Morning Meeting Notes

2023-06-26

내일의 차이 현대차증권

What's Inside
태양광 산업(OVERWEIGHT) Daqo도 적자인 폴리실리콘 가격. 3Q23 중 반등 전망
에스앤에스텍(BUY/93,000) It's time
[투자전략/시황] 시장백서 - 각자도생

New Issue
뉴욕증시, 긴축 지속 우려에 하락...나스닥 1.01%↓
뉴욕채권, 경기침체 우려에 2·10년물 역전폭 -100bp대...미 국채가 상승
국제유가, 주요국 긴축·경기침체 우려...WTI 0.50%↓

New Publication
[크레딧] 뉴욕 현지에서 바라보는 미국 산업용 부동산(2023-06-26)
[중국주식] 다시 쓰는 10년의 역사 새로운 스타일과 주도주의 탄생(2023-06-15)
[음식료] 2023년 하반기, 뭘 먹어야 잘 먹었다고 소문이 날까?(2023-06-14)
[엔터] 2023년 하반기 K-POP 산업 전망: K-POP Artist 31, 메이저리그를 향해!(2023-06-12)
[중국주식] 중국의 변화와 미래 - 양안관계/국제관계/산업전략 점검(2023-06-09)
[퀀트/글로벌 ETF] 2023년 6월 퀀트/글로벌 ETF 전략 - Summer Rally의 추억(2023-06-07)
[자동차/모빌리티] 2023년 하반기 산업 전망 - 오만과 편견, 당신이 놓치고 있는 세 가지 진실(2023-05-30)
[반도체 EUV] 여의도통신사의 EUV 밸류체인과 IT 소재 업체 탐방기(2023-05-26)
[정유화학/2차전지] 일본기업 탐방기: 전고체전지부터 탄소섬유까지(2023-05-26)
[금융] 2023년 하반기 금융업 전망: 예실차(2023-05-25)

Rating, Target Price Changes

에스앤에스텍	BUY	79,000 원 ▷	BUY	93,000 원	(2023-06-26)
롯데정밀화학	BUY	82,000 원 ▷	BUY	100,000 원	(2023-06-21)
OCI홀딩스	BUY	175,000 원 ▷	BUY	170,000 원	(2023-06-16)
삼성전자	BUY	78,000 원 ▷	BUY	87,000 원	(2023-06-15)
농심	BUY	490,000 원 ▷	BUY	560,000 원	(2023-06-14)
넥스트칩	INITIATION	▷	BUY	21,000 원	(2023-06-13)
JYP Ent.	BUY	110,000 원 ▷	M.PERFORM	120,000 원	(2023-06-12)
와이지엔터테인먼트	BUY	90,000 원 ▷	M.PERFORM	90,000 원	(2023-06-12)
한국가스공사	BUY	47,000 원 ▷	BUY	35,000 원	(2023-05-26)
삼성생명	BUY	83,000 원 ▷	BUY	91,000 원	(2023-05-25)
한화생명	BUY	3,300 원 ▷	BUY	4,000 원	(2023-05-25)
동양생명	BUY	6,900 원 ▷	BUY	7,300 원	(2023-05-25)
삼성화재	BUY	270,000 원 ▷	BUY	350,000 원	(2023-05-25)

외국인 순매수

순매수	금액(백만)
삼성전자	315,002
KODEX 200선물인버스2X	18,179
한미반도체	15,780
삼성중공업	11,126
현대로템	10,772

국내기관 순매수

순매수	금액(백만)
KODEX 200선물인버스2X	131,970
POSCO홀딩스	45,962
두산밥캣	35,435
하이브	21,175
엘앤에프	19,935

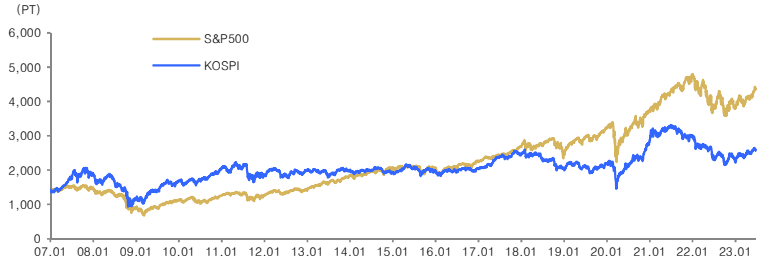
외국인 순매도

순매도	금액(백만)
POSCO홀딩스	-40,732
SK이노베이션	-30,210
하이브	-29,976
에코프로비엠	-25,815
코스모신소재	-25,453

국내기관 순매도

순매도	금액(백만)
삼성전자	-226,309
삼성SDI	-39,522
LG화학	-38,308
한화솔루션	-35,834
NAVER	-28,879

KOSPI, S&P 추이



국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,570.10	-0.91	+0.44
대형주	2,562.63	-0.83	+0.13
중형주	2,756.41	-1.52	+1.63
소형주	2,397.56	-0.89	+2.10
KOSDAQ	874.84	-0.18	+3.75

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	5,962	-1,878	-4,447
누적순매수(D-20)	-4,993	13,390	-5,946

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	168,906	174,188	170,582

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	78.00	-2.91	-0.12
금융	348.05	-1.93	-2.54
운수장비	2,185.57	-1.33	+1.18
유통	328.64	-2.02	-0.17
음식료	3,478.00	-2.11	-5.68
의약품	12,877.80	-0.66	-4.27
전기전자	27,764.87	-0.15	+2.03
철강금속	5,341.58	-1.06	+4.67
화학	5,605.01	-1.55	+1.60
유틸리티	609.23	-1.23	-2.39
통신	357.68	-0.35	-3.25

해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	4,348.33	-0.77	+3.40
NASDAQ	13,492.52	-1.01	+3.98
일본	32,781.54	-1.45	+6.03
중국	3,197.90	휴장	-0.45
독일	15,829.94	-0.99	-0.96

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.61	+1.70	+8.50
국고채 (10년)	3.66	+1.60	+2.40
은행채AAA (3년)	4.16	+1.40	+8.00
미국국채 (2년)	4.75	-4.54	+19.04
미국국채 (10년)	3.74	-5.51	-6.46

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,304.20	+0.72	-1.53
원/백 엔	907.56	+0.30	-3.64
원/위안	181.69	+0.72	-3.11
달러/유로	1.09	-0.56	+1.56
위안/달러	7.18	+0.00	+1.63
엔/달러	143.70	+0.41	+2.19
Dollar Index	102.87	+0.46	-1.29

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	69.16	-0.50	-4.83
금 (usd/oz)	1,929.60	+0.31	-0.76
BDI	1,216.00	+6.85	+0.08
천연가스(NYMEX)	2.73	+4.64	+25.13

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

Industry Note
2023. 06. 26

태양광 산업

OVERWEIGHT

Daqo도 적자인 폴리실리콘 가격. 3Q23 중 반등 전망

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

대부분 중국 업체들이 적자가 나는 수준까지 폴리실리콘 가격 하락. 가동률 조정 후 반등 전망

최근 PVinsights 기준 중국 폴리실리콘 평균 가격은 $7.72/kg로 대폭 하락하였다. 이는 강한 수요에도 불구하고, 폴리실리콘 증설이 과도하기 때문이다. 원가가 가장 낮은 업체 중 하나인 Daqo의 1Q23 기준 Cash Cost는 $6.61 /kg 이며, 감가상각비를 감안한 생산 원가는 $7.55/kg 수준이다. Daqo만 하더라도 현 수준에서 충분한 이익이 나지 않고, Xinte 등 Cash Cost 가 $8/kg 이상인 업체들은 BEP 이하이다. 따라서, 예정된 증설이 이루어지기는 어렵다. 2nd tier 업체들의 가동 조정, 증설 Delay 있을 것으로 전망하며, 가격 반등을 전망한다. 특히, 3Q23은 전기요금이 상승하는 시기라는 점에서 주목할 필요가 있다.

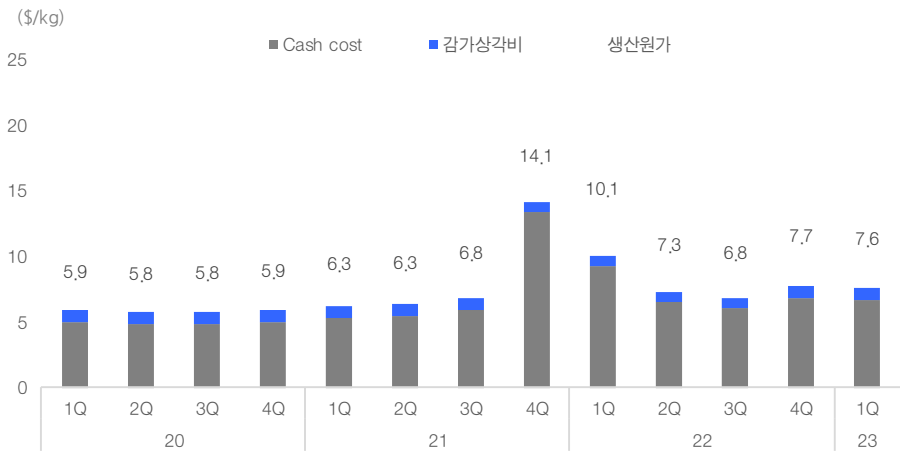
Daqo, N-type 폴리실리콘 생산으로 점차 원가 상승 전망. OCI홀딩스, Wacker 협상력 높아질 전망

최근 Daqo의 원가가 점진적으로 상승하고 있다. 감가상각비도 상승하고 있지만, Cash Cost도 상승하고 있다. 정확한 이유는 알 수 없다. 하지만, 장기적으로는 N-type 태양광용 폴리실리콘 생산 비중이 높아질수록 원가는 상승할 것이다. Daqo는 N-type 폴리실리콘 생산을 위해서는 Cash Cost가 $3/kg 상승하고 생산량은 25% 감소할 것으로 전망하고 있다. 따라서, Daqo 원가는 향후 $10/kg~$11/kg 수준에 수렴할 것으로 전망하며 폴리실리콘 업체들의 원가는 점진적으로 상승할 것이다. 참고로 OCI 말레이공장 원가는 $12/kg 수준으로 추정된다. 100% N-type 제품을 생산한다. Daqo와 큰 차이가 없고 높아질 이유도 없다. 또한, 비중국산 폴리실리콘은 중국 가격 대비 거의 두배에 거래되고 있어, 치킨게임 최후의 승자가 될 전망이다. 많은 업체들이 미국에 모듈 공장을 짓고 있다. 이에 사용되는 태양광 셀 제작/판매하기 위해서는 비중국산 폴리실리콘 확보가 필요하다. 미국이 중국산 태양광 제품 통관을 허용하고 있지만, 여전히 중국 폴리실리콘을 사용한 제품은 세관 통과가 어렵다. 이는 전세계 115KTPA로 한정되기 때문에 약 30GW 수준에 불과하다. 따라서, 비중국 폴리실리콘 업체인 OCI홀딩스나, Wacker의 협상력이 더욱 높아질 것이며, 높은 가격 프리미엄이 유지될 전망이다.

폴리실리콘 가격 저점 확인 후 태양광 Value Chain 전반 반등 전망. Top pick 한화솔루션 OCI홀딩스

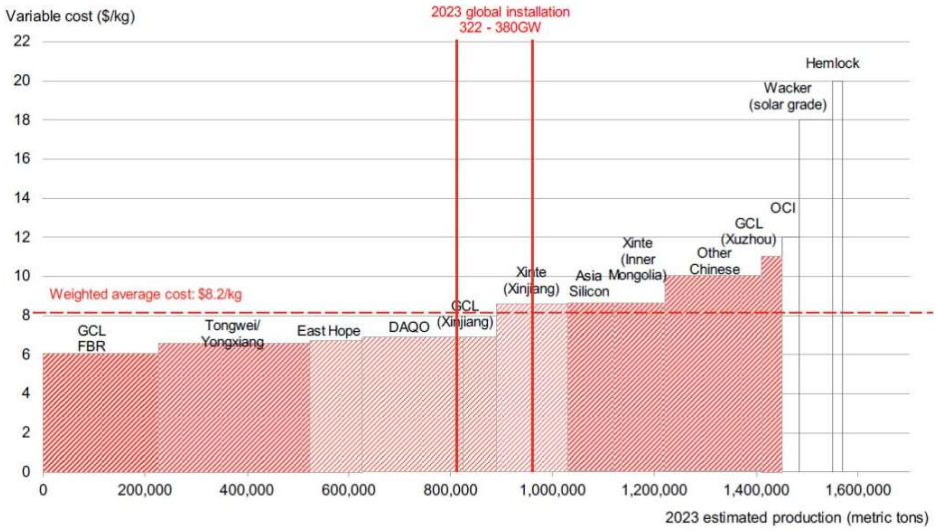
Top pick 한화솔루션, OCI홀딩스를 유지한다. 폴리실리콘 가격이 저점을 확인 시, 태양광 Value Chain 전반이 가격 저점을 확인할 것이다. 특히, 모듈 가격 상승을 예상한 구매 수요 증가가 기대된다, 미국내 모듈은 최대 약 42GW로 공급이 한정적(비중국 폴리실리콘 사용한 모듈 30GW + First Solar CdTe 태양광 모듈 12GW)이기 때문에 미국내 태양광 제품 수급 타이트는 이어질 것이다.

Daqo 생산 원가 점진적 상승. 현재 폴리실리콘 가격은 Daqo도 어려운 수준



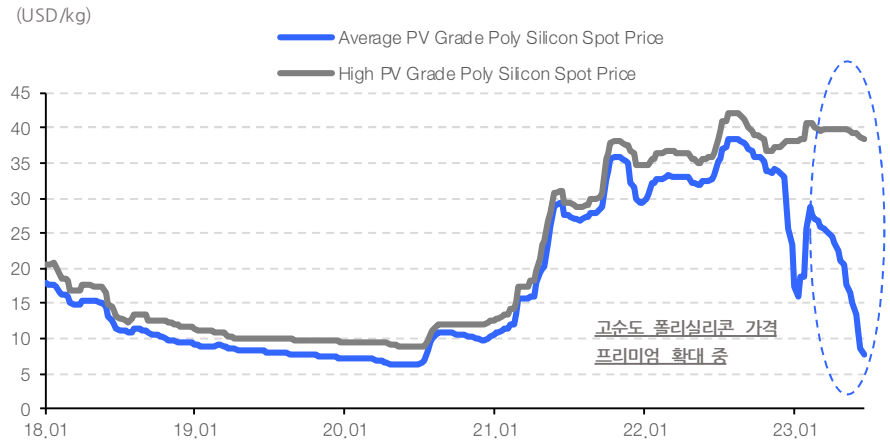
자료: Daqo, 현대차증권

<그림1> 주요 업체들의 Cash Cost 수준. N-type 생산량 증대로 Cash Cost 상승 전망. 또한, OCI말레이공장 제품은 non-China 폴리실리콘 가격 프리미엄을 받고 있어, 치킨게임에 있어 우위에 있음. OCI말레이공장 원가 열위는 이제 더 이상 의미 없음.



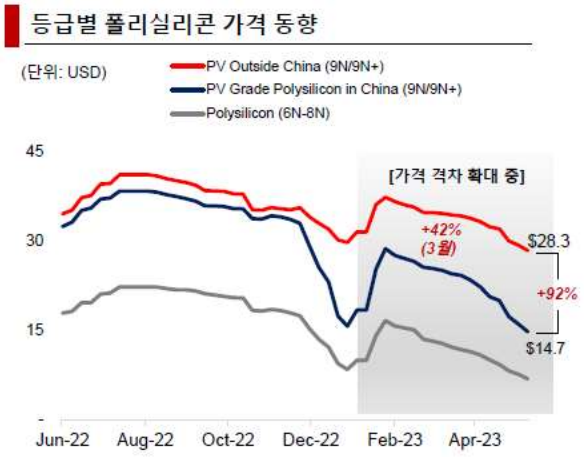
자료 : BNEF, 현대차증권

<그림2> 폴리실리콘 가격 최근 $8/kg을 하회하는 수준까지 하락



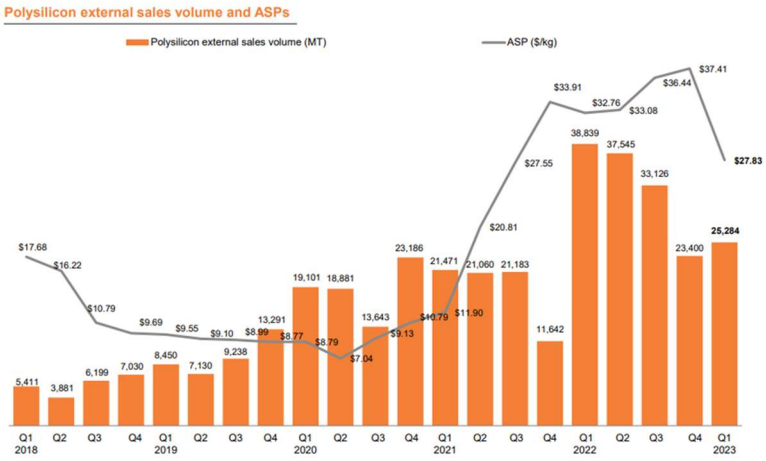
자료 : PVinsights, Bloomberg, 현대차증권

<그림3> 비중국 폴리실리콘 가격 프리미엄 확대



자료 : OCI홀딩스, PVinsights, 현대차증권

<그림4> Daqo, ASP 급락 중



자료 : Daqo, 현대차증권

Company Note
2023. 06. 26

에스앤에스텍 (101490)

BUY
TP 93,000원

It's time

Analyst 곽민정
02-3787-2160 jessica.kwag@hmsec.com

RA 김유진
02-3787-2658 gimyujin216@hmsec.com

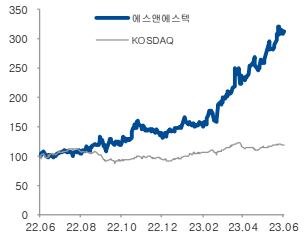
현재주가 (6/23)	60,000원
상승여력	55.0%
시가총액	1,287십억원
발행주식수	21,451천주
자본금/액면가	11십억원/500원
52주 최고가/최저가	61,900원/18,550원
일평균 거래대금 (60일)	31십억원
외국인지분율	7.58%
주요주주	정수홍 외 3 인 21.68%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	18.8	62.4	139.5
상대주가(%p)	16.7	50.8	89.3

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	2,015	4,498	79,000
After	2,015	4,498	93,000
Consensus	2,005	4,475	79,000
Cons. 차이	0.5%	0.5%	17.7%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

2023 SPIE Lithography 학회 및 Photomask Japan 에서 얻은 시사점

- 최근 SPIE 학회 및 Photomask Japan 2023에서 EUV 펠리클과 관련한 ASML의 발표를 보면, Metal 기반의 펠리클은 최대 400W의 파워를 견딜 수 있는 펠리클로 현재 적용되는 펠리클임. 향후에는 600W 이상의 노광기 파워를 견딜 수 있도록 CNT 기반의 펠리클이 높은 열적 특성 때문에 가장 유망하게 적용될 수 있음. 이는 현재 개발중인 펠리클 외에 차세대 CNT 펠리클 역시 장기적으로 동사에게 기회요인이 될 수 있을 것으로 판단됨.
- 현재 메탈 기반의 펠리클은 차세대 CNT 펠리클과 더불어 600W High-NA에서도 적용될 수 있어 상당 기간 적용될 가능성이 높음.
- 포트로닉스의 2Q23 실적발표에서도 언급되고 있고, 당사가 지속적으로 언급한대로 차량용을 중심으로 레거시향 포토마스크 시장의 수요는 견조하며, 글로벌 하이엔드용 디스플레이향 OLED 비중이 지속적으로 확대되고 있어 동사의 본업인 반도체용 및 디스플레이용 블랭크 마스크향 실적 역시 매우 견조할 것으로 전망됨.
- <그림 5>에서 나타나듯이 최근 엔비디아, 애플 등 빅 칩의 수요가 확대되는 제품군일수록 EUV 펠리클이 적용될 니즈가 커지고 있음.
- 당사의 5월 일본 출장 이후 지속적인 커뮤니케이션 결과, Mitsui 화학은 펠리클 프레임을 제조하는 업체이며, Hoya는 EUV 블랭크 마스크 사업부 위주의 사업 전개, Lasertec의 경우 EUV 펠리클 채택 증가에 따른 검사 빈도수 감소를 예상하고 있어 동사의 경쟁력을 재확인할 수 있었음.
- 2023년 디스플레이와 레거시 반도체향 블랭크 마스크 수요 증가에 따른 본업 부분의 호조세가 동사의 실적을 견인할 것이며, 2023년 매출액 1,601억원 (+29.7% yoy), 영업이익률 23.5%로 큰 폭의 실적 개선이 이루어질 것으로 전망됨.

주가전망 및 Valuation

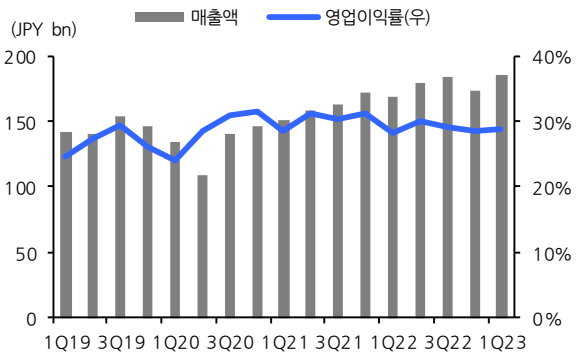
- 본격적인 EUV 시장 개화에 따른 소재 및 부품 업체로서 가장 큰 수혜를 받을 수 있으며, 글로벌 양산용 펠리클 선진입에 따른 수혜 기대, EUV 블랭크 마스크 시장 진입 기대 등으로 동사의 업사이드는 높다고 판단함. 그에 따라 동사의 목표주가를 Hoya와 Lasertec, Mitsui 화학의 12M Forward 평균 PSR 12.4x를 적용하여 93,000원으로 상향

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 (%)
2020	87	11	11	20	539	5.4	80.7	5.7	44.9	8.7	0.2
2021	99	13	11	22	536	-0.6	68.6	4.5	34.3	6.8	0.3
2022	124	16	17	26	814	51.9	32.4	3.0	20.2	9.6	0.6
2023F	160	38	43	47	2,015	147.6	29.5	5.5	25.4	20.5	0.3
2024F	251	84	96	92	4,498	123.2	13.2	3.9	12.2	34.8	0.3

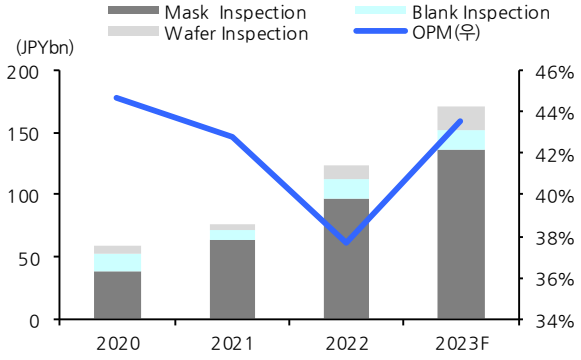
* K-IFRS 연결 기준

〈그림1〉 Hoya의 EUV블랭크 마스크 실적 추이



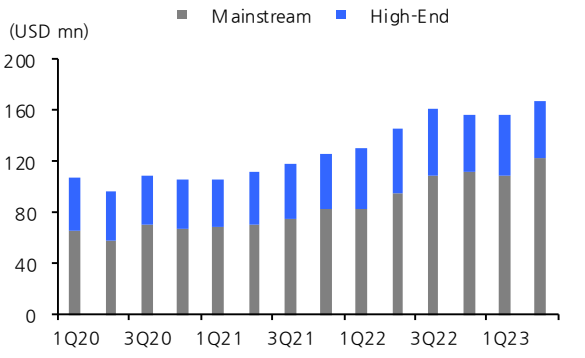
자료 : Hoya, 현대차증권

〈그림2〉 Lasertec 실적 추이



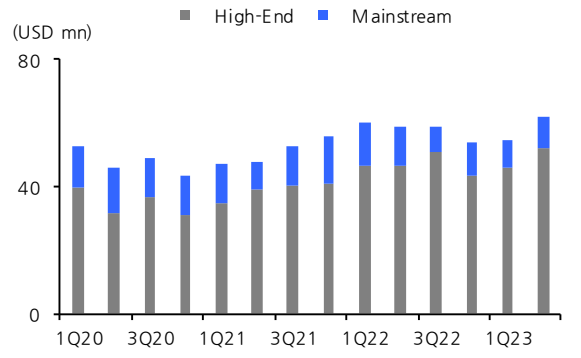
자료 : Lasertec, 현대차증권

〈그림3〉 포트로닉스의 반도체 포토마스크 매출 추이



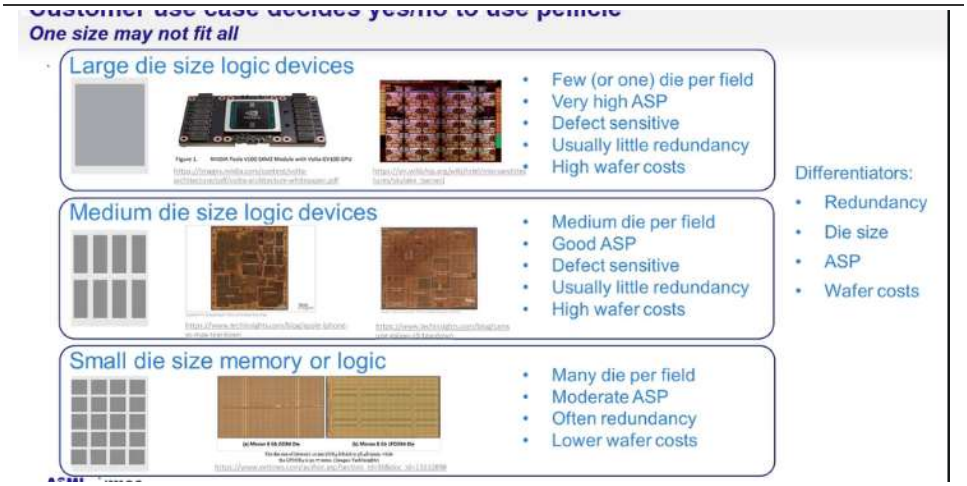
자료 : 포트로닉스, 현대차증권

〈그림4〉 포트로닉스 디스플레이 포토마스크 매출 추이



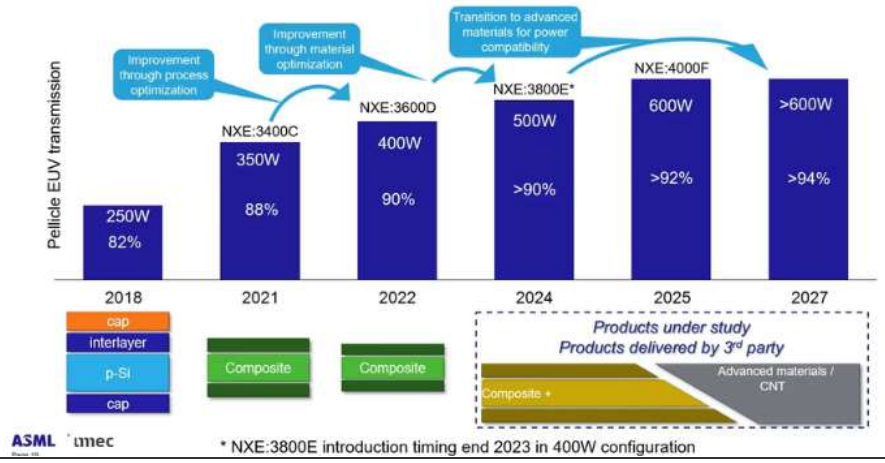
주: 하이엔드: G>10.5. AMOLED, LTPS
자료 : 포트로닉스, 현대차증권

〈그림5〉 EUV 펠리클은 고객사와 적용 디바이스에 따라 사용 여부가 결정됨



자료 : ASML, SPIE, 현대차증권

〈그림6〉 ASML의 펠리클 로드맵



자료 : ASML, Imec, SPIE, 현대차증권

〈그림7〉 메탈기반 펠리클과 CNT 개발 진행중

자료 : ASML, SPIE, 현대차증권

〈그림8〉 현재 메탈 기반 펠리클과 CNT는 N2 노드와 600W에서 둘 다 적용가능

KPI	N2 target	Composite	CNT	Comments
EUVT	>90%	>90%	>90%	CNT transmission has potential for >95%, but should be balanced with lifetime
dEUVT	<1%	~1% per 10 kwfrs	~1% per 2 kwfrs	CNT expected to improve at higher power
EUV non-uniformity	<0.4%	<0.4%	<0.4%	
EUVR	<0.02%	<0.02%	~0.001%	
Flare	<0.2%	0.0%	0.2%	
DUVR	<70%	<25%	<2%	
Source power capability	600 W (1000)	400 W (>600 W tbd)	1000 W (predicted)	Concepts being explored to stretch composites to >600 W
Lifetime	> 15 kwfrs	> 15 kwfrs (@400 W)	> 5 kwfrs (@200 W)	CNT lifetime expected to increase at higher EUV power

Wafer exposure conditions: 96 passes, dose 30 mJ/cm²

자료 : ASML, SPIE, 현대차증권

〈표1〉 에스앤에스텍 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	29	31	32	32	36	38	41	45	124	160	251
영업이익	4	3	5	4	7	8	11	12	16	38	84
영업이익률	12.3%	11.2%	15.6%	11.8%	19.6%	20.4%	26.3%	26.5%	13.0%	23.5%	33.4%
세전이익	4	4	6	3	7	8	11	12	17	39	87
세전이익률	12.6%	12.8%	18.6%	9.1%	20.5%	21.2%	27.2%	27.6%	13.4%	24.4%	34.5%
순이익	4	3	6	4	8	9	13	14	17	43	96
순이익률	13.1%	10.9%	20.2%	12.2%	21.8%	22.7%	30.6%	31.3%	14.1%	27.0%	38.3%

자료 : 에스앤에스텍, 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	**87**	**99**	**124**	**160**	**251**
증가율 (%)	3.4	13.1	25.0	29.7	57.0
매출원가	**64**	**73**	**90**	**100**	**132**
매출원가율 (%)	73.6	73.6	72.6	62.2	52.6
매출총이익	**23**	**26**	**34**	**60**	**119**
매출이익률 (%)	26.4	26.4	27.4	37.8	47.4
증가율 (%)	3.0	12.9	29.9	78.6	97.1
판매관리비	**12**	**13**	**18**	**23**	**35**
판관비율(%)	13.8	13.6	14.4	14.3	14.0
EBITDA	**20**	**22**	**26**	**47**	**92**
EBITDA 이익률 (%)	22.5	21.9	21.2	29.5	36.7
증가율 (%)	-1.0	10.0	20.8	80.7	95.4
영업이익	**11**	**13**	**16**	**38**	**84**
영업이익률 (%)	12.6	12.8	13.0	23.5	33.4
증가율 (%)	-0.6	14.3	27.0	134.7	123.5
영업외손익	**0**	**-1**	**1**	**2**	**3**
금융수익	3	2	3	2	3
금융비용	3	2	3	0	0
기타영업외손익	0	-1	0	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	**11**	**12**	**17**	**39**	**87**
세전계속사업이익률	12.5	12.0	13.4	24.4	34.6
증가율 (%)	8.7	8.3	39.4	136.5	122.1
법인세비용	0	0	-1	-4	-10
계속사업이익	11	11	17	43	96
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**11**	**11**	**17**	**43**	**96**
당기순이익률 (%)	12.6	11.6	14.1	27.0	38.4
증가율 (%)	8.9	4.6	51.9	147.6	123.2
지배주주지분 순이익	11	11	17	43	96
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	11	11	18	43	96

(단위: 십억원)

재무상태표	2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	**93**	**99**	**94**	**152**	**273**
현금성자산	30	52	46	85	160
단기투자자산	26	0	0	0	0
매출채권	14	22	26	37	62
재고자산	21	17	19	26	45
기타유동자산	1	8	3	4	6
비유동자산	**93**	**98**	**133**	**125**	**123**
유형자산	77	82	109	99	91
무형자산	4	3	2	2	1
투자자산	5	6	13	16	22
기타비유동자산	7	7	9	9	9
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	**186**	**197**	**227**	**277**	**397**
유동부채	**15**	**17**	**30**	**39**	**59**
단기차입금	8	4	10	10	10
매입채무	4	9	11	16	27
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	4	4	9	13	22
비유동부채	**6**	**6**	**6**	**8**	**14**
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	6	6	6	8	14
기타금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**22**	**23**	**36**	**47**	**73**
지배주주지분	164	174	190	231	324
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	102	102	102	102	102
자본조정 등	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	54	63	79	119	213
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**164**	**174**	**190**	**231**	**324**

(단위: 십억원)

현금흐름표	2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	**7**	**13**	**25**	**44**	**84**
당기순이익	11	11	17	43	96
유형자산 상각비	8	8	9	9	8
무형자산 상각비	1	1	1	1	0
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-14	-11	-4	-8	-21
기타	1	3	1	0	0
투자활동으로인한현금흐름	**-44**	**14**	**-33**	**-3**	**-6**
투자자산의 감소(증가)	1	-2	-7	-3	-6
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-18	-14	-32	0	0
기타	-27	30	5	0	0
재무활동으로인한현금흐름	**50**	**-5**	**3**	**-3**	**-3**
차입금의 증가(감소)	-18	-3	6	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	66	0	0	0	0
배당금	-1	-2	-2	-3	-3
기타	3	0	0	0	0
기타현금흐름	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
현금의증가(감소)	**12**	**21**	**-5**	**39**	**75**
기초현금	18	30	52	46	85
기말현금	30	52	46	85	160

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2020	2021	2022	2023F	2024F
EPS(당기순이익 기준)	539	536	814	2,015	4,498
EPS(지배순이익 기준)	539	536	814	2,015	4,498
BPS(자본총계 기준)	7,667	8,131	8,875	10,745	15,098
BPS(지배지분 기준)	7,667	8,131	8,875	10,745	15,098
DPS	80	100	150	150	150
P/E(당기순이익 기준)	80.7	68.6	32.4	29.5	13.2
P/E(지배순이익 기준)	80.7	68.6	32.4	29.5	13.2
P/B(자본총계 기준)	5.7	4.5	3.0	5.5	3.9
P/B(지배지분 기준)	5.7	4.5	3.0	5.5	3.9
EV/EBITDA(Reported)	44.9	34.3	20.2	25.4	12.2
배당수익률	0.2	0.3	0.6	0.3	0.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	5.4	-0.6	51.9	147.6	123.2
EPS(지배순이익 기준)	5.4	-0.6	51.9	147.6	123.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	8.7	6.8	9.6	20.5	34.8
ROE(지배순이익 기준)	8.7	6.8	9.6	20.5	34.8
ROA	6.8	6.0	8.2	17.1	28.6
안정성 (%)					
부채비율	13.1	13.2	19.1	20.4	22.5
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	29.8	276.2	274.9	530.6	1,156.7

** K-IFRS 연결기준*

Market Report
2023.06.26

시장백서

각자도생

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

RA 장치영
02-3787-2372
chiyoung.jang@hmsec.com

7월 중순까지 유의미한 방향성 부재, 다만 가격 조정으로 이어질 가능성은 여전히 제한적: 주가는 2년물 금리보다 기대 인플레이션 방향성과 유의미한 상관성을 시현
금리 민감도가 낮아질 특징을 보유한 국가 주목할 시점: 인도와 일본 증시 신고가의 시사점

재료가 없다

연준의 7월 금리 인상 가능성을 결정 지을 수 있는 CPI(7/12) 발표와 7월 중순부터 시작될 미국 실적시즌 전까지 기간조정이 지속될 것으로 보인다.

그 전까지 EM 증시는 금리와 달러가 상대적인 부담으로 작용할 가능성이 높다. 2년물 금리가 여전히 높은 수준(4.7%)인 가운데, 지난주 파월의장은 '연내 2차례 추가 금리 인상 가능성'을 배제하지 않았으며 선물 시장 달러 순매수 포지션이 22년 5월 이후 처음으로 반등하였다. 주요국들의 장단기 스프레드도 6월 중 다시금 확대되었다. 영국의 경우 이미 22년 이후 가장 높은 수준으로 확대된 가운데, 미국과 독일은 최저점인 22년 3월 수준에 근접하고 있다.

이와 더불어 지난 5월부터는 전반적인 중앙은행들의 대차대조표가 다시금 감소하기 시작하였다. 이는 BOJ의 자산규모가 줄어든 점에 기인한다. 그간 BOJ는 유일하게 양적완화 기조를 고수하는 중앙은행으로써, 국채 매입에 따른 증시 유동성을 지지해주었다. 그러나 1분기 이후 10년물 금리(JGB)가 BOJ 매입 상한선(0.5%)을 돌파하는 일 수가 적어지기 시작하면서, GDP 대비 BOJ의 자산규모는 4월 130%에서 5월 122%로 축소되었다. 중앙은행發 유동성 모멘텀이 약화되는 부분을 이익이 상쇄하기까지는 아직 이익 개선 폭이 그리 크지 않다.

다만 가격 조정으로 이어질 가능성은 여전히 제한적이라고 판단한다. 1. 파월의장이 연내 2회 금리 인상 가능성을 여전히 강조하고 있으나, 소비자 및 기업들은 인플레이션 상승 가능성이 그리 높지 않다고 생각한다. 2년물 금리와는 달리, 주요 지역 연은이 매월마다 발표하는 1년 기대인플레이션 평균치는 2.8% 수준까지 하락한 상황이다.

5월 이후 주가는 2년물 금리보다 기대 인플레이션 방향성과 유의미한 상관성을 시현하였다. 지난 5월 이후 2년물 금리는 약 80bp 상승, 기대인플레이션은 약 100bp 하락하였는데, 해당 구간 내 S&P500은 7% 이상 반등하였다. 즉, 시장은 가격 조정을 야기할 금리의 추가적인 인상 폭에 대해 회의적이다.

2. 하반기 전망을 통해 예의주시 해야할 리스크 지표 중 하나로 기업 하이일드 스프레드를 꼽은 바 있다. 통상적으로 해당 지표가 700bp수준까지 상승한다면, 증시와 기업 이익에 부정적인 영향을 미쳤다. 그러나 현재 하이일드 스프레드는 460bp 수준에 머물러 있는 상황이다.

이는 전반적인 산업 업황이 금리 인상에도 선방 중인 가운데, 물가 하락 대비 완만하게 하락하는 임금 상승률이 오히려 실질소득 감소 가능성을 낮춰 소비자들의 금융 연체 우려가 낮아진 점에 기인한다. 실제로 하이일드 스프레드에 큰 비중을 차지하는 섹터는 재량 소비재 > 산업재 > 소재 순인데, 해당 섹터의 현금 흐름은 작년 22년 말 이후 개선세를 시현 중이다.

나부터 산다

반대로 금리 민감도가 여전히 높은 국가들이 있다. 대표적인 국가는 영국이다. 연초 이후 수익률이 양호한 독일DAX(+12.5%), 프랑스(+8.6%)와 달리 영국의 FTSE는 YTD -1.2%를 기록 중이다.

선진국들과 비교해보자면, 1. 미국은 유휴 노동력 돌아올 가능성이 높다. 독일은 빠르게 낮아지는 천연가스 가격에 Core CPI가 22년 초 이후 수준까지 근접 중이다. 반면 영국의 경우 브렉시트 이후 순이주자가 늘어나며, 노동 수급 정상화가 다소 어렵다. 22년 기준 순이주자들은 60만명으로 사상 최대를 기록하였다. 2. 또한 뒤늦게 물가를 잡기 위해 노력 중인 상황이다. 4개월 연속 발생한 CPI 서프라이즈는 BOE의 긴축 액션이 다소 늦었음을 입증하는 대목이다.

3. 모기지 만기 또한 여타 선진국 대비 짧다. 그렇기에 22년초 계약을 했던 30% 정도의 2년물 고정금리 계약자들의 만기가 돌아온다는 점이 부담으로 작용하고 있다. 그러나 미국과 여타 국가들은 고정금리 만기가 상대적으로 길다. 대표적으로 미국은 30년물 고정금리를 보유한 모기지 계약자들이 대부분이다. (90%)

4. 증시를 이끌고 있는 선두기업의 색깔도 다른 점을 생각할 필요가 있다. 현재 시장을 움직이는 재료인 AI/클라우드/전기차에 부합하는 명제를 가지고 있는 국가는 미국과 독일이다. 미국은 규모의 경제를 이미 형성한 빅테크 기업들이, 독일은 포르쉐, 벤츠, 폭스바겐 등 수출에 특화된 고가 자동차 기업들이 대부분이다. 반면 영국은 재생에너지 투자 비율이 여타 석유 기업 대비 낮은 셸, BP를 비롯하여 브리티시 아메리칸 토바코 등 전통적인 내수주 기업들이 시총 상위 기업들에 자리잡고 있다.

아시아 증시도 마찬가지다. 금리 민감도가 낮아질 특징을 보유한 국가만이 주목을 받을 것이다. 1. 풍부한 인구에 높은 성장성을 보유하거나, 2. 새로운 성장 산업에 수혜를 입는 기업들의 이익 개선과 더불어 환차익을 얻을 수 있는 국가에 대해 관심을 가질 가능성이 높다. 최근 증시 조정에도 연이은 신고가를 경신하고 있는 인도와 일본이 대표적인 특징을 보유하고 있는 국가다.

1. Post-China로 불리는 인도는 지난 5월 들어 매주 10억달러 이상의 외국 자금이 유입되었다. 인도는 6~7% 성장 달성이 가능한 이제 신흥국 내 몇 안되는 국가다. 무엇보다 자국 제조업 활성화를 위해 CAPEX 증액에 적극적인데, 제조업 투자에는 2023~24년에는 전년도 예산 대비 37% 증액한 10조 루피(GDP의 3.3% 규모)를 할당하였다.

2. 닛케이지수는 지난 3달 간 약 20%의 상승세를 시현하였다. 특히 해외 투자자들의 순매수는 5월 중순 이후 엔화 약세가 빠르게 진행된 시점부터 유독 두드러졌다. 자금 유입의 매개체 중 하나는 BOJ의 완화적인 정책에 따른 엔저현상이다.

물론 여전히 BOJ 위원들은 고질적인 디플레이션 탈출을 위해 물가 상승률을 일부 용인하고 있지만, 임금 상승률 등 인플레이션 지표들은 향후 점진적으로 개선될 가능성이 높다. 따라서 향후 연말에 접어들수록 BOJ의 정책 기조 정상화 가능성은 높아질 것이며, 이를 감안한다면 현재는 향후 환차익을 위해 가장 싼 값에 엔화를 살 수 있는 적절한 시기다. 엔화는 BIS가 산출하는 실질실효환율(교역국 사이의 물가 변동 등을 반영) 지수로도 보면 저평가가 되어있다.

외국계 헤지펀드들은 이 같은 시나리오를 대비하는 움직임을 보여주고 있다. 예전에는 엔화를 싼 값에 빌려 고금리 국가에 투자하는 이른 바 엔케리 트레이드 성향이 짙었다면, 현재는 엔화를 빌려 일본 주식에 직접 투자를 진행, 주식과 환차익에 동시에 베팅하고 있는 양상이다.

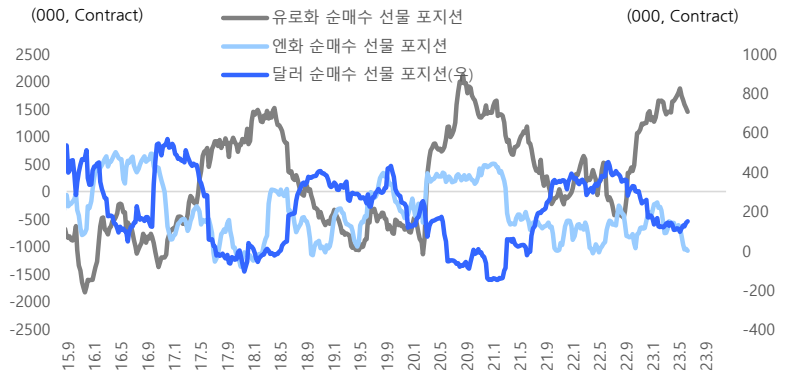
한편 우리나라도 마찬가지로 상반기 무역적자 심화, 반도체 경기 부진에 따라 3월 기준 주요 64개국 중 60위로 실질실효환율 지수가 가장 낮았다. 그러나 일본의 사례에서도 알 수 있듯이 해당 리스크가 옅어지는 하반기 중으로는, 마찬가지로 원화 경쟁력 강화에 베팅하는 외국계 자금의 증가 가능성이 열려 있다고 생각한다. 가격경쟁력 변화를 가늠할 수 있는 수출 증가율은 6월 20일까지 +5.0% 증가하며 10개월만에 상승 전환을 기록하였다.

주요 수출 품목으로는 반도체 수출 감소폭이 점차 개선되는 가운데 (-23.5%YoY), 선박(+148.7% YoY), 자동차부품(+15.1% YoY), 자동차(+110.1% YoY)가 여전히 선방하였다.

지난주 업종별 섹터 순환도 유사한 흐름으로 전개되었다. 조선과 자동차가 주간 수익률 상위권에 랭크되면서, '원래부터 잘하고 있는 업종'이 증시 조정 구간에서 방어력이 높은 특징을 보였다. 이러한 관점에서, 7월 중순까지는 이익 개선이 관찰되는 업종군의 상대적이 방어력이 높을 것으로 보인다. 기계, 반도체, 미디어, 자동차는 최근 2주간 12M Fwd 영업이익률 추정치가 반등한 업종들이다.

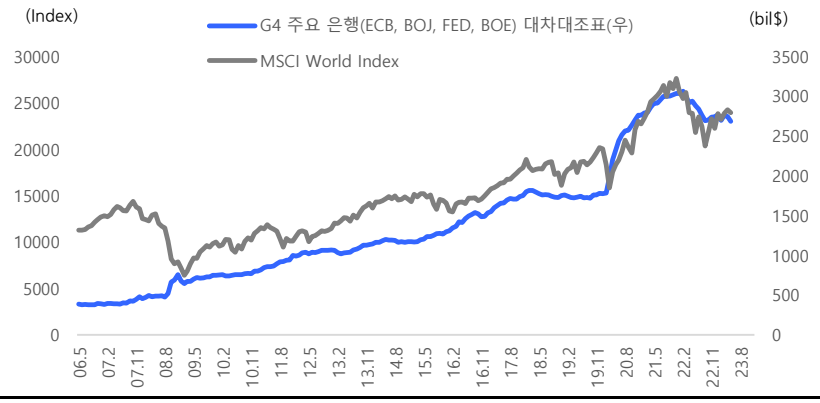
Key Chart

〈그림 1〉 여전히 매파적인 연준: 6월 FOMC 회의 이후 달러 순매수 포지션 소폭 증가



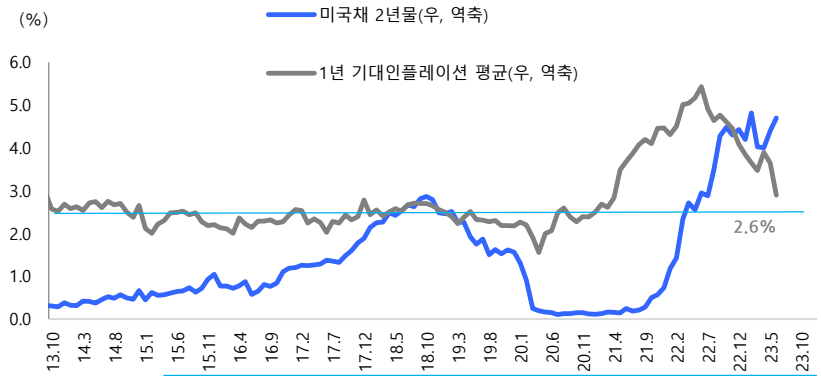
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림 2〉 이와 동시에 진행되는 중앙은행 대차대조표 감소에 따른 유동성 모멘텀 약화, 단기 모멘텀 부재



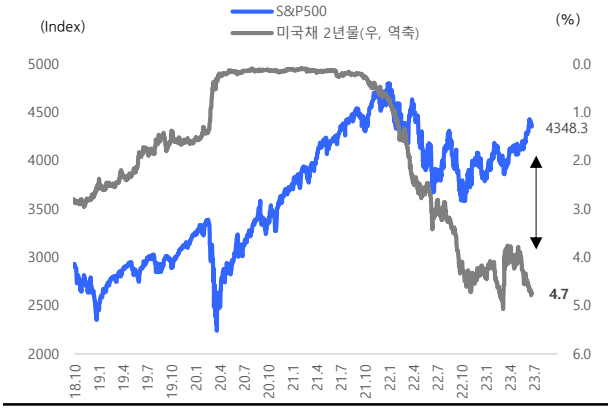
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림 3〉 다만 가격 조정으로 이어질 가능성 제한적: 1. 미국채 2년물 대비 낮아진 지역연은 단기 기대인플레이션



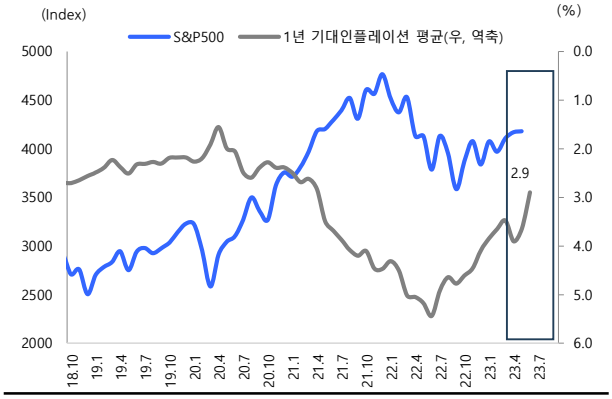
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림 4〉 미국채 2년물과 달리 움직이는 시장: 조정 가능성을 야기 할 금리의 추가적인 인상 폭에 대해 회의적



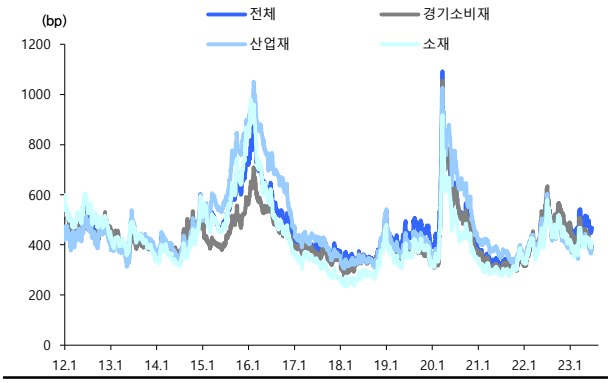
자료:Bloomberg, 현대차증권

〈그림 5〉 오히려 낮아지는 기대인플레이션과 지난 5월 이후 유의미한 상관관계를 보이는 위험자산군 방향성



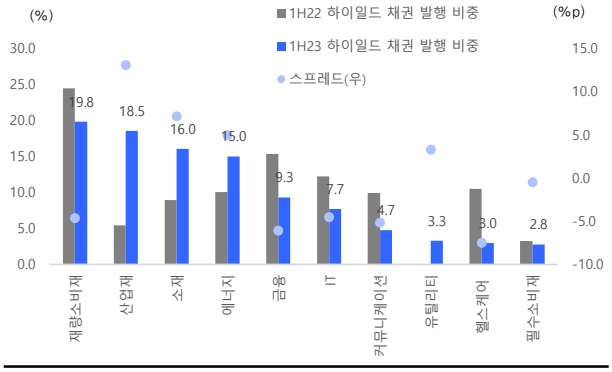
자료:Bloomberg, 현대차증권

〈그림 6〉 2. 하이일드스프레드는 여전히 낮은 수준 : 460bp 내외로 과거 10년 평균수준에 머무는 중



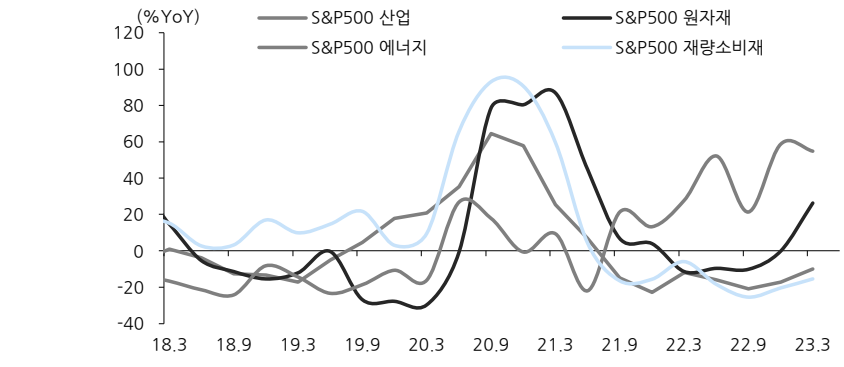
자료:Bloomberg, 현대차증권

〈그림 7〉 하이일드 스프레드 기여도가 높은 산업군은 재량 소비재〉 산업재〉 소재 순인데



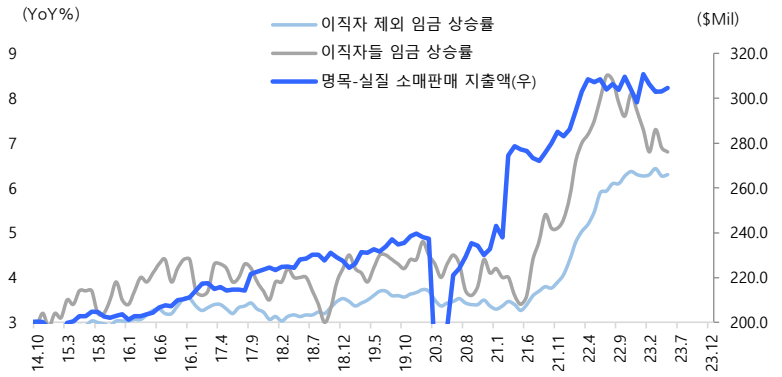
자료:Bloomberg, 현대차증권

〈그림 8〉 선방하는 업황에 해당 산업군의 현금흐름은 작년 이후 개선 중



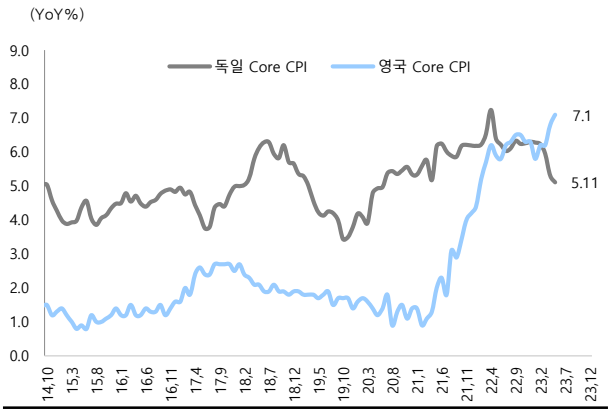
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림 9〉 또한 임금 하락이 완만하게 진행되며 소비의 급격한 신용 연체 및 위축 가능성을 낮춰주는 요인으로 작용



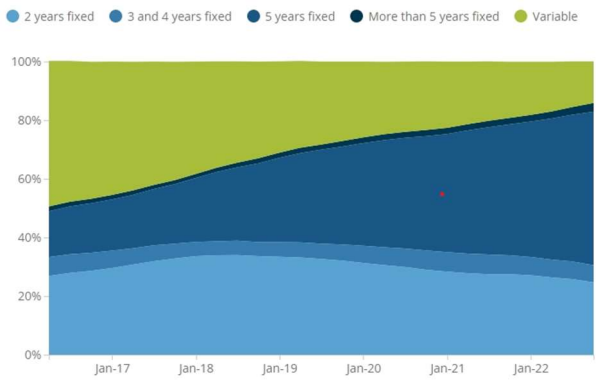
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림 10〉 3. 유로존의 급격한 리세션 가능성은 구분 할 필요: 영국은 여타국가와 달리 고질적인 인플레 지속



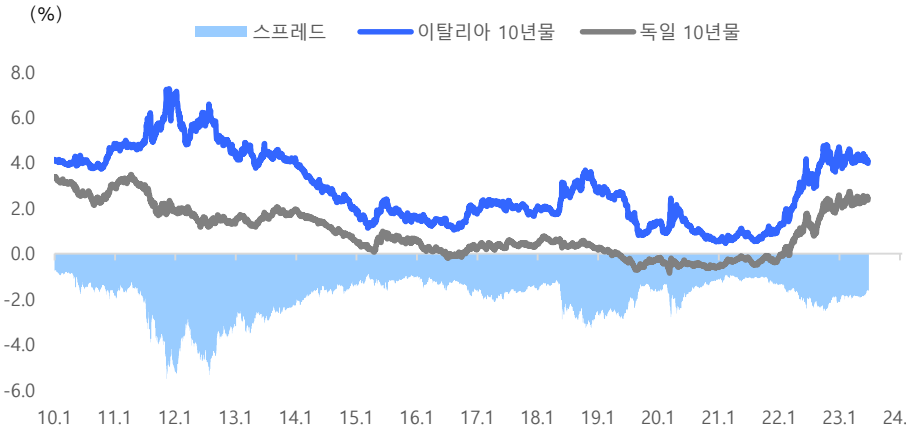
자료:Bloomberg, 현대차증권

〈그림 11〉 다른 선진국 대비 만기가 짧은 영국의 부동산 고정 금리 : 2년물 변동금리 전체 30%차지



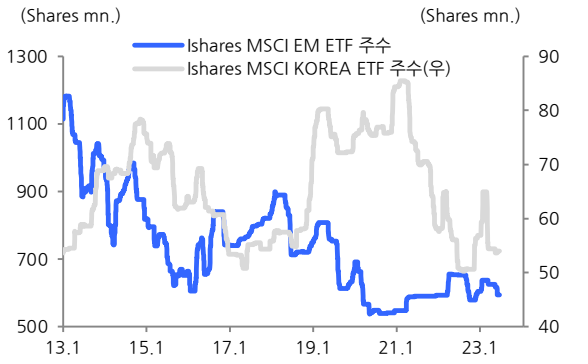
자료:Bloomberg, 현대차증권

〈그림 12〉 유로존 리스크 인덱스 지표 중 하나인 독일-이탈리아 10년물 스프레드 확대 제한적



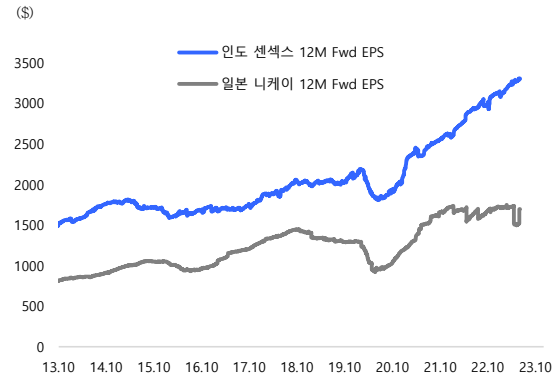
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림 13〉 한편 EM 주요국 패시브 자금 유입 5월 중순 이후 정체되는 가운데



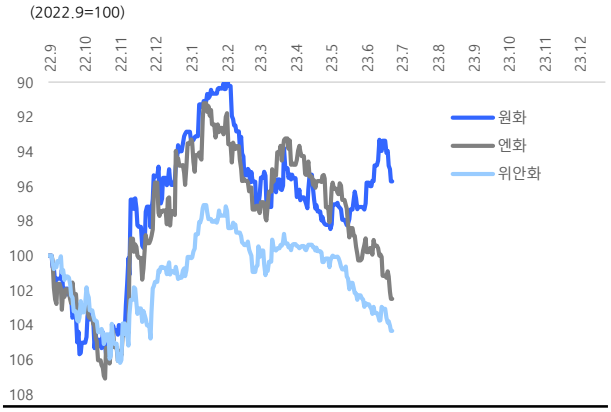
자료:Bloomberg, 현대차증권

〈그림 14〉 주가 흐름은 각자도생: 신고가를 경신하는 국가들의 공통점은 결국 이익으로 귀결



자료:Bloomberg, 현대차증권

〈그림 15〉 우리나라, 최근 달러 강세에 여타 국가들과 동일하게 통화 약세 흐름 시현

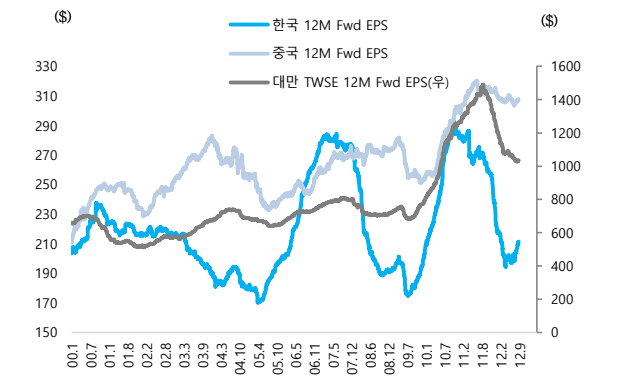


자료:Bloomberg, 현대차증권

〈그림 16〉 아시아 주요국 실질실효환율은 여전히 100pt 미만에 머무는 중

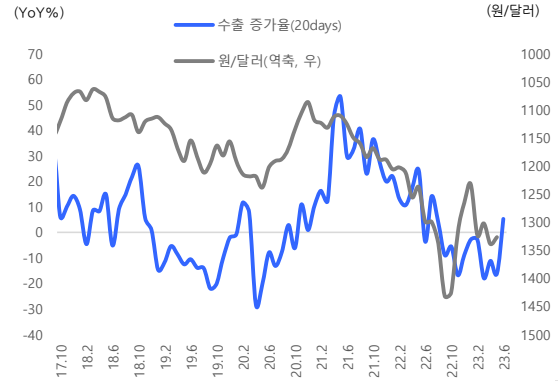
자료:Bloomberg, 현대차증권

〈그림 17〉 그 중 우리나라 수출 경쟁력 상대적으로 탄력성 높아: EPS 추정치 개선에 따른 통화 경쟁력 개선 ↑



자료:Bloomberg, 현대차증권

〈그림 18〉 20일 수출증가율 20년 10월 이후 처음으로 (+)로 상승 전환 & 유의미한 상관성을 띄는 원화

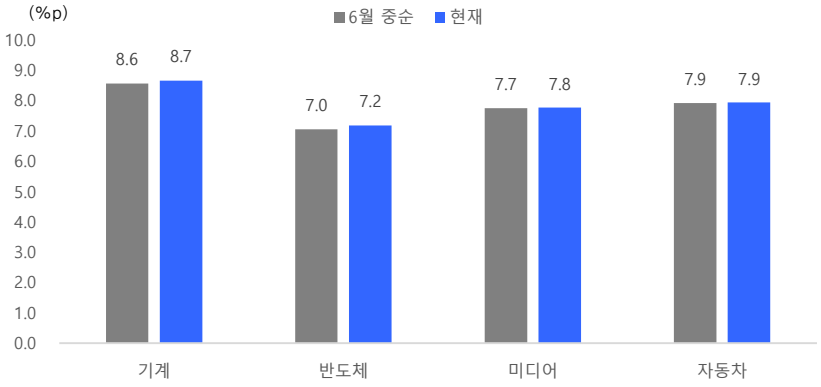


자료:Bloomberg, 현대차증권

〈그림 19〉 향후 재정건전성이 상대적으로 양호한 프리미엄을 받을 가능성이 높은 한국

자료:Bloomberg, 현대차증권

〈그림 20〉 한편 최근 방어력이 높은 업종은 '잘하고 있는 업종'(조선, 자동차): 유사한 관점에서 영업이익률 추정치 개선 중인 기계/반도체/미디어/자동차 순환매 가능성 ↑



자료: Bloomberg, 현대차증권

Issue Check: 일본 증시 기회요인(상반기: 엔화약세 → 하반기: 주주환원책)

투자전략/시황 RA 장치영 02-3787-2372

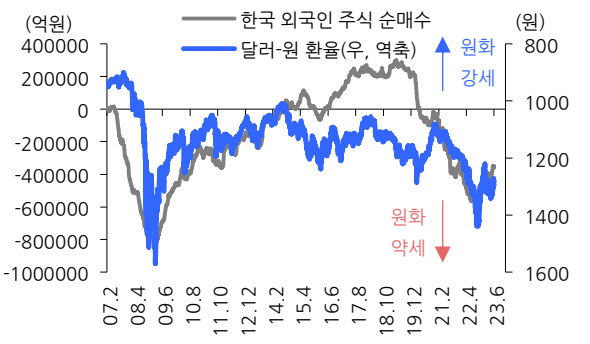
〉 일본 주식과 환차익에 동시에 베팅하는 외국인들. 1. (증시 펀더멘탈) 외국인들은 엔화 약세 국면에서 일본 증시에 투자하는 경향. 엔화 약세 시 해외 시장에서의 일본 수출 기업들의 상품 가격 매력도가 높아지며 일본 수출 증가에 기여하기 때문. 실제로도 '08년 이후 닛케이 225 EPS 추정치와 달러-엔 환율은 +0.69의 높은 상관관계를 시현(엔화 약세 시 EPS 추정치 상향 조정)

〉 2. (환차익) 이와 더불어 향후 BOJ의 통화 정책 수정 가능성이 높아진다면, 하반기 엔화는 강세로 전환할 가능성에 무게. 역사적으로도 엔화 가치가 낮은 수준에 도달한 점도 해당 가능성을 지지.

〉 결론? 다만 최근 주가 상승은 단기적으로 부담. 향후 추가적인 일본 증시 기회 요인은 주주환원책 강화에 있다는 판단. 일본 내수 경제 회복세와 맞물린 도쿄증권거래소의 주주환원 강화 정책 요구에 일본 기업들의 배당 및 자사주 매입은 확대되고 있음. 자사주 매입 성향이 높은 기업들로 이뤄진 일본 S&P 바이백 지수는 '22년 이후 BM(니케이225, 토픽스) 대비 상대적으로 양호한 흐름을 시현

Key Chart

〈그림 1〉 통상적으로 외국인은 환차익 매력도 높아질 때 (원화강세) 국내 증시에 관심(상관관계: -0.38)

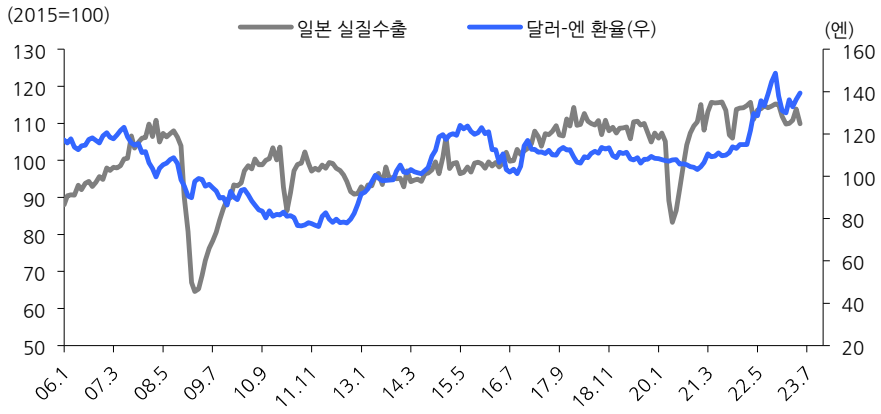


자료: bloomberg, 현대차증권

〈그림 2〉 반면, 일본 증시에는 엔화 약세 국면에서 더 높은 관심(상관관계: +0.28)

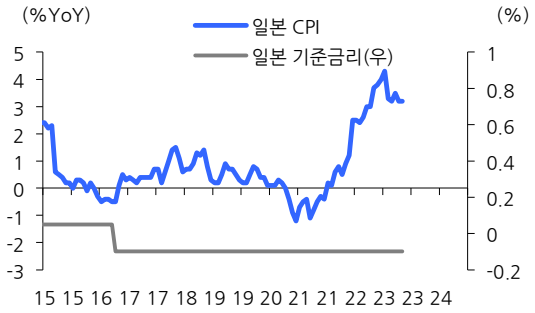
자료: bloomberg, 현대차증권

〈그림 3〉 이는 엔-케리 트레이드 및 향후 높아질 일본 기업들의 이익과 수출 모멘텀에 더욱 관심을 가지기 때문



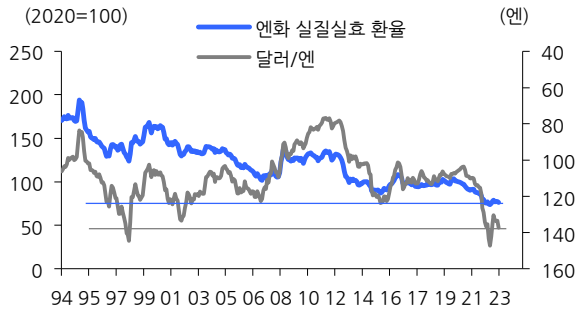
자료: bloomberg, 현대차증권

〈그림 4〉 다만 하반기 엔화 약세에 기댈 여지는 낮음: 장기 저성장 국면에서 탈출에 높아지는 BOJ 통화정책 정상화 가능성



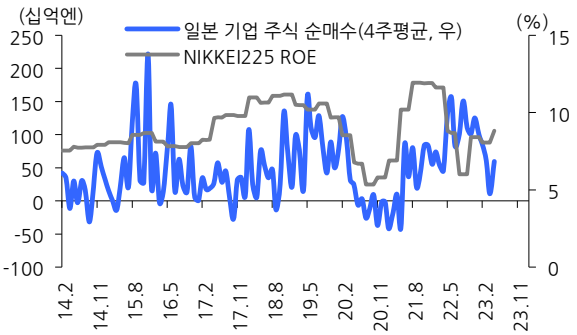
자료: bloomberg, 현대차증권

〈그림 5〉 더 이상 낮아지기 힘든 엔화 가치도 이를 지지



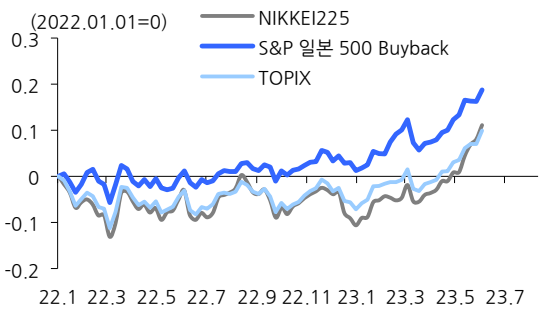
자료: BIS, bloomberg, 현대차증권

〈그림 6〉 향후 일본 증시에서 찾을 수 있는 기회 요인은? 주주환원책: 일본 기업들의 자사주 매입은 증가세



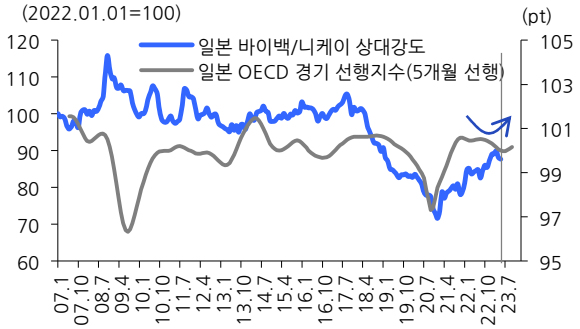
자료: bloomberg, 현대차증권

〈그림 7〉 자사주 매입 비중이 높은 기업들로 구성된 일본 Buyback 지수는 주요 지수 대비 약진 중



자료: bloomberg, 현대차증권

〈그림 8〉 경기회복 가능성도 높아: 일본 바이백/니케이 상대강도에 5개월가량 선행하는 일본 OECD 선행지수

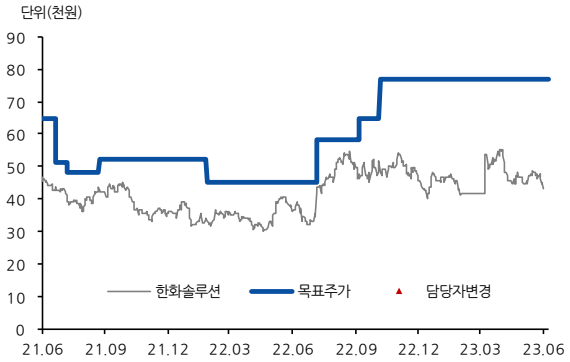


자료: bloomberg, 현대차증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2020.12.30	BUY	63,000	-23.74	-9.21
2021.06.30	AFTER 6M	63,000	-30.28	-29.37
2021.07.13	BUY	51,000	-16.77	-15.29
2021.07.30	BUY	48,000	-17.46	-8.65
2021.09.14	BUY	52,000	-27.37	-12.88
2022.02.18	BUY	45,000	-22.71	-6.11
2022.07.29	BUY	58,000	-15.89	-5.86
2022.09.28	BUY	65,000	-25.15	-20.00
2022.10.28	BUY	77,000	-39.00	-28.44
2023.04.28	AFTER 6M	77,000	-39.83	-36.75
2023.06.26	BUY	77,000		

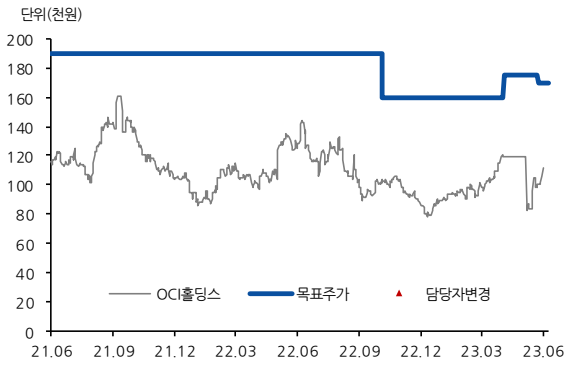
▶ 최근 2년간 한화솔루션 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2021.04.29	BUY	190,000	-33.87	-15.26
2021.10.29	AFTER 6M	190,000	-41.99	-24.47
2022.10.27	BUY	160,000	-39.85	-24.50
2023.04.26	BUY	175,000	-37.42	-31.54
2023.06.16	BUY	170,000	-38.16	-34.41
2023.06.26	BUY	170,000		

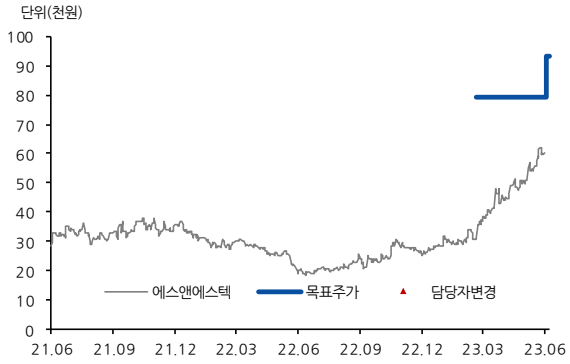
▶ 최근 2년간 OCI홀딩스 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.03.14	BUY	79,000	-39.78	-21.65
2023.06.26	BUY	93,000		

▶ 최근 2년간 에스앤에스텍 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 (2022.04.01~2023.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160건	91.4%
보유	15건	8.6%
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.