

# Morning Meeting Brief

## Macro

### 美 기업 재고조정 어느 정도 진행된 걸까?

- 3분기 美 재고순환지표는 상승한 가운데, 재고율도 하락하며 개선
- 도매업의 재고축적으로 제조업 지표 개선이 강해 보였을 가능성
- 비내구재 중심의 재고 변동, 제조업의 강한 반등을 이끌기에는 한계

이다은.daeun.lee@daishin.com

## Strategy

### 공매도 후폭풍의 진실. 이제 KOSPI는 어디로, 어떻게?

- 채권금리 반등에 글로벌 증시 반등 탄력 둔화. 미국 경제지표가 더욱 중요해짐
- 중국은 실물지표 개선 기대. 미중 정상회담 결과도 주목할 것
- 이번주 KOSPI 2,400선 지지력 확보 여부가 중요

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

## Global Strategy

### 일본 증시는 눈치 싸움 중. 방향성 탐색 구간

- 10월 긍정위, 정책 결정이 예상보다 완화적이었다는 해석으로 [엔화 약세+주가 상승] 반응이 현재 진행형
- BOJ, 통화정책 정상화로 가는 단계. 시장 예상을 충족시켜주지 못하는 BOJ 통화정책이 엔화 강세로 이어지지 못하고 있는 실정
- 2가지 조건 중 하나라도 충족시 엔화 강세 효과 커질 것. 일본 증시, 언제든 반락할 수 있다는 점에서 추세 대응을 논할 시점은 아님

문남중. namjoong.moon@daishin.com

## Fixed Income

### 파월과 함께 금리 춤을

- 연준의 발언에 등락을 거듭 중인 시중금리
- TB 10년 금리 4.50~5.00%로 당분간 유도 가능성
- 기준금리 추가 인상 카드와 금융여건 언급 반복될 것

공동락. dongrak.kong@daishin.com

## Commodity

### 계절성과 의구심이 끌어내린 유가, 그리고 격해질 저항

- 급락한 유가, 중동 산유국의 계절성 종료와 수요에 대한 의구심이 원인
- 수요가 버텨주지 못하는 환경이라면 사우디의 자발적 감산은 계속될 부분
- 저항선인 SPR 재비축 기준 근접한 유가, 이를 기준으로 격해질 가격 저항

최진영. jinyoing.choi@daishin.com

[3Q23 Review] 고려아연: 걸음이 느린 실적 회복

- 연결 영업이익 1,604억원(+6.5% yoy) 기록, 시장 컨센서스 대비 하회
- 분기 평균 메탈가격 약세가 나타났고, 판매량도 연간 목표 대비 부족했음
- Spot TC 하락으로 턴어라운드 모멘텀 축소, 중장기 신사업 성장성을 기대

이태환, Taehwan,lee@daishin.com

[3Q23 Review] 팬오션: 3분기 예견된 부진, 4분기와 24년 상황 및 실적 개선 예상

- 3Q23 실적 매출액은 당사 추정을 13%, 영업이익은 18% 하회하며 부진
- 4분기 계절적 수요와 주요국의 석탄 수입 증가로 BDI 약 30% 상승 전망
- 2024년 IMO의 환경규제 영향으로 노후선 퇴출 본격화 기대

양지환, jihwan.yang@daishin.com

[3Q23 Review] HMM: 대세를 거스를 순 없었다

- 2023년 3분기 영업이익 당사 추정을 56% 하회하는 어닝 쇼크 기록
- 주력 항로인 미주의 Spot 운임 상승에도 동사의 컨테이너 운임은 하락
- 2024년 대규모 신조 인도에 따른 공급 증가로 상황 개선 가능성 희박

양지환, jihwan.yang@daishin.com

[3Q23 Review] 롯데쇼핑: 마트와 슈퍼의 선전, 그러나 다른 주력 채널 부진 지속

- 할인마트와 슈퍼 손익 구조 개선 긍정적
- 하이마트와 홈쇼핑 등 기존 주력 채널의 경쟁력 약화
- 주력 채널간의 실적 희비 교차, 그러나 주가의 하방 경직성 유지될 듯

유정현, junghyun.yu@daishin.com

## Macro

Economist 이다은  
daeun.lee@daishin.com

# 美 기업 재고조정 어느 정도 진행된 걸까?

- 3분기 美 재고순환지표는 상승한 가운데, 재고율도 하락하며 개선
- 도매업의 재고축적으로 제조업 지표 개선이 강해 보였을 가능성
- 비내구재 중심의 재고 변동, 제조업의 강한 반등을 이끌기에는 한계

## 3분기 美 재고순환지표는 상승한 가운데, 재고율도 하락하며 개선

미국 기업(제조, 도매, 소매) 재고순환지표(출하-재고증가율)은 2분기 저점을 형성하며, 8~9월 7개월 만에 플러스로 전환되었다. 기업 재고율(재고/판매)도 2분기 1.40을 정점으로 1.37으로 내려오기 시작했다. 제품 출하가 늘어나고 재고 조정이 마무리되는 것은 경기 회복기에 나타나는 전형적인 특징이며, 기업의 재고율의 정점은 경기 저점을 선행하는 경향이 있다. 다만, 코로나19로 제조업 경기 사이클도 영향을 많이 받았기 때문에 추세적인 변화인지 살펴보기 위해서는 세부적으로 볼 필요가 있다. 제조업과 유통업 & 내구재와 비내구재로 나누어 살펴보겠다.

## 도매업의 재고축적으로 제조업 지표 개선이 강해 보였을 가능성

3분기 재고순환지표의 개선 요인을 살펴보면 제조업은 하락세를 지속한 반면, 유통업(도매/소매업)의 재고순환지표가 크게 개선된 영향이 컸다. 재고율(재고/판매)은 제조업, 도매업 재고율이 정점을 통과한 가운데, 제조업은 완만한 하락에 그친 반면 도매업은 큰 폭 하락하였다. 소매업 재고율은 코로나19 이전 수준을 하회하고 있는데 이는 자동차/부품의 재고가 급감했던 영향이 아직 남아있기 때문이며, 이를 제외할 경우 코로나19 이전 수준을 유지했다.

종합적으로 정리해 보면 제조업은 출하강도가 강하지 않고 재고조정도 느리게 진행되고 있으며, 도매업은 재고조정 및 출하 강도가 강한 상황이며, 소매업은 판매가 늘어나고 있지만 그만큼 재고도 다시 쌓이고 있는 상황이라고 볼 수 있다. 다시 말해 소비자 수요가 강하기 보다 상반기 생산 감소와 재고조정으로 중간단계 유통 기업의 재고축적으로 인해 제조업 지표 개선이 강해 보였을 가능성이 존재한다.

## 비내구재 중심의 재고 변동, 제조업의 강한 반등을 이끌기에는 한계

제조업 재고순환지표와 제조 및 유통업 재고율을 내구재와 비내구재로 나누어 보면 뚜렷하게 대비되는 특징이 드러난다. 내구재 재고순환지표는 떨어지고 재고율도 변동이 크지 않는 반면, 비내구재는 재고 감소도 빠르고 판매도 뚜렷하게 늘어났다. 내구재는 경기 탄력성이 높아 비내구재보다 경기에 더 영향을 받는다는 특징이 있다. 이를 감안하면 과거와 달리 기업 전체 재고순환지표와 재고율이 경기 회복 신호를 나타내고 있다고 해서 경기가 반등한다고 보기 어려운 이유이다(업종별 상황은 본보고서 참고).

전반적인 제조업 지표를 통해 알 수 있는 점은 여전히 코로나19에 따른 여파가 제조업 내 지속되고 있다는 점이다. 이는 제조업 내에서도 업종별로 재고 조정 속도와 판매 회복 강도의 차별화가 지속될 것을 의미한다. 전체 지표로 제조업 추세를 확인하는 것도 중요하지만 업종별로 세분화해서 상황을 파악할 필요가 있다. 비내구재 중심의 개선이 제조업 경기의 강한 반등을 이끌기에는 한계가 있다. 신규주문이 개선되고 기업들이 재고조정을 올해 내 지속했다는 이유만으로 재고 축적에 따른 강한 제조업 경기 회복은 어려울 전망이다.

# Strategy

Strategist 이경민

kyoungmin.lee@daishin.com

## 공매도 후폭풍의 진실. 이제 KOSPI는 어디로, 어떻게?

- 채권금리 반등에 글로벌 증시 반등 탄력 둔화. 미국 경제지표가 더욱 중요해짐
- 중국은 실물지표 개선 기대. 미중 정상회담 결과도 주목할 것
- 이번주 KOSPI 2,400선 지지력 확보 여부가 중요

### 채권금리 반등에 글로벌 증시 반등 탄력 둔화. 미국 경제지표가 더욱 중요해짐

지난주 채권금리 반등에 글로벌 증시의 반등 탄력이 다소 주춤해졌다. 다시 파월 연준의 발언이 매파적으로 해석되었기 때문이다. 이로 인해 이번주 미국 경제지표 결과가 매우 중요해졌다고 본다. 14일 미국 10월 CPI와 15일 미국 10월 소매판매, 16일 광공업 생산 발표가 예정되어 있다. 미국 10월 소매판매는 9월 +0.7%(전월대비)에서 -0.3%로 마이너스 반전이 예상된다. 10월 광공업 생산 또한 전월대비 역성장 가능성이 높다. 특히, 소매판매 전년대비 증가율이 4개월만에 둔화될 것으로 보인다. 다시금 미국 경기 정점 통과/둔화에 대한 인식이 강해질 가능성이 높다. 지난주 잠시 주춤했던 통화정책 기대가 회복될 것으로 기대한다. 채권금리/달러화 안정이 재개되면서 글로벌 증시, 특히 신흥아시아에 우호적인 투자 여건 제공할 전망이다.

### 중국은 실물지표 개선 기대. 미중 정상회담 결과도 주목할 것

중국도 15일 주요 실물 경제지표를 발표한다. 10월 광공업생산은 9월 4.5%와 동일하지만, 소매판매는 9월 5.5%에서 7%로 레벨업될 것으로 컨센서스가 형성 중이다. 실물지표의 경우 미국은 부진하고, 중국은 개선세를 보일 것으로 예상된다. 미국의 Bad Is Good, 중국의 Good Is Good 국면이 재개될 가능성 높다. 글로벌 증시에 우호적인 투자환경이라 하겠다. 한편, 조 바이든 미국 대통령과 시진핑 중국 국가주석이 15일(현지 시간) 미 샌프란시스코에서 정상회담을 한다. 정상 간의 만남이 결정된 만큼 일정부분 결과를 도출할 가능성이 높다. 지정학적 리스크, 글로벌 경제 및 금융시장에 대한 불안심리는 진정될 수 있다는 판단이다. 미중 정상회담이 글로벌 금융시장에 우호적인 분위기를 더해줄 전망이다.

### 미국 지표 둔화, 중국 회복, 미중 정상회담 등을 감안해 KOSPI 2,400선 지지력 확보 후 상승 예상

이번주 초반 KOSPI 2,400선 지지력 확보 여부가 중요하다. 미국 경제지표 둔화, 물가 안정 지속, 중국 경기 회복과 미중 정상회담 등을 감안할 때 지지력 확보 이후 다시 상승세를 이어갈 것으로 예상된다. 단기 급등 이후 제자리를 찾은 상황이라는 점과 공매도가 전면금지 되었다는 점을 고려해 단기적인 트레이딩이 가능하다고 본다. 8월 이후 KOSPI의 하락, 급등락에도 불구하고 여전히 가격적인 측면에서 저평가 영역에 위치한 업종들 중 성장주에 주목한다. 채권금리가 다시 하향안정세를 보일 경우 단기 반등시도에 나설 수 있기 때문이다. 이들 중 공매도 비중이 높은 업종은 반등시 숏커버링 매수가 유입되며 반등탄력이 강할 수 있다. 이에 해당되는 업종에는 IT가전, 화학, 기계, 조선 등이 있다. KOSDAQ 2차전지 관련주도 이에 해당한다. 다만, 이들 업종 대부분은 실적 전망이 아직까지 하향조정 중임에 따라 단기 트레이딩에 국한한다.

## 일본 증시는 눈치 싸움 중. 방향성 탐색 구간

- 10월 금정위 이후, [엔화 약세+주가 상승] 현재 진행형
- 시장 예상을 충족시켜주지 못하는 BOJ 통화정책, 엔화 강세 제약
- 일본 증시, 언제든지 반락할 수 있다는 점. 추세 대응을 논할 시점은 아님

### 일본 증시, 10월 금정위 이후 상승. 여전히 방향성 탐색 구간

올해 7월 이후, 일본 증시(TOPIX 이하)는 지수 고점과 저점이 동시에 낮아지고 있다. 10월 금정위(10.30~31일)의 정책 결정이 예상보다 완화적이었다는 해석으로 [엔화 약세+주가 상승] 반응이 현재 진행형이지만, 일본 증시는 방향성 탐색 구간에 놓여 있다고 해석하는 게 맞다. BOJ는 10월 금정위를 통해 수익률곡선관리(YCC 이하)와 관련해, 단기금리(당좌예금 정책금리 잔고)는 -0.1% 유지, 장기금리(10년물 국채)는 1%를 상단 목표로 제시하고 지정가격 오퍼레이션 문구(1.0% 이율로 매 영업일 실시)를 삭제했다.

### 10월 금정위, 정책 결정을 완화적으로 해석하는 평가가 우세

현재 일본의 물가 상승률(9월 2.8% YoY, 신선식품 제외)이 예상치를 상회하고 엔화(10월 금정위 전, 10.26일 달러당 150.34엔)도 약세 압력이 심화됨에 따라 10월 금정위를 앞두고, 시장은 통화정책 수정 가능성을 염두에 뒀다. 하지만 BOJ가 YCC 상단을 상향하지 않고, 물가 안정 목표 달성에 임금-물가의 선순환이 필요하다고 밝혀 정책 결정을 완화적으로 해석하는 평가가 우세하게 됐다. BOJ는 올해 실질 GDP 성장률(2.0% YoY 이하)을 7월(1.3%) 대비 큰 폭 상향 조정하고 소비자물가(신선식품 제외) 상승률(2.8%)도 이전(2.5%) 대비 상향 조정했다. 관광산업 등 대내 수요 회복과 완화적 금융여건과 정부 정책에 힘입어 기업 투자 증가 등 경제 성장세 회복과 수입 물가 상승, 에너지 요금 지원 등 역기저 효과에 따른 물가 상승이 배경이다. 다만 BOJ는 물가 안정 목표 수준을 달성하는 방향으로 점진적 물가 상승을 염두에 두고 있지만, 임금이 쉽게 오르지 않을 것이라는 인식이 여전히 금융완화정책의 필요성을 강조하고 있다.

### BOJ 통화정책 정상화로 가는 단계. 조건 충족시, 언제든지 반락할 수 있는 증시

현재 시장은 BOJ가 통화정책 수정 강도를 어떻게 가지고 가느냐에 주목하고 있다. BOJ가 얘기하는 금융완화정책의 지속 필요성은 페이크일 뿐, 22년 12월 YCC 상단 수정을 시작으로 점진적인 통화정책 정상화 수순을 밟고 있다. 10월 금정위에서 지정가격 오퍼레이션 문구 삭제는 YCC 정책 폐기로 간주해도 될 것이다.

BOJ는 통화정책 정상화로 가는 단계이지만, 시장 예상을 충족시켜주지 못하는 BOJ 통화정책 흐름이 엔화 강세로 이어지지 못하고 있다. 1) BOJ가 마이너스금리 정책을 종료하거나, 2) 그동안 마-일 금리차 지속이 엔화 약세 요인으로 작용한 바, 시장이 해석하는 연준의 금리 인하 시점이 앞당겨질 경우 엔화 강세 효과가 커질 것이다.

당분간 엔화 약세가 지속되며 일본 증시는 상방 압력이 커질 것이다. 하지만 위에서 언급한 2가지 조건 중 하나라도 충족되면 언제든지 반락할 수 있다는 점에서 추세 대응을 논할 시점은 아니다.

# Fixed Income

Economist & Fixed Income Strategist 공동락  
dongrak.kong@daishin.com

## 파월과 함께 금리 춤을

- 연준의 발언에 등락을 거듭 중인 시중금리
- TB 10년 금리 4.50~5.00%로 당분간 유도 가능성
- 기준금리 추가 인상 카드와 금융여건 언급 반복될 것

### 파월 발언에 등락을 거듭 중인 국채 금리

시중금리가 파월 연준 의장의 발언에 연일 요동을 치고 있다. 그 결과 한때 미국 국채(TB) 10년 금리가 5%를 상회했던 급박한 흐름에서는 벗어났지만, 여전히 금리의 절대적인 변동성이 큰 상황들은 지속되고 있다.

시중금리 상승에 대한 견해는 파월 의장은 11월 FOMC 기자회견에서 “장기 국채 수익률 상승에 대해 주의를 기울이고 있다” 며 “이는 지난 여름 이후 광범위한 금융 여건을 긴축시키는 데 기여해 오고 있다” 고 평가했다.

높은 금리가 긴축적인 금융 여건을 이끌어낸다면 현재 자신들의 기준금리 인상이 효과를 발휘하고 있다는 반응으로 풀이할 수 있는 대목이다. 다만 그는 “긴축 여건이 지속적이어야 한다” 라며 선부른 정책 선회 기대를 경계했다.

하지만 문제는 금리가 안정을 보인 이후 파월 의장의 발언 톤이 또 다시 달라졌다는 것이다. 사실상 금리 수준에 맞춰 발언 수위나 내용을 조절하는 통화당국 차원의 시장금리 개입이 진행되고 있는 것이다.

지난 11월 9일 IMF 연설에서 파월 의장은 추가적인 긴축이 적절하다고 판단되면 주저하지 않겠다고 발언했다. 또 정책 당국은 인플레이션을 목표치(2%)까지 떨어뜨리는데 노력을 다하고 있지만, 아직 그러한 수준에 도달했다는 확신은 부족하다고 언급했다.

### 당분간 연준에 연동하는 금리 동향 불가피

당연히 이러한 통화정책에 대한 전망이 혼선을 보임에 따라 시중금리 역시 들쭉날쭉한 상황들이 반복되고 있다. 추세적인 금리의 변화 혹은 변화 가능성을 타진하려는 금융시장의 입장에서는 이러지도 저러지도 못하는 국면들이 이어지고 있는 셈이다.

또한 연준 역시 이처럼 시장의 갈팡질팡한 반응을 자신들의 효과적인 커뮤니케이션에 따른 결과로 보고 있어 당분간 파월 의장 등 연준 관계자들의 발언에 따른 금리 변동성 확대는 불가피할 것으로 보인다.

# 계절성과 의구심이 끌어내린 유가, 그리고 격해질 저항

- 급락한 유가, 중동 산유국의 계절성 종료와 수요에 대한 의구심이 원인
- 수요가 버텨주지 못하는 환경이라면 사우디의 자발적 감산은 계속될 부분
- 저항선인 SPR 재비축 기준 근접한 유가, 이를 기준으로 격해질 가격 저항

## 유가의 추락, 원인은 계절성 종료와 수요에 대한 의구심

지난 9월말 배럴당 93.7달러까지 치솟았던 WTI 가격은 70달러대 수준으로 내려왔다. 이스라엘-하마스 전쟁이 국지전 양상으로 흘러감에 따라 리스크 프리미엄은 전 부 반납됐다. 이제 시장은 지정학 리스크에서 실물로 관심을 돌리기 시작했다.

이번 유가 하락의 배경에는 중동 산유국들의 계절성 종료가 있다. 중동 산유국들은 매년 4~9월이 냉방시즌이다. 전력원의 40% 이상이 석유인 이들은 자국의 전력 수급 안정을 위해 원유 수출을 9월말까지 통제하며 이에 맞춰 OSP를 인상한다. 그러나 지금은 11월이다. 냉방시즌 종료로 발생한 잉여 물량이 다시 수출로 연결되는 시점이다. Kpler에 따르면 사우디를 비롯한 중동 6개국의 원유 수출량은 9월 이후 반등하기 시작해 현재 약 +175만b/d 증가했다. 12월 아시아향 경질유-중질유 OSP 스프레드는 +2.7달러로 수출 밀어내기가 시작됐음을 보여주고 있다.

또 다른 요인은 의구심이다. 미 부동산 경기는 전월보다 반등했지만 그 폭은 여전히 미미하다. 유럽 부동산 역시 위축된 모습이 계속되고 있다. 이는 건자재와 주택 관련 내구재를 운반하는데 쓰이는 디젤 수요의 정체를 의미한다. 중국은 추가 부양책(특별채)을 추진하지만 정책 효과가 반영되기까지는 시차(9개월)가 존재한다. WTI 원유-근월물 스프레드는 콘탱고 압박에 노출됐다. 인도 시점 연기로 인한 보관료 인상은 향후 2개월 동안 재고 증가 가능성을 암시한다. 이처럼 중동 산유국들의 냉방시즌이 종료된 가운데 형성된 수요에 대한 의구심은 유가를 급락시킨 주된 원인이다.

## 그렇기에 계속될 사우디의 자발적 감산, 격해질 유가의 저항

그러나 선진국 수요에 대한 의구심과 중국의 역할 부재가 2024년 상반기까지 계속된다면 OPEC+의 감산 공조 역시 완화된다고 어렵다. 특히, 사우디의 자발적 감산은 더욱 철회되기 어렵다. 사우디의 자발적 감산 조치는 올 연말까지 유효하다. 당초 사우디 측은 필요 시 감산 규모를 줄일 수 있다고까지 언급한 바 있다. 그러나 이처럼 수요에 대한 의구심이 계속되는 환경이라면 자발적 감산 조치는 올 연말이 아닌 내년 상반기까지도 연장이 가능하다.

이제 유가의 저항은 더 격해질 것으로 예상된다. WTI 가격은 기술적 측면에서 심리적 저항선에 도달했다. 특히, 2022년 10월 미 에너지부에서 설정한 전략비축유(SPR) 재비축 기준인 배럴당 67~72달러 구간에 근접했다. 이는 바이든 행정부에서 미 E&P 기업들의 투자를 유도키 위해 만든 가이드라인(안전마진)으로 12월부터는 상향된 기준(79달러)이 적용된다. 해당 기준이 올해 유가의 하단을 방어하는데 쓰였다는 점에서 내년에도 그 역할은 유효하다. 내년 선진국향 수요는 분명 경계가 필요하다. 다만, 후행적으로 반영될 중국의 부양 효과와 철회되기 어려운 자발적 감산, 가시화될 대이란 제재, 미온적일 미 E&P 기업들의 생산활동, 엘니뇨 후퇴로 재개될 허리케인 등은 내년 유가를 스마일자형 방향으로 유도할 Key가 될 것이다.

# 고려아연 (010130)

이태환

taehwan.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

630,000

하향

현재주가

(23.11.10)

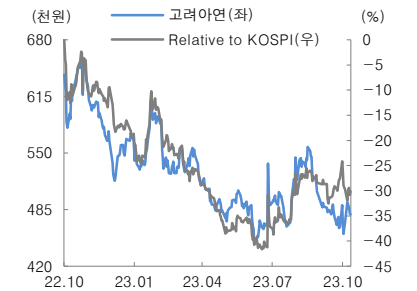
479,500

비철금속업종

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D
----------	---	----	---	----	---	---	---

KOSPI	2409.66
시가총액	10,026십억원
시가총액비중	0.52%
자본금(보통주)	105십억원
52주 최고/최저	658,000원 / 444,500원
120일 평균거래대금	277억원
외국인지분율	18.56%
주요주주	영풍 외 58 인 42.20% 국민연금공단 7.86%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.5	-4.1	-3.0	-21.4
상대수익률	-1.8	3.5	0.5	-21.6



## 걸음이 느린 실적 회복

- 연결 영업이익 1,604억원(+6.5% yoy) 기록. 시장 컨센서스 대비 하회
- 분기 평균 메탈가격 약세가 나타났고, 판매량도 연간 목표 대비 부족했음
- Spot TC 하락으로 턴어라운드 모멘텀 축소. 중장기 신사업 성장성을 기대

### 투자 의견 매수, 목표주가 630,000원 하향

목표주가를 630,000원으로 하향(기존 700,000원, -10.0%). 목표주가는 2023E BPS 436,436원에 타깃 PBR 1.44배 적용. 타깃 PBR은 과거 귀금속 가격 상승기 초입의 평균 PBR을 10% 할인. 글로벌 경기 둔화로 인한 금속 수요 부진 반영

### 3Q23 Review 걸음이 느린 실적 회복

3Q23 연결기준 매출액 2.3조원(-16.4% yoy), 영업이익 1,604억원(+6.5% yoy), OPM 7.0%(+1.5%p yoy) 기록. 매출, 영업이익 모두 시장 컨센서스를 하회

LME 메탈 평균 가격은 전분기 대비 소폭 하락(아연 -4.4%, 연 +2.4%, 금 -2.5%, 은 -2.7%). 판매량은 연이 10.6만톤으로 전분기 대비 회복세를 보였지만 상반기 정기보수로 인해 부족했던 목표 진행률을 따라잡을 정도의 반등은 아니었음. 별도 OPM은 3분기에도 9.4%에 그치면서 4개 분기 연속 10%를 하회했음

자회사는 서린상사, SMC의 손익이 개선되는 모습을 보인 가운데, 스틸싸이클, 아크에너지, 폐달포인트(이그니오홀딩스) 법인 등은 여전히 적자 지속 중

### 단기 변동성 있지만 큰 계획은 동일

금속 가격이 안정화되고 있고 4분기 판매량 증가로 인해, 3분기 대비 실적 회복 가정은 크게 무리 없음. 문제는 아연, 연의 급격한 Spot TC 하락으로 '24년 수익성 전망'이 훼손되고 있는 것. 메탈 가격의 안정적 상승을 기대하기 어려운 매크로 상황인 점을 감안하면 '24년 이익 하향 조정'이 타당. 턴어라운드 모멘텀 축소

전기차 시장 둔화로 인해 신사업 상업생산 및 수익화 시기가 지연되고 있는 것을 확인. 다만, 동사는 경쟁력 높은 사업 구조를 구축하고 있으며, 축적된 제련 경험을 바탕으로 메인 플레이어가 되기에 부족함이 없는 기업. 중장기 성장성을 높게 평가

(단위: 십억원 %)

구분	3Q22	2023	직전추정	집중치	3Q23			4Q23		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,744	2,469	2,614	2,293	-16.4	-7.1	2,558	2,669	-9.9	16.4
영업이익	151	156	185	160	6.5	3.0	174	195	90.3	21.7
순이익	74	121	219	147	99.8	22.3	137	67	-74.1	-54.7

자료: 고려아연, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자 지표

(단위: 십억원 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	9,977	11,219	9,959	10,245	10,205
영업이익	1,096	919	657	790	956
세전순이익	1,139	881	669	749	925
총당기순이익	811	798	478	531	657
지배지분순이익	807	781	475	526	650
EPS	42,755	40,572	23,516	25,168	31,092
PER	12.0	13.9	20.4	19.1	15.4
BPS	403,163	469,994	452,169	441,604	452,696
PBR	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1
ROE	11.1	9.4	5.2	5.7	7.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 고려아연, 대신증권 Research Center

팬오션  
(028670)

양지환 jhwan.yang@daishin.com  
이지니 jini.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

7,000

하향

현재주가

(23.11.10)

4,525

운송업종

3분기 예견된 부진. 4분기와 24  
년 시황 및 실적 개선 예상

- 3Q23 실적 매출액은 당사 추정을 13%, 영업이익은 18% 하회하며 부진
- 4분기 계절적 수요와 주요국의 석탄 수입 증가로 BDI 약 30% 상승 전망
- 2024년 IMO의 환경규제 영향으로 노후선 퇴출 본격화 기대

투자 의견 매수, 목표주가 7,000원으로 4.1% 하향

2023년 3분기 팬오션의 영업이익은 당사 추정(970억원)을 18% 하회한 795억원을 기록함. 실적 부진의 가장 큰 이유는 1)주력사업부문인 건화물 사업부문이 업황 침체로 인해 부진, 2)컨테이너시황 악화로 컨테이너부문의 영업이익이 적자로 전환하였기 때문. 상기 요인을 반영하여 23~24년 동사의 영업이익 추정치를 각각 9.7%, 15.3% 하향 조정하며, 목표주가는 7,000원으로 4.1% 하향함. 목표주가는 하향하지만, 낮은 밸류에이션 수준과 3분기를 저점으로 이익이 개선 구간에 진입할 것으로 예상되어 투자 의견 매수 유지

23년 3분기 실적 당사 추정 대비 매출액은 13.1%, 영업이익은 18% 하회

팬오션의 23년 3분기 실적은 매출액 1.1조원(-39.5% yoy), 영업이익 795억원(-64.6% yoy)을 시현하며 당사 및 시장 기대치를 큰 폭으로 하회함. 사업부문별로 (증감은 yoy) [벌크] 매출액 7,654억원(-46.6%), 영업이익 554억원(-62.3%), [컨테이너] 매출액 843억원(-35.6%), 영업손실 63억원(적전), [탱커] 매출액 857억원(-1.3%), 영업이익 249억원(-30.2%), [LNG] 매출액 200억원(-7.9%), 영업이익 61억원(+82.3%)을 시현. 3분기 BDI는 1,197p(-27.7% yoy), 동사의 3분기말 운영선대는 240척(-29척 yoy)을 기록함

23년 4분기 BDI 11월 9일 현재 1,777p. 4Q 평균 BDI 1,550p로 예상

계절적인 수요와 중국, 인도의 석탄 수입량 증가로 4Q BDI는 1,550p(+29.5% qoq)로 상승 전망. 2024년 IMO의 환경규제와 중국의 제조업 경기회복으로 건화물 시황은 점진적 개선을 예상. 현 시점에서는 매수 대응이 바람직하다는 판단

(단위: 십억원 %)

구분	3Q22	2023	직전추정	잠정치	3Q23			4Q23		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,837	1,225	1,280	1,112	-39.5	-9.2	1,242	1,098	-22.7	-1.2
영업이익	224	125	97	79	-64.6	-36.4	112	110	-29.7	39.0
순이익	167	92	86	24	-85.3	-73.4	95	37	-69.5	52.5

자료: 팬오션 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	4,616	6,420	4,431	4,735	4,936
영업이익	573	790	428	532	613
세전순이익	550	688	271	381	478
총당기순이익	549	677	267	375	471
지배지분순이익	549	677	267	375	471
EPS	1,028	1,267	499	701	881
PER	5.3	4.5	9.2	6.6	5.2
BPS	6,728	8,404	8,753	9,305	10,036
PBR	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5
ROE	17.2	16.7	5.8	7.8	9.1

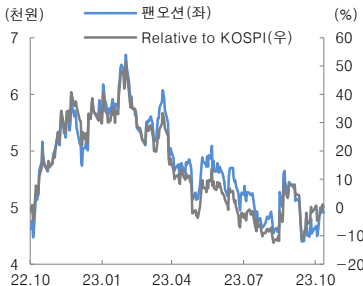
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 팬오션 대신증권 Research Center

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D
----------	---	----	---	----	---	---	---

KOSPI	2,409.66
시가총액	2,419십억원
시가총액비중	0.13%
자본금(보통주)	535십억원
52주 최고/최저	6,760원 / 4,120원
120일 평균거래대금	150억원
외국인지분율	13.89%
주요주주	하림자주 외 10 인 54.77% 국민연금공단 8.16%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.5	-5.4	-10.2	-5.5
상대수익률	-3.8	2.1	-7.0	-5.8



HMM  
(011200)

양지환 jhwan.yang@daishin.com  
이지니 jini.lee@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

17,000

하향

현재주가

(23.11.10)

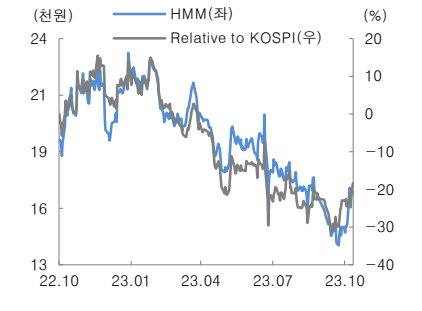
16,550

운송업종

ESG평가 등급 S A+ A B+ B C D

KOSPI	2409.66
시가총액	11,404십억원
시가총액비중	0.60%
자본금(보통주)	3,445십억원
52주 최고/최저	23,300원 / 13,950원
120일 평균거래대금	333억원
외국인지분율	12.72%
주요주주	한국해양진흥공사 40.40% 한국산업은행 20.69%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.6	-6.4	-15.9	-18.3
상대수익률	10.3	1.1	-12.9	-18.5



## 대세를 거스를 순 없었다

- 2023년 3분기 영업이익 당사 추정을 56% 하회하는 어닝 쇼크 기록
- 주력 항로인 미주의 Spot 운임 상승에도 동사의 컨테이너 운임은 하락
- 2024년 대규모 신조 인도에 따른 공급 증가로 시황 개선 가능성 희박

### 투자의견 시장수익률 유지, 목표주가 17,000원으로 5.6% 하향

HMM의 2023년 3분기 실적은 당사의 직전 추정을 매출액은 1.6%, 영업이익은 56.3%하는 어닝 쇼크를 기록함. 3분기 SCFI가 2분기대비 견조한 흐름을 보였고, 특히 동사의 주력 항로인 미주의 Spot운임 상승에도 불구하고, 동사의 운임은 오히려 2분기대비 약 7.8% 하락함. 동사의 컨테이너운임이 Spot SCFI와 다른 경로를 보인 이유는 1)2022년 대비 크게 하락한 SC운임이 3분기 운기 반영되면서 장기계약물량의 운임 하락, 2)유럽항로의 운임 급락 영향으로 추정. 또한 운임은 하락하였지만, 용선료와 연료비 등의 증가도 수익성 하락에 영향. 비수기 주요 Alliance를 중심으로 공급조절에 나서고 있지만, 늘어나는 신조 공급 영향으로 컨테이너 시황의 개선 가능성은 희박하다고 예상

### 2023년 3분기 실적은 당사 추정을 매출액은 1.6%, 영업이익은 56% 하회

HMM의 2023년 3분기 실적은 매출액 2,130조원(-58.4% yoy), 영업이익 758억원(-97.1% yoy)을 시현. 사업부문별로(증감은 yoy) [컨테이너] 매출액 1조 7,428억원(-63.3%), 영업이익 222억원(-99.1%) [벌크] 매출액 3,343억원(+5.5%), 영업이익 520억원(+181%), [기타] 매출액 495억원(+15.9%), 영업이익 17억원(흑전)을 기록함. 벌크부문의 실적 개선은 선대 확대 및 탱커 시황 호황의 영향

### 23년 4분기와 2024년 선사들의 공급조절에도 시황 개선 가능성 희박

성수기 같지 않은 3분기를 보낸 글로벌 선사들은 3대 Alliance를 중심으로 미주항로에서 공급 조절에 나서고 있지만, 늘어나는 신조 공급으로 시황 개선 가능성은 희박할 전망

(단위: 십억원 %)

구분	3Q22	2Q23	직전추정	잠정치	3Q23			4Q23		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	5,106	2,130	2,162	2,127	-58.4	-0.2	2,130	2,001	-43.2	-5.9
영업이익	2,601	160	174	76	-97.1	-52.5	155	22	-98.3	-70.9
순이익	2,605	325	257	95	-96.3	-70.6	205	143	-89.9	49.8

자료: HMM, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	13,794	18,583	8,339	7,886	7,856
영업이익	7,378	9,952	564	93	205
세전순이익	5,327	10,184	943	459	552
총당기순이익	5,337	10,085	849	413	497
지배지분순이익	5,337	10,085	849	413	497
EPS	13,754	20,623	1,602	599	721
PER	2.0	0.9	10.2	27.4	22.7
BPS	26,692	42,300	41,507	31,703	31,628
PBR	1.0	0.5	0.4	0.5	0.5
ROE	88.6	65.0	4.0	1.9	2.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: HMM, 대신증권 Research Center

롯데쇼핑  
(023530)

유정현 junghyun.yu@daishin.com  
정한솔 hansoljung@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

90,000

유지

현재주가

(23.11.09)

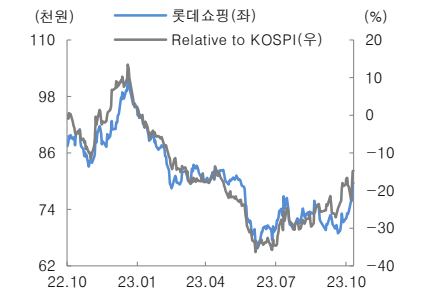
79,600

유통업종

ESG평가 등급 S A+ A B+ B C D

KOSPI	2427.08
시가총액	2,252십억원
시가총액비중	0.12%
자본금(보통주)	141십억원
52주 최고/최저	102,000원 / 65,800원
120일 평균거래대금	53억원
외국인지분율	8.76%
주요주주	롯데지주 외 28 인 61.17% 국민연금공단 5.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.4	9.6	-2.8	-11.0
상대수익률	11.6	17.7	0.5	-11.1



마트와 슈퍼의 선전, 그러나  
다른 주력 채널 부진 지속

- 할인마트와 슈퍼 손익 구조 개선 긍정적
- 하이마트와 홈쇼핑 등 기존 주력 채널의 경쟁력 약화
- 주력 채널간의 실적 희비 교차, 그러나 주가의 하방 경직성 유지될 듯

투자의견 Marketperform과 목표주가 90,000원 유지

투자의견 Marketperform과 목표주가 90,000원(2024년 예상 P/E 10배) 유지

할인마트와 슈퍼의 통합 소싱으로 취약했던 수익 구조를 개선 시킨 점 긍정적으로 평가. 그러나 기존에 실적에 크게 기여했던 가전 전문 채널 실적 부진이 당분간 지속될 것으로 예상되고 홈쇼핑 등 cash cow 채널들의 경쟁력이 약화된 점도 아쉬운 부분. 현재의 소비 경기 고려 시 당분간 실적 개선의 뚜렷한 모멘텀은 없지만 있는 주요 사업부의 손익이 더 크게 악화될 가능성도 낮아 주가는 현 수준에서 횡보할 가능성이 클 것으로 예상

3Q23 Review: 할인마트 선전, 백화점 등 여타 주력 채널은 아직 부진

3분기 매출액과 영업이익은 각각 3조 7,391억원(-7% yoy), 1,420억원(-5% yoy) 기록

[백화점] 국내점 기존점 성장률 -1.6% 기록. 늦더위와 지난 해 높은 성장률에 대한 기저 영향, 소비경기 부진 등으로 백화점 매출 역성장. 영업이익은 yoy 32% 감소함. 매출이 부진한데다 물가 상승에 따라 영업이익 디레버리징 효과 발생 [대형마트] 매출액은 3% 감소했으나 원가율 개선 노력으로 매출총이익률이 yoy 140bps 개선되었고 올해 마트 판관비 절감이 지속되면서 영업이익은 큰 폭으로 증가. 마트 사업부는 만성 적자 구조에서 안정적인 흑자 구조 안착 가능성을 다시 증명 [컬처웍스/이커머스/기타] 컬처웍스는 흥행작 부족으로 매출액이 13% 감소하고 투자, 배급작의 흥행 부진으로 이익이 크게 감소(전년비 영업이익 180억원 감소한 30억원 기록). 이커머스 사업부는 업계 전반적으로 투자를 축소하고 손익 중심의 환경이 조성되며 동사도 150억원 적자 축소. 이 밖에 하이마트와 홈쇼핑 등 주요 채널은 여전히 손익 부진 양상 지속

(단위: 십억원 %)

구분	2Q22	3Q22	작전추정	집정치	3Q23P			4Q23		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
순매출액	4,013	3,622	4,437	3,739	-6.8	3.2	3,822	4,114	8.5	10.0
영업이익	150	51	143	142	-5.4	175.8	144	183	96.1	28.5
순이익	-113	110	56	50	흑전	-54.4	70	1	흑전	-97.2

자료: 롯데쇼핑, FnGuide, 대산증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
순매출액	15,574	15,476	15,037	16,561	16,735
영업이익	208	386	489	573	603
세전순이익	-638	-567	290	357	394
총당기순이익	-273	-319	217	268	296
자배분순이익	-292	-325	217	253	279
EPS	-10,332	-11,473	7,679	8,936	9,877
PER	NA	NA	9.1	7.8	7.1
BPS	356,449	338,214	340,944	346,203	352,696
PBR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
ROE	-2.9	-3.3	2.3	2.6	2.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 롯데쇼핑, 대산증권 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.