Morning Meeting Notes

2023-03-23

내일의 차이 현대차증권

What's Inside

카카오뱅크(BUY/30,000) 아직 어두울 때 조금씩 대응 필요
삼성엔지니어링(BUY/40,000) 변함없는 믿음
[자산배분] 돌아온 레버리지 시대, 레버리지 스타일에 관심 필요
[투자전략] 한 장 정리: 3월 FOMC, 걸으면서(물가안정) 껌씹기(금융안정)
[미국주식] 크레디트스위스(CS) 주식 사도 될까?

New Issue

뉴욕증시, 파월 연준 의장 '연내 금리 인하 없다' 발언에 일제히 하락...나스닥 1.60%↓
뉴욕채권, 은행리스크 불확실성에 안전자산 선호심리 확대...美 국채금리 하락
국제유가, 달러 약세와 미국 휘발유 재고 감소에 상승...WTI 2.26%↑

New Publication

[중국주식] 중국 전기차 산업: 앞당겨진 미래(2023-03-21)
[퀀트/글로벌 ETF] 2023년 3월 퀀트/글로벌 ETF 전략: 아직 한 발 남았다(2023-03-06)
[인터넷/게임] DEEP DIVE SERIES #1 네카오(2023-02-28)
[건설] Re-overseas: 우리의 밤은 외국의 아침(2023-02-27)
[음식료] 먹는건 못 참지!(2023-02-24)
[퀀트/글로벌 ETF] 2023년 2월 퀀트/글로벌 ETF 전략: 여명(黎明)(2023-02-03)
[채권전략] 2023년 금융시장 트리플(Triple) 강세 대비(2023-01-30)
[스몰캡] 반도체의 꽃은 IP다(2023-01-30)

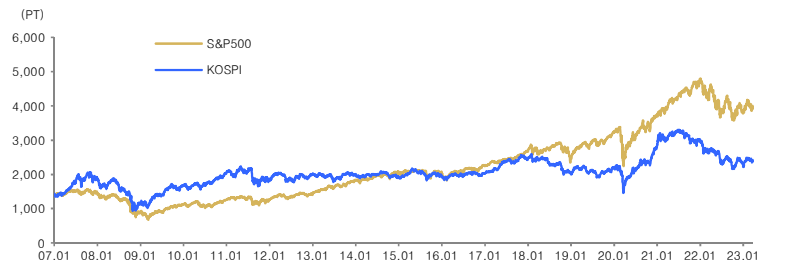
Rating, Target Price Changes

카카오뱅크	M.PERFORM	27,000 원 ▷	BUY	30,000 원	(2023-03-23)
현대코퍼레이션	신규편입	▷	BUY	25,000 원	(2023-03-10)
한올바이오파마	BUY	27,000 원 ▷	BUY	29,000 원	(2023-03-07)
LG이노텍	BUY	475,000 원 ▷	BUY	440,000 원	(2023-02-28)
동국제강	BUY	16,500 원 ▷	BUY	17,700 원	(2023-02-28)
저스템	신규편입	▷	BUY	24,000 원	(2023-02-28)
DB손해보험	BUY	98,000 원 ▷	BUY	102,000 원	(2023-02-23)
한화생명	BUY	3,000 원 ▷	BUY	3,300 원	(2023-02-23)
삼성화재	BUY	260,000 원 ▷	BUY	270,000 원	(2023-02-22)
삼성생명	BUY	80,000 원 ▷	BUY	83,000 원	(2023-02-22)
에스엠	BUY	93,000 원 ▷	M.PERFORM	120,000 원	(2023-02-21)
코리안리	BUY	10,000 원 ▷	BUY	11,000 원	(2023-02-20)
오픈엣지테크놀로지	BUY	23,000 원 ▷	BUY	30,000 원	(2023-02-17)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
삼성전자	104,411	KODEX 레버리지	73,712
LG에너지솔루션	74,287	삼성전자	46,833
에코프로비엠	41,534	에스엠	41,048
엘앤에프	34,233	SK하이닉스	29,823
SK하이닉스	33,232	카카오	28,156

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
KODEX 200선물인버스2X	-25,123	KODEX 200선물인버스2X	-52,857
삼성전자우	-21,531	한화에어로스페이스	-36,441
하나금융지주	-20,345	KODEX 코스닥150선물인버	-16,754
신한지주	-15,145	LG	-12,330
SK이노베이션	-13,400	KODEX 인버스	-11,403

KOSPI, S&P 추이



국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,416.96	+1.20	-0.03
대형주	2,399.19	+1.43	+0.37
중형주	2,695.85	+0.14	-1.78
소형주	2,211.58	+0.08	-1.98
KOSDAQ	813.43	+1.36	+4.49

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	-3,471	2,040	1,428
누적순매수(D-20)	14,184	-19,903	2,345

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	204,098	190,268	183,260

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	73.86	-0.46	-6.26
금융	347.58	+0.22	-3.04
운수장비	1,915.71	+0.55	-0.20
유통	323.47	-0.30	-4.44
음식료	3,594.75	-0.45	-3.81
의약품	13,168.35	-0.07	+1.02
전기전자	24,653.34	+2.27	+2.45
철강금속	4,890.09	+1.95	-3.79
화학	5,487.29	+1.38	+0.21
유틸리티	748.67	-0.08	-2.81
통신	361.75	-0.44	+1.34

해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	3,936.97	-1.65	-1.36
NASDAQ	11,669.96	-1.60	+1.42
일본	27,466.61	+1.93	+1.34
중국	3,265.75	+0.31	-0.77
독일	15,216.19	+0.14	-1.19

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.28	-1.00	-36.10
국고채 (10년)	3.29	-1.70	-35.20
은행채AAA (3년)	3.74	-3.70	-37.00
미국국채 (2년)	3.93	-23.18	-76.49
미국국채 (10년)	3.44	-16.50	-48.09

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,307.70	-0.27	+0.21
원/백 엔	994.92	+0.55	+2.89
원/위안	190.07	-0.23	+0.37
달러/유로	1.09	+0.82	+2.39
위안/달러	6.88	-0.04	-0.15
엔/달러	131.44	-0.81	-2.60
Dollar Index	102.57	-0.65	-1.91

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	70.90	+2.26	-4.12
금 (usd/oz)	1,949.60	+0.44	+5.87
BDI	1,512.00	-1.95	+154.55
천연가스(NYMEX)	2.17	-7.54	-0.14

본 조사지표는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Company Note
2023. 03. 23

카카오뱅크 (323410)

BUY
TP 30,000원

아직 어두울 때 조금씩 대응 필요

Analyst 이홍재
02-3787-2643 leehj612@hmsec.com

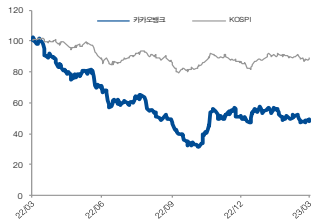
현재주가 (03/22)	25,000원
상승여력	20.0%
시가총액	11,918십억원
발행주식수	476,732천주
자본금/액면가	2,383십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	52,300원/15,850원
일평균 거래대금 (60일)	51십억원
외국인지분율	13.66%
주요주주	카카오 27.17%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-2.0	-5.1	4.0
상대주가(%p)	-1.9	-7.5	0.3

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	750	886	27,000
After	738	888	30,000
Consensus	757	941	28,438
Cons. 차이	-2.5%	-5.7%	5.5%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

아직 부동산 경기 반등 논하기 이르지만 하반기 성장률 개선 기대감 높아질 듯

- 카카오뱅크에 대한 매수 의견과 목표가 30,000원 제시
- 목표가 상향은 CoE가 10.1%에서 9.0%로 하락하고, 여신 성장률 추정치를 직전 대비 3.1%p 상향한 데 기인하며, 현재가와 괴리율 확대에 따라 투자의견 또한 중립에서 매수로 상향
- 동사 펀더멘털의 유의미한 개선을 위해서는 주택 관련 대출 성장이 필요하지만 최근 부동산 경기 침체 지속으로 전세가격지수가 가파르게 하락하였고, 2월 예금은행 주택담보대출 잔액이 14년도 이후 처음으로 전월 대비 감소하는 등 성장 기대감 크게 약화. 이러한 영향으로 주가는 전년 말 대비 2.9% 상승에 그치며 뚜렷한 방향성 부재하였다고 판단
- 다만, 부동산 경기 침체 원인이 전세가 하락에 있다는 가정에서, 최근의 예상 금리 경로 등으로 미루어 봤을 때 아직 반등을 논하기 이르지만 그 둔화 폭은 하반기부로 완화될 것으로 기대 중. 최근 COFIX 신규 금리 하락과 함께 담보비율은 물론 전입의무 완화 등 부동산 대출 규제 완화가 지속되고 있어 부동산 경기 저점 통과 이후의 성장 여력이 열린 데다 5월에 출범하는 대환대출 플랫폼에서 연내 주택담보대출까지 확대될 계획이기에 동사의 M/S 상승은 하반기부터 가속화될 여지가 크다고 판단. 한편, 동사의 1분기 주택담보대출 잔액은 2조원대에 이를 것으로 보이는데, 시장 전체적인 둔화 수준 감안하면 이 중 대부분은 대환대출로 추정. 동사의 1분기 대출 성장은 전/월세 대출 둔화에도 주담대 상승 등에 따라 전월 대비 3.5% 상승 예상

당분간 주가는 이미 알려진 부담요인보다는 정책 변화 기대감이 더 크게 작용될 전망

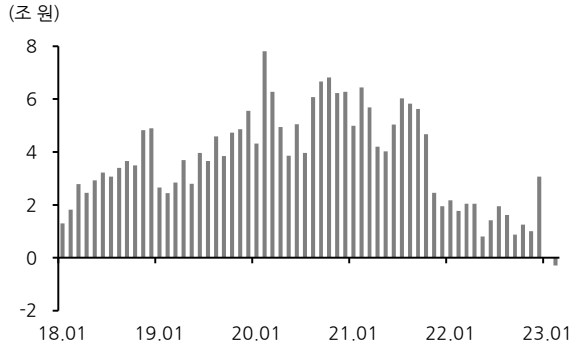
- 물론, 성장률 확대 과정에서 수익성이 일부 희생되는 점은 사실이고, 포트폴리오 상 NIM의 금리 민감도가 높아 양호한 저원가성 수신 Retention에도 불구하고 1분기 NIM은 16bp 하락하며 다소 부진할 전망. 특히, 추가 충당금 적립 등으로 대손비용률도 65bp에 이를 것으로 추정
- 하지만 이는 생경한 사실이 아니며, 오히려 최근 금융당국의 은행권 제도 개선 TF에서 논의되는 경쟁 촉진의 측면에서 동사를 비롯한 인터넷전문은행들의 역할이 다소 확대될 여지가 있는 점은 분명한 기회요인으로 판단. 이외에 CCyB 부과 등의 이슈에서도 상대적으로는 자유로운 편
- Peer Valuation 생각하면 여전히 공격적인 접근을 권하기는 어렵지만, 최근의 규제 불확실성에서 상대적으로는 빗겨져 있다는 점에서 당분간 업종 내 편한 대안. 점진적 관심 확대를 추천

요약 실적 및 Valuation

구분	순이자이익 (십억 원)	충전영업이익 (십억 원)	영업이익 (십억 원)	순이익 (십억 원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (X)	P/B (X)	ROA (%)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2020	408	183	123	114	294	476.5	-	-	0.5	5.1	-
2021	621	349	257	204	467	58.8	126.3	5.1	0.7	4.9	-
2022	942	526	353	263	554	18.6	43.9	2.0	0.7	4.7	0.3
2023F	1,048	676	474	351	738	33.3	33.9	2.0	0.8	6.0	0.4
2024F	1,223	772	571	422	888	20.3	28.2	1.9	0.8	6.8	0.4

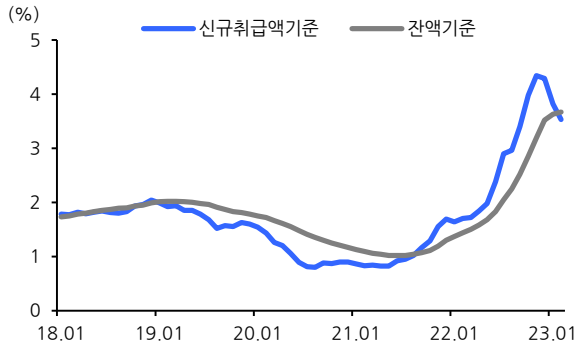
*K-IFRS 연결 기준

<그림1> 예금은행 주담대 기간 중 잔액 증감



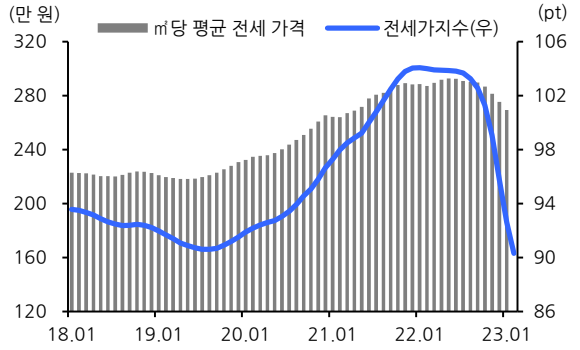
주: 전월 比
자료: 한국은행, 현대차증권

<그림2> COFIX 신규 및 잔액 금리



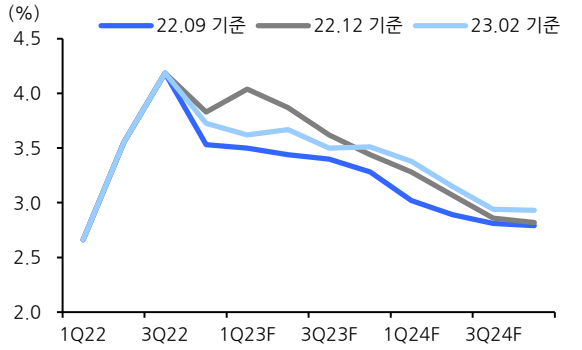
자료: 은행연합회, 현대차증권

<그림3> ㎡당 평균 전세 가격 및 전세가지수



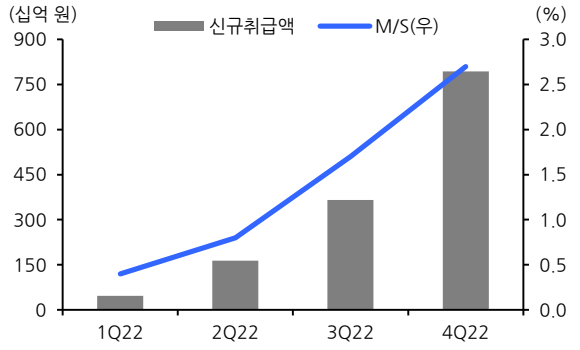
주: 전세가지수는 수도권 기준, 2021년 6월을 100으로 설정
자료: 부동산114, KOSIS, 현대차증권

<그림4> 국고채 3년물 금리 전망 변화



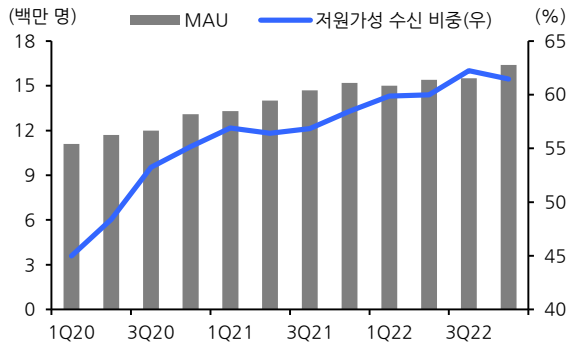
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림5> 카카오뱅크 주담대 신규취급액 및 M/S



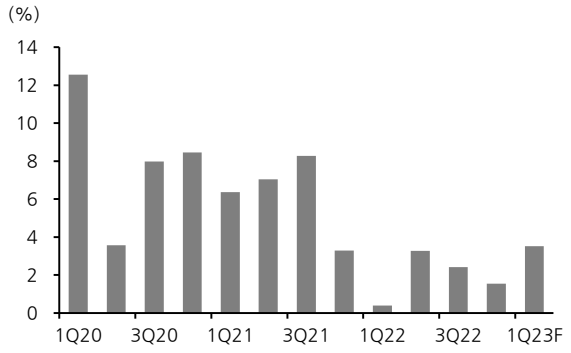
자료: 카카오뱅크, 현대차증권

<그림6> 카카오뱅크 MAU 및 저원가성 수신 비중



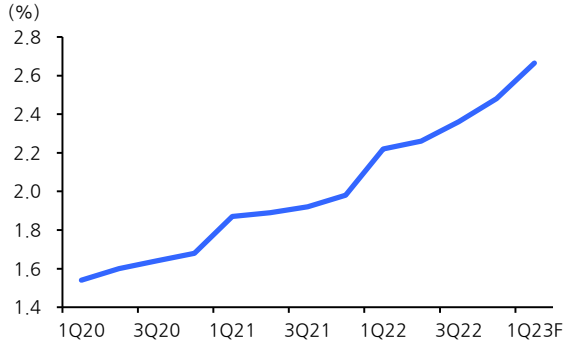
자료: 카카오뱅크, 현대차증권

<그림7> 분기 대출성장률 추정



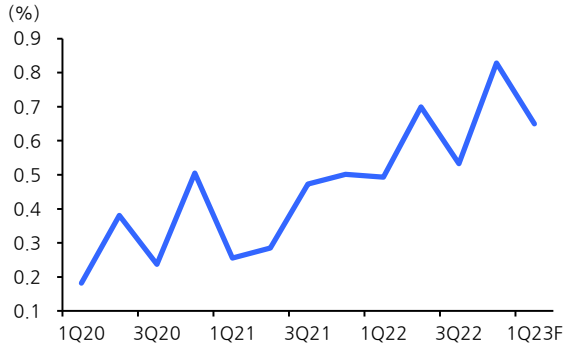
주: 전분기 比
자료: 카카오뱅크, 현대차증권

<그림8> 분기 NIM 추정



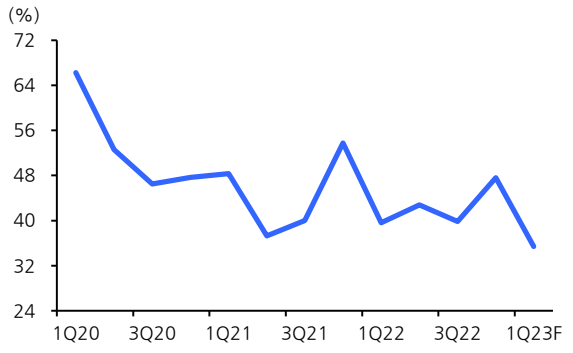
주: 누적 기준
자료: 카카오뱅크, 현대차증권

<그림9> 분기 대손비용률 추정



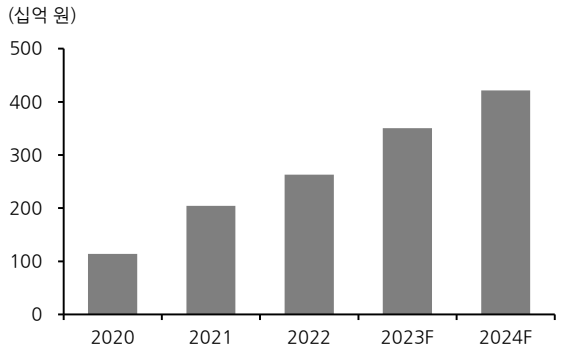
자료: 카카오뱅크, 현대차증권

<그림10> 분기 CIR 추정



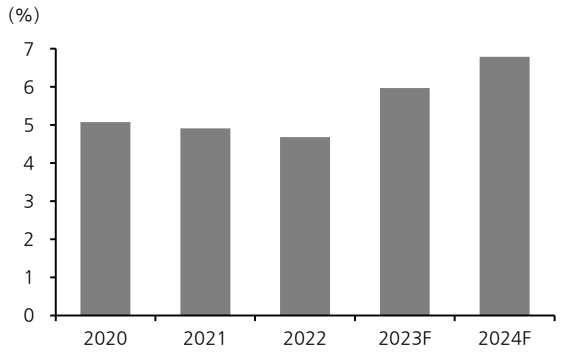
자료: 카카오뱅크, 현대차증권

<그림11> 연간 순이익 추정



자료: 카카오뱅크, 현대차증권

<그림12> 연간 ROE 추정



자료: 카카오뱅크, 현대차증권

(단위: 십억 원)

손익계산서	2020	2021	2022	2023F	2024F
순이자이익	408	621	942	1,048	1,223
순수수료이익	7	52	10	15	22
기타이익	-31	-38	-33	-13	-13
총영업이익	384	635	920	1,050	1,232
판매및관리비	201	286	394	374	460
충전영업이익	183	349	526	676	772
충당금전입액	61	92	173	202	201
영업이익	123	257	353	474	571
영업외손익	-0	-0	-1	-1	-1
세전이익	122	257	352	474	570
법인세비용	9	53	89	123	148
당기순이익	114	204	263	351	422
비지배지분	-	-	-	-	-
지배주주순이익	114	204	263	351	422

(단위: %)

주요 지표(1)	2020	2021	2022	2023F	2024F
성장성					
순이자이익	64.8	52.3	51.6	11.2	16.8
순수수료이익	-112.6	663.3	-79.9	45.1	45.8
총영업이익	81.0	65.4	44.8	14.1	17.4
판매및관리비	23.5	42.6	37.6	-5.0	23.0
충전영업이익	269.2	90.4	50.7	28.4	14.3
충당금전입액	67.1	51.5	87.8	16.4	-0.3
영업이익	824.6	109.7	37.5	34.3	20.5
지배주주순이익	727.5	79.6	28.9	33.3	20.3
자산총계	17.3	35.2	8.9	17.4	16.0
대출채권	7.7	27.6	6.4	19.2	17.9
부채총계	13.3	27.9	10.8	18.6	17.5
예수부채	13.7	27.6	10.1	20.8	17.9
차입부채	-	-	-	-	-
자본총계	66.6	97.4	3.5	5.4	6.2
수익성 및 효율성					
NIM(지주)					
NIM(은행)	1.7	2.0	2.5	2.7	2.6
Credit Cost	0.3	0.4	0.6	0.6	0.5
CIR	52.2	45.0	42.8	35.6	37.3
ROE	5.1	4.9	4.7	6.0	6.8
ROA	0.5	0.7	0.7	0.8	0.8

** K-IFRS 별도기준*

(단위: 십억 원)

재무상태표	2020	2021	2022	2023F	2024F
자산총계	26,650	36,040	39,260	46,105	53,489
현예금	1,196	1,219	1,382	1,387	1,446
금융자산	4,261	7,641	9,018	10,379	11,638
대출채권	20,663	26,362	28,053	33,451	39,429
유형자산	46	70	173	157	158
기타자산	484	748	634	730	818
부채총계	23,853	30,519	33,801	40,082	47,094
예수부채	23,539	30,026	33,056	39,938	47,068
차입부채	-	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	-
기타부채	314	493	745	144	26
자본총계	2,797	5,521	5,715	6,024	6,395
자본금	2,038	2,376	2,384	2,384	2,384
자본잉여금	760	2,956	2,987	2,987	2,987
이익잉여금	-14	190	453	762	1,133
기타자본	13	-1	-109	-109	-109
비지배지분	-	-	-	-	-
지배주주지분	2,797	5,521	5,715	6,024	6,395

(단위: 십억 원)

주요 지표(2)	2020	2021	2022	2023F	2024F
Dupont Analysis(%)					
순이자이익	1.7	2.0	2.5	2.5	2.5
비이자이익	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
총영업이익	1.6	2.0	2.4	2.5	2.5
판매및관리비	0.8	0.9	1.0	0.9	0.9
충전영업이익	0.7	1.1	1.4	1.6	1.6
충당금전입액	0.2	0.3	0.5	0.5	0.4
영업이익	0.5	0.8	0.9	1.1	1.1
세전이익	0.5	0.8	0.9	1.1	1.1
당기순이익	0.5	0.7	0.7	0.8	0.8
투자 지표					
EPS(원)	279	430	554	738	888
BPS(원)	6,861	11,620	12,028	12,677	13,458
P/E(X)	-	126.3	43.9	33.9	28.2
P/B(X)	-	5.1	2.0	2.0	1.9
DPS(원)	-	-	80	90	110
배당성향(%)	-	-	14.4	12.0	12.0
배당수익률(%)	-	-	0.3	0.4	0.4

Company Note
2023. 03. 23

삼성엔지니어링 (028050)

BUY
TP 40,000원

변함없는 믿음

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

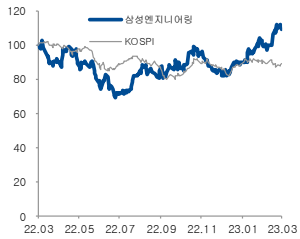
현재주가 (3/22)	29,450원
상승여력	35.8%
시가총액	5,772십억원
발행주식수	196,000천주
자본금/액면가	980십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	30,250원/18,600원
일평균 거래대금 (60일)	30십억원
외국인지분율	45.29%
주요주주	삼성SDI 외 6 인 20.56%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	8.1	28.0	25.1
상대주가(%p)	8.1	24.9	20.7

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	3,042	3,383	40,000
After	2,962	3,057	40,000
Consensus	2,947	3,100	37,367
Cons. 차이	0.5%	-1.4%	7.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 올해 상반기 내로 주요 파이프라인의 수주 결과가 발표되기 시작할 예정. 화공 및 비화공 전반에 걸쳐 매출 성장세는 지속되며 기자재가격 부담 완화에 따라 원가율은 소폭 개선되기 시작할 것으로 예상됨
- 3월 21일 기준 두바이 유가는 배럴당 73.74달러로 전년대비 다소 하락했지만 중동 주요 산유국들의 '23년 재정균형유가는 대부분 70달러 미만. 따라서 재정여력 축소에 대한 우려는 낮은 상황

주요이슈 및 실적전망

- '23년 연결 매출액 10조 7,820억원(+7.2% YoY), 영업이익 7,346억원(+4.5% YoY, OPM 6.8%) 전망. 화공부문 매출액 5조 1,182억원, 비화공부문 매출액 5조 6,638억원으로, 전년동기대비 각각 +6.2%, +8.2% 증가 예상
- 1Q23 내에 발표될 것으로 예상했던 프로젝트들의 수주결과가 다소 지연되고 있으나 시기의 문제일 뿐 수주 가능성에는 큰 변화가 없는 상황. 상반기 내로 요르단 정유플랜트, 알제리 PDH/PP, 사우디 Amiral 2개 PKG 등의 수주 결과가 발표될 예정. 현재 수행중인 사우디 Jafurah 가스전의 2단계 PJT 수주 여부도 2Q23 중 확인할 수 있을 것으로 예상됨
- 삼성전자(4Q22 기준 계열사 현장 내 비중 약 87.2%)의 시설투자는 작년과 유사한 수준으로 유지될 것으로 전망되어 동사의 비화공부문 수주 역시 안정적인 기조를 이어나갈 예정. 1H23 착공을 목표로 하는 삼성바이오로직스 제5공장(총 투자비 약 1조 9,800억원)의 수주도 기대됨
- 현재 FEED를 수행 중인 (텍사스 LNG, 인도네시아 CAP2를 포함한) 7개 PJT 중 일부의 EPC 전환까지 더해진다면 동사의 수주 가이던스 달성에는 무리가 없을 전망

주가전망 및 Valuation

- 해외 수주 기대감과 가이던스를 상회한 '22년 실적을 확인하며 주가는 연초대비 다소 상승. 그러나 현재 P/B는 약 2.1배로 ROE 대비 여전히 저평가 구간에 있으며 주요 PJT들의 수주 결과가 본격적으로 확인되기 시작하면 추가적인 상승 여력은 충분한 상황
- 투자의견 BUY, 목표주가 40,000원, 건설업종 Top-pick 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 (%)
2021	7,487	503	372	549	1,900	47.5	12.1	2.2	5.7	20.7	0.0
2022	10,054	703	665	760	3,392	78.6	6.6	1.6	3.2	28.3	0.0
2023F	10,782	737	581	798	2,962	-12.7	9.9	1.8	4.6	19.5	0.0
2024F	11,083	797	599	874	3,057	3.2	9.6	1.5	3.8	16.8	0.0
2025F	11,437	818	643	907	3,281	7.4	9.0	1.3	3.3	15.3	0.0

K-IFRS 연결 기준

<표1> 삼성엔지니어링 목표주가 산정

항목	내용	비고
자기자본비용(COE) (%)	8.1	- 무위험 수익률: 3.95% (국고채 5년) - Risk Premium: 6.1% - Beta: 0.67 (52주 Beta)
ROE (%)	19.4	- '23F ROE
적정 P/B (배)	2.41	- P/B = (ROE-g) / (COE-g)
Target BPS (원)	16,691	- '23F BPS
적정주가 (원)	40,226	- 적정 P/B * '23F BPS
목표주가 (원)	40,000	
전일종가 (원)	29,450	- 2023.03.22 종가
상승여력 (%)	35.8	
투자의견	BUY	

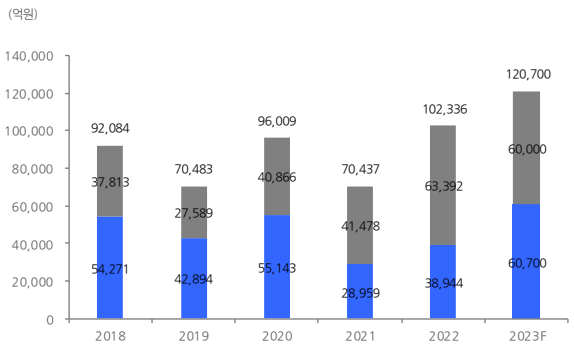
자료: FnGuide, 현대차증권

<그림1> 삼성엔지니어링 주요 해외 PJT 파이프라인

PJT 명	규모(억달러)	수주 예상 시기
사우디 Amiral PKG 1, 4	30	1H23
알제리 PDH/PP	14	1H23
요르단 정유플랜트	10	1H23
사우디 Jafurah 2단계	20~30	2Q23
UAE Hail and Gasha	15~20	3Q23
인도 찬드라 석화플랜트	7	4Q23
인도네시아 석화플랜트	7	4Q23
사우디 Fadhili 가스 개보수	15~20	4Q23
사우디 NEC	10	2H23

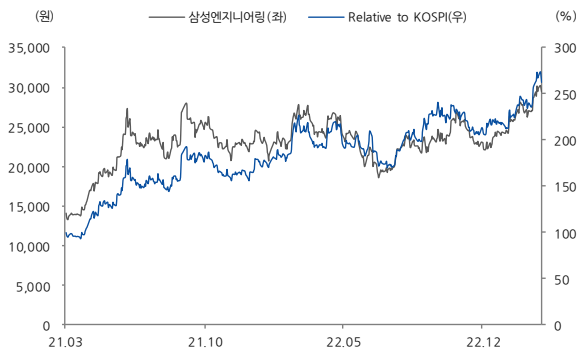
자료: 삼성엔지니어링, 현대차증권

<그림2> 삼성엔지니어링 2023년 신규수주 추정치



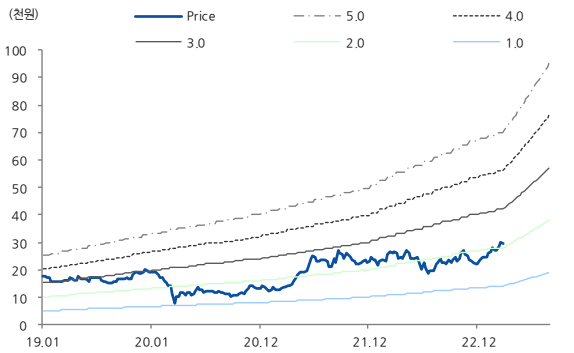
자료: 삼성엔지니어링, 현대차증권

<그림3> 삼성엔지니어링 주가 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

<그림4> 삼성엔지니어링 P/B 밴드 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

<표2> 삼성엔지니어링 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
매출액	2,454	2,550	2,506	3,272	2,729	2,711	2,565	3,078	10,054	10,782	11,083
YoY	*13.5%*	*2.3%*	*1.9%*	*11.3%*	*11.2%*	*6.3%*	*2.4%*	*-5.9%*	*34.3%*	*7.2%*	*2.8%*
>화공	1,210	1,300	1,279	1,329	1,299	1,324	1,312	1,273	4,820	5,118	5,207
YoY	*13.7%*	*6.6%*	*1.3%*	*4.3%*	*7.3%*	*1.8%*	*2.6%*	*-4.2%*	*23.6%*	*6.2%*	*1.7%*
>비화공	1,244	1,250	1,227	1,943	1,430	1,387	1,254	1,806	5,235	5,664	5,876
YoY	*13.2%*	*-1.9%*	*2.6%*	*16.6%*	*14.9%*	*11.0%*	*2.2%*	*-7.1%*	*45.9%*	*8.2%*	*3.7%*
매출총이익	260	268	272	375	301	297	287	358	1,081	1,175	1,243
YoY	*-0.2%*	*7.6%*	*8.5%*	*16.8%*	*15.7%*	*10.9%*	*5.7%*	*-4.5%*	*25.5%*	*8.7%*	*5.8%*
GPM	*10.6%*	*10.5%*	*10.9%*	*11.5%*	*11.0%*	*11.0%*	*11.2%*	*11.6%*	*10.8%*	*10.9%*	*11.2%*
>화공	97	104	109	113	110	113	118	115	396	422	456
YoY	*-25.3%*	*26.1%*	*-7.4%*	*69.3%*	*14.0%*	*8.2%*	*8.6%*	*1.4%*	*-23.7%*	*6.6%*	*7.8%*
GPM	*8.0%*	*8.0%*	*8.5%*	*8.5%*	*8.5%*	*8.5%*	*9.0%*	*9.0%*	*8.2%*	*8.3%*	*8.7%*
>비화공	163	164	163	262	190	184	169	244	685	752	788
YoY	*24.8%*	*-1.6%*	*22.5%*	*3.0%*	*16.7%*	*12.7%*	*3.7%*	*-7.1%*	*100.1%*	*9.9%*	*4.7%*
GPM	*13.1%*	*13.1%*	*13.3%*	*13.5%*	*13.3%*	*13.3%*	*13.5%*	*13.5%*	*13.1%*	*13.3%*	*13.4%*
영업이익	157	162	168	248	190	188	183	238	703	735	799
YoY	*-9.8%*	*5.3%*	*4.6%*	*15.4%*	*20.9%*	*16.0%*	*8.9%*	*-3.9%*	*39.7%*	*4.5%*	*8.7%*
OPM	*6.4%*	*6.3%*	*6.7%*	*7.6%*	*7.0%*	*6.9%*	*7.1%*	*7.7%*	*7.0%*	*6.8%*	*7.2%*
세전이익	195	124	155	247	168	177	174	229	716	721	748
YoY	*24.6%*	*-33.1%*	*-26.0%*	*50.0%*	*-13.7%*	*42.7%*	*12.2%*	*-7.3%*	*35.2%*	*0.7%*	*3.8%*
세전이익률	*7.9%*	*4.9%*	*6.2%*	*7.6%*	*6.2%*	*6.5%*	*6.8%*	*7.4%*	*7.1%*	*6.7%*	*6.7%*
당기순이익	156	99	124	198	134	142	139	183	595	577	598
YoY	*36.9%*	*-28.8%*	*-23.7%*	*10.0%*	*-13.7%*	*42.7%*	*12.2%*	*-7.3%*	*69.6%*	*-3.2%*	*3.8%*
당기순이익률	*6.3%*	*3.9%*	*4.9%*	*6.0%*	*4.9%*	*5.2%*	*5.4%*	*6.0%*	*5.9%*	*5.3%*	*5.4%*
지배주주순이익	156	100	124	198	135	142	139	184	665	578	600
YoY	*36.4%*	*-29.1%*	*-24.6%*	*-19.2%*	*-13.7%*	*42.7%*	*12.2%*	*-7.3%*	*78.6%*	*-13.0%*	*3.8%*
지배주주순이익률	*6.4%*	*3.9%*	*5.0%*	*6.1%*	*4.9%*	*5.2%*	*5.4%*	*6.0%*	*6.6%*	*5.4%*	*5.4%*
수주잔고	18,667	18,517	19,562	19,190	19,221	18,620	18,365	19,547	17,902	19,190	19,547
>화공	13,331	13,031	13,702	13,674	13,935	13,521	13,119	14,707	12,722	13,674	14,707
>비화공	5,336	5,486	5,859	5,516	5,286	5,099	5,246	4,840	5,180	5,516	4,840

자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	7,487	10,054	10,782	11,083	11,437
증가율 (%)	10.9	34.3	7.2	2.8	3.2
매출원가	6,625	8,973	9,605	9,841	10,158
매출원가율 (%)	88.5	89.2	89.1	88.8	88.8
매출총이익	861	1,081	1,177	1,242	1,280
매출이익률 (%)	11.5	10.8	10.9	11.2	11.2
증가율 (%)	28.1	25.6	8.9	5.5	3.1
판매관리비	358	378	440	444	461
판관비율(%)	4.8	3.8	4.1	4.0	4.0
EBITDA	549	760	798	874	907
EBITDA 이익률 (%)	7.3	7.6	7.4	7.9	7.9
증가율 (%)	33.6	38.4	5.0	9.5	3.8
영업이익	503	703	737	797	818
영업이익률 (%)	6.7	7.0	6.8	7.2	7.2
증가율 (%)	39.3	39.8	4.8	8.1	2.6
영업외손익	37	5	-14	-50	-17
금융수익	48	98	89	73	67
금융비용	41	94	165	175	191
기타영업외손익	30	1	62	52	107
종속/관계기업관련손익	-11	7	0	0	0
세전계속사업이익	530	716	724	747	802
세전계속사업이익률	7.1	7.1	6.7	6.7	7.0
증가율 (%)	50.6	35.1	1.1	3.2	7.4
법인세비용	178	120	145	149	160
계속사업이익	351	595	579	597	641
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	351	595	579	597	641
당기순이익률 (%)	4.7	5.9	5.4	5.4	5.6
증가율 (%)	39.3	69.5	-2.7	3.1	7.4
지배주주지분 순이익	372	665	581	599	643
비지배주주지분 순이익	-21	-70	-2	-2	-2
기타포괄이익	28	21	0	0	0
총포괄이익	379	617	579	597	641

(단위: 십억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	4,442	5,948	6,132	6,346	6,846
현금성자산	1,138	1,412	1,704	2,079	2,481
단기투자자산	249	676	752	708	735
매출채권	1,799	2,131	1,976	1,859	1,930
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	1,256	1,729	1,700	1,700	1,700
비유동자산	1,616	1,901	1,973	2,024	2,064
유형자산	447	437	441	441	441
무형자산	56	75	142	194	233
투자자산	132	252	253	252	252
기타비유동자산	981	1,137	1,137	1,137	1,138
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	6,059	7,849	8,105	8,370	8,910
유동부채	3,853	5,013	4,650	4,363	4,259
단기차입금	41	232	332	382	432
매입채무	799	935	935	821	852
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	3,013	3,846	3,383	3,160	2,975
비유동부채	246	259	299	253	257
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	6	4	4	4	4
기타비유동부채	240	255	295	249	253
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	4,098	5,272	4,949	4,616	4,516
지배주주지분	2,003	2,693	3,274	3,873	4,516
자본금	980	980	980	980	980
자본잉여금	-22	-22	-22	-22	-22
자본조정 등	-0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	33	59	59	59	59
이익잉여금	1,012	1,677	2,257	2,856	3,499
비지배주주지분	-42	-116	-118	-120	-122
자본총계	1,961	2,577	3,156	3,753	4,394

(단위: 십억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	740	577	464	499	507
당기순이익	351	595	579	597	641
유형자산 상각비	35	42	28	28	28
무형자산 상각비	11	16	33	49	61
외환손익	-65	58	65	90	0
운전자본의 감소(증가)	166	-304	-241	-265	-223
기타	242	170	0	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-201	-529	-274	-173	-155
투자자산의 감소(증가)	39	-97	-1	0	-0
유형자산의 감소	1	2	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-30	-21	-32	-28	-28
기타	-211	-413	-241	-145	-127
재무활동으로인한현금흐름	-208	175	102	49	51
차입금의 증가(감소)	6	-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	-214	178	102	49	51
기타현금흐름	60	51	0	0	0
현금의증가(감소)	390	274	292	375	402
기초현금	748	1,138	1,412	1,704	2,079
기말현금	1,138	1,412	1,704	2,079	2,481

(단위: 원, 배, %)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	1,791	3,037	2,953	3,048	3,272
EPS(지배순이익 기준)	1,900	3,392	2,962	3,057	3,281
BPS(자본총계 기준)	10,003	13,148	16,101	19,149	22,421
BPS(지배지분 기준)	10,216	13,741	16,703	19,760	23,041
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	12.8	7.3	10.0	9.7	9.0
P/E(지배순이익 기준)	12.1	6.6	9.9	9.6	9.0
P/B(자본총계 기준)	2.3	1.7	1.8	1.5	1.3
P/B(지배지분 기준)	2.2	1.6	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA(Reported)	5.7	3.2	4.6	3.8	3.3
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	39.2	69.6	-2.8	3.2	7.4
EPS(지배순이익 기준)	47.5	78.6	-12.7	3.2	7.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	19.8	26.2	20.2	17.3	15.7
ROE(지배순이익 기준)	20.7	28.3	19.5	16.8	15.3
ROA	6.5	8.6	7.3	7.3	7.4
안정성 (%)					
부채비율	209.0	204.6	156.8	123.0	102.8
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	98.5	48.0	43.2	29.1	31.6

** K-IFRS 연결 기준*

HYUNDAI MOTOR GROUP

2023.03.23

Weekly Style 전략

돌아온 레버리지 시대,
레버리지 스타일에 관심 필요

투자전략 팀장 김중원
02) 3787-2290
simon@hmsec.com

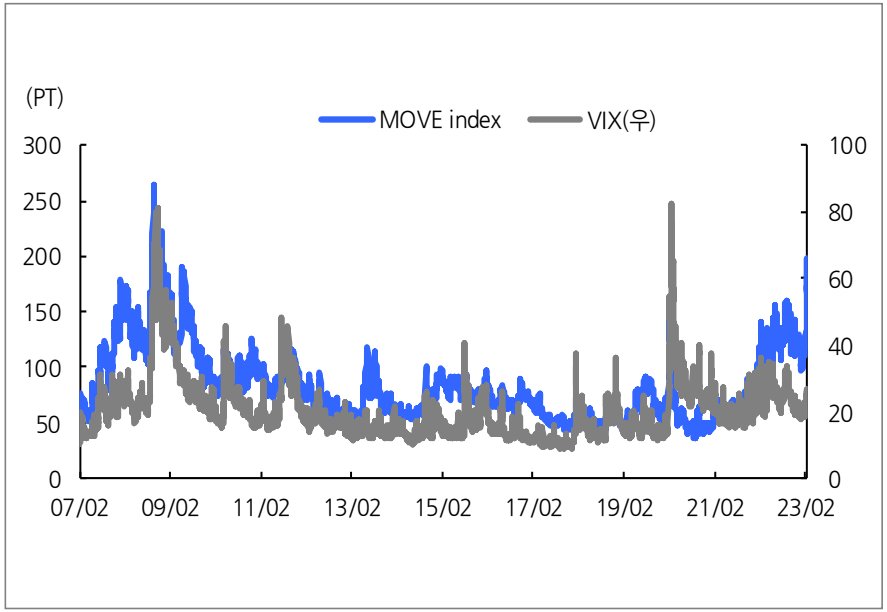
내일의 차이
현대차증권

조기 금리 인상 종료와
연준의 대차대조표 확대

예상보다 빠르게 다가오는 미 금리인상 종결 시점

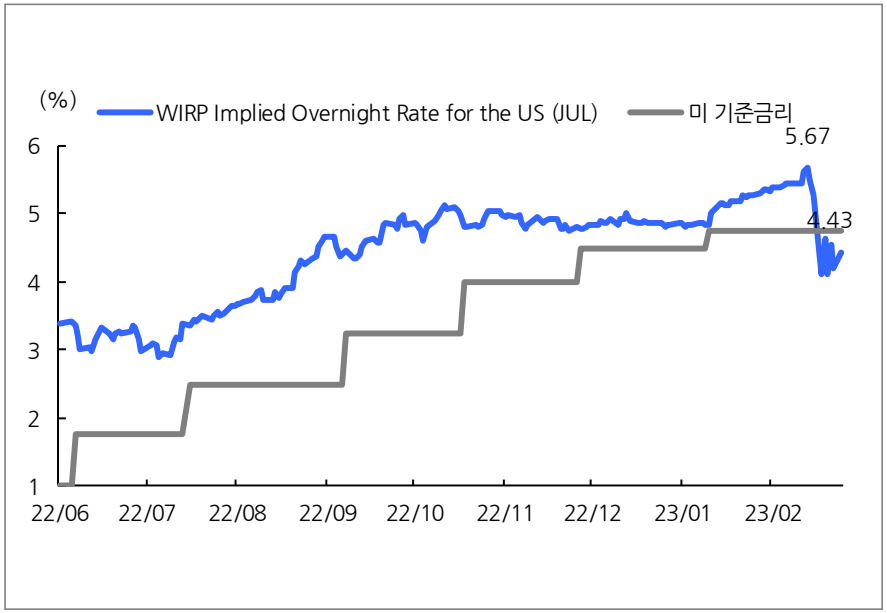
- 실리콘밸리은행(SVB) 파산 이후 금융시장 경계감이 높아지며 미 연준의 금리 인상에도 영향
- 특히 미 국채 시장의 변동성을 나타내는 ICE Bofa MOVE 지수는 금융위기 이후 최고치를 기록
- CME Fed Watch에서는 현지시간 3/20일 기준 25bp 인상을 80%이상 반영하고 있는 가운데 금융시장 경계감 지속
- 금융시장 변동성 확대에도 불구 SVB 사태 이후 미 선물시장의 미 최종 금리 전망이 크게 하락한 점에 주목해야 함

미 금융시장 변동성 크게 확대



자료: Bloomberg, 현대차증권

SVB 사태 이후 미 선물시장의 terminal rate 급락

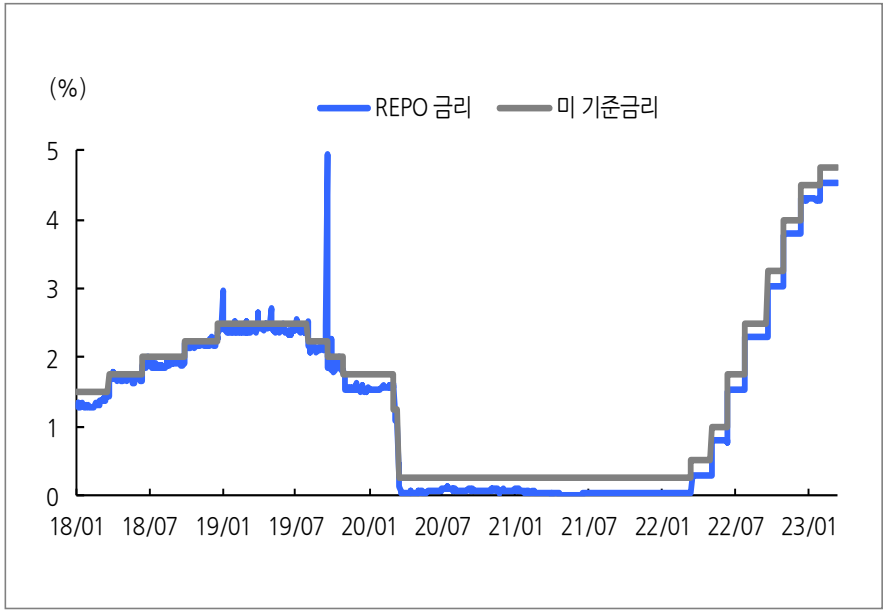


자료: Bloomberg, 현대차증권

‘19년 단기 자금시장 불안으로 양적긴축 조기 종료 사례

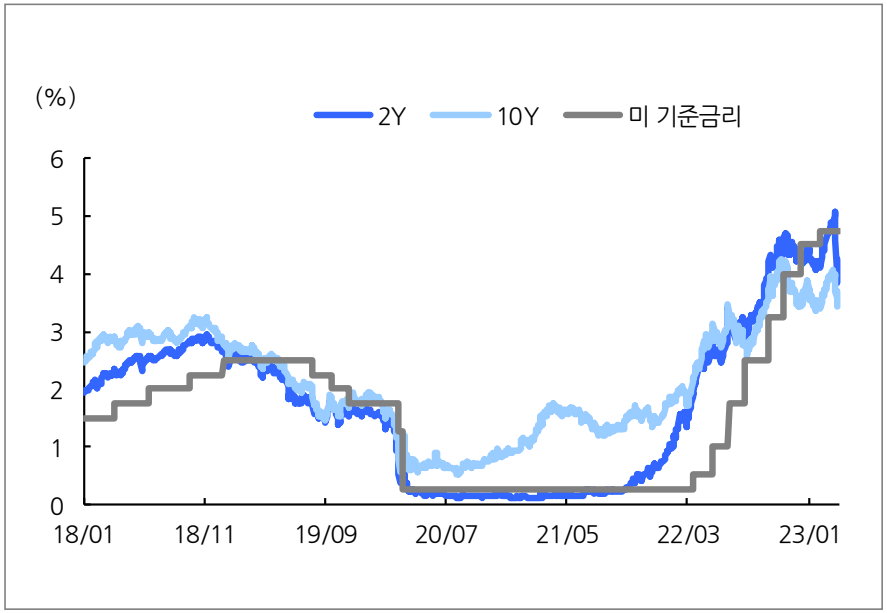
- 2019년 연준의 QT(양적긴축)는 2019년 9월 급작스럽게 종료되었으며 그 배경에는 단기 자금시장의 유동성 불안이 있음
- 당시 은행 준비금이 단기 자금시장의 정상 가동을 위해 필요한 최저 한도보다 더 낮은 수준으로 떨어지며 Repo 금리 급등으로 단기 자금시장 불안 발생
- 현재 금융시장은 SVB 사태로 미 국고채 금리 급락하며 금융시장 경계감 높아짐
- 이에 따라 QT 조기 종료와 더불어 금리인상 종결 시 금리 하락에 따른 금융장세 국면 진입 가능성 판단

미 REPO 금리 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

미 국채와 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

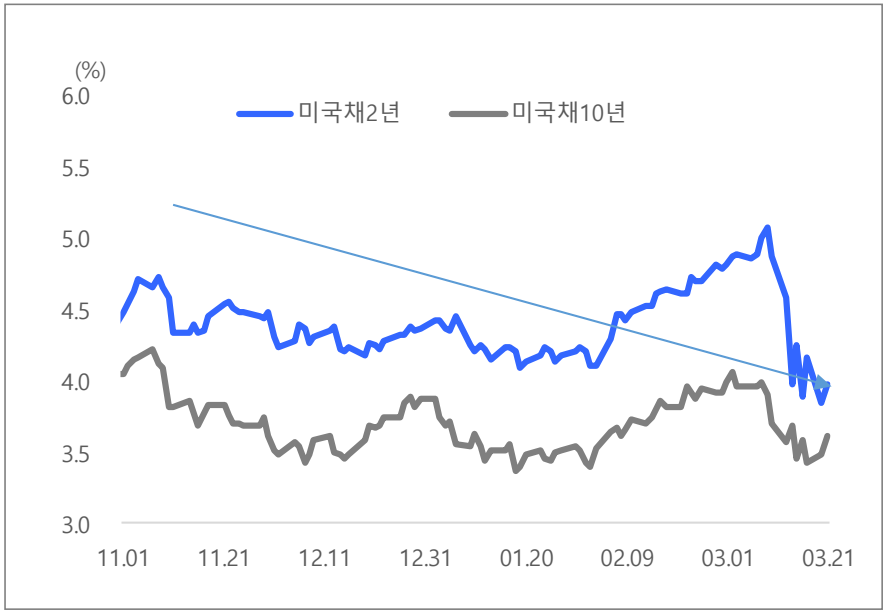
한국과 미국 시장 금리는 크게 하락하고

- 작년 11월 이후 국내 채권 금리가 빠르게 하락하며 현재는 고점 대비 국고2년과 5년은 각각 63bp와 89bp 하락
- 1월 미국 소비자물가지표 쇼크로 반등했던 미국채2년과 10년 금리도 조기 금리인상 종료 기대로 가파르게 하락하고 있음
- 미 국채 2년과 10년 금리도 올해 고점 대비 95bp와 90bp 하락했는데 한국과 미국 모두 시장 금리가 크게 하락하고 있어 실질금리가 안정되고 있는 모습

국고 1년과 3년 금리 추이

자료: Bondweb, 현대차증권
주: 3/21일까지 국고1년과 3년 금리 추이

미 국채 2년과 10년 추이



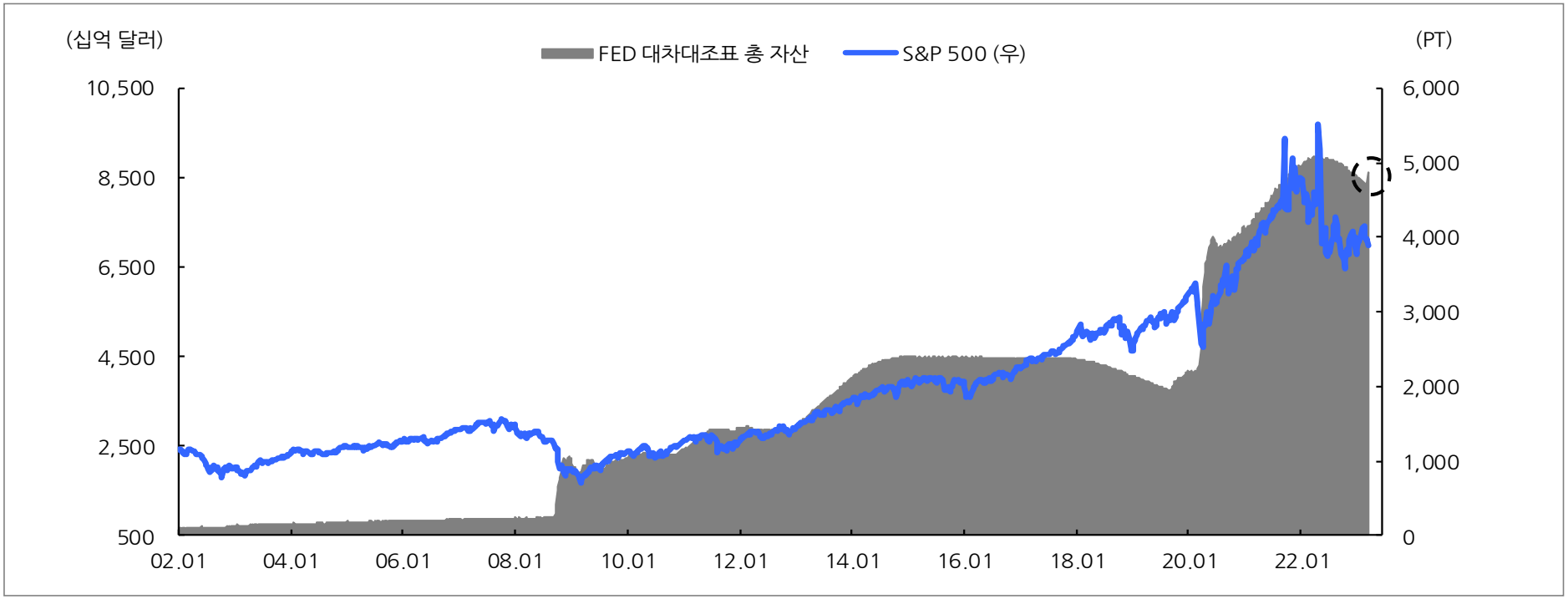
자료: Bloomberg, 현대차증권
주: 3/21일까지 미국채 2년과 10년 금리 추이

유동성은 증가하고

연준의 대차대조표가 다시 증가하면

- 미 연준의 대차대조표 총자산은 최근 일주일 간 2,970 억 달러 증가한 8조 6,393억 달러 기록
- SVB 사태 이후 중소형 지역 은행을 위한 유동성 공급 조치(대출)로 인한 영향으로 판단됨
- 역사적으로 연준의 대차대조표와 주식시장은 항상 동행했는데 대차대조표 확대로 주식시장의 반등이 기대되는 부분

Fed 대차대조표 총자산과 미 증시 추이



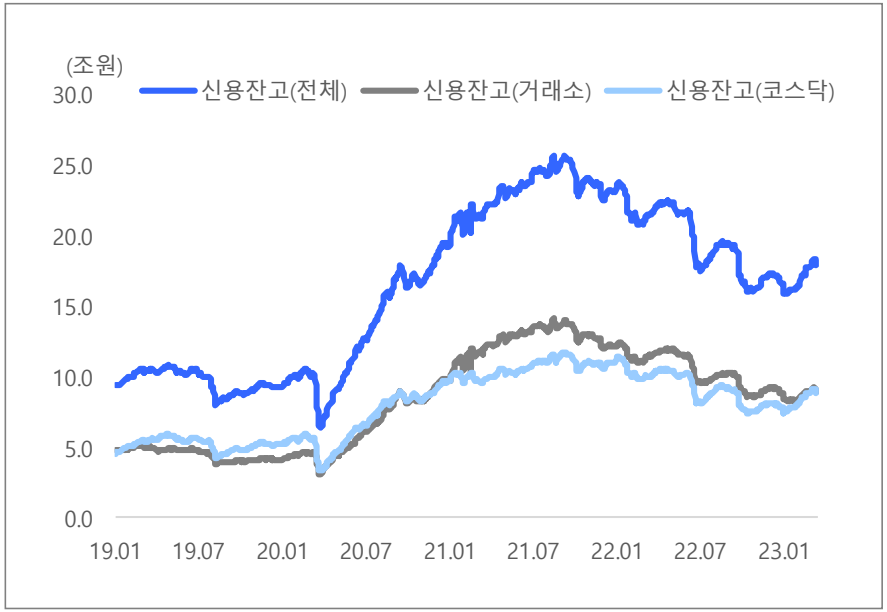
자료: Bloomberg , 현대차증권

돌아오는 레버리지 국면,
레버리지 주식에 관심 필요

신용잔고와 레버리지 주식

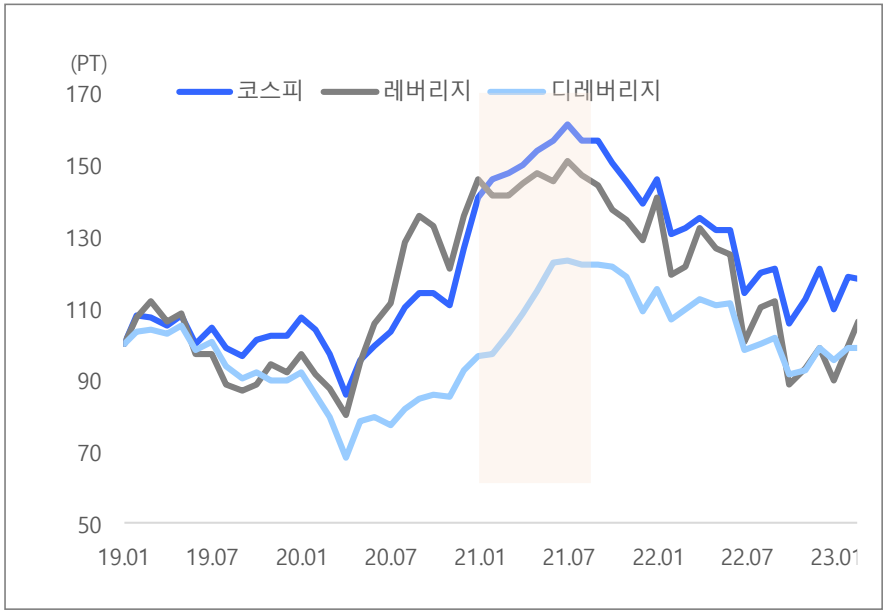
- 2019년 초 9조원 수준이었던 거래소와 코스닥 시장의 신용잔고는 ’21년 9월 25.7조원까지 빠르게 증가하다 주식시장 조정으로 하락했음
- 하지만, 올해 들어 주식시장 반등하며 코스피와 코스닥 시장의 신용잔고는 증가해 현재 18조원을 넘어서고 있음
- 레버리지 지수는 2018년말 지수 100을 기준으로 Fnguide가 제공하는 MKF500 종목에서 매월 시가총액 대비 신용잔고가 높은 100개 종목으로 구성한 지수
- 한편, 디레버리지 지수는 MKF500 종목 중 매월 시가총액 대비 신용잔고가 낮은 100개 종목으로 구성된 지수

’19년 이후 신용잔고 전체, 거래소와 코스닥 추이



자료: Quantiwise, 현대차증권

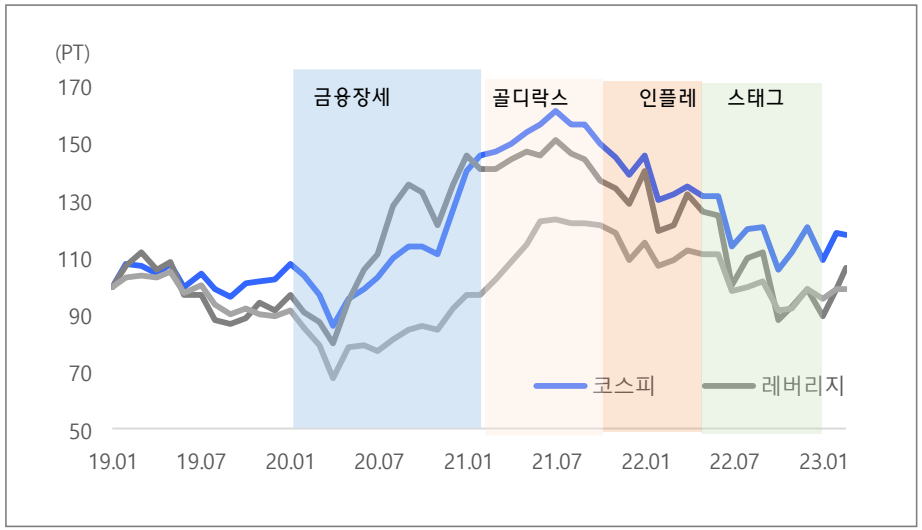
’19년 이후 레버리지 지수와 디레버리지 지수 추이



자료: Quantiwise, 현대차증권
주: 2018년말 지수 100 기준 수익률 추이

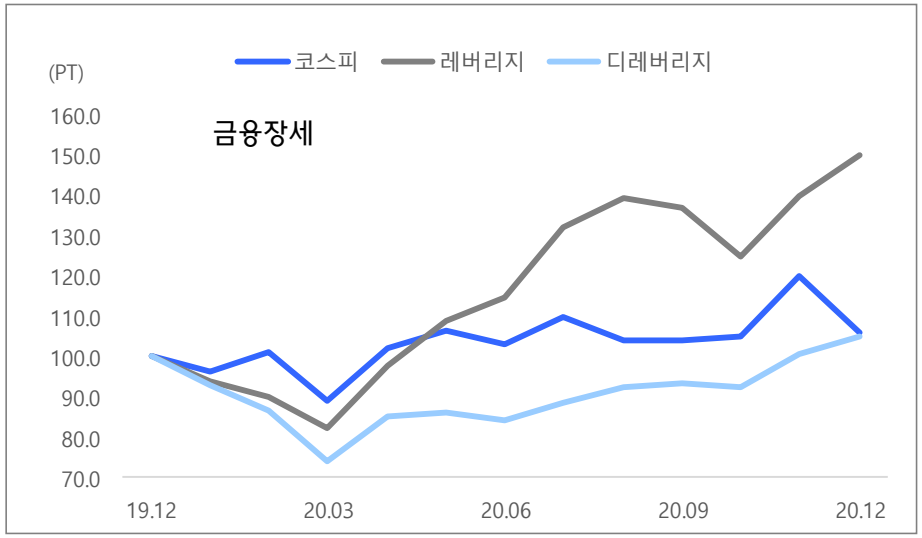
스타일 四季와 레버리지 지수 추이 – 금융장세, 골디락스

스타일 4계절과 레버리지와 디레버리지 지수 추이

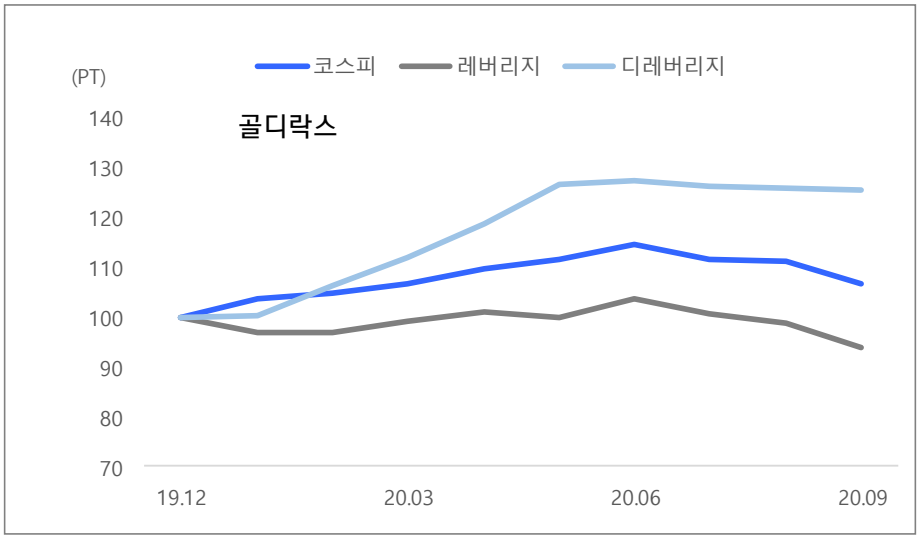


- 스타일 4계절별 레버리지와 디레버리지 주식의 수익률 변화를 분석
- 전체 기간 누적 수익률은 레버리지와 디레버리지 지수가 유사한 수익률을 기록
- 하지만, 금융장세 기간은 레버리지 지수가 디레버리지 및 코스피를 크게 초과 수익을 기록한 점이 주목됨

금융장세 기간 레버리지와 디레버리지 지수 추이



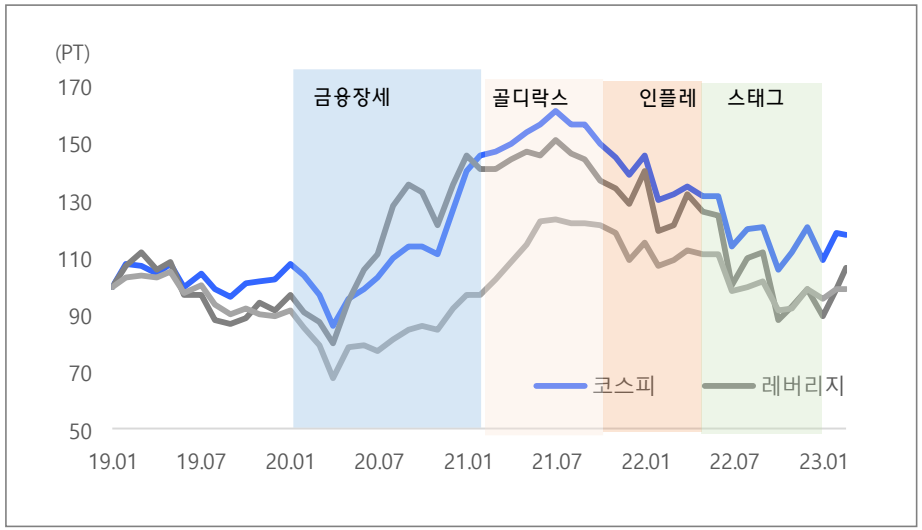
골디락스 기간 레버리지와 디레버리지 지수 추이



자료 : Quantiwise, 현대차증권

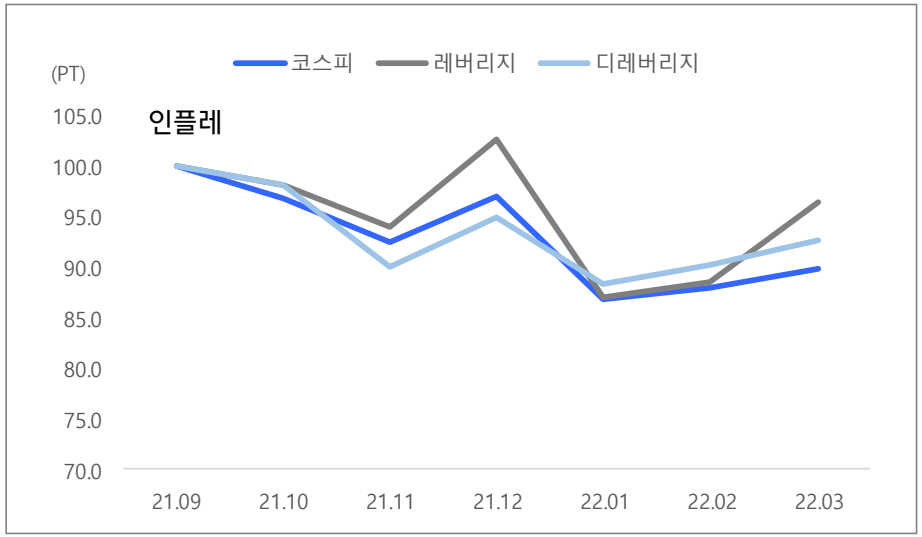
인플레이션과 스태그플레이션

스타일 4계절과 레버리지와 디레버리지 지수 추이

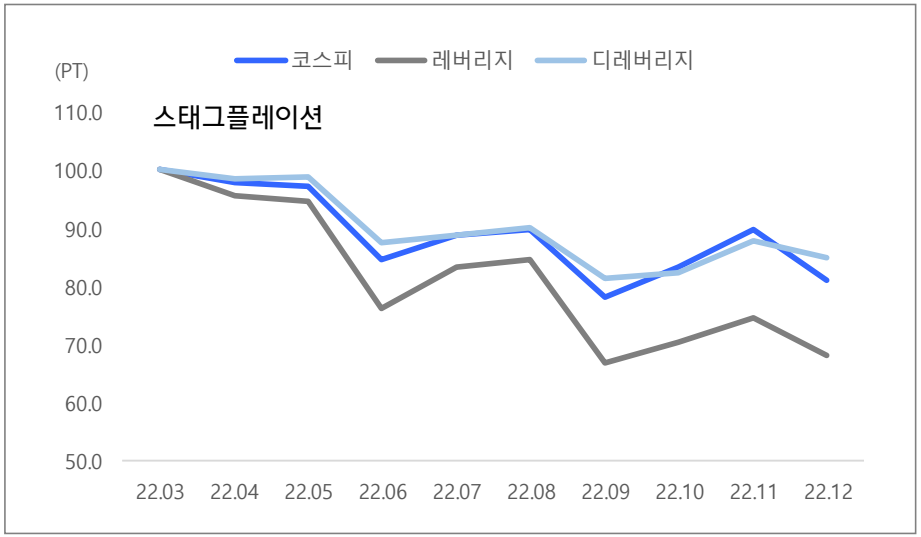


- 한편, 과거 인플레이션 기간 레버리지 지수 수익률은 코스피와 디레버리지 지수를 소폭 Outperform 하는 것으로 나타남
- 반면, 스태그플레이션 기간 동안에는 레버리지 지수가 코스피와 디레버리지 지수 대비 크게 부진한 수익률을 기록
- 연준의 금리 인상과 QT 등 디레버리지 환경에서는 레버리지 지수 수익률은 크게 부진한 것으로 판단됨

인플레이션 기간 레버리지와 디레버리지 지수 추이



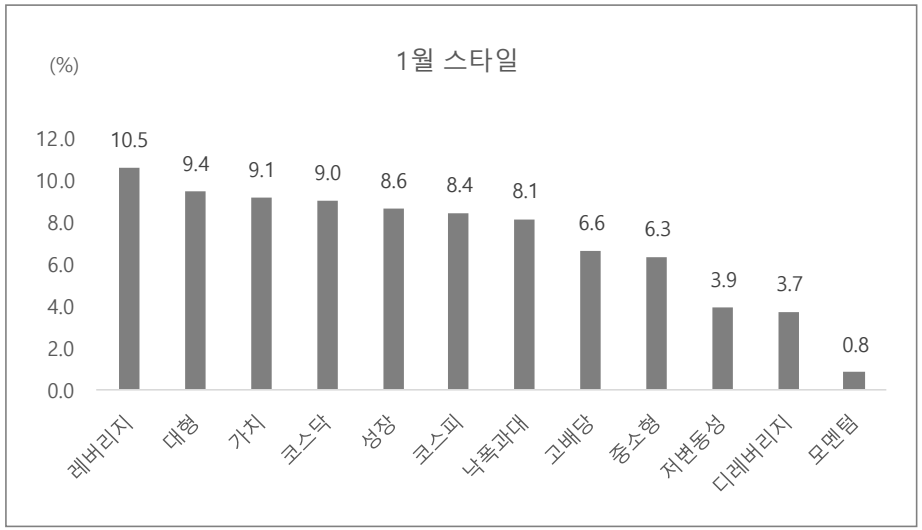
스태그플레이션 기간 레버리지와 디레버리지 지수 추이



자료 : Quantiwise, 현대차증권

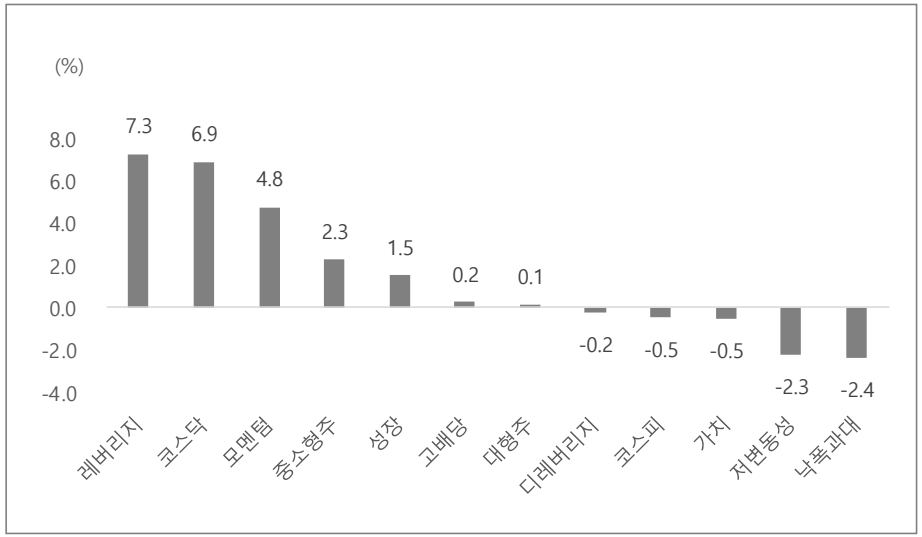
올해 레버리지 스타일에 관심이 필요한 이유

'23년 1월 스타일: 레버리지 스타일이 가장 높은 수익률 기록



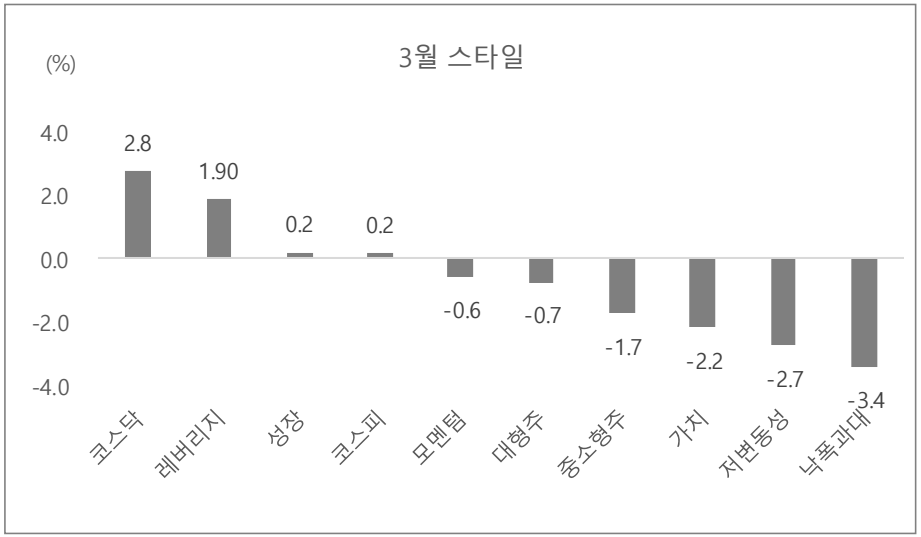
- 1월 코스피와 코스닥 시장은 각각 8.4%, 9.0% 상승했는데 스타일별로는 레버리지(10.5%), 대형과(9.4%) 가치와(9.1%) 강세를 기록
- 2월은 레버리지(7.3%), 모멘텀(4.8%), 중소형과(2.3%) 스타일이 강세를 기록
- 3월 주식시장은 스타일 4계절 중 '금융장세' 국면에 강세를 기록하는 '레버리지, 성장과 모멘텀 스타일'이 강세를 기록했다는 점이 주목되는 부분

'23년 2월 스타일: 레버리지 스타일 강세 지속



자료 : Quantiwise, 현대차증권

'23년 3월 스타일: 레버리지, 성장 모멘텀 강세



자료 :Quantiwise, 현대차증권 주: 3/22일까지 수익률

레버리지와 디레버리지 주식 분석

- 2020년부터 '23년 3월까지 레버리지와 디레버리지 주식의 시가총액, PER과 PBR 등을 분석
- 이 기간 신용융자 상위 종목은 레버리지 주식은 평균 시가총액은 6,738억원으로 시가총액 기준으로 중형주로 분류됨
- 반면, 이 기간 신용융자 하위 종목인 디레버리지 주식의 시가총액은 11.2조원으로 시가총액 기준으로 초대형주로 판단됨
- 밸류에이션 수준은 전체적으로 레버리지 주식이 디레버리지 주식 대비 높으며 특히, 금융장세인 2020년이 12M P/E 밸류에이션 차이가 6배까지 벌어지는 등 차이가 두드러지게 나타남

'20년~23년 3월까지 신용융자 상위 및 하위 종목 평균 시가총액 및 밸류에이션 비교

레버리지 주식	2020년	2021년	2022년	'23년3월
시가총액(평균, 억원)	6,028	7,818	6,368	6,736
12M FWD P/E (배)	44.2	19.9	13.8	17.2
12M FWD P/B (배)	1.78	3.09	1.63	2.10

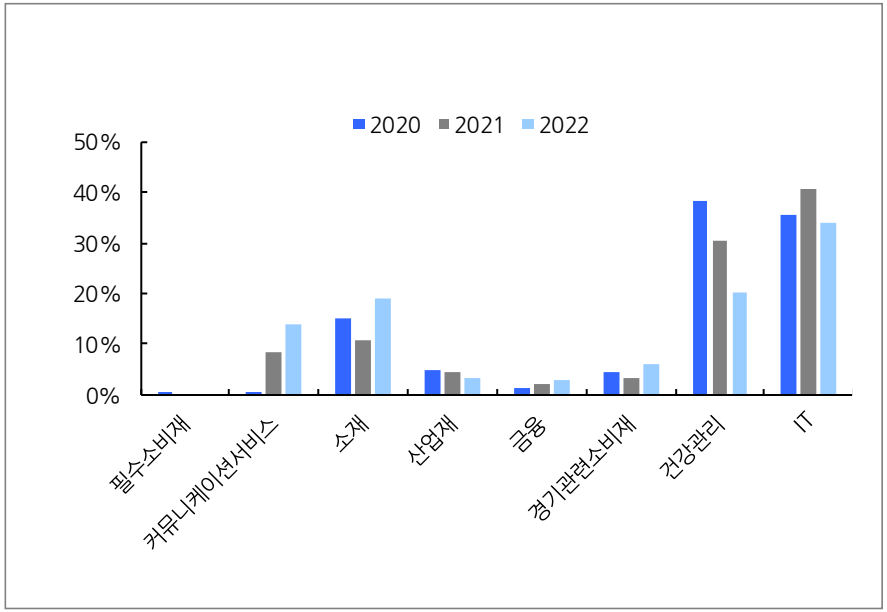
디레버리지 주식	2020년	2021년	2022년	'23년3월
시가총액(평균, 억원)	94,153	129,750	111,463	114,995
12M FWD P/E (배)	7.3	16.3	14.1	11.6
12M FWD P/B (배)	0.98	1.54	1.27	1.36

자료: Quantiwise, 현대차증권

레버리지와 디레버리지 지수 섹터별 비중은?

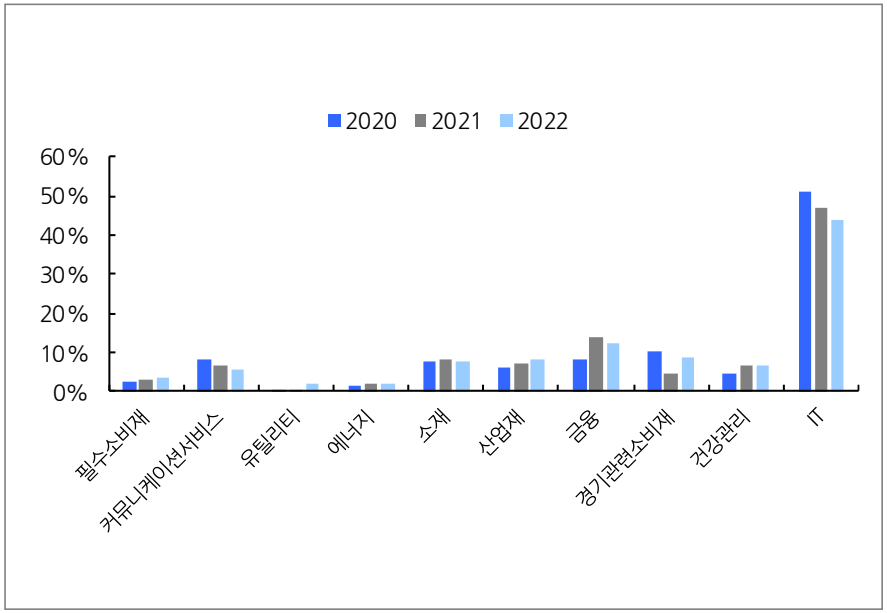
- 신용융자 상위 종목의 시총 비중이 가장 높은 섹터는 2020년(건강관리 38.2%) 2021년(IT 40.7%), 2022년(IT 34.1%)
- 상위 종목에서 시총 비중이 크게 증가한 섹터는 커뮤니케이션(+13.8%p), 가장 크게 줄어든 섹터는 건강관리(-17.9%p)
- 신용융자 하위 종목의 시총 비중이 가장 높은 섹터는 3년간 IT가 1위를 차지하여 가장 높았음
- 하위 종목에서 시총 비중이 크게 증가한 섹터는 금융(+4.3%p), 가장 크게 줄어든 섹터는 IT(-6.9%p)

신용융자 상위 섹터 시총 비중



자료: Quantiwise, 현대차증권

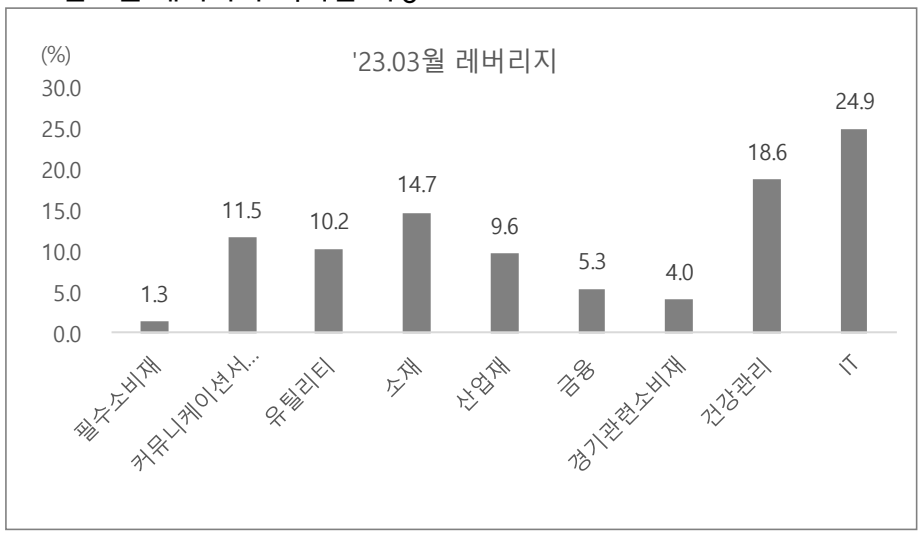
신용융자 하위 섹터 시총 비중



자료: Quantiwise, 현대차증권

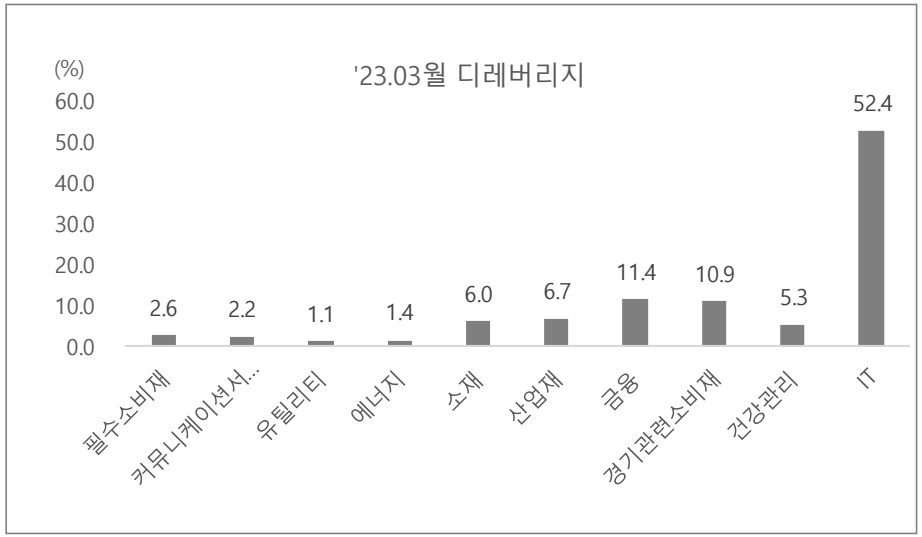
건강관리, 엔터테인먼트, IT하드웨어 등 관심 필요

'23년 3월 레버리지 섹터별 비중



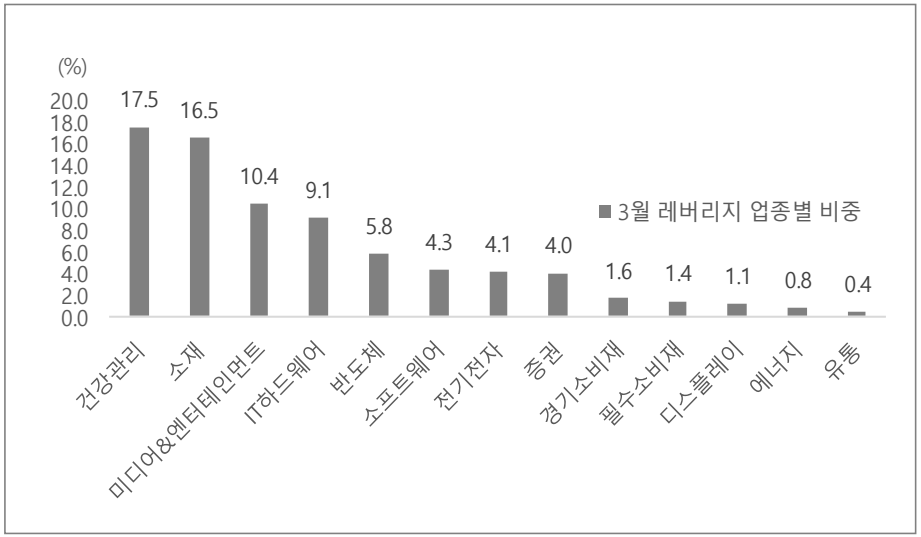
- '23년 3월 기준으로 레버리지 지수의 섹터별 비중을 분석하면 IT(24.9%), 건강관리와(18.6%), 소재(14.7%) 순으로 비중이 높게 나타남
- 한편, '23년 3월 기준 디레버리지 지수의 섹터별 비중은 IT(52.4%), 금융(11.4%)와 경기관련 소비재(10.9%) 순으로 높게 나타남
- '23년 3월 레버리지 지수의 업종별 비중은 건강관리, 소재, 미디어&엔터테인먼트와 IT하드웨어 순으로 높아 이들 업종에 관심이 필요하다 판단

'23년 3월 디레버리지 섹터별 비중



자료 : Bloomberg, 현대차증권

'23년 3월 건강관리, 엔터테인먼트, IT하드웨어



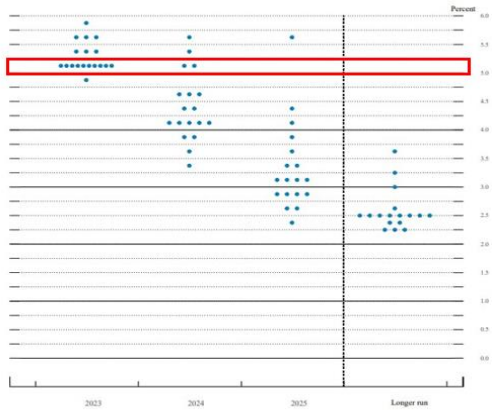
자료 :Quantiwise, 현대차증권 주: 3/22일 기준 비중

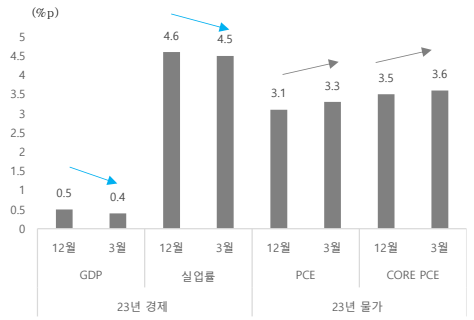
한 장 정리

3월 FOMC, 걸으면서(물가안정) 껌씹기(금융안정)

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

Key Chart 1





자료: Fred, 현대차증권

12 월과 유사한 점도표: 23 년 중앙값 5.1% 예상 & 24 년은 소폭 상회

결과: 3 월 FOMC 회의에서 미 연준은 만장일치 결정으로 25bp 금리 인상 단행, 이에 연준의 기준금리는 4.75~5.00%로 상승

점도표: 23 년 점도표 중앙값은 5.125%로 지난 회의와 동일. 24 년은 4.125%에서 4.250% 상승하며 약 12bp 가량 상승

경제 & 물가 전망: 견고한 노동시장에 따른 물가 둔화 압력이 여전히 더딜 가능성을 반영. 23 년 경제 성장률은 0.5 에서 0.4%로 하향 조정, 반면 23 년 PCE 와 근원 PCE 는 3.3%, 3.6%로 각각 상향조정

성명서: 확연히 바뀐 연준의 성명서 문구 변화. 3 월 성명서를 통해 가장 두드러지는 점은 기존 **'지속적인 금리 인상(ongoing increase) 문구**를 삭제하고, '**약간의 추가적인 긴축정책을 다질 필요**' (some additional policy firming)라는 문구 삽입. 다만 월 950 억달러 규모로 단행하는 QT 를 이어가겠다는 의견 유지

시장 반응: 연준의 점도표 보다 여전히 Dovish 한 시장. Fed Watch 에서 연준의 금리 인상 경로는 5 월 동결 혹은 25bp 인상, 최대 5.00%~5.25% 상단에서 최종 금리 인상 종료에 무게

또한 7 월 FOMC 회의 이후부터 75~100bp 금리 인하를 단행, 연말 기준금리 상단은 4.25-4.50%로 낮아질 가능성을 반영

Key Chart 2

인플레이션	"스토리는 지난 회의에서 언급한 것과 동일하다. 2% 바라보는 속도는 더디다. 그러나 재화 물가는 내려가고 있으며, 임대차 기여도가 점차 낮아질 것으로 생각해 절대적인 수치는 낮아 질 것이다"
실리콘밸리 사태	"듀레이션에 대한 리스크를 보유한 특수한 케이스 였다. 경고를 했음에도 불구하고 발생한 일이였기에 시장 전체로 해당 리스크가 확산 될 가능성을 아직은 낮다. UBS 의 크레디트스위스 인수는 긍정적인 결과였다. 시장도 이번 인수를 잘 받아들였고 상황은 잘 통제됐다"
시스템 리스크	"긴축 가능성에 신용경색이 발생되면 통화정책의 할 일이 적어질 수도 있다. (aka 유연한 통화정책 조절을 암시)"

파월의 "말말말" : 걸으면서(물가안정) 껌 씹기(금융안정) 가능하다

금번 인터뷰에서 파월의장은 보다 명확한 커뮤니케이션을 통해 시장의 오해를 사지 않기 위해 노력하는 모습. **단기적으로는 금융 시장 안정, 중기적으로는 물가 안정이 최우선 과제임을 암시**

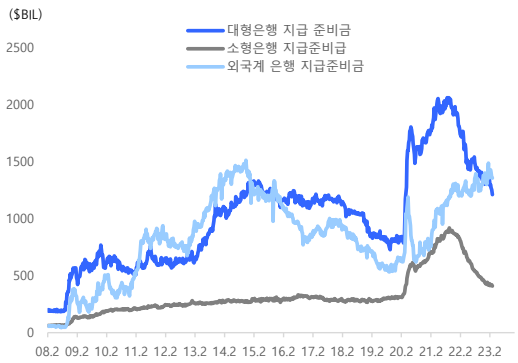
Q&A 이전 파월은 최근 붉어진 은행 유동성 리스크를 언급하며 예금자 보호를 강조. Q&A 를 통해서는 타이트한 노동시장, 물가안정에 대한 중장기적인 목표는 변함이 없음을 언급

그러나 파월의장은 당장 금리를 일시적으로 동결할 정도의 심각한 유동성 리스크는 아직까지 보이지 않기에, 연내 금리 인하를 고려하지 않고 있다고 발언. 이에 상승세를 지속하였던 시장은 상승폭을 대부분 반납

결론	"금리 인상이 거의 마무리 되었지만, 여전히 충분한 증거를 찾아야한다" "급격한 신용경색이 발생하지 않는다면, 연내 금리 인하 가능성은 아직 없다"

자료: Fed, 현대차증권

Key Chart 3 **소형은행 지급준비금,대형은행 대비 감소폭 상대적으로 빠르게 진행**



연내 금리 인하 가능성을 일축한 연준. 그러나 금번 은행 시스템 리스크 부각으로 인해 연준의 선택지는 보다 좁아진 상황.

신용경색 리스크를 예의주시하며 향후 연준의 유연한 정책적인 기조 전환 가능성이 높을 것으로 예상. 10-2 년물 스프레드는 -100bp 까지 확대되었지만, 경기 침체 막기 위한 연준 정책 피벗 가능성에 -50bp 로 낙폭을 축소. 과거 경제 경착륙 가능성이 낮다면, 단기금리가 장기금리 대비 하락폭이 가파를 시 증시는 바닥을 다지는 양상

다만 연준의 금리 인하 가능성을 촉발시킬 정도의 디스인플레이션의 절대적인 강도, 또한 QT(양적긴축)규모에 대한 축소 의지 여부가 확인되지 않았음

5 월 FOMC 회의 전까지 2019 년 금리 인상 막바지 국면 Trailing PBR 수준을 감안 2,300~2,500pt 선 사이 박스권 장세가 지속될 가능성에 무게

한편 서서히 둔화되는 경기(연착륙), 해당 구간 내 대형주의 방어력이 높을 것으로 예상. 과거 금리 충격이 여파가 지나간 자리는 살아남는 기업과 그렇지 않은 기업을 판가름하기 명확. 따라서 시장은 장기적인 관점에서 M&A 등을 통해 향후 규모의 경제 지위를 누릴 가능성이 높은 AI, 로봇,헬스케어 산업 내 우량주들을 매수 기회로 삼을 가능성

자료: Quantwise, 현대차증권

그래서 결론은? 피봇에 대한 기대감은 제한적이지만, 금리 인상 마무리되며 견고해지는 하단

-Point 1) 파월의장은 보다 명확한 커뮤니케이션을 통해 시장의 오해를 사지 않기 위해 노력하는 모습. 단기적으로는 금융시장 안정, 중기적으로는 물가 안정이 최우선 과제임을 암시

-Point 2) 신용경색 부각 시 연준의 유연한 정책적인 기조 가능성을 열어 둔 점 등을 감안, 증시 하단은 점차 견고해 질 것으로 예상. 다만 QT 규모 감축, 금리 인하에 대해 여전히 낮은 가능성을 시사한 연준. 5 월 FOMC 회의 전까지 2,300~2,500pt 선 사이 박스권 장세가 지속될 가능성에 무게

-Point 3) 대형주의 방어력이 높을 것으로 예상. 과거 금리 충격이 여파가 지나간 자리는 살아남는 기업과 그렇지 않은 기업을 판가름하기 명확. 시장은 장기적인 관점에서 M&A 등을 통해 향후 규모의 경제 지위를 누릴 가능성이 높은 AI, 로봇,헬스케어 산업 내 우량주들을 매수 기회로 삼을 가능성

Global Issue Talk
2023. 03.22

크레디트스위스(CS) 주식 사도 될까?

조금 더 지켜보자

미국/선진국주식 정나영
02-3787-2609 ny.jeong@hmsec.com
RA 장문영
02-3787-2069 ansdud@hmsec.com

UBS, CS 인수합병 발표

- 지난 3월 19일 스위스 최대 은행 UBS Group(UBS.US/UBSG.SW, 이하 UBS)과 스위스 내 두번째 규모 은행 Credit Suisse Group(CS.US/CSG.SW, 이하 CS) 간 인수합병 협정이 체결됨
- 인수가액 30억 프랑(약 32억 달러)에 UBS가 CS 주식을 전량 매수, CS 주주는 CS 주식 22.48주 당 UBS 주식 1주를 받는 조건

CS 매수에 대한 시장 관심

- 인수 발표 후, 지난 3월 20일 CS 주가는 전 영업일 대비 56% 급락
- 일부 시장참가자들은 향후 UBS 주식으로 전환 가능성을 염두에 두고, CS 주식 매수에 관심을 보임. 이들의 논리는 급락한 CS 주식 매수를 통해 UBS 주식을 저렴하게 매수할 수 있는 기회가 될 수 있다는 점
- 실제, 지난 20~21일 CS 주가는 UBS 주가의 1/22.48을 소폭 상회하는 수준에서 거래됨

CS 주식 매수 시 리스크 점검

- CS 주식 투자 시, 인수 완료 여부와 향후 UBS 주가 흐름을 고려해야 함
- **인수합병 완료 가능성** 스위스 정부와 금융당국은 대규모 유동성 공급과 특별 규제 완화 등 이번 인수합병에 적극적. UBS는 스위스 국립은행으로부터 1천억 프랑의 대출 지원을, 스위스 정부로부터 90억 프랑의 손실보증을 받게 될 예정. 스위스 연방의회의 긴급조례에 따라 주주 승인 없이 합병이 가능한 점, Tier 1에 앞서 AT 1을 전액 상각하는 점도 특징. CS 코코본드 사태* 관련 노이즈가 있을 수 있겠으나, 이 역시 스위스 금융감독 당국의 판단 하에 내려진 결정. 경영진은 올해 말까지 인수합병이 완료될 것으로 내다보고 있음

  **코코본드 사태는 p.3 <참고>에 설명*
- **UBS 주가 전망** 인수합병 완료 시, UBS의 자산규모 1.54조 프랑(약 1.68조 달러)으로 전 세계 상장 금융기업 중 자산규모 34위에서 23위로 상승, 대규모 은행 합병에 따른 장기적 시너지 효과를 기대해볼 수 있음. 다만 단기적으로는 CS 인수비용, 인수 후 구조조정, 소송 비용 등이 UBS 재무구조 및 신용도에 대한 불확실성 증가가 불가피할 전망. 과거 2008년 뱅크오브아메리카(BOA.US)의 메릴린치 인수 시에도, 뱅크오브아메리카의 주가는 인수 발표 후 인수 완료까지 -47.0% 하락한 후, 인수 완료 이후 1년간 7.0% 상승

결론: 조금 더 지켜보자

- 지난 3월 21일 종가 기준으로 비교하면, CS 주식 22.48주 매수 금액은 19.78프랑으로 UBS 주식 1주 가격 19.42프랑을 상회하므로 투자 유인 부재
- 주주명부 확정 시(미정)까지 UBS와 CS의 주가는 동행할 가능성이 높고 CS 주식 매수 시 위에서 언급한 리스크 요인들에 따른 주가 변동성에 유의해야 함. 인수 완료 예정 시점인 연말로 가면서 CS 및 UBS의 주가 추가 조정이 발생한다면, 인수 불발 위험 감소, 금융업종 시스템 리스크 우려 완화에 따른 주식시장 내 금융업종 리스크-온(Risk-on), UBS-CS 간 장기 시너지 효과 등을 고려한 중장기 투자를 고려해볼 수 있음

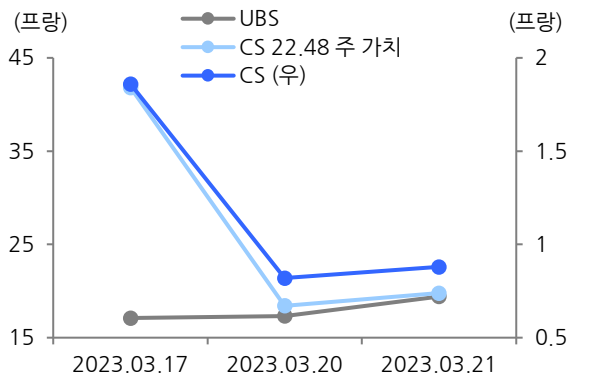
<그림 1> UBS-CS 인수합병 발표 - 인수조건 및 예상 완료 시점

The merger transaction provides for the following key terms:

- All shareholders of Credit Suisse will receive 1 share in UBS for 22.48 shares in Credit Suisse as merger consideration. This exchange ratio reflects a merger consideration of CHF 3 billion for all shares in Credit Suisse.
- The merger transaction remains subject to customary closing conditions. Both parties are confident that all conditions can be met. The merger is expected to be consummated by end of 2023 if possible.
- The Swiss National Bank will grant Credit Suisse access to facilities that provide substantial additional liquidity.
- For the purpose of a seamless integration of Credit Suisse into UBS, UBS is expected to appoint key personnel to Credit Suisse as soon as legally possible.
- Credit Suisse continues to operate in the ordinary course of business and implement its restructuring measures in collaboration with UBS.
- UBS has expressed its confidence that the employment of the staff of Credit Suisse will be continued.

자료: 크레딧 스위스 홈페이지, 현대차증권

<그림2> UBS 와 CS 주가 추이



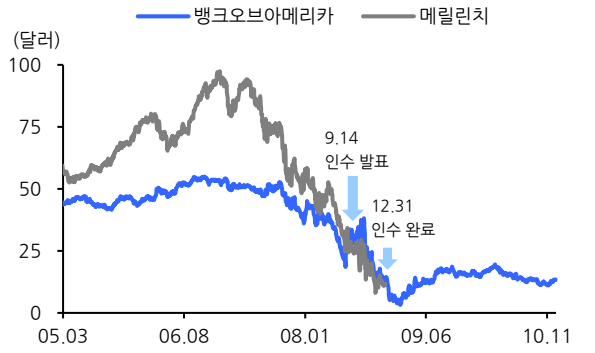
자료: Bloomberg, 현대차증권

<표1> CS 22.48주 매수금액과 UBS 1주 가격 비교

(프랑, 주)	3월 21일 종가 (A)	주식 수 (B)	총 가치 (= AxB)
Credit Suisse (CSGN.SW)	0.88	22.48	19.78
UBS (UBSG.SW)	19.42	1.00	19.42

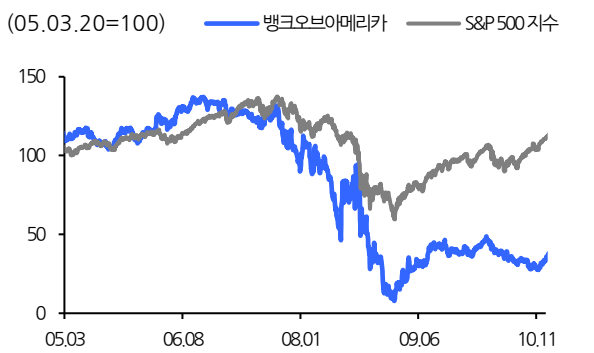
자료: 현대차증권

<그림3> BoA-메릴린치 인수 전/후 주가 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림4> S&P 500 지수, BoA 주가 추이 비교



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림 5〉 UBS-CS 인수합병 발표 - 주주 승인 절차 생략

In consideration of the unique circumstances affecting the Swiss economy as a whole, the Swiss Federal Council is issuing an emergency ordinance (Notverordnung) tailored to this particular transaction. Most importantly, the merger will be implemented without the otherwise necessary approval of the shareholders of UBS and Credit Suisse to enhance deal certainty.

자료: 크레딧 스위스 홈페이지, 현대차증권

〈그림 6〉 스위스 금융감독 당국(FINMA)의 UBS-CS 인수 승인 발표문 중 AT1 전액 상각 관련 내용

19 March 2023 Press release 2023

finma

Transaction has official support

In close coordination with FINMA, the Swiss Confederation and the SNB, UBS will take over Credit Suisse in full. The extraordinary government support will trigger a complete write-down of the nominal value of all AT1 debt of Credit Suisse in the amount of around CHF 16 billion, and thus an increase in core capital.

자료: 스위스 금융시장 감독기관(FINMA), 현대차증권

〈참고〉 CS 코코본드 사태

스위스 금융감독 당국(FINMA)의 UBS-CS 인수 승인 발표문에서 CS 의 자본비율 강화를 위해 AT 1(Additional Tier 1, 기타 기본 자본)에 해당하는 160 억 프랑 규모의 코코본드(Contingent Convertible Bond, 조건부 전환사채)가 전액 상각될 것이라고 알려짐. 채권자 손실분담(Bail-in) 시, 국제결제은행(BIS)의 바젤 Ⅲ 협약에 따를 경우 손실완충자본(TLAC, Total Loss-absorbing Cpacity) 중 Tier 1(보통주)이 우선 상각되고 AT 1(코코본드)이 상각되어야 하나, CS 의 경우 스위스 금융감독 당국의 판단 하에 AT 1 이 가장 먼저 상각되는 점이 문제로 지적되고 있음

자료: 스위스 금융감독 당국(FINMA), 국제결제은행(BIS), 언론보도, 현대차증권 정리

<그림 7> 바젤 Ⅲ 협약 "총 손실 완충자본(TLAC)" 비율

최저규제자본비율			구분	규제 비율 (위험가중자산 대비)
			예치금 (Deposit)	
			선순위부채 (Senior Debt)	
			G-SIB 추가자본	1~2.5%
			경기대응 완충자본 (Counter Cyclical Capital Buffer)	0~2.5%
			자본보전 완충자본 (Capital Conservation Buffer)	2.5%
총 손실 완충 자본 (Total Loss-absorbing Capacity, TLAC) : 위험가중자산 대비 18%			총손실 흡수능력 부채 (TLAC Bonds)	
	총 자본 (T1 + T2) : 위험가중자산 대비 8%		보완 자본 (Tier 2 Capital, T2)	2.0%
		자기자본 (Tier 1 Capital, T1) : 위험가중자산 대비 6%	기타자기자본 (Additional Tier 1, AT1)	1.5%
			보통주 자기자본 (Common Equity Tier 1, CET1)	4.5%

손실보장순서

자료: 국제결제은행(BIS), 한국은행, 현대차증권 정리

▶ 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 자료작성자 정나영의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 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.

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

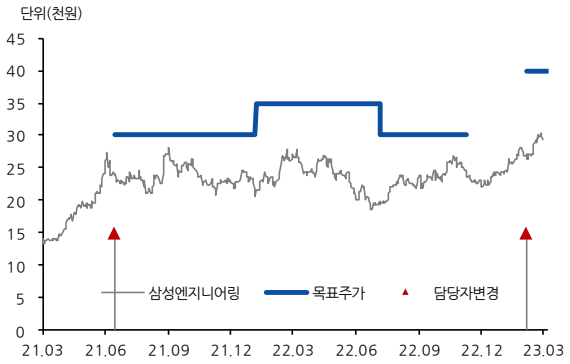
일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.12.14	M.PERFORM	27,000	-2.46	-11.30
2023.03.23	BUY	30,000		

▶ 최근 2년간 카카오뱅크 주가 및 목표주가

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2021.01.29	BUY	17,000	-1.20	60.88
2021.07.05	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2021.07.05	BUY	30,000	-21.67	-6.67
2022.01.05	AFTER 6M	30,000	-22.30	-18.00
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	-28.67	-24.38
2023.03.23	BUY	40,000		

▶ 최근 2년간 삼성엔지니어링 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 (2022.01.01~2022.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175건	92.6%
보유	14건	7.4%
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.