NH투자증권

# NH Morning Meeting Brief

## 주식전략/경제

| | | |
|---|---|---|
| 금요일에 미리 보는 주간 투자전략 | | 나정환/정여경 |
| 상법 개정이 시장에 미칠 영향 (4) | 상법, 세법 개정 가속화: 주식시장 모멘텀으로 작용 | 김종영 |

## 채권전략

| | | |
|---|---|---|
| 채권(전략)/7월 금통위 | 부동산과 '24년의 교훈 | 강승원 |
| 해외채권/Spot Comment | 브라질의 도발과 미국의 응징: 50% 관세 이면의 정치경제학 | 전병하 |

## 대체투자

| | | |
|---|---|---|
| 디지털자산/Weekly | 주식 토큰화의 허와 실 | 홍성욱 |

## 산업/기업분석

| | | |
|---|---|---|
| 건설 (Positive유지) | Re-Construct 02: 공급 정책, 그날의 행간 | 이은상 |
| HK이노엔 (Buy유지/TP:65,000원유지) | 일시적 실적 부진, 하반기 유럽 모멘텀 주목 | 한승연 |

NH Morning Meeting Brief는 당사 Research 자료의 요약본입니다. 자세한 내용은 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 조회하실 수 있습니다.

- 동 자료상 투자의견이 제시된 기업 중 별도의 언급이 없는 한, NH투자증권은 해당기업의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 주식전략/경제

### 금요일에 미리 보는 주간 투자전략

나정환/정여경 (02-768-7783)

원문보기

- **주식시장 Preview: 풍부한 증시 대기 자금**
  - KOSPI 주간예상: 3,000~3,250pt
  - 상승 요인: 신정부 정책 기대감, 풍부한 증시 대기자금
  - 하락 요인: 단기 차익 실현, 미국 품목 관세
  - 실적 시즌: KOSPI의 2분기 당기순이익(지배) 컨센서스는 48.2조원 수준. 삼성전자의 2분기 잠정실적 발표 이후 2025년 당기순이익 컨센서스는 207.5조원에서 205.9조원까지 하향 조정. 2분기 실적 시즌에 자동차 등 미국의 관세에 노출된 업종의 실적 전망치가 하향되면서 올해 KOSPI 지수의 실적 전망치가 추가로 하향 조정될 가능성 존재. 주가 상승 모멘텀이 존재하는 업종 내에서 실적 뒷받침되는 종목 위주로 옥석 가리기가 진행될 것
  - 미 연준: 미 연준이 주목하는 미국 소비자물가가 다음주 15일 발표될 예정. 현재 6월 헤드라인 CPI 컨센서스는 전년대비 2.7%로 전월치인 2.4%를 상회할 것으로 예상. 3분기부터 미국향 수출기업의 가격 인상이 단행될 시, 인플레이션 우려가 확대되고 미 연준의 금리 인하 기대감은 낮아질 수 있음. 기본 시나리오로 미 연준의 하반기 2회 금리 인하를 상정할 필요. 그러나 3분기에 관세에 따른 물가 지표가 높게 나올 시, 미 연준의 금리 인하 시점이 뒤로 후퇴할 수 있다는 점은 향후 고려해 볼만한 리스크 요인
  - 투자전략: 미국의 관세 영향에도 KOSPI 지수는 3,183pt로 마감하며 연중 최고치를 경신하는 중. 정부가 자사주 소각 의무화 등 상법 개정을 추진하는 등 정책 모멘텀도 주가에 호재이지만, 주가 상승이 이어지는 이유는 증시 대기자금이 많기 때문. 외국인 투자자 매수세도 이어지는 가운데, 개인 투자자의 예탁금(65조원)이 대기하고 있고 최근 국내 주식형 펀드의 원본설정액이 크게 증가하는 등 증시 대기자금이 풍부. 정책 등 주가 상승 모멘텀이 있는 업종/종목으로 자금 유입세는 이어질 것으로 예상
  - 관심 업종: 상법개정안(중소형 지주, 증권), AI(AI 소프트웨어, HBM 관련 IT장비), 화장품, 제약/바이오, 유통

- **경제 Preview: G2 실물지표**

✓ **미국 6월 소비자물가지수**

- 7/15일 발표 예정. 블룸버그 컨센서스는 헤드라인CPI +2.7%, 근원CPI +3.0%
- 6월 CPI 상승률은 반등할 전망(5월 2.4%). 첫째, 유가 기저효과가 헤드라인 CPI를 아래로 누르는 압력은 5월을 정점으로 약화되는 수순이기 때문
- 둘째, 6월부터 미국 소매업체들은 관세와 원가 부담 증가를 이유로 가격 인상 움직임이 포착. 대표적으로 월마트와 룰루레몬이 가격 인상을 단행한 것으로 추정되고, 타깃과 홈디포 등도 가격 인상을 검토 중. 실제로 미국 독립사업자연맹에 따르면 6월 소기업들의 실제 가격인상이 4개월래 가장 높았음. 3분기부터는 관세 인상의 물가 상승압력이 가시화될 전망

✓ **중국 2분기 GDP**

- 7/15일 발표 예정. 블룸버그 컨센서스는 전년대비 +5.1%
- 2분기 중국 소매판매는 이구환신 소비보조금의 효과로 가전/비디오, IT통신기기, 가구 판매 증가율이 전년대비 20~50% 증가. 또한 2분기 온라인 쇼핑축제(상하이, 520, 618 페스티벌 등)가 레저용품, 화장품, 의류 소비까지 개선한 것으로 판단
- 반면, 2분기 건설투자 급감이 고정자산투자 둔화를 야기했고, BYD의 채무 문제가 부각되면서 자동차 및 기계를 중심으로 산업생산 증가율이 둔화
- 미-중 무역 긴장이 지속되는 가운데 중국의 소비는 소비보조금과 프로모션에 국한된 범위에서만 개선되고, 소비 온기가 광범위하게 퍼지지 못하는 점으로 봤을 때 2025년 중국 성장률은 연내 둔화흐름 지속할 전망

✓ **미국 6월 소매판매**

- 7/17일 발표 예정. 블룸버그 컨센서스는 전월대비 +0.0%
- 트럼프 행정부의 관세부과 이후 4~6월 미국 소매판매는 둔화세. 헤드라인 소매판매 부진을 주도한 것은 자동차인데, 6월 미국 자동차 판매는 9개월래 최저치 기록하며 헤드라인 소매판매의 플러스 전환이 어려울 것을 시사
- 다만 자동차를 제외한 6월 근원 소매판매는 5월 역성장(-0.3%)에서 탈피할 것으로 예상. 시카고 연준에 따르면 6월 소매판매(자동차 제외)는 전월대비 +0.3% 증가한 것으로 추정. 6월 소비자 심리 회복과 일부 품목(의류, 온라인 등)에서의 매출 증가가 소매판매 개선에 기여한 것으로 판단

## 상법 개정이 시장에 미칠 영향 (4)

김종영 (02-2229-6961)

### 상법, 세법 개정 가속화: 주식시장 모멘텀으로 작용

원문보기

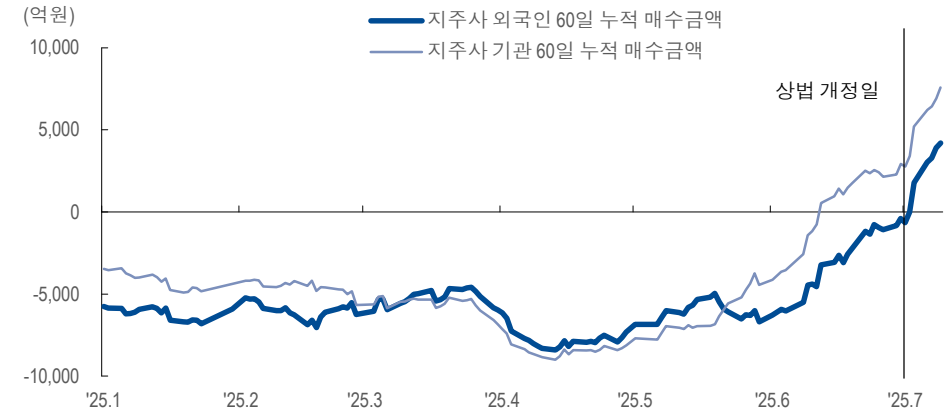
- **상법 추가 개정 및 세법 관련 일정 정리**

- **집중투표제, 감사위원 분리선출 확대 7월 중 국회 통과 가능성(상법 개정)**
  - 7월 중 집중투표제 도입과 감사위원 분리선출 확대를 골자로 한 상법 개정안 처리 가능성이 높아지고 있다. 7월 11일 국회 법제사법위원회에서 집중투표제, 감사위원 분리선출에 대한 공청회를 개최하여 이해관계자 의견을 청취하고 법안의 완결성을 보완할 예정이다.
  - 집중투표제는 소액주주의 의결권 집중을 허용해 이사회 진입 기회를 확대하는 제도이며, 감사위원 분리선출 확대는 현재 1명인 분리선출 감사위원을 2명 이상으로 늘리고 선출 시 대주주의 의결권을 3%로 제한하는 내용을 담고 있다. 이번 개정안은 7월 초 여야 합의에 따라 공청회 후 별도 입법과제로 논의가 이어져 왔으며, 여당은 7월 임시국회 내 본회의 통과를 목표로 하고 있다.

- **자기주식 소각 관련 법안 9월 국회 통과 가능성(상법 개정)**
  - 자기주식 소각 관련 법안도 8월 중 여당 내 의견 수렴 이후 법안 확정 후 9월 정기국회에서 처리될 가능성이 높다. 여당에서 2025년 7월 9일 자사주의 원칙적 소각을 내용으로 하는 상법 개정안을 발의하였다.
  - 개정안은 기업이 취득한 자기주식을 1년 이내 소각하도록 의무화하는 것이 골자이다. 임직원 보상 등 정당한 사유가 있는 경우에는 예외를 두되, 반드시 직후 정기 주주총회의 승인을 받도록 하였다. 이때 대주주의 의결권은 발행주식 총수의 3%로 제한된다. 개정안은 7~8월 의견 수렴을 거쳐 9월 정기국회에서 처리될 가능성이 높으며, 상장사의 자사주 활용 방식에 큰 변화를 가져올 것으로 예상된다.

- **7월 말~8월 중 정부 세제개편안 발표 예상, 배당 분리 과세, 상속세 개정 발표 여부가 중요(세법 개정)**
  - 정부의 세제개편안 발표가 7월 말에서 8월에 있을 것으로 예상한다. 통상적으로 세제개편안은 7월 말 발표되어 왔지만, 현재 아직 명확한 시점이 정해지지 않았다. 세제개편안 발표에 포함될 것으로 예상되고 있는 내용은 배당 분리 과세, 상속세를 유산취득세로 전환, 세율 인하 및 공제확대, ISA 계좌 세액 공재 확대 등이 있다. 배당 분리 과세 적용 및 상속세 인하가 발표될 경우 주식시장에 긍정적인 모멘텀이 될 것으로 판단한다.

60일 누적 순매수 금액 추이: 7월 3일 상법 통과 이후 7월 4일부터 자금 유입 가속화




자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

## 채권전략

### 채권(전략)/7월 금통위

강승원 (02-2229-6421)

### 부동산과 '24년의 교훈

원문보기

**현재 상황은 '24년 8월 금통위와 유사. 당사는 1) 정부의 부동산 정책 효과 현실화 2) 연준의 9월 인하 신호 3) 관세율 상향 조정을 근거로 여전히 8월 금통위 추가 금리인하 전망 유지. 연말 기준금리 2.0% 전망 역시 유지**

- **통화정책 결정: 기준금리 동결**
  - 7월 금통위 만장일치 기준금리 동결. 한국형 포워드 가이던스에서 향후 3개월 내 추가 인하를 주장한 위원은 총재 제외 6명 중 4명
- **부동산과 '24년의 교훈**
  - 현재 한국은행의 정책 최우선 순위는 부동산. 기자회견에서 총재는 경기의 하방 리스크 및 전망의 불확실성 확대에도 1) 수도권 주택 가격 상승세 2) 가계 대출 급증이 확인된 만큼 현재로서는 금리 동결이 적절하다고 판단했음을 밝힘
  - 당사는 현재 상황이 '24년 8월과 유사하다는 판단. 실제로 '24년 8월 통방문에서도 경기 둔화 및 물가 안정화에 대한 확신이 커졌음에도 부동산 시장을 지켜볼 필요가 있어 기준금리를 동결한다고 밝힘. 이후 한국은행은 그 다음 금통위인 10월, 11월에 연속 인하에 나섰던 전례. 이와 같은 한국은행의 급격한 스탠스 변화는 1) 정부의 부동산 대책 효과가 현실화됐고 2) 연준의 인하 신호가 확인됐기 때문
  - 실제로 5대 은행 가계대출 증가액은 '24년 7월과 8월 전월 대비 각각 7.2조원, 9.6조원 증가. 이후 9월부터 정부의 가계대출 관리 방안 실시로 9월 5.6조원으로 하락 뒤 10월 1.1조원으로 급감. 주간 수도권 주택 가격 상승률 역시 8월 12일 고점(+0.18%) 기록 뒤 Peak out. 이처럼 '24년 9월부터 정부의 부동산 대책 효과가 분명하게 확인된 가운데 연준의 금리인하 신호가 겹치며 한국은행이 빠르게 스탠스 전환에 나섰던 것
  - 금년 5월과 6월 5대 은행 가계대출 증가액은 각각 5조원, 6.8조원을 기록. 7월 정부의 강력한 대출 통제 정책이 발표돼 7월 대출 증가 규모는 축소될 가능성에 무게. 수도권 주택 가격 상승률도 '24년 8월 수준(0.17%)에서 정부의 강력한 부동산 정책 발표. 이에 더해 6월 FOMC 의사록에서는 대부분의(most) 위원들이 9월 이후 금리 인하에 대한 컨센서스가 형성되고 있음이 확인. 총재도 언급한 바 향후 수도권 주택 가격 추이에 대한 불확실성이 높지만 주요 요인들이 모두 '24년과 유사
  - 핵심은 아니지만 한국형 포워드 가이던스에서 3개월래 인하를 주장한 위원의 숫자도 '24년 8월과 금번 회의 모두 4명으로 동일
  - 이에 더해 관세율 역시 중요. 총재는 5월 수정경제전망 당시 관세율을 10%로 가정했다고 언급. 그러나 당사는 관세율이 10%보다 상향 조정될 가능성에 무게. 근거는 영국. 영국은 1) 미-중 무역 분쟁 이후 가장 많은 미국채를 매수해 현재 2번째로 큰 미국채 보유 국가인 동시에 2) 미국에 대한 무역 적자를 보고 있는 국가. 그럼에도 10% 관세로 협상을 했다는 점에서 한국과 같은 對미 무역 흑자국의 관세율은 10%를 크게 상회할 가능성. 한국은행이 주시하고 있는 경기의 하방 리스크 중 관세율 리스크는 현실화될 가능성이 높다는 판단
  - 이상을 감안하면 1) 정부의 부동산 대책 효과 현실화, 2) 6월 FOMC 의사록에서 확인된 바 7월 FOMC에서 9월 인하 신호 확인, 3) 관세율 상향 조정으로 8월 추가 금리 인하가 여전히 가능하다는 판단. 당사는 연말까지 8월 포함 두 차례 인하를 통해 연말 기준금리 2.0% 전망 유지

## 해외채권/Spot Comment

전병하 (02-768-7850)

### 브라질의 도발과 미국의 응징: 50% 관세 이면의 정치경제학

원문보기

- **미-브라질 갈등 격화: 50% 관세 위협의 명분과 실리**
  - 트럼프 대통령이 브라질에 대해 50%의 고율 관세를 부과할 수 있다고 경고하며 양국 간의 긴장이 높아짐. 표면적으로는 1) 미국 기술 기업에 대한 불공정 대우, 2) 보우소나루 전 대통령에 대한 '마녀사냥'식 정치 탄압을 명분으로 내세웠음
  - 그러나 그 이면에는 '반미(Anti-America) 노선'의 선두에 선 브라질에 대한 정치적 압박이라는 실질적 의도가 깔려 있다는 판단임. 최근 브릭스(BRICS) 정상회의에서 룰라 대통령은 트럼프 대통령을 겨냥해 '황제는 필요 없다'고 비판하며 '탈달러(de-dollarization)'의 필요성을 주장했음. 이는 미국의 관세 압박에 순응하거나 협상하려는 다른 국가들과는 명백히 다른 행보임. 결국 이번 조치는 트럼프의 '관세 게임'에 동참하지 않고 독자 노선을 추구하는 브라질에 대한 징벌적 성격의 경고로 해석됨

- **브라질의 강경 대응: 정치적 명분과 경제적 계산**
  - 룰라 대통령의 강경한 태도는 트럼프의 이전 경고들을 고려할 때 더욱 두드러짐. 트럼프는 브릭스의 탈달러 움직임에 100% 관세까지 거론했으며, 이번 회의를 앞두고도 10% 추가 관세를 예고한 바 있음. 이러한 경고에도 불구하고 룰라 대통령은 의장국으로서 미국 비판을 주도했음. 이는 미-중 관세 협상이 진행되는 동안 시진핑 주석이 불참하는 등 다른 국가들이 전략적으로 신중한 태도를 보인 것과 대조적임
  - 브라질이 이렇듯 강경하게 대처하는 배경에는 첫째로 룰라 대통령의 성향이 정치/이념적인 가운데 국제사회에서 다자주의를 바탕으로 브라질의 위상과 영향력을 높이려 시도해왔다는 점이 있음. 둘째로 브라질 수출 믹스에서 미국 비중이 10% 수준에 불과해 갈등에도 불구하고 피해가 제한될 것이라는 계산도 있음. 철광석 및 알루미늄, 에너지, 등 주요 수출 세그먼트에서 일정 수준의 피해는 불가피하겠으나 다른 국가로의 수출 전환을 통해 극복할 수 있다는 계산이 보임

- **단기적으로는 리스크 회피, 그러나 장기적으로는 경기 둔화 방향으로 해석**
  - 룰라 대통령의 대처는 경제적으로 현명하지 않고 투자자 입장에서 환영할 만한 대처는 아님. 통화가치가 1.5% 이상 하락했고 장기 국채 금리는 15bp 가량 상승했기 때문. 최근 브라질 주식 및 채권시장의 외국인 자금 유입을 고려 시 자금 이탈에 따른 단기 변동성이 예상됨
  - 그러나 장기적 관점에서는 경기 둔화와 금리인하 시점이 앞당겨질 수 있는 요인으로 판단함. 미국이 이번 관세율 연장에서 더 나아가 SWIFT 제재 등 브라질에 대한 투자를 제한한다면 큰 문제가 될 것임. 그러나 관세율을 높이는 것 이외에 다른 대응의 명분은 크지 않아 변동성은 단기에 그칠 것으로 전망함
  - 대미 수출 비중(10%)과 주요 상품 비중(30%)을 고려했을 때 50% 관세 현실화 시 최대 전체 수출의 5% 수준, 약 150억달러(850억헤알, GDP의 0.5%) 정도의 피해가 예상됨. 그러나 중국 등 다른 국가로의 수출 전환으로 피해는 경감될 것으로 보이며 성장 둔화 압력이 추가됨에 따라 향후 금리 인하 시점을 좀 더 앞당길 수 있는 요인으로 판단함

## 대체투자

### 디지털자산/Weekly

홍성욱 (02-768-7657)

### 주식 토큰화의 허와 실

원문보기

**비트코인 가격은 신고가를 기록. 미국 스테이블코인 법안 통과가 가시화되며 이더리움도 투자심리가 개선되는 중**

- **주식 토큰화의 實**
  - 미국 주식 토큰화 사례가 주목받고 있음. 이는 실제 주식을 담보로 한 토큰을 블록체인에서 발행해서 거래 서비스를 제공하려는 시도. xStocks 사례(미국 외 지역 대상) 그리고 로빈후드 사례(유럽 지역 대상)가 대표적. 코인베이스, 온도파이낸스 등도 미국 당국에 주식 토큰화 신청
  - 주식을 토큰화한다면 이론적으로 24시간 거래, 보유자 실시간 추적, 오퍼레이션 효율화, 글로벌 접근성 제고, DeFi 요소 접목 등 가능. 전통 채널을 통하지 않아도 되기 때문에 거래 비용도 절감할 수 있음
  - xStocks의 경우 솔라나 블록체인에서 작동하며 밈코인 거래에 사용되던 인프라를 그대로 활용. 주식 기반 토큰 거래의 상당 부분은 솔라나에서 발생하는 중. 로빈후드도 주식 기반 토큰을 발행할 때 아비트럼 블록체인을 사용

- **주식 토큰화의 虛**
  - xStocks와 로빈후드는 정작 미국인 상대로는 서비스를 제공하지 못하고 있으며 서비스 지역 당국으로부터 질의를 받고 있는 상황. 규제를 우회할 수 있는 형태로 토큰화한 후 직접적인 금지 규정이 없는 지역에 출시한 개념으로 볼 수 있음. 미국 SEC의 디지털자산 TF장인 헤스터 피어스 위원은 토큰화를 한다고 해서 주식 기반 상품 발행에 대한 규정이 달라지는 것이 아니라는 입장이며 실제 주식을 보유하는 것과는 법적으로 다른 상품이라고 지적
  - 선진국의 경우 미국 주식에 대한 접근성이 양호하기 때문에 엔비디아 등 일반 종목을 토큰화하는 것에 투자자들이 큰 효용을 느끼지 못할 수 있음. 이에 로빈후드는 유명 비상장사인 OpenAI와 SpaceX를 토큰화 시도. 다만, OpenAI가 토큰화에 동의한 적이 없다고 하며 노이즈 발생

- **장기적인 그림 그리고 국내 시사점은?**
  - 지금의 주식 토큰화 사례는 제도적으로 해결해야할 이슈가 많지만 실물증권 → 전자증권 → 토큰증권으로의 흐름을 앞당길 수 있는 시도. 이를 바탕으로 로빈후드, 코인베이스 등은 국경과 자산군을 넘어 글로벌 종합 거래 플랫폼으로 거듭나고자 하는 사업 의지 표명
  - 코스피 지수 5000포인트 달성을 위해서 국내 종목에 대한 글로벌 접근성 제고가 도움이 될 수 있음. 한국 증시 개별 종목에 대한 외국 개인투자자의 접근성은 현재 낮은 상황. 해외 수요가 높은 국내 종목을 토큰화한다면 국내 증시의 수급 여건을 제고시킬 수 있음 (e.g. 외국 리테일 인지도가 높은 종목 수요, 해외 케이팝 팬들의 국내 엔터 종목 수요 등)
  - 국내 토큰증권 제도는 주요 자산군(채권, 주식)이 아니라 마이너한 비정형 자산을 토큰화하는 것에 초점이 맞춰져 있음. 또한 '토큰'증권을 표방하며 제도화 노력이 시작됐지만 토큰 그리고 퍼블릭 블록체인 활용이 배제되었으며, 사실상 조각투자 제도로 변형되어 추진되는 중. 향후 미국 사례 모니터링을 통한 제도 보완이 가능할 것

## 산업/기업분석

**건설** (Positive유지)

**이은상** (02-2229-6841)

### Re-Construct 02: 공급 정책, 그날의 행간

원문보기

**대통령 취임 한 달 기자회견으로 파악한 공급 정책 방향은 3기 신도시 공급 가속화와 기존 부지 고밀화 개발. 특히 고밀화 개발은 프로젝트 리츠를 통해 실현되며 공공임대주택 공급 확대에 기여할 것**

- **3기 신도시 공급 가속화**
  - 6/27 대출 규제에 따른 가수요 통제 이후 시장의 관심은 부동산 세부 공급 정책으로 이동하고 있음. 해당 정책은 이르면 7월 중 발표될 것으로 알려짐. 7/3 이재명 대통령 취임 한 달 기자회견으로 파악한 공급 정책 방향은 3기 신도시 사업의 가속화와 기존 부지 고밀화 개발
  - 대통령은 이미 계획된 신도시 사업(3기 신도시)은 가속화하고, 신규 계획(4기 신도시)은 지역 균형 발전 측면에서 추후 검토하겠다고 언급. 3기 신도시 사업 부지는 남양주 왕숙, 하남 교산, 인천 계양, 고양 창릉, 부천 대장 등. 공급 물량은 총 30만호로 지난 10년간('15~'24년) 연평균 수도권 공급 물량(18만호)의 1.7배에 이름
  - 3기 신도시 사업은 '19년 착수했지만 공공택지 대상 분양가 상한제 적용, 토지 보상 지연, GTX 등 주요 교통망 확충 지연 등으로 진척에 난항을 겪음. 부동산 세부 공급 정책에서 용적률 상향 등 사업성 확보 방안이 포함될 것으로 예상

- **프로젝트 리츠와 공공 임대주택**
  - 또한 기존 부지에 대한 고밀화 개발 가능성을 시사. 이는 프로젝트 리츠를 통해 실현될 가능성이 높음. 프로젝트 리츠는 기존의 저자본 PF 구조를 대체하고, 장기 임대 운영을 유도하기 위한 제도로 올해 11월 본격 시행 예정. 양질의 공공임대주택 공급 수단으로 활용될 것
  - 전환 수요가 있는 것으로 알려진 PF 사업장 규모는 약 25조원. 이는 '24년 말 기준 전체 PF 익스포저의 약 12%에 해당. 1)우량 공공택지의 우선 공급, 2)개발 후 직접 운영 시 용적률 상향, 공공기여 완화, 3)현물 출자한 토지 등에 대한 과세 이연 등 다양한 지원책이 거론되고 있음

## HK이노엔 (195940.KQ/Buy유지/TP:65,000원유지/CP:43,100원)

한승연 (02-768-7802)

### 일시적 실적 부진, 하반기 유럽 모멘텀 주목

원문보기

**2분기 실적은 H&B 사업부 부진으로 컨센서스 하회 예상. 다만, 하반기 마진 회복에 따른 연간 영업이익 추정치 유지. 실적보다는 하반기 유럽 기술수출 모멘텀에 주목 필요**

- **하반기 유럽 L/O 모멘텀 기대(feat. 최근 리나프라잔 Deal)**
  - 최근 긍정적인 두 가지 이벤트(미국 케이캡 3상, Phathom 특허 연장 성공)로 주가 박스권 탈출. 다만, 여전히 밸류에이션 12MF EV/EBITDA 8배로 매력적
  - 투자의견 Buy 및 목표주가 65,000원 유지. **하반기 가장 큰 모멘텀은 케이캡 유럽 판권 기술수출.** 지난 5월 P-CAB 후발주자 Cinclus 파마는 리나프라잔(3Q25 3상 개시) 유럽 L/O(총 계약규모 3,400억원) 발표. 케이캡은 이미 미국 3상으로 Best In Class 입증 완료, 더 높은 계약규모의 딜 체결 가능성 유력

- **2분기 컨센서스 OP 하회 예상(feat. H&B 사업부 부진)**
  - 2분기 매출 2,604억원(+19% y-y) 및 영업이익 204억원(-16% y-y) 예상. 영업이익 컨센서스 하회 추정. 다만, 연간 영업이익 추정치는 유지
  - **[매출] 2분기 매출 1)ETC 2,396억원(+24%), 2)H&B 208억원(-18%) 예상.** ETC는 신규 도입품목(아바스틴) 중심 호실적 기대. 케이캡은 국내 533억원(vs 1Q 514억원), 수출 13억원(vs 1Q 39억원), 중국 로열티 30억원 예상. 수출 q-q 감소는 생산 일시 이연 탓. 한편, H&B는 컨디션 경쟁 심화와 6월 RTD 음료 리콜 이슈(외주 생산 업체 품질 이슈, 7월말 재입고 기대)로 부진 예상
  - **[영업이익] 2분기 영업이익 204억원(OPM 8%) 예상.** H&B는 탑라인 부진에 더해 컨디션 광고선전비 2분기 집중되며 마진 추가 훼손. 다만, 하반기 H&B 비용 정상화 및 케이캡 견조한 성장 예상, 연간 OP 기존 추정치 1,000억원 유지

HK이노엔 2분기 실적 Preview (K-IFRS 별도) (단위: 십억원, %)

| | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25E | | | | | 3Q25F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | 예상치 | y-y | q-q | 기존추정 | 컨센서스 | |
| 매출액 | 219.3 | 229.5 | 235.8 | 247.4 | 260.4 | 18.8 | 5.3 | 258.8 | 253.4 | 270.1 |
| 영업이익 | 24.3 | 22.2 | 24.4 | 25.4 | 20.4 | -16.4 | -19.8 | 24.1 | 24.8 | 26.5 |
| *영업이익률* | *11.1* | *9.7* | *10.4* | *10.3* | *7.8* | | | *9.3* | *9.8* | *9.8* |
| 세전이익 | 21.7 | 17.9 | 18.8 | 20.8 | 16.3 | -24.9 | -21.8 | 20.1 | 20.0 | 22.7 |
| (지배)순이익 | 17.4 | 14.5 | 19.2 | 17.4 | 12.9 | -25.9 | -26.0 | 15.9 | 17.0 | 17.9 |

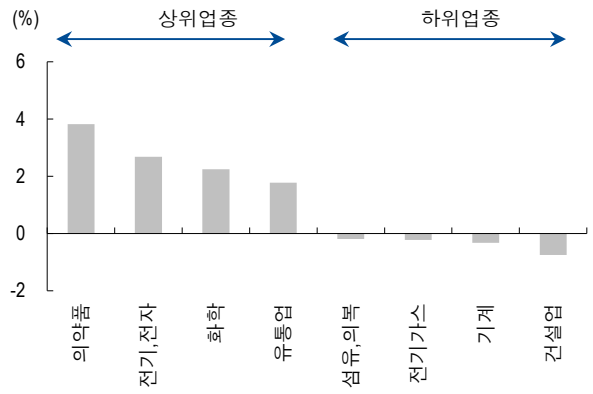
주: IFRS 별도기준; 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

## Domestic Market

| Trading Summary | | Index | | | | | Performance/Spread | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 10-Jul | 9-Jul | 8-Jul | 7-Jul | 4-Jul | 1Day | 1Week | 1Month | 1Year |
| 거 | 주가지수(P,%) | 3,183.23 | 3,133.74 | 3,114.95 | 3,059.47 | 3,054.28 | 1.58 | 2.15 | 10.84 | 10.99 |
| 래 | 거래량(백만주) | 597 | 643 | 746 | 359 | 521 | -46 | 41 | 10 | 130 |
| 소 | 거래대금(십억원) | 14,125 | 12,655 | 13,491 | 10,205 | 13,571 | 1,470 | 866 | -1,237 | 3,593 |
| 코 | 주가지수(P,%) | 797.70 | 790.36 | 784.24 | 778.46 | 775.80 | 0.93 | 0.55 | 3.44 | -7.09 |
| 스 | 거래량(백만주) | 905 | 861 | 1,205 | 1,416 | 1,131 | 44 | -204 | -179 | 1 |
| 닥 | 거래대금(십억원) | 6,602 | 5,636 | 5,368 | 5,816 | 6,037 | 967 | 683 | -172 | -201 |
| **투자자별순매수(순매도)** | | | | | | | | | | |
| 거 | 외국인(십억원) | 469 | -411 | 246 | -94 | 162 | 469 | 374 | -217 | -35,023 |
| 래 | 국내기관(십억원) | 45 | -57 | -33 | -81 | -382 | 45 | -508 | -929 | 14,143 |
| 소 | 개인(십억원) | -587 | 431 | -255 | 156 | 257 | -587 | 2 | 955 | 9,729 |
| 코 | 외국인(십억원) | 155 | 64 | 36 | 133 | -322 | 155 | 66 | -453 | -1,387 |
| 스 | 국내기관(십억원) | -146 | -81 | -112 | -72 | -63 | -146 | -475 | -311 | -666 |
| 닥 | 개인(십억원) | -14 | 2 | 73 | -56 | 400 | -14 | 404 | 989 | 4,478 |
| **Market Indicators** | | | | | | | | | | |
| | 3년만기 국고채(%,%P) | 2.43 | 2.48 | 2.48 | 2.48 | 2.47 | -0.05 | -0.02 | 0.05 | -0.69 |
| | 3년만기 회사채(AA-)(%,%P) | 2.93 | 2.97 | 2.97 | 2.97 | 2.97 | -0.04 | -0.02 | -0.03 | -0.65 |
| | 콜금리(%,%P) | 2.53 | 2.45 | 2.41 | 2.50 | 2.50 | 0.08 | 0.03 | 0.07 | -0.95 |
| | 시가총액(조원) | 3,018 | 2,974 | 2,956 | 2,908 | 2,904 | 44.18 | 55.68 | 267.60 | 262.99 |
| | 원/달러 환율(원,%) | 1,370.00 | 1,375.00 | 1,367.90 | 1,367.80 | 1,362.30 | -0.36 | 0.78 | 0.42 | -1.06 |
| | 원/100엔 환율(원,%) | 939.25 | 932.77 | 936.77 | 943.95 | 937.43 | 0.69 | -0.80 | -0.02 | 9.55 |
| **증시주변자금** | | | | | | | | | | |
| | 고객예탁금(십억원) | - | 65,196 | 66,504 | 67,338 | 65,384 | - | -1,089 | 2,846 | 9,027 |
| | 미수금(십억원) | - | 924 | 955 | 947 | 962 | - | -40 | 39 | -130 |
| | 신용잔고(십억원) | - | 20,707 | 20,676 | 20,650 | 20,661 | - | 70 | 2,328 | 895 |
| | 순수주식형수익증권(십억원) | - | 150,401 | 149,778 | 149,184 | 148,628 | - | 1,389 | 7,393 | 29,870 |

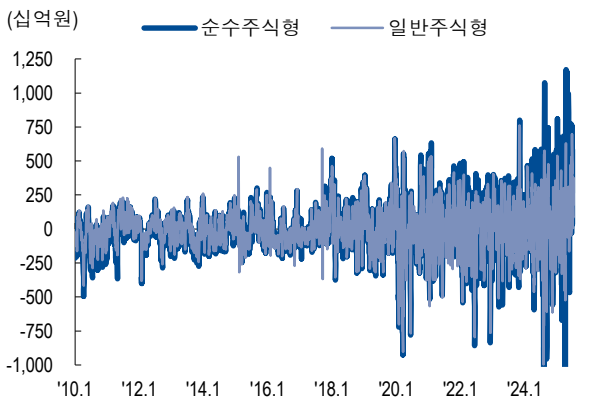
주: 투자자별순매수의 Performance/Spread는 해당 기간 동안의 누적순매수

## Daily Sector Performance




자료: KRX

## Domestic Equity Fund Flow




자료: AMAK, Zeroin

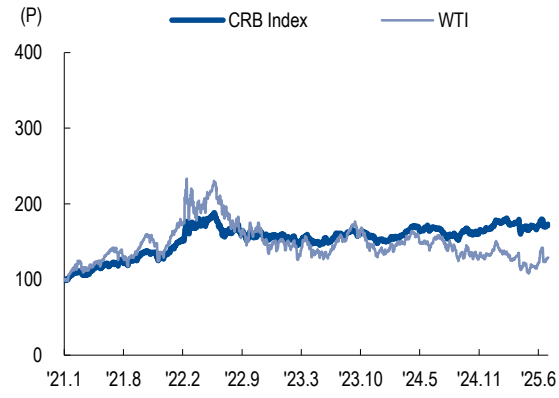
## Global Market

| | | Index | | | | | Performance/Spread | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 해외주요증시 | | 10-Jul | 9-Jul | 8-Jul | 7-Jul | 4-Jul | 1Day | 1Week | 1Month | 1Year |
| 미국 | NASDAQ(P,%) | 20,631 | 20,611 | 20,418 | 20,413 | 20,601 | 1.04 | 2.12 | 5.64 | 12.10 |
| | S&P500(P,%) | 6,280 | 6,263 | 6,226 | 6,230 | 6,279 | 0.88 | 1.33 | 4.67 | 12.70 |
| | Dow Jones(P,%) | 44,651 | 44,458 | 44,241 | 44,406 | 44,829 | 0.93 | 0.35 | 4.41 | 13.49 |
| 유럽 | 영국(P,%) | 8,976 | 8,867 | 8,854 | 8,807 | 8,823 | 1.37 | 2.17 | 1.56 | 9.55 |
| | 독일(P,%) | 24,457 | 24,550 | 24,207 | 24,074 | 23,787 | 1.03 | 3.31 | 0.63 | 32.40 |
| 아시아 | 일본(P,%) | 39,646 | 39,821 | 39,689 | 39,588 | 39,811 | -0.11 | -0.85 | 5.05 | -2.78 |
| | 대만(P,%) | 22,693 | 22,527 | 22,362 | 22,429 | 22,548 | 1.48 | 0.62 | 4.77 | -4.96 |
| | 중국(P,%) | 8,668 | 8,597 | 8,709 | 8,609 | 8,609 | -0.46 | -0.12 | 0.45 | 37.93 |
| | 인도(P,%) | 83,190 | 83,536 | 83,713 | 83,443 | 83,433 | -0.62 | -0.61 | 1.22 | 4.04 |
| 라틴 | 멕시코(P,%) | 56,740 | 56,688 | 57,183 | 57,423 | 57,978 | -0.78 | -1.86 | -2.28 | 7.24 |
| | 브라질(P,%) | 136,743 | 137,481 | 139,303 | 139,490 | 141,264 | -1.84 | -2.01 | 0.47 | 8.06 |
| 국제금리 및 환율 | | | | | | | | | | |
| 금리 | 미국채 10년(%,%P) | 4.35 | 4.33 | 4.40 | 4.38 | 4.35 | -0.05 | 0.11 | -0.16 | 0.07 |
| | 스프레드(10년-2년) (%,%P) | 0.48 | 0.49 | 0.51 | 0.48 | 0.47 | -0.03 | 0.01 | 0.01 | 0.83 |
| 환율 | 엔/달러(엔,%) | 146.26 | 146.33 | 146.58 | 146.05 | 144.47 | -0.22 | 1.98 | 0.97 | -9.06 |
| | 달러/유로(달러,%) | 1.17 | 1.17 | 1.17 | 1.17 | 1.18 | -0.20 | -0.89 | 2.67 | 8.10 |
| 국제 원자재 가격 | | | | | | | | | | |
| | CRB Index(P,%) | 300 | 302 | 302 | 299 | 300 | -0.64 | 1.46 | -0.17 | 3.25 |
| | WTI ($/Barrel,%) | 68 | 68 | 68 | 68 | 67 | 0.07 | 4.48 | 5.88 | -16.94 |
| | Gold ($/Troy Ounce,%) | 3,324 | 3,314 | 3,302 | 3,337 | 3,337 | 0.67 | -0.44 | 0.41 | 40.90 |
| | 구리($/Metric ton,%) | 9,631 | 9,631 | 9,791 | 9,830 | 9,865 | -1.63 | -3.06 | -0.64 | -2.87 |

| | 1Week (%,%P) | | | 1Month (%,%P) | | | PER (배) | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Global Company Performance | 해외 | 국내 | Gap | 해외 | 국내 | Gap | 해외 | 국내 |
| Intel/삼성전자 | 4.25 | 1.33 | 2.92 | 18.74 | 3.21 | 15.53 | - | 12.32 |
| Micron Technology/SK하이닉스 | 1.84 | 4.03 | -2.19 | 13.40 | 32.29 | -18.89 | 175.87 | 10.34 |
| Philips/LG전자 | 2.97 | 0.00 | 2.97 | 2.57 | 4.14 | -1.58 | - | 37.03 |
| NTT Docomo/SK텔레콤 | 0.00 | -3.83 | 3.83 | 0.00 | 5.13 | -5.13 | 12.76 | 9.57 |
| Google/NAVER | 1.01 | -0.95 | 1.97 | 2.16 | 35.72 | -33.56 | 21.85 | 20.43 |
| Toyota/현대차 | 0.84 | -0.95 | 1.79 | -6.73 | 9.70 | -16.44 | 6.88 | 4.37 |
| Nippon Steel/POSCO | 3.15 | 13.95 | -10.80 | -3.47 | 22.37 | -25.84 | 7.98 | 21.76 |
| Exxon Mobil/SK이노베이션 | 5.21 | 0.00 | 5.21 | 10.22 | 0.00 | 10.22 | 14.66 | - |
| Singapore Airlines/대한항공 | 2.99 | 6.77 | -3.78 | 1.97 | 7.24 | -5.26 | 8.10 | 6.86 |
| Mitsubishi Heavy/현대중공업 | -10.57 | -9.86 | -0.70 | -6.34 | 3.13 | -9.47 | 44.50 | 19.85 |

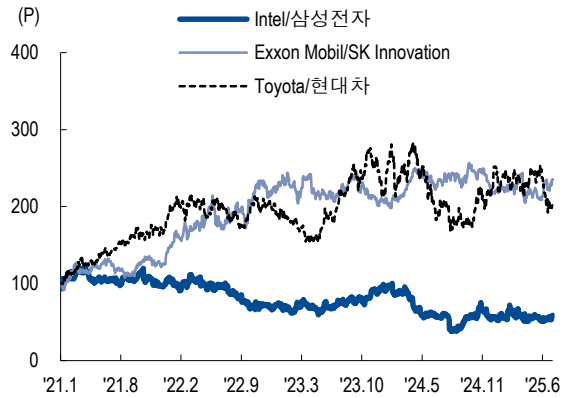
주: 해외=해외주식의 수익률, 국내=국내주식의 수익률, Gap=해외와 국내주식의 수익률의 차

### Global Commodities Price Trend




자료: Bloomberg, Dramexchange

### Global Company Relative Performance




자료: Bloomberg

**〈종목 투자등급 (Stock Ratings)〉**

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라 Buy(15%초과), Hold(-15%~15%), Sell(-15%미만)로 구분

- 본 조사자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 결정은 투자자 여러분들이 판단하여 주시기 바랍니다. 본 조사자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민. 형사상 책임을 지게 됩니다.