Morning Meeting Notes

2024-02-21

내일의 차이 현대차증권

What's Inside

건설 산업(OVERWEIGHT) 주택시장 연초 분위기 점검: 섣부른 기대는 말자
LG이노텍(BUY/318,000) 제품 Mix가 ASP에 유리하게 작용
[퀀트/글로벌ETF] 4Q23 배당수익과 자본차익이 함께 기대되는 저PBR주
[중국주식] 중국제조2025, Y-1 Review: 중국, 마켓에서 경쟁자로의 도약

New Issue

뉴욕증시, 엔비디아 실적 발표 앞두고 빅테크 중심 조정 압력...나스닥 0.92%↓
뉴욕채권, 美 국채 2년물, 10년물 금리 하락
국제유가, 전일 중국 LPR 금리 인하에도 수요 둔화 우려 지속되면서 하락...WTI 1.28%↓

New Publication

[중국주식] 중국제조2025, Y-1 Review: 중국, 마켓에서 경쟁자로의 도약(20241-02-21)
[정유화학] 사우디의 추락과 정유업 반전의 기회(2024-02-20)
[퀀트] Something on your mind?(2024-02-02)
[금융] 시대의 요구에 부응할 수 있는 금융사(2024-01-31)
[투자전략] 변화, 누군가에게는 기회(2024-01-29)
[스몰캡 산업] GPT 스토어: Monetization(2024-01-24)
[모빌리티/IT 산업] CES 2024 방문 후기 및 투자 활용법(2024-01-16)
[인터넷/게임/미디어 산업] 24 Events to Watch(2024-01-08)
[ESG] ESG 리서치 보고서: 글로벌 ESG 동향 그리고 기업분석(2023-12-26)

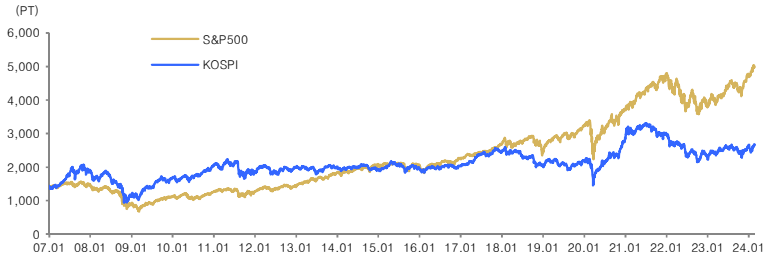
Rating, Target Price Changes

LG이노텍	BUY	360,000 원 ▷	BUY	318,000 원	(2024-02-21)
SK이노베이션	M.PERFORM	137,000 원 ▷	M.PERFORM	148,000 원	(2024-02-20)
S-Oil	M.PERFORM	77,000 원 ▷	BUY	110,000 원	(2024-02-20)
컴투스	BUY	56,000 원 ▷	BUY	51,000 원	(2024-02-19)
HPSP	BUY	59,000 원 ▷	BUY	81,000 원	(2024-02-16)
ISC	BUY	105,000 원 ▷	BUY	130,000 원	(2024-02-16)
GKL	BUY	22,000 원 ▷	BUY	17,000 원	(2024-02-16)
더블유게임즈	BUY	50,810 원 ▷	BUY	60,000 원	(2024-02-15)
한온시스템	BUY	11,000 원 ▷	BUY	8,500 원	(2024-02-15)
가온칩스	BUY	56,000 원 ▷	BUY	107,000 원	(2024-02-14)
CJ제일제당	BUY	440,000 원 ▷	BUY	410,000 원	(2024-02-14)
카카오게임즈	BUY	38,000 원 ▷	BUY	34,000 원	(2024-02-13)
엔씨소프트	BUY	330,000 원 ▷	BUY	250,000 원	(2024-02-13)
크래프톤	BUY	270,000 원 ▷	BUY	290,000 원	(2024-02-13)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
에코프로비엠	42,602	LG화학	46,955
신성델타테크	25,718	엘앤에프	37,274
포스코퓨처엠	23,846	KODEX 코스닥150레버리지	35,107
HD현대일렉트릭	22,449	KODEX 200선물인버스2X	27,790
삼성전자우	22,128	KODEX 코스닥150	25,706

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
현대차	-16,912	삼성전자	-184,639
SK하이닉스	-16,800	기아	-84,976
신한지주	-16,419	KODEX 레버리지	-84,662
한미반도체	-16,101	SK하이닉스	-70,988
메리츠금융지주	-15,599	NAVER	-60,669

KOSPI, S&P 추이



국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,657.79	-0.84	+7.23
대형주	2,643.86	-0.96	+7.07
중형주	2,888.71	-0.43	+9.15
소형주	2,374.53	-0.32	+5.70
KOSDAQ	866.17	+0.90	+3.10

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	1,932	1,081	-3,445
누적순매수(D-20)	-96,990	80,556	18,453

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	217,125	208,024	211,448

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	73.71	-1.42	+8.02
금융	442.60	-2.58	+19.50
운수장비	2,423.29	-2.05	+17.64
유통	402.71	-2.17	+18.93
음식료	3,452.25	-0.58	+2.64
의약품	13,913.62	-0.32	+1.77
전기전자	26,813.87	-0.16	+1.14
철강금속	5,651.86	-0.83	+8.68
화학	4,820.83	-0.14	+14.35
유틸리티	755.07	+0.04	+26.23
통신	418.02	-0.22	+13.54

해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	4,975.51	-0.60	+2.28
NASDAQ	15,630.78	-0.92	+1.33
일본	38,363.61	-0.28	+5.06
중국	2,922.73	+0.42	+5.48
독일	17,068.43	-0.14	+2.65

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.41	+0.80	+11.90
국고채 (10년)	3.49	+2.20	+11.70
은행채AAA (3년)	3.79	+0.80	+4.30
미국국채 (2년)	4.62	-1.66	+25.48
미국국채 (10년)	4.27	-0.88	+13.75

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,337.60	+0.18	+0.31
원/백 엔	891.91	+0.29	-0.76
원/위안	185.98	+0.25	+0.03
달러/유로	1.08	+0.29	-0.36
위안/달러	7.19	-0.08	+0.28
엔/달러	149.97	-0.11	+1.09
Dollar Index	104.04	-0.20	+0.45

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	78.18	-1.28	+5.12
금 (usd/oz)	2,035.90	+0.50	+0.50
BDI	1,629.00	+1.18	+7.31
천연가스(NYMEX)	1.70	5.72	-30.57

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
2024. 02. 21

건설

OVERWEIGHT

주택시장 연초 분위기 점검: 섣부른 기대는 말자

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

[총평] 조금 나아졌지만 아직 회복을 예단하기는 이른 시점

'24년 초 주택시장의 분위기는 작년보다는 나아진 모습을 보여주고 있다. 대출 금리의 상승세도 멈췄고, 매매거래량과 신규 분양도 전년동기대비 증가했다. 물론 작년 초가 주택경기 침체의 절정이었던 것을 감안하면 지금의 통계가 유의미한 수준이라고 보기는 어렵다.

2H24 이후 건설사 주택부문의 점진적인 턴어라운드가 시작될 것으로 예상하고, 해외부문 업황은 작년에 이어 올해에도 양호할 것으로 전망하기에 업종 투자의견은 Overweight을 유지하지만, 당장의 주택시장만 본다면 아직은 건설주에 대해 보수적인 접근을 추천한다.

[시중 대출금리 하락] 올해는 나쁘지 않은 출발

'24년 1월 신규취급액 기준 COFIX 금리는 3.66%로, '23년 11월 4.00% 이후 2개월 연속 하락했다. 평균 주택담보대출금리 역시 작년 10월 4.56%에서 12월 4.16%까지 하락했다. 이에 따라 '24년 1월 서울 지역 아파트 매매거래량은 2,268세대(+60.5% YoY, +24.1% MoM)를 기록했다. 동월 분양물량은 21,595세대(+96.3% YoY, -30.9% MoM)를 기록하며 역시 전년동기대비 큰 폭으로 증가했다.

'23년 초 COFIX 금리가 일시적으로 하락했을 당시에도 아파트 매매거래량은 전년대비, 전월대비 크게 늘어나는 모습을 보인 만큼, 올해 초 매매거래량 역시 반등이 예상된다. 이후 매매거래량이 지속성을 갖느냐에 따라 2H24 턴어라운드 가능 여부와 분양 증가세 지속 여부가 결정될 전망이다.

[전세가격 상승폭 둔화] 그러나 지속될지는 미지수

현재까지는 긍정적인 흐름이다. 매매가격은 12주 연속 하락세인 반면 전세가격은 '23년 7월 이후 꾸준히 상승 중이다. 수급지수도 다시 상승전환했고 임차거래 내 전세비중 하락도 정체된 만큼 전세수요는 바닥을 확인한 것으로 판단한다. 다만 상승폭이 둔화되고 있어 단기간 내 수요반등을 기대하기는 어려워 보인다. 높은 월세비용에 따른 전세수요 재증가가 포착되어야 매매가격 상승을 기대할 수 있다.

매매가 하락, 전세가 상승이 동시에 나타나며 매매전세비는 '21년 초 수준까지 회복됐다. 당장은 매매 증가로 이어지기 어려우나 조달비용 하락 시 투자수요까지도 기대할 수 있는 환경은 조성되고 있다.

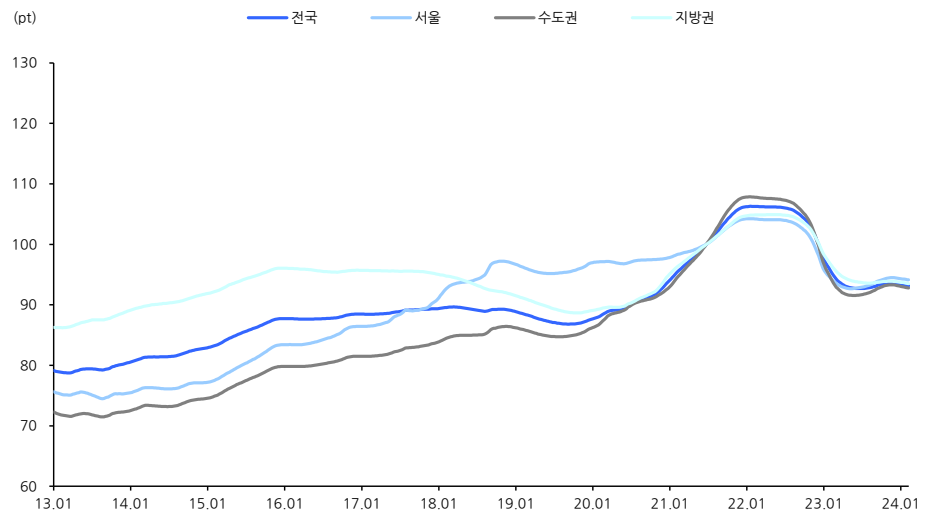
[정책 의존도 확대] 결국 총선 이후가 관건

향후 금리 인하가 이루어져 매매 수요가 회복된다고 하더라도 지난 호황기 때와 같이 제로금리에 가까운 저금리가 될 가능성은 상당히 낮다. 이전과 달리 금리 레벨 자체가 구조적으로 올라와있는 상황에서는 시장의 수급보다 정부 정책의 영향력이 더욱 확대될 것으로 예상한다. 그만큼 총선 이후 부동산 정책의 방향에 의해 건설업종의 주가가 결정될 가능성 또한 높아졌다.

올해 1월 29일 시행된 신생아 특례대출의 효과는 기대에 미치지 못하고 있다. 대출 실시 직후 신청액은 총 지원규모 약 27조원 중 10%에 달하는 2조 4,765억원을 기록했지만 신규 매매/전세계약을 위한 대출은 각각 4,884억원(19.7%), 1,608억원(6.5%)에 그쳤다. 70% 이상이 대환에 사용되어 새로운 수요 확대로 이어지지는 못했다.

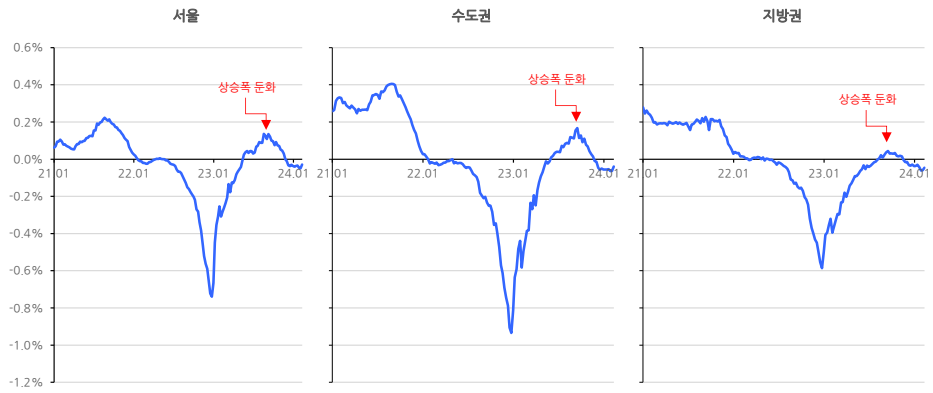
최근 논의된 분상제 지역 실거주의무 3년 유예안은 급매물 출현을 막고 시행/시공사의 정상적인 현금흐름을 지키는 효과가 기대된다. 2월 21일 국토법안소위, 22일 전체회의, 29일 본회의 통과 시 (1월 말 기준) 49,766세대에 대해 한시적으로 실거주의무가 사라지며 건설업종에 호재로 작용할 전망이다.

<그림1> 주간매매가격지수 추이



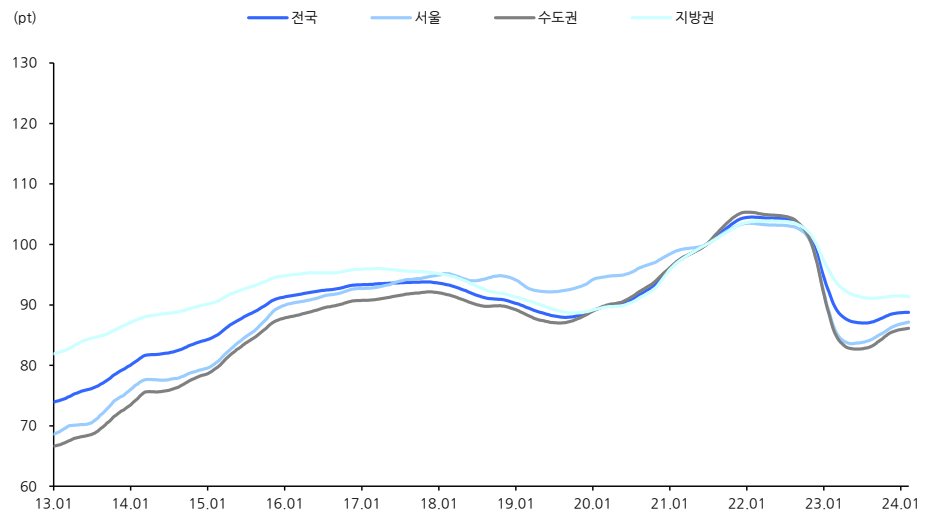
자료: 한국부동산원, 현대차증권

<그림2> 주간매매가격지수 WoW 변동률



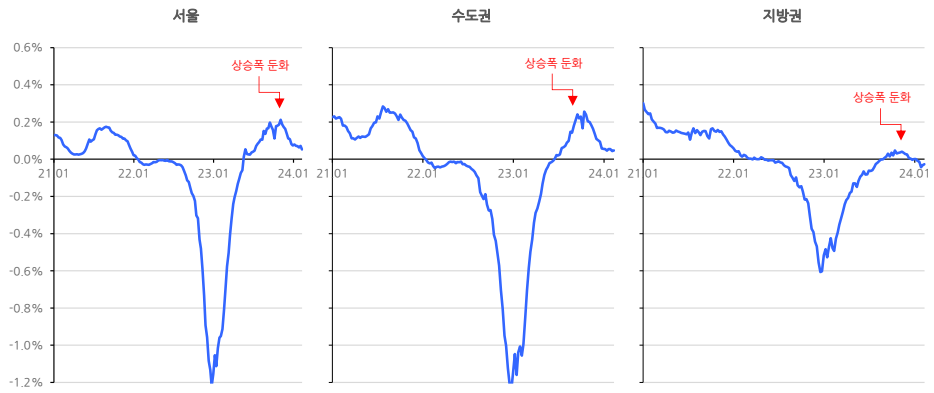
자료: 한국부동산원, 현대차증권

<그림3> 주간전세가격지수 추이



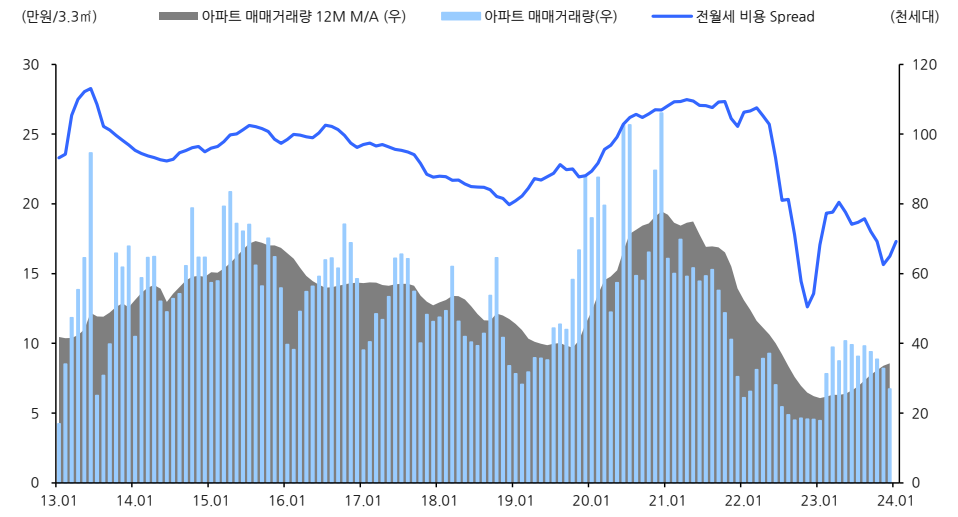
자료: 한국부동산원, 현대차증권

<그림4> 주간전세가격지수 WoW 변동률



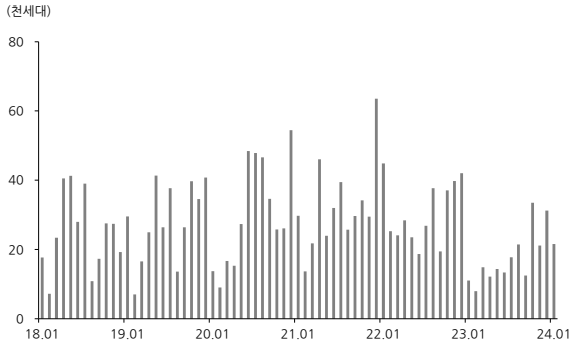
자료: 한국부동산원, 현대차증권

<그림5> 전월세비용 Spread



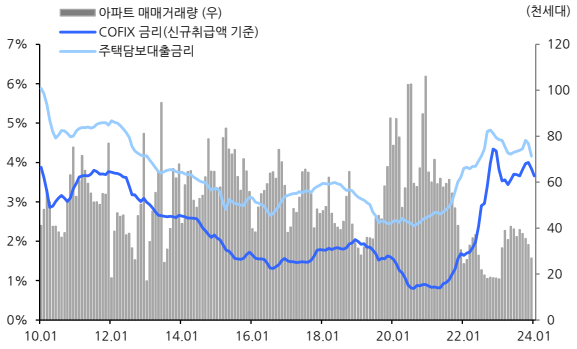
자료: 국토교통부, 한국부동산원, 한국은행, 부동산114, 현대차증권

<그림6> 분양 추이



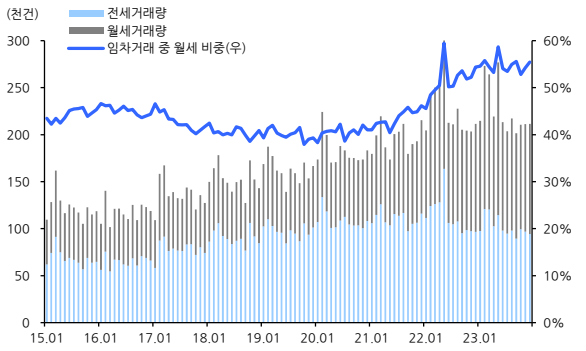
자료: 부동산114, 현대차증권

<그림7> 대출금리 - 아파트 매매거래량 추이



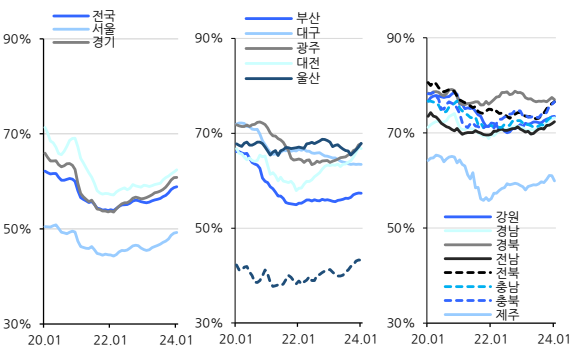
자료: 은행연합회, 한국부동산원, 현대차증권

<그림8> 전월세거래량 추이



자료: 국토교통부, 현대차증권

<그림9> 매매전세비 추이



자료: 부동산114, 현대차증권

Company Note
2024. 02. 21

LG이노텍 (011070)

BUY
TP 318,000원

제품 Mix가 ASP에 유리하게 작용

Analyst 노근창
02-3787-2301 greg@hmsec.com

RA 윤동욱
02-3787-2370 donguk.youn@hmsec.com

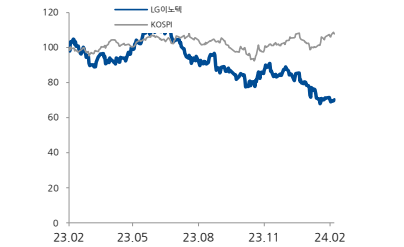
현재주가 (2/20)	197,300원
상승여력	82.5%
시가총액	4,670십억원
발행주식수	23,667천주
자본금/액면가	118십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	317,000원/191,000원
일평균 거래대금 (60일)	30십억원
외국인지분율	21.57%
주요주주	LG전자 외 1인 40.80%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-9.1	-21.2	-22.9
상대주가(%p)	-15.4	-26.2	-27.4

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	25,626	32,620	360,000
After	23,882	26,556	360,000
Consensus	23,742	25,827	293,571
Cons. 차이	0.6%	2.8%	22.6%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- LG이노텍의 6개월 목표주가를 360,000원에서 318,000원 (2024년 예상 지배주주 EPS에 P/E 12배 적용)으로 하향하지만 현재 주가 대비 상승 여력을 감안하여 투자의견 BUY를 유지함. 동사 주가는 아이폰15 판매 우려 등으로 시장 수익률을 크게 하락하고 있음. 하지만, 23년 동사 광학솔루션 영업이익은 YoY로 29.2% 감소한 것으로 추정되지만 **iPhone 15가 출시된 하반기 광학솔루션 영업이익은 YoY로 21.6% 증가**하였음. **4분기 아이폰 출하액도 YoY로 6.0% 증가한 USD 697억을 기록**하였고, 23년 **하반기 아이폰 출하액은 YoY로 4.7% 증가**한 USD 1,135억을 기록하였음. 23년 아이폰 Sell-Out 기준 출하량은 사상 최초로 삼성전자를 누르고 1위를 차지하였고 **23년 하반기 아이폰 출하량도 YoY로 2.0% 증가**하였음. Apple H/W 제품 중에서 YoY로 역신장을 기록하고 있는 제품은 iPad뿐이며, 지난 4분기 iPad 출하액 감소도 올해 상반기에 출시될 OLED를 탑재할 iPad Pro의 대기 수요가 일정 부분 영향을 준 것으로 보임. 마지막으로 중국 시장에서의 Huawei의 Mate 60 Series 강세로 아이폰 출하량이 급감할 것이라는 우려가 있었지만, **4분기 중국시장에서 아이폰 출하량은 QoQ로 48.0% 증가**하였고, YoY로만 6.3% 감소하였음. 4분기 YoY로 감소도 22년 3분기 중국시장 Zero COVID정책으로 4분기에 공급이 몰렸기 때문임. 23년 전세계 스마트폰 출하량이 YoY로 5.3% 감소한 상태에서 아이폰 출하량은 YoY로 정체되었다는 점에서 **아이폰의 초과 성장은 여전히 진행형**. 한편, Apple에 CIS를 독점 공급하는 **Sony는 금번 FY CIS 매출액 전망치를 기존 대비 0.7%상향**하는 등 **iPhone이 부진하다는 우려는 현재까지는 과장된 상태**로 판단

주요 이슈 및 실적전망

- 동사의 **1분기 매출액과 영업이익**은 QoQ로 각각 41.7%, 71.9% 감소한 **4.4조원과 1,357억원을 기록하면서 시장 Consensus (약 1,000억원 내외)를 크게 상회**할 것으로 보임. 특히, 동사가 **Folded Zoom을 공급하는 아이폰15 Pro Max의 판매는 양호**한 상황임. 하반기 아이폰16 Camera 사양 변화도 동사의 ASP 상승에 유리하게 작용할 것으로 보임. **아이폰 15 Pro Max에만 적용되었던 Folded Zoom이 아이폰16 Pro Max와 Pro 2개 모델로 확대**될 것으로 보이며, **Ultrawide의 화소수도 12Mega에서 48Mega로 확대되는** 등 하반기에도 **의미 있는 ASP 개선이 예상**됨.

주가전망 및 Valuation

- 3분기 이후 실적 개선에 초점을 맞춘 저점 매수 전략 유효

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	14,946	1,264	888	2,034	37,532	276.2	9.7	2.6	4.7	30.9	0.8
2022	19,589	1,272	980	2,157	41,401	10.3	6.1	1.4	3.4	25.9	1.6
2023F	20,605	831	565	1,832	23,882	-42.3	10.0	1.2	3.7	12.5	1.7
2024F	21,058	885	629	2,049	26,556	11.2	7.4	0.9	2.6	12.4	2.1
2025F	22,547	1,074	764	2,291	32,284	21.6	6.0	0.8	2.1	13.5	2.1

** K-IFRS 연결 기준*

〈표1〉 실적 추정 변경 사항 (십억원)

	변경 후						변경 전					
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	2024F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2023F	2024F
매출액	4,376	3,907	4,764	7,559	20,605	21,058	4,376	3,907	4,764	7,601	20,648	20,862
영업이익	145	18	183	484	831	885	145	18	183	480	827	909
영업이익률	3.3%	0.5%	3.9%	6.4%	4.0%	4.2%	3.3%	0.5%	3.9%	6.3%	4.0%	4.4%
세전이익	111	3	146	379	639	747	111	3	146	464	724	868
지배주주 순이익	83	2	129	351	565	629	83	2	129	348	562	664

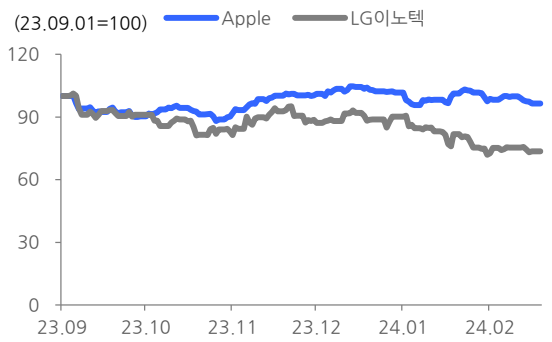
자료: LG이노텍, 현대차증권

〈표2〉 분기별 실적 전망 (십억원)

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024F
매출액	광학솔루션	3,545	3,082	3,907	6,757	17,290	3,596	3,157	4,213	6,726	17,692
	기판소재	330	336	329	328	1,322	321	346	339	337	1,344
	전장부품	382	390.0	412	384	1,568	382	390.0	412	415	1,598
	전자부품+내부조정	119	99.7	116	90	425	109	102.8	120	93	424
	합계	4,376	3,907	4,764	7,559	20,605	4,408	3,996	5,083	7,571	21,058
영업이익		145	18	183	484	831	136	15	214	520	885
영업이익률		3.3%	0.5%	3.9%	6.4%	4.0%	3.1%	0.4%	4.2%	6.9%	4.2%
세전이익		111	3	146	379	639	119	-17	174	471	747
지배주주 순이익		83	2	129	351	565	95	-14	148	399	629

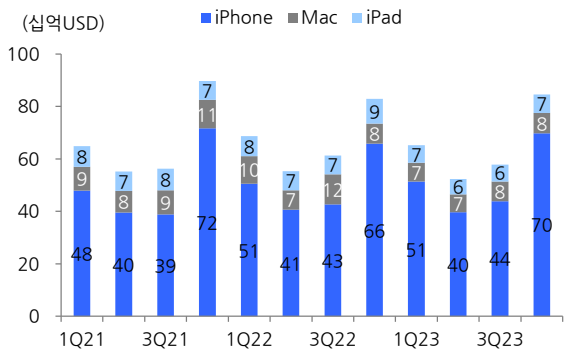
자료: LG이노텍, 현대차증권

〈그림1〉 LG이노텍과 Apple 주가 Performance



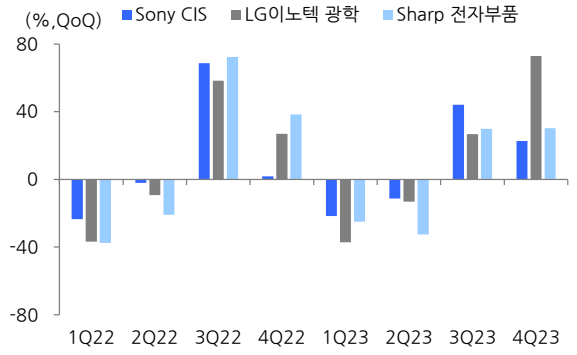
자료: 현대차증권

〈그림2〉 Apple H/W 매출액 추이



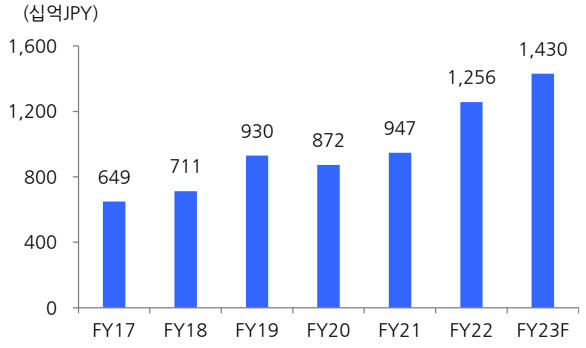
자료: Apple

<그림3> Apple Camera Supply Chain 매출액 증감률



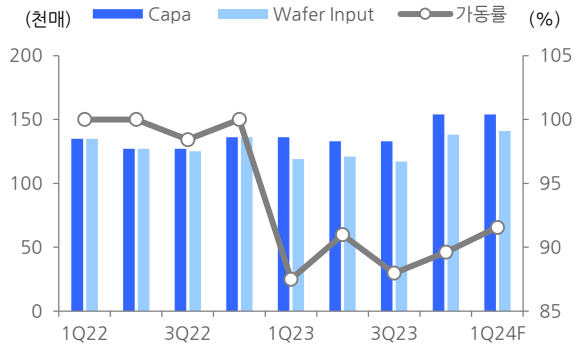
자료: 각사, 현대차증권

<그림4> Sony CIS 매출액 추이 및 전망



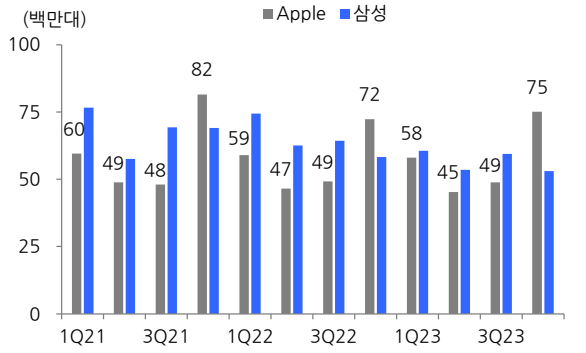
자료: Sony

<그림5> Sony CIS Wafer Input 추이



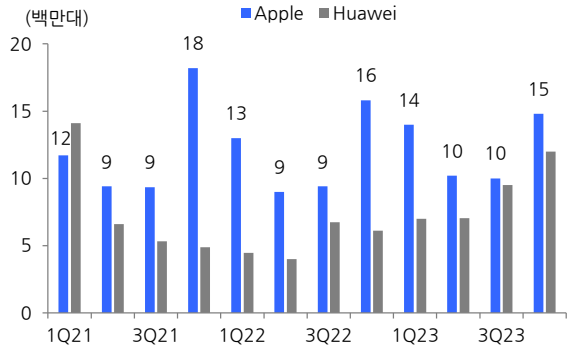
자료: Sony

<그림6> 아이폰 전세계 Sell Out 추이



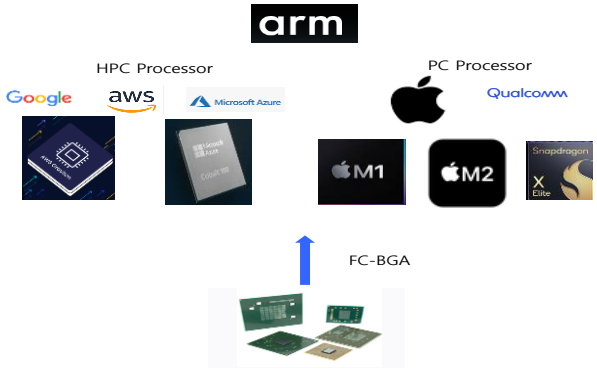
자료: Counter Point

<그림5> 아이폰 중국 Sell Out 추이



자료: Counter Point

<그림6> ARM Processor와 FC-BGA수요



자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	14,946	19,589	20,605	21,058	22,547
증가율 (%)	56.6	31.1	5.2	2.2	7.1
매출원가	12,815	17,215	18,596	18,964	20,113
매출원가율 (%)	85.7	87.9	90.2	90.1	89.2
매출총이익	2,131	2,374	2,010	2,094	2,434
매출이익률 (%)	14.3	12.1	9.8	9.9	10.8
증가율 (%)	65.1	11.4	-15.4	4.2	16.2
판매관리비	866	1,103	1,179	1,210	1,360
판관비율(%)	5.8	5.6	5.7	5.7	6.0
EBITDA	2,034	2,157	1,832	2,049	2,291
EBITDA 이익률 (%)	13.6	11.0	8.9	9.7	10.2
증가율 (%)	50.7	6.1	-15.1	11.9	11.8
영업이익	1,264	1,272	831	885	1,074
영업이익률 (%)	8.5	6.5	4.0	4.2	4.8
증가율 (%)	85.6	0.6	-34.7	6.5	21.4
영업외손익	-71	-137	-192	-138	-160
금융수익	26	128	84	71	91
금융비용	67	251	170	114	114
기타영업외손익	-30	-14	-106	-95	-137
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,193	1,135	639	747	914
세전계속사업이익률	8.0	5.8	3.1	3.5	4.1
증가율 (%)	169.5	-4.9	-43.7	16.8	22.5
법인세비용	314	158	74	118	150
계속사업이익	879	977	565	629	764
중단사업이익	9	3	0	0	0
당기순이익	888	980	565	629	764
당기순이익률 (%)	5.9	5.0	2.7	3.0	3.4
증가율 (%)	276.2	10.3	-42.3	11.2	21.6
지배주주지분 순이익	888	980	565	629	764
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	15	43	61	0	0
총포괄이익	903	1,023	626	629	764

(단위: 십억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	4,113	4,714	6,660	7,009	7,747
현금성자산	566	578	1,715	2,182	2,786
단기투자자산	0	6	7	7	7
매출채권	1,895	1,793	2,016	1,893	2,027
재고자산	1,392	1,979	2,632	2,636	2,822
기타유동자산	260	358	291	291	105
비유동자산	3,628	5,080	5,977	6,167	6,447
유형자산	3,146	4,131	5,052	5,283	5,589
무형자산	198	204	215	173	140
투자자산	57	119	142	142	150
기타비유동자산	227	626	568	568	568
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	7,741	9,794	12,637	13,176	14,194
유동부채	3,310	4,270	5,405	5,413	5,762
단기차입금	1	208	112	112	112
매입채무	1,566	1,992	3,226	3,231	3,460
유동성장기부채	415	447	366	366	366
기타유동부채	1,328	1,624	1,701	1,704	1,825
비유동부채	1,117	1,257	2,438	2,438	2,442
사채	458	292	695	695	695
장기차입금	615	922	1,693	1,693	1,693
장기금융부채	1	0	0	0	0
기타비유동부채	43	43	50	50	53
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	4,427	5,528	7,843	7,852	8,204
지배주주지분	3,314	4,266	4,794	5,324	5,990
자본금	118	118	118	118	118
자본잉여금	1,134	1,134	1,134	1,134	1,134
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	14	45	95	95	95
이익잉여금	2,048	2,969	3,447	3,977	4,643
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,314	4,266	4,794	5,324	5,990

(단위: 십억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	1,178	1,515	2,296	1,919	2,199
당기순이익	888	980	565	629	764
유형자산 상각비	724	841	956	1,123	1,184
무형자산 상각비	46	45	45	41	33
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-845	-403	737	126	218
기타	365	53	-6	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-1,008	-1,997	-1,879	-1,354	-1,498
투자자산의 감소(증가)	-3	-62	-23	0	-8
유형자산의 감소	10	11	7	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,010	-1,717	-1,813	-1,354	-1,489
기타	-5	-229	-49	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-310	441	710	-98	-98
차입금의 증가(감소)	-98	509	677	0	1
사채의증가(감소)	-125	-15	253	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-17	-71	-98	-98	-98
기타	-70	18	-121	0	0
기타현금흐름	12	52	10	0	0
현금의증가(감소)	-129	12	1,137	467	604
기초현금	695	566	578	1,715	2,182
기말현금	566	578	1,715	2,182	2,786

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	37,532	41,401	23,882	26,556	32,284
EPS(지배순이익 기준)	37,532	41,401	23,882	26,556	32,284
BPS(자본총계 기준)	140,034	180,241	202,549	224,956	253,091
BPS(지배지분 기준)	140,034	180,241	202,549	224,956	253,091
DPS	3,000	4,150	4,150	4,150	4,150
P/E(당기순이익 기준)	9.7	6.1	10.0	7.4	6.0
P/E(지배순이익 기준)	9.7	6.1	10.0	7.4	6.0
P/B(자본총계 기준)	2.6	1.4	1.2	0.9	0.8
P/B(지배지분 기준)	2.6	1.4	1.2	0.9	0.8
EV/EBITDA(Reported)	4.7	3.4	3.7	2.6	2.1
배당수익률	0.8	1.6	1.7	2.1	2.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	276.2	10.3	-42.3	11.2	21.6
EPS(지배순이익 기준)	276.2	10.3	-42.3	11.2	21.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	30.9	25.9	12.5	12.4	13.5
ROE(지배순이익 기준)	30.9	25.9	12.5	12.4	13.5
ROA	12.9	11.2	5.0	4.9	5.6
안정성 (%)					
부채비율	133.6	129.6	163.6	147.5	137.0
순차입금비율	28.2	33.8	24.1	12.9	1.4
이자보상배율	30.8	23.6	8.1	7.8	9.4

** K-IFRS 연결기준*

Inside Quant/Global ETF

4Q23 배당수익과 자본차익이 함께 기대되는 저PBR주

Analyst 이창환
02-3787-2278
ch.lee@hmsec.com

RA 이진청
02-3787-2191
jincheong.lee@hmsec.com

- 국내 자본시장의 선진화를 위한 '기업 밸류업 프로그램' 도입 발표로 저PBR주에 대한 관심 지속
- 배당기준일 변경으로 4Q23 배당 수익과 PBR-ROE 저평가로 자본차익이 함께 기대되는 저PBR주 제안

국내 자본시장의 선진화를 위한 '기업 밸류업 프로그램' 도입 발표로 저PBR주에 대한 관심 지속

지난 1월 24일 정부는 국내 자본시장의 선진화를 위한 '기업 밸류업 프로그램'을 2월 중 도입할 것이라 밝혔다. 주요 내용은 주가순자산비율(PBR, Price to Book-value Ratio)이 낮은 상장사들에 기업 가치 제고 계획 공시, 주요 재무지표(PBR, ROE)를 시가총액, 업종별 비교해 기재하는 것 등이다. 또한 이를 바탕으로 주주 가치가 높은 코리아 프리미엄 지수를 만드는 것을 포함한다. 이에 따라 '코리아 디스카운트(한국 증시 저평가)' 해소에 대한 금융시장 참여자들의 관심이 커졌다.

이러한 논의가 시작된 배경은 주요국과 비교해 국내 증시의 PBR이 유독 낮다는 점에 있다. 한국의 12개월 선행 PBR은 0.97배로 미국(4.10배), 유럽(1.87배), 일본(1.43배), 대만(2.32배) 등에 비해 낮다. 코스피 200 지수 내에 12개월 선행 PBR 1배 미만 종목이 절반이 넘는다.

도쿄증권거래소(JPX)는 2023년 1월 '기업경영 변혁 촉진책'을 통해 PBR 1배 미만인 상장사들에게 기업가치 제고방안을 요구했다. PBR 1배 미만인 상태가 개선되지 않을 경우 상장폐지 대상이 될 수 있다는 강제성을 부여했다. 그 결과 Nikkei 225 지수의 PBR이 1.8배로 약 19% 정도 상승했으며, 지수 내 1배 미만 종목의 비율 역시 55.6%에서 48.4%로 감소했다.

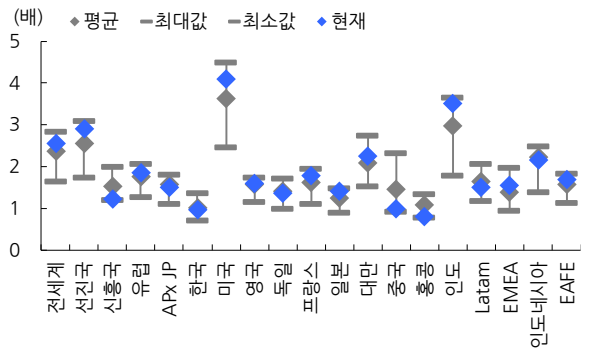
배당기준일 변경으로 4Q23 배당 수익과 PBR-ROE 저평가로 자본차익이 함께 기대되는 저PBR주 제안

정부의 발표 이후 국내 증시는 저PBR주를 중심으로 반등했다. 정부 발표 당시 코스피 지수 내 12개월 선행 PBR 1배 미만인 188종목의 현재까지 수익률 중위수는 +9.0%인데 비해, 1배 이상~2배 미만 72종목은 +0.3%, 2배 이상 종목은 +0.2%로 차이가 크게 난다. 향후 정부의 밸류업 프로그램 발표가 있다는 점에서 저PBR주에 대한 관심은 당분간 유지될 것이라 판단된다.

저PBR주의 주가가 이미 많이 상승했기 때문에 옥석 가리기가 필요한 시점이다. 2023년 연초 금융위원회는 글로벌 스탠다드에 부합하도록 배당액 확정 후 배당을 받는 주주명부를 확정하는 내용을 발표했다. 2023년 4분기 결산배당에 대한 배당기준일 변경을 공시한 종목의 경우 현 시점에 투자해도 배당을 받을 수 있게 됐다. 즉, 배당기준일 변경에 따른 배당수익과 PBR 개선에 따른 자본차익을 동시에 누리는 전략이다. 이를 위해 배당기준일 변경을 공시한 72종목 중 주가가 상승했음에도 여전히 12개월 선행 PBR 1배 미만이고, PBR을 평가하는 지표인 ROE를 고려시 여전히 저평가 영역에 있기에 추가 상승 여력이 남아있고, 2024년 순이익(지배) 증가로 주주환원에 적극적으로 나설 여력이 있는 기업을 선별했다.

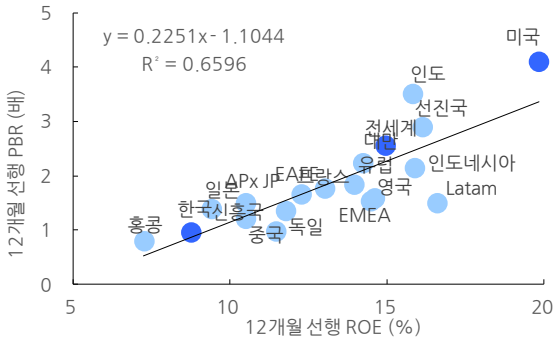
당사 기업분석 담당자의 의견은 다음과 같다. 기아(A000270)는 시장의 우려 대비 준수한 2024년 수익성 가이던스(연 12조원)와 주주환원 정책 제고(5,000억 자사주 매입 후 50% 소각, 3분기 실적 확인 후 조건부 100% 소각)와 밸류업 프로그램에 따른 수혜 기대감으로 주가가 상승했다. 현대모비스(A012330)는 2024년 금리인하로 실적 Peak-out 우려가 완화됐고, 중국 안정화, 전동화 BEP 도달, 운임비 하락 등 증익 요인이 부각되며 손익개선과 성장요소 노출도가 높아 자동차 업종 비중 확대 구간에서 주가 상승 탄력이 높을 것으로 기대된다. KB금융(A105560)은 4분기 기준 목표 CET1 비율 13%를 초과하는 잉여자본이 1.8조원으로 자본비율 측면에서 가장 우수하다. 자산 건전성 리스크와 연체율 상승세로 대손비용 부담이 높아지는 상황에서 주주환원 기대감을 충족시키기 위해서는 자본비율이 중요하기 때문이다. 밸류업 프로그램 시행 시 KB금융이 장기적인 주주환원정책 기대감을 갖기에 충분하다.

<그림1> 주요국 12개월 선행 PBR_최근 5년



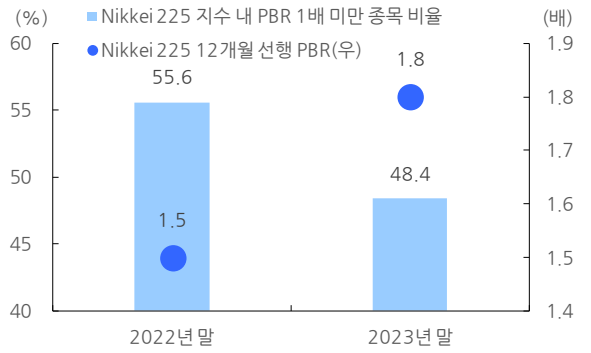
자료: Thomson Reuters, 현대차증권

<그림2> 주요국 12개월 선행 PBR-ROE



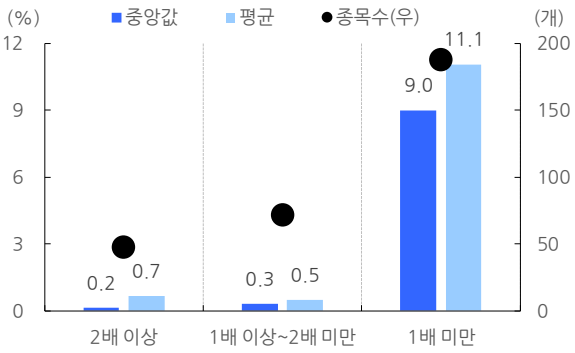
자료: Thomson Reuters, 현대차증권

<그림3> 일본 '기업경영 변혁 촉진책'의 효과



자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림4> 정부 발표 후 코스피 저PBR주 수익률



자료: Wisefn, 현대차증권

<그림5> 글로벌 스탠더드에 부합하는 배당절차 개선방안(금융위 보도자료, 2023년 1월 31일)

자료: 금융위원회, 현대차증권

〈표1〉 저PBR주 선별에 사용한 팩터

팩터	설명
PBR	12 개월 선행 PBR 1 배 미만 종목
ROE	12 개월 선행 ROE 가 높은 종목
PBR-ROE	12 개월 선행 PBR-ROE 가 회귀선 하단에 위치해 저평가되어 있는 종목
순이익(지배) 증가율	2024 년 순이익(지배)이 2023 년 보다 증가할 것으로 전망되는 종목
배당락일	2023 년(또는 4Q23) 배당기준일 변경을 공시한 종목
현금배당수익률	4Q23, 2024 년 현금 배당주
현금배당성향	2024 년 예상 현금 배당성향이 50% 미만인 종목

자료: 현대차증권

〈표 2〉 배당기준일 변경으로 4Q23 배당 수익과 PBR-ROE 저평가로 자본차익이 함께 기대되는 저 PBR 주 제안

종목코드	종목명	배당락일	PBR	ROE	순이익 증가율	현금배당수익률	
		4Q23	12M Fwd	12M Fwd	2024 년	4Q23	2024 년
		(날짜)	(배)	(%)	(%)	(%)	(%)
A055550	신한지주	2024-02-22	0.40	8.5	8.3	1.2	4.8
A086790	하나금융지주	2024-02-27	0.40	9.2	7.5	2.7	6.0
A316140	우리금융지주	2024-02-28	0.33	9.2	18.5	4.2	7.6
A175330	JB 금융지주	2024-02-28	0.44	12.2	7.6	5.9	7.2
A105560	KB 금융	2024-02-28	0.43	8.8	10.9	2.2	4.9
A000270	기아	2024-03-19	0.85	17.7	2.5	4.8	4.8
A012330	현대모비스	2024-03-22	0.49	8.7	7.7	1.4	2.0
A086280	현대글로비스	2024-03-28	0.80	14.5	10.8	3.4	3.7
A060980	HL 홀딩스	2024-03-28	0.30	9.2	97.4	5.6	5.8
A001450	현대해상	2024-03-28	0.36	14.5	8.6	5.8	7.1
A049770	동원 F&B	2024-03-29	0.61	12.1	10.2	2.4	4.2
A051500	CJ 프레시웨이	2024-04-01	0.78	17.9	16.1	1.7	1.5
A082640	동양생명	2024-04-02	0.26	8.1	3.4	7.1	7.9
A003690	코리안리	2024-04-02	0.34	10.1	4.5	6.6	7.2
A005830	DB 손해보험	미정	0.61	17.8	9.0	5.2	5.8
A000810	삼성화재	미정	0.82	12.9	7.6	5.0	5.2

자료: Wisefn, 현대차증권

Global Report
2024. 2. 21

중국제조2025, Y-1 Review(요약본)

중국, 마켓에서 경쟁자로의 도약

Analyst 여태경
02) 6106-2750
Tk.yeo@hmsec.com

RA 장문영
02) 3787-2069
ansdud@hmsec.com

시진핑 3기의 부진한 경제

- 2023년은 중국 시진핑 정부 3기의 첫해이지만 중국의 경제지표들은 부진
- 부진한 경제 상황을 반영하듯 '23년 연간 증시 수익률도 글로벌 주요국 증시가 양호한 수익률을 기록했던 점과 달리 중국과 홍콩 증시 주요 지수는 -10%이상 하락
- 그럼에도, 중국 정부는 2023년 하반기부터 2024년 초까지 중국의 경기 부양을 위한 정책 마련보다는 첨단산업 육성과 구산업에 대한 구조조정을 통한 산업 업그레이드를 지속해서 강조하며 시장의 기대와는 다른 기조를 보이고 있음

中정부, 경제성장보다 '고품질발전'이 중요

- 2015년 중국 정부에 의해 제창된 중국제조2025는 정부의 주도로 2025년까지 제조업 강국에 도달하는 것이 목표이며 2035년까지 제조업 강국 중 일본과 독일 수준, 2049년까지 궁극적으로 글로벌 제조업 최고 수준까지 발전시키는 것이 목표
- 중국 정부가 강조하는 고품질 발전의 의미는 고급 제조 산업의 국산화(자립자강)의 달성
- 국산화의 목적은 중국 국가 안보, 경제 안보 보장과 중국 소비자의 눈높이에 맞는 로컬 제품을 공급하는데 있으며 장애 요소로는 1)중국 기술과 브랜드 경쟁력의 열위, 2)디지털화 인프라의 열위, 3)미국의 대중국 기술 규제 등
- 특히, 올해는 중국제조2025의 첫번째 단계에 1년만 남겨두고 있어 경제 관련 수치보다 중국제조2025에 대한 목표달성 여부가 어느 때보다 중요할 수밖에 없음
- 또한, 2023년 중국의 인구는 -208만명으로 2년째 역성장을 하며 10년 전 예견되었던 인구감소, 고령화가 본격적으로 시작되고 있어 풍부한 노동력을 중심으로 한 산업의 경쟁력 약화, 증가하는 고령층에 대한 부양 비용 부담 해결을 위해서라도 산업구조 고도화는 필연적
- 미국과 선진국들은 2049년까지 미국의 기술 패권에 도전하겠다는 중국의 계획에 대해 기술규제를 통한 대응이 필요

중국제조 2025, Y-1 Review

- 중국제조2025의 핵심영역 10개 분야인 우주산업과 대형항공기, 친환경자동차, 선진궤도 교통장비, 해양기술 등 전 분야에서 가시적인 성과가 나타나고 있음
- 중국의 제조업 경쟁력에 대해 중국의 주요 기관들은 매년 말 '중국제조강국발전지수'를 발표하며 총 9개 국가들과 비교한 자체 평가를 하고 있으며, 내부적 평가상 중국의 제조업 경쟁력은 한국과 프랑스와 유사한 수준이며 독일 및 일본과는 기술 격차가 존재
- 중국의 제조업 경쟁력 강화는 더 이상 중국이 저가 제품 공급자임과 동시에 선진국의 마켓 역할에서 벗어나 경쟁자로 도약을 의미

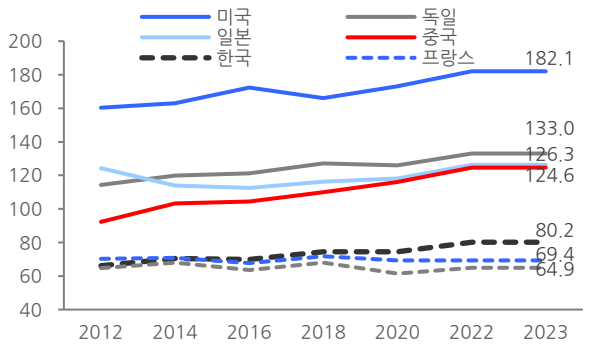
테마, 트리거, 시나리오 1과 2

- 테마 대부분 정부의 핵심정책과 관련된 만큼 2025년을 앞두고 가시적인 성과는 있으나 여전히 육성 중인 산업임을 인지할 필요가 있음
- 장기적으로 상업성 확보, 국산화율 상승에 기여하며 내수 시장에서 성장, 해외시장 진출의 과정을 통한 중국 경제의 핵심 성장동력이 될 수밖에 없다는 점은 불변
- 중국제조2025 10개 핵심영역과 관련된 중국 A증시 테마지수의 이익전망치는 하향추세, 밸류에이션은 지수 조정으로 낮은 수준을 형성되어 있는 만큼 장기적 성장 가능성과 증시의

장기적 조정에 따른 낮은 밸류에이션 측면에서 접근이 필요

- 중국 증시 반등의 트리거 3가지는 1)중국 부동산 시장의 2024년 본격적인 정리 가능성으로 시장 상황에 따라 부동산 수요 회복 기대, 2)미국 연준의 연내 금리 인하 시 위안화 환율의 강세 전환, 3)미국 대선에서 트럼프의 당선 시 불확실에 따른 변동성은 단기적으로 커질 수 있지만 바이든 재선보다는 긍정적일 수 있다는 점
- 미국 연준의 2024년 하반기 금리인하, 중국 경제의 완만한 개선 기조 유지상황이라는 전제하에 1번 시나리오는 바이든의 재선 케이스이며, 이 경우 중국의 첨단산업보다는 낙폭과대 내수 소비 대형주에 대한 저밸류에이션 관점의 투자로 CSI300의 소비 대표기업에 관심
- 2번 시나리오는 트럼프의 재선 케이스로 중국제조 2025 관련 기업/테마 중 내부 경쟁력과 해외 시장 진출 가능성이 높은 분야에 장기 투자 관점에서 IT, 전기차, 제약/바이오, 고급 장비 대표기업에 관심이 필요

<그림1> 중국제조강국발전지수



자료: 중국공정원 전략자문센터 등, 현대차증권

<그림2> 중국제조강국발전지수 2020년 예시

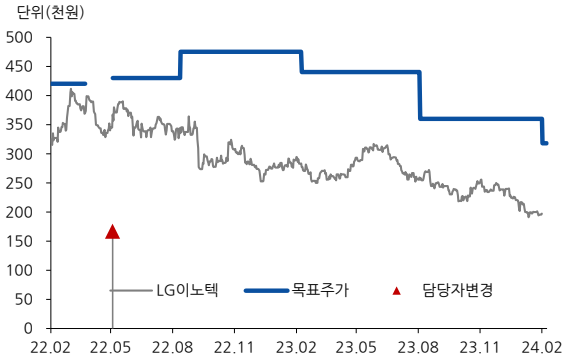
	지수 밸류	규모발전	양,질,수익성	구조 최적화	발전 지속	지수 총계	총계-규모발전
미국	100.0	35.0	33.1	55.1	50.0	173.2	138.2
독일	72.7	24.9	27.7	24.2	49.2	125.9	101.1
일본	68.2	20.4	32.7	31.6	33.5	118.2	97.8
중국	67.0	58.0	16.7	16.1	25.2	116.0	58.0
한국	43.0	15.3	22.6	19.1	17.4	74.4	59.1
프랑스	40.0	9.0	17.2	26.3	16.8	69.4	60.4
영국	35.5	8.0	17.2	22.7	13.6	61.5	53.5
인도	25.7	4.9	15.1	10.0	14.6	44.6	39.7
브라질	15.8	2.4	11.8	8.5	4.7	27.4	25.0

출처: 중국공정원 전략자문센터 등, 현대차증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.02.09	BUY	420,000	-15.02	-2.02
2022.05.23	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2022.05.23	BUY	430,000	-18.17	-9.30
2022.09.01	BUY	475,000	-38.34	-23.37
2023.02.28	BUY	440,000	-36.72	-27.95
2023.08.23	BUY	360,000	-35.46	-24.44
2024.02.21	BUY	318,000		

▶ 최근 2년간 LG이노텍 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 (2023.01.01~2023.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	154건	91.1%
보유	15건	8.9%
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.