NH투자증권

NH Morning Meeting Brief

채권전략

채권(전략)/Weekly	뉴욕 연준 QT 시나리오 변경의 시사점	강승원/박윤정
채권(신흥국)/Weekly	이란의 '전략적 인내'로 중동 위기 안정화	전병하/엄서진
NH Geopolitics/Comment	중동 정세의 극적인 안정, 그러나 남아있는 불씨	전병하/엄서진
NH Geopolitics/Spot Comment	이스라엘의 이례적 대응, 미궁 속으로 들어가는 중동 정세	전병하

크레딧전략

크레딧(국내)/Weekly	태영건설 워크아웃, 마지막 관문(협의회) 대기	최성종

원자재/외환전략

외환(FX)/투자전략	대외와 대내의 괴리, 원/달러 환율 레벨은?	권아민

대체투자

글로벌 리츠/Weekly	1분기 리츠 실적 시즌 진입	홍지환

산업/기업분석

두산퓨얼셀 (Buy유지/TP:24,000원하향)	한번 더 기다려야 한다	정연승
현대건설 (Buy유지/TP:42,000원유지)	1분기 컨센서스 상회	이민재

해외주식

넷플릭스 (NFLX.US)	투자자의 알 권리 vs 사업자의 자신감	임지용
항서의약 (600276.CN)	다시 성장 궤도에 진입	조철군
Investor AB/Spot Comment	양호한 실적 유지	김동양

NH Morning Meeting Brief는 당사 Research 자료의 요약본입니다. 자세한 내용은 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 조회하실 수 있습니다.

- 동 자료상 투자의견이 제시된 기업 중 별도의 언급이 없는 한, NH투자증권은 해당기업의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

채권전략

채권(전략)/Weekly

강승원/박윤정 (02-2229-6421)

뉴욕 연준 QT 시나리오 변경의 시사점

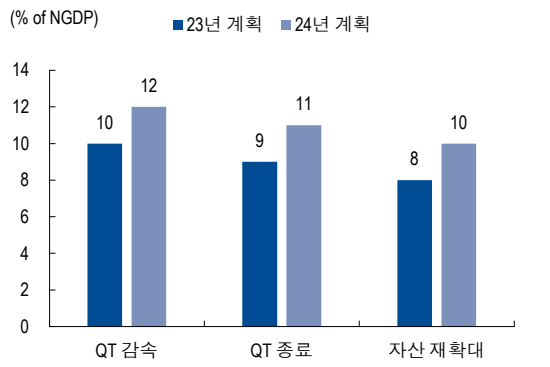
원문보기

뉴욕 연준의 QT 시나리오 업데이트에 따르면 6월부터 QT 감속, '25년 초 QT 종료 전망. 이는 재무부 채권 발행 예상액을 약 5,591억달러 축소하는 재료. 분기 평균 이표채 발행 규모(3,600억달러)를 감안하면 공급 부담 크게 축소

- **뉴욕 연준 QT 시나리오 변경의 시사점**
  - QT 종료는 크게 세 가지 단계로 이루어짐. 1) QT 감속, 2) QT 종료(만기 도래 물량만큼 재투자), 3) 명목 성장률만큼 연준 자산 재확대. '23년 4월 뉴욕 연은(QT를 실시하는 은행)은 해당 세 단계가 각각 명목 GDP 대비 은행 지급준비금 비중이 10%, 9%, 8%에서 시작될 수 있다고 밝힌 바 있음
  - 지난주 뉴욕 연은은 1년 만에 이를 업데이트하며 단계별 QT 조정 시점 기준을 12%, 11%, 10%로 각각 2%p씩 상향 조정. 뉴욕 연은의 가정치를 활용해 계산하면 '24년 2분기부터 QT 감속, '25년 초 QT 종료, '26년 초부터 연준 자산 재확대 시작. 이를 감안하면 5월 FOMC에서 구체적인 감속 계획 시사 후 6월부터 QT 감속 전망
  - 연준이 만기도래 채권에 대해 원금 상환을 받을 경우 원금 지급을 위해 재무부는 채권 발행에 나서게 됨. 즉, 연준이 명목 GDP 대비 2%만큼 QT를 덜 진행하겠다는 것은 재무부의 채권 발행이 해당 규모만큼 축소된다는 의미. '23년 4분기 명목 GDP 대비 2%는 5,591억달러. FY24 분기 평균 이표채 발행 규모가 약 3,600억달러 규모라는 점을 감안하면 QT 시나리오 변경은 상당한 수준의 공급 부담 축소를 의미
  - 2월 QRA 발표 당시 재무부는 '향후 이표채 발행을 늘리지 않을 수 있다'고 언급. 1분기 초과 세수가 예상되는 가운데 연준의 QT 규모까지 축소된다면 4/29 발표 예정인 QRA에서 이표채 발행 규모는 실제 축소될 가능성이 높다는 판단. 당사가 누차 강조했듯이 2분기는 유동성 축소 국면. 그러나 3분기에는 달러 유동성 축소가 멈출 가능성이 높음

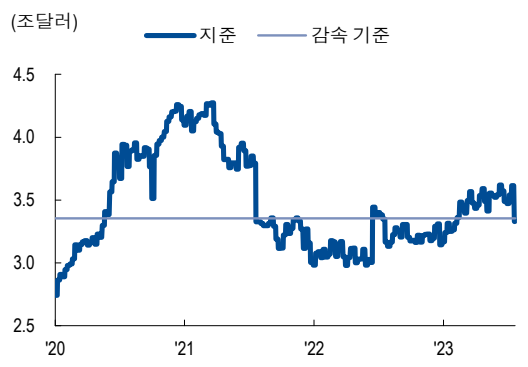
- **환율 문제는 공동 대응, 통화 정책은 탈동조화의 조건은?**
  - 지난주 한, 미, 일 재무장관 공동 선언문에서는 '최근 원화, 엔화의 급격한 절하에 대해 심각한 우려를 인지하고 있다'는 문구 삽입. 이는 환율에 대한 주요국 간 공동 대응 원칙을 보여준 것. 이와 동시에 지난주 라가르드 총재는 다시 한 번 6월 인하에 대한 입장을 재확인. 즉, 통화정책 차원에서는 이창용 총재의 표현대로 탈동조화 양상을 보인 것
  - 환율 문제는 공동 대응, 통화 정책은 탈동조화 되기 위한 조건은 달러 유동성이 시스템적으로 충분하게 유지되는 것. 3분기 달러 유동성 축소 마무리가 글로벌 정책 공조의 시작

연준의 QT시나리오 변경



자료: NY Fed, NH투자증권 리서치본부

미국 은행 지준과 감속 기준 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

채권(신흥국)/Weekly

전병하/엄서진 (02-768-7850)

이란의 '전략적 인내'로 중동 위기 안정화

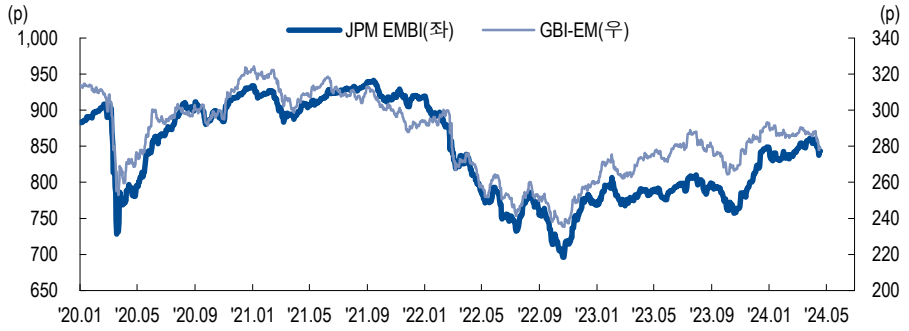
원문보기

이란의 '전략적 인내'로 중동지역의 위기는 안정 국면으로 전환. 갈등의 불씨는 남아있으나 리스크는 당분간 소강상태로 진입할 것. 신흥국 달러채권 스프레드는 여전히 고평가 영역에 위치, 중립적인 관점 유지

- **지정학적 이슈, 매파적 파월, 견조한 소비 지표로 채권시장, 높은 변동성**
  - 미국 소매 판매가 컨센서스를 2배 이상 상회한 가운데 파월의 매파적 발언은 미 금리의 상승세를 지속. 주 후반 중동 확전 우려로 아시아 시장에서 미국채 금리는 급락했으나 상황이 빠르게 종료되면서 낙폭을 줄임. 미 10년물 금리 전주대비 9.9bp 상승 마감
  - 중동의 지정학적 이슈와 연준의 금리 인하 사이클 진입 이연으로 자극된 Risk-off 심리에 신흥국 로컬채권 지수는 전주대비 1.23% 하락. 달러채권도 대외 금리 상승 영향을 받았으나 중동의 지정학적 이슈 완화로 확대되었던 스프레드가 되돌림을 기록, 이에 전주 대비 -0.68%로 마감

- **이란의 '전략적 인내'로 중동 위기 안정화**
  - 이란이 이스라엘의 반격에 대해 재반격을 하지 않기로 하는 '전략적 인내'를 단행. 이스라엘은 지정학적 위기를 촉발시킴으로 인해 대내외적 이익을 확보한 반면 미국과 이란은 일정부분 손해를 본 셈. 여전히 이스라엘-하마스 전쟁은 지속 중이기 때문에 불씨는 여전히 남아있다고 판단됨. 신흥국 채권시장은 지정학적 리스크 완화가 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상되나 이미 밸류에이션은 고평가 영역이므로 반등세는 제한적일 것

신흥국 채권 지수 추이



자료: 연합인포맥스, NH투자증권 리서치본부

NH Geopolitics/Comment

전병하/엄서진 (02-768-7850)

중동 정세의 극적인 안정, 그러나 남아있는 불씨

원문보기

이란의 '전략적 인내'로 이스라엘-이란 갈등은 극적으로 안정을 되찾았음. 그러나 여전히 이스라엘-하마스 전쟁은 현재진행형이며 여러 합의책 역시 미봉책에 그칠 가능성이 높아 불씨는 여전히 잔존하고 있음을 유의해야 할 것임

- **1차: 네타냐후의 돌파구, 지정학적 리스크 확대**
  - 4월 13일 이스라엘의 무리한 공격으로 이스라엘과 이란 사이의 갈등이 고조. 네타냐후가 대내외적인 불리함을 극복하기 위해 던진 미끼로 판단. 이란은 제한된 공격으로 미국을 자극하지 않는 선에서 대응하였고 미국은 이스라엘의 재반격을 원치 않는다는 의견을 표명하며 안정을 추구하는 모습을 보임

- **2차: 이스라엘 재보복, 이란의 '전략적 인내'**
  - 이스라엘은 이란에 대해 재보복을 감행하여 큰 충격을 안겼음. 그러나 이란 측이 이스라엘의 재보복을 감내하는 '전략적 인내'를 선택함으로써 지정학적 리스크의 스노우볼이 확산되는 것을 막았음

- **여전히 남아있는 불씨**
  - 결국 이번 전쟁에서 이익을 취한 것은 위험을 감수한 이스라엘의 네타냐후가 유일. 미국은 중재자로서의 역할이 약화되었고 이란은 표면적으로는 손해를 보았기 때문. 결과적으로 이스라엘과 이란의 갈등이 무마되고 있다고 하더라도 여전히 이스라엘과 하마스 간의 전쟁은 진행중이므로 불씨는 여전히 잔존
  - 바이든 행정부는 대선 이전 이 전쟁의 출구를 찾기 위해 라파 지역의 지상전을 비롯하여 사우디를 이용한 외교적 안정 방안 등을 동시에 찾고 있음. 그러나 어느 쪽을 선택하든 중동 지역의 불확실성이 구조적으로 해결되기는 어려운 상황으로 지정학적 갈등의 불씨는 여전히 잔존하고 있다고 판단됨

NH Geopolitics/Spot Comment

전병하 (02-768-7850)

이스라엘의 이례적 대응, 미궁 속으로 들어가는 중동 정세

원문보기

- **만족할 줄 알았던 이스라엘의 이례적 대응**
  - 미국 ABC 뉴스 및 이스라엘 예루살렘 포스트는 이란과 시리아, 이라크 등지와 이란 핵 프로그램에 중요한 시설이 있는 지역 근처에서 폭발음이 들렸다고 보도했음. **전일 미국 측이 이스라엘이 대이란 보복 포기를 대가로 가자지구 라파에 대한 공격을 수용하겠다는 입장을 발표하면서 중동 정세는 소강국면으로 진행되는 듯했으나 이스라엘은 무리한 전쟁을 지속할 것으로 보이는 선택을 단행**

- **다시 한 번 레드라인을 넘어선 이스라엘**
  - 이란 핵 시설을 이스라엘이 타격하는 것은 최악의 시나리오로 이스라엘은 이란의 레드라인을 확실하게 넘어선 꼴이 되었음. 이란이 핵개발에 몰두한 과정을 고려했을 때 이 같은 공격은 이란의 핵 협상 가능성을 배제하고 이란의 핵개발을 가속화하는 결과를 낳을 것으로 예상됨. 아울러 직접적인 공격에 대해 이란 측의 반격은 당연한 수순으로 중동지역의 불안정성은 대폭 확대될 것으로 판단됨

- **작은 승리에 만족하지 않은 네타냐후, 향후 정세는 미궁 속으로**
  - 이번 이벤트는 단순히 중동 정세의 혼란이 심화되었다는 것에 그치지 않고 미국 바이든 대통령의 리더십에 큰 의문을 제기한 셈이 되었음. 바이든 대통령은 지난주 충돌 당시에 이러한 혼란을 억제하고자 이스라엘 측에 작은 승리를 선사하면서 상황의 주도권 내지는 통제력을 갖고자 하였음. **당사는 지난주 스팟 코멘트를 통해 네타냐후가 작은 승리에 만족할지 여부가 향후 전개 과정에 중요하다고 주장한 바 있고 이번 공격으로 네타냐후는 이에 만족하지 않음이 명확해졌음.** 미국의 지역 내 안보상황 안정시도가 모두 무위로 돌아간 것이 분명해진 만큼 앞으로 이란 측 역시 미국의 의견에 동의하지 않을 가능성이 높아졌음. 따라서 미국은 억지력을 갖기 위해 다양한 방법을 고민하게 될 것이나 향후 정세는 미궁 속으로 빠져들고 있으며 이란의 대응 여부에 따라서 중동지역의 열전 가능성도 높아졌다고 판단됨

크레딧전략

크레딧(국내)/Weekly

최성종 (02-768-7217)

태영건설 워크아웃, 마지막 관문(협의회) 대기

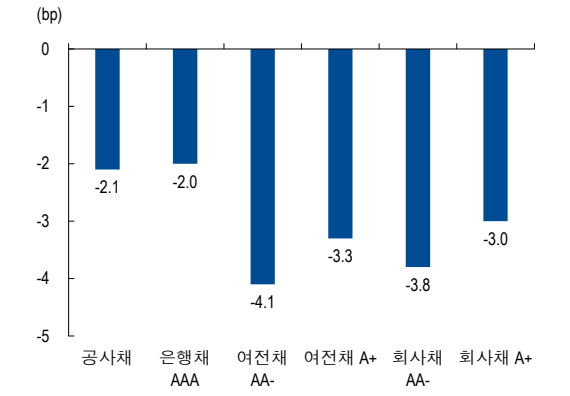
원문보기

신용 스프레드 전 섹터에서 축소되며 강세 지속. 태영건설 기업개선계획 의결이 예정되어 있으며, 전체 부동산 PF 사업장 정상화 계획 발표 예정. 부동산 PF 사업장 옥석가리기 본격화 속 하위 건설사 및 제2융권에 대한 경계감 점증할 것

- **신용 스프레드 전 섹터 축소, 금리 인하 기대감 속 캐리 수요 지속**
  - 크레딧 신용 스프레드는 전 섹터에 걸쳐 축소되며 강세 지속. 기준금리 인하 시기와 폭은 다소 후퇴했으나, 연내 기준금리 인하 기대감 속 크레딧물에 대한 수요는 안정적인 모습. 동일등급 회사채 대비 신용 스프레드 레벨이 높은 여전채 AA-, A+등급 축소가 컸음
  - 지난주 수요예측 실시 기업들은 모집예정금액을 크게 상회하는 자금을 확보. 이번 주 수요예측은 비우호적인 산업 내 기업들이 있어, 우호적인 수요 지속 여부를 가늠할 수 있을 것. 레벨 부담 감안할 때 캐리 수요하 섹터별 선별적인 신용 스프레드 축소 시도 예상

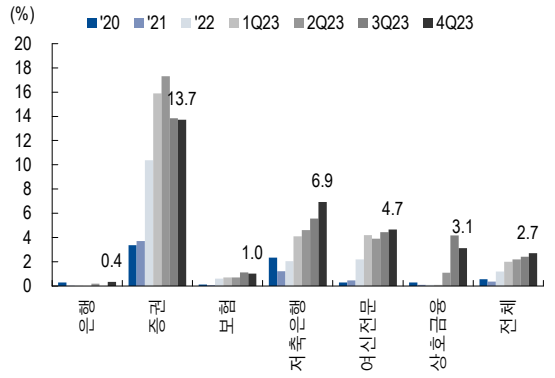
- **태영건설 기업개선계획 의결, 전체 부동산 PF 사업장 '옥석가리기' 시동**
  - 지난 1월 워크아웃을 개시한 태영건설에 대한 기업개선계획(PF사업장 처리방안, 재무구조 개선방안 등) 의결이 4월 30일 예정. PF사업장 처리방안의 경우 본PF 중 1곳, 브릿지론 중 9곳이 경·공매로 분류되어 중·후순위 채권자 동의 여부가 중요. 주채권자와 PF 대주단 협의를 통해 처리방안이 마련된 만큼 기업개선계획 통과 가능성은 높다는 판단
  - 전체 부동산 PF 사업장 정상화 계획도 발표될 예정이며, 하반기부터 본격적으로 전체 부동산 PF 사업장에 대한 '옥석가리기'가 진행될 전망. 브릿지론 단계 사업장 중심으로 경·공매 활성화가 주된 방향이 될 것. 경·공매 물량 증가할 가능성 존재
  - 저축은행 경·공매 활성화 방안 마련, 상호금융업권 대손충당금 적립 비율 강화 등 부실자산 정리 및 손실흡수능력 강화를 유도. 시스템 리스크 전이 가능성은 제한적이나, 부동산 사업환경 여건 개선을 기대하기 어려운 상황 속 하위 건설사 및 제2금융권에 대한 펀더멘털 저하 경계감은 점차 높아질 전망

국내 크레딧 신용스프레드 변화



자료: 인포맥스, NH투자증권 리서치본부

금융기관 부동산 PF 대출 연체율 추이



자료: 금융위원회, 한국은행, NH투자증권 리서치본부

원자재/외환 전략

외환(FX)/투자전략

권아민 (02-768-7505)

대외와 대내의 괴리, 원/달러 환율 레벨은?

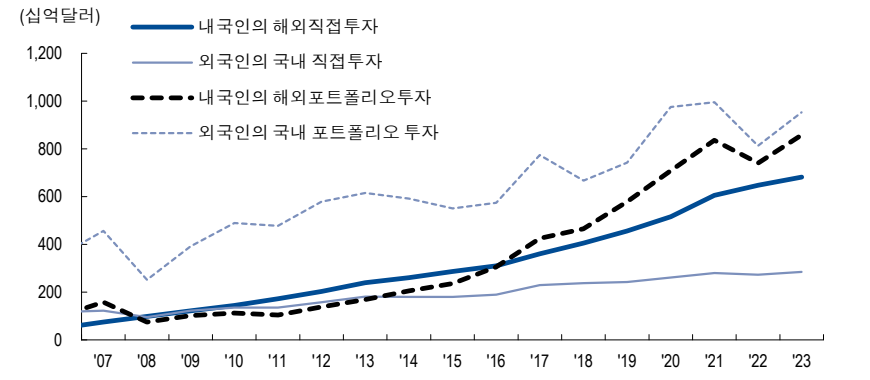
원문보기

원/달러 환율은 작년보다 변동성이 낮은데 레벨은 더 위에 있음. 올해 한국 내수 전망은 더 악화된 가운데 Fed 전망과 연동되어 한국은행의 기준금리 인하 기대는 축소. 펀더멘털 부담 속 해외투자로 인한 달러 수요는 더욱 늘어난 상황

- **과한 쏠림? 단순 심리? 보다 이유 있는 달러화 강세**
  - 4월 이후 원화 가치의 낙폭이 가장 크다. 한미일 공동 구두개입에 환율의 추가 상승세는 잦아든 모습이다. 다만 현 상황이 원화만의 약세가 아니라 달러 강세 영향권에서 나타나고 있는 만큼 개입 경계만으로 주요국 환율의 방향성 전환을 말하기는 이르다고 판단된다.
  - 지금은 미국 우위의 글로벌 구도 속 지정학적 불안이 더해진 상황으로 유가발 변동성이 상존한다. 공급 측 이슈에 따른 에너지 가격 변동성은 자원 수입국에 악재다. 특히 2020년 이후 수입물가와 통화 가치 간 연동이 크게 강해진 모습인데, 특히 일본과 유로존, 그리고 한국에서 그 연결고리가 두드러진다. Fed와 달리 ECB의 금리인하 기대 확산에 따라 미-독 실질금리 차이가 확대되고 있는데, 일본이 긴축을 단행했음에도 미-일 실질금리 차이가 확대됐다. 안전자산 선호 심리는 거들 뿐, 미국(달러) 우위 장세가 지속될 전망이다.

- **친구(Fed) 따라 강남(금리인하 기대 축소)가면… 원/달러 환율은?**
  - 최근 환율 변동폭(일간 고가-저가)은 지난 2년과 비교해 크지 않다. 그럼에도 2023년 연고점(1,363원)은 훌쩍 넘어섰다. 2022년에는 급격한 원화 약세 속 한은의 기준금리 인상이 단행됐으나 올해는 환율 방어를 위해 통화정책이 긴축으로 갈 만한 상황도 아니다. 연내 금리인하 기대가 줄고 있긴 하지만 이는 Fed 재료와 맞물린 것으로 민간소비 전망은 더욱 악화되고 있다. 이 가운데 내국인의 해외투자는 포트폴리오 투자 중심으로 더욱 가팔라졌다. 즉 펀더멘털 악화 속 해외투자로 인한 달러화 수요가 확대되고 있다는 점을 고려하면 큰 틀에서 원화 약세 분위기가 지속될 것으로 판단된다.

2023년 12월, 최근 일주일 통화가치 변화



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

대체투자

글로벌 리츠/Weekly

홍지환 (02-768-7939)

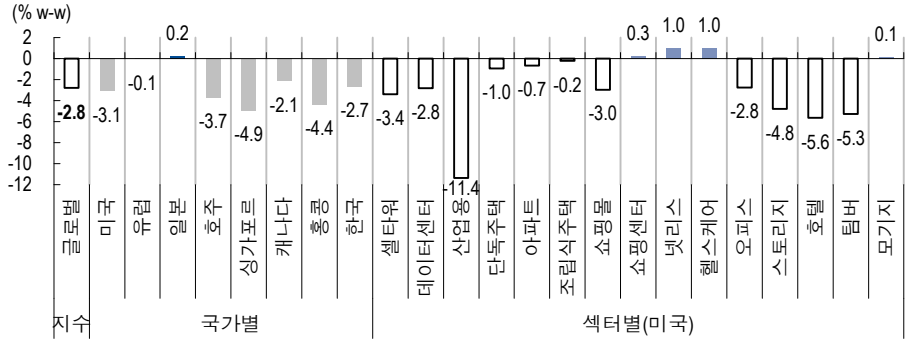
1분기 리츠 실적 시즌 진입

원문보기

- **미 연준위원들의 매파적 발언이 이어지면서 글로벌 리츠 지수 -2.79%**
  - 4월 셋째 주 글로벌 리츠 지수 총 수익률 -2.79%. 높은 물가 지표에 미 연준이 고금리 장기화를 사실상 공식화하면서 국채 금리가 급등한 점이 부정적으로 작용. 국가별 리츠 지수는 대체로 하락했으나, 일본과 유럽 리츠 지수는 상대적으로 견조한 성과를 기록

- **미국 리츠: 1Q24 실적 발표 결과에 따른 성과 차별화 진행**
  - CCI(미국 셀타워)는 컨센서스에 부합하는 분기 실적을 발표했으며 연간 가이던스도 기존 수치 유지. 50% 이상 줄어든 미국 통신사 5G 투자 규모에 아직 회복세가 확인되지 않는다고 언급. SLG(미국 오피스)은 컨센서스를 대폭 웃도는 실적을 공시했으나 서프라이즈의 상당분은 맨해튼 오피스 리파이낸싱 관련 할인 부채 상환 이익. 해당 일회성 손익을 제거했을 땐 오히려 컨센서스를 11.7% 하회
  - PLD(미국 산업용)가 올해 실적 가이던스를 1.3% 하향 조정하자 미국 산업용 리츠 섹터 전반적으로 주가 변동성 확대. 임차인들의 신규 임대 결정 지연에 따른 수요 둔화가 가이던스 하향의 주요 원인으로 향후 2~3개 분기 동안 이러한 상태가 지속될 수 있다는 가정 반영. 다만 중장기적으로 이연 수요가 누적되고 신규 공급은 급감함에 따라 2024년 하반기 이후 수급 모멘텀이 변화할 가능성 존재. 올해 가이던스는 축소되었지만 PLD는 토지 확보 능력, 자금 여력을 바탕으로 3Q23부터 신규 물류센터 개발에 선제적으로 투자 중

국가별/섹터별 리츠 총 수익률 지수(주간 성과, 1W%)



주: 2024년 4월 19일 종가 기준, FTSE EPRA Nareit 지수 기준
자료: Nareit, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

산업/기업분석

두산퓨얼셀 (336260.KS/Buy유지/TP:24,000원하향/CP:18,850원)

정연승 (02-768-7882)

한번 더 기다려야 한다

원문보기

'24년 매출액 추정치 하향. 일반수소발전 입찰 시장 영향에도 국내 및 해외 일부 프로젝트 더딘 진행 상황 반영. 목표주가를 24,000원으로 11% 하향. 하반기부터는 연료전지 생산량 증가로 수익성 회복 기대

- **예상보다 더딘 외형 증가 속도**
  - 투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 기존 27,000원에서 24,000원으로 11% 하향. 목표주가는 2024년 매출액에 글로벌 발전용 연료전지 기업 및 EPC 기업의 평균 PSR 4.4배를 적용하여 산출
  - '24년 매출액 추정치를 5,080억원으로 기존 추정치 대비 27% 하향하였으며, 고정비 부담 및 저수익 상품 매출 반영으로 영업이익 193억원으로 큰 폭으로 하향. 국내의 경우, 일반수소발전 입찰시장에 따른 연료전지 매출이 계획대로 나타날 예정이나, RPS(신재생에너지발전의무화) 제도 관련 국내 연료전지 프로젝트 및 중국향 매출이 계획보다 더디게 진행되는 점을 반영
  - 다만, 일반수소발전 입찰 시장으로 연간 100MW 규모의 신규 수주가 가능하며, 청정수소발전 입찰 시장 및 분산에너지특별법 등을 통해 30~40MW 추가 수주를 기대. 유지보수를 감안 시, 국내에서 연간 최소 5,000억원 매출 확보 가능. 해외 연료전지 수출 여부에 따라 추가 성장 여력 존재. 수익성 측면에서는 저수익성 상품 재고가 정상화되는 '25년부터 영업이익률 6~7% 수준으로 회복 전망

- **1분기, 연료전지 매출 부진 전망, 고정비 부담 지속 불가피**
  - 1분기 매출액 496억원(-0.7% y-y), 영업이익 7억원(-78% y-y, 영업이익률 -1.4%)을 기록하면서 시장 컨센서스 수준의 실적을 기록할 전망. 연료전지 제조 및 납품 매출액이 부진한 가운데, 유지보수 중심으로 매출액 기록되어, 고정비 부담 여전. 재고자산 부담은 하반기로 가면서 해소되어 운전자본 부담 완화 전망

두산퓨얼셀 1분기 실적 Preview (K-IFRS 별도) (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E					2Q24F
					예상치	y-y	q-q	기존추정	컨센서스	
매출액	49.9	49.2	45.6	116.2	49.6	-0.7	-57.4	49.9	48.2	116.2
영업이익	3.2	0.5	0.7	-2.7	0.7	-77.6	흑전	3.2	0.2	1.3
영업이익률	*6.4*	*1.0*	*1.4*	*-2.3*	*1.4*			*6.4*	*0.4*	*1.1*
세전이익	1.8	-2.2	-2.9	-9.2	0.8	-52.6	흑전	1.1	-4.4	-0.4
(지배)순이익	1.9	-0.3	-0.8	-9.3	0.9	-51.7	흑전	-0.2	-0.1	-0.6

자료: 두산퓨얼셀, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

현대건설 (000720.KS/Buy유지/TP:42,000원유지/CP:33,250원)

이민재 (02-768-7895)

1분기 컨센서스 상회

원문보기

주택부문의 원가 부담은 계속되는 가운데 견조한 매출 덕분에 1분기 실적은 컨센서스를 20% 이상 상회. 낮아지는 주택부문 매출과 수주 비중으로 부동산 관련 위험은 차차 줄어들 것으로 예상

- **주택을 보완하는 나머지**
  - 현대건설에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 42,000원 유지. 투자의견과 목표주가를 유지하는 이유는 국내 부동산의 회복 가능성이 낮아 주택부문 위험은 여전히 크지만, 북미의 계열사 공장 증설, 중동과 동유럽의 프로젝트 확대로 이를 상쇄하는 중이기 때문. 신규 원전 프로젝트는 한국, 불가리아, 루마니아 등으로 점차 확대될 전망. 참고로 목표주가를 유지하는 이유는 12개월 이동평균 EBITDA를 8% 상향했지만, 줄어든 순현금을 반영했기 때문
  - 2024년 별도기준 주택부문 원가율은 기존 추정치대로 93%를 기록할 것으로 예상되며, 개선되는 시점은 2025년으로 전망. 다만, 2025년 주택부문 원가율은 과거보다 높은 91%에 불과할 것으로 예상. 이는 작년부터 시작된 주요 현장의 원가율이 회복되긴 했지만 과거보다 높은 수준이고 매출 비중도 적기 때문

- **매출 확대로 인한 이익 개선**
  - 연결기준 1분기 매출 8.5조원(+42% y-y), 영업이익 2,509억원(+45% y-y)으로 컨센서스와 당사 추정치를 20% 이상 상회. 이는 별도기준 주택부문의 매출 이 큰 폭으로 증가했고, 국내외 원가율 역시 개선됐기 때문. 현대건설 별도기준과 현대엔지니어링의 주택 부문 원가율은 각각 93%, 95%를 기록. 참고로 주택부문 원가율이 악화된 지 2년 이상 됐기 때문에 해당 현장들의 매출 비중은 점차 줄어들 전망

현대건설 1분기 실적 Review (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P					2Q24E
					발표치	y-y	q-q	당사추정	컨센서스	
매출액	6,031	7,163	7,859	8,598	8,545	41.7	-0.6	7,155	7,489	8,298
영업이익	174	224	244	144	251	44.6	73.6	198	201	223
영업이익률	*2.9*	*3.1*	*3.1*	*1.7*	*2.9*			*2.8*	*2.4*	*2.7*
세전이익	227	240	277	196	303	33.7	54.5	168	232	193
(지배)순이익	131	165	165	75	155	18.5	107.2	126	131	154

자료: 현대건설, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

- 당사는 '현대건설' (을)를 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.

해외주식

넷플릭스 (NFLX.US/TP Consensus:657.4달러/CP:555.0달러)

임지용 (02-768-7350)

투자자의 알 권리 vs 사업자의 자신감

원문보기

광고 사업 성과와 TAM 확장이 여전히 중요한 가운데, AI 활용도 증가에 따른 광고 효율 개선, 콘텐츠 제작 비용 감소 등을 감안 시 중장기 투자 매력은 여전

- **궤도에 오른 플랫폼 사업자가 거치는 자연스러운 과정**
  - 광고 요금제와 계정 공유 금지 정책으로 Q의 재성장을 이끌어내면서 주가 역시 연초 대비 긍정적인 흐름을 보였음. 다만, 핵심 지표 비공개가 투자자들의 우려를 야기하며 주가는 9% 하락. 데이터 비공개 변화는 궤도에 오른 OTT 플랫폼 사업자가 거치는 자연스러운 과정으로 해석. FCF 창출 능력과 콘텐츠 수급 능력이 이미 입증됐기 때문에 크게 우려할 사항은 아님. CTV(Connected TV)로의 TAM 확장, 광고 사업 성과가 여전히 중요한 주가 동인. AI로 광고 효율 개선을 전망하고, Sora 같은 생성형 AI의 활용으로 콘텐츠 제작 비용과 시간이 대폭 줄어들 것을 감안하면 동사의 중장기 수혜가 예상됨. 생산성이 극도로 향상된 미래 사회에서 늘어나는 잉여 시간에 콘텐츠와 엔터테인먼트 소비는 증가할 것

- **2025년부터 유료 가입자 수 및 ARM 분기별 공시 중단**
  - FY2024 1분기 매출액은 93.7억달러(+14.8% 이하 y-y)로 컨센서스(92.9억달러) 상회. 가입자 순증 933만명(가이던스 상회) 기록. 광고 요금제 가입자 수 65% q-q 증가한 점도 고무적. 장기적으로 광고 요금제 구독 수수료와 광고 매출의 합이 비광고 요금제 매출액과 비슷한 수준으로 성장할 것으로 기대. 2025년부터 유료 가입자 수와 ARM 공개 중단을 발표하면서 주가는 9% 하락 마감. 동사는 수익 및 현금흐름 창출, 요금제 다변화에 따라 가입자 수보다는 매출액과 영업이익률이 더욱 중요한 재무 지표라고 판단. 격년 발간하는 시청시간 관련 참여도(Engagement) 보고서의 정기성에 대해 더욱 쉽게 성과 확인 가능한 방법 또한 고려 중이라고 언급. 2024년 2분기 가이던스는 매출액 94.9억달러, EPS 4.68달러 제시

넷플릭스 FY2024 1분기 실적 Review (단위: 백만달러, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P				2Q24E
					발표치	y-y	q-q	컨센서스	컨센서스
매출액	8,162	8,187	8,542	8,833	9,370	14.8	6.1	9,285	9,546
영업이익	1,714	1,827	1,916	1,496	2,633	53.6	76.0	2,444	2,497
영업이익률	*21.0*	*22.3*	*22.4*	*16.9*	*28.1*	--	--	*26.3*	*26.2*
세전이익	1,469	1,679	1,909	1,148	2,615	78.0	127.7	2,340	2,397
(지배)순이익	1,305	1,488	1,677	938	2,332	78.7	148.7	2,003	2,036

주: 12월 결산 기업, GAAP 기준
자료: 넷플릭스, FactSet, NH투자증권 리서치본부

항서의약 (600276.CN/TP Consensus:57.1위안/CP:42.4위안)

조철군 (02-2229-6721)

다시 성장 궤도에 진입

원문보기

약가 인하 영향으로 인해 제네릭 매출 감소했으나 신약 판매 증가가 2023년 매출 성장을 견인. 집중구매 정책과 정부의 규제에 대한 우려가 피크아웃한 가운데 실적 개선에 힘입은 주가 상승 기대

- **VBP 정책 영향이 약화되면서 다시 성장 궤도에 진입**
  - 중국 관련 당국의 집중구매 정책(VBP)에 따른 약가 인하 영향으로 인해 동사는 2021~2022년 2년 연속 역성장을 기록. 다만 2023년부터 약가 인하 영향이 약화되면서 실적 개선. 중국 제약사 주가에 가장 큰 하방 압력으로 작용해온 집중구매 정책과 정부의 의료계 반부패 척결 등과 관련된 우려는 피크아웃. 중국 주식시장 전반의 투자심리 부진이 주가 상승 폭을 제한할 전망이나 신약 매출 증가에 따른 실적 개선과 함께 완만한 주가 상승세 이어질 것
  - 2023년 PD-L1 면역관문억제제 단클론항체 아데브렐리맙(Adebrelimab, SHR-1316)을 포함한 동사의 7개 신약이 중국 당국의 승인을 받았으며 올해에도 최대 8개 신약이 승인을 받게 될 전망

- **약가 인하에도 신약 판매에 힘입어 2023년 실적 성장세 전환**
  - 4Q23 매출액 58.1억위안(+8.9% y-y), 지배지분 순이익 8.3억위안(+13.1% y-y) 기록해 시장(Wind) 컨센서스를 하회. 2023년 연간 매출액(228.2억위안)과 지배지분 순이익(43.0억위안)은 전년 대비 각각 7.3%, 10.1% 증가. 집중구매 정책 영향에 따른 약가 하락으로 인해 2023년 제네릭 매출액 감소했지만 신약 매출액이 106.4억위안으로 전년 대비 22.1% 증가하면서 매출 성장을 견인
  - 1Q24 매출액 60.0억위안(+9.2% y-y), 지배지분 순이익 13.7억위안(+10.5% y-y) 기록하는 등 실적 회복세 이어져

항서의약 FY2024 1분기 실적 Review (단위: 백만위안, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24P				2Q24E
					발표치	y-y	q-q	컨센서스	컨센서스
매출액	5,492	5,676	5,845	5,806	5,998	9.2	3.3	6,101	6,330
영업이익	1,344	1,226	1,371	969	1,636	21.7	68.9	1,378	1,149
영업이익률	*24.5*	*21.6*	*23.5*	*16.7*	*27.3*	--	--	*22.6*	*18.2*
세전이익	1,325	1,188	1,300	855	1,503	13.4	75.8	1,536	1,414
(지배)순이익	1,239	1,069	1,166	829	1,369	10.5	65.2	1,419	1,272

주: 12월 결산 기업
자료: 항서의약, Wind, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Investor AB/Spot Comment

김동양 (02-768-7444)

양호한 실적 유지

원문보기

- **1Q24 실적: 시장수익률 7%p 상회**
  - Investor AB(INVEB.SS)의 1분기 실적은 영업이익 693억크로나(+102% y-y), 지배주주순이익 670억크로나(+104% y-y). 분기말 NAV(순자산가치)는 전분기 말 대비 12% 증가한 9,151억크로나. 1분기에 상장자회사(순자산의 68%)는 항공기 및 자동차 자회사 Saab의 주도로 가치변화 +10%, 비상장자회사 Patricia Industries(22%) 총수익률 +18%, 투자기관인 EQT펀드(10%) 가치변화 +12% 등 총주주수익률 +15%로 시장수익률(SIXRX)을 7%p 상회

- **활발한 사업 포트폴리오 조정과 ESG 경영 강화**
  - 1분기 중 사업포트폴리오 조정으로는 상장 제약자회사 AstraZeneca의 Fusion Pharmaceuticals 및 Amolyt Pharma 인수, 상장 건설기계자회사 Epiroc의 부품사업부 물적분할 등
  - 2023년 말 기준 온실가스 배출량(Scope1&2), 2016년 기준 대비 65% 감소하여 '2030년까지 70% 감축' 목표에 근접. 지속가능성 제고 진행 중

Investor AB FY2024 1분기 실적 Review (단위: 백만크로나, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P				2Q24E
					발표치	y-y	q-q	컨센서스	컨센서스
매출액	46,584	61,358	2,531	74,839	82,334	76.7	10.0	N/A	N/A
영업이익	34,269	48,440	-10,381	61,006	69,293	102.2	13.6	N/A	N/A
영업이익률	73.6	78.9	-410.2	81.5	84.2			N/A	N/A
세전이익	33,112	45,654	-10,691	60,410	66,999	102.3	10.9	N/A	N/A
(지배)순이익	32,848	45,343	-11,090	59,944	67,034	104.1	11.8	N/A	N/A

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

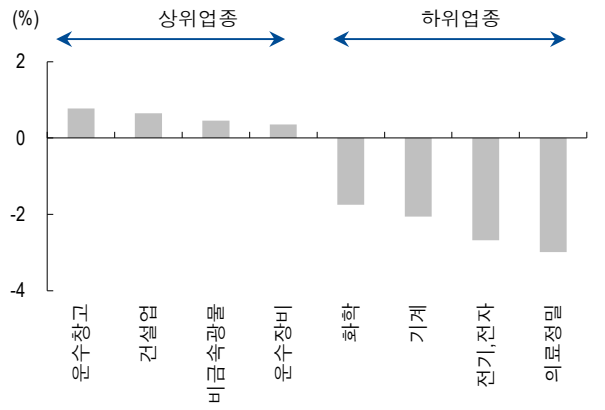
Domestic Market

Trading Summary		Index 19-Apr	18-Apr	17-Apr	16-Apr	15-Apr	Performance/Spread 1Day	1Week	1Month	1Year
거래소	주가지수(P,%)	2,591.86	2,634.70	2,584.18	2,609.63	2,670.43	-1.63	-3.35	-3.65	1.12
	거래량(백만주)	809	479	414	570	562	331	262	263	272
	거래대금(십억원)	14,045	10,571	9,779	12,258	10,507	3,474	2,436	2,430	3,926
코스닥	주가지수(P,%)	841.91	855.65	833.03	832.81	852.42	-1.61	-2.16	-5.56	-4.95
	거래량(백만주)	1,101	957	931	931	837	144	228	126	12
	거래대금(십억원)	9,021	7,774	7,959	8,423	8,175	1,247	787	-1,115	-889
투자자별순매수(순매도)										
거래소	외국인(십억원)	-344	574	-165	-268	-239	-344	-441	7,166	21,657
	국내기관(십억원)	-667	25	-214	-236	-27	-667	-1,119	-4,045	-5,536
	개인(십억원)	925	-605	360	494	244	925	1,419	-3,264	-17,108
코스닥	외국인(십억원)	-358	260	-31	-158	-68	-358	-356	-122	1,802
	국내기관(십억원)	109	63	95	-10	-30	109	226	-525	-5,052
	개인(십억원)	249	-311	-60	185	109	249	172	1,034	7,403

주: 투자자별순매수의 Performance/Spread는 해당 기간 동안의 누적순매수

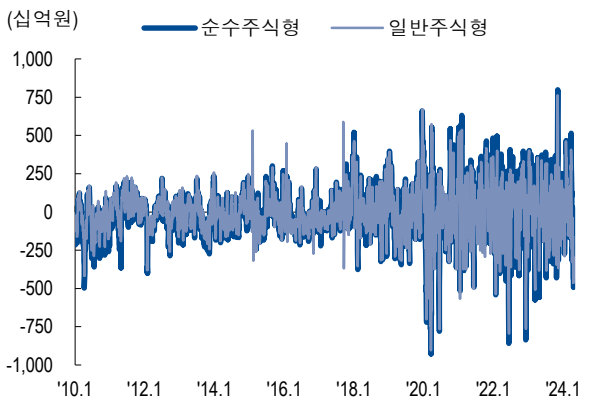
Market Indicators	19-Apr	18-Apr	17-Apr	16-Apr	15-Apr	1Day	1Week	1Month	1Year
3년만기 국고채(%,%P)	3.47	3.43	3.48	3.47	3.44	0.04	0.06	0.10	0.13
3년만기 회사채(AA-)(%,%P)	3.98	3.96	4.01	4.01	3.98	0.02	0.02	-0.02	-0.16
콜금리(%,%P)	3.51	3.52	3.49	3.42	3.49	-0.01	0.01	-0.02	0.03
시가총액(조원)	2,513	2,554	2,503	2,524	2,583	-41.02	-83.71	-99.30	68.94
원/달러 환율(원,%)	1,382.20	1,372.90	1,386.80	1,394.50	1,384.00	0.68	0.49	3.16	4.49
원/100엔 환율(원,%)	889.77	898.36	901.91	897.43	894.80	-0.96	-0.03	0.33	-9.08
증시주변자금									
고객예탁금(십억원)	-	55,060	55,269	57,597	56,668	-	125	2,214	2,412
미수금(십억원)	-	993	965	958	938	-	39	43	765
신용잔고(십억원)	-	19,055	19,284	19,219	19,151	-	-129	-200	-1,033
순수주식형수익증권(십억원)	-	108,843	108,648	109,293	110,606	-	-2,469	-702	11,036

Daily Sector Performance



자료: KRX

Domestic Equity Fund Flow



자료: AMAK, Zeroin

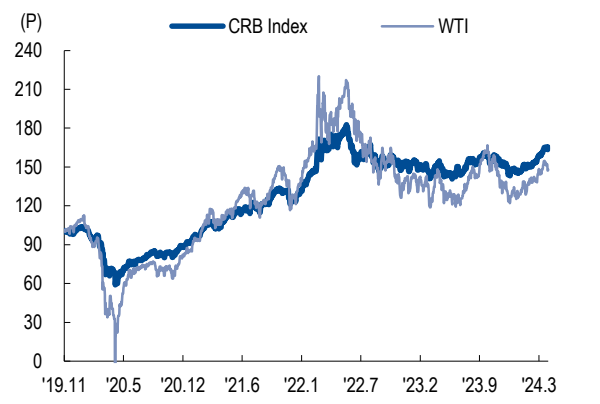
Global Market

해외주요증시		Index 19-Apr	18-Apr	17-Apr	16-Apr	15-Apr	Performance/Spread 1Day	1Week	1Month	1Year
미국	NASDAQ(P,%)	15,282	15,602	15,683	15,865	15,885	-2.56	-5.52	-5.47	25.74
	S&P500(P,%)	4,967	5,011	5,022	5,051	5,062	-1.09	-3.05	-4.08	19.55
	Dow Jones(P,%)	37,986	37,775	37,753	37,799	37,735	0.62	0.01	-2.87	11.80
유럽	영국(P,%)	7,896	7,877	7,848	7,820	7,966	0.61	-1.25	2.04	-0.17
	독일(P,%)	17,737	17,837	17,770	17,766	18,027	-0.18	-1.08	-1.39	11.68
아시아	일본(P,%)	37,068	38,080	37,962	38,471	39,233	-2.35	-6.21	-7.34	29.34
	대만(P,%)	19,527	20,301	20,213	19,902	20,450	-3.39	-5.83	-1.66	23.05
	중국(P,%)	5,747	5,804	5,750	5,744	5,856	-0.05	-2.26	-0.58	-17.94
	인도(P,%)	73,088	72,489	72,944	72,944	73,400	0.20	-1.56	1.49	22.37
라틴	멕시코(P,%)	55,863	55,739	55,416	55,797	55,984	0.81	-1.24	0.57	2.72
	브라질(P,%)	125,124	124,196	124,171	124,389	125,334	0.77	-0.65	-1.89	17.86
국제금리 및 환율										
금리	미국채 10년(%,%P)	4.62	4.63	4.59	4.67	4.60	0.03	0.10	0.33	1.05
	스프레드(10년-2년) (%,%P)	-0.37	-0.35	-0.34	-0.32	-0.32	-0.02	0.01	0.03	0.26
환율	엔/달러(엔,%)	154.64	154.64	154.39	154.72	154.28	0.16	0.92	2.51	15.30
	달러/유로(달러,%)	1.07	1.06	1.07	1.06	1.06	-0.16	0.12	-1.93	-2.88
국제 원자재 가격										
	CRB Index(P,%)	298	296	294	297	298	1.26	0.09	3.94	6.89
	WTI ($/Barrel,%)	83	83	83	85	85	0.54	-2.94	-0.40	2.82
	Gold ($/Troy Ounce,%)	2,392	2,379	2,361	2,383	2,383	1.31	2.03	10.86	19.27
	구리($/Metric ton,%)	9,876	9,735	9,583	9,468	9,576	3.06	4.43	10.02	9.58

Global Company Performance	1Week (%,%P) 해외	국내	Gap	1Month (%,%P) 해외	국내	Gap	PER (배) 해외	국내
Intel/삼성전자	-4.17	-7.29	3.11	-18.67	6.59	-25.26	89.23	39.28
Micron Technology/SK하이닉스	-12.86	-7.52	-5.33	13.59	8.18	5.41	-	-
Philips/LG전자	-1.39	-2.46	1.07	-1.89	-5.20	3.30	-	23.65
NTT Docomo/SK텔레콤	0.00	-0.79	0.79	0.00	-5.83	5.83	12.59	10.19
Google/NAVER	-2.18	-1.88	-0.30	5.27	-0.11	5.38	27.01	27.91
Toyota/현대차	-6.50	-1.26	-5.24	-4.16	-1.05	-3.11	20.99	5.21
Nippon Steel/POSCO	-5.17	-2.15	-3.02	-7.28	-10.43	3.15	4.77	17.65
Exxon Mobil/SK이노베이션	-0.41	0.00	-0.41	6.00	0.00	6.00	13.54	38.60
Singapore Airlines/대한항공	-2.95	-1.22	-1.73	-1.11	-5.15	4.04	18.09	7.15
Mitsubishi Heavy/현대중공업	-2.30	1.45	-3.75	5.76	-4.18	9.94	35.81	37.51

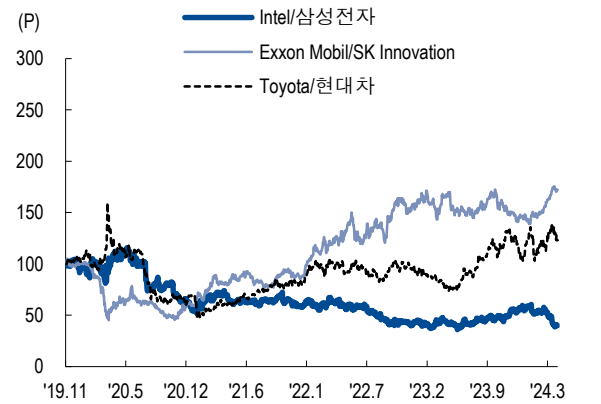
주: 해외=해외주식의 수익률, 국내=국내주식의 수익률, Gap=해외와 국내주식의 수익률의 차

Global Commodities Price Trend



자료: Bloomberg, Dramexchange

Global Company Relative Performance



자료: Bloomberg

〈종목 투자등급 (Stock Ratings)〉

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라 Buy(15%초과), Hold(-15%~15%), Sell(-15%미만)로 구분
- 본 조사자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 결정은 투자자 여러분들이 판단하여 주시기 바랍니다. 본 조사자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민. 형사상 책임을 지게 됩니다.