Daishin 증권

2024년 10월 21일 월요일

Morning Meeting Brief

Macro

미국의 강한 소비에 대한 기대와 우려

- 9월 미국 소매판매 전월비 0.4%(자동차 제외 0.5%) 증가, 시장 예상 상회
- 연말 소비시즌 매출 둔화 전망치 발표되고 있으나, 양호한 흐름 유지 전망
- 강한 소비에 재정적자 우려 더해져 시장은 인플레이션 압력 경계

이하연. hayeon.lee@daishin.com

Strategy

3Q 실적시즌 공략법 : 전망치 상향 & 실적대비 저평가

- 삼성전자 실적 쇼크, 5만원대 진입. 레거시 반도체 수요 회복 여부가 관건
- 미국 9월 소비 모멘텀(전월대비 0.2%) 견고. 중국 실물경기, 소비 회복 여부 중요
- 중국 9월 소매판매, 광공업생산 개선 기대. 한국 수출, 주식시장에 훈풍 유입 가능

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

Global Strategy

미국, 3/4 분기 어닝시즌. 괜찮지만, 시장은 다르게 해석한다?

- 3/4분기 S&P500 EPS 증가율 예상치(4.1% YoY). 3개 업종(IT 14.9%, 커뮤니케이션 10.3%, 헬스케어 10.0%) 실적 지탱
- 어닝시즌 막바지로 갈수록 추정치 상향 조정, 4/4분기(14.2% YoY) 이익 증가폭 확대 등 실적 변수는 여전히 미국 증시의 든든한 우군
- 다만 미국 대선 결과, 위험 선호 심리 위축 상황. 시장, 3/4분기 실적을 해석하는 시선이 2가지 요인을 통해 부정적으로 바뀔 가능성

문남중. namjoong.moon@daishin.com

Global Strategy

[일본 마켓 레이더 Weekly / 10 월 4 째주 전략] 엔화(약세)와 증시(하락), 당분간 엇갈린 행보를 밟는다

- 짧게는 미국 대선, 길게 보면 12월 BOJ 금정위 전까지 [엔화 약세+증시 하락]이라는 익숙지 않은 조합이 일본 금융시장을 대변할 것
- 美 증시, 10월 마지막째 주부터 연말까지 쉬어갈 공산이 커, 日 증시가 엔화 약세임에도 불구하고 하방 압력에 더 크게 노출되는데 영향
- 24일 예정된 美 베이지북과 日 8월 경기선행지수 결과는 금융시장 해석이 엔화 약세에 비중을 두게할 전망

문남중. namjoong.moon@daishin.com

Fixed Income

다 같은 인하가 아니다

- 빅컷 인하에도 시중금리는 오히려 반등. 앞선 인하 기대가 무색한 금리 동향
- 인하의 성격을 살펴야 "물가 상승에 의한 인상, 물가 여건 진전에 따른 인하"
- MOVE지수 22년 3월 인상 개시 시점보다 낮지 않아. 채권 보유 부담 여전히 높다

공동락. dongrak.kong@daishin.com

Commodity

트럼프발 러-우 전쟁 종식, 유가가 아닌 중국 정유사에 악재

- 반등한 트럼프 후보 지지율, 커져가는 러-우 전쟁 종식과 대러 제재 해제 가능성
- 그러나 러시아 석유 수출은 지금까지도 안정적, 제재 해제 따른 유가 영향 제한적
- 오히려 갈 곳 잃은 러시아산 석유 이용했던 중국과 인도계 정유사들에게 악재

최진영. jinyoing.choi@daishin.com

FX

당분간 불가피할 경계감

- 트럼프 지지율 상승한 가운데 이어진 달러 강세국면
- 1) 미국 경기 서프라이즈, 2) 중국 부양 관련 실망감도 환율 상방압력으로 작용
- 당분간 대선 이슈 영향이 지배적일 것으로 보여, 환율 하락폭 제한될 가능성

이주원. joowon.lee2@daishin.com

산업 및 종목 분석

[Issue comment] IT/전기전자(Tech weekly) : 3Q 실적 이후에 4Q 실적 하향 진행. 주가 반등에 부담

- 10월 넷째주(10.21~25) 초점은 대형 IT 기업의 2024년 3Q 실적 발표
- 4Q 가이던스 수준이 현 컨센서스대비 상회, 하회 여부 확인 필요
- 3Q PCB 패키지는 예상대비 부진, 연성 PCB는 예상에 부합 전망

박강호. kangho.park@daishin.com

[Issue & News] 한국전력: 이제는 정말 'Bottom Fishing & Conviction Buy' Call

- 2025년 재무구조 개선 본격화, 배당 재개 등으로 주가 재평가 기대
- 4Q24 전기요금 인상, '25년 전력구매단가 하락(LMP 등), 배당매력 재개
- 3Q24F 영업이익 3.0조원(+51%, YoY), '25F 12.1조원(+60%)

허민호. Minho.hur@daishin.com

Macro

Economist 이하연
hayeon.lee@daishin.com

Daishin's View

미국의 강한 소비에 대한 기대와 우려

- 9월 미국 소매판매 전월비 0.4%(자동차 제외 0.5%) 증가, 시장 예상 상회
- 연말 소비시즌 매출 둔화 전망치 발표되고 있으나, 양호한 흐름 유지 전망
- 강한 소비에 재정적자 우려 더해져 시장은 인플레이션 압력 경계

또다시 시장 예상을 뛰어넘은 미국 소매판매

미국 소비가 여전히 견조한 모습을 나타냈다. 9월 소매판매는 0.4% 증가해 전월대비 증가세가 확대됐다. 지난 8월 할인 등 프로모션, 계절적 수요 등으로 큰 폭 증가했던 내구소비재(가전, 가구 등) 판매가 기저효과로 감소 전환됐으나, 그 외 부문에서는 대부분 증가했다. 부진이 예상됐던 자동차판매 역시 우려와 달리 소폭이지만 증가 전환된 모습이다.

물론, 지난 자료에서 언급했듯이, 동부항만 파업 경계감, 연이어 발생한 허리케인 여파 등에 따른 사재기 수요가 일부 소매판매 추이에 영향을 주었을 것으로 판단된다. 11월에 발표될 10월 지표 또한 허리케인 밀턴 상륙 여파가 반영되면서, 예상과 상이한 결과가 발표될 수 있고, 9월 지표 또한 어떤 방향으로든지 큰 폭 수정될 가능성이 남아있다.

연말 소비시즌 양호한 흐름 유지

그럼에도 미국 소비는 연말까지 양호한 흐름이 유지될 것으로 예상한다. 최근 NRF(전미소매연합)는 연말 소비시즌 매출 규모가 지난해 대비 2.5~3.5% 증가한 9,890억 달러에 달할 것이라고 발표했는데, 이는 팬데믹 이후 연말 소비시즌 대비 다소 부진한 수치다. 매출 둔화로 관련 임시고용 수요 또한 이전대비 둔화될 것으로 전망했다. 하지만 온라인매출의 경우 지난해 대비 8~9% 증가할 것으로 예측, 여전히 견조한 모습이다. 또한 이전대비 연말 소비시즌 기간이 짧아지면서 할인 등 소매업체 프로모션 강화 가능성을 시사해, 물가에 민감한 저소득층의 수요가 전망보다 크게 유입될 수 있을 것으로 예상한다.

강한 소비에 재정적자 확대 가능성, 물가 경계 다시 고조

한편, 미국의 강한 소비 수요가 지속되면서, 물가에 대한 시장 경계는 다소 높아지고 있다. 대선을 앞두고 정부 재정지출 확대 우려도 기대인플레이션 상승 압력으로 작용하고 있다. 최근 바이든 대통령은 학자금대출 탕감을 발표했고, 차기 정부는 양당 모두 재정적자 확대가 불가피한 정책을 준비하고 있다.

중장기 물가에 대한 경계에도, 주거비 하향 안정 흐름이 지속된다면 연준의 금리인하 경로는 유지될 것으로 예상한다. 게다가 중국 무역 규제, 항만 파업, 허리케인 이슈, 중동 지정학적 불안 등으로 일시적으로 확대됐던 공급망 불안 완화가 수요측 물가 상승 압력을 일부 상쇄해줄 것으로 기대한다.

Daishin's View

Strategy

3Q 실적시즌 공략법 : 전망치 상향 & 실적대비 저평가

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

- 삼성전자 실적 쇼크, 5만원대 진입. 레거시 반도체 수요 회복 여부가 관건
- 미국 9월 소비 모멘텀(전월대비 0.2%) 견고. 중국 실물경기, 소비 회복 여부 중요
- 중국 9월 소매판매, 광공업생산 개선 기대. 한국 수출, 주식시장에 훈풍 유입 가능

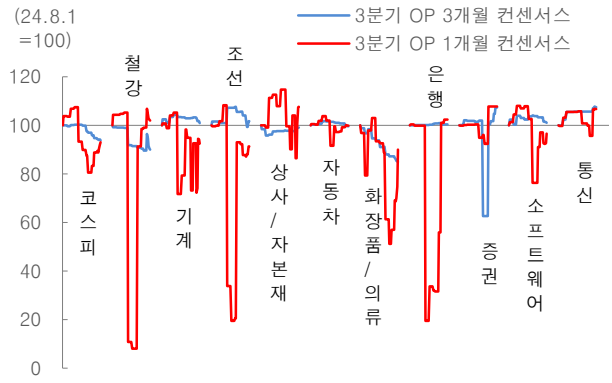
본격적인 3분기 실적시즌이 시작된다. 분위기는 좋지 않다. 3분기 영업이익 전망은 최근 한 달 동안 7.3% 하향조정되었다. 실적에 대한 불안심리는 4분기 영업이익 전망을 한 달 새 6.1% 레벨다운시켰다. 3분기 영업이익 전망이 상향조정된 업종은 운송, 상사/자본재, 보험, 통신뿐이다. KOSPI 시장 전반에 실적 불확실성이 드리워져 있다.

다행스러운 점은 KOSPI 3분기 영업이익 1개월 컨센서스가 상향조정되고 있다는 점이다. 통상적으로 3개월 실적 컨센서스를 활용하지만, 실적시즌에 근접할 경우 1개월 컨센서스가 프리어닝 시즌의 변화를 빠르게 반영한다는 점에서 주목할 필요가 있다. 3분기 영업이익 1개월 컨센서스가 상향조정 중인 업종에는 철강, 기계, 조선, 자동차, 화장품/의류, 은행, 증권, 소프트웨어 등이 있다. 이 중 철강, 상사/자본재, 자동차, 화장품/의류, 은행, 증권은 1개월 컨센서스가 3개월을 상회하고 있다. 예상보다 양호한 실적 결과를 기대할 수 있다.

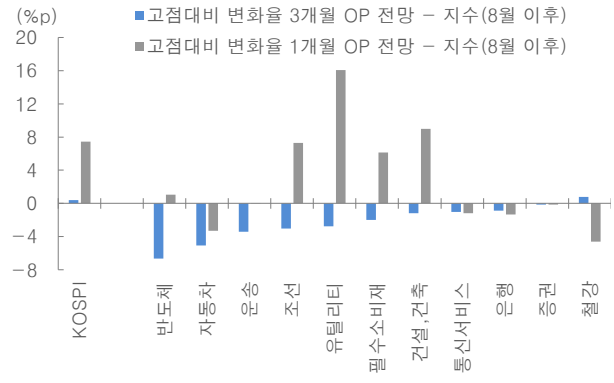
통상적으로 많은 투자자들이 실적이 좋을 것이냐, 나쁠 것이냐에 집중한다. 그러나 실제 주가는 실적 서프라이즈에도 하락세를 보이거나 실적 쇼크에도 불구하고 반등하는 경우가 많다. 실적 결과도 중요하지만, 주가가 실적 기대, 또는 불확실성을 얼마나 선반영했는지가 중요하기 때문이다. 8월초 실적 쇼크를 기록한 삼성전자도 59,000원선에서 등락을 반복하고 있다. 3분기 실적 결과가 컨센서스 고점대비 34% 레벨다운되었는데, 주가도 고점대비 33% 하락했기 때문이다. 실적 쇼크까지 주가는 이미 선반영했다고 볼 수 있다.

현재 시점에서 3분기 영업이익의 8월 이후 고점대비 변화율보다 주가가 저평가 받고 있는 업종에는 반도체, 자동차, 운송, 조선, 필수소비재, 건설, 통신, 은행, 철강 등이 있다. 이들 업종 중 자동차, 운송, 통신, 은행, 증권은 3개월, 1개월 컨센서스 모두 실적대비 저평가 영역에 진입해있다는 점에 주목할 필요가 있다. 특히, **자동차, 철강, 조선, 은행, 증권, 통신** 업종은 실적대비 저평가이면서 1개월 컨센서스가 상향조정 중인 업종들이다.

1 개월 컨센서스 상향조정 업종군



3 분기 실적 전망대비 저평가 업종군



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center / 주: 3분기 영업이익 전망 기준, 은행, 증권 보험은 3분기 순이익 전망 기준

Global Strategy

Global Strategist 문남중
namjoong.moon@daishin.com

미국, 3/4분기 어닝시즌. 괜찮지만, 시장은 다르게 해석한다?

- 3/4분기 S&P500 EPS 증가율 예상치(4.1% YoY). 3개 업종(I, 커, 헬) 주도
- 실적 변수(추정치 상향 조정 등), 여전히 미국 증시의 든든한 우군
- 美 대선 이후, 3/4분기 실적에 대한 시장 해석이 부정적으로 바뀔 가능성

10월 미국 증시(S&P500 이하)는 계절적 강세를 보였던 과거 수익률 패턴(10월 4.2%, 21~23년)을 답습하며 역사적 사상 최고치를 경신 중이다. 올해 S&P500의 EPS 증가율(예상)은 9.7%(YoY)로 S&P500지수의 연초이후 수익률(+22.5%. 17일 기준)을 감안하면, 밸류에이션 부담이라는 짐은 언제든지 불거질 수 있는 요인이 됐다.

하지만 23년 1/4분기부터 예상치를 상회하고 있는 S&P00 EPS 실제치(6개 분기 연속), 고금리 영향 제한되며 연착륙 기대를 높여왔던 견고한 경제지표, 이제는 현실화 됐지만 그 이전까지 연준 금리 인하에 대한 기대, 23년 5월 챗GPT 안정화 베타버전 출시로 촉발된 AI붐을 바탕으로 미국 증시는 밸류에이션 부담을 털어내며 주가 상승을 정당화해왔다. 앞으로도 미국 증시는 동일한 여건을 바탕으로 역사적 사상 최고치 경신을 25년에도 보여줄 것이다.

3/4분기 S&P500의 EPS 증가율 예상치는 전년동기대비 4.1%로 5개 분기 연속 증익 흐름이 기대된다. 실적을 발표한 S&P500내 6% 해당하는 기업의 79%가 예상치를 상회하는 실적을 발표했다. 이는 과거 5년(77%), 10년(74%) 평균을 상회하는 것으로 해당 기업들의 실적은 예상치를 평균적으로 5.9% 상회했다. 11개 업종내 9개 업종의 증익 기대와 3개 업종(IT 14.9%, 커뮤니케이션 10.3%, 헬스케어 10.0%)은 두 자릿수 증가율을 통해 3/4분기 실적을 지탱할 예정이다. 하지만 에너지(-24.3%), 소재(-3.6%) 업종은 감익이 예상된다.

IT(14.9%)는 11개 업종내 이익 증가율이 가장 높은 업종으로 하위 구성 분야를 살펴보면, 반도체&장비(37%), 기술 하드웨어&스토리지&주변기기(11%), 소프트웨어(7%), 전자장비&도구&부품(5%), IT 서비스(2%)순의 높은 증익을 보인다. 다만 커뮤니케이션 장비(-16%)는 유일하게 감익이 예상된다. IT 업종 내 엔비디아($ 0.74 vs. $ 0.40)의 이익 기여도가 가장 컸다. 엔비디아 제외 시 IT 업종의 EPS 증가율은 14.9%에서 7.5%로 감소할 예정이다.

커뮤니케이션(10.3%) 업종은 알파벳($1.84 vs. $1.55)과 메타 플랫폼스($5.19 vs. $4.39)의 이익 기여도가 가장 컸고, 2개 기업을 제외시 커뮤니케이션의 EPS 증가율은 10.3%에서 3.6%로 감소하게 된다. 헬스케어(10.0%) 업종 내에서는 화이자($0.59 vs. -$0.17), 일라이 릴리($4.42 vs. $0.10), 모더나(-$1.85 vs. -$9.53)가 해당되며, 3개 기업을 제외할 경우 헬스케어의 EPS 증가율은 10.0%에서 -7.8%로 감익 전환될 전망이다.

3/4분기 어닝시즌이 끝나갈수록, S&P500 EPS 증가율은 현 예상치(4.1% YoY)보다 상향 조정될 여지가 높고, 4/4분기(14.2% YoY)는 3/4분기보다 이익 증가폭이 커질 전망이라는 점에서 실적은 여전히 미국 증시의 든든한 우군이다. 다만 11.5일 미국 대선 결과에 따라 위험 선호 심리가 위축되는 상황에서는 3/4분기 실적을 해석하는 시장 시선이 부정적으로 달라질 수 있다. 현 S&P500 EPS 예상치(4.1%)는 과거 5년(10.0%), 10년(8.5%) 동일기간 이익 증가율 하회, 4개 분기만에 전기대비 이익 증가율 둔화에 주목하며, 미국 증시가 대선 이후부터 연말까지 쉬어가는 국면에서 이용당하는 요인으로 실적이 활용될 수 있을 것이다.

Global Strategy

엔화(약세)와 증시(하락), 당분간 엇갈린 행보를 밟는다

Global Strategist 문남중
namjoong.moon@daishin.com

- [엔화 약세+증시 하락]이라는 익숙지 않은 조합이 일본 금융시장 대변
- 美 증시, 연말까지 쉬어갈 공산. 日 증시, 엔화 약세 불구 하방 압력 노출
- 24일 美 베이지북과 日 8월 경기선행지수 결과. 금융시장, 엔화 약세 해석

9.27일 100.1p 내려갔던 달러 인덱스가 10월 103.7p 올라서면서, 엔화도 달러당 142.2엔에서 150.0엔으로 약세로 돌아섰다. TOPIX 지수도 엔화 약세에 발맞춰 상승 움직임을 보이긴 했지만, 2,750선 아래에서 전강후약 모습을 8거래일 연속 보여주고 있다.

[엔화 약세+증시 상승]이라는 익숙한 조합이 무색해진 상황으로 짧게는 미국 대선, 길게 보면 12월 BOJ 금정위 전까지 [엔화 약세+증시 하락]이라는 익숙지 않은 조합이 일본 금융시장을 대변할 것이다.

현 엔화 약세는 대내적으로 이시바 내각의 금융시장 안정 도모가 영향을 미쳤지만, 이보다는 대외요인 영향이 크다. 미국 경제지표 호조가 11월 연준 금리 인하 속도 조절(50bp→25bp 또는 동결) 기대, 미국 대선을 앞두고 트럼프 당선 확률 급등 등 미국 경제+통화+정치 이벤트에 일본 통화 움직임이 전적으로 좌우되고 있다.

더구나 증시 측면에서 미국 증시는 미국 대선 영향권에 들어서는 10월 마지막째 주부터 연말까지 5가지 요인(1. 차기 행정부 정책 분석 기간, 2. 연방정부 셧다운 리스크 부각, 3. 연말 쇼핑 시즌 효과 제한, 4. 연준 통화정책 속도 조절에 대한 시장 우려, 5. 25년 증시 도약을 위한 에너지 응집 기간)을 바탕으로 쉬어갈 공산이 커, 이는 일본 증시가 엔화 약세임에도 불구하고 하방 압력에 더 크게 노출되는데 영향을 미칠 것이다. 24일 美 베이지북과 日 8월 경기선행지수는 금융시장 해석이 엔화 약세에 비중을 두게할 것이다.

이번 주 중요 경제지표 및 이벤트 (24.10.21~10.27)

경제지표 & 이벤트명	국가	일정	전기치	예상치	방향성	내용 및 시사점
10월 LPR(1년, 5년)	중국	10.21	3.35 / 3.85 %	3.15 / 3.65 %	▼ / ▼	주요국 금리 인하와 대비되는 BOJ 금리 인상 부각. 변동성 확대 요인
10월 제조업/서비스업PMI	일본	10.24	49.7 / 53.1 %	49.9 / - %	▲ / -	일본 경제, 서비스업 중심 확장세. BOJ 경제 전망치 대체로 부합 평가
8월 선행지수	일본	10.24	109.3 P	106.7 P	▼	기준선(100) 상회. 완만하게 회복. 설비투자, 고용 및 소득 여건 개선

일자	국가	주요 지표	기간	단위	전기치	예상치	대비
10.21	중국	LPR(1년, 5년)	10월	%	3.35 / 3.85	3.15 / 3.65	▼ / ▼
10.24	미국	베이지북					
	일본	제조업/서비스업 PMI	10월	%	49.7 / 53.1	49.9 / -	▲ / -
	일본	도쿄 CPI / 근원	10월	% YoY	2.2 / 2.0	- / 1.7	- / ▼
	일본	경기선행지수	8월	P	109.3	106.7	▼

기준일: 24. 10. 20
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

Fixed Income

다 같은 인하가 아니다

Fixed Income Strategist 공동락
dongrak.kong@daishin.com

- 빅컷 인하에도 시중금리는 오히려 반등. 앞선 인하 기대가 무색한 금리 동향
- 인하의 성격을 살펴야 "물가 상승에 의한 인상, 물가 여건 진전에 따른 인하'
- MOVE지수 22년 3월 인상 개시 시점보다 낮지 않아. 채권 보유 부담 여전히 높다

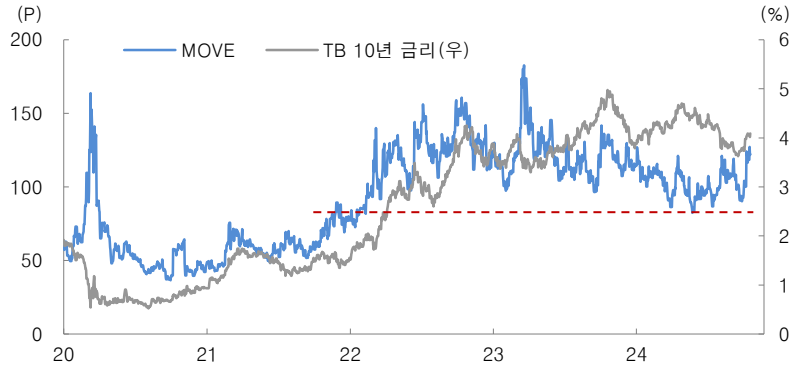
채권시장에서 금리를 인하하는 것은 만병통치약으로 불릴 정도로 영향력이 큰 재료다. 이에 시장은 항상 금리가 인하되기 이전부터 쉼없이 인하를 기대할 뿐만 아니라 심지어 인상 국면에도 인하를 논(論)한다. 물론 섣부른 인하 기대로 후폭풍이 만만치 않았던 시기도 많았지만 시장 참가자들의 본능적인 인하 추구는 멈추질 않는다.

'기승전 인하'를 원하는 시장의 기대는 인하 폭에 대한 욕심도 강하다. 이왕이면 기준금리를 큰 폭으로 내리길 기대하고, 그 과정에서 경기에 대한 부정적 인식이나 전망도 필요 이상으로 키운다. 아마도 지난 8월 급작스럽게 불거졌던 침체 우려가 이러한 채권시장의 속성을 그대로 드러내는 사례라고 하겠다.

그러나 채권시장의 본능적 인하 기대와 경기 비관론은 최근 시장금리의 되돌림을 통해 반향이 불가피해 보인다. 시장의 기대에 맞춰 연준이 금리도 인하했고, 더구나 인하 폭도 이례적이라고 불리는 빅컷(50bp)으로 이뤄졌는데도 말이다. 당사는 최근 금리 인하 국면에서도 시중금리가 오히려 반등하는 상황들에 대해 인하의 목적이나 성격 규정이 원활하게 이뤄지지 않은 일종의 반작용이란 입장이다. 흔히 기준금리를 인하한다고 하면 부지불식 간에 불거진 경기 침체 혹은 급격한 하강에 대한 기대가 추후 경제 지표들이 확인을 통해 오류가 있었음을 확인하는 과정이란 의미다.

이번 인하는 팬데믹 이후 급증했던 인플레이션 우려를 제어하게 위해 크게 높아졌던 금리를 낮추는 과정이다. 굳이 경기를 연결시킬 이유가 없는 '물가 상승에 의한 인상이었고, 물가 여건 진전에 따른 인하'다. 당연히 그 과정에서 경기와 관련된 기대가 반영됐다면 시중금리는 당분간 기대 해소 과정이 불가피하다. 실제 채권시장에서 시장 참가자들의 채권 보유 심리를 반영하는 무브(MOVE)는 금리 인하가 개시됐음에도 2022년 3월 인상 사이클이 시작됐을 당시와 유사한 수준이다. 당분간 채권 가격의 추가 조정 또는 시장금리가 현 레벨에서 횡보가 예상되는 이유다.

미국 TB 10년 금리와 무브(MOVE) 지수: 인하 이후에도 채권 보유 부담 높아



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

Commodity

트럼프발 러-우 전쟁 종식, 유가가 아닌 중국 정유사에 악재

- 반등한 트럼프 후보 지지율, 커져가는 러-우 전쟁 종식과 대러 제재 해제 가능성
- 그러나 러시아 석유 수출은 지금까지 안정적, 제재 해제 따른 유가 영향 제한적
- 오히려 갈 곳 잃은 러시아산 석유 이용했던 중국과 인도계 정유사들에게 악재

Commodity Analyst 최진영
jinyoing.choi@daishin.com

트럼프발 러시아-우크라이나 전쟁 종식 가능성, 유가 하락 요인이 아니다

트럼프 후보 지지율은 경쟁자인 해리스 후보와 격차가 벌어지고 있다. 가상화폐 기반 최대 베팅 사이트인 폴리마켓에서는 17% 가량 차이를 보이고 있다. 물론 뉴욕타임즈 여론 조사에서는 해리스 후보가 앞서고 있는 것으로 나타났지만 아주 근소한 차이로 앞설 뿐이다. 이처럼 트럼프 전 대통령의 귀환 가능성이 커지는 상황에서 관심도가 높아지는 분야가 있다. 바로 석유 시장이다.

앞서 트럼프 후보는 러시아와의 협상을 통해 러시아-우크라이나 전쟁을 종식시킬 것이라 밝힌 바 있다. 일각에서는 이를 근거로 전쟁 종식 시 러시아산 석유에 대한 금수 조치가 해제될 수 있다며 유가 하락 가능성에 주의해야 한다고 주장한다. 세계 3대 산유국의 정상화가 석유 시장의 붕괴 우려로 연결되고 있는 것이다.

그러나 러시아-우크라이나 전쟁이 종식된다 하더라도 유가에 미칠 영향은 제한적일 것으로 예상된다. 러시아 산유량은 서방 세계의 제재가 아닌 OPEC+의 감산 합의에 따라 움직이는 것을 알 수 있다. 이는 석유 수출 추이를 보더라도 마찬가지이다. 주요 고객이 EU에서 중국과 인도로 바뀌었을 뿐 전체 수출량은 지금까지도 안정적으로 유지되고 있다. 즉, 조달 루트만 바뀌었을 뿐(유조선 운임비 상승) 글로벌 전체 공급에 큰 변화가 없다면 제재 해제 효과는 기대를 갖기 어렵다.

러시아의 귀환은 오히려 중국 정유사들에게 악재, 중국의 경쟁자들에게는 기회

다만, 러시아의 귀환에 달갑지 않을 이가 있다. 바로 중국과 인도계 정유사이다. 그간 중국과 인도계 정유사들은 러시아산 석유가 갈 곳을 잃었다는 점을 이용해 낮은 프리미엄으로 수입을 적극 확대했다. 그 결과 중국과 인도의 정유 제품 수출액은 염가의 러시아산 원유 덕에 과거 10년 평균치를 상회했다. 최근 수출액이 소폭 둔화됐지만 글로벌 제조업 경기가 둔화됐던 점을 감안하면 나름 선방했다고 볼 수 있다.

이 같은 상황에서 러시아의 귀환은 협상력 상실로 연결된다. 현재 ESPO유(아시아/태평양 지역향)는 두바이유(프리미엄 포함)보다 배럴당 5달러 가량 낮은 수준이다. 제재가 해제될 경우 그간 세컨더리 보이콧 우려로 러시아산을 기피했던 한국, 일본 등 국가들은 수입 재개에 나설 것이며 이는 ESPO유와 두바이유 간의 갭 축소로 연결될 것이다. 중국과 인도계 정유사들이 다시 중동의 높은 프리미엄에 노출될 순간이다.

물론 러시아의 귀환이 유가에 단기 영향은 줄 수 있다. 지정학 리스크 해소로 여기는 이들에게는 하방 리스크로 해석될 수 있기 때문이다. 그러나 시간이 지나면 재해석될 것이다. 러시아산 석유에 대한 금수 조치가 실제 공급에 영향이 없었다는 것을 확인했던 2022년처럼 말이다. 그러한 점에서 지금은 트럼프발 러시아-우크라이나 전쟁 종식을 두고 유가를 논하기 보다 중국 정유사와 경쟁국 정유사에 주목이 필요하다.

FX

당분간 불가피할 경계감

Economist 이주원
joowon.lee2@daishin.com

Economist 이하연
hayeon.lee@daishin.com

- 트럼프 지지율 상승한 가운데 이어진 달러 강세국면
- 1) 미국 경기 서프라이즈, 2) 중국 부양 관련 실망감도 환율 상방압력으로 작용
- 당분간 대선 이슈 영향이 지배적일 것으로 보여, 환율 하락폭 제한될 가능성

트럼프 지지율 상승한 가운데 이어진 달러 강세국면

금융시장 내 달러 강세국면이 뚜렷하다. 지난 주는 트럼프 전 대통령의 지지율이 상승한 가운데, 상하원의 레드스윕 가능성까지 대두되며 달러 강세압력으로 작용했다. 이스라엘이 공격 대상에서 석유기지는 제외하며 유가 레벨은 다운되었음에도 환율 하락은 제한적이었다.

1) 미국 경기 서프라이즈, 2) 중국 부양 관련 실망감도 환율 상방압력으로 작용

미국 통화정책 방향성 또한 달러 강세압력으로 작용하고 있다. 10월 들어 발표된 미국 고용, 물가에 이어 소비까지 예상보다 견조한 모습을 보임에 따라, 11월 연준의 금리 동결 베팅이 일부 유입되어 있다.

다만 인플레이션의 경우, 샌프란시스 연준의 수요/공급측 압력 구분을 보면 최근 물가에 공급측 영향이 컸음을 확인할 수 있다. 다행히 미국 동부항만 파업이 종료되었고 허리케인도 미국을 통과했다. 향후 물가지표에서 공급측 압력 완화가 확인된다면, 연준 인하 속도 관련 불확실성으로 인한 달러 강세압력은 약해질 수 있을 것으로 보인다.

한편 중국의 경우 부양책 규모를 구체적으로 밝히지 않았던 기자회견 이후 유입된 실망감이 위안화 약세 요인으로 남아 있다. 10월 하순 예정된 전인대 상임위에서 승인될 부양책 규모가 시장 기대보다 클 경우 달러위안 환율 하락으로 이어질 수 있다. 특히 지난 주 발표된 9월 실물지표에서 소매판매가 내구재 중심으로 예상보다 크게 증가했다. 이러한 흐름이 이어져 적극적으로 펼치고 있는 부양정책으로 내수 경기 개선이 가시화된다면, 위안화는 다시 강세 방향성을 나타낼 수 있을 것으로 보인다.

당분간 대선 이슈 영향이 지배적일 것으로 보여, 환율 하락폭 제한될 가능성

그러나 이러한 미국 통화정책 및 중국의 경기부양 관련 불확실성이 해소되더라도, 대선 전까지는 경계감이 지속되어 환율 하락폭을 제한할 공산이 크다.

지난 주 트럼프 후보는 멕시코산 자동차에도 관세를 부과할 것임을 밝혀 페소화 가치가 급락한 바 있다. 멕시코를 통해 우회 수출하는 외국 자동차 기업의 관행을 막겠다는 취지였으며, 보호무역주의를 옹호하는 발언을 연이어 내놓고 있어 당분간 달러가치에 지배적인 영향을 미칠 것으로 보인다.

중국이 대내적으로 부양을 지속하거나 경기 개선 시그널이 나타나더라도, 대선 전후 미중 갈등 심화에 대한 우려가 환율 하락을 제한할 가능성을 배제할 수 없다.

Tech Weekly

IT/전기전자

박강호 kangho.park@daishin.com

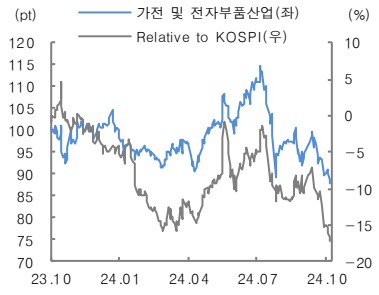
투자의견

Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.5	-22.5	-5.5	-13.4
상대수익률	-8.2	-15.7	-4.0	-17.8



3Q 실적 이후에 4Q 실적 하향 진행. 주가 반등에 부담

- 10월 넷째주(10.21~25) 초점은 대형 IT 기업의 2024년 3Q 실적 발표
- 4Q 가이던스 수준이 현 컨센서스대비 상회, 하회 여부 확인 필요
- 3Q PCB 패키지는 예상대비 부진, 연성 PCB는 예상에 부합 전망

3Q 실적 발표 이후에 4Q실적 하향이 진행 IT 수요 둔화로 4Q 가동률 조정 예상

2024년 10월 넷째주(10.21~25)에 초점은 대형 IT 기업의 2024년 3Q 실적 발표이다. 삼성전자와 LG전자의 잠정실적 발표(10/8) 이후에 확정 실적, LG디스플레이 시작으로 발표 예정이다. 3Q 실적 분위기는 삼성전자와 LG전자의 내용으로 전방산업인 스마트폰, PC, TV 등 주요 IT 기기의 수요 약화, 원달러(환율)의 강세(하락) 영향으로 컨센서스를 하회할 것으로 예상된다. AI 투자로 수혜인 SK하이닉스를 제외하고 LG이노텍, 삼성전기, LG디스플레이가 해당된다. 또한 중소형주는 컨센서스대비 부진할 전망이다. 그러나 3Q 실적 부진이 현 주가에 선 반영된 것으로 판단된다.

3Q24 실적 발표에서 체크해야하는 부분은 4Q 가이던스 수준이 현 컨센서스대비 상회, 하회 여부이다. 3Q 실적 반영과 IT 주요 기기의 수요 약화 및 판매 부진을 반영하면 계절적인 가동률 조정(재고 조정)이 12월(24년)~1월(25년)에 예상된다. 따라서 3Q 실적 발표 이후에 4Q 실적 하향이 동시에 진행된다. 여전히 실적 하향 분위기가 끝나지 않았기 때문에 IT 기업의 주가 반등에 시간이 필요하다. 밸류에이션 매력도는 높으나 매수 시점을 유보해야 한다.

3Q PCB 실적 전망 : 패키지는 예상대비 부진, 연성PCB는 예상에 부합

2024년 3Q, PCB 산업은 전분기대비 개선 흐름을 유지할 전망이다. 영업이익 기준으로 반도체 패키지업체는 2024년 1Q 적자, 2Q 흑자전환 이후에 3Q 증가를 예상한다. 다만 기대하였던 IT 수요 약화와 삼성전자와 SK하이닉스이 범용 메모리 출하량이 당초 추정대비 부진하면서 매출과 영업이익 증가 폭이 종전 추정대비 낮아질 전망이다. 삼성전자의 2024년 3Q 실적 중 반도체 부문(DS)의 부진이 반도체 패키지 업체까지 영향을 미치고 있다. 범용 메모리향 패키지(MCP, BOC 등) 매출 둔화 속에 스마트폰, PC향 비메모리 반도체의 출하량 약화로 FC BGA, FC CSP 매출도 예상을 하회하고 있다. 여기에 전기자동차의 수요 둔화, 생산 계획의 축소로 전장용 패키지 회복도 예상대비 지연되고 있다.

연성PCB 업체의 3Q24 실적은 컨센서스에 부합할 전망이다. 애플향 연성PCB 업체의 3Q 실적이 연간 최고를 예상하나 4Q에 둔화 우려가 존재한다. 아이폰16 생산 관련한 매출 반영은 3Q, 판매 부진 우려가 현실화되면 2025년 상반기 생산 계획을 하향할 가능성이 높다. 4Q에 일부 반영될 것으로 추정된다. 반면에 삼성전자향 연성PCB 업체는 갤럭시S25의 선행 생산으로 4Q에 추가 매출이 예상된다. 애플과 삼성전자향 연성PCB 업체별로 4Q 실적 차별화가 예상된다.

Company Report

한국전력 (015760)

이제는 정말 'Bottom Fishing & Conviction Buy' Call

- 2025년 재무구조 개선 본격화, 배당 재개 등으로 주가 재평가 기대
- 4Q24 전기요금 인상, '25년 전력구매단가 하락(LMP 등), 배당매력 재개
- 3Q24F 영업이익 3.0조원(+51%, YoY), '25F 12.1조원(+60%)

허민호

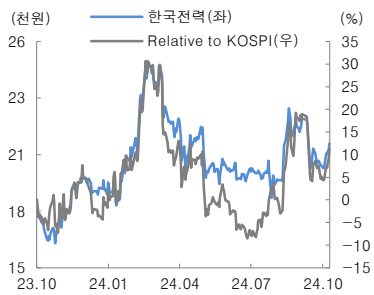
minho.hur@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	30,000 유지
현재주가 (24.10.18)	21,050 유틸리티업종

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D

KOSPI	2593.82
시가총액	13,513십억원
시가총액비중	0.63%
자본금(보통주)	3,210십억원
52주 최고/최저	24,850원 / 16,190원
120일 평균거래대금	381억원
외국인지분율	14.98%
주요주주	한국산업은행 외 2 인 51.14% 국민연금공단 6.88%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.4	7.3	3.2	23.0
상대수익률	-6.1	16.9	4.8	16.8



투자의견 '매수', 목표주가 30,000원 유지

2024년은 정산조정계수 상승에 따른 전력구매단가, 송전제약에 따른 LNG 발전소 가동률 상승 등으로 의미있는 재무구조 개선과 배당이 가능한 실적 개선을 기대하기 어려웠음. 2025년에는 LNG 적용 유가 하락과 함께 추가 전력구입단가 하락, 요금 인상 등에 따른 재무구조 개선 본격화, 배당 재개로 주가 재평가 기대

4Q24 전기요금 인상, '25년 전력구매단가 하락(LMP 시행 등), 배당매력 재개

투자 포인트는 다음과 같음. 첫째, 2025년 지역별 전력도매요금제(LMP, 지역별 SMP) 시행에 따른 비수도권 LMP 하락으로 연결 0.34조원, 별도 1.28조원의 전력구입비 감소, 발전용 가스의 미수금 회수단가 제거에 따른 발전용 가스가격 하락(유가 변동과 무관) 효과 -2조원, LNG 적용 유가 7달러/배럴 하락 효과 -3.5조원 등으로 연결기준 연료비 및 전력구입비는 2024년 대비 총 5.2조원 감소 기대

둘째, 4Q24 재무구조 개선을 위한 전기요금 인상 기대. 전기요금 3% 인상(+5원/kWh) 시 2025년 영업이익 2.7조원 추가 증대 가능성 존재(실적추정에 미반영)

셋째, 2025년 예상 배당금 및 배당수익률(현재주가 기준)은 각각 930원, 4.5%이지만, 전기요금 3% 인상 시 2,200원, 10.7%로 상승. 배당의 기준이 되는 별도기준 순이익은 2025년 1.50조원, 요금 3% 인상 시 3.54조원 기대. 배당성향은 40%로 가정. 부채가 많은 상황에서 배당보다는 부채 상환에 집중하는 것이 옳을 수 있으나, 정부의 '밸류업 프로그램' 등을 감안해 공공기관의 목표 배당성향 반영

3Q24F 영업이익 3.0조원(+51%, YoY), '24F 7.6조원, '25F 12.1조원(+60%)

3Q24 영업이익은 3.01조원(+50.7%, 이하 YoY), 2024년 영업이익은 7.56조원(흑자전환) 예상. 전기요금 인상은 반영하지 않더라도, 2024년 8월부터 하락한 Brent 유가가 2025년 1월부터 적용되어 2025년 연간 LNG 적용 유가가 77달러/배럴(-7달러/배럴)로 가정 시, 2025년 영업이익은 12.08조원(+59.7%) 전망

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	71,258	88,219	94,130	95,331	96,205
영업이익	-32,655	-4,542	7,563	12,081	12,555
세전순이익	-33,844	-7,554	4,969	10,271	10,942
총당기순이익	-24,429	-4,716	3,661	7,806	8,316
지배지분순이익	-24,467	-4,823	3,533	7,689	8,191
EPS	-38,112	-7,512	5,503	11,977	12,759
PER	NA	NA	3.8	1.8	1.6
BPS	63,158	55,837	61,340	73,317	84,856
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
ROE	-46.9	-12.6	9.4	17.8	16.1

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

▶ Compliance Notice

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