Morning Meeting Notes

2023-09-21

내일의 차이 현대차증권

What's Inside

엔씨소프트(BUY/330,000) 단기 실적과 신작 모두 우려되는 상황
[Macro] 9월 FOMC-내년까지 연방금리 5%대 지속 가능성

New Issue

뉴욕증시, 연준 추가 금리인상 위험에 하락... 나스닥 1.5%↓
뉴욕채권, FOMC 금리 동결에도 금리 추가 인상 우려에 혼조세
국제유가, 미국 고금리 장기화 전망 등 영향으로 하락 마감.. WTI 1.0%↓

New Publication

[반도체] 중국 반도체 기업 탐방 후기(2023-09-19)
[보험] 리스크 축소 초입에서 찾는 기회(2023-09-13)
[철강] 탈탄소 WAVE: 철강산업의 경쟁우위 변화(2023-09-13)
[퀀트/글로벌 ETF] 퀀트/글로벌 ETF 전략 - 변동성을 지나쳐 나아가겠소(2023-09-08)
[중국/신흥국] 脫중국화 시대 대응 전략: 포스트 차이나로 주목받는 인도-베트남의 기회(2023-09-06)
[엔터] 카카오엔터테인먼트 미리보기(2023-09-04)
[주식전략] 9월 증시-고도를 기다리며(2023-08-29)
[ESG] ESG 리서치 통합 보고서: 공시제도 현황과 주요 기업분석(2023-08-28)
[주식전략] 8월 증시-2% 부족할 때(2023-08-03)

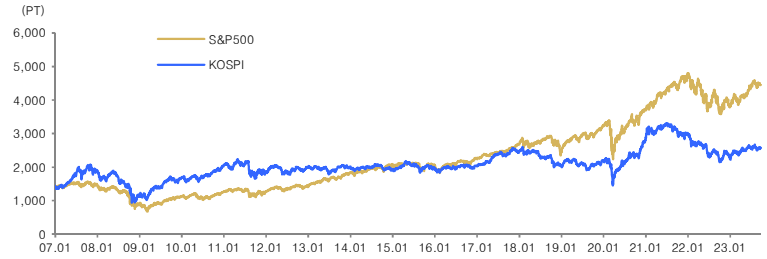
Rating, Target Price Changes

엔씨소프트	BUY	370,000 원 ▷	BUY	330,000 원	(2023-09-21)
알테오젠	BUY	75,000 원 ▷	BUY	115,000 원	(2023-09-20)
파크시스템스	BUY	170,000 원 ▷	BUY	210,000 원	(2023-09-19)
크래프톤	BUY	280,000 원 ▷	BUY	250,000 원	(2023-09-14)
태광	BUY	22,000 원 ▷	BUY	31,000 원	(2023-09-13)
넥스틴	BUY	82,000 원 ▷	BUY	110,000 원	(2023-09-12)
현대제철	BUY	48,000 원 ▷	BUY	54,000 원	(2023-09-08)
기업은행	BUY	12,000 원 ▷	BUY	13,000 원	(2023-08-30)
현대해상	BUY	69,000 원 ▷	BUY	49,000 원	(2023-08-23)
LG이노텍	BUY	440,000 원 ▷	BUY	360,000 원	(2023-08-23)
SK렌터카	BUY	9,000 원 ▷	M.PERFORM	11,000 원	(2023-08-16)
금호건설	BUY	8,000 원 ▷	BUY	7,000 원	(2023-08-14)
하이트진로	BUY	27,000 원 ▷	BUY	25,000 원	(2023-08-14)
농심	BUY	560,000 원 ▷	BUY	590,000 원	(2023-08-14)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
현대차	46,592	기아	32,957
기아	34,671	현대차	32,353
포스코인터내셔널	23,549	SK하이닉스	32,284
에코프로	20,362	KODEX 200선물인버스2X	24,486
HMM	15,286	TIGER 200	20,073

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
SK하이닉스	-58,844	삼성전자	-72,860
POSCO홀딩스	-58,364	KODEX 레버리지	-27,321
루닛	-57,097	하이브	-23,935
두산에너빌리티	-39,980	카카오	-22,432
삼성전자	-32,730	TIGER 차이나전기차SOLACTI	-17,490

KOSPI, S&P 추이



국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,559.74	+0.02	+2.16
대형주	2,547.06	+0.05	+2.17
중형주	2,815.18	-0.07	+2.99
소형주	2,348.78	-0.29	+0.33
KOSDAQ	882.72	-0.13	-0.02

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	889	-1,676	513
누적순매수(D-20)	-12,929	-11,488	20,277

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	162,446	164,553	223,432

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	73.39	-0.70	+5.63
금융	377.59	+0.24	+6.78
운수장비	2,161.10	+1.66	+3.73
유통	383.32	+0.53	+3.10
음식료	3,619.62	-0.57	-1.14
의약품	12,544.23	-1.33	-2.13
전기전자	26,495.32	-0.04	+0.95
철강금속	6,915.72	+0.43	+8.51
화학	5,123.08	-0.52	+0.65
유틸리티	608.27	+1.07	+1.80
통신	374.54	+0.84	+4.01

해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	4,402.20	-0.94	-0.76
NASDAQ	13,469.13	-1.53	-1.84
일본	33,023.78	-0.66	+3.17
중국	3,108.57	-0.52	+0.98
독일	15,781.59	+0.75	+0.34

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.89	+0.30	+11.90
국고채 (10년)	3.96	+1.10	+4.30
은행채AAA (3년)	4.37	-0.20	+14.20
미국국채 (2년)	5.19	+8.58	+24.13
미국국채 (10년)	4.41	+5.04	+22.02

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,330.10	+0.12	-0.72
원/백 엔	896.64	-0.21	-3.06
원/위안	182.53	+0.26	-0.85
달러/유로	1.07	-0.17	-1.86
위안/달러	7.29	-0.14	+0.13
엔/달러	148.34	+0.33	+2.41
Dollar Index	105.36	+0.20	+1.92

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	90.28	-1.01	+14.44
금 (usd/oz)	1,967.10	+0.69	+0.98
BDI	1,526.00	+6.05	+27.81
천연가스(NYMEX)	2.73	-4.04	+9.45

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. 09. 21

엔씨소프트 (036570)

BUY
TP 330,000원

단기 실적과 신작 모두 우려되는 상황

Analyst 김현용
02-3787-2671 hykim@hmsec.com

RA 윤서영
02-3787-2020 seoyeong.yoon@hmsec.com

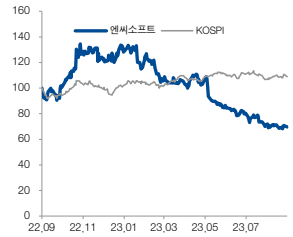
현재주가 (9/20)	248,000원
상승여력	33.1%
시가총액	54,446억원
발행주식수	21,954천주
자본금/액면가	110억원/500원
52주 최고가/최저가	479,500원/243,500원
일평균 거래대금 (60일)	294억원
외국인지분율	42.05%
주요주주	김택진 외 7 인 11.99%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-0.8	-19.6	-34.1
상대주가(%p)	-2.9	-18.2	-38.8

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	14,472	19,992	370,000
After	9,687	15,597	330,000
Consensus	10,583	15,778	334,375
Cons. 차이	-8.5%	-1.1%	-1.3%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

3 분기 실적은 2 분기 대비 또 한 번 LEVEL DOWN 우려

- 동사 3분기 실적은 매출액 4,284억원(YoY -29.1%), 영업이익 204억원(YoY -85.9%)으로 시장 기대치를 하회할 전망. 매출이 전분기비로도 2.7% 감소하며 부진한 것은 리니지2M과 리니지W 매출이 재차 평균 QoQ -9% 감소하기 때문. 이익 급감이 지속될 것으로 예상하는데, 이는 영업비용의 절반을 차지하는 인건비가 고정비 성격인 상황에서 신작 공백으로 매출이 크게 감소하는 점에 기인

12월 TL 국내 출시만으로는 4분기 분위기 반전하기에 역부족

- 연말까지 동사 신작으로는 9월 26일 퍼즈업, 12월 TL 국내 출시를 예정. 캐쥬얼 신작 퍼즈업에 대한 매출 잠재력이 크지 않은 상황에서 4분기 실적 반등의 핵심은 TL 성공 여부. TL은 글로벌 CBT 과정을 거치며 자동 사냥과 자동 이동을 제거하고 구미 콘솔 이용자들의 게임 성향에도 부합할 수 있도록 게임 시스템을 조율 중. 다만, 4분기까지는 한 달 미만의 국내 매출과 출시 마케팅비의 미스매치가 불가피하여 실적의 가파른 반등은 힘들다고 판단

TL 이 반드시 성공해야 2025 년 대작 아이온 2 로 이어지며 과거의 영광을 재현할 수 있을 것

- TL은 아마존게임즈를 통해 9월 하순부터 소규모 비공개 테스트에 돌입하며 출시를 위한 마지막 담금질에 돌입. 12월 국내를 시작으로 글로벌 순차 출시가 유력해진 상황이며, TL이 PC/콘솔 시장에서 대흥행하며 연매출 4~5천억원 이상 달성하더라도 모바일 리니지 감소분(2023년 0.68조원)을 충당하기가 버거운 것으로 판단. 내년 2분기말부터 모바일 신작 3종(배틀 크러쉬, 블소S, 프로젝트G)이 연말까지 출시될 예정이지만, 대작 라인업은 2025년 아이온 2까지 기다려야 할 것으로 보여짐

실적 하향에 따라 목표주가도 33만원으로 하향 제시

- 동사에 대해 투자의견 매수를 유지하나, 목표주가는 33만원으로 기존 대비 11% 하향 조정. 목표주가 하향은 3분기 및 4분기 실적 하향에 따른 것. 실적 감소로 밸류에이션 메리트도 부각되기 힘든 상황이라 투자 매력도는 크지 않다고 판단됨. 다만, 12월 예정대로 TL 출시일자가 잡힐 경우 주가 반등의 단초가 될 수 있음

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	23,088	3,752	3,969	4,689	18,078	-32.4	35.6	4.5	27.0	12.6	0.9
2022	25,718	5,590	4,357	6,649	19,847	9.8	22.6	3.1	11.8	13.7	1.5
2023F	18,665	1,807	2,127	2,978	9,687	-51.2	25.7	1.7	12.5	6.6	3.0
2024F	21,819	3,888	3,424	4,926	15,597	61.0	16.0	1.6	6.8	10.4	3.3
2025F	25,089	4,890	4,321	5,721	19,682	26.2	12.7	1.5	5.2	12.2	3.3

** K-IFRS 연결 기준*

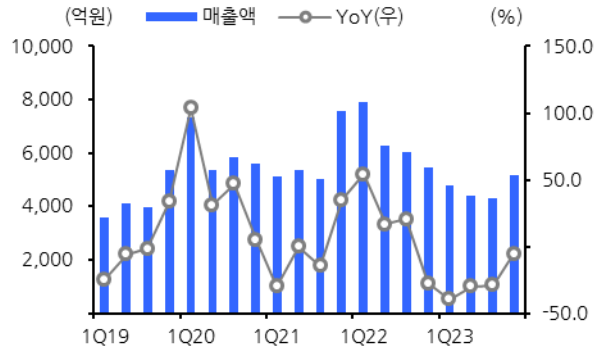
<표1> 엔씨소프트 실적 추정 상세 내역

(단위: 억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022	2023F
매출액	5,125	5,385	5,006	7,572	7,903	6,293	6,042	5,479	4,788	4,402	4,284	5,191	24,162	23,088	25,718	18,665
리니지M	1,726	1,342	1,503	888	1,159	1,412	1,465	1,128	1,301	1,278	1,249	1,170	8,287	5,459	5,165	4,998
리니지2M	1,522	2,180	1,579	1,245	1,274	962	856	823	731	620	558	707	8,496	6,526	3,915	2,616
리니지W				3,576	3,732	2,236	1,971	1,769	1,226	1,028	946	1,127		3,576	9,708	4,327
PC리니지	751	606	542	439	497	483	488	539	460	473	460	544	2,802	2,338	2,008	1,937
기타게임	670	830	975	992	854	839	829	831	647	640	663	1,113	2,396	3,466	3,353	3,063
로열티	455	428	408	432	388	360	433	389	423	363	408	530	2,180	1,724	1,570	1,724
% YoY	-29.9	-0.0	-14.4	34.9	54.2	16.8	20.7	-27.6	-39.4	-30.0	-29.1	-5.3	42.0	-4.4	11.4	-27.4
리니지M	-18.6	-16.1	-38.7	-58.1	-32.9	5.3	-2.5	27.1	12.3	-9.5	-14.8	3.7	-1.1	-34.1	-5.4	-3.2
리니지2M	-55.4	10.5	9.3	-25.3	-16.3	-55.9	-45.8	-33.9	-42.6	-35.6	-34.8	-14.1	490.4	-23.2	-40.0	-33.2
리니지W								-50.5	-67.1	-54.0	-52.0	-36.3			171.5	-55.4
PC리니지	5.5	1.0	-28.9	-39.7	-33.9	-20.2	-9.9	22.9	-7.4	-2.2	-5.8	0.9	4.7	-16.5	-14.1	-3.5
기타게임	24.2	40.3	61.1	50.0	27.5	1.1	-15.0	-16.2	-24.2	-23.7	-20.0	33.9	-5.9	44.6	-3.3	-8.6
로열티	-13.9	-31.2	-30.7	-1.9	-14.6	-16.0	6.1	-10.1	8.9	0.9	-5.7	36.3	10.4	-21.0	-8.9	9.8
영업비용	4,558	4,258	4,044	6,477	5,461	5,063	4,598	5,005	3,972	4,050	4,080	4,757	15,914	19,336	20,128	16,859
인건비	2,325	1,860	1,748	2,562	2,185	2,066	1,897	2,326	2,119	2,085	1,994	2,082	7,182	8,495	8,474	8,280
매출연동비	1,473	1,607	1,522	2,477	2,593	2,130	2,045	1,938	1,525	1,564	1,461	1,735	6,123	7,079	8,707	6,285
마케팅비	550	556	539	1,181	418	599	389	481	49	122	358	680	1,270	2,826	1,886	1,209
상각비	209	235	235	256	266	268	267	260	279	279	267	260	637	936	1,060	1,085
영업이익	567	1,128	963	1,095	2,442	1,230	1,444	474	816	353	204	434	8,248	3,752	5,590	1,807
% YoY	-76.5	-46.0	-55.8	-30.2	330.4	9.0	50.0	-56.7	-66.6	-71.3	-85.9	-8.5	72.2	-54.5	49.0	-67.7
영업이익률(%)	11.1	20.9	19.2	14.5	30.9	19.5	23.9	8.7	17.0	8.0	4.8	8.4	34.1	16.3	21.7	9.7

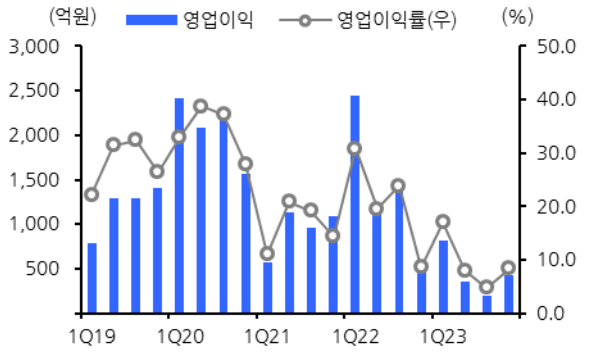
자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

<그림1> 엔씨소프트 영업수익 & YoY 전망



자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

<그림2> 엔씨소프트 영업이익 & OPM 전망



자료 : 엔씨소프트, 현대차증권

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	**23,088**	**25,718**	**18,665**	**21,819**	**25,089**
증가율 (%)	-4.4	11.4	-27.4	16.9	15.0
매출원가	**19**	**50**	**0**	**0**	**0**
매출원가율 (%)	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
매출총이익	**23,070**	**25,668**	**18,665**	**21,819**	**25,089**
매출이익률 (%)	99.9	99.8	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	-4.5	11.3	-27.3	16.9	15.0
판매관리비	**19,317**	**20,078**	**16,858**	**17,931**	**20,199**
판관비율(%)	83.7	78.1	90.3	82.2	80.5
EBITDA	**4,689**	**6,649**	**2,978**	**4,926**	**5,721**
EBITDA 이익률 (%)	20.3	25.9	16.0	22.6	22.8
증가율 (%)	-47.3	41.8	-55.2	65.4	16.1
영업이익	**3,752**	**5,590**	**1,807**	**3,888**	**4,890**
영업이익률 (%)	16.3	21.7	9.7	17.8	19.5
증가율 (%)	-54.5	49.0	-67.7	115.2	25.8
영업외손익	**1,003**	**582**	**933**	**647**	**846**
금융수익	1,235	744	1,264	863	1,002
금융비용	192	1,062	175	154	156
기타영업외손익	-39	900	-156	-62	0
종속/관계기업관련손익	158	-81	-8	0	0
세전계속사업이익	**4,913**	**6,091**	**2,732**	**4,536**	**5,736**
세전계속사업이익률	21.3	23.7	14.6	20.8	22.9
증가율 (%)	-38.8	24.0	-55.1	66.0	26.5
법인세비용	956	1,731	578	1,036	1,319
계속사업이익	3,957	4,360	2,154	3,500	4,417
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**3,957**	**4,360**	**2,154**	**3,500**	**4,417**
당기순이익률 (%)	17.1	17.0	11.5	16.0	17.6
증가율 (%)	-32.5	10.2	-50.6	62.5	26.2
지배주주지분 순이익	3,969	4,357	2,127	3,424	4,321
비지배주주지분 순이익	-12	3	27	76	96
기타포괄이익	-281	-2,694	-604	0	0
총포괄이익	3,676	1,666	1,550	3,500	4,417

(단위: 억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	**24,526**	**26,911**	**24,502**	**29,199**	**33,660**
현금성자산	2,559	2,856	3,940	5,376	8,135
단기투자자산	4,211	10,906	10,411	13,003	14,355
매출채권	2,779	1,755	1,662	2,076	2,292
재고자산	64	15	14	18	20
기타유동자산	1,061	835	1,011	1,263	1,395
비유동자산	**21,293**	**17,466**	**18,846**	**17,888**	**17,099**
유형자산	7,473	9,302	9,725	8,768	8,011
무형자산	423	434	1,166	1,086	1,012
투자자산	12,014	5,379	5,729	5,808	5,850
기타비유동자산	1,383	2,350	2,225	2,225	2,225
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	**45,819**	**44,376**	**43,348**	**47,087**	**50,758**
유동부채	**6,634**	**5,153**	**5,272**	**6,310**	**6,852**
단기차입금	52	0	0	0	0
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	1,400	0	1,100	1,100	1,100
기타유동부채	5,182	5,153	4,172	5,211	5,753
비유동부채	**7,673**	**7,237**	**5,903**	**6,627**	**7,004**
사채	3,491	3,494	2,395	2,395	2,395
장기차입금	600	600	600	600	600
장기금융부채	74	74	0	0	0
기타비유동부채	3,508	3,069	2,908	3,631	4,009
기타금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**14,307**	**12,391**	**11,175**	**12,937**	**13,857**
지배주주지분	31,488	31,962	32,127	34,028	36,684
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,334	4,334	4,334	4,334	4,334
자본조정 등	-6,228	-6,228	-6,228	-6,228	-6,228
기타포괄이익누계액	2,558	-348	-832	-832	-832
이익잉여금	30,715	34,094	34,743	36,644	39,300
비지배주주지분	**24**	**23**	**46**	**122**	**218**
자본총계	**31,512**	**31,985**	**32,173**	**34,150**	**36,902**

(단위:억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	**3,911**	**7,360**	**836**	**5,547**	**5,775**
당기순이익	3,957	4,360	2,154	3,500	4,417
유형자산 상각비	925	1,040	1,119	957	757
무형자산 상각비	13	19	52	80	74
외환손익	-83	22	68	0	0
운전자본의 감소(증가)	352	495	-1,584	1,010	527
기타	-1,253	1,424	-972	0	0
투자활동으로인한현금흐름	**-1,881**	**-3,922**	**1,916**	**-2,671**	**-1,394**
투자자산의 감소(증가)	-1,351	3,836	-840	-79	-41
유형자산의 감소	5	3	2	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,866	-2,497	-1,010	0	0
기타	2,331	-5,265	3,764	-2,591	-1,352
재무활동으로인한현금흐름	**-1,124**	**-3,037**	**-1,614**	**-1,440**	**-1,622**
차입금의 증가(감소)	604	-59	-93	83	43
사채의증가(감소)	995	3	-1,099	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-1,762	-1,190	-1,357	-1,523	-1,665
기타	-961	-1,790	934	0	0
기타현금흐름	**80**	**-105**	**-54**	**0**	**0**
현금의증가(감소)	**987**	**296**	**1,084**	**1,437**	**2,759**
기초현금	1,573	2,559	2,856	3,940	5,376
기말현금	2,559	2,856	3,940	5,376	8,135

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	18,026	19,859	9,809	15,943	20,119
EPS(지배순이익 기준)	18,078	19,847	9,687	15,597	19,682
BPS(자본총계 기준)	143,538	145,693	146,546	155,552	168,086
BPS(지배지분 기준)	143,429	145,587	146,337	154,996	167,093
DPS	5,860	6,680	7,500	8,200	8,200
P/E(당기순이익 기준)	35.7	22.6	25.4	15.6	12.4
P/E(지배순이익 기준)	35.6	22.6	25.7	16.0	12.7
P/B(자본총계 기준)	4.5	3.1	1.7	1.6	1.5
P/B(지배지분 기준)	4.5	3.1	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA(Reported)	27.0	11.8	12.5	6.8	5.2
배당수익률	0.9	1.5	3.0	3.3	3.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-32.5	10.2	-50.6	62.5	26.2
EPS(지배순이익 기준)	-32.4	9.8	-51.2	61.0	26.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	12.6	13.7	6.7	10.6	12.4
ROE(지배순이익 기준)	12.6	13.7	6.6	10.4	12.2
ROA	9.1	9.7	4.9	7.7	9.0
안정성 (%)					
부채비율	45.4	38.7	34.7	37.9	37.6
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	28.5	59.0	13.8	25.2	31.3

** K-IFRS 연결기준*

Macro Strategy
2023. 09. 21

오연구원의 경제분석 Snap-Shot

9월 FOMC – 내년까지 연방금리 5%대 지속 가능성

Economist 오창섭
02) 3787-2385
cs.oh@hmsec.com

9월 FOMC – 내년 연방금리 전망치 상승

9월 FOMC에서는 시장의 예상대로 연방금리를 5.25~5.50% 수준에서 동결했다. 그러나 시장의 관심은 연준의 금리동결 여부가 아닌 연내 추가 금리인상 가능성이었으며, 파월 연준의장은 9월에도 연내 추가 금리인상 가능성을 언급했다. 또한 9월 금리전망 점도표에서 연준위원들의 올해 연말 연방금리 전망치는 5.50~5.75% 수준을 유지했으나, 내년 연말 연방금리 예상치는 5.00~5.25%로 지난 6월 대비 0.50%p 상향되었다. 이에 따라 내년까지 5.00%대 연방금리 지속 가능성이 통화긴축 부담 우려를 높였다<그림 3>.

Data Dependent – 올해 성장률 및 인플레이션 상향

또한 9월 연준 경제전망에서는 올해 성장률 및 인플레이션 전망치를 상향했다. 9월 FOMC에서 연준은 올해 미국경제 성장률 전망치를 종전 1.0%에서 2.1%로 크게 수정한 가운데 올해 PCE 물가상승률도 3.2%에서 3.3%로 올렸다. 우선 시장의 관심이 높았던 인플레이션 부분은 최근 국제유가 급등에 따른 영향으로 소비자물가 상승률이 연말까지 다시 상승할 가능성을 반영했다. 또한 성장률 부분은 예상보다 양호했던 상반기 미국경제 성장률 및 예상보다 양호한 미국 고용상황 등에 따른 영향에 기인한다<표 1>.

미국 통화정책 전망 – 매파적 통화정책 분위기 지속

지난 8월말 잭슨홀 미팅에서 파월 의장은 인플레이션을 잡기까지 통화긴축 기조를 지속하겠다고 언급했다. 9월 FOMC 통화정책 결정문에서 미국경제는 견조한 확장세를 보이고 있으며, 인플레이션은 여전히 높은 수준이라고 평가했다. 이에 따라 연방준비위원회는 통화정책에서 여전히 인플레이션 위험을 주의하고 있다고 재차 강조했다. 이는 지난 잭슨홀 미팅에서 파월 연준의장이 보여준 매파적 통화정책 입장과 일치했다.

현재 미국 연준에서는 중립금리 상향 논의가 중요한 이슈이다. 1990년대 이후 글로벌 인플레이션 안정과 함께 주요국 통화정책 중립금리 수준은 가파른 하향세가 전개되었다. 그러나 2008년 미국발 국제 금융위기 이후 양적완화 정책 영향 등으로 중립금리 수준은 다시 반등 국면이 진행되고 있다. 특히, 미국 연준은 작년 연말을 기점으로 코로나 이후 중단했던 중립금리 추정을 재개한 가운데 올해 들어 중립금리 상향 논의가 지속되고 있다.

지금까지 미국 연준이 추정하는 중립금리 수준은 2%대 중반을 기록했다. 그러나 우크라이나 사태 이후 인플레이션 우려로 인해 중립금리 수준을 3.0% 내외로 상향할 가능성이 제기되고 있다. 현재 연준의 LW-HLW 모형에 의한 실질 중립금리 수준은 과거 0.5% 내외에서 1.0% 수준까지 상승한 상황이다. 이에 따라 장기 중립금리 수준은 실질 중립금리에 물가목표(2.0%)를 가산할 경우 2.5%에서 3.0% 수준으로 상향될 수 있다.

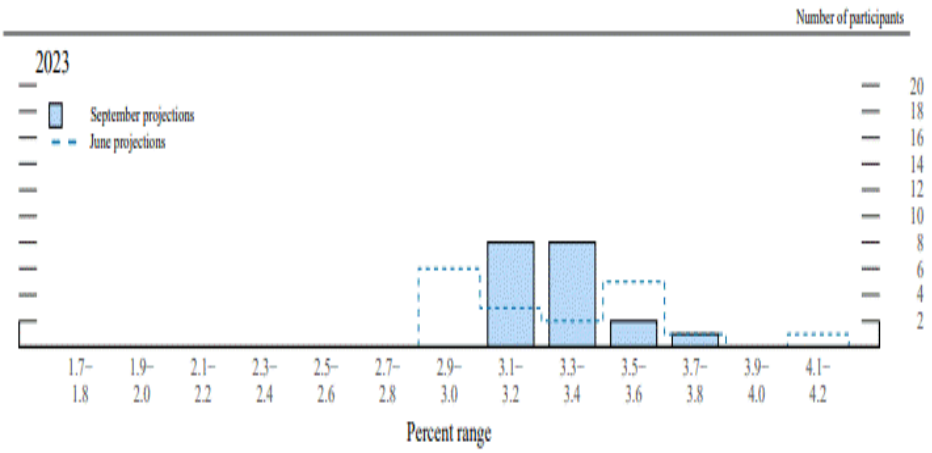
<표 1> 9월 FOMC Economic Projections 현황

Percent

Variable	Median[1]					Central Tendency[2]					Range[3]				
	2023	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8	1.9–2.2	1.2–1.8	1.6–2.0	1.7–2.0	1.7–2.0	1.8–2.6	0.4–2.5	1.4–2.5	1.6–2.5	1.6–2.5
June projection	1.0	1.1	1.8		1.8	0.7–1.2	0.9–1.5	1.6–2.0		1.7–2.0	0.5–2.0	0.5–2.2	1.5–2.2		1.6–2.5
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0	3.7–3.9	3.9–4.4	3.9–4.3	3.8–4.3	3.8–4.3	3.7–4.0	3.7–4.5	3.7–4.7	3.7–4.5	3.5–4.3
June projection	4.1	4.5	4.5		4.0	4.0–4.3	4.3–4.6	4.3–4.6		3.8–4.3	3.9–4.5	4.0–5.0	3.8–4.9		3.5–4.4
PCE inflation	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0	3.2–3.4	2.3–2.7	2.0–2.3	2.0–2.2	2.0	3.1–3.8	2.1–3.5	2.0–2.9	2.0–2.7	2.0
June projection	3.2	2.5	2.1		2.0	3.0–3.5	2.3–2.8	2.0–2.4		2.0	2.9–4.1	2.1–3.5	2.0–3.0		2.0
Core PCE inflation[4]	3.7	2.6	2.3	2.0		3.6–3.9	2.5–2.8	2.0–2.4	2.0–2.3		3.5–4.2	2.3–3.6	2.0–3.0	2.0–2.9	
June projection	3.9	2.6	2.2			3.7–4.2	2.5–3.1	2.0–2.4			3.6–4.5	2.2–3.6	2.0–3.0		
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5	5.4–5.6	4.6–5.4	3.4–4.9	2.5–4.1	2.5–3.3	5.4–5.6	4.4–6.1	2.6–5.6	2.4–4.9	2.4–3.8
June projection	5.6	4.6	3.4		2.5	5.4–5.6	4.4–5.1	2.9–4.1		2.5–2.8	5.1–6.1	3.6–5.9	2.4–5.6		2.4–3.6

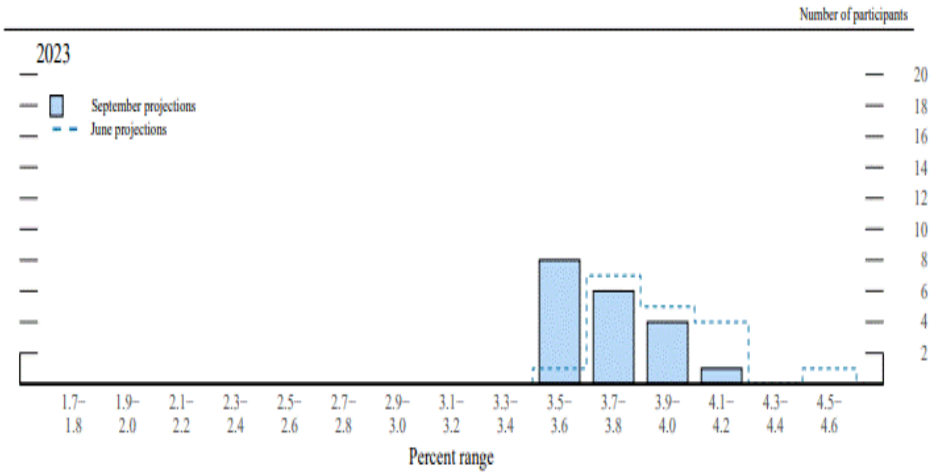
자료: FRB

<그림 1> 연준 올해 미국 PCE 물가상승률 전망치 변동



주: PCE(Personal Consumption Expenditure)는 민간 가계가 소비한 재화 및 서비스 가격을 기반으로 하는 물가지표
자료: FRB

<그림 2 올해 미국 근원 PCE 물가상승률 전망치 변동



주: 근원 PCE 물가는 가격변동성이 큰 농산물 및 석유류 제품을 제외한 물가지표로 연준 통화정책 결정에 있어 중요한 부분
자료: FRB

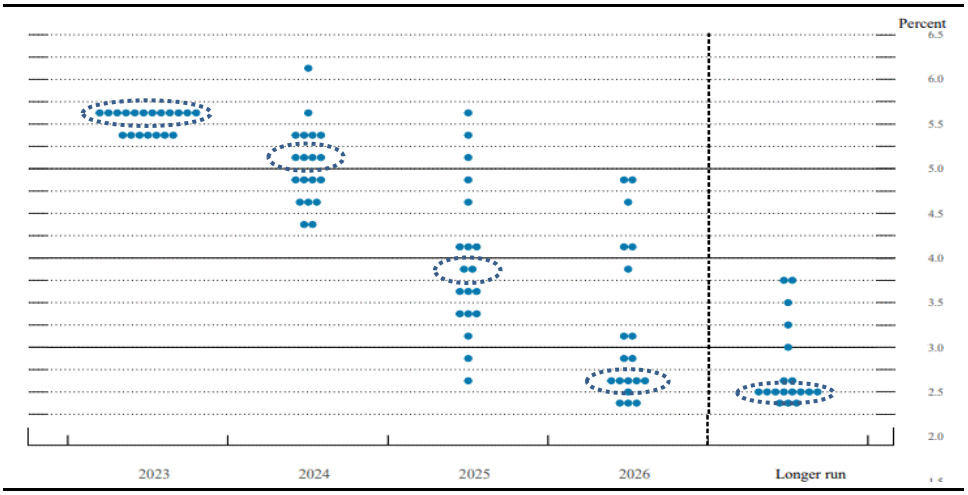
<부록 – 9월 FOMC 이슈>

9월 FOMC에서 연준은 올해 미국경제 성장률 전망치를 종전 1.0%에서 2.1%로 크게 수정한 가운데 올해 PCE 물가상승률도 3.2%에서 3.3%로 올렸다. 우선 시장의 관심이 높았던 인플레이션 부분은 최근 국제유가 급등에 따른 영향으로 소비자물가 상승률이 연말까지 다시 상승할 가능성을 반영했다. 또한 성장률 부분은 예상보다 양호했던 상반기 미국경제 성장률 및 예상보다 양호한 미국 고용상황 등에 따른 영향에 기인한다<표 1>.

시장의 예상대로 연방금리는 5.25~5.50% 수준에서 동결했다. 그러나 시장의 관심은 연준의 금리동결 여부가 아닌 연내 추가 금리인상 가능성이었으며, 파월 연준의장은 9월에도 연내 추가 금리인상 가능성을 언급했다. 또한 9월 금리전망 점도표에서 연준위원들의 올해 연말 연방금리 전망치는 5.50~5.75% 수준을 유지했으나, 내년 연말 연방금리 전망치는 5.00~5.25%로 지난 6월 대비 0.50%p 상향되었다<그림 3>.

지난 8월말 잭슨홀 미팅에서 파월 의장은 인플레이션을 잡기까지 통화긴축 기조를 지속하겠다고 언급했다. 9월 FOMC 통화정책 결정문에서 미국경제는 견조한 확장세를 보이고 있으며, 인플레이션은 여전히 높은 수준이라고 평가했다. 이에 따라 연방준비위원회는 통화정책에서 여전히 인플레이션 위험을 주의하고 있다고 재차 강조했다. 이는 지난 잭슨홀 미팅에서 파월 연준의장이 보여준 매파적 통화정책 입장과 일치했다.

<그림 3> 2023년 9월 FOMC 금리전망 점도표

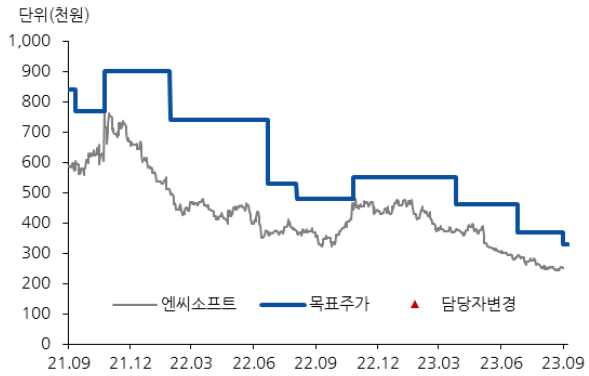


주: 화살표는 금리전망에 대한 연준위원들의 컨센서스(Central Tendency) 표시
자료: FRB, 현대차증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2021.08.30	BUY	840,000	-27.94	-21.43
2021.09.30	BUY	770,000	-20.06	2.08
2021.11.12	BUY	900,000	-29.08	-15.56
2022.02.16	BUY	740,000	-41.09	-32.30
2022.07.11	BUY	530,000	-28.94	-22.26
2022.08.22	BUY	480,000	-23.66	-3.13
2022.11.14	BUY	550,000	-21.63	-12.82
2023.04.14	BUY	460,000	-26.92	-14.02
2023.07.14	BUY	370,000	-29.29	-21.35
2023.09.21	BUY	330,000		

▶ 최근 2년간 엔씨소프트 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 (2022.07.01~2023.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	155건	90.6%
보유	16건	9.4%
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.