

미래에셋증권 Daily

▶ TODAY'S REPORTS

채권전략

Fixed Income Monthly: [5월 전망] 리세션 시그널 증가, 하방 압력 높아지는 금리

산업분석

글로벌 제약/바이오 - 서미화: 첫번째 경구용 마이크로바이옴 치료제 FDA 승인

기업분석

삼성전자[매수] - 김영건: 말하지 않아도 알아요

S-Oil[매수] - 이진호: 중국 석유제품 수출량은 이미 감소 중

한화솔루션[매수] - 이진호: 발전 사업 수익성의 재발견(OPM 40%)

LG화학[매수] - 이진호: 배터리/첨단소재가 이끈 실적 서프라이즈

포스코인터내셔널[매수] - 류제현: 합병 효과와 체질 개선의 하모니

현대글로벌비스[매수] - 류제현: 경기 하강기에 증명하는 이익 체력

삼성SDI[매수] - 김철중: 뺏길 것 보다 뺏을 것이 많다

서비스나우(NOW) - 김수진: IT 지출 축소도 벌써 일년, 대기업 수요 견조 확인

노바티스(NVS US) - 이지현: 선택과 집중의 효과 보이기 시작

LG전자[매수] - 차유미: 프리미엄 클래스. 영업이익 서프라이즈

금융시장 주요 지표 I, II

2023. 4. 28 (금)

리서치센터

KOSPI (4/27)	2,495.81P(+10.98P)
KOSDAQ (4/27)	850.21P(+19.77P)
KOSPI200 (4/27)	325.09P(+1.12P)
미국 DowJones지수 (4/27)	33,826.16P(+524.29P)
미국 NASDAQ지수 (4/27)	12,142.24P(+287.89P)
중국상해종합지수 (4/27)	3,285.88P(+21.78P)
NIKKEI225지수 (4/27)	28,457.68P(+41.21P)
유럽 STOXX600지수 (4/27)	464.03P(+0.82P)
독일 DAX지수 (4/27)	15,800.45P(+4.72P)
VIX (4/27)	17.03P(-1.81P)
원/달러 환율 (4/27)	1,338.05(+1.39)
엔/달러 환율 (4/27)	133.97(+0.30)
달러/유로 환율 (4/27)	1.10(0.00)
국고채 수익률(3년) (4/27)	3.29(+0.03)
미국채 10년 (4/27)	3.53(+0.08)
독일국채 10년 (4/27)	2.46(+0.06)
금가격 (4/27)	1,999.00(+13.30)
구리가격 (4/26)	8,585.50(+33.50)
유가(WTI) (4/27)	74.76(+0.46)
국내주식형펀드증감 (4/25)	-243억원
해외주식형펀드증감 (4/25)	-5,194억원
고객예탁금 (4/26)	534,879억원(-2,838억원)
신용잔고 (4/26)	200,857억원(-1,551억원)
대차잔고 (4/27)	795,204억원(+16,255억원)

주: 현지 시간 기준

[5월 전망] 리세션 시그널 증가, 하방 압력 높아지는 금리

민지희 jihee.min.a@miraeeasset.com

긴축 사이클 종료 기대와
부채한도 협상 리스크

시장의 긴축 완화 기대 이어질 것, 부채한도 관련 정치적 불확실성도 증가

- 미국 실업률 급등하기 전 일자리 증가세는 대체로 10만개 하회. 현재 20만개 이상의 신규 고용과 낮은 실업률은 경기 둔화에도 아직 나쁘지 않은 수준
- 5월 FOMC, 25bp 인상 전망. 추가 인상은 인플레이, 고용, 신용 긴축 정도에 달려있고 연내 Pivot은 예상하지 않는다는 포워드 가이드스 제시할 것
- 부채한도 협상 X-date는 당초 예상했던 7~9월에서 앞당겨질 수 있고 내년 대선까지 시간이 아직 남아있어 정치적 불확실성 증가는 안전자산 선호심리 부각시킬 것

지속되는 신용 긴축과
높아지는 침체 우려

미 소형은행 유동성 여건 악화 전망에 미국 금리 점차 하락 압력 높을 것

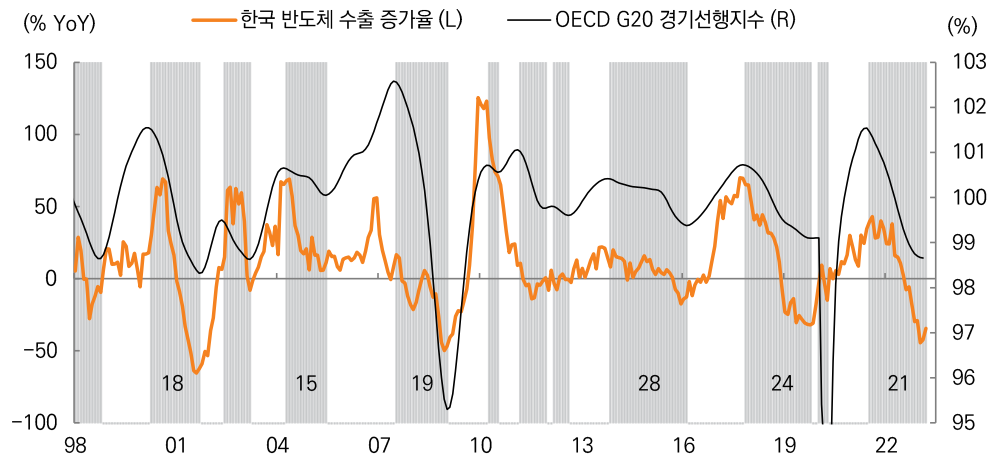
- 연준 긴급 대출로 지급준비금 총 잔고는 늘어났지만, 소형은행의 총자산 대비 현금 및 지준금 비중은 6.8%(대형은행은 11%). 중소형은행 유동성 여건 추가 악화 우려
- 연준의 Pivot 조건은 핵심 CPI의 꾸준한 하락. 5%대 중반의 핵심 CPI 레벨은 연준의 긴축 스탠스 변화 초래하기 어려움
- 은행 대출 기준 강화되며 대출활동 위축, 신용 공급도 축소되면서 미국 경기 하방 압력 높이고 연준의 하반기 금리 인하 기대도 유지될 것. 미국 금리 점차 하락 압력 높을 것

리세션 시그널 증가,
추경 규모 불확실성은
리스크 요인

적자국채 발행 부담 등 국내 금리는 미국 대비 추가 하락 제한될 수 있음

- 5월 금통위, 올해 성장률 전망치 1.6%에서 하향 조정 및 금리 동결 전망
- 미국 리세션 프라이싱 강화되겠으나, 국내 1Q GDP 부진에 따른 추경 리스크 상존
- 추경 규모와 관련한 불확실성은 국내 금리 변동성 확대 요인으로 작용할 것

Title. OECD 선행지수 하락 기간 길어지면 반도체 수출도 감소세. 하반기 대외 수요 회복 기대하기 어려움



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 표시된 숫자는 경기선행지수 하락 기간을 의미.

1. 긴축 사이클 종료 기대와 부채한도 협상 리스크

1) 5월 FOMC 전망과 시장의 긴축 완화 기대는 이어질 것

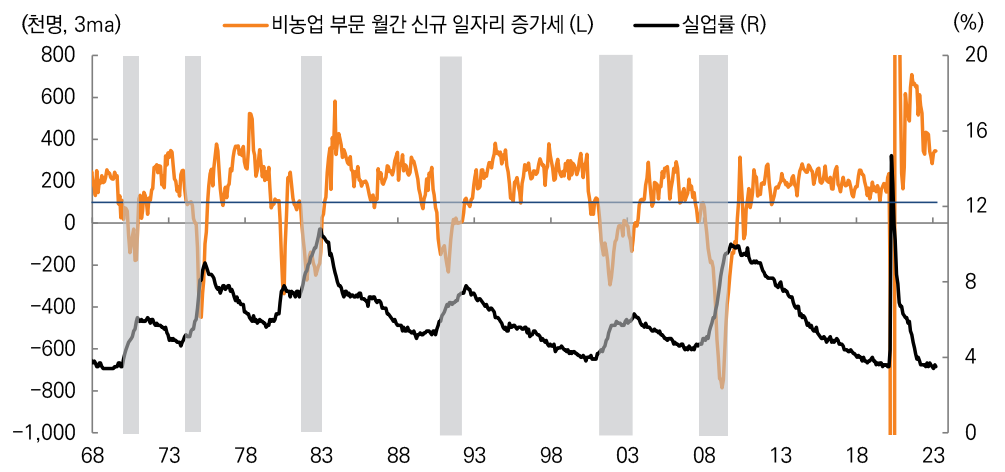
4월에도 대체로 연준 위원들은 핵심 CPI 분야에서 연준이 인플레이 목표에 진전을 이루지 못했다고 평가했다. 특히 비주택 서비스 부문의 물가 오름세를 우려하고 있는데, 이는 낮은 실업률 및 임금 상승 압력과 관련이 있다. 4월 주간 신규 실업수당 청구 건 수가 20만건 위로 올라오며 고용시장이 둔화되고 있음을 시사했지만, 연준 위원들도 인플레이 안정을 위해 타이트한 고용시장이 추가적으로 완화될 필요가 있다는 입장을 유지하고 있다.

먼저 은행 대출이 감소하면서 미국 기업들의 감원 기조는 이어질 것으로 판단하며, 고용시장에서 일자리 증가세는 꾸준히 둔화될 것으로 전망한다. 실업률이 상승하기 전 고용 증가세가 둔화되면서 신규 일자리 증가세는 대체로 3개월 평균 10만개 아래로 떨어졌다. 반면, 지금은 일자리 증가세가 3개월 평균 30만개 수준을 기록하는 등 경기 둔화에도 불구하고 아직 나쁘지 않은 수준이며 실업률도 3%대 중반에서 정체되고 있다.

따라서 우리는 5월 FOMC에서 5.00~5.25%까지 25bp 금리 인상을 전망한다. 이는 시장이 예상하고 있는 수준으로, 인상 결정보다는 6월 FOMC에서 추가 인상 여부 등 포워드 가이드언스에 더 주목할 것이다. 미국 뱅크런 사태가 발생하기 전 연준은 3월 FOMC에서 50bp 인상도 고려했다고 언급했는데, 은행 위기로 인한 경기 침체에도 연준이 인플레이 안정을 우선에 두고 있는 것을 감안하면 파월 의장은 이번 회의에서도 시장의 긴축 완화 기대감을 차단할 필요가 있다.

결국, 연준은 인플레이 안정을 확인할 때까지 긴축적인 레벨에서 높은 금리가 지속될 가능성, 추가 인상 여부는 물가와 고용, 신용 긴축 정도에 달렸음, 연내 Pivot은 예상하고 있지 않다는 등의 포워드 가이드언스를 제시할 것이다. 하지만, 미국 리세션 시그널은 증가하고 있으며 5월 FOMC 이후에도 일자리 증가세 둔화 및 신용 경색 우려 등에 시장은 Pivot 기대를 유지하며 금리 상승은 제한될 것으로 전망한다.

그림 1. 실업을 가파르게 상승하기 전 신규 일자리 증가세는 10만개 아래로 하락



자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

2) 부채한도 협상 지연되며 정치적 불확실성 증가

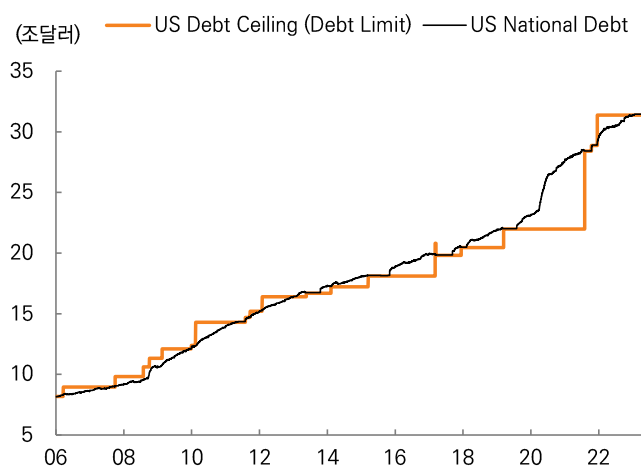
한편, 올해 1/19일 미국 정부 부채가 법정 한도인 31.4조달러에 도달했고, 재무부는 특별조치를 시행하면서 디폴트 사태를 피하고 있다. 공화당 케빈 매카시 미 하원의장은 내년 3/31까지 부채 한도를 1.5조달러 상향하고, 연간 지출 증가율을 10년간 1%로 제한하는 지출 삭감안이 담긴 2024년도 예산안이 하원을 통과했다. 하지만 내년 미 대선까지 아직 시간이 남았고 민주당 주도 상원에서는 본 예산안을 통과시킬 가능성이 낮기 때문에 부채한도 관련 이슈가 단기간 내 해소되지 않을 수 있다. 정치적 불확실성이 심화될 수 있는 점은 5월 중 금융시장의 리스크 요인이다.

옐런 장관은 지난 1월 부채한도 상향 없이 디폴트를 피할 수 있는 시점이 6월초가 한계라고 전망했는데, 미 정부 세수 부족 우려와 재무부 TGA 잔고 급격한 감소 등으로 X-date(정부 지출 능력 상실되는 날짜, 잠재적인 협상 데드라인)가 CBO의 당초 예상 시점인 7~9월에서 앞당겨질 가능성이 제기됐다. 이에 X-date에 가깝게 만기가 도래하는 단기국채 수요가 급격히 감소하며 3개월물 T-bill 금리는 5%대 초반까지 상승했는데, 디폴트 시점이 예상보다 빠르게 6~7월 중으로 앞당겨질 수 있다는 우려에 1개월물 T-bill 금리까지 변동성이 심화되고 있다(그림3).

지금은 경기 침체 우려도 높아진 상황이고 은행 유동성 긴축에 대한 경계심도 지속되고 있어 부채 한도 증액이 기한 내에 이뤄지지 못할 경우 금융시장의 불안심리는 더 높아질 것이다. 정치적 불확실성이 높아졌지만 과거에 부채한도 협상 교착이 문제가 됐을 때도 X-date를 앞두고 부채한도는 증액됐다. 의회는 연방정부 디폴트를 초래하지 않을 것이고 협상은 결국 타결될 가능성이 높다.

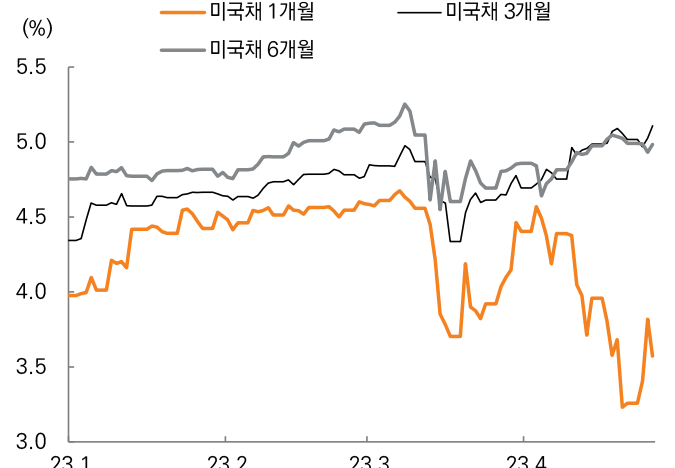
다만, X-date를 앞두고 정부 지출의 불확실성 증가와 소비심리 부진 우려 등은 경기 둔화 압력을 높이는 요인이 될 수 있겠다. 협상이 마무리될 때까지 단기금리 변동성에 따른 금융시장 불안심리도 안전자산 선호 심리를 부각시키며 장기금리 하락을 견인할 것으로 판단한다.

그림 2. 올해 1월 정부부채가 법정 한도 도달 후 재무부 특별조치 시행



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 연초 비슷한 흐름을 기록하던 미국 단기금리 변동성 확대



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

2. 신용 긴축 흐름 이어지고, 경기 침체 우려는 높아질 것

1) 연준 B/S 변화와 은행 지준금 점검

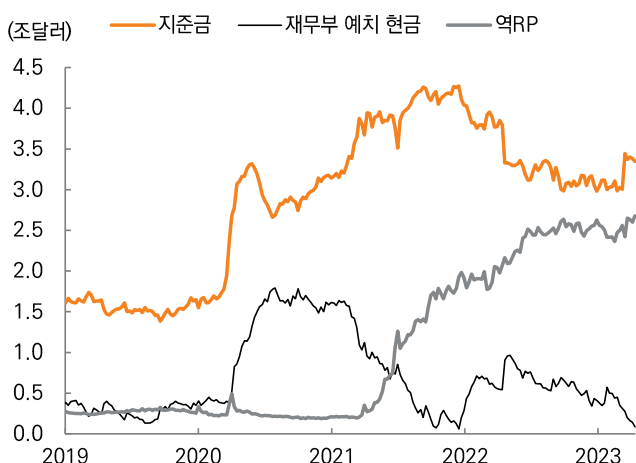
우리는 총자산 대비 대출 비중이 66%에 달하는 중소은행(대형은행은 대출 비중 50%, 4월초 기준)에서 예금 인출 가능성과 함께 은행의 대출 감소세도 이어지며 신용시장 긴축 흐름은 이어질 것으로 판단했다. SVB 사태 후 시장이 우려했던 퍼스트 리퍼블릭 은행의 1Q 실적에서 예금 감소와 수익성 악화 등을 확인하면서 지역 중소은행들의 재무건전성 우려가 다시 높아졌다.

연준이 긴급 대출 프로그램을 통해 자산을 확대하면서 부채 계정도 같이 늘어났는데 QT가 진행되면서 3.0조달러까지 축소됐던 지급준비금 잔고는 3.3조달러까지 늘어났다(4/12 기준). 최근 부채 한도 협상이 교착되는 상황에서 TGA(재무부 예치 현금) 계정은 빠르게 감소한 반면, 지준금과 역RP 계정이 동시에 늘어나면서 시중에 유동성이 공급됐다. 지준금 전체 잔고는 늘어나고 있으나 대형은행의 총자산 대비 현금 및 지준금 규모는 11% 수준, 소형은행은 6.8%에 그치고 있어 소형은행의 경우 향후 지준금을 비롯해 전반적으로 유동성 여건이 악화될 우려가 있다.

더불어 4%대 후반을 기록하고 있는 MMF 수익률에 비해 4월 중순 기준 미국 은행의 예금 및 CD 금리는 대략 0.2~1.5% 정도에서 형성돼 있다(그림5). 연준의 추가 금리 인상과 함께 SVB 사태 이후 미국 중소은행을 중심으로 예금금리 인상 기조를 이어갈 수 있겠으나, 이는 조달금리의 상승으로 재무건전성이 상대적으로 취약한 중소은행들의 수익성 악화를 초래할 가능성이 높다.

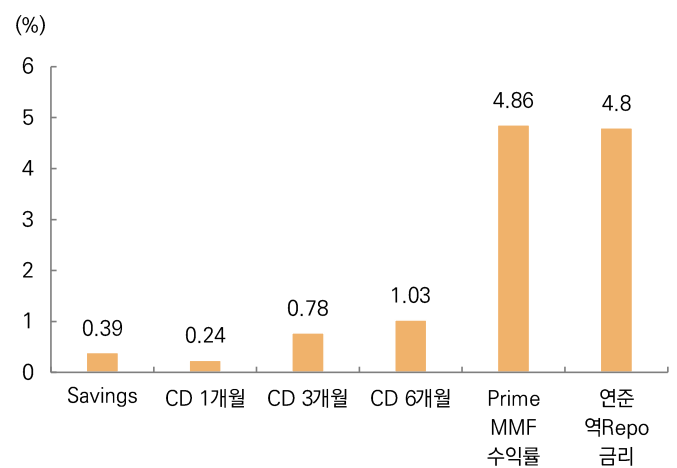
더불어 올해 1Q 기준 기업에 대출 기준을 강화한 은행의 순 비율이 44%까지 올라온 상황이며, 연말까지 동 비율은 꾸준히 높아질 것으로 전망한다. 이처럼 은행 스트레스가 높아지며 신용 검색 우려가 심화될 것으로 판단되지만, 인플레이 기대심리를 통제하기 위해 연준은 긴축 스탠스를 쉽게 완화하기 어려울 것이다. 미국 시중은행들은 결국 대출 규모를 꾸준히 축소할 것으로 판단하며, 이는 미국 경기의 하방 압력을 높이는 요인이다.

그림 4. TGA 계정은 빠르게 감소했으나 지준금과 역RP는 함께 증가



자료: FRB, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 은행 예금 및 CD금리는 MMF 수익률에 비하면 너무 낮음



자료: FDIC, SEC, 미래에셋증권 리서치센터

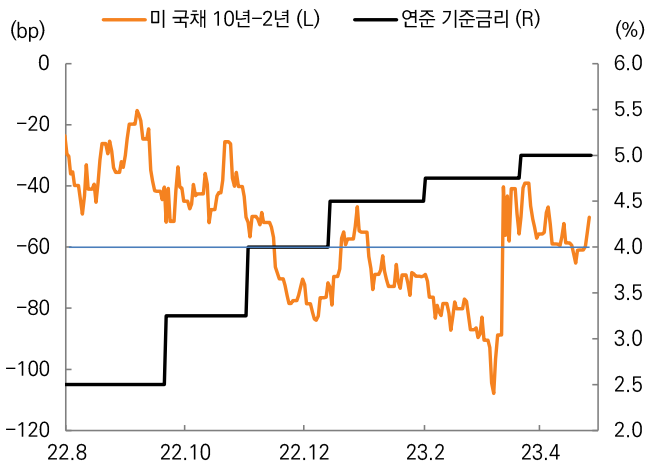
주: 은행 예금, CD금리는 FDIC의 4/17일 데이터, MMF는 SEC의 올해 3월 데이터.

2) 높은 핵심 CPI에 대한 경계심과 리세션 프라이싱 지속될 것

퍼스트 리퍼블릭 은행의 1Q 실적 부진으로 미국 금융시장에서 뱅크런 추가 발생 경계심과 함께 신용시장 긴축 우려는 꾸준히 높아질 것으로 전망한다. 특히, 은행 유동성 여건이 긴축적으로 변화하면서 대출 활동은 위축되고 이는 민간에서 디레버리징을 견인할 것이다. 우리는 지난 월간 전망 자료를 통해 민간의 디레버리징이 가속화되면 경기 침체 확률이 높아질 수 있음을 언급했는데, 앞으로 일자리 증가세가 점차 둔화될 고용지표나 신용 긴축 흐름 등은 침체 우려를 높이며 장기금리 하락 재료가 작용할 것이다.

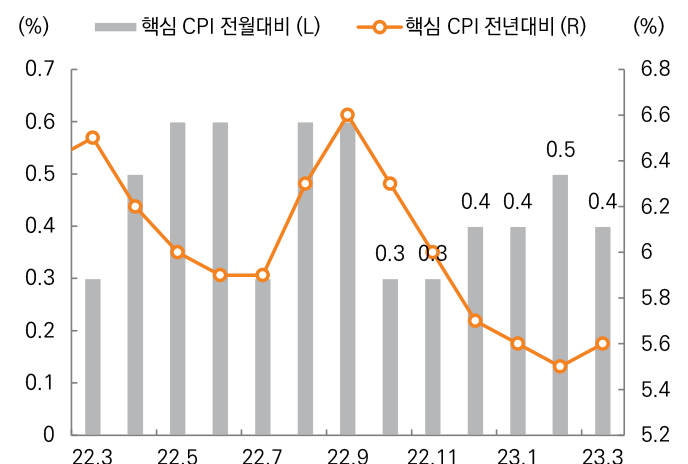
한편, 3월 헤드라인 CPI는 에너지가격과 핵심 상품 물가 등의 기저효과로 크게 하락했는데, 미국의 4월 가솔린 평균 가격은 3월에 비해 5% 정도 상승했다. 반면, 주택가격 하락에 주거비 상승세는 점차 둔화되었지만, 연준은 인플레이가 2%를 향해 몇 개월 동안 꾸준히 하락하는 것을 확인해야 한다고 언급했다. 올해 1Q 핵심 CPI는 연율 5.0%의 상승세를 기록했으며, 이는 작년 4Q 수치인 4.2%보다 상승폭이 확대된 것이다.

그림 6. 미 국채 10년, 2년 금리 역전폭 -60bp대에서 추가 확대 제한



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 작년 4Q에 비해 올해 1Q 핵심 CPI는 상승폭 오히려 확대



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

또 Cleveland 연은의 Inflation Now에서도 4월 핵심 CPI가 월간 0.4%대 상승할 것으로 전망하고 있으며, 고용과 인플레이 지표에 대한 채권시장의 민감도는 여전히 높을 것으로 판단한다. 5%를 상회하고 있는 핵심 CPI 레벨은 연준의 스탠스 변화를 기대하기 어려운 수준이지만, 리세션 시그널이 증가하고 있는 만큼, 미국 금리는 점차 하락 압력이 높아질 것으로 전망한다.

현재 CME Fed Watch 기준(4/25)으로 시장에서 하반기 50~75bp의 금리 인하를 기대 중인데, 은행 우려가 진정된 이후에도 미국 2년 금리의 경우 4.2%에서는 추가 상승이 제한되고 반락했다. 이처럼 미국 경기 침체 우려는 하반기 연준의 Pivot 기대를 계속 높이는 요인으로 작용하면서 장기물과 함께 단기금리 상승도 제한할 것으로 판단하며, 미국 장기채권에 대한 긍정적인 투자 의견을 제시한다.

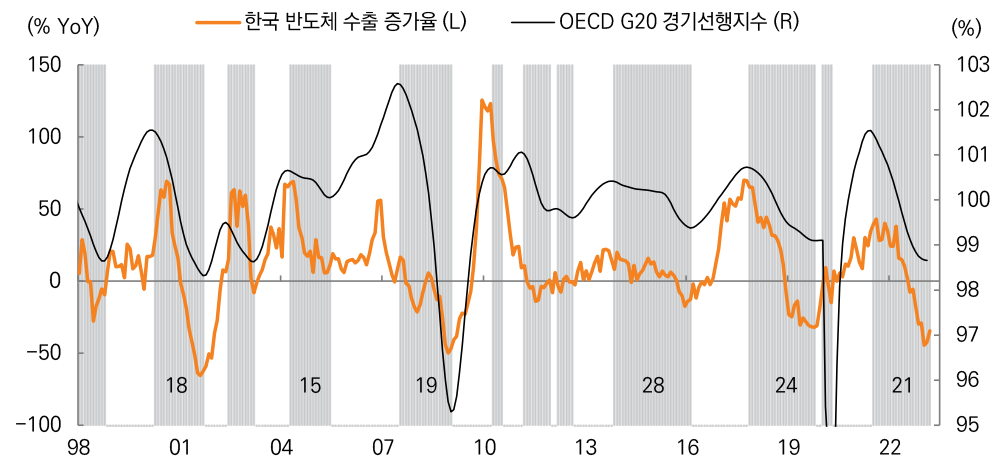
3. 5월 국내 채권시장 전망

1) 낙관하기 어려운 IT 경기와 5월 금통위 Preview

국내 1Q GDP는 전분기대비 +0.3%, 전년비 +0.9%를 기록하며 1분기 만에 역성장을 벗어났지만 올해 1%대의 낮은 성장률 부담은 지속되고 있다. 1Q GDP는 수출과 설비투자 부진에도 서비스를 중심으로 민간소비는 전분기대비 0.5% 증가해 2개 분기 연속 기술적 침체는 피할 수 있었는데, 중요한 것은 2Q를 비롯해 하반기 국내 경기도 부진한 흐름을 이어갈 가능성이 높다는 것이다.

4월 금통위에서 총재는 올해 연간 성장률이 2월 전망치였던 1.6%를 하회할 것으로 전망했지만, 하반기 반도체 업황이 개선되며 수출 회복을 견인할 것으로 판단했다. 올해 2월 기준 국내 반도체 재고율은 254.2%로 2000년대 초 국내 경기 둔화 국면 당시였던 251%를 상회하고 있어 반도체 경기 부진이 심화되고 있음을 시사한다.

그림 8. 이번 국면처럼 OECD 선행지수 하락 기간 길어지면 반도체 수출 부진



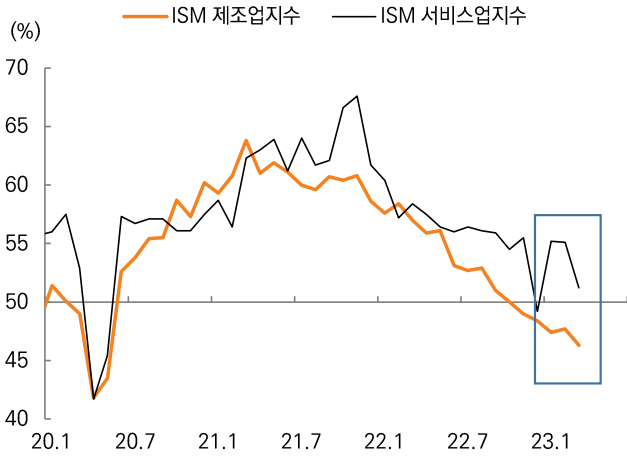
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

실제 경기에 6~9개월 선행하는 OECD 선행지수는 올해 3월까지 21개월 연속 감소 중인데 OECD 선행지수 하락 기간이 길어질 때 한국 반도체 수출도 감소세를 기록했다. 미국 경기 침체 확률이 높아지고 있는 점을 고려하면 경기선행지수는 추가 하락할 가능성이 높다는 판단이며, 미-중 갈등으로 중국향 수출 부진 지속 가능성을 고려할 때 하반기에도 대외 수요가 크게 회복되기 어려울 것이라는 판단이다.

우리는 국내 수출 감소세가 연내 이어질 가능성이 높을 것으로 판단하며, 한은도 5월 경제전망에서 국내 성장률을 하향 조정할 것으로 전망한다. 또 헤드라인 CPI가 유가를 비롯한 상품물가 기저 효과로 하락세를 이어가며 한은이 당초 예상했던 것보다 국내 인플레이션은 더 빠르게 내려가고 있다. 이처럼 한국은행의 올해 성장률 전망치 하향 조정과 예상보다 빠른 국내 디스인플레이션은 금리 추가 인상 가능성을 낮추는 요인이며, 5월 금통위에서 금리 동결을 전망한다.

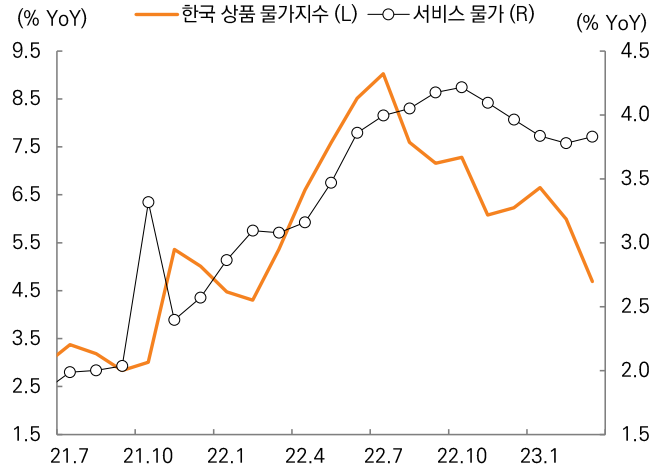
더불어 올해 중반 이후 상품 물가 하락세, 경기 둔화 압력에 서비스 물가 오름세도 둔화되며 국내 헤드라인 CPI는 2%대로 하락 흐름을 예상한다. 다만, 5월 FOMC에서 연준의 인플레이 통제 의지를 재확인하게 될 것이며, 이에 5월 금통위에서도 총재는 통화 긴축 기조를 이어가야 한다는 스탠스를 유지할 가능성이 높다.

그림 9. 미 ISM 제조업, 서비스업지수 하락, 높아진 경기 둔화 압력 시사



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 작년 7월 상품 인플레이션 고점 기록, 올해 기저효과로 하락 예상



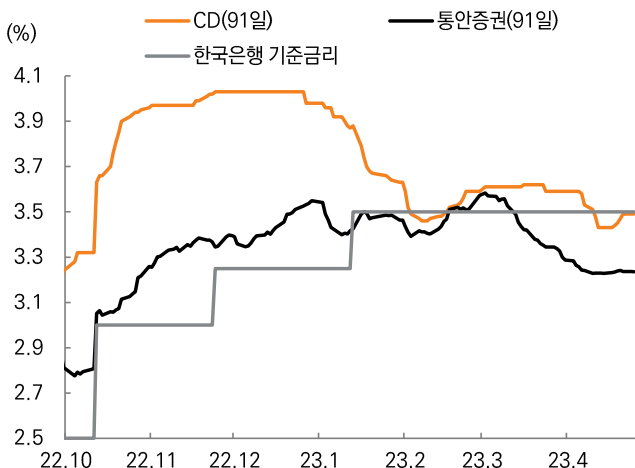
자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

2) 4월 금통위 후 3.2% 수준에서 추가 하락 제한되는 국고채 금리

4월 금통위에서 한은 총재가 매파적 스탠스를 강화했고, 시장의 조기 금리 인하 기대가 과도하다고 지적하면서 3개월물 초단기 금리가 소폭 상승했지만, 여전히 기준금리와 역전이 지속되고 있고 국고채 금리와 기준금리 역전도 이어졌다. 반도체 업황 부진이 지속될 가능성, 올해 1%대의 낮은 국내 성장률 부담 등에 국내 채권시장에서 금통위 Pivot 기대는 쉽게 완화되기 어려울 것으로 전망한다. 펀더멘털을 고려하면 국내 금리 추가 상승 여력은 제한될 것이다.

한편, 3월 은행 사태 이후 국고 3년 금리는 3.15~3.35%, 국고 10년 금리는 3.20~3.40% 레벨에서 박스권 등락 흐름을 이어가고 있다. 총재는 4월 금통위에서 국내 중립 수준의 금리가 당초 예상했던 2%대 중반 정도에서 하락했을 가능성도 있다고 평가했는데, 중립금리 레벨을 고려했을 때 3.50%의 기준금리나 3%대 초반의 국채 금리는 아직도 높은 수준이다. 하지만, 국고채 금리가 3.15~3.2%에서 추가 하락이 제한되는 이유는 연준의 인플레이션 통제 성과가 아직 확인되지 않았고, 따라서 적어도 상반기 중에는 연준과 금통위의 긴축 스탠스가 변화되기 어렵기 때문일 것이다.

그림 11. 4월 금통위 이후 3개월물 CD 금리 상승



자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 3월 은행 사태 이후 국내 금리 좁은 범위에서 박스권 등락



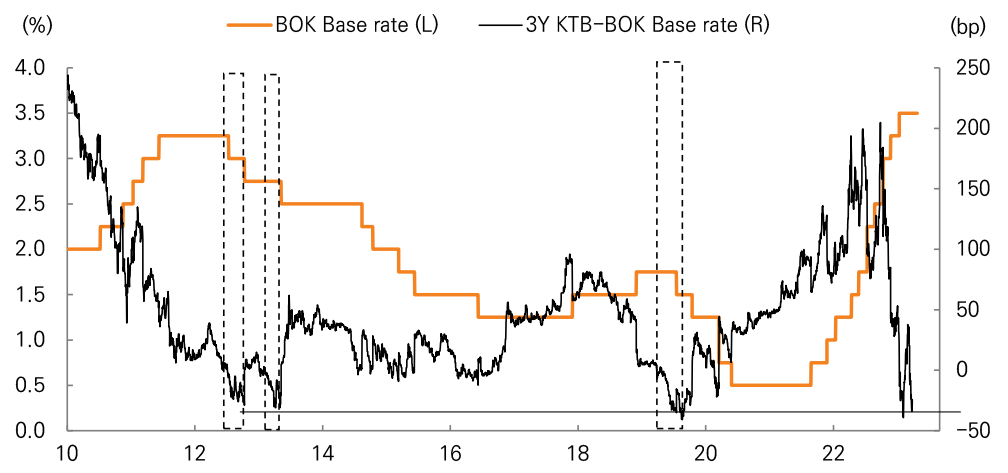
자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

3) 5월 리세션 시그널 증가할 것, 유연한 대응 필요

5월에도 인플레이 부담에 연준의 고금리 지속 기간이 시장이 예상하는 것보다 장기화될 수 있다는 점은 금리 변동성을 높이는 요인이다. 한은 총재도 당분간 핵심 CPI 추가 하락 여부를 확인하는 것이 필요하다고 언급하며 금리 인하에는 신중한 스탠스를 유지할 가능성이 높다. 특히 국고 3년 금리와 기준금리 역전폭이 -30bp까지 확대됐을 때는 한국은행이 금리 인하를 단행했던 국면이다 (그림13). 아직 금통위의 매파적 기조가 유지되고 있는 점을 고려하면 당분간 국내 금리도 3.3%를 중심으로 박스권 등락하는 흐름을 이어갈 것으로 전망한다.

하지만, 미국 소비와 일자리 증가세 둔화를 비롯해 5월에는 리세션 시그널을 꾸준히 확인하게 될 것이다. 부채한도 협상 관련 리스크도 단기금융시장의 불확실성을 높이고 미국 경기 추가 하락을 견인하는 요인이다. 또 유동성 여건이 악화되고 있는 중소형은행을 중심으로 대출과 예금의 추가 감소 등도 올해 중반 이후 미국 경기 침체 발생 확률을 높일 수 있다. 결국 채권시장에서 리세션 프라이싱은 강화되면서 미국 금리는 꾸준히 하방 압력이 높아질 것이다.

그림 13. 국고 3년 금리와 기준금리 역전폭 -30bp 넘어 확대됐던 국면은 한국은행 금리 인하 국면



자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

다만, 단기적으로 미국 금리 하락을 국내 금리가 따라가지 못하는 흐름이 나타날 수 있는데, 이는 추경 리스크가 꾸준히 높아지고 있기 때문이다. 국내 1Q GDP의 부진한 흐름과 낮아지는 인플레이 등 올해 1%대의 낮은 성장에 대한 부담은 정부 지출 확대의 필요성을 높이는 요인이 될 것이다. 하지만, 올해 국내 세수 여건이 매우 타이트해진 상황이며, 하반기까지 성장 둔화가 이어질 가능성이 높아 세수 부족 우려는 지속될 것으로 판단한다.

세수 부족과 경기 부양을 위한 지출 확대 가능성 등은 추경 편성이 불가피해질 것임을 시사하고 있으며, 이처럼 추경 규모에 대한 불확실성은 국내 금리 상승 압력으로 작용할 수 있음에 유의할 필요가 있겠다. 원화채권은 단기물 중심의 포트폴리오 전략을 유지하되, 미국의 둔화되는 지표 흐름을 확인하며 유연한 대응이 적절할 것으로 판단된다.

4. 4월 국내 채권시장 동향

연준의 하반기 침체 전망과 둔화되는 지표 흐름에 강세 마감

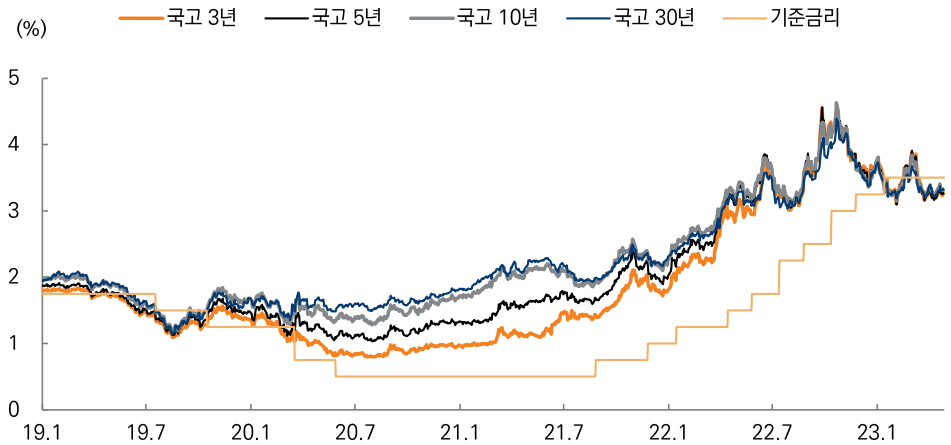
4월 국내 채권시장은 강세 마감했다. 월초 미국 3월 ISM 제조업 및 서비스업지수 부진, 고용시장 수요 둔화 등을 확인 후 경기 우려와 연준의 Pivot 기대감이 유지되며 금리는 하락 출발했다. 국내 3월 헤드라인 CPI도 기저효과 등에 전년비 4.0%로 크게 하락했고 수출 감소세도 지속되며 펀더멘털 우려에 연내 금통위 Pivot 기대감도 높아짐에 따라 단기물 중심으로 국내 금리는 하락했다.

4월 금통위는 예상대로 3.50%에서 금리 동결했으나, 총재는 시장의 금리 인하 기대가 과도하다고 일축하며 매파적 스탠스를 강화했다. 더불어 물가 안정이 최우선이라고 밝히자 국내 금리는 3.2%대에서 추가 하락이 제한됐다. 특히 미국 3월 헤드라인 CPI는 전년비 5.0%로 에너지가격의 기저효과가 반영되면서 크게 하락했는데, 핵심 CPI는 전월비 +0.4%, 전년비 +5.6%를 기록해 헤드라인 CPI를 상회했다. 연준 위원들은 비주택 서비스 인플레이 부문에서 진전이 거의 없다고 평가하며 높은 금리 수준이 이어질 수 있다고 전망하며 긴축 경계심을 높였다.

CPI 발표 이후 3월 FOMC 의사록에서 연준이 하반기 완만한 침체를 예상했다는 내용이 공개되자 시장에서 리세션 프라이싱이 강화되며 금리 상승을 제한했다. 이후 미국 1Q 실적시즌에서 대형은행의 양호한 실적에 은행 시스템 리스크 발생 우려는 완화됐지만, 소매판매 지표 등 전반적으로 미국 경제는 둔화 압력이 높아졌고 부채한도 협상도 지연되면서 안전 자산 선호 심리는 장기금리 하락 재료로 작용했다.

더불어 국내 이슈로는 기재부의 연내 세수부족 가능성과 크레딧채 발행 물량 증가 우려가 높아졌지만, 정부는 추경은 아직 고려하고 있지 않다고 일축했다. 연준의 하반기 리세션 예상, 둔화되는 경기 흐름 등을 반영해 전반적으로 채권시장은 전월대비 강세 마감했다.

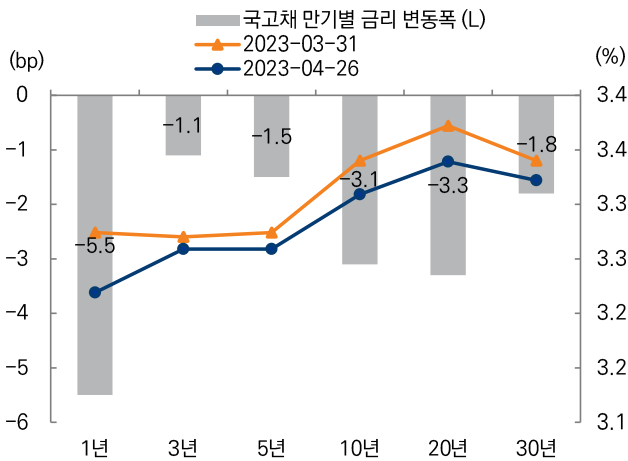
그림 14. 국내 채권시장 주요 금리 변화



자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

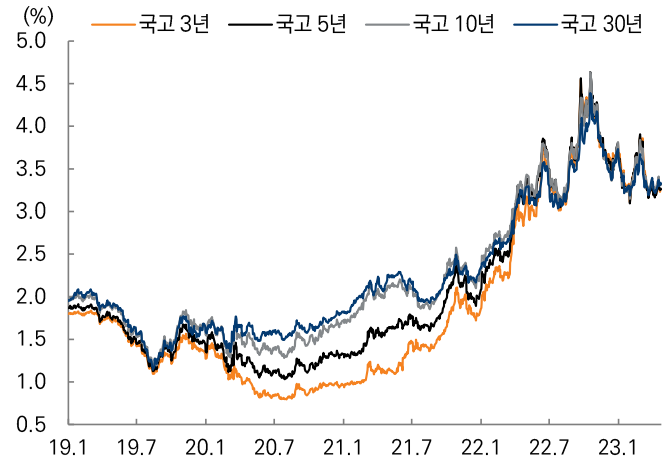
Appendix. Fixed Income Market Chart

그림 15. 국고채 월간 일드 커브 변화



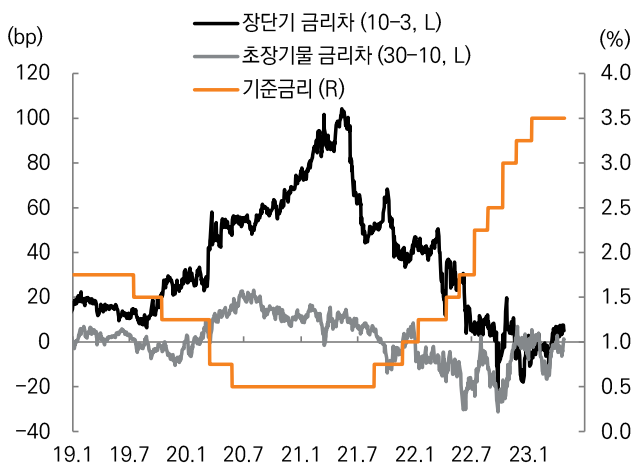
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 국고채 주요 금리 변화



자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 국고채 주요 금리 스프레드



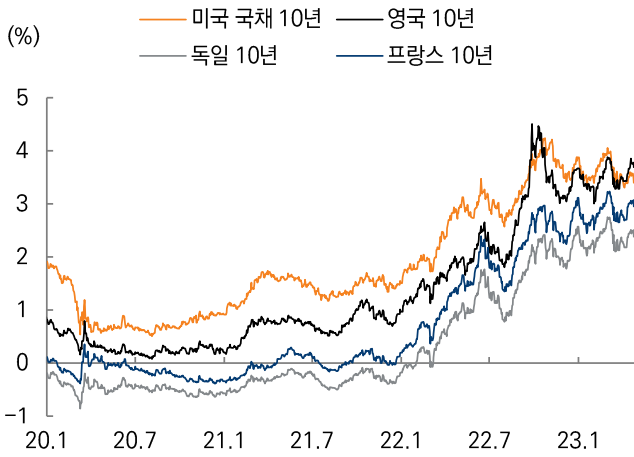
자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 회사채 (AA-) 3년 - 국고 3년 스프레드



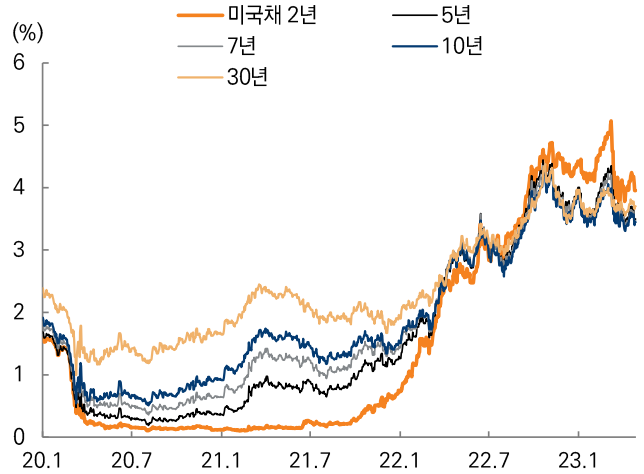
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 글로벌 주요 선진국 금리



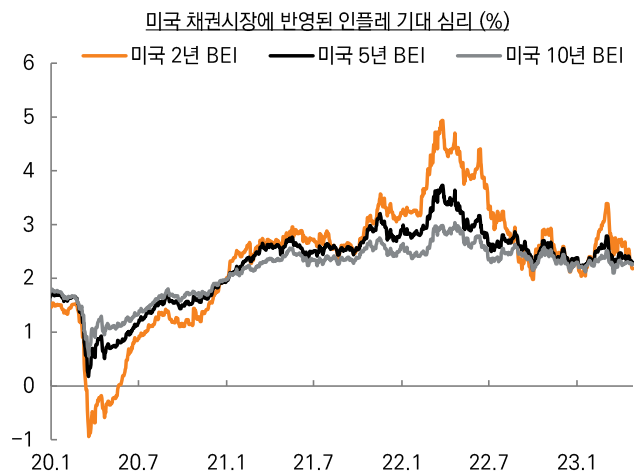
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 미국 국채 만기별 금리



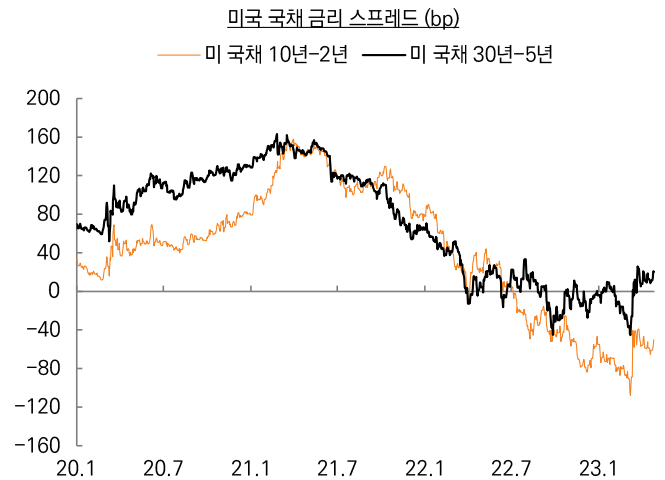
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 미국 주요 만기별 BEI



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 미국 국채 주요 금리 스프레드



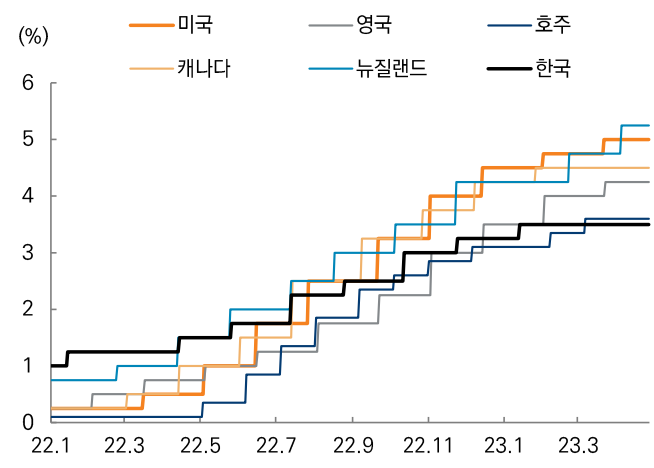
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 미국 하이일드 스프레드와 채권 변동성(Move) 지수



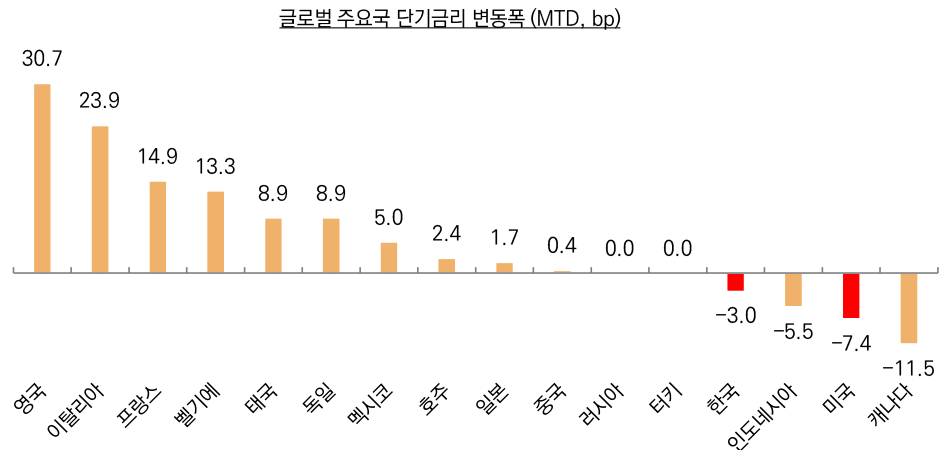
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 주요국 기준금리 변화



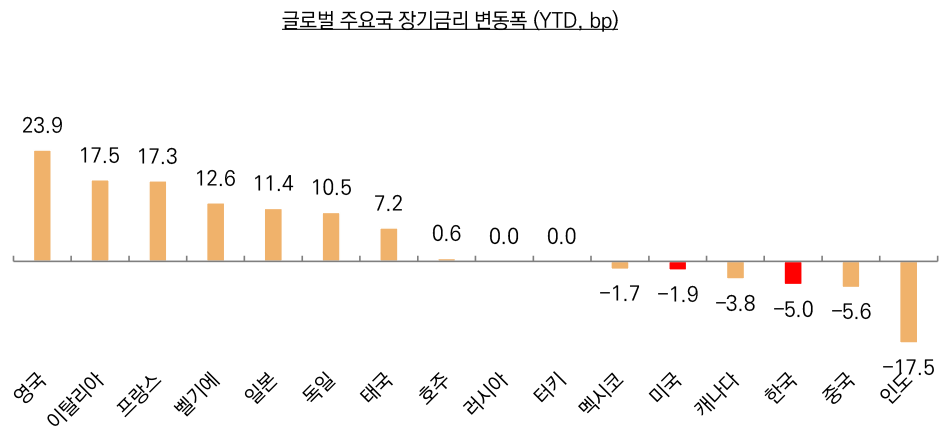
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 글로벌 주요국 단기금리 월간 변동폭



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 한국은 국고 3년 금리, 글로벌 금리는 국채 2년 금리, 4/26일 증가 기준.

그림 26. 글로벌 주요국 장기금리 월간 변동폭



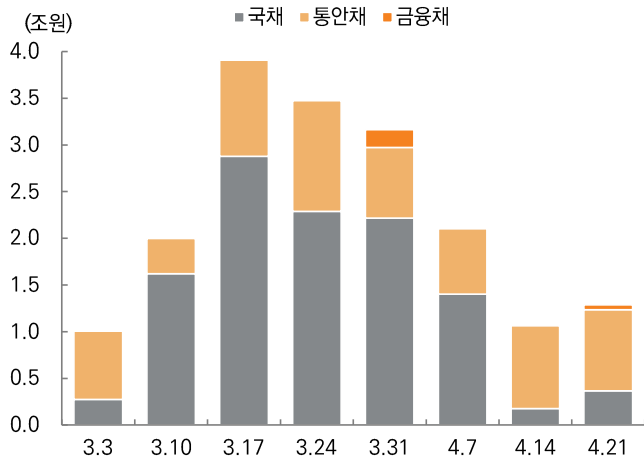
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 국채 10년물 금리, 4/26일 증가 기준.

표 1. 국내 주요 크레딧 스프레드 변화

	현재	-1W	-2W	-1M	-3M	-6M
회사채 AA+	70.2	71.6	71.8	67.8	92.4	130.2
회사채 AA0	74.0	75.4	75.4	71.4	96.1	133.7
회사채 AA-	80.9	82.3	82.3	78.3	102.4	138.5
회사채 A+	145.2	146.7	147.2	143.2	158.2	153.7
회사채 A0	171.5	173.8	174.1	170.1	185.2	181.8
공사채 AAA	36.5	38.1	38.2	33.4	43.3	100.9
공사채 AA+	53.7	55.5	55.5	50.9	59.5	111.6
은행채 AAA	50.1	51.5	50.9	47.8	58.0	95.5
은행채 AA+	57.8	59.2	58.6	55.5	65.4	102.3
은행채 AA	82.8	84.2	83.6	80.5	90.4	127.4
카드채 AA+	66.1	67.4	68.1	63.7	111.1	171.9
카드채 AA	79.0	80.0	80.8	76.7	122.4	180.4

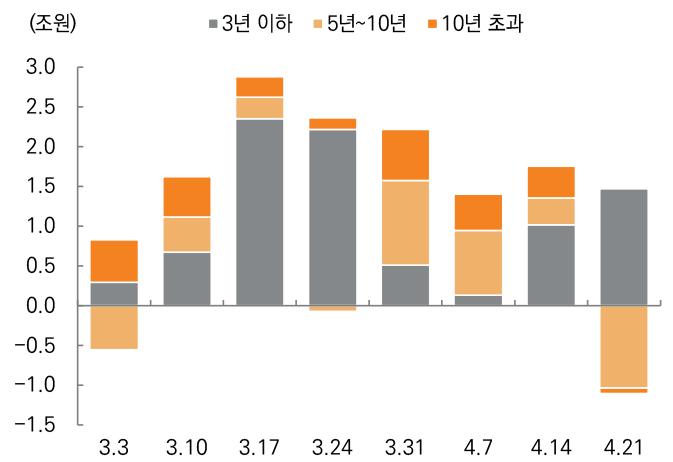
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 크레딧 3년물 스프레드 (국고채 3년 금리 대비), 4/26일 증가 기준.

그림 27. 외국인의 국내 채권 주간 순매수 현황



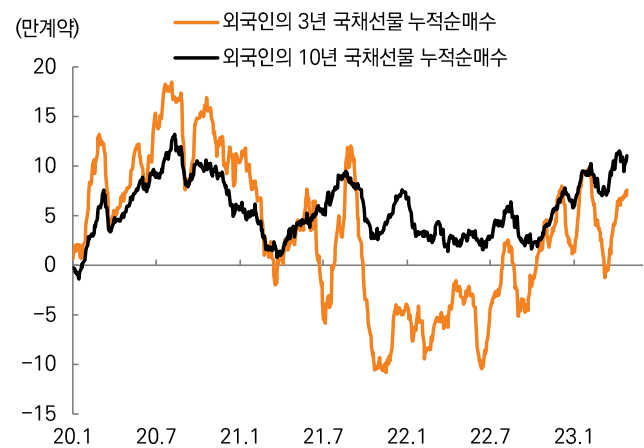
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 외국인의 국내 채권 만기별 주간 순매수 현황



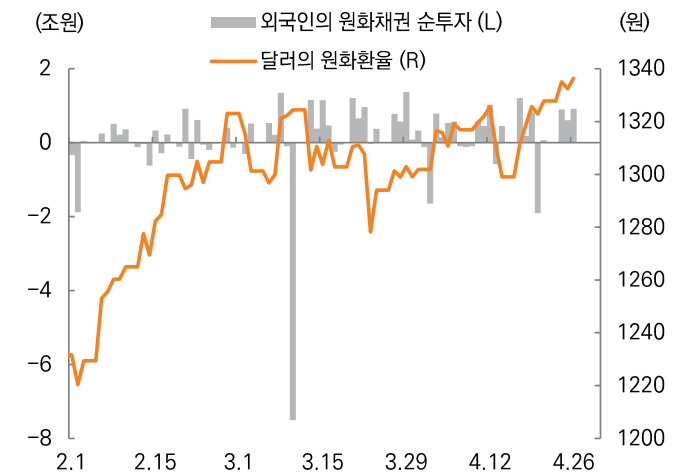
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. 외국인의 국내채권물 포지션 변화



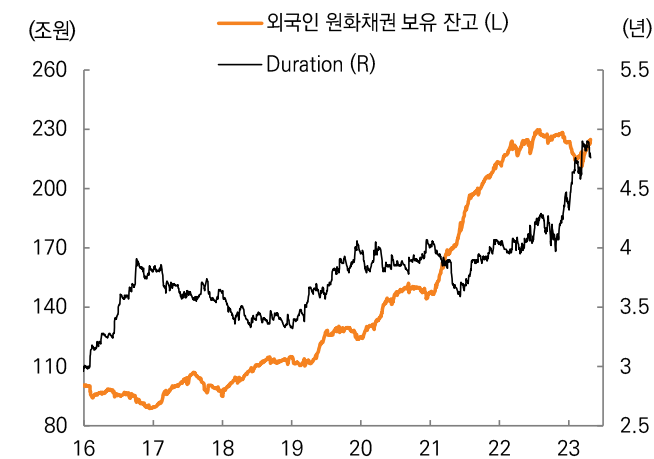
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 원화 환율과 외국인의 원화채권 순투자



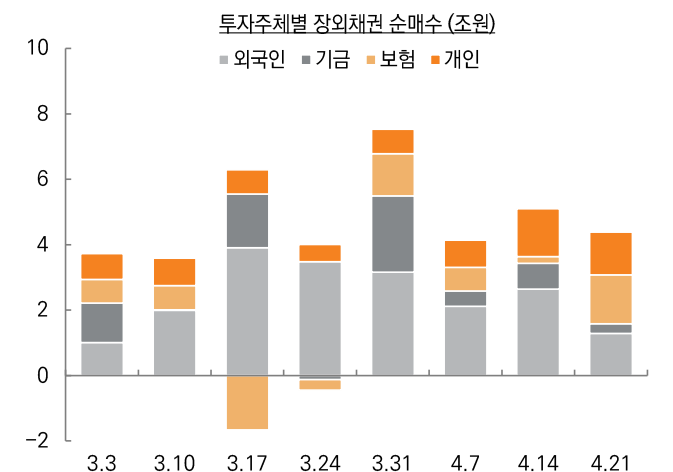
자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 외국인의 원화채권 보유잔고와 듀레이션



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 투자주체별 주간 장외채권 순매수 현황



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

2023년 5월 Event Calendar

Sun	Mon	Tue	Wed	Thu	Fri	Sat
	1 (한국) 휴장 (근로자의 날)	2 (한국) 4월 CPI 발표 (호주) RBA 통화정책회의	3	4 (미국) 5월 FOMC 회의	5 (한국) 휴장 (어린이날) (미국) 4월 고용보고서 발표 (유로존) ECB 통화정책회의	6
7	8	9 (미국) 국채 3년물 입찰 (400억달러)	10 (미국) 4월 CPI 발표 국채 10년물 입찰 (350억달러)	11 (미국) 국채 30년물 입찰 (210억달러) (영국) BOE 통화정책회의	12	13
14	15	16 (미국) TIPS 10년물 입찰 (150억달러)	17 (미국) 국채 20년물 입찰 (150억달러)	18	19	20
21	22	23 (미국) 국채 2년물 입찰 (420억달러)	24 (미국) 국채 5년물 입찰 (430억달러)	25 (한국) 5월 금통위 (미국) 국채 7년물 입찰 (350억달러)	26	27
28	29 (미국) 휴장 (Memorial Day)	30	31			

자료: 기획재정부, 한국은행, 미국 재무부, FRB, 언론 참고, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

첫번째 경구용 마이크로바이옴 치료제 FDA 승인

서미화 mihwa.seo@miraesasset.com

SER-109 FDA 승인

클로스트리디움 디피실 감염증 치료제 SER-109 FDA 승인

- 미국 FDA에서 첫번째 경구용 마이크로바이옴 치료제 SER-109를 승인
- SER-109는 미국 세레스 테라퓨틱스(MCRB US)의 개발 제품
- SER-109는 클로스트리디움 디피실 감염증 치료제로 미국인 기준 연간 16만명이 감염
- SER-109의 제품명은 Vowst, 하루 1번, 연속 3일 복용

마이크로바이옴 개발현황

마이크로바이옴 치료제 개발 활발

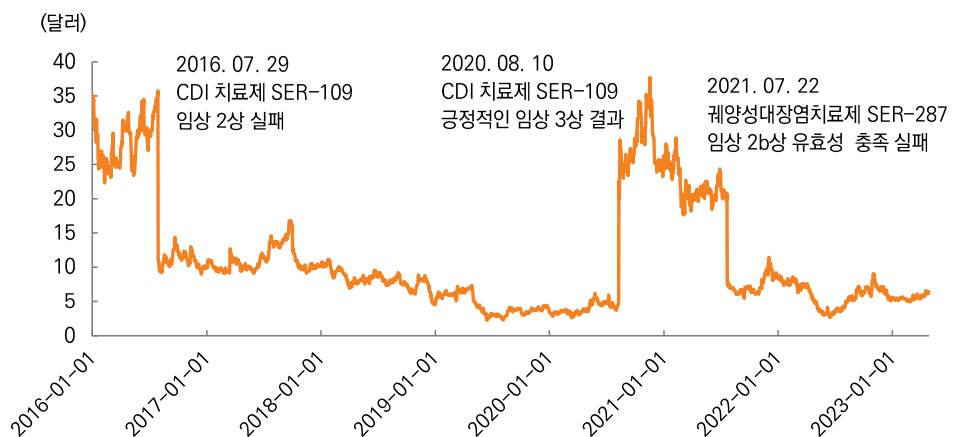
- 마이크로바이옴 치료제, 생균에서 유전자조작 균주 등 다양한 방법 시도 중
- 최근 비상장 기업 베단타 바이오사이언스 시리즈E 펀딩도 순조롭게 마무리
- 마이크로바이옴 치료제 허가로 투자 심리 회복 기대

Next 마이크로바이옴치료제

새로운 적응증, 접근법에서의 임상 결과 기대

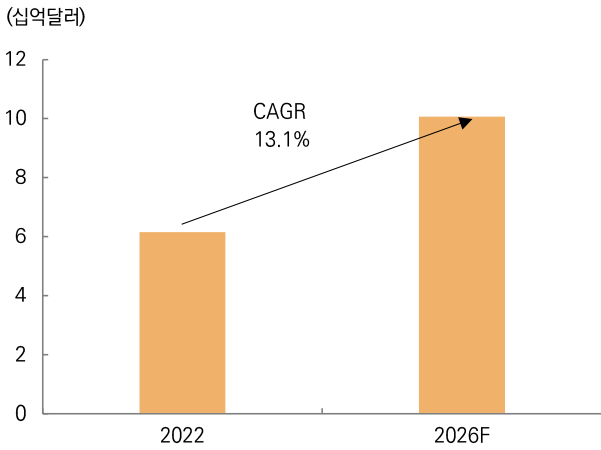
- 면역항암제 병용요법(1H23 지놈앤컴퍼니 GEN-001 위암 임상 2상 중간결과)
- 유전자조작 균주(애드벡시스 ADXS11-001 자궁경부암 6월 임상 3상 종료)
- 긍정적 임상 결과발표에 따른 마이크로바이옴 산업 관심 확대 기대
- 국내 마이크로바이옴 치료제 개발 기업 지놈앤컴퍼니(314130), 고바이오랩(348150), CJ바이오사이언스(311690)의 마이크로바이옴치료제 파이프라인에 대한 관심 권고

세레스 테라퓨틱스 주가 추이



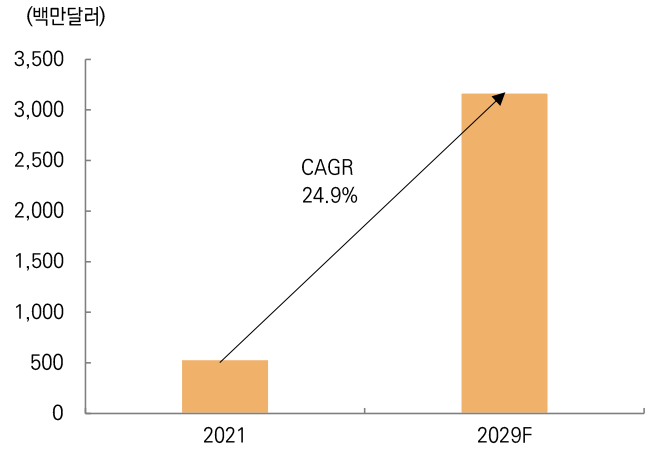
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 마이크로바이옴 시장규모 전망



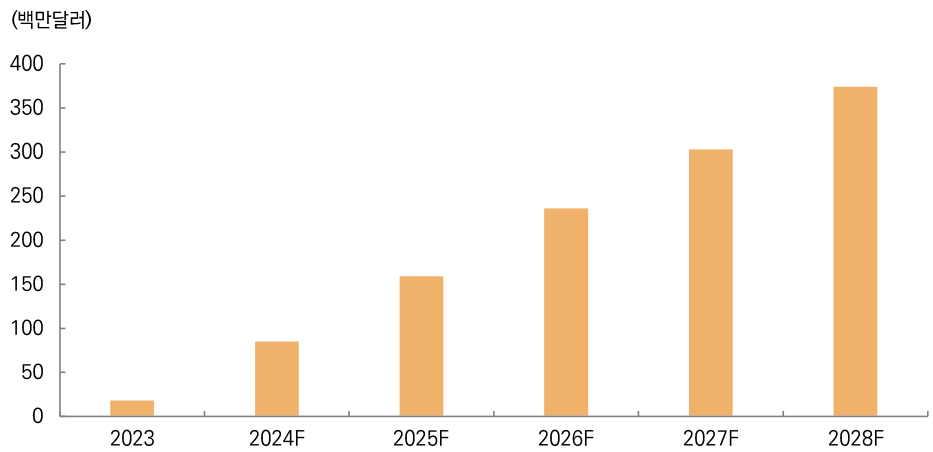
자료: Research and markets, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 마이크로바이옴 치료제 시장규모 전망



자료: Research and markets, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. Vowst 매출 전망



자료: 글로벌데이터, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. SER-109 임상 3상 결과

시간	SER-109(n=89) (재발률)	대조군(n=93) (재발률)	상대적 위험성 (95%CI)	p-value (p1/p2)
8주	11 (12.4)	37 (39.8)	0.32 (0.18-0.58)	<0.001 / <0.001

자료: 세레스 테라퓨틱스, 미래에셋증권 리서치센터

말하지 않아도 알아요

매수
(유지)

목표가: 80,000원
상승여력: 23.8%

김영건 younggun.kim.a@miraeasset.com

1Q23 Review

감산규모, 유의미할 예정

- 기 공시된 바와 같이 가동률 조정중임을 언급했으나, **구체적 규모에 대한 언급 자체**
- 동사의 높은 메모리 점유율과 이에 따른 규제 리스크 경계에서 비롯된 것으로 판단
- 다만, 2Q23 DRAM B/G 가이드نس +LT% 만으로 2Q부터의 재고 감소를 언급했으며, 이로부터 기저에 **최소 QoQ -20%의 가동률 하향이 고려된 것으로 추정 가능**
- NAND의 경우에는 DRAM 대비 경쟁사와의 수익성 격차가 크기에 절대적 수익성 확보를 위한 일부 감산은 단행되었으나, 설비투자 축소는 아직 고려사항이 아님
- 일부 MCP(DRAM+NAND) 모듈의 경우 최근과 같은 극심한 가격 하락기에 **고용량 NAND 프로모션을 통해 상대적으로 DRAM 가격 방어 전략을 구사하는 경우가 있음**
- NAND 설비투자 지속 결정과 모바일 QLC 시장 창출에 대한 선언은 상기의 NAND 프로모션을 진행하기 위한 선행조건이며, 자본력과 QLC 기술이 우월한 동사에 유리
- 메모리 가동률 조정이 본격화됨에 따라 재고 정상레벨에 도달한 **일부 고객들의 수요를 자극할 수 있을 것으로 전망되며, 하반기 수요 회복과 맞물려 가격 인상을 촉진 예상**

1Q23 실적 Point

불황이 지속되는 가운데, S23의 진가가 발휘된 1분기

- 1Q23 DRAM B/G -12%, ASP -15%, NAND B/G +3%, ASP-18% 기록
- 데이터센터 재고 조정 및 PC/모바일 수요의 더딘 회복으로 전반적 메모리 수요 부진
- **다만, 캡티브항 수요 적극 대응해 DRAM의 ASP 방어 및 NAND B/G 가이드نس 상회**
- 4Q22 NAND에 이어 1Q23 DRAM 손실 더해져 **1조원 규모 재고 평가손실 발생**
- 파운드리외의 경우, GAA 2세대 개발중인 가운데 전방 수요 부진으로 영업적자 기록 중
- **울트라 모델 중심의 S23 호조 영향으로 MX 및 SDC 수익성 확보 및 반도체 부진 상쇄**

Key data



현재주가(23/4/27,원)	64,600	시가총액(십억원)	385,648
영업이익(22F,십억원)	43,377	발행주식수(백만주)	5,970
Consensus 영업이익(22F,십억원)	-	유동주식비율(%)	75.8
EPS 성장률(22F,%)	-10.9	외국인 보유비중(%)	51.8
P/E(22F,x)	10.7	베타(12M) 일간수익률	0.94
MKT P/E(22F,x)	-	52주 최저가(원)	52,600
KOSPI	2,495.81	52주 최고가(원)	68,100

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.0	8.6	-0.6
상대주가	0.4	-0.4	5.1

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	230,401	236,807	279,605	302,231	259,406	298,256
영업이익 (십억원)	27,769	35,994	51,634	43,377	9,749	24,297
영업이익률 (%)	12.1	15.2	18.5	14.4	3.8	8.1
순이익 (십억원)	21,505	26,091	39,244	34,949	9,223	19,994
EPS (원)	3,166	3,841	5,777	5,145	1,358	2,943
ROE (%)	8.7	10.0	13.9	11.0	2.7	5.8
P/E (배)	17.6	21.1	13.6	10.7	47.6	21.9
P/B (배)	1.5	2.1	1.8	1.1	1.3	1.3
배당수익률 (%)	2.5	3.7	1.8	2.6	2.2	2.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 삼성전자, 미래에셋증권 리서치센터

중국 석유제품 수출량은 이미 감소 중

매수
(유지)

목표가: 94,000원 ▼
상승여력: 24.0%

이진호 jinho.lee.z@miraeasset.com

투자 의견

목표주가 9.4만원으로 17.5% 하향 조정. 매수 의견 유지

- 정제마진 하락세 반영하여 하반기 실적 전망치 하향. 중국 리오프닝 및 드라이빙 시즌에 따른 하반기 반등 전망은 유지하나, 절대적인 정제마진 수준은 하향 조정했기 때문
- 실적 전망 하향에도 불구하고, 주가는 저평가 구간. 최근 중국 수출 한도 확대 루머가 주가에 미친 영향은 과도한 것으로 판단. 중국 내수 수요 회복하며 수출량은 감소하고 있어. 수출 한도가 확대된다 해도 실수출량이 늘어날 가능성은 낮음
- 5월 수출 한도 확대 발표는 불확실성 해소로 여겨질 전망. 매수 의견 유지

1Q23 리뷰

정유와 석유화학, 동시 흑자전환

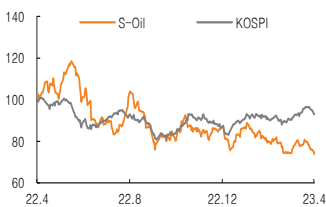
- 영업이익 5,157억원 기록(컨센서스 대비 -8.7%, 전분기 대비 흑자전환)
- 정유: 영업이익 2,906억원(4Q22 -3,796억원). 전분기 대비 정제 마진은 감소했으나, 재고관련손실 축소 및 OSP 프리미엄 축소로 흑자전환 기록
- 석유화학: 영업이익 293억원(4Q22 -574억원). PX와 BZ 제품 스프레드 개선 덕분

향후 전망

중국 수출 한도 확대 루머에 가려진 회복의 징조

- 최근 정제마진 하락 요인은 1) 중국 수출 한도 확대 루머, 2) 유럽 수요 부진
- 2차 중국 석유제품 수출 한도가 예상치보다 클 것이라는 루머가 정제마진에 하방 압력으로 작용. 유럽은 경유 수요 감소한 것으로 추정. 겨울철 축적했던 재고 소진 속도가 더뎠고, 경기 둔화로 인해 유럽향 수출량 감소
- 하지만 중국의 리오프닝 수요 개선이 점차 가시화될 것으로 예상하고, 드라이빙 시즌 수요 증가 및 정기보수로 인해 정제마진의 추가 하락 가능성은 제한적

Key data



현재주가(23/4/26,원)	75,800	시가총액(십억원)	8,534
영업이익(22F,십억원)	3,405	발행주식수(백만주)	113
Consensus 영업이익(22F,십억원)	-	유동주식비율(%)	36.6
EPS 성장률(22F,%)	52.7	외국인 보유비중(%)	79.4
P/E(22F,x)	4.6	베타(12M) 일간수익률	0.70
MKT P/E(22F,x)	-	52주 최저가(원)	75,800
KOSPI	2,484.83	52주 최고가(원)	121,500

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.5	-8.5	-26.0
상대주가	-3.3	-17.1	-20.6

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액 (십억원)	24,394	16,830	27,464	42,446	38,498	37,230
영업이익 (십억원)	420	-1,099	2,141	3,405	2,792	3,433
영업이익률 (%)	1.7	-6.5	7.8	8.0	7.3	9.2
순이익 (십억원)	65	-796	1,379	2,104	1,966	2,500
EPS (원)	561	-6,827	11,822	18,047	16,858	21,439
ROE (%)	1.0	-13.1	21.8	27.2	21.4	23.1
P/E (배)	169.8	-	7.2	4.6	4.5	3.5
P/B (배)	1.7	1.4	1.4	1.1	0.9	0.7
배당수익률 (%)	0.2	0.0	4.4	6.6	6.7	8.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

발전 사업 수익성의 재발견(OPM 40%)

매수
(유지)

목표가: 73,000원 ▲
상승여력: 42.6%

이진호 jinho.lee.z@miraeasset.com

투자 의견

목표주가 7.3만원으로 21.7% 상향 조정 및 매수 의견 유지

- 상향 요인은 IRA 첨단제조 세액공제(AMPC) 반영(주가 기준, 1.1만원 수준) 및 발전 사업 평균 수익성 제고(10%→15%)
- 실적 전망치는 상향되었지만, 태양광 피어 밸류에이션 하락(12.4배 → 9.2배)으로 해당 영향은 다소 상쇄. 대부분 중국 태양광 기업들의 주가 하락에 기인
- IRA AMPC 불확실성 감안 필요. AMPC를 제외하면 목표주가는 6.2만원 수준

1Q23 리뷰

발전 사업 수익성이 이렇게 좋을 수가 있다고?

- 영업이익 2,714억원(컨센서스 대비 +23.3%, 전분기 대비 +49.0%)
- 신재생에너지: 2,450억원(전분기 대비 +5.6%). 전분기 대비 모듈 판매 수익은 줄었으나, 예상치 못했던 발전 사업 매각의 높은 수익성과 IRA AMPC 229억원 반영 - 발전 사업 매각: 매출액 1,650억원. 영업이익 650억원. OPM 39.4%(과거 프로젝트 매각 건들의 OPM이 10% 내외였던 것에 비하면 4배 가까운 수익률을 기록)
- 화학: 337억원으로 흑자전환. 화학 시황 개선보다는 일회성 비용 제거에 기인

향후 전망

발전 사업이 수익성도 제고해주고, 모듈 가격 하락도 방어해주고

- 발전 사업 매각 수익성: 과거 경험상 발전 사업 수익성은 10% 내외였으나, 이번 실적을 통해 초기단계 매각은 수익성이 40%까지 상승 가능하다는 점을 증명
- 2분기 발전 사업 매출액 가이드는 1,000억원 수준. 23년 연간 1조원 매출액 가이드를 고려하면, 약 7,400억원의 발전 사업 매출이 하반기에 집중될 것으로 전망
- 모듈 판매도 기존 판매 방식 + 발전 사업 통한 판매로 투트랙 전략 예상. 발전 사업 통한 판매는 모듈 가격 및 마진 하락을 다소 방어해줄 것으로 전망

Key data



현재주가(23/4/27,원)	51,200	시가총액(십억원)	8,801
영업이익(22F,십억원)	966	발행주식수(백만주)	172
Consensus 영업이익(22F,십억원)	-	유동주식비율(%)	60.1
EPS 성장률(22F,%)	-43.5	외국인 보유비중(%)	24.6
P/E(22F,x)	23.1	베타(12M) 일간수익률	1.31
MKT P/E(22F,x)	-	52주 최저가(원)	30,050
KOSPI	2,495.81	52주 최고가(원)	55,100

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	23.1	-1.0	67.9
상대주가	18.8	-9.2	77.5

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액 (십억원)	9,457	9,195	10,725	13,654	13,011	13,399
영업이익 (십억원)	459	594	738	966	1,257	1,823
영업이익률 (%)	4.9	6.5	6.9	7.1	9.7	13.6
순이익 (십억원)	-238	309	619	359	1,008	1,512
EPS (원)	-1,401	1,840	3,301	1,864	5,677	8,666
ROE (%)	-4.0	5.3	8.8	4.2	10.7	14.2
P/E (배)	-	25.2	10.8	23.1	9.0	5.9
P/B (배)	0.5	1.3	0.8	0.9	0.9	0.8
배당수익률 (%)	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

배터리/첨단소재가 이끈 실적 서프라이즈

매수
(유지)

목표가: 930,000원 ▲
상승여력: 25.5%

이진호 jinho.lee.z@miraeasset.com

투자 의견

목표주가 93만원으로 10.7% 상향 조정. 매수 의견 유지

- 상향 요인은 에너지솔루션의 IRA 보조금 반영 및 중장기 실적 추정치 상향 조정, 그리고 화학 피어 밸류에이션의 상승(5.6배 → 7.6배)
- 우월한 양극재 마진: 메탈 가격 하락으로 인한 판가 하락 및 수익성 감소에도 경쟁사 대비 높은 양극재 마진 기록(OPM 약 9% 추정)
- 석유화학 흑자전환 전망: 고부가 제품(PVC/ABS 등) 위주의 수익성 개선을 필두로 2분기 흑자전환 전망. 성수기 진입 및 중국 수요 개선으로 인한 시황 회복 때문
- Nexolution/Sustainability 사업부 신설, LFP 양극재 사업화, 양극재 외판 계획 등 3대 신성장 동력 사업 성장 전략들이 하반기 다수 포진되어 있는 점도 매력적

1Q23 리뷰

배터리/첨단소재의 활약, 그리고 석유화학 적자 축소

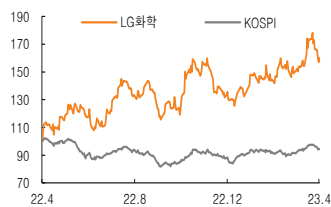
- 영업이익 7,910억원(컨센서스 대비 +22.0%, 전분기 대비 +314.1%)
- 석유화학: -510억원(vs. 4Q22 -1,660억원). 정기보수 이후 재가동으로 수익성 개선
- 첨단소재: 2,030억원(vs. 4Q22 180억원). 양극재 출하량 증가 및 수익성 개선 영향
- 배터리: 6,330억원(vs. 4Q22 2,370억원). 비용 절감 및 수율 개선과 IRA 보조금 반영

2Q23 전망

기다렸던 석유화학의 흑자전환 전망

- 영업이익 9,169억원 전망(전분기 대비 +15.9%, OPM 5.9%)
- 석유화학: 193억원으로 흑자전환 전망(전분기 -510억원). 성수기 진입 및 중국 수요 개선으로 시황 회복 전망
- 첨단소재: 1,843억원 전망(전분기 대비 -9.2%). 리튬 가격 하락으로 판가 하락 및 수익성 감소 예상. 출하량은 소폭 증가 전망

Key data



현재주가(23/4/27,원)	741,000	시가총액(십억원)	52,309
영업이익(23F,십억원)	4,079	발행주식수(백만주)	71
Consensus 영업이익(23F,십억원)	3,593	유동주식비율(%)	66.6
EPS 성장률(23F,%)	66.0	외국인 보유비중(%)	48.3
P/E(23F,x)	18.9	베타(12M) 일간수익률	1.78
MKT P/E(23F,x)	15.2	52주 최저가(원)	463,000
KOSPI	2,495.81	52주 최고가(원)	825,000

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.2	23.7	60.0
상대주가	2.5	13.4	69.2

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	30,059	42,599	51,865	64,090	83,900	102,575
영업이익 (십억원)	1,805	5,026	2,996	4,079	8,146	8,544
영업이익률 (%)	6.0	11.8	5.8	6.4	9.7	8.3
순이익 (십억원)	513	3,670	1,845	3,063	6,207	6,487
EPS (원)	6,549	46,880	23,574	39,129	79,288	82,874
ROE (%)	2.9	18.5	6.9	9.4	17.0	15.4
P/E (배)	125.8	13.1	25.5	18.9	9.3	8.9
P/B (배)	3.6	2.2	1.5	1.7	1.5	1.3
배당수익률 (%)	1.2	2.0	1.7	1.3	1.3	1.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: LG화학, 미래에셋증권 리서치센터

합병 효과와 체질 개선의 하모니

매수
(유지)

목표가: 35,000원 ▲
상승여력: 29.4%

류제현 jay.ryu@miraeasset.com

이창민 changmin.lee@miraeasset.com

1Q23 Review

영업이익 2,796억원, 시장 기대치 상회: 영업이익률 역대 최고수준

- 매출액 8조 3,066억원(-16.2% YoY): 저수익 사업 구조조정, 믹스 개선으로 이익 감소
 - 철강 -34.1% YoY: 고수익 시장(고망간 강관 등) 집중, 일반 철강 판매량은 감소
 - 전분기 대비 4.3% 증가: 포스코에너지 합병 효과(터미널/발전 매출액 9,794억원)
- 영업이익 2,796억원: 영업이익률 역대 최고 수준 - 합병 효과 본격화
 - 포스코에너지와의 합병 효과: 발전 및 터미널 영업이익률 4.9%
 - 발전부문, SMP 상한제에도 불구하고, 이용률 개선 등으로 실적 개선 시현
 - 미얀마 가스전 672억원(-13.3% QoQ): 환율 하락 및 수리에 따른 생산량 감소
 - 포스코 냉천 공장 충격 벗어나는 중: 철강 영업이익률 1.6%로 개선

모멘텀

장기적으로 나타날 구조적인 개선: 철강 믹스 개선, 가스 및 친환경 투자 확대

- 고수익 제품 위주의 믹스 개선, 온라인 판매 확대(‘이스틸 포유’ 설립)로 체질 개선
 - 장기적으로 온라인 판매량 2023년 62만톤에서 2030년 400만톤 확대
- 미얀마 추가 개발과 함께 진행되는 추가 투자 효과: 최대 생산 시기 연장 기대
 - 승압 플랫폼 가동(2Q 24년)으로 안정적 가스판매 유지: 최소 5년간 최대 생산량 유지
- 친환경 신사업 기대: 이차전지 소재 공급 및 수소 사업
 - 수산화리튬, 블랙 파우더 공급 개시: 니켈, 구리, 음극재 등 밸류체인 공급 능력 강화
 - 그린 수소 생산 추진(2024년 3월): 세빅스를 통한 JV(CS 에너지, 지분율 25%) 설립

투자 의견

목표주가 35,000원으로 상향하며 매수의견 유지

- 23년 및 24년 순이익 전망 17%, 10% 상향: TP 33,000원에서 35,000원으로 상향
- 목표주가는 PER 8배, PBR 1.3배 수준: 예상 ROE(17%) 대비 저평가 상태
- 저평가 해소 본격화: 철강 무역 마진 개선, 포스코 에너지 합병, 신사업 진출

Key data



현재주가(23/4/26, 원)	27,050	시가총액(십억원)	4,759
영업이익(23F, 십억원)	1,095	발행주식수(백만주)	176
Consensus 영업이익(23F, 십억원)	965	유동주식비율(%)	25.9
EPS 성장률(23F, %)	-12.8	외국인 보유비중(%)	5.2
P/E(23F, x)	6.5	베타(12M) 일간수익률	1.48
MKT P/E(23F, x)	15.2	52주 최저가(원)	17,500
KOSPI	2,484.83	52주 최고가(원)	31,250

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	31.0	36.6	11.3
상대주가	27.3	23.7	19.5

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	21,472	33,949	37,990	37,538	39,660	40,550
영업이익 (십억원)	474	585	903	1,095	1,052	1,017
영업이익률 (%)	2.2	1.7	2.4	2.9	2.7	2.5
순이익 (십억원)	239	361	590	733	656	640
EPS (원)	1,934	2,924	4,780	4,168	3,728	3,637
ROE (%)	7.7	10.9	15.8	17.1	13.6	12.1
P/E (배)	7.5	7.7	4.7	6.5	7.3	7.4
P/B (배)	0.6	0.8	0.7	1.0	0.9	0.9
배당수익률 (%)	4.8	3.6	4.4	3.7	3.7	3.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 포스코인터내셔널, 미래에셋증권 리서치센터

경기 하강기에 증명하는 이익 체력

매수
(유지)

목표가: 250,000원
상승여력: 54.3%

류제현 jay.ryu@miraeasset.com

이창민 changmin.lee@miraeasset.com

1Q23 Review

확인된 이익 방어력: 물류 부문 원가 개선으로 시장 기대치 상회

- 매출액 6조 3,008억원(0.1% YoY): 해운, 물류 부문 하락폭 최소화, 유통 부문 개선
 - 물류 -1.0% YoY: 국내외 내륙운송 호조 vs. 포워딩 매출 감소
 - 해운 -4.4% YoY: 완성차 운송(4.3% YoY) 호조로 벌크 부문 부진 만회
 - 유통 2.4% YoY: CKD(7.3% YoY) 예상외의 선방. 반도체 수급 개선으로 물량 개선
- 영업이익 4,066억원: 물류 부문 마진 개선으로 시장 기대치 상회
 - 물류 1,680억원(41.2% YoY): OPM 7.8% - 운임 하락에 따른 원가 개선
 - 해운 1,056억원(-17.8% YoY): 완성차 물량 개선으로 마진 두자릿수(10.5%) 복귀
 - 유통 1,330억원(-25.7% YoY): 원화 절상에 따른 마진 악화(OPM 4.2%)

23년 전망

물류와 해운 부문 마진 회복력에 주목, 하반기 원화 약세 수혜 기대

- 글로벌 경기 악화, 환율 절상에도 불구하고 실적 하락 압력이 크지 않은 상황
 - 운임 악화가 원가 개선으로 돌아오며 이익 방어력을 증명
- 완성차 운반선(PCTC) 마진 추가 개선된 것으로 추정: OPM 10% 중반 수준
 - 스팟성 물량 감소로 평균 운임 하락 압력은 있으나 선박 적재율 상승으로 마진 개선
 - 가용 선박 부족으로 PCTC선 수급 개선세 지속(1Q23 선박 적재율 70% 돌파)
- 최근 원화 약세로 CKD 부문 이익 하락폭 축소될 듯: 2Q~3Q 기점으로 이익 반등 기대
- 2Q23 해운, 유통 부문의 호조로 영업이익(3,937억원) 고점 유지 전망

투자 의견

목표주가 250,000원 및 매수 의견 유지

- 또 한번 나타난 실적 호조: 이익 체력 증명시 극단적 저평가(PBR 0.8배) 해소될 전망
- 하반기 해운(완성차 운반선)에서의 구조적 개선, 원화 절하 모멘텀 발생

Key data



현재주가(23/4/27, 원)	162,000	시가총액(십억원)	6,075
영업이익(23F, 십억원)	1,552	발행주식수(백만주)	38
Consensus 영업이익(23F, 십억원)	1,630	유동주식비율(%)	49.7
EPS 성장률(23F, %)	-10.4	외국인 보유비율(%)	47.3
P/E(23F, x)	5.7	베타(12M) 일간수익률	0.86
MKT P/E(23F, x)	15.2	52주 최저가(원)	150,800
KOSPI	2,495.81	52주 최고가(원)	212,000

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.1	-1.5	-19.6
상대주가	1.5	-9.7	-15.0

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	16,520	21,780	26,982	25,069	25,027	25,263
영업이익 (십억원)	662	1,126	1,799	1,552	1,495	1,516
영업이익률 (%)	4.0	5.2	6.7	6.2	6.0	6.0
순이익 (십억원)	606	783	1,190	1,067	1,052	1,134
EPS (원)	16,165	20,877	31,729	28,444	28,050	30,243
ROE (%)	12.5	14.4	18.8	14.6	12.9	12.5
P/E (배)	11.4	8.0	5.2	5.7	5.8	5.4
P/B (배)	1.4	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6
배당수익률 (%)	1.9	2.3	3.5	3.5	3.5	3.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 현대글로벌비스, 미래에셋증권 리서치센터

뺏길 것 보다 뺏을 것이 많다

매수
(유지)

목표가: 1,100,000원
상승여력: 55.8%

김철중 chuljoong.kim@miraeeasset.com

최유진 choi.yoojin@miraeeasset.com

목표주가 110만원 유지

북미 고객사 확대 본격화. 목표주가 110만원 유지

- 사업가치 82조원(배터리 77조원, 전자재료 5조원 합산). 배터리 사업부문 가치 산정 시, 24년 예상 EBITDA에 LG에너지솔루션과 CATL의 평균 EV/EBITDA 15배 적용
- 23년은 고객사 다원화가 본격화되며 경쟁사들과의 밸류에이션 갭이 축소되는 원년이라고 판단. 최근 GM과의 4680 원통형 + 각형 북미 JV 발표(얼티엄 Ph4). 기 발표된 30Gwh 이후 Ph5, Ph6에 대한 추가 협력 논의도 가능한 상황으로 판단
- 특히 당사 산업 채널 체크에 의하면, 최근 북미 주요 OEM과의 신규 협력 논의가 진행되고 있는 것으로 파악하는데, 관련 논의가 긍정적으로 진행될 경우 국내 경쟁사와의 밸류에이션 갭 축소 가능할 것으로 판단

1Q23 Review

2Q23 Preview

EV 배터리가 역살 잡고 끌고가는 실적. 1Q23 영업이익 당사 추정치 부합

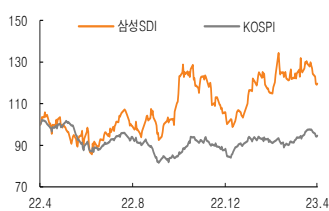
- 영업이익 3,754억원(-23.5% QoQ) 기록. 사업부문 별 영업이익률: EV 7.0%, ESS 1.5%, 소형배터리 7.5%, 전자재료 10.6% → IT 업황 부진 등으로 타 사업부 수익성 전분기 대비 악화되었음에도, 견조한 EV 출하 지속되며 EV 배터리 영업이익률 전분기 대비 +1.3% 개선된 7.0% 기록
- 2Q23부터 안정적인 증익 구간 진입: IT 업황 상반기 중 바닥이 예상되기에, 전자재료 및 소형배터리 우상향 시작. EV 배터리는 매출 및 수익성 개선 지속 전망. 2Q23 영업이익 4,610억원(+22.8% QoQ) 예상

늦지만 결국은 받게 될 인센티브

25년 IRA 인센티브 반영. 점진적 고객사 확대 시작되며 밸류에이션 매력 부각될 것

- 25년 스틸란티스 북미 JV 출하 시작되며 IRA 인센티브 수령 전망. 25년 인센티브 금액 9,080억원 반영(스틸란티스 JV 15.5Gwh 출하 보수적 반영)
- 북미 중심의 고객사 확대 본격화되며 밸류에이션 매력 부각될 것으로 전망

Key data



현재주가(23/4/27,원)	706,000	시가총액(십억원)	48,548
영업이익(23F,십억원)	2,190	발행주식수(백만주)	69
Consensus 영업이익(23F,십억원)	2,150	유동주식비율(%)	73.2
EPS 성장률(23F,%)	18.7	외국인 보유비중(%)	49.5
P/E(23F,x)	21.4	베타(12M) 일간수익률	1.23
MKT P/E(23F,x)	15.2	52주 최저가(원)	506,000
KOSPI	2,495.81	52주 최고가(원)	793,000

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.4	-2.9	19.7
상대주가	-5.7	-10.9	26.5

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	11,295	13,553	20,124	24,438	32,665	44,567
영업이익 (십억원)	671	1,068	1,808	2,190	3,151	5,316
영업이익률 (%)	5.9	7.9	9.0	9.0	9.6	11.9
순이익 (십억원)	575	1,170	1,952	2,317	3,138	4,882
EPS (원)	8,166	16,621	27,736	32,921	44,584	69,366
ROE (%)	4.5	8.5	12.5	13.0	15.2	19.9
P/E (배)	76.9	39.4	21.3	21.4	15.8	10.2
P/B (배)	3.3	3.1	2.5	2.6	2.2	1.8
배당수익률 (%)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 삼성SDI, 미래에셋증권 리서치센터

서비스나우 ServiceNow (NOW US)

Refinitiv
평균목표주가
USD 519.57
상승여력: 14.44%

IT 지출 축소도 벌써 일년, 대기업 수요 견조 확인

김수진 soojin.kim@miraeeasset.com

김규연 gyuyeon.kim@miraeeasset.com

FY1Q23 리뷰

1Q 실적 예상 상회 – 마진과 잉여현금흐름도 확실하게 개선

- 매출 20.96억달러(+22% YoY), Non-GAAP EPS 2.37달러 예상 상회
- OPM도 26%로 예상 상회했으며, FCF 확대로 FCF마진 35% 기록
- cRPO 70.1억달러(+23% YoY)로 견조한 수주 지속 확인
- 연간 계약액 100만달러 이상 고객 20% 증가. 산업별로 헬스케어/생명과학 수요 강했고, 에너지, 유틸리티, 정부, 교통, 물류, 금융서비스까지 견조. 은행 섹터는 부진
- 미국, 아시아(EMEA)와 중동 등 전지역 수요 강세 – EMEA 비중 11%(+1%pt QoQ)

FY2023 가이드런스

가이드런스 상향조정: IT 수요 축소된 지도 벌써 1년

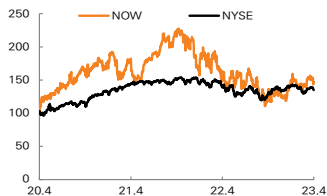
- 작년 2Q부터 수요 감소 나타났으니, 이번 2Q에 기저효과 사라져 가이드런스 상향 가능
- 구독 매출 20.4~20.45억달러(+23.5~24% YoY), OPM 26%, FCF마진 30%

투자포인트 및 밸류에이션

우리도 AI! 5월 16일 investor day 통해 AI 비전 및 기업 장기 전략 공개 주목

- 동사는 이미 18년 ITSM 제품 출시하며 AI 기능 대거 탑재했는데, 생성AI는 기존 시스템을 모두 바꿀 것으로 예상한다며 생성AI 시대에 대한 강한 기대감 표현
- 이번 행사에서 AI 도입을 통한 새로운 서비스와, 관련 수익 모델 및 중장기 성장 전략 등을 언급할 예정, 모멘텀 기대 – 가능 BM 1) 번들형, 2) 추가형, 3) Consumption 기반
- 동사 제품이 IT부서용에서 HR, 고객 관리, 개발자 플랫폼으로 확대되고, 이에 AI까지 추가되고 있는 만큼 TAM 지속 성장 기대
- 현재 FY24 P/E 39.8배로 코로나 초기 수준 – AI 디지털화 시대 동사의 경쟁력을 감안했을 때, TAM 확대와 더불어 영업이익률과 FCF까지 안정적 증가하고 있어 클라우드 SaaS 기업 대장주로서의 역할을 계속해서 유지할 것으로 판단

Key data



현재주가(23/4/26, USD)	454.03	시가총액(십억USD)	92.50
S&P 500(23/4/26, p)	4,055.99	시가총액(조원)	123.9
EPS 성장률(24F, %)	75.5	유통주식수(백만주)	203.3
P/E(24F, x)	48.7	52주 최저가(USD)	337.00
MKT P/E(24F, x)	14.5	52주 최고가(USD)	521.58
배당수익률(%)	-		

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.3	9.2	-2.6
상대주가	3.2	2.5	0.4

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (백만USD)	4,519.5	5,896.0	7,245.0	8,841.7	10,752.9	13,147.3
영업이익 (백만USD)	198.9	257.0	355.0	2,300.7	2,901.4	3,723.1
영업이익률 (%)	4.4	4.4	4.9	26.0	27.0	28.3
순이익 (백만USD)	118.5	230.0	325.0	537.0	796.6	1,066.6
EPS (USD)	0.6	1.2	1.6	2.8	4.2	5.8
ROE (%)	4.8	7.0	7.4	27.3	23.1	20.8
P/E (배)	686.6	535.9	229.0	48.7	39.8	32.1
P/B (배)	38.0	35.1	15.7	12.9	9.4	7.0

주: GAAP 기준

자료: 서비스나우, 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

노바티스 Novartis (NVS US)

선택과 집중의 효과 보이기 시작

Refinitiv
평균목표주가
USD 107.13
상승여력: 3.0%

이지현 jihyun_lee@miraeeasset.com

김승민 sm.kim.a@miraeeasset.com

1Q23 리뷰

매출액, 영업이익, 순이익이 컨센서스를 각각 +3%, +7%, +10% 상회

- 매출액 130억달러(+3% YoY, YoY 이하 생략), 영업이익 44억달러(+8%), 순이익 36억달러(+11%) 기록. 주요 품목인 엔트레스토(심부전) +32%, 플루빅토(고형암), 키스칼리(고형암) +81%, 케심타(다발성경화증) +74%가 성장 견인
- 2Q22 발표한 24년까지 10억달러 비용절감, 8천명 인력감원 계획 진행되며 OPM 개선
- 대대적인 파이프라인 재정립. 4Q22 기준 152개 물질에서 136개로 약 10% 축소
- 5가지 주요 치료분야인 1) 심혈관계, 2) 면역, 3) 뇌과학, 4) 고형암, 5) 혈액암에 집중

실적 가이드선스 및 주요 R&D 이벤트

23년 매출액 가이드선스 상향 조정. 27년까지 연평균 +4% 목표 달성 위해 신약 출시 중요

- 길레니아, 산도스타틴, 루센티스 등 제네릭 경쟁으로 인해 매출액 감소 예상되나 주요 품목으로 상쇄 기대. 방사성치료제 플루빅토 공급이슈 3Q23부터 해결될 것으로 전망
- 적응증 확장 및 후기 임상 단계 신약 출시에 주목. 긍정적인 결과 보인 키스칼리 유방암 보조요법 임상(NATALEE)의 세부 데이터 공개 중요. 6월 ASCO 발표 가능성 존재
- 입타코판(신장질환) 임상 데이터 발표 2건 및 우선심사로 연내 FDA 허가신청 예상
- 파트너사 베이진의 PD-1 항암제 티스렐리주맙 생산시설 FDA 감사는 2Q23 예정

밸류에이션 및 향후 전망

12개월 선행 P/E 16x 글로벌 빅파마 평균 18x보다 낮은 수준

- 27년까지 연평균 +4% 매출액성장률이 시장 컨센서스 보다 약 2% 높은 수준으로 성공적인 적응증 확장 가능여부, 신약 후보물질 출시, 공급 이슈 해소 등이 우려로 존재
- 하지만 하반기 의약품 공급 정상화, 긍정적인 R&D 데이터 발표 및 신약 승인, 새로운 모달리티 의약품의 가시적인 성과, 비용절감을 통한 마진개선, 하반기 산도즈 제네릭 사업부 스핀오프가 추가 캐털리스트로 작용할 수 있을 것으로 기대

Key data



현재주가(23/4/25, USD)	104.04	시가총액(십억USD)	218.21
S&P 500(23/4/25, p)	4,071.63	시가총액(조원)	290.81
EPS 성장률(23F, %)	9.2	유통주식수(백만주)	2,277.5
P/E(23F, x)	15.6	52주 최저가(USD)	74.61
MKT P/E(23F, x)	18.7	52주 최고가(USD)	104.04
배당수익률(%)	3.7		

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	24.5	32.5	15.0
상대주가	21.4	25.6	21.4

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억USD)	48.7	51.6	50.5	52.6	54.5	56.5
영업이익 (십억USD)	15.4	16.6	16.7	17.0	16.9	18.3
영업이익률 (%)	31.7	32.1	33.0	32.3	31.0	32.4
순이익 (십억USD)	13.2	14.1	13.4	13.9	14.9	15.9
EPS (USD)	5.4	5.8	6.1	6.7	7.2	7.8
ROE (%)	14.4	38.7	11.0	23.1	23.3	23.7
P/E (배)	26.7	8.2	28.4	15.6	14.4	13.4
P/B (배)	3.8	2.9	3.2	3.7	3.5	3.3

주: Non-GAAP 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 노바티스, Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

프리미엄 클래스. 영업이익 서프라이즈

매수
(유지)

목표가: 160,000원 ▲
상승여력: 48.6%

차유미 yumi_cha@miraeeasset.com

1Q23 Review

연결 매출액 20.4조원(-3% YoY) 및 영업이익 1.5조원(-23% YoY) 기록

- 당사 추정 매출액 21.1조원에 소폭 미달, 추정 영업이익 9,560억원을 큰 폭으로 상회하는 수익성 기록. 높은 수익성을 기록한 주요 원인은 H&A 와 HE 사업부
- H&A: 사업부 내 프리미엄 제품 비중은 50% 이상. 전년도와 비슷한 매출 규모에도 고부가제품 비중 판매 증가와 물류비, 원재료 등 비용 감소 효과로 높은 수익성 기록
- HE: 원가구조 개선, 마케팅 비용 효율화 등 2,003억원(흑자전환 QoQ)의 수익성 기록

2Q23 및 하반기 전망

IT 수요 감소 불가피. 그럼에도 제품 믹스 및 비용 효율화로 수익성 개선 기대

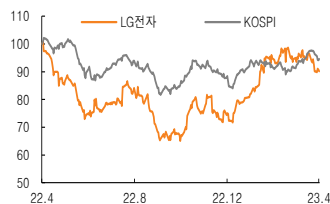
- TV, 가전 등 23년 글로벌 IT 수요 감소 장기화 전망. 동사는 프리미엄 제품 판매 확대와 더불어 볼륨존 전략 모델 출시를 통해 수요 변화에 적극 대응
- 경쟁사 대비 안정적인 원자재 가격 유지 및 효율적인 비용 집행을 기반으로 물량 감소에도 견조한 수익성 유지 전망
- VS 사업부의 매출액 성장 대비 더딘 수익성 개선 속도는 1)24년 신규 프로젝트 물량 대응을 위한 멕시코 공장향 투자 비용 집행 및
- 2)신규 수주 매출 확대를 위한 인력 채용 등의 투입 비용이 경상 비용으로 인식→매출과 얼라인되지 않는 비용이 발생하며 분기별 이익 변동성 야기
- 투자자들의 우려가 지속적으로 제기되고 있으나, 높은 수주 잔고 기반의 안정적인 흑자 기조 유지될 것으로 판단

Valuation

목표주가 160,000원(기존 120,000원)으로 상향 조정

- IT 수요 감소에도 견조한 수익성을 시현하며 글로벌 1위 프리미엄 가전 업체로서의 경쟁력 확인. 23F 사업부별 EBITDA 상향 조정하며 목표주가 상향 조정

Key data



현재주가(23/4/27, 원)	107,700	시가총액(십억원)	17,625
영업이익(22F, 십억원)	3,551	발행주식수(백만주)	164
Consensus 영업이익(22F, 십억원)	-	유동주식비율(%)	65.7
EPS 성장률(22F, %)	16.0	외국인 보유비중(%)	28.6
P/E(22F, x)	13.1	베타(12M) 일간수익률	1.08
MKT P/E(22F, x)	-	52주 최저가(원)	77,800
KOSPI	2,495.81	52주 최고가(원)	120,500

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.1	34.3	-9.9
상대주가	-8.4	23.1	-4.7

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액 (십억원)	62,306	58,058	73,908	83,467	84,818	89,331
영업이익 (십억원)	2,436	3,905	4,058	3,551	4,560	5,314
영업이익률 (%)	3.9	6.7	5.5	4.3	5.4	5.9
순이익 (십억원)	31	1,968	1,032	1,196	2,969	3,017
EPS (원)	173	10,885	5,705	6,616	16,416	16,686
ROE (%)	0.2	13.2	6.3	6.6	14.5	13.0
P/E (배)	416.8	12.4	24.2	13.1	6.6	6.5
P/B (배)	0.9	1.6	1.4	0.8	0.9	0.8
배당수익률 (%)	1.0	0.9	0.6	0.8	0.6	0.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: LG전자, 미래에셋증권 리서치센터

금융시장 주요 지표 I

2023. 4. 28 (금)

한국/아시아

	Price	1D	1W	1M	3M	1Y
KOSPI (4/27)	2,495.81	0.44	-2.63	2.50	0.47	-5.43
KOSDAQ (4/27)	850.21	2.38	-4.01	2.00	14.70	-5.13
KOSPI200 (4/27)	325.09	0.35	-2.28	2.76	-0.88	-6.10
일본 NIKKEI225 (4/27)	28,457.68	0.15	-0.70	3.41	3.93	7.85
중국 상해종합 (4/27)	3,285.88	0.67	-2.41	1.25	0.65	11.07
홍콩 항셱 (4/27)	19,840.28	0.42	-2.73	0.28	-12.56	-0.53
홍콩 HSCCI (4/27)	6,675.40	0.32	-3.19	-0.81	-14.13	-1.63
대만 TWSE (4/27)	15,411.49	0.24	-1.88	-1.85	3.20	-5.47
인도 SENSEX (4/27)	60,300.58	0.00	1.12	4.66	1.63	6.13
베트남 VSI (4/27)	1,039.63	-0.11	-0.92	-1.39	-6.93	-23.20
인도네시아 JCI (4/27)	6,945.48	0.51	1.81	2.74	0.67	-3.49

(p, %)

미국/유럽

	Price	1D	1W	1M	3M	1Y
미국 DowJones (4/27)	33,826.16	1.57	0.12	4.42	-0.45	1.57
미국 S&P500 (4/27)	4,135.35	1.96	0.13	4.13	1.59	-1.16
미국 NASDAQ (4/27)	12,142.24	2.43	0.69	3.64	4.48	-2.78
유로 STOXX50 (4/27)	4,358.05	0.24	-0.61	4.55	4.31	16.69
독일 DAX30 (4/27)	15,800.45	0.03	0.03	4.35	4.29	14.55
영국 FTSE100 (4/27)	7,831.58	-0.27	-0.90	4.64	0.86	5.47
브라질 보베스파 (4/27)	102,923.31	0.60	-1.38	1.72	-8.36	-5.88
러시아 RTS(\$)(4/27)	1,024.44	1.32	0.57	2.46	3.23	-2.35
필리핀 피아만도체 (4/27)	2,941.59	0.64	-3.44	-3.78	-0.12	1.61
나스닥 헬스케어 (4/27)	937.72	0.24	-1.69	3.81	-2.05	5.26
VIX (4/27)	17.03	-9.61	-0.82	-14.72	-8.00	-46.11

(p, %)

환율

	Price	1D	1W	1M	3M	1Y
원/달러 (4/27)	1,338.05	0.10	1.13	3.01	8.65	5.71
달러/유로 (4/27)	1.10	-0.12	0.53	1.69	1.47	4.46
엔/달러 (4/27)	133.97	0.22	-0.20	2.35	3.15	4.31
원/엔(100엔) (4/27)	999.47	-0.17	1.35	0.82	5.50	1.39
위안/달러 (4/27)	6.92	-0.08	0.70	0.67	1.91	5.52
달러인덱스 (4/27)	101.50	0.04	-0.33	-0.91	-0.42	-1.41
원/헤알 (4/27)	268.64	1.40	2.64	6.85	11.45	5.43
헤알/달러 (4/27)	4.98	-1.25	-1.33	-3.56	-2.47	0.32

(각국 통화 단위, %)

에너지

	Price	1D	1W	1M	3M	1Y
원유 WTI (4/27)	74.76	0.62	-3.27	2.13	-6.17	-26.72
원유 Brent (4/27)	78.37	0.88	-3.37	-0.36	-9.57	-25.59
원유 Dubai (4/27)	77.52	-3.59	-5.62	1.53	-8.43	-24.39
휘발유 NYMEX (4/27)	253.28	-0.65	-2.07	-6.61	-2.16	-26.71
천연가스 NYMEX (4/27)	2.36	11.24	4.71	16.01	-24.25	-67.59
석탄 ICE (4/27)	140.00	-0.11	0.97	1.60	-16.24	-56.73
플라스틱 (4/26)	20.97	-7.13	-7.13	-17.21	12.26	-36.20
태양광 모듈 (4/27)	861.30	0.36	-3.76	-2.36	-13.54	14.19

(US\$, %)

국내금리/채권

	Price	1D	1W	1M	3M	1Y
한국 기준금리 (4/27)	3.50	0.00	0.00	0.00	0.00	200.00
CD(91일) (4/27)	3.52	2.00	5.00	-7.00	-12.00	180.00
LIBOR(3개월) (4/26)	5.27	-1.89	1.13	12.96	47.03	403.46
국고3년 (4/27)	3.29	2.90	-4.60	3.00	-1.60	38.90
국고10년 (4/27)	3.34	3.30	-6.70	6.10	5.90	15.70
회사채3년(AA-) (4/27)	4.09	2.50	-5.20	6.50	-27.00	49.90

(%, bp)

금속

	Price	1D	1W	1M	3M	1Y
철광석 DCE(위안) (4/27)	835.50	2.64	-6.60	-8.24	-4.08	-5.86
중국 열연(위안) (4/27)	3,990.00	0.13	-5.05	-8.25	-4.89	-22.13
구리 LME (4/26)	8,585.50	0.39	-3.40	-3.47	-7.88	-13.44
알루미늄 LME (4/26)	2,356.00	1.03	-1.92	0.66	-10.83	-24.44
금 COMEX (4/27)	1,999.00	0.67	-0.43	1.29	3.61	6.00
은 COMEX (4/27)	24.98	0.43	-1.54	7.11	5.76	6.49

(US\$, %)

해외 채권

	Price	1D	1W	1M	3M	1Y
미국채 2년 (4/27)	4.07	12.00	-5.80	-1.40	-13.20	147.80
미국채 10년 (4/27)	3.53	7.20	-1.10	-4.80	1.90	69.10
독일국채 10년 (4/27)	2.46	6.30	1.50	17.00	22.10	165.90
일본국채 10년 (4/27)	0.47	0.10	-0.60	11.10	-2.50	22.00
인도국채 10년 (4/27)	7.10	-1.50	-10.10	-21.50	-28.90	1.50
중국국채 10년 (4/27)	2.79	-1.40	-4.60	-7.10	-14.00	-5.70
브라질국채 10년 (4/27)	12.30	-4.30	-30.70	-61.50	-93.00	0.00
미국하이일드채권지수(p) (4/26)	2,276.73	-0.13	0.03	2.21	0.21	-0.05
FTSE글로벌리츠지수(p) (4/27)	2,964.97	1.36	0.20	4.94	-6.75	-17.36

(%, bp, 하이일드/리츠지수 변화율: %)

농산물/운송/반도체

	Price	1D	1W	1M	3M	1Y
옥수수 CBOT (4/27)	627.00	-2.26	-5.54	-3.13	-8.20	-23.11
소맥 CBOT (4/27)	614.75	-1.99	-7.94	-12.15	-18.03	-43.08
대두 CBOT (4/27)	1,426.75	-0.64	-4.72	-2.79	-5.48	-17.36
설탕 ICE (4/27)	26.99	1.81	6.89	26.65	28.77	41.90
천연고무 TOCOM(엔) (4/27)	205.30	-1.30	-0.63	1.33	-6.26	-16.82
BDI (p) (4/26)	1,536.00	1.72	11.95	5.49	126.88	-36.11
SCFI (p) (4/21)	1,037.07	0.33	0.33	14.00	0.71	-75.48
DDR4 8G (4/27)	1.61	-0.62	-0.62	-3.59	-14.81	-56.60
NAND TLC 128G (4/27)	1.11	0.00	0.00	-10.48	-23.45	-48.13

(US\$, %)

자료: 미래에셋증권 리서치센터

금융시장 주요 지표 II

2023. 4. 28 (금)

유가증권시장		04/27 (목)	04/26 (수)	04/25 (화)	04/24 (월)	04/21 (금)	
가격 및 거래량 지표	KOSPI	2,495.81	2,484.83	2,489.02	2,523.50	2,544.40	
	이동평균	20일	2,522.05	2,519.92	2,517.87	2,515.17	2,509.46
		60일	2,461.79	2,461.03	2,460.03	2,459.39	2,458.73
		120일	2,423.57	2,422.34	2,421.04	2,419.77	2,418.20
	이격도	20일	98.96	98.61	98.85	100.33	101.39
		60일	101.38	100.97	101.18	102.61	103.48
거래대금(억원)	111,421.2	123,975.1	136,811.5	115,894.7	126,146.7		
시장지표	투자심리도	40	40	50	60	70	
	ADR	95.34	100.58	111.31	114.57	120.90	
코스닥시장		04/27 (목)	04/26 (수)	04/25 (화)	04/24 (월)	04/21 (금)	
가격 및 거래량 지표	KOSDAQ	850.21	830.44	838.71	855.23	868.82	
	이동평균	20일	875.50	875.51	876.19	875.93	874.55
		60일	820.61	818.95	817.46	815.79	813.89
		120일	768.45	767.14	766.01	764.83	763.54
	이격도	20일	97.11	94.85	95.72	97.64	99.34
		60일	103.61	101.40	102.60	104.83	106.75
거래대금(억원)	107,607.3	99,682.8	117,718.7	105,475.9	131,260.0		
시장지표	투자심리도	40	40	40	50	60	
	ADR	81.17	84.65	93.39	97.07	120.90	
자금지표		04/27 (목)	04/26 (수)	04/25 (화)	04/24 (월)	04/21 (금)	
국고채 수익률(3년, %)		3.29	3.26	3.27	3.23	3.27	
AA- 회사채수익률(무보증3년, %)		4.10	4.07	4.09	4.04	4.06	
원/달러 환율(원)		1,338.05	1,336.66	1,332.45	1,335.12	1,328.28	
원/100엔 환율(원)		999.47	1,001.19	1,003.03	993.13	991.07	
CALL금리(%)		-	3.48	3.49	3.46	3.49	
국내 주식형펀드 증감(억원, ETF제외)		-	384	-673	-1,044	-1,063	
해외 주식형펀드 증감(억원, ETF제외)		-	-935	-5,011	36	-127	
주식혼합형펀드 증감(억원)		-	-35	-47	-98	-110	
채권형펀드 증감(억원)		-	-12,554	-269	-123	585	
MMF 잔고(억원)		-	1,880,762	1,856,525	1,880,673	1,886,092	
고객예탁금(억원)		-	534,879	537,717	533,475	532,008	
미수금(억원)		-	2,711	2,569	2,398	2,274	
신용잔고(억원)		-	200,857	202,408	204,319	204,018	
해외 ETF 자금유출입		04/27 (목)	04/26 (수)	04/25 (화)	04/24 (월)	04/21 (금)	
한국 관련 ETF(억원)		-	-	-	-	-	
이머징 관련 ETF(억원)		-	-0.5	-18.8	9.4	34.0	
아시아 관련 ETF(억원)		0.2	1.1	287.1	16.0	-29.2	
글로벌(선진) 관련 ETF(억원)		-	-208.6	46.8	-0.7	74.4	
Total(억원)		0.2	-208.0	315.2	24.6	79.2	

* 해외상장 ETF는 1) 미국, 유럽, 홍콩 시장에 상장된 한국 노출도가 있는 ETF를 모두 선별한 후, 2) 동 ETF들의 일간 자금유입액 중에서 한국의 비중을 계산하여 총합한 액수. 추중 인덱스의 리밸런싱은 분기별로 이뤄지나 비중은 지수 레벨에 따라 달라질 수 있어 대략적인 추정치로 계산할 것이기 때문에 100% 정확하지 않음