사채	536	538	538	538	538
장기차입금	34	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	14,760	15,971	19,450	22,663	23,810
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	93,675	92,228	110,365	127,120	133,099
지배주주지분	345,186	353,234	377,550	409,758	443,350
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
자본조정 등	87	99	99	99	99
기타포괄이익누계액	1,852	1,181	1,181	1,181	1,181
이익잉여금	337,946	346,652	370,968	403,176	436,769
비지배주주지분	9,563	10,444	12,262	14,501	16,813
자본총계	354,750	363,678	389,812	424,259	460,163

(단위: 십억원)

현금흐름표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	62,181	44,137	63,690	76,774	85,176
당기순이익	55,654	15,487	35,943	44,256	45,714
유형자산 상각비	35,952	35,532	30,095	34,792	39,343
무형자산 상각비	3,156	3,134	2,065	1,803	1,574
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-16,999	-5,459	-4,414	-4,077	-1,455
기타	-15,581	-4,557	0	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-31,603	-16,923	-59,574	-64,469	-62,886
투자자산의 감소(증가)	-202	5,460	-2,563	-2,368	-845
유형자산의 감소	218	98	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-49,430	-57,611	-52,068	-57,535	-60,412
기타	17,812	35,130	-4,943	-4,566	-1,629
재무활동으로인한현금흐름	-19,390	-8,593	-9,809	-9,809	-9,809
차입금의 증가(감소)	-8,508	1,933	0	0	0
사채의증가(감소)	28	2	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-9,814	-9,864	-9,809	-9,809	-9,809
기타	-1,095	-664	0	0	0
기타현금흐름	-539	779	0	0	0
현금의증가(감소)	10,649	19,400	-5,693	2,496	12,480
기초현금	39,031	49,681	69,081	63,388	65,884
기말현금	49,681	69,081	63,388	65,884	78,364

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS(당기순이익 기준)	9,123	2,395	5,822	7,214	7,458
EPS(지배순이익 기준)	8,969	2,225	5,517	6,839	7,071
BPS(자본총계 기준)	52,225	53,540	57,387	62,458	67,744
BPS(지배지분 기준)	50,817	52,002	55,582	60,324	65,269
DPS	1,444	1,444	1,444	1,444	1,444
P/E(당기순이익 기준)	6.1	32.8	13.7	11.1	10.7
P/E(지배순이익 기준)	6.2	35.3	14.5	11.7	11.3
P/B(자본총계 기준)	1.1	1.5	1.4	1.3	1.2
P/B(지배지분 기준)	1.1	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA(Reported)	3.3	9.9	6.8	5.7	5.2
배당수익률	2.6	1.8	1.8	1.8	1.8
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	40.7	-73.7	143.1	23.9	3.4
EPS(지배순이익 기준)	40.7	-75.2	147.9	24.0	3.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	16.9	4.3	9.5	10.9	10.3
ROE(지배순이익 기준)	17.1	4.1	9.3	10.7	10.2
ROA	12.7	3.4	7.5	8.4	8.0
안정성 (%)					
부채비율	26.4	25.4	28.3	30.0	28.9
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	56.8	7.1	103.2	127.4	129.4

** K-IFRS 연결기준*

Company Note
2024. 04. 01

삼성에스디에스 (018260)

BUY
TP 200,000원

실적도 AI도 우등생

Analyst 김현용
02-3787-2671 hykim@hmsec.com

RA 윤서영
02-3787-2020 seoyeong.yoon@hmsec.com

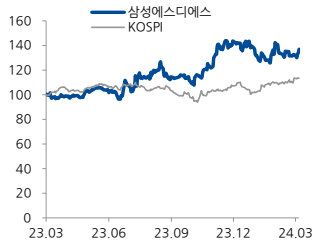
현재주가 (3/29)	163,500원
상승여력	22.3%
시가총액	126,513억원
발행주식수	77,378천주
자본금/액면가	387억원/500원
52주 최고가/최저가	172,000원/115,200원
일평균 거래대금 (60일)	297억원
외국인지분율	18.50%
주요주주	삼성전자 외 8 인 48.94%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	2.4	-3.8	21.0
상대주가(%p)	-1.1	-6.9	8.6

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(24F)	EPS(25F)	T/P
Before	10,018	10,764	200,000
After	9,909	10,764	200,000
Consensus	10,071	11,251	212,286
Cons. 차이	-1.6%	-4.3%	-5.8%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

1 분기 영업이익 YoY +13% 성장한 2,196 억원 예상

-동사 1분기 매출액은 32,786억원(YoY -3.6%), 영업이익 2,196억원(YoY +13.0%)으로 컨센서스 이익에 부합(2% 상회)하는 양호한 실적을 전망함. 매출액이 시장 기대치를 다소 하회하는 이유는 IT서비스의 경우 YoY +7.4% 성장하며 클라우드 전환 효과를 지속할 것으로 예상되나, 물류 매출이 운임 하락 영향으로 YoY -12.0% 감소하는 점에 기인. 영업이익이 13% 성장하는 것은 IT서비스 마진이 AI 선투자에도 10.9%(YoY +0.9%p)로 안정적인 수준을 유지하고, 물류 마진도 일회성 수익 영향으로 2.8%(YoY +0.3%p, 일회성 제외시 1.9%)가 예상되기 때문

브리티 코파일럿 & 페브릭스 매출 하반기 본격화: 올해 클라우드/AI 가 IT 매출 36% 차지

-브리티 코파일럿은 올해 2월 메일, 메신저, 영상회의(자막 생성 및 회의 요약 등) 등 일부 기능에 AI를 접목한 버전으로 출시. 그리고 6월과 9월에 걸쳐 모든 기능을 탑재하는 형태로 점진적 업그레이드 예정. 특히, 6월에는 MS 오피스 및 기업 내부 소프트웨어에서도 브리티 코파일럿을 이용할 수 있도록 준비 중. 3분기부터는 본격적으로 고객군이 확대되며 매출(사용량 기반 과금으로 SaaS 반영) 본격화 기대

-페브릭스는 2분기 정식 출시를 계획 중이며, 현재 캡티브 고객사(구축형 MSP 매출 발생) 및 내부적으로 사용 중. 아울러 일부 관계사 및 대외 고객사에서는 PoC 버전으로 사용 중. 정식 출시 이후에는 고객사 니즈에 맞춤형 솔루션 형태로 사용량 기반 과금 구조를 가져갈 계획

-상기 2개의 B2B 생성형 AI 서비스를 주력으로 하반기부터 AI 매출이 급증할 전망이며, 올해는 보수적으로 약 1,200억원 매출을 예상함

5.5조원의 순현금으로 M&A 의지는 그 어느 때보다 강해

-작년말 기준 보유한 5.5조원의 순현금은 M&A 및 CAPEX 등 성장을 위한 투자에 우선적으로 집행할 계획. 이익의 80% 이상을 견인하는 IT서비스 부문 내에서 클라우드/AI 매출 비중은 올해 36%, 내년 42%로 늘어날 전망. 투자의견 매수, 목표주가 20만원(Target P/E 20배) 유지

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	172,347	9,161	10,997	14,282	14,213	79.9	8.7	1.2	3.4	14.2	2.6
2023	132,768	8,082	6,934	14,208	8,962	-36.9	19.0	1.5	5.8	8.2	1.6
2024F	139,682	9,137	7,667	14,144	9,909	10.6	16.5	1.4	4.7	8.6	1.8
2025F	148,600	9,862	8,329	13,259	10,764	8.6	15.2	1.3	4.3	8.8	2.0
2026F	156,598	10,437	8,971	12,749	11,594	7.7	14.1	1.2	3.7	8.8	2.0

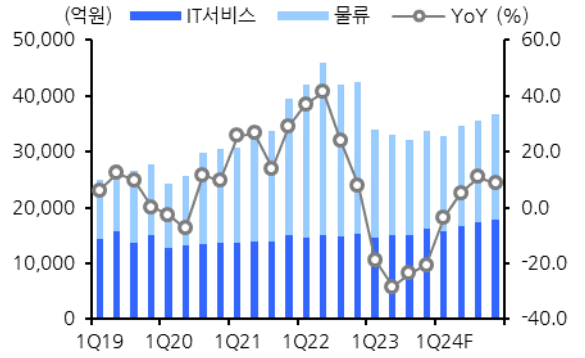
** K-IFRS 연결 기준*

〈표1〉 삼성에스디에스 실적전망 테이블 (단위: 억원, %)

항목	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023	2024F
매출액	41,914	45,952	41,981	42,500	34,009	32,908	32,081	33,771	32,786	34,632	35,584	36,680	136,300	172,347	132,768	139,682
IT서비스	14,525	15,109	14,871	15,177	14,699	15,107	15,093	16,160	15,784	16,627	17,324	17,786	56,372	59,682	61,059	67,521
SI	4,100	4,083	3,516	3,140	2,870	2,888	2,760	2,997	2,814	2,959	3,250	3,089	16,413	14,839	11,515	12,112
ITO	7,935	8,299	8,363	8,619	7,730	7,774	7,626	7,607	7,561	7,976	7,855	7,713	31,246	33,216	30,737	31,105
클라우드	2,490	2,727	2,992	3,418	4,099	4,445	4,707	5,556	5,409	5,692	6,219	6,984	8,713	11,627	18,807	24,304
물류	27,390	30,843	27,110	27,323	19,310	17,801	16,988	17,611	17,002	18,005	18,260	18,894	79,928	112,666	71,710	72,161
매출액	36.9	41.4	24.2	8.0	-18.9	-28.4	-23.6	-20.5	-3.6	5.2	10.9	8.6	23.7	26.4	-23.0	5.2
IT서비스	6.1	8.5	7.8	1.3	1.2	0.0	1.5	6.5	7.4	10.1	14.8	10.1	6.1	5.9	2.3	10.6
SI	-1.1	1.7	-8.1	-29.1	-30.0	-29.3	-21.5	-4.6	-2.0	2.5	17.8	3.1	19.6	-9.6	-22.4	5.2
ITO	7.4	6.9	7.6	3.6	-2.6	-6.3	-8.8	-11.7	-2.2	2.6	3.0	1.4	n/a	6.3	-7.5	1.2
클라우드	16.0	27.3	36.2	53.3	64.6	63.0	57.3	62.6	32.0	28.1	32.1	25.7	n/a	33.4	61.8	29.2
물류	61.8	65.9	35.4	12.0	-29.5	-42.3	-37.3	-35.5	-12.0	1.1	7.5	7.3	40.2	41.0	-36.4	0.6
영업이익	2,735	2,701	1,850	1,875	1,943	2,064	1,930	2,145	2,196	2,174	2,324	2,443	8,081	9,161	8,082	9,137
IT서비스	2,089	1,723	1,197	1,306	1,467	1,687	1,674	1,872	1,720	1,796	1,940	2,028	6,640	6,315	6,700	7,484
물류	646	977	653	569	476	377	256	273	476	378	383	416	1,441	2,845	1,382	1,653
OPM(%)	6.5	5.9	4.4	4.4	5.7	6.3	6.0	6.4	6.7	6.3	6.5	6.7	5.9	5.3	6.1	6.5
IT서비스	14.4	11.4	8.0	8.6	10.0	11.2	11.1	11.6	10.9	10.8	11.2	11.4	11.8	10.6	11.0	11.1
물류	2.4	3.2	2.4	2.1	2.5	2.1	1.5	1.6	2.8	2.1	2.1	2.2	1.8	2.5	1.9	2.3
매출액	41,914	45,952	41,981	42,500	34,009	32,908	32,081	33,771	32,786	34,632	35,584	36,680	136,300	172,347	132,768	139,682
매출총이익	4,910	5,181	4,472	4,443	4,400	4,434	4,420	4,706	4,757	4,639	4,921	5,109	16,832	19,006	17,961	19,425
GPM(%)	11.7	11.3	10.7	10.5	12.9	13.5	13.8	13.9	14.5	13.4	13.8	13.9	12.3	11.0	13.5	13.9
판관비	2,175	2,480	2,622	2,568	2,457	2,370	2,490	2,561	2,560	2,465	2,597	2,666	8,751	9,845	9,878	10,288
영업이익	2,735	2,701	1,850	1,875	1,943	2,064	1,930	2,145	2,196	2,174	2,324	2,443	8,081	9,161	8,082	9,137
OPM(%)	6.5	5.9	4.4	4.4	5.7	6.3	6.0	6.4	6.7	6.3	6.5	6.7	5.9	5.3	6.1	6.5
영업외손익	200	434	1,530	-4	898	327	499	48	418	440	451	463	494	2,160	1,772	1,772
세전이익	2,935	3,135	3,380	1,871	2,841	2,391	2,429	2,193	2,614	2,614	2,775	2,906	8,575	11,321	9,854	10,909
법인세비용	891	409	-627	-652	758	686	663	733	759	679	804	853	2,241	21	2,840	3,095
당기순이익	2,044	2,726	4,007	2,523	2,083	1,705	1,766	1,460	1,855	1,935	1,971	2,053	6,334	11,300	7,013	7,814
NIM(%)	4.9	5.9	9.5	5.9	6.1	5.2	5.5	4.3	5.7	5.6	5.5	5.6	4.6	6.6	5.3	5.6
지배주주순이익	1,976	2,671	3,911	2,439	2,025	1,726	1,764	1,419	1,827	1,896	1,932	2,012	6,112	10,997	6,933	7,667
매출액													136,300	172,347	132,768	139,682
IT서비스													56,372	59,682	61,059	67,521
캡티브													45,372	44,682	48,059	51,521
대외													11,000	15,000	13,000	16,000
물류													79,928	112,666	71,710	72,161
캡티브													65,428	92,666	56,710	56,161
대외													14,500	20,000	15,000	16,000
대외매출													25,500	35,000	28,000	32,000
IT서비스													11,000	15,000	13,000	16,000
물류													14,500	20,000	15,000	16,000
대외비중(%)													18.7	20.3	21.1	22.9
IT서비스													19.5	25.1	21.3	23.7
물류													18.1	17.8	20.9	22.2

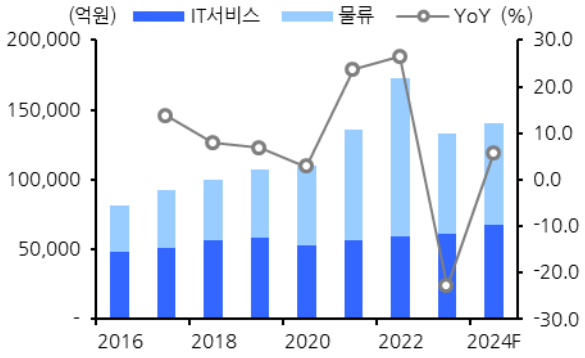
자료 : 삼성에스디에스, 현대차증권

<그림1> 분기별 매출액 & YoY 전망



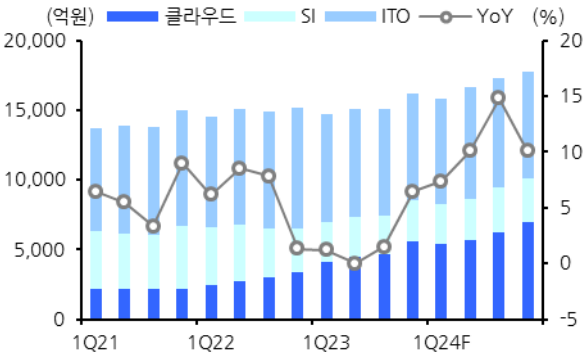
자료 : 삼성에스디에스, 현대차증권

<그림2> 연간 매출액 & YoY 전망



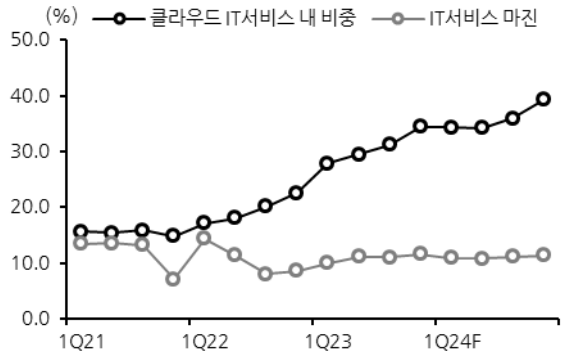
자료 : 삼성에스디에스, 현대차증권

<그림3> IT서비스 매출액 & YoY 전망



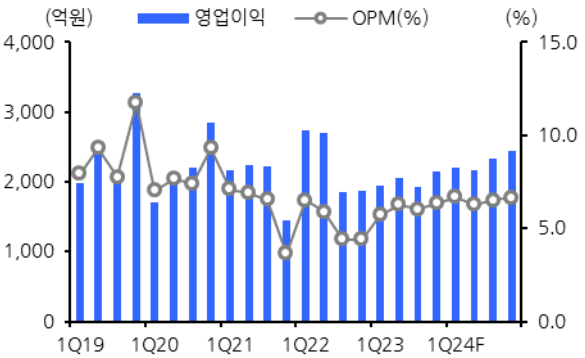
자료 : 삼성에스디에스, 현대차증권

<그림4> IT서비스 클라우드 비중 & OPM 전망



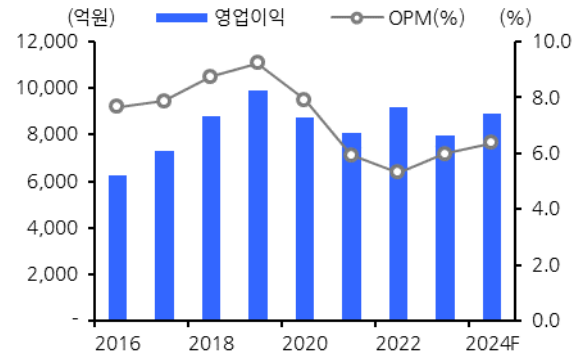
자료 : 삼성에스디에스, 현대차증권

<그림5> 분기별 영업이익 & OPM 전망



자료 : 삼성에스디에스, 현대차증권

<그림6> 연간 영업이익 & OPM 전망



자료 : 삼성에스디에스, 현대차증권

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**172,347**	**132,768**	**139,682**	**148,600**	**156,598**
증가율 (%)	26.4	-23.0	5.2	6.4	5.4
매출원가	**153,342**	**114,807**	**120,257**	**127,901**	**134,785**
매출원가율 (%)	89.0	86.5	86.1	86.1	86.1
매출총이익	**19,006**	**17,961**	**19,425**	**20,699**	**21,813**
매출이익률 (%)	11.0	13.5	13.9	13.9	13.9
증가율 (%)	12.9	-5.5	8.2	6.6	5.4
판매관리비	**9,845**	**9,879**	**10,288**	**10,837**	**11,376**
판관비율(%)	5.7	7.4	7.4	7.3	7.3
EBITDA	**14,282**	**14,208**	**14,144**	**13,259**	**12,749**
EBITDA 이익률 (%)	8.3	10.7	10.1	8.9	8.1
증가율 (%)	14.2	-0.5	-0.5	-6.3	-3.8
영업이익	**9,161**	**8,082**	**9,137**	**9,862**	**10,437**
영업이익률 (%)	5.3	6.1	6.5	6.6	6.7
증가율 (%)	13.4	-11.8	13.1	7.9	5.8
영업외손익	**2,091**	**1,709**	**1,736**	**2,023**	**2,369**
금융수익	3,146	2,865	2,049	2,397	2,744
금융비용	2,066	1,390	408	374	374
기타영업외손익	1,011	234	95	0	0
종속/관계기업관련손익	69	64	36	0	0
세전계속사업이익	**11,321**	**9,855**	**10,909**	**11,885**	**12,806**
세전계속사업이익률	6.6	7.4	7.8	8.0	8.2
증가율 (%)	32.0	-12.9	10.7	8.9	7.8
법인세비용	21	2,842	3,095	3,386	3,652
계속사업이익	11,300	7,013	7,814	8,499	9,155
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**11,300**	**7,013**	**7,814**	**8,499**	**9,155**
당기순이익률 (%)	6.6	5.3	5.6	5.7	5.8
증가율 (%)	78.4	-37.9	11.4	8.8	7.7
지배주주지분 순이익	10,997	6,934	7,667	8,329	8,971
비지배주주지분 순이익	303	79	147	170	183
기타포괄이익	816	-139	0	0	0
총포괄이익	12,116	6,874	7,814	8,499	9,155

(단위: 억원)

재무상태표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	**80,058**	**81,603**	**94,940**	**105,952**	**118,647**
현금성자산	13,921	17,877	25,210	33,173	38,003
단기투자자산	36,374	37,035	40,739	42,521	47,116
매출채권	16,515	14,824	16,102	16,806	18,622
재고자산	409	235	256	267	296
기타유동자산	12,838	11,631	12,633	13,186	14,610
비유동자산	**39,467**	**41,607**	**36,697**	**33,352**	**31,176**
유형자산	15,204	16,544	11,631	8,321	6,092
무형자산	7,127	8,189	8,095	8,007	7,925
투자자산	1,528	1,447	1,543	1,596	1,732
기타비유동자산	15,607	15,427	15,427	15,427	15,427
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	**119,524**	**123,210**	**131,636**	**139,304**	**149,823**
유동부채	**24,933**	**23,919**	**25,797**	**26,833**	**29,505**
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	6,762	6,926	7,523	7,852	8,701
유동성장기부채	1,928	2,113	2,113	2,113	2,113
기타유동부채	16,243	14,879	16,161	16,868	18,691
비유동부채	**9,921**	**9,536**	**10,357**	**10,811**	**11,979**
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	9,921	9,536	10,357	10,811	11,979
기타금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**34,855**	**33,455**	**36,155**	**37,644**	**41,483**
지배주주지분	82,232	86,580	92,159	98,168	104,664
자본금	387	387	387	387	387
자본잉여금	12,975	12,975	12,975	12,975	12,975
자본조정 등	788	788	788	788	788
기타포괄이익누계액	-1,927	-2,038	-2,038	-2,038	-2,038
이익잉여금	70,010	74,469	80,047	86,056	92,552
비지배주주지분	**2,438**	**3,176**	**3,323**	**3,493**	**3,676**
자본총계	**84,670**	**89,756**	**95,482**	**101,660**	**108,340**

(단위:억원)

현금흐름표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	**12,898**	**14,608**	**13,185**	**12,118**	**12,037**
당기순이익	11,300	7,013	7,814	8,499	9,155
유형자산 상각비	4,616	5,637	4,913	3,310	2,229
무형자산 상각비	506	488	93	88	83
외환손익	-182	-49	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-995	-1,061	401	221	570
기타	-2,346	2,579	-36	0	0
투자활동으로인한현금흐름	**-6,454**	**-6,221**	**-3,763**	**-1,835**	**-4,731**
투자자산의 감소(증가)	327	171	-60	-53	-136
유형자산의 감소	51	53	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-5,919	-4,507	0	0	0
기타	-913	-1,938	-3,704	-1,782	-4,595
재무활동으로인한현금흐름	**-3,555**	**-4,626**	**-2,088**	**-2,321**	**-2,475**
차입금의 증가(감소)	-5	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-1,883	-2,508	-2,088	-2,321	-2,475
기타	-1,668	-2,119	0	0	0
기타현금흐름	**224**	**195**	**0**	**0**	**0**
현금의증가(감소)	**3,112**	**3,956**	**7,334**	**7,962**	**4,830**
기초현금	10,809	13,921	17,877	25,210	33,173
기말현금	13,921	17,877	25,210	33,173	38,003

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS(당기순이익 기준)	14,604	9,064	10,099	10,984	11,831
EPS(지배순이익 기준)	14,213	8,962	9,909	10,764	11,594
BPS(자본총계 기준)	109,424	115,997	123,397	131,382	140,014
BPS(지배지분 기준)	106,273	111,893	119,103	126,868	135,263
DPS	3,200	2,700	3,000	3,200	3,200
P/E(당기순이익 기준)	8.4	18.8	16.2	14.9	13.8
P/E(지배순이익 기준)	8.7	19.0	16.5	15.2	14.1
P/B(자본총계 기준)	1.1	1.5	1.3	1.2	1.2
P/B(지배지분 기준)	1.2	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA(Reported)	3.4	5.8	4.7	4.3	3.7
배당수익률	2.6	1.6	1.8	2.0	2.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	78.4	-37.9	11.4	8.8	7.7
EPS(지배순이익 기준)	79.9	-36.9	10.6	8.6	7.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	14.2	8.0	8.4	8.6	8.7
ROE(지배순이익 기준)	14.2	8.2	8.6	8.8	8.8
ROA	10.1	5.8	6.1	6.3	6.3
안정성 (%)					
부채비율	41.2	37.3	37.9	37.0	38.3
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	31.8	21.2	24.4	26.4	27.9

** K-IFRS 연결기준*

HYUNDAI
MOTOR GROUP

2024.04.01

2분기 퀀트/글로벌 EMP 전략:

꽃피는 봄이 오면

퀀트/글로벌 ETF 이창환
02-3787-2278
ch.lee@hmsec.com

내일의 차이
현대차증권

Contents

1. 미국 및 한국 증시 기술적 지표 점검 10

2. 3월 점도표상 연내 3회 인하가 주는 시사점은? 18

3. 2024년 2분기 주요국 이익 투자매력도 변화 34

4. 2024년 2분기 주요국 이익 지표 상위 섹터 42

5. 2024년 및 1분기 한국 실적전망: 회복과 성장 사이 46

6. 4월 기술적 업종 전략 및 1분기 실적시즌 투자유망주 제안 56

7. 2024년 2분기 원유, 금속의 투자매력도가 양호할 전망 60

8. 2024년 2분기 글로벌 & 미국 섹터 EMP 제안 64

[Appendix] 72

Executive Summary

1. 2024년 2분기 퀀트/글로벌 EMP 전략: “꽃피는 봄이 오면”

1분기 주요국 증시는 전반적으로 상승. 미국과 한국 증시 모두 기술적 과매수권에 근접했으나, 상승 룸을 확보하며 상승 시그널 발생

3월 FOMC에서 2024년 3회 인하를 유지했고, 금리 인하 전 QT 테이퍼링 시사. 수정경제전망에서 2024년 GDP 성장률을 +2.1%로 상향 조정하며 미국 경기 연착륙 경로는 유효한 것으로 판단됨. 높은 금리가 오랜기간 지속되며 미국 소비지표가 일정 부분 둔화할 수 있으나, 그동안 침체되어 있던 제조업 지표가 반등하며 이를 상쇄시킬 것. 중간재를 수출하는 한국, 대만 등 신흥국 수출지표가 적어도 올해 상반기까지 반등 추세를 유지할 것이기 때문에 시차를 두고 2분기 이후 미국 제조업 지표 역시 반등 국면에 진입할 가능성이 높음. 단기금리가 올해 정책금리 인하 분을 선반영하고 있기 때문에 인하 시작 전까지 추가 하락은 제한될 것으로 판단되고, Core PCE 역시 소폭 상향 조정됐던 만큼 10년 금리 역시 추가 하락을 당분간 기대하기 힘들 것. 일드 커브 역시 역전된 상태가 유지될 가능성이 높아 보임. 다만, 10년 금리 기준으로 4.3~4.4% 수준이 고점일 가능성이 높기 때문에 비중 확대 전략이 유효할 전망. 달러화 역시 중장기 방향성은 약세이나, 당분간 좁은 구간에서 등락할 전망. 한편, 2분기 원자재 시장은 원유, 금속의 투자매력도가 양호할 전망

올해 주요국 전반적으로 EPS가 증가할 것으로 전망되기 때문에 향후 이익 모멘텀의 방향성은 긍정적이라 판단함. 한국의 2024년, 12개월 선행 EPS 증가율이 1개월 전과 비교해 크게 상향 조정됐는데, 이는 2023년 실적의 감소폭이 더욱 커지면서 기저 효과가 더 크게 나타났기 때문. 현 시점의 펀더멘탈 지표와 향후 진행 방향을 고려했을 때, 2분기 투자매력도는 신흥국이 선진국보다 높게 나타남. 한국 등 신흥국 제조업 가동률 반등 → 재고순환지표 개선 → 기업실적 회복/성장이 올해 2~3분기까지 나타나는 상황으로 신흥국 펀더멘탈 지표의 개선이 크게 나타남. 미국 금리인하 시작 전까지 환율 흐름 역시 이를 뒷받침 해줄 것으로 판단됨. 신흥국 내에서는 한국, 대만, 중국의 투자매력도가 높고, 선진국은 일본과 미국이 높음. 주요국 섹터별로는 경기소비재, IT, 커뮤니케이션의 이익 지표가 높게 계산됨

2024년 한국 기업실적은 회복과 성장국면 사이에 위치할 것으로 전망함. 통상 매출(Q)과 마진(P)이 모두 증가하면 성장 국면에 진입한다고 볼 수 있으나, 물가 상승분을 반영한 이익 지표의 레벨이 과거 성장국면(2009~2010, 2017, 2021년) 대비 낮기 때문에 실적 성장 국면에 진입했다고 하기에는 다소 한계가 있다고 판단됨. 이는 결국 Q의 성장이 아닌 P의 개선에 따른 결과이기 때문. 12개월 선행 ROE 역시 이익 증가율을 감안할 때, 2024년 10% 수준까지 상승할 것으로 판단되나, 그 이상을 기대하기 쉽지 않고, 2024년 실적 전망치 기준으로는 8.5% 수준이기 때문에 과거 성장국면과 동일 선상에서 평가하기에 한계가 있음. 한편, 4월부터 시작되는 1분기 실적은 서프라이즈가 나올 확률이 높다고 판단되고, 2023년 1분기부터 이어진 계단식 실적 회복이 올해 3분기까지 이어질 것으로 전망함

결론적으로 주식의 투자매력도가 양호하기 때문에 비중을 유지하고, 금리 인하를 앞두고 있는 만큼 채권의 비중을 상향 조정. 대체투자(원자재) 비중 하향 조정

2. 2024년 2분기 퀀트/글로벌 ETF 투자유망주 제안

2분기 글로벌 EMP(주식 60%(DM Cap 70%, EM Cap 30%), 채권 30%, 대체투자 10%) : 선진국(미국, 일본) < 신흥국(한국, 대만, 중국)

2분기 미국 스타일 & 섹터 EMP(스타일 20%, 섹터 80%): 스타일(성장), 섹터(금융 > IT > 필수소비재 > 유틸리티 순)

4월 기술적 업종 비중 확대 전략(실적 기대, 수급 밴드 하단): 자동차, 은행, 증권, 보험, 상사 · 자본재, 화학, 에너지, 유틸리티

1분기 실적시즌 투자유망주 제안: 삼성전자, 삼성바이오로직스, 현대로템, CJ대한통운, 휴젤, 덴티움, 대주전자재료, 아프리카TV, 파라다이스, 덕산네오룩스 등

HYUNDAI
MOTOR GROUP

2024.04

2분기 증시:
버블의 가치

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

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

내일의 차이
현대차증권

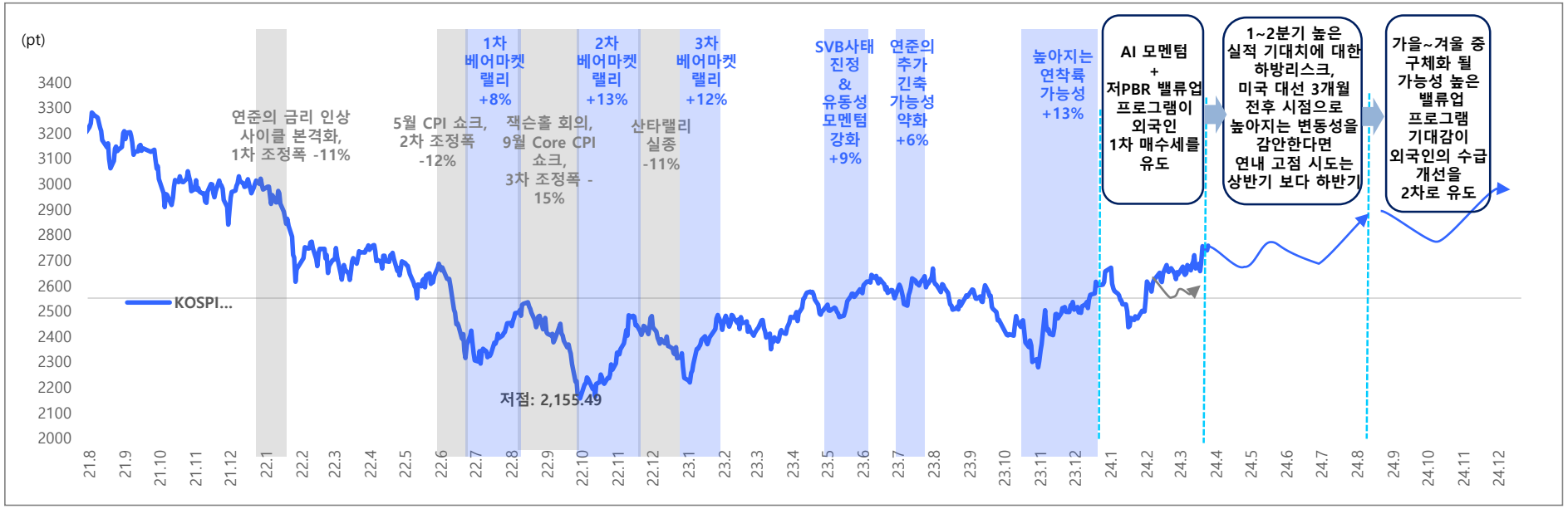
Contents

Summary	3
Part 1. 걱정 3가지: 인플레이션, 버블, 그리고 달러	5
Part 2. KOSPI, 전무후무한 외국인 매수세	24
Part 3. 전략: 저평가 발굴	38
Appendix Style Chartbook	55

2분기 KOSPI Band: 2,580~2,900pt

기회 요인	〉AI 기반으로 한 실적, 밸류업 프로그램 기대감에 유입되는 스마트머니는 원화 저평가 해소구간과 맞물려 추후 KOSPI 리레이팅을 유도하는 재료 〉달러 환산으로 비교했을 때, 2016-17년도 IT 턴어라운드 사이클 구간 대비 절대적 레벨이 낮은 KOSPI
리스크 요인	〉2분기 중 연준의 보험성 금리 인하 연속성 저하, 그에 따른 멀티플 확장이 제한되는 고밸류 기업들 〉1~2분기 높은 실적 기대치에 대한 하방리스크가 존재한다면, 연내 고점 시도는 상반기 보다 하반기
Overweight	**Idea: 오늘이 가장 저렴한 통화와 증시, 그리고 기업을 찾는 외국인** **1) TSMC 보다는 삼성전자, 도요타보다는 현대차** **2) 인플레이션 리스크 헷지 역할을 하는 소재(에너지/비철/상사)** **3) 일본 증시 저평가 해소를 주도하는 S7(사무라이 7), KOSPI를 매력적으로 만들어주는 한국의 K7은?**

KOSPI , 2분기 중 기간조정 발생 시 매수 기회로 활용



주: 3월 29일 기준, 회색 선은 기존 증시 전망 경로
자료: Bloomberg, 현대차증권

Summary

★ 1. 인플레이션에 대한 걱정: 인플레이션이 2%를 상회해도 연착륙 가능했던 95년, 생산성 혁신을 조기에 파악한 그린스펀

› 경제지표 상에서도 나타나듯이, 여전히 미국 경기는 양호합니다. 그러나 파월의장은 단순히 드러나는 경제지표 보다 현재 진행 중일 수도 있는 생산성 혁신에 보다 초점을 맞추고 있습니다. 이는 연착륙을 가장 완벽하게 도모했다고 평가받는 그린스펀 전 의장을 생각나게 합니다. 그린스펀 의장은 인터넷 혁명의 생산성 혁신을 조기에 파악하고, 비용 유발 인플레이션 가능성이 제한적이라는 점을 확신해 보험성 금리 인하를 단행하였습니다.

★ 2. 버블이 꺼질 걱정 : 결국 버블이 꺼진 뒤 매겨지는 실질적 가치에 대한 평가

› 보험성 금리 인하 가능성이 여전하다면, 증시의 하단은 견고할 것입니다. 그렇다면 시장의 다음 걱정은 너무 높아진 가격일 것입니다. 일반적으로 시장 참가자들은 특정 자산가격이 실질적인 가치를 초과하면 버블이 발생한다고 인식합니다. 그러나 실제로 버블 상태를 판단하는 것은 매우 복잡한 과정입니다. 평가의 잣대의 기준점이 되는 '실질적 가치'에 대한 평가는 결국 버블이 꺼진 뒤 사후적으로 이뤄지기 때문입니다.

› 다만 버블의 고점인지 아닌지는 유동성과 수급이라는 도구를 활용해 어느 정도 파악이 가능합니다. 정부의 정책과 개인들의 투기적 행동이 버블을 부풀리는데 기여를 하게 되는데, 현재 아직 그런 시그널은 보이지 않습니다.

★ 3. 달러가 꺾이지 않을 걱정 : 95년과 지금, 중요한 엔화

› 물론 버블의 씨앗을 잉태한 미국은 좋아도, 다른 국가들은 걱정이 이만저만이 아닙니다. 보험성 금리 인하 가능성을 시사했지만, 달러가 좀처럼 내려오지 않고 있습니다. 일각에서는 달러 강세가 점점 심화되며 결국 97년 외환위기와 유사한 이벤트가 발생하지 않을까 우려합니다. 다만 그 때와 지금은 다른 점이 많습니다. 가장 중요한 건 일본 통화정책의 방향성입니다. 당시는 플라자합의 이후 수출 경쟁력이 약화되었던 일본의 완화적인 통화정책이 달러에 대한 수요를 자극했던 시기였습니다. 그러나 현재 BOJ는 17년만에 통화정책 정상화를 시사하였습니다.

★ 4. 걱정이 현실화되지 않는다면, 아시아를 찾는 외국인의 전략은 저평가 발굴: 연내 KOSPI Target point 3,000pt로 상향조정

› 한편 연준의 보험성 금리 인하로 달러 외 통화 가치가 재평가를 받는 구간이라면, 외국인들은 오늘이 가장 저렴한 아시아 증시와 기업을 찾을 가능성이 높습니다. 1. 원화의 실질실효환율은 상대적으로 저평가되어있습니다. 2. KOSPI의 절대적인 레벨은 달러 환산 기준으로 볼 때 아직 2016-17년 IT 사이클 구간 대비 낮습니다.

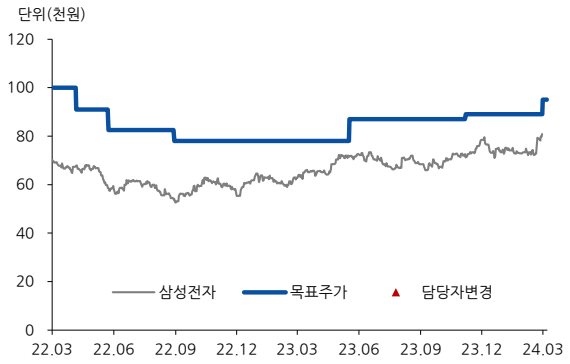
› KOSPI 연간 밴드를 상향조정합니다. 작년 연간전망 상단은 2,800pt 였지만, 이는 AI 내러티브의 지속성과 밸류업 프로그램에 대한 기대감을 반영하지 않은 수치였습니다. 일본 TOPIX는 2010년 이후 평균 밸류에이션 +1SD 상단에 근접했던 16배 수준까지 리레이팅 되었습니다. 23년 일본 증시와 유사한 전략으로 외국인이 KOSPI를 찾고 있다는 가정 아래, KOSPI도 2010년도 이후 평균 밸류에이션 +1SD 상단까지 밸류에이션 달성 가능성이 높다면, 3,000pt까지 달성 가능하다고 생각합니다.

› 2분기 전략은 저렴한 가격에 초점을 맞춥니다. TSMC보다는 삼성전자, 도요타보다는 현대차, 그리고 인플레이션 헷지 기능을 하는 소재업종도 담아가기 좋은 시기라고 생각합니다.

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2021.10.05	BUY	100,000	-26.60	-19.50
2022.04.05	AFTER 6M	100,000	-32.88	-31.30
2022.05.04	BUY	91,000	-28.26	-25.16
2022.06.21	BUY	82,500	-28.70	-24.97
2022.09.27	BUY	78,000	-23.20	-17.18
2023.03.27	AFTER 6M	78,000	-14.57	-7.31
2023.06.15	BUY	87,000	-19.57	-15.63
2023.12.05	BUY	89,000	-16.36	-9.21
2024.04.01	BUY	95,000		

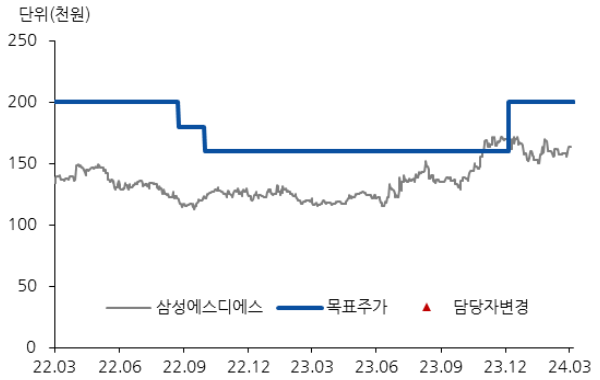
▶ 최근 2년간 삼성전자 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.03.28	BUY	200,000	-32.16	-25.50
2022.09.21	BUY	180,000	-34.66	-31.67
2022.10.28	BUY	160,000	-22.73	-17.44
2023.04.28	AFTER 6M	160,000	-14.38	7.50
2024.01.03	BUY	200,000		

▶ 최근 2년간 삼성에스디에스 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.