

# Morning Meeting Brief

## Global Strategy

### [Global Market Insight] BLUE CHINA II : 사라져가는 도광양희

- 중국이 짊어지고 있는 구조적 문제, 중국식 발전전략의 구조적 한계가 토지정책 및 부동산에서 비롯
- 잠재적 위기로인, 경제시스템 특성상 현실화될 가능성 낮음(외환보유고, 외환보유액 대비 단기외채 비중, 외환시장 통제 감안시)
- 투자자 우려를 불식시키기 어려운 상황, 중국 증시의 추세적 움직임은 제한. 반등 여력 있는 내년 2월 중순 염두, 비중 축소로 대응

문남중, namjoong.moon@daishin.com

## ESG

### [Issue Comment] 글로벌 ESG 정책 동향, anti-ESG 가 아니라 dealying-ESG

- 유럽의회에서도 ESG 공시 의무 반대 표결 상정, 그러나 실패
- 유럽과 미국 모두 ESG 정책 폐기보다 공시 일정이 연기되는 움직임
- 개정 및 의견 수렴과정에서 기업의 부담을 완화하며 정책 속도 조절

이경연, kyungyeon.lee@daishin.com

## 산업 및 종목 분석

### [Initiation] 인터로조:불황에도 꾸준한 성장, 지금이 관심 적기

- 투자익건 매수, 목표주가 49,000원으로 커버리지 개시(Upside+65%)
- 연평균 매출 성장 11.4% + 20% 중후반대의 OPM, 24, 25년도 성장 기대
- 펀더멘탈과 시장가치 간 괴리가 커진 지금이 매력적인 투자 기회

한송협, Songhyeop.han@daishin.com

### [Issue Comment] 키움증권: 일회성 손실과 파생되는 영향

- 지난 금요일, 영풍제지 하한가로 미수금 4,943억원 발생
- 23일 에코프로 등 15개 종목 증거금율 100% 상향, 이자이익 ↓ 예상
- 이익 추정 조정으로 목표주가 하향, 낙폭 컸기 때문에 투자익건 Buy 유지

박혜진, Hyejin.park@daishin.com

### [Earnings Preview] 두산: 극도의 저평가 영역 진입

- 목표주가 12만원으로 하향하지만, 현 주가는 적극 매수 가능한 영역대
- 현 주가 두산에너지빌리티와 두산로보틱스 지분가치 10%만 반영한 상황
- 2024년 반도체 업황 턴어라운드로 전자BG와 두산테스나 실적 개선 가능

양지환, Jihwan.yang@daishin.com

# Global Strategy

Global Strategist 문남중  
namjoong.moon@daishin.com

## BLUE CHINA II : 사라져가는 도광양회

- 중국식 발전전략의 구조적 한계, 토지정책 및 부동산에서 비롯
- 잠재적 위기요인 존재, 다만 경제시스템 특성상 현실화될 가능성은 낮음
- 중국 증시의 추세적 움직임은 제한, 내년 2월 중순 전까지, 비중 축소 대응

### 중국의 구조적 문제와 중국식 발전전략의 구조적 한계는 토지정책

중국의 실물경기 회복이 기대에 미치지 못하고 금융시장도 위축되고 있다. 중국에 드리워진 6가지 구조적 문제(1. 중진국 함정, 2. 기업부채, 3. 가계부채, 4. 지방정부 재정 부실화, 5. 그림자금융, 6. 위안화 캐리 트레이드 청산)는 전세계 금융시장 위축과 실물경제로의 전이 가능성에 대한 우려를 높인다.

2012년부터 시작된 중국의 경기둔화는 개혁, 개방 이후 40년이 넘는 중국식 발전전략의 구조적인 한계가 토지정책 및 부동산 시장에서 비롯되었다. 부동산 시장 규모는 GDP의 약 30%, 가계의 자산 구성에서 부동산 비율은 약 75%로 높다. 부동산 문제가 생기면 가계의 소비 위축이 일어나고, 부동산 개발기업과 금융권 그리고 지방정부 역시 큰 충격을 받게 된다.

지방정부는 최근 부동산 경기가 가라앉으면서 토지매각 수입이 크게 줄어들고 부족한 재정을 채권발행을 통해 보충하면서 부채 위기에 빠졌다. 중국 정부는 토지재정 의존도가 높은 것을 심각한 문제로 보고 이를 낮추는 방향으로 정책을 추진하지만, 근본적인 문제는 토지재정 의존도가 높은 것이 아니라 토지출양제 의존도가 높은 것이다. 중국 정부는 부동산 정책과 관련해서 앞으로 한번의 중요한 회복 기회가 있다. 기존 토지출양 방식 대신 토지연조 방식으로 전환하는 것이다. 매년 토지임대료 수입이 발생하여 안정적인 재정수입을 확보하게 돼, 주기적인 부동산 거품경제의 형성을 막을 수 있다.

### 투자자 우려를 불식시키기 어려운 상황, 중국 증시의 추세적 움직임은 제한

중국 경제에 잠재적 위기요인들이 존재하고 있는 것이 사실이지만, 머지 않아 위기로 현실화될 가능성은 높지 않다. 경제시스템 특성 상 위기에 대한 저항력(외환보유고 3조 달러 초과, 외환보유액 대비 단기외채 비중 44% 불과)이 강하고, 정부가 위기를 해결하거나 지연시킬수 있는 능력(외환시장 통제)이 크다. 요즘 주목 받는 위기요인들을 통해 드러나고 있는 중국 문제의 핵심은 결국 성장의 문제이다.

중국 증시는 정책 당국의 경기 부양 정책이 거시 경제 및 산업 정책에 대한 투자자 신뢰를 회복하며, 증시 투자심리 개선 기대가 커질 올해 연말, 늦어지면 과거 경험상 경기 부양책 효과가 증시에 상승 모멘텀으로 작용하는 6개월 후인 내년 2월 중순을 염두에 두고 비중 축소로 대응해야 한다. 중국의 구조적 경기 둔화 요인과 예측 가능하지 못한 규제 환경, 미국과의 첨단산업 주도권을 두고 갈등 구조 지속 등 투자자 우려를 불식시키기 어려운 상황을 감안시, 중국 증시가 추세적 움직임을 가지기에는 어려움이 있다.

2010년 이후 진행된 스마트폰 모바일 기반의 기술 패러다임 전환을 추격의 기회로 활용한 중국은 디지털 기반의 다양한 신산업(신인프라투자)에서 글로벌 선두 주자로 부상하고 있어 앞으로도 중국의 디지털 경제발전에 대해서는 주목해야 할 것이다.

## ESG

Sustainable Investing Analyst 이경연  
kyungyeon.lee@daishin.com

# 글로벌 ESG 정책 동향

## anti-ESG가 아니라 delaying-ESG

- 유럽의회에서도 ESG 공시 의무 반대 표결 상정, 그러나 실패
- 유럽과 미국 모두 ESG 정책 폐기보다 공시 일정이 연기되는 움직임
- 개정 및 의견 수렴과정에서 기업의 부담을 완화하며 정책 속도 조절

### 유럽의회에서도 ESG 공시 기준 최종안 채택 반대 표결 상정, 그러나 실패

유럽의회에서 조차 ESG 공시 반대에 부딪혔다. 44명의 양당 의원들이 ESRS(유럽지속가능성공시표준) 최종안 채택 반대 표결을 상정했고, 유럽의회에서 가장 많은 의석을 차지한 중도우파 유럽국민당의 지지를 받았다. 그러나 359표 반대, 261표 찬성, 11표 기권으로 ESRS 채택을 막고자 했던 시도는 실패했다. 이 표결이 의미하는 바는 ESRS가 유럽의회의 최종 승인을 얻었다는 것이다. 유럽의회의 ESG 공시 의무화 반대 움직임은 오히려 ESRS 최종안 결의를 확인하는 결과가 되었다.

### 유럽과 미국 등 주요 선진국의 공통점은

#### 정치적 대립 가운데서도 ESG 정책 폐기보다 공시 일정이 연기되는 움직임

유럽 위원회는 2024년 업무계획(2024 Work Program)의 일환으로 CSRD(기업지속가능성보고지침)의 일부 공시 표준 이행을 연기할 계획이라고 발표했다. 구체적으로는 기업이 속한 산업 특성을 고려하여 적용되는(sector-specific) 공시 표준을 2년 유예하는 것이다. 이에 따라 sector-specific 공시 표준은 2024년 이 아닌 2026년부터 적용될 예정이다. 그러나 산업과 무관하게 적용되는 ESRS First Set 기준에 맞춘 공시는 여전히 2025년부터 공시 의무가 부과된다.

### 초안→개정안→최종 승인 과정에서 산업계 의견을 수렴한 정책 속도 조절

유럽에서도 ESG 정보 공시 의무화 반대 움직임이 있었으나 끝내 실패로 끝나고, 공시 이행 일정은 다소 연기되었다. 그러나 특정 부문 공시 이행 연기는 기업에게는 ESRS를 충분히 이해할 수 있도록 하고, EFRAG(유럽재무보고자문그룹\*)에게는 기업이 속한 산업 특성에 맞는 구체적인 표준(sector-specific standards)을 개발하도록 시간을 주는 전략적 제안이라고 판단한다.

\* 유럽 위원회는 CSRD 이행을 위한 공시 기준인 ESRS 개발을 EFRAG에 위탁

# 인터로조 (119610)

한송협

songhyeop.han@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 신규

6개월 목표주가

49,000

신규

현재주가

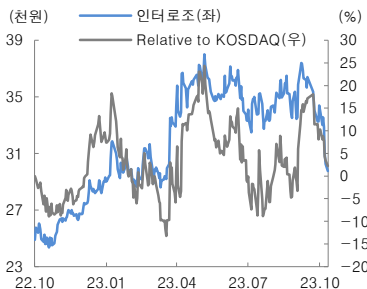
29,750

(23.10.23)

스몰캡업종

KOSDAQ	763.69
시가총액	393십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	7십억원
52주 최고/최저	38,000원 / 24,350원
120일 평균거래대금	22억원
외국인지분율	7.00%
주요주주	노사철 외 24 인 35.05% 국민연금공단 9.60%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-18.0	-15.0	-17.4	19.2
상대수익률	-8.0	4.0	-6.0	5.3



## 불황에도 꾸준한 성장, 지금도 관심 적기

- 투자의견 매수, 목표주가 49,000원으로 커버리지 개선(Upside+65%)
- 연평균 매출 성장 11.4% + 20% 중후반대의 OPM. 24, 25년도 성장 기대
- 펀더멘탈과 시장가치 간 괴리가 커진 지금이 매력적인 투자 기회

### 투자의견 매수, 목표주가 49,000원으로 커버리지 개선(Upside+65%)

목표주가는 PER Valuation으로 산출. 24E EPS 3,133원에 Target Multiple 15.6x를 적용. 선진국 진출 여부, 사업 다양성, 글로벌 시장점유율(M/S) 차이를 고려하여 피어 그룹 평균 PER에 20% 할인

동사는 지속적인 외형 성장(매출액 15~22년 CAGR 11.4%)과 함께 높은 영업 이익률(OPM 20% 중후반)이 강점. (1) 신규 글로벌 유통망 확보 (2) 고마진의 실리콘 렌즈 매출 비중 증가 (3) 미국 시장 진출로 24년에도 성장은 지속될 것. 지수 부진으로 기본적 가치와 시장 가치 간의 괴리가 커진 지금이 매력적인 투자 기회

### 이미 증명된 실적 체력, 24년부터는 가속 성장

글로벌 고객사 확보를 중심으로 15년 596억원에서 22년 1,269억원까지 연평균 11.4%로 성장. 2023E 연결 기준 매출액 1,405억원(YoY+10.7%), 영업이익 404억원(YoY+29%, OPM 28.8%)으로 추정. 하반기는 3공장 가동률 증가와 주요 고객사와의 탄탄한 파트너십으로 상저하고 실적 개선 기대

24년 성장 주요 원동력으로는 실리콘 하이드로겔 렌즈 품목 허가(4Q23) 및 시판(2H24), 아시아 국가 실리콘 컬러렌즈 품목 허가(1H24). ODM/OEM 비즈니스 + 낮은 재료비로 영업 레버리지 효과 기대

### 글로벌 신규 고객사 확보와 고마진의 실리콘 렌즈 비중 증가로 성장은 지속

제조사(공급가) 기준 글로벌 렌즈 시장의 규모는 약 12조원으로 추정, 동사의 글로벌 시장 점유율은 1%에 불과. 3공장 증설 생산 라인 포함 매출액 기준 Capa 2,500억원으로 신규 거래처 확보 대응 가능. 실리콘 하이드로겔 렌즈 판매 비중 증가로 수익성 개선이 예상. 22년 실리콘 매출 비중 18% → 25년 30% 이상 전망

**[일본]** 24년 초 일본 2위 유통사(T사) 공급 계약 체결 기대 및 24년 중순 실리콘 컬러렌즈의 품목허가 등 일본향 매출 성장이 기대되는 모멘텀 다수

**[유럽]** 실리콘 하이드로겔 클리어 렌즈의 CE 인증을 받아 22년부터 원데이 실리콘 렌즈의 공급이 본격적으로 시작되었으며, 새로운 거래선 지속 추가

**[미국]** 지난 4월 실리콘 렌즈 임상시험 완료. 올해 4분기 내 FDA 실리콘 원데이 제품 허가 기대. 현재 잠재적 고객사와 제품 공급 협상 중으로 내년 하반기 본격적인 미국 매출 시작

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	117	127	140	166	197
영업이익	28	31	40	51	60
세전순이익	27	29	37	52	61
총당기순이익	19	24	28	39	46
지배지분순이익	19	24	28	39	46
EPS	1,589	1,941	2,258	3,133	3,659
PER	17.2	14.5	13.4	9.7	8.3
BPS	13,945	14,312	15,887	18,287	21,186
PBR	2.0	2.0	1.9	1.6	1.4
ROE	12.2	13.2	14.2	17.4	17.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 인터로조, 대신증권 Research Center

# 키움증권 (039490)

박해진

hyejin.park@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

128,000

하향

현재주가

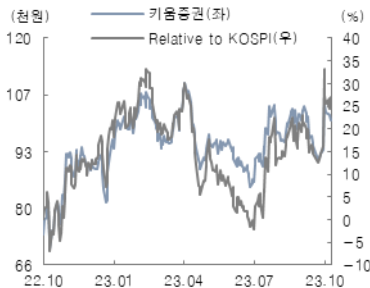
76,300

(23.10.24)

증권업종

KOSPI	2,375.00
시가총액	2,631십억원
시가총액비중	0.14%
자본금(보통주)	110십억원
52주 최고/최저	109,400원 / 70,000원
120일 평균거래대금	68억원
외국인지분율	25.55%
주요주주	다우기술 외 6인 41.38% 국민연금공단 11.67%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.1	8.5	-5.6	38.9
상대수익률	6.6	18.8	1.9	29.7



## 일회성 손실과 파생되는 영향

- 지난 금요일, 영풍제지 하한가로 미수금 4,943억원 발생
- 23일 에코프로 등 15개 종목 증거금을 100% 상향, 이자이익↓ 예상
- 이익 추정 조정으로 목표주가 하향, 낙폭 컸기 때문에 투자의견 Buy 유지

### 지난 금요일, 영풍제지 하한가로 미수금 4,943억원 발생

지난 20일 영풍제지 하한가로 인해 미수금 발생하였으며 영풍제지는 현재 거래정지상태이기 때문에 검찰 조사 후 거래재개되면 반대매수를 통한 회수 가능. 거래재개 후 하한가 등을 감안한 동사의 회수금액은 2,000억원 수준으로 추정. 통상 미수금이 발생한 계좌의 납입이 안되면 신용거래가 불가능하기 때문에 시간은 걸리지만 고객의 변제가 발생, 이에 따라 회수금은 더 증가할 수 있음

다만 KB, 신한, NH, 삼성, 미래 등 대형 증권사의 경우 10월 7일부터 영풍제지에 대한 거래가 비정상적이라고 판단되어 증거금율을 100%까지 상향함. 이에 따라 동사의 리스크관리 능력에 대한 의구심이 증폭될 수 밖에 없는 상황. 이를 감안하여 주가는 -20% 이상 급락

### 23일 에코프로 등 15개 종목 증거금을 100% 상향, 이자이익↓ 예상

사건 발행 후 동사는 에코프로, 레인보우로보틱스 등 최근 주가 상승이 가팔랐던 종목 15개에 대해 미수거래를 금지, 내부 스크리닝을 통해 증거금을 상향 종목 확대할 예정. 동사는 현재 리스크관리가 최우선이기 때문에 당분간 신용거래 제한이 불가피할 전망. 이에 따라 이자이익 감소가 예상되며 영풍제지가 거래정지되었기 때문에 손실 확정할 수 없으나 연내 선제적으로 반영하고 갈 가능성이 크다고 판단됨에 따라 우리는 미수 발생금의 50% 수준인 2,500억원 반영할 것으로 추정

### 연간 이익 하향, DPS 하향 등에 따라 목표주가 -14.3% 하향 조정

2023년 전술한 미수채권 총당금 2,500억원과 4분기 이자이익이 -60억원 감소할 것으로 추정함에 따라 동사의 연간 이익을 기존 7,084억원에서 5,103억원으로 -28% 하향하며 2024년은 이자이익 감소분 반영하며 -0.5% 하향함. 이에 따라 연간 BPS 조정하며 동사의 목표주가를 기존 140,000원에서 120,000원으로 -14.3% 하향. 다만 주가 낙폭 과대하여 투자의견 Buy 유지

당초 7,000억원을 상회하는 이익을 예상한 바 자사주 소각 700억원과 DPS 5,000원 전망하였으나 이익 감소에 따라 DPS 감소가 불가피. 2023년 DPS 3,500원으로 하향하며 자사주소각은 전체 보유 규모의 50% 소각한다는 기존 가정을 유지

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2020	2021	2022	2023E	2024E
순영업이익	1,464	1,825	1,259	1,300	1,478
영업이익	969	1,209	656	679	810
당기순이익	703	904	507	510	600
YoY	93.9%	28.5%	-43.9%	0.6%	17.6%
EPS	26,229	31,681	18,346	18,459	21,712
BPS	121,037	167,388	185,000	198,087	210,134
PER	4.82	3.09	4.58	5.39	4.58
PBR	1.05	0.59	0.45	0.50	0.47
ROE	27.55	25.28	11.41	10.73	11.85

자료: 키움증권, 대신증권 Research Center

# 두산 (000150)

양지환 jhwan.yang@dashin.com  
이지니 jin.lee@dashin.com

투자이견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

120,000

하향

현재주가

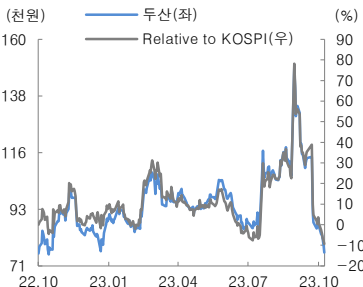
(23.10.23)

75,300

자주업종

KOSPI	2357.02
시가총액	1,488십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	99십억원
52주 최고/최저	149,100원 / 75,300원
120일 평균거래대금	394억원
외국인지분율	10.67%
주요주주	박정원 외 24 인 39.77% 국민연금공단 7.40%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-34.3	-13.4	-23.0	-5.3
상대수익률	-30.1	-4.2	-16.9	-11.1



## 극도의 저평가 영역 진입

- 목표주가 12만원으로 하향하지만, 현 주가는 적극 매수 가능한 영역대
- 현 주가 두산에너지빌리티와 두산로보틱스 지분가치 10%만 반영한 상황
- 2024년 반도체 업황 턴어라운드로 전자BG와 두산테스나 실적 개선 가능

### 목표주가 120,000원으로 하향 하지만, 현 주가 적극 매수 가능 영역대

목표주가 하향은 상장 및 비상장 자회사 지분 가치에 대한 Target 할인율을 50%에서 70%로 확대 적용. 특정 자회사의 지분가치가 NAV에서 차지하는 비중이 높을 경우 해당 지분 가치에 대한 할인율이 높아지는 부분을 반영함. 동사의 시가총액은 1.2조원 수준인데, 자체사업가치만 약 820십억원임. 현 주가는 두산에너지빌리티와 두산로보틱스의 보유 지분가치 약 4.3조원의 10%만을 반영한 상황으로 극도의 저평가 상태. 2024년 반도체 산업의 턴어라운드에 따른 두산테스나와 전자BG사업부문의 성장을 감안할 때 적극적인 관점에서 매수할 것을 추천

### 두산에너지빌리티 회계처리 이슈가 지분가치 하락으로 연결 가능성 낮아

두산에너지빌리티의 원가 적기 반영과 관련한 회계처리 이슈가 있지만, 현 정부의 에너지 정책과 해외 원전 수주의 중장기 확장 가능성이 훼손되지는 않을 것으로 판단함. 2024년 체코와 폴란드에서 최소 3조원 이상의 수주 가능할 전망이다. 두산그룹이 지분을 투자한 NuScale과 X-Energy등의 SMR 사업 확대 가능성도 높아 두산에너지빌리티 지분가치 하락 가능성 제한적일 것으로 판단

### 23년 3분기 실적 영업이익 4,080억원으로 컨센서스 상회 전망

연결자회사인 두산에너지빌리티(밥캣포함)의 영업이익은 전분기대비 감소 전망되나, 자체사업인 전자BG사업은 전분기대비 개선. 2024년 반도체 업황 턴어라운드에 따라 자체사업 및 두산테스나 지분가치 확대 가능할 전망

(단위: 십억원, %)

구분	3Q22	2023	직전추정	당사추정	3Q23(F)				4Q23		
					YoY	QoQ	Consensus		당사추정	YoY	QoQ
매출액	4,388	4,968	4,534	4,471	1.9	-10.0	4,816		4,957	1.1	10.9
영업이익	341	512	322	408	19.9	-20.2	380		358	55.1	-12.3
순이익	-44	-70	10	-17	적지	적지	170		396	흑전	흑전

자료: 두산, FmGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	12,851	16,996	18,747	17,909	19,181
영업이익	921	1,126	1,617	1,578	1,435
세전순이익	593	-286	791	750	842
총당기순이익	649	-581	601	570	640
지배지분순이익	204	-696	271	256	288
EPS	9,523	-32,522	12,640	11,975	13,441
PER	12.4	NA	6.0	6.4	5.7
BPS	97,049	83,627	97,535	111,090	126,461
PBR	1.2	1.0	0.8	0.7	0.6
ROE	10.9	-36.0	14.0	11.5	11.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 두산, 대신증권 Research Center

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.