

# Morning Meeting Brief

## Asset Allocation

### 테이퍼링과 금융시장의 변화

- 가시화된 연준의 테이퍼링: 9월 FOMC에서 제시된 테이퍼링 일정은 2014년보다 더 빠르게 진행될 예정
- 지난 양적완화 구간의 패턴을 보면 연준의 자산매입 정책이 종료되는 과정에서 공통적으로 경기 둔화, 국채금리 하락, 달러 강세 나타남
- 과거와 달라진 금융환경의 영향으로 글로벌 경기둔화가 나타나는 시점은 과거에 비해 앞당겨질 가능성이 높아

조승빈, seungbin.cho@daishin.com

## Macro

### 3분기 미국 경기 모멘텀 둔화되었으나 여전히 긍정적

- 미국 GDP성장률 2분기 +6.7%에서 3분기 +2.8%로 큰 폭 둔화 예상
- 1)공급망 교란, 2)구인난, 3) 델타 변이 불확실성이 3분기 경기 둔화의 주요 요인
- 4분기 미국 경기는 고용 개선, 코로나 영향 감소 등 주요 둔화 요인 일부 해소되면서 개선 전망

이다은, daeun.lee@daishin.com

## Strategy

### 반도체가 변해야 KOSPI 반등이 지속된다

- 반도체 중심의 2022년 실적 불확실성이 KOSPI 반등 탄력을 저해, KOSPI 3,100선 회복에 있어 반도체의 분위기 반전 여부가 핵심 변수
- 현실적으로는 드라마틱한 실적 반전보다는 심리적 안도감 유입에 기대, 이번주 삼성전자, SK하이닉스 컨퍼런스 콜 결과, 시장반응에 주목
- 기술적 반등 국면에서 단기 매매에 집중력을 높이고 KOSPI가 3,100선에 근접할 경우 전략적으로 주식 비중 축소, 현금 비중 확대 권고

이경민, kyoungmin.lee@daishin.com

## Global Strategy

### 관전 포인트 2가지, 美 인프라와 中 헝다

- 금주 증시 분위기에 반전이 찾아올 수 있는 시점. (선진국) 美 인프라 투자 법안 처리 여부, (신흥국) 中 헝다그룹 디폴트 우려가 중심 변수
- 10월 글로벌 증시, 美 정책 불확실성 완화로 진정 국면 진입. 美 인프라 투자 법안 처리에 따라 1) 반등→상승 전환, 2) 반락 여부 결정될 것
- 10월 말과 29일, 각각 美와 中 중심 변수 결과 여부를 확인하고자 하는 증시 경계심리가 커질 수 있어 눈치보기 자세가 연출될 전망

문남중 namjoong.moon@daishin.com

### 물가와 성장에 대한 프라이싱은 동시에 이뤄진다

- 최근 미국 국채의 이른바 '질서정연한 금리의 상승'은 물가 인식 전환과 미국 경제 성장에 대한 기대의 변화에 기인
- 물가 인식 전환만으로는 질서정연한 금리 동향 설명에 한계. 10월 금리 변화의 요인은 미국 성장을 변화 추이에 대한 프라이싱
- 현재 동시에 진행되는 물가와 성장에 대한 국채 금리 프라이싱은 1분기 금리 상승 국면과는 확연히 달라진 요인

공동락. dongrak.kong@daishin.com

### Commodity

#### 국제유가 상승 속에서 나타난 WTI의 상대적 강세

- WTI유가 상대적으로 강세를 보이고 있는 이유는 미국의 저유황 경질유에 대한 수요가 늘어났기 때문
- 미국 내 최대 원유재고 창고인 오클라호마 쿠싱지역의 원유재고 감소 속도에 주목해야
- 국제유가의 추가 상승 가능성이 높으며, 연말까지 90달러대를 진입할 수 있을 것이라고 판단

김소현. sohyun.kim@daishin.com

### Quant

#### 로우볼 팩터 Harvesting 이 어려운 이유

- 단순 수익률 기준으로 비교할 경우 로우볼 포트폴리오는 하이볼 포트폴리오, 시장의 성과를 하회
- 로우볼 포트폴리오는 그 정의상 베타가 1보다 낮아 마켓 베타 팩터에 역베타가 들어가기 때문
- 베타 조정 시 로우볼이 장기적으로 하이볼, 시장의 성과 상회하나 현실적으로 무위험 이자율 수준에서 레버리지를 일으키기는 힘들

김지윤. jiyun.kim@daishin.com

### 산업 및 종목 분석

#### [Issue Comment] 반도체업: 비메모리도 보자

- 대형주 삼성전자(Buy/100,000원), 중소형주 네패스(Buy/43,000원), 관심종목 SK하이닉스(Buy/120,000원) 제시
- 코로나19로 IT기기 공급망 이슈 발생. 비메모리를 비롯한 부품 부족 발생. 추가로 중국 전력난, 물류 대란, 동남아시아 코로나19 확진자 수 증가에 따른 IT 생산 공장 중단되며 계속해서 IT생산 차질 발생. 공급망 이슈 2022년 상반기 완화되며, IT기기 생산량 증가 전망. 2022년 하반기 메모리 반도체 가격 하락폭 축소 예상
- 2021년 삼성전자 파운드리 매출은 전년대비 30% 성장, 반면 글로벌 파운드리 1위 기업 TSMC는 전년대비 24% 성장 예상. 7나노 이하 선단공정은 TSMC와 삼성전자 파운드리만 기술력 확보. 선단공정 파운드리 성장률이 전체 파운드리 성장률을 상회. 양사가 선단공정의 시장 증가를 모두 흡수하며 추가적으로 시장점유율을 확대해 나갈 전망
- 글로벌파운드리리는 나스닥 IPO 예정. 공모가 기준 기업가치는 약 250억달러. 인텔 또한 파운드리 시장 재진입을 발표했으나 양사 모두 기술력의 한계로 삼성전자 파운드리에게 위협이 되지 못할 것으로 예상함

이수빈. subin.lee@daishin.com

#### [3Q21 Review] KB 금융: 3개 분기 연속 눈부신 성과

- 투자의견 Buy, 목표주가 65,000원 유지
- 3분기 지배주주 기준 순이익 1.3조원(QoQ +7.8%, YoY +11.3%)으로 컨센서스 1.2조원을 7.4% 상회하는 호실적을 기록
- 핵심이익인 순이자이익과 비이자이익이 의미 있게 증가하는 가운데 대손비용은 오히려 감소하며 또 다시, 창립 이래 최대 실적을 경신. 2021년 연간 이익은 4.3조원을 상회 할 것으로 예상되는데 이는 지난해 대비 26% 증가하는 수준
- 11월 기준금리 인상 및 은행에 우호적인 매크로 환경이 지속되고 있어 내년 상반기까지 호실적 이어갈 가능성이 큼. 압도적인 어닝파워와 더불어 배당 정책의 정상화로 26%의 배당성향 가정 시 DPS는 2,900원이며 배당수익률 5.1%에 해당. 뿐만 아니라 분기 배당, 자사주 매입 등 다양한 배당정책을 기대해 볼 수 있음

박혜진. hyejin.park@daishin.com

### [3Q21 Review] 하나금융지주: 분기 순이익 1 조원을 향해

- 투자이건 Buy, 목표주가 53,000원 유지
- 3분기 지배주주 기준 순이익 9,287억원(QoQ +1.2%, YoY +22.5%)으로 우리의 추정과 컨센서스를 각각 +5.7%, +9.6% 상회하는 어닝서프라이즈 달성
- 환율상승에 따른 비화폐성 환차손 -819억원 반영되어 비이자이익이 다소 부진하였으나 대손비용이 크게 감소하였고 BIDV관련 지분법 이익 452억원 반영되며 호실적을 기록. 당 분기 NIM하락은 아쉬우나 일회성 요인이 컸다고 판단됨. 8월 기준금리가 +25bp 인상되었고 수신금리 상승세가 완화되고 있어 4분기 NIM은 +3bp 추가 개선될 것으로 예상
- 2, 3분기 9,000억원을 상회하는 순이익을 기록하며 2021년 연간이익은 3.2조원을 상회할 것으로 전망. 이는 지난해 대비 +23% 증가하는 수준인데 배당정책의 정상화로 배당성향 26% 가정 시 DPS는 2,900원으로 지난 중간배당 700원을 제외한 연말 배당은 2,200원인 수준. 어쨌든 연간 배당수익률 6.3%에 해당

박혜진. hyejin.park@daishin.com

### [3Q21 Review] 현대건설: 매출 증가 구간의 시작, 확고한 성장성

- 투자이건 매수(BUY), 목표주가 75,000원 유지
- 3Q21 실적은 매출액 4조 3,519억원(+8% yoy), 영업이익 2,204억원(+57% yoy). 컨센서스 대비 매출액 -6%, 영업이익 -4% 하회
- 매출액은 국내가 2조 8,214억원(+6% yoy)로 증가, 수주잔고 증가율(77.2조원, +18% yoy) 대비로는 아직 낮은 수준의 성장. 해외는 1조 5,306억원(+10% yoy)으로 증가. 파나마 메트로, 이라크 바스라 등 신규 프로젝트들이 반영. 일회성요인이 없어지며 이익률 안정. 매출 증가 구간이 시작
- 유가 회복으로 해외 수주환경 개선, 국내는 낮은 조달 금리, 브랜드파워로 점유율 확대. 2022년까지 이어지는 확고한 성장성. 4Q21부터 실적 성장폭 확대

이동현. dongheon.lee@daishin.com

### [3Q21 Review] AT&T: 사업 부문 재정비에 따른 이익 증가 확인

- 3Q21 견조한 매출과 비용 감소에 따른 이익 증가. 매출 39.9bn USD(-5.7% yoy, -9.4% qoq), OP 7.1bn USD(+15.9% yoy, +117.5% qoq), EPS 0.82 USD. 컨센서스는 매출 40.5bn USD, OP 8.2bn USD, EPS 0.63. 컨센서스 대비 매출과 영업이익 하회, EPS는 상회
- 주요 사업 부문 실적. 1) Communications. 매출 28.2bn USD(+3.8% yoy). 스마트폰 판매량 증가에 따른 가입자 증가와 장비 매출증가가 실적 견인. 2) WarnerMedia. 매출 8.4bn USD(+14.2% yoy). 콘텐츠, 구독 매출은 호실적 기록. 단, 광고 매출 감소가 일부 상쇄
- HBO Max. 미국 내 구독자 45백만명(-185만명 yoy)로 감소. 아마존 프라임 채널의 훌세일 판매 중단 영향. 단, 회사는 4분기에 콘텐츠 수, 리테일 가입자 수 증가 전망. 전세계 전체 가입자는 69.4백만명 수준. HBO Max 연간 가입자 성장 목표 달성에 문제 없을 것
- 2021 가이던스. 연간 조정 EPS는 전년대비 한 자릿수 성장 전망. 또한 동사의 FCF 목표는 260억 USD. HBO Max/HBO. 2021년 말 기준 가입자는 70~73 백만

김희재. hoijae.kim@daishin.com

# Asset Allocation

조승빈 seungbin.cho@daisin.com

## AsAP(Asset Allocation Plan)

# 테이퍼링과 금융시장의 변화

- 연준이 9월 FOMC에서 테이퍼링 일정을 구체화했다. 올해 연말 테이퍼링을 시작해 8개월간 단계적으로 자산매입 규모를 줄이고, 내년 중반쯤 자산매입 정책을 마무리하는 방안이 제시됐다. 코로나19로 혼란에 빠진 경제를 살리기 위해 연준이 시행한 양적완화 정책은 2008년 글로벌 금융위기 이후에 펼쳐진 양적완화 정책보다 속도는 한층 빨라졌고, 규모는 더욱 확대됐다. 코로나19가 불러온 경기침체 국면을 빠르게 극복할 수 있었던 데에는 연준을 비롯한 주요국 중앙은행의 적극적인 통화정책이 뒷받침되었기 때문이다. 그동안 글로벌 금융시장을 끌고 왔던 엔진 하나가 이제 방향을 바꾸려 하고 있다.
- 연준의 테이퍼링 시행과 양적완화 종료 과정에서 나타날 수 있는 글로벌 금융시장의 변화를 예측하기 위해서는 먼저 과거의 사례를 참고해볼 필요가 있다. 2008년 글로벌 금융위기 이후 연준은 3차례 걸쳐 양적완화 정책을 진행했다. 연준의 자산매입 정책이 종료되는 과정에서 나타났던 공통적인 특징은 경기 둔화, 국채금리 하락, 달러 강세였다. 그리고 위험자산에 대한 선호심리가 약해지면서 글로벌 주식시장은 고점 대비 10 ~ 20% 정도 하락했다.
- 연말부터 시작될 것으로 예상되는 테이퍼링과 양적완화 종료 과정에서도 주요 지표의 흐름은 과거와 유사할 것으로 예상된다. 다만, 과거와 달라진 금융환경의 영향으로 글로벌 경기둔화가 나타나는 시점은 과거에 비해 앞당겨질 가능성이 높아졌다고 판단한다. 현재와 과거 사이에서 가장 크게 달라진 점은 높아진 물가수준이다. 공급망 병목현상이 예상과 달리 장기간 이어지고 있는데다 유가와 천연가스 등 원자재 가격의 상승세가 이어지면서 물가 상승 압력을 높이고 있다.
- 물가 상승이 경기에 부담요인이 되고 있다는 신호도 나타나기 시작했다. 미국의 소비자심리 지표가 예상보다 부진한 가운데 경기보다는 제품가격 상승으로 인한 가격부담이 소비자심리 약화의 원인으로 부각되고 있다. 공급망 병목현상으로 인한 생산 차질에 원가 부담까지 더해지면서 기업경기도 둔화되기 시작했다. 글로벌 경기둔화 국면과 연준의 테이퍼링이 겹치면서 내년 상반기까지 글로벌 금융시장의 불확실성은 지속될 가능성이 높다고 판단한다.
- 포트폴리오의 안정성을 높이기 위해 연말까지는 달러 중심의 유동성 확보가 필요하다. 연준이 테이퍼링 일정을 가시화한 이후 국채금리의 상승세가 이어지고 있지만, 연준이 실제로 테이퍼링을 시작하면 경기 둔화에 대한 우려가 국채금리의 하락압력을 높이는 요인이 될 것으로 예상된다. 장기채에 대한 투자비중 확대는 국채금리 상승세가 진정될 것으로 전망되는 연말이 적절한 시점이라 판단한다.
- 주식의 경우 연말까지는 원자재 가격과 금리 상승의 수혜가 기대되는 가치주가 상대적으로 양호한 성과를 기록할 것으로 예상된다. 연말을 앞둔 시점이라는 점에서 실적이 견조한 배당주도 주목받을 수 있다. 다만, 글로벌 경기 둔화 국면이 다가오고 있다는 점에서 주가지수 반등을 주식에 대한 투자비중 축소의 기회로 활용해야 한다고 판단한다. 연말 이후 연준의 자산매입 축소 과정에서 기대 인플레이션은 하락할 것으로 예상된다. 내년 상반기부터는 차별화된 성장성으로 경기 둔화 국면을 이겨낼 수 있는 성장주와 경기 방어주가 양호한 흐름을 나타낼 수 있다.
- 다음 경기 사이클의 회복을 확인하기 위해서는 글로벌 유동성의 움직임에 주목할 필요가 있다. G3(미국, 유로존, 중국) Credit Impulse(GDP 대비 신용창출 규모)의 전년동월대비 변화는 1년 정도의 시차를 두고 OECD 경기선행지수를 선행해서 움직이는 모습을 보여주었다. 지난 8월 G3 Credit Impulse는 전년동월대비 -4.8%p 감소하면서 2018년 12월 저점 이후 최저 수준을 기록했다. 조만간 G3 Credit Impulse의 저점 확인이 가능할 것으로 보여 2022년 3/4분기에는 글로벌 경기가 다시 회복세를 나타낼 수 있을 것으로 예상된다. 2022년 상반기를 넘어가는 시점부터는 주식과 같은 위험자산에 대한 투자비중을 확대하는 전략이 필요하다고 판단한다.

# 3분기 미국 경기 모멘텀 둔화 되었으나 여전히 긍정적

- 10월 20일 발표된 미국 경기 동향 보고서 '베이지북'에 따르면 9월 미국 경기는 지역별로 완만한(modest) 또는 보통(moderate)의 속도로 성장하고 있으나 성장 속도는 둔화되었다고 평가하였다.
- 이러한 경기 추세가 반영되어 10월 28일 발표예정인 3분기 미국 GDP성장률(전기대비연율)의 컨센서스는 +2.8%로 2분기 +6.7%에서 크게 둔화될 것으로 추정되고 있다. 애틀랜타 연준의 GDP전망모델 GDP Now의 예측치는 이보다 더 낮은 +0.5%로 3분기 GDP가 컨센서스를 하회할 가능성도 존재하고 있다.
- 3분기 경기 둔화 요인을 살펴보면 크게 1)공급망 교란 2)구인난 3)델타 변이 불확실성으로 나누어 볼 수 있다.
- 첫번째 공급망 차질 그 중에서도 차량용 반도체 공급 부족이 지속되면서 생산과 소비 둔화에 큰 영향을 끼쳤다.3분기 평균 설비기동률은 75.9%로 2020년 2분기(+65.6%)를 저점으로 상승세를 보인 반면, 자동차차부품 설비기동률은 2020년 3분기(+101.6%)를 정점으로 하락세를 지속하고 있다. 생산 차질이 판매에 영향을 끼치면서 3분기 자동차 판매는 +340만대로 전년동월대비 13% 감소하였다.
- 공급망 교란은 연말까지 해소되기는 어려워 보여 이에 따른 영향이 4분기에도 지속될 전망이다. 이미 미국의 10월 Markit 제조업 PMI는 공급망 차질 영향이 지속되면서 2021년 3월 이후 가장 낮은 수치를 기록하였다.
- 두번째 요인은 구인난이다. 미국 고용시장은 8~9월 비농업 고용이 예상치를 크게 하회하는 등 더딘 회복세를 보였다. 9월 실업률이 코로나 이후 처음으로 5%를 하회한 점은 긍정적이나, 자발적 실업 증가 등으로 고용참가율의 회복속도가 낮은 점은 우려가 되고 있다.
- 긍정적인 부분은 10월들어 미국 고용시장 회복세가 강화되는 모습을 보이고 있다는 것이다. 미국 신규 실업청구건수는 10월 둘째주부터 30만명을 하회하면서 코로나 이전 수준에 근접하고 있으며, 2주 이상 연속 실업수당청구건수도 10월들어 급감하는 모습이다. 이는 지난달 미국 정부의 추가 실업수당 지급 종료, 코로나 확산세 둔화, 등교 재개 등이 복합적으로 영향을 미치면서 고용시장이 점진적으로 개선되고 있음을 시사한다.
- 세번째 요인은 델타변이 불확실성이다. 델타 변이가 확산되면서 8월부터 영향이 본격적으로 가시화되어 그 여파가 9월까지 이어졌다. 소비자심리지수가 3개월 연속 하락세를 지속하였으며, 각종 서비스 관련 소비 지표도 부진한 양상을 보였다.
- 다행히 미국내 코로나19 확진자 수는 9월 초 감소세로 전환하여 6만명까지 축소되었다. 또한, 10월 20일부터 추가 접종(부스터샷)이 시행되면서 예방효과가 강화됨에 따라 코로나에 따른 불확실성은 더욱 감소할 전망이다. 이러한 영향으로 10월 Markit 서비스 PMI지수는 전월대비 +3.3pt 상승하는 등 서비스업 회복이 가시화되고 있으며, 코로나 이전 일상으로 정상화되면서 노동자들의 일자리 복귀도 확대될 것으로 예상된다.
- 3분기 GDP 성장률 둔화는 이미 어느정도 예상되었던 부분이지만 예상보다 크게 둔화될 경우 미국 경제에 대한 우려가 부각되며 금융시장 변동성이 커질 수 있다. 하지만 앞서 말한 것처럼 공급망 차질을 제외한 다른 주요 둔화 요인들이 점차 해소되는 모습을 보이고 있다는 점에서 미국 경기는 아직 우려할 상황은 아니며 4분기 미국 경기는 다시 반등할 가능성이 높다고 판단한다.

## 반도체가 변해야 KOSPI 반등이 지속된다

- 최근 글로벌 증시의 반등과정에서 KOSPI의 상대적 부진이 뚜렷하다. 그 이유는 반도체에서 찾을 수 있다. KOSPI 3/4분기 실적시즌에 대한 기대는 유효하지만, 2022년 실적 불확실성 확대, 그 중심에 반도체가 자리하고 있다는 점이 KOSPI의 반등 탄력을 저해하고 있는 것이다. 반도체 비중이 높은 대만 기관지수도 글로벌 증시대비 부진하다.
- 외국인 매매패턴을 보더라도 반도체 업종에 매도가 집중되었고, 운송, IT하드웨어, 철강 업종 등에 매도를 기록 중이다. 반면, 자동차, 건강관리, IT가전, 소프트웨어, 증권 등 소외 업종, 낙폭이 컸던 성장주 중심으로 순매수하고 있다. 외국인 투자자들도 KOSPI의 추세적인 변화보다는 기술적 반등에 초점을 두고 있다고 생각한다. 그렇다면, 이제 KOSPI 기술적 반등은 끝난 것일까? 지난주까지 KOSPI 상대적 부진의 중심에 서 있는 반도체가 향후 KOSPI 기술적 반등국면의 키를 쥐고 있다.
- 반도체 업종의 올해 4분기 영업이익 전망은 한 달 동안 4.45% 하향조정되었다. 2022년 연간 영업이익 기준으로는 반도체 업종이 한 달 동안 8.49% 레벨다운 되었고, 이로 인해 KOSPI도 2.17% 하향조정 중이다. 반도체 업종의 2022년 영업이익 전망은 7월말 81.4조원에서 70.7조원으로 내려왔었고, 70조원을 지켜낼 수 있을지에 대한 불확실성도 커지고 있다.
- KOSPI 시가총액의 23.7% 이상을 차지하는 업종으로서의 무게감에 반도체 부진은 KOSPI의 글로벌 증시대비 상대적 약세로 이어진 것이다. 다시 말하면 반도체의 분위기 반전 여부가 KOSPI 디커플링 완화, 추가 반등, 3,100선 회복에 있어 핵심변수라고 볼 수 있다. 이러한 측면에서 이번 주 삼성전자와 SK하이닉스 컨퍼런스 콜에 주목한다. 26일에는 SK하이닉스, 28일에는 삼성전자 3/4분기 실적발표 및 컨퍼런스 콜(IR)이 예정되어 있다. 이는 반도체 반등과 함께 KOSPI 단기 반등 탄력 강화 여부를 결정짓는 최대 분기점이다. 시장 기대치를 뛰어넘는 실적발표와 4/4분기와 22년 장맛빛 전망이 공개된다면 더 없이 좋을 것이다. 하지만, 이에 대한 막연한 기대를 갖기는 무리라고 생각한다.
- 현실적으로는 현재 투자자들이 걱정하고 우려하는 상황보다는 조금 낫다는 투자심리 변화에 주목한다. 즉, 실적의 드라마틱한 반전을 예상하기는 어렵지만, 심리적 안도감이 유입될 경우 장기간 소외되고, 저평가 받아왔던 만큼의 반등은 기대할 수 있다는 의미이다
- 10월 6일 이후 KOSPI 기술적 반등국면에서 낙폭과대주, 소외주들의 순환매가 전개되고 있다는 점에 주목한다. 자동차, 소프트웨어, 2차 전지의 반등 이후 다음 타자로 반도체가 부각될 수 있다는 의미이다. 이 경우 그동안 부진했던 KOSPI는 미국, 글로벌 증시와의 Gap 축소에 나서고, 3,100선 회복시도가 가시화될 전망이다. 반도체의 기술적 반등, 상대적 약세국면 탈피가 KOSPI 디커플링 완화, 3,100선 회복의 키라고 생각한다. 이번주 삼성전자, SK하이닉스 컨퍼런스 콜 결과와 이후 심리변화, 시장 반응에 주목하는 이유이다
- 반면, 추세를 결정짓는 펀더멘털 변수는 여전히 불안정한 흐름을 이어가고 있다. 공급망 병목현상이 장기화되는데 따른 여파가 물가 상승압력에 이어 경기불확실성을 자극하고 있고, 이러한 흐름은 2022년 전망에까지 영향을 주고 있다
- 글로벌 공급망 병목현상이 현재 진행 중이고, 이로 인한 경기불확실성 확대, 경기모멘텀 둔화, 물가 상승압력 지속/확대국면임을 감안할 때 최근의 위험자산 강세가 추세적으로 이어질 가능성은 낮다고 판단한다. 단기적으로는 장기간 소외된 KOSPI와 그 중에서도 반도체 업종의 변화에 주목하고 단기 트레이딩 대상으로 집중력을 높일 필요가 있다. 하지만, 반도체 주도로 KOSPI가 3,100선에 근접할 경우 전략적으로는 주식 비중 축소, 현금비중 확대가 유리하다고 생각한다.

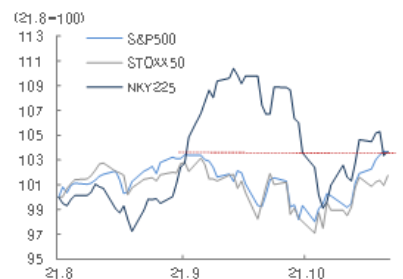
## 관전 포인트 2가지, 美 인프라와 中 헝다

- 불확실성이 해소되지 않았음에도 불구하고, 10월 글로벌 증시(FTSE, +4.5%, 10.22일 기준)는 어느덧 전월의 하락분(-4.2%)을 상회하기 시작했다. 미국 상원에서 임시 예산안과 부채 한도 유예 법안이 통과된 후, 글로벌 증시는 진정 국면에 들어서기 시작했고 미국의 3/4분기 실적 시즌이 본격화된 후 예상치를 상회하는 일부 기업의 실적 호조세가 증시 반등을 뒷받침했다.
- 10월 마지막째 주는 이러한 증시 분위기에 반전이 찾아올 수 있는 시점으로 선진국에서는 미국의 인프라 투자 법안의 의회 통과 여부, 신흥국에서는 중국 헝다그룹의 디폴트 우려가 중심 변수가 되면서 전반적으로 눈치보기 장세가 진행될 가능성이 높다.
- 전세계 증시의 가능자인 미국 증시가 정책 불확실성 완화를 바탕으로 10월 진정 국면에 들어섰다는 점에서, 남아있는 마지막 관문인 인프라 투자 법안 처리에 따라 1) 반등에서 상승으로 전환할지, 2) 다시 반락할지 여부가 결정될 것이다. 짧게는 10월 마지막째 주, 멀게는 11~12월 증시 향방을 결정할 변수인 만큼 현재 진행 상황과 예상되는 결과에 주목해야 한다.
- 12일 부채 한도 유예 법안의 의회 통과가 확정된 후, 민주당은 인프라 투자 법안 처리에 속도를 내고 휴먼 인프라를 둘러싼 당내 갈등을 봉합하기 위해 당초 3조 5천억 달러 규모를 1조 7천억~1조 9천억 달러로 축소해 의회 처리를 추진한다. 공화당과 민주당내 중도파가 코로나19 부양책으로 커진 재정 부담과 유동성 추가 공급이 물가 압력을 높일 수 있어 규모 축소를 주장해왔다는 점에서, 두 집단의 반발을 무마시킬 수 있는 절충안인 만큼 10월 말 인프라 투자 법안의 통과 가능성이 커졌다.
- 중국 증시(상해종합)는 10월 13일 이후, 불안한 변동 흐름을 보이고 있지만 헝다그룹의 유동성 위기가 재부각되는 시점에 놓여 있다. 헝다그룹은 9월 23일 지급하지 못했던 달러 채권 이자(8,350만 달러)를 유예기간 이틀전인 10월 21일 지급하면서 급한 불은 끄는 모양새지만, 9월 29일(4,750만 달러)과 10월 11일(1억 4,800만 달러)지급하지 못한 달러화 채권 이자의 유예기간이 연속적으로 대기중이라는 점에서 유동성 위기는 계속 거론될 수 밖에 없다.
- 헝다그룹의 유동성 위기가 한 풀 꺾이기 위해서는 추진 중인 자산 매각이 순조롭게 진행되어야 한다. 현재 헝다물업과 헝다자동차 등 자회사와 보유 부동산 매각을 추진 중으로 9월말 성장은행 지분 20%를 매각해 약 15억 6,571만 달러(99억 9,300만 위안)를 확보했을 뿐, 헝다물업 주식 51%를 26억 달러에 허성총산그룹에 매각하는 건은 불발됐고 약 2조원에 달하는 홍콩 본사 건물 매각은 이사회 반대로 무산됐다.
- 10월 말과 10월 29일 각각 美 인프라 투자 법안 처리시한과 中 헝다그룹의 달러화 채권 이자 지급 유예기간이 맞물려 있는 만큼, 결과 여부를 확인하고자 하는 경계심이 증시에서 커질 수 있다. 눈치보기 장세가 연출될 만큼, 결과를 확인하고 대응해도 늦지 않을 것이다.

10월 글로벌 증시, 9월 하락분 상회 시작



미국 증시, 10월 진정 국면 진입



# Fixed Income

공동락 dongrak.kong@daishin.com

## 물가와 성장에 대한 프라이싱은 동시에 이뤄진다

- 미국 금리가 상승하고 있다. 9월 FOMC 이후 통화당국의 점도표 상황 및 인플레이션에 대한 인식 변화가 금리 상승의 직접적인 동인(動因)으로 작용했다. 그러나 금리의 상승 속도가 완만한 만큼 다른 금융시장에 미치는 충격이나 영향은 제한적이라는 것이 당사가 최근 미국 금리 동향을 평가하는 시각이었다. 이른바 '질서정연한 금리의 상승' 인 셈이다.
- 금리가 이처럼 질서정연하게 상승하는 원인에 대해 당사는 연준의 물가에 대한 진단 변화와 견제 의지가 채권시장에 제대로 전달된 측면이 크다는 견해를 밝혔다. 더불어 이번 자료에서는 향후 미국 경제의 성장에 대한 기대 변화 역시 안정적인 금리 동향에 한 몫을 하고 있다는 견해를 밝히고자 한다.
- 월간으로 시중금리 상승 요인들을 분해한 결과 10월 금리 변화에는 종전에는 반영되지 못했던 요인이 나타났다. 실제 금리가 반등을 시작했던 8월부터 월간 금리 변동 요인은 조금씩 차이를 보였다. 8월은 양(+)의 실질금리와 음(-)의 기대 인플레이션이 반영됐고, 9월에는 실질금리와 기대 인플레이션이 모두 양(+)이었다. 이에 반해 10월(10/22일까지 반영)에는 기대 인플레이션이 양(+)을 나타냈으나, 실질금리 영향은 음(-)이었다. 보통 실질금리가 성장에 대한 기대를 반영한다는 점에서 성장을 변화 추이에 대한 금리 프라이싱으로 해석할 수 있겠다.
- 이처럼 금리 변동 요인을 분해한 결과 성장률 변화 즉, 향후 성장률이 차츰 낮아질 수도 있다는 기대가 최근 금리 동향에 반영됐을 여지가 있다는 시각에서 볼 때 통화당국의 인플레이션 인식 변화와 대응 기대가 질서정연한 금리 동향에 상당한 영향을 미쳤다는 당시의 진단에도 일부 조정이 불가피해 보인다(필자는 물가 견제를 위해 연준이 신속하게 대응하면 이후에는 오히려 물가 부담이 낮아진다는 기대가 일드커브 및 OIS 금리에 반영됐다고 평가한 바 있다).
- 실제 연준이 금리를 인상할 것으로 예상되는 시기는 컨센서스 상으로 2022년 4분기 경이다. 만일 예상대로 그 시점에 인상이 이뤄진다면 물가는 이미 정점을 지났을 여지가 크다. 즉 정책 당국이 물가 문제에 대응하기 위한 조치들은 1) 테이퍼링 2) 기대 인플레이션 안정을 위한 커뮤니케이션 3) 정부 차원의 공급망병목현상 해소 등이 나온 이후에야 기준금리가 인상될 수 있다는 의미다. 따라서 연준의 물가 문제에 대한 인식 전환과 대응 기대로 최근 나타나고 있는 질서정연한 금리 동향을 설명하기에는 한계가 상당했던 것도 사실이다.
- 그렇지만 앞서 언급한 바와 같이 물가 상승을 견제하기 위한 정책 당국의 대응을 채권시장이 본격적으로 프라이싱했다면 이는 당연히 경제 성장률 하향에 대한 기대 역시 동시에 반영되고 있음을 의미한다. 상반기 특히 1분기에 실질금리와 기대 인플레이션이 동반해서 큰 폭의 시중금리 상승을 견인했던 국면과 비교할 때 확연히 달라진 금리의 변동 요인인 셈이다.

2021년 월간 미국 TB 10년 금리 변동 요인 분해



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center



# 국제유가 상승 속에서 나타난 WTI의 상대적 강세

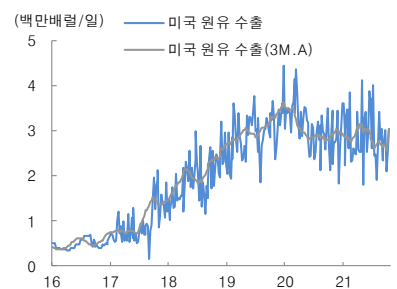
김소현 sohyun.kim@daishin.com

- 국제유가 상승세가 지속되고 있다. WTI유는 주중에 배럴당 83달러를 넘어서, 2014년 10월 이후 최고치를 기록했다. Brent유의 경우에도 2014년 12월 이후 최고치를 기록했다. 코로나19 변이 바이러스 재확산에 따른 글로벌 경기 회복 불확실성에도 발전용 수요 증가 기대감이 유가 상승 요인으로 작용했다. OPEC+에 따르면 석탄과 천연가스의 높은 가격으로 인해 발전용 원유수요가 50만배럴 이상 유입될 것으로 전망했다.
- 특히, WTI유가 강세를 보이고 있다. WTI-Brent 스프레드는 -1.73달러로 2021년 7월 이후 최저치이다. 또한 투기적 순매수포지션도 상반된 움직임을 보이고 있다. WTI 투기적 순매수포지션은 50.6만계약으로 6주 연속 증가했지만 Brent 투기적 순매수포지션은 27.7만계약으로 2주 연속 감소했다.
- WTI유가 상대적으로 강세를 보이고 있는 이유는 미국의 자유항 경질유에 대한 수요가 늘어났기 때문이다. 원유수요가 회복되는 과정에서의 유럽과 아시아 지역에서의 에너지 위기는 상대적으로 값싼 WTI유의 매력도를 높였다. 또한 WTI유는 상대적으로 유황 함유량이 적기 때문에 수소첨가분해공정(hydrocracker; 수소를 사용해 원유를 정제)이 필요한 타 유종에 비해 경쟁력이 높아졌다. 수소첨가분해 과정에서 수소가 필수적인데, 수소는 보통 천연가스로부터 만들어진다. 유럽과 아시아 지역에서의 천연가스 가격 상승은 수소첨가분해공정 비용을 상승시켰다.
- 그 결과, 미국 내 최대 원유저고 창고인 오클라호마 쿠싱지역의 원유저고 감소 속도가 가파르다. 트레이더들에 따르면, 정상적인 운영을 위해서는 쿠싱지역의 원유저고는 최소 2천만배럴이 되어야 하는데, 최근 2주동안 쿠싱지역 원유저고는 429만배럴 감소한 3,123만배럴을 기록했다. 미국 쿠싱지역의 원유저고가 2천만배럴에 도달했었던 시점은 2014년으로 이 당시 유가가 100달러를 넘어서다.
- 국제유가의 추가 상승 가능성이 높으며, 연말까지 90달러대를 진입할 수 있을 것이라고 판단한다. 미국 쿠싱지역의 원유저고 감소세가 지속될 가능성이 높다고 보기 때문이다. 현재 인도, 대만 등 아시아 지역 중심으로 미국 원유 수입을 적극적으로 늘리고 있다. 한국의 경우에는 11월 미국 원유수입량이 역사적으로 최고치를 기록할 예정이다. 또한 미국 원유선물의 실물 운반장소인 쿠싱지역은 원유선물 기간구조의 영향력을 크게 받는데, 현재 원유선물은 백워드이션으로 유가의 추가 상승에 무게를 두고 있다. 최근월물과 차근월물의 가격 차이는 3년 내 최고치를 기록했다. 반면, 미국 원유생산량의 가파른 증대를 기대하기 힘들 것으로 보인다. 원유생산량이 허리케인 아이다 타격 이전 수준으로 회복되었지만 베이커휴즈 미국 리그수는 유가 상승에도 2020년 4월 수준에 머물고 있다.

미국 쿠싱지역의 원유저고 감소 가팔라



미국 원유 수출 증대가 주요 요인으로 작용



자료: EIA, 대신증권 Research Center

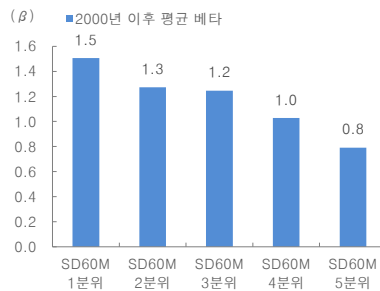
자료: EIA, 대신증권 Research Center

## 로우볼 팩터

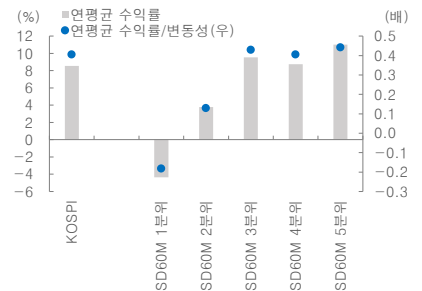
# Harvesting이 어려운 이유

- 로우볼(Low-Vol) 효과는 저변동성 주식이 고변동성 주식 대비 장기적으로 높은 수익률을 달성하는 현상을 말한다. 사실 로우볼은 밸류, 사이즈, 모멘텀 등 주요 팩터들 중에서도 가장 먼저 제기된 팩터이다. Sharpe는 1964년 CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 통해 유일무이한 리스크 팩터로서 마켓 베타를 제시했다. 이후 CAPM에 대한 실증적인 검증 과정에서 현실 세계에서 관찰되는 SML(Security Market Line)이 이론적인 SML 대비 기울기가 낮다는 것이 발견됐으며(그림1), 해당 현상의 원인을 밝혀내는 과정에서 발견된 것이 로우볼 팩터다.
- CAPM은 모든 투자자들이 무위험이자율로 차입, 대출이 가능하다는 것을 가정하고 있지만, 현실 세계에서는 충분히 많은 투자자들이 충분히 낮은 이율로 레버리지가 불가능하다. 이로 인한 하이볼 자산에 대한 초과 수요가 로우볼 효과를 야기하게 된다.
- 그런데 KOSPI 종목들로 로우볼 포트폴리오를 구성해보면 딱히 시장을 상회하는 수익률을 기록하지 못한 것을 확인할 수 있다. 그림 2는 월간 수익률 60개월 표준편차를 기준으로 KOSPI 종목들을 5개 분위로 구분하여 구성된 시총가중 포트폴리오의 2000년 이후 연평균 성과이다. 표준편차가 낮은 종목일수록 5분위에 배정했다. 5분위가 1~2분위보다는 높은 수익률을 기록하긴 했지만 KOSPI와는 비슷한 수준의, 3~4분위는 하회하는 수익률을 기록했다.
- 하지만 중요한 것은 변동성 대비 수익률 측면에서는 5분위가 가장 뛰어난 성과를 보인다는 점이다. 로우볼 포트폴리오는 그 정의상 변동성이 낮은 종목들로 구성되기 때문에 포트폴리오의 베타가 1보다 낮은 것이 일반적이다(그림4). 즉, 구조적으로 마켓 베타 팩터에 역베타링이 들어갈 수밖에 없다. 따라서 로우볼 효과를 누리기 위해서는 로우볼 전략의 낮은 베타를 올려줄 필요가 있다. 실제로 모든 포트폴리오의 베타를 1로 조정한 베타 조정 수익률(Beta-Adjusted Return)을 측정해보면 5분위 포트폴리오가 장기적으로 가장 우수한 성과를 기록했다(그림5).
- 결론적으로 레버리지를 통해 로우볼 전략의 베타를 높일 수만 있다면 얼마 창출이 가능하다는 것인데, 앞서 언급했듯 무위험 이자율 수준에서의 차입은 쉽지 않다. 사실상 선물을 통한 마진거래가 무위험 이자율로 레버리지를 일으키는 가장 쉬운 방법이나, 그래서 인지 로우볼 일파가 대형주에서는 잘 나타나지 않고 주로 중소형주에 존재한다(지수 및 개별종목 선물 상품은 중소형주가 아닌 대형주 위주로 구성되어 있다). 워렌 버핏처럼 보험회사라도 하나 보유하고 있지 않은 이상 로우볼 팩터를 가두어들이는 것(harvesting)이 현실적으로 힘든 이유다.

로우볼 포트폴리오 분위별 평균 베타



베타 조정 수익률 기준 로우볼 PF 성과



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center



이수빈 subin.lee@dashin.com

투자의견

## Overweight

비중확대, 유지

### 2022년 공급망 이슈 완화되며, IT기기 생산량 확대 전망

- 코로나19로 IT기기 공급망 이슈 발생. 이례적인 수요 공백과 신규 수요가 발생하며 IT세트 기기 생산자는 수요 예측에 실패, 비메모리를 비롯한 부품 부족 발생. 추가로 중국 전력난, 물류 대란, 동남아시아 코로나19 확진자 수 증가에 따른 IT 생산 공장 중단되며 계속해서 IT생산 차질 발생
- 2022년 상반기 공급망 이슈 완화되며, IT기기 생산량 증가 전망. PC 연간 판매량은 3억대 수준으로 레벨 업, 클라우드 서비스 사업자의 데이터센터 인프라 투자 확대, 스마트폰 펜트업 수요가 반도체 수요를 견인할 전망
- 2022년 상반기 IT세트 고객사의 메모리 반도체 재고 소진 예상, 메모리 반도체 공급사의 재고는 1주 미만으로 매우 낮아 2022년 하반기 가격 협상 주도권은 공급사로 역전될 전망. 이에 따라 2022년 하반기 메모리 반도체 가격 하락폭 축소 예상

### 삼성전자 파운드리 시장점유율 확대하며 격차 축소

- 2021년 삼성전자 파운드리 매출은 전년대비 30% 성장, 반면 글로벌 파운드리 1위 기업 TSMC는 전년대비 24% 성장 예상
- 비메모리 반도체 공급 부족 상황에서 생산캐파 확대는 실적 증가로 연결될 것으로 예상. 삼성전자는 2026년 글로벌 웨이퍼 생산캐파를 현재 대비 77% 확대 예정. 미국 정부의 지원 하에, 미국 팹리스 고객사 지원을 위한 최선단공정 팹 증설 예상
- 삼성전자 파운드리의 2026년까지 연평균 매출 성장률은 24%(vs 시장성장률 14%) 전망
- 7나노 이하 선단공정은 TSMC와 삼성전자 파운드리만 기술력 확보. 선단공정 파운드리 성장률이 전체 파운드리 성장률을 상회. 양사가 선단공정의 시장 증가를 모두 흡수하며 추가적으로 시장점유율을 확대해 나갈 전망
- 삼성전자 파운드리는 2022년 상반기 GAA 아키텍처 기반 3나노 공정 모바일 AP 대량 양산, 2025년 3세대 GAA 아키텍처 기반 2나노 공정 대량 양산 예상. I-Cube, X-Cube 등 2.5D, 3D 패키징 기술 도입
- 삼성전자 파운드리 사업부문의 가치는 99.5조원으로 추정. 2022년 예상 EV/EBITDA에 11배 적용하여 산출
- 글로벌파운드리는 나스닥 IPO 예정. 공모가 기준 기업가치는 약 250억달러. 인텔 또한 파운드리 시장 재진입을 발표했으나 양사 모두 기술력의 한계로 삼성전자 파운드리에게 위협이 되지 못할 것으로 예상함

### Top-picks: 대형주 삼성전자, 중소형주 네패스/관심종목: SK하이닉스

- 삼성전자(BUY/10만원): 파운드리 사업부문의 사업가치 반영, 신규 고객사 확보하며 HPC 매출 비중 확대 기대
- SK하이닉스(BUY/12만원): 2021년 하반기 NAND 사업부문 흑자 전환 예상. 2021년 4분기 DRAM 반도체 가격 하락세 진입 예상
- 네패스(BUY/4만3천원): 글로벌 수준의 비메모리 패키징 기술 보유, 비메모리 공급 병목이 발생하는 PMIC 전력 반도체 패키징/테스팅 가동률 회복되며 실적 개선 기대. 추가로, PLP 사업부문의 2021년 하반기 흑자 전환 예상
- 그 외 한솔케미칼, 리노공업, DB하이텍, 솔브레인, 원익PS, 네패스, 원익QnC, 에프에스티에 대한 커버리지 개시

#### Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
삼성전자	Buy	100,000원
SK하이닉스	Buy	120,000원
한솔케미칼	Buy	440,000원
리노공업	Buy	200,000원
DB하이텍	Buy	80,000원
솔브레인	Buy	300,000원
원익PS	Buy	46,000원
네패스	Buy	43,000원
원익QnC	Buy	30,000원
에프에스티	Buy	30,000원

추가이익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대이익률	-9.2	-11.6	-16.8	16.0
상대이익률	-5.1	-5.4	-12.2	-8.6

# KB 금융 (105560)

박혜진 hyejin.park@daishin.com

투자이견 BUY  
매수, 유지  
6개월 목표주가 65,000  
유지  
현재주가 57,400  
(21.10.21)  
은행업종

## 3개 분기 연속 눈부신 성과

### 투자이견 Buy, 목표주가 65,000원 유지

- 3개 분기 연속 압도적인 실적을 기록하며 2021년 연간 이익은 4.3조원을 상회 할 것으로 예상되는데 이는 지난해 대비 26% 증가하는 수준, 11월 기준금리 인상 및 은행에 우호적인 매크로 환경이 지속되고 있어 내년 상반기까지 호실적 이어갈 가능성이 큼
- 압도적인 어닝파워와 더불어 배당 정책의 정상화로 26%의 배당성향 가정 시 DPS는 2,900원이며 배당수익률 5.1%에 해당. 뿐만 아니라 분기 배당, 자사주 매입 등 다양한 배당정책을 기대해 볼 수 있음

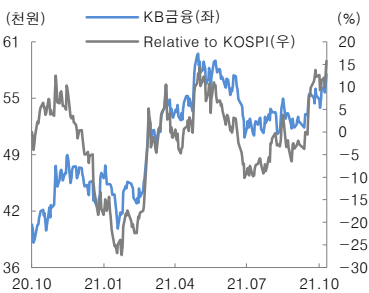
### 3Q21 지배주주 순이익 1.3조원(QoQ +7.8%, YoY +11.3%) 기록

- 3분기 순이익은 우리의 추정과 컨센서스를 7.4% 상회하는 호실적을 기록. 핵심이익인 순이자이익과 비이자이익이 의미 있게 증가하는 가운데 대손비용은 오히려 감소하며 또 다시, 창립 이래 최대 실적을 경신
- 핵심예금이 317.9조원(QoQ +2.3%, YoY +4.9%)을 기록하며 양호한 증가세를 이어가 조달 부담을 완화시켜 은행 기준 NIM은 전 분기 대비 +2bp 상승한 1.58%를 기록. 원화 대출 역시 우려에도 불구하고 전 분기 대비 +3.4% 증가한 311.8조원을 기록하며 마진의 증가와 자산 성장으로 순이자이익은 2.85조원(QoQ +3.5%, YoY +16%) 기록
- 비이자이익 역시 돋보였는데, 당 분기 9,110억원(QoQ +5.3%, YoY +15.5%)로 1조원에 육박하는 이익을 기록. 증권이 1,690억원(QoQ +10.2%, YoY -19.5%)의 실적을 기록하며 거래대금 감소에도 전반적인 이익 개선을 이뤘고, 자동차보험 손해를 하락 및 유가증권 매각이익 반영으로 손해보험 역시 1,260억원(QoQ +70.4%, YoY +196.5%)의 호실적을 기록한 데 기인. 그 밖의 재난 지원금 지급 등 카드, 운용, 저축은행 모두 전 분기 대비 순이익이 증가하는 모습
- 대손비용은 1,994억원(QoQ -10.9%, YoY -7.1%)로 한진중공업 총당금 환입 230억원 반영되며 감소하는 모습. 대손비용율은 20bp 기록하였으며 코로나 지원 여신 관련 지난해 3,800억원의 총당금 적립이 있었기에 사측은 앞으로도 이 같은 수준의 안정적인 대손비용 관리가 가능할 것으로 전망

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

KOSPI	3,007.33
시가총액	23,867십억원
시가총액비중	1.11%
자본금(보통주)	2,091십억원
52주 최고/최저	59,700원 / 40,100원
120일 평균거래대금	761억원
외국인지분율	68.47%
주요주주	국민연금공단 9.77% BlackRock Fund Advisors 외 13 인 6.02%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.2	13.4	9.5	38.5
상대수익률	15.1	21.3	15.5	9.2



(단위: 십억원 %)

구분	3Q20	2Q21	직전추정	잠정치	3Q21P			4Q21F		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
순이자이익	2,460	2,759	2,791	2,854	16.0%	3.5%	-	2,701	4.7%	-5.4%
영업이익	1,417	1,674	1,645	1,787	26.2%	6.8%	1,633	828	7.6%	-53.6%
순이익	1,166.6	1,204.3	1,222.3	1,297.9	11.3%	7.8%	1,208.0	579.6	0.4%	-55.3%

자료: KB금융, FInGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 배, %)

	2018	2019	2020	2021E	2022E
순영업수익	10,860	11,432	12,493	14,184	13,765
영업이익	4,219	4,491	4,616	6,037	5,576
순이익	3,069	3,312	3,455	4,352	4,063
YoY(%)	-7.3	7.9	4.3	26.0	-6.6
ROE(%)	8.6	8.6	8.1	9.5	8.3
EPS(원)	7,756	8,500	8,868	11,169	10,428
BPS(원)	90,250	98,898	109,085	117,213	124,915
PER(배)	6.0	5.6	4.9	5.1	5.5
PBR(배)	0.52	0.48	0.40	0.49	0.46

자료: KB금융, 대신증권 Research Center

# 하나금융지주 (086790)

박혜진 hyejin.park@daishin.com

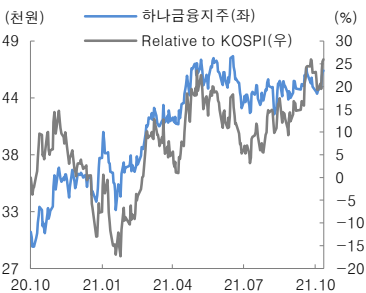
투자 의견 **BUY**  
매수, 유지  
6개월 목표주가 **53,000**  
유지  
현재주가 **46,150**  
(21.10.22)

은행업종

ESG평가 등급	S	A+	A	<b>B+</b>	B	C	D
----------	---	----	---	-----------	---	---	---

KOSPI	3,006.16
시가총액	13,856십억원
시가총액비중	0.65%
자본금(보통주)	1,501십억원
52주 최고/최저	47,550원 / 30,400원
120일 평균거래대금	491억원
외국인투자분율	68.26%
주요주주	국민연금공단 9.88%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.9	5.1	9.9	43.5
상대수익률	8.6	13.7	16.1	12.5



## 분기 순이익 1조원을 향해

투자 의견 Buy, 목표주가 53,000원 유지

- 당 분기 NIM하락은 아쉬우나 일회성 요인이 컸다고 판단됨. 8월 기준금리가 +25bp 인상되었고 수신금리 상승세가 완화되고 있어 4분기 NIM은 +3bp 추가 개선될 것으로 예상
- 2, 3분기 9,000억원을 상회하는 순이익을 기록하며 2021년 연간이익은 3.2조원을 상회할 것으로 전망. 이는 지난해 대비 +23% 증가하는 수준인데 배당정책의 정상화로 배당성장 26% 가정 시 DPS는 2,900원으로 지난 중간배당 700원을 제외한 연말 배당은 2,200원인 수준. 어쨌든 연간 배당수익률 6.3%에 해당

3Q21 지배주주 순이익 9,287억원(QoQ +1.2%, YoY +22.5%) 기록

- 3분기 순이익은 9,287억원으로 우리의 추정과 컨센서스를 각각 +5.7%, +9.6% 상회하는 어닝서프라이즈 달성. 환율상승에 따른 비회폐성 환차손 -819억원 반영되어 비이자이익이 다소 부진하였으나 대손비용이 크게 감소하였고 BIDV관련 지분법 이익 452억원 반영되며 호실적을 기록
- 그룹 및 은행 NIM은 각각 1.64%(QoQ -3bp, YoY +5bp), 1.40%(QoQ -1bp, YoY +7bp)로 전 분기 대비 하락하는 모습. 그룹 NIM은 카드론 건전성 강화로 여신 잔고가 2.5조원(QoQ -2.7%, YoY -7.2%)까지 감소함에 따라 일도가 하락한 영향. 은행 NIM은 저원가성 수신 중 MMDA잔고 감소 및 외화대출자산 증가에 기인. 사측은 NIM하락에 대해 일시적 영향으로 설명. 4분기부터는 기준금리 인상에 따른 대출금리 상승으로 NIM 상승 전망
- 우려에도 불구하고 원화대출은 254.4조원(QoQ +2.2%, YoY +8.5%)으로 양호한 성장을 보임. 당 분기 역시 일반대출 및 중소기업대출 증가가 성장을 견인. 4분기 가계대출 추가 증가는 쉽지 않을 것이나 기업대출에서 2조원의 추가 여력이 존재. 당 분기 순이자이익은 1.74조원(QoQ +3.6%, YoY +18.4%)로 양호한 증가세 기록
- 대손비용은 한진중공업 총당금 환입 360억원 반영되며 840억원(QoQ -21.5%, YoY -51.5%) 기록. 대손비용율은 10bp로 3개 분기 연속 10bp대 수준을 유지

(단위: 십억원 %)

구분	3Q20	2Q21	직전추정	잠정치	3Q21P			4Q21F		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
순이자이익	1,470	1,680	1,694	1,740	18.4%	3.6%	-	1,705	14.9%	-2.0%
영업이익	1,068	1,285	1,216	1,147	7.5%	-10.7%	1,165	818	-14.1%	-28.7%
순이익	758.4	917.5	879.0	928.7	22.5%	1.2%	847.2	571.1	7.2%	-38.5%

자료: 하나금융지주, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 배, %)

	2018	2019	2020	2021E	2022E
순영업수익	7,574	7,691	8,643	9,039	9,853
영업이익	3,163	3,024	3,836	4,327	4,373
순이익	2,241	2,392	2,637	3,252	3,180
YoY	10.0	6.7	10.3	23.3	-2.2
ROE	8.5	8.6	8.6	9.8	9.3
EPS	7,572	8,216	8,910	10,985	10,744
BPS	89,310	95,313	103,761	111,605	116,137
PBR	0.41	0.39	0.33	0.41	0.40
PER	4.8	4.5	3.9	4.2	4.3

자료: 하나금융지주, 대신증권 Research Center

# 현대건설 (000720)

이동현 dongheon.lee@daishin.com  
이태환 taehwan.lee@daishin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **75,000**  
유지

현재주가 **50,900**  
(21.10.21)  
건설업종

# 매출 증가 구간의 시작, 확고한 성장성

투자의견 매수(BUY), 목표주가 75,000원 유지

- 목표주가는 2021E, 22E 평균 BPS 63,371원에 타킷 PBR 1.2배를 적용
- 타킷 PBR은 국내 주요 건설사들의 2010~14년 5년 평균치를 적용
- 주택 수요 급증, 유가 회복, 큰 폭의 이익 성장 시작으로 과거 호황기 재연

## 3Q21 Review 매출 증가 구간의 시작

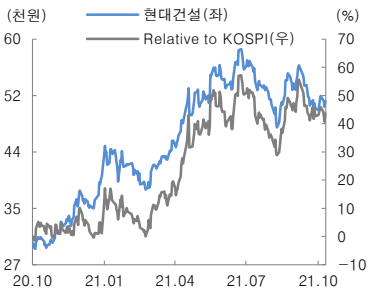
- 3Q21 실적은 매출액 4조 3,519억원(+8% yoy), 영업이익 2,204억원(+57% yoy)
- 컨센서스 대비 매출액 -6%, 영업이익 -4% 하회
- 매출액은 국내가 2조 8,214억원(+6% yoy)로 증가, 수주잔고 증가율(77.2조원, +18% yoy) 대비로는 아직 낮은 수준의 성장. 해외는 1조 5,306억원(+10% yoy)으로 증가. 파나마 메트로, 이라크 바스라 등 신규 프로젝트들이 반영
- 일회성요인이 없어지며 이익률 안정. 매출 증가 구간이 시작
- 건축/주택 수주잔고는 34조원(+16% yoy)까지 증가. 플랜트/전력 잔고도 8조원 (+35% yoy)로 증가. 수주잔고를 바탕으로 실적 개선이 시작

## 확고한 성장성

- 타사 대비 견조한 주택 수주 흐름. 국내 주택시장에 대한 불확실성 경쟁사 모두에 노출된 공통 변수이며 동사는 시장내 경쟁에서 우위가 지속될 전망
- 3분기 누적 수주는 23.6조원으로 21년 연간 수주목표 25.4조원에 이미 근접
- 유가 회복으로 해외 수주환경 개선, 국내는 낮은 조달 금리, 브랜드파워로 점유율 확대. 2022년까지 이어지는 확고한 성장성. 4Q21부터 실적 성장폭 확대

KOSPI	3007.33
시가총액	5,683십억원
시가총액비중	0.27%
자본금(보통주)	557십억원
52주 최고/최저	58,573원 / 29,481원
120일 평균거래대금	445억원
외국인지분율	21.70%
주요주주	현대자동차 외 5 인 34.92% 국민연금공단 11.47%

주가지수변동률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.4	-7.9	5.7	65.3
상대수익률	-5.4	-1.5	11.5	30.3



(단위: 십억원, %)

구분	3Q20	2Q21	3Q21			4Q21				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	4,042	4,384	4,587	4,352	7.7	-0.7	4,578	5,024	16.2	15.4
영업이익	140	141	235	220	57.6	56.3	225	278	208.7	26.0
순이익	56	46	101	100	79.5	115.8	111	130	흑전	29.5

자료: 현대건설, FnGuide, 대신증권 Research Center

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	17,279	16,971	17,909	20,175	21,486
영업이익	860	549	840	1,047	1,110
세전순이익	799	396	896	1,054	1,151
총당기순이익	573	228	620	734	802
자배지분순이익	407	122	411	495	540
EPS	3,652	1,097	3,677	4,359	4,764
PER	11.3	33.2	13.8	11.7	10.7
BPS	59,725	59,449	62,468	65,225	69,336
PBR	0.7	0.6	0.8	0.8	0.7
ROE	6.3	1.8	6.0	6.9	7.1

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

# AT&T (T)

김희재 hojae.kim@daiashin.com  
이지은 jeeun.lee@daiashin.com

투자의견 **Hold**  
(투스코어 평균) \*(2.8)

목표주가(\$)  
(투스코어 평균) **31.30**

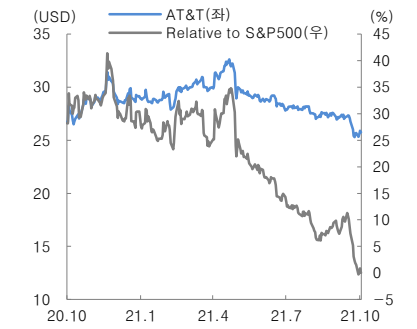
현재주가(\$)  
(21.10.22) **25.76**

통신서비스



기업명	AT&T
한글명	에이티앤티
홈페이지	about.att.com
결산월	12월
거래소 국가	US
상장 거래소	NYSE
시가총액(십억달러)	200.0
시가총액(조원)	240.0
발행주식수(백만주)	7,172.9
52주 최고가/최저가	33.88/26.35
주요주주	Vanguard Group 7.8% BlackRock 6.8%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.5	-7.7	-14.5	-3.6
상대수익률	-8.9	-12.1	-23.5	-36.0



## 사업 부문 재정비에 따른 이익 증가 확인

### 3Q21 Review: 견조한 매출과 비용 감소에 따른 이익 증가

- 3Q21 매출 39.9bn USD(-5.7% yoy, -9.4% qoq), OP 7.1bn USD(+15.9% yoy, +117.5% qoq), EPS 0.82 USD. 컨센서스는 매출 40.5bn USD, OP 8.2bn USD, EPS 0.63. 컨센서스 대비 매출과 영업이익 하회, EPS는 상회
- Communications. 매출 28.2bn USD(+3.8% yoy). 1) Mobility 매출 19.1bn USD(+7.0% yoy). 스마트폰 판매량이 크게 증가하면서 서비스 매출(+4.6% yoy)과 함께 장비 매출(+15.0% yoy) 증가가 실적 견인. 후불요금제 가입자 순증은 121.8만명, 해지율은 0.72%. 2) Business Wireline 매출 5.9bn USD(-5.2% yoy). 작년 팬데믹 관련한 유선의 높은 수요에 대한 부담과 올해 레거시 서비스 수요 감소 영향. 3) Consumer Wireline 매출 3.1bn USD(+3.4% yoy). 가입자 및 ARPU 증가로 인한 브로드밴드 매출 증가 영향
- WarnerMedia. 매출 8.4bn USD(+14.2% yoy). 콘텐츠, 구독 매출은 호실적 기록. 단, 광고 매출 감소가 일부 상쇄. 1) 구독 매출 4.0bn USD(+15% yoy). HBO Max 성장이 호실적 견인. 2) 광고 매출 1.4bn USD(-12% yoy). 작년 NBA 시즌 영향에 따른 높은 기저효과와 정치 광고 집행의 감소가 매출 감소 원인. 3) 콘텐츠 매출 3.1bn USD(+32% yoy). TV와 영화의 라이선스 매출 증가가 실적 견인. HBO/HBO Max 미국 내 구독자 45백만명. 전년 동기 대비 185만 명 감소. 가입자 감소는 아마존 프라임 채널을 통한 훌세일 판매 중단 영향. 단, 회사는 4분기에 콘텐츠 수 증가에 따라 리테일 가입자 수가 큰 폭으로 증가할 것으로 언급. 전세계 전체 가입자는 69.4백만명 수준. 미국 내 ARPU는 11.82 USD
- Latin America. 매출 1.5bn USD(+6.0% yoy). 멕시코 사업의 우호적인 환율 영향과 가입자 성장에 따른 서비스 매출 증가가 호실적 견인

### HBO Max 연간 가입자 성장 목표에 이상 무

- 동사는 2021년 연간 조정 EPS는 전년대비 한 자릿수 성장이 있을 것으로 전망. 또한 동사의 FCF 목표는 260억 USD
- HBO Max/HBO의 2021년 말 기준 가입자는 70~73 백만 수준으로 회사 전망
- 3Q21 DPS 0.52 USD, 21E DPS 2.08 USD. 배당수익률 6.6%

\* 투자의견: 애널리스트의 컨센서스를 구간별로(1- Strong Buy, 2- Buy, 3- Hold, 4- Sell, 5- Strong Sell) 수치화. 1에 근접할수록 긍정적인 투자의견

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: USDmn, USD, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	181,265	171,760	168,267	157,677	162,663
영업이익	38,573	34,056	28,571	30,601	31,942
당기순이익	26,232	22,841	23,946	22,782	23,791
EPS	3.6	3.2	3.3	3.2	3.4
PER	7.8	8.8	7.8	8.2	7.8
BPS	25.4	22.7	24.0	24.4	25.8
PBR	1.1	1.2	1.1	1.0	1.0
ROE	14.2	13.2	16.1	15.7	17.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배기준 기준으로 산출/ 자료: AT&T, 투스코어, 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.