Morning Meeting Notes

2025-03-18

내일의 차이 현대차증권

What's Inside
인터넷/게임(OVERWEIGHT) GAME START
녹십자(BUY/210,000) NDR후기: 알리글로는 기어 올리는 중, 1분기는 뒤늦은 독감의 수혜가 기대

주식시장
국내 증시는 외국인의 대규모 순매수세에 힘입어 상승 마감. 업종별로는 실적 개선 기대감과 엔비디아 개발자 회의 GTC 2025 기대감이 겹치며 반도체주 강세 시현. 특히 삼성전자는 5%대 급등.
한화시스템, 한국항공우주 등 방산 종목도 급등
미국 증시는 상승 마감. 미국 2월 소매 판매가 예상보다 부진했으나 1월의 급감 충격에선 벗어나며 회복하고 있다는 점에 투자자들은 주목. 이에 경기 침체 우려가 완화되며 저가 매수 유입. 업종별로는 임의소비재를 제외한 모든 업종이 상승. 특히, 우량주와 전통 산업 관련주가 강세를 보였으며, 다우지수가 0.9% 가까이 상승함

금리&환율
국고채 금리는 혼조 마감. 국고채 금리는 금주 및 차주 빅 이벤트 대기하며 뚜렷한 방향성 없는 거래량 얇은 장세 연출
미국채 금리는 혼조 마감. 2월 핵심 소매판매 호조로 단기물 금리는 상승. 그러나, 분트 장기물의 강한 매수세로 독일 장기 국채 수익률이 급락하며 미국채 10년물 금리에 하방 압력이 작용해 하락
원/달러 환율은 5.90원 하락한 1,447.90원에 마감. 환율은 코스피 상승 등 전체적으로 위험선호 양상이 나타나며 하락했으나 FOMC 회의, BoJ 금정위 등 큰 이벤트를 앞둔 상황에서 낙폭은 제한
달러인덱스는 유로화 강세, 미국 소매판매 지표 혼재, 뉴욕연은 제조업 PMI 급락에 영향받아 103.40으로 하락

News (Trump watch)
트럼프, 자동차 업계 CEO들에게 "안전벨트 매라"
트럼프 대통령은 미국 자동차 메이커 '빅3' CEO들과 통화에서 "모두들 안전벨트를 매라"고 말하며, 관세 부과가 불가피하다는 메시지를 전달
이는 관세가 결국 부과될 것임을 암시하며, CEO들이 더 이상 반대하지 않도록 유도한 것으로 해석됨

New Publications
[게임] GAME START(2025-03-17)
[중국주식] 2025 중국 경제/증시 전망: Part.2 시진핑 4연임을 위한 전환점(2025-03-14)
[전기전자] 유리 기판, 다가올 미래에 준비하자(2025-03-13)
[반도체] MWC 2025 방문 후기 및 투자 활용법(2025-03-11)
[건설/부동산] 아파트 멀리보기(2025-03-07)
[정유화학] 미국 LNG가 온다(2025-03-06)
[IT/모빌리티] CES 2025 방문 후기 및 투자 활용법(2025-01-15)
[태양광] 태양광, 반등의 서막(2025-01-15)

Rating, Target Price Changes

삼성SDI	BUY	320,000 원	▷	BUY	240,000 원	(2025-03-17)
켐트로닉스	INITIATION		▷	BUY	40,000 원	(2025-03-13)
한국항공우주	BUY	72,000 원	▷	BUY	98,000 원	(2025-03-11)
칩스앤미디어	BUY	30,000 원	▷	BUY	23,000 원	(2025-03-11)
성광벤드	BUY	27,000 원	▷	BUY	37,000 원	(2025-03-06)
SNT에너지	BUY	35,000 원	▷	BUY	43,000 원	(2025-03-06)
SK이노베이션	BUY	150,000 원	▷	BUY	160,000 원	(2025-03-06)
SK스퀘어	BUY	110,000 원	▷	BUY	130,000 원	(2025-02-27)
대한제강	BUY	18,100 원	▷	BUY	21,000 원	(2025-02-26)
코스맥스	BUY	180,000 원	▷	BUY	210,000 원	(2025-02-25)
현대로템	BUY	87,000 원	▷	BUY	114,000 원	(2025-02-25)
클리오	BUY	47,000 원	▷	BUY	25,000 원	(2025-02-24)
와이지엔터테인먼트	BUY	55,000 원	▷	BUY	70,000 원	(2025-02-21)
롯데지주	BUY	30,000 원	▷	BUY	27,000 원	(2025-02-20)
한국철강	BUY	11,500 원	▷	BUY	10,500 원	(2025-02-20)

외국인 순매수

순매수	금액(백만)
삼성전자	494,096
한화에어로스페이스	112,955
한화시스템	46,921
한국항공우주	45,440
삼성중공업	30,603

국내기관 순매수

순매수	금액(백만)
삼성전자	227,409
SK하이닉스	87,174
KODEX 레버리지	85,738
KODEX 코스닥150레버리지	39,914
현대로템	23,496

외국인 순매도

순매도	금액(백만)
두산에너빌리티	-54,026
기아	-37,147
한화비전	-24,136
KODEX 200선물인버스2X	-17,081
LG에너지솔루션	-16,660

국내기관 순매도

순매도	금액(백만)
KODEX 200선물인버스2X	-85,869
씨케이솔루션	-29,276
두산에너빌리티	-26,506
알테오젠	-22,271
더존비즈온	-21,299

국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,610.69	+1.73	+0.01
대형주	2,603.37	+1.99	+0.00
중형주	2,909.80	+0.50	+0.20
소형주	2,181.68	+0.29	+0.61
KOSDAQ	743.51	+1.26	-3.25

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	2,079	-2,954	-205
누적순매수(D-20)	19,149	-54,817	7,381

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	189,471	163,543	202,151

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	71.92	+0.32	-0.22
금융	478.91	+1.29	-2.93
운수장비	3,346.14	+2.68	+8.13
유통	352.19	+1.31	+3.39
음식료	3,852.01	+1.16	+0.22
의약품	16,141.41	+1.24	-5.06
전기전자	23,466.66	+3.04	-0.96
철강금속	5,445.59	+0.34	+13.48
화학	3,493.79	-0.52	-0.65
유틸리티	745.88	-0.28	+5.45
통신	461.23	+1.19	+2.19

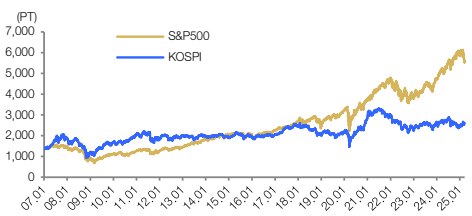
해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	5,675.12	+0.64	-7.19
NASDAQ	17,808.66	+0.31	-11.08
일본	37,396.52	+0.93	-4.54
중국	3,426.13	+0.19	+2.09
독일	23,154.57	+0.73	+1.56

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	2.60	+0.50	-2.20
국고채 (10년)	2.81	-0.80	-6.40
은행채AAA (3년)	2.88	+1.00	-2.40
미국국채 (2년)	4.05	+2.70	-21.60
미국국채 (10년)	4.30	-1.35	-17.65

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,447.90	-0.41	+0.43
원/백 엔	970.36	-0.79	+1.91
원/위안	200.17	-0.34	+0.84
달러/유로	1.09	+0.40	+4.19
위안/달러	7.23	-0.06	-0.41
엔/달러	149.21	+0.39	-1.45
Dollar Index	103.40	-0.33	-3.11

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	67.58	+0.60	-4.47
금 (usd/oz)	3,006.10	+0.17	+3.63
BDI	1,669.00	+1.15	+110.73
천연가스(NYMEX)	4.02	-2.10	+7.87

KOSPI, S&P 추이



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.

인터넷/게임

GAME START

OVERWEIGHT

Analyst 김현용 hykim@hmsec.com

콘솔/PC를 주력 플랫폼으로 게임 IP 라이프사이클 장기화에 집중하는 일본

- 소니, 닌텐도와 같이 콘솔 시장 그 자체인 기업들 외에도 캡콤, 세가 사미, 스퀘어 에닉스, 코나미 등 대다수 일본 게임사들은 콘솔/PC 게임들이 매출 및 개발 라인업의 주력을 구성하는 것이 특징. 독보적인 생태계를 구축한 닌텐도, 몬스터 헌터와 레지던트 이블을 보유한 캡콤은 대규모의 외부 M&A가 없더라도 두 자리수 성장률 지속에 자신 있는 모습. 한편, 세가 사미나 코나미처럼 IP 파워가 상대적으로 약한 기업들의 경우 모바일 게임 시장 진입이나 M&A에 적극적인 기조. 다만, 공통적인 부분은 확실한 캐쉬카우를 기반으로 안정적인 흑자 기조를 유지하고, 콘솔/PC향 게임 IP를 장기 존속시켜 긴 라이프사이클에서 수익화를 시도하고 있는 점
- 자본시장에서의 평가 및 주가 트렌드가 한국 게임사들 대비 높은 것은 유저들의 IP 충성도가 높은 콘솔/PC 플랫폼을 기반으로 하고 있어 태생적인 변동성에도 불구하고, 이익이 장기적으로 성장하는 점이 가장 큰 이유. 아울러 대부분의 일본 게임사들은 배당성향 30~50%를 유지하고 있어 한국 게임사들 대비 주주환원 측면에서도 우위를 점하고 있다고 판단
- 일본 게임 시장은 2024년 역성장한 것으로 파악되는데, 올해는 스위치2 출시가 3~4개월 앞으로 다가온 만큼 콘솔 시장을 중심으로 강한 반등이 확실시

한국 게임사들도 콘솔 워밍업은 마쳤고, 올해부터 진검 승부를 위한 라인업 대거 출시

- 한국 게임사들도 넥슨, 크래프톤을 필두로 올해 하이엔드 콘솔/PC 게임을 대거 출시할 계획. 데이브 더 다이버, 퍼스트 디센던트 등 콘솔 흥행작을 이미 보유한 넥슨은 올해도 퍼스트 버서커: 카잔, 아크 레이더스 등의 콘솔/PC 라인업을 출시할 예정. 크래프톤도 올해 인조이, 서브노티카2를 통해 콘솔 시장 존재감을 각인시키고, 매년 1~2개의 프로젝트를 꾸준히 시장에 선보일 계획. 그 밖에도 넷마블, 엔씨소프트, 펄어비스 등의 게임사도 올해 중대형급 콘솔 신작 출시를 앞두고 있는 상황. 점진적인 한국 게임사들의 밸류에이션 리레이팅을 기대

한일 주요 게임기업 비교

기업명	대표 게임 시리즈	IP 게임외 확장	콘솔/PC 비중	Forward P/E
닌텐도	슈퍼 마리오, 젤다의 전설, 포켓몬	O	100%	30.3
반다이 남코	엘든링, 철권, 드래곤볼	O	70%	24.8
코나미	e풋볼, 프로야구 스피리츠		30%	25.7
캡콤	몬스터 헌터, 레지던트 이블, 스트리트 파이터	O	100%	25.9
스퀘어에닉스	파이널 판타지, 드래곤 퀘스트	O	70%	25.9
세가 사미	소닉, 페르소나, 용과 같이	O	80%	13.3
넥슨	던전앤파이터, 메이플 스토리, FC		57%	17.1
크래프톤	PUBG		37%	15.0
넷마블	세븐 나이츠		< 20%	18.8
엔씨소프트	리지니, 아이온		22%	16.9
시프트업	승리의 여신: 니케, 스텔라 블레이드		30%	20.1

자료: 각 사, 현대차증권

녹십자 (006280)

Analyst 여노래 noraeyeo@hmsec.com
RA 김현석 heunseok0419@hmsec.com

NDR후기: 알리글로는 기어 올리는 중, 1분기는 뒤늦은 독감의 수혜가 기대

BUY **TP 210,000원**

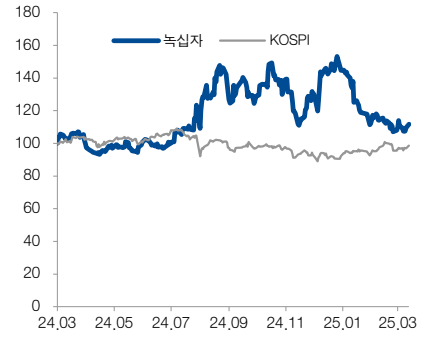
현재주가 (3/17)	130,900원
상승여력	60.4%
시가총액	1,530십억원
발행주식수	11,687천주
자본금/액면가	58십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	179,500원/109,100원
일평균 거래대금 (60일)	9십억원
외국인 지분율	19.61%
주요주주 지분율	
녹십자홀딩스 외 13인	51.42%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-3.2	-23.1	-16.5
상대주가(%p)	-3.2	-27.7	-17.6

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(24F)	EPS(25F)	T/P
Before	-2,960	4,405	210,000
After	-2,960	4,405	210,000
Consensus	276	2,275	189,818
Cons. 차이	-1172.5%	93.6%	10.6%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

수출입 데이터로 떨리던 시간은 그만. 걱정 없이 알리글로는 순항 중

- 녹십자의 매출 성장의 핵심인 알리글로는 2025년 1억 달러(약 1,448억 원) 가이던스 유지, 연말 누적 1,000명의 환자 투약을 기대. 2025년의 알리글로 매출은 매 분기 일정한 형태가 아닌 분기별로 변동성이 존재하며, 1/4분기에 낮은 매출과 2/3분기 높은 매출을 기록할 것으로 예상
- 1분기의 미국에서 매년 초 수급자의 Healthcare policy renew(보험정책 갱신)을 진행, 고액의 약물인 경우 계속해서 맞아야 하는지 스크리닝 하는 작업이 진행. 알리글로와 같은 IVIG는 고액의 의약품으로 분류되어 보험사에 Prior authorization(사전승인심사)를 신청, 허가까지 약 1개월의 기일이 소요되어 환자들은 2월부터 투약 가능. 이에 따른 1분기 정상 투약일수가 감소
- 작년 하반기부터 판매되기 시작한 알리글로는 기본적으로 안전재고로 재고물량이 축적이 되어있는 상태. 1분기는 기본 물량이 줄고, 재고수준이 높아 재고가 충당해서 판매되는 구조. 2분기부터 다시 매출이 올라올 예정으로, 2025년의 매출 계획은 예정대로 1분기보다 2분기가, 그리고 상반기보다 하반기가 높은 매출을 기록할 것으로 예상
- 관세에 대한 우려는 제한적. 다만 리스크에 대비하는 측면에서 3월 많은 물량이 선적될 것. 또한 혈장을 현재 미국에서 원료를 공급받아 후공정으로 항체를 정제한 뒤, 다시 미국에 판매하는 방식이고, 현재 쇼티지로 충분한 공급이 되고있지 않은 의약품이며, 자국민을 위한 의약품이기 때문에 관세대상이 되기는 어려울 것으로 예상
- 혈액원 ABO홀딩스의 매출은 500억~600억으로, 영업 손실 120~130억 규모. 아직 6개의 혈액원이 전부 가동되지 않는 상태. FDA에서 승인받은 혈액원이 3개이기에 판매량이 부족. 올해 남은 3개의 FDA 승인절차를 마무리하고 하반기~2026년 초 추가 증설 중인 2개까지 오픈 예정. 26년 BEP, 27년 흑자전환 가능할 것으로 기대. 하지만 이익보다 혈액을 안정적으로 공급하는 목적이었기 때문에 수직계열화 예정. 올해까지 계약된 곳에는 납품하면서 알리글로의 원가 변동 없음. 26년 정도에 실질적으로 알리글로의 원료로 납품되면서 마진개선 기대. 알리글로의 원가율은 3~4%는 개선 가능할 것으로 예상
- 주요 경쟁사 중 ADMA의 경우 2024년 매출 6,169억 원으로 2023년 매출 3,732억 원을 크게 상회하였으며, IVIG 시장이 계속해서 기대보다 높은 성장이 가능하다는 것을 증명. 2030년 고령화로 면역질환 환자의 증가와 진단율 증가로 IVIG시장은 200억 달러(28.9조 원)시장이 될 것으로 기대

독감 치료제와 백신사업부 모두 기대 이상, 헌터라제 판매 국가도 확장된다

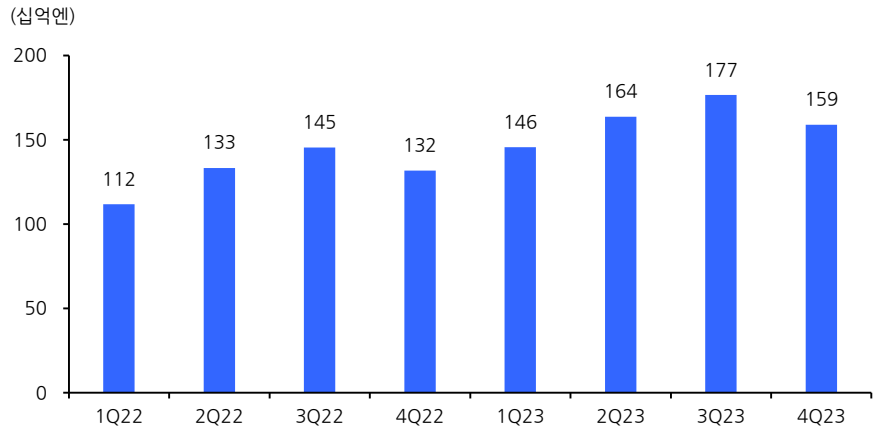
- 뒤늦은 독감의 유행으로 2025년 1분기 중 1월 초에 테라미플루(독감 치료제)와 지씨플루(독감 백신)의 매출이 추가로 100억 발생할 것으로 기대
- 배리셀라(수두백신)의 매출을 약 300억원을 목표로, 백신류는 OPM 20~30% 마진율이 높은 제품군. 또한 국내 유일 조류독감백신을 녹십자는 허가받은 상태. 조류독감의 유행으로 포스트 판데믹이 발생 시 빠르게 제조/공급할 수 있는 제반을 보유
- 헌터라제는 현재 중장기적으로 튀르키예, 인도, 브라질 등의 국가로 진출 예정. 선진국에서도 현재 판매되고 있는 다케다사의 엘라퍼레이즈를 장기복용 한 환자들 중 내성이 발생한 환자들에게 전환하여 투약하는 시장으로도 전략을 구축

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	1,711	81	65	146	5,601	-46.9	23.1	1.1	14.6	5.0	1.4
2023	1,627	34	-27	110	-2,279	적전	NA	1.1	20.7	NA	1.2
2024F	1,680	32	-35	113	-2,960	적지	NA	1.7	26.8	NA	0.8
2025F	1,896	100	51	177	4,405	흑전	29.7	1.2	14.2	4.1	1.1
2026F	2,192	175	118	247	10,055	128.3	13.0	1.1	9.8	8.8	1.1

* K-IFRS 연결 기준

〈그림1〉 다케다 PDT(Plasma-Derived Therapies) 매출 추이

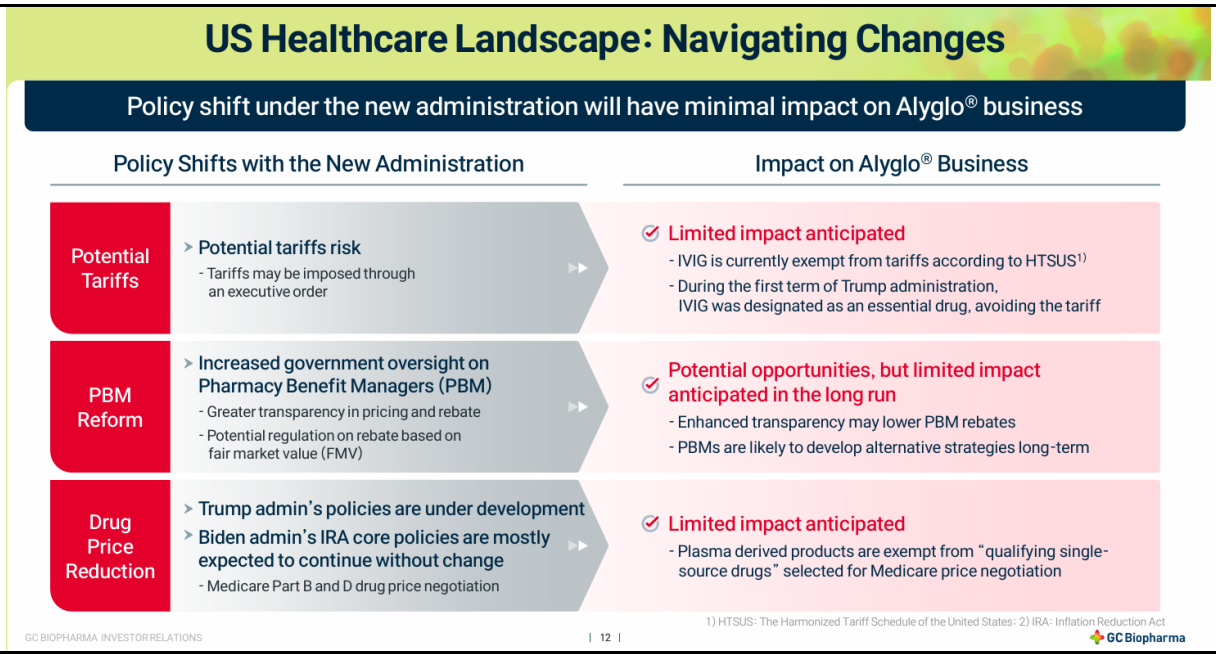


자료 : Takeda, 현대차증권

〈그림2〉 AMDA의 IVIG 시장 규모 예상

자료 : AMDA JPM Presentation, 현대차증권

〈그림3〉 미국시장 동향과 대응

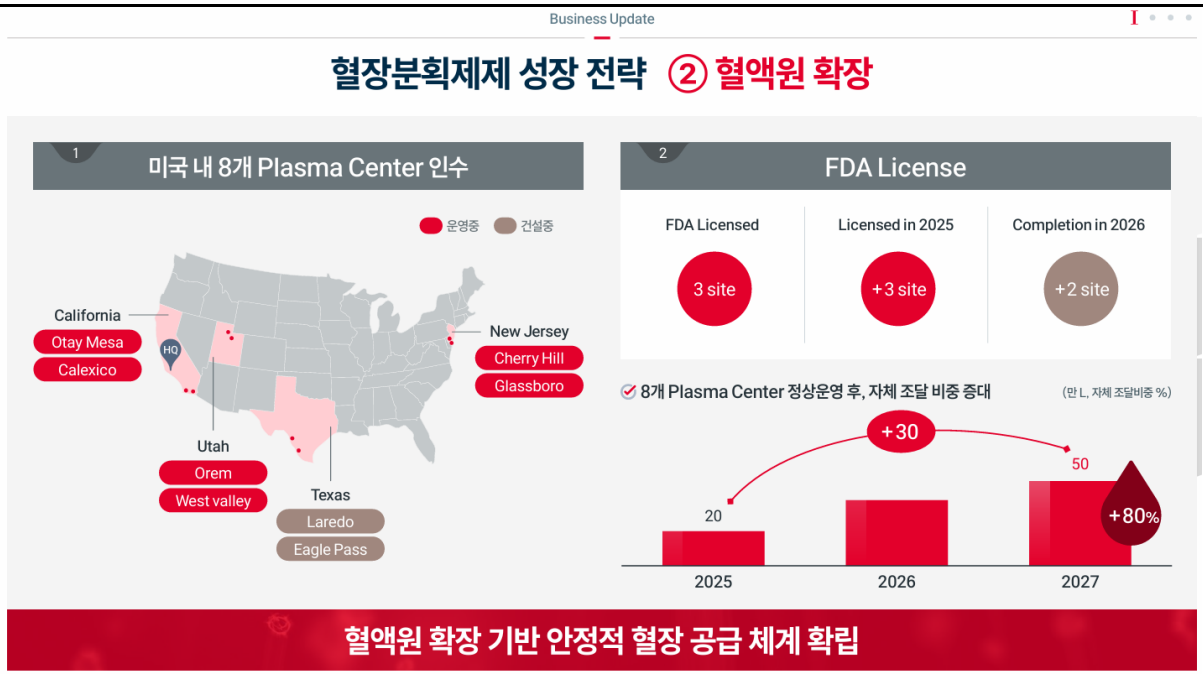


자료 녹십자, 현대차증권

〈그림4〉 알리글로 판매 지역

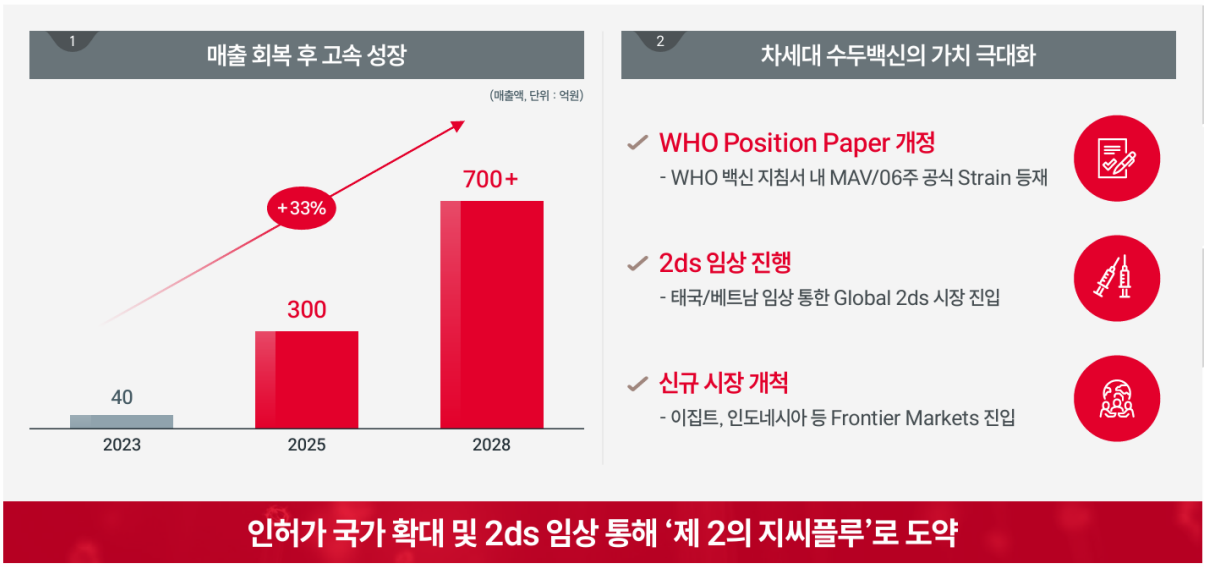
자료 녹십자, 현대차증권

〈그림5〉 녹십자 혈액원 정보



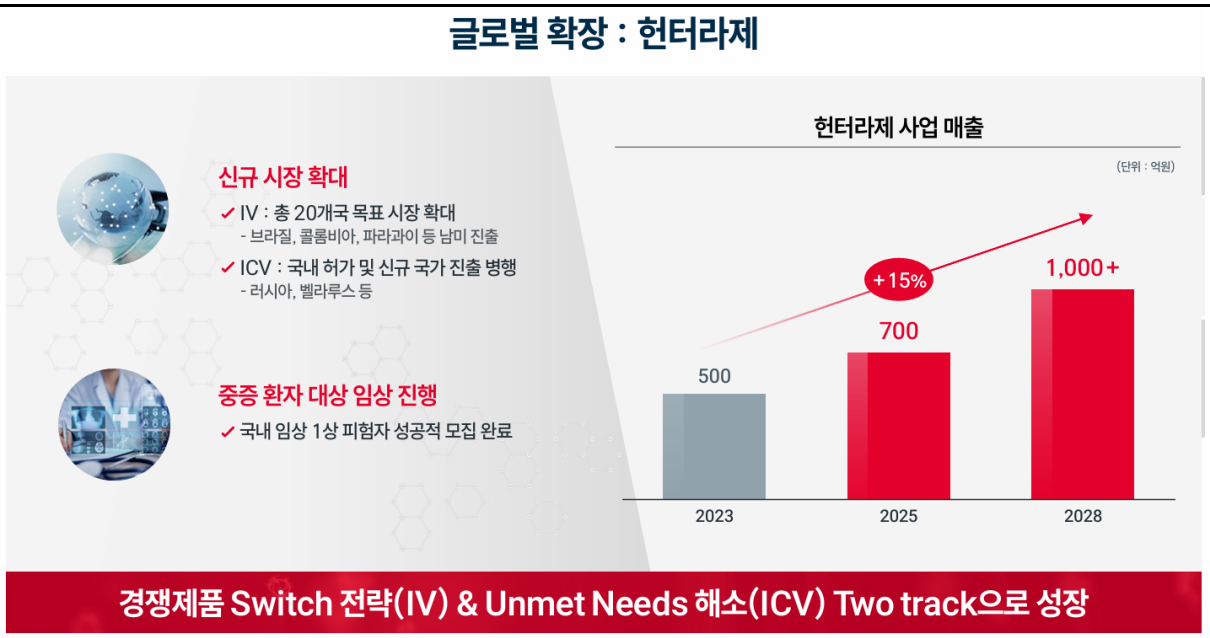
자료 녹십자, 현대차증권

〈그림6〉 수두백신 배리셀라의 글로벌 확장 및 매출 성장 예상



자료 녹십자, 현대차증권

〈그림7〉 헌터라제 글로벌 확장 전략

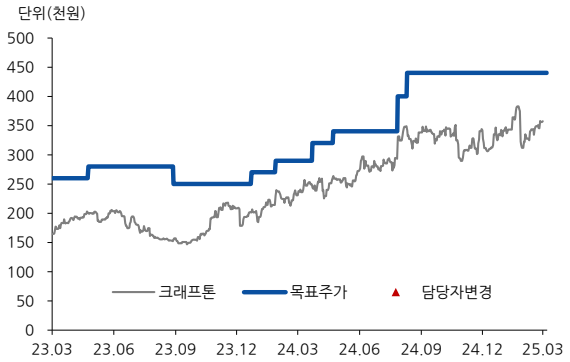


자료 녹십자, 현대차증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.02.09	BUY	260,000	-31.07	-21.92
2023.05.10	BUY	280,000	-35.65	-26.61
2023.09.14	BUY	250,000	-26.90	-12.80
2024.01.08	BUY	270,000	-23.67	-17.41
2024.02.13	BUY	290,000	-18.95	-11.38
2024.04.08	BUY	320,000	-23.04	-18.75
2024.05.09	BUY	340,000	-19.79	-12.65
2024.08.13	BUY	400,000	-15.72	-12.75
2024.08.27	BUY	440,000	-24.98	-12.95
2025.02.27	AFTER 6M	440,000	-20.83	-18.64
2025.03.18	BUY	440,000		

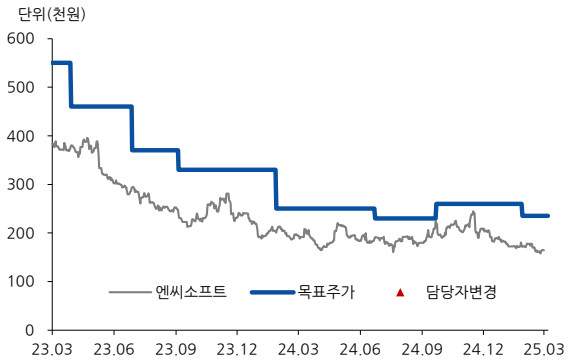
▶ 최근 2년간 크래프톤 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.11.14	BUY	550,000	-21.63	-12.82
2023.04.14	BUY	460,000	-26.92	-14.02
2023.07.14	BUY	370,000	-29.29	-21.35
2023.09.21	BUY	330,000	-29.64	-14.85
2024.02.13	BUY	250,000	-23.19	-12.00
2024.07.09	BUY	230,000	-19.15	-2.39
2024.10.08	BUY	260,000	-23.18	-5.96
2025.02.13	BUY	235,000	-28.05	-24.09
2025.03.18	BUY	235,000		

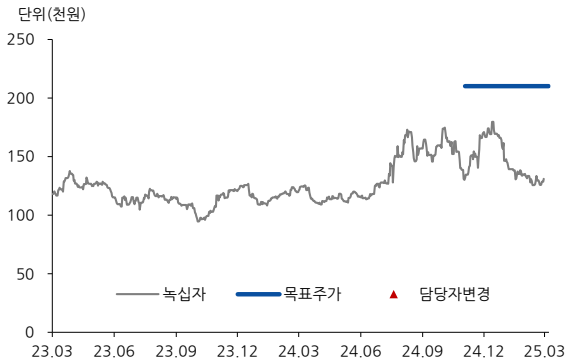
▶ 최근 2년간 엔씨소프트 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.11.20	BUY	210,000	-30.17	-14.52
2025.03.18	BUY	210,000		

▶ 최근 2년간 녹십자 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 (2024.01.01~2024.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	170건	93.9%
보유	11건	6.1%
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.