



# 신한생각 4530호

## Top down

### 주식전략

블러드의 진의와 추세적 반등을 위한 조건

### 해외채권

연방기금선물로 적정금리 찾기

## Bottom up

### 산업 분석

제약/바이오 (비중확대)

[2023 심화편] 중요한 건 꺾이지 않는 마음

통신장비 (비중확대) 추세적 반등의 조건

### 기업 분석

헥토파이낸셜 (234340/매수) 커팅 전 벌크업

### ◆ 국내 주식 추천 종목

[MP] IT가전, 철강, 은행 ↑ VS 소매(유통), 유틸리티, 화장품/의류 ↓  
 [중소형주] 매커스, 제이앤티씨, 더네이처홀딩스, 롯데제과, 덕산네오룩스, 심텍, 피엔티, 원익QnC, 아프리카TV, 파마리서치, 에이스토리, 백산, 엔켐, 에스엠

### ◆ 해외 주식 및 ETF 추천 종목

[주식] 보리부동산, BYD, 보잉  
 [ETF] 배당성장

KOSPI  
2,444.48 (+0.06%)

KOSDAQ  
731.92 (-0.76%)

KOSPI200선물  
317.45 (-0.56%)

원/달러 환율  
1,340.30 (+1.20원)

국고 3년 금리  
3.787 (-1.7bp)



## 주식전략

## 블러드의 진의와 추세적 반등을 위한 조건

### Strategist

노동길

☎ (02) 3772-4455

✉ dk.noh@shinhan.com

최윤아

☎ (02) 3772-2664

✉ yuna9278@shinhan.com

### 11월 FOMC 의사록 확인을 앞두고 엇갈리는 Fed 내부 의견

KOSPI 증분을 연초 이후 EPS와 PER로 분해했을 때 효과는 각각 -25.8%p, +6.9%p다. 현재는 이익 추정치 회복으로 뒷받침하지 않은 밸류에이션 위주 반등 국면이다. KOSPI 추가 상승 가능성을 가늠해보기 위해서는 PER 회복을 만든 변수의 진행 상황을 확인해야 한다. Fed 통화정책 관련 입장이다. 금주 통화정책 관련 중요 이벤트를 앞두고 있다. 11월 FOMC 의사록 발표다. 중요 이벤트를 앞두고 주식시장은 회복 속도를 다소 늦출 가능성이 있다. FOMC 구성원 간 최근 발언 내용이 엇갈리고 있다.

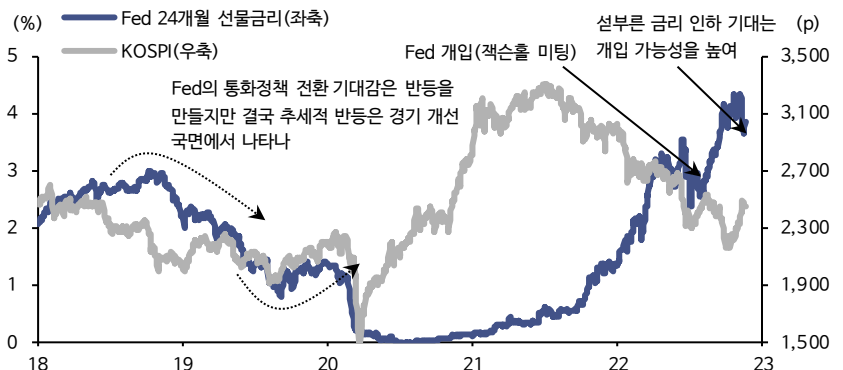
### 추세적 반등을 위한 조건은 PER보다 EPS 추정치 상승 전환

금리 인상 속도 조절은 합리적이지만 추세적 반등을 만들지 못했다. 과거 EPS와 주가 패턴을 고려하면 EPS보다 주식시장 반등이 한 발 빨랐다. EPS 회복을 확인하고 주식 비중을 늘려도 늦지 않는다는 생각을 갖고 있으나 그보다 중요한 점은 이익 저점 전 나타나는 기술적 신호들이다. 물론 이보다 중요한 요소는 경기 사이클 자체다. 경기 순환 주기와 놓고 함께 고려할 기술적 요소들이다. 기술적 요소들과 경기를 고려했을 때 내년 상반기 중 이를 확인할 수 있을 전망이다.

### 지수 추가 상승 여력 제한된 국면에서 선별적 접근 중요한 국면

여기에 지수 상승 속도가 느려질 수 있다는 데 착안한 업종 전략을 고려해야 한다. 현재는 지수와 베타가 큰 업종보다 하락 국면에서 낮은 베타를 갖고 있는 업종에 주목해야 한다. 주로 방어주(통신, 필수소비재, 보험) 중심이다. 방어주 외에 지난 기간 하락 국면에서 낮은 베타를 보였던 업종은 헬스케어, 반도체, 소프트웨어, 비철, 철강이다.

### KOSPI 추세적 반등은 금리 인하 기대 이후 경기 개선 국면에서 나타난다



자료: Refinitiv, 신한투자증권

## 블러드의 진의와 추세적 반등을 위한 조건

- ▣ 11월 FOMC 의사록 확인을 앞두고 엇갈리는 Fed 내부 의견
- ▣ 추세적 반등을 위한 조건은 PER보다 EPS 추정치 상승 전환
- ▣ 헬스케어, 반도체, 소프트웨어, 비철, 철강 등 낮은 베타 업종 주목

### 11월 FOMC 의사록 확인을 앞두고 엇갈리는 Fed 내부 의견

Fed 금리 인상 속도 조절에서 출발한 KOSPI 반등은 PER 회복을 중심으로 한 달 가량 전개

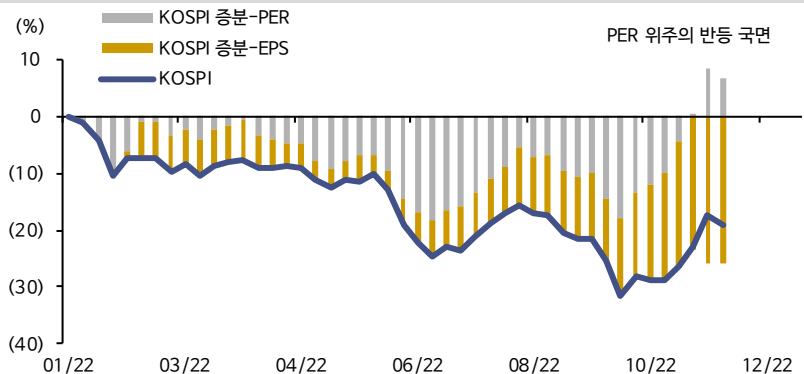
Fed(미국 중앙은행) 금리 인상 속도 조절론에서 출발한 지수 반등은 한 달 가량 이어지고 있다. KOSPI 증분을 연초 이후 EPS(주당순이익)와 PER(주가수익비율)로 분해했을 때 효과는 각각 -25.8%p, +6.9%p다. 현재는 이익 추정치 회복으로 뒷받침하지 않은 밸류에이션 위주 반등 국면이다. KOSPI 추가 상승 가능성을 가늠해보기 위해서는 PER 회복을 만든 변수의 진행 상황을 확인해야 한다. Fed 통화정책 관련 입장이다.

FOMC 내 위원들의 엇갈린 의견들은 내부 컨센서스 부재 가능성을 높이는 요소

주식시장은 회복 속도를 다소 늦출 가능성이 높다. 금주 통화정책 관련 중요 이벤트를 앞두고 있다. 11월 FOMC(공개시장위원회) 의사록 발표다(11월 23일). 11월 FOMC는 성명서와 의장 기자회견 간 괴리가 컸었다. 이는 FOMC 내 컨센서스 부재 가능성을 높이는 요소다. 올해 주식시장이 FOMC 이후 오히려 의사록에 더 민감하게 반응했던 경험을 고려하면 우선 확인이 필요한 변수다. 실제로 FOMC 구성원 간 최근 발언 내용이 엇갈리고 있다.

에스더 조지 캔자스시티 연준 총재는 긴축 정책이 유발할 경기 침체 깊이를 우려하는 비둘기적 발언을 남겼다. 크리스토퍼 윌러 Fed 이사는 금리 인상 속도 조절 가능성을 지지했지만 추가 증거를 필요로 한다는 유보적 입장이다. 메리 데일리 샌프란시스코 연준 총재는 금리 인상 중단 기대를 낮추는 발언을 남겼다. 주식시장이 특히 더 주목한 인사는 제임스 블러드 세인트 루이스 연준 총재다.

2022년 KOSPI 변화 요인 분해



자료: Refinitiv, 신한투자증권

블러드는 테일러 준칙을 근거로 충분히 제약적인 기준금리를 5~7% 제시

Fed, 2017년 옐런 의장 당시 준칙에 근거한 통화정책 시행 방식 한계를 지적

준칙은 가정에 따라 결과 크게 엇갈려. 코로나19 이후 달라진 상황을 고려하면 중론으로 보기 어려운 측면. 결국 내년 인플레이션이 금리 수준을 결정한다는 점은 달라지지 않아

## 블러드의 제약적 금리 5~7% 발언을 중론으로 보기 어려운 이유

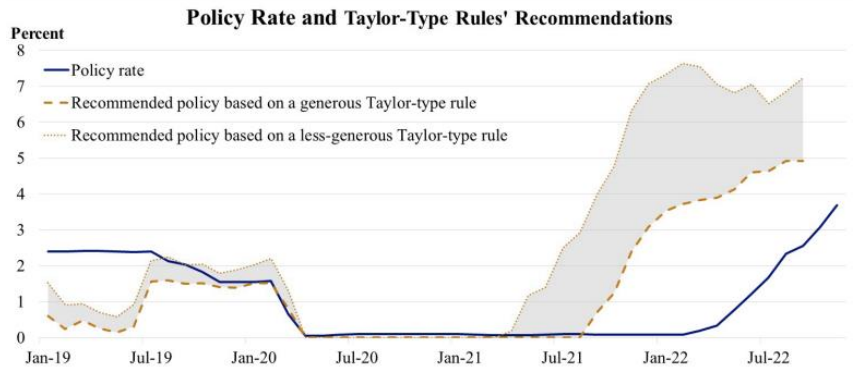
블러드 세인트루이스 연준 총재는 컨퍼런스를 통해 인플레이션을 통제하기 위한 Fed의 충분히 제약적인 기준금리 수준(sufficiently restrictive policy rate)으로 5~7%를 제시했다. 근거는 테일러 준칙이다. 제임스 블러드 의견에 따르면 현재 기준금리 수준은 인플레이션에 영향을 주기 위해 충분히 제약적이지 않으며 최소 도달해야 하는 정책 금리 수준으로 5% 이상을 제시한 셈이다. 이를 고려하면 금융시장 투자자들이 선물 가격에 반영해 놓은 최종금리 수준과 글로벌 투자은행 전망 수준은 적정 금리 하단에 불과하다. 금융시장 예상치를 크게 상회하는 금리 인상 필요성을 제시했다. 블러드가 금리 인상 관련 시장에 미치는 영향력이 높았음을 고려하면 쉽게 넘기기 어려운 주장이다.

이를 액면 그대로 받아들이기 어렵다. Fed는 이미 2017년 옐런 의장 의사 표명을 통해 준칙에 근거한 통화정책 시행 방식 한계를 지적한 바 있다. 준칙에 사용하는 설명변수 측정이 어렵기 때문에 기계적으로 이를 준용해서는 안 된다는 주장이다. 코로나19 이후 더 뚜렷해졌다. 현재는 중립 실질금리 추정도 어려움을 겪는다. 인플레이션갭, 산출갭 추정도 정책 구사에 상당한 불확실성을 내재한다.

블러드도 여러 가정이 불가피함을 자료에서 밝히고 있다. 인플레이션갭 매개 변수로 밴드를 제시하는 바람에 적정 금리 수준도 5~7%로 떨어진 상태다. 인플레이션 데이터도 과거 수치를 사용했다(Dallas Fed trimmed mean PCE). 블러드 추산 적정 금리는 인플레이션이 내년 하락할 경우 빠르게 하락할 수밖에 없다.

따라서 진의를 구별해 받아들여야 한다는 생각이다. Fed가 준칙에 근거한 통화정책 시행 방식에 한계를 오래 전 지적한 상황에서 이를 FOMC 내 중론으로 보기 어렵다. 결국 인플레이션 안정화 여부가 내년 최종금리 도달 수준을 결정할 전망이다. 이라는 점은 여전히 명확하다. 당사 매크로팀은 내년 미국 경기 경착륙에 따른 인플레이션 안정화 전개 가능성을 높게 판단하고 있다. 최종금리 도달은 고용시장 위축 과정에서 내년 상반기로 예상 중이다. 이를 고려하면 올해 4분기 전까중인 주식시장 PER 회복세는 상당 부분 합리성을 띠고 있다는 판단이다.

### 블러드는 테일러 준칙을 활용해 제약적 금리 수준을 5~7%로 제시



자료: 세인트루이스 연준, 신한투자증권

이르면 11월 ISM 제조업  
지수 기준치 하회 가능성도  
열려 있어. 금리 인상 속도  
조절론 불가피

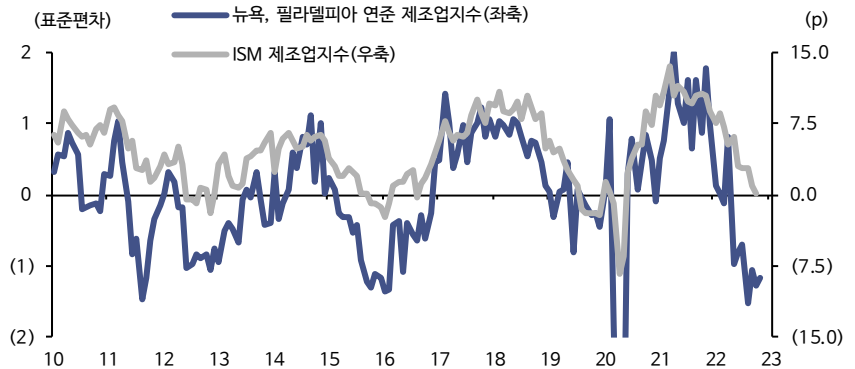
KOSPI의 추세적 반등은  
경기 개선 국면에서  
동행. 24개월 선물 금리  
상승 국면에서 나타나

## 금리 인상 속도 조절은 합리적이지만 추세적 반등을 만들지 않는다

연말 이후 금리 인상 중단을 주장하는 인사도 있다. 대표적으로 보스틱 애틀란타 연준 총재다. 근거는 통화정책과 효과 간 시차다. 금리 인상과 인플레이션 영향 간 18~24개월 시차를 고려했을 때 효과를 확인하고 정책을 결정해야 한다는 주장이다. 인플레이션에는 시차가 존재하는 반면 경기 하강 속도는 빠른 상황이다. 11월 필라델피아 연준 제조업 지수는 -19.4로 코로나19를 제외하면 금융위기 이후 최저치를 기록했다. 11월 ISM(공급관리자협회) 제조업지수가 기준치인 50을 하회할 가능성도 열려 있다. 금리 인상 속도 조절론이 불가피한 이유다.

긴축 속도 조절 가능성에도 KOSPI의 추세적 반등을 위해서는 추가 변수들이 필요하다. 결국 이익을 뒷받침하지 못했기 때문이다. 현재와 유사한 금융시장 환경이었던 2019년 상반기를 떠올리면 뚜렷하다. Fed 통화정책 전환 기대감은 짧은 반등을 만들었지만 결국 추세적 반등은 경기 개선 국면에서 나타났다. Fed 24개월 선물 금리가 상승으로 전환한 시점에서 주식시장 반등은 동행했다. 해당 시점이 주식 비중을 적극적으로 확대할 때다. 가까운 미래는 아닐터다.

### 침체로 치닫는 미국 제조업 경기 상황



자료: Refinitiv, 신한투자증권

KOSPIEPS 하락 속도  
정점 이후 7개월 이내  
저점 도달했던 경험.  
올해 11월 첫째 주 EPS  
하락 속도 정점 기록했을  
가능성 높아

## KOSPIEPS가 바닥을 찾기 전 보이는 패턴

결국 추세적 반등을 만들어줄 핵심 변수는 EPS 상승 전환이다. 현재까지 EPS 하락 움직임은 예상보다 가파르다. KOSPI 12개월 선행 EPS는 215p다(Refinitiv 기준). 한국 주식시장 밸류에이션 상승은 통화정책도 영향을 미쳤으나 역대급으로 빠른 추정치 하락도 중요한 배경이었다.

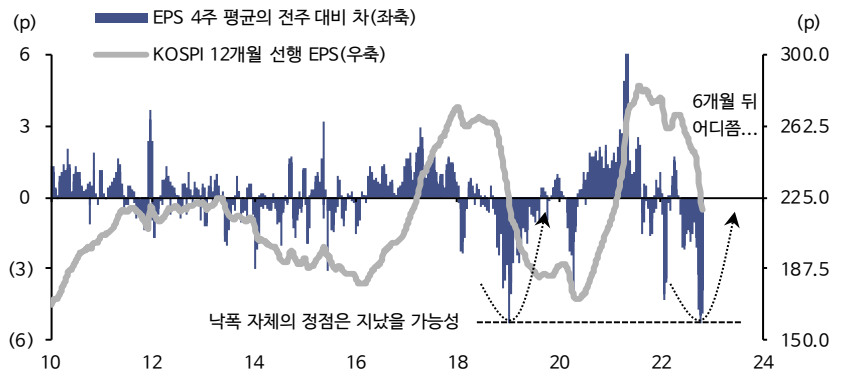
EPS 낙폭 가팔랐던 만큼  
저점 도달 시기도 내년  
상반기로 앞당겨지는 중

과거 EPS와 주가 패턴을 고려하면 EPS보다 주식시장 반등이 한 발 빨랐다. 문제는 해당 지수 반등이 후행적으로 EPS 반등을 수반할지 판단하기 어렵다는 데 있다. 그렇지 않을 경우 지수 반등을 오판할 여지도 있다. EPS 회복을 확인하고 주식 비중을 늘려도 늦지 않는다는 생각을 갖고 있으나 그보다 중요한 점은 이익 저점 전 나타나는 기술적 신호들이다. 물론 이보다 중요한 요소는 경기 사이클 자체다. 경기 순환 주기와 놓고 함께 고려할 기술적 요소들이다.

우선 고려할 요소는 EPS 하락 속도 둔화다. 전주 대비 EPS 추정치 낙폭이 추세적으로 감소하는 특성을 보인다. 다만 상당한 시차를 소요할 가능성도 있다. 2019년 당시 EPS 저점은 9월 첫째 주였으나 EPS 하락 속도 둔화는 그보다 7개월 가량 앞선 2월부터였다. 이는 한 가지 참고 사항을 제공한다. EPS 하락이 가속화되는 국면에서도 전주 대비 하락 속도가 정점을 지났을 경우 시차를 두고 저점을 마련할 수 있다는 사실이다. 현재 KOSPI EPS 하향은 지속되고 있으나 11월 첫째주를 정점으로 둔화할 가능성이 높다고 판단한다. 이를 고려하면 6개월 내 EPS 저점을 확인할 수 있다. 지수 반등은 그보다 더 앞이라고 생각한다.

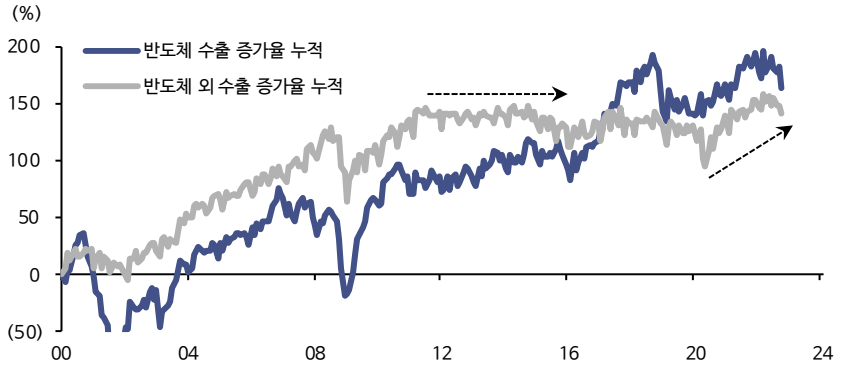
해당 패턴은 2013년부터 2016년까지 전개됐던 장기 EPS 하락 구간에서는 뚜렷하게 관찰되지 않았다. KOSPI 장기 박스권 시기다. 한국 수출이 반도체를 제외하면 증가하지 않았던 시기이기도 하다. 현재 반도체 외 수출 비중이 상승했음을 고려하면 이 당시 패턴을 따르지 않으리라 생각한다. 현재 EPS 등락 궤적만 놓고 봐도 2013~2016년 사례와 다르다는 점을 확인할 수 있다. KOSPI EPS는 향후 지난한 하락 구간을 보이겠지만 빠른 하락 속도 만큼 EPS 저점 도달 시기가 2023년 상반기로 당겨지고 있다는 판단이다.

KOSPI EPS의 바닥 전부터 속도 조절을 관찰할 수 있어



자료: Refinitiv, 신한투자증권  
주: 두 점선 화살표는 같은 진폭과 주기

반도체 외 수출 고려하면 박스피 시절을 되풀이할 가능성은 낮다



자료: Refinitiv, 신한투자증권

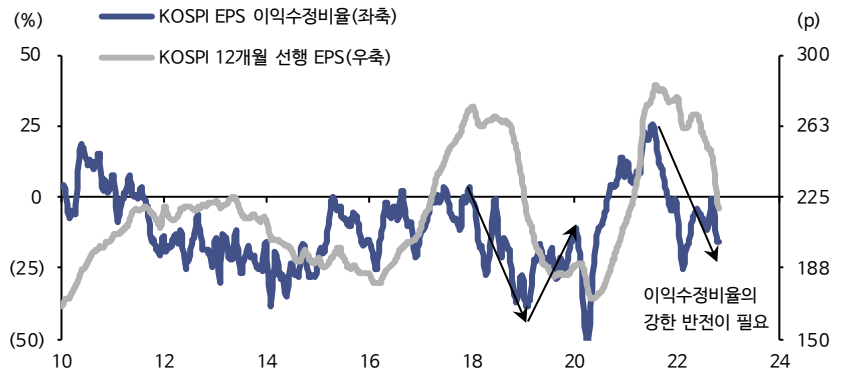
이익수정비율이 바닥 대비 20%p 가량 강하게 반전할 경우 이익 저점 확인 가능

이익수정비율도 EPS 바닥 모색에 있어 중요한 시사점을 제공한다. 이익수정비율은 KOSPI 기업이익 추정치 방향성을 결정하는 요소다. 이익 추정치를 상향 조정하는 애널리스트 숫자가 많을수록 EPS 방향성은 우호적으로 변한다. 이익수정비율은 KOSPI 장기 박스권 시절 마이너스 구간을 오랜 기간 등락했던 바 있다.

2019년 9월 KOSPI EPS 저점 도달 7개월 전 이익수정비율은 최저치를 기록했다. 당시 이익수정비율은 -42.3%를 기록했다. 이익수정비율은 저점을 확인하고 점차 상승하며 이익 모멘텀 상향 전환으로 이어졌다. 현재 이익수정비율은 -15.4%다. 아직 바닥 대비 올라오려는 기색이 뚜렷하지 않다는 점이 문제다. 이익 추정치 하락과 경기 사이클을 고려하면 추가 하락 여력이 더 큰 상황이다.

이익수정비율이 회복으로 전환하기 시작했을 때 시차를 두고 저점을 모색할 수 있다는 점에 더 주목해야 한다. 이익수정비율은 해당 구간에서 20%p 가량 강하게 상승 전환했다. 당장은 어렵지만 내년 상반기 중 이를 확인할 수 있다면 이익 추정치 하향 전환에 조금 더 확신을 가질 수 있다.

KOSPI EPS 이익수정비율의 강한 반전이 필요



자료: FnGuide, 신한투자증권

지난 한 달간 회복  
국면에서 과대낙폭,  
성장주, 네옴시티 관련  
업종 뚜렷한 상승세.  
방어주 수익률 하위 포진

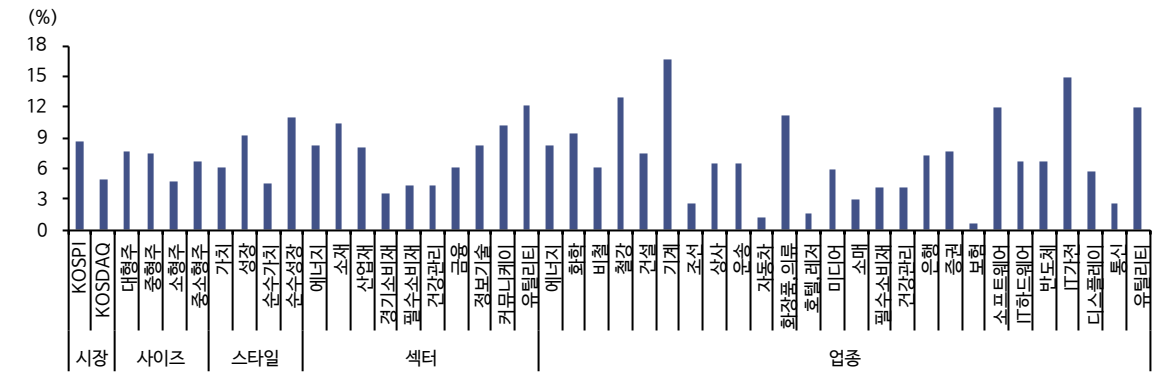
### 지수 추가 상승 여력 제한된 국면에서 선별적 접근 중요한 국면

지난 한 달간 주식시장 상승 본질은 Fed 금리 인상 속도 조절 기대감이었다. 여기에 중국 정치 상황 변화에 따른 외국인 자금 유입, 중국 제로코로나 정책 완화 기대감, 성장주 섯커버 등이 맞물리며 상승 속도를 가속화했다. 주식시장 성격은 지난 1개월 수익률을 통해 뚜렷하게 드러난다.

외국인 자금 유입에 따라 KOSDAQ 대비 KOSPI가 아웃퍼폼했다. 사이즈에서는 중소형주보다 대형주가 상대적으로 유리한 국면이었다. 지수 회복 구간에서 과대낙폭 상태였던 업종 수익률이 상대적으로 더 양호했다. 성장주가 가치주 대비 아웃퍼폼할 수 있었던 배경이다. 이익 가시성이 상대적으로 낮은 순수성장 종목들이 순수가치 종목들을 대체로 앞섰다.

섹터별로는 과대낙폭과 중국 경기 개선 기대감이 반영됐다. IT와 커뮤니케이션 섹터가 반등했고 소재, 산업재도 우호적으로 영향을 받았다. 업종별로 보면 과대낙폭 업종들과 더불어 사우디아라비아 대규모 투자(네옴시티) 관련 업종들이 뚜렷한 상승세를 보였다. 반면 그동안 주도주 역할을 수행했던 경기소비재 섹터 내 자동차와 방어주는 상대적으로 낮은 회복률을 보였다.

국내 주식시장 1개월 전 대비 수익률 비교



자료: FnGuide, 신한금융투자 / 주: 섹터 및 업종 정렬 순서는 GICS 분류 기준을 주로 따랐음

지수가 빠른 회복을 보이는 구간에서는 과대낙폭 종목들이 상대적으로 나은 성과를 보인다. 이번에도 크게 다르지 않았던 셈이다. 이제부터 관건은 추가 상승 여력과 속도다. 여력이 한 달 전보다 작을 수밖에 없다. 밸류에이션 추가 상승 여력이 제한적인 가운데 EPS는 지난한 하락세를 겪어야 한다.

미국 금융시장 반등이 더 전개될 경우 Fed에서 시장 개입 조치를 만지작거릴 수 있다는 점도 부담이다. 볼러드의 진의에 가깝다. 다만 아직까지 Fed 금리 인상 속도 조절 기대가 광범위한 금리 인하 전환 기대로 이어지지 않았다는 점은 한 발 빠른 개입 가능성을 낮추는 요소다. 지수 변동성이 급격히 확대될 가능성도 당장은 제한적이라는 의미다.

지수 상승 여력 점차  
제한되는 국면에서  
밸류에이션 부담 상대적  
으로 낮은 업종 중요

변동성 국면에서 상대적  
으로 덜 하락한 업종은  
헬스케어, 반도체,  
소프트웨어, 비철, 철강과  
방어주

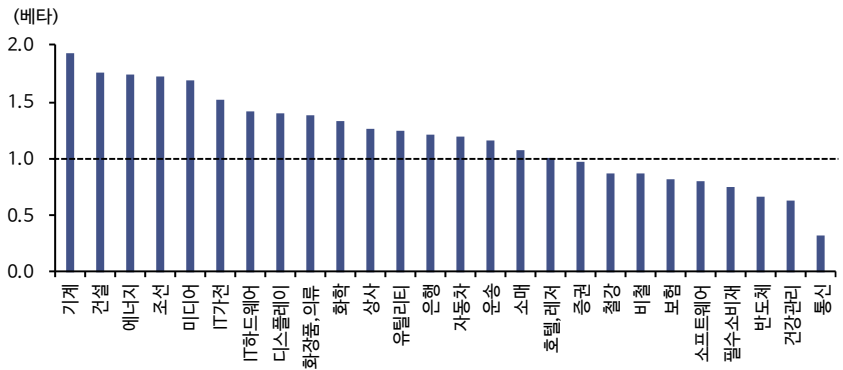
지난 보고서(주식전략; 지수 밸류에이션 부담을 피할 업종 전략)를 통해 상대적으로 낮은 밸류에이션 부담을 가진 업종에 대한 선별적 접근을 주장했다. 동시에 올해와 내년 이익 추정치 하향 폭이 더딘 업종들을 강조했다. 여기에 속하는 업종군은 기계(방산), 보험, 필수소비재, 헬스케어, 은행, 자동차, IT하드웨어다. 현재 국면에서 여전히 적합한 업종군으로 판단한다.

여기에 지수 상승 속도가 느려질 수 있다는 데 착안한 업종 전략도 고려해야 한다. 지수 궤적은 12월 FOMC 전까지 속도 조절 가능성이 더 우세하다. 따라서 현재는 지수와 베타가 큰 업종보다 하락 국면에서 낮은 베타를 갖고 있는 업종에 주목해야 한다. 지수 변동성이 재점화해도 상대적으로 덜 하락할 수 있는 업종에 주목하는 전략이다. 주로 방어주(통신, 필수소비재, 보험) 중심이다.

방어주 외에 지난 기간 하락 국면에서 낮은 베타를 보였던 업종은 헬스케어, 반도체, 소프트웨어, 비철, 철강이다. 상승 폭에 큰 부담이 없었던 덕이다. 과거 기간 중 지수 변동성 구간에서 높은 베타를 보였던 업종은 기계, 조선, 에너지, 조선, 미디어, IT가전이다.

난이도가 높아진 주식시장이다. 선별적 업종 접근이 어느 때보다 중요해진 국면이다. 이익과 저베타 업종에 다시 주목할 때다.

### 60일 Bear 베타 업종 비교



자료: FnGuide, 신한투자증권

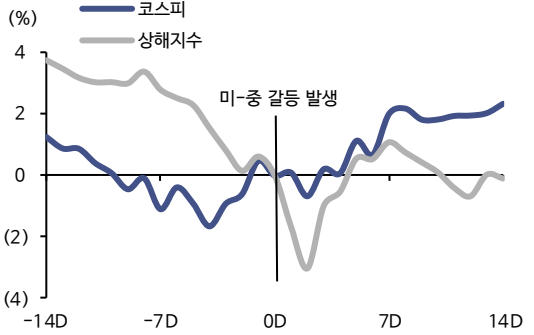
Weekly Snapshot(매주 주식시장에 미칠 중요 이벤트를 짚어 드립니다)

이벤트	세부 내용	영향
미국 해리스 부통령 필리핀 방문 (11/22) ★★☆☆☆	동남아 영향력 확대를 위한 미-중 경쟁 구도 강화. 남중국해 긴장 고조 여부 주목  • 카밀라 해리스 미국 부통령 22일 남중국해 인근 지역인 필리핀 팔라완 섬 방문 예정. 팔라완 섬은 필리핀과 중국이 영유권 분쟁을 벌이고 있는 스트래틀리 군도 지역과 매우 인접. 미국은 본 방문을 통해 남중국해 갈등에 있어 필리핀에 대한 지지 의사를 표명할 계획. 미국은 2023년부터 약 876억원 규모의 자국 군사기지를 필리핀에 신축해 대중 견제 의지를 간접적으로 시사  • 글빈 해리스 부통령의 필리핀 방문으로 남중국해 긴장 고조 우려 부상. 최근 영유권 분쟁으로 필리핀의 친미-반중 움직임이 시작됨에 따라 필리핀 회유를 위한 미-중 갈등이 재차 부각될 가능성. 글빈 방문이 직접적 충돌로 번질 가능성은 적으나 동남아권 영향력 확대를 위한 미-중 갈등 기조가 아시아 증시 투자심리를 제약하는 요인으로 작용할 수 있음	남중국해 긴장 고조로 아시아 증시 투자심리 위축
한국 금통위 (11/24) ★★☆☆☆	11월 25bp 인상 전망. 속도 조절 기대되나 최종금리 수준에 대한 경계 심리는 지속  • 물가 피크아웃 신호와 원화의 점진적 강세 고려 시 11월 25bp 인상에 무게. 10월 미국 CPI 예상치 하회로 시장은 긴축 속도조절 기대감을 반영. 여전히 높은 물가 수준이나 투자자들은 장기간 약재에 노출된 만큼センチメント 상 긍정적 소식에 민감하게 반응. 11월 한은 빅스텝 전망의 근거로 작용했던 원화 약세는 10월 CPI 발표 이후 빠르게 안정화되는 추세. 한은이 10월 25bp를 인상할 경우 연말 한국 기준금리는 3.25%로, 이창용 한은 총재가 언급한 최종금리 3.5%에 근접  • 11월 25bp 인상이 증시에 미칠 영향은 크지 않을 것으로 예상. 금리인상 사이클이 마무리 단계에 진입한다는 점은 우호적이나 최종금리 레벨에 대한 불확실성은 여전히 위험선호 제약 요인. 내년 1분기까지 지속될 연준 인상 기조 고려하면 한은 기준금리 역시 추가 인상 이어질 것. 한은 역시 물가 통제를 목표로 하는 만큼 물가 억제를 위한 매파 기조는 지속될 전망	예상에 부합한 통화정책 이벤트로 시장 변동성 축소 요인으로 작용
미국 연말 쇼핑시즌 진입 (11/24~) ★★☆☆☆	부정적 매크로 환경에도 견조한 소비 확인. 연말 랠리 효과는 필수재 중심으로 기대 가능  • 24일 미국 추수감사절을 시작으로 25일 블랙프라이데이, 28일 사이버먼데이, 12월 크리스마스 연휴까지 미국 연말 쇼핑시즌 본격화. 소비자들은 높은 물가와 고금리 환경에도 지출을 줄이지 않는 모습. 소비 카테고리는 내구재에서 필수재로 뚜렷하게 이동. 내구재(의류) 위주의 타겟은 실적 쇼크인 반면 필수재(음식료) 위주의 월마트 실적은 서프라이즈 발표. 음식료, 소매 등 필수재 소비 강세에서 저소득층의 고용 및 소비 여력이 탄탄함을 확인할 수 있음  • 기업들은 연말 할인시즌을 예년 대비 앞당긴 상황. 연말 프로모션은 통상 11월에 시작하는 반면 금년의 경우 10월에 시작해 연말 쇼핑 수요가 일부 앞당겨진 경향. 연말 랠리 효과가 과거와 같지는 않겠으나 여전히 견조한 소비 여력과 고용 상황 고려하면 필수재 중심으로 기대	견조한 소비로 연말 랠리 기대 확산

자료: 신한투자증권 / 주: 별(★) 개수는 각 이벤트의 중요도 표시

## Chart Flow

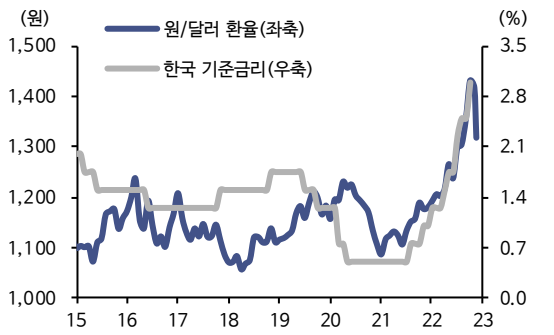
### 2022년 미-중 갈등 발생 전후 주가 추이



자료: Refinitiv, 신한투자증권

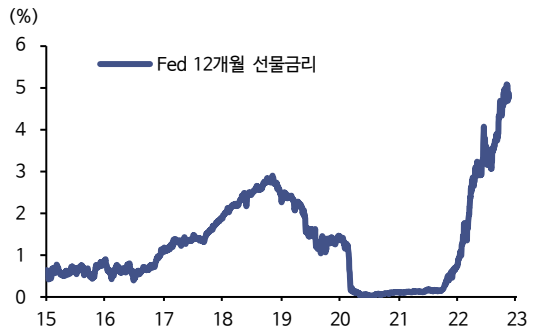
주: 갈등 사건은 3/11 SEC 중국 ADR 기업 퇴출, 8/2 펠로시 의장 대만 방문, 10/7 미국 대중 반도체 규제를 포함

### 원화 약세 흐름은 안정화



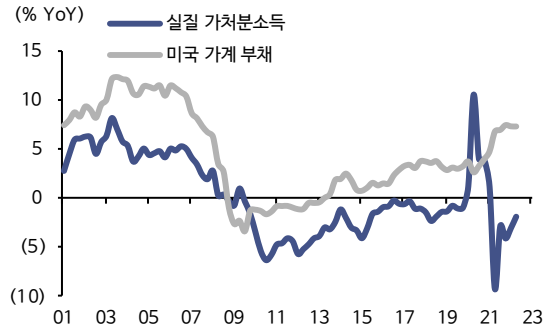
자료: Refinitiv, 신한투자증권

### Fed 금리 인상 기준은 내년에도 지속



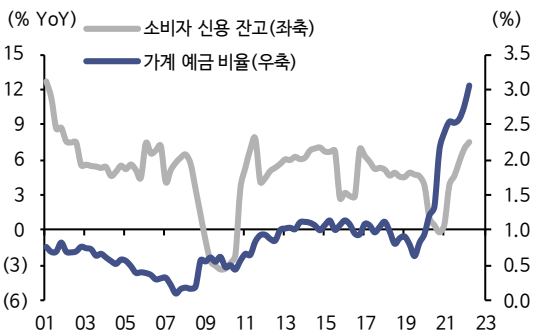
자료: Refinitiv, 신한투자증권

### 미국 가처분소득과 부채는 회복하지 못했으나



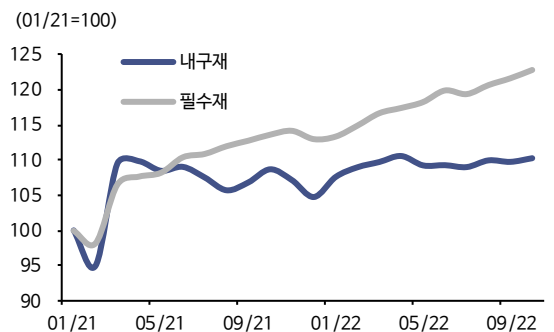
자료: Refinitiv, 신한투자증권

### 구매력은 여전히 하방 경직성 있어



자료: Refinitiv 신한투자증권

### 소비 카테고리는 내구재에서 필수재로 이동



자료: Refinitiv, 신한투자증권

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 노동길, 최윤아).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

## 해외채권

## 연방기금선물로 적정금리 찾기

### Fixed Income Strategist

박민영

☎ (02) 3772-2638

✉ mypark@shinhan.com

안재균

☎ (02) 3772-1298

✉ jk.ahn@shinhan.com

금년도 시장금리에 기준금리 전망 영향력 강화

시장금리에 반영된 긴축 전망은 연방기금선물을 통해 쉽게 확인 가능

- 🔸 금년 빈번한 기준금리 전망 변화에 금융시장의 연방기금선물 관심 급증
- 🔸 단기물 높은 상관관계 확인되나 장기물은 유의미한 척도가 되기 어려움
- 🔸 연준의 더 높은, 장기간 긴축 스탠스에 단기물 금리 추가 상승 여력 잔존

### 연방기금선물과 시장금리 관계 분석

금년도 시장금리 움직임에 있어 핵심변수 중 하나는 기준금리 전망이다. 3월부터 기준금리 인상이 시작된 이후 시장금리는 연준의 통화정책 경로 변화에 따른 민감도 확대됐다. 기준금리 경로는 연준의 경기 판단에서 시작된다. 분기말마다 FOMC 이후 발표되는 점도표부터 수시로 확인되는 연준위원들의 발언들을 종합하여 기준금리 경로가 읽혀지고 시장금리에 반영된다.

미국의 경우 연방기금(FF)선물 시장이 형성되어 있기에 일간으로 시장에 형성되는 기준금리 전망 경로를 확인할 수 있다. 연방기금선물 시장은 연방기금금리(EFFR)을 기초자산으로 선물 계약이 이뤄지는 시장이다. 주로 시중은행들이 FOMC 결과에 따라 변하는 연방기금금리의 변동을 헤지하기 위한 수단으로 활용된다. 향후 60개월간 상품이 상장된다. 각 상품들은 미래 특정 시점의 기준금리 레벨만 반영하기에 시장에 형성된 향후 기준금리 경로를 판단하는데 있어 유용한 수단이다. 경제지표 발표, 이벤트 발생, 주요 인사들의 발언에 따라 가격이 실시간 변동하고 데이터 접근성 높기에 대중적으로 알려져있다. 금년도 긴축 경로 전망이 시장금리에 미치는 영향이 상당하기에 연방기금선물과 시장금리의 상관관계를 명확하게 구분하여 시장금리 방향을 전망하는데 참고할 필요가 있다.

#### 연방기금 선물 개요

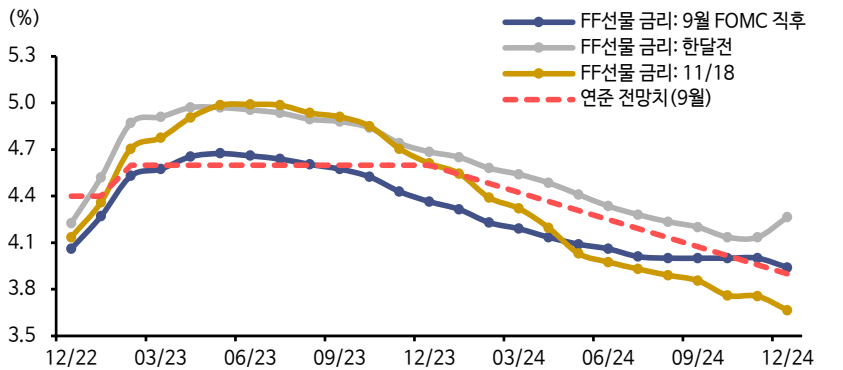
구분	내용
정의	연방기금금리(EFFR)을 기반으로 CME(시카고 상품거래소)가 운영하는 파생상품
기초자산	연방기금금리(EFFR): 시중은행이 법정 기준율을 충족하는 법정 기준금이 부족한 경우 연준이나 다른 시중은행에 단기 자금을 빌리는데, 이 때 적용되는 금리
시장참가자	FOMC에 따른 단기 금리 변동을 헤지하고 싶은 사람들을 위한 헷징수단으로 사용
호가 단위	100-Forward EFFR (ex. 7.25%는 92.75와 동일)
상장 상품	마지막 영업일을 최종 거래일 기준으로 향후 60개월
결제 방법	금융 결제

자료: CME, 신한투자증권

연준의 점도표와 연방  
기금선물 금리 곡선으로  
연준과 시장의 다른 생각  
확인

연방기금선물 금리를 만기별로 곡선을 그려보면 연준에서 제시한 점도표와 시장의 시각 차이를 확인할 수 있다. 9월 FOMC 직후 연방기금선물 곡선은 연준이 제시한 최종 기준금리 레벨은 반영했다. 기준금리 인하 시점에 대한 전망은 달랐다. 연준은 장기간 동결을 이야기했으나 시장은 2023년 3분기부터 인하 가능성을 반영했었다. 9월 이후 다수의 지표를 확인한 후 11월 FOMC에서 파월 연준 의장은 점도표가 상향 조정됐을 것이라 발언했다. 이에 연방기금 선물 금리는 9월 점도표 대비 약 30bp 상향 조정되어 최종 기준금리는 5%내외까지 전망하고 있다. 인하 시점은 연준의 장기간 동결 강조에 지연됐으나 점도표보다 이른 2023년 3~4분기부터 인하 가능성을 염두에 두고 있는 모습이다.

9월 이후 50bp 이상 상향 조정된 최종 기준금리 레벨

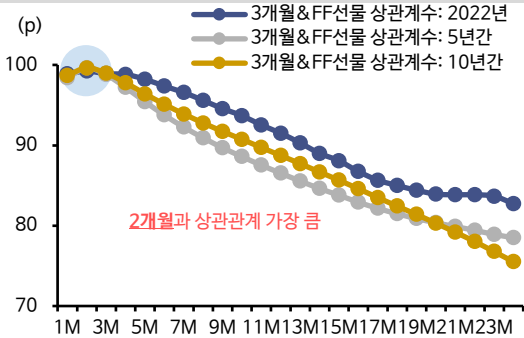


자료: Bloomberg, Fed, 신한투자증권

- 초단기물: 국채 3개월물과  
FF선물 2개월 원월물  
거의 일치

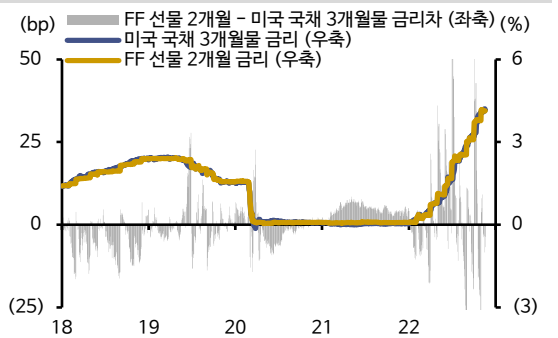
연방기금선물이 현물 시장금리에 미치는 영향은 기간물별로 상이하다. 우선 초단기물로 언급되는 미국 국채 3개월물 금리는 연방기금선물 2개월 원월물과 동행한다. 상관계수가 단기(2022년), 중기(5년간), 장기(10년간) 모든 시계열에서 99%이다. 금년 기준금리 전망 변화가 빈번하여 변동성이 커졌으나 금리 레벨도 대체로 평균 0.4bp로 일치한다. 초단기물은 기준금리 전망이 절대적이라는 의미이다.

미국 국채 3개월물 금리와 FF선물 만기별 상관계수



자료: Bloomberg, 신한투자증권

국채 3개월물과 FF선물 2개월 원월물 금리 레벨

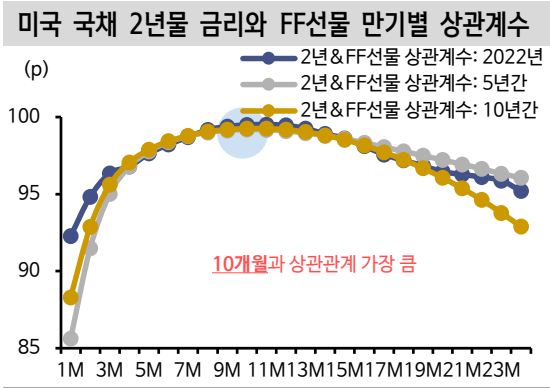


자료: Bloomberg, 신한투자증권

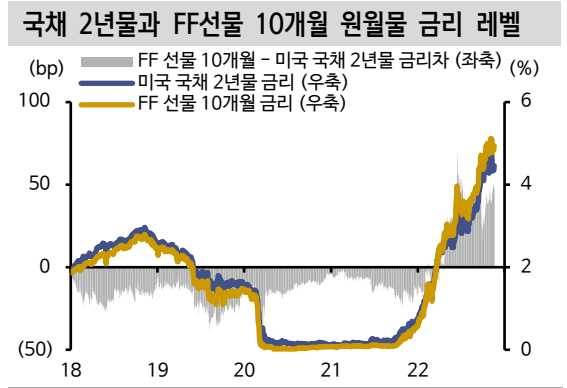
- 단기물: 국채 2년물과 FF선물 10개월 원월물 거의 일치

즉 2년물에는 최종 기준 금리 레벨 + 인하 시점까지 금리에 반영됨

단기물의 대표로 인식되는 미국 국채 2년물 금리는 연방기금선물 10개월 원월물과 동행한다. 단기(2022년), 중기(5년간), 장기(10년간) 모든 시계열에서 연방기금선물 9~11개월 원월물과 상관관계가 99%로 가장 높다. 현재 연방기금선물에서 최종 기준금리 도달 시점이 5개월뒤인 내년 2분기에 형성되어 있기에 2년물 금리는 최종 기준금리 도달 이후 1~2개 분기 뒤의 기준금리 레벨을 반영하는 것이다. 즉 미국 국채 2년물 금리에 반영되어 있는 기준금리 레벨을 이해하기 위해서는 최종 기준금리 레벨과 더불어 이후 인하 시점 전망까지 고려해야된다. 연준이 동결기간을 장기간 가져갈 것이라는 전망이 확산되면 2년물 금리는 최종 기준금리 레벨이 더 높아지지 않더라도 추가 상승이 가능하다는 의미이다.



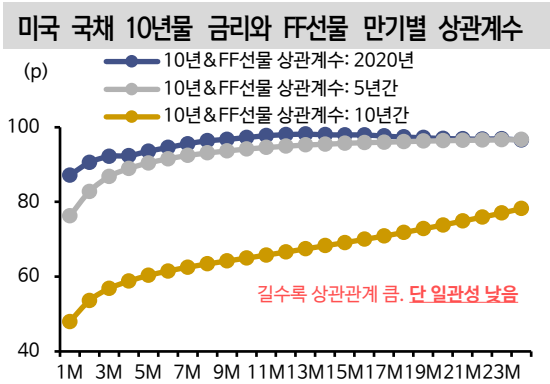
자료: Bloomberg, 신한투자증권



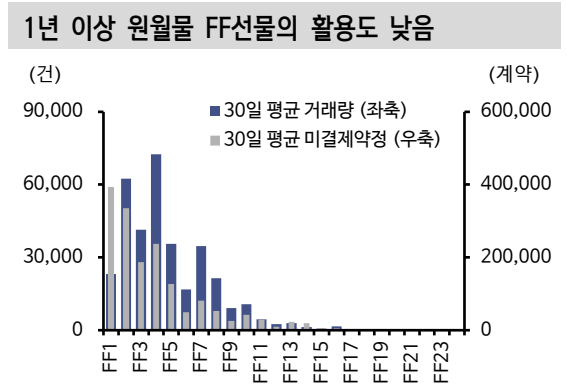
자료: Bloomberg, 신한투자증권

- 장기물: 국채 10년물에 FF선물이 유의미한 척도 되기 어려움

장기물의 대표 인식되는 미국 국채 10년물 금리는 연방기금선물이 원월물일수록 상관관계가 높다. 다만 장기물 금리의 레벨을 판단하는데 있어 연방기금선물이 유의미한 척도가 되기 어렵다. 시계열이 길어질수록 일관성이 낮아진다. 금년 시장금리에 미치는 기준금리 전망 영향력이 확대되며 10년물 금리와 상관계수도 높아졌으나 단기물 금리 대비 낮다. 장기 원월물 연방기금선물의 유동성을 고려해봐도 불확실성이 높다. 12개월 초과 원월물의 미결제약정과 평균 거래량은 12개월 이하 원월물의 각각 3%, 2%로 유의미한 정보를 제공한다고 볼 수 없다.



자료: Bloomberg, 신한투자증권



자료: Bloomberg, 신한투자증권

## 아직 남아있는 긴축 프라이싱

시장은 내년 2분기 기준 금리 5.00~5.25% 도달 이후 3~4분기 인하 전망

1) 최종 기준금리 레벨: 5.00~5.25%.

적정레벨 반영 판단

2) 최종 기준금리 시점: 2023년 2분기. 적정 시점 반영 판단

3) 기준금리 인하 시점: 시장은 3~4분기. 다소 빠름. 2년물 금리 추가 상승 여력 잔존

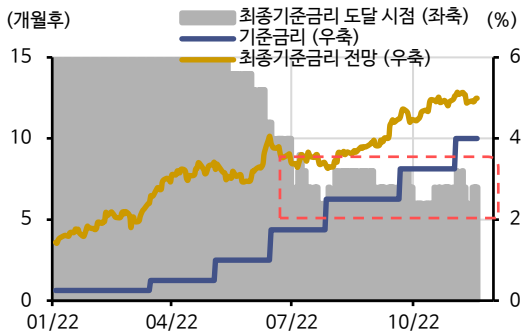
단기물 금리에 한정하여 긴축 프라이싱을 판단하기 위해서는 1) 최종 기준금리 도달 레벨과 2) 시점, 3) 이후 기준금리 인하 시작 시점을 점검해야한다. 19일 기준으로 연방기금선물은 2023년 2분기초 5.00~5.25%로 최종 기준금리에 도달하고 2023년 3~4분기에 기준금리 인하가 시작될 것으로 예상하고 있다.

우선 최종 기준금리 레벨은 상당부분 선반영한 것으로 평가된다. 11월 FOMC 이후 파월 연준의준의장은 12월에 점도표가 상향 조절될 것이라 전망했다. 연준 위원들의 발언을 종합해 볼 때 2023년 전망치는 기존 4.6%에서 5.00~5.25%로 조절될 가능성이 높다. 볼러드 연은총재의 적정 기준금리 5~7% 추정 발언으로 추가 상향 조정 리스크가 확산됐으나 5% 초반에 무게를 두고 있다는 점에 당장 더 높은 기준금리를 반영해야 할 상황은 아닌 것으로 판단된다.

최종 기준금리 도달 시점은 연방기금선물 시장에 형성되어 있는 2분기초로 유지될 전망이다. 정점 도달 시점은 7월부터 2023년초에서 꾸준히 지연되고 있으나 2023년 하반기까지 넘어갈 가능성은 낮다. 근원 PCE 물가 전년대비 상승률은 +5% 이하로 낮아지는 반면 기준금리는 5%를 상회하며 충분히 제약적인 긴축 환경으로 인식될 수 있다. 인플레이션 둔화 속도는 가파르지 않더라도 둔화되는 흐름이 지속된다면 연준은 기준금리 추가 인상보다 동결 지속을 선택할 수 있다.

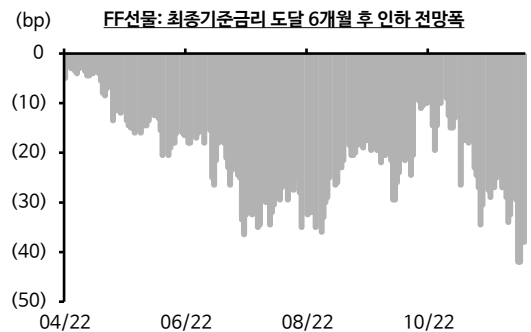
반면 기준금리 인하 시작 시점은 현재 2023년 3~4분기에서 지연될 가능성이 있다. 일부 기업들의 실적 쇼크로 경기 침체 우려가 심화됐으나 전체 소매판매는 시장예상치를 크게 상회했다. GDPNow의 4분기 성장률 전망치는 +4.2%까지 상향 조정됐다. 이 중 소비가 +3.29%p 기여도를 나타냈다. 현재 미국 인플레이션의 주범이 공급보다 수요 요인으로 지목되고 있기에 아직 긴축의 효과가 유의미하게 반영됐다고 보기 어렵다. 강하게 유지되는 소비의 관성을 고려해 볼 때 시장금리는 최종 기준금리 레벨 도달 이후 오랜기간의 동결될 전망이 반영될 수 있다. 최근에 다소 앞당겨진 기준금리 인하 시점 및 이후 인하폭 되돌려질 것으로 예상되며 이에 2년물 금리는 4.7% 재진입이 가능할 전망이다.

최종 기준금리 도달 시점은 지연되어 내년 2Q



자료: Bloomberg, 신한투자증권

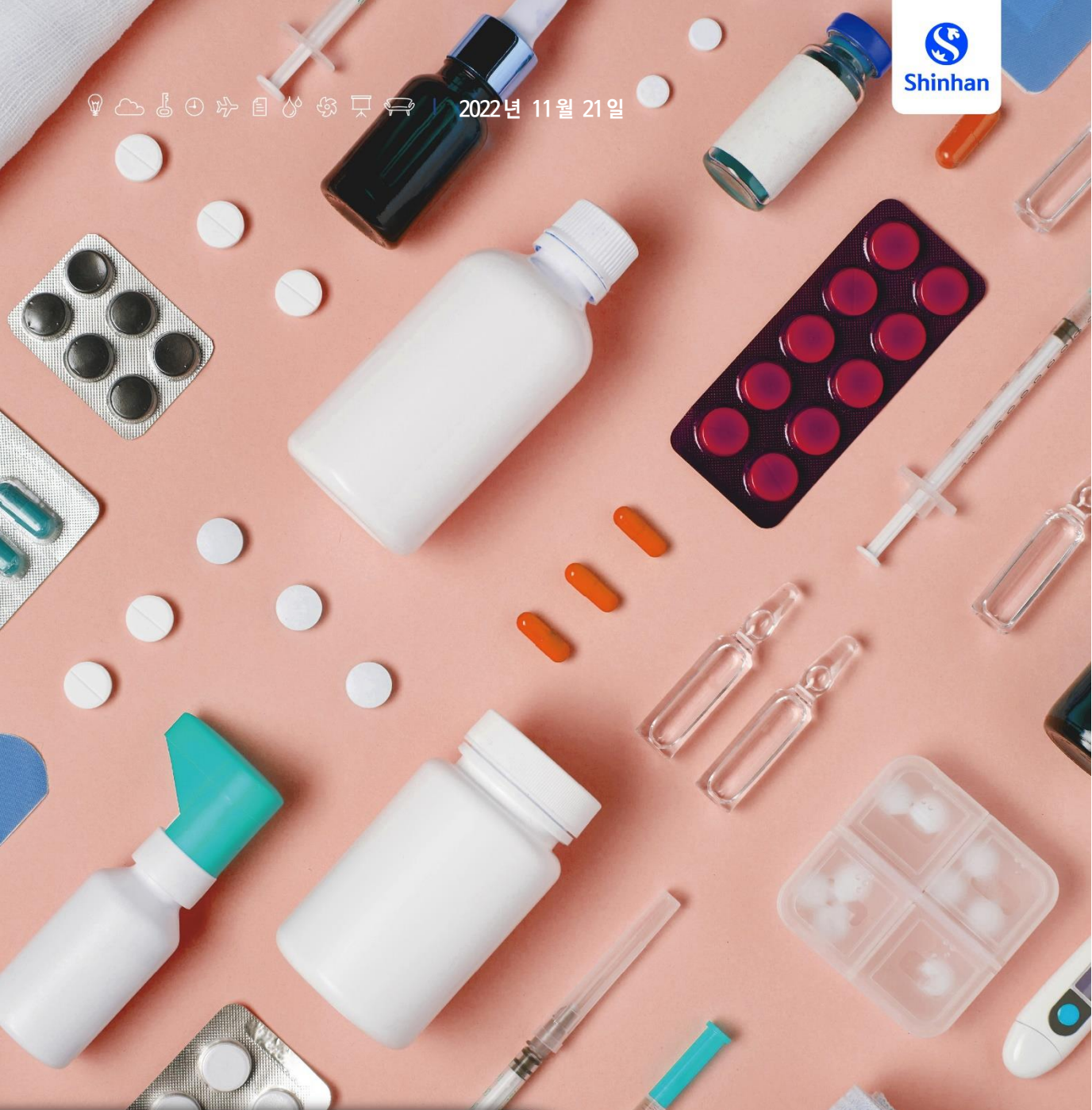
내년 3~4분기 인하 전망 확대. 되돌림 가능성 유의



자료: Bloomberg, 신한투자증권

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 박민영, 안재균).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.



# 제약/바이오

**비중확대 (유지)**

**[2023 삼화편] 중요한 건 꺾이지 않는 마음**

 **신한투자증권**  
기업분석부

이동건 수석연구원  
☎ 02-3772-1547  
✉ shawn1225@shinhan.com

장세훈 책임연구원  
☎ 02-3772-1546  
✉ sehunjang@shinhan.com



신한 리서치  
투자정보

## I. Investment Summary

### 2022 대형 바이오 Review: 실적과 증장기 성장 모멘텀이 가른 주가 움직임

2022년은 삼성바이오,  
셀트리온그룹 ↑ vs.  
SK바이오 ↓

최근 숏커버링 이슈로  
SK바이오사이언스,  
SK바이오팜 주가 반등  
포착되나, 이는 펀더멘탈  
개선과 무관

2022년 대형 바이오는 삼성바이오로직스, 셀트리온그룹의 상대적 주가 강세 속 SK바이오사이언스의 코로나19 백신 수요에 대한 기대감 축소를 바탕으로 한 주가 약세가 돋보였다. 실제로 연초 이후 10월까지 대형 바이오 주가는 삼성바이오로직스 -1.7%, 셀트리온과 셀트리온헬스케어는 각각 -3.0%, -13.3%로 같은 기간 코스피와 건강관리 지수를 크게 상회했다. 반면 SK바이오사이언스와 SK바이오팜은 각각 -66.4%, -40.2% 수익률을 기록하며 크게 부진했다.

최근 숏커버링 이슈가 부각되면서 대형 바이오 내 공매도 잔고 비중이 상대적으로 높았던 SK바이오사이언스, SK바이오팜의 주가 상승이 두드러졌다. 숏커버링이 본격화된 10월 11일 이후 SK바이오사이언스의 공매도잔고 비중은 3.57%에서 11월 16일 2.66%까지 감소했다. SK바이오팜 역시 2.23%에서 1.84%까지 감소했다. 해당 기간 두 기업의 주가는 각각 33.2%, 38.6% 상승했다. 하지만 이러한 숏커버링은 둔화되고 있으며 특히 두 기업의 숏커버링에 따른 주가 상승은 수급 이슈일 뿐 펀더멘탈의 개선에 따른 것은 아니다.

### 2023 대형 바이오 Preview:

#### 삼성바이오로직스 5공장, 셀트리온그룹 미국 직판, SK바이오팜 흑자전환 주목

개별 모멘텀에 따른  
차별화된 주가 움직임  
기대.

- 1) 삼성바이오로직스  
→ 4공장 수주 및  
5공장 착공
- 2) 셀트리온그룹  
→ 직판 성과
- 3) SK바이오팜  
→ 흑자전환 시점 및  
이후의 실적 성장 속도  
가속화 가능성

2023년 대형 바이오 기업들의 개별 모멘텀에 따른 차별화된 주가 흐름이 예상된다. 삼성바이오로직스는 10월부터 4공장 부분가동이 시작된 가운데 2023년 상반기 4공장 수주 본격화 및 5공장 착공 모멘텀이 본격화될 전망이다. 최근 자료들을 통해 반복적으로 언급한 바와 같이 삼성바이오로직스 주가의 Key는 '누적 수주를 바탕으로 한 신공장 착공 기대감'이다. 따라서 2023년 상반기 삼성바이오로직스의 주가 모멘텀은 정점에 달할 전망이다.

셀트리온그룹은 미국 직판이 변수가 될 전망이다. 셀트리온헬스케어의 12개월 선행 EPS가 셀트리온헬스케어, 그리고 셀트리온의 주가 Key라는 관점에서 직판에 따른 비용 증가에 대한 우려와 직판에 따른 수익성 개선 기대감이라는 상반된 변수가 2023년 주가 움직임을 결정할 전망이다. 다만 현 시점에서는 직판 성과에 대한 기대보다는 우려가 과도한 시점으로 판단한다. 3분기 실적에서 확인된 기초 체력 감안 시 2023년 비용 증가에 따른 수익성 약화 가능성은 제한적이다.

SK바이오팜은 하반기 중으로 일회성 없이 분기 영업이익 흑자 전환이 예상된다. 다만 이미 시장에서는 이에 대해 기대치가 형성돼 있기 때문에 관건은 1) 턴어라운드 시점을 앞당길 수 있는지 여부와 2) 턴어라운드 이후 성장의 속도를 가속화할 수 있을지를 증명하는 것이 Key가 될 전망이다.

#### 투자전략: 중요한 건 꺾이지 않는 마음(펀더멘탈), 실적 모멘텀에 주목할 필요

Toppicks: 삼성바이오,  
셀트리온그룹  
관심종목: SK바이오팜

2023년 대형 바이오 Top picks로 삼성바이오로직스와 셀트리온, 셀트리온헬스케어를 제시한다. 관심종목으로는 SK바이오팜을 제시한다. 2023년에는 2022년과 마찬가지로 헬스케어 업종 내에서 대형 바이오의 실적 모멘텀에 기반한 주가의 상대적 메리트가 부각될 전망이다.

## II. 2022년 대형 바이오 Review

### 2022년은 삼성바이오로직스, 셀트리온그룹 ↑ vs. SK바이오 ↓

#### 1) 실적, 그리고 중장기 성장 모멘텀이 가른 2022년 대형 바이오 주가

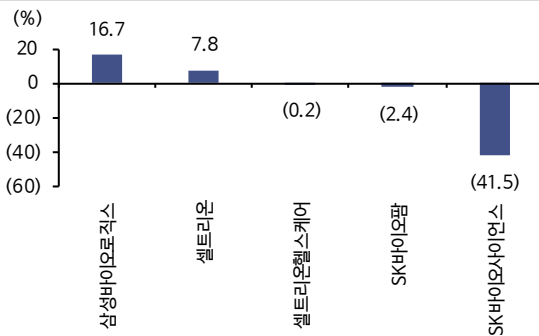
2022년 대형 바이오 요약:  
호실적 및 중장기  
성장 모멘텀 보유한  
기업들의 주가 강세

대형 바이오는 삼성바이오로직스, 셀트리온그룹의 상대적 주가 강세 속 SK바이오사이언스의 코로나19 백신 수요에 대한 기대감 축소를 바탕으로 한 주가 약세가 돋보였던 한 해였다. 실제로 연초 이후 SK바이오사이언스/SK바이오팜의 숏커버링이 본격화된 11월 이전까지의 대형 바이오 주가 수익률은 삼성바이오로직스 1.7% 하락, 셀트리온과 셀트리온헬스케어는 각각 3.0%, 13.3% 하락하며 같은 기간 코스피 -23.0%, 건강관리 지수 -26.1%를 크게 상회했다. SK바이오사이언스와 SK바이오팜은 각각 66.4%, 40.2% 하락했다. 한편 SK바이오사이언스와 SK바이오팜은 최근 숏커버링을 바탕으로 1개월 수익률 17.5%, 38.2%를 기록했다.

결국 상대적 강세를 기록한 삼성바이오로직스, 셀트리온그룹의 공통점을 살펴보자면 ‘호실적, 그리고 중장기 성장 모멘텀’이 Key였음을 확인할 수 있다. 삼성바이오로직스는 연초 이후 우호적 환율 효과를 바탕으로 호실적을 지속했으며, 특히 지난 3분기 실적은 호실적과 더불어 1~3공장 Full 가동, 그리고 우호적 ASP 효과를 바탕으로 어닝 서프라이즈를 기록했다. 또한 4월부터는 바이오젠이 보유 중이던 삼성바이오에피스 지분 전망을 확보함으로써 연결 자회사로 편입, 향후 바이오시밀러 및 신약 사업으로의 확장 가능성을 제시한 바 있다.

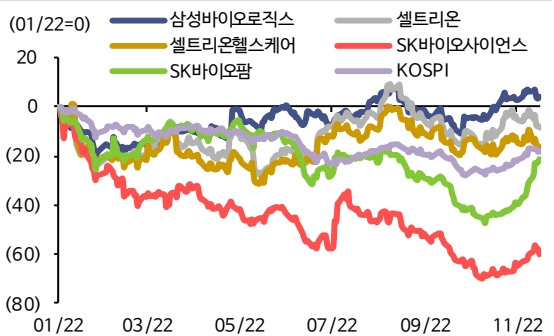
셀트리온그룹은 1분기 부진한 실적을 기록했으나 2분기부터 실적 정상화를 기록했으며 3분기 역시 시장의 우려에도 불구하고 양호한 실적을 기록함으로써 시장의 우려를 잠재웠다. 향후 고환율이 당분간 지속될 것으로 예상되는 만큼 삼성바이오로직스의 호실적은 지속될 전망이며, 4공장 역시 부분 가동을 시작한 만큼 수주 모멘텀 및 이를 바탕으로 한 추가적인 실적 성장도 향후 기대된다. 셀트리온그룹 또한 램시마IV의 고성장이 지속되는 가운데 램시마SC의 고성장도 포착되고 있으며 2023년에는 미국 유프라이마 출시 모멘텀도 가세하는 만큼 중장기 실적 기대감도 높다.

대형 바이오 연초 이후 KOSPI 대비 상대 수익률



자료: QuantiWise, 신한투자증권

대형 바이오 주가 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

삼성바이오로직스,  
셀트리온, 셀트리온헬스케어  
3분기 양호한 실적 시현

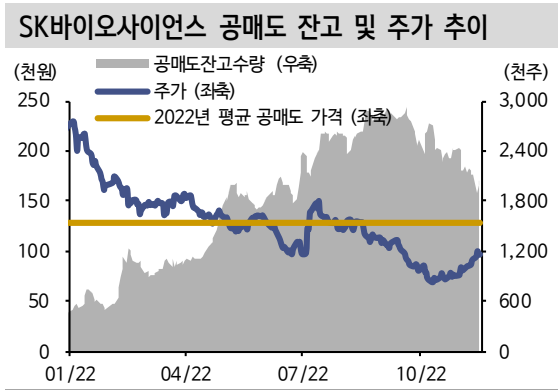
최근 숏커버링은 둔화세.  
SK그룹주들의 숏커버링은  
단순 수급 이슈로 판단,  
펀더멘탈의 개선에 따른  
것은 아니라고 판단

## 2) SK바이오사이언스, SK바이오팜의 숏커버링 일단락→ 펀더멘탈 부각 기대

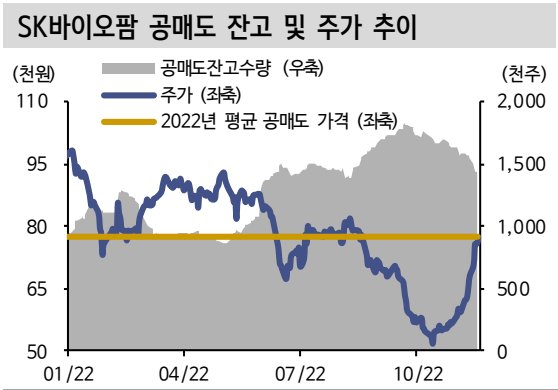
최근 숏커버링 이슈가 부각되면서 대형 바이오 내 공매도 잔고 비중이 상대적으로 높았던 SK바이오사이언스, SK바이오팜의 숏커버링에 따른 주가 상승이 돋보였다. 숏커버링이 본격화된 10월 11일 이후 SK바이오사이언스의 공매도잔고는 10월 7일 2,742,783주(비중 3.57%)에서 11월 16일 기준 2,040,985주(비중 2.66%)까지 감소했다. SK바이오팜 역시 10월 7일 1,748,150주(비중 2.23%)에서 11월 16일 1,444,260주(비중 1.84%)까지 감소한 것을 확인할 수 있다. 해당 기간 주가 역시 SK바이오사이언스는 33.2%, SK바이오팜은 38.6% 상승했다.

다만 최근 이러한 숏커버링은 둔화되고 있는 것으로 파악된다. 반등 시점의 차이는 있으나 SK바이오사이언스, SK바이오팜과 마찬가지로 숏커버링을 바탕으로 최근 큰 폭의 주가 상승을 기록했던 카카오페이, 카카오뱅크 또한 주가 상승이 둔화되고 있는 것으로 확인된다. 실제로 SK바이오사이언스와 SK바이오팜의 공매도 규모 역시 다시 증가세로 돌아서고 있는 것으로 확인된다. 참고를 위해 산출한 2022년 SK바이오사이언스와 SK바이오팜의 평균 공매도 가격은 각각 128,035원, 77,582원으로 현 주가와 괴리는 각각 40.1%, 0.1%다. 해당 괴리에 대한 해석의 여지는 존재하겠으나 현 주가에서 SK바이오팜의 경우 숏커버링을 통한 이익 실현은 제한적인 구간으로 판단된다. SK바이오사이언스는 여전히 40.1%의 괴리는 존재하나 SK바이오팜 대비 고점 대비 낙폭이 컸고, 코로나19 백신 수요 둔화 우려 등 펀더멘탈 우려가 상대적으로 큰 만큼 이에 대한 감안은 필요하다고 판단한다.

SK바이오사이언스와 SK바이오팜의 최근 숏커버링은 단순 수급 이슈일 뿐 펀더멘탈의 개선에 따른 것은 아니라고 판단한다. SK바이오사이언스의 경우 4분기 중 스카이코비원 정부 선구매 계약 DS 매출 인식으로 3분기 대비로는 큰 폭의 실적 성장이 기대되고, 스카이코비원의 WHO, MHRA 품목허가 역시 예상되나 이는 이벤트일뿐 이미 컨센서스에 반영되어 있으며, 중장기 실적 추정치에도 미치는 영향은 미미하다고 판단한다. SK바이오팜도 시장에서 기대하는 분기 턴어라운드나 외부 물질 도입 같은 핵심 투자포인트에서 달라진 부분이 없다. 4분기 역시 성장하겠지만 적자지속이 예상되는 만큼 실적과 주가의 민감도가 크지 않다.

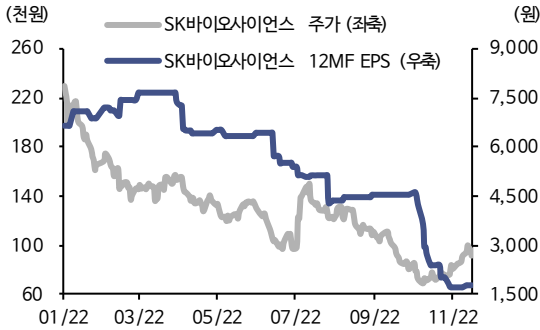


자료: QuantiWise, 신한투자증권



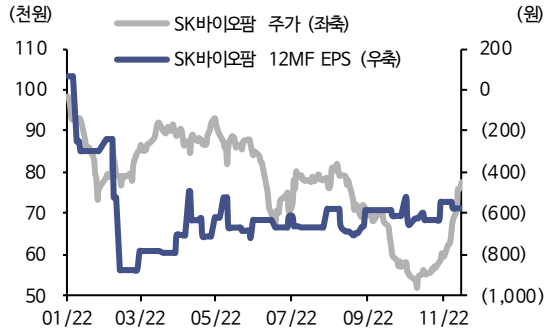
자료: QuantiWise, 신한투자증권

SK바이오사이언스 주가와 12개월 선행 EPS



자료: QuantiWise, 신한투자증권

SK바이오팜 주가와 12개월 선행 EPS

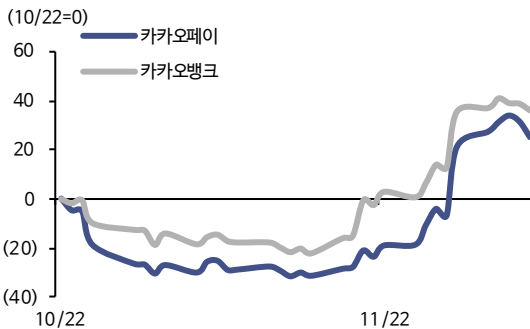


자료: QuantiWise, 신한투자증권

숏커버링 본격화된 구간에서 대형 바이오 기업들간 주가 차별화 나타나. 향후 수급 이슈 마무리 이후 펀더멘탈 기반한 주가 움직임 기대

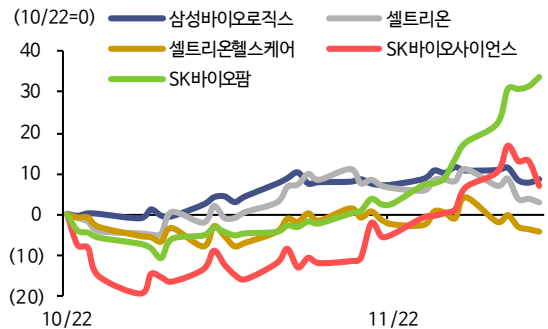
이러한 숏커버링에 따른 수급 이슈는 대형 바이오 내에서의 기업간 주가 차별화를 야기했다는 점에서 향후 변화에 주목할 필요가 있다. 실제로 숏커버링이 본격화됐던 10월 11일~11월 16일 동안 대형 바이오 기업들의 주가는 앞서 언급한 바와 같이 역시 SK바이오사이언스는 33.2%, SK바이오팜은 38.6% 상승했으며, 반면 삼성바이오로직스는 8.5% 상승, 셀트리온과 셀트리온헬스케어는 각각 8.1%, 0.0% 상승에 그쳤다. 이는 향후 전망 파트에서도 다시 언급하겠으나, 2023년 상반기 대형 바이오 내에서 삼성바이오로직스의 주가 모멘텀이 가장 큰 것으로 예상되는 가운데 셀트리온과 셀트리온헬스케어는 견조한 펀더멘탈에도 불구하고 3분기 실적 발표 이후 단기 모멘텀 소멸에 따라 수급 상 대형 바이오 내에서 가장 소외된 것으로 판단한다. 따라서 향후 숏커버링 관련 수급 이슈가 해소되는 구간에서는 펀더멘탈에 근거한 주가 상승이 본격화될 것으로 기대한다.

카카오페이/카카오뱅크 10월 이후 주가 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

대형 바이오 10월 이후 주가 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

### III. 2023년 대형 바이오 투자전략

#### 중요한 건 꺾이지 않는 마음. 펀더멘탈에 기반한 반등 기대

##### Top picks: 삼성바이오로직스, 셀트리온, 셀트리온헬스케어 제시

대형 바이오 Top picks:  
삼성바이오로직스,  
셀트리온, 셀트리온헬스케어

관심종목: SK바이오팜

2023년 대형 바이오 Top picks로 삼성바이오로직스와 셀트리온, 셀트리온헬스케어를 제시한다. 관심종목으로는 SK바이오팜을 제시한다. 2023년에는 2022년과 마찬가지로 헬스케어 업종 내에서 대형 바이오의 실적 모멘텀에 기반한 주가의 상대적 메리트가 부각될 전망이다.

최근 약 1개월 간 대형 바이오 내에서 숏커버링에 따른 SK그룹주(SK바이오사이언스, SK바이오팜)의 주가 강세가 돋보였다. 또한 삼성바이오로직스의 주가는 견조한 반면 셀트리온, 셀트리온헬스케어의 주가는 부진했다. 이러한 주가 움직임의 원인으로 '상대적 매력도'가 작용했다고 판단한다. 숏커버링이 본격화되는 구간에서는 공매도 잔고가 높았던 기업들의 반등이 수급 측면에서 크다는 점은 부인할 수 없는 사실이다. 이러한 관점에서 SK바이오사이언스와 SK바이오팜의 반등이 예상됐던 만큼 대형 바이오 내에서의 수급 풀림은 필연적이었다. 하지만 이러한 상황 속 삼성바이오로직스는 CMO라는 사업의 특성상 높은 안정성과 주가의 핵심인 4공장 관련 수주 및 5공장 착공 기대감이 2023년 상반기 존재하는 만큼 비중을 줄이기 쉽지 않다. 반면 셀트리온그룹은 실적의 주가의 Key이고, 3분기 실적 시즌이 마무리된 시점에서, 그리고 실적에 대한 우려가 존재하는 상황에서 4분기 실적 시즌 전까지 단기 모멘텀이 제한적이라는 점에서 상대 매력도가 가장 떨어질 수밖에 없었다.

숏커버링 이슈 일단락 이후  
구간에서는 펀더멘탈에  
주목할 필요

삼성바이오로직스 >  
셀트리온그룹 > SK바이오팜  
> SK바이오사이언스 순으로  
모멘텀 커

하지만 현재 숏커버링이 일단락되는 구간에서부터는 다시금 펀더멘탈에 기반한 투자가 필요하다고 판단한다. 앞서 언급한 바와 같이 2023년 기업별 모멘텀 측면에서는 삼성바이오로직스>셀트리온그룹>SK바이오팜>SK바이오사이언스 순으로 높다고 판단한다. 이러한 가운데 SK그룹주의 경우 숏커버링이라는 수급 이슈를 바탕으로 먼저 주가가 상승한 만큼 현 시점에서의 투자 매력도는 더욱 낮다고 판단한다. 따라서 숏커버링 이슈가 일단락된 이후부터는 본격적으로 셀트리온그룹의 반등이 이뤄질 것으로 기대된다.

한편 대형 바이오 기업별 반등 시점은 차별화될 전망이다. 삼성바이오로직스는 4공장 수주 모멘텀 본격화 및 5공장 착공 발표가 기대되는 상반기 중 주가 강세가 두드러질 전망이다. 반면 셀트리온그룹과 SK바이오팜은 각각 유프라이마 출시 및 분기 흑자전환을 앞둔 2~3분기를 기점으로 유의미한 주가 상승세가 기대된다. 셀트리온그룹의 경우 2022년 4분기 실적에서 셀트리온헬스케어의 영업 이익률이 양호한 흐름을 이어가고, 셀트리온의 유프라이마 재고 공급이 확인된다면 주가 랠리의 시작은 더욱 앞당겨질 전망이다.

신한 헬스케어팀 2023년 대형 바이오 Top Picks 및 관심종목

구분	기업명	시가총액 (십억원)	투자의견 (변경여부)	목표주가 (변경여부)	23F P/E (배)	23F P/B (배)	23F EV/EBITDA (배)
Top pick	삼성바이오로직스	62,775	매수(유지)	1,200,000(유지)	94.9	8.0	52.8
Top pick	셀트리온	25,063	매수(유지)	290,000(유지)	38.2	6.1	22.6
Top pick	셀트리온헬스케어	10,397	매수(유지)	109,000(유지)	27.1	4.1	21.0
관심종목	SK바이오사이언스	7,018	중립(하향)	-	51.0	3.7	28.7
	SK바이오팜	6,069	매수(유지)	100,000(유지)	-	21.6	-

자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

2023년 시점 별 주목할 대형 바이오 기업

	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	투자 포인트
삼성바이오로직스	→	→	→	→	4공장 수주 본격화 및 실적 성장 지속, 5공장 초기 착공 기대감 본격화
셀트리온그룹	→	↑	→	→	7월 미국 유폴리아마(휴미라BS) 출시 기대감, 직판 효과에 따른 매출 및 수익성 개선
SK바이오사이언스	→	→	→	→	코로나19 백신 수요 둔화 우려 지속, 일반 백신 CDMO 확보 및 중장기 모멘텀 확보 지속
SK바이오팜	→	→	↑	→	하반기 실적 턴어라운드 기대감 유효, 외부 도입을 통한 제품 포트폴리오 강화 기대

자료: 신한투자증권 추정

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 이동건, 강세훈)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 셀트리온을 기초자산으로 ELW가 발행된 상태이며, 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 당사는 상기회사 SK바이오사이언스, SK바이오팜를 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 당사는 상기회사 SK바이오사이언스를 기초자산으로 한 주식옵션의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.



# 통신장비

**비중확대 (유지)**

**추세적 반등의 조건**

 **신한투자증권**  
기업분석부

고영민 책임연구원  
☎ 02-3772-1595  
✉ ym.ko@shinhan.com

신현재 연구원  
☎ 02-3772-2673  
✉ hj.shin@shinhan.com



신한 리서치  
투자정보

## 추세적 반등의 시작인가, 아직인가

### 연말마다 지속되는 기대감의 연속

19년 5G 서비스 개시 후 지난 3년 동안, 연말-연초 통신장비 업종 주가는 업황 개선 기대감과 함께 반등세를 보였다. 최근에도 10월 저점 대비 24% 오르는 등 유사한 양상을 보이고 있다. 네옴시티 관련 기대감도 더해진 것으로 판단된다.

이전까지 연말-연초 주가 반등은 추세적으로 이어지지 못했다. 오히려 관련 효과(주가 상승폭 및 유지 기간)는 점점 줄어들었다. 최근의 주가 흐름에 대해서도 고민이 필요한 이유다. 결국 추세적 반등이 가능할 지를 판단하는 것이 중요하다.

### 업종에 대한 본질적인 고민, 주가 결정 Factor의 변화(기대감 → 실적)

지난 3년간 업종 내 주요 장비사들의 실적은 기대와 달리 미미한 성장 혹은 감소였다. 올해도 동일하다. 3분기 누적 실적 기준, 소수 장비사의 호실적을 제외하고 대부분 개선세는 아직이다. 과거에는 미래의 가파른 성장성에 대한 기대감이 주가 반등 요인으로 작용했다. 그러나 이러한 양상은 바뀌었다.

추세 반등과 가장 근접했던 구간은 4Q20~2Q21, 1Q22~2Q22였다. 당시의 공통점은 Bottom-Up 관점에서 확인된 고객사향 오더 동향이 긍정적이었던 점이다. 벤더들은 삼성전자, 직납 공급사들은 국내외 통신사향 월별 오더 Forecast 증가를 통해 실적 개선세가 실제로 확인됐고 가능성이 구체화됐다. 미국 내 주파수 간섭 논란, 원자재(칩 등) 이슈로 관련 동향이 지속되지 못하면서 반등세 역시 지속되지 못했다. 통신장비 주가 Factor는 더 이상 기대감이 아닌 실적이다.

### 투자 전략: 구체적 근거와 Valuation에 더욱 더 집중

다시금 구체적인 오더 동향이 확인될 때가 의미있는 반등의 시작점일 것으로 판단한다. 시점 상 12월부터 23년 2월까지 보여질 동향 체크가 중요할 전망이다.

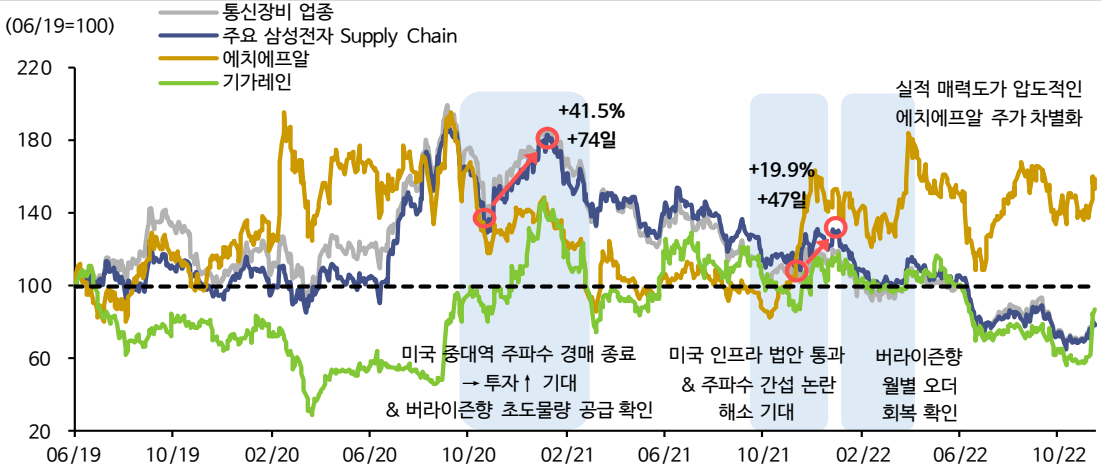
### 23년 기대 요인

23년 긍정적인 업황을 기대할 수 있는 요인은 충분히 존재한다. 1) 미국 통신사들의 투자 흐름(CapEx)은 계획대로 유지되고 있다. 삼성전자의 버라이즌향 5년 계약 중 첫 2년(21~22년) 동안 통상적인 속도보다 더디게 공급이 진행됐다. 남은 3년간 가파른 공급 물량 증가가 가능하다. 2) 지난 8월 인도 주파수 경매가 성공적으로 종료되면서 23년 중 인도 내 5G 투자 확대 가능성이 높아졌다. 3) 국내외 특화망(Private 5G) 프로젝트가 본격화되고 있다. 관련 장비사들의 수혜 역시 본격화될 전망이다.

### 종목 선별 - 최선호주 에치에프알, 차선호주 RF머트리얼즈

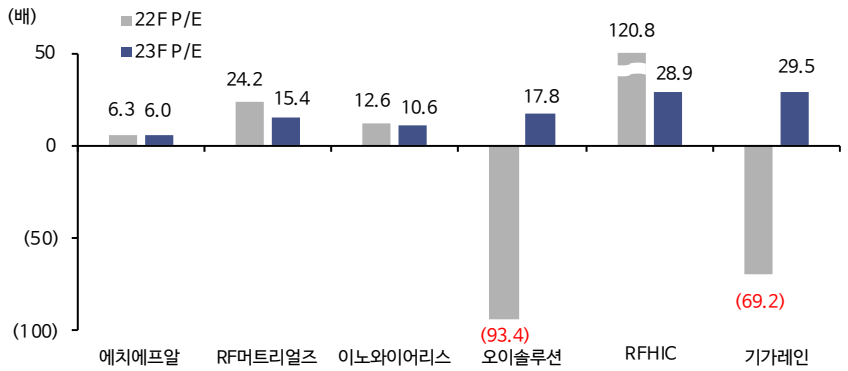
구체적 동향 확인 전까지 실적 & Valuation 매력도 관점에서 종목 선별이 필요하다. 최선호 에치에프알(북미향 매출 ↑ & 23F P/E 6.0배), 차선호 RF머트리얼즈(Wolfspeed향 매출 ↑ & 23F P/E 15.4배)를 제시한다. 향후 삼성전자 벤더들의 오더 회복세가 확인될 경우 M/S 높은 기가레인과 RFHIC를 주목할 필요가 있다.

통신장비 2019년 6월 이후 주가 추이 (통신장비 업종 & 주요 삼성전자 체인 & 에치에프알 & 기가레인)



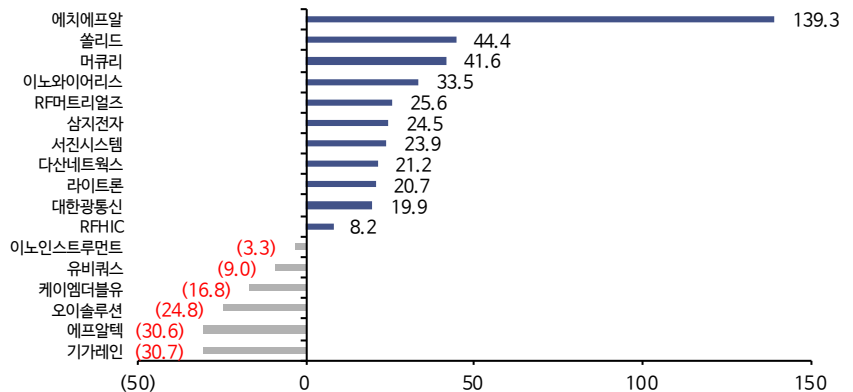
자료: QuantiWise, 신한투자증권

주요 통신장비사들의 Valuation 비교(22F & 23F P/E)



자료: 신한투자증권 추정

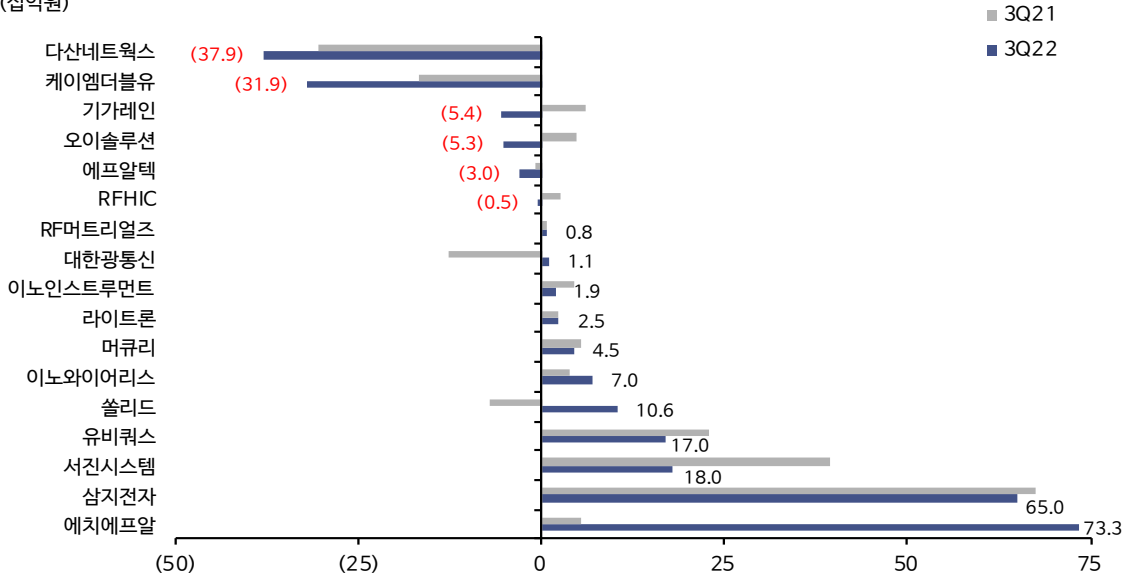
국내 주요 통신장비사 3Q22(누적) 매출액 증가율



자료: QuantiWise, 신한투자증권

국내 주요 통신장비사 3Q21(누적) & 3Q22(누적) 영업이익

(십억원)



자료: QuantiWise, 신한투자증권

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 고영민, 신현재)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기회사 RFHIC를 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.



# 헥토파이낸셜

| Bloomberg Code (234340 KS) | Reuters Code (234340.KQ)

2022년 11월 21일

## [핀테크]

최태용 연구원  
☎ 02-3772-1566  
✉ tyc@shinhan.com

임희연 수석연구원  
☎ 02-3772-3498  
✉ heeyeon.lim@shinhan.com

## 컷팅 전 벌크업



**매수**  
(신규)



현재주가 (11월 18일)  
**24,600 원**



목표주가  
**30,000 원 (신규)**



상승여력  
**22.0%**

- ◆ 가상계좌로 시작해 전(全)결제수단을 거쳐 데이터까지 진출
- ◆ 탑라인 외형 성장은 기존 사업이 견인, 수익성은 신사업에서 기대
- ◆ 고수익성 데이터 신사업은 지속적인 관심 필요



신한 리서치 투자정보  
www.shinhansec.com

투자판단	매수 (신규)
목표주가	30,000 원 (신규)
상승여력	22.0%

KOSPI	2,444.48p
KOSDAQ	731.92p
시가총액	232.5십억원
액면가	500원
발행주식수	9.5백만주
유동주식수	4.9백만주(51.4%)
52주 최고가/최저가	32,900원/18,100원
일평균 거래량 (60일)	22,881 주
일평균 거래액 (60일)	551 백만원
외국인 지분율	2.65%
주요주주	
민앤지 외 4인	39.81%
절대수익률	
3개월	8.8%
6개월	-2.0%
12개월	-24.3%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3개월	22.8%
6개월	16.7%
12개월	6.8%

### 주가차트



### 가상계좌로 시작해 전(全)결제수단을 거쳐 데이터까지 진출

가상계좌로 시작해 간편현금결제, 신용카드 PG, 휴대폰 소액결제까지 서비스를 확장한 모든 결제수단을 아우르는 전자금융사업자다. 가상계좌는 M/S 67%와 높은 마진율에 기반한 캐시카우다. 간편현금결제는 97%의 M/S로 안정적인 성장 중이다. PG 사업은 전자결제 시장 확대로 외형 성장에 기여했다.

지난 5월에는 데이터 기업 코드에프를 111억원에 인수하며 데이터 사업으로 진출했다. 코드에프는 데이터 중계 서비스를 제공하는 기업이다. 지난 12월에 마이데이터 사업자를 획득했다. 결제 서비스로 축적해온 데이터가 코드에프의 마이데이터 사업 및 데이터 API 기술과 시너지를 낼 것으로 기대한다.

### 타라인 외형 성장은 기존 사업이 견인, 수익성은 신사업에서 기대

23F 매출액 1,501억원(+16.2%, 이하 YoY), 영업이익은 178억원(+29.6%)로 예상한다. 1) 간편현금결제의 대형 가맹점 매출 회복, 2) 전자결제 확대로 PG의 견조세, 3) 가상계좌의 성장세는 타라인 성장을 이끌 전망이다.

PG 매출의 수익성 하락 압력은 1) 간편현금결제 중계 비중 확대, 2) 휴대폰 소액결제의 성장, 3) 중장기적인 데이터 신사업 양성으로 상쇄될 것이다. 데이터 신사업은 마진율이 높아 외형 성장 전략 이후 수익성 제고를 도모할 주요 사업이다.

### 투자의견 ‘매수’, 목표주가 30,000원으로 커버리지 개선

투자의견 ‘매수’, 목표주가 30,000원으로 커버리지를 개선한다. 23F EPS는 코드에프 인수 완료 후 매출 증가 35%를 반영해 2022년 대비 22.4% 증가하는 것으로 가정했다. 코드에프의 2023년 매출은 54억원으로 지분율 74% 고려시 순이익은 6.4억원이 반영될 전망이다.

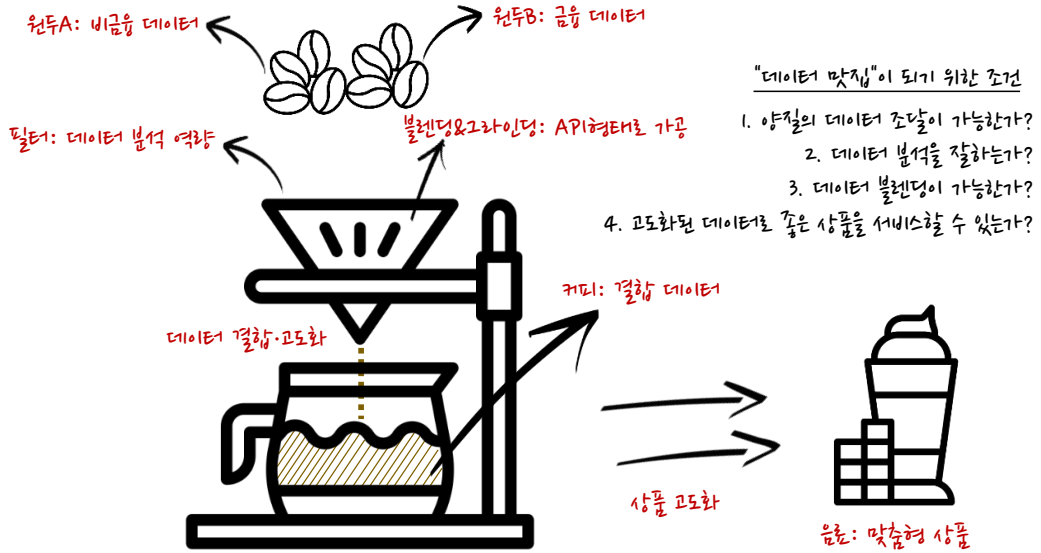
Target PER은 경상 이익 기준 최근 3개년 평균 PER(21배)에 2022년 상반기 국내 PG 이용금액 하락분 7.6%를 적용해 산정했다. 과거 3개년과 2023년의 가장 큰 차이는 매크로 환경 변화에 따른 온라인 소비 위축이다. 향후 매크로 환경이 저점을 지남에 따라 소비 위축 해소 시 멀티플 상향 조정이 가능하다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2020	78.1	12.0	16.1	11.4	1,227	(16.3)	12,456	27.0	11.9	2.7	10.1	(116.5)
2021	110.4	15.3	28.1	20.9	2,220	81.0	14,207	14.3	6.4	2.2	16.8	(133.4)
2022F	129.2	13.7	13.8	11.7	1,234	(44.4)	14,304	19.9	2.1	1.7	8.7	(141.0)
2023F	150.1	17.8	20.4	14.5	1,535	24.4	15,447	16.0	0.9	1.6	10.3	(141.7)
2024F	172.4	22.7	25.3	17.9	1,891	23.1	16,855	13.0	0.3	1.5	11.7	(137.7)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

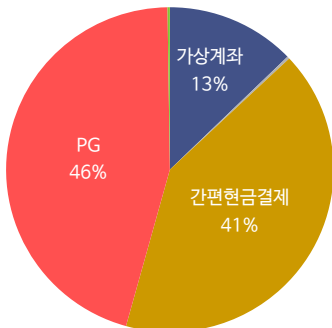


## 데이터 API 사업과 커피 드립 간 비유



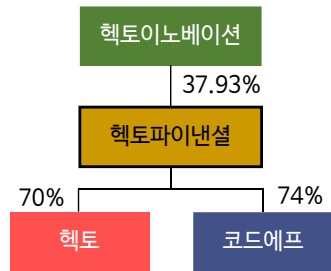
자료: 신한투자증권

## 매출 비중 (2021년 기준)



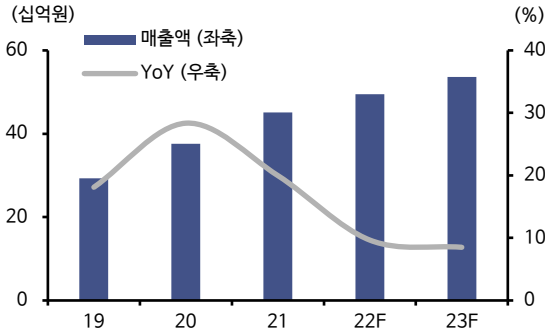
자료: 회사 자료, 신한투자증권  
 주: 펌빙킹, 기타 부문 비중은 1% 미만으로 표시 생략

## 지분 구조



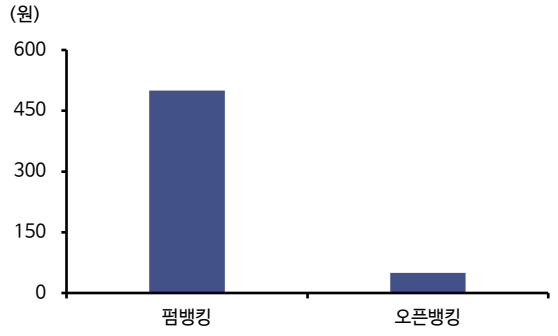
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 간편현금결제 매출 추이



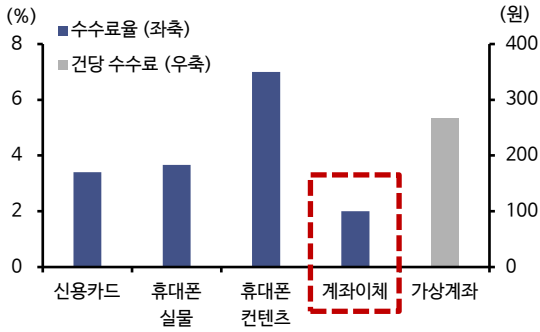
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

### 오픈뱅킹 도입 초기 vs. 펌뱅킹 은행수수료 비교



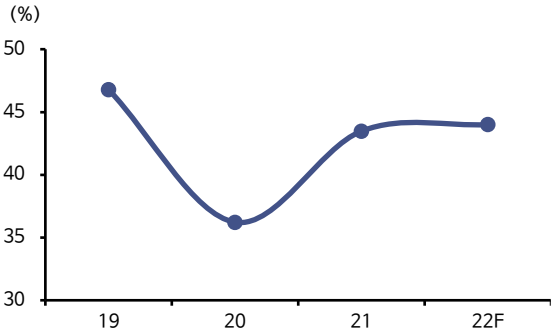
자료: 언론 보도, 신한투자증권

### PG사의 가맹점 수수료율



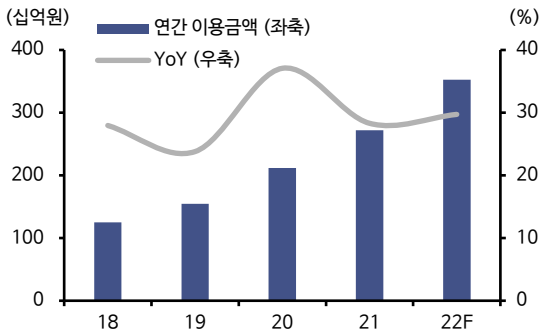
자료: PG 3사 회사 자료, 신한투자증권

### 간편현금결제 GPM 추이



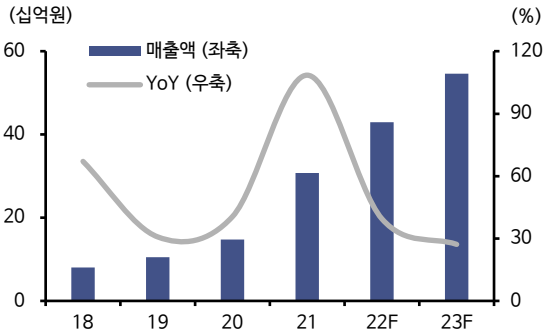
자료: 신한투자증권

### 국내 신용카드 PG 이용금액 추이 및 전망



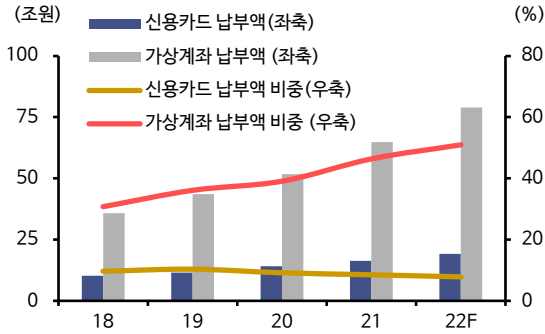
자료: 한국은행, 신한투자증권 추정

### PG 매출 추이 및 전망



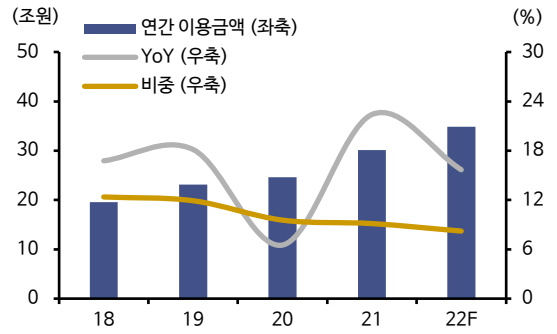
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

### 국제 납부 시 가상계좌 이용금액 추이 및 전망



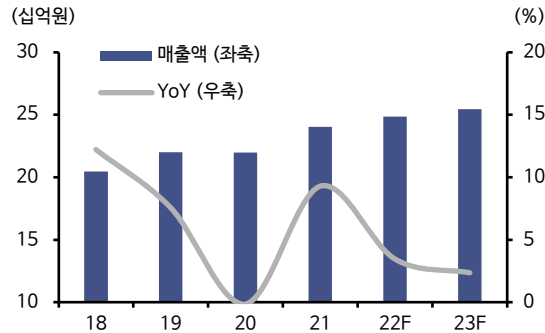
자료: 국세청, 신한투자증권 추정

### 가상계좌 PG 이용금액 추이 및 전망



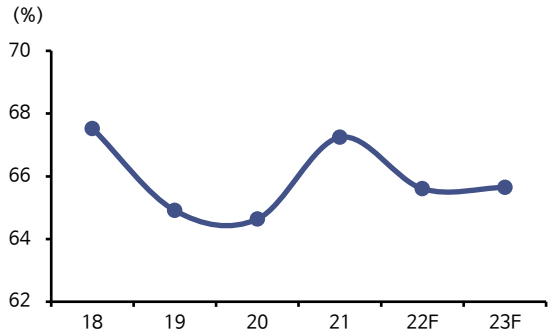
자료: 한국은행, 신한투자증권 추정

### 가상계좌 매출 추이 및 전망



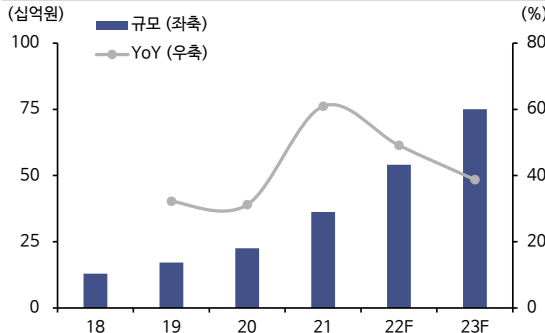
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

### 가상계좌 GPM 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

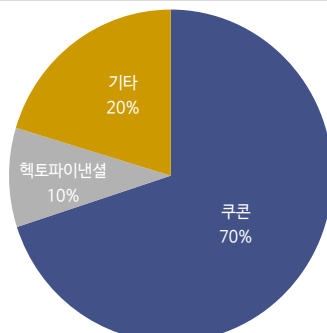
### 데이터 API 산업 규모 추이 및 전망



자료: 각 사, 신한투자증권 추정

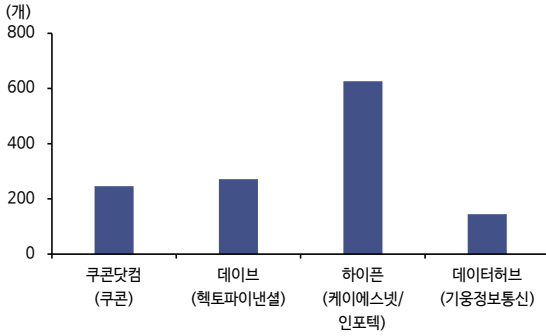
주: 쿠팡, 헤кто파이낸셜 매출 추정치·점유율을 바탕으로 추정

### 데이터 API 산업 시장점유율(2021년) 현황



자료: 언론 보도, 신한투자증권 추정

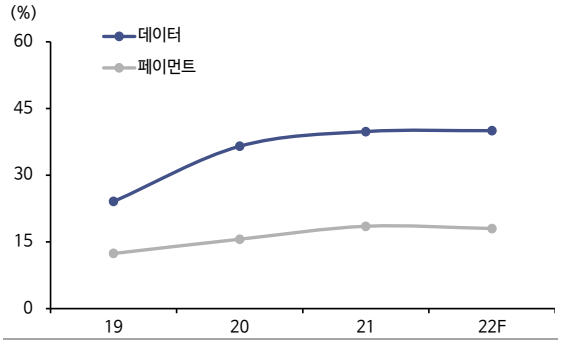
### 주요 데이터 스토어별 제공 개별 API 상품 수 비교



자료: 각 사, 신한투자증권

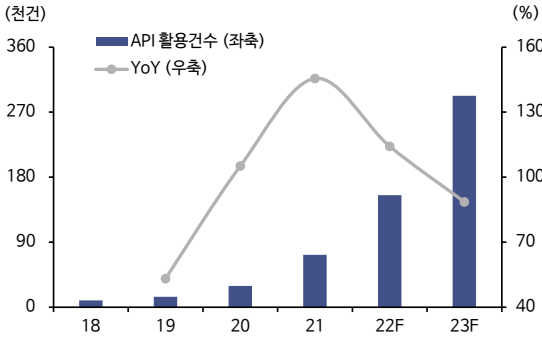
주: 값이 별도 자료로 제공되지 않는 기업은 홈페이지에 노출된 API 상품 수를 참고했기에 오차 발생 가능

### 쿠팡 부문별 영업이익률 추이



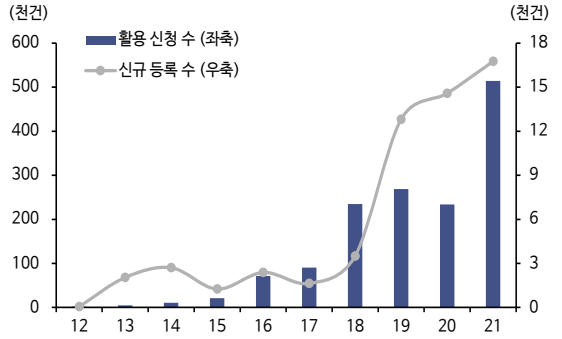
자료: 쿠팡, 신한투자증권

### 데이터 API 활용건수 추이 및 전망



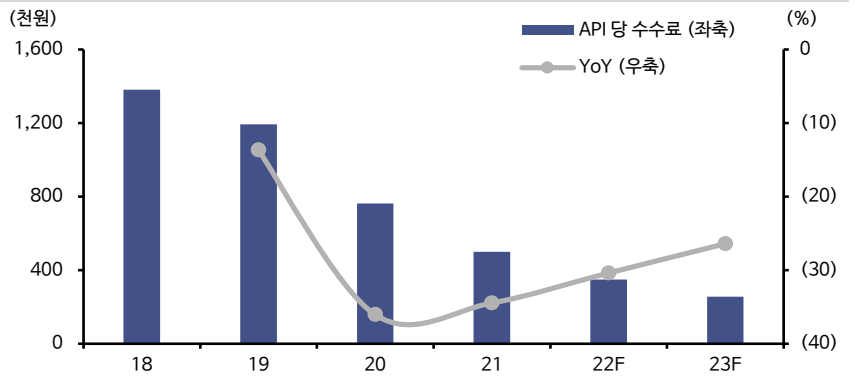
자료: 각 사, 신한투자증권 추정

### 공공데이터 API 활용 신청 수 추이



자료: 행정안전부, 신한투자증권

### API 당 수수료 추이 및 전망



자료: 각 사, 신한투자증권 추정

코드에프 2023F 시나리오 분석

(십억원, %, 천주, 원)	Bear	Base	Bull
매출액	4.8	5.4	6.0
YoY	20	35	50
영업이익	1.0	1.1	1.2
OPM	20	20	20
법인세율	20	20	20
당기순이익	0.8	0.9	1.0
발행주식수	9,453	9,453	9,453
EPS 기여분	60	68	76
EPS 변동률	(0.5)	0.0	0.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: EPS 기여분은 코드에프 지분을 74% 기준으로 산정

헥토이노베이션 보유 주식 평가 손익 민감도 분석

최초 시점		
취득일		2021-05-26
취득원가	(십억원)	15.5
주당 취득가격	(원)	18,900
취득 주수	(주)	821,137
3Q22 말 기준		
주가	(원)	12,450
보유주식 평가금액	(십억원)	10.2
보유주식 평가손익	(십억원)	(5.3)
3Q22 말 기준 주가 대비 +1% 변동 시		
주가	(원)	12,575
보유주식 평가금액	(십억원)	10.3
보유주식 평가손익 변동분	(십억원)	0.1
23F 세전이익	(십억원)	20.4
세전이익 변동률	(%)	0.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

목표주가 산출

	단위		비고
2023F EPS	(원)	1,535	
평균 PER	(배)	21.0	경상 기준 3개년 (2019~2021) 평균 PER
Discount	(%)	7.6	리오프닝 감안 PG 이용금액 성장률 하락분 반영
Target PER	(배)	19.4	
목표주가	(원)	30,000	
현재주가	(원)	24,600	
상승여력	(%)	22.0	

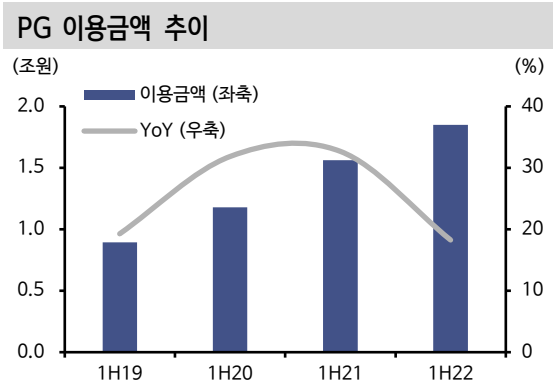
자료: 신한투자증권 추정

3개년 평균 PER 산출		
(십억원, 배)	공시 기준	경상 기준
2019~2021 합산 시가총액	876.1	876.1
2019~2021 합산 당기순이익 (지배)	45.2	41.7
<b>평균 PER</b>	<b>19.4</b>	<b>21.0</b>

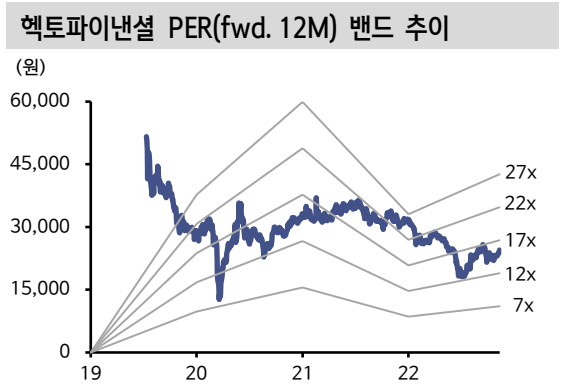
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

PG 이용금액 하락 효과		
(%)	성장률	이용금액 성장
2019~2021 상반기	27.9	1.28 배
2022 상반기	18.2	1.18 배
<b>3개년 대비 리오프닝 후 성장률 하락 효과</b>		<b>(7.6)</b>

자료: 신한투자증권 추정



자료: 한국은행, 신한투자증권



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

헤кто파이낸셜 실적추정표											
(십억원, %, %p)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022F	2023F	증감률
매출액	29.1	30.5	33.6	36.0	33.7	35.3	39.0	42.1	129.2	150.1	16.2
가상계좌	6.0	5.8	6.3	6.7	6.2	6.0	6.4	6.9	24.9	25.5	2.4
간편현금결제	12.2	12.1	12.7	12.5	13.4	13.0	13.7	13.6	49.5	53.7	8.5
PG	8.4	9.6	11.5	13.4	10.7	12.1	14.7	17.1	42.9	54.6	27.2
기타	1.9	2.4	2.4	2.7	2.8	3.6	3.5	3.9	9.4	13.7	46.4
매출원가	16.9	17.6	19.5	21.1	19.3	20.2	23.0	25.3	75.1	87.9	17.1
가상계좌	2.1	2.0	2.1	2.3	2.1	2.1	2.2	2.4	8.6	8.7	2.3
간편현금결제	7.1	6.9	7.0	6.7	7.5	7.2	7.5	7.5	27.7	29.7	7.3
PG	7.6	8.4	10.1	12.0	9.5	10.7	13.1	15.2	38.2	48.5	27.1
기타	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.6	0.8	45.4
판관비	9.4	10.0	10.0	11.0	10.2	10.5	11.4	12.3	40.4	44.4	10.0
판관비율	32.2	32.8	29.9	30.5	30.2	29.9	29.3	29.2	31.3	29.6	(1.7)
영업이익	2.9	2.9	4.1	3.8	4.2	4.5	4.5	4.6	13.7	17.8	29.6
OPM	9.8	9.6	12.1	10.7	12.4	12.8	11.7	10.8	10.6	11.8	1.2
세전이익	3.2	0.7	4.2	5.8	4.9	5.2	5.1	5.2	13.8	20.4	47.3
당기순이익	2.2	1.2	3.2	4.6	3.9	4.2	4.2	4.2	11.2	16.6	48.7
NPM	7.6	3.8	9.6	12.7	11.7	11.9	10.8	10.1	8.6	11.0	2.4

자료: 신한투자증권 추정

주: 매출액-매출원가에서 펌핑킹 부문 매출은 표시 생략 및 데이터 신사업은 기타에 포함

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 최태웅, 임희연)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

포트폴리오

국내 리서치 포트폴리오

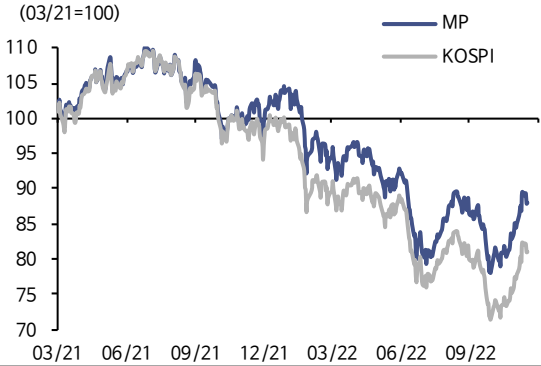
11월 MP

섹터	업종	코드	종목명	업종			종목	전주	
				비중	재안	차이			비중
				(A)	(B)	(B-A)			
에너지				23	20	(02)			
	에너지	A010950	S-Oil	23	20	(02)	2.0	0.0	
소재				99	118	19			
	화학	A298020	효성티앤씨	66	72	06	2.3	0.2	
		A298050	효성첨단소재				1.5	0.1	
		A051910	LG화학				3.4	(0.1)	
	비철·목재등	A010130	고려아연	13	17	05	1.7	0.1	
철강	A005490	POSCO홀딩스	20	28	07	2.8	0.1		
산업재				120	120	00			
	건설·건축관련	A000720	현대건설	19	13	(06)	0.8	(0.0)	
		A028050	삼성엔지니어링				0.5	(0.0)	
	기계	A267260	현대일렉트릭	19	25	07	2.3	0.2	
		A277880	티에스아이				0.2	0.0	
	조선	A010620	현대미포조선	15	18	03	1.8	(0.0)	
	상사·자본재	A079550	UG넥스원	43	41	(02)	1.2	(0.1)	
		A034730	SK				1.1	(0.1)	
		A047050	포스코엔터내셔널				0.9	(0.0)	
		A000150	두산				0.9	0.0	
	운송	A028670	팬오션	25	23	(01)	2.3	0.1	
	경기관련소비재				112	102	(09)		
		자동차	A005380	현대차	6.1	6.1	0.0	4.3	0.2
			A011210	현대위아				0.8	(0.0)
			A204320	HL만도				0.9	(0.0)
화장품·의류·완구		A090430	아모레퍼시픽	28	22	(06)	0.7	(0.0)	
		A383220	F&F				0.7	0.0	
		A298540	더네이처홀딩스				0.8	0.0	
호텔·레저서비스		A114090	GKL	0.6	0.8	0.2	0.3	0.0	
		A008770	호텔신라				0.5	0.0	
미디어·교육		A035900	JYP Ent.	0.7	0.9	0.2	0.4	0.0	
		A030000	재일기획				0.4	0.0	
		A216050	인크로스				0.1	(0.0)	
소매(유통)		A004170	신세계	0.9	0.2	(0.7)	0.2	(0.0)	
필수소비재					27	29	02		
		필수소비재	A033780	KT&G	27	29	02	2.9	0.1

섹터	업종	코드	종목명	업종			종목	전주
				비중	재안	차이		
				(A)	(B)	(B-A)		
의료				73	7.1	(02)		
	건강관리	A091990	셀트리온헬스케어	73	7.1	(02)	3.6	(0.4)
		A207940	삼성바이오로지스				3.5	0.1
금융				89	8.5	(0.4)		
	은행	A105560	KB금융	53	6.0	0.7	2.8	0.1
		A086790	하나금융지주				2.1	0.1
		A024110	기업은행				1.0	0.0
	증권	A039490	키움증권	15	0.9	(0.6)	0.9	(0.0)
	보험	A088350	한화생명	22	1.8	(0.4)	1.1	0.0
	A032830	삼성생명				0.7	0.0	
IT				428	43.3	0.5		
	소프트웨어	A035420	NAVER	5.7	5.2	(0.5)	1.5	(0.0)
		A018260	삼성에스디에스				1.2	0.0
		A095660	네오위즈				1.0	(0.0)
		A067160	아프리카TV				1.5	(0.0)
	IT하드웨어	A222800	심텍	1.6	1.4	(0.2)	0.7	0.1
		A011070	LG이노텍				0.8	(0.0)
	반도체	A005930	삼성전자	23.8	24.3	0.5	21.3	(0.0)
		A000660	SK하이닉스				3.0	(0.1)
	IT가전	A066570	LG전자	11.3	12.1	0.8	0.8	(0.0)
		A373220	LG에너지솔루션				7.9	(0.2)
		A006400	삼성SDI				2.6	(0.1)
		A066970	엘앤에프				0.6	(0.0)
		A086520	에코프로				0.2	(0.0)
	디스플레이	A034220	LG디스플레이	0.4	0.2	(0.2)	0.2	신규
통신서비스				14	1.2	(0.2)		
	통신서비스	A030200	KT	14	1.2	(0.2)	0.6	0.0
		A017670	SK텔레콤				0.6	(0.0)
유틸리티				15	0.8	(0.6)		
	유틸리티	A051600	한전KPS	15	0.8	(0.6)	0.5	0.0
	A015760	한국전력				0.3	0.0	

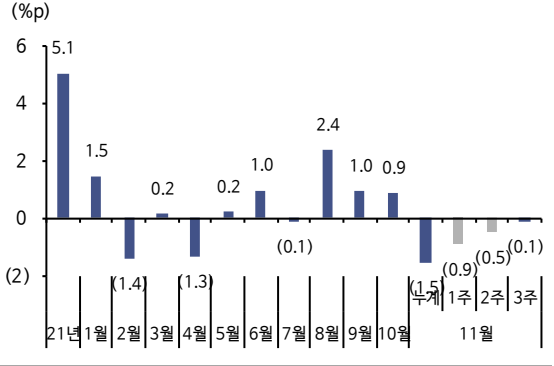
자료: 신한투자증권 / 주: 업종분류는 FnGuide W126 기준, 11월 18일 증가 기준으로 작성

### KOSPI와 신한MP 성과 추이



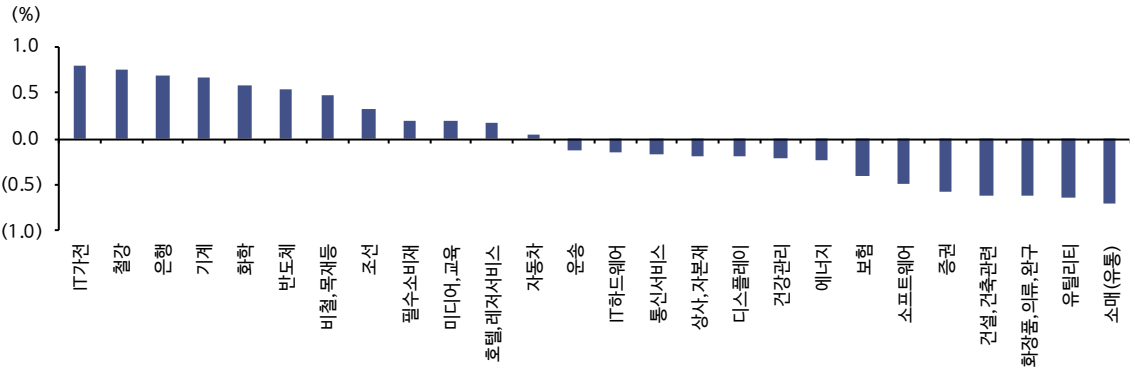
자료: 신한투자증권

### 신한MP 상대수익률



자료: 신한투자증권

### 신한MP KOSPI 대비 업종 비중 [IT가전, 철강, 은행 VS 소매(유통), 유틸리티, 화장품/의류]



자료: 신한투자증권

#### [IT가전] 2차전지 북미 전기차 시장 개화에 발맞춤

- LG에너지솔루션: 선진국 전기차향 출하량 호조와 ESS 프로젝트 본격화 등으로 3분기 실적 호조. 북미 수주량, 선제적인 공급망 현지화 계획, 탄탄한 재무 구조를 바탕으로 선진국의 전기차 밸류체인 재편에서 최대 수혜주가 될 전망

#### [철강] 중국 경기 부진과 포항 냉철 범람 영향으로 실적 좋지 않으나, 높은 배당수익률과 신사업 기대감으로 주가 하방은 제한적

- POSCO홀딩스: 냉철 범람 영향이 4분기 내내 이어지며 실적은 부진할 전망. 하지만 7%를 상회하는 예상 배당수익률과 리튬을 포함한 신사업에 대한 기대감 존재하며, 밸류에이션 지표도 코로나19 초기 시점 수준까지 하락해 주가 하방은 견고하다는 판단

#### [은행] 3분기 실적 발표에서 금융업권 내 가장 견조한 펀더멘탈 재확인

- 기업은행: 기업 금융 중심의 자산 포트폴리오가 장점이 되고 있는 국면 지속. 또한 연말 배당 시즌에 진입한 만큼 기업은행의 높은 배당수익률(컨센서스 기준 FY22F Div.Y 8.2%) 부각 가능

추천 종목

중소형주

매커스 (093520)		KDQ
주가 (원)	8,190	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 1) 기술적 인적 진입장벽 2) FPGA반도체 M/S 1위 기업과 협업하며 안정적 성장</li> <li>◆ FPGA는 방산, 우주항공 등에 적용되는 반도체. 최근 서버, 자율주행, 산업장비 등으로 수요 확장</li> <li>◆ 3분기 실적 사상 최고치 경신, 영업 레버리지 효과로 수익률 개선 전망</li> </ul>
추천일	22년 11월 14일	
수익률	8.6%	
상대수익	8.5%p	

제이엔티씨 (204270)		KDQ
주가 (원)	5,080	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 추가 실적 훼손 제한적. 다운사이드보다 업사이드가 큰 기업</li> <li>◆ 모바일 고객사내 점유율 상승 전망</li> <li>◆ 글래스 성형 사업 어플리케이션 다변화 및 고객사 다변화로 매출성장 가능 제품군</li> </ul>
추천일	22년 11월 14일	
수익률	1.9%	
상대수익	1.8%p	

더네이처홀딩스 (298540)		KDQ
주가 (원)	29,700	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 캐주얼 Top 브랜드로서 내수 패션 소비 견조함에 따른 단기 실적 성장 강세</li> <li>◆ 중국 수출 공급 계약 막바지로 중국 온오프라인 매출 성장 기대감 증가 가능</li> <li>◆ 성장하는 패션 브랜드사로서 국내외 해외 성장 모멘텀 부각 예상되어 밸류에이션 상승 예상</li> </ul>
추천일	22년 11월 9일	
수익률	6.3%	
상대수익	3.7%p	

롯데제과 (280360)		KSP-M
주가 (원)	127,500	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 가격 인상, 원재료 하향 안정화에 따른 마진 스프레드 개선</li> <li>◆ 롯데푸드 합병을 통해 중목 사업이었던 빙과 사업 시너지 창출</li> <li>◆ 지난 3년간 부진했던 해외 사업 역시 반등 예상</li> </ul>
추천일	22년 11월 9일	
수익률	-1.5%	
상대수익	-4.2%p	

덕산네오룩스 (213420)		KDQ
주가 (원)	41,000	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ OLED 계절적 성수기 영향에 하반기 실적 호조 전망</li> <li>◆ 삼성디스플레이 신규 투자 및 2 Stack 적용에 따른 수혜 기대</li> <li>◆ 디스플레이 중소형주 내에서 장비보다는 소재 선호</li> </ul>
추천일	22년 11월 9일	
수익률	3.4%	
상대수익	0.8%p	

심택 (222800)		KDQ
주가 (원)	34,250	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 이미 우려가 반영된 주가 레벨. 현 주가는 PER 4.7배</li> <li>◆ 23년 신규 공장 가동과 신규 고객사 확보로 매출 성장 전망</li> <li>◆ 패키징기판은 수급이 가장 타이트하고, 재고 우려가 가장 적은 부품군</li> </ul>
추천일	22년 11월 9일	
수익률	-3.0%	
상대수익	-5.6%p	

피엔티 (137400)		KDQ
주가 (원)	48,450	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 코팅머신 중심 2차전지 전극공정 턴키 납품 가능 업체</li> <li>◆ 배터리 셀, 동박 업계 전방 투자 대응. 4공장 준공 이후 공급물량 확대 전망</li> <li>◆ 고객사 투자 자금 확보로 복미 배터리 JV항 장비 발주 수혜 예상</li> </ul>
추천일	22년 11월 2일	
수익률	0.9%	
상대수익	-3.6%p	

원익QnC (074600)		KDQ
주가 (원)	27,350	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 반도체 제조에 사용되는 소모성 퀴츠(석영) 제품 제조 및 부품 세정 기업</li> <li>◆ 자회사 모멘티브 등 수직 계열화 달성. 메모리/비메모리 고객사 확장</li> <li>◆ 반도체 업종 투자심리 회복에 따라 부품주로서 재조명</li> </ul>
추천일	22년 10월 27일	
수익률	9.2%	
상대수익	2.0%p	

아프리카TV (067160)		KDQ
주가 (원)	88,900	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 콘텐츠형 광고, 게임/자동차 등 신규 프덕트 마케팅 예산 증가로 광고 매출 성장 전망</li> <li>◆ 10월 롤드컵, 11월 월드컵 통한 단기적 MUV 반등, 장기로는 추가 스트리머 이적 가능</li> <li>◆ 유튜브/트위치TV로부터 메이저 버튜버 대거 이적, 새로운 콘텐츠와 유저 형성</li> </ul>
추천일	22년 10월 27일	
수익률	16.7%	
상대수익	9.5%p	

파마리서치 (214450)		KDQ
주가 (원)	66,000	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 조직재생 촉진제 제조 기술 바탕으로 의약품, 의료기기 등 사업부 영위</li> <li>◆ 신제품 '리주란HB+'의 평가는 기존 제품 대비 2배 이상. 리주란HB+ 시장 침투 가속화시 외형 성장과 더불어 수익성 개선 가능</li> <li>◆ '23년 보틀리눔 특신 리엔톡스' 국내 판매 본격화에 따른 실적 업사이드 기대. 연내 승인 예상</li> </ul>
추천일	22년 10월 27일	
수익률	8.9%	
상대수익	1.8%p	

에이스토리 (241840)		KDQ
주가 (원)	24,050	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 외주제작사 &gt;&gt; IP보유 모델로 차근차근 진화해온 IP의 중요성 가장 잘 아는 대표 중소형 제작사</li> <li>◆ 첫 IP작 &lt;지리산&gt; 이후 &lt;우영우&gt;, &lt;백마우스&gt;등의 연이은 흥행으로 이에 따른 부가 수익 창출 기대</li> <li>◆ IP 진화로 OP는 21년 69억 흑전, 1H22 88억, 23F 204억원 전망, PER 9배로 강력한 저평가 구간</li> </ul>
추천일	22년 10월 4일	
수익률	18.5%	
상대수익	9.7%p	

백산 (035150)		KSP-M
주가 (원)	9,250	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 100억 규모 이익소각으로 자사주 매입중, 현재 약 60억 소진. 40억 추가 매수 후 주식소각 예정</li> <li>◆ 차량용 내장재 부문 매출액 꾸준한 증가. 전체 매출액 25%로 포트폴리오 다각화 성공</li> <li>◆ 4분기내 글로벌 완성차 업체 고객사 추가 확보 기대</li> </ul>
추천일	22년 10월 4일	
수익률	2.3%	
상대수익	-6.5%p	

엔캠 (348370)		KDQ
주가 (원)	62,100	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 2022년, 2023년 전해액 매출액은 각각 4,595억원(+114% YoY), 8,672억원(+89% YoY) 전망</li> <li>◆ 2020년 6만 5천톤 전해액 생산 CAPA에서 2023년 약 25만 5천톤까지 증설 계획 발표</li> <li>◆ NMP 리사이클 사업에 진출, 전해액 사업과 더불어 고객사와 시너지 기대.</li> </ul>
추천일	22년 10월 4일	
수익률	-7.0%	
상대수익	-15.8%p	
에스엠 (041510)		KDQ
주가 (원)	73,900	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 공시를 통해 라이크기회 프로듀싱 계약 조기 종료 검토 발표</li> <li>◆ 가장 큰 밸류에이션 할인 요소였던 ESG 문제 개선</li> <li>◆ 향후 이에 따른 추가 이익 증가, 저평가, 매각 모멘텀 재부각 전망</li> </ul>
추천일	22년 9월 16일	
수익률	14.6%	
상대수익	20.9%p	

## Compliance Notice

- ◆ 본 자료는 리서치센터의 포트폴리오이며 장기투자 의견과 상이하거나, 투자 의견이 변경될 수 있습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자 판단에 참고가 되는 정보 제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종 결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 포트폴리오 변경은 주가 수익률 변화와 변동 상황 발생 시 진행하고 있으며 **비중 및 편-출입은 상승과 하락에 따른 조정으로 투자 권유나 매도를 의미하지 않습니다.**
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 편입 이후 15% 이상 하락할 경우 Stop Loss 규정에 의해 포트폴리오에서 제외합니다.
- ◆ 국내 포트폴리오의 벤치마크(BM)는 KOSPI(100%)입니다.
- ◆ 중소형주 추천 종목은 추천일 직전거래일 증가 기준 시가총액 3조원 미만의 종목입니다.
- ◆ 주가는 직전거래일 증가 기준이며, 일부 종목 정보는 FrGuide를 참고하였습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 (신한지주)와 계열회사 관계임을 고지합니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 (NAVER, SK하이닉스, 삼성전자, 하나금융지주, 롯데케미칼, POSCO홀딩스, 현대차, LG이노텍, 삼성전기, LG전자)를 기초자산으로 ELWG가 발행된 상태이며, 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 (LG디스플레이, LG전자, NAVER, SK, SK하이닉스, 삼성전자, 삼성생명, 한국전력, 삼성전기, 하나금융지주, 고려아연, SK, 현대차, LG전자)를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 (SK하이닉스, 한화에어로스페이스, 영원무역)를 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 (SK하이닉스)를 기초자산으로 한 주식옵션의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 본 자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 임의로 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

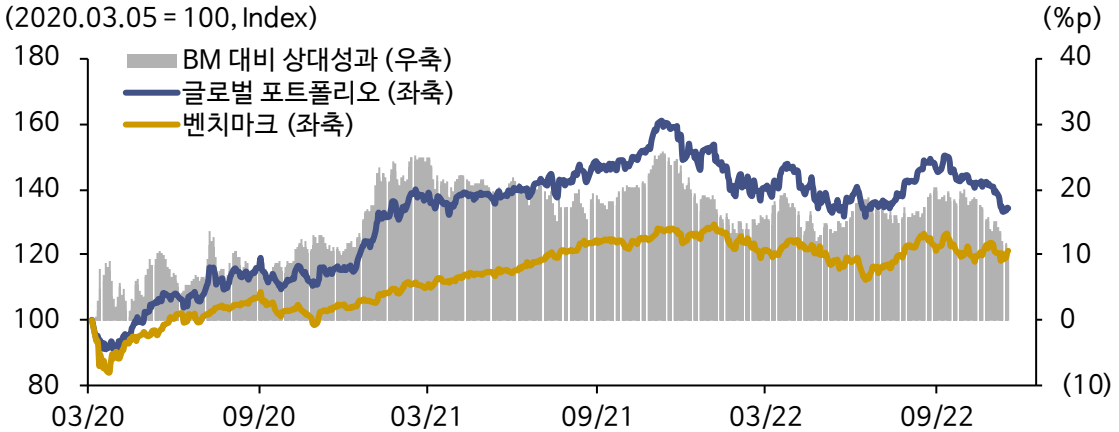
### [편출]

- ◆ 없음

포트폴리오

해외주식 & ETF 포트폴리오

▶ 포트폴리오 성과



종목/테마	1D	편입 후	종목/테마	1D	편입 후
<b>미국/선진</b>			<b>중국/신흥</b>		
테슬라 TSLA.US	(2.0)	(35.2)	보리부동산 600048.SS	0.3	(3.9)
ASML ASML.US	2.1	5.0	중국석화 600028.SS	0.2	0.5
호스트 호텔&리조트 HST.US	(2.2)	5.0	BYD 002594.SZ	(1.6)	(8.1)
플러그파워 PLUG.US	(2.5)	(40.2)	산사에너지 600905.SH	(0.5)	(4.5)
STEM STEM.US	(2.5)	(17.1)	명양스마트에너지 601615.SH	0.5	(11.6)
보잉 BA.US	0.1	10.3	춘추항공 601021.SS	0.9	6.4
			정오태양능과기 002459.SZ	(2.2)	(17.9)
			중국면세점 601888.SH	(0.6)	(1.5)
			<b>ETF</b>		
			농산물 DBA.US	(0.8)	(3.0)
			배당성장 NOBL.US	(0.5)	2.9
			캐시카우 COWZ.US	0.1	4.1
			미국 장기채 TLT.US	(1.1)	(11.6)
			헬스케어 XLV.US	(0.0)	0.6
			에너지기업 ETF XLE.US	0.2	20.4
			풍력 ETF FAN.US	(0.3)	(1.8)
			인프라 ETF PAVE.US	(0.6)	(1.0)
			금 GLD.US	(0.7)	0.0
			구리 CPER.US	(2.2)	(4.6)
			단기채 (USD) SHV.US	0.0	(0.5)
			단기채 (CNY) 511360.SS	(0.0)	4.2


추천 종목

주식 Top Picks

	<p><b>보리부동산 (600048.SH)</b></p> <p>편입일 2022-02-18</p> <p>누적수익률 -3.9%</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 중국 선두 부동산 디벨로퍼. 2021년 연간 판매액 기준 업계 4위</li> <li>▪ 국무원 산하 중앙 국유기업으로서 높은 신용 평가를 바탕으로 원활한 자금 조달 능력</li> <li>▪ 올해 들어서며 다수 지방정부에서 부동산 규제 강도 완화 움직임 확인. 수요 회복세 기대</li> </ul>
	<p><b>BYD (002594.SZ)</b></p> <p>편입일 2022-09-08</p> <p>누적수익률 -8.1%</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 중국 최대 전기차 메이커이자 중국 내 2위 배터리 제조업체</li> <li>▪ 락다운 영향 속에서도 사상 최대 분기 실적 달성(35.3만대, +265% YoY, +24% QoQ)</li> <li>▪ 고가 차량 비중 증가 및 신차 효과에 힘입어 하반기 P와 Q의 동시 상승 기대</li> </ul>
	<p><b>보잉 (BAUS)</b></p> <p>편입일 2022-11-04</p> <p>누적수익률 10.3%</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 민간, 군용 항공기 및 관련 부품을 생산하는 종합 항공우주 업체</li> <li>▪ 737 Max 및 787 기종 결함으로 업황 악화했으나 인도 재개로 장기 턴어라운드 기대</li> <li>▪ '18년 이후 첫 Inverstory Day에서 '25~'26년 100억달러 현금흐름 목표 제시하며 체질개선 예고</li> </ul>

추천 종목

ETF Top Picks

	<b>배당성장 ETF (NOBL.US)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>금리 상승 과정에서 고밸류 주식의 선호 후퇴</li> <li>밸류에이션 부담이 낮고 안정적인 현금흐름 성장을 보이는 기업에 투자</li> <li>배당성장주의 상대적인 시장 선호도가 올라갈 것으로 기대</li> </ul>
	편입일                      2022-05-11	
	누적수익률                29%	

Compliance Notice

- ◆ 본 자료는 리서치센터 해외주식팀의 의견을 반영하여 주식과 ETF 등으로 구성된 글로벌 포트폴리오이며 장기투자 의견과 상이하거나, 투자 의견이 변경될 수 있습니다.
- ◆ 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자 판단에 참고가 되는 정보 제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종 결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 포트폴리오 변경은 주가 수익률 변화와 변동 상황 발생 시 진행하고 있으며 비중 및 편·출입은 상승과 하락에 따른 조정으로 투자 권유나 매도를 의미하지 않습니다.
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 편입 이후 15% 이상 하락할 경우 Stop Loss 규정에 의해 포트폴리오에서 제외합니다.
- ◆ 글로벌 포트폴리오의 벤치마크(BM)는 MSCI ACWorld Index(70%) + Bloomberg Bardays World Bond Index(30%)입니다.
- ◆ 상기 종목 정보는 FrGuide, Bloomberg 및 WIND(중국, 홍콩)의 정보와 컨센서스 및 각 ETF 운용사 제공 자료를 인용했습니다.
- ◆ 주가(각국 통화 기준)는 각 시장의 직전거래일 기준 종가입니다. (단, 미국 및 유럽 주식, 해외 상장 ETF의 주가는 전전거래일 종가 기준)
- ◆ 수익률은 편입일의 종가 대비 직전거래일 종가를 원화로 환산해 계산한 수치입니다. (단, 미국 및 유럽 주식, 해외 상장 ETF는 전전거래일 종가 기준)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사(애플, 페이스북, 넷플릭스, 테슬라, 아마존, 엔비디아, AMD)를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다. 기타의 종목은 회사와의 이해관계가 발생하지 않으며 회사 정책에 따라 추가 변경도 가능합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 본 자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 임의로 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

[편출]

- ◆ 해외 주식: 없음
- ◆ 해외 ETF: 없음

## 주요 경제지표 발표 및 이벤트 일정

월		화		수		목		금	
11/14		11/15		11/16		11/17		11/18	
유	9월 산업생산	한 중	10월 수출입물가 10월 산업생산, 소매판매, 고정자산투자, 실업률	미	10월 소매판매 10월 수출입물가 10월 산업생산 11월 NAHB 주택지수	유 미	10월 CPI(확) 10월 신규주택착공 11월 필-연은 제조업 11월 캔자스 연은 제조업	미	10월 기존주택매매 10월 경기선행지수
11/21		11/22		11/23		11/24		11/25	
중 미	LPR 결정 10월 시카고 연은 제조업	유 미	9월 경상수지 11월 리치몬드 제조업	한 유 미	12월 기업경기실사 11월 S&P PMI(예) 10월 내구재주문(예) 11월 S&P PMI(예) 11월 미시간 소비심리(확) 10월 신규주택매매	한 미	금통위 10월 PPI 휴장(추수감사절)		
11/28		11/29		11/30		12/1		12/2	
미	11월 달러스 연은 제조업	미	9월 FHFA 주택가격지수 11월 CB 소비자신뢰지수	한 중 유 미	10월 광공업생산 11월 NBS PMI 11월 CPI(예) 11월 ADP 민간고용 3Q22GDP(수) 10월 미결주택매매	한 중 유 미	3Q22GDP(수) 11월 수출입/무역수지 11월 차이신 제조업 10월 실업률 10월 개인소득/소비 10월 PCE 물가 11월 S&P 제조업(확) 11월 ISM 제조업지수	한 유 미	11월 CPI 10월 PPI 11월 비농업고용, 실업률
12/5		12/6		12/7		12/8		12/9	
중 유 미	11월 차이신 서비스업 11월 S&P 서비스업(확) 12월 섀틱스 기대지수 11월 S&P 서비스업(확) 11월 ISM 서비스업지수 10월 내구재주문(확)	미	10월 무역수지	중 유 미	11월 수출입/무역수지 4Q22GDP(확) 10월 소비자신용			한 중 미	10월 경상수지 11월 CPI/PPI 11월 PPI 12월 미시간 소비심리(예)
12/12		12/13		12/14		12/15		12/16	
		유 미	12월 ZEW 경제심리지수 11월 CPI 11월 NFB 낙관지수 FOMC(~14)	한 유 미	11월 실업률 10월 산업생산 11월 수출입물가	한 중 유 미	11월 수출입물가 11월 산업생산, 소매판매, 고정자산투자, 실업률 ECB 통화정책회의 12월 뉴욕 연은 제조업 11월 소매판매 11월 산업생산 12월 필-연은 제조업	유	10월 무역수지 11월 CPI(확)

자료: Marketpoint, 언론 자료, 신한투자증권 / 주: (예): 예비치, (수): 수정치, (확): 확정치

# 신한아이 화면번호 안내



## [주식/시황 정보]

0100	1054	1058	1059
주식종합	지수추이	주요 거래지표	증시자금 추이
1110	1503	1863	3101
현재가종합	업종별시세	주가등락률 상하위	시황티커
4050			
파워차트			

## [선물]

2000	2450	4101	
지수선물 현재가	상품선물옵션 현재가	KOSPI 선물/옵션 분봉	

## [수급 정보]

1200(당일)/1203(일자별)	1205	1306	1314
투자주체별 순매수 금액	업종별 투자주체	실시간 외국계 매매종목	외국인기관 (장중) 매매현황 추정
1407	1457	1670	1881
투자주체별 매도/매수 상위 종목	투자자별 프로그램매매	종목별/일별 대차거래 내역	공매도 일간/누적 상위종목
4540			
장중 투자주체별 매매 추이 (Light)			

## [환율/금리/원자재]

3204	3213	3214	
환율 동향	원자재 동향	국내외 금리	

## [국내 포트폴리오/리서치 정보]

3150	3154		
신한아이 리서치	리서치 종목 시세		

### 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

본 자료는 2022년 11월 21일 공표할 자료의 요약본입니다.

종목	섹터
<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상</li> <li>◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%</li> <li>◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%</li> <li>◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우</li> <li>◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우</li> <li>◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우</li> </ul>

### 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 11월 18일 기준)

매수 (매수)	96.42%	Trading BUY (중립)	1.79%	중립 (중립)	1.79%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------