

Morning Meeting Brief

Macro

10월 중국 실물경제: 소비 개선과 부동산 부진 심화

- 중국 소비 및 제조업은 개선세를 이어간 반면, 부동산 부진은 심화
- 소비자들이 신중한 소비 태도를 유지하고 있어 모멘텀은 약함
- 11월부터 대도시 부동산 경기도 다시 악화되는 조짐으로 주의 필요

이다은, daeun.lee@daishin.com

Strategy

명확해진 방향성. 단기 휴식은 감안해야 할 시점

- 명확해진 증시 상승 방향성. 하지만 단기 과열 해소는 감안해야 할 시점
- 미국 연말 소비, 예상보다 양호하면 증시의 단기 변동성 확대의 발미 가능성
- 단기 조정 있더라도 KOSPI 2,400선대에서 변동성 활용한 비중확대 권고

이경민, kyoungmin.lee@daishin.com

Global Strategy

유럽 증시, ECB 만 믿는다

- 앞으로 US 증시(상승) vs. Non-US 증시(하락 또는 횡보)간 디커플링 기대. 미국 증시와 어깨를 나란히 할 수 있는 증시는 유럽
- ECB 금리 동결(23.9월~) 지속. 주요 IB, ECB의 내년 정책금리 인하 시점을 1/4분기, 25bp 인하(4.25%) 예상
- ECB 내년 금리 인하 시점은 연준보다 한발 앞설 것으로 예상돼, 금리 인하 기대가 앞으로 유럽 증시가 상승하는 중심축이 될 것

문남중, namjoong.moon@daishin.com

Fixed Income

인하 기대의 재구성: 침체 없어도 인하 가능(?)

- 저금리 시대에는 침체가 와야 기준금리 인하
- 코로나19 이후에는 물가 대응으로 이미 고금리, 경기보다 인플레이 견제
- 달라진 금리 환경: 물가 안정되면 정상화 논리로 인하 논의 가능

공동락, dongrak.kong@daishin.com

Commodity

쉬어가는 원자재, 엘니뇨의 끝을 기다리며

- 전쟁과 급증할 불태환 화폐, 기축통화 신뢰성 문제와 미래 원자재 방향 고민
- 다만, 단기 관점에서 정체된 선진국 수요, 중국의 부재라는 하방 리스크 존재
- 기상이변 변화 주목, 내년 하반기 엘니뇨 후퇴는 원자재 순환 사이클의 재개

최진영, jinyoing.choi@daishin.com

후퇴할 엘니뇨, 마지막 터널 지나는 곡물

- 주요 곡창 지대, 엘니뇨 덕에 파종 양호, 내년 생산 가이드선 재상향 가능
- 그러나 내년 하반기 후퇴할 엘니뇨, 원자재 순환 사이클 재개 시 가격 영향
- 파종-수확 사이클 탓에 하방 리스크 존재, 다만, 내년 하반기 낙폭 축소 예상

최진영, jinyoing.choi@daishin.com

산업 및 종목 분석

[3Q23 Review] 알리바바(BABA US/9988 HK): 분할상장 계획 철회, 중국 커머스 성장 다시 둔화

- 매출 9% 성장으로 컨센 부합, 순이익 19% 성장으로 컨센 2.5% 상회
- 실적 컨센 부합했지만 중국 커머스, 클라우드는 성장 둔화
- 사업부 분할상장 계획 철회/지연, 기업가치 재평가 모멘텀 소실

박초화, chuhua.piao@daishin.com

[NDR 후기] 한세실업: 2024년 수주 전망, 고마진 구조로 가기 위한 전략 제시

- 3분기 마진 개선은 바이어 믹스 개선 효과와 원재료 가격 하락 불구 제품 가격 방어를 잘했기 때문
- 2024년 글로벌 소비 경기가 불투명함에도 불구하고 현재 고객사 재고는 필요 이상으로 줄여놓은 상태
- 4분기 판매가 양호하면 2024년 re-stocking 수요에 더 긍정적

유정현, Junghyun.yu@daishin.com

Macro

Economist 이다은
daeun.lee@daishin.com

RA 이주원
jpowon.lee2@daishin.com

10월 중국 실물경제: 소비 개선과 부동산 부진 심화

- 중국 소비 및 제조업은 개선세를 이어간 반면, 부동산 부진은 심화
- 소비자들이 신중한 소비 태도를 유지하고 있어 모멘텀은 약함
- 11월부터 대도시 부동산 경기도 다시 악화되는 조짐으로 주의 필요

10월 중국 소비 및 제조업 생산은 개선세를 이어간 반면, 부동산 부진은 심화

10월 중국 소매판매는 YoY +7.6%로 2개월 연속 예상(+7.0%)을 상회하는 서프라이즈를 기록하였다. 서비스 소비가 큰 폭 증가한 가운데, 휴대폰과 자동차 등 내구재도 증가폭이 확대되었다. 특히, 자동차의 경우 7월 말에 시행한 소비진작책에 힘입어 3개월 연속 증가세를 유지하였다. 부동산과 관련된 가구와 건설자재 소비는 계속해서 부진한 모습을 보였다.

10월 산업생산은 +4.6%로 시장전망치(+4.3%)를 웃돌았다. 10월 중국 제조업 PMI가 1개월 만에 수축 전환되면서 우려되었던 것과 달리 제조업 생산은 3개월 연속 개선세를 이어갔다. 반면, 부동산 부진으로 인해 고정자산투자는+2.9%로 4개월 연속 예상치를 미스하면서 중국 경기에 대한 불안은 지속되고 있다. 8~9월 부동산 규제 완화와 관련 굵직한 정책들이 공개되었음에도 불구하고 부동산 투자는 -7.8%로 악화되었다.

소비 모멘텀은 약하고 11월부터 부동산 경기 다시 악화되고 있어 주의 필요

8~9월 경제 지표가 개선(예: 소비자물가, 제조업 PMI)된 이후 10월부터 다시 악화되는 조짐을 보이면서 경기 악화에 대한 우려가 제기되었다. 하지만 우려에 비해 중국 소매판매와 산업생산은 회복세를 이어가는 모습이다. 다만, 소비 모멘텀은 여전히 약한 것으로 보인다. 10월 가계 신규대출은 346억달러 감소한 가운데, 소비에 주로 사용되는 단기대출이 -1,053억위안으로 10월 기준 2007년 이후 최대 감소폭을 기록하였다.

더불어 Syntun에 따르면 10월 31일~11월 11일 중국 최대 소비 성수기인 광군제(상하이) 기간 온라인 매출 증가율도 +2.1%에 그쳤다(2022년 +15.6% 증가). 광군제 기간 온라인 플랫폼 기업의 전략은 저렴한 가격에 중점을 두었으며, 소비자들의 소비패턴도 가성비 중심의 신중한 소비를 보였다. 10월 중앙정부의 1조 위안 규모의 특별채권 발행이 있었으나, 주로 재해복구에 사용되면서 소비 심리 개선에는 크게 영향을 미치지 못한 것으로 보인다. 이를 미루어 보아 아직은 강한 소비 회복을 기대하기는 어렵다.

이러한 가계의 조심스러운 행보는 부동산 시장에 지속해서 영향을 끼치고 있다. 부동산대출과 관련된 가계 중단기대출(누적)이 10월기준 전년동기대비 -7.8%로 감소세를 이어갔다. 약한 부동산 수요로 인해 7~10월 주요 70대 도시 부동산 가격이 4개월 연속 하락한 가운데, 그나마 선방하던 1선도시 부동산 거래량도 11월들어 과거 대비 큰 폭 떨어지고 있다. 부동산 규제 완화 이후 대도시 중심으로 활기가 돌아갔지만 역부족인 모습이다. 정부의 부동산 투기 근절을 위한 규제도 이미 꺼져버린 불씨를 다시 살리기는 쉽지 않는 법이다.

* 다음 페이지에서 계속됩니다.

Strategy

Strategist 이경민

kyoungmin.lee@daishin.com

명확해진 방향성. 단기 휴식은 감안해야 할 시점

- 명확해진 증시 상승 방향성. 하지만 단기 과열 해소는 감안해야 할 시점
- 미국 연말 소비. 예상보다 양호하면 증시의 단기 변동성 확대의 빌미 가능성
- 단기 조정 있더라도 KOSPI 2,400선대에서 변동성 활용한 비중확대 권고

명확해진 증시 상승 방향성. 하지만 단기 과열 해소는 감안해야 할 시점

연말까지 채권금리, 달러화 하향안정세를 바탕으로 KOSPI는 물론, 글로벌 증시의 상승세가 지속될 것이라는 전망을 유지하다. 특히, KOSPI는 추세반전의 대표적인 시그널이라고 할 수 있는 역 Head & Shoulder 패턴이 전개될 가능성이 높다. 등락이 있더라도 KOSPI는 연내 2,600선을 향하는 흐름이 지속될 전망이다. 글로벌 증시, 미국 증시가 3주 연속 상승하며 8월 ~ 10월, 3개월 동안의 하락분을 대부분 회복했다. 이 과정에서 과도한 금리인하 기대가 유입되었고, 리스크 지표와 변동성 지표는 의미있는 저점권에 근접했다. 상승 방향성이 명확해졌다고 볼 수 있지만, 단기 과열 해소, 물량소화 국면은 감안해야 할 시점이다.

미국 연말 소비. 예상보다 양호하면 증시의 단기 변동성 확대의 빌미 가능성

이번주 미국 증시는 23일 추수감사절로 휴장을 하고, 24일 블랙프라이데이로 조기에 장을 마감한다. 미국 연말 소비시즌에 대한 의견은 엇갈리고 있지만, 중국 11월 11일 광군제 매출 부진으로 인해 기대감이 약한 상황이라 하겠다. 23일 광군제 매출은 약 1944억 달러로, 2022년에 약 1894억 달러였던 것에 비해 약 3.4% 증가하는데 그쳤다. 미국 소매협회에서 전망한 23년 연말 소비시즌 매출액 증가율은 3 ~ 4% 수준이다. 매출액은 사상 최대인 9,573만달러에서 9,666만달러로 예상된다. 22년 5.4%, 21년 12.7%대비 크게 둔화된 수준이기는 하지만, 금융위기 이후 평균으로 회귀한 것이라 하겠다. 10월 소매판매가 전월대비 역성장하기는 했지만, 미국의 소비여력은 여전히다. 예상보다 양호한 소비모멘텀이 확인될 경우 경기 둔화, 침체 우려가 진정될 수 있을 것이다. 다만, 단기 채권금리, 달러화 반등의 변수가 될 경우 글로벌 증시의 단기 변동성 확대의 빌미가 될 수 있다.

단기 조정 있더라도 KOSPI 2,400선대에서 변동성 활용한 비중확대 권고

이번주 KOSPI를 비롯한 글로벌 증시는 3주 동안의 가파른 반등세를 뒤로 하고 잠시 쉬어갈 수 있다. 본격적인 2차 반등을 앞둔데 따른 단기 되돌림 국면, 과열 해소, 물량 소화과정이라고 본다. 연내 KOSPI 2,600선 회복시도에 대비하는 또 다른 기회이다. 단기 조정이 있더라도 KOSPI 2,400선대에서 변동성을 활용한 비중확대 전략은 무리가 없다고 판단한다. 단기 트레이딩 전략 측면에서는 성장주, 그 중에서도 IT 가전, 화학, 기계, 조선 업종을 주목한다. 실적 불확실성은 남아있지만, 단기 가격 메리트와 공매도 비중이 높은 업종들이다. 단기 등락 이후 채권금리가 다시 하향안정세를 보일 경우 강한 반등시도에 나설 수 있다.

Global Strategy

Global Strategist 문남중
namjong.moon@daishin.com

유럽 증시, ECB만 믿는다

- US vs. Non-US 디커플링. 미국 증시와 나란히 할 수 있는 증시는 유럽
- 주요 IB, ECB의 내년 정책금리 인하 시점을 1/4분기 예상
- ECB 금리 인하 기대, 앞으로 유럽 증시가 상승하는 중심축이 될 것

미국 증시와 어깨를 나란히 할 수 있는 증시는 유럽

美 10월 CPI 결과가 가져온 증시 혼풍이 앞으로 US 증시(상승) vs. Non-US 증시(하락 또는 횡보)간 디커플링 형태로 바뀔 것이다. 앞으로 미국 증시와 어깨를 나란히 할 수 있는 대표적 증시는 유럽이 될 것이다. 직전 저점인 10.30일 이후, S&P500과 Euro Stoxx 50 지수는 각각 9.5%, 7.2% 반등 중이다(11.16일).

연준의 금리 인상 사이클 종료(23.7월)에 이어 ECB의 금리 인상 사이클 종료(23.9월)에 대한 시장 인식 확산 그리고 내년 금리 인하에 대한 기대가 회자될 경우, 유럽 증시(Euro Stoxx 50 이하)는 올해 연고점(7.31일)인 4,471p (현 4,303p.11.16일) 돌파를 시도할 것이다.

ECB, 내년 금리 인하 시점은 연준보다 한발 앞설 것. 유럽 증시, 상승 축 기대

CME 패드워치 틀은 연준의 내년 통화정책 경로를 두고 5월 첫 금리 인하, 총 4번(5월, 7월, 9월, 12월) 인하를 통해 최종정책금리 4.25~4.50% 형성을 예측하고 있다(11.17일 01:34:49 CT). 10월 CPI 영향에 따른 물가 하락에 초점이 맞춰진 예측값으로, 경기 둔화를 크게 우려하고 있는 ECB 입장에서는 연준보다도 내년 금리 인하 시점을 빠르게 앞당길 명분이 있다. 주요 IB들은 ECB의 올해 말 정책금리(4.50%)가 내년 1/4분기 4.25%로 25bp 인하를 점치고 있다.

ECB는 경기둔화 압력이 제조업에서 서비스업으로 확산되면서 유로존 경제의 취약함이 올해 말까지 지속될 것으로 예상하고, 노동시장도 점진적으로 약화되는 것으로 판단했다. 물가 상승률은 상품과 서비스 동반 둔화되었지만, 임금 상승 압력, 지정학적 긴장(러-우 전쟁), 기후 위기로 물가 불확실성이 상존한다고 평가했다. 10월 유로존의 CPI/근원 CPI는 전년동월대비 각각 2.9%, 4.2%로 헤드라인 CPI는 22.10월(10.7%)을 고점으로, 근원 CPI는 23.3월(5.7%)을 고점으로 물가 오름폭을 줄여나가고 있다.

리가르트 ECB 총재는 금리 인하 논의는 시기상조라고 강조했지만, 통화긴축으로 장기금리가 큰 폭 상승해 가계 및 기업대출 수요가 급격하게 감소하는 등 금융 여건이 불편한 상황이다. 이스라엘-하마스 전쟁이 중동 전쟁으로 확대될 경우, 유가 상승에 따른 에너지 충격이 경제성장률과 인플레이션에 미치는 영향을 살펴봐야할 ECB 입장에서, 물가 목표치 2% 달성을 어렵게 하는 외생변수에 대해 선제적으로 대응할 이유이기도 하다.

ECB의 금리 동결은 연준보다 한발 늦었지만 내년 금리 인하 시점은 연준보다 한발 앞설 것으로 예상돼, 금리 인하 기대가 앞으로 유럽 증시가 상승하는 중심축이 될 것이다.

Fixed Income

Fixed Income Strategist 공동락
dongrak.kong@daishin.com

인하 기대의 재구성: 침체 없 어도 인하 가능(?)

- 저금리 시대에는 침체가 와야 기준금리 인하
- 코로나19 이후에는 물가 대응으로 이미 고금리, 경기보다 인플레이 견제
- 달라진 금리 환경: 물가 안정되면 정상화 논리로 인하 논의 가능

인상 사이클 종료 기대로 인하 논의 활성화

그렇다면 현재 채권시장에서 형성되고 있는 기준금리 인하 기대의 기저에는 어떤 내용이 포함되어 있을까? 흔히 기준금리를 변경할 때 인상 국면에서는 물가, 인하 국면에서는 경기가 가장 핵심 요인으로 인식된다. 이를 지난해 1분기부터 시작된 기준금리 인상 사이클과 현재의 상황에서 대입해 볼 때 그간의 금리 인상은 당연히 물가를 견제하기 위한 조치들이었다. 그리고 7월 인상을 마지막으로 현재까지는 휴지기인 동시에 추후 인하 가능성을 타진 중이다.

하지만 앞서 언급한 바와 같이 지금까지의 인상에 대해서는 논거가 확실한 반면에 인하에 대해서는 근거가 취약해 보이는 것이 사실이다. 더구나 3분기까지 미국 경기가 크게 호황을 보임에 따라 현재 일부 지표들의 부진을 근거로 금리 인하를 논한다는 것은 정황상으로 그리 타당해 보이지 않는다.

경기 침체 시 인하 논의는 저금리 시대 접근, 이번엔 금리가 높다

반면 당사는 현재 채권시장에서의 기준금리 인하에 대한 기대를 단순히 경기에 국한해서는 안된다는 시각이다. 즉 금융위기 이후 대체로 낮은 금리 수준이 유지되는 과정에서 금리를 인하하려면 침체와 같은 명확한 징후가 드러날 필요가 있겠지만, 지금은 절대적으로 금리의 수준 자체가 높아졌기 때문에 인하의 필요성은 굳이 경기에서만 찾을 필요는 없다는 판단이다.

지난해 인상 사이클을 개시한 이후 연준은 2022년에 425bp, 2023년에 100b씩 금리를 인상했다. 매우 가파른 속도였고 금리를 올릴 때마다 경기가 올해 3분기와 같이 항상 확장적이지는 않았다. 다시 말해 연준은 이번 인상 사이클에서는 경기 요인을 크게 배제하고 교과서적인 물가 대응에 주력하며 금리 인상을 진행했다.

이번 인하 논의에는 물가도 포함, 정상화 관점에서의 접근

따라서 향후 기준금리 인하는 과거처럼 경기 요인에만 맞춰진 논의가 진행되기보다는 중립금리를 큰 폭으로 상회할 정도로 금리를 올렸던 핵심 논거인 물가에 대한 논의도 함께 병행해서 이뤄질 여지가 있다. 즉 물가 안정에 대한 명확한 시그널이 감지된다면 경기 침체와 같은 급격한 지표 부진이 확인되지 않더라도 인하 논의가 이뤄질 수 있다는 의미다.

바로 중립금리에 비해 현 금리 수준이 높다는 정상화(normalization) 관점에서도 인하 논의가 공론화될 수 있다는 것인데, 당사는 현재 채권시장의 피벗(pivot) 전망들 가운데 상당 부분이 “금리 수준이 절대적으로 높으니 물가 안정 만으로도 인하 가능”이란 기대가 강하게 자리하고 있다는 시각이다.

쉬어가는 원자재, 엘니뇨의 끝을 기다리며

- 전쟁과 급증할 불태환 화폐, 기축통화 신뢰성 문제와 미래 원자재 방향 고민
- 다만, 단기 관점에서 정체된 선진국 수요, 중국의 부재라는 하방 리스크 존재
- 기상이변 변화 주목, 내년 하반기 엘니뇨 후퇴는 원자재 순환 사이클의 재개

빈번해지는 전쟁, 변화하는 세계 질서와 원자재 슈퍼사이클

러시아-우크라이나 전쟁에 이어 올해 이스라엘-하마스 전쟁이 발발했다. 재닛 옐런 미 재무장관은 2개의 전쟁 모두 지원할 수 있다 밝혔다. 그러나 불태환 화폐(부채)의 급증은 기축통화에 대한 신뢰 문제로 직결되며 동시에 경쟁자의 통화 또는 금과 같은 원자재로의 이탈을 야기할 수 있다. 레이 달리오는 불태환 화폐를 급증시키는 가장 큰 원인을 제국의 교체기 때 발생하는 전쟁이라 말한다. 네덜란드 독립전쟁과 마라베디화, 4차 영국-네덜란드 상업전쟁과 길더화, 세계대전과 파운드화가 대표적인 예이며 그 때마다 원자재의 슈퍼사이클이 수반됐다. 빈번해지는 전쟁과 에너지 안보의 시대, 경쟁자 위안화의 도전과 흔들리는 페트로 달러의 지위, 지금이 레이 달리오가 말하는 제국의 교체기라면 원자재는 또 한번 슈퍼사이클을 경험하게 될 수 있다.

문제는 단기 사이클, 정체된 선진국 수요와 중국 부양책의 시차

다만, 이는 어디까지나 장기적 방향에 대한 시각이다. 기축통화의 흥망성쇠는 200년이라는 긴 사이클을 가지고 있다. 지금 나타난 현상만 두고 달러화의 추세적 약세와 원자재 슈퍼사이클을 논하기에는 아직 이르다. 오히려 지금은 단기 사이클에 주목해야 한다. 바로 수요처들의 동태이다. 선진국 수요는 정체된 상황이다. 미국은 인프라 법안 덕분에 수요 둔화 속도가 완만해졌지만 유럽은 부동산 경기 둔화로 인해 주택 관련 내구재향 수요가 위축될 기로에 서 있다. 또한 여전히 높은 LNG 가격 탓에 수요 회복은 지연되고 있으며 탄소국경조정제도(CBAM) 도입으로 미래 비용 전가까지 고민해야 하는 상황이다. 중국의 추가 부양책(특별채)이 나왔지만 수요에 반영되기까지의 시차(약 9개월)를 고려하면 내년 상반기까지 기대하기 어려운 구간이다.

가뭄에 단비가 될 기상이변의 변화, 엘니뇨의 끝을 기다리며

그러나 하늘이 무너져도 솟아날 구멍은 있다. 원자재는 기상이변에 민감한 실물 자산이다. 기상이변 변화에 따라 2024년 원자재의 방향은 바뀔 수 있다. CPC/IRI에 따르면 현재 해수면 온도는 평년대비 +1.6°C이지만 내년 6~8월 +0.00°C로 둔화될 전망이다. 이는 내년 하반기 엘니뇨의 후퇴를 의미하며 원자재 순환 사이클의 시작을 알리게 된다. 엘니뇨 후퇴 시 겨울철 북반구의 난방 수요는 재강화되며 이로 인해 전력원인 천연가스 가격이 자극 받게 된다. 이렇게 상승한 전력 가격은 산업금속의 생산비용을 인상시킨다. 또한 상승한 천연가스 가격은 이를 원료로 삼는 질소계 비료에 영향을 주며 이는 다시 농가의 비료 부담을 일으켜 작황우수등급에 영향을 주게 된다. 곡물 가격은 사료를, 사료는 돈육을 자극하게 되는 도미노 현상이 나타날 수 있다. 시차는 있지만 오차는 없는 순환 사이클이다. 1985년부터 지금까지 기상이변 국면별 원자재의 성과를 보더라도 마찬가지이다. 물론 라니냐(2020~2022년) 때만큼은 아니지만 중립으로만 되돌아가더라도 지수의 회복을 기대할 수 있다. 여전히 경계가 요구되는 구간이지만 엘니뇨의 후퇴가 가져올 변화에 주목할 시점이다.

후퇴할 엘니뇨, 마지막 터널 지나는 곡물

- 주요 곡창 지대, 엘니뇨 덕에 파종 양호 내년 생산 가이드선 재상향 가능
- 그러나 내년 하반기 후퇴할 엘니뇨, 원자재 순환 사이클 재개 시 가격 영향
- 파종-수확 사이클 탓에 하방 리스크 존재. 다만, 내년 하반기 낙폭 축소 예상

양호한 파종, 내년 수확 시즌 앞두고 생산 가이드선 재상향 가능

지금은 엘니뇨 발생 구간이다. 올해 9월 북반구에서 시작된 소맥(겨울밀) 파종은 다소 더디게 진행됐으나 미래 공급차질을 발생시킬만한 가뭄 이슈는 부재했다. 이를 감안하면 글로벌 신곡 생산 가이드선은 내년 수확 시즌 앞두고 재상향이 가능하다. 옥수수과 대두의 수확 진척률 역시 무리 없이 진행됐으며 대두의 경우 과거 5년 평균치를 상회했다. 아르헨티나는 가뭄 영향이 해소됨에 따라 신곡 생산 가이드선도 상향 조정되고 있다. 구곡을 압도할 신곡 공급은 내년 곡물 가격에 하방 입력으로 작용할 부분이다.

내년 하반기 후퇴할 엘니뇨, 재개될 원자재 순환 사이클

그러나 내년 9월부터는 달라질 환경에 주목한다. CPC/IRI 서베이에 따르면 현재 해수면 온도는 평년 대비 +1.6°C 높은 상태이지만, 내년 5~7월과 내년 6~8월에는 각각 +0.28°C와 +0.00°C로 둔화될 것이라 관측됐다. 이에 기반해 내년 6~8월 엘니뇨 발생 가능성은 27%로 하향 조정됐다. 이는 서태평양으로 향하는 무역풍의 이동속도가 정상화될 수 있음을 암시한다. APCC의 기후 전망을 살펴보면 2023년 11월~2024년 1월 주요 곡창 지대인 미 중남부와 브라질 서남부는 적정 강수량이 예상되지만 2~4월부터는 이보다 낮은 강수량이 예상되고 있다. 즉, 내년 하반기 엘니뇨의 후퇴(중립)이자 2022년 하반기부터 이어진 곡물 가격 하락의 끝을 의미한다.

특히, 엘니뇨 후퇴 시 원자재의 순환 사이클이 재개될 수 있다는 점에 주목해야 한다. 원자재는 모든 것이 연결되어 있다. 엘니뇨의 후퇴로 재강화될 겨울철 북반구의 난방 수요는 전력원인 천연가스와 석탄(연료탄) 가격을 자극하게 된다. 이렇게 상승한 천연가스와 석탄 가격은 이를 원료로 삼는 질소계 비료에 영향을 주게 되며 이는 다시 농가의 비료 부담을 일으켜 작황우수등급에 영향을 주게 된다. 곡물 가격은 사료를, 사료는 돈육을 자극하게 되는 도미노 현상이 나타날 수 있다. 시차는 있지만 오차는 없는 원자재 순환 사이클의 시작이며 곡물 가격 하락세가 멈출 수 있는 근거가 된다. 과거 해수면 온도와 천연가스 가격 상승률의 추이를 보더라도 엘니뇨의 끝에는 이들의 상승이 시작됐음을 알 수 있다.

곡물 가격, 내년 4/4분기 회복되는 방향으로 전개 예상

물론 당장을 의미하지 않는다. 내년 상반기까지 이어질 엘니뇨 상황에서 곡물 가격의 추가 하방 리스크는 여전히 상존해 있다. 파종-수확이라는 사이클이 존재한다는 점에서 공급 압박은 내년 3/4분기까지도 계속될 수밖에 없다. 그러나 위와 같이 엘니뇨의 후퇴와 질소계 비료의 영향을 감안하면 곡물 가격은 내년 하반기, 특히 내년 4/4분기경 점진적인 회복이 가능하다. 기상이변의 전환 국면 속에서 곡물 가격은 낙폭이 축소되는 방향으로 전개될 것이라 예상된다.

알리바바 (BABA US/ 9988 HK)

박초화
chuhua.piao@daishin.com

투자 의견 BUY
(펙트셋 평균) *(1.2)

목표주가(\$)
(펙트셋 평균) 132.5

현재주가(\$)
(23.11.16) 79.1

자유소비재



기업명	Alibaba Group
한글명	알리바바
홈페이지	www.alibabagroup.com
결산월	3월
국가	중국
상장 거래소	미국
시가총액(십억달러)	212.1
시가총액(조원)	275.1
발행주식수(백만주)	2,543.4
52주최고가/최저가	120.6 / 75.5
주요주주	Softbank 14.0%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.1	-8.9	-5.1	3.2
상대수익률	-1.0	-6.4	4.8	5.0



주) 주가수익률은 9988+HK 기준

분할상장 계획 철회, 중국 커머스 성장 다시 둔화

- 매출 9% 성장으로 컨센 부합, 순이익 19% 성장으로 컨센 2.5% 상회
- 실적 컨센 부합했지만 중국 커머스, 클라우드는 성장 둔화
- 사업부 분할상장 계획 철회/지연, 기업가치 재평가 모멘텀 소실

3Q23(FY2Q24) Review: 매출 컨센 부합, 순이익 컨센 3% 상회

매출액 2,248억위안, +9% YoY, 컨센 부합, Non-GAAP 순이익 402억위안, +19% YoY, 컨센 2.5% 상회, 비용 효율화로 EBITA Margin 19.1%, 1.6%p YoY 상승

중국 커머스(Tao tian 사업부로 변경) 부문이 전년대비 4% 성장하면서 컨센 하회. GMV가 전년대비 감소하였으며, CMR수수료 매출은 전분기 10% 성장에서 3%로 성장 둔화. DAU는 성장하고 있으나 가성비 제품 판매에 주력한 점과 매크로 경기 부진으로 일일당 구매액이 하락한 것으로 추정. 클라우드도 매크로 경기와 경쟁심화 영향으로 전년대비 2% 성장하면서 성장 둔화. 수익성이 낮은 프로젝트성 Private Cloud 비중 하락으로 클라우드 EBITA Margin이 5.1%(vs. 2Q23 1.5%, 3Q22 3.6%)로 개선된 점은 긍정적

해외커머스, 차이나오물류가 전년대비 53%, 25% 성장하면서 서프라이즈. 해외커머스 주문건수 28% 성장, Lazada, Trendyol, 알리익스프레스 모두 성장이 양호하면서 해외 리테일 커머스가 73% 성장, 초이스 마케팅 전략이 알리익스프레스 성장을 견인. 차이나오 물류도 해외배송 증가에 힘입어 고성장

클라우드 분할상장 계획 철회, 기업가치 재평가 모멘텀 소실

9월 경영진 교체 후 첫 실적 발표에서 분할상장 계획 변경. 우선 상장하기로 했던 세 사업부인 차이나오, Hema, 클라우드 중 Hema 상장 지연, 클라우드 완전분할 상장 계획 철회. 중국 인터넷 기업들의 밸류에이션이 역사적저점 수준으로 상장 시 기업가치 평가 절하, 미국의 시칩 수출 제재로 클라우드 사업의 불확실성이 커진 것에 기인. AI 모델에 대한 투자와 개발은 계속 강화할 예정. 장기적으로는 클라우드 사업을 알리바바 내에 보류한 점이 긍정적일 수 있으나 현재 클라우드 부문 성장이 부진한 만큼 주가 상승 Catalyst로 작용하기 어렵다는 판단

12mf P/E 9배 수준으로 저평가, 자사주매입 지속되는 가운데 상장이래 첫 배당지급(배당수익률 1.2%, 11월16일 추가기준) 예정이나, 분할 상장 지연/철회로 기업가치 재평가 모멘텀 소실된 점과 중국 커머스와 클라우드 부문이 부진한 관계로 단기적으로 밸류에이션 리레이팅 어려울 것으로 전망

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

3Q23(FY2Q24) 실적 지표(Non-GAAP)

(단위: 십억위안 위안 %)

구분	3Q23(FY2Q24)					4Q23E(FY3Q24)		
	발표치	컨센	차이	YoY	QoQ	컨센	YoY	QoQ
매출액	224.8	224.1	0.3	8.5	-4.0	271.2	9.4	20.6
EBITA	42.8	41.5	3.3	18.5	-5.6	56.4	11.9	31.6
순이익	40.2	39.2	2.5	18.8	-10.5	52.7	5.5	31.1

자료: 알리바바, 블룸버그, 대신증권 Research Center

한세실업(105630) NDR 후기

2024년 수주 전망, 고마진 구조로 가기 위한 전략 제시

유정현 jungghyun.yu@daishin.com

2023.11.20

투자의견

BUY

목표주가

32,000

현재주가(11.17)

23,350

- 3분기 마진 개선은 바이어 믹스 개선 효과와 원재료 가격 하락 불구 제품 가격 방어를 잘했기 때문
- 2024년 글로벌 소비 경기가 불투명함에도 불구하고 현재 고객사 재고는 필요 이상으로 줄여놓은 상태
- 4분기 판매가 양호하면 2024년 re-stocking 수요에 더 긍정적

지난 15~16일 양일간 NDR 진행, 2024년 수주 전망, 고마진 구조로 가기 위한 회사의 전략 등에 대한 언급

지난 주 15~16일 양일간 한세실업과 국내 투자자들을 만나는 NDR 행사를 진행. 미팅에서 지난 3분기 서프라이즈 실적을 달성할수 있었던 원인과 2024년 전망에 대한 이야기들을 나누었음. 2024년 글로벌 소비 경기가 좋지 않을 것 예상되는 가운데서도 매출 15% 성장(USD 기준)을 전망하는 근거와 마진 개선이 지속될 수 있는지에 대해서도 구체적으로 언급되었음

주요 Q&A 요약

1. 2023년 3분기 실적 호전 근거

: 매출 측면에서 우선 바이어 믹스 개선이 있었음. 즉, 좋은 오더들을 잘 받았다는 뜻임. 지난 코로나 기간 동안 업력이 오래된 회사일수록 저단가 수주를 줄이고 단가 높이는 작업을 많이 했는데 동사도 그러한 노력의 효과들이 나타남. 코로나 기간 동안 벤더 통합 현상으로 중하위 업체들이 많이 빠져 나가고 코로나로 힘들었던 바이어들이 도움을 받았던 자금력 있는 벤더들한테 계속 발주하면서 경기 상황 대비 좋은 오더를 받을 수 있었음

마진 측면에서 근로자를 데이터 기반으로 관리하며 원가를 낮아짐. 과거에는 근로자 생산성을 정확히 관리하기 어려웠는데 생산성을 단순 출고량으로만 계산했음. 원재료 가격은 하향 안정 추세를 보였는데 생산성을 높이며 제품 가격을 잘 방어한 것이 마진 개선에 크게 기여

2. 2023년 4분기~2024년 수주 동향

: 3분기부터 마트 바이어 수주 회복 시작됨. 마트 바이어는 지난 해 3분기에 브랜드 바이어보다 발주를 먼저 크게 줄였음. 그래서 3분기부터 먼저 수주 회복 시작됨. 4분기부터는 브랜드 바이어 수주 회복 예상하고 있음. 먼저 재고를 줄였던 타깃과 월마트는 이번 3분기부터 오더가 돌아 왔고, 실제 회사측에서 파악하는 고객사 재고는 평소보다 더 줄어든 상태라고 보고 있음. 기본적인 재고 보유를 위해서라도 2024년에 재고를 다시 확충해야 하는 상황이라고 봄

다만 여전히 경기 전망이 불투명하므로 회사도 2024년 수요에 대해 보수적으로 판단하고 있음. 그러나 이번 4분기 연말 크리스마스 시즌에 혹시 판매가 좋을 경우 내년 재고 re-stocking은 지금 예상보다 더 강하게 진행될 수도 있다고 봄. 2024년 수주 성장률은 USD 기준 15%로 예상하는데 성장률 흐름은 상저하고로 전망. 3분기 타깃, 월마트부터 수주 회복세도 그렇고, 현재 재고도 오더가 꾸준한 상황. 미국 의류업계의 재고는 내년 봄까지가 마지막일것으로 봄

▶ 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.