

2022.05.02



Daishin Research Center

# Daishin Research

## Morning Meeting Brief

### 2022.05.02



섹터	제목	작성자
<b>자산배분</b>	[Wealth Management Check] 시장이 흔들릴 때마다 주식 투자비중 확대	조승빈
<b>Strategy</b>	[5월 주식시장 전망 및 투자전략] 공포심리 활용법. 호재 Vs. 악재, 무게감이 변한다	이경민
<b>Macro</b>	한국 수출, 역대 4월 중 최고 실적에도 우려가 크다	이다은
<b>Macro</b>	원/달러 환율 아직은 상방 리스크가 강하다	이다은
<b>Strategy</b>	Divergence. 공포는 매수기회	이경민
<b>Global Strategy</b>	美 기술주, 오투기 정신의 대표주자	문남중
<b>Fixed Income</b>	매 속에서 숨은 비둘기 찾기	공동락
<b>Commodity</b>	유럽의 러시아産 에너지 독립, 가능할까?	김소현
<b>ETF</b>	[ETF Weekly] 고점대비 낙폭이 컸던 국내외 ETF	김해인
<b>[산업 및 종목 분석]</b>		
<b>우리종금</b>	[NDR 후기] 그룹 핵심 자회사, 순조로운 이익 성장 중	박혜진
<b>호텔신라</b>	[1Q22 Review] 하반기 내국인 면세 수요 회복 예상	유정현
<b>KT&amp;G</b>	[1Q22 Preview] 담배는 끝났습니다	한유정
<b>현대글로비스</b>	[1Q22 Preview]PCTC와 CKD의 콜라보	양지환

# Daishin Research

## Morning Meeting Brief

2022.05.02



섹터	제목	작성자
<b>[산업 및 종목 분석]</b>		
한화	[1Q22 Preview] 금융, 건설 부진으로 하회	양지환
동국제강	[1Q22 Review] 기대 이상의 별도 외 이익 증가	이태환
세아베스틸주주	[1Q22 Review] 예상 범위 내 원가 상승	이태환
유한양행	[1Q22 Review] 실적보다 R&D에 주목하자	임윤진
종근당	[1Q22 Review] 판관비 증가로 영업이익 시장 기대치 하회	임윤진
만도	[1Q22 Review] 1분기 실적 호조, 포트폴리오의 힘!	김귀연

# 자산배분

조승빈

seungbin.cho@daishin.com

## 시장이 흔들릴 때마다 주식 투자비중 확대

[자산배분 투자전략] 시장이 흔들릴 때마다 주식 투자비중 확대

- 연준의 긴축과 중국 경기 둔화 등 불안요소가 남아있는 글로벌 주식시장
- 물가 상승률 정점 통과 가능성 등 긍정적 신호도 나타나기 시작
- 시장이 흔들릴 때 마다 주식 투자비중을 확대하는 전략 필요

- 지난 1/4분기에 부각된 불확실성 요인들은 4월에도 글로벌 주식시장을 괴롭혔다. 연준의 긴축 우려는 빅스텝(FOMC마다 기준금리 50bp 인상)을 넘어 자이언트 스텝(75bp 인상)으로 확대됐고, 우크라이나 사태는 해결의 기미없이 전세계 물가의 부담 요인으로 남아있다. 중국의 '제로 코로나 정책'으로 상하이는 한달 넘게 봉쇄됐고, 베이징 등 다른 주요 도시까지 감염이 확산되면서 경기둔화 우려가 글로벌 전반으로 확산되고 있다.
- 불확실성이 높아진 상황 속에서 긍정적인 신호가 조금씩 나오고 있다. 지난 3월 미국 소비자물가지수가 전년 동월대비 8.5% 상승하면서 1981년 12월 이후 최고치를 기록했지만, 물가 상승률이 고점을 형성했다는 평가가 나오고 있다. 양호한 고용환경과 임금 상승세가 뒷받침되고 있기 때문에 물가에 대한 우려 완화는 소비심리 회복에 긍정적 요인이다. 글로벌 전반적으로 경기가 둔화되고 있지만 미국의 경기선행지수는 최근 2개월 연속 회복세를 나타내고 있다. 2/4분기를 지나면서 글로벌 경기 회복에 대한 기대감은 점차 높아질 것으로 예상된다.
- 주식에 대한 투자 의견은 비중확대로 유지한다. 불확실성 요인이 남아있지만 하반기 경기 회복 가능성을 고려하면 하락폭은 제한될 가능성이 높다고 판단한다. 주식시장의 변동성 확대 국면을 활용해 주식 투자비중을 높이는 전략이 필요하다. 주식에서는 상대적으로 양호한 경기흐름을 보여주고 있는 미국과 하반기 글로벌 경기 회복의 수혜가 예상되는 한국시장을 주목한다.

## Strategy

이경민 kyoungmin.lee@daishin.com

# [5월 주식시장 전망] 공포심리 활용법. 호재 Vs. 악재, 무게감이 변한다

- 5월 KOSPI Band 2,570 ~ 2,820p로 제시. 5월 KOSPI는 전약후강 패턴 전망
  - 월초~중순 경기불안, 통화정책 부담 동시 유입으로 변동성 확대 가능. 5월 FOMC 기점으로 통화정책 우려 정상화 예상
  - 5월 11일 미국 물가지표 확인하며 물가정점 통과 시그널 확인, 통화정책 우려 완화 & 경기회복 기대 유입 예상
  - 단기 변동성 확대는 비중확대 기회. KOSPI 2,600선에서 변동성 활용한 분할매수 전략 권고
  - 저평가 영역에 위치한 반도체, 인터넷 업종 중심으로 선제적 대응. 자동차, 2차 전지는 조정시 비중확대 권고
- 5월 KOSPI Band는 2,570 ~ 2,820p. 5월 KOSPI 전약후강 패턴 예상. 5월 초 미국, 중국 경제지표 부진 & 빅스텝, QT 시행과 자이언트 스텝에 대한 부담으로 변동성 확대 가능. 연초 이후 글로벌 금융시장, 특히 증시는 가격조정과 기간조정을 통해 불확실성 변수, 악재들을 상당부분 선반영 중. 5월 가격/기간 조정은 악재들의 무게감을 덜어내는 국면. 중기 추세반전 국면에서 마지막 진통과정. 단기 변동성 확대, 공포심리 강화는 역으로 변곡점, 턴어라운드 시점이 가까워지고 있음을 시사
  - 5월 5일 FOMC회의를 계기로 앞서간 통화정책 우려, 정상화 국면 진입 예상. 5월 11일 4월 미국 CPI 확인하며 물가 정점통과 시그널 확인. 통화정책 우려 완화 & 경기회복 기대 유입. 중국 제로 코로나 정책 장기화로 인한 경기/공급망 불안은 선반영 중. 점진적인 봉쇄조치 완화와 경기불확실성에 상응하는 경기부양정책 강화 예상
  - 투자전략: KOSPI 2,600선대부터 변동성을 활용한 분할매수, KOSPI 2,500선대에서는 적극적인 비중확대 전략 권고. 최선호 업종으로 반도체, 자동차, 2차전지, 인터넷 주목. 글로벌 병목현상 완화, 경기/교역 개선 최대 수혜 업종이자 차별적인 성장동력 보유 업종
  - 반도체, 인터넷 선제적 대응 : 극심한 저평가 영역에 위치. 자동차, 2차전지 조정시 비중확대 : 반등 이후 매물 소화국면 전개 가능. 워드 코로나 수혜주 추가 상승시 비중축소, 업종/종목별 슬림화/차별적 대응 제안

## Macro

이다은

daeun.lee@daishin.com

## 한국 수출, 역대 4월 중 최고 실적에도 우려가 크다

- 4월 한국 수출은 577억 달러(전년동월대비 +12.6%)로 역대 4월 최고 기록을 경신. 다만, 중국 봉쇄조치와 우크라이나 전쟁에 따른 부정적 영향이 가시화되면서 향후 한국 수출 및 경기에 대해 기대보다는 우려. 이번 수출의 주요 특징은 ①물량 급감, ②對중국 수출 감소 전환, ③무역수지 2개월 연속 적자 지속
- 4월 수출 단가는 전년동월대비 +19.8% 상승폭이 확대된 반면, 물량은 5.6% 급감. 4월 수출이 동월 역대 최고치 실적을 경신했음에도 불구하고 GDP에 기여하는 영향은 제한적
- 중국향 수출이 -3.4%로 18개월 만에 역성장을 기록. 아세안 및 미국향 수출 호조세가 중국 수출 감소에 따른 영향을 일부 상쇄
- 유가·원자재 가격 상승세로 무역수지가 2개월 연속 적자를 기록. 주요 3대 에너지원(원유/가스/석탄) 수입액이 계절적 요인에 따른 수요감소에도 단가 상승 영향으로 약 2배 증가하면서 전체 수입액 증가의 주요 원인으로 작용
- 주요 수출 품목들이 양호한 증가세를 보였다. 이에 따라 대외 경기 불확실성 속에서도 한국 수출은 건조한 성장세를 유지. 최근 글로벌 경기 둔화세를 감안할 때 수출 물량보다는 원자재 가격 상승세에 따른 단가 중심의 실적이 지속될 가능성
- 이러한 실적이 긍정적이지 않는 이유는 ①실물 경제에 미치는 영향이 제한적이며, ② 수입 단가가 더 크게 상승하여 교역조건이 악화되기 때문에 가계 및 구매력을 저하시키기 때문

## Macro

이다은

daeun.lee@daishin.com

# 원/달러 환율 아직은 상방 리스크가 강하다

- 원/달러 환율이 2020년 3월 이후 처음으로 1,270원선을 돌파. 원/달러 환율이 이렇게 급등한 원인은 크게 ① 미 달러화 강세 지속, ② 위안화 약세 전환
- 달러 강세를 나타내는 달러 인덱스가 ①연준 금리인상 강도 대한 불확실성, ②안전자산인 유로화·엔화의 약세로 2011년 이후 처음으로 103pt를 상회
- 물가에 대한 우려와 연준의 강한 긴축 발언이 지속되면서 시장은 5~7월 빅스텝(기준금리 50bp인상)으로 넘어 6월 자이언트 스텝(75bp인상) 가능성까지 선반영
- 달러 강세를 저지할 수 있는 대표적 안전자산인 유로화와 엔화의 가치는 연준과 통화정책 차별화에 따른 금리차 축소 또는 역전, 에너지 가격 급등세 영향으로 급락. 결국 경기 둔화 우려로 안전자산에 대한 선호가 강해질 때마다 달러로 수요가 몰릴 수밖에 없는 환경에서 달러가 약세로 전환할 요인이 부재
- 미-중 금리차 축소, 경기 우려로 위안화 약세 전환하면서 원/달러 환율 상방압력으로 작용
- 원/달러 환율이 단기내 오버슈팅된 후 4월 29일 1,256원으로 급락한 것을 감안할 때 1,272원에서 고점을 형성할 가능성도 존재. 여전히 원화 약세 요인이 강하기 때문에 상단은 1,300원까지 열어 둘 필요
- 원/달러 환율은 5~6월 FOMC 전후로 달러 강세가 완화되면서 하락 전환할 것으로 예상. 다만, 주요 선진국 통화와 위안화의 약세, 글로벌 경기 둔화에 따른 안전자산 선호 등으로 미국 달러에 대한 투기적 순매수 포지션이 유지되고 있어 원/달러 환율 하락폭은 크지 않을 전망

## Strategy

이경민 kyoungmin.lee@daishin.com

## Divergence. 공포는 매수기회

- 최근 증시의 단기 가격조정은 악재를 빠르게 반영함으로써 그만큼 비중확대 기회가 가까워지고 있음을 시사
  - 시장이 변곡점을 통과할 수 있다는 신호(Positive Divergence)들이 감지되고 이어 현재 상황과 반대되는 대응전략 필요
  - 5월 FOMC, 미중 물가지표 확인하면서 악재의 부담은 덜어내고 현재 상황과 정반대 투자환경 조성 가능. 이번주 KOSPI 변동성 확대시 비중확대 강도를 높여갈 것을 제안
- 최근 시장은 다소 극단적인 연준의 매파적 스탠스를 반영하는 가운데 우크라이나 사태 장기화와 중국 봉쇄조치 지속의 여파에 흔들리고 있다. 글로벌 증시, KOSPI의 단기 가격조정은 그만큼 빠르게 악재를 반영한다고 볼 수 있다. 악재로서의 무게감도 빠르게 작아진다는 것이다. 단기 변동성 확대를 피하기보다는 비중확대 기회가 가까워지고 있음을 시사한다
  - 최근 불안한 증시, 채권, 외환시장 흐름 속에 변화의 조짐들이 하나 둘 감지되고 있다. 증시는 전 저점을 이탈하고, 채권금리는 고점을 넘어서고 있지만, 멀지 않은 시점에 변곡점을 통과할 수 있다는 시그널이다(Positive Divergence). 이러한 흐름이 나올 경우 현재 추가/금리 흐름과 반대되는 대응전략이 필요하다. 공포가 커질수록 주식비중 확대를 강조하는 이유이다
  - 5월 5일 미국 5월 FOMC, 11일 미국 4월 CPI와 중국 물가지표를 확인하면서 악재의 부담은 덜어내고, 긍정적 변수들이 호재로서의 시장 영향력을 높여가기 시작할 전망이다. 기정사실화된 통화정책 우려가 현실화되고, 물가 정점통과 가능성을 확인하게 된다면 현재 상황과 정반대의 투자환경이 조성될 수 있다고 본다. 이번주 KOSPI 변동성이 커질수록 비중확대 강도를 높여갈 것을 제안한다.



## Global Strategy

문남중 namjoong.moon@daishin.com

## 美 기술주, 오뚜기 정신의 대표주자

- 미국 증시를 두고 고민이 커질 수 있는 시점. 금주 2가지 시그널을 더 확인한 후 결론을 내려도 늦지 않을 것
- 미국 기술주 하락, 실적을 잣대로 탈코로나 시대에 성장할 빅테크 기업에 대한 옥석가리기가 진행중. 점차 완화될 것
- 5월 기술주 변동성 축소. 미 경제와 산업의 혁신을 주도하는 동력인 디지털 전환을 감안하면 현 시점은 투자기회가 될 것

- 4월 미국 기술주 하락은 실적이라는 잣대를 통해 탈코로나 시대에 성장할 빅테크 기업에 대한 옥석가리기가 진행되는 과정으로 판단하고 있다. 비대면산업의 개화를 코로나19가 앞당겨 줬다면, 탈코로나에 가까워질수록 비대면 산업의 성장 속도는 둔화될 수 밖에 없다. OTT 서비스 업체 넷플릭스, 유튜브 보유 알파벳, 전자상거래 업체 아마존의 실적 부진의 공통점은 구독 경제 사업 모델을 갖춘 기업들이라는 점이다. 나머지 빅테크 기업들은 향후 실적을 통해 구독 경제 사업 모델과 연관성 높은 사업부문의 성장 둔화를 다른 사업부문을 통해 상쇄하는지 여부와 디지털 경제와 연관성 높은 미래 혁신 산업 분야에서 높은 성과 창출을 이끌어 내는지를 확인시켜 줘야할 것이다.
- 5월부터 미국 기술주 반등을 예상하는 바탕에는 미국 경제 성장의 새로운 동력인 디지털 전환이라는 시대흐름을 읽어야 한다는 점이다. 디지털화는 경제와 산업의 혁신을 주도하고, 인구구조 변화, 저탄소 사회로의 이행과 같은 중장기 트렌드에 대한 대응방안이다. 미국은 1980년대부터 경제성장의 핵심동력으로 디지털 산업이 부각됐고 인터넷 플랫폼 기업을 중심으로 한 디지털 혁신은 중장기 경제성장의 원천으로 자리매김했다. 이러한 디지털화는 산업 전반의 생산성 증대에 기여해 실증적으로 확인된다. 미국의 디지털 전환을 감안하면, 現 기술주 하락을 역발상으로 투자기회로 삼아야 한다.

## Fixed Income

공동rak dongrak.kong@daishin.com

## 매 속에서 숨은 비둘기 찾기

- 5월 FOMC를 앞두고 높아진 긴장감, 금리 인상 이후 연준 관계자들의 매파적 발언 경계감
  - 금리 인상 사이클 개시되면 통화당국은 그간의 강경 일변도의 발언에서 변화할 것, 인상이 개시되면 출구전략 동시 모색
  - 통화당국의 장기적 관심은 코로나19 이전의 고령화, 저성장 VS. 단기적인 인플레이션 강조도 한계
  - 최근 채권시장의 공포지수는 금리 상승 국면에도 3월보다 낮은 수준, 주식시장의 공포지수가 더 높아
- 5월 FOMC를 앞두고 금융시장의 긴장감이 높아졌다. 이미 컨센서스 상으로는 빅 스텝 기준금리 인상을 반영하고 있으나 향후 전개될 일정이나 연준의 행보에 대한 우려가 크다. 그러나 향후에도 지금처럼 연준이 매파적인 발언이나 행보에만 집중할 여지는 제한적이다. 즉 높은 물가로 매파적인 발언들이 여전히 주류를 이루겠으나, 지금까지와 같은 일방적인 충격주기는 향후에는 달라질 확률이 높다. 본격적인 인상 사이클이 개시되면 그 출구전략에 대한 청사진도 동시에 제시될 필요가 있기 때문이다.
  - 최근 이창용 한국은행 총재는 “단기 금리정책을 펼 때 생각하는 성장률과 장기적으로 걱정하는 성장률은 다른 문제”라며 매파(긴축 선호)와 비둘기파(완화 선호) 가운데 “장기적으로 보면 비둘기파가 되고 싶다”고 밝혔다. 이창용 총재의 고민이 비단 한국에 국한된 사안은 아니라는 견해다. 실제 3월 Fed의 점도표에 따르면 중립금리(Longer run) 영역에서의 금리 분포도가 2023년이나 2024년에 비해 오히려 낮다. 고령화, 생산성 하락 등의 문제에 대해 미국 역시도 결코 자유로울 수 없음을 나타낸 대목이다.
  - 또한 현재 인플레이션의 원인으로 지목받고 있는 수급 불균형의 문제가 빠르게 생산 설비를 확대하기 어려웠던 고령화, 저(低) 성장 등의 문제에 적잖게 기인하고 있다는 점에서 통화당국이 더 이상 일방적으로 인플레이션 만을 강조하기는 부담스러워 보인다. 한편 채권시장의 통화정책 이슈에 대한 반응 역시 차츰 내성이 강화하고 있다.

## Commodity

김소현

sohyun.kim@daishin.com

## 유럽의 러시아産 에너지 독립, 가능할까?

- 유럽 국가들이 러시아産 에너지로부터의 독립을 시도
  - 하지만 러시아산 에너지 공급 중단이 유럽 전역으로 확대된다면, 유럽 에너지 시장의 혼란이 나타날 가능성이 높아 보임
  - 현재 디젤 시장의 상황이 기타 에너지 시장으로 확대될 가능성이 높다고 판단
- 유럽 국가들이 러시아産 에너지로부터의 독립을 시도하고 있다. 우크라이나-러시아 전쟁이 장기화되는 가운데 푸틴 대통령이 러시아산 에너지를 무기화했기 때문이다.
  - 러시아산 에너지 공급 중단이 유럽 전역으로 확대된다면, 유럽 에너지 시장의 혼란이 나타날 가능성이 높아 보인다. OPEC은 유럽의 증산 요구를 거절한 상황이며, 미국은 유럽으로의 LNG 수입을 보장하고 있지만, 현재 LNG 인프라 부족으로 유럽으로의 LNG 수출이 단기간내 급격하게 늘어나기 어려운 상황이다. 따라서, 유럽 국가들은 환경 등의 이유로 생산을 멈춘 유전 및 석탄 광산, 원전의 재가동을 고려할 수 밖에 없는 상황이다. EU가 8월 중순부터 러시아산 석탄 수입 금지 제재안을 이미 채택했으나, 러시아산 원유 및 천연가스에 대한 수입 제재를 아직 공식화하지 못한 이유도 이를 방증한다.
  - 향후 러시아산 에너지 수입 금지 조치가 강화된다면, 현재 디젤 시장의 상황이 기타 에너지 시장으로 확대될 가능성이 높다고 판단한다. 특히, 우려되는 점은 미국의 드라이빙 시즌 및 해외여행 수요 증대와 예년보다 무더운 날씨로 에어컨 수요가 급격히 증가할 수 있다는 사실이다.

## ETF

김해인

haein.kim@daishin.com

## 고점대비 낙폭이 컸던 국내외 ETF

- 최근과 같이 일정기간동안 낙폭이 크게 나타난 경우 시장 지수를 추종하는 ETF를 관심에 두는 전략이 유효. 개별 종목은 실적이나 개별 이슈에 따라 등락을 보일 수 있으나, 국가나 섹터 단위로 봤을 때는 하락이 일정 정도 진행된 이후에는 반등할 가능성이 높기 때문. 다만 모든 ETF의 반등 시점을 예측하기는 어렵기 때문에 하락한 모든 ETF에 투자하기보다는 펀더멘털 분석을 더해 선별하는 것이 나은 선택
- 당사 리서치에서는 국가 기준으로는 미국과 한국, 자산 기준으로는 주식에 비중확대 전략을 제시 연관 시장/섹터 지수를 추종하는 ETF 가운데 시가총액 10억달러 이상이며 고점 대비 낙폭이 크게 나타난 ETF를 선정. 미국 ETF로는 바이오(IBB, XBI), 커뮤니케이션서비스(XLC, VOX), 성장주(SCHG, VBK, IWP)가 있으며 국내 ETF로는 헬스케어(143860), 미디어컨텐츠(228810)
- 바이오 섹터의 IBB는 374개 바이오 기업에 투자하는 ETF로 미국 바이오 섹터를 그대로 추종. XBI의 경우 158개 기업에 투자하며 동일비중으로 투자해 소형주의 변동이 비교적 크게 반영되어 낙폭이 더 크게 나타남. 커뮤니케이션 서비스 ETF인 XLC, VOX는 모두 커뮤니케이션 섹터를 시장 비중대로 투자. 성장주는 미국 금리인상이 예상보다 빠르게 진행되면서 약세 기록했으며 성장주ETF 역시 대형주부터 소형주까지 일제히 하락. 대형주, 중형주, 소형주 성장주 ETF로는 각각 SCHG, IWP, VBK
- 한편 국내의 경우 미국의 약세 섹터와 유사하게 헬스케어와 미디어컨텐츠 섹터가 낙폭 두드러짐. TIGER헬스케어(143860), TIGER미디어컨텐츠(228810) 모두 상위 5개 종목 비중이 47%, 49%를 차지해 상위 종목 주가 변동이 크게 반영되는 편

# 우리종금 (010050)

박혜진 hyejin.park@daishin.com

투자의견

N/R

6개월  
목표주가

N/R

현재주가  
(22.04.29)

866

## 그룹 핵심 자회사, 순조로운 이익 성장 중

### 그룹의 기업금융을 담당하는 국내 유일한 종금사

- 우리종금은 국내 유일한 종금사로 기업금융과 PF에 특화되어 있으며 전체 여신 중 PF 관련 비중은 25%로 제한되기 때문에 대부분의 여신이 중견기업 중심의 기업금융으로 구성

### 1Q22 실적 특이사항

- 1분기 당기순이익은 200억원(QoQ +48.8%, YoY +17.5%)을 기록. 대출, 금융자문수수료 수익 및 배당금 수익의 증가도 비이자이익이 크게 개선되며 실적호조를 견인
- MG손해보험 관련 총당금 76억원이 전입되며 대손비용이 89억원(QoQ +75.4%)으로 증가. 추가 신용등급 하락이나 부실 발생 정도에 따라 추가 총당금 적립할 수 있으며 현재 매각절차 진행중에 있어 원활한 매각이 된다면 오히려 총당금 환입도 가능함

### 그룹 핵심 자회사 중 하나, 하반기 자본확충 가능성에 대한 기대

- 우리금융지주의 자본비율 산출 기준이 표준등급법에서 내부등급법으로 변경됨에 따라 약 2조원 가량의 자본 여력이 발생. 증가한 자본은 M&A 및 자회사 증자에 배분할 것임을 계획하고 있어 그룹 내 ROE가 높은 동사에게 가능성이 열려있을 것으로 판단. 동사의 ROE는 13.3%로 높은 수준이 유지
- 비즈니스 모델 특성상 자본 증가가 이익 증가로 이어지기 때문에 하반기 자본확충에 따른 수익선 개선을 기대해 볼만

# 호텔신라 (008770)

유정현 junghyun.yu@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월  
목표주가

**100,000**

매수

현재주가  
(22.04.29)

**81,200**

## 하반기 내국인 면세 수요 회복 예상

### 투자의견 BUY, 목표주가 100,000원 유지

- 투자의견 BUY와 목표주가 100,000원(2023년 예상 EV/EBITDA 19배, 2017년 면세점 업황 회복 시 EV/EBITDA 기준)유지. 22-23년 실적을 하향 조정하였으나 해외 여행 정상화가 예상되는 2023년을 목표주가 기준 시점으로 변경하고 목표주가를 그대로 유지
- 1-2월 베이징 동계 올림픽 이후 다이공 수요 회복을 예상했던 것과 달리 3월 코로나19로 중국 주요 도시의 lock down로 인해 2분기 면세 업황 회복이 예상보다 지연되고 있는 상황. 코로나 리스크 지속을 고려할 때 단기 주가 상승 모멘텀은 제한적이나 오랜 기간 코로나 피해주로 주가가 부진했던 점을 고려하면 중국 주요 도시 lock down 해제와 동시에 주가는 반등 가능성이 매우 큼. 또한 내국인 면세 수요가 본격적으로 회복될 경우 무난한 실적 개선이 예상됨. 이러한 점을 종합적으로 고려했을 때 주가는 하반기부터 본격적인 회복 흐름 예상

### 1Q22 Review: 베이징 올림픽 방역 강화 영향으로 수익성 저하 지속

- 1분기 매출액과 영업이익은 각각 1조 944억원(+51%, yoy), 151억원(-43%, yoy)을 기록. TR 부문의 영업이익률이 1%로 하락하면서 동 부문 영업이익이 yoy 70% 감소하는 등 예상 보다 부진. 이는 이미 알려진 대로 1분기 베이징 올림픽 방역 강화 조치와 대형 다이공 대비 수익성이 좋았던 소형 다이공 수익성도 점차 저하됨에 따라 TR 부문의 손익이 예상 보다 크게 부진
- 호텔/레저 부문은 투숙율 상승에 힘입어 매출액과 영업이익이 각각 1,159억원(yoy +22%), 24억원(yoy 흑전) 기록. 해외 여행 회복으로 국내 호텔 투숙율 하락의 우려 있으나 호텔의 브랜드 파워와 전체 손익 기여도를 고려할 때 전체 실적에서 크게 우려할 사항은 아닌 것으로 판단

KT&G  
(033780)

한유정 Yujung.han@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 상향

6개월  
목표주가

**110,000**

상향

현재주가  
(22.04.29)

**82,600**

## 담배는 끊었습니다

### 투자의견 매수, 목표주가 110,000원으로 상향 조정

- 별도 원가율 안정화가 예상되어 연간 영업이익의 추정치를 상향 조정하였으며 Global Peer의 Valuation 상향을 반영하여 목표주가 상향 조정
- 다각화된 포트폴리오로 글로벌 전자담배 시장 확대에 주력 중인 PMI의 2022년 1분기 전자담배 스틱(HTU) 판매량 비중은 14.3%, 전자담배(RRP) 매출액 비중은 30.5%로 확대되며 1분기 실적 서프라이즈 기록
- PMI를 통해 해외로 전자담배를 수출하고 있는 KT&G 역시 해외 전자담배(HNB) 사업부문에서의 이익 기여 확인 시 보다 탄력적인 주가 상승 기대

### 기대치를 상회할 1분기

- 2022년 1분기 KT&G의 연결 기준 매출액은 1조 3,024억원(+3% yoy, +24% qoq), 영업이익은 3,342억원(+5% yoy, +25% qoq)으로 종전 대신증권 추정 영업이익 3,145억원, 컨센서스 영업이익 3,113억원 상회 전망
- 1분기 국내 일반담배 시장수요는 전년 동기 대비 1% 감소, 전자담배 시장침투율은 +2%p 확대된 것으로 추정되며 일반담배, 전자담배를 합산한 전체 시장수요는 증가 추세로 파악. 1분기 KT&G의 국내 일반담배 시장점유율은 64.7%로 전년 동기 대비 개선세, 전자담배 스틱 판매량은 분기 최고치를 기록한 것으로 추정
- 미국 수출 중단에도 중동, 아태 지역을 중심으로 일반담배 수출 매출액은 전년 동기 대비 12% 증가 추정
- 한국인삼공사의 경우 내수 매출 부진으로 전체 매출액은 전년 동기 대비 소폭 하락한 것으로 추정

# 현대글로벌비스 (086280)

양지환 jijhwan.yang@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월  
목표주가

**300,000**

상향

현재주가  
(22.04.29)

**209,000**

## PCTC와 CKD의 콜라보

### 투자의견 매수, 목표주가 300,000원으로 15.4% 상향

- 목표주가 상향은 2022년 실적 추정치 상향(영업이익 25.5%)에 기인, 2022년 1분기 현대글로벌비스의 실적은 예상을 뛰어넘는 놀라운 실적을 시현, 1분기 영업이익은 4,263억원(당사 추정치를 37.4% 상회), 영업이익률은 6.8%로 창사이래 최고의 분기 실적을 기록함
- 깜짝 실적은 1)원/달러환율 상승에 따른 CKD부문의 이익률 개선(유통사업부문 영업이익률 5.8%, +2.1%p yoy), 2)PCTC부문에서 고운임의 신규 비계열 물량 유치 효과, 3)완성차 및 부품 물동량 증가, 4)전 사업부문에 걸친 인플레이션 효과 등 때문. CKD부문에서 원/달러환율 상승으로 약 300억원의 초과 수익이 가능했던 것으로 추정(4Q22 대비 매출액 1,939억원 증가. 4분기 유통 OPM 4.8% 적용 시 영업이익 93억원 증가. 실제로는 환율효과로 400억원 증가)
- 해운부문 영업이익률 12.2%(+5.6%p qoq) 지속 가능성 높음. 이유는 1)비계열 고운임 물량 유치와 적재율 상승, 2)벌크부문의 고가의 용선 반선과 Wet Bulk사업 확대로 이익 체력이 강화되었기 때문임. 2022년 추정 기준 PER 6배 미만으로 저평가. 22년 하반기 Top-Pick 추천
- **현대글로벌비스에 시장이 기대하던 모습을 제대로 보여준 실적**
- 1분기 실적 매출액 6.3조원, 영업이익 4,263억원. 지배순이익 2,922억원, 부문별로(증감은 yoy) [물류] 매출액 2조 1,722억원(+32%), 영업이익 1,190억원(+38%), [해운] 매출액 1조 548억원(+66%), 영업이익 1,284억원(+569%), [유통] 매출액 3조 662억원(+10%), 영업이익 1,789억원(+72%) 2분기 및 하반기 강화된 이익 체력에 완성차 판매회복으로 실적 호전 지속



# 한화

## (000880)

양지환 jjihwan.yang@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월  
목표주가

**40,000**

하향

현재주가  
(22.04.29)

**30,150**

## 금융, 건설 부진으로 하회

### 투자의견 매수, 목표주가 40,000원으로 7% 하향

- 목표주가 하향은 별도 EBITDA 추정치 하향과 Target 할인을 60% 상향 때문. 한화의 22년 1분기 실적은 매출은 추정을 상회하였으나, 영업이익은 하회. 자체사업부문은 선방한 것으로 판단하지만, 연결 자회사인 한화건설과 한화생명 등 금융부문의 실적이 예상보다 부진
- 별도 실적은 매출액 7,588억원(+6.8% yoy), 영업이익 285억원(+593% yoy). 21년 1분기 부진했던 방산/기계 부문의 매출 회복 및 영업이익 턴어라운드와 글로벌 부문이 유가상승에 따른 화학부문의 마진 개선 때문으로 판단. 반면 원자재, 인건비 등 원가 상승에 따른 판관비 증가와 해외사업 부진으로 한화건설의 실적이 예상울 큰 폭으로 하회
- 한화생명 등 금융부문은 1)금리 상승에 따른 채권평가손실 증가, 2)주식시장 하락으로 변액보증준비금 약 900억원 반영되며 부진한 실적 시현. 2분기에도 금리상승, 주식시장 침체 영향 지속. 한화건설 해외사업장의 매출 회복 지연 예상됨에 따라 당분간 실적 개선 흐름은 기대하기 어려울 전망.

### 2022년 1분기 실적 당사 예상을 하회. 22년 연간 영업이익 3.6% 하향

- 한화의 2022년 1분기 실적은 (연결) 매출액 13조 1,440억원(+2.4% yoy), 영업이익 4,658억원(-45.1% yoy), 지배순이익 395억원(-87% yoy) 시현. 별도 부문별(증감은 yoy) [방산/기계] 매출액 3,865억원(+28.6%), 영업이익 100억원(흑전), [글로벌] 매출액 3,723억원(-9.1%), 영업이익 185억원(+37%), 한화건설은 매출액 6,485억원(+10.5% yoy), 영업이익 166억원(-51.3% yoy)으로 부진한 실적을 기록함

# 동국제강 (001230)

이태환 Taehwan.lee@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월  
목표주가

**27,000**

상향

현재주가  
(22.04.29)

**18,850**

## 기대 이상의 별도 외 이익 증가

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 27,000원으로 상향(기존 24,000원, +12.5%)

- 1Q22 연결 실적은 매출액 2조 1,313억원(+52.7% yoy), 영업이익 2,058억원(+88.1% yoy), 영업이익률 9.7%(+1.9%p yoy) 기록. 컨센서스 대비 매출액 +3.2% 상회, 영업이익 +32.9% 상회하는 서프라이즈
- [별도] 매출액 1조 9,686억원(+51.2% yoy), 영업이익 1,676억원(+63.9% yoy). 전분기 대비 봉형강, 후판 스프레드마진 증가, 냉연 스프레드마진 축소
- 봉형강 판매량은 건설 비수기 영향으로 89.9만톤으로 전분기 대비 감소했으나, 후판은 비조선향으로, 냉연은 유통 및 수출향으로 판매량이 전분기 대비 증가
- 연결 자회사(미국 판매법인, 인터지스) 수익성 개선으로 연결 영업이익 증가 기여
- 브라질 CSP는 슬래브 판매단가 하락으로 영업이익 74억원(4Q21 976억원)에 불과했으나, 헤알화 가치상승에 따른 외화부채 환산이익 반영으로 당기순이익 3,900억원 기록. 당사 보유지분 30%에 해당하는 지분법이익 1,224억원 발생
- 봉형강은 성수기 진입하며 판가 상승은 비교적 원활할 것. 후판 역시 수시로 최대한 가격 반영할 계획. 냉연은 전방수요 둔화로 인해 가격 저항 예상
- 5월 브라질 슬래브 판매단가 1,000불 상회 중이나, 헤알화 가치는 약세 전환

# 세아베스틸지주 (001430)

이태환 Taehwan.lee@daishin.com

투자의견	<b>BUY</b> 매수, 유지
6개월 목표주가	<b>30,000</b> 상향
현재주가 (22.04.29)	<b>18,250</b>

## 예상 범위 내 원가 상승

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 30,000원으로 상향(기존 28,000원, +7%)

- 1Q22 연결 실적은 매출액 1조 745억원(+31.3% yoy), 영업이익 397억원(+5.9% yoy), 영업이익률 3.7%(-0.9%p yoy) 기록. 당사 추정치 부합하는 수준
- [베스틸] 1분기 판매량은 48.2만톤을 기록하며 연말 재고조정 영향이 있었던 전분기(45.6만톤) 대비 회복. 반면, 판매가격 인상 대비 원부재료 비용 증가폭이 상회하면서 감익 및 수익성 저하. 영업이익률 3.1%(-1.0%p qoq)
- [창원특수강] 1분기 판매량은 13.4만톤으로 +9.7% qoq 상승. 러시아-우크라이나 전쟁이 야기한 니켈가격 폭등(1Q22 28,557달러/톤, +44.2% qoq)으로 원재료비 급격하게 상승. 영업이익률 4.7%(-0.8%p qoq)
- 원부재료 가격의 단기급등을 판가로 전가하기 어려웠던 1분기. 2분기는 계절적 성수기 구간으로 적극적인 판가 인상, 매출 믹스 개선, 저가 대체재 전환 등 수익성 확보할 방침
- 수요 대비 글로벌 철강 공급 하락으로 인해 판가 인상 및 판매량 확대가 가능한 시황. 전년과 비교해도 충분한 연간 이익규모 확보될 전망

# 유한양행 (000100)

임윤진 yoonjin.lim@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월  
목표주가

**86,000**

유지

현재주가  
(22.04.29)

**61,100**

## 실적보다 R&D에 주목하자

### 투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 86,000원 유지

- 목표주가는 기술료수익 제외 12MF EBITDA에 상위제약사 평균 EV/EBITDA 반영한 영업가치, 지분가치 및 신약가치를 SOTP로 산출. 2022년 영업이익 추정치 기준 707억원에서 651억원으로 하향했으나, 실적 추정 기간 변경 (1Q22~4Q22→2Q22~1Q23)에 따라 목표주가 유지. 레이저티닙 FDA 허가 이벤트 기대감 유효해 업종 Top Pick 유지

### 1Q22 Review: 라이선스 수익 감소 및 판관비 증가로 기대치 크게 하회

- 1분기 연결 매출액 4,109억원(+8.4% yoy), 영업이익 61억원(-56.1% yoy) 시현하며 당사 추정 및 컨센서스 영업이익 각각 -53%, -59% 큰 폭으로 하회
- 영업이익 부진은 1) 기술료수익 전년 동기 대비 140억 감소 (15억원, -90.6% yoy) 2) 기술료수익 감소에 따른 원가율 증가 (1Q21 69.7%→1Q22 71.8%) 및 3) 프로바이오틱스, 반려동물 신제품 관련 마케팅 비용 증가에 기인 (판관비 882억원, +8.9% yoy)

### 2022년 신약 파이프라인 다각화 기대

- 레이저티닙, 6월 ASCO에서 아미반타맵과 병용 임상 (Chrysalis-2) 데이터 업데이트, 6월 AOS (아시아 종양학회) 단독 2차 치료제 및 3분기 단독 1차 치료제 임상 결과 발표 예정. YH35324(알러지성 질환) 전임상 연구에서 경쟁약물 졸레어 대비 우수한 IgE 억제 효과 확인 및 연내 임상1상 결과 발표, YH32367(항암제, 4-1BB/HER2 이중항체) 하반기 국내1상 개시 등 후속 파이프라인 연구 순항 중

종근당  
(185750)

임윤진

yoonjin.lim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월  
목표주가

120,000

유지

현재주가  
(22.04.29)

99,000

## 판관비 증가로 영업이익 시장 기대치 하회

### 투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 120,000원 유지

- 목표주가는 12MF EPS 6,845원에 Target PER 17.3배 (주요 제약사 3개월 평균12MF PER 40% 할인) 적용해 산출

### 1Q22 Review: 판관비 증가로 영업이익 기대치 소폭 하회

- 1분기 별도 매출액 3,380억원 (+8.8% yoy), 영업이익 243억원(+8.6% yoy) 시현. 당사 추정 및 컨센서스 영업이익 각각 -3%, -11% 하회. 주력 품목 '케이캡' 매출 282억원(+18.9% yoy), '프롤리아' 216억원 (+56.7% yoy) 달성. '리피로우' 49억원으로 회복세 지속된 반면, '자누비아' 머크의 자진 약가인하 단행에 따라 매출액 329억원으로 -17.7% yoy 감소
- 영업이익은 나파벨탄 해외 임상 중지에 따른 연구비 감소에도 불구하고 임금상승에 따른 인건비 증가, 오프라인 마케팅 및 심포지엄 확대에 따른 판관비 증가하며 OPM 7.2% 기록

### 2022년 영업이익 1,095억원 (+16.4% yoy, OPM 7.4%) 전망

- 22년 영업이익은 1) 전년 식약처 조치 관련 일회성 비용 증가에 대한 기저효과 2) 나파벨탄 해외 임상 중지로 인한 연구비 감소에 따라 전년 대비 +16.4% 성장 전망

만도  
(204320)

김귀연 gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월  
목표주가 **60,000**  
유지

현재주가  
(22.04.29) **54,400**

## 1분기 실적 호조, 포트폴리오의 힘!

### 투자의견 매수, 목표주가 60,000원 유지

- 목표주가 60,000원은 2022년 EPS 4,837원에 Target PER 14배 부여(현대차그룹의 자율주행 Lv4/5 협력사인 Aptiv의 밸류에이션에 50% 할인)
- 1) 고객 포트폴리오(북미 BEV/중국 로컬). 2) 2022년 실적 개선 고려 시, 국내 부품사 중 매력도 가장 높으나, 단기 중국 락다운 영향 불가피

### 1Q22 매출 1.7조원(YoY +12%, 이하 YoY), OP 689억원(-4.0%), OPM 4.1%

- 영업이익 기준, 당사 추정 대비 +9.4%/컨센서스 대비 +11.6% 상회하며 영업이익 서프라이즈 시현
- 호실적의 요인은 북미 BEV/중국 로컬OEM 고객사향 물량 증가에 따른 공헌이익 및 수익성 증가 때문
- 1Q22 원자재/운임 비용 증가에 따른 영향 YoY -150억원 가량 반영된 것으로 추정

### 2022년 매출 7.0조원(+14%), OP 3,183억원(+37%), OPM 4.5% 예상

- 직전 추정(4/13일) 매출 +0.9%/OP -0.5% 조정. 연간 OP 조정은 2Q22 중국 락다운 영향 반영 영향. 다만, 1) 생산시설 위주의 봉쇄완화, 2) 2H22 중국 접종률 고려 시, 하반기 정상화 가능할 것으로 전망

## Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.