# Morning Meeting Notes

2024-07-03

내일의 차이 현대차증권

**What's Inside**
LG에너지솔루션(BUY/540,000) 하반기 점진적 개선을 기대하는 이유
삼성E&A(BUY/36,000) 2Q24 Preview: 도약을 위한 웅크림
테크윙(BUY,100,000) 더 라스트 맨 스탠딩
[자산배분] 글로벌 자산배분 동향 : 2024년 상반기 국내 및 해외 연기금의 투자성과는?

**New Issue**
뉴욕증시, 파월 Fed 의장의 비둘기파적 발언에 상승. 테슬라 10% 넘게 급등... 나스닥 0.84%↑
뉴욕채권, 파월 의장 디스인플레이션 시사 발언... 美 국채 가격 사흘만에 상승세
국제유가, 장 초반 상승했으나 차익 실현 매물 출회로 하락 전환... WTI 0.68%↓

**New Publication**
[스몰캡] The Coming Big Wave: 미국 학회 참석을 통해 본 반도체 변화의 물결(2024-07-01)
[중국 주식] 중국제조2025, Y-1 Review(2) - 중국제조2035의 시작(2024-06-28)
[반도체] 대만 COMPUTEX 및 기업 방문 후기: 대만 반도체 생태계 존재감 급상승(2024-06-14)
[경제/크레딧] 2024년 하반기 경제크레딧 전망 - Falling Slowly(2024-06-05)
[에너지/화학] AI, 이번에는 에너지다.(2024-06-04)
[투자전략/시황] 6월 증시: 정중동(2024-06-04)
[음식료/화장품] 2024년 하반기 산업 전망 - 2024 하반기에도, 거세게 커져가 Ah Oh Ay!(2024-05-31)
[AI산업] 2024년 하반기 반도체 소부장 전망 - HBM 테스트 공정에 불어오는 변화(2024-05-31)
[자동차/모빌리티] 2024년 하반기 산업 전망 - 여의도통신사의 구라파e-Mobility 견문록(2024-05-30)
[건설/건자재] 2024년 하반기 건설/건자재 전망 - 기다림의 연속(2024-05-29)
[디스플레이] 기대가 현실화되는 순간(2024-05-24)
[금융] 2024년 하반기 금융업 전망: 제한적인 반전(2024-05-23)
[퀀트/글로벌 ETF] 하반기 퀀트/글로벌 EMP 전략: Think the thinkable(2024-05-08)

**Rating, Target Price Changes**

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 테크윙 | BUY | 70,000 원 ▷ | BUY | 100,000 원 | (2024-07-03) |
| 유니드 | INITIATION | ▷ | BUY | 140,000 원 | (2024-07-01) |
| CJ제일제당 | BUY | 410,000 원 ▷ | BUY | 480,000 원 | (2024-06-27) |
| 태광 | BUY | 31,000 원 ▷ | BUY | 19,000 원 | (2024-06-26) |
| 에이피알 | BUY | 430,000 원 ▷ | BUY | 520,000 원 | (2024-06-14) |
| SK하이닉스 | BUY | 210,000 원 ▷ | BUY | 270,000 원 | (2024-06-14) |
| 와이씨켐 | INITIATION | ▷ | BUY | 36,000 원 | (2024-06-12) |
| LS ELECTRIC | BUY | 210,000 원 ▷ | BUY | 260,000 원 | (2024-06-04) |
| 롯데정밀화학 | BUY | 83,000 원 ▷ | BUY | 70,000 원 | (2024-06-04) |
| 동원F&B | BUY | 45,000 원 ▷ | BUY | 54,000 원 | (2024-05-31) |
| 아모레퍼시픽 | BUY | 180,000 원 ▷ | BUY | 230,000 원 | (2024-05-31) |
| 테크윙 | BUY | 50,000 원 ▷ | BUY | 70,000 원 | (2024-05-31) |
| 와이씨 | INITIATION | ▷ | BUY | 25,000 원 | (2024-05-31) |
| 한샘 | INITIATION | ▷ | BUY | 75,000 원 | (2024-05-29) |

**외국인 순매수**

| 순매수 | 금액(백만) |
|---|---|
| 삼성전자 | 179,262 |
| HD현대일렉트릭 | 79,596 |
| SK하이닉스 | 50,451 |
| 삼성바이오로직스 | 43,028 |
| 삼양식품 | 25,277 |

**국내기관 순매수**

| 순매수 | 금액(백만) |
|---|---|
| 삼성바이오로직스 | 102,100 |
| 셀트리온 | 55,836 |
| 신한지주 | 54,580 |
| KB금융 | 48,398 |
| KODEX 200선물인버스2X | 36,903 |

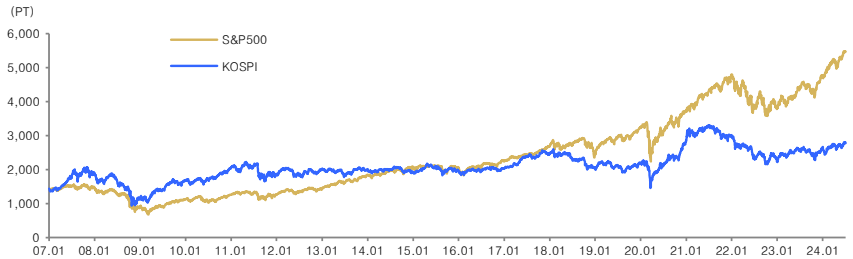
**외국인 순매도**

| 순매도 | 금액(백만) |
|---|---|
| 삼성SDI | -92,813 |
| LIG넥스원 | -57,628 |
| 현대차 | -57,385 |
| 한국항공우주 | -35,090 |
| 유한양행 | -23,444 |

**국내기관 순매도**

| 순매도 | 금액(백만) |
|---|---|
| 삼성전자 | -192,696 |
| SK하이닉스 | -131,000 |
| 현대차 | -102,030 |
| KODEX 코스닥150레버리지 | -100,999 |
| 기아 | -59,039 |

**KOSPI, S&P 추이**




| 국내시장 동향 | 종가 | D-1(%) | D-20(%) |
|---|---|---|---|
| KOSPI | 2,780.86 | -0.84 | +4.46 |
| 대형주 | 2,779.82 | -0.72 | +5.52 |
| 중형주 | 3,025.42 | -1.47 | -0.25 |
| 소형주 | 2,365.92 | -0.87 | -0.67 |
| KOSDAQ | 829.91 | -2.04 | -1.88 |

| 투자자별 매매동향 KOSPI | 개인 (억원) | 외국인 (억원) | 기관 (억원) |
|---|---|---|---|
| 순매수 | 3,932 | -333 | -3,513 |
| 누적순매수(D-20) | -18,651 | 43,254 | -21,865 |

| 거래대금(코스피+코스닥) | 금액 | D-1 | D-20 |
|---|---|---|---|
| (평균,단위 :억 원) | 195,964 | 166,707 | 217,168 |

| 업종별 지수 | 종가 | D-1(%) | D-20(%) |
|---|---|---|---|
| 건설 | 68.94 | -2.32 | -2.60 |
| 금융 | 457.73 | +0.76 | +3.94 |
| 운수장비 | 2,752.22 | -3.59 | +6.02 |
| 유통 | 364.59 | -1.89 | +3.81 |
| 음식료 | 4,405.28 | -0.70 | +5.32 |
| 의약품 | 13,639.21 | +2.42 | +2.09 |
| 전기전자 | 30,282.72 | -0.63 | +8.47 |
| 철강금속 | 4,981.64 | -1.01 | -2.01 |
| 화학 | 4,407.22 | -1.89 | -2.30 |
| 유틸리티 | 711.65 | -3.99 | +0.04 |
| 통신 | 386.25 | -0.62 | +0.06 |

| 해외시장 동향 | 종가 | D-1(%) | D-20(%) |
|---|---|---|---|
| S&P500 | 5,509.01 | +0.62 | +4.11 |
| NASDAQ | 18,028.76 | +0.84 | +6.95 |
| 일본 | 40,074.69 | +1.12 | +3.19 |
| 중국 | 2,997.01 | +0.08 | -3.05 |
| 독일 | 18,164.06 | -0.69 | -1.31 |

| 주요 금리 동향 | 종가 | D-1(bp) | D-20(bp) |
|---|---|---|---|
| 국고채 (3년) | 3.17 | -4.10 | -22.10 |
| 국고채 (10년) | 3.29 | -2.30 | -18.10 |
| 은행채AAA (3년) | 3.41 | -4.20 | -22.50 |
| 미국국채 (2년) | 4.74 | -1.50 | -2.70 |
| 미국국채 (10년) | 4.43 | -2.90 | +10.40 |

| 환율 동향 | 종가 | D-1(%) | D-20(%) |
|---|---|---|---|
| 원/달러 | 1,388.20 | 0.65 | +0.89 |
| 원/백 엔 | 859.91 | +0.66 | -3.21 |
| 원/위안 | 190.92 | +0.61 | +0.45 |
| 달러/유로 | 1.07 | +0.04 | -1.23 |
| 위안/달러 | 7.27 | +0.04 | +0.44 |
| 엔/달러 | 161.44 | -0.02 | +4.23 |
| Dollar Index | 105.70 | -0.11 | +1.48 |

| 상품시장 동향 | 종가 | D-1(%) | D-20(%) |
|---|---|---|---|
| WTI (usd/barrel) | 82.81 | -0.68 | +13.05 |
| 금 (usd/oz) | 2,333.40 | -0.24 | -0.60 |
| BDI | 2,158.00 | 5.27 | +19.36 |
| 천연가스(NYMEX) | 2.44 | -1.74 | -5.84 |

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. 07. 03

# LG에너지솔루션
(373220)

BUY
TP 540,000원

## 하반기 점진적 개선을 기대하는 이유


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

**RA 김성훈**
02-3787-2113 1600535@hmsec.com

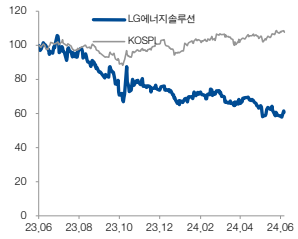

| | |
|---|---|
| 현재주가 (7/2) | 343,500원 |
| 상승여력 | 57.2% |
| 시가총액 | 80,379십억원 |
| 발행주식수 | 234,000천주 |
| 자본금/액면가 | 117십억원/500원 |
| 52주 최고가/최저가 | 597,000원/326,500원 |
| 일평균 거래대금 (60일) | 70십억원 |
| 외국인지분율 | 4.82% |
| 주요주주 | LG화학 81.84% |

| 주가상승률 | 1M | 3M | 6M |
|---|---|---|---|
| 절대주가(%) | 3.8 | -12.6 | -20.0 |
| 상대주가(%p) | -1.6 | -13.5 | -23.2 |

* K-IFRS 연결 기준

| (단위: 원) | EPS(24F) | EPS(25F) | T/P |
|---|---|---|---|
| Before | 5,251 | 12,764 | 540,000 |
| After | 3,435 | 11,157 | 540,000 |
| Consensus | 4,576 | 11,239 | 484,250 |
| Cons. 차이 | -24.9% | -0.7% | 11.5% |

**최근 12개월 주가수익률**




자료: FnGuide, 현대차증권

### 투자포인트 및 결론

- 2Q24 실적은 컨센서스 하회 전망. Tesla 부진으로 소형전지 부진. ESS 역시 당초 기대 대비 부진
- 하반기 배터리 가격 하락으로 OEM들의 원가 대폭 개선 전망. 보조금 등 인센티브 여력 충분
- 이미 미국내 전기차 가격은 평균 신차 가격에 수렴 또는 그 이하 가격의 EV들이 판매되고 있음
- LFP 배터리와 가격 격차 축소 및 OEM들의 전기차 수익성 개선으로 고성능 배터리 채용 여력 증대 → EV 성능 개선 → 가격하락과 더불어 상품성 개선 기대
- 파우치 - LFP 수주 및 향후 미드니켈 고전압 등 중저가 세그먼트 대응 긍정적
- 배터리 판가 하락은 3Q24로 마무리. 점진적 수익성 개선 기대

### 주요이슈 및 실적전망

- 2Q24 실적은 매출액 6.3조원(+2.2% qoq, -28.6% yoy), 영업이익 2,397억원(+52.4% qoq, -48.7% yoy) 기록하여 컨센서스 하회 전망. AMPC는 전분기비 100% 이상 증가할 전망이나, 이를 제외한 수익성은 적자폭이 확대. 전분기 있었던 1회성 이익 축소 영향. 이를 제외한 수익성은 여전히 적자이나 소폭 개선된 것으로 추정. 폴란드 공장 가동률 소폭 개선
- GM은 기존 전기차 판매 목표 20~30만대에서 20~25만대로 하향했으나, 여전히 20만대 유지
- Bloomberg에 따르면, 미국내 EV 가격은 Tesla, GM, 현대/기아차를 중심으로 일부 300마일 이상 Long Range 차량에서 미국내 신차 평균 가격을 하회하기 시작
- 배터리 가격 $50/kWh 이상 하락한 것으로 추정. AMPC까지 고려 시, 비용절감 효과가 주요 차량 MSRP 대비 15%~25%에 이르는 것으로 추정. $7,500 세액공제 등 감안 시 더욱 효과 커짐. 이를 통해 가격 인하 및 인센티브 사용 가능. 내연기관 대비 실질 구매 가격이 더욱 낮아질 것
- 최근 현대/기아차는 보급형 모델인 캐스퍼EV, EV3 등에서 삼원계 배터리 사용. EV3는 실리콘 음극재까지 채택. 80% 충전까지 31분으로 급속 충전 가능. 원가가 하락하면서 더 좋은 배터리 사용 가능해지고 상품성이 개선될 것으로 전망
- 파우치-LFP는 파우치의 높은 에너지 밀도와 LFP의 안전성이 상호 보완적. 각형 LFP 대비 에너지 밀도 장점 있을 것. 향후 미드니켈 고전압 배터리 역시 수주 기대. 보급형 모델 대응 긍정적

### 주가전망 및 Valuation

- 단기적으로는 GM 전기차 판매량 및 Tesla 로보택시 사업화 등이 중요한 주가 모멘텀이 될 전망

### 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 | 25,599 | 1,214 | 767 | 3,056 | 3,305 | -16.6 | 131.8 | 5.4 | 34.6 | 5.7 | 0.0 |
| 2023 | 33,745 | 2,163 | 1,237 | 4,450 | 5,287 | 60.0 | 80.9 | 5.0 | 24.7 | 6.4 | 0.0 |
| 2024F | 28,936 | 2,225 | 804 | 5,738 | 3,435 | -35.0 | 100.0 | 3.7 | 17.3 | 3.9 | 0.0 |
| 2025F | 40,977 | 5,702 | 2,611 | 10,057 | 11,157 | 224.9 | 30.8 | 3.3 | 10.2 | 11.4 | 0.0 |
| 2026F | 50,530 | 9,650 | 4,599 | 14,510 | 19,653 | 76.1 | 17.5 | 2.8 | 7.1 | 17.4 | 0.0 |

** K-IFRS 연결 기준*

현대차증권

〈표1〉 LG에너지솔루션 2분기 실적 전망 (단위: 십억 원)

| | 분기실적 | | | 증감률 | | 컨센서스 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2Q24F | 2Q23 | 1Q24 | (YoY) | (QoQ) | 2Q24F | 대비 |
| 매출액 | 6,265.9 | 8,773.5 | 6,128.7 | -28.6% | 2.2% | 6,719.6 | -6.8% |
| 영업이익 | 239.7 | 460.6 | 157.3 | -48.7% | 52.4% | 275.5 | -13.0% |
| 영업이익률 | 3.8% | 5.2% | 2.6% | -1.4%p | 1.3%p | 4.1% | -0.3%p |
| 세전이익 | 163.2 | 645.9 | 222.6 | -74.7% | -26.7% | 240.3 | -32.1% |
| 지배지분순이익 | -29.5 | 432.4 | -0.5 | 적전 | 적지 | 40.0 | N/A |

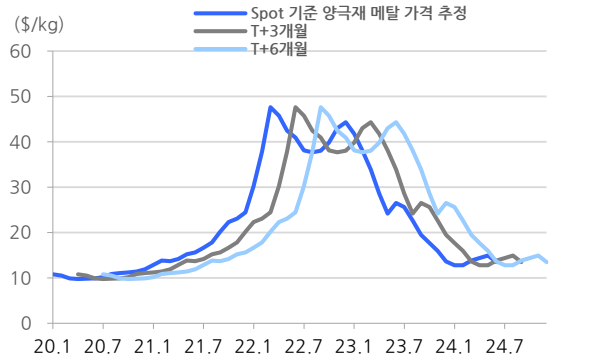
자료: LG에너지솔루션, Fnguide, 현대차증권
주: K-IFRS 연결 기준

〈표2〉 실적 추정 변경 (단위: 십억 원)

| | 2024F | | | | | 2025F | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 변경 후 | 변경 전 | 변동율 | Consensus | 차이 | 변경 후 | 변경 전 | 변동율 | Consensus | 차이 |
| 매출액 | 28,935.7 | 33,167.8 | -12.8% | 30,176.8 | -4.1% | 40,976.8 | 43,819.5 | -6.5% | 40,542.2 | 1.1% |
| 영업이익 | 2,225.5 | 2,662.4 | -16.4% | 2,149.6 | 3.5% | 5,701.6 | 6,315.7 | -9.7% | 5,152.4 | 10.7% |
| 영업이익률 | 7.7% | 8.0% | -0.3%p | 7.1% | 0.6%p | 13.9% | 14.4% | -0.5%p | 12.7% | 1.2%p |
| 지배지분순이익 | 803.7 | 1,228.7 | -34.6% | 1,070.7 | -24.9% | 2,610.8 | 2,986.9 | -12.6% | 2,629.9 | -0.7% |

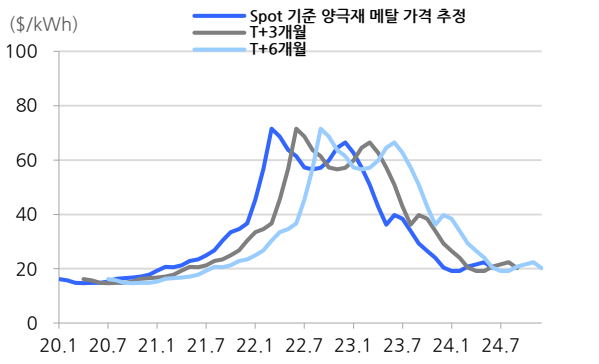
자료: LG에너지솔루션, Fnguide, 현대차증권

〈그림1〉 양극재 / 배터리 가격 반영 메탈 가격 추이($/kg)



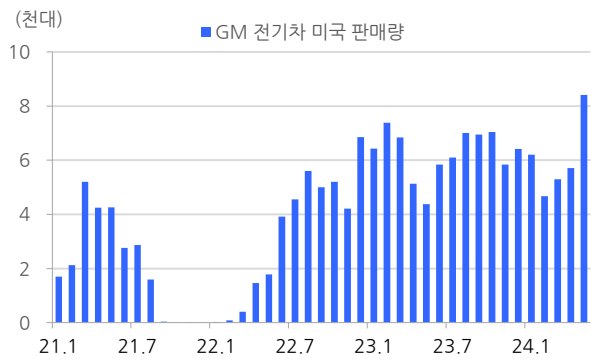

자료: Bloomberg, KOMIS, 현대차증권

〈그림2〉 양극재 / 배터리 가격 반영 메탈 가격 추이($/kWh)



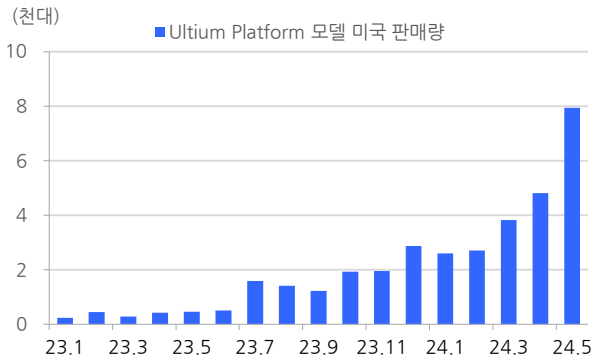

자료: Bloomberg, KOMIS, 현대차증권

〈그림3〉 GM 월간 전기차 미국 판매량



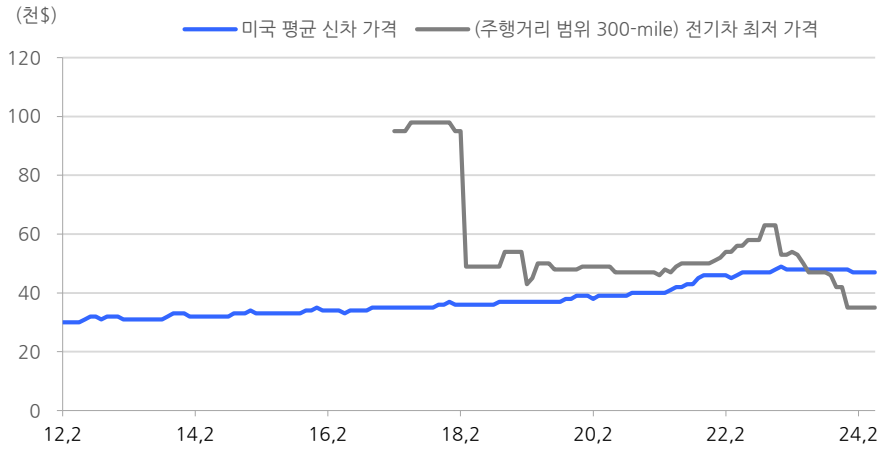

자료: EV-Volumes, 현대차증권

〈그림4〉 GM Ultium Platform 전기차 미국 판매량




자료: EV-Volumes, 현대차증권

<그림5> 미국내 일부 전기차 가격이 신차 평균 가격을 하회하기 시작




자료: Bloomberg Green, Edmunds, 현대차증권

<표3> 배터리 가격 하락 및 AMPC 감안 시 추가적인 EV 가격 하락 가능성 큼. $7,500 세액공제 감안 시 그 폭은 더 커짐

| 완성차 업체 입장에서 비용 감소 효과 추정 | | 배터리 가격 하락 효과 | 배터리 모듈 AMPC | 배터리 셀 AMPC | MSRP | 비용절감 | MSRP 대비 효과 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| (단위 / 단가) | (kWh) | ($50/kWh) | ($10/kWh) | ($35/kWh) | ($) | ($) | |
| Cadillac Lyriq EV TECH | 100 | 5,000 | 1,000 | 3,500 | 58,590 | 9,500 | 16.2% |
| Silverado EV 4WD RST | 200 | 10,000 | 2,000 | 7,000 | 96,495 | 19,000 | 19.7% |
| Equinox EV 2LT | 80 | 4,000 | 800 | 2,800 | 41,900 | 7,600 | 18.1% |
| GM Blazer EV LT | 105 | 5,250 | 1,050 | 3,675 | 48,800 | 9,975 | 20.4% |
| Ford F-150 Lighting PRO | 131 | 6,550 | 1,310 | 4,585 | 49,995 | 12,445 | 24.9% |

자료: 각사, 현대차증권

〈표4〉 상세실적추이 및 전망

| (단위: 십억 원) | 2023 | 2024F | 2025F | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24F | 3Q24F | 4Q24F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출** | **33,745.5** | **28,935.7** | **40,976.8** | **8,747.1** | **8,773.5** | **8,223.5** | **8,001.4** | **6,128.7** | **6,265.9** | **7,828.5** | **8,712.6** |
| 자동차(중대형) | 22,117.2 | 17,725.2 | 26,945.8 | 5,685.6 | 5,694.0 | 5,616.7 | 5,120.9 | 3,819.2 | 3,831.9 | 4,776.5 | 5,297.5 |
| ESS | 2,288.4 | 2,011.6 | 2,615.0 | 437.4 | 482.5 | 304.3 | 1,064.2 | 216.9 | 395.7 | 547.7 | 851.3 |
| 소형(EV 원통형 포함) | 9,340.0 | 9,198.9 | 11,416.0 | 2,624.1 | 2,597.0 | 2,302.6 | 1,816.3 | 2,092.6 | 2,038.2 | 2,504.3 | 2,563.7 |
| (yoy) | | | | | | | | | | | |
| 매출 | 31.8% | -14.3% | 41.6% | 101.4% | 73.0% | 7.5% | -6.3% | -29.9% | -28.6% | -4.8% | 8.9% |
| 자동차(중대형) | 51.4% | -19.9% | 52.0% | 151.6% | 118.4% | 28.8% | -4.8% | -32.8% | -32.7% | -15.0% | 3.4% |
| ESS | 13.1% | -12.1% | 30.0% | 28.5% | 24.4% | -50.3% | 55.8% | -50.4% | -18.0% | 80.0% | -20.0% |
| 소형(EV 원통형 포함) | 4.1% | -1.5% | 24.1% | 50.7% | 25.1% | -14.0% | -26.6% | -20.3% | -21.5% | 8.8% | 41.2% |
| | | | | | | | | | | | |
| **영업이익** | **2,163.2** | **2,225.4** | **5,701.6** | **633.2** | **460.6** | **731.2** | **338.2** | **157.3** | **239.7** | **771.5** | **1,056.9** |
| (yoy, %) | 78.2% | 2.9% | 156.2% | 144.6% | 135.5% | 40.1% | 42.5% | -75.2% | -48.0% | 5.5% | 212.5% |
| (OPM) | 6.4% | 7.7% | 13.9% | 7.2% | 5.2% | 8.9% | 4.2% | 2.6% | 3.8% | 9.9% | 12.1% |
| **세전이익** | **2,043.5** | **2,040.8** | **5,253.6** | **711.2** | **645.9** | **398.8** | **287.5** | **222.6** | **163.2** | **693.5** | **961.4** |
| (yoy, %) | 105.3% | -0.1% | 157.4% | 173.9% | 401.6% | 65.1% | -21.3% | -68.7% | -74.7% | 73.9% | 234.4% |
| **지배주주순이익** | **1,237.2** | **803.7** | **2,610.8** | **500.6** | **432.4** | **327.7** | **(23.6)** | **(0.5)** | **(29.5)** | **322.6** | **511.1** |
| (yoy, %) | 61.3% | -35.0% | 224.9% | 120.9% | 359.3% | 76.4% | -109.1% | 적전 | 적전 | -1.6% | -2265.8% |
| | | | | | | | | | | | |
| **AMPC 효과** | | | | | | | | | | | |
| 영업이익 반영 | 676.8 | 1,710.0 | 3,430.9 | 100.3 | 110.9 | 215.5 | 250.1 | 188.9 | 419.9 | 539.8 | 561.4 |
| AMPC 제외 영업이익 | 1,486.4 | 515.4 | 2,270.7 | 532.9 | 349.7 | 515.7 | 88.1 | (31.6) | (180.2) | 231.7 | 495.5 |
| AMPC 제외 OPM | 4.4% | 1.8% | 5.5% | 6.1% | 4.0% | 6.3% | 1.1% | -0.5% | -2.9% | 3.0% | 5.7% |

자료: LG에너지솔루션, 현대차증권

(단위:십억원)

| 포괄손익계산서 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 25,599 | 33,745 | 28,936 | 40,977 | 50,530 |
| 증가율 (%) | 43.4 | 31.8 | -14.3 | 41.6 | 23.3 |
| **매출원가** | 21,308 | 28,802 | 22,387 | 28,886 | 33,001 |
| 매출원가율 (%) | 83.2 | 85.4 | 77.4 | 70.5 | 65.3 |
| **매출총이익** | 4,291 | 4,943 | 6,548 | 12,091 | 17,529 |
| 매출이익률 (%) | 16.8 | 14.6 | 22.6 | 29.5 | 34.7 |
| 증가율 (%) | 10.1 | 15.2 | 32.5 | 84.7 | 45.0 |
| **판매관리비** | 3,077 | 3,457 | 4,512 | 6,389 | 7,879 |
| 판관비율(%) | 12.0 | 10.2 | 15.6 | 15.6 | 15.6 |
| **EBITDA** | 3,056 | 4,450 | 5,738 | 10,057 | 14,510 |
| EBITDA 이익률 (%) | 11.9 | 13.2 | 19.8 | 24.5 | 28.7 |
| 증가율 (%) | 37.7 | 45.6 | 28.9 | 75.3 | 44.3 |
| **영업이익** | 1,214 | 2,163 | 2,225 | 5,702 | 9,650 |
| 영업이익률 (%) | 4.7 | 6.4 | 7.7 | 13.9 | 19.1 |
| 증가율 (%) | 58.1 | 78.2 | 2.9 | 156.3 | 69.2 |
| **영업외손익** | -181 | -87 | -172 | -448 | -413 |
| 금융수익 | 386 | 985 | 511 | 229 | 264 |
| 금융비용 | 519 | 857 | 736 | 677 | 677 |
| 기타영업외손익 | -48 | -215 | 53 | 0 | 0 |
| 종속/관계기업관련손익 | -37 | -32 | -13 | 0 | 0 |
| **세전계속사업이익** | 995 | 2,043 | 2,041 | 5,254 | 9,237 |
| 세전계속사업이익률 | 3.9 | 6.1 | 7.1 | 12.8 | 18.3 |
| 증가율 (%) | 28.1 | 105.3 | -0.1 | 157.4 | 75.8 |
| 법인세비용 | 215 | 405 | 85 | 456 | 720 |
| 계속사업이익 | 780 | 1,638 | 1,956 | 4,798 | 8,517 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | 780 | 1,638 | 1,956 | 4,798 | 8,517 |
| 당기순이익률 (%) | 3.0 | 4.9 | 6.8 | 11.7 | 16.9 |
| 증가율 (%) | -16.1 | 110.0 | 19.4 | 145.3 | 77.5 |
| 지배주주지분 순이익 | 767 | 1,237 | 804 | 2,611 | 4,599 |
| 비지배주주지분 순이익 | 13 | 401 | 1,152 | 2,187 | 3,918 |
| 기타포괄이익 | -27 | 273 | 700 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 752 | 1,911 | 2,656 | 4,798 | 8,517 |

(단위:십억원)

| 재무상태표 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 18,804 | 17,208 | 17,887 | 20,952 | 26,476 |
| 현금성자산 | 5,938 | 5,069 | 4,820 | 4,629 | 7,217 |
| 단기투자자산 | 9 | 70 | 100 | 137 | 161 |
| 매출채권 | 4,772 | 5,128 | 5,789 | 7,930 | 9,356 |
| 재고자산 | 6,996 | 5,396 | 4,979 | 5,968 | 7,041 |
| 기타유동자산 | 1,090 | 1,544 | 2,200 | 2,289 | 2,701 |
| **비유동자산** | 19,495 | 28,229 | 35,584 | 40,542 | 44,241 |
| 유형자산 | 15,331 | 23,655 | 30,710 | 35,717 | 39,409 |
| 무형자산 | 642 | 876 | 878 | 815 | 763 |
| 투자자산 | 687 | 648 | 763 | 776 | 835 |
| 기타비유동자산 | 2,835 | 3,050 | 3,233 | 3,234 | 3,234 |
| **기타금융업자산** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **자산총계** | 38,299 | 45,437 | 53,472 | 61,495 | 70,717 |
| **유동부채** | 11,445 | 10,937 | 11,249 | 12,818 | 14,028 |
| 단기차입금 | 1,244 | 1,576 | 1,957 | 1,957 | 1,957 |
| 매입채무 | 3,842 | 3,094 | 4,039 | 5,533 | 6,527 |
| 유동성장기부채 | 1,623 | 1,635 | 1,329 | 1,329 | 1,329 |
| 기타유동부채 | 4,736 | 4,632 | 3,924 | 3,999 | 4,215 |
| **비유동부채** | 6,261 | 10,126 | 13,774 | 15,430 | 14,925 |
| 사채 | 1,460 | 3,116 | 4,798 | 4,798 | 3,798 |
| 장기차입금 | 3,697 | 4,512 | 5,669 | 6,669 | 6,669 |
| 장기금융부채 | 1 | 69 | 1 | 1 | 1 |
| 기타비유동부채 | 1,103 | 2,429 | 3,306 | 3,962 | 4,457 |
| **기타금융업부채** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **부채총계** | 17,706 | 21,064 | 25,023 | 28,248 | 28,953 |
| **지배주주지분** | 18,732 | 20,201 | 21,497 | 24,108 | 28,707 |
| 자본금 | 117 | 117 | 117 | 117 | 117 |
| 자본잉여금 | 17,165 | 17,165 | 17,165 | 17,165 | 17,165 |
| 자본조정 등 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익누계액 | 296 | 555 | 1,048 | 1,048 | 1,048 |
| 이익잉여금 | 1,155 | 2,364 | 3,168 | 5,779 | 10,378 |
| **비지배주주지분** | 1,862 | 4,173 | 6,952 | 9,139 | 13,057 |
| **자본총계** | 20,594 | 24,374 | 28,449 | 33,247 | 41,764 |

(단위:십억원)

| 현금흐름표 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동으로인한현금흐름** | -580 | 4,444 | 6,057 | 8,155 | 12,170 |
| **당기순이익** | 780 | 1,638 | 1,956 | 4,798 | 8,517 |
| 유형자산 상각비 | 1,745 | 2,150 | 3,341 | 4,192 | 4,708 |
| 무형자산 상각비 | 97 | 137 | 171 | 163 | 152 |
| 외환손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 운전자본의 감소(증가) | -4,021 | -277 | 505 | -998 | -1,208 |
| 기타 | 819 | 796 | 84 | 0 | 1 |
| **투자활동으로인한현금흐름** | -6,259 | -9,719 | -10,458 | -9,350 | -8,583 |
| 투자자산의 감소(증가) | -100 | -61 | -92 | -13 | -59 |
| 유형자산의 감소 | 10 | 102 | 15 | 0 | 0 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -6,210 | -9,923 | -10,337 | -9,200 | -8,400 |
| 기타 | 41 | 163 | -44 | -137 | -124 |
| **재무활동으로인한현금흐름** | 11,415 | 4,355 | 4,008 | 1,003 | -998 |
| 차입금의 증가(감소) | 1,035 | 883 | 1,089 | 1,000 | 0 |
| 사채의증가(감소) | -586 | 1,656 | 1,682 | 0 | -1,000 |
| 자본의 증가 | 10,059 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 907 | 1,816 | 1,237 | 3 | 2 |
| **기타현금흐름** | 80 | 51 | 146 | 0 | 0 |
| **현금의증가(감소)** | 4,655 | -869 | -248 | -192 | 2,588 |
| 기초현금 | 1,283 | 5,938 | 5,069 | 4,820 | 4,629 |
| 기말현금 | 5,938 | 5,069 | 4,820 | 4,629 | 7,217 |

(단위:원, 배, %)

| 주요투자지표 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS(당기순이익 기준) | 3,359 | 7,000 | 8,359 | 20,504 | 36,399 |
| EPS(지배순이익 기준) | 3,305 | 5,287 | 3,435 | 11,157 | 19,653 |
| BPS(자본총계 기준) | 88,008 | 104,160 | 121,576 | 142,080 | 178,479 |
| BPS(지배지분 기준) | 80,052 | 86,328 | 91,868 | 103,026 | 122,679 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| P/E(당기순이익 기준) | 129.6 | 61.1 | 41.1 | 16.8 | 9.4 |
| P/E(지배순이익 기준) | 131.8 | 80.9 | 100.0 | 30.8 | 17.5 |
| P/B(자본총계 기준) | 4.9 | 4.1 | 2.8 | 2.4 | 1.9 |
| P/B(지배지분 기준) | 5.4 | 5.0 | 3.7 | 3.3 | 2.8 |
| EV/EBITDA(Reported) | 34.6 | 24.7 | 17.3 | 10.2 | 7.1 |
| 배당수익률 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **성장성 (%)** | | | | | |
| EPS(당기순이익 기준) | -27.7 | 108.4 | 19.4 | 145.3 | 77.5 |
| EPS(지배순이익 기준) | -16.6 | 60.0 | -35.0 | 224.9 | 76.1 |
| **수익성 (%)** | | | | | |
| ROE(당기순이익 기준) | 5.3 | 7.3 | 7.4 | 15.6 | 22.7 |
| ROE(지배순이익 기준) | 5.7 | 6.4 | 3.9 | 11.4 | 17.4 |
| ROA | 2.5 | 3.9 | 4.0 | 8.3 | 12.9 |
| **안정성 (%)** | | | | | |
| 부채비율 | 86.0 | 86.4 | 88.0 | 85.0 | 69.3 |
| 순차입금비율 | 10.1 | 23.7 | 41.8 | 39.2 | 22.6 |
| 이자보상배율 | 10.7 | 6.9 | 3.8 | 8.4 | 14.3 |

** K-IFRS 연결 기준*

Company Note
2024. 07. 03

# 삼성E&A
(028050)

BUY
TP 36,000원

## 2Q24 Preview: 도약을 위한 웅크림


**Analyst 신동현**
02-3787-2335 dhshin@hmsec.com

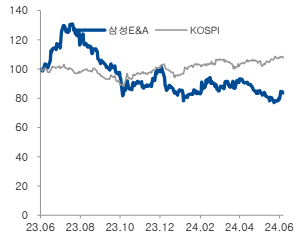

| | |
|---|---|
| 현재주가 (7/2) | 23,800원 |
| 상승여력 | 51.3% |
| 시가총액 | 4,665십억원 |
| 발행주식수 | 196,000천주 |
| 자본금/액면가 | 980십억원/5,000원 |
| 52주 최고가/최저가 | 37,300원/21,950원 |
| 일평균 거래대금 (60일) | 24십억원 |
| 외국인지분율 | 46.29% |
| 주요주주 | 삼성SDI 외 7 인 20.57% |

| 주가상승률 | 1M | 3M | 6M |
|---|---|---|---|
| 절대주가(%) | 1.7 | -3.4 | -11.2 |
| 상대주가(%p) | -3.6 | -4.4 | -14.7 |

* K-IFRS 연결 기준

| (단위: 원) | EPS(24F) | EPS(25F) | T/P |
|---|---|---|---|
| Before | 2,896 | 3,292 | 36,000 |
| After | 3,127 | 3,385 | 36,000 |
| Consensus | 3,125 | 3,329 | 36,176 |
| Cons. 차이 | 0.1% | 1.7% | -0.5% |

**최근 12개월 주가수익률**




자료: FnGuide, 현대차증권

### 투자포인트 및 결론

- 2Q24 연결 매출액 2조 4,913억원(-10.6% YoY, +4.5% QoQ), 영업이익 1,864억원(-45.8% YoY, -10.8% QoQ, OPM 7.5%)으로 컨센서스를 소폭 하회할 전망
- 일시적인 매출액 감소를 제외하면, 연말 이후 화공 실적 반등, 대형 화공PJT 수주 증가, 안정적인 비화공 수주 및 실적 지속, 보유현금 증가 등 긍정적인 흐름들이 예상됨

### 주요이슈 및 실적전망

- 2Q24 비화공 매출액은 높은 수준을 안정적으로 유지(1조 5,508억원, +4.2% YoY)하는 반면, 화공 매출액은 수주잔고 소진에 따라 감소(9,405억원, -27.5% YoY)할 것으로 예상함
- 그러나 화공부문의 외형 축소는 일시적인 현상에 그칠 뿐, Fadhili 프로젝트 매출이 본격적으로 발생하기 시작하는 2025년부터는 빠르게 회복될 수 있을 것으로 기대됨. 4Q24부터 메인 기자재 발주, 2H25부터 빠른 시공 매출 증가를 전망함. 또한 올해 완공 예정인 대형 현장이 다수 포진해 있어 올해 말~2025년에는 정산이익 등 일회성 요인에 따른 추가 이익 개선도 기대해볼 수 있음
- 하반기 수주가 기대되는 대형 화공 안건도 다수 보유함. 인도네시아 TPPI(약 35억달러)는 입찰을 완료한 후 하반기 FID를 기다리고 있으며 동사가 lowest bidder임을 고려해 수주 가능성이 높다고 판단함. 또한 사우디 Alujain EPC(약 20억달러), 말레이시아 Shell OGP 2(약 15억달러), UAE SAN-6 블루암모니아(약 20억달러) 등과 다수의 SAF 안건 수주도 예상됨. 연간 수주 가이던스 상향에 대해서는 아직 신중한 입장을 취하고 있으나 보수적으로 추정해도 기존 목표 12.6조원은 충분히 상회할 것이라고 판단함
- 주주환원 재개와 관련된 구체적인 내용은 올해 현금흐름이 어느 정도 가시화되는 시점에 확인할 수 있을 것으로 예상하지만, 상황 자체는 우호적인 방향으로 흘러가고 있음. 또한 보유현금 확대에 따라 Energy Transition 등 미래사업에의 투자 역시 차질없이 이루어질 전망

### 주가전망 및 Valuation

- 현재 P/B는 적정 P/B 1.7배 대비 현저히 낮은 1.1배의 역사적 저점 수준으로 주가 부담이 소멸되었으며, 연말 이후 실적 개선과 주주환원 기대감 반영에 앞서 선제적 매수가 필요한 시점
- 투자의견 BUY, 목표주가 36,000원 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 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2022 | 10,054 | 703 | 665 | 760 | 3,392 | 78.6 | 6.6 | 1.6 | 3.2 | 28.3 | 0.0 |
| 2023 | 10,625 | 993 | 754 | 1,058 | 3,846 | 13.4 | 7.5 | 1.6 | 3.9 | 24.4 | 0.0 |
| 2024F | 10,022 | 811 | 613 | 912 | 3,127 | -18.7 | 7.6 | 1.1 | 3.0 | 16.1 | 0.0 |
| 2025F | 11,108 | 899 | 664 | 1,024 | 3,385 | 8.3 | 7.0 | 1.0 | 2.2 | 14.8 | 0.0 |
| 2026F | 12,375 | 1,006 | 744 | 1,115 | 3,797 | 12.2 | 6.3 | 0.8 | 1.5 | 14.4 | 0.0 |

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 삼성E&A 2Q24 실적 추정

| (단위: 십억원) | 분기실적 | | | 증감 | | Consensus | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2Q23 | 1Q24 | 2Q24F | (YoY) | (QoQ) | 2Q24F | Diff. |
| 매출액 | 2,786 | 2,385 | 2,491 | -10.6% | 4.5% | 2,557 | -2.6% |
| 영업이익 | 344 | 209 | 186 | -45.8% | -10.8% | 201 | -7.2% |
| 세전이익 | 322 | 219 | 200 | -37.8% | -8.6% | 211 | -5.1% |
| 당기순이익 | 251 | 164 | 150 | -40.2% | -8.4% | 147 | 2.3% |

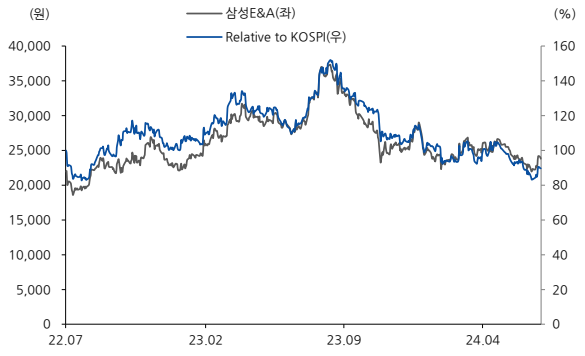
자료: FnGuide, 현대차증권

〈표2〉 삼성E&A 목표주가 산정

| 항목 | 내용 | 비고 |
|---|---|---|
| 자기자본비용(COE) (%) | 9.4 | - 무위험 수익률: 3.14% (국고채 5년)<br>- Risk Premium: 7.9%<br>- Beta: 0.79 (52주 Beta) |
| ROE (%) | 16.1 | - '24F ROE |
| 적정 P/B (배) | 1.72 | - P/B = (ROE-g) / (COE-g) |
| Target BPS (원) | 21,157 | - '24F BPS |
| 적정주가 (원) | 36,390 | - 적정 P/B * Target BPS |
| **목표주가 (원)** | **36,000** | |
| 전일종가 (원) | 23,800 | - 2024.07.02 종가 |
| 상승여력 (%) | 51.3 | |
| **투자의견** | **BUY** | |

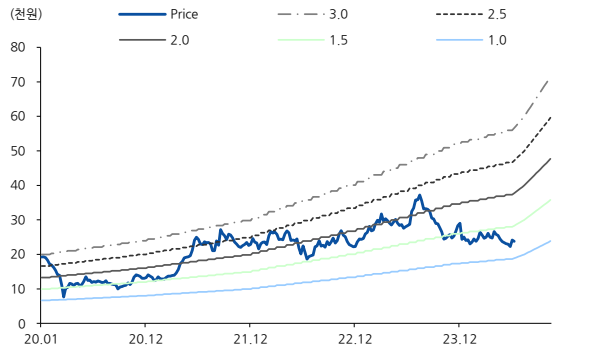
자료: 현대차증권

〈그림1〉 삼성E&A 주가 추이




자료: FnGuide, 현대차증권

〈그림2〉 삼성E&A P/B 밴드 추이




자료: FnGuide, 현대차증권

<표3> 삼성E&A 분기별 실적 추정

| (단위: 십억원) | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24F | 3Q24F | 4Q24F | 2023 | 2024F | 2025F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **2,533** | **2,786** | **2,478** | **2,827** | **2,385** | **2,491** | **2,498** | **2,648** | **10,625** | **10,022** | **11,108** |
| *YoY* | *17.1%* | *11.7%* | *0.8%* | *-3.8%* | *-5.9%* | *-10.6%* | *0.8%* | *-6.3%* | *5.7%* | *-5.7%* | *10.8%* |
| 〉화공 | 1,074 | 1,297 | 1,193 | 1,043 | 942 | 940 | 939 | 1,091 | 4,607 | 3,912 | 5,032 |
| *YoY* | *0.9%* | *6.3%* | *-5.5%* | *-18.1%* | *-12.4%* | *-27.5%* | *-21.3%* | *4.6%* | *-4.4%* | *-15.1%* | *28.6%* |
| 〉비화공 | 1,459 | 1,489 | 1,285 | 1,785 | 1,443 | 1,551 | 1,559 | 1,557 | 6,018 | 6,110 | 6,076 |
| *YoY* | *32.8%* | *16.9%* | *7.5%* | *7.1%* | *-1.1%* | *4.2%* | *21.3%* | *-12.8%* | *15.0%* | *1.5%* | *-0.6%* |
| **매출총이익** | **323** | **452** | **264** | **412** | **337** | **299** | **300** | **347** | **1,451** | **1,283** | **1,363** |
| *YoY* | *24.1%* | *81.8%* | *5.2%* | *28.3%* | *4.4%* | *-33.9%* | *13.7%* | *-15.7%* | *34.2%* | *-11.6%* | *6.2%* |
| *GPM* | *12.7%* | *16.2%* | *10.6%* | *14.6%* | *14.1%* | *12.0%* | *12.0%* | *13.1%* | *13.7%* | *12.8%* | *12.3%* |
| 〉화공 | 106 | 233 | 127 | 175 | 149 | 113 | 113 | 153 | 642 | 527 | 594 |
| *YoY* | *-17.9%* | *182.8%* | *8.2%* | *162.1%* | *40.0%* | *-51.6%* | *-11.3%* | *-12.6%* | *61.9%* | *-17.8%* | *12.7%* |
| *GPM* | *9.9%* | *18.0%* | *10.6%* | *16.8%* | *15.8%* | *12.0%* | *12.0%* | *14.0%* | *13.9%* | *13.5%* | *11.8%* |
| 〉비화공 | 216 | 219 | 137 | 237 | 188 | 186 | 187 | 195 | 809 | 756 | 769 |
| *YoY* | *65.7%* | *31.6%* | *2.6%* | *-6.8%* | *-13.2%* | *-15.0%* | *36.9%* | *-18.0%* | *18.2%* | *-6.6%* | *1.7%* |
| *GPM* | *14.8%* | *14.7%* | *10.6%* | *13.3%* | *13.0%* | *12.0%* | *12.0%* | *12.5%* | *13.4%* | *12.4%* | *12.6%* |
| **영업이익** | **225** | **344** | **153** | **270** | **209** | **186** | **188** | **227** | **993** | **811** | **899** |
| *YoY* | *29.2%* | *124.5%* | *-4.4%* | *25.8%* | *-7.1%* | *-45.8%* | *22.5%* | *-15.7%* | *41.3%* | *-18.3%* | *10.9%* |
| *OPM* | *8.9%* | *12.4%* | *6.2%* | *9.5%* | *8.8%* | *7.5%* | *7.5%* | *8.6%* | *9.3%* | *8.1%* | *8.1%* |
| **세전이익** | **222** | **322** | **217** | **171** | **219** | **200** | **189** | **219** | **933** | **829** | **896** |
| *YoY* | *42.4%* | *73.3%* | *3.9%* | *3.9%* | *-1.3%* | *-37.8%* | *-12.8%* | *28.2%* | *30.3%* | *-11.2%* | *8.2%* |
| *세전이익률* | *8.8%* | *11.6%* | *8.8%* | *6.1%* | *9.2%* | *8.0%* | *7.6%* | *8.3%* | *8.8%* | *8.3%* | *8.1%* |
| **당기순이익** | **176** | **251** | **156** | **112** | **164** | **150** | **142** | **165** | **696** | **621** | **672** |
| *YoY* | *54.7%* | *80.1%* | *-3.9%* | *-37.5%* | *-6.7%* | *-40.2%* | *-8.9%* | *46.4%* | *16.8%* | *-10.7%* | *8.3%* |
| *당기순이익률* | *6.9%* | *9.0%* | *6.3%* | *4.0%* | *6.9%* | *6.0%* | *5.7%* | *6.2%* | *6.5%* | *6.2%* | *6.1%* |
| **지배주주순이익** | **177** | **310** | **150** | **116** | **162** | **148** | **140** | **162** | **754** | **613** | **664** |
| *YoY* | *55.0%* | *120.6%* | *-8.6%* | *-52.7%* | *-8.7%* | *-52.2%* | *-6.8%* | *39.9%* | *13.4%* | *-18.7%* | *8.3%* |
| *지배주주순이익률* | *7.0%* | *11.1%* | *6.1%* | *4.1%* | *6.8%* | *5.9%* | *5.6%* | *6.1%* | *7.1%* | *6.1%* | *6.0%* |
| **수주잔고** | **17,980** | **17,250** | **17,983** | **16,818** | **15,985** | **23,530** | **26,782** | **27,934** | **16,818** | **27,934** | **26,225** |
| 〉화공 | 12,138 | 11,697 | 10,777 | 9,671 | 9,023 | 16,743 | 20,354 | 21,863 | 9,671 | 21,863 | 21,431 |
| 〉비화공 | 5,842 | 5,553 | 7,205 | 7,147 | 6,962 | 6,787 | 6,428 | 6,071 | 7,147 | 6,071 | 4,794 |

자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

| 포괄손익계산서 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 10,054 | 10,625 | 10,022 | 11,108 | 12,375 |
| 증가율 (%) | 34.3 | 5.7 | -5.7 | 10.8 | 11.4 |
| **매출원가** | 8,973 | 9,174 | 8,739 | 9,745 | 10,886 |
| 매출원가율 (%) | 89.2 | 86.3 | 87.2 | 87.7 | 88.0 |
| **매출총이익** | 1,081 | 1,451 | 1,283 | 1,363 | 1,489 |
| 매출이익률 (%) | 10.8 | 13.7 | 12.8 | 12.3 | 12.0 |
| 증가율 (%) | 25.6 | 34.2 | -11.6 | 6.2 | 9.2 |
| **판매관리비** | 378 | 458 | 472 | 464 | 483 |
| 판관비율(%) | 3.8 | 4.3 | 4.7 | 4.2 | 3.9 |
| **EBITDA** | 760 | 1,058 | 912 | 1,024 | 1,115 |
| EBITDA 이익률 (%) | 7.6 | 10.0 | 9.1 | 9.2 | 9.0 |
| 증가율 (%) | 38.4 | 39.2 | -13.8 | 12.3 | 8.9 |
| **영업이익** | 703 | 993 | 811 | 899 | 1,006 |
| 영업이익률 (%) | 7.0 | 9.3 | 8.1 | 8.1 | 8.1 |
| 증가율 (%) | 39.8 | 41.3 | -18.3 | 10.9 | 11.9 |
| **영업외손익** | 5 | -61 | 16 | -4 | 0 |
| 금융수익 | 98 | 151 | 140 | 93 | 97 |
| 금융비용 | 94 | 214 | 158 | 111 | 111 |
| 기타영업외손익 | 1 | 2 | 34 | 14 | 14 |
| 종속/관계기업관련손익 | 7 | 0 | 2 | 0 | 0 |
| **세전계속사업이익** | 716 | 933 | 829 | 896 | 1,005 |
| 세전계속사업이익률 | 7.1 | 8.8 | 8.3 | 8.1 | 8.1 |
| 증가율 (%) | 35.1 | 30.3 | -11.1 | 8.1 | 12.2 |
| 법인세비용 | 120 | 237 | 208 | 224 | 251 |
| 계속사업이익 | 595 | 696 | 621 | 672 | 754 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | 595 | 696 | 621 | 672 | 754 |
| 당기순이익률 (%) | 5.9 | 6.6 | 6.2 | 6.0 | 6.1 |
| 증가율 (%) | 69.5 | 17.0 | -10.8 | 8.2 | 12.2 |
| 지배주주지분 순이익 | 665 | 754 | 613 | 664 | 744 |
| 비지배주주지분 순이익 | -70 | -58 | 8 | 9 | 10 |
| 기타포괄이익 | 21 | 26 | 63 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 617 | 721 | 683 | 672 | 754 |

(단위: 십억원)

| 재무상태표 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 5,948 | 5,965 | 6,674 | 7,484 | 8,341 |
| 현금성자산 | 1,412 | 915 | 1,316 | 1,810 | 2,364 |
| 단기투자자산 | 676 | 609 | 587 | 587 | 587 |
| 매출채권 | 2,131 | 2,101 | 2,118 | 2,434 | 2,737 |
| 재고자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동자산 | 1,729 | 2,340 | 2,654 | 2,654 | 2,654 |
| **비유동자산** | 1,901 | 1,836 | 1,922 | 1,897 | 1,889 |
| 유형자산 | 437 | 430 | 382 | 326 | 279 |
| 무형자산 | 75 | 81 | 228 | 200 | 179 |
| 투자자산 | 252 | 263 | 264 | 324 | 384 |
| 기타비유동자산 | 1,137 | 1,062 | 1,048 | 1,047 | 1,047 |
| **기타금융업자산** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **자산총계** | 7,849 | 7,801 | 8,596 | 9,382 | 10,230 |
| **유동부채** | 5,013 | 4,217 | 4,273 | 4,373 | 4,455 |
| 단기차입금 | 232 | 119 | 143 | 143 | 143 |
| 매입채무 | 935 | 875 | 950 | 1,048 | 1,129 |
| 유동성장기부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동부채 | 3,846 | 3,223 | 3,180 | 3,182 | 3,183 |
| **비유동부채** | 259 | 286 | 341 | 355 | 367 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기금융부채 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 255 | 286 | 341 | 355 | 367 |
| **기타금융업부채** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **부채총계** | 5,272 | 4,503 | 4,614 | 4,728 | 4,822 |
| **지배주주지분** | 2,693 | 3,473 | 4,147 | 4,810 | 5,554 |
| 자본금 | 980 | 980 | 980 | 980 | 980 |
| 자본잉여금 | -22 | -22 | -22 | -22 | -22 |
| 자본조정 등 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익누계액 | 59 | 85 | 146 | 146 | 146 |
| 이익잉여금 | 1,677 | 2,430 | 3,043 | 3,707 | 4,451 |
| **비지배주주지분** | -116 | -175 | -165 | -156 | -146 |
| **자본총계** | 2,577 | 3,298 | 3,982 | 4,654 | 5,408 |

(단위: 십억원)

| 현금흐름표 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동으로인한현금흐름** | 577 | -460 | 508 | 593 | 653 |
| **당기순이익** | 595 | 696 | 621 | 672 | 754 |
| 유형자산 상각비 | 42 | 44 | 59 | 56 | 48 |
| 무형자산 상각비 | 16 | 22 | 42 | 69 | 61 |
| 외환손익 | 58 | 125 | -3 | 0 | 0 |
| 운전자본의 감소(증가) | -304 | -1,551 | -140 | -204 | -210 |
| 기타 | 170 | 204 | -71 | 0 | 0 |
| **투자활동으로인한현금흐름** | -529 | 16 | -143 | -100 | -100 |
| 투자자산의 감소(증가) | -96 | 10 | 22 | -60 | -60 |
| 유형자산의 감소 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -21 | -28 | -8 | 0 | 0 |
| 기타 | -414 | 34 | -157 | -40 | -40 |
| **재무활동으로인한현금흐름** | 175 | -123 | 19 | 1 | 1 |
| 차입금의 증가(감소) | -3 | -3 | -0 | 0 | 0 |
| 사채의증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 178 | -120 | 19 | 1 | 1 |
| **기타현금흐름** | 51 | 70 | 17 | 0 | 0 |
| **현금의증가(감소)** | 274 | -497 | 401 | 494 | 554 |
| 기초현금 | 1,138 | 1,412 | 915 | 1,316 | 1,810 |
| 기말현금 | 1,412 | 915 | 1,316 | 1,810 | 2,364 |

(단위: 원, 배, %)

| 주요투자지표 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS(당기순이익 기준) | 3,037 | 3,549 | 3,168 | 3,430 | 3,847 |
| EPS(지배순이익 기준) | 3,392 | 3,846 | 3,127 | 3,385 | 3,797 |
| BPS(자본총계 기준) | 13,148 | 16,828 | 20,315 | 23,745 | 27,592 |
| BPS(지배지분 기준) | 13,741 | 17,721 | 21,157 | 24,542 | 28,340 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| P/E(당기순이익 기준) | 7.3 | 8.2 | 7.5 | 6.9 | 6.2 |
| P/E(지배순이익 기준) | 6.6 | 7.5 | 7.6 | 7.0 | 6.3 |
| P/B(자본총계 기준) | 1.7 | 1.7 | 1.2 | 1.0 | 0.9 |
| P/B(지배지분 기준) | 1.6 | 1.6 | 1.1 | 1.0 | 0.8 |
| EV/EBITDA(Reported) | 3.2 | 3.9 | 3.0 | 2.2 | 1.5 |
| 배당수익률 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **성장성 (%)** | | | | | |
| EPS(당기순이익 기준) | 69.6 | 16.8 | -10.7 | 8.3 | 12.2 |
| EPS(지배순이익 기준) | 78.6 | 13.4 | -18.7 | 8.3 | 12.2 |
| **수익성 (%)** | | | | | |
| ROE(당기순이익 기준) | 26.2 | 23.7 | 17.1 | 15.6 | 15.0 |
| ROE(지배순이익 기준) | 28.3 | 24.4 | 16.1 | 14.8 | 14.4 |
| ROA | 8.6 | 8.9 | 7.6 | 7.5 | 7.7 |
| **안정성 (%)** | | | | | |
| 부채비율 | 204.6 | 136.5 | 115.9 | 101.6 | 89.2 |
| 순차입금비율 | 순현금 | 순현금 | 순현금 | 순현금 | 순현금 |
| 이자보상배율 | 48.0 | 43.4 | 36.4 | 39.2 | 43.3 |

** K-IFRS 연결 기준*

Company Note
2024. 07. 03

# 테크윙 (089030)

BUY
TP 100,000원

## 더 라스트 맨 스탠딩


**Analyst 박준영**
02-3787-2365 1300900@hmsec.com

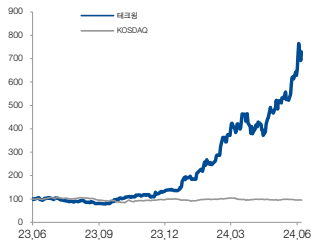

| | |
|---|---|
| 현재주가 (7/2) | 60,700원 |
| 상승여력 | 64.7% |
| 시가총액 | 2,267십억원 |
| 발행주식수 | 37,354천주 |
| 자본금/액면가 | 19십억원/500원 |
| 52주 최고가/최저가 | 63,800원/6,540원 |
| 일평균 거래대금 (60일) | 49십억원 |
| 외국인지분율 | 14.70% |
| 주요주주 | 나윤성 외 3 인 13.47% |

| 주가상승률 | 1M | 3M | 6M |
|---|---|---|---|
| 절대주가(%) | 40.2 | 89.7 | 421.9 |
| 상대주가(%p) | 41.9 | 103.8 | 452.8 |

* K-IFRS 연결 기준

| (단위: 원) | EPS(24F) | EPS(25F) | T/P |
|---|---|---|---|
| Before | 1,046 | 3,505 | 70,000 |
| After | 1,059 | 5,045 | 100,000 |
| Consensus | 803 | 2,731 | 70,000 |
| Cons. 차이 | 31.8% | 84.7% | 42.9% |

**최근 12개월 주가수익률**




자료: FnGuide, 현대차증권

### 투자포인트 및 결론

- 동사의 고객사 다변화 흐름이 빨라짐에 따라 업종 내 탑픽을 테크윙으로 변경
- 동사의 기존 주고객사는 국내 HBM 선두업체로 이미 해당 고객사에 대한 납품은 일정 수준 가시화가 되고 있는 상황이었으나 최근 타 HBM Maker 2사에 대한 고객사 다변화가 가속화되고 있는 것으로 보임
- 고객사 다변화로 인해 2025년에는 최소 300대의 Cube Prober가 납품될 수 있을 것으로 예상하며 사실상 고객사 2개사의 필요 물량만 납품한다고 가정해도 300대 이상의 물량이 필요한 상황으로 추측
- 고객사 3사의 2025년까지 CAPA 증설분을 모두 충족시켜주기 위해서는 약 900대 이상의 Cube Prober가 필요할 것으로 추정하고 있으며, 사측 또한 최근 해외 NDR에서 밝혔듯 향후 3개년 동안 매해 평균 300대 이상의 Cube Prober 납품을 계획하고 있음
- 이에 따라 2025년 Cube Prober의 예상 납품 대수를 200대에서 300대로 상향하며 영업이익 추정치를 '25F 1,510억원에서 '25F 2,160억원으로 상향

### 주요이슈 및 실적전망

- 최근 북미 DRAM Maker의 실적발표에서는 의미 있는 발언이 있었음. 동사의 2025년 CAPEX는 HBM 관련 비중이 지배적일 것이며 HBM만을 위한 '고유의 테스트 장비'가 필요하다는 것
- HBM 라인에 설치되는 여러 테스트 장비 중 그 작동방식이 기존 DRAM 대비 바뀌는 장비는 프로버이며 해당 작동방식을 가진 프로버를 만들 수 있는 장비사는 테크윙이 글로벌 유일
- 북미 DRAM Maker향으로는 내년 중 납품이 가시화될 것으로 예상
- 국내에서도 고객사 다변화는 빠른 속도로 진행되고 있는 것으로 보이며, 특히 해당 고객사의 CAPA는 기존 고객사 대비 커질 것으로 기대되는 바 추가되는 물량도 유의미할 것으로 기대됨
- 최근 HBM 테스트 장비사들의 주가 상승이 강했던 것이 사실이지만 동사의 경우 멀티플 조정 없이 실적 업사이드만을 가정해도 여전히 주가 상승여력은 60% 이상 남아있다는 판단
- 추가적인 업사이드는 1) HBM 장비군 내 극소수의 독점 장비 보유사임을 반영해 멀티플 상향 가능성 有, 2) Wafer Test1으로의 장비 침투, 3) CAPA 제약으로 인한 ASP 상승

### 주가전망 및 Valuation

- 고객사 다변화 가속 및 HBM 전용 Prober 독점 제조사인 테크윙에 대해 목표주가를 100,000원('25F EPS 5,045원에 HBM 장비사 Peer 평균 P/E 20배를 적용)으로 상향하며 BUY&HOLD 의견 제시

### 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 | 267 | 58 | 33 | 69 | 862 | 83.4 | 6.5 | 0.9 | 5.7 | 14.5 | 2.3 |
| 2023 | 134 | 3 | -9 | 13 | -249 | 적전 | N/A | 2.0 | 47.8 | NA | 1.1 |
| 2024F | 289 | 64 | 40 | 75 | 1,059 | 흑전 | 57.3 | 9.2 | 32.7 | 17.1 | 0.2 |
| 2025F | 775 | 216 | 188 | 228 | 5,045 | 376.4 | 12.0 | 5.3 | 10.4 | 55.6 | 0.2 |
| 2026F | 819 | 230 | 209 | 243 | 5,600 | 11.0 | 10.8 | 3.6 | 8.9 | 39.3 | 0.2 |

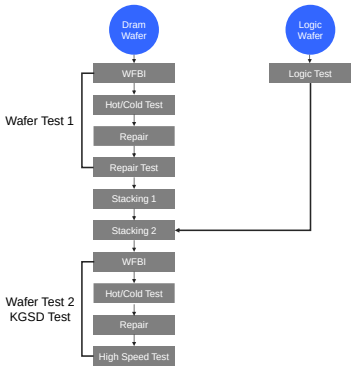
** K-IFRS 연결 기준*

〈표 1〉 분기별 매출추정 (십억원)

| (단위: 십억원) | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24F | 3Q24F | 4Q24F | 2023F | 2024F | 2025F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 29 | 39 | 24 | 41 | 40 | 51 | 58 | 140 | 134 | 289 | 775 |
| 장비 | 14 | 20 | 6 | 13 | 16 | 27 | 27 | 29 | 53 | 100 | 111 |
| 메모리 핸들러 | 10 | 18 | 4 | 8 | 10 | 20 | 22 | 24 | 40 | 75 | 82 |
| 비메모리 핸들러 | 2 | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 4 | 5 | 16 | 19 |
| 기타 장비 | 2 | 2 | 1 | 4 | 3 | 3 | 1 | 1 | 8 | 9 | 10 |
| 소모품 | 7 | 11 | 8 | 10 | 12 | 12 | 16 | 27 | 62 | 67 | 67 |
| C.O.K | 7 | 11 | 8 | 10 | 12 | 12 | 16 | 27 | 36 | 67 | 82 |
| 기타 및 Cube | 6 | 6 | 5 | 10 | 9 | 7 | 7 | 73 | 26 | 97 | 560 |
| 연결 대상 기업 | 1 | 3 | 6 | 9 | 3 | 4 | 8 | 11 | 19 | 25 | 38 |
| **매출총이익** | 12 | 15 | 9 | 13 | 16 | 20 | 23 | 64 | 50 | 123 | 331 |
| *GPM* | 42% | 39% | 37% | 32% | 40% | 39% | 40% | 45% | 37% | 43% | 43% |
| **영업이익** | 0 | 2 | -3 | 3 | 6 | 6 | 8 | 44 | 3 | 64 | 216 |
| *OPM* | 1% | 6% | -11% | 7% | 14% | 12% | 14% | 31% | 2% | 22% | 28% |
| **당기순이익** | -7 | -1 | -12 | 9 | -8 | 4 | 6 | 38 | -11 | 39 | 188 |
| *당기순이익률* | -25% | -2% | -47% | 21% | -20% | 8% | 10% | 27% | -8% | 14% | 24% |
| **지배주주순이익** | -6 | 0 | -11 | 9 | -8 | 4 | 6 | 38 | -9 | 40 | 188 |
| *지배주주순이익률* | -22% | -1% | -46% | 21% | -21% | 8% | 10% | 27% | -7% | 14% | 24% |

자료: 현대차증권

〈그림1〉 HBM Test Flow

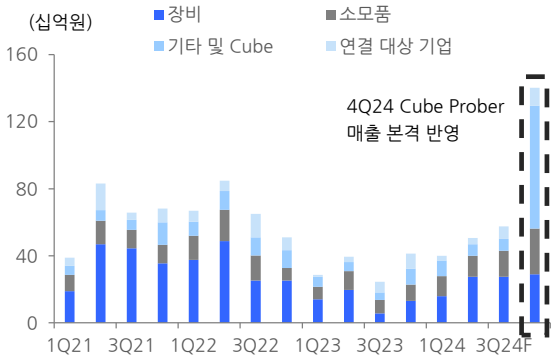



자료 : 현대차증권

〈그림2〉 테크윙 Cube Prober 장비

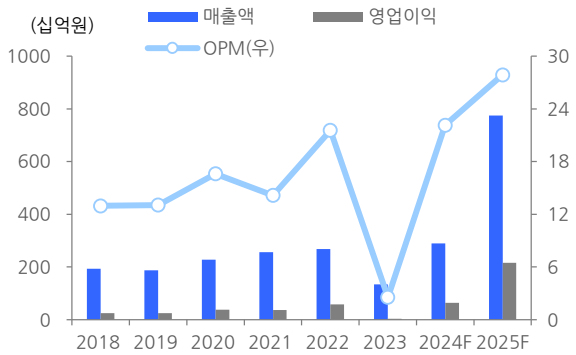
자료 : 테크윙, 현대차증권

〈그림3〉 테크윙 제품별 매출 추이




자료 : 테크윙, 현대차증권

〈그림4〉 테크윙 매출액 및 영업이익 추이




자료 : 테크윙, 현대차증권

(단위:십억원)

| 포괄손익계산서 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 267 | 134 | 289 | 775 | 819 |
| 증가율 (%) | 4.5 | -50.1 | 116.2 | 168.5 | 5.7 |
| **매출원가** | 158 | 84 | 166 | 444 | 469 |
| 매출원가율 (%) | 59.1 | 62.9 | 57.6 | 57.3 | 57.2 |
| **매출총이익** | 109 | 50 | 123 | 331 | 351 |
| 매출이익률 (%) | 40.9 | 37.1 | 42.4 | 42.7 | 42.8 |
| 증가율 (%) | 25.8 | -54.7 | 147.4 | 170.0 | 6.0 |
| **판매관리비** | 52 | 46 | 59 | 115 | 120 |
| 판관비율(%) | 19.4 | 34.7 | 20.3 | 14.9 | 14.7 |
| **EBITDA** | 69 | 13 | 75 | 228 | 243 |
| EBITDA 이익률 (%) | 25.8 | 10.1 | 26.1 | 29.4 | 29.6 |
| 증가율 (%) | 47.6 | -80.5 | 461.7 | 201.9 | 6.5 |
| **영업이익** | 58 | 3 | 64 | 216 | 230 |
| 영업이익률 (%) | 21.6 | 2.4 | 22.2 | 27.8 | 28.1 |
| 증가율 (%) | 59.2 | -94.5 | 1,925.6 | 237.0 | 6.8 |
| **영업외손익** | -15 | -16 | -21 | -2 | 6 |
| 금융수익 | 3 | 4 | 2 | 7 | 15 |
| 금융비용 | 12 | 7 | 10 | 9 | 9 |
| 기타영업외손익 | -6 | -13 | -12 | 0 | 0 |
| 종속/관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **세전계속사업이익** | 43 | -13 | 43 | 214 | 237 |
| 세전계속사업이익률 | 16.0 | -9.6 | 14.9 | 27.5 | 28.9 |
| 증가율 (%) | 94.9 | 적전 | 흑전 | 395.7 | 10.8 |
| 법인세비용 | 9 | -2 | 4 | 26 | 28 |
| 계속사업이익 | 33 | -11 | 39 | 188 | 208 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | 33 | -11 | 39 | 188 | 208 |
| 당기순이익률 (%) | 12.4 | -8.3 | 13.6 | 24.2 | 25.4 |
| 증가율 (%) | 94.3 | 적전 | 흑전 | 376.4 | 11.0 |
| 지배주주지분 순이익 | 33 | -9 | 40 | 188 | 209 |
| 비지배주주지분 순이익 | 1 | -2 | 0 | -1 | -1 |
| 기타포괄이익 | -1 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 32 | -12 | 39 | 188 | 208 |

(단위:십억원)

| 재무상태표 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 181 | 144 | 213 | 437 | 659 |
| 현금성자산 | 23 | 14 | 45 | 139 | 347 |
| 단기투자자산 | 15 | 6 | 9 | 13 | 14 |
| 매출채권 | 53 | 39 | 37 | 68 | 71 |
| 재고자산 | 87 | 81 | 112 | 203 | 212 |
| 기타유동자산 | 3 | 3 | 10 | 14 | 15 |
| **비유동자산** | 307 | 342 | 384 | 392 | 381 |
| 유형자산 | 243 | 271 | 315 | 325 | 315 |
| 무형자산 | 18 | 21 | 19 | 17 | 14 |
| 투자자산 | 31 | 27 | 27 | 27 | 28 |
| 기타비유동자산 | 15 | 24 | 23 | 23 | 23 |
| **기타금융업자산** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **자산총계** | 488 | 486 | 597 | 829 | 1,040 |
| **유동부채** | 177 | 139 | 197 | 229 | 234 |
| 단기차입금 | 57 | 74 | 85 | 85 | 85 |
| 매입채무 | 13 | 14 | 25 | 36 | 37 |
| 유동성장기부채 | 84 | 38 | 40 | 40 | 40 |
| 기타유동부채 | 24 | 13 | 48 | 69 | 72 |
| **비유동부채** | 66 | 131 | 155 | 172 | 174 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 56 | 120 | 118 | 118 | 118 |
| 장기금융부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 10 | 11 | 37 | 54 | 56 |
| **기타금융업부채** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **부채총계** | 243 | 270 | 352 | 401 | 408 |
| **지배주주지분** | 232 | 217 | 247 | 431 | 635 |
| 자본금 | 19 | 19 | 19 | 19 | 19 |
| 자본잉여금 | 41 | 41 | 41 | 41 | 41 |
| 자본조정 등 | -14 | -14 | -14 | -14 | -14 |
| 기타포괄이익누계액 | -1 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 이익잉여금 | 187 | 172 | 202 | 386 | 591 |
| **비지배주주지분** | 14 | -1 | -1 | -2 | -3 |
| **자본총계** | 246 | 216 | 245 | 428 | 632 |

(단위:십억원)

| 현금흐름표 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동으로인한현금흐름** | 82 | 20 | 86 | 117 | 214 |
| **당기순이익** | 33 | -11 | 39 | 188 | 208 |
| 유형자산 상각비 | 8 | 7 | 9 | 10 | 10 |
| 무형자산 상각비 | 4 | 3 | 3 | 2 | 2 |
| 외환손익 | 5 | -1 | 2 | 0 | 0 |
| 운전자본의 감소(증가) | 9 | 10 | 22 | -83 | -7 |
| 기타 | 23 | 12 | 12 | 0 | 0 |
| **투자활동으로인한현금흐름** | -39 | -67 | -60 | -24 | -2 |
| 투자자산의 감소(증가) | -28 | 4 | 0 | 0 | -1 |
| 유형자산의 감소 | 1 | 0 | 2 | 0 | 0 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -10 | -44 | -53 | -20 | 0 |
| 기타 | -2 | -27 | -9 | -4 | -1 |
| **재무활동으로인한현금흐름** | -40 | 37 | 5 | 2 | -4 |
| 차입금의 증가(감소) | -94 | 75 | 19 | 6 | 1 |
| 사채의증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금 | -4 | -5 | -5 | -5 | -5 |
| 기타 | 58 | -33 | -10 | 0 | 0 |
| **기타현금흐름** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **현금의증가(감소)** | 3 | -10 | 31 | 94 | 208 |
| 기초현금 | 20 | 23 | 14 | 45 | 139 |
| 기말현금 | 23 | 14 | 45 | 139 | 347 |

(단위:원, 배, %)

| 주요투자지표 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS(당기순이익 기준) | 878 | -297 | 1,054 | 5,023 | 5,575 |
| EPS(지배순이익 기준) | 862 | -249 | 1,059 | 5,045 | 5,600 |
| BPS(자본총계 기준) | 6,574 | 5,772 | 6,565 | 11,464 | 16,914 |
| BPS(지배지분 기준) | 6,200 | 5,807 | 6,605 | 11,526 | 17,001 |
| DPS | 130 | 130 | 130 | 130 | 130 |
| P/E(당기순이익 기준) | 6.4 | N/A | 57.6 | 12.1 | 10.9 |
| P/E(지배순이익 기준) | 6.5 | N/A | 57.3 | 12.0 | 10.8 |
| P/B(자본총계 기준) | 0.9 | 2.0 | 9.2 | 5.3 | 3.6 |
| P/B(지배지분 기준) | 0.9 | 2.0 | 9.2 | 5.3 | 3.6 |
| EV/EBITDA(Reported) | 5.7 | 47.8 | 32.7 | 10.4 | 8.9 |
| 배당수익률 | 2.3 | 1.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| **성장성 (%)** | | | | | |
| EPS(당기순이익 기준) | 96.4 | 적전 | 흑전 | 376.4 | 11.0 |
| EPS(지배순이익 기준) | 83.4 | 적전 | 흑전 | 376.4 | 11.0 |
| **수익성 (%)** | | | | | |
| ROE(당기순이익 기준) | 14.0 | -4.8 | 17.1 | 55.7 | 39.3 |
| ROE(지배순이익 기준) | 14.5 | -4.2 | 17.1 | 55.6 | 39.3 |
| ROA | 6.7 | -2.3 | 7.3 | 26.3 | 22.3 |
| **안정성 (%)** | | | | | |
| 부채비율 | 98.8 | 125.4 | 143.6 | 93.7 | 64.6 |
| 순차입금비율 | 68.0 | 99.8 | 82.7 | 25.8 | 순현금 |
| 이자보상배율 | 14.3 | 0.6 | 8.1 | 24.5 | 25.9 |

** K-IFRS 연결 기준*

HYUNDAI
MOTOR GROUP

2024.07.03

# 글로벌 자산배분 동향 :

# 2024년 상반기 국내 및 해외 연기금의 투자성과는?

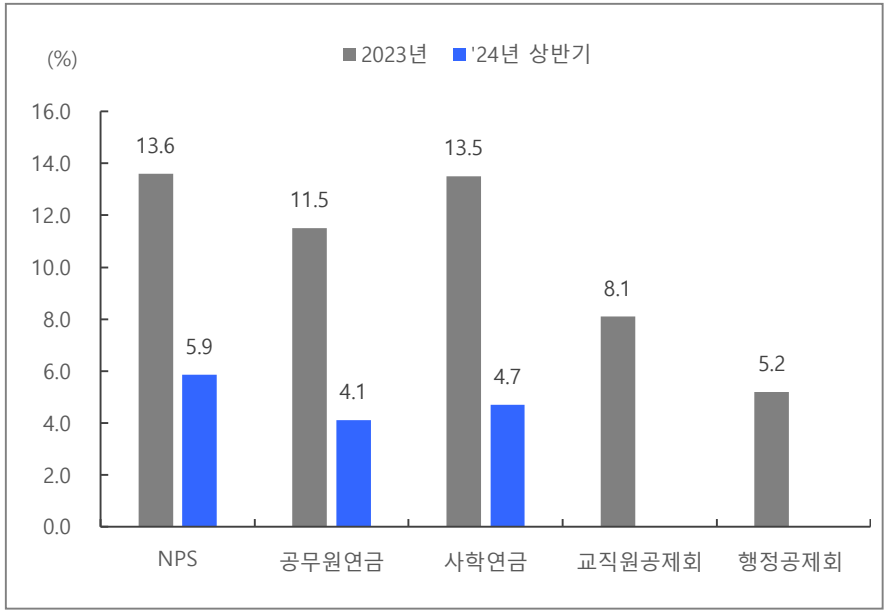
자산배분/스타일전략 김중원
02) 3787-2290
simon@hmsec.com

내일의 차이
현대차증권

# ‘24년 상반기 국내 및 해외 연기금 수익률

- 상반기 국내 주요 연기금은 주요 선진국 증시가 대부분 신고가를 경신했고 채권 시장 약세에도 불구하고 채권 부분에서 양호한 수익률을 기록해 전체 성과 또한 양호한 수익률을 기록할 수 있었음
- 2024년 상반기 해외 주요 연기금 수익률은 주식시장  호조와 함께 사모 주식 또한 강세를 기록하며 대체로 양호한 수익률을 기록했음
- 해외연기금 중 특히 뉴질랜드 Super Fund는 ’24년5월말까지 7.1% 수익률을 기록하며 Passive Benchmark인 레퍼런스 포트폴리오(5.4%) 수익률을 +1.7%p 상회하는 높은 수익률을 기록

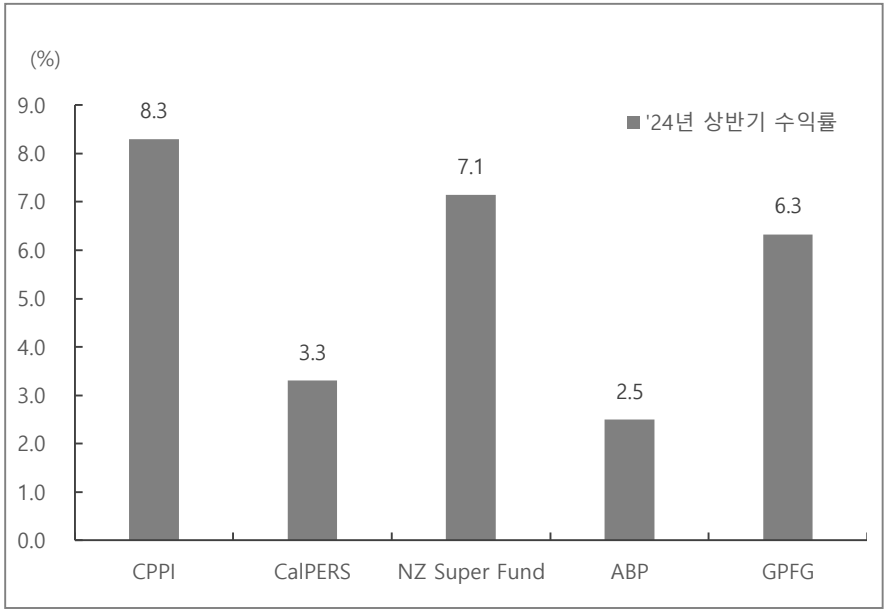
2023년 및 ‘24년 상반기 국내 연기금 수익률




주: NPS는 4월까지 수익률, 공무원연금은 5월까지 수익률, 사학연금은 3월까지 수익률

자료:각사, 현대차증권

’24년 해외 주요 연기금 수익률



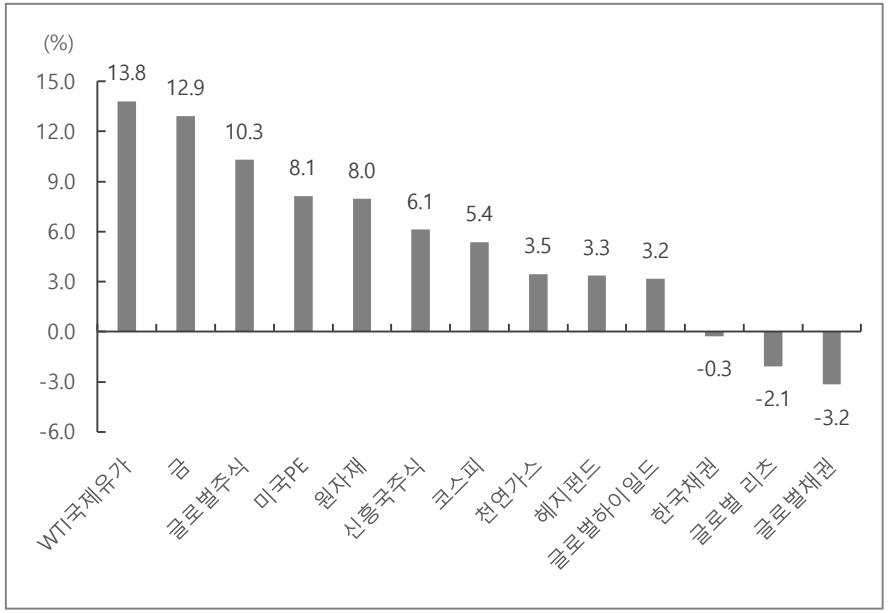

주: CPPI는 2024년 회계년도, CalPERS, ABP와 GPFG는 ’24 1Q,  NZ Super Fund 5월말 수익률

자료:각사, 현대차증권

# ‘24년 상반기 벤치마크 지수 수익률

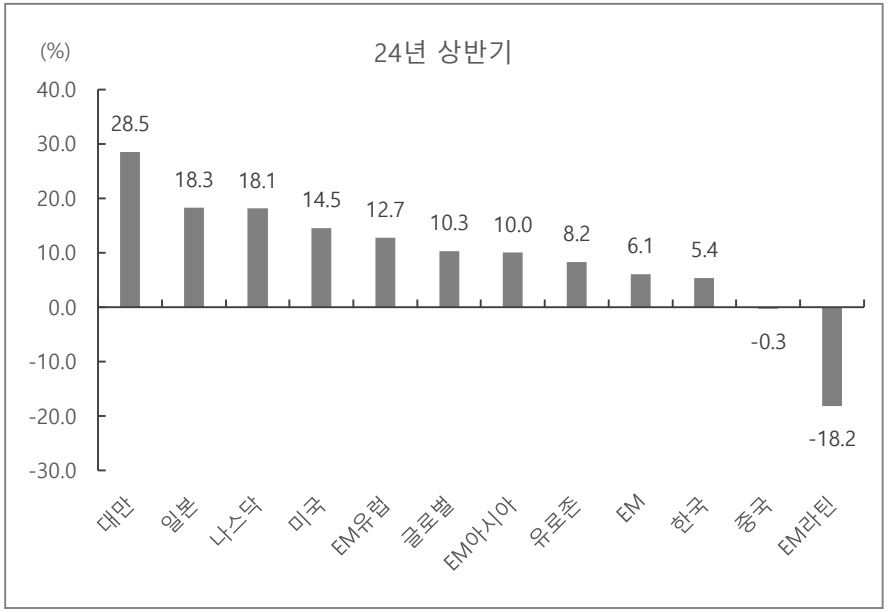
- 2024년 상반기 주요 자산군 수익률을 비교하면 국제유가, 금과 원자재 등 상품시장이 강세를 기록했으며 글로벌 주식과 사모주식 등도 양호한 수익률을 기록
- 반면, 2024년 상반기 주요국 채권 금리가 상승하며 글로벌 채권, 글로벌 리츠와 한국채권 지수 등 채권시장 수익률이 부진했음
- 2024년 글로벌 주식시장은 대만(28.5%), 일본과(18.3%) 나스닥(18.1%) 등 주식시장이 강세를 기록
- 반면 남미 신흥국과(-18.2%) 중국 상해종합지수(-0.3%) 등은 상대적으로 부진했음

2024년 상반기 글로벌 주요 자산군별 수익률




자료:Bloomberg, 현대차증권

2024년 글로벌 주요국 증시 수익률



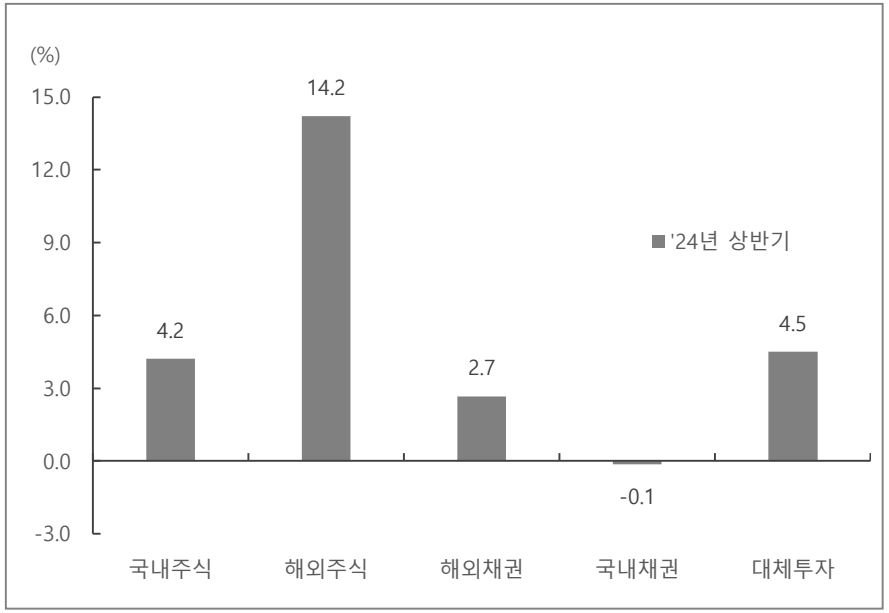

주: 대만은 TWSE, 일본은 Nikkei225, 미국은 S&P500, 유로존은 Euro Stoxx 50 등 주요 대표지수

자료:Bloomberg, 현대차증권

# 상반기 국내 및 해외 연기금 부분별 수익률

- 2024년 상반기 국내 연기금의 자산군 수익률을(평균) 비교하면 해외 선진국 증시 호조로 해외 주식이(14.2%) 가장 높은 수익률 기록했고 또한, 2024년 상반기 글로벌 채권 지수 하락에도 불구 해외채권도(2.7%) 상대적으로 양호한 수익률을 기록했음
- 한편, 2024년 상반기 해외 주요 연기금의 자산군 수익률은 주식과(9.0%) 사모주식에서(5.7%)  높은 수익률을 기록한 반면 채권과(-0.7%) 실물자산은(-0.7%) 상대적으로 부진한 수익률을 기록

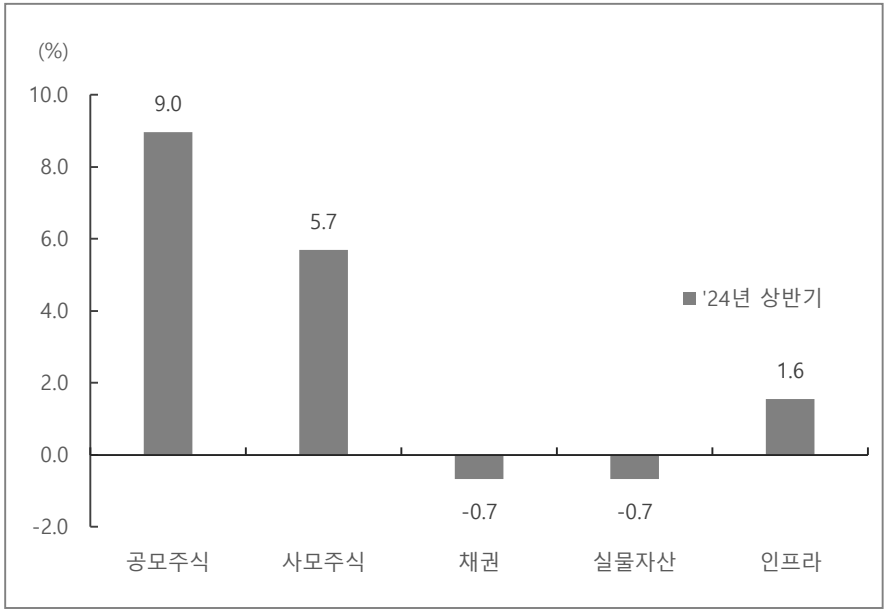
’24년 상반기 : 국내 연기금 자산군별 평균 수익률




주: 공무원연금은 5월까지, 국민연금은 4월까지 사학연금은 24년1분기 수익률 평균

자료:국민연금, 사악연금, 공무원연금, 현대차증권

‘24년 상반기: 해외 연기금 자산군별 평균 수익률




주: CalPER, ABP와 GPFG 2024년 1분기 자산군별 평균 수익률

자료: ABP, CalPERS, GPFG, 현대차증권

# 해외 주요 연기금 자산배분 동향

# 2024년, 캐나다 CPPI –주식 비중 확대, 대체비중 축소

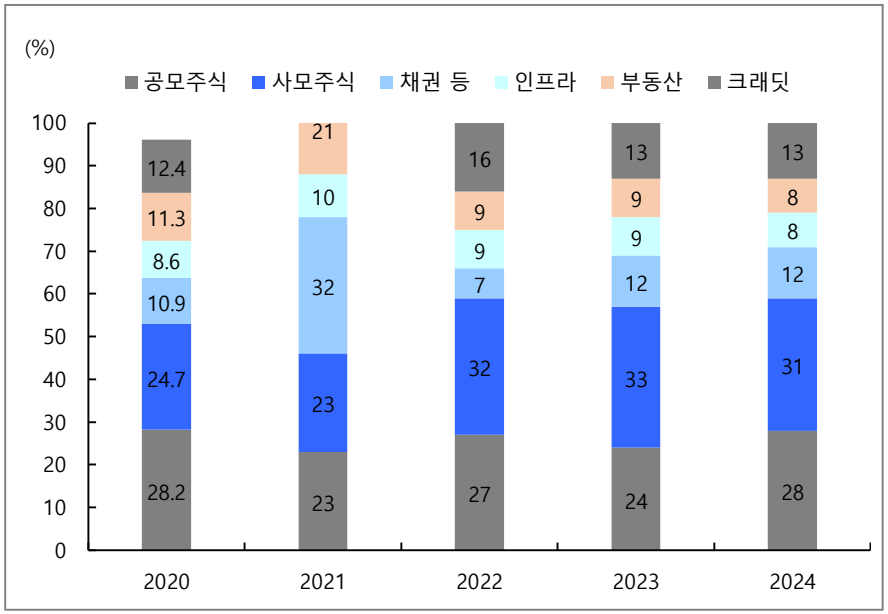
- 회계연도 2024년 (2023년4월부터 2024년3월말까지 +8.3%에 높은 수익률을 기록했지만 언론 보도에 따르면 2024년 마지막 회계 분기인 4분기는 ('24년1월~3월말까지) -0.8% 손실을 기록한 것으로 알려졌음
- 이는 해외 투자를 다각화한 CPPI가 올해 캐나다 달러 강세로 외환 손실이 발생했고 금리 상승으로 고정 수익 자산이 감소한 영향으로 해석됨
- 한편, 2024년 CPPI는 전년 대비 공모주식 비중을 +4.0%p로 크게 확대한 반면 사모주식 비중을 -2.0%p로 축소했음
- 더불어 2024년 전년 대비 인프라와 실물투자 자산 비중도 각각 -1.0%p 축소했음

2021년 이후 CPPI(캐나다 연기금) 자산군 비중

| 자산군/(%) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|---|---|---|---|
| 공모주식 | 23.0 | 27.0 | 24.0 | 28.0 |
| 사모주식 | 23.0 | 32.0 | 33.0 | 31.0 |
| 채권 등 | 32.0 | 7.0 | 12.0 | 12.0 |
| 크래딧 | 17.0 | 16.0 | 13.0 | 13.0 |
| 인프라 | 10.0 | 9.0 | 9.0 | 8.0 |
| 실물투자 | 21.0 | 9.0 | 9.0 | 8.0 |
| Cash & ARS | - | -27.0 | - | - |
| 수익률 | 20.4 | 6.8 | 1.3 | 8.0 |

주 : 단위(%)
자료: CPPI, 현대차증권

CPPI 자산배분 추이




주:CPPI 회계 연도는 매년 4월1일 시작 다음해 3월31일까지
자료: CPPI, 현대차증권

# CalPERS: 사모투자 비중을 40%까지 확대 계획

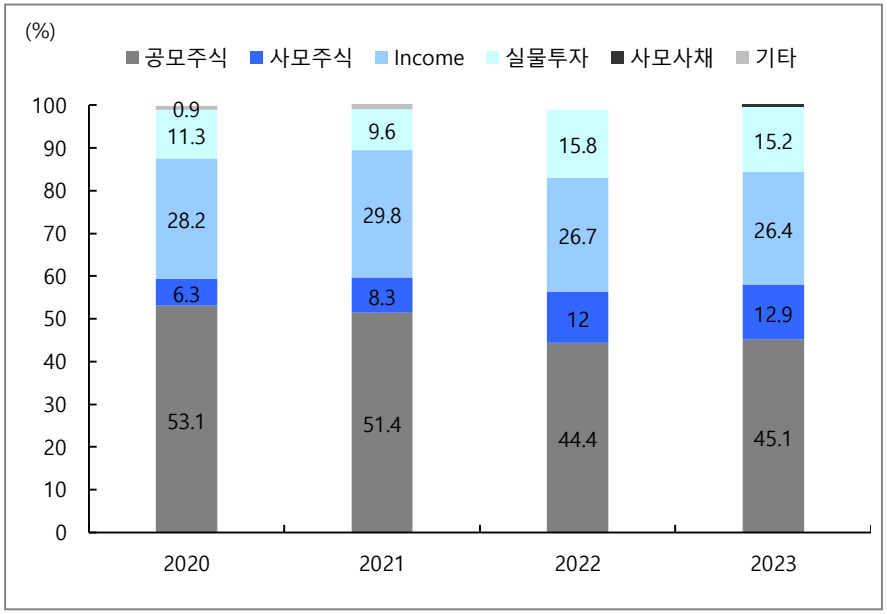
- '24년1분기, 미국 CalPERS의 전체 펀드 성과는 +3.3% 수익률을 기록했는데 주식(7.6%), 사모사채(2.5%), 사모주식(2.3%) 순으로 높은 수익률을 기록했음
- 반면, 2024년 1분기 CalPERS 자산군 중 실물투자와(-2.2%) Income형 투자는(-0.6%) 부진한 수익률을 기록했음
- 현재 CalPER는 전체 자산배분 중 30.6% 사모시장에 투자하고 있으며 궁극적으로 40%까지 비전통 시장 투자를 확대할 예정
- 또한, 2021년에는 사모주식 중 buyout 비중이 91%까지 높았지만 2022년부터 67.4%로 하락했고 현재는 사모주식 벤처투자(37%) 비중이 크게 확대된 반면 buyout 비중은 23%로 크게 축소되었음

2020년 이후 CalPERS 자산군별 비중

| 자산군/(%) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---|---|---|---|---|
| 공모주식 | 23.0 | 27.0 | 24.0 | 28.0 |
| 사모주식 | 23.0 | 32.0 | 33.0 | 31.0 |
| Income | 32.0 | 7.0 | 12.0 | 12.0 |
| 실물투자 | 17.0 | 16.0 | 13.0 | 13.0 |
| 사모사채 | 10.0 | 9.0 | 9.0 | 8.0 |
| 기타 | 21.0 | 9.0 | 9.0 | 8.0 |
| 수익률 | 4.7 | 21.3 | -6.1 | 5.8 |

자료:CalPERS, 현대차증권

CalPERS 자산배분 추이




자료: CalPERS, 현대차증권

# 네델란드 ABP: 선진국 주식 비중 확대

- '24년1분기 네델란드 ABP는 2.5% 수익률을 기록했는데 선진국 주식(11.5%), 상품과(8.8%) 신흥국 주식 (6.2%) 순으로 높은 수익률을 기록한 반면 장기국채(-3.2%), 국채와(-0.9%) 회사채(0.1%) 등이 부진한 수익률을 기록했음
- 2024년 네델란드 abp의 자산배분은 전년대비 선진국 주식과(+1.6%p) 국채(+0.6%p) 비중이 증가한 반면 장기국채(-0.7%p), 회사채(-0.2%p), 실물투자(-0.2%p) 등 자산의 비중이 전년 대비 감소했음

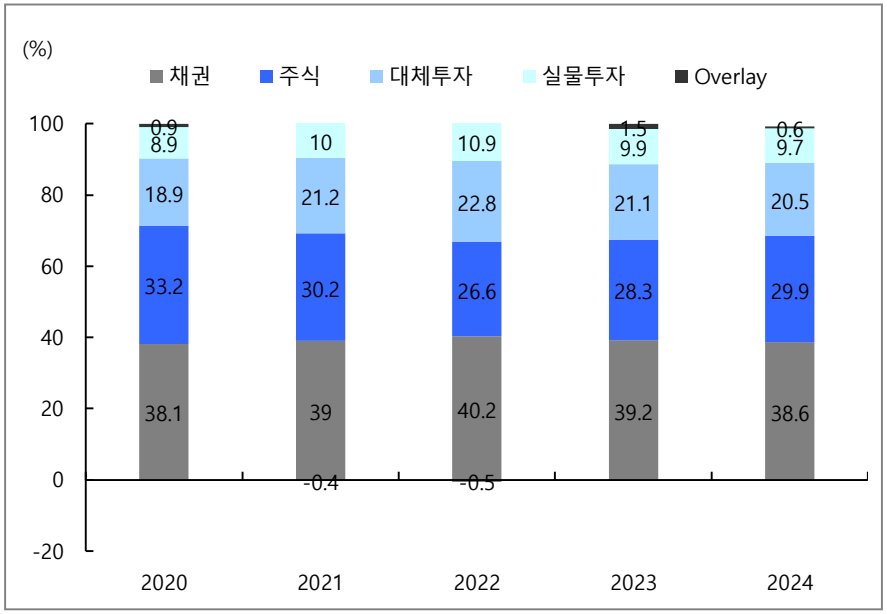
2020년 이후 네델란드 ABP 자산군 비중

| 자산군/(%) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | '24 1Q |
|---|---|---|---|---|---|
| 채권 | 38.1 | 39.0 | 40.2 | 39.2 | 38.6 |
| 주식 | 33.2 | 30.2 | 26.6 | 28.3 | 29.9 |
| 대체투자 | 18.9 | 21.2 | 22.8 | 21.1 | 20.5 |
| 실물투자 | 8.9 | 10.0 | 10.9 | 9.9 | 9.7 |
| Overlay | 0.9 | -0.4 | -0.5 | 1.5 | 0.6 |
| 수익률 | 6.2 | 11.4 | -17.6 | 9.3 | 2.5 |

주: Overlay는 이자율, 외환과 인플레이션 헤지 등 관련 손익

자료:ABP, 현대차증권

네델란드 ABP 자산배분 추이




자료: ABP, 현대차증권

# 국내 주요 연기금 자산배분 동향

# 2024년 국내 주요 연기금 자산배분 동향

- 최근 국내 주요 연기금의 자산군 비중은 국내채권 비중을 축소하는 반면 해외주식과 대체투자 비중을 지속 확대했음
- 2024년 국내 주요 연기금의 자산배분 추이를 분석하면 전년 대비 국내채권 비중이 -1.3%p 감소했고 대체투자 비중 또한 -0.4%p 감소했음
- 반면, 2024년 해외주식 비중은 전년 대비 2.2%p로 크게 확대되었으며 국내주식과 해외채권 비중은 전년과 유사한 수준을 유지하고 있음

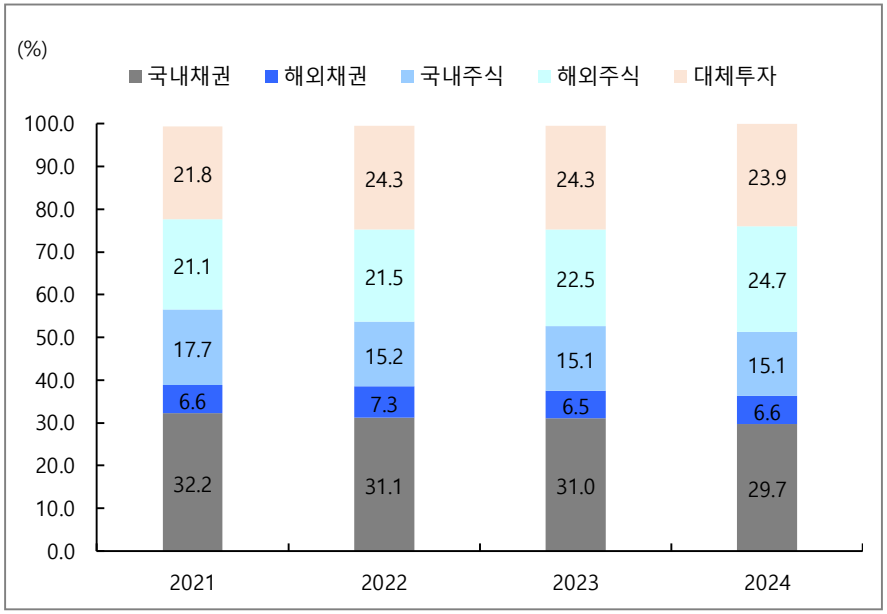
2020년 이후 국내 주요 연기금 자산군 비중

| 자산군/(%) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024년 |
|---|---|---|---|---|
| 국내채권 | 32.2 | 31.1 | 31.0 | 29.7 |
| 해외채권 | 6.6 | 7.3 | 6.5 | 6.6 |
| 국내주식 | 17.7 | 15.2 | 15.1 | 15.1 |
| 해외주식 | 21.1 | 21.5 | 22.5 | 24.7 |
| 대체투자 | 21.8 | 24.3 | 24.3 | 23.9 |

주: 연도별 국민연금, 공무원연금과 사학연금의 자산군별 평균 비중

자료:국민연금, 공무원연금, 사학연금, 현대차증권

국내 주요 연기금 자산배분 추이

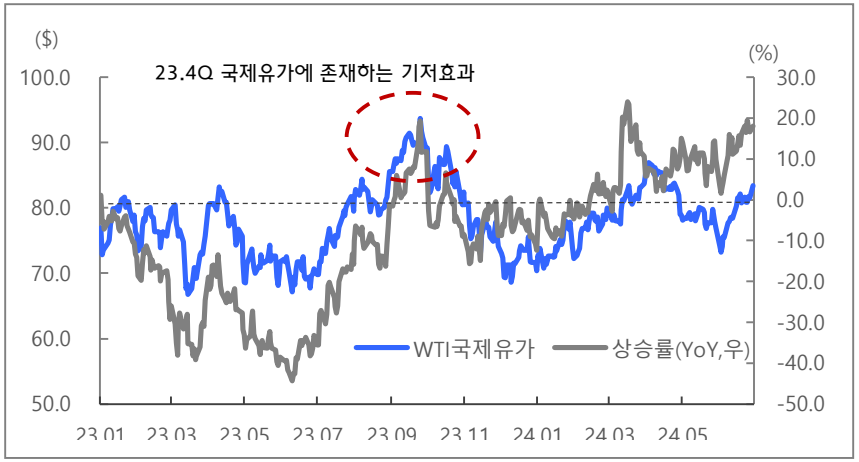



자료: 국민연금, 공무원연금, 사학연금, 현대차증권

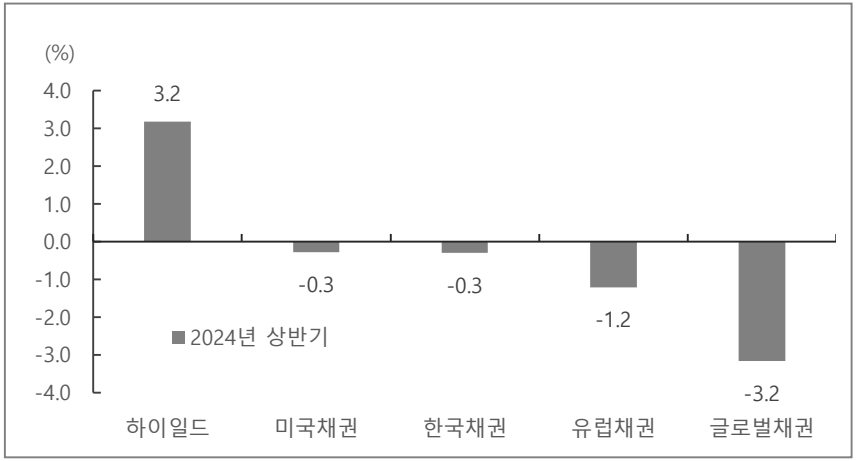
# 채권 비중 확대는 내년부터

- 2024년 상반기는 주식 중에 미국, 유럽과 일본 등 선진국 증시가 호조를 기록하며 국내 및 해외 연기금은 양호한 수익률을 기록할 수 있었음
- 반면, 채권시장 부진으로 국내 및 해외 연기금 채권 비중은 과거 대비 크게 축소된 상황
- 결국 하반기는 국내외 주요 연기금의 자산배분에 있어 채권시장 반등 시점에 관심이 높아질 수 밖에 없음
- 현재 미 연준은 11월 FOMC에서 금리를 인하할 가능성이 높다 판단되고 있음
- 또한, 11월초까지 미 대선 등 불확실성을 고려할 때 채권시장 반등 시점은 올 연말 정도로 기대되고 있음

'24년 4분기는 에너지가격이 CPI에 긍정적 작용 전망

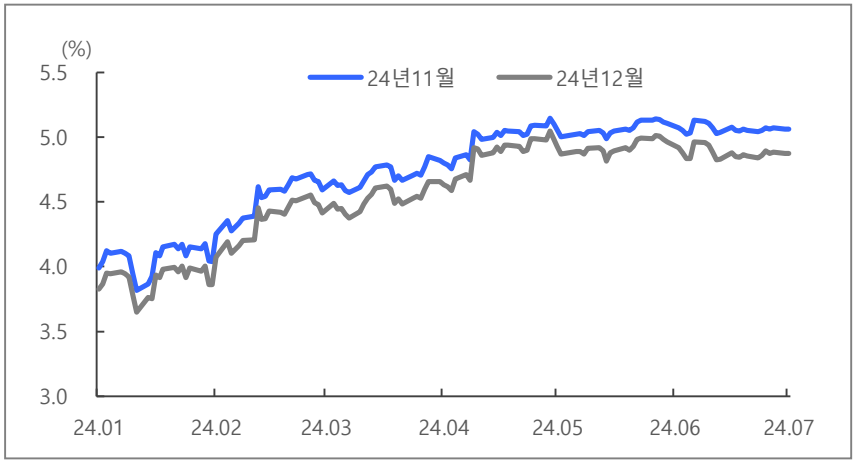



2024년 상반기 글로벌 주요 채권 수익률 비교




자료:Bloomberg, 현대차증권

WIRP 미국 선물시장 '24년 11월과 12월 금리 전망치 추이

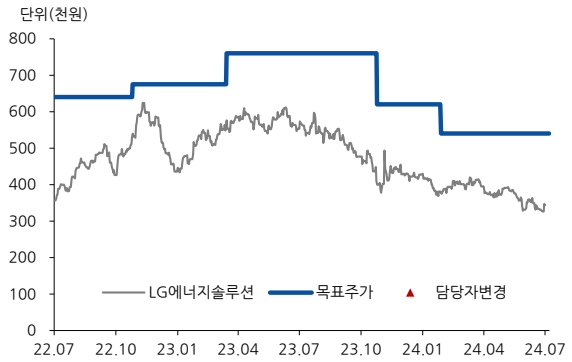



자료:Bloomberg, 현대차증권

### ▶ 투자의견 및 목표주가 추이

| 일 자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율(%) | |
|---|---|---|---|---|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2022.01.28 | BUY | 640,000 | -34.41 | -14.38 |
| 2022.07.28 | AFTER 6M | 640,000 | -26.76 | -17.34 |
| 2022.10.27 | BUY | 675,000 | -22.09 | -7.56 |
| 2023.03.16 | BUY | 760,000 | -26.18 | -19.47 |
| 2023.09.16 | AFTER 6M | 760,000 | -38.09 | -33.29 |
| 2023.10.26 | BUY | 620,000 | -32.40 | -20.40 |
| 2024.01.29 | BUY | 540,000 | -30.09 | -22.31 |
| 2024.07.03 | BUY | 540,000 | | |

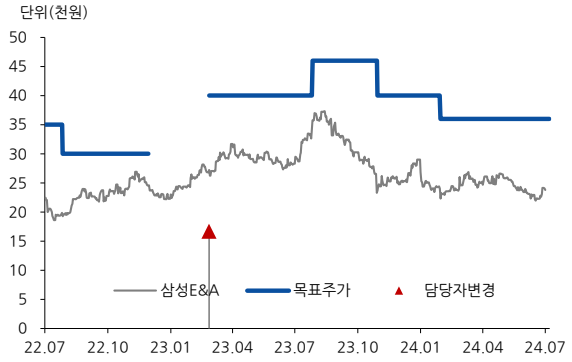
### ▶ 최근 2년간 LG에너지솔루션 주가 및 목표주가




### ▶ 투자의견 및 목표주가 추이

| 일 자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율(%) | |
|---|---|---|---|---|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2022.01.28 | BUY | 35,000 | -32.31 | -20.43 |
| 2022.07.28 | BUY | 30,000 | -22.03 | -10.33 |
| 2023.01.28 | AFTER 6M | 30,000 | -11.45 | -6.17 |
| 2023.02.27 | 담당자 변경 | 담당자 변경 | - | - |
| 2023.02.27 | BUY | 40,000 | -26.09 | -15.50 |
| 2023.07.28 | BUY | 46,000 | -29.78 | -18.91 |
| 2023.10.31 | BUY | 40,000 | -36.45 | -27.50 |
| 2024.01.31 | BUY | 36,000 | -31.84 | -25.42 |
| 2024.07.03 | BUY | 36,000 | | |

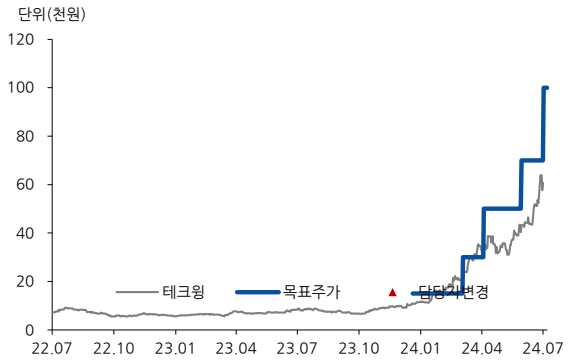
### ▶ 최근 2년간 삼성E&A 주가 및 목표주가



## ▶ 투자의견 및 목표주가 추이

| 일 자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율(%) | |
|---|---|---|---|---|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2023.12.21 | BUY | 15,000 | 4.23 | 48.67 |
| 2024.03.05 | BUY | 30,000 | 0.23 | 17.83 |
| 2024.04.05 | BUY | 50,000 | -27.40 | -13.00 |
| 2024.05.31 | BUY | 70,000 | -28.70 | -8.86 |
| 2024.07.03 | BUY | 100,000 | | |

## ▶ 최근 2년간 테크윙 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 (2023.07.01~2024.06.30)

| 투자등급 | 건수 | 비율(%) |
|---|---|---|
| 매수 | 156건 | 91.2% |
| 보유 | 15건 | 8.8% |
| 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.