대신증권 Daishin Securities

2022년 1월 17일 월요일

Morning Meeting Brief

Macro

파월의 변심(pivot), 그 기저에는 고용이 있다

- 연준이 최근 보여준 통화정책 정상화 속도 강화는 단순히 물가 수준 외에도 물가를 진단하는 인식 전환이 기저에 자리함
- 종전까지 공급 압력으로 간주했던 고(高) 물가에 대한 평가가 수요측 요인이 반영됐다는 쪽으로 선회
- 물가와 함께 임금이 상승하고, 자칫 물가와 임금의 연쇄적인 상승(spiral)으로 이어질 수 있다는 우려가 반영
- 높아진 물가 문제에 대한 인식에도 불구하고 종전에 예상 수준과 비교할 때 기준금리 예상 상한 등이 높아질 가능성은 크지 않음

공동락 dongrak.kong@daishin.com

Macro

꺾인 美 소매판매, 고물가와 코로나 재확산 영향

- 12월 소매판매는 전월대비 1.9% 감소, 온라인 판매와 경제활동 재개 관련 항목 부진
- 코로나19 재확산세과 높은 물가 수준에 따른 소비심리 위축 및 실질소득 감소 영향
- 소매판매 부진 당분간 이어질 가능성, 그러나 반등 모멘텀 존재

이다은 daeun.lee@daishin.com

Macro

향후 미국 가계 소비여력에 대한 전망

- 자산소득과 이전소득 등 고려 시 미국 가계 소비여력은 지난해 대비 줄어들 가능성
- 임금소득은 확대되었으나 고물가 영향으로 당분간은 큰 영향 발휘하지 못할 것으로 예상
- 초과 저축액이 다른 감소 요인들을 상쇄할 수 있지만, 초과저축액이 소비로 이어질지는 미지수

이다은 daeun.lee@daishin.com

Fixed Income

1월 금통위: "기준금리 인상에도 여전히 완화적"

- 인상 시점을 놓고 적절한 타이밍에 대한 논란이었던 만큼 채권시장에 미치는 파급력은 제한적이라는 견해
- 물가에 대한 통화당국의 인식이 크게 달라진 것과 동시에 이번 금통위에서는 직접적인 기준금리 수준에 대한 언급도 집중적으로 이루어짐
- 한국 기준금리는 2분기까지 현 수준에서 그대로 유지되겠으나, 3분기에 한차례 더 인상 예상(2022년 연말 한국 기준금리 1.50% 전망)

공동락 dongrak.kong@daishin.com

Strategy

끝이 아닌 시작이라면?

- 경기에 대한 눈높이 조정이 최근 시작. 경기회복 기대가 선반영된 글로벌 금융시장의 변동성을 더욱 경계해야 하는 이유
- 리스크에 대한 민감도 높아질 가능성 높음. 투자심리 위축은 이제 시작국면이고, 리스크 지표는 반등국면에 위치해 있다고 판단
- 선진국 대비 펀더멘털 열위, 연초 수급 부담과 대형 IPO에 따른 수그 변동성 확대 가능성, 실적 불확실성이 KOSPI 등락에 변수가 될 것

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

Global Strategy

美 증시, 해석을 달리하기 시작하다

- 상반월 증시, 양적긴축에만 쏠린 걱정으로 부진. 現 경제지표 결과에 반응하고 있는 증시에 변화가 찾아와 하반월 증시 점차 안정 되찾을 것
- 1) 12월 CPI 발표 후, 인플레의 속박에서 벗어나기 시작한 증시, 2) 12월 실물지표 부진에도 전약후강의 상승세. 향후 낙관론 암묵적 반영 중
- 21.4분기 실적 시즌 돌입. 에너지, 소재, 산업재의 깜짝실적이 어닝시즌 분위기 바꿀 가능성. 휴먼 인프라 투자 법안 통과와 함께 긍정 요인

문남중 namjoong.moon@daishin.com

Commodity

2022 년 비철금속 시장 전망

- 비철금속 내 가격 차별화가 나타나
- 중국 경기 둔화 우려가 높아진 가운데 개별 수급 이슈가 발생했기 때문인 것으로 판단
- 상반기 비철금속 시장이 긍정적인 이유는 공급차질과 에너지 가격 상승으로 일부 제련부문의 생산 차질이 지속되고 있다는 점

김소현 sohyun.kim@daishin.com

산업 및 종목 분석

[4Q21 Preview] 한미약품: 기술료수익 및 자회사 호실적으로 기대치 상회 전망

- 투자의견 매수, 목표주가 340,000원으로 하향 조정(-15%)
- 4분기 연결 매출액 3,189억원(+15.0% yoy), 영업이익 372억원(-11.2% yoy, OPM 11.7%) 전망. Aptose에 기술이전한 HM43239 관련 기술료수익 인식 및 자회사 북경한미 실적 성장에 따라 컨센서스 매출액 3,061억원 및 영업이익 321억원 상회 전망
- 2022년 신약 파이프라인 FDA 허가 획득 및 임상 결과 발표가 중요. 롤론티스 1Q22 BLA 재신청 및 23년 미국 출시 기대, 포지오티닙 22년 하반기 미국 조건부허가 획득 기대

임윤진. yoonjin.lim@daishin.com

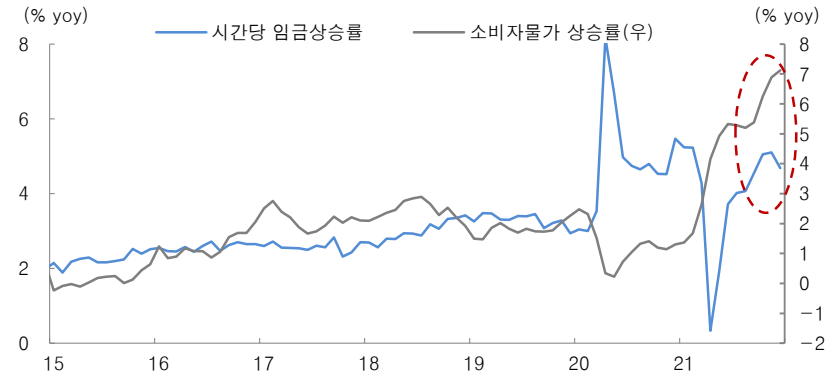
Macro

파월의 변심(pivot), 그 기저에는 고용이 있다

공동락 dongrak.kong@daishin.com

- 연준이 최근 보여준 통화정책 정상화에 대한 속도 강화는 단순히 물가가 높은 수준을 유지하고 있다는 사실 외에도 물가 문제를 진단하는 통화당국 차원의 인식 전환이 기저에 자리하고 있다는 판단이다.
- 종전까지 공급 측 물가상승 압력으로 간주했던 고(高) 물가에 대한 평가가 수요측 요인이 반영됐다는 쪽으로 선회함에 따라 변심으로 일컬어질 정도로 급격한 대응 수위 강화로 이어졌다는 견해다. 또한 이와 같은 변심의 기저에는 물가와 함께 임금이 상승하고, 자칫 물가와 임금의 연쇄적인 상승(spiral)으로 이어질 수 있다는 우려가 반영됐다는 볼 수 있다.
- 향후 물가가 올해 1분기를 기점으로 고점을 확인하고 하향 안정세로 전환된다고 하더라도 통화당국 차원의 인플레이션에 대한 경계는 추가로 더 지속될 것으로 전망한다.
- 다만 임금 역시 이미 상승세가 진정되는 양상을 보이고 있다는 점에서 구인난, 자발적 퇴직 증가 등과 같은 코로나19 이후 고용시장에서 나타난 불안 요인들이 추가로 더 확대되지 않는다면 통화당국의 물가에 대한 경계는 현 수준 이상으로 더 확산되지는 않을 것으로 보인다.
- 높아진 물가 문제에 대한 인식 수위에도 불구하고 이번 기준금리 인상 사이클이 종전에 예상했던 수준과 비교할 때 기준금리의 예상 상한 등이 높아질 가능성은 크지 않아 보인다. 단기적인 관점에서 금리 변동성 확대에 대한 위험 이외에 금리 수준의 급격한 레벨업에 대한 우려는 제한적이란 견해다.

미국 소비자물가 상승률과 임금상승률



자료: 미국 노동부, 대신증권 Research Center

Macro

꺾인 美 소매판매, 고물가와 코로나 재확산 영향

이다은 daeun.lee@daishin.com

12월 소매판매는 전월대비 1.9% 감소, 온라인 판매와 경제활동 재개 관련 항목 부진

- 12월 소매판매는 전월대비 1.9% 감소하며 0.1% 감소할 것이라는 시장 컨센서스보다 더욱 부진하였다. 고물가와 오미크론 영향으로 예상보다 소비심리가 더욱 위축되면서 대부분의 항목의 소비가 부진하였다(13개 중 10개 항목 감소).

- 이번 소매판매 감소에 가장 큰 영향을 미친 요인은 온라인 판매의 급감이었다. 물류 차질과 재고 부족 우려로 쇼핑시즌이 앞당겨지면서 11월 감소 전환한데 이어 12월 -8.7%로 감소폭이 더욱 확대되었다. 이에 따라 가구와 전자제품 판매가 전월대비 각각 5.5%, 2.9% 감소하였다.

- 또한, 12월 중 코로나19 확진자 수가 빠르게 증가하면서 외부 활동이 점차 줄어듦에 따라 11월 소폭 개선세를 보였던 스포츠·취미·도서(-4.3%)와 음식·주점(-0.8%) 판매가 다시 감소전환 하였다.

코로나19 재확산세과 높은 물가 수준에 따른 소비심리 위축 및 실질소득 감소 영향

- 연말 쇼핑시즌이 앞당겨지면서 10월 소비가 급증했던 것을 감안하더라도 12월 소매판매는 이례적으로 크게 감소하였다. 이러한 배경에는 12월 미국 소비자물가 상승률이 40년만에 최고치를 경신하면서 물가에 대한 부담이 커졌기 때문이다. 가계의 가처분소득은 계속 늘어나고 있지만 물가상승폭이 더욱 빠르게 확대되면서 가계가 실질적으로 느끼는 소득은 감소하고 있다(그림7).

- 또한, 12월 중 코로나19 확진자 수가 빠르게 급증함에 따라 외부 활동량이 감소하고 소비 심리가 위축된 부분이 복합적으로 작용하였다고 판단한다. 미국 정부가 코로나19 재확산세에 대해 최소한의 방역조치로 대응하고 있으나, 미국내 코로나19 신규 확진자 수가 100만명에 육박하면서 사람들의 이동량은 감소하는 추세이다.

소매판매 부진 당분간 이어질 가능성, 그러나 반등 모멘텀 존재

- 1월 소매판매는 전월 기저효과를 감안할 때 증가 전환할 가능성이 높으나, 12월에 영향을 미친 요인들이 현재까지 지속되고 있기 때문에 2021년 11월 수준을 회복하기는 어려울 것으로 예상된다.

- 소비자물가 상승률이 1분기에도 높은 수준을 유지함에 따라 가계의 실질소득은 마이너스 권역에서 유지될 것으로 예상된다. 더불어 미국 일부 지역에서는 소폭 둔화되는 조짐을 보이고 있지만 미국 전체적으로 코로나19 확산세가 지속되면서 이동량은 감소하고 있다. 이러한 영향으로 1월 미시간대 소비자심리지수는 68.8pt로 10년 내 두번째로 낮은 수치를 기록하였다.

- 문제는 오미크론과 고물가에 따른 영향이 줄어든다면 과연 미국 소비가 반등할 수 있는 여력이 충분하냐는 것이다. 현재 미국내 초과저축액과 가계 소득을 종합적으로 고려했을 때 소비여력은 지난해에 비해 줄어들고 있으나, 잉여저축액이 다른 소득 감소 요인들을 상쇄할 만큼 충분한 상황이다. 또한, 최저임금 인상으로 영구적으로 증가된 임금 소득분은 물가에 따른 영향만 줄어든다면 전반적인 가계 소비 증대 효과를 불러올 수 있다. 따라서 당분간은 미국 소비가 부진하겠지만 오미크론과 고물가에 따른 영향이 줄어들면 아직은 반등할 모멘텀은 있다고 판단한다.

- 다만, 경제 불확실성이 높은 상황에서 가계의 예비적 저축 성향이 강해지고 저축의 주체가 상류층이라는 점에서 저축이 그대로 소비로 이어질지는 미지수이다. 또한, 재정지원 감소(2021.12월 코로나 지원 법안 종료)나 금리 인상에 따른 부채부담 증가가 가계 심리 위축에 어느정도 영향을 끼칠지도 불확실한 상황이다. 따라서 소매판매의 증가·감소 요인이 상존하고 있기 때문에 소비가 추세적으로 둔화될 가능성도 배재할 수 없다.

Macro

이다은 daeun.lee@daishin.com

향후 미국 가계 소비여력에 대한 전망

- 12월 미국 소매판매가 5개월만에 감소 전환하였다. 고물가와 코로나19 재확산에 따른 영향이 강했지만, 미국 가계의 소비여력이 점차 줄어들고 있다는 신호일 가능성도 존재한다.

- [저축액] 코로나19 이후 가계소비여력을 측정할 때 대표적인 지표가 가계의 초과저축액이다. 현재 미국 가계 잉여저축액은 약 2.7조달러 정도로 추정되고 있다. 최근 저축률이 하락하면서 초과저축액 규모는 줄어들고 있지만 여전히 한달 소매판매액의 4.3배에 달하는 규모로 올해 미국 소비를 충분히 지탱하고 남을 여력이다.

- [이전소득] 다만, 지난해 미국 저축 및 소비의 핵심이었던 재정지원이 감소하고 있다는 점은 우려되고 있다. 바이든 행정부가 추진해오던 사회복지 인프라 법안이 좌초되면서 아동세액공제 등 대부분의 코로나 지원 법안이 지난해 12월로 종료되었다. 이에 따라 12월 미국 재정적자는 크게 축소되었으나 하류층을 중심으로 소비가 둔화될 가능성이 제기되고 있다. 해당 법안이 바이든 정부의 핵심 공약인 만큼 올해 협상이 재개될 것으로 예상되나 통과 여부는 불확실하며, 규모는 1.7조달러에서 축소될 가능성이 높다 .

- [근로소득] 더불어 노동자 우위의 고용시장이 지속되면서 가계의 근로소득도 증가하고 있다. 하지만 지난해부터 미국 CPI가 5~7%대의 상승률은 지속하면서 실질적인 소득은 감소하고 있는 상황이다. 미국 소비자물가가 당분간 높은 수준을 유지할 것으로 예상됨에 따라 고물가에 따른 소비심리 위축 압력은 지속될 것으로 예상된다. 그러나 임금소득의 하방경직성을 감안할 때 가계의 영구적인 소비 여력이 증가했다는 점에서 물가 둔화시 미국 소비를 견인하는 원동력이 될 것이라 판단한다.

- [자산소득] 연준의 금리인상에 대한 기대감이 강해지면서 30년 만기 모기지 금리도 1월 7일 3.52%로 코로나19 이후 최고치를 기록하였다. 이로 인해 올해 가계의 부채 상환 부담은 가중될 전망이다. 가계의 부채 상환 부담 증가는 소비를 줄이기도 하지만 주택 수요를 감소시켜 부동산 가격 하락을 통해 자산소득 감소로 이어질 수 있다는 점에서 간접적으로도 직간접적으로 소비감소에 영향을 미칠 것으로 예상한다.

- 누적된 초과저축액과 가계의 가처분소득을 종합적으로 감안했을 때 미국 가계의 소비여력은 지난해에 비해 줄어들고 있다. 초과저축액이 다른 소득 감소 요인들을 상쇄할 만큼 충분한 것은 사실이나, 경제 불확실성이 높은 상황에서 가계의 예비적 저축 성향이 강해지고 저축의 주체가 상류층이라는 점에서 저축이 그대로 소비로 이어질지는 미지수이다. 따라서 당분간은 미국 소비에 대한 불확실성이 지속될 것으로 판단한다.

Fixed Income

공동락 dongrak.kong@daishin.com

1월 금통위: "기준금리 인상에도 여전히 완화적"

- 1월 한국은행 금융통화위원회가 당사의 예상대로 기준금리를 기존 1.00%에서 1.25%로 0.25%포인트 인상했다. 이번 인상으로 한국 기준금리는 코로나19 충격으로 금리가 인하되기 직전 수준으로 복귀했고, 지난 8월 이후 3번째로 이뤄진 금리 인상이었다.

- 이번 결정을 놓고 앞서 채권시장에서는 의견이 서로 분분했다. 하지만 금리 인상 자체에 대한 시각 차이라기 보다는 인상 시점을 놓고 적절한 타이밍이 언제이냐에 대한 논란이었던 만큼 채권시장에 미치는 파급력은 제한적이라는 견해다. 또한 사실상 이주열 총재의 임기 중에 이뤄진 마지막 인상이란 시각으로 인해 기준금리 결정 자체가 주는 영향 역시 크지 않았다.

- 하지만 통화당국은 최근 부각되고 있는 글로벌 중앙은행 특히, 연준(Fed)의 통화정책 일정에 대한 새로운 변화와 종전까지 일시적이라고 평가했던 인플레이션에 대해 달라진 시각을 밝혔다. 또한 이번 기준금리 인상 사이클을 개시한 직접적인 원인으로 지목된 금융불균형 역시 여전하다는 입장을 피력했다.

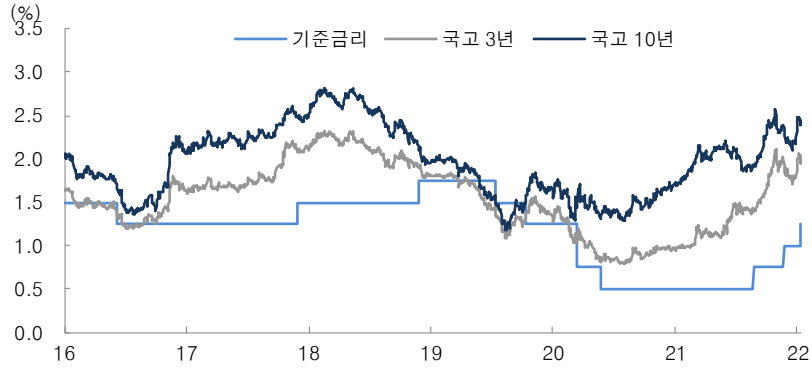
- 오미크론 변이와 같은 코로나19를 둘러싼 경제 전반의 부정적인 영향에 대해서도 통화당국은 기조적인 회복세는 지속되고 있다는 낙관적인 경기 인식을 강조했다. 아울러 감염병에 대해 경제주체들의 적응력이 높아지고 있으며, 현재 한국 경제의 구성 항목 가운데 가장 부진하다고 평가되고 있는 소비의 경우 서비스 소비 부진을 상품 소비가 대체하고 있다고 평가했다.

- 물가에 대해서는 한달여 만에 전망치를 올렸다. 최근 물가 상승 압력이 광범위하게 확산되면서 소비자물가 상승률이 상당 기간 3%대를 이어갈 것으로 진단하고, 연간으로도 2%대 중반을 상회할 것이라고 밝혔다. 지난 수정 경제전망에서 2022년 소비자물가 상승률이 2%를 기록할 것으로 예상한 것과 비교할 때 큰 폭의 전망치 상향이다.

- 경제 펀더멘털 요인 특히 물가에 대한 통화당국 차원의 인식이 크게 달라진 것과 동시에 이번금통위에서는 직접적인 기준금리 수준에 대한 언급도 집중적으로 이뤄졌다. 이번 인상으로 기준금리가 코로나 이전인 1.25%로 돌아갔지만 실물 경제 상황에 비해 여전히 완화적이라고 진단한 것과 동시에 현 수준에서 1차례 더 인상된 1.50%까지 기준금리를 높아진다고 하더라도 긴축으로 볼 수 없다고 밝혔다.

- 당사는 통화당국이 물가 전망 상향 등과 같은 변화 요인을 반영해 최근 중립금리 수준에 대한 전망 역시 상향했을 가능성이 높고, 그 결과 금리 레벨에 대한 언급이 종전보다 강력하게 이뤄졌다고 평가한다. 이에 당초 예상됐던 기준금리에 대한 전망도 조정했다. 올해 1분기 인상 이후 한국 기준금리는 신임 총재 임명 등의 일정이 진행될 예정인 2분기까지 현 수준에서 그대로 유지되겠으나, 3분기에 한차례 더 인상을 예상한다(2022년 연말 한국 기준금리 1.50% 전망).

한국 기준금리와 국고 3년, 10년 금리



자료: 한국은행, 금융투자협회, 대신증권 Research Center

Strategy

끝이 아닌 시작이라면?

이경민 kyoungmin.lee@daishin.com

- 글로벌 금융시장이 미국 통화정책, QT 이슈에 몰입되어 있는 동안 더 중요한 것을 놓치고 있다. 바로 글로벌 경기 흐름이다. . 매파적인 통화정책 스탠스는 여전한 가운데 경기 불확실성은 커지고 있다. 경기와 통화정책 간의 간극이 더 확대될 가능성을 경계해야 한다.

- 연초 이후 미국 경제지표는 부진한 흐름을 이어가고 있다. 미국 ISM 제조업 지수 예상치 하회, 미국 신규 고용자수 쇼크에 이어 지난 주말에는 소매판매, 산업생산, 미시간대 소비자신뢰지수 모두 예상치를 하회했다. 지난달 보다 경기둔화 양상이 뚜렷하다. 투자자들이 펀더멘털을 바라보는 눈높이가 높았다는 의미이자, 펀더멘털에 대한 기대가 실망감으로 전환될 가능성에 대한 경계를 강화해야 한다는 의미이다.

- 경기에 대한 눈높이 조정국면에서 투자심리는 더 위축될 수 있고, 리스크에 대한 민감도는 더 높아질 가능성이 높다. 투자심리는 중립적이고, 리스크 지표는 반등국면에 위치해 있다. CNN Money에서 제공하는 Fear & Greed Index는 시장의 투자심리를 잘 보여준다. 현재 Fear & Greed Index는 중립수준이다. 아직 심리적 변곡점은 아니라는 의미이자, 추후 심리적 변화가 클 수 있음을 시사한다. 필자는 현재 코로나19 상황과 향후 경제지표 향배를 고려할 때 공포구간으로 진입할 가능성이 높다고 본다. 투자심리 위축도 이제 시작국면에 위치해 있다고 생각한다.

- 다소 흔들리기는 했지만, 안정세를 이어가던 글로벌 금융시장이 흔들릴 경우 KOSPI 변동성 확대는 불가피하다. 오히려 더 약한 흐름을 보일 수 있다. 현재 신흥아시아, KOSPI는 선진국 대비 펀더멘털 열위국면에 위치해 있기 때문이다.

- GDP 성장률은 2021년 4분기에 이어 2022년 1분기까지 신흥 아시아가 G10보다 부진하다. 2022년 2분기 이후 신흥 아시아 GDP 성장률이 G10을 앞설 것으로 예상된다. 그 전까지는 신흥 아시아 금융시장이 G10보다 불확실성에 더 크게 흔들릴 가능성이 높다. 이익에 대한 기대 또한 신흥아시아, 한국이 약하다. 한국 12개월 Fwd EPS 상대강도(글로벌, 미국대비)는 하락세를 이어가고 있다.

- 게다가 KOSPI는 1월, 2월 수급부담을 감안해야 한다. 21년 수급 계절성의 변곡점(연말 배당락)을 통과한 이후 실제로 프로그램 매물과 공매도 강화가 진행 중이다. 이와 함께 LG에너지솔루션 IPO가 KOSPI 대형주 수급의 블랙홀이 될 수 있다. 시장 유동성이 제한적인 상황에서 시가총액 3위를 넘나드는 대규모 IPO라는 점을 감안해야 할 시점이다. 이러한 수급 변동성을 활용하려는 공매도, 선물매도가 강화된다면 KOSPI 변동성은 여타 주요국대비 커질 수 밖에 없다

- 이번에는 21년 4분기 실적시즌이 맞물려 있다. 21년 4분기 실적시즌은 매년 예상치를 크게 하회해왔다. 이미 4분기 영업이익 전망은 전월대비 2.4% 하향조정 중이다. 26개 업종 중 15개 업종 실적이 낮아지고 있다. 실적 불확실성이 KOSPI 등락에 또다른 변수가 될 수 있다.

- 반면, 2022년 연간 영업이익 전망은 상향조정 중(전월대비 +0.98%)이다. 전적으로 반도체의 힘에 의존한 것이다(전월대비 +6.1%). 반면, 전체 26개 업종 중 16개 업종에서 22년 실적 눈높이가 낮아지고 있다. 시장 전반적인 실적 개선 기대를 갖기는 어렵다고 판단한다. 그렇다고 반도체가 KOSPI의 분위기 반전을 주도하기도 쉽지 않다. 반도체 지수의 현재 레벨은 22년 연간 영업이익 전망 70조원 후반 ~ 80조원대를 반영하고 있다. 업황/실적 기대를 일정부분 선반영했을 가능성이 높다. 반도체의 업황/실적 개선이 가시화되고 있다는 점은 중장기 추세에 긍정적인 변화이다. 하지만, 당분간은 실적과 주가 간 괴리율 좁히기가 불가피하다.

Global Strategy

문남중 namjoong.moon@daishin.com

美 증시, 해석이 달라지기 시작하다

- 새해를 맞이해, 전진이라는 포효성을 질러야할 미국 증시가 불안과 걱정을 낳고 있다. 1월 S&500 수익률은 -2.2%(나스닥 -4.8%, 다우 -1.2%, 14일 기준)로 연초부터 하락세며, VIX지수도 투자자의 불안심리를 반영해 변동성이 커졌다. 조그마한 우려에도 전강후약의 일중 흐름이 빈번히 나타나, 호재보다 악재에 노출된 취약해진 투심을 반증했다.

- 1월 증시가 힘을 쓰지 못하는 바탕에는 12월 FOMC 의사록(5일)을 통해 양적긴축이 거론된데 기인한다. 아직 테이퍼링은 진행중이며, 기준금리 인상은 시행시점을 두고 갑을논박중인 상황이다. 기준금리 인상 후 시행될 양적긴축은 이제 논의되기 시작한 상황인데, 벌써부터 설레발을 치는 것은 선후관계가 잘못되어도 크게 잘못되었다. 연준의 통화정책 수순은 향후 물가와 고용 등 미국 경제상황에 맞춰 유연성있는 정책 실행을 할 것이다. 현재는 고물가 부담이 기준금리 인상 시점을 결정하는 동인이지만, 갑자기 고용이 무너질 경우 종속변수인 기준금리 인상과 양적긴축 시점은 늦춰질 수 있는 것이다. 아직 일어나지도 않은 일에 대해 걱정을 멈출 필요가 있다.

- 상반월 증시만 놓고 보면 연준의 양적긴축에만 쏠린 걱정으로 미국 증시는 부진했다. 하지만 1월 발표되고 있는 지난해 12월 경제지표 결과에 반응하고 있는 증시에 변화가 찾아왔다는 점에서, 하반월 증시는 점차 안정을 되찾을 것이다. 첫번째는 12월 소비자물가는 전년동월대비 7.0%로 전월치(6.8%) 상회와 예상치(7.1%)에 근접해 고물가의 경직성이 연속성을 가질 수 있는 상황이다. 하지만 증시는 전월대비 하락(0.5%, 11월 0.8%)에만 주목해, 물가를 긍정적으로 해석하기 시작했다. 즉 증시가 인플레의 속박에서 벗어나기 시작했다는 점이다.

- 두번째는 12월 소매판매는 전월대비 -1.9% 감소해, 전월치(0.2%)와 예상치(-0.1%)를 크게 하회했다. 12월 산업생산도 전월대비 -0.1% 감소해 전월치(0.7%)와 예상치(0.2%)를 하회했고 1월 미시간대 소비자신뢰지수 예비치(68.8P)는 전월치(70.6P)를 하회했다. 오미크론 확산과 인플레이션 우려에 소비심리가 악화된 경제지표 부진이었지만, 14일 미국 증시(S&P500 0.1%, 나스닥 0.6%, 다만 DOW -0.6%)는 전약후강의 상승세로 마감했다. 최근 12~15세 학생들에 대한 화이자부스터샷 접종 시작 등 향후 오미크론 확산세가 진정될 것이라는 낙관적론이 암묵적으로 반영되고 있는 것이다.

- 2021년 4/4분기 실적시즌의 포문을 연 JP모건, 시티그룹 실적 저조로 초반 분위기는 무거웠다. 이번 실적시즌의 관전 포인트는 비용상승을 가격전가를 통해 실적을 방어했던 에너지, 소재, 산업재의 깜짝실적이 어닝시즌 분위기를 바꾸는지 여부이다. 4/4분기 S&P500 EPS 증가율(YoY)은 22.4%로 이익모멘텀이 큰 섹터는 에너지, 소재, 산업재이다. 그 가능성이 큰 만큼, 어닝시즌이 중반을 맞이할수록 증시는 긍정적 해석으로 받아들일 것이다. 하반월 미국 증시에 1월 효과가 찾아오는 변수로서 휴먼 인프라 투자 법안 통과와 함께 역할을 해줄 것이다.

Commodity

2022년 비철금속 시장 전망

김소현 sohyun.kim@daishin.com

- 2021년 비철금속 시장은 에너지 시장 다음으로 수익률이 높았다. LME비철금속지수는 2021년 10월 역사상 최고치를 기록했다. 경제활동 재개에 따른 비철금속 수요 증대, 코로나19로 인한 물류난과 전력난에 따른 제련부문의 생산 차질이 비철금속 가격 상승 요인으로 작용했다. 그 결과, LME비철금속 재고 감소세도 지속되었다. 2021년 4월초에 LME비철금속 재고는 268만톤이었는데, 연말에 138.6만톤까지 감소했다.

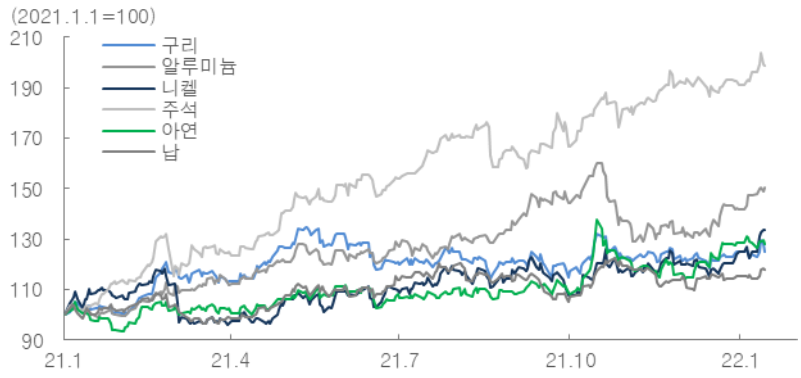
- 2022년 이후 LME 비철금속지수 수익률은 1.06%를 기록했다(현지시간 1월 14일 기준). CRB원자재지수와 S&P GSCI 에너지 지수의 수익률이 각각 5.33%, 8.77% 인 점을 감안한다면 낮은 수준이다. 비철금속 내 가격 차별화가 나타났기 때문이다. 니켈과 알루미늄 가격은 각각 6.92%, 6.02% 상승했지만 아연과 구리 가격은 각각 -0.37%, -0.01% 하락했다.

- 일부 비철금속만이 상승한 이유로는 중국 경기 둔화 우려가 높아진 가운데 개별 수급 이슈가 발생했기 때문인 것으로 판단한다. 중국의 제로 코로나 정책으로 고강도 봉쇄조치가 실행됨에 따라 지역 소비 및 생산이 줄어들 것으로 예상된다. 또한, 헝다 디폴트 사태 이후 중국의 부동산 침체 압력이 커진 상황이다. 중국 정부의 경기대응으로 2022년에도 경기 회복세가 이어질 것으로 예상되나 성장률은 4%대로 둔화될 것으로 전망되기 때문에 향후 중국의 비철금속 수요 동력은 약화될 것으로 보인다.

- 하지만 상반기 비철금속 시장이 긍정적인 점은 아직까지도 코로나19로 인한 공급차질과 에너지 가격 상승으로 일부 제련부문의 생산 차질이 지속되고 있다는 점이다. 중국은 세계 3대항인 닝보항을 부분폐쇄했으며, 다롄항에서도 오미크론 확진자가 확인되어 전세계 물류 차질 우려가 높아지고 있다. 또한, 12월 이후 에너지 가격이 다시 상승함에 따라 에너지 집약적인 비철금속 제련 생산도 영향을 받고 있다. 최근 유럽 내 4곳의 알루미늄 제련소가 전력 비용 증가로 인해 연간 생산 능력 중 50만톤 이상을 감산할 수 있다고 밝혔는데, 이는 LME 알루미늄 재고량의 56% 수준이다. 중국의 경우에도 친환경 정책으로 인해 알루미늄 신규 프로젝트들이 연기되고 있다.

- 반면, 니켈의 경우 전기차 생산이 증대됨에 따라 2011년 8월 이후 최고치를 기록했다. 12월 영국 신규 자동차 판매량 내 25%가 전기차였으며, 2021년 중국 전기차 판매량은 전년대비 169% 증대했다. 또한, 최근 니켈 광산 개발 소식은 시장에서 니켈의 스테인리스강과 전기차향 수요 전망이 밝다는 점을 방증한다. BHP는 탄자니아에서 니켈 광산 프로젝트 투자를 결정했으며, Tesla는 캐나다 Talson Metals와 니켈 공급 장기계약을 체결했다. IEA에 따르면, 파리기후협약을 이행하기 위해서 2040년 니켈 수요가 현재 수준보다 19배 증가할 것으로 예상한다.

2022년 비철금속 시장 내 가격 차별화가 나타나기 시작



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

한미약품 (128940)

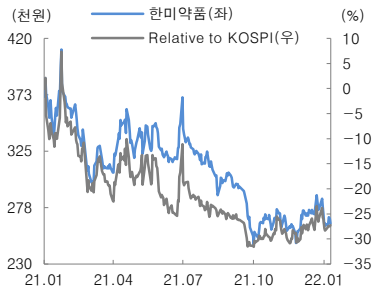
임윤진 yoonjin.lim@daishin.com
한송협 songhyeop.han@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	340,000 하향
현재주가 (22.01.14)	264,000 제약업종

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D

KOSPI	2921.92
시가총액	3,189십억원
시가총액비중	0.14%
자본금(보통주)	30십억원
52주 최고/최저	410,522원 / 246,215원
120일 평균거래대금	85억원
외국인지분율	13.27%
주요주주	한미사이언스 외 3 인 41.41% 신동국 외 1 인 9.14%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.2	-0.1	-20.1	-28.2
상대수익률	-1.0	2.1	-10.8	-22.6



기술료수익 및 자회사 호실적으로 기대치 상회 전망

투자의견 매수, 목표주가 340,000원으로 하향 조정 (-15%)

- 목표주가는 기술료수익을 제외한 2022년 EBITDA에 국내 상위 제약사 평균 12MF EV/EBITDA 15배로 하향 조정 반영한 영업가치 2조 7,187억원, 신약가치 1조 4,592억원 및 자회사 지분가치를 SOTP 방식으로 산출

4Q Preview: 기술료수익 및 자회사 북경한미 성장세로 기대치 상회 전망

- 4분기 연결 매출액 3,189억원(+15.0% yoy), 영업이익 372억원(-11.2% yoy, OPM 11.7%) 전망. Aptose에 기술이전한 HM43239 관련 기술료수익 인식 및 자회사 북경한미 실적 성장에 따라 컨센서스 매출액 3,061억원 및 영업이익 321억원 상회 전망
- [별도] 별도 매출액 2,456억원(+17.9% yoy), 영업이익 205억원(-20.8% yoy) 전망. HM43239 관련 기술료수익 148억원(+190.0% yoy) 유입 예상되며 주요 제품 고성장으로 내수 매출액 1,987억원(+12.7% yoy) 전망
- [북경한미] 매출액 793억원(+14.3% yoy), 영업이익 186억원(-2.6% yoy) 추정. 계절적 성수기 영향으로 양호한 성장세 이어질 전망
- [한미정밀화학] 항생제 수출 회복 더딘 상황이나 4분기 매출액 192억원(-24.5% yoy), 영업적자 22억원(적지 yoy)으로 전 분기 대비 소폭 개선 전망

2022년 신약 파이프라인 FDA 허가 획득 및 임상 결과 발표가 중요

- 롤론티스, 지난해 8월 CRL 수령 후 자료 보완 중으로 파악. 1Q22 BLA 재신청 예정이며 연내 평택 바이오 공장 재실사 후 2023년 미국 출시 기대
- 포지오티닙, 21년 12월 HER2 exon20 변이 NSCLC에 대해 신약허가신청서(NDA) 제출 완료. Fast track 지정 받아 허가심사 6개월로 단축되어 이르면 22년 하반기 미국 조건부허가 획득 기대
- [NASH 파이프라인] Dual agonist, 파트너사 머크가 진행 중인 임상 2상에 대해 연내 중간결과 발표 기대. Triple agonist, 연내 미국 임상 2상 주요 결과발표 기대되며 긍정적 결과 확인 시 기술이전 기회 확대 가능할 것으로 예상

(단위: 십억원, %)

구분	4Q20	3Q21	4Q21(F)					1Q22		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	277	303	296	319	15.0	5.2	306	300	11.0	-5.9
영업이익	42	37	29	37	-11.2	0.9	32	36	20.9	-2.7
순이익	28	23	21	24	-14.1	2.0	16	30	55.5	24.1

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,114	1,076	1,172	1,242	1,351
영업이익	104	49	120	135	152
세전순이익	83	22	101	115	130
총당기순이익	64	17	79	90	102
지배지분순이익	52	12	73	83	94
EPS	4,230	971	5,961	6,743	7,654
PER	67.5	370.3	46.3	40.9	36.1
BPS	58,759	59,262	64,793	71,068	78,255
PBR	4.9	6.1	4.1	3.7	3.4
ROE	7.3	1.6	9.6	9.9	10.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 한미약품, 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.