

轉

[전] 구르다

'전(轉)'은 '기승전결(起承轉結)'의 세 번째 낱말로 '변한다'의 의미를 갖고 있습니다. 기와 승에서 이어져온 서사가 달라지는 시기입니다. 혼돈이 찾아옵니다. 하지만 그것은 '세상의 전(轉)환'이 진짜로 찾아오고 있음을 의미합니다. 팬데믹은 고통스러웠지만 그 역할을 해주었습니다.

지금 우리는 또 다른 이야기. '기(起)'의 등장을 보고 있습니다. AI의 대중화는 또 다른 변화를 임박했음을 시사합니다. 하반기는 '전', 그리고 새로운 '기'가 공존하는 시기로 생각합니다.

轉 [전] 세상의 '전(轉)'환



리서치센터

Chief Strategist **이경수**

02. 6454-4900

kyungsu.lee@meritz.co.kr



투자전략

Strategist **이진우**

02. 6454-4890

jinwoo.lee@meritz.co.kr



퀀트

Analyst **이정연**

02. 6454-4895

jungyeon.lee@meritz.co.kr



주식시황

Analyst **이종빈**

02. 6454-4893

jongbin.lee@meritz.co.kr

Contents

| | | |
|-----------------|------------------------------------|----|
| Prologue | 위기 없는 위기 시대 | 09 |
| Part I | '전(轉)'의 시대: '특이점(Singularity)'이 온다 | 29 |
| Part II | 반전(反轉): 종반전과 전반전 | 53 |
| Part III | 호전(好轉): 소음 속에서 신호 찾기 | 99 |

[Summary] 轉 [전] 세상의 '전(轉)'환

Prologue 위기 없는 위기 시대

- 금융위기 이후 14년간 진행된 Deflationary Boom은 종료되고 있을 가능성
- 새로운 사이클의 시작되고 있어. AI 등 신기술의 대중화가 동력이 될 것
- 위기 없는 위기 시대: 유례 없는 긴축 환경에도 파괴적인 위험은 발생하지 않을 것. 정부의 전방위적인 개입은 예전의 위기 대응 매뉴얼과 달라
- COVID-19 이후 서사가 달라지고 있는 중. 1) 강화: 공급망 재편, 2) 약화: 노동 시장, 3) 중단: 긴축, 4) 신규 & 변화: 새로운 기술(AI)과 소비패턴 변화
- 우리는 또 다른 J-Curve의 분기점에 있어. COVID-19 이후 달라진 서사는 팬데믹 이후 반복되는 현상. 주목할 점은 생산성 재도약 징후가 관찰된다는 것
- NewOld와 OldNew의 공존 시대: 과거의 기술은 성숙되고, 구경제는 신기술로 재탄생하는 시기. 전기차는 대중화의 중심(전: 轉)을 통과 중이고, AI는 새로운 이야기가 시작(기: 起)
- 새로운 성장주는 계속 나올 것. 1995년 이후는 ICMILO(IBM, Cisco, Microsoft, Intel, Lucent, Oracle) 시대, 2010년 이후는 FAANG의 시대였음. 이제는 전기차와 AI로 대변되는 성장주가 주도주

Part I '전(轉)'의 시대: '특이점(Singularity)'이 온다

- 전(轉)의 시대는 산업의 2차 변화기를 의미. 1차 변화기가 초기 진입자의 시대 라면, 2차 변화기는 추격자가 주도권을 가져오는 시기
- 국내 대표 기업의 역사는 추격자 그 자체. 비결은 : 1) (Timing) 공급망 변화기, 산업의 대중화 시기에 빠르게 침투하고, 2) (Impact) 경쟁 심화기에 '공격적 투자'로 경쟁자들을 이긴 것이 주요. 지금 한국의 대표주자는 누구인가? '자동차'
- 새로운 '기(起)'의 시작 : 키보드(DOS)에서 마우스(Windows)로, 터치(스마트 폰)에서 Chat(AI)로 넘어가는 중. ChatGPT의 등장은 과거 윈도우95가 그랬던 것 처럼 모두가 사용할 수 있는 '대중화' 모멘트
- '특이점'이 온다: 윈도우95는 PC와 인터넷의 기폭제로, 구독경제의 등장은 PC 에서 서버로 플랫폼의 변화를 유발. ChatGPT 역시 플랫폼의 변화를 가져올 것
- 어디가 수혜인가? '수요'는 불명확. '공급'은 명확. '훈련(Training)' 산업이 핵심일 것. 훈련이 고도화될 수록 '비용' 급증. 클라우드 컴퓨팅(서버), AI Chip 업체가 주도권 가져갈 것
- 투자전략: '추격자'와 '혁신'을 살 것. 새로운 공급망 개척자는 덤

Part II

반전(反轉): 증반전과 전반전

- 긴축의 반전(反轉): 과거 금리인상 중단 이후의 환경은 양호함. 핵심은 기준금리 인상 중단에 따른 '시장금리'의 하락
- 고금리 장기화의 파열음?: 인상 중단 이후 경기침체의 경험적 반복은 우려의 원인이거나 실제로는 금리와 관계없는 외생적 충격이 다수. 금융경로, 실물경로에서 고금리로 인한 문제는 아직
- 수급의 반전: 외국인 수급은 기승전 반도체. 반도체 이익 신뢰도가 반전의 Key
- 금리인상 중단 수혜: 금리인상으로 가장 피해를 받은 업종은 풍력. 초기 Project Finance의 어려움, 높은 차입비용 비중, IRR 매력도 저하가 그 이유. 이제는 신재생의 반전의 시기. 시장금리 하락과 정책의 뒷받침이 기대
- 일본의 반전(反轉): 일본의 반전은 자발적인 개혁의지에 기반. 다른 국가들과 달리 투자사이클 확장 중이며, 디지털화 노력 지속. 공급망도 변화 의지 커
- 일본 디지털화의 수혜: 일본의 디지털화는 선진국 대비 매우 느려. 누적된 만큼 더 많이 바뀌어야. 한국은 일본의 S/W 변화에서 수혜를 찾을 수 있을 것. H/W 부문 수혜와 피해는 공급망 정책 구체화 된 후 가시화 될 것

Part III

호전(好轉): 소음 속에서 신호 찾기

- 이익관련 의문: 1) 올해 이익 역성장(2022년: 137조원 → 2023년: 128조원)에도 주가는 지난해 연말 이후 상승, 2) 내년 199조원 순이익 전망 믿을 만한가
- 주가의 이익 선행 시점은 과거 평균적인 수준. 또한 반도체 이익분을 제외하면 올해 코스피 순이익은 전년대비 +7% 성장
- 2024년 190조원 이상 순이익 회복 가능한 수준으로 평가. 최근 이익변동성 큰 반도체, 유틸리티 업종의 과거 평균 수준의 이익 회복 + 2차전지 업종 증익 기대
- 밸류에이션 관련 의문: KOSPI 12MF PER 12배 수준(?)
- PER 12배는 과거 평균의 2표준편차에 벗어난 수치로 부담스러운 레벨. 다만, 반도체 이익을 제거한 12MF PER은 10배. 즉, 비싸지도 싸지도 않은 수준
- 하반기 전략: 1) '이익 성장' 지표에 주목한 투자 성과 개선될 전망, 2) 업종 내 매출비중 1,2위 기업 부진 속 매출비중 확대 종목 '약진' 예상
- 2023년 하반기 KOSPI 지수 2,500~2,900pt 예상. 기업이익을 배제한 자본 조달 비용(COE)의 정상화에 근거. 연말 12MF ROE는 10% 전망

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.