

Morning Meeting Brief

Strategy

롤러코스터 장세의 이유. 저 PBR 급등은 언제/어디까지?

- 연휴 전까지 KOSPI 추가 반등시 일부 차익실현 기회로 활용할 필요
- 적극적인 투자보다는 순환매 차원에서 대응 지속해나갈 시점
- 단기 순환매로 IT가전, 미디어/교육, 비철/목재, 조선, 기계 업종 주목

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

Global Strategy

중국 증시: 어둡고 깁킴한 맨홀에 빠졌다

- 부동산시장 위험을 바탕으로 관련 투자 부진, 기업 부실 등 경기 하방 압력으로 작용할 가능성에 경제심리가 위축되고 있는 게 문제
- 부동산 경기 침체 장기화될 경우, 6가지 고질적인 병폐가 부각되며 주식시장 위축과 실물경제로의 전이 가능성에 대한 우려 높일 것
- 3월 양회, 시장 기대치를 넘어설 정부 지원책 제시와 이를 받아들이는 시장간 간극이 좁혀질 시점. 中 증시, 제한된 상승과 하락 반복 예상

문남중. namjoong.moon@daishin.com

Fixed Income

속도가 아니라 방향이다

- FOMC에서 거리감을 확인한 연준 VS. 시장
- 3월 인하는 어렵다. 그러나 시장금리는 크게 밀리지 않거나 오히려 강세
- 어쨌든 다음 행보는 기준금리 인하, 추세적인 채권 매수 확대

공동락. dongrak.kong@daishin.com

Commodity

중국 지방 양회를 통해 바라본 구리의 추가 수요

- 공급차질 이슈를 상쇄한 신재생에너지향 수요 위축, 구리의 박스권 탈피가 중요한 시점
- 그렇기에 지금은 최대 산업금속 소비국 중국의 역할 필요, 1월 지방정부 양회에서는 소비 통한 경기 대응 강조
- 다만, 연속성과 방법론 고민. 구리 등 산업금속에 대한 설부른 접근보다 주요 지표 모니터링 필요

최진영. jinyoing.choi@daishin.com

Macro

미국 1월 고용: 서프라이즈에 조정될 기대감

- 1월 비농업 신규 고용, 시간당 임금상승률을 모두 컨센서스 상회
- 고용 둔화 시그널 다수, 그러나 속도는 완만할 것
- 견조한 임금상승률에 느려질 물가 둔화, 그리고 조정될 인하 기대감

이주원. joowon.lee2@daishin.com

[Wealth Management Check] 연준이 제어하는 기간조정 국면

- 1월 FOMC에서 기준금리 인하시기와 양적긴축 축소 신호가 없어 기준금리 인하 기대감 약화
- 글로벌 경기의 급격한 침체 가능성은 낮아 주식시장 조정시 매수 전략은 가능하다고 판단
- 주식 중립, 채권 비중확대 의견 유지. 단기적으로는 단기채 중심의 안정성 확보 필요

조승빈. seungbin.cho@daishin.com

REITs

[REITs] 배당 확대법 국회 본회의 통과, 견고해진 리츠의 배당 안정성

- 상법과 세법간 배당 가능이익 차이 해소로 리츠 배당 안정성 확대
- 특히 해외 자산을 보유한 리츠와 물류 리츠 수혜 예상
- 법안 통과와 별도로 기존의 리츠 투자 전략은 유지

장승우. Seungwoo.jang@daishin.com

주택시장

[글로벌 부동산 이슈 (5) 한국 주거용] 전세의 두 얼굴 –24년은 여전히 공급보다는 정책과 금리-

- Market Review : 호재의 선반영
- Issue : 전세의 두 얼굴
- Outlook : 여전히 공급보다는 정책과 금리

배상영. Sangyoung.bae@daishin.com

산업 및 종목 분석

[Issue Comment] 금융업: 만년 저평가 금융주, 재평가 기회일까 오버슈팅일까

- 기업 밸류업 프로그램, 페널티 아닌 인센티브 구조로 갈 가능성 큼
- 금융회사 배당 정책 변화 분위기 없음. 그 보다 총당금 강화 주문
- 본질 변화 없으나 정책 나오는 2월 중순까지 기대감으로 상승 할 듯

박혜진. hyejin.park@daishin.com

[Industry Report] 자동차/부품: 저 PBR 수혜주 자동차, 이후 투자전략

- 기업 밸류업 프로그램 가시화로 자동차 업종의 수혜 기대감 확대
- 주가 급등에도 1) 타업종, 2) Peer, 3) Historical 추이 대비 매력 유료
- 1) 주주환원 기대감, 2) 적정 밸류 대비 Upside 큰 종목 중심 대응 필요

김귀연. gwyeon.kim@daishin.com

[4Q23 Review] 메타 플랫폼스(META): Temu & Shein 이끄는 성장

- 중국발 광고 증대에 힘입어 실적 서프라이즈
- AI 기반 추천 시스템 & 중국 판매자들의 광고에 기반한 매출 성장 지속 예상
- 이익률 개선세는 둔화. 12개월 선행 P/E 21배 수준으로 부담 적음

서영재. youngjae.seo@daishin.com

[4Q23 Review] 아마존(AMZN): 이커머스 & AWS, 성장과 이익률 개선 유지

- 이커머스 수익성 개선이 견인한 서프라이즈

- 이커머스, AWS 매출 성장 & 이익률 개선 유지 전망
- 12MF EV/EBITDA 14배로 밸류 부담 적음. 자사주 매입도 재개할 가능성

서영재. youngjae.seo@daishin.com

[4Q23 Review] 한미약품: 든든한 실적과 커지는 비만, MASH 신약 기대감

- 4Q23 주력 제품 및 성수기 효과로 양호한 실적 달성
- 24년도 주력 제품 및 자회사 북경한미의 견조한 성장세 지속할 전망
- 주요 파이프라인 (비만치료제, MASH 등) 가치 상승도 주목 필요

이희영. Heeyoung.lee@daishin.com

[4Q23 Review] NAVER: 커머스 흔들렸지만, 개선의 여지는 많다

- 4Q23 실적 컨센 부합. 광고 DA 역성장 지속, 커머스는 아쉬운 GMV 성장 기록
- 단, 2024년 커머스 수수료율 인상, 중국 직구 플랫폼 광고 수혜로 실적 개선 전망
- 최근 대외 요인(광고, 금리 등) 불확실에 주가 하락. 방향성 유호, 매수 기회 판단

이지은. Jeeeun.lee@daishin.com

[4Q23 Review] S-Oil: 단기 트레이딩 구간

- 재고평가손실, 정제마진 하락으로 정유부문 OP -2,567억원, 저조한 실적 기록
- 24년 1월 이후 등/경유 마진 급등(25달러/배럴)에 따른 1Q24 정제마진 추정치 상향 조정
- 23년 ROE 11.5%, PBR 0.9배 수준으로 현재 밸류에이션 역사적 저점 수준

위정원. Jungwon.weeee@daishin.com

Strategy

Strategist 이경민

kyoungmin.lee@daishin.com

롤러코스터 장세의 이유. 저PBR 급등은 언제/어디까지?

- 연휴 전까지 KOSPI 추가 반등시 일부 차익실현 기회로 활용할 필요
- 적극적인 투자보다는 순환매 차원에서 대응 지속해나갈 시점
- 단기 순환매로 IT가전, 미디어/교육, 비철/목재, 조선, 기계 업종 주목

미국채 금리 경로로 외국인 선물 매매패턴 가능. 다만, 단기 금리 반등 가능성 염두에 두며 KOSPI 추가 반등은 일부 차익실현 기회

23년 10월 이후 외국인 선물 누적 순매수와 미국채 10년물 간의 상관관계는 -0.88에 달한다. 10월 이후 미국채 10년물 주이와 외국인 선물 누적 순매수 주이를 보면 채권금리 변곡점과 외국인 선물 매매의 전환점이 1 ~ 2 거래일 시차를 두고 있을 뿐 일치한다. 향후 10년물 국채 금리 주이 전망을 통해 외국인 선물 매매패턴을 가능할 수 있다고 볼 수 있다. 다만, 단기적으로는 채권금리 반등 가능성을 염두에 두어야 할 시점이다. 따라서 연휴 전까지는 추가적인 KOSPI 반등을 일부 차익실현, 리스크 관리 기회로 활용할 필요가 있다. 현재 KOSPI는 2,615선대로 올라섰는데, 중요 밸류에이션 저항대를 넘어선 것으로 판단한다.

적극적인 투자보다는 순환매 차원에서 대응 지속해나갈 시점

지금은 적극적인 투자를 자제할 시점이다. KOSPI 급반등 과정에서 국내외 변수들에 대한 기대감이 강하게 유입되었다. 이러한 기대가 단기간에 현실화되거나 더 강한 기대를 자극할 수 있을지 생각해야 한다. 기대가 현실화되더라도 현재의 기대를 뛰어넘는 팩트가 아니라면 단기적으로는 시장에 더 강한 동력을 제공하기는 어렵다. 큰 흐름의 변화를 기대하더라도 지금은 기대와 현실 간의 간극을 고민해야 할 때이다. 따라서 최근 강한 반등, 강세를 보인 업종이나 종목은 일부 차익실현, 비중 축소를 하고, 대응하더라도 단기 가격/밸류에이션 매력이 높은 업종/종목을 선택하는 것이 유리하다고 판단한다. 아직까지는 추세 반전보다 순환매 차원에서 대응을 지속해나갈 시점이다.

단기 순환매로 IT가전, 미디어/교육, 비철/목재, 조선, 기계 업종 주목

1차 급등 국면에서는 저 PBR주가 동반 급등, 태마화 되었다. 다음 스텝에서는 주주 가치 재고에 기업 정책을 집중해 ROE 개선이 기대되거나 배당을 꾸준히 할 수 있는 이익 창출능력이 유효한 업종, 종목으로 슬림화될 전망이다. 그 전까지 단기 과열, 급등에 대한 부담을 덜어내는 매물소화과정이 필요하다. 설 연휴를 앞둔 현재, 급등한 저 PBR주 비중축소, 일부 차익실현을 제안한다. 추세적인 상승이 유효하더라도 단기적으로는 한템포 쉬어갈 가능성이 높다. 한편, 단기 가격/밸류에이션 매력이 높고, 외국인 순매수가 유입된 업종 중심의 단기 순환매는 유효하다. 2월 2일 종가 기준 IT가전, 미디어/교육, 비철/목재, 조선, 기계 등이 이에 해당한다.

Global Strategy

Global Strategist 문남중
namjoong.moon@daishin.com

Daishin's View

중국 증시: 어둡고 깜깜한 맨홀에 빠지다

- 부동산시장 위험, 경기 하방 압력 작용 가능성에 경제심리 위축되는게 문제
- 부동산 침체 장기화, 고질적인 병폐 부각. 증시 위축과 경제 전이 우려 증가
- 중국 증시, 3월 양회 전까지 제한된 상승과 하락 반복 예상

3월 양회, 과감한 정부 지원책 제시와 이를 받아들이는 시장간 간극 축소

올해 중국 증시(상해증합지수)는 투자심리 위축에 휘청대는 대표적 증시가 되었다. 2.5일 지준율 50bp 인하라는 모르핀 효과는 삼일천하(1.24~26)로 막을 내리고, 지수는 저점 테스트가 진행되고 있다. 연초이후 수익률 -6.9%로 EM 수익률(-4.1%)을 큰 폭 하회하고 있다(2.1일).

중국의 2023년 GDP 성장률은 5.2%(YoY 이하)로 목표치 5% 안팎을 달성했지만, 부동산시장 위험을 바탕으로 관련 투자 부진, 기업 부실 등 경기 하방 압력으로 작용할 가능성에 경제심리가 위축되고 있는 게 문제이다.

23.4/4분기 GDP(5.2%)의 전기(4.9%)대비 개선에도 불구하고, 올해 중국 증시의 낙폭 확대는 과도한 측면이 있다. 시장 기대치를 넘어서 과감한 정부 지원책 제시(통화정책 완화, 수요 측 부동산 규제 완화, 국가 자본주의 촉진 등)와 이를 받아들이는 시장간 간극이 좁혀질 시점은 3월 양회가 될 것이다. 그 전까지 상해증합지수는 2,700선 위에서 제한된 상승과 하락을 반복하는 흐름이 예상된다.

부동산 침체 장기화 시, 고질적인 병폐 부각. 증시 위축과 실물경제 전이 우려

중국은 2022년 이후 리오프닝에도 불구하고 실물 경기 회복이 기대에 미치지 못하자 주식시장도 위축되는 모습이다. 2023년 7월에는 소비자물가 상승률이 마이너스 (-)를 기록하면서 총수요부족에 따른 디플레이션에 직면했다. 민간부문의 본격적인 디레버리징과 투자위축이 나타나고 있지 않으나, 부동산 경기 침체가 장기화될 경우 중국이 가지고 있는 고질적인 병폐가 수면 위로 떠오르며 주식시장 위축과 실물경제로의 전이 가능성에 대한 우려를 높일 수 밖에 없다.

이를 시험하게 되는 때가 올해로, 부동산 경기가 회복되지 않는다면 올해 중국 경제와 주식시장은 불편한 한 해를 보내게 될 것이다. 중국 경제에 존재하는 잠재적 위기요인은 1. 중진국 함정, 2. 누증된 기업부채, 3. 빠른 속도로 증가하는 가계부채, 4. 지방정부 재정의 부실화, 5. 불안요인으로 작용하는 그림자금융, 6. 미국과 금리 격차 확대에 따른 위안화 캐리 트레이드 청산 등 6가지이다.

중국은 중진국 함정의 영향권에 들어섰다. 중국의 잠재성장률은 2008년 9.9%를 기록한 후, 2023년 5.4%로 하락이 추정되고, 향후에도 자본 생산성 하락과 함께 핵심 연령인구(25~49세)의 감소로 노동생산성 또한 추세적으로 둔화될 것이다. 이처럼 중국은 자본과 노동의 생산성 하락이 지속되면서 중진국 함정에 본격적으로 진입할 가능성이 상존해 있다.

또한 중국의 가계부채는 빠른 속도로 증가하고 있다. 중국의 GDP 대비 가계부채는 2006년 3월 11.5%에 불과했으나, 2023년 2/4분기에는 62.0%까지 확대됐다. 향후 중국 정부의 경기부양책에 따른 소비 회복이 기대되지만 가계의 채무상환 부담이 높아 소비 회복이 예상보다 미약할 가능성도 배제할 수 없다. 올해 중국 경제와 증시는 어둡고 깜깜한 맨홀에서 빠져 나오거나 더 깊은 수렁으로 들어서는 갈림길에 놓여 있어, 궁극적으로 부동산 경기 회복이 절실히하다.

속도가 아니라 방향이다

- FOMC에서 거리감을 확인한 연준 VS. 시장
- 3월 인하는 어렵다. 그러나 시장금리는 크게 밀리지 않거나 오히려 강세
- 어쨌든 다음 행보는 기준금리 인하, 추세적인 채권 매수 확대

당장 기준금리 인하는 어렵다는 연준(Fed)

미국 연준(Fed)이 2024년 첫 회의에서부터 향후 기준금리 인하 시점과 관련해 채권 시장과 상당한 공방전을 벌였다. 기준금리 인상 사이클이 끝나고 이제는 인하를 고민하겠지만 당장 금리 인하는 어렵다는 내용이었다.

이에 채권시장도 빠르게 3월 조기 기준금리 인하에 대한 기대감을 접기 시작했다. FOMC 직전까지도 50% 전후로 등락을 보였던 3월 인하 전망 확률은 무게추가 기울며, 이제는 3월은 아니다라는 쪽에 힘을 실리고 있다. 표면적으로만 보면 기준금리 결정에 대한 연준의 강력한 교통정리에 채권시장이 한 걸음 물러나는 형국이다.

하지만 결국 그 다음은 어쨌든 기준금리 인하, 속도가 아닌 방향

그러나 문제는 3월 인하에 대한 기대가 주춤해졌음에도 시중금리는 여전히 FOMC 이전과 비교할 때 큰 변화를 보이지 않고 있을 뿐만 아니라 장기물을 중심으로 하락을 시도 중이다.

보통 기준금리 결정에 대한 기대의 변화가 시중금리 동향에 결정적인 동인(動因)으로 작용하는 점을 감안하면, 3월 인하 불가론에 대한 시장의 반응은 이례적이다.

당사는 이처럼 연준과 시장 간의 금리 인하 시점을 둘러싼 시각 차가 확인됐음에도 채권시장이 여전히 평온한 상황을 유지하고 있는 원인으로 통화정책 기조 전환(pivot)이란 큰 재료가 인상 시기에 대한 논란이라는 상대적으로 작은 이슈를 암도했기 때문이라고 평가한다.

강세 여건 여전히 유효, 추세적인 채권 매수 확대 권고

우리는 시장의 조기 금리 인하 기대가 이번 FOMC에서 일정 정도 제약을 받았다는 점에서 1월 FOMC를 ‘제한적이나마 매파적’ 이었던 통화정책 이벤트로 평가한다. 하지만 금리 정책의 방향성이 이미 인하 기조로 전환됐다는 점에서 채권시장의 강세 여건을 크게 훼손하지는 않았다는 견해다.

중장기(3개월~6개월) 시각에서 추세적인 채권 매수 확대를 권고하며, 전략적인 관점에서 통화당국과 시장 간의 인식 차이로 인해 시중금리가 반등하는 국면은 오히려 채권 매수를 강화하는 기회라는 종전 입장을 그대로 유지한다.

Commodity

Commodity Analyst 최진영

jinyoung.choi@daishin.com

중국 지방 양회를 통해 바라본 구리의 추가 수요

- 공급차질을 상쇄한 신재생향 수요 위축, 구리의 박스권 탈피가 중요한 시점
- 중국의 역할 필요, 지방정부 양회는 소비 통해 경기 하방 리스크 대응 강조
- 다만, 연속성과 방법론 고민, 설부른 접근보다 주요 지표 모니터링 필요

박스권 간한 구리, 지루한 상황 종식 위해 중국의 역할 필요, 지방 양회 확인

구리 가격은 2023년 하반기부터 지금까지 박스권 장세가 계속되고 있다. 파나마 정부에 의한 Cobre Panama 광산(First Quantum) 폐쇄와 중국 제련기업 중심인 CSPT의 감산 등 공급 우려가 발생했으나 고금리의 장기화로 악화된 신재생에너지 향 수요가 발목을 잡고 있다. 이 같은 지루한 상황이 종식되려면 글로벌 최대 산업 금속 소비국 중국의 역할이 필요하다.

그러한 점에서 이번 중국 지방정부 양회 결과를 확인할 필요가 있다. 지방정부 양회는 중앙정부 양회(3월)의 프리뷰로 당해 정책 방향에 대한 실마리를 제공한다. 31개 지방정부는 올해 GDP 성장을 목표치를 사회과학원 전망치(5.3%)에 근접한 5.4%(가중평균)로 제시했다. 고정자산투자 목표치를 하향 조정한 지역은 31곳 중 16곳으로 2023년보다 11곳 증가했지만 소매판매는 큰 변화가 없었다. 올해 성장을 방어이자 부양의 Key가 소비라는 것을 암시한다.

연속성과 방법론에 대한 의구심, 설부른 접근보다 추가 모니터링 필요

그러나 비교적 양호한 목표치가 제시됐다 하더라도 설불리 접근할 수는 없다. 그 이유는 연속성과 방법론에 대한 의문이 남아있기 때문이다. China Credit Impulse(총 신용창출/GDP)는 중국정부의 부양 강도를 추적할 수 있는 지표로 구리 가격을 9~12개월 선행한다. 지난 10월 중앙정부 특별채권이 발행되기 시작하면서 Credit Impulse의 추가 반등이 확인됐다. 하지만 올해 3월말부로 발행이 종료된다는 점에서 연속성에 대한 고민이 남을 수밖에 없다.

지난 20여년간 활용됐던 지방정부 부채는 여전히 기대하기 어렵다. 중국 지방정부의 총부채(LGFV 포함) 대비 GDP와 재정능력은 92%와 397%로 자금조달을 이행할 여력 조차 없다. 재정 여력이 양호한 지역은 불과 11곳으로 전체 GDP의 30%에 해당하는 지방정부만이 레버리지를 일으킬 수 있다. 중앙정부에서 고위험군에 속한 지역에 대해 건설/인프라 투자(중앙정부 인가 사업 제외)를 중단하라 명령한 것을 고려하면 더더욱 기대하기 어려운 부분이다.

결국 기댈 곳은 가계 밖에 없다. 1월 27일 광저우시는 웨시우 등 6개 지역을 대상으로 36평 이상 주택에 대한 매입 제한 조치를 해제했다. 상하이시는 외지인에 대한 매입 조건을 완화(기혼 여부 폐지)하는 한편 시 외곽(외환)에서의 매입을 허용했다. 뿐만 아니라 인민은행은 상업용 부동산에 대한 자금조달 규제를 단계적으로 완화할 것이라 발표했다. 지난해 9월과 마찬가지로 가계 레버리지를 통해 부동산과 연관된 소비(30%)를 일으키겠다는 목적이이다.

다만, 중국의 산업금속 수요는 시간을 가지고 접근할 것을 권고한다. 방법론은 긍정적이나 가계는 시장의 영역이다. 부동산 정책에 대한 신뢰가 장기간 훼손된 상황에서 단기 내 가계 레버리지와 심리 회복을 단언할 수 없다. 구리 가격은 후행적으로 중앙정부 특별채권의 영향을 받겠지만 추세 판단을 위해 1)돈육 가격 회복에 따른 실질금리 하락과 2)주택담보대출의 개선, 그리고 3)과거 평균으로의 주택 거래량 회귀 여부 등 추가 확인이 필요하다.

Macro

Economist Jr. 이주원
joowon.lee@daishin.com

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

미국 1월 고용: 서프라이즈에 조정될 기대감

- 1월 비농업 신규 고용, 시간당 임금상승률 모두 컨센서스 상회
- 고용 둔화 시그널 다수, 그러나 속도는 완만할 것
- 견조한 임금상승률에 느려질 물가 둔화, 그리고 조정될 인하 기대감

1월 비농업 신규 고용, 시간당 임금상승률 모두 컨센서스 상회

1월 비농업 신규 고용은 전월대비 35.3만 건 증가하며 컨센서스 18.7만 건을 크게 상회했다. 11월, 12월 신규 고용자 각각 18.2만, 33.3만 명으로 상향 조정(기준 17.3만, 21.6만 명)되며 서프라이즈를 기록했다.

실업률은 3.7%로 컨센서스 3.8%를 하회했으며, 전월과 동일한 수준을 유지했다. 가계 데이터 내 취업자가 전월대비 감소했으나, 실업자가 더 큰 폭으로 감소한 영향인 것으로 파악된다. 고용률은 60.2%로 전월(60.1%)대비 0.1%p 증가했다.

경제활동참가율도 전월과 동일한 62.5%로, 코로나19 이전 수준('19년 평균 63.1%)으로 쉽게 회복하지 못하는 모습 보이며 타이트한 고용 여건을 뒷받침했다. 이에 시간당 임금 상승률 역시 YoY +4.5%, MoM +0.6% 기록하며 예상치(각각 +4.1%, 0.3%)를 크게 상회했으며 전월(+4.3%, +0.4%)대비로도 상방 압력이 확대되었다.

고용 둔화 시그널 다수, 그러나 속도는 완만할 것

금번 지표는 서프라이즈 기록했으나, 고용 둔화 방향성을 드러내는 시그널도 다수 확인되는 상황이다. 지별적 퇴사율은 감소 추세를 보이고 있으며, 비경제활동인구 중 취업을 원하는 인구가 '23년 3월을 저점으로 전반적으로 증가했다(그림 5, 6).

광의 실업률을 의미하는 U6 실업률(실업자+한계근로자+구직단념자+파트타임 근로자 비율)은 11월 7.0%→12월 7.1%→1월 7.2%로 3개월 연속 증가하였다(그림 7 참고). 또한 실업률을 일부 선행하는 ISM PMI의 고용 지수는 실업률 증가 방향성을 나타낸다(그림 4).

그러나 다음과 같은 요인들이 고용 둔화 속도가 완만할 것임을 시사한다. 구직자당 구인건수는 12월 기준 1.44건(vs. '18~19년 평균 1.16건)으로, 2개월 연속 반등한 것으로 보아 수급 불균형의 해소 속도는 여전히 더디다.

또한 제조업 임금상승률은 8개월째 5%대를 유지하고 있다(그림 8). 자동차 파업 영향도 있겠지만 정부 대규모 투자(CHIPs, IRA 등)에 제조업 일자리 수요가 견조한 것으로 파악된다. 이는 고용시장 하단을 지지하며 완만한 속도의 둔화를 뒷받침한다.

견조한 임금상승률에 느려질 물가 둔화, 그리고 조정될 인하 기대감

높은 임금상승률이 물가의 하방 경직성을 강화한 가운데, 공급측면 불확실성도 배제 할 수 없다. 1월 S&P 제조업 PMI 보고서에 따르면 높은 운송비와 연료비에 비용지수가 상승했으며, 이를 소비자 가격에 전가하며 가격지수도 상승했다.

홍해 리스크·파나마문하 통행 제한이 비용 측면 일부 상방압력으로 작용한 것으로 풀이되며, 이러한 영향이 재화 물가로 이어질 가능성을 감안할 필요가 있다(그림 9). 금번 발표 역시 물가 둔화는 bumpy할 것임을 뒷받침해주었으며, 이에 시장에 형성 되어 있는 연내 6회 금리 인하 기대감에 대한 조정은 계속될 공산이 크다.

Asset Allocation

조승빈

Seungbin.cho@daishin.com

연준이 제어하는 기간조정 국면

- 1월 FOMC에서 기준금리 인하 시기 신호가 없어 인하 기대감 약화
- 글로벌 경기의 급격한 침체 가능성은 낮아 조정시 매수 전략 가능
- 주식 중립, 채권 비중확대 유지. 단기적으로는 단기채 위주 안정성 확보 필요

투자 환경: 1월 FOMC로 인한 기준금리 인하 기대감 조정은 글로벌 금융시장 변동성 확대 요인

- 1) 1월 FOMC에서 기준금리 인하 시기와 양적긴축 축소 신호가 없어 기준금리 인하 기대감 약화
- 2) 연간 150bp 이상의 기준금리 인하 기대감이 시장금리 하락압력을 높인 만큼 국채금리 반등 가능
- 3) 중국을 중심으로 한 글로벌 제조업 경기 부진 지속과 기업실적 하향조정 가능성 주목

자산배분 전략: 주식 중립, 채권 비중확대 의견 유지. 단기적으로는 단기채 중심의 안정성 확보 필요

- 1) 주식: 시장금리 반등과 기업실적 하향조정은 변동성 확대 요인. 조정시 성장주 중심 비중확대 유효
 - 글로벌 경기의 급격한 침체 가능성은 낮아 주식시장 조정시 매수 전략은 가능하다고 판단
 - 시점의 문제일 뿐 기준금리 인하 가능성은 높아 국채금리 반등시 성장주 관심 지속 필요
 - 중국의 소비심리 악화로 인한 기업실적 부진의 전이 가능성도 성장주에는 긍정적 요인
- 2) 채권: 기준금리 인하 기대감 후퇴에 따른 국채금리 반등은 장기국채 투자 기회
 - 올해 150bp 이상 인하 기대감과 75bp 인하를 시사한 연준의 시각차는 금리 변동성 요인
 - 단기적으로 금융시장의 불확실성을 회피할 수 있는 자산은 단기채. 포트폴리오 안정성 확보 가능
 - 장기적으로 국채금리의 추세적 하락 기대. 국채금리 반등은 장기국채 비중 확대 기회
 - 회사채는 기업실적 하향조정 가능성을 고려해 우량 등급 위주로 접근하는 전략 필요

투자환경을 바꿀 수 있는 변수

- 1) 중국의 소비심리를 살리기 위한 중국 정부의 대규모 경기부양책 시행 여부
- 2) 3월 BTFP(은행 유동성 지원 프로그램) 종료를 앞두고 다시 부각되는 미국 지역 은행 위험

배당 확대법 국회 본회의 통과, 견고해진 리츠의 배당 안정성

- 상법과 세법간 배당가능이익 차이 해소로 리츠 배당 안정성 확대
- 특히 해외 자산을 보유한 리츠와 물류 리츠 수혜 예상
- 법안 통과와 별도로 기존의 리츠 투자 전략은 유지

리츠 배당확대법 국회 본회의 통과, 리츠 배당 안정성 확대

지난 1일 리츠 배당확대법이 국회 본회의를 통과함에 따라 리츠의 배당 안정성은 확대될 전망이다. 과거의 주요 문제점과 개선 내용은 다음과 같다.

[문제점] 상법은 리츠가 자산의 평가 손실을 이익에서 공제하여 배당 가능한 이익을 산정하도록 요구했다. 즉 리츠 자산가치의 평가 손실이 발생할 경우 리츠가 배당할 수 있는 이익이 감소하게 된다. 반면 법인세법은 리츠가 평가 손실을 고려하지 않고 배당 가능한 이익을 계산하며, 리츠는 법인세법에 따라 배당 가능이익의 90%를 배당할 시 법인세 면제 혜택을 받게 된다.

이 두 법의 차이로 인해 리츠가 평가 손실을 기록할 경우, 상법상 계산된 배당 가능 이익은 법인세법에서 정의한 배당 가능 이익보다 작아지게 된다. 이는 리츠가 법인세 면제 혜택을 받기 위한 90% 이상 배당 기준을 충족하지 못하게 만들어 결과적으로 법인세가 발생하고 투자자에게 지급되는 배당이 감소하게 되는 것이다. 결과적으로 투자자들 받는 배당금은 감소하고 리츠는 법인세를 내야 하는 상황이 발생한다.

[개선안] 배당확대법을 통해 이제는 상법에서도 리츠가 평가 손실을 고려하지 않게 되어 두 법상 배당가능이익의 차이가 발생하지 않게 되고 리츠의 배당 수익 안정성은 높아지고 투자자 보호를 강화하는 효과를 기대할 수 있다.

본 개정안으로 상법과 세법간의 차이를 해소하면서 리츠의 배당여력을 훼손하지 않고 주주들에게 환원할 수 있게 되었다는 것이 법안통과의 의의다.

해외 자산을 보유한 리츠와 국내 물류 리츠 배당 안정성 확대

법안 개선으로 수혜가 예상되는 리츠는 해외 자산을 기초자산으로 하는 제이알글로벌리츠, KB스타리츠, 이지스밸류리츠와 국내 물류센터를 기초자산으로 하는 ESR肯달스퀘어리츠가 될 전망이다.

KB스타리츠와 이지스밸류리츠는 금리 상승 영향으로 일부 보유 자산의 감정평가액이 매입가를 하회함에 따라 미실현평가손실이 발생한 바 있으며, 그로 인해 법인세가 발생했다. 24년에도 해외 상업용 부동산 시장의 변동성은 지속될 것으로 예상되는 가운데, 법 개정이 배당 안정성을 개선될 전망이다. ESR肯달스퀘어리츠는 물류센터를 기초자산으로 하고 있고 보유자산의 임지와 퀄리티가 우수함에도 불구하고, 국내 물류센터 투자 시장의 가격 변동성 확대로 자산 가치 하락 리스크가 있다. 같은 이유로 배당 안정성이 확대되었다.

법안 통과와 별도로 기존의 리츠 투자 전략은 유지한다.

금리 인하폭에 대한 기대는 낮아졌으나, 금리 인상 사이클은 정점을 지나고 있는 가운데, 차환으로 조달 금리 레벨이 높아져 배당 컷에 대한 악재가 해소된 리츠에 주목할 것을 권고한다.

주택시장

배상영 Ph.D

Sangyoung.bae@daishin.com

전세의 두 얼굴

-24년은 여전히 공급보다는 정책과 금리

- Market Review : 호재의 선반영
- Issue : 전세의 두 얼굴
- Outlook : 여전히 공급보다는 정책과 금리

IMF 외환위기 이후 가장 큰 월간 하락폭을 기록한 주택시장은 예상보다 빠르게 반등. 주택가격 급등락의 1차 원인은 금리 변동성이나, 배경에는 가격레벨, 임대료의 금리 연동성, 주택 정책 변화 및 정책 대출이 있었음. 특히, 금융위기 이후 나타난 완화적인 전세정책은 주택시장의 방향성과 투자패턴을 변화시킴. 필자는 향후에도 전세의 향방 및 정책 변화가 큰 영향을 미칠 것으로 예상해 ‘전세의 두 얼굴’에서 전세 전반에 대해 심도있게 다루려 함.

Market Review : 호재의 선반영

2022년 급락은 글로벌 금리 인상/상승이 직접적인 원인으로 작용. 배경에는 높은 가격레벨, 변동금리 중심의 주택금융 환경, 시장유동성을 저해하는 규제정책, 대출을 매개로 한 금리연동형 임대시장(전세) 등 존재.

2023년 급격한 반등 장세는 규제완화, 고가 주택 대출 허용, 시장, 정책 모기지의 출현, 그리고 시장금리의 속락이 배경으로 작용. 23년도 나타난 시장 환경 변화는 당시 향후 2~3년간 나타날 것으로 기대하는 주택시장의 호재들의 조기등판 국면이었다고 판단

Outlook : 여전히 공급보다는 정책과 금리

24년도 매매시장은 지지부진한 흐름을 보일 것으로 전망. 점진적인 금리하락과 일주물량 감소는 전세가격의 완만한 상승으로 이어지고, 매매가의 하방을 제한할 것으로 기대. 투자자들의 유입을 제한하는 정책 환경과 낮은 전세가율, 높아진 가격레벨, 저금리시기 대비 높은 이자부담은 상승을 저해하는 요인으로 작용

24년 시장 변화의 핵심 팩터는 여전히 정책과 금리. 현재 정책/금리 환경하에서는 정책대출/규제완화의 대상이 되는 지역과 가격, 상품 내에서 공급상황 별 차별화된 상승세가 예상. 사업성이 확보된 우량입지의 정비사업지는 견고한 흐름을 보일 것으로 기대. 다만, 이벤트 발생으로 인한 금리 변동과 정책 변화는 24년 시장의 변수로 작용

Issue : 전세의 두 얼굴

최근 나타난 ‘강통전세’, ‘전세사기’부터, 22년 금리 급등으로 인한 전세가 급락, 20년 임대차법 도입으로 전세가 급등 등 전세는 주택시장의 핵심 키워드 부상. 그러나, 필자는 실 여년 전부터 시작된 전세정책 변화가 주택시장의 변동성, 투자 형태 및 칼라, 매매가격의 향방 등에 영향을 미치는 팩터가 된 점에 주목.

전세의 기원부터, 전세의 월세화 흐름과 전세가율, 전월세전환율 핵심지표를 살펴보고, 이슈로 1) 전세는 주거 사다리인가, 투자 사다리인가?, 2) 역전세난과 전세난, 3) 금리에 의해 결정되는 임대료, 4) 자가 거주자 대비 전세 세입자(투자자)에게 유리한 금융환경, 5) 전세대출 DSR 도입 후에도 주담대 대비 유리 제시.

현 상황에서 전세가는 점진적으로 상승할 것으로 기대. 시장 금리와 전세에 대한 정부의 정책이 크게 작용할 것으로 예상. 최근 발표된 전세대출에 대한 DSR 도입과 같은 주담대와 동일한 규제는 상승 각도를 둔화시킬 것이지만, 금융위기 이후처럼 더 완화적인 전세대출 정책이 나타난다면, 전세가율을 높이는 속도가 빨라질 것이기 때문.

금융업

박혜진 hyejin.park@daishin.com

투자의견

은행: OW / 증권: NTR/ 보험: OW

유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
KB금융	Buy	70,000원
카카오뱅크(★)	Buy	36,000원
신한자주	Buy	43,000원
하나금융자주	Buy	53,000원
우리금융자주	Buy	15,000원
삼성화재	Buy	340,000원
DB손해보험	Buy	120,000원
현대해상	Buy	44,000원
삼성생명(★)	Buy	100,000원
메리츠금융자주(★)	Buy	77,000원
한국금융자주(★)	Buy	84,000원
미래에셋증권	Marketperform	8,000원
삼성증권	Buy	45,000원
키움증권	Buy	140,000원
NH투자증권	Buy	13,000원

만년 저평가 금융주, 재평가 기회일까 오버슈팅일까

- 기업 밸류업 프로그램, 페널티 아닌 인센티브 구조로 갈 가능성 큼
- 금융회사 배당 정책 변화 분위기 없음. 그 보다 충당금 강화 주문
- 본질 변화 없으나 정책 나오는 2월 중순까지 기대감으로 상승 할 듯

기업 밸류업 프로그램 관련 금융주 연일 강세

지난 24일 금융당국이 자본시장 정책 개선 방향 중 하나로 제시한 기업 밸류업 프로그램 덕분에 금융주가 연일 강세다. 증시 저평가 해소를 위해 기업 자구책이 필요하다는 것이다. 보도 내용은 추상적으로 설명돼 있으나 ‘주주가치 제고’라는 차원에서 배당 여력이 높은 금융사가 타겟이 되고 있다. 일본 사례와 비교하며 금융주 배당 확대를 통해 주가 상승을 기대할 수 있다는 것이다.

세부내용은 2월중 발표예정이기 때문에 그 전까지는 기대감으로 주가는 상승할 것으로 예상된다. 다만 애널리스트 입장에서 본다면, 아직 구체적인 방안이 나오지 않았기 때문에 조심스러울 수 밖에 없다. 그리고 페널티를 주는 구조가 아닌 인센티브를 주는 방식으로 진행될 가능성이 커 사실상 강제력은 없을 것으로 보인다.

만년 저평가 금융주, 재평가 기회일까 오버슈팅일까

금번 정책으로 금융사들의 자본 정책이 변화하는 분위기는 느낄 수 없다. 삼성생명, 삼성화재, 삼성증권, 하나금융지주가 배당정책을 발표했고 기 제시한 가이던스에서 크게 벗어나지 않는 수준이다. 다음주부터 실적발표가 예정된 금융사들도 기존 정책을 유지할 것으로 예상된다.

그리고 무엇보다 24일 금융위원회가 동 정책을 발표할 때 금융감독원은 금융사에게 건전성 강화, 특히 PF관련 보수적 충당금 적립을 주문했다. 자본 건전성 강화와 주주 환원 확대는 아무래도 양립할 수 없는 주제다. 특히나 최근 문제가 되고 있는 국내 부동산 PF는 경증을 막론하고 거의 대부분 금융회사에 영향을 주기 때문에 만일 밸류업 프로그램으로 인해 배당 정책을 확대하게 된다면 동 이슈가 어느 정도 해소돼야 가능할 것이다.

따라서 최근의 주가 급등은 실질의 변화보다 기대감이 상당히 반영됐다고 볼 수 있다. 전술한것처럼 금융회사의 발목을 잡는 각종 이슈가 소멸되고 실질적인 주주환원이 강화될 수 있는 시점은 빨리야 올해 말 정도로 예상한다.

다만 우리가 그 동안 타성에 젖어 금융회사의 Valuation을 항상 박하게 주었던 점에 대해서는 생각해볼 필요는 있다. 최근 은행주가 30% 이상 급등했음에도 그 중 PBR이 가장 높은 KB금융이 여전히 0.4x 수준이기 때문이다. KB금융의 sustainable한 ROE는 8% 내외임을 감안하면 급등한 주가에도 Valuation부담은 없다. 사실 KB금융뿐만 아니라 우리의 커버리지 중 Valuation이 부담되는 종목은 거의 없다.

다 덮어두고 PBR 가장 낮은 종목을 찾는다면

전술한 바와 같이 건전성 이슈는 모든 금융회사에 영향을 주기 때문에 다 덮어놓고 섹터 내 PBR이 가장 낮은 종목을 찾아보면 커버리지 중에는 우리금융지주(0.28x), 하나금융지주(0.28x), 삼성생명(0.28x), 현대해상(0.31x), 미래에셋증권(0.36x)이다.

자동차/부품

김구연 gwiyeon.kim@dashin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
현대차	BUY	300,000
기아	BUY	155,000
현대모비스	BUY	310,000
한온시스템	Marketperform	8,000
만도	BUY	56,000
한국타이어앤테크놀로지	BUY	60,000

저PBR 수혜주 자동차, 이후 투자전략

- 기업 밸류업 프로그램 가시화 자동차 업종의 수혜 기대감 확대
- 주가 급등에도 1) 타업종, 2) Peer, 3) Historical 추이 대비 매력 유효
- 1) 주주환원 기대감, 2) 적정 밸류 대비 Upside 큰 종목 중심 대응필요

국내 자동차 업종, 외국인 중심의 단기 급등세

2024년 YTD 자동차 업종 주가수익률 +8.7%(완성차 +14.6%/부품 +0.2%)로 코스피 -0.0% 대비 Outperform. 최근 1주일간(1/29~2/2일) 수익률 +13.7%(완성차 +17.2%/부품 +8.5%)로 단기간 내 급증하며 업종 전체 시총 +19.3조원 증가. 수급 흐름에 있어서도 외국인이 2월 2영업일간 1.1조원, 2/2일 하루에만 8,899억원 순매수하며 단기 수급 주도

종목에 있어서는 단연 현대차/기아 부각. 2월 2영업일간 현대차/기아 각각 +16.6%/+16.1% 상승. 양사 합산 시총 +13.5조원 증가하며 96.1조원 도달. 동기간 외국인이 현대차/기아 1.0조원 순매수(참고로, 2005년 이후 외국인의 월간 최대 순매수 금액은 2014.07월 9,949억원)

기업 밸류업 프로그램 => 자동차 업종 저PBR/주주환원정책 테마 부각

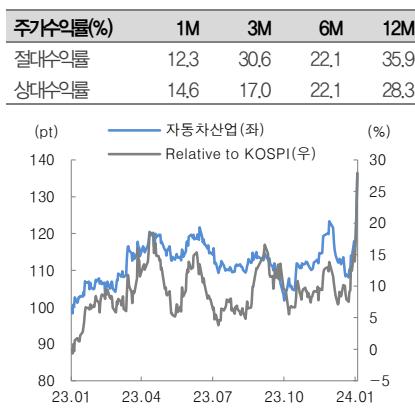
당사는 2024년 연간전망("Outperformer 선발전", 2023.12.04 발간)을 통해 2024년 신차 생산/경쟁 정상화에 따라, 완성차 업종의 실적 피크아웃 현실화 전망. 이에 따라, 시장 대비 자동차 업종의 Outperform 가능성 낮을 것으로 예상. 하지만 정부의 '기업 밸류업 프로그램' 가시화로 1) 저PBR, 2) 주주환원정책 확대 가능성 있는 업종 관심 급증. 이에 따라, 자동차 업종의 수혜 기대 확대되며 단기 주가 급등세. 국내 자동차 업종의 '24년 ROE 12.5배인 반면, '22~24년 평균 PBR 0.5배. 이는 MKF500 기준 ROE 8.8배-PBR 0.9배 대비 저평가

투자전략: 업종 Overweight, 종목 선호는: 현대차/기아/현대모비스/한국타이어/만도/한온시스템 순

단기 자동차 업종 주가 급등에도 1) 국내 타업종, 2) 글로벌 Peer Group, 3) Historical 추이 대비 밸류 부담 제한적. 저PBR 시장 컨셉 약화되더라도 주가 되돌림 현상 크지 않을 것. 이에 업종 Overweight 전략 유지

다만, 종목 대응에 있어 1) 추가 주주환원정책 기대감 유효하고, 2) 적정 PBR Valuation 대비 주가 Upside 큰 종목 중심 대응 추천. 자동차 업황/실적 펀더멘털 변화 제한적인 상황에서 시장 컨셉 변화로 주가 변동성 확대. 밸류 저렴(저PBR)할지라도 추가적인 주주환원정책(ROE 상승요인) 없다면 단기 급등분 되돌림 가능성 높기 때문

이에, 추가 자사주 매입&소각 가능성 높고, 밸류 부담 제한적인 [현대차\(BUY, TP 30만원\)](#), [기아\(BUY, 15.5만원\)](#) 중심 투자전략 추천. 또한, 안정적인 실적과 현금(흐름) 기반으로 추가 주주환원정책 검토 가능한 [현대모비스\(BUY, TP 31만원\)](#), [한국타이어앤테크놀로지\(BUY, TP 6만원\)](#) 추천



Meta Platforms (META)

서영재

youngjae.seo@daishin.com

투자의견

(파트셋 평균)

BUY

*(1.3)

목표주가(\$)

(파트셋 평균)

397.9

현재주가(\$)

(24.02.01)

394.8



기업명	Meta Platforms Inc
한글명	메타 플랫폼스
홈페이지	www.meta.com
결산일	12월
거래소 국가	US
상장 거래소	NASDAQ
시가총액(십억달러)	1,014.5
시가총액(조원)	1,351.2
발행주식수(백만주)	2,219.6
52주최고/최저가	406.4 / 167.7
주요주주	Vanguard, 7.8%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.5	26.6	22.3	157.8
상대수익률	8.7	10.8	15.1	138.7



Results Comment

Temu & Shein이 이끄는 성장

- 중국발 광고 증대에 힘입어 실적 서프라이즈
- AI 기반 추천 시스템 & 중국 판매자들의 광고에 기반한 매출 성장 지속 예상
- 이익률 개선세는 둔화. 12개월 선행 P/E 21배 수준으로 부담 적음

4Q23 Review: 중국발 광고 증대에 힘입어 실적 서프라이즈

3분기 매출액은 401억 달러(+24.7% YoY, +17.5% QoQ)를 기록하면서 컨센서스 +2.5% 상회. 영업이익 164억 달러(+156.0% YoY, +19.2% QoQ)로 컨센서스를 +6.7% 상회. EPS(GAAP 기준)는 5.33달러로 시장 예상치를 +10.5% 상회

광고 노출 +21% YoY 증가한 가운데, 광고 단가도 +2% YoY 상승. 일반적으로 광고 노출이 증가하면 광고 단가는 하락. 이번 분기에 광고 노출 증가에도 광고 단가가 상승한 것은 Temu를 비롯한 중국 판매자들이 공격적으로 광고를 늘린 영향으로 판단. 중국 판매자들은 2023년 전체 매출의 10% 차지. 2023년 매출액 성장률을 기여도는 5%p(2023년 매출 성장률 +15.7% YoY). AI 기반 추천 시스템을 도입해 이용시간이 증가한 점도 광고 노출 증대에 긍정적으로 작용

중국 판매자, AI 추천 기반 매출 성장 지속 예상. 다만, 이익률 개선세 둔화

4Q23 가이던스는 매출액 358억 달러(중간값 기준)로 컨센서스 +5.4% 상회

매출 성장은 1) 중국 판매자들의 광고 증가, 2) AI 추천 시스템 기반 이용시간 증가, 3) Reels 수익화가 견인할 전망. 첫째로, 중국 판매자들은 2024년에도 공격적인 광고 기조를 유지할 전망. Temu는 2024년 GMV 목표를 전년대비 100% 증가한 300억 달러로 제시. Shein도 마찬가지로 상장을 앞두고 성장을 중시할 가능성 높음. 경쟁사 틱톡도 GMV를 높이겠다는 목표를 발표하면서 광고 경쟁 심화될 것. 둘째로, Reels & 기타 비디오 추천 시스템 통합으로 이용시간 증가 추세 지속 예상. AI 추천 시스템은 23년 1분기 도입 이후 효율 꾸준히 개선. 셋째로, Reels 수익화 상승 예상. 4Q23부터 Reels 수익화 수준은 피드 & 스토리와 유사해짐. 광고 수요 증가 & 추천 시스템 고려하면 수익화 수준 상승 예상

AI 모델 개발 가속화. 2024년 H100 GPU 60만대 수준의 컴퓨팅 능력 확보. Llama3 개발 중이며 멀티 모달 및 차세대 모델들도 발표할 계획. Full General Intelligence를 구현하는 것이 목표이며 오픈소스로 공개할 것. AI를 추천 시스템뿐만 아니라 광고 제작, 비즈니스 메시징 등에 활용해 수익화 개선

영업이익률은 40.8%를 기록하면서 전분기대비 +0.5%p 상승. 다만, 이익률 개선 추세는 이번 분기 반영된 11억 달러의 구조조정 비용을 감안하더라도 둔화될 전망. AI 투자 위해 CAPEX를 늘리고, 필요한 직군의 채용도 재개한 영향

한편, 12개월 선행 P/E 21배 수준으로 밸류에이션 부담 적음

* 투자의견: 애널리스트의 컨센서스를 구간별로(1- Strong Buy, 1.5- Buy, 2- Hold, 2.5- Sell, 3.0- Strong Sell) 수치화. 1에 근접할수록 긍정적인 투자의견

4Q23 실적 지표

(단위: 십억달러, 달러, %)

구분	4Q22	3Q23	4Q23				1Q24
			발표치	컨센	서프	YoY	
매출액	32.2	34.1	40.1	39.1	2.5	24.7	17.5
영업이익	6.4	13.7	16.4	15.4	6.7	156.0	19.2
순이익	4.7	11.6	14.0	13.0	8.2	201.3	21.0
EPS	1.76	4.39	5.33	4.82	10.5	202.8	21.4
							3.64

자료: Factset, 대신증권 Research Center

Amazon (AMZN)

서영재

youngjae.seo@daishin.com

투자의견

(파트셋 평균)

BUY

*(1.1)

목표주가(\$)

(파트셋 평균)

185.0

현재주가(\$)

(24.02.01)

159.3



기업명	Amazon Com Inc
한글명	아마존
홈페이지	www.amazon.com
결산월	12월
거래소 국가	US
상장 거래소	NASDAQ
시가총액(십억달러)	1,322.7
시가총액(조원)	1,718.3
발행주식수(백만주)	10,260.4
52주최고가/최저가	161.7 / 88.1
주요주주	Bezos (Jeffrey P) 9.6%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.8	16.3	21.0	51.5
상대수익률	2.0	0.5	13.8	32.4



이커머스 & AWS, 성장과 이익률 개선 유지

- 이커머스 수익성 개선이 견인한 서프라이즈
- 이커머스, AWS 매출 성장 & 이익률 개선 유지 전망
- 12MF EV/EBITDA 14배로 밸류 부담 적음. 자사주 매입도 재개할 가능성

4Q23 Review: 이커머스 수익성 개선이 견인한 서프라이즈

4분기 매출액은 1,700억 달러(+13.9% YoY, +18.8% QoQ)를 기록하면서 컨센서스 +2.4% 상회. 영업이익은 132억 달러(+382.3% YoY, +18.0% QoQ)로 컨센서스를 +26.7% 상회. EPS는 1.00달러로 예상치 0.80달러 +25.4% 상회

이익 서프라이즈에 기반해 시간 외 거래에서 +7.1% 상승 마감

사업부문별 매출액은 온라인 705억 달러(+2.8% 상회, +9.3% YoY), 제3자 판매 서비스 436억 달러(+3.8% 상회, +19.9% YoY), 구독 105억 달러(+2.0% 상회, +14.1% YoY), 광고 147억 달러(+3.5% 상회, +26.8% YoY), 매장 52억 달러(−1.5% 하회, +3.9% YoY), AWS 242억 달러(부합, +13.2% YoY)

양호한 미국 연말 소비에 기반해 이커머스 매출 호조, 운송 물량 증가 및 풀필먼트 네트워크 재구조화로 효율성 상승. 제품 운송에 사용되는 해상 & 철도 운임도 하락. 노동 부족 현상이 완화된 점도 긍정적으로 작용. 이에, 4분기 북미 이커머스 영업이익률은 6.1%로 전분기대비 1.2%p 상승

이커머스, AWS 매출 성장 & 이익률 개선 유지 전망. 밸류 부담도 적음

이커머스 이익률 개선세 유지 예상. 2024년에는 인바운드 풀필먼트 아키텍처 재구조화 & 재고 배치 변화를 통해 효율화 지속할 계획. 미국 소매판매가 양호한 흐름 보이는 점 고려하면 이커머스 매출 성장세 지속 예상. 가격에 민감해진 소비자들이 이커머스 사용을 늘리고 있는 것으로 판단. 다만, 초과저축 감소 & 신용카드 연체율 상승은 향후 소비 둔화 가능성을 나타내기에 유의

아마존의 클라우드 부문 성장률도 반등 예상. AI 워크로드가 클라우드 매출 반등의 주요 원인으로 추정. 기존 클라우드 워크로드 최적화도 상당 부분 완료. 아울러, AWS 영업이익률은 1분기 추가 상승할 전망. 서버 상각 연수를 기준 5년에서 6년으로 연장한 것에 기인. 1분기 AWS 영업이익 9억 달러 증가 효과

12개월 선행 EV/EBITDA 14배 수준으로 과거 밴드 하단. 매출 성장 & 이익률 개선 고려 시 밸류에이션 부담 적음. 현금흐름 개선에 자사주 매입 재개도 가능

* 투자의견: 애널리스트의 컨센서스를 구간별로(1- Strong Buy, 1.5- Buy, 2- Hold, 2.5- Sell, 3.0- Strong Sell) 수치화. 1에 근접할수록 긍정적인 투자의견

4Q23 실적 지표

(단위: 십억달러, 달러, %)

구분	4Q22	3Q23	4Q23					1Q24
			발표치	컨센	서프	YoY	QoQ	
매출액	149.2	143.1	170.0	166.0	2.4	13.9	18.8	142.0
영업이익	2.7	11.2	13.2	10.4	26.7	382.3	18.0	9.0
순이익	0.3	9.9	10.6	8.5	25.0	3,712.9	7.3	7.8
EPS	0.03	0.94	1.00	0.80	25.4	3,233.3	6.4	0.69

자료: Factset, 대신증권 Research Center

한미약품

(128940)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

420,000

유지

현재주가

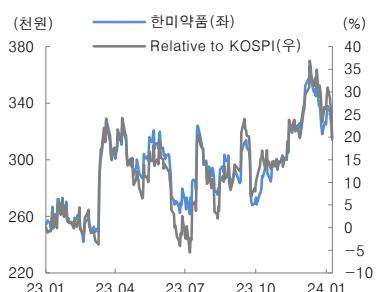
315,500

제작업종

(24.02.01)

KOSPI	2542.46
시가총액	4,0423억원
시가총액비중	0.21%
자본금(보통주)	313억원
52주 최고/최저	366,500원 / 241,849원
120일 평균거래대금	183억원
외국인자본율	16.53%
주요주주	한미사이언스 외 2인 41.43% 국민연금공단 11.34%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.5	12.6	15.5	22.3
상대수익률	-6.5	2.0	21.1	17.8



든든한 실적과 커지는 비만, MASH 신약 기대감

- 4Q23 주력 제품 및 성수기 효과로 양호한 실적 달성
- 24년도 주력 제품 및 자회사 북경한미의 견조한 성장세 지속할 전망
- 주요 파이프라인 (비만치료제, MASH 등) 가치 상승도 주목 필요

투자의견 매수, 목표주가 420,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 영업가치는 24년 추정 EBITDA에 국내 상위 제약사 평균 12개월 Fwd EV/EBITDA 멀티플 15배 적용하여 추정. 24년에도 주력 제품인 로수젯, 아모잘탄과 자회사 북경한미의 탄탄한 매출 상승 예상. 비만치료제, MASH 등 주요 파이프라인 가치 상승 시 기업가치 업사이드도 충분히 가능.

4Q23 Review 주력 제품 및 성수기 효과로 양호한 실적 달성

한미약품 4Q23 연결 매출 4,224억원(+20.3% YoY), 영업이익 701억원(+80.5% YoY), OPM 16.6% 달성. 4Q23 연결 매출 실적 컨센서스 및 당사 추정치 부합. 한미약품 별도 4Q23 매출 3,209억원(+20.3% YoY), 영업이익 536억원(+111.1% YoY), OPM 16.7% 달성. 주력제품 로수젯, 아모잘탄의 견조한 매출 성장, 독감 및 폐렴 유행으로 인한 계절적 성수기 효과, MSD로부터 둑얼아고니스트 임상 2b상 진입에 따른 마일스톤 184억원 수령, 한미정밀 흙자전환에 따라 호실적 달성 및 이익 개선.

24년 견조한 실적 성장세 지속 전망, 비만, MASH 파이프라인도 주목하자

한미약품 24년 연결 매출 1,6조원(+10.2% YoY), 영업이익 2,197억원(-0.4% YoY), OPM 13.4% 전망. 24년 주력 제품 (로수젯, 아모잘탄 등)의 견조한 성장세 지속 전망. 24년 3월 마드리갈 사의 레스메티롬이 MASH 치료제 최초로 FDA 허가시, 한미약품의 MASH 파이프라인 가치 부각될 것으로 예상. 비만 파이프라인 개발도 순행 중. 올해 트리플아고니스트 임상 1상 IND 신청 및 6월 미국 당뇨학회 ADA에서 전 임상 데이터 발표 예정. 24, 25년 주요 파이프라인 이벤트 주목.

구분	4Q22	3Q23	4Q23			1Q24		
			직전추정	점정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정
매출액	351	365	413	422	20.3	15.8	401	397
영업이익	39	58	90	70	80.5	21.9	64	62
순이익	23	61	40	30	34.4	-49.9	35	51

자료: 한미약품, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,203	1,332	1,491	1,644	1,807
영업이익	125	158	221	220	246
세전순이익	104	121	194	191	215
총기준순이익	81	102	159	156	176
자본자본순이익	67	83	148	145	164
EPS	5,232	6,463	11,528	11,307	12,772
PER	50.8	45.2	30.6	27.9	24.7
BPS	62,674	68,056	79,165	90,064	102,370
PBR	4.2	4.3	4.0	3.5	3.1
ROE	8.7	9.9	15.7	13.4	13.3

주: EPS와 BPS, ROE는 자본자본 기준으로 산출

자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

NAVER (035420)

이지은

jeeeun.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

290,000

유지

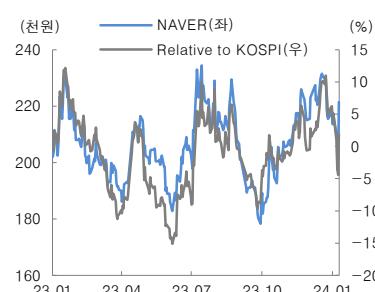
현재주가

221,500

인터넷업종

KOSPI	2615.31
시가총액	35,974십억원
시가총액비중	1.88%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	234,500원 / 178,300원
120일 평균거래대금	1,555억원
외국인지분율	48.56%
주요주주	국민연금공단 9.34% BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.10%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.6	16.1	-2.6	4.7
상대수익률	-0.6	4.0	-2.6	-1.1



커머스 흔들렸지만, 개선의 여지는 많다

- 4Q23 실적 컨센 부합. 광고 DA 역성장 지속, 커머스는 아쉬운 GMV 성장 기록
- 단, 2024년 커머스 수수료율 인상, 중국 직구 플랫폼 광고 수혜로 실적 개선 전망
- 최근 대외 요인(광고, 금리 등) 불확실에 주가 하락. 방향성 유효. 매수 기회 판단

투자의견 매수 유지, 목표주가 290,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 부문별 적정가치는 1) 서치 플랫폼 19.0조원, 2) 커머스 13.3조원, 3) 파이낸셜 2.9조원, 4) 웹툰 3.9조원, 5) 클라우드 2.7조원, 6) Z Holdings 지분가치 7.2조원 등. 참고) SOTP 방식으로 추정한 총 기업가치 약 47.9조원은 2024년 EPS 기준 PER 33배에 해당하는 수준

4분기, 광고, 커머스 모두 아쉽지만 2024년엔 실적 개선 전망

4Q23 매출액 2조 5,370억원(YoY 11.7%, QoQ 3.8%), 영업이익 4,055억원(YoY 20.5%, QoQ 6.7%) 기록. 매출, 영업이익 모두 컨센서스 부합하는 실적 기록

광고 서치 플랫폼 매출 9,283억원(YoY 1.3%, QoQ 3.3%) 기록. DA 4분기에도 YoY 역성장 지속. 광고 업황의 회복이 더디긴 하나, 1H23의 낮은 기저효과로 2Q24부터 순성장 전망. **커머스**, 4분기 매출 6,605억원(QoQ 2.0%) 기록. 네이버 쇼핑과 포시마크 모두 아쉬운 GMV 성장 기록. 네이버 쇼핑 GMV는 YoY 4.9% 성장(vs. 시장 성장률 10.6%). 포시마크 GMV는 QoQ 1.9% 증가 추정. 이외 펍테크, 컨텐츠, 클라우드는 순조로운 성장 지속 중

4분기 광고, 커머스 실적이 아쉽긴 하나, 2024년 광고 회복과 커머스의 중계 수수료율 인상 및 중국 직구 플랫폼의 광고 수혜로 인한 실적 개선(서치플랫폼 YoY 4.8%, 커머스 YoY 12.5%) 전망. AI는 광고, 커머스, 컨텐츠, 클라우드 등 대부분의 사업부에서 서비스 중. 아직 수익 규모가 유의미하지 않지만, AI로 증대된 유저 편의성에 따른 네이버 플랫폼의 유저 인게이지먼트 확대가 중장기적으로 수익성 증가로 이어질 것으로 판단. 최근 글로벌 플랫폼 실적에 따른 광고 업황의 불확실성, 금리 인하 기대감 축소 등으로 인터넷 주가 약세. 다만, 광고 회복과 금리 인하 모두 속도 조절은 있지만 방향성은 유효. 최근 주가 하락을 매수 기회로 추천

(단위: 십억원 %)

구분	4Q22	3Q23	작전주정	4Q23			1Q24			
				집정치	YoY	QoQ	Consensus	당사주정	YoY	QoQ
매출액	2,272	2,445	2,551	2,537	11.7	3.8	2,568	2,456	7.7	-3.2
영업이익	336	380	398	406	20.5	6.7	396	373	13.0	-7.9
순이익	149	373	234	219	47.2	-41.2	348	194	251.7	-11.6

자료: NAVER, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	6,818	8,220	9,671	10,638	11,544
영업이익	1,325	1,305	1,489	1,698	1,915
세전순이익	2,126	1,084	1,486	2,070	2,301
총당기순이익	16,478	673	988	1,408	1,565
자비자분순이익	16,490	760	1,013	1,466	1,630
EPS	100,400	4,634	6,176	8,934	9,933
PER	3.8	38.3	35.9	24.8	22.3
BPS	143,299	138,642	143,982	152,079	161,175
PBR	2.6	1.3	1.5	1.5	1.4
ROE	106.7	3.3	4.4	6.0	6.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배자분 기준으로 산출 / 자료: NAVER, 대신증권 Research Center

S-Oil (010950)

위정원

jungwon,weee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

90,000

유지

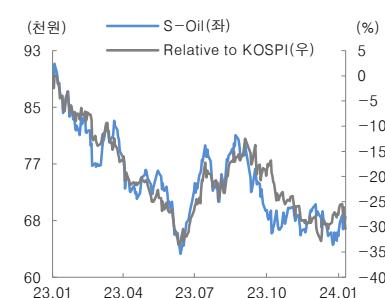
현재주가
(24.02.02)

68,800

정유업종

KOSPI	2615.31
시가총액	7,942십억원
시가총액비중	0.41%
자본금(보통주)	281십억원
52주 최고/최저	88,300원 / 63,400원
120일 평균거래대금	196억원
외국인지분율	76.98%
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 7 인 63.43% 국민연금공단 7.30%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.3	2.4	-8.9	-22.1
상대수익률	2.4	-8.3	-8.8	-26.4



단기 트레이딩 구간

- 재고평가손실, 정제마진 하락으로 정유OP -2,567억원 저조한 실적 기록
- 등/경유 마진 급등(25달러/배럴 이상)에 따른 정제마진 추정치 상향조정
- 23년 ROE 11.5%, PBR 0.9배 수준으로 역사적 저점 수준

투자의견 매수, 목표주가 90,000원 유지

목표주가는 24년 예상 BPS 79,710원에 Target PBR 1.1배 적용. 23년 ROE 11.5% 대비 PBR 0.9배 수준으로 역사적 저점 수준.

4Q23 Review: 시장예상치에 부합한 실적 기록

동사의 정유부문 영업손실 -2,567억원 기록. 4Q23 유가하락에 따른 재고평가손실 -1,520억원 및 정제마진 하락(추정치 3Q23 10.4달러/배럴 → 4Q23 1.7달러/배럴, QoQ -83.7%)에 기인. 화학부문 470억원 기록. 전분기 정기보수에 따른 일회성 비용 410억원 감안 시, QoQ -45.6% 감소. 윤활 부문 2,262억원(QoQ +53.7%, YoY -19.2%) 기록. 원가 하락(HSFO 70.2달러/배럴, QoQ -12.8%)한 가운데, 그룹2(150N) 가격 상승(878.5달러/배럴, QoQ +6.8%)하며 스프레드 개선.

1Q24 Preview: 기존 추정치 대비 영업이익 상향 조정

1Q24 예상 OP 5,085억원(QoQ +6,679%, YoY -1.4%) 전망. 정유부문 예상 OP 2796억원(QoQ 흑자전환, YoY -3.8%) 전망. OSP 감안시 1Q24 예상 평균 유가 81.9달러/배럴로 23년 12월 81.3달러(OSP +4달러)와 유사하기 때문에 추가적인 대규모 재고평가손실 가능성 제한적. 등/경유 난방용 수요 상승에 따른 마진 급등(25달러/배럴 이상)으로 1Q24 정제마진 추정치 4.4달러/배럴로 상향조정.

윤활 부문 예상 OP 1,814억원으로 24%의 견조한 마진을 유지 전망. 현재 HSFO 공급 증가에 따른 재고 상승으로 가격 약세 지속. 글로벌 윤활유 대규모 증설이 부재한 가운데 원가 하락에 따른 스프레드 유지 전망

(단위: 십억원 %)

구분	4Q22	3Q23	직전추정	4Q23			1Q24		
				점정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY
매출액	10,594	9,000	9,258	9,830	-7.2	9.2	9,249	9,099	0.2
영업이익	-160	859	12	8	흑전	-99.1	84	508	-1
순이익	229	545	122	209	-8.5	-61.6	74	320	20.7
									52.8

자료: S-Oil, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	27,464	42,446	35,727	34,360	36,603
영업이익	2,141	3,405	1,418	1,780	1,869
세전순이익	1,878	2,899	1,195	1,476	1,553
총당기순이익	1,379	2,104	998	1,093	1,150
자본화현금흐름	1,379	2,104	998	1,093	1,150
BPS	59,929	72,754	75,825	79,710	84,082
PBR	1.4	1.1	0.9	0.9	0.8
ROE	21.8	27.2	11.5	12.1	12.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배자분 기준으로 산출

자료: S-Oil, 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.