

# Morning Meeting Brief

## Strategy

### [주간 킨틴전시 플랜] 정치적 불확실성 지속, Worst Case 경로 및 대응전략 재점검

- 국내 정치 불확실성 가세 = KOSPI Worst Case 가능성 확대
- 저점 확인하는 과정 험난하지만, 추세 반전은 시간 문제
- 美 금리인하 기대 정상화, 유럽/중국 경기부양, 정치 불확실성 완화 = KOSPI 반등

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

## FX

### 엔화 투자 매력은?

- 국내 정치 불확실성 빠르게 해소될 경우, 환율 되돌림 예상
- 중장기적 관점에서 원화대비 유리한 엔화
- 1) 성장세 개선, 2) 통화/재정정책 공조, 3) 내국인 해외수요 약화에 기인

이주원. joowon.lee2@daishin.com

## 산업 및 종목 분석

### [4Q24 Preview] 제일기획: 저점 찍고, 이제 상승

- 4Q24 GP 4,5천억원(+5% yoy), OP 831억원(+9% yoy) 전망
- 주요 광고주의 실적과 무관하게 제일기획 실적은 꾸준히 상승
- 24E DPS 1.2천원, 3주 투자 수익률 7% 수준

김희재. hjaeje.kim@daishin.com

### [Issue&News] 항공운송업: 항공산업 외환시장 안정과 주요국 정치적 관계가 중요

- 계엄사태와 탄핵정국으로 외환시장 변동성 심화, 항공수요 둔화 우려 과도
- 박근혜 대통령 탄핵 시기 살펴볼 때, 탄핵의 항공 수요 영향은 제한적
- 외환시장 안정, 주요국 정치관계에 이상 없다면 항공수요 큰 변화 없을 것

양지환. Jihwan.yang@daishin.com

### [Industry Report] 동트기 전 새벽이 가장 어두운 법

- 타이어 업종에 대해 1) 바텀피싱, 2) 경기 방어주 컨셉에서 투자 기회 모색
- 타이어 업종에 대한 두가지 투자아이디어와 네가지 투자 포인트 제시
- 종목 선호도: 넥센타이어 > 금호타이어 > 한국타이어

김귀연. Gwiyeon.kim@daishin.com

**[Issue&News] 한국타이어앤테크놀로지: 바닥을 디더줄 모멘텀 필요**

---

- 12/11일 거래조건 충족될 경우, 한온시스템 대한 유증 자금 납입 예정
- '25년 1) M&A 불확실성 완화, 2) 한온 실적 개선에 따라 주가 회복 예상
- 현재로서는 여전히 불확실성이 큰 상황으로 보수적인 입장 견지

김귀연. Gwiyeon.kim@daishin.com

---

**[Initiation] 금호타이어: 안정적인 실적 기대되는 성장**

---

- TP는 '24~25년 EPS 1,210원 \* 5.7배 적용(글로벌 평균에 30% 할인)
- 2025년 글로벌 가동률 안정화/비용 관리 통한 안정적인 수익성 예상
- 1) 광주공장 단계적 이전, 2) 유럽 증설 발표 통한 모멘텀 발현 예상

김귀연. Gwiyeon.kim@daishin.com

---

**[Initiation] 넥센타이어: 2025년도 유럽과 함께, 그리고 미국까지**

---

- '25년 1) 美 대응 물량 증설 발표, 2) 유럽 램프업에 따른 모멘텀 지속
- 3Q24 1) 미국 거래선 이슈, 2) 유럽 초기 가동에 따른 실적/주가 부진
- 2025년 고인치/EV 타이어 중심 유럽 RE 시장 호조 예상. 동사 수혜 기대

김귀연. Gwiyeon.kim@daishin.com

---

**[Issue comment] 파트론: 기업가치 제고 : 신성장 매출 확대, 자사주 소각**

---

- 기업가치 제고 계획 발표 1) 28년 2.2조원 매출 2) 15% 자사주 소각
- 신성장, 전장 및 센서(반도체 패키징)의 매출은 28년 1.2조원 추정
- 적극적인 주주환원 정책(자사주 소각, 추가 매입 등)은 긍정적 평가

박강호. kangho.park@daishin.com

---

## [주간 퀀틴전시 플랜]

## 정치적 불확실성 지속.

## Worst Case 경로 및 대응전략 재점검

- 국내 정치 불확실성 가세 = KOSPI Worst Case 가능성 확대.
- 저점 확인하는 과정 험난하지만, 추세 반전은 시간 문제
- 美 금리인하 기대 정상화, 유럽/중국 경기부양, 정치 불확실성 완화 = KOSPI 반등

KOSPI. 예상치 못했던 정치적 불확실성 유입으로 하락 반전, KOSPI 2,450선 이탈하며 Worst Case 현실화 가능성 확대. 다양한 악재를 선반영한 마지막 하락 파동으로 판단. 이후 빠른 회복력과 추세반전 모색 예상. 신규 투자를 준비한다면 2,400선 이하에서는 변동성을 감안한 분할매수 유리

**Issue : 연말 랠리를 준비하는 글로벌 증시. 돌발 정치적 리스크까지 가세하며 KOSPI 6개월 연속 하락 진행 중**

문제였던 25년 금리인하 기대가 3.926%에서 3.687%로 하락, 25년 연준 점도표인 3.4%와 격차 28.7bp로 축소, 25년 연내 두 번 이상의 금리인하 컨센서스 형성 중. 과도했던 통화정책 우려가 정상화되는 가운데 트럼프 리스크도 정점을 통과하면서 나타난 변화로 판단. 12월 19일 FOMC까지 금리인하 기대 정상화 지속될 전망

8월 이후 KOSPI 약세, 글로벌 증시대비 상대적 부진 지속, 11월까지 하락 마감하며 KOSPI는 5개월 연속 하락 마감. 12월 첫째주도 -1.13% 기록, 6개월 연속 하락 중. 이는 00년 이후 다섯 번째, 이례적인 연속 약세 흐름. 게다가 12월에는 예상치 못한 계엄령 사태로 국내 정치적 불확실성이 KOSPI 발목을 잡는 형국. 현재 경기 저점 통과와 금리인하 사이클 진행 중. 2004년 7월과 유사한 국면. 당시 KOSPI는 6개월째 전반부 하락 이후 상승추세 반전. 12개월 수익률 51.1%에 달함

**Inflection Point : 미국 금리인하 기대 정상화, 11월 CPI, PPI 허들 넘기. 12일 ECB 금리인하, 25bp? 50bp? 중국 물가와 교역지표, KOSPI 12월 수급 계절성 vs 정치적 불확실성 장기화**

현재 시장은 25년에도 연내 두 번 또는 세 번 금리인하 가능성을 반영 중. 12월 11일 11월 CPI, 12일 PPI 공개. CPI 반등이 지속되는 가운데 Core CPI 정체 지속 여부가 중요. 컨센서스를 크게 벗어나지 않는다면 투자심리, 수급에 미치는 영향은 제한적일 전망. 채권금리, 달러화 등락은 감안해야겠지만, 완만한 하향안정세 유효

12월 12일 ECB 통화정책 회의에서 50bp 금리인하 가능성 제기. 매 회의때마다 금리인하를 단행해 조기에 정책금리 2% 도달 기대. 중국 제조업 PMI 예상 상회 이어 건조한 교역 지표 확인. 가시적인 중국 경기회복세가 유로존에도 훈풍을 불러온다면 예상보다 빠른 경기회복 가시성 높아질 전망

KOSPI는 12월초부터 외국인 선물 매수, 기관 프로그램 매수 유입 시작. 정치적 불확실성 완화 시 12월 계절성 강화 전망. 과거 탄핵 발의, 기각/인용 결정 등의 변곡점에서 증시 안정성 확보. 특히, 경기 상승 사이클 & 실적 개선 국면에서는 시차를 두고 상승추세 반전 확인

**Trading 전략: 실적대비 저평가주 & 낙폭과대 업종인 반도체, 2차전지, 자동차, 상사, 자본재, 화장품, 의류, 디스플레이 등 주목**

KOSPI 2,500선 이하는 변동성을 활용한 비중확대 전략 유효. KOSPI 2,400선 이탈은 단기 UnderShooting으로 판단. 비중확대 전략 강화

시장 안정성이 높아질 경우 실적대비 저평가 업종들의 반등시도 뚜렷해질 것. 다수의 업종들이 단기, 중기 측면에서 중요 지지권, 변곡점 진입. 단기 트레이딩은 물론, 중기 전략 측면에서 매집 가능

## 엔화 투자 매력은?

- 국내 정치 불확실성 빠르게 해소될 경우, 환율 되돌림 예상
- 중장기적 관점에서 원화대비 유리한 엔화
- 1) 성장세 개선, 2) 통화/재정정책 공조, 3) 내국인 해외수요 약화에 기인

### 국내 정치 불확실성 빠르게 해소될 경우, 환율 되돌림 가능

최근 국내 정치 불안이 확대되며, 원화는 주요통화 대비 약세 흐름을 나타냈다. 전월 말 대비 원화 기준 달러 가치는 3.0%, 엔화 가치는 3.9% 상승했다. 국내 정치 불안이 장기화된다면 매크로 펀더멘털에 부정적인 영향이 불가피하겠으나, 당초 우려보다 빠르게 정치 불확실성이 해소될 경우, 국내 경기 부양 기대와 함께 원화 약세는 상당 수준 되돌림이 나올 수 있을 것으로 예상된다.

하지만 중장기적 관점에서 통화가치는 매크로 펀더멘털에 수렴한다는 점에서 달리는 물론이고, 엔화에 대한 투자 수요 역시 유효할 것으로 전망한다.

### 중장기적 관점에서는 원화대비 유리한 엔화

1) 펀더멘털: 내년 한국은 성장을 둔화(2.2%→1.9%)가 예상되는 반면, 일본은 올해 대비 양호한 성장(-0.3%→1.2%)이 예상된다. 물가를 감안한 명목 성장 측면에서도 일본이 우위를 나타낸다. 미 트럼프 대통령 취임이후 탈글로벌화가 본격적으로 진행되는 가운데, 일본보다 높은 대외의존도는 국내 경제 성장에 대한 눈높이를 낮추는 요인이다.

2) 정책: 일본 정부와 일본은행의 정책 공조 또한 엔화 수요로 이어질 전망이다. 11월 일본 정부는 39조엔 규모의 경제대책을 발표했다. 경제대책과 함께 소득세 기준 완화, 중소기업으로 임금 인상 확산 등을 촉구하며 1) **소비 여력 개선**에 집중하는 한편, 반도체, AI 등 2) **첨단 산업 지원**을 강화했다. 한편으로, 임금 인상 효과 등이 가시화되며 일본은행이 통화정책 정상화, 즉 금리 인상 여력을 확보했다는 점도 엔화 강세를 지지한다.

3) 섀티/수급: 이시바 정부 재정지출 확대 및 일본은행 기준금리 인상은 일본 시장 금리 상승 압력으로 작용, 일본 내국인의 해외투자수요 약화로 이어질 전망이다. 특히 비미국 경기 회복 지연에 누적된 불만이 지정학적 리스크 확산으로 이어질 가능성을 감안하면, 미국을 제외한 여타 국가의 투자 수요 약화가 불가피할 뿐만 아니라, 안전자산 선호가 엔화 강세를 자극할 가능성도 배제할 수 없다. 이는 달러를 제외한 여타 통화 대비 엔화에 대한 선호가 꾸준히 유입될 가능성을 시사해준다.

# 제일기획 (030000)

김희재

hjaje.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

30,000

유지

현재주가

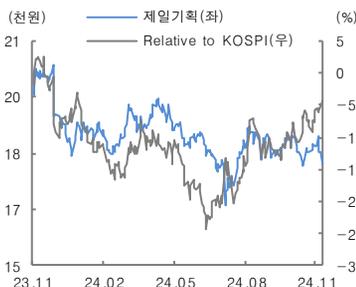
17,700

(24.12.09)

미디어업종

KOSPI	2360.58
시가총액	2,036삼억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	23삼억원
52주 최고/최저	20,350원 / 16,600원
120일 평균거래대금	45억원
외국인지분율	21.66%
주요주주	삼성전자 외 5 인 28.55% 국민연금공단 11.00%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.8	-4.6	-6.1	-12.4
상대수익률	6.5	2.5	8.3	-6.5



## 저점 찍고, 이제 상승

- 4Q24 GP 4.5천억원(+5% yoy), OP 831억원(+9% yoy) 전망
- 주요 광고주의 실적과 무관하게 제일기획 실적은 꾸준히 상승
- 24E DPS 1.2천원, 3주 투자 수익률 7% 수준

### 투자 의견 매수(Buy), 목표주가 30,000원 유지

12M FWD EPS 2,055원에 PER 15배(최근 5년 평균) 적음

### 4Q24 Preview: 광고경기 저점 확인, 이제는 상승

GP 4.5천억원(+5% yoy, +5% qoq), OP 831억원(+9% yoy, -13% qoq) 전망  
24E GP 1.7조원(+6% yoy), OP 3.2천억원(+5% yoy), OPM 18.7%(-0.3%p yoy)  
25E GP 1.8조원(+6% yoy), OP 3.4천억원(+7% yoy), OPM 18.9%(+0.2%p yoy)

실적의 70% 수준을 차지하는 주요 광고주와의 거래는 꾸준히 증가

09년 이후 주요 광고주의 매출이 감소 추세를 보인 세 번의 경우 주요 광고주의 마케팅비용 및 제일기획과의 용역거래 모두 감소했지만, 제일기획 GP는 그 중 일부 구간인 팬데믹 초기 19~20년에만 -5.2% 감소, 나머지 구간은 모두 상승

주요 광고주와의 용역거래는 23년 -7% 감소했지만, 제일기획 GP는 +5% 상승  
3Q24 누적 용역거래 +14% yoy, 제일기획 GP +7% yoy

국내 1위 대행사로서의 비계열 광고주를 꾸준히 발굴하고 있고, 해외에서는 08~15년 인수한 M&A 자회사들이 15년 이후 본격적인 비계열 광고주 영업 성과를 보여주면서, 주요 광고주와의 거래가 위축되는 구간에서도 GP 상승 유지

### 3주 배당수익률 7% 수준

00~11년까지는 평균 성향 30% 수준의 배당, 12~15년 자사주 취득, 15년은 자사주와 배당 병행, 16년부터는 배당만 시행하되, 17년 이후 성향 60% 유지 중

24E DPS 1.2천원, 기말 배당만 실시하기 때문에, 약 3주간의 수익률이 7% 수준  
25년부터 적용될 주주환원 정책 및 25년 이후 배당정책 발표 시 현행 60%의 고배당 정책은 그대로 유지하고, 보유 자사주 12%의 단계적 소각도 포함될 것으로 전망

- 경기에 대한 전망과 주요 광고주의 전망 역시 불안하지만, 제일기획의 사업 포트폴리오는 과거 위기 상황에서도 안정적인 성장을 보여줬고,
- 주주 친화적인 고배당 정책을 지속적으로 유지할 것으로 전망되는 가운데,
- 현재 12M FWD PER은 9X 수준으로 역사적 저점에 머물러 있기 때문에, 놓쳐서는 안될 기업이라고 판단

(단위: 삼억원 %)

구분	4Q23	3Q24	4Q24(F)				1Q25			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출총이익	429	428	449	449	4.6	4.8	450	405	3.6	-9.8
영업이익	76	96	85	83	9.4	-13.0	81	60	9.8	-27.9
순이익	18	62	50	49	176.0	-20.7	38	42	-2.0	-14.3

자료: 제일기획 FnGuide, 대신증권 Research Center

# 항공운송업

양지환 jhwanyang@daishin.com

투자의견

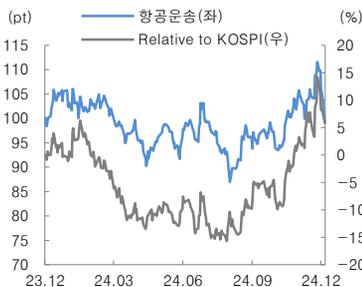
## Overweight

비중확대, 유지

### Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
대한항공	BUY	33,000
제주항공	BUY	13,000
진에어	BUY	15,000

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.1	4.2	0.2	-0.9
상대수익률	4.1	12.0	15.6	5.7



# 항공산업 외환시장 안정과 주요국 정치적 관계가 중요

- 계엄사태와 탄핵정국으로 외환시장 변동성 심화, 항공수요 둔화 우려 과도
- 박근혜 대통령 탄핵 시기 살펴볼 때, 탄핵의 항공 수요 영향은 제한적
- 외환시장 안정, 주요국 정치관계에 이상 없다면 항공수요 큰 변화 없을 것

### 12.3 계엄 사태와 탄핵 정국으로 항공수요 약화에 대한 우려 대두

12.3 계엄 및 탄핵 정국이 시작됨에 따라 자본 및 외환시장의 변동성이 확대되고 있으며, 항공수요의 둔화 내지 감소 가능성에 대한 우려가 커지고 있음. 2016년 박근혜 전 대통령 탄핵 시기를 살펴보면, 결론적으로 항공 수요와 항공사들의 실적에 대한 지나친 우려는 경계할 필요가 있다고 판단함

박근혜 전 대통령 탄핵 소추안이 국회에서 통과된 시점은 2016년 12월 9일 이었는데, 탄핵 소추안 국회 통과 직전 3개월 그리고 이후 3개월 인천공항의 국제선 여객 수요는 직전 3개월(9월~11월)에 월평균 +15%(yoy)증가하였으며, 직후 3개월(12월~2월)에는 +12.7%(yoy)로 탄핵이 수요에 미치는 영향은 제한적이었던 점을 알 수 있음

2016년 9월~2017년 2월까지의 원달러환율을 살펴보면, 16년 9월 평균 1,106원, 10월 1,127원, 11월 1,163원, 12월 1,183원, 2017년 1월 1,182원, 2월 1,143원으로 탄핵소추안이 국회를 통과했던 12월과 1월이 Peak를 기록하였음. 이후 2월부터 다시 외환시장은 안정세를 찾았음

2017년 1분기가 지나면서 항공수요가 급격히 둔화되었지만, 이는 탄핵 영향보다는 사드 배치에 따른 한·중 관계의 악화에 따른 영향이 컸던 것으로 탄핵과는 무관한 것이라고 판단함

### 윤석열 대통령에 대한 정치권의 결정 빠를수록 외환 및 금융시장 안정화될 것

최근의 계엄 및 탄핵 정국이 2016년과 동일하다고 볼 수는 없지만, 궁극적으로 윤석열 대통령의 대통령 권한 이양이 된다고 가정할 경우 항공산업에 미치는 영향은 1~2개 분기 정도의 시기를 거쳐 소멸될 것으로 예상함. 물론 그 이후 경제와 외환시장의 변화에 따른 영향은 배제하고 정국 및 외환시장의 안정을 가정한 것임

외환시장의 최근 급격한 변동은 2016년보다 훨씬 크게 나타나고 있어 환율의 항공수요에 대한 단기적 영향은 불가피하다고 판단함. 하지만, 정국 안정화 시 외환시장도 빠르게 안정될 것으로 예상되는 점을 감안할 때 윤석열 대통령에 대한 빠른 정치권의 결정이 앞으로 중요함

### 2016년 대한항공 주가 16년 10월~12월 조정 후 17년 1월~6월 상승

2016년의 경우 대한항공의 주가는 2016년 10월~12월 조정후 2017년 1월~6월 상승하였으며, 2016년 9월말 종가 21,300원 수준에서 2017년 6월말 25,100원을 기록함. 이후 사드 배치에 따른 중국 수요 감소로 약 3.5개월간 하락 조정.

# 자동차/부품

# 동트기 전 새벽이 가장 어두운 법

- 타이어 업종에 대해 1) 바텀피싱, 2) 경기 방어주 컨셉에서 투자 기회 모색
- 타이어 업종에 대한 두가지 투자아이디어와 네가지 투자 포인트 제시
- 종목 선호도: 넥센타이어 > 금호타이어 > 한국타이어

## 자동차/타이어 업종에 대한 Bottom Fishing 투자전략 견지

2024.12월 미국 트럼프/한국 탄핵 정국에 따른 시장 불확실성/위험 회피 지속, 주식시장 내 우려는 선반영 될 때 영향이 크고, 현실화될 때 투자 기회 포착됨. 1H25 트럼프 공약이 현실화되는 과정에서 불확실성 완화 => 추가 반등 가능성에 대한 고민 필요한 시점이라 판단

타이어 업종에 대한 1) Bottom Fishing, 2) 경기 방어주 컨셉에서 접근 유효. 1) 2024.07월 이후 트럼프 리스크로 낙폭 확대됐고, 2) 미 관세 인상 대응 가능하고, 4) 필수재 성격의 비탄력적인 수요로 경기 방어적인 성격 크기 때문

투자포인트로 1) 개별 리스크 완화 가능성 높고, 2) 글로벌 Capa 최적화로 실적 가시성 높고, 3) 미국 현지 공장 보유하고 있고, 4) 유럽 시장 Exposure 높은 업체 중심으로 선별 대응 추천

## 타이어 업황 점검: Q/P/C 모두 큰 부담은 없는 상황

**[Q]** 글로벌 타이어 판매 '24년 14.9억본(YoY +2.9%) => '25년 15.2억본(+2.2%) 예상. 전체 물량의 70% 이상이 교체용(RE) 수요로 소비되기에 안정세 지속

**[P]** 2023년 이후 타이어 판가 인상 제한. 고인치/프리미엄 타이어 MS 확대 통한 P/Mix 개선 중요. 2025년 고인치 타이어 수요 YoY Mid-single 성장, 전기차 RE 수요 본격화에 따른 가격 인상 효과 예상

**[C]** 주요 비용변수(원재료/운임) 안정세. 다만, 2025년 트럼프 행정부 출범으로 글로벌 공급망 불확실성 지속. 관망세 지속되는 가운데, 하방 대비 상방 압력 큰 상황으로 판단

## 타이어 업종에 대한 두가지 투자 아이디어

**1. 고인치 Mix 효과 통한 신차 수요 둔화/BEV 캐즘 돌파:** OE내 고인치 비중37% vs RE내 비중 18%. OE => RE 리바운드 수요 유입으로 고인치 타이어 성장 지속. 1) 고인치 비중 높은 EV 타이어 교체 주기 도래, 2) 캐즘에 따른 ICE 중고차 RE 수요 효과로 자동차 업종 내 전기차 캐즘 대응 용이

**2. 글로벌 가동률 최적화로 이익체력 증명:** 국내 타이어 업체의 글로벌 가동률은 사실상 100% 근접. 최적화된 글로벌 생산능력 통해 미국 물량 최적 대응 가능. 2021년 부과된 미국 반덤핑 관세 참고 시, 20% 수준 관세에 따른 국내 타이어사 실적 영향은 연간 200~600억 수준으로 추정

## 국내 타이어 커버리지 선호도: 넥센타이어 > 금호타이어 > 한국타이어

**넥센타이어:** 1) 미국 대응 증설, 2) 유럽 공장 가동률 증가에 따른 시장 수혜

**금호타이어:** 1) 글로벌 가동률 최적, 2) 광주공장 이전, 2) 유럽 증설 발표 예상

**한국타이어:** 1) 1Q25 M&A 불확실성 완화, 2) 4Q24 실적 기대감 보유



김귀연 gwyeonkim@daishin.com

투자의견

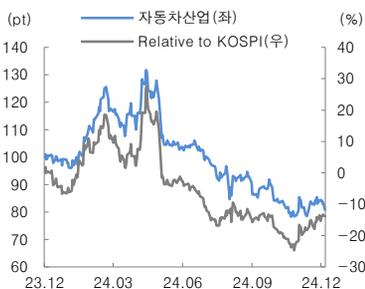
# Overweight

비중확대, 유지

### Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
넥센타이어(★)	Buy	10,000원
금호타이어	Buy	7,000원
한국타이어엔테크놀로지	Buy	59,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.0	-6.6	-22.4	-19.6
상대수익률	7.5	0.4	-10.5	-14.2



# 한국타이어앤 테크놀로지 (161390)

김기원 gwyeon.kim@dashi.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **59,000** 유지

현재주가 **37,200**  
(24.12.09)  
자동차/부품

KOSPI	2,360.58
시가총액	4,608십억원
시가총액비중	0.21%
자본금(보통주)	62십억원
52주 최고/최저	63,100원 / 34,900원
120일 평균거래대금	141억원
외국인지분율	37.88%
주요주주	한국엔컴퍼니 외 22 인 43.21% 국민연금공단 7.01%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.5	-7.2	-16.6	-19.8
상대수익률	7.9	-0.3	-3.8	-14.5



## Issue and News

# 바닥을 디려줄 모멘텀 필요

- 12/11일 거래조건 충족될 경우, 한온시스템 대한 유증 자금 납입 예정
- '25년 1) M&A 불확실성 완화, 2) 한온 실적 개선에 따라 주가 회복 예상
- 현재로서는 여전히 불확실성이 큰 상황으로 보수적인 입장 견지

### 투자 의견 매수, 목표주가 59,000원 유지

TP 5.9만원은 2024~25년 평균 EPS 10,464원에 목표배수 5.7배(글로벌 Peer Group 대비 35% 할인, 컨티넨탈 밸류 8.2배 대비 32% 할인된 수치) 적용. 2024/25년 평균 Implied PE 3.3배/PB 0.4배로 역사적 최저 수준. 2024.05월 한온시스템 인수 발표 이후, 연내 인수 관련 작업 마무리 계획. 12/3일 공시에 따르면, 거래선행조건 충족되면 12/11일에 한온시스템에 대한 유증 자금 (6,000억원) 납입 예정. 5/3일 인수 발표 이후, 동사 주가는 -27% 하락. 투심 회복은 제한적인 상황이나, 2025년 1) M&A 불확실성 완화, 2) 한온 실적 개선 가시성 확대에 따라 주가 회복 예상. 다만, 현재로서는 여전히 불확실성이 큰 상황으로 보수적인 입장 견지

### 바닥을 딛고 올라갈 모멘텀 필요

동사 4Q24 실적은 1) 계절성(윈터타이어 ↑), 2) 미국 반덤핑 관세 환입(800+@)으로 OP 5,129억원 예상. 악화된 투심과 별개로 7개분기 연속 두 자릿수 수익성 유지, 4Q23에 이어 20%대 OPM 시현 예상

2024년 연내 한온시스템 인수/유증 참여 마무리됨에 따라 동사는 1.8조원의 현금 소진 예상(3Q24말 순현금 2.0조). 호실적 대비 주주환원책 제한적이었던 상황에서 M&A 불확실성 지속. **주가의 리레이팅 위해선 1) M&A 관련 시너지/정당성 확보, 2) 강화된 주주환원(배당성향 강화 등) 필수적일. 주주환원 확대 기조 확인된다면 최소한 Peer Group 수준 밸류(평균 8.8배/컨티넨탈 8.2배)로 회귀 정당성 확보될 것**

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	8,394	8,940	9,207	9,499	9,725
영업이익	706	1,328	1,802	1,721	1,572
세전순이익	858	1,171	1,911	1,773	1,625
총당기순이익	706	729	1,462	1,356	1,243
지배지분순이익	690	720	1,447	1,343	1,250
EPS	5,572	5,814	11,681	10,838	10,090
PER	5.6	7.8	3.2	3.4	3.7
BPS	71,097	77,114	87,522	97,087	105,905
PBR	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4
ROE	8.1	7.8	14.2	11.7	9.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 한국타이어앤테크놀로지, 대신증권 Research Center

Initiation Report

# 금호타이어 (073240)

김귀연 gwiyon.kim@dashin.com

투자 의견 **BUY**  
 매수, 신규  
 6개월 목표주가 **7,000** 신규  
 현재주가 **4,400**  
 (24.12.09) 자동차/부품

# 안정적인 실적 기대되는 성장

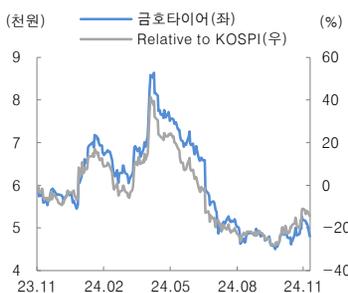
- TP는 '24~25년 EPS 1,210원 \* 5.7배 적용(글로벌 평균에 30% 할인)
- 2025년 글로벌 가동률 안정화/비용 관리 통한 안정적인 수익성 예상
- 1) 광주공장 단계적 이전, 2) 유럽 증설 발표 통한 모멘텀 발현 예상

### 투자 의견 매수, 목표주가 7,000원으로 커버 개시

TP는 2024~25년 평균 EPS 1,238원에 Target PER 5.7배 적용. 목표배수는 글로벌 피어그룹 평균 8.8배에 1) 점유율 차이, 2) 산업은행 지분(7.4%) 오버행 우려 감안해 35% 할인. 2025년 안정적인 글로벌 가동률 기반으로 이익 체력 유지해 나갈 것으로 예상. 1) 2029년까지 광주공장 단계적 이전, 2) 유럽공장 증설 발표 통한 모멘텀 발현 예상

KOSPI	2,360.58
시가총액	1,264십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	1,436십억원
52주 최고/최저	8,240원 / 4,100원
120일 평균거래대금	34억원
외국인지분율	8.28%
주요주주	상웨이코리아 45.00% 한국산업은행 7.43%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.5	1.1	-37.9	-15.2
상대수익률	9.0	8.7	-28.3	-9.6



### 이익체력 증명의 원년이 될 2025년

동사는 과거 1) 중국 부진, 2) 취약한 재무구조(이자 부담)로 부진 지속. 하지만, 3Q21 분기 턴어라운드(OPM 0.2%) 시작으로 3Q24 분기 OP 1,400억/OPM 12.6% 이익체력 확인. 단기 Capa 확장은 제한적이나, 연간 6,250만본 규모의 글로벌 Capa(한국 2,730/중국 1,880/베트남 1,310/미국 330) 풀가동. 연간 6,400억 수준의 OP 체력을 증명할 것. 이를 통해 연간 경상 Capex 2,000억원(추정)/이자비용 1,200억원(추정)을 충당하며 이익 안정성을 확대해 나갈 것

### 광주와 유럽에서 확인될 성장 모멘텀

동사는 1) 광주공장(1976년 준공) 부지 매각/공장 이전, 2) 유럽 증설을 통해 성장 동력을 마련할 계획. 2024.10월 LH와 2029.10까지 빛그린산업단지 내 토지 50m<sup>2</sup>을 1,160억원에 분할매입 계약. 신공장 이전 프로젝트 진척에 따라 동사의 성장 모멘텀 또한 동반 상승할 것. 유럽 공장 신규 진출로 글로벌 생산 거점 확보와 중장기 성장 모멘텀 확보 계획. [단기] 안정적인 이익체력 => [중장기] 생산 최적화/유럽 증설 통한 성장 동력 확보 여부 주 목

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원 %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	3,559	4,041	4,499	4,643	4,739
영업이익	23	411	612	649	685
세전순이익	-84	227	461	528	575
총당기순이익	-77	172	360	407	440
지배지분순이익	-79	158	334	378	408
EPS	-275	549	1,161	1,314	1,420
PER	-10.1	9.8	3.8	3.3	3.1
BPS	3,920	4,401	5,564	6,879	8,300
PBR	0.7	1.2	0.8	0.6	0.5
ROE	-6.9	13.2	23.3	21.1	18.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
 자료: 금호타이어, 대신증권 Research Center

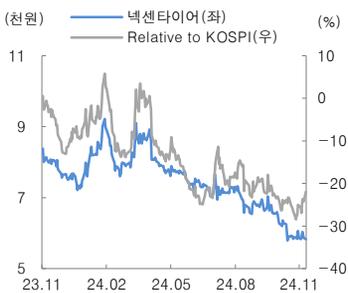
# 넥센타이어 (011210)

김기연 gwiyeonkim@dashin.com

투자의견 **BUY**  
 매수, 신규  
 6개월 **10,000**  
 목표주가 **신규**  
 현재주가 **6,230**  
 (24.12.09) **자동차/부품**

KOSPI	2,360.58
시가총액	627십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	51십억원
52주 최고/최저	9,620원 / 6,190원
120일 평균거래대금	5억원
외국인지분율	7.18%
주요주주	넥센 외 2인 67.66% 국민연금공단 7.07%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.7	-15.2	-23.3	-25.7
상대수익률	1.2	-8.9	-11.5	-20.8



## 2025년도 유럽과 함께, 그리고 미국까지

- '25년 1) 美 대응 물량 증설 발표, 2) 유럽 램프업에 따른 모멘텀 지속
- 3Q24 1) 미국 거래선 이슈, 2) 유럽 초기 가동에 따른 실적/주가 부진
- 2025년 고인치/EV 타이어 중심 유럽 RE 시장 호조 예상. 동사 수혜 기대

### 투자의견 매수, 목표주가 10,000원으로 커버 개시

TP는 2024~25년 평균 EPS 1,615원에 Target PER 6.6배 적용. 목표배수는 글로벌 피어그룹 평균(8.8배)에 점유율 차이 고려하여 20% 할인 적용. 3Q24 1) 미국 거래선 재무 이슈, 2) 유럽 공장 램프업 지속으로 주가 부진한 흐름 (2024 YTD 주가 수익률 -22%). 1) 2025년초 미국 대응 증설 발표, 2) 2025년 말 유럽 램프업 마무리(1공장 3년 대비 1년 단축)됨에 따라 '25년 주가 모멘텀 지속될 것으로 예상

### 2025년 유럽공장 램프업 마무리하고, 미국 대응 물량 확보 본격화 예상

2023.12월 유럽 제2공장 준공 이후, 연간 총 1,100만본 규모 유럽 공장 램프업 진행중. 2025년말까지 램프업 마무리함으로써 2년만에 풀가동 계획 (2019.08월 준공된 제1공장 약 3년 소요). 가동률 증가에 따라 유럽 법인 실적 개선 => 연결 실적 부담 완화 예상(3Q24 YTD 유럽법인 매출 6,694억, YoY +10%, NP -175억). 유럽 타이어 시장은 '24년 기저, '25년 전기차 RE 수요/고인치 수요 증가에 따른 RE 호조 지속될 것으로 예상. 이에, 동사의 유럽 공장 가동률 상승에 따른 수혜 지속될 것

25년 미국 수요 대응 위한 Capex 투자 계획 구체화될 것으로 예상. 타겟 가동 시점이 2029년이라는 점 감안하면 1H25내 발표 예상. 미국 대응 전략 구체화 됨에 따라 유럽 => 미국으로의 성장 모멘텀 이어질 것

### 2025년 매출 3.0조(YoY +6%, 이하 YoY), OP 2,886억(+33%), OPM 9.5% 4Q24 매출 7,254억(+7%), OP 596억(-7%, QoQ +14%), OPM 8.2%

2025년 연간 매출 성장률은 6%를 예상하며 유럽 성장률이 +11%로 전사 성장 견인할 전망. 1) 2025년도 고인치/EV타이어 중심 RE 성장 예상되고, 2) 유럽 고인치 타이어 매출 비중은 20% 중반 수준으로 공장 램프업 지속에 따른 성장 여력 크기 때문. 2025년 운임/원재료 우려 여전히 남아있는 상황이나, 1) 유럽 법인의 실적 개선, 2) 고인치 비중 확대에 따른 일부 상쇄 가능할 것으로 예상  
 4Q24 실적은 매출 7,254억(+7.0%), OP 596억(-7%, QoQ +14%), OPM 8.2% 전망. 원재료비 부담/3Q24 윈터 시즌 물량 기저에도 불구하고, 1) 북미 고객 차질 일회성 소멸, 2) 운임 하락영향으로 OPM 8%대의 안정적인 수익성 시현할 것으로 예상.

# 파트론 (091700)

박강호

kangho.park@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**11,000**

유지

현재주가

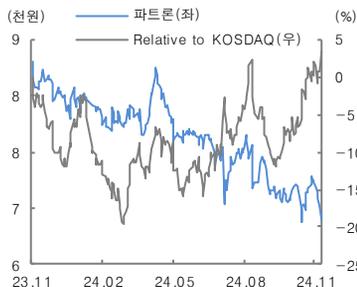
**6,800**

(24.12.09)

가전 및 전자부품업종

KOSDAQ	627.01
시가총액	401십억원
시가총액비중	0.11%
자본금(보통주)	29십억원
52주 최고/최저	8,500원 / 6,780원
120일 평균거래대금	12억원
외국인지분율	13.57%
주요주주	김종구 외 12 인 25.80%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.9	-10.9	-11.8	-18.4
상대수익률	12.8	1.6	21.8	8.1



## 기업가치 제고 : 신성장 매출 확대, 자사주 소각

- 기업가치 제고 계획 발표 1) 28년 2.2조원 매출 2) 15% 자사주 소각
- 신성장, 전장 및 센서(반도체 패키징)의 매출은 28년 1.2조원 추정
- 적극적인 주주환원 정책(자사주 소각, 추가 매입 등)은 긍정적 평가

### 투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 11,000원 유지

파트론은 전일(12/9) 기업가치 제고 계획을 발표, 1) 2028년 매출 2.2조원 목표 2) 주주환원(자사주 소각(총 발행주식수 중 15%, 24년 시작으로 5년동안 3% 이상 소각 예정))과 시가의 3% 수준의 현금 배당(2028년까지)을 실시. 파트론의 기업가치 제고 계획은 예상을 상회한 내용을 포함, 긍정적으로 평가. 투자의견 매수 및 목표주가 11,000원 유지. 기업가치 제고 내용 중, 중요한 투자포인트는

### 2028년 2.2조원 매출 목표(연평균 13% 성장), 5년간 15%(총발행주식 총 수 중) 자사주 소각 추진

첫째, 2028년 매출은 2.2조원으로 2023년(1.2조원)대비 연평균 13% 성장을 목표. 여기서 모바일 카메라 비중이 30%(2028년, 2023년 50%)로 감소 동시에 신규 사업의 추가로 전장용 부품과 센서 및 반도체 패키징은 각각 6,500억원(30% 비중), 5,500억원(25%)로 증가 계획. 스마트폰이 성숙기 진입, 삼성전자의 점유율 확대의 한계를 감안하면 전장과 센서(반도체 패키징 포함)에 신성장을 주력한 점, 긍정적으로 평가. 2023년 3,764억원에서 2024년 5,800억원으로 추정 등 포트폴리오는 이미 전환 중, 2028년 전장과 센서에서 1.2조원 매출은 예상 범위에 있다고 추정

둘째, 현 보유한 자사주 14.3%와 추가 매입을 통해 2024년부터 2028년까지 5년간 매년 3% 이상 자사주를 소각하여 발행주식 총수 5천만주 이하를 목표. 현재 발행주식 총수는 58,918,214주이며 자기주식수는 8,441,120주 / 유통 주식수는 50,477,094주. 2024년 12월에 첫 자사주 소각 예정. 최근 추가 하락을 감안하면 추가적인 자사주 매입도 예상. 5년간 15% 자사주 소각은 기업가치 제고에 긍정적, 2028년 2.2조원 매출 목표에서 추가적인 영업이익의 창출을 감안하면 배당금도 점차 증가 예상. 현재 저평가 구간과 주주환원 정책을 반영하면 밸류에이션 매력은 높아질 전망

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,222	1,172	1,463	1,507	1,561
영업이익	57	42	61	63	67
세전순이익	57	44	61	66	70
총당기순이익	43	30	50	49	53
지배지분순이익	39	29	48	44	48
EPS	654	489	809	755	806
PER	12.4	16.6	8.7	9.3	8.7
BPS	8,027	8,028	8,610	9,148	9,737
PBR	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7
ROE	8.3	6.1	9.7	8.5	8.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 파트론, 대신증권 Research Center

#### ▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.