Morning Meeting Notes

2023-01-18

현대차증권

What's Inside
보험 산업(OVERWEIGHT) 손보, 제도 전환 불확실성 축소 중
넷마블(BUY/72,000) 3분기 기대작 출시까지는 인고의 시간
[투자전략] 시장백서_확인해야 할 부분

New Issue
뉴욕증시, 골드만 부진 속에 혼조...다우 1.14% 하락 마감
뉴욕채권, 미 국채가 하락...연준 발언 대기모드
국제유가, 8거래일 연속 오르며 올 들어 첫 $80 돌파

New Publication
[반도체/2차전지/자동차] CES 방문 후기 및 투자 활용법(2023-01-17)
[글로벌] 한미중 대표종목 삼국지(2023-01-17)
[통신 산업] 2023년 산업 전망-Any Call에서 Any Content로!(2023-01-09)
[퀀트/글로벌 ETF] 2023년 1분기 퀀트/글로벌 ETF 전략-개와 늑대의 시간(2023-01-06)
[2차전지/태양광] 2023년 2차전지/태양광 산업 전망-Korean Invasion!(2022-12-06)
[자동차/모빌리티] 2023년 산업 전망-신호와 소음(2022-11-28)

Rating, Target Price Changes

고려아연	BUY	800,000 원	▷	BUY	700,000 원 (2023-01-16)
풍산	BUY	38,000 원	▷	BUY	45,000 원 (2023-01-16)
이마트	BUY	110,000 원	▷	M.PERFORM	110,000 원 (2023-01-11)
카카오게임즈	BUY	80,000 원	▷	BUY	58,000 원 (2023-01-10)
크래프톤	BUY	300,000 원	▷	BUY	224,000 원 (2023-01-09)
스카이라이프	신규편입	-	▷	BUY	13,000 원 (2023-01-09)
호텔신라	BUY	90,000 원	▷	BUY	110,000 원 (2023-01-06)
코리안리	BUY	12,000 원	▷	BUY	10,000 원 (2023-01-03)
알테오젠	BUY	71,000 원	▷	BUY	75,000 원 (2023-01-02)
카카오뱅크	신규편입	-	▷	M.PERFORM	27,000 원 (2022-12-14)
아난티	신규편입	-	▷	BUY	15,000 원 (2022-12-13)
SK하이닉스	BUY	123,000 원	▷	BUY	105,000 원 (2022-12-12)
코스메카코리아	BUY	7,500 원	▷	BUY	13,000 원 (2022-12-08)

외국인 순매수

순매수	금액(백만)
KODEX 200TR	108,205
삼성전자	68,725
기아	27,534
하나금융지주	20,968
신한지주	16,900

국내기관 순매수

순매수	금액(백만)
KODEX 코스닥150선물인버	11,894
포스코케미칼	11,047
롯데케미칼	8,098
OCI	7,684
삼성전기	6,922

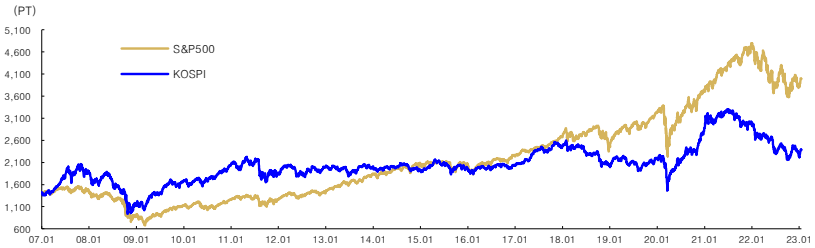
외국인 순매도

순매도	금액(백만)
NAVER	-46,286
카카오	-35,372
카카오게임즈	-19,535
삼성바이오로직스	-17,971
카카오페이	-9,820

국내기관 순매도

순매도	금액(백만)
KODEX 200TR	-108,214
LG에너지솔루션	-68,320
KODEX 200선물인버스2X	-46,271
삼성전자	-36,979
LG화학	-30,874

KOSPI, S&P 추이



국내시장 동향	종가(pt)	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,379.39	-0.85	+0.82
대형주	2,358.12	-0.96	+1.10
중형주	2,689.58	-0.29	-0.01
소형주	2,164.05	-0.51	-1.43
KOSDAQ	709.71	-1.00	-1.07

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	1,282	1,792	-3,096
누적순매수(D-20)	-43,513	26,787	14,691

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	125,124.8	120,913.8	118,156.3

업종별 지수	종가(pt)	D-1(%)	D-20(%)
건설	77.68	-0.64	+0.17
금융	378.46	-0.62	+4.72
운수장비	1,808.30	+0.07	+1.08
유통	343.84	+0.29	-0.26
음식료	3,671.95	-1.01	-1.97
의약품	13,463.08	-2.10	-6.53
전기전자	23,176.74	-0.96	+1.03
철강금속	4,648.54	-1.35	+3.29
화학	5,289.45	-0.73	-0.89
유틸리티	815.34	+0.42	-4.45
통신	373.11	+0.30	-4.28

해외시장 동향	종가(pt)	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	3,990.97	-0.20	+3.60
NASDAQ	11,095.11	+0.14	+3.64
일본	26,138.68	+1.23	-5.04
중국	3,224.25	-0.10	+1.78
독일	15,187.07	+0.35	+9.31

주요 금리 동향	종가(%)	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.48	+3.60	-5.40
국고채 (10년)	3.44	+7.00	+9.20
은행채AAA (3년)	4.07	+0.70	-43.30
미국국채 (2년)	4.20	-2.74	+2.64
미국국채 (10년)	3.55	+4.41	+6.54

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1239.01	+0.25	-5.13
원/백 엔	965.01	-0.10	+1.47
원/위안	182.96	-0.25	-2.00
달러/유로	1.08	+0.03	+1.73
위안/달러	6.77	-0.50	+3.07
엔/달러	128.27	+0.12	-6.74
Dollar Index	102.39	+0.18	-2.21

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	80.18	+0.40	+7.93
금 (usd/oz)	1,910.5	+0.03	+6.13
BDI	946.0	+0.00	-39.36
천연가스(NYMEX)	3.6	+1.23	-42.41

Conviction Call List

종목명	추천일	덜대 수익률(%)

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

보험

OVERWEIGHT

손보, 제도 전환 불확실성 축소 중

Analyst 이홍재
02-3787-2643
leehj612@hmsec.com

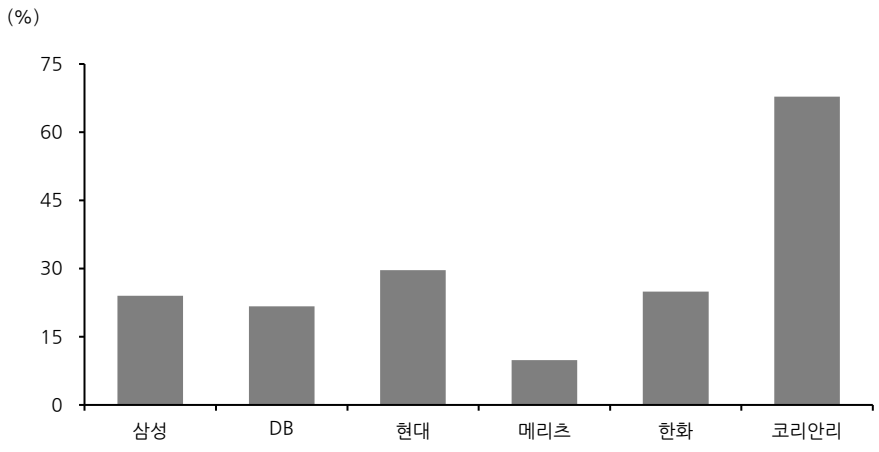
K-ICS 기초가정위험액 신설로 계리적 가정에 대한 신뢰성 제고

- 손보장기/생명보험수지는 가정(Assumption)을 기반으로 산출되는 보험계약마진(CSM)으로 요약. 한편, 계리적 가정은 회사의 경험통계와 판단 등이 적용되므로 낙관적인 가정을 적용하면 과도한 보험계약마진 측정 가능. 또한, K-ICS 보완자본 한도 계산 시 해약환급금 부족분 상당액 중 상당액 초과분은 제외하기에 낙관적인 가정 시 손익 및 자본비율이 왜곡될 문제 존재
- 이러한 가정과 실질 간의 차이는 기본적으로 예실차와 위험조정(K-ICS 위험마진)으로 보정하지만 감독당국은 K-ICS 운영리스크 내 '기초가정위험액'을 신설하여 추가 방지책 마련
- 음의 예실차 규모의 약 4배만큼(지급금 3.5, 사업비 3.7)을 요구자본에 가산하는 개념. 이는 23년 예실차 반영하여 24년에 도입 예정. 지급금예실차 산출 시 보험요소로 인한 발생손해액만 포함
- 이처럼 이중으로 지나치게 낙관적인 계리적 가정의 적용을 방지하고 있는 만큼 회계제도 전환에 따른 재무 실적 개선에 대한 시장의 신뢰도는 높아질 것

배당가능이익 불확실성도 축소될 것으로 기대. 특히 코리안리의 배당가능이익 우려 크게 감소

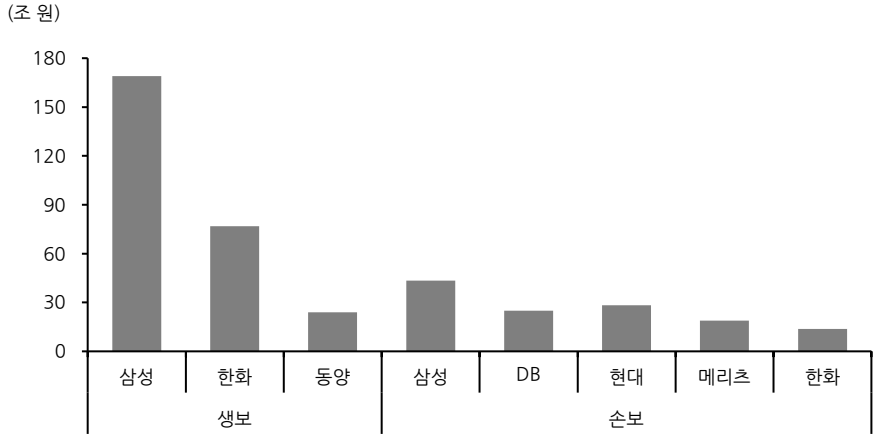
- 아울러 해약환급금준비금 상당액 초과분 산출 시 법인세 차감 후 기준으로 조정하는 내용도 포함. 이연법인세를 반영하여 가용자본과 기준을 통일한다는 의미
- 이러한 점에서 미루어 봤을 때 배당가능이익 차감 항목도(법정준비금) 법인세 차감 후 기준으로 조정될 것으로 기대되며, 비상위험준비금 또한 동일한 기준 적용할 경우 손보사들의 배당가능이익 불확실성은 제한적으로 예상
- 특히, 코리안리는 포트폴리오 특성상 해약환급금준비금은 적고 비상위험준비금은 1.4조원에 육박, 이연법인세부채는 4,124억원으로 21년 배당총액 537억원을 크게 상회
- 거기에 최근 감독규정 개정에 따르면 IFRS17 전환일에 한정하여 비상위험준비금 환입이 가능한데, 코리안리는 여타 원수보험사와 달리 시가부채가 원가 대비 커질 것으로 보여 환입 조건에 부합할 것으로 추정되며, 이에 따라 배당가능이익 관련 우려는 크게 감소한 것으로 판단

유니버스 손보와 코리안리 이익잉여금 내 비상위험준비금 비중



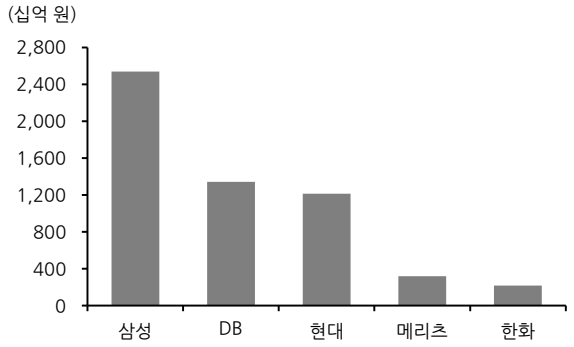
자료: 각 사, 현대차증권

<그림1> 유니버스 보험 원가 기준 해약환급금 추정 (3Q22)



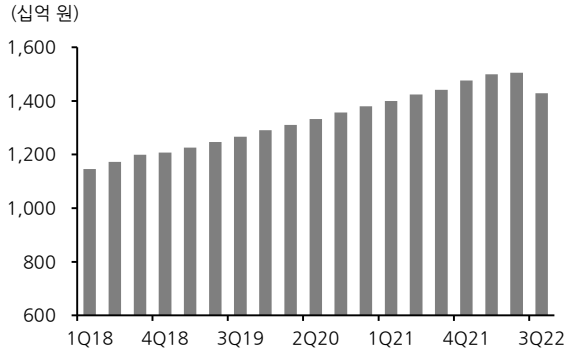
자료: 각 사, 현대차증권

<그림2> 유니버스 손보 비상위험준비금



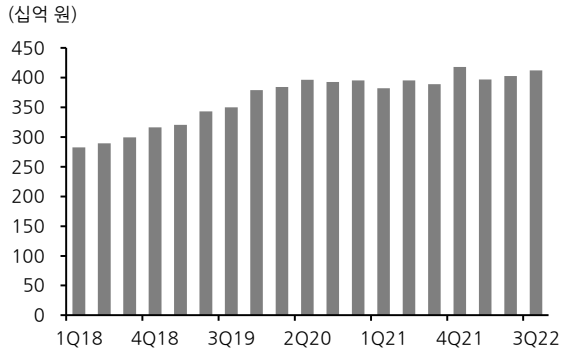
자료: 각 사, 현대차증권

<그림3> 코리안리 비상위험준비금



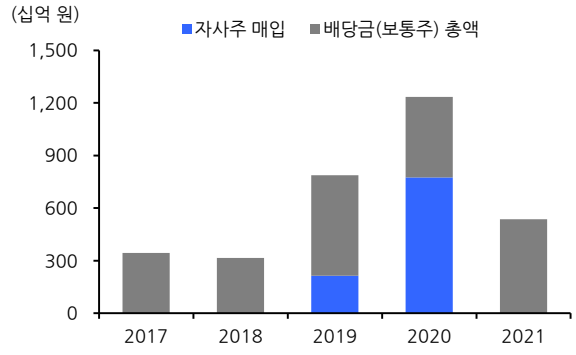
자료: 코리안리재보험, 현대차증권

<그림4> 코리안리 이연법인세부채



자료: 코리안리재보험, 현대차증권

<그림5> 코리안리 총주주환원 규모



자료: 코리안리재보험, 현대차증권

〈표1〉 기초가정 리스크 개요

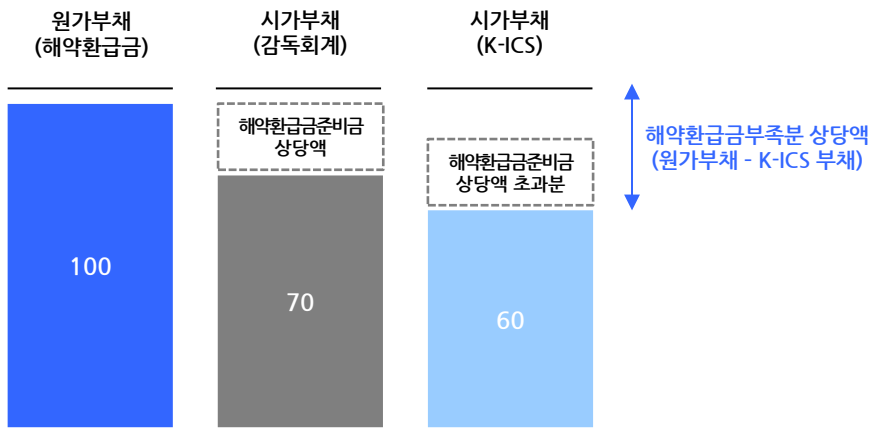
▪ 기초가정을 낙관적으로 사용하면 시간 경과에 따른 **예실차 누적** 또는 **부험부채 증가**로 손실금액이 확대되므로 기초가정의 낙관적 사용에 따른 손실금액에 대한 요구자본 측정 필요

- 요구자본을 측정하지 않을 경우, **낙관적인 가정 사용 시 가용자본만 증가**하므로 보험회사가 K-ICS 비율 제고 목적으로 가정을 낙관적으로 사용할 유인이 발생

▪ 낙관적 기초가정 사용으로 인한 손실위험을 내부통제 기능 부실로 간주하여 **운영리스크 내 기초가정 리스크 신설**

자료: 금융감독원, 현대차증권

〈그림6〉 해약환급금 부족분 상당액 개념도



자료: 금융감독원, 현대차증권

Company Note
2023. 01. 18

넷마블 (251270)

BUY
TP 72,000원

3분기 기대작 출시까지는 인고의 시간

Analyst 김현용
02-3787-2671 hykim@hmsec.com

현재주가 (01/17)	57,900원
상승여력	24.3%
시가총액	49,767억원
발행주식수	85,954천주
자본금/액면가	86억원/100원
52주 최고가/최저가	118,500원/41,950원
일평균 거래대금 (60일)	208억원
외국인지분율	22.67%
주요주주	방준혁외 13인 24.85%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	17.7	30.1	-13.5
상대주가(%p)	15.7	20.0	-15.9

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(22F)	EPS(23F)	T/P
Before	-5,084	1,376	72,000
After	-5,054	291	72,000
Consensus	-4,590	309	54,000
Cons. 차이	N/A	-5.7%	33.3%

최근 12개월 주가수익률

자료: FnGuide, 현대차증권

4분기 매출액 YoY 감소 & 영업손실 189억원으로 실적 부진 지속

동사 4분기 실적은 매출액 7,027억원(YoY -6.6%), 영업손실 189억원(YoY 적자전환)으로 매출은 시장기대치에 부합하지만 손익은 소폭 하회할 것으로 전망. 매출의 경우 신작 부재로 전년동기대비 감소가 불가피하다는 판단이며, 전분기 대비로는 마블콘테스트오브챔피언스 및 스핀엑스 게임의 계절성 효과로 플랫한 수준 유지 예상. 영업손실은 전분기 대비 절반으로 축소가 예상되는데 이는 마케팅비 감소 및 환율 하락 영향이 클 것으로 전망

메타월드: 모두의 마블 기대감 점화

1분기 중 출시를 예정 중인 메타월드: 모두의 마블이 해외 커뮤니티 개설과 동시에 본격적인 론칭 작업에 돌입. 마브렉스 기반 P2E 게임으로 우선 국내를 제외하고 글로벌 동시 론칭 계획. 2억명의 누적 이용자수, 8천억원의 누적 매출을 기록한 메가히트 IP 모두의 마블을 활용한 것으로, 초기 흥행부담은 상당히 낮아진 것으로 판단. 다만, 국내 매출비중이 70~80%로 높았던 IP였던 점을 감안시 국내 출시시점을 앞당기는 것이 장기 흥행의 관건이 될 것으로 예상함

3분기 아스달 연대기 & 나혼자만 레벨업이 본격적인 실적 회복 신호탄

동사 올해 최대 기대작은 3분기로 예정된 아스달 연대기(MMORPG)와 나혼자만 레벨업(액션 RPG)으로 판단. 두 게임 모두 2022년 지스타 반응이 좋았고 각각 드라마와 웹툰에서 Top-Tier IP에 해당돼 흥행 가능성 높을 것으로 판단됨. 신작 효과가 수반되며 3분기부터 동사 실적도 영업이익 188억원으로 흑자전환이 가능할 전망. 스핀엑스를 제외한 게임 매출은 2020년 2.48조원에서 2022년 2.05조원으로 크게 하락했는데, 2023년에는 2.14조원으로 상승 반전이 가능할 것으로 예상됨

투자의견 매수(유지), 목표주가 72,000원(유지) 제시

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 72,000원으로 각각 기존의 의견 및 목표가를 유지하도록 함. 3월까지 신작 메타월드: 모두의 마블 모멘텀으로 반등 국면이 연장될 가능성은 크지만, 흑자전환을 포함한 본격적인 턴어라운드가 하반기라는 점에서 그 폭은 제한적일 것으로 전망. 아울러 재무구조 측면에서도 내부 창출 현금흐름으로 차입금을 갚아나가는 현 기조를 유지할 경우, 개선 속도는 시장의 기대보다 더딜 가능성이 높다는 판단

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2020	24,848	2,720	3,130	3,838	3,647	100.1	36.1	2.1	30.2	6.3	0.6
2021	25,069	1,510	2,402	3,016	2,795	-23.4	44.7	1.9	42.1	4.3	0.4
2022F	26,892	-1,035	-4,344	1,851	-5,054	적전	N/A	0.9	40.1	NA	1.4
2023F	27,850	175	250	4,550	291	흑전	203.5	0.9	15.3	0.4	1.4
2024F	31,086	603	559	4,583	650	123.6	91.0	0.9	14.3	1.0	1.4

** K-IFRS 연결 기준*

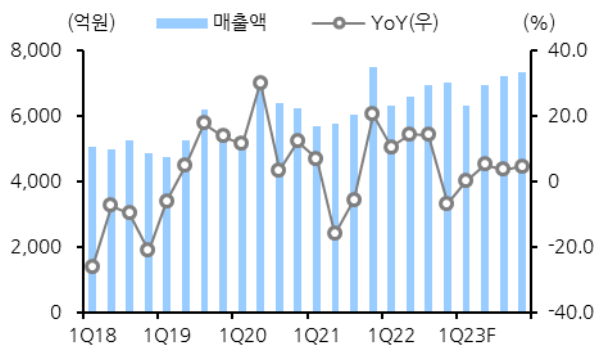
현대차증권

<표1> 넷마블 실적 추정 상세 내역 (단위: 억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022F	2023F
매출액	5,704	5,772	6,070	7,523	6,315	6,606	6,944	7,027	6,327	6,955	7,211	7,357	24,848	25,069	26,892	27,850
한국	1,654	1,526	1,810	1,642	1,021	1,021	1,150	1,504	1,311	1,354	1,804	1,889	6,939	6,632	4,696	6,358
북미	2,053	2,078	2,064	3,235	3,094	3,237	3,333	3,232	2,847	3,199	3,029	3,016	8,727	9,430	12,897	12,091
유럽	684	635	546	828	758	793	903	843	759	904	793	883	2,875	2,693	3,296	3,339
동남아	513	693	668	752	632	727	625	632	633	626	721	662	2,436	2,626	2,616	2,642
일본	513	577	728	677	505	528	486	492	443	556	577	515	2,402	2,496	2,012	2,091
기타	285	263	254	389	305	300	447	323	334	315	287	392	1,469	1,192	1,375	1,328
% YoY	7.0	-15.8	-5.5	20.6	10.7	14.4	14.4	-6.6	0.2	5.3	3.8	4.7	14.1	0.9	7.3	3.6
한국	6.6	-10.9	10.6	-19.4	-38.3	-33.1	-36.5	-8.4	28.4	32.6	56.9	25.6	-4.4	-4.4	-29.2	35.4
북미	16.8	-15.8	-15.4	57.1	50.7	55.8	61.5	-0.1	-8.0	-1.2	-9.1	-6.7	35.0	8.1	36.8	-6.2
유럽	28.4	-22.8	-29.1	10.5	10.7	24.9	65.2	1.9	0.2	14.1	-12.1	4.7	46.9	-6.3	22.4	1.3
동남아	7.0	-8.2	15.5	20.6	23.0	4.9	-6.4	-15.9	0.2	-13.9	15.4	4.7	44.7	7.8	-0.4	1.0
일본	-19.7	-15.8	26.0	35.7	-1.6	-8.4	-33.3	-27.4	-12.3	5.3	18.7	4.7	-16.5	3.9	-19.4	4.0
기타	-22.2	-36.2	-39.5	43.9	7.0	14.0	76.2	-17.0	9.5	5.0	-35.8	21.3	-4.8	-18.9	15.4	-3.4
매출액	5,704	5,772	6,070	7,523	6,315	6,606	6,944	7,027	6,327	6,955	7,211	7,357	24,848	25,069	26,892	27,850
MMO	1,640	1,770	2,326	1,874	1,150	1,392	1,397	1,549	1,394	1,333	1,520	1,833	6,219	7,610	5,488	6,080
RPG	1,858	1,770	1,570	1,514	1,271	1,392	1,597	1,616	1,455	1,533	1,589	1,621	9,068	6,712	5,876	6,198
Casual	1,421	1,383	1,280	2,883	2,904	2,975	3,127	3,030	2,728	3,332	3,316	3,172	6,026	6,966	12,036	12,548
Others	547	608	640	937	726	570	532	539	485	466	484	423	2,621	2,732	2,367	1,858
% 비중																
MMO	30.0	32.0	40.0	26.0	19.0	22.0	21.0	23.0	23.0	20.0	22.0	26.0	26.0	31.7	21.3	22.8
RPG	34.0	32.0	27.0	21.0	21.0	22.0	24.0	24.0	24.0	23.0	23.0	23.0	37.9	27.9	22.8	23.2
Casual	26.0	25.0	22.0	40.0	48.0	47.0	47.0	45.0	45.0	50.0	48.0	45.0	25.2	29.0	46.7	47.0
Others	10.0	11.0	11.0	13.0	12.0	9.0	8.0	8.0	8.0	7.0	7.0	6.0	10.9	11.4	9.2	7.0
영업비용	5,162	5,610	5,804	6,983	6,434	6,953	7,324	7,216	6,586	7,060	7,023	7,006	22,127	23,559	27,927	27,675
지급수수료	2,342	2,434	2,546	2,829	2,455	2,608	2,785	2,818	2,411	2,650	2,747	2,775	10,251	10,151	10,666	10,583
인건비	1,434	1,546	1,579	1,829	1,868	1,897	2,030	2,009	1,904	2,007	1,971	1,998	5,312	6,388	7,804	7,880
마케팅비	776	1,004	1,004	1,216	1,129	1,444	1,449	1,331	1,305	1,287	1,315	1,204	3,924	4,000	5,353	5,111
기타	610	626	675	1,109	982	1,004	1,060	1,058	966	1,116	990	1,029	2,640	3,020	4,104	4,101
영업이익	542	162	266	540	-119	-347	-380	-189	-259	-105	188	351	2,720	1,510	-1,035	175
% YoY	165.5	-80.2	-69.6	-34.5	적전	적전	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	34.2	-44.5	적전	흑전
영업이익률(%)	9.5	2.8	4.4	7.2	-1.9	-5.3	-5.5	-2.7	-4.1	-1.5	2.6	4.8	10.9	6.0	-3.8	0.6

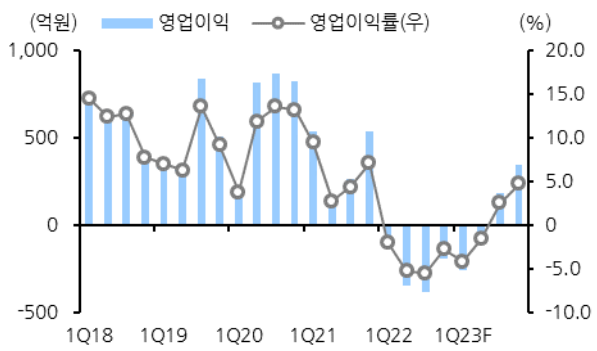
자료 : 넷마블, 현대차증권

<그림1> 분기별 매출액 & YoY 전망



자료 : 넷마블, 현대차증권

<그림2> 분기별 영업이익 & OPM 전망



자료 : 넷마블, 현대차증권

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	**24,848**	**25,069**	**26,892**	**27,850**	**31,086**
증가율 (%)	14.0	0.9	7.3	3.6	11.6
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	**24,848**	**25,069**	**26,892**	**27,850**	**31,086**
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	14.0	0.9	7.3	3.6	11.6
판매관리비	**22,127**	**23,559**	**27,928**	**27,675**	**30,483**
판관비율(%)	89.1	94.0	103.8	99.4	98.1
EBITDA	**3,838**	**3,016**	**1,851**	**4,550**	**4,583**
EBITDA 이익률 (%)	15.4	12.0	6.9	16.3	14.7
증가율 (%)	19.6	-21.4	-38.6	145.7	0.7
영업이익	**2,720**	**1,510**	**-1,035**	**175**	**603**
영업이익률 (%)	10.9	6.0	-3.8	0.6	1.9
증가율 (%)	34.2	-44.5	적전	흑전	244.7
영업외손익	**106**	**-97**	**-5,589**	**-542**	**-536**
금융수익	745	1,022	938	407	282
금융비용	628	739	6,114	1,270	1,144
기타영업외손익	-11	-380	-413	320	325
종속/관계기업관련손익	1,920	2,098	1,091	719	719
세전계속사업이익	**4,746**	**3,512**	**-5,533**	**352**	**786**
세전계속사업이익률	19.1	14.0	-20.6	1.3	2.5
증가율 (%)	117.3	-26.0	적전	흑전	123.6
법인세비용	1,366	1,020	-720	69	153
계속사업이익	3,380	2,492	-4,813	283	633
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**3,380**	**2,492**	**-4,813**	**283**	**633**
당기순이익률 (%)	13.6	9.9	-17.9	1.0	2.0
증가율 (%)	99.1	-26.3	적전	흑전	123.6
지배주주지분 순이익	3,130	2,402	-4,344	250	559
비지배주주지분 순이익	251	89	-469	33	74
기타포괄이익	7,670	2,536	4,264	0	0
총포괄이익	11,051	5,027	-549	283	633

(단위: 억원)

재무상태표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	**18,207**	**19,626**	**17,485**	**16,961**	**21,541**
현금성자산	12,575	13,537	12,258	11,495	15,632
단기투자자산	2,579	1,872	1,910	2,000	2,167
매출채권	1,818	2,016	1,883	1,971	2,136
재고자산	46	40	37	39	42
기타유동자산	1,185	1,331	1,243	1,302	1,410
비유동자산	**64,027**	**87,012**	**88,990**	**85,386**	**82,206**
유형자산	4,231	3,228	3,216	2,708	2,280
무형자산	12,918	40,990	47,506	43,639	40,088
투자자산	45,362	38,695	33,810	34,581	35,380
기타비유동자산	1,517	4,099	4,458	4,458	4,458
기타금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**82,234**	**106,638**	**106,475**	**102,347**	**103,747**
유동부채	**16,335**	**30,562**	**32,692**	**28,775**	**29,860**
단기차입금	5,132	16,710	17,063	12,563	12,563
매입채무	705	570	533	558	604
유동성장기부채	3,065	571	3,223	3,223	3,223
기타유동부채	7,434	12,711	11,874	12,431	13,470
비유동부채	**9,393**	**15,999**	**14,399**	**14,602**	**14,981**
사채	1,595	1,597	1,598	1,598	1,598
장기차입금	1,619	5,393	2,912	2,912	2,912
장기금융부채	107	4,382	5,567	5,567	5,567
기타비유동부채	6,072	4,627	4,322	4,525	4,904
기타금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**25,728**	**46,561**	**47,091**	**43,377**	**44,841**
지배주주지분	54,071	57,914	57,654	57,208	57,070
자본금	86	86	86	86	86
자본잉여금	38,867	38,967	38,968	38,968	38,968
자본조정 등	-10,086	-10,590	-10,131	-10,131	-10,131
기타포괄이익누계액	12,941	7,105	11,191	11,191	11,191
이익잉여금	12,262	22,346	17,540	17,093	16,956
비지배주주지분	**2,435**	**2,162**	**1,729**	**1,762**	**1,836**
자본총계	**56,506**	**60,077**	**59,383**	**58,970**	**58,906**

(단위:억원)

현금흐름표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	**3,723**	**1,375**	**2,226**	**4,364**	**4,685**
당기순이익	3,380	2,492	-4,813	283	633
유형자산 상각비	392	440	540	508	428
무형자산 상각비	726	1,066	2,347	3,866	3,552
외환손익	20	-297	2,827	0	0
운전자본의 감소(증가)	-271	-1,155	5,581	425	792
기타	-524	-1,170	-4,256	-719	-719
투자활동으로인한현금흐름	**-15,291**	**-11,575**	**44**	**-142**	**-247**
투자자산의 감소(증가)	-20,310	2,181	1,914	-52	-80
유형자산의 감소	1	5	2	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,104	-864	-278	0	0
기타	7,122	-12,898	-1,594	-90	-167
재무활동으로인한현금흐름	**8,667**	**10,991**	**-4,339**	**-4,984**	**-301**
차입금의 증가(감소)	5,429	20,316	-1,262	-4,288	395
사채의증가(감소)	1,595	2	1	0	0
자본의 증가	62	100	1	0	0
배당금	0	-1,570	-525	-696	-696
기타	1,582	-7,858	-2,555	0	0
기타현금흐름	**-273**	**172**	**790**	**0**	**0**
현금의증가(감소)	**-3,173**	**962**	**-1,280**	**-763**	**4,137**
기초현금	15,748	12,575	13,537	12,258	11,495
기말현금	12,575	13,537	12,258	11,495	15,632

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS(당기순이익 기준)	3,940	2,899	-5,599	329	736
EPS(지배순이익 기준)	3,647	2,795	-5,054	291	650
BPS(자본총계 기준)	65,823	69,894	69,088	68,607	68,532
BPS(지배지분 기준)	62,986	67,379	67,076	66,556	66,397
DPS	767	528	850	850	850
P/E(당기순이익 기준)	33.4	43.1	N/A	179.8	80.4
P/E(지배순이익 기준)	36.1	44.7	N/A	203.5	91.0
P/B(자본총계 기준)	2.0	1.8	0.9	0.9	0.9
P/B(지배지분 기준)	2.1	1.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(Reported)	30.2	42.1	40.1	15.3	14.3
배당수익률	0.6	0.4	1.4	1.4	1.4
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	98.6	-26.4	적전	흑전	123.6
EPS(지배순이익 기준)	100.1	-23.4	적전	흑전	123.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	6.6	4.3	-8.1	0.5	1.1
ROE(지배순이익 기준)	6.3	4.3	-7.5	0.4	1.0
ROA	4.8	2.6	-4.5	0.3	0.6
안정성 (%)					
부채비율	45.5	77.5	79.3	73.6	76.1
순차입금비율	0.9	28.7	34.6	28.7	22.1
이자보상배율	11.8	4.2	NA	0.1	0.5

** K-IFRS 연결기준*

시장백서

확인해야 할 부분

투자전략/시황 이재선
02-3787-2317
cindy0216@hmsec.com

RA 장치영
02-3787-2372
chiyoung.jang@hmsec.com

매(Hawk)를 먼저 맞아 저렴해진 국내 증시: 외국인 패시브 자금, 여타 EM 대비 상대적으로 빠르게 유입. 다만 확인해야할 부분: 유동성을 지지해주고 있는 BOJ 스탠스 변화 여부와 2월 FOMC 회의
작년 하반기 이후 KOSPI가 쉬어 갈 때: 대형주 대비 중소형주 성과 양호

좋아지고 있다

시장의 리스크 요인들이 점차 옅어지며 증시 하단이 견고해지고 있다. 1) 예상치에 부합한 CPI에 이어 지난주 금요일에는 미시건대 1년 기대인플레이션이 4.0%를 기록, 21개월래 최저치를 기록하였다. 낮아지는 물가 부담은 연준이 시장이 예상하지 못한 행보를 펼칠 가능성을 제한한다.

2) 연준의 금리 인상 폭과 비례하는 달러의 강세 흐름도 제한되고 있는 가운데, 반대 진영에 있는 통화들이 강해지는 점도 순차적으로 긍정적인 흐름을 만들어 내고 있다.

19년 이후 정점을 형성하였던 달러 순매수 포지션은 10월을 기점으로 점차 감소 중이다, 반면 선물시장 내 유로 및 엔화 순매수 포지션은 증가 중이다. 그간 Non-US 국가들은 미국과 달리 강달러에 따른 수입물가 상승 압력에 노출되었다. 원자재 가격 부담에 따른 기업들의 이익 감익, 경제 경착륙 우려가 상대적으로 높을 수밖에 없었다.

약해진 달러는 향후 미국 기업 이익에도 버퍼 역할을 작용할 가능성이 높다. 양호한 미국 내 소비가 내수기업들의 이익의 하단을 일정부분을 지지해주는 가운데, 수출 비중이 높은 빅테크 기업들도 약달러에 따른 환율효과를 후행적으로 누릴 가능성이 높다.

그간 우려했던 유로존 경제도 선방 중이다. 유로존 서프라이즈 인덱스는 주요국 중 유일하게 플러스권을 유지 중에 있다. 또한 천연가스 가격은 유례없이 따뜻한 겨울, 공급망 리스크가 완화되며 21년 중반 수준까지 하락하였다.

그 중 약달러에 수혜를 받는 지역은 단연 EM이다. 금리와 달러의 상방압력이 약화되며, EMBI Spread와 Macro Risk Index는 21년 중반 수준으로 되돌려졌다. 역설적으로 양호한 미국 고용지표가 경제 연착륙 가능성을 높여주는 점, 중국 리오프닝 가능성이 점차 높아지며 원자재 가격도 저점을 확인하였다.

한국은 연초 이후 EM 국가 중 상위권 수익률에 랭크되었다. (MSCI EM: +7%, MSCI KOREA: +10%) 이익 하향조정이 EM 내에서도 빠르게 진행되었으나, 외국인이 연초 이후 대형주 중심 KOSPI 순매수 우위를 시현한 점은 원화 강세 효과가 크다고 판단한다. 원화 CDS 프리미엄 하락 속도는 위안화와 엔화 등 상관계수가 높은 통화들의 강세에 연동되며 상대적으로 가팔랐다.

외국인들은 원화 강세가 결과적으로 수출-수입 물가지수 스프레드 축소를 견인, Q에 대한 낙관적 전망을 하기 힘든 23년 기업 이익 부담을 일부 상쇄할 가능성이 높다고 판단한 듯하다. 여타 EM 대비 한국은 상대적으로 강한 외국인 패시브 자금 유입속도가 19년 이후 처음으로 관찰되었다.

다만 확인해야 할 부분은 여전히 남아있다. 1) 증시가 연준의 피봇 기대감을 선반영해 연초효과를 일부 누렸다는 점을 감안할 필요가 있다. 미시건대 1년 단기 기대인플레이션 하락에도 선물시장의 2월 금리 인상폭(25bp)은 CPI 발표 직후와 유사한 27bp정도를 반영하며 변동폭이 크게 없었다.

2) 4분기 실적에 대한 경계심리도 일부 상존할 것으로 보인다. KOSPI는 2,400pt 진입 시12M Fwd PER은 12배 수준에 근접하게 된다. 밸류에이션은 EM 국가 내에서도 다소 부담스럽다. 현재 11.8배 수준인 KOSPI의 밸류에이션은 10년 평균치를 상회하는 수치다. 10년 평균 PER 대비 현재 밸류에이션이 높은 국가는 고성장 프리미엄을 받는 인도와 인도네시아뿐이다.

우려하는 BOJ발 나비효과: 일본 장기금리 상승 → 엔케리 트레이드 축소 → 글로벌 국채금리 상승?

중장기적인 관점에서 KOSPI 매력은 여전하다. 다만 연준의 증빙서류가 필요한 시점이다. BOJ 회의 등 단기 조정 재료로 작용할 가능성이 높은 이벤트들도 산적해 있는 점을 감안하였을 때, 2월 FOMC 회의 전까지는 쉬어 가는 구간이 필요해 보인다. 스타일 측면에서는 대형 대비 중소형주 성과가 양호할 가능성이 높다고 판단한다. 작년 하반기 이후 KOSPI 횡보 시 중소형주의 상대성과가 양호하였다.

특히 오늘(18일)은 뒤늦게 긴축에 시동을 걸고 있는 BOJ 행보에 주목할 필요가 있다. 시장은 그간 초부양정책기조를 유지했던 BOJ의 추가적인 정책 변화 가능성에 주목하고 있다. 앞서 개최된 BOJ 회의에서 BOJ는 10년물 국채 수익률 매입 상하한선을 ±0.25%에서 ±0.5%로 설정한 바 있다.

시장은 이미 BOJ의 추가적인 긴축 가능성에 무게를 두는 듯하다. 지난 12일 이후 JGB 10년물은 상단폭인 +0.5%를 벗어났다. 이에 BOJ는 12~13일 2거래일 만에 9조엔 상당을 매입하였는데, 이는 12월 회의에서 설정한 월별 매입 규모인 9조엔 목표치에 다다른 수준이다.

시장이 우려하는 부분은 BOJ의 공격적인 긴축 선회 가능성 → JGB 장기금리 상승 → 해외자금 본국 회수(엔케리 트레이드 축소: 금리가 저렴한 일본에서 돈을 빌려 수익률에 높은 국가에 투자) → 주요국 국채금리 상승의 악순환 고리다. 미국채는 30% 정도가 해외, 나머지 70%는 미국 내 기관(그 중 연준과 정부 40%)들이 보유 중인데, 일본은 해외 국가 중 미국채 보유 비중이 가장 높은 국가(16%)다.

다만 당장은 금번 회의에서 BOJ가 공격적인 긴축으로 선회할 가능성이 낮다. 1) 이미 지난주 구로다 총재는 부양정책에 대한 부작용을 검토를 하겠다고 언급, 장기 금리 레벨 상승은 한 차례 진행되었다.

2) 구조적인 인플레 우려가 아니라면 강한 긴축 의지를 드러낼 가능성이 낮다고 본다. 일본 11월 CPI와 Core CPI는 전년동기 대비 각각 3.7%, 3.8% 상승하며 82년 이래 최고치를 기록하였다. 그러나 일본은

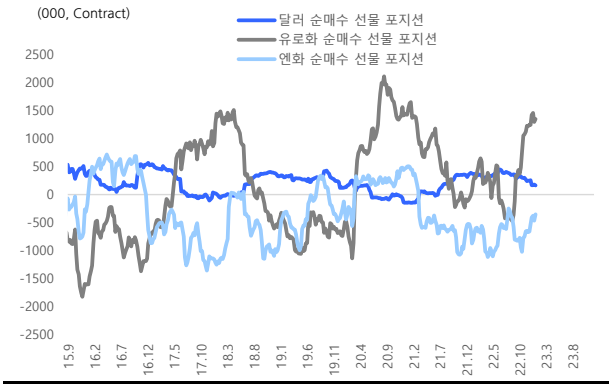
미국과 달리 원자재 가격 및 엔저에 따른 수입물가 부담이 후행적으로 반영되며 인플레 상방압력을 견인하였다. 원자재 및 공급망 관련 가격이 예년 대비 안정화된 점을 감안할 필요가 있다. 3) 현재까지의 JGB 금리는 엔케리 자금을 급격하게 회수할 정도의 높은 금리 레벨은 아니다.

그러나 뭐든 속도가 예상 대비 빨라지면 문제가 된다. 향후 BOJ가 시장 예상외의 긴축 행보를 펼친다면, 해당 나비효과가 야기하는 금융시장 여파를 예의주시해야 할 것이다. 따라서 4월 새 신임 총재 이후 BOJ 정책 기조를 확인할 필요가 있다.

시장이 원하지 않는 시나리오는 갑작스러운 YCC 정책 중단일 듯하다. 19년 이익 감익 구간에도 증시는 상승한 근본적인 이유 중 하나는 유동성(G4 대차대조표 전년비 상승)이 뒷받침되었기 때문이었다. 현재는 긴축행보를 보이는 여타 중앙은행들과 달리, BOJ가 유일하게 국채 매입을 유지하며 대차대조표를 확대 중에 있다.

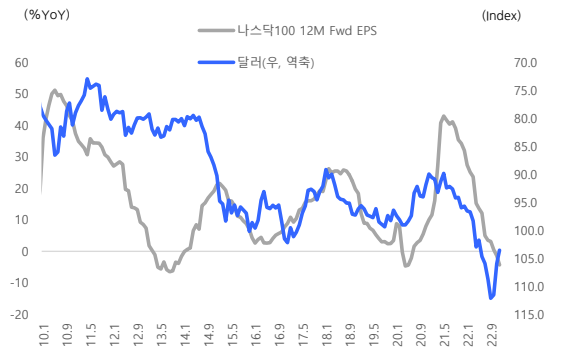
Key Chart

<그림1> 10월을 기점으로 선물시장 유로 & 엔 매수 포지션 확대 vs 달러 순매수 포지션 축소 중



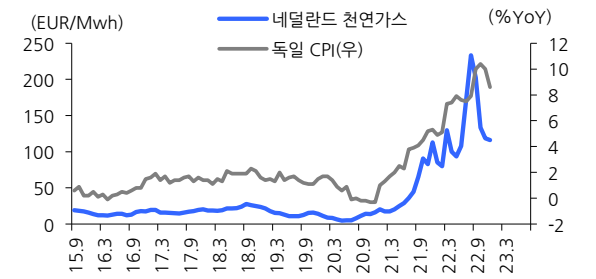
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림2> 달러, 작년 1월 수준까지 되돌림 & 주요 빅테크 기업들의 추가 이익 하향조정 가능성 제한적



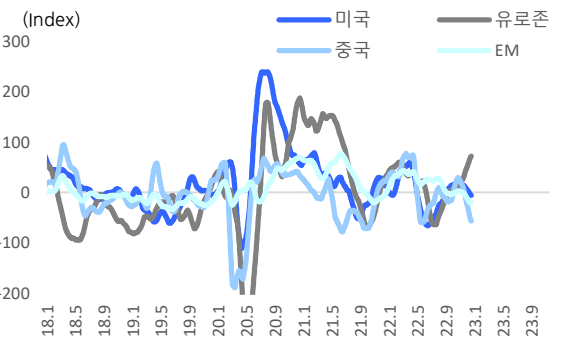
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림3> 천연가스 가격도 하방 압력이 높아진 가운데



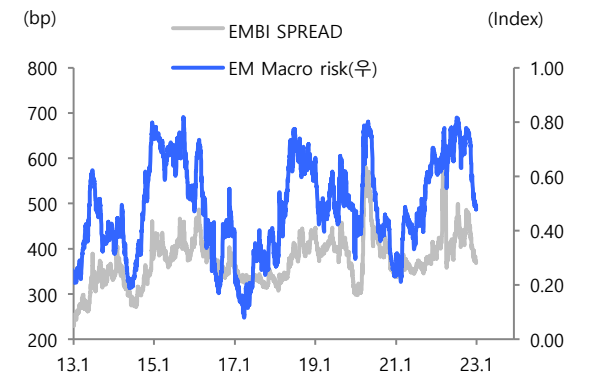
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림4> 주요국 서프라이즈 인덱스 추이: 우려했던 겨울 내 유로존 경제 모멘텀도 선방 중



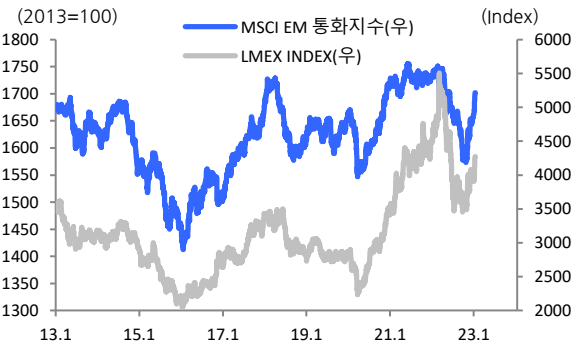
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림5> 우호적인 매크로 환경에 EM 국가들의 리스크 지표는 1월 이후 점차 낮아지고 있는 중



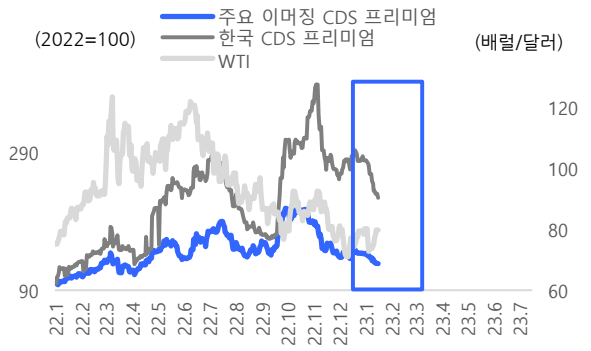
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림6> 경기 선행성을 띄는 원자재 가격 저점 확인 뒤 연초 이후 DM 대비 아웃퍼폼 중인 EM



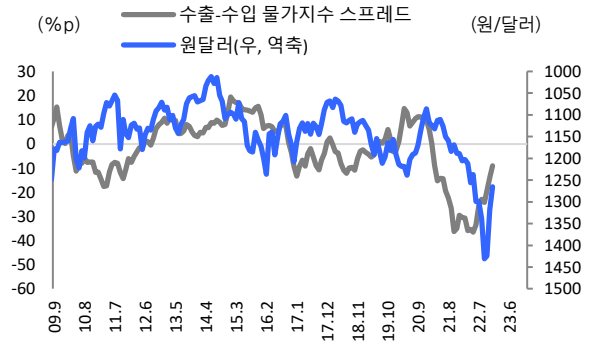
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림7> WTI 가격 하방압력이 제한적이지만 CDS 프리미엄 하락 속도가 여타 이머징 대비 가파른 이유는



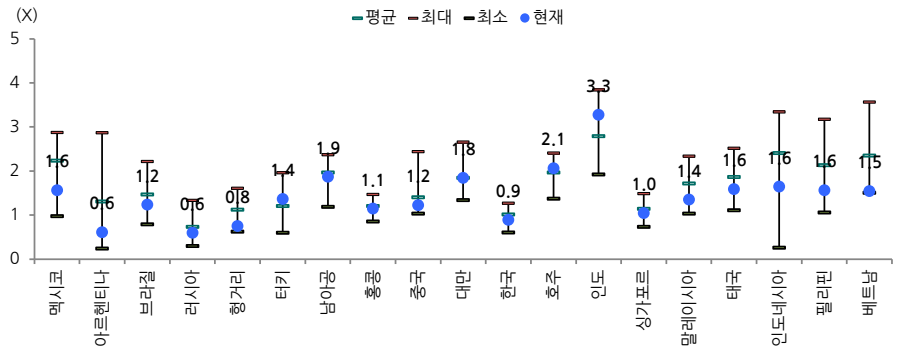
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림8> 수출-수입 물가지수 스프레드 축소가 기업 이익 부담을 일부 상쇄하고 있는 점에 기인



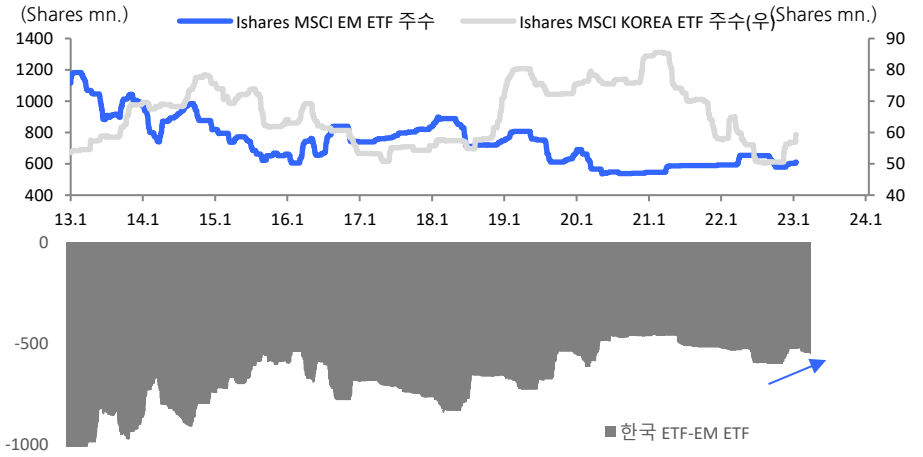
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림9> EM 국가 12M Fwd PBR 추이: EM 내 상대적으로 낮은 PBR도 매력적



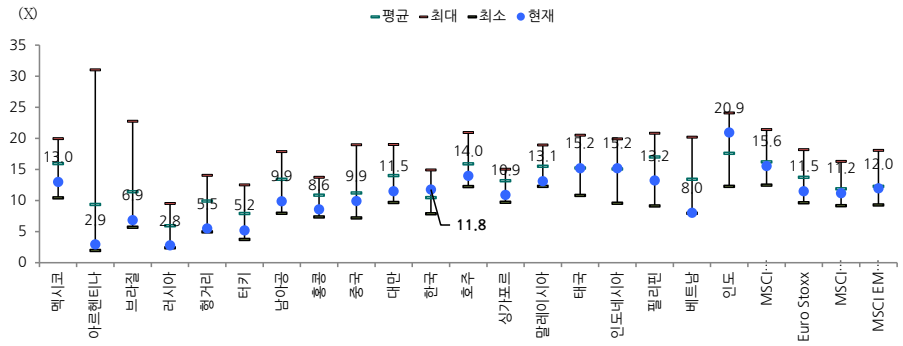
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림10> 22년 매(Hawk)를 먼저 맞은 만큼 저렴해진 국내 증시: 외국인 패시브 자금도 여타 EM 대비 상대적으로 빠르게 유입



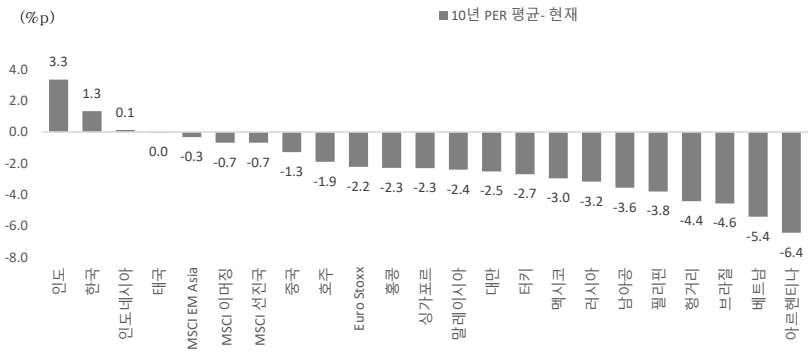
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림11> 다만 확인해야할 부분 1. 이익 하향조정이 상대적으로 빠르게 진행되며 밸류에이션은 EM 국가 중 상대적으로 부담: 현재 11.8배 수준



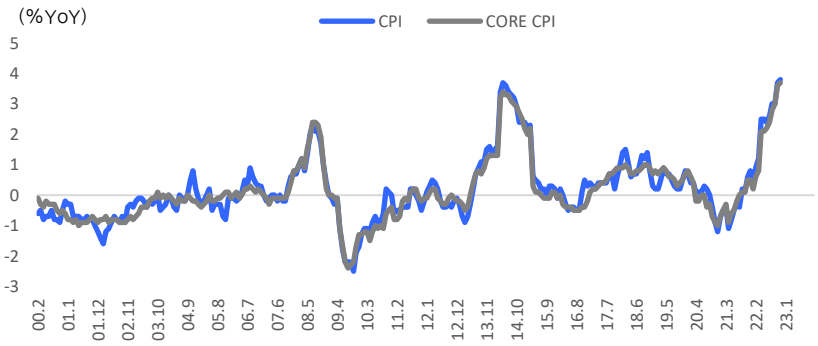
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림12> 10년 평균 PER 대비 현재가 높은 국가는 EM 내 인도, 한국, 인도네시아뿐



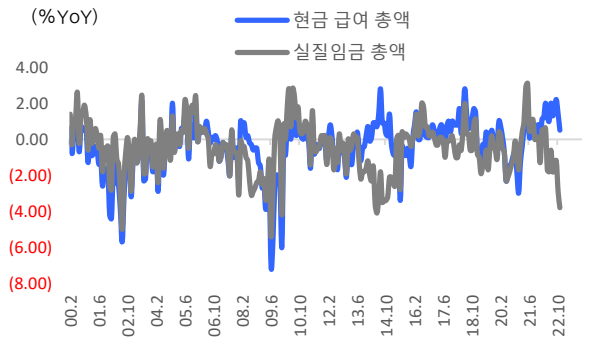
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림13> 확인해야 할 부분 2. 일본 BOJ의 스탠스 변화: 11월 CPI와 Core CPI, 전년동기 대비 각각 3.7%, 3.8% 상승하며 82년 이래 최고치



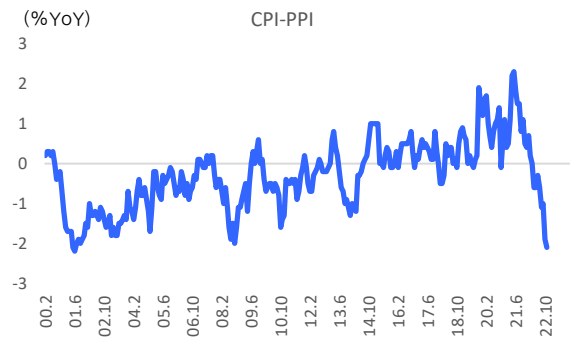
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림14> 아직은… 수요 견인 인플레이션이 아니라는 점에서 급격한 긴축 가능성은 제한



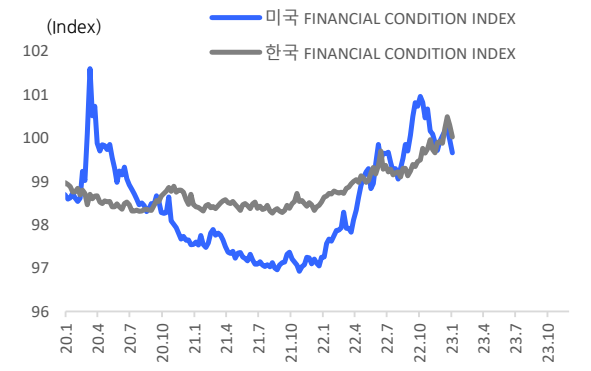
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림15> PPI 중 전력/도시가스 요금 급등을 야기하였던 원자재가격 & 수입 물가 부담은 점차 완화될 가능성



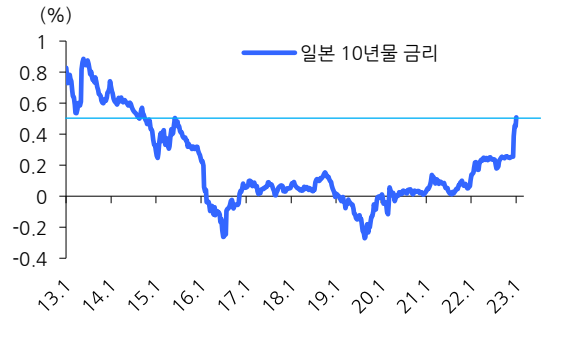
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림16> 다만 예상 외의 긴축으로 일본 국채 금리 높아진다면 시장 상승 동력을 제어할 가능성



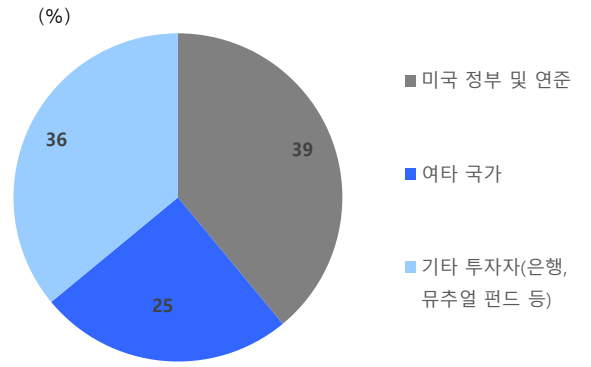
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림17> 4월 새 신임 총재 이후 BOJ 정책 기조 확인 필요: 이미 일본 10년물은 상단 밴드인 +0.5% 돌파



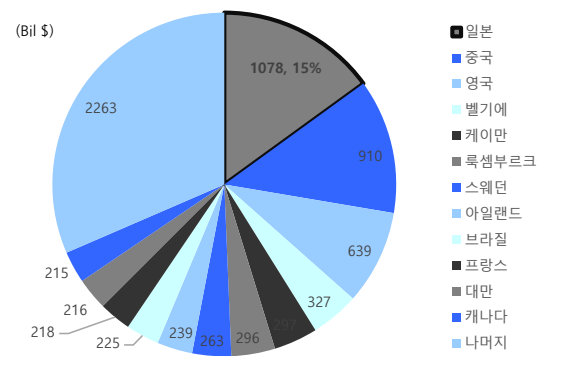
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림18> 미국채 보유 주체는 연준과 정부 비중이 가장 높지만



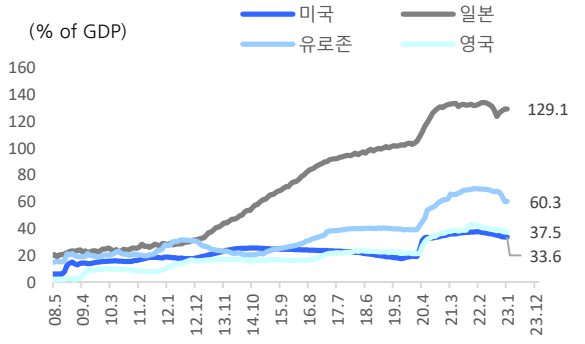
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림19> 국가별 미국채 보유액이 가장 큰 국가는 일본



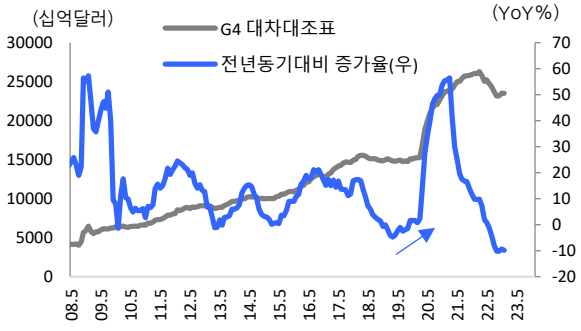
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림20> GDP 대비 자산매입 추이: 10월 반등한 BOJ 매입 규모 확대가 위험자산선호심리 일부 기여



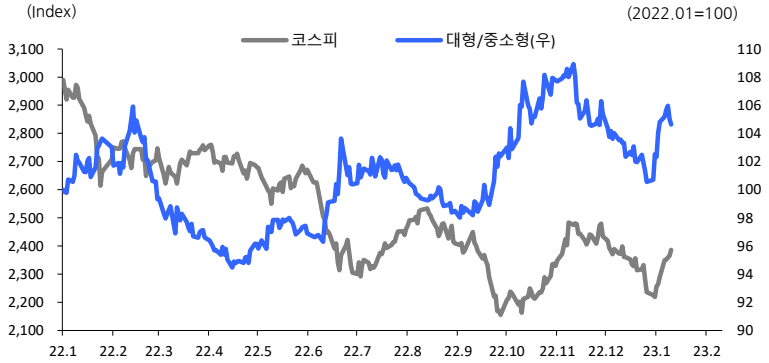
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림21> BOJ 스탠스가 중요한 이유: 19년 이익 하향 조정에도 유동성이 지지되며 증시는 상승



자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림22> 작년 하반기 이후 KOSPI가 쉬어 갈 때: 대형 대비 중소형주 성과 양호

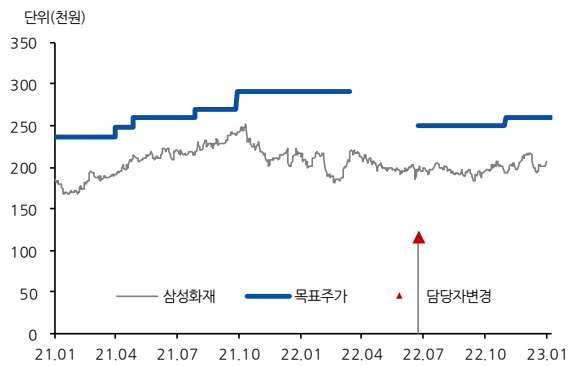


자료: Bloomberg, 현대차증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2020.08.19	BUY	237,000	-21.51	-12.87
2021.02.19	AFTER 6M	237,000	-21.27	-17.30
2021.04.16	BUY	247,000	-18.72	-14.37
2021.05.13	BUY	260,000	-17.35	-14.04
2021.08.13	BUY	270,000	-14.73	-10.00
2021.10.14	BUY	290,000	-26.75	-13.28
2022.04.14	AFTER 6M	290,000	-30.86	-26.03
2022.07.11	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2022.07.11	BUY	250,000	-21.42	-17.60
2022.11.18	BUY	260,000	-21.38	-16.35
2023.01.18	BUY	260,000		

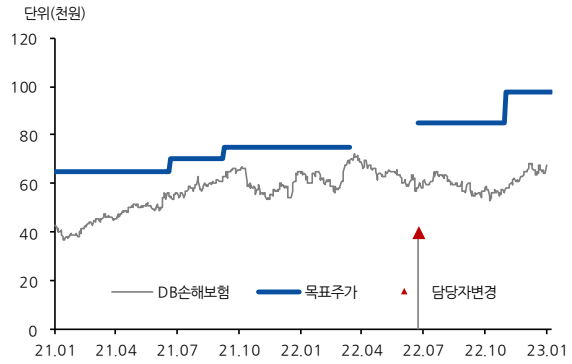
▶ 최근 2년간 삼성화재 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2020.08.13	BUY	65,000	-31.93	-25.38
2021.02.13	AFTER 6M	65,000	-26.80	-13.38
2021.07.07	BUY	70,000	-16.93	-10.00
2021.09.24	BUY	75,000	-19.30	-10.40
2022.03.24	AFTER 6M	75,000	-8.05	-6.80
2022.07.11	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2022.07.11	BUY	85,000	-30.70	-23.65
2022.11.18	BUY	98,000	-35.13	-30.51
2023.01.18	BUY	98,000		

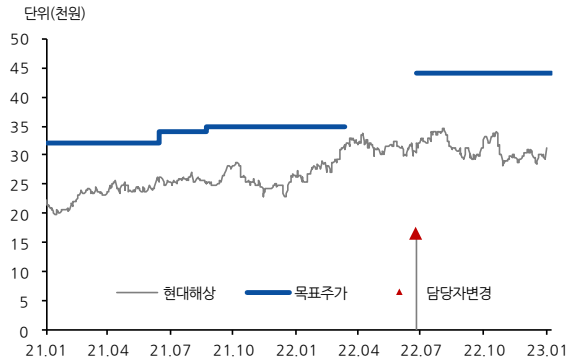
▶ 최근 2년간 DB손해보험 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2020.08.14	BUY	32,000	-28.42	-18.13
2021.02.14	AFTER 6M	32,000	-25.64	-18.13
2021.07.02	BUY	34,000	-24.59	-20.15
2021.09.09	BUY	35,000	-25.45	-17.43
2022.03.09	AFTER 6M	35,000	-13.92	-8.14
2022.07.11	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2022.07.11	BUY	44,000	-29.03	-21.48
2023.01.11	AFTER 6M	44,000	-31.79	-29.32
2023.01.18	BUY	44,000		

▶ 최근 2년간 현대해상 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

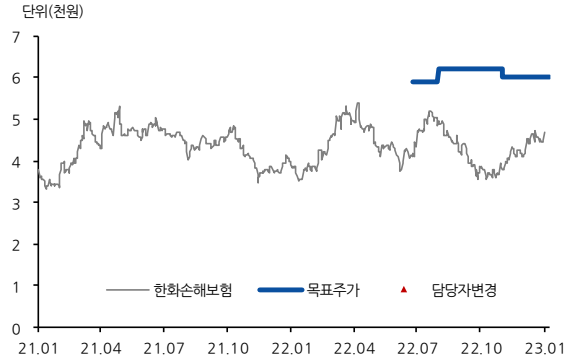
일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.07.11	BUY	47,000	-20.68	5.74
2023.01.11	AFTER 6M	47,000	10.85	13.62
2023.01.18	BUY	47,000		

▶ 최근 2년간 메리츠화재 주가 및 목표주가

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.07.11	BUY	5,900	-18.60	-12.20
2022.08.17	BUY	6,200	-33.71	-19.76
2022.11.18	BUY	6,000	-28.18	-21.33
2023.01.18	BUY	6,000		

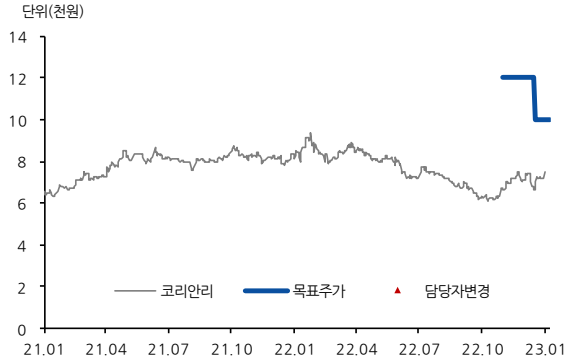
▶ 최근 2년간 한화손해보험 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.11.18	BUY	12,000	-30.51	-27.08
2023.01.03	BUY	10,000	-27.86	-25.40
2023.01.18	BUY	10,000		

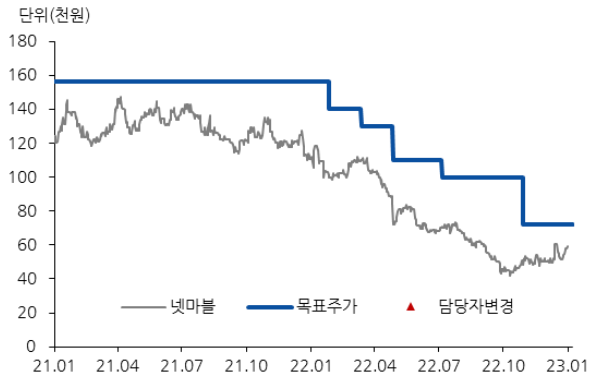
▶ 최근 2년간 코리안리 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2020.11.16	BUY	156,000	-17.14	-5.45
2021.05.16	AFTER 6M	156,000	-18.94	-7.37
2022.02.11	BUY	140,000	-25.19	-20.00
2022.03.29	BUY	130,000	-23.35	-14.23
2022.05.13	BUY	110,000	-32.83	-24.09
2022.07.21	BUY	100,000	-42.39	-26.50
2022.11.14	BUY	72,000		

▶ 최근 2년간 넷마블 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2022.01.01~2022.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175건	92.6%
보유	14건	7.4%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.