

거시경제 시황

주요 지수

국내증시

KOSPI 2,510.42

KOSDAQ 817.01

글로벌 증시

Dow 35,151.04

NASDAQ 14,284.53

S&P500 4,547.38

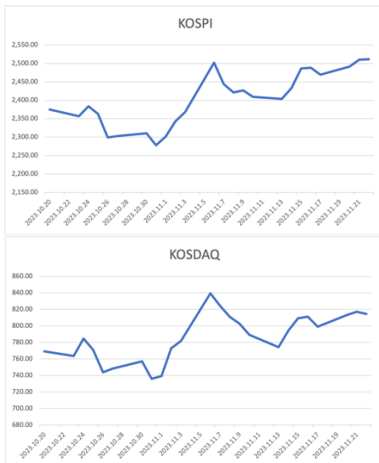
CPI: 3.2% (YoY)

PPI: -0.5%(MoM)

PMI: 46.7

신규실업수당청구건수: 231,000

기준 금리: 5.25% ~ 5.5%



미중 정상회담

CNBC는 11월 16일 기사 헤드라인으로 "시주석은 "미국과 중국은 오직 적이나 동료만이 될 수 있다고 말했다."를 사용했다. 해당 기사의 헤드라인은 정상회담의 결과를 요약해주는 듯하다. 미국과 중국의 정상회담은 서로의 입장만을 확인하고, 시장이 바랐던 주요 현안들에 대한 논의는 없이 마무리됐다. 반도체를 비롯한 첨단기술에 대한 협상이나 대만 문제에 대한 해결책 없이 그저 군사, 기후협약 그리고 펜타놀과 같은 중요도가 떨어지는 것들에서의 논의만 이루어졌다. 시장에서는 해당 논의의 결과 자체를 악재로 고려하지는 않았지만, 이후의 행보에 더욱 집중하며 여전히 갈등 속에 빠져있는 미국과 중국 양국을 지켜보고 있다.

주요 경제지표

CPI: 미국의 10 소비자 물가지수가 전년 동월 대비 3.2% 상승하며 지난 9월의 상승치인 3.7%는 물론이고 시장의 예상치인 3.3%보다 낮은 상승세를 보였다. 특히 변동성이 큰 에너지와 식품을 제외한 CORE CPI 역시 4.0% 상승을 기록하며 시장의 예상치보다 0.1% 낮은 상승률을 기록했다. 근원 CPI는 지난 2년 만에 최저치를 기록하며 금리 인상의 종결을 기대하게 만들었다. 이와 같이 시장에 우호적인 물가 수치가 발표되자 10년 만기 미국채 금리는 연 4.5% 이하로 급락하며 즉각적인 반응을 보여주었다. 또한 미국의 대형 IB들은 각자 정도의 차이는 있지만 내년엔 본격적인 금리인하가 시작될 것으로 예상하기도 했다.

PPI: 10월 미국의 생산자 물가 상승세가 둔화한 것으로 나타났다. 10월 PPI는 지난 9월에 비해 0.5% 하락하며, 0.1% 수준의 소폭 상승을 예측했던 시장의 전문가들과는 다른 결과를 보여주었다. 생산자 물가의 경우에는 지난 7월부터 매달 각각 0.6%, 0.8% 그리고 0.4% 상승하며 물가안정에 대한 희망은 아직 이르다는 점을 알려주었지만, 이번의 소폭 하락은 물가의 상승세가 꺾이지 않을까 하는 기대감을 품게 만들었다.

ISM: 미국의 10월 ISM 제조업 지수는 46.7을 기록했다. 해당 수치는 시장의 예상치인 49.2를 밑도는 수준으로, 지난 9월 기록했던 49보다 낮은 수치이다. 해당 수치가 불황을 의미하는 50 이하의 수치를 기록한 것은 지난 2022년 11월 이후 12개월 연속으로, 미국의 제조업 경기가 좋지 않음을 의미하고 있다. 또한 각 분야별로 단 두 개의 산업만이 성장세를 보였고, 자동차를 비롯한 13개의 산업에서는 위축을 나타냈다. 신규 주문 감소와 수주 잔고의 약세가 해당 결과를 낳은 것으로 ISM 위원장을 발표했으며 UAW의 자동차 공장 파업 역시 영향을 미쳤을 것으로 판단된다.

신규실업수당청구건수: 11월 16일, 미국의 신규 실업수당 청구 건수가 발표되었다. 11월 5일부터 11일까지 미국의 신규 실업수당 청구 건수는 231,000건으로 그 전주 대비해서 13,000건 증가한 모습을 보여주었다. 또한 현지 언론이 집계한 예상치인 222,000건을 상회하는 모습으로, 시장이 예상한 것보다 더 많은 미국의 노동자들이 실업을 겪고 있음을 보여주었다. 특히, 파월 의장이 지속적으로 금리 인상함에 있어서 강한 노동시장을 언급했던 만큼 이번의 고용 지표가 금리 결정에 어떠한 방식으로 작용할지 귀추가 주목된다.

거시경제 상황

한국증시

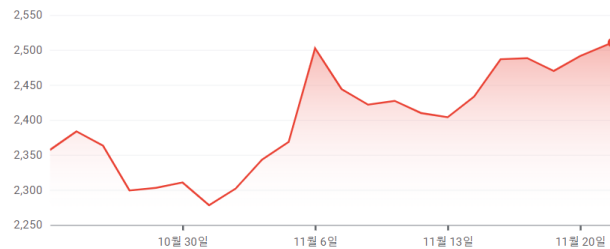
지난 주(11.13~17) 코스피는 2.5% 오른 2,499다. 미국 10월 소비자물가지수(CPI)가 전망치를 하회하면서 연방준비제도(Fed·연준)의 기준금리 인상이 끝났다는 기대감에 코스피는 16일까지 3% 넘게 상승했다. 그러나 17일 기술적인 되돌림이 발생하면서 하락하는 모습을 잠시 보였다.

코스피

2,510.42 ↑ 6.51% +153.40 1개월

11월 21일, 오후 6시 5분 40초 UTC+9 · KRX · 연액조항

1일 5일 1개월 6개월 YTD 1년 5년 최대



KOSPI는 외국인 매수세에 힘입어 11월 21일, 전일보다 0.77% 오른 2510.42로 장을 마쳤다. 공매도 전면 금지 첫날인 지난 6일 이후 11 거래일 만이다. 주된 이유는 미 증시 급등의 영향이 크다. 글로벌 긴축 완화 기대와 기술주 강세에 20일 미국 3대 지수가 모두 올랐기 때문이다. 이달 들어 글로벌 증시를 억눌러온 불확실성 변수들이 완화되는 점도 긍정적 요인이다. 미 국채 발행 계획 축소, 유가 하락, 중국 경제지표 개선, 미중정상회담 개최 등이 대표적이다. 외국인 매수세는 20일에 381억 원어치를 기록하며 여전히 상승세를 이끌고 있다. 현재 투자자들은 이번 주 발표될 연방공개시장위원회(FOMC) 의사록(한국시간 22일 새벽 4시 공개)을 기다리고 있다.

외국인 순매수 종목은 삼성전자, 기아, 셀트리온, KODEX 200, KODEX 200TR/ 가장 많이 순매수한 종목은 삼성전자이다. 21일 코스피에서 외국인과 기관투자자는 각각 3531억 원, 1097억 원어치를 순매수하며 지수 상승을 이끌었다. 삼성전자 외국인 순매수의 원인으로 엔비디아의 실적이 있다. 엔비디아의 실적은 최근 수급 불안 속에서도 업황 회복에 대한 자신감을 보이며 탄탄한 흐름을 유지해 온 삼성전자 등 국내 반도체 대형주의 주가에 영향을 미치기 때문이다. 삼성전자를 제외한 외국인의 연간 누적 순매수는 매도 우위를 보이고 있기에 삼성전자의 주가 흐름에 증시 전체가 영향을 받을 것으로 예상된다. 외국인은 지난주에 이어 오늘(11월 21일)도 삼성전자와 기아를 순매수하고 있다.

2차전지주가 강세를 보이고 있다. 테슬라 주가가 강세 흐름을 보여 국내 2차전지 업종 주가도 올랐다. 인도가 테슬라 공장 유치를 위해 외국산 자동차 관세 인하를 검토 중이라는 소식과 함께, 테슬라가 중국에서 판매하는 전기차 가격을 인상한다는 점 등이

테슬라 주가 상승 요인으로 작용했다. 더불어 정부와 금융당국이 불법 공매도에 대한 근본 대책이 마련될 때까지 공매도를 금지할 것을 밝힌 점도 2차전지 업종 상승에 영향을 줬다. 또한 에코프로머티리얼즈가 상장 첫날 급등한 데 이어 20~21일 이를 연속 상한가에 도달하며 신규 상장주 테마의 상승을 이끌었다.

지난주(11.13~17) 코스닥은 1.26% 오른 799다. 코스닥 지수가 외국인 매수세에 힘입어 깨졌던 800선이 회복을 했다. 20일 한국거래소에 따르면 이날 오전 9시 40분 코스닥 지수는 전 거래일보다 7.13포인트(0.89%) 상승한 806.19를 기록했다. 외국인이 381억 원어치를 순매수하며 상승세를 이끌고 있다.

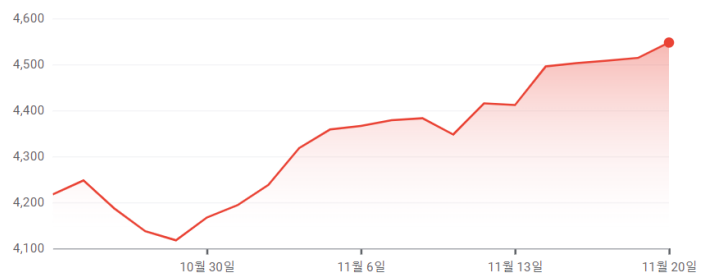
미국 증시

S&P 500

4,547.38 ↑7.83% +330.34 1개월

11월 21일, 오전 8시 46분 43초 UTC-5 - INDEXSP - 연액조항

1일 5일 1개월 6개월 YTD 1년 5년 최대



글로벌 긴축 완화 기대와 기술주 강세에 20일 미국 3대 지수가 모두 올랐다. 미 증시에서 크게 주목할 기업은 마이크로소프트다. 마이크로소프트는(+2.1%)는 open AI 창립자인 샘 알트먼이 해고당한 후 마이크로소프트로 이직, 추가로 공동 창업자인 그렉 브록먼도 합류하여 AI 연구팀을 이끌게 되었다는 소식에 신고가를 경신하고 있다. 현재 마이크로소프트 시가총액은 2조 8,052달러로 시가총액 1위인 애플을 넘보고 있다. 실적 발표를 앞둔 AI 반도체회사 엔비디아의 주가 또한 기대감으로 2.25% 상승하며 사상 최고치인 504.09달러에 마감했다. 아마존, 메타, 브로드컴, 인텔, 마이크론 등도 52주 신고가를 기록했다. 미국 10년 만기 국채금리도 20년 만기 입찰에 수요가 몰리며 연 4.5% 아래로 떨어졌다.

10월 컨퍼런스보드 미국 선행지수가 20일에 발표되었다. 미국의 10월 경기선행지수는 전달보다 0.8%p하락해 19개월 연속 하락세를 기록하였다. 특히 소비자 기대치가 큰 폭으로 하락하며 소비 둔화에 대한 우려가 본격적으로 나타나는 양상이다. 즉 미국 경기둔화 가능성이 커진 것이다. 그럼에도 3분기에만 연율로 4.9% 성장을 기록한 미국 경제가 경기침체에 더 가까워진 것으로 보이지는 않는다고 밝혔다.

중국 증시

CSI 300 인덱스

3,581.07 ↑3.07% +106.83 1개월

11월 21일, 오후 4시 30분 0초 UTC+8 · SHA · 면책조항

1일 5일 1개월 6개월 YTD 1년 5년 최대



중국 중앙은행인 인민은행이 사실상 기준금리인 대출우대금리(LPR: Loan Prime Rate)를 석 달 연속 동결했다. 인민은행은 홈페이지를 통해 1년 만기 LPR를 현행 3.45%, 5년 만기 LPR을 4.20%로 유지한다고 발표했다. 이는 시장의 예상과 부합한 것이었다. 지난주 인민은행이 중기 은행 간 유동성 금리(MLF: Midterm Lending Facility)를 변동 없이 유지한 데 이어 이뤄진 것이다. 이에 따라 LPR은 지난 8월 21일 1년 만기를 2개월 만에 0.1% 포인트 인하한 한편, 5년 만기는 동결하는 조치를 발표한 이후 9월 이후 이번달까지 3개월 연속으로 같은 수준을 유지한 것이다.

중국 경제는 최근 산업 생산량과 소매 판매가 놀라운 상승세를 보이고 있지만, 디플레이션 속도가 빨라지고 어려움을 겪고 있는 부동산 시장이 곧 회복될 조짐은 거의 없는 것으로 나타나고 있다. 이에 따라 중국 정부는 경기 회복을 뒷받침하기 위해 통화 완화를 지속하고 있다. 중국 위안화는 지난 9월 한때 달러 대비 6% 이상 하락한 후 올해 들어 현재까지 하락 폭을 일부 만회했다.

LPR은 명목상으로는 시중은행 우량 고객 대상 대출금리의 평균치이지만, 인민은행이 각종 정책 수단을 통해 결정하는 것이어서 사실상의 기준금리로 볼 수 있다. 1년 만기는 일반대출, 5년 만기는 주택담보대출의 기준으로 알려져 있다. 한편, 시장 일각에서는 인민은행이 기준금리는 동결했지만 경기 회복 동력을 불어넣기 위해 연내에 지급준비율(RRR:지준율)을 추가 인하할 수 있다는 관측도 제기되고 있다.

산업 동향

방위 산업

1) 배경

1)-1 글로벌 무기 수요 급증

최근 러-우 전쟁이 계속되는 가운데 이스라엘-하마스 전쟁이 발발한 데다 남중국해 영유권 분쟁도 고조되면서 군사적 긴장감에 따른 안보 불안이 이어지고 있다. 이에 각국의 선제타격 대비 방어전 역량 함양의 중요성이 부각됨에 따라 방산, 인프라 투자가 확대되며 글로벌 무기 수요가 급증하고 있다. 지난해 전 세계 국방비 지출액도 직전 해 대비 3.7% 증가해 총 3,000조원에 육박했는데, 특히 유럽의 지출액은 1989년 냉전 이후 30년 만에 가장 가파른 증가세를 보이기도 했다. 최근에도 국방 수요의 증가는 견조하다. 미국의 경우 동맹국 관계인 이스라엘과 대만 지원, 유럽의 경우 우크라이나 지원과 러시아 인접국 중심의 방어태세 고조, 중동의 경우 전쟁 확산에 따른 불안감 증대, 동남아의 경우 양안(중국-대만) 갈등 연루 위험 등을 이유로 각국은 방어전 역량 확보가 필수적이다. 이러한 상황에서 유럽을 중심으로 한 무기 초과 수요와 공급 부족은 여전히 해소되지 못하고 있는데, 이는 휴전 상태에서 꾸준히 무기 개발 및 생산에 힘써온 국내 방산업체들에게 기회가 찾아왔음을 시사한다. 글로벌 방산수출국에서 10위(점유율 2.3%)를 차지하던 이스라엘이 전쟁 상황 중 자국 내 수요 증대로 수출 여력이 감소하여 기존에 이스라엘에서 무기를 조달하던 유럽 국가들은 다른 조달 경로를 모색해야 하는 시점으로, 이스라엘과 유사한 점유율 2.4%로 9위에 오른 대한민국에게 우호적인 상황이다. 또한, 최근 유럽과 중동의 전쟁에서 무기 보충수요가 재래식 지상무기를 중심으로 한다는 점도 타 방산수출국보다 탱크나 포의 수출 비중이 높은 국내 업체들에게 긍정적으로 작용한다.

1)-2 폴란드와 루마니아

특히 국내 방산기업은 높은 무기조달 수요를 보이는 폴란드를 거점으로 삼아 그와 인접한 발트3국(에스토니아, 라트비아, 리투아니아)과 루마니아를 추가 수출국으로 확보할 계획을 가지고 있다. 폴란드의 경우, 기존 집권 정당 PiS(법과정의당)는 무기 교체, 군사력 대규모 증원 등의 국방 정책을 발표했고, EU를 향한 반감과 비교적 느린 납기를 이유로 역내보다는 역외 조달에 대한 선호도가 높아 미국과 대한민국에서 무기 조달 계약을 체결했다. 이에 따라 지난해 1차 계약물량 기준으로 한국항공우주산업의 FA-50 경공격기 96대, 현대로템의 K2 전차 1180대, 한화에어로스페이스의 K9 자주포 860문과 천무 506문으로 약 17조원의 계약을 체결했다. 그러나, 얼마 전 10월 15일 폴란드 총선에서 친EU 성향의 연합정당(시민연합, 제3의길, 좌파당)으로 정권 교체되며 폴란드향 수출 잔여물량 중 일부의 축소 및 지연 가능성에 대한 우려가 제기되었다. 다만, 폴란드의 급진적 계약 수정에 의해 잔여물량의 전량이 취소될 가능성은 다소 낮은 편이라고 판단된다. 이어서, 폴란드 주변국인 루마니아의 경우에도 총 2.5조원의 규모에 달하는 90문의 자주포 도입 사업을 계획 중인데, 최종 후보로 독일과 터키를 비롯해 한국의 K9이 선정된 바 있다. 국내 업체 중에서도 올해 2월 루마니아의 국영 방위 회사인 롬암(Romarm SA)과 무기 및 탄약 생산 관련 업무협약(MOU)을 체결했던 한화에어로스페이스가 최종 사업자로 이름을 올릴 가능성이 높다.

1)-3 중동지역

이스라엘-하마스 전쟁의 중심지인 중동 지역의 경우, 최근 가격이 대폭 상승 중인 포탄에 대한 수요가 급증하고 있고 국내 업체들과의 대규모 계약 체결이 연이어 나타나고 있다. 중동은 국내 방산업체들의 2022년 기준 연간 탄약 수출액 중 평균 40% 이상을 담당하고 있다. 이 상황에서 전쟁의 발발로 글로벌 포탄 수요가 치솟고 있는데, 무기 생산업체들의 공급량이 이를 따라가지 못하면서 155mm 포탄의 가격이 한 발당 283만원에서 약 1,135만원까지 오르며 약 4배 정도 치솟은 상황이다. 이에 2022년 기준 글로벌 탄약 수출국에서 미국을 이어 2위를 차지한 대한민국이 LIG넥스원, 한화에어로스페이스 등의 업체를 중심으로 실적 상승의 수혜를 입을 수 있을 것으로 보인다. 특히나 중동에서 지난해 2월 UAE(아랍에미리트)와 4조원대 규모의 천궁II 계약이 체결되었고, 최근 UAE의 2배 이상 규모로 예상되는 사우디향 천궁II 계약에 대한 기대감까지 존재한다.

1)-4 남중국해 관련 미국, 동남아국

남중국해의 경우, 그동안 양안 갈등 해결을 목적으로 중국의 대만 침공이 이뤄질 가능성이 다분하다고 예측되었기에, 인근의 동남아 국가들도 혹시 모를 연루 위험에 대비해 자체적으로 방어 태세를 구축하고 있다. 미국도 대만의 동맹국으로서 유사시 대비를 위해 오키나와 미군 기지의 군비를 확장하는 모습을 보여왔으며, 특히 미국의 FCT에서 해전 무기 후보로 LIG넥스원의 비공이 유력한 후보로 점쳐졌다. 그러나, 지난 15일(현지시간) 시진핑 주석이 조 바이든 대통령과의 회담에서 수년 내 대만 공격에 대한 계획이 없다고 공식 입장을 밝히면서 남중국해와 관련한 무기 수요는 기존보다 다소 둔화할 것으로 보인다.

2) 실적

2)-1 한화시스템

국내 주요 방산업체들의 이번 3분기 실적은 두 갈래로 엇갈렸다. 한화시스템, 한화에어로스페이스, 현대로템 등의 업체는 견조한 수요를 바탕으로 높은 이익률을 기대할 수 있는 수출시장 덕에 영업이익의 가파른 증가를 보였으나, LIG넥스원이나 한국항공우주 등은 다소 부진한 성적을 보였다. 우선, 한화시스템의 경우 3분기 매출액은 전년 동기 대비 35% 증가한 6208억원, 영업이익은 전년 동기 대비 6800%증가한 373억원을 달성하며 시장 전망치를 크게 웃돌았다. 대형사업에서 전술정보통신체계(TICN) 4차 양산, 30mm 차륜형 대공포 양산 등의 실적이 견인했고, 지난해 1월 아랍에미리트(UAE)에 수출한 약 11억 달러의 천궁-II 다기능레이다(MFR)의 매출이 본격 인식되기 시작한 덕분이다. 내년에도 성장 기대감은 여전할 것으로 보인다. 내년에 폴란드향 K2와 K9의 납품이 시작됨에 따라 3~6개월 시차를 두고 부품 수주 사이클이 도래할 것으로 예상된다. 또한 양산을 앞두고 있는 KF-21에도 동사의 AESA레이더가 탑재되는데, 이는 내년 1분기부터 본격 매출로 인식될 예정이다.

2)-2 한국항공우주

한편, 한국항공우주(KAI)의 경우 3분기 매출액은 전년 동기 대비 65.4% 증가한 1조 71억 원, 영업이익은 전년 동기 대비 115.2% 증가한 654억원을 기록했다. 개선된 실적에도 불구하고 아쉬운 점은 시장 컨센서스를 큰 폭으로 하회했다는 것이다. 기대치가 높았던 만큼 실망감도 컸다. 수익성이 낮았던 이유는 폴란드형 FA-50GF는 초기의 낮은 공정 숙련도와 잦은 시험 비행 등에 있다. 그러나, 4분기에 폴란드형 FA-50 8대가 납품될 예정으로 이전보다 높아진 습숙률로 수익성 개선이 나타날 것으로 기대된다. 특히 항공기의 고정익, 회전익 부문에서 수출 논의가 계속되고 있으므로 4분기부터 국내외 수주 모멘텀이 발생할 것으로 보인다. 다만, 한국국방연구원(KIDA)에 의해 사업 불확실성을 이유로 한국형 초음속 전투기인 KF-21에 대한 생산물량 축소(40대에서 20대로) 가능성이 대두된 바 있다. 물량이 축소될 경우 당장 공군의 전력공백을 피하기 어렵고, 한 대당 1000억원대로 단가가 치솟아 국내 업체의 가격 경쟁력 악화로 부진한 수출로 이어질 우려가 있다. 그러나, 무장시험 결과가 성공적일 경우 기존 계획대로 20대 추가 도입될 수 있으므로 연말 공개 예정인 사업타당성 조사 결과까지 기다릴 필요성이 있을 것이다.

2)-3 LIG넥스원

LIG넥스원의 경우 3분기 매출액은 전년 동기 대비 22.9% 감소한 5,360억원, 영업이익은 전년 동기 대비 29.3% 감소한 411억원을 기록하며 어닝쇼크를 보였다. 상반기 매출 증대에 힘을 쏟았던 인도네시아 경찰청에 공급하던 TRS(주파수 공용 통신시스템) 사업이 종료되면서 해외 매출 비중이 14%p 낮아졌다. 분야별로는 정밀타격에서 천궁PIP, 전술함대지 2차 사업 종료, 항공전자·전자전에서 TA-50 2차, 수리온 4차 사업 종료 등 각종 수출 사업이 완료되면서 수익성에 큰 타격을 입은 것으로 보인다. 남은 4분기에도 신규 수주에 대한 선제적 총당금 인식으로 실적 부진은 불가피할 것으로 보이나, 연중 3~5조원대 규모의 사우디형 천궁II 최종 계약 성사의 가능성이 높아져 수주 모멘텀으로 긍정적인 추가 흐름이 예상된다.

3) 추가 흐름

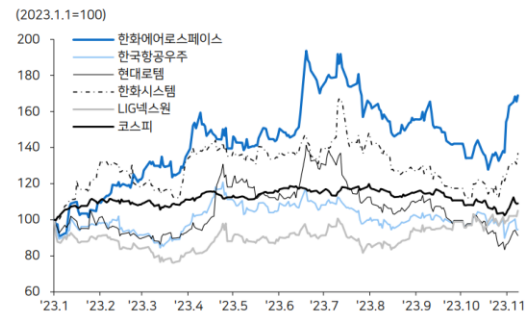
3)-1 올해 초부터 강세와 약세의 반복

올해 초 방산주는 강한 상승세를 보여왔다. 러시아-우크라이나 전쟁과 미국-중국 패권 갈등에 의한 신냉전 기류와 경기 침체 속에서도 폴란드를 중심으로 건조한 국내 방산주의 1분기 실적과 수주잔고 덕분이었다. 이어진 5월에도 K-방산 육성에 대한 정부의 강한 의지 표명에 따른 동맹국 상대의 적극적 방산 세일즈와 대통령의 방미가 한국의 우크라이나 방위 지원 발표 기대감으로 이어져 주가 상승 원동력으로 작용했다. 실제로 올해 초부터 5월 중순까지 한화에어로스페이스는 40% 넘게 올랐고, 현대로템도 9.5% 상승했다. 6-7월에는 국내 방산 업체들의 추가 수출 가능성이 대두되며 상승세를 보였다. 다만 무기 수출은 최종 계약의 성사까지 다소 시간이 걸리는 편인데, 기대감 조성 이후 수출 성과가 빠르게 가시화되지 않자 추가 수출 여력에 대한 의문이 제기되며 다시 하락세로

전환했다. 러시아-우크라이나 전쟁이 장기화되고 남중국해 갈등이 계속됨에도 불구하고 주요 방산 업체들의 2분기 실적이 다소 저조했고 8월 폴란드의 안제이 두다 폴란드 대통령의 방한이 불발되면서 방산주들은 대부분 약세를 보였다. 그러나, 9월 사우디향 천궁 II 계약 임박 소식으로 방산 업종에 관심이 쏟아졌다. 이어진 10월 7일 팔레스타인 무장 정파 하마스가 이스라엘을 기습 공격하면서 전쟁의 수혜를 입어 방산주의 주가는 반짝 상승했다.

2023년 방산주 주가 추이

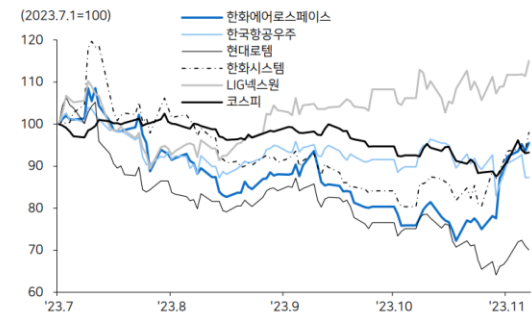
2023년 방위산업 주가 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

출처: 메리츠증권

2H23 방위산업 주가 추이



자료: 각 회사, 메리츠증권 리서치센터

3)-2 10월 이후 주가 조정, 그러나 기대감 상승

하지만, 10월 말 본래 상반기에 마무리될 예정이었던 폴란드 2차 무기 수출 계약이 한국 수출입은행의 정책 금융 한도 문제로 생각보다 속도를 내지 못하는 동시에 폴란드 정권 교체라는 돌발 변수로 기존의 계약 물량이 지연 및 취소될 우려까지 등장하자 대형 방산주들(한화에어로스페이스, 현대로템, 한국항공우주, 한화시스템)은 조정을 받으며 약세를 보였다. 한편, 최근까지 중소형 방산주들(휴니드, 퍼스텍)은 이스라엘-팔레스타인 전쟁의 장기화 기조가 '제5차 중동전쟁'으로 이어질 가능성이 대두되며 급등세를 보이기도 했다. 그리고, 최근 주가 하락에 영향을 미쳤던 이슈들은 크게 우려할 내용은 아닌 것으로 보인다. 10월 대규모 방위산업 전시회 '서울 ADEX 2023'에서 294억 달러 규모의 수주 상담이 진행되었듯이 글로벌 무기 시장에서 납기와 가격 경쟁력을 지닌 국내 무기체계들에 대한 우호적인 환경에는 변화가 없어 오히려 기대감이 상승하고 있다.

4) 결론

4)-1 남은 4분기 호실적과 내년 수주 기대감 공존

전쟁의 확산에 따라 유럽, 중동, 동남아 내 각국에서 자체적 국방력 확보를 위한 건조한 무기 수요가 확인되었다. 무기의 수요공급 불균형이 이어지는 상황에서 가성비, 신속한 납기 능력 등의 경쟁력을 지닌 국내 방산업체들에게 점유율 확대의 기회가 찾아온 것이다. 이에 남은 4분기와 2024년은 기존 수출 물량(UAE천궁II 계약 등)의 매출 인식 본격화와 추가 수출 계약(사우디향 천궁II 등)의 가시화로 큰 폭의 실적 성장이 기대되는 시점이다. 이에 4분기 호실적과 내년 수주 기대감으로 방위산업주는 장기적 관점에서 유의미한 투자처가 될 것으로 보인다.

4)-2 리스크 관련

다만, 방산주의 리스크로 한국수출입은행의 정책 금융 한도 문제와 폴란드 정권 교체로 인해 약 30조 원 규모의 폴란드 2차 무기 수출 계약의 지연과 한국국방연구원(KIDA)의 KF-21에 대한 생산물량 축소 가능성이 제기된 바 있었다. 그러나, 해당 이슈들은 해소될 조짐이 보여 크게 우려할 필요는 없다고 판단된다. 폴란드 수출 계약과 관련해서는 전량 취소가 아닌 계약물량 중 일부 지연 정도에 그칠 것으로 보이는데, 폴란드 국민의 국방비 지출액에 대한 우호적 반응과 21년 기준 폴란드의 외국인 직접 투자(FDI)에서 한국이 1위를 차지하고 있으며, 국방부장관 후보 시모니악이 과거에 한국산 무기 수입에 대한 긍정적 평가를 한 바가 있기에 국방정책의 대폭 변경 가능성은 그리 높지 않은 데 이유가 있다. 무엇보다 국내의 K2와 K9은 미국 전차나 폴란드산 자주포에 비해 높은 가격 경쟁력을 지녔고, 완제품 인도에 4-5년이 걸리는 미국이나 독일에 비해 계약 후 3개월이라는 짧은 납기 경쟁력을 가진다. 천무는 방공망 확보에 주력하겠다는 폴란드의 과제에 필요한 장비로, 계약 수량이 과도한 수준은 아닌 것으로 시장은 바라보고 있다. 동시에, 국회에서 수출입은행의 법정자본금 한도를 35조 원으로 높이는 행법 개정안을 이미 발의했으며 폴란드 2차 계약에 대한 협상을 계속하고 있다. 그리고, KF-21에 대한 생산물량 축소 이슈에 있어서도 아직 정부의 양산 축소가 확정된 것은 아니기에, 지난 19일 신원식 국방부 장관은 기본 계획대로 진행될 수 있도록 기획재정부와 국회를 설득하고 있고 진전이 있다며 입장을 밝혔다.

반도체 산업

1) 배경

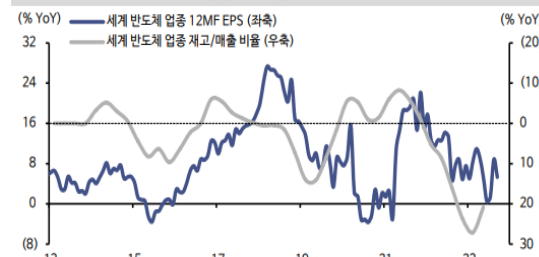


2024년 DRAM 가격 반등 및 전년대비 수요 정상화로 메모리 반도체 매출액 전년대비 증가로 전환하였다. 성장성이 중요한 IT 섹터에서 매출액의 증가세 전환은 시가총액

반등을 설명했다. 금번 다운 사이클에서도 매출액 증가 전환보다 주가 반등이 6개월 내 외 선행했는데, 주가에 후행하는 실적을 보고 투자하기보단 주가에 선행하는 다른 지표들을 보고 투자해야 하는 이유이다.

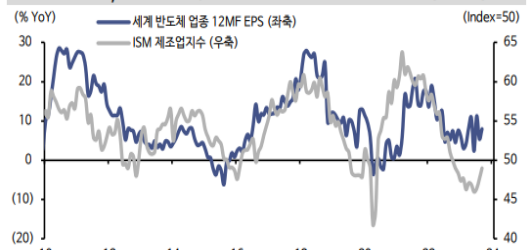
반도체 재고가 많이 쌓였다가 재고를 소진하는 과정을 거쳤었고 DDR5, HBM위주로 반등하는 모습을 나타내는 중이다. 이뿐만 아니라 DDR4나 NAND 또한 어느정도 반등하는 모습을 보여주고 있다. 또한 모바일/PC 쪽 또한 고객사 OEM들이 다시 재고를 확보하는 모습을 보이며 수급이 긍정적으로 변하는 상황이다. 이에 P&Q모두 바닥에서 반등하며 업황이 개선될 것으로 예상된다. 이때까지 대표적인 시크리컬 산업인 반도체의 대표기업인 삼성전자 SK하이닉스가 수급에 따른 하락국면을 거치며 적자를 내고 있었지만, 앞으로는 천천히 반도체 산업이 호전될 것이다. 반도체는 올해부터 상승 사이클을 그리고 있다는 점에서 긍정적이다.

반도체 산업의 굴곡은 재고 상황이 결정



자료: Refinitiv, 신한투자증권

글로벌 재고 Cycle/제조업 경기에 민감하게 결부되는 반도체 업종의 업황



자료: Refinitiv, 신한투자증권

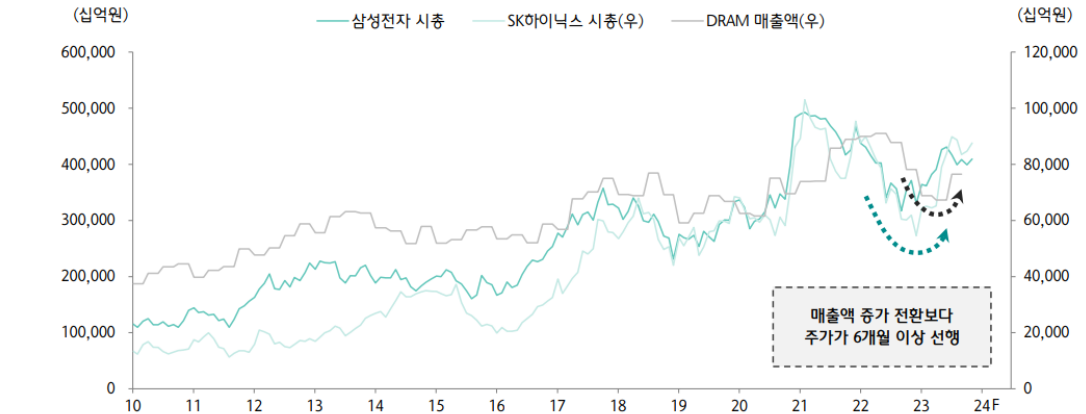
우리나라 반도체 산업은 제조업 기반이다. 제조업에서 재고는 뗄 수 없을 만큼 중요한 지표인데, 보통 재고가 늘어날 때 실적이 좋아진다. 재고가 늘어나면 공급이 늘어나서 가격이 떨어질 수 있다고 생각할 수도 있지만 실제로는 그 반대이다. 재고가 늘어난다는 것은 기업 입장에서 제품이 더 잘 팔릴 것이라고 생각하기 때문에 그만큼 주문/생산을 많이 하고 수주도 많이 따낸다는 뜻이다. 그래서 보통 재고가 늘어나면 Q만 증가하는 것이 아니라 P도 동시에 증가하는 경향을 보인다. 기업이 재고가 잘 팔릴 것이라는 아이디어를 가지고 재고를 늘리기 때문이다. 따라서 ISM제조업지수와 세계 반도체 업종 지수의 경우 서로 비슷한 모습을 보인다. 현재 ISM제조업 지수가 바닥을 확인하고 반등하는 상황이고 이에 따라 EPS또한 바닥을 치고 상승할 수 있을 것이라 기대한다.

<반도체 주가와 ISM제조업 지수와와의 밀접한 관계>

반도체는 ISM제조업 지수와 같이 움직이는 모습을 보여왔다. 2008년도 스마트폰이 출시 되면서 ISM제조업 지수가 크게 증가했는데, 그때 세계 반도체 업종 EPS또한 크게 증가하였다. 이때 기업들의 재고, 주문, 생산, 고용 모두 크게 상승하였다. 이때, ISM제조업 지수가 크게 늘어났던 것을 알 수 있다. 2017~2018년도의 경우 아마존 구글 등 빅테크들이 데이터 센터에 크게 투자하며 반도체 슈퍼사이클이 찾아왔다. 이 시기에 또한 ISM제조업 지수가 굉장히 높았었고, 반도체 기업의 실적 또한 좋았었다. 이후 2019년도에 미중갈등과 일본의 반도체 수출 규제로 인해 ISM제조업 지수와 반도체 기업들의 실적 또한 악화되었다.

이후 코로나 때 저점을 찍고 상승하다 2022년도에 고금리 정책으로 인해 다시 재하락하기 시작하였고, 이때부터 감산을 시작하며 재고/주문이 떨어지며 ISM제조업 지수와 반도체기업의 실적 또한 동반 하락하였다. 이후 PC 스마트폰 시장들이 급속도로 호전될 것이라고 판단하지는 않으나, 어느정도 바닥을 확인한 것으로 보인다. 일반 서버 같은 경우 클라우드 데이터 센터와 최근의 AI서버, HBM, DDR5 그리고 HBM3E 또한 좋아지며 실적도 좋아질 것이라 생각한다.

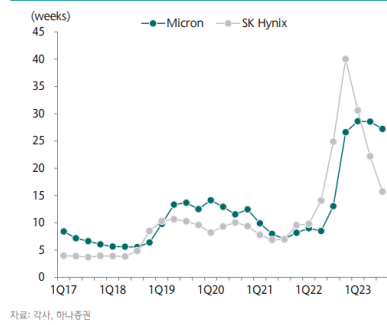
실적 및 주가흐름



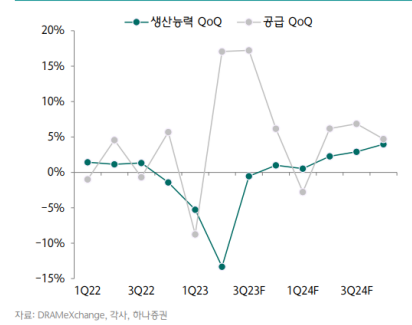
자료: Bloomberg, 마나증권

앞에서 언급했듯이 DRAM은 23년 2분기 재고 피크아웃 이후에 우상향 업황 방향 유지하는 중이다. DRAM 업체들의 CAPA는 23년 2분기부터 감산 효과를 확인할 수 있으며, 동기간 출하는 증가해 재고 소진 재차 확인하였다. 스마트폰, PC에 이어 일반 서버/데이터 센터 고객사들의 재고 소진되면 이후로는 공급 부족으로 반도체 업황 주가가 추가로 상승할 수 있을 것이라 기대한다.

SK하이닉스, Micron의 재고일수 추이 및 전망

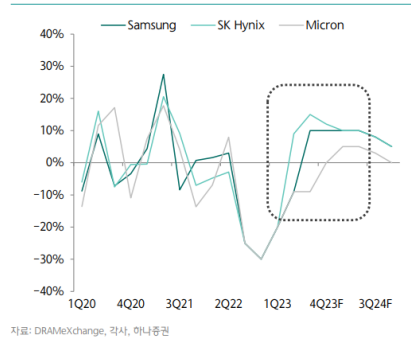


DRAM 분기별 생산 능력 vs 공급 증감

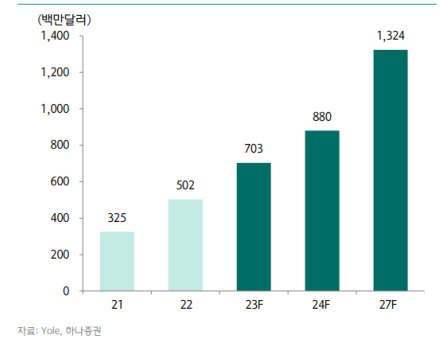


SK하이닉스와 삼성전자는 HBM 매출 비중으로 인해 업계 및 Micron과 상이한 가격 흐름을 보이는 중이다. Nvidia를 필두로 생성형 AI 관련 HBM 수요는 견조하며, 2024년 수요 역시 공급 능력 상회 가능성도 상존한다. 국내 DRAM 업체들은 실적 차별화로 인해 주가는 물론 밸류에이션 할증 요인도 확보했다고 판단한다.

DRAM 업체별 가격 변동폭 추이 및 전망

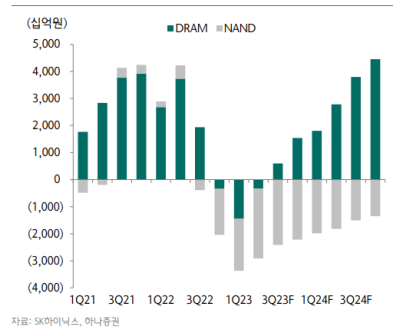


HBM 관련 수요 전망

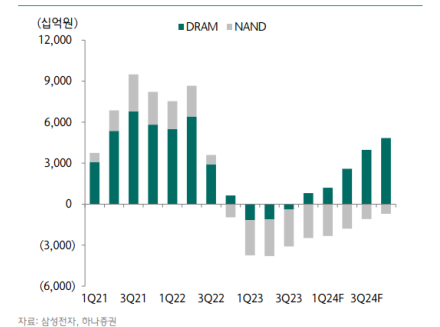


24년 상반기 공급 부족 가능성으로 인해 해당 시기부터 재차 공급 증가 우려 역시 상존하는 상황이다. 다만, **NAND** **부문의 적자가 한동안 지속될 것으로 예상되기** 때문에 무리한 공급 증가 시도 역시 제한적일 가능성 높아 보인다. 아울러 과거와 달리 **DDR5, HBM** 등으로 인해 **실적 차별화가 가능한 부분**도 과거와는 다른 의사 결정의 요인으로 고려해야 할 것이다.

SK하이닉스의 DRAM, NAND 영업이익 추이 및 전망

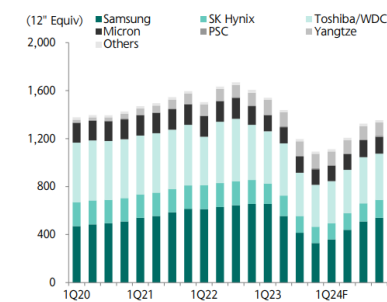


삼성전자의 DRAM, NAND 영업이익 추이 및 전망



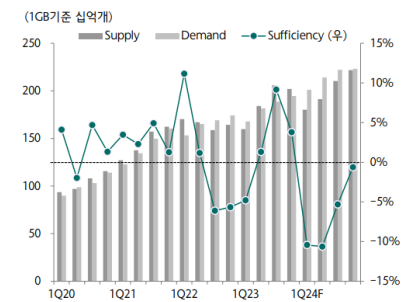
NAND 업황은 DRAM보다 바닥 통과 시그널이 늦게 포착된 만큼 턴어라운드도 지연되는 모습을 보이는데, NAND가 DRAM보다 턴어라운드가 늦는 이유는 플레이어가 많고, 생성형 AI 관련 수요 강도가 낮기 때문이다. 23년 3분기 이후부터 유의미한 공급 감소로 인해 향후에는 2024년부터는 공급 부족 심화를 예상한다. 코로나 19시절, 수요가 급격히 증가한 요인도 있지만 공급망 이슈로 인해 차량용 반도체 등의 수급에 문제가 생겨 가격이 급등한 것처럼, 공급이 크게 줄어든 상태에서 수요가 조금만 증가해도 반도체 기업의 실적이 크게 좋아질 것이라 판단된다.

NAND 업체들의 CAPA 추이



자료: DRAMeXchange, 각사, 하나증권

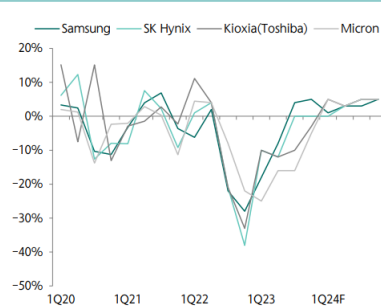
NAND 분기별 수요, 공급 및 공급과잉률 전망



자료: DRAMeXchange, 각사, 하나증권

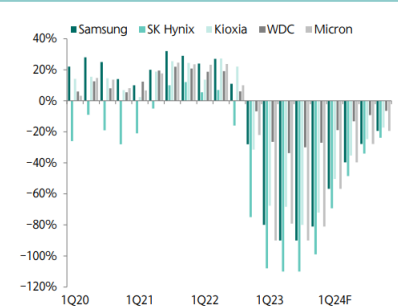
2024년 연간으로 NAND 적자 지속을 전망한다. 다만, 가격 하락이 멈춘 만큼 출하량 증가에 따른 적자가 축소될 수 있을 것이라 보인다. 2024년부터는 가격이 소폭 상승하며 영업손실을 개선 속도 또한 가속화될 것으로 보인다. 모순적이지만, **NAND의 적자 지속이 DARM 업황의 안정화에 기여할 것으로** 예상한다.

NAND 업체별 전분기대비 가격 변동폭 추이 및 전망



자료: DRAMeXchange, 각사, 하나증권

NAND 업체들 영업손실률 추이 및 전망

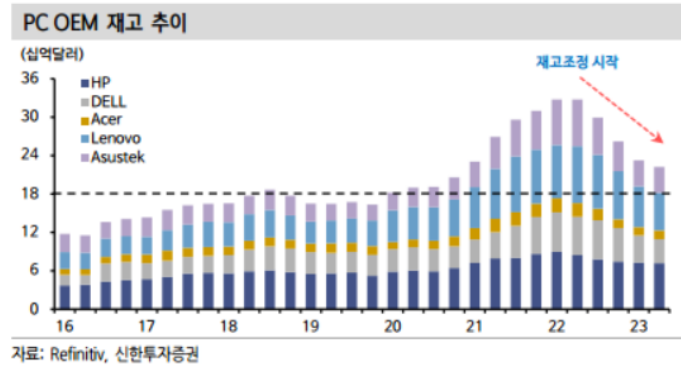


자료: DRAMeXchange, 각사, 하나증권

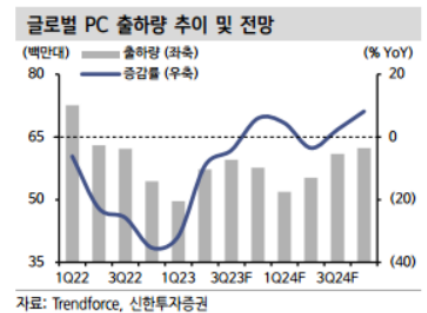
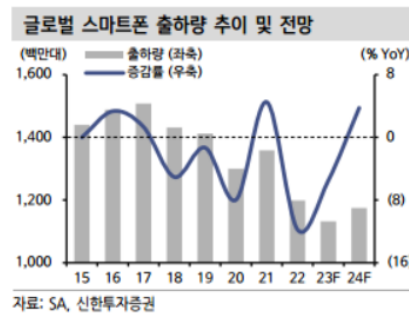
결론

ISM제조업지수를 보면 신규주문-재고 스프레드와 동일하게 움직이는 것을 볼 수 있다. 재고가 주문보다 많으면 ISM제조업지수 같은 경우 떨어지게 된다. 최근 주문보다 재고가

많기 때문에 마이너스 상태로 들어갔는데 주문이 줄어들며 재고도 줄어들게 되었고 이런 상황이면 앞으로 주문을 조금만 늘려도 양전을 할 수 있을 것이라 본다. 감산을 많이 한 상황에서 모바일/PC 쪽에서 주문을 많이 하지 않아도 지금이 바닥이지 않을까라는 생각을 한다.



PC OEM사의 재고가 피크를 찍고 떨어져서 지금은 7년평균 수준 근처에 도달했다. 모바일 PC시장은 성숙기에 접어들었기에 급격한 증가를 기대하기는 어렵지만 서버시장은 계속 증가한다는 점이 긍정적이다.



따라서 지금 반도체 시장의 P/Q가 드라마틱하게 좋아질 것이라 생각하며 투자하기보단 감산이 많이 되었기 때문에 어느정도 바닥이지 않을까라는 생각을 가지고 투자를 진행하는 것이 옳은 방향으로 판단된다. 고금리 상황이 오래 지속되는 상황에서 갑자기 IT제품들이 많이 팔릴 것이라고 예상하지는 않지만, 사람들이 핸드폰 바꾸는 시기를 줄이거나 침체된 광고시장에서 클라우드나 데이터센터쪽으로 반도체가 급속도로 크게 늘어나는 등의 모습을 보이지는 않을 것이다. 또한 지금까지 메모리 반도체 업체들이 감산을 많이 해왔기 때문에 시크니컬한 반도체 산업의 경우 지금이 바닥일 수도 있다는 보수적인 선에서 적립식 분할매수 투자를 추천한다.

주요 뉴스

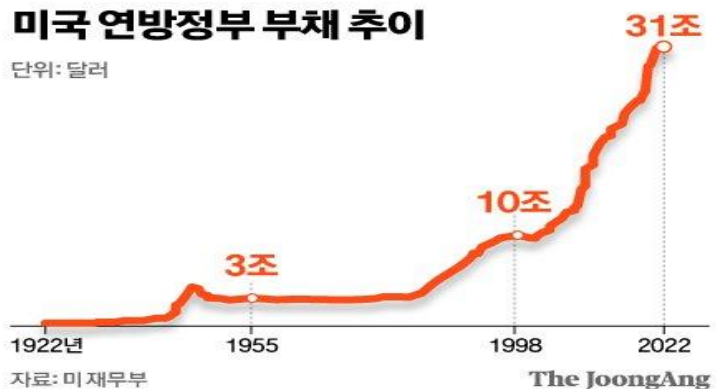
무디스 미국 신용등급 전망 하향

글로벌 신용평가 회사인 무디스가 미국시간으로 11 월 10 일에 미국의 신용등급 전망을 '안정적'에서 '부정적'으로 하향 조정했다. 3 대 국제 신용평가사 중 유일하게 미국의 신용등급을 최고 단계로 유지한 무디스도 미국의 등급을 내릴 수 있다고 발표한 것이다.

'부정적' 전망의 원인은 천문학적인 재정적자가 더 늘어나고 있음에도 불구하고, 정부에서는 지출을 줄이거나 세입을 증가시키려는 정책적 조치를 취하지 않고 있기 때문이다. 1923년에 4050억 달러였던 부채규모가 2023년에는 33조가 되었는데 무려 80배 가까이 증가한 수치이다.

미국 연방정부 부채 추이

단위: 달러



또한 미국은 국채 발행이나 기타 자금조달을 위해 빌려왔던 대출금에 대해 이자를 지불해야 하는데 이자금액만해도 매년 미국의 연간 국방비와 맞먹는 6500억 달러를 넘는다.

무디스는 미국 의회 내 정치 양극화로 인해 채무상환능력이 약화되는 것을 막으려는 미 행정부의 계획이 안좋은 방향으로 흘러갈 가능성을 제시했다. 지난 8월에 피치는 미의회에서의 정치 싸움을 지적하며 미국 국가신용등급을 AAA에서 AA+로 내렸다. 또한 S&P는 미국 등급을 하향한 뒤 12년 때 유지하고 있는 상황이다. 무디스도 따라서 현 상황이 개선되기 어려워 보인다고 언급하며 미국 의회 양극화로 차기 정부가 감당할 수준이 넘어섰기 때문에 재정 계획에 대한 합의는 어렵다는 의사를 표했다. 무디스는 하단의 모습을 바탕으로 전망을 하향했다

- 1) 재정 건전성 관련 리스크가 커졌고,
- 2) 상환능력, 규모 등 전반적인 부채 관련 여건이 심각하게 악화(significantly weekend) 되었으며,
- 3) 재정적자는 매우 방대한 규모가 유지되는 가운데,
- 4) 정책 운영 능력도 악화되었다. 정치의 양극단화는 이를 더 악화시킬 가능성이 있다.

[신용등급기준과 영향]

S&P	Moody's	S&P	Fitch
호주	Aaa	AAA	AAA
캐나다	Aaa	AAA	AAA
덴마크	Aaa	AAA	AAA
독일	Aaa	AAA	AAA
네덜란드	Aaa	AAA	AAA
스위스	Aaa	AAA	AAA
노르웨이	Aaa	AAA	AAA
스웨덴	Aaa	AAA	AAA
유럽 연합 (EU)	Aaa	AA	AAA
싱가포르	Aaa	AAA	AAA
미국	Aaa	AA+	AA+
대한민국	Aa2	AA	AA-

국가 신용등급이 떨어지면 기존보다 낮을수록 더 많은 이자를 지불하면서 자금을 조달해야 한다. 신용등급 하향은 1. 해당국가의 화폐가치 하락, 2.국채 이자율 상승(채권 가격 하락), 3. 경제 성장률 둔화, 4. 미국증시하락 등의 상황을 촉발한다. 따라서 리스크가 높은 주식보다는 고금리를 취할 수 있는 안전자산 수요가 높아질 것으로 예상된다.

실제로 신용등급을 하향 조정한 것은 아니고 전망에 대해서만 부정적으로 평가한 상황이다. 따라서 실제로 신용등급을 낮춘 피치와는 차이가 있다. 다만 미국 신용등급에 대해 부정적인 시그널을 주는 것은 분명하기 때문에 미국장에서 국채금리가 상승하고 미국증시가 큰 폭으로 하락할 수 있다는 시나리오를 뽑을 수 있다.

미국 정부가 탄생한 이래로, 많은 섯다운 위기가 있었다. 2013년 그리고 2018년~2019년 등 미국 의회는 계속해서 미국 정부의 예산안에 대한 이견을 드러냈고, 자연스레 시장에서는 정치적 부담이 가중되어 파열음을 보여주었다. 그러나 과거의 섯다운 사례들을 살펴봤을 때, 결국에는 의회에서 합의안을 도출해낼 것이라는 기대가 있기 때문인지 단기적인 여파만이 나타났다.

2018년 당시에는 두 차례의 섯다운이 발생하였는데, 1월 20일과 2월 9일 그리고 12월 22일, 세 차례에 걸쳐 정부 예산안 결의가 파행되며 시장에 영향을 미쳤다. 첫번째 섯다운의 경우에는, 1월 20일이 토요일인 관계로 1월 22일, 월요일에 그 여파가 나타났는데 다우지수의 경우에는 19일 0.21% 상승, 22일 0.55% 상승 후 별다른 낙폭이 관찰되지 않는 등 섯다운의 여파에서 거리가 있는 모습을 보여주었다. 또한 나스닥과 S&P500 역시 별다른 특이점이 관찰되지 않는 등 시장은 2018년 첫 섯다운에 대한 우려가 반영되지 않았다.

두번째 섯다운인, 2월 9일에는 조금은 낙폭이 발생했지만 그 여파를 곧바로 회복하는 모습을 보여주었다. 다우지수는 2월 8일에 4% 수준 하락했지만, 9일에는 1% 반등했으며 그 이후로도 지수가 지지되는 모습을 보여주었다. 또한 나스닥은 8일에 3.9% 하락, 9일 1.44% 반등 하며 그 여파가 심각하지 않았다.

마지막으로 12월 22일에 나타났던 섀도우는 산타 렐리를 없앴다는 평가를 받았지만, 이 역시도 심각한 여파는 나타나지 않았던 것을 확인할 수 있다. 심지어 2013년에 발생했던 섀도우 당시에는, 주식 시장에 반등하는 모습을 보여주며 시장의 과도한 우려를 불식시켰다.

상기의 사례들로 봤을 때, 섀도우의 경우에는 3,4일 수준에서 악재가 해소가 되기 때문에 주식시장에 대한 영향이 미미한 것으로 나타났다. 또한 시티그룹의 분석에 따르면, 미 연방정부의 섀도우가 채권 자산에 미치는 영향을 상대적으로 거의 없으며 주식시장에 미치는 영향을 그 기간에 달렸다는 분석을 발표했다. 그렇지만 신용을 평가하는 신용평가회사의 시각에서는 정부의 업무가 정상적으로 처리되지 않는 섀도우 가능성 자체가 리스크로 작용될 것이다. 또한 신용평가회사들이 미국정부의 신용등급을 또는 신용등급 전망을 하향한 배경에는 부채와 정치적 불확실성이 가장 큰 영향을 끼쳤다. 정치적 불안의 경우에는 앞으로도 상존할 수 밖에 없는 만큼 우리는 부채 과다에 따른 영향에 조금 더 집중하는 것이 좋을 것 같다.

국제신용평가사 무디스가 미국의 신용등급을 '부정적'으로 하향 조정했음에도 뉴욕증시에 큰 영향을 미치지 못했다. 13일(현지시간) 마켓포인트, CNBC 등에 따르면 블루칩을 모아 놓은 다우존스 30 산업평균지수는 전거래일 대비 0.16% 상승했다. 대형주 중심의 스탠더드앤드푸어스(S&P) 500 지수는 0.08% 떨어졌고, 기술주 위주의 나스닥 지수도 0.22% 하락했다.

바이든-시진핑 정상회담

조 바이든 미국 대통령과 중국 국가주석 시진핑의 대면 정상회담이 1년 만에 미국 샌프란시스코에서 열렸다. 아시아태평양경제협력체(APEC)를 계기로 열린 이번 회담에서는 4시간에 걸쳐 여러가지 사항들이 논의됐다. 이에 크게 다섯 가지로 나뉘 주요 논의사항을 살펴보겠다.

1) 미-중 군 대화 재개

앞서 중국은 지난해 8월 미국 하원의장의 대만 방문에 반발해 미국과의 군사 대화를 중단해왔다. 이에 이번 회담에서 바이든은 시진핑에게 군대군 대화를 제도화할 것을 요청했으며, 시 주석이 이를 위한 조치에 합의했다. 더불어, 양국은 국방부 고위급 소통 및 국방부 실무회담, 사령관급 전화 통화 등을 재개하기로 하였다.

2) 중국의 펜타닐 단속 합의

양국은 미국 사회의 심각한 사회문제로 부상한 마약성 진통제 펜타닐과 관련한 합의를 이뤘다. 소위 좀비 마약이라고 불리는 펜타닐은 중독성이 헤로인의 50배, 모르핀의 100배로 현재 미국 내 청장년층의 사망 원인 1위에 올랐다. 이에 각국은 펜타닐을 포함한 국제 불법 마약 제조 및 밀매 대응에 양자 협력하기로 했다. 중국은 중국에서 멕시코를 거쳐 미국으로 유입되는 펜타닐을 막기 위해 펜타닐 원료를 제조하는 화학 기업을 직접 추적 및 단속을 시행한다.

3) 대만 독립성에 대한 입장 갈등

양측의 주요 민감 현안 중 하나인 대만 문제에 대한 온도차는 여전했다. 중국은 미국이 '하나의 중국' 원칙을 분명히 지켜줄 것을 요구했다. 앞으로 수년 간 대만을 상대로 군사 행동을 할 계획이 없으므로 미국이 대만 개입을 중단할 것을 주장했다. 미국이 대만독립을 지지하지 않겠다는 입장을 구체적인 행동으로 구현할 것을 강조하며 대만 무장 중단 및 중국 평화통일 지지를 요청한 것이다. 그러나 미국은 중국이 대만해협의 평화와 안정을 유지함과 동시에 대만의 독립적 선거 절차를 존중할 것을 요구했다. 이는 사실상 대만의 주권을 인정해야 한다는 주장으로 해석된다. 바이든은 회담 이후 기자회견에서 시진핑의 대만 통일 의지에 대해 그를 독재자라고 비판하기도 했다.

4) 반도체 수출 통제 완화 등 경제 갈등

두 정상은 경제 갈등 문제에서도 대립했다. 시 주석은 미국의 현재 중국을 향해 진행 중인 수출 통제 및 제재로 중국의 정당한 이익을 심각하게 훼손하고 있다고 말했다. 이에 미국이 중국 기업에 공평하고 비차별적인 환경을 제공할 것을 요청했다. 그러나 바이든은 중국의 비(非)시장 경제 관행에 대해 문제를 제기했다. 양국간 경제 경쟁의 장이 공정하지 않고, 중국이 기업의 지식재산권을 침해해 투자자를 위축시키고 있다는 것이다. 이에 **국가 안보를 보호하기 위한 수출 통제 등의 경제 조치는 앞으로도 시행할 것**이라 답했다. 따라서 미국의 중국에 대한 반도체 제재는 계속될 것으로 보인다.

5) 중국의 대이란 영향력 발휘

바이든은 중동에서 갈등이 확산하지 않도록 중국의 영향력 행사에 대한 바람을 표현했다. 이에 중국 당국자들은 이미 중국이 관련 사항을 이란과 대화했다고 전했다. 이-팔 전쟁 및 러-우 전쟁에 대해서 세계적 긴장을 해소하는데 협력하자는 의견에 모두 동의했다.

이번 회담은 내년 대선을 앞둔 바이든 대통령 입장에서는 특히 중요하다. 유럽에서는 우크라이나, 중동에서는 이스라엘-하마스 전쟁이 계속되는 상황에서 대중국 관계를 안정적으로 유지하는 것은 필수적이기 때문이다. 바이든은 미국의 이익을 우선시하면서 중국과의 안정적인 관계를 이어나가는 모습을 미국 국민에게 보여주고자 했을 것이다. 그러나 경제 문제와 대만 관련 문제에서 두 국가는 실질적인 진전을 이루지 못했다. 수출 개방 등 **경제적인 호재가 없었다는 점에서 시장은 크게 실망했으며** 바이든의 시진핑을 향한 독재자 발언은 중국의 증시를 모두 떨어뜨리는 결과를 낳았다.

16일 오후 우량주 중심의 CSI 300 지수는 1% 떨어졌으며, 상하이종합지수는 0.6% 하락하였고, 선전 성분지수 1.09%, 중화권 홍콩증시의 항셱지수는 1.28% 하락했다. 중국 입장에서는 미국과의 무역 갈등 및 반도체 규제 해소를 위한 정책이 필요했으나 이러한 결론을 내지 못한 것이 시장의 실망을 불러온 것이다. 그러나 불안한 미중 관계는 분명히 개선되고 있다. 양국은 더 이상 디커플링을 하지 않는 것에 의견을 맞췄으며 미국과 중국의 적대적인 관계 개선에 있어서는 중요한 진전을 이뤘다.

파두, 논란의 중심되다.

최근 SSD 반도체 펌리스 기업 파두의 주가가 연일 하락세를 맞으며 논란이 있다. 해당 기업은 2023년 8월 7일에 상장하여 미래의 성장성에 대한 가치를 인정받아 공모가 31,000원 그리고 1조 5,000억원의 시가총액을 자랑하였다. 그러나 최근 2023년 2분기, 3 분기에 발표된 해당 기업의 매출액은 각각 5,900만원, 3억원 수준을 기록하며 시장에 충격을 안겼다. 1분기까지는 176억원의 매출액을 기록하며, 앞으로의 밝은 미래를 기대했던 만큼 더욱 충격이 크다.

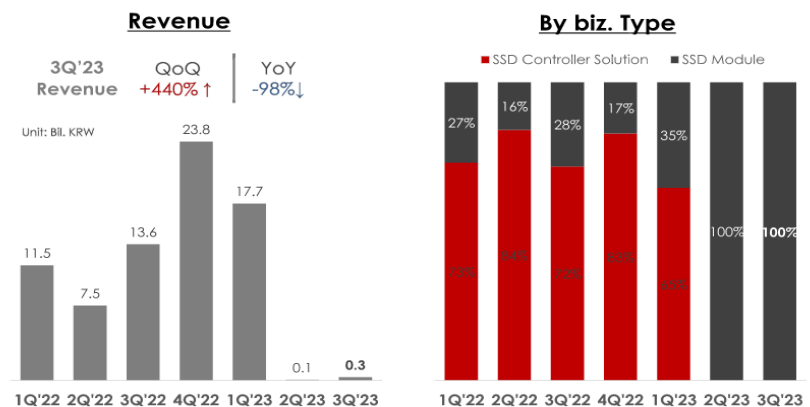
파두 주가차트



출처: 네이버증권 파두

기존의 해당 기업이 미래의 성장 가치를 인정받은 이유는 SK하이닉스 향 SSD 반도체 매출액이 꾸준히 발생했고, 그 분야의 성장성에 초점을 맞췄기 때문이다. 그리고 실제로 공모가를 책정할 당시에 23년 1분기까지 매출액을, SK하이닉스 향 매출이 꾸준히 기록되었던, 바탕으로 2023년 예상 매출액을 약 1,200억원으로 전망했다. 그러나 실제로 3분기까지 누적으로 기록된 매출액은 180억 4,406만원으로 전년보다 약 44.6% 수준 하락한 모습을 보였다. 더욱이 3분기의 매출액 3억원은 지난해 3분기 매출액인 135억 9,243억원 수준에 비해 97.6% 하락한 수치이다.

SSD Controller Solution - SK하이닉스 향 매출



출처: 파두 IR 자료

파두의 3분기 IR 자료에 따르면, 이러한 충격적인 수치가 기록된 이유는 SK하이닉스 향 수주가 중단됨에 따라 현재의 매출액이 감소했다고 한다. 그리고 이는 시장 상황에 따른 일시적인 수주 중단으로, 4분기부터는 수주가 소규모라도 발행할 수 있음을 함께 이야기 했다. 이러한 회사의 해명에도 불구하고, 주가는 11월 14일 기준으로 17,710원으로 지난 9월 12일 기록했던, 최고가인 47,100원에 비하면 약 63.4% 하락한 주가를 기록하고 있다.

여기서 가장 논란이 되는 부분은, 파두의 상장일이 8월 7일이고 증권신고서가 제출된 시점이 최초는 6월 30일, 정정신고서의 제출일은 7월 26일이라는 점이다. 심지어 6월 30일 최초의 증권신고서가 제출되었을 당시에는 공모가액이 26,000원이었지만, 7월 26일 정정신고서가 제출되었을 때에는 31,000원이라는 밴드 최상단에서 발행되었다는 점이다. 여기서 주목해볼 것은 상장일 및 증권신고서가 제출된 날짜들이다. 해당 일자들은 모두 내부적으로 2분기의 실적을 어느정도 짐작할 수 있는 시점이라는 것이 가장 중요한 부분이다. 물론 내부적인 수주일정이 언제 확정되는지는 알 수 없지만, 2분기 막바지에 상장 일정이 진행되었다는 점을 생각한다면 발행사인 파두나 발행주관사인 증권사들이 과연 해당 상황을 몰랐을까 하는 의문이 제기된다는 것이다. IPO 과정과 같은 경우에는 회사를 직접 실사하고, 관련 실적에 대한 부분을 확인해야 한다. 따라서 해당 매출액을 전혀 예상하지 못했다면 실사에 대한 증명이 과연 실효적인가하는 의문이, 매출액을 예상했지만 발행사는 더 많은 자금 조달을 위해서, 주관사는 공모가 극대화를 통한 수수료 수입 증대 및 PI 투자에 대한 이익을 위해 상장을 서두른 것이 아닌가 하는 의문이 제기된다.

하단의 자료를 보면, 파두의 미래 추정 순이익의 경우는 2023년 하반기부터 신규고객이 추가될 것이라는 것이 주요 골자이다. 그러나 현재의 상황으로 봤을 때, 과연 해당 분석의 시작점이 정확한 것인가라는 의문이 든다.

2) 미래 순영업이익 기준 주당 평가가액 산출

[(주)파두의 PER에 의한 평가가액]			
구분	산식	산출내역	비고
2024년 추정 당기순이익	(A)	94,820 백만원	주1), 주2)
연평균	-	20.00%	주2) 주3)
2024년 추정 당기순이익의 현재가치	$(B) = (A) \div (1.20^{1.75})$	68,919 백만원	주2) 주3)
2025년 추정 당기순이익	(C)	108,966 백만원	주1), 주2)
연평균	-	20.00%	주2) 주3)
2025년 추정 당기순이익의 현재가치	$(D) = (C) \div (1.20^{2.75})$	115,073 백만원	주2) 주3)
2024년 및 2025년 추정 당기순이익의 현재가치 산술평균	$(E) = ((B) + (D)) \div 2$	91,995 백만원	-
적용주식수	(F)	50,615,555주	주4)
특정 주당 순이익	$(G) = (E) \div (F)$	1,817.52원	-
적용 PER	(H)	22.51 배	-
주당 평가가액	$(I) = (G) \times (H)$	40,912원	-

주1) 2024년 및 2025년 추정 당기순이익 산정내역은 하기 '다. 추정 당기순이익 산정내역'을 참고해주시기 바랍니다

주2) 주당 평가가액 산출을 위하여 동사의 2024년 및 2025년 추정 당기순이익을 적용한 이유는 2023년 하반기부터 신규고객으로 추가될 글로벌 NAND 제조사를 통한 글로벌 소셜미디어사향(데이터센터) 매출이 증가할 것으로 기대되며, 해당 매출은 2024년부터 본격적으로 발생할 것으로 예상되기 때문입니다. 또한 2025년부터는 글로벌 하이퍼스케일 데이터센터향 매출이 본격적으로 확대될 것으로 추정되며 2024년 및 2025년 추정 당기순이익(현가할인 적용)에 비교기업의 PER를 적용하는 것이 동사 기업가치를 평가하기에 가장 타당할 것으로 판단하였기 때문입니다. 2022년 이후 분석기준일(2023년 6월 21일) 현재까지 코스닥시장에 상장한 기술성장기업들의 적용실적, 연 할인율, 할인기간은 아래와 같습니다.

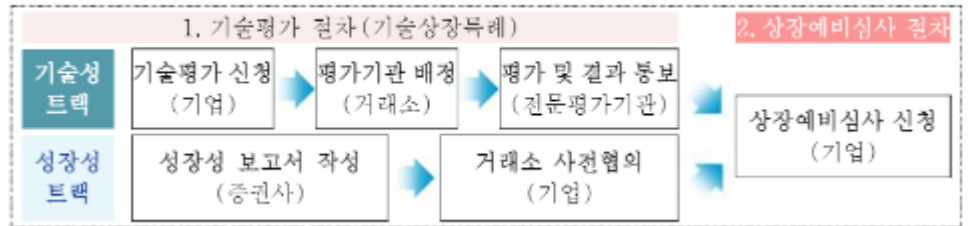
출처: 파두 증권신고서

또한 파두의 비교기업으로 Broadcom Inc., Microchip Technology, Maxlinear가 선정되었다. 상기의 3개 기업은 모두 SSD 컨트롤러 기업으로, 파두가 관련 매출을 현재 전혀 기록하고 있지 못하는 것에 비하면 과연 옳은 선정인가라는 의문 역시 제기될 수 있을 것이다.

기술특례상장 개정을 위한 금융기관들의 움직임

기술특례상장이란, 아직 매출이 실현되지 않은 기업들의 자금조달을 위해서 해당 기업의 성장성과 기술력을 바탕으로 IPO, 기업공개를 추진하는 상장방식으로 기업의 이윤보다는 향후 미래의 가치를 평가하기 때문에 그 수익성이 뛰어난 모습을 보여주었다. 더욱이 그 기술의 평가를 철저히 검증하기 때문에 오히려 기업의 상장폐지율이 현저히 낮은 모습을 보여주며 앞으로의 유망기업을 발굴하는데 증권사들이 혈안이 되어 스타트업 생태계 순환에 도움이 되고 있다는 평 역시 존재했다.

【기술평가 및 상장예비심사 절차 흐름도】



□ (실적) '05년 제도 도입 이후 현재('23.7월)까지 **150개사(시총 26.3조원)**이 기술특례상장했으며, 상장 1년 후 공모가 대비 평균 수익률 **40.7%**

【일반상장-기술특례상장 주요 현황 비교('05.1.1~'23.7.7일, 거래소)】

구 분	상장업체 수(A)	상폐업체 수(B)	상폐율(B/A)	상장 1년후 수익률
일반상장	806개	105개	13.0%	26.0%
기술특례상장	150개	1개	0.7%	40.7%

출처: 금융위원회 보도자료(2023.07.27)

그럼에도 불구하고, 아무래도 기업의 이윤이 확정되지 않았기 때문에 해당 기업의 수익성을 비롯한 안정성에 대한 문제가 제기되고 있었다. 특히, 이번의 파두 사태에서도 상기의 파두의 매출액 추이에서도 알 수 있는 것처럼 파두가 그 성장성을 인정받은 것은 SK하이닉스 향 SSD 컨트롤러 매출이 지속적으로 발생할 것이라는 전제가 뒷받침되었기 때문이다. 그러나 이번의 경우처럼 상장주관사가 조금 더 주의를 기울였다면, 그리고 조금 더 책임의식을 가졌더라면 충분히 지금의 논란을 막을 수 있었을 것이다.

이러한 논란과 관련해서, 올해 7월 금융위원회에서 발표된 기술특례상장과 관련해서 해당 방식으로 상장한 기업이 조기부실화되는 경우에, 그 이후에는 해당 상장주관사는 기술특례상장을 통해 상장을 할 때 기술성트랙이나 성장성트랙과 관련없이 주관사가 투자자의 요청이 있을 경우, 공모가의 90% 수준으로 되셔야 하는 풋백옵션을 6개월 부과받으며 의무인수주식의 보호예수기간을 6개월로 연장한다는 정책이 발표되었고, 최근 한국거래소 역시 해당 개정안을 도입하겠다는 움직임을 보이고 있다. 더욱이 최근에는 금융감독원과 한국거래소가 파두의 실적 부풀리기 여부를 점검하겠다고 나서 주가 하락에 불을 지피고 있다.



□ (현황 및 한계) 사업보고서(상장후)에 영업실적 실제값 기재 시, 상장 前 증권신고서에 기재했던 영업실적 추정치를 비교기제

- 추정치와 실제값 간 괴리율이 10% 이상인 경우, 그 원인을 상세히 설명해야 하며, 금감원은 공시현황 점검 시 설명의 적정성 등 평가
- 그러나, 증권신고서·사업보고서의 회사 별 작성방식·기재수준 등에 편차가 커, 기재 방식 표준화 등이 필요한 상황

- ➡ (개선) ①공시현황 점검·교육을 지속하는 한편, ②관련 서식을 보완하여 영업실적 관련 주요 정보의 신뢰성 제고 및 투자자 이해 제고
- ① (점검·교육) 최근 5년간 기술특례상장 업체(135개) 대상 영업실적 추정치·실제값 공시현황 점검 및 누락·부실기재 관련 교육 실시
- ② (서식보완) 증권신고서 및 사업보고서 상 영업실적 추정치·실제값 기재 방식을 구체화·표준화하여, 정보의 신뢰성·효용성 제고

☞ (참조지사항) 금감원 증권신고서서식, 기업공시서식 작성 기준 개정(‘23.7.)

출처: 금융위원회 보도자료(2023.07.27)

과연 대한민국 IPO 시장에서 지속적으로 제기된 고평가 논란이 해소될 수 있을지 귀추가 주목된다.

투자 전략

한국 11월 CPI 전년대비 +0.1%, 유럽 9월 CPI 전년대비 +4.3%, 미국 11월 CPI 전년대비 -0.12%

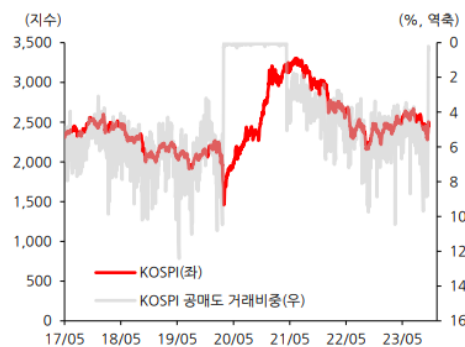
지난 2주간(10/7~11/21) KOSPI 지수 2,443.96 -> 2,510.42 (+2.72%) KOSDAQ 지수 824.37 -> 817.01 (-0.89%)

한국 증시는 고금리 장기화로 하락세를 보였으나 11월 FOMC 회의 이후 긴축 종료 기대감이 반영되어 국채금리와 달러인덱스가 동반 하락했다. 원화 환율도 감소하며 외국인 수급으로 증시가 상승했다.

[공매도제한보다 실적 사이클 상승에 집중 – 코스피 매수 추천]

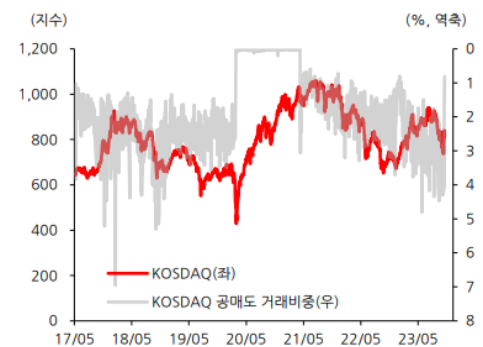
코스닥에서의 공매도 영향력은 과장되었고, 금지 조치의 효과도 끝났다고 판단하여 국내 주식시장은 연말까지 완만한 속도로 반등할 것으로 본다. 거래소와 코스닥 거래대금에서 공매도가 차지하는 비중은 2017년 5월 이후 평균 6.4%였다. 공매도 금지가 전격 발표되기 직전인 11월 3일엔 10.3%였다. 비중이 높아졌지만 공매도가 증가한 것은 아니었다. 공매도 거래대금은 2023년 평균 7,700억원이었고 지난 10월 평균은 7,910억원이었다. 전체 거래대금이 감소하면서 공매도의 비중이 높아졌을 뿐이다. 코스닥이 공매도의 영향을 더 많이 받을 것이라는 통념도 사실과 다르다. 다음 페이지 [그림1,2]는 KOSPI, 코스닥지수와 공매도 거래 비중을 나타낸 것이다. 공매도는 하락 모멘텀을 따라다니는 것으로 보이고 KOSPI와 상관관계가 코스닥보다는 높아 보인다.

[그림1] KOSPI 공매도 거래비중과 주가



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] KOSDAQ 공매도 거래비중과 주가

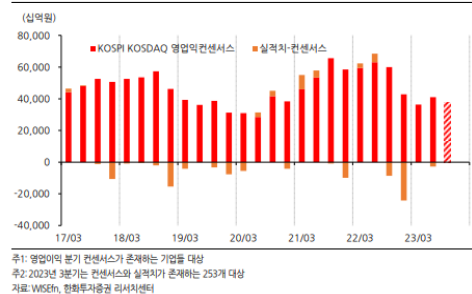


자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

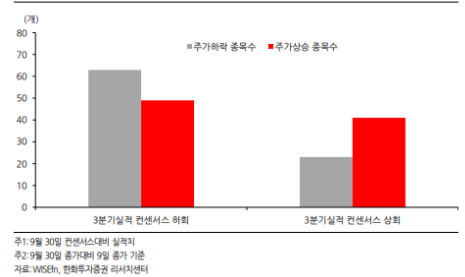
공매도 조치의 효과는 기준금리 인하 효과를 오인한 측면도 있다. 금융위기, COVID-19 위기 구간에선 공매도 금지 조치만 취해지지 않았다. 주요국 중앙은행들의 기준금리를 인하했고 정부는 재정지출을 늘렸다. 공매도가 금지 조치가 시행 중이던 2009년 4월 중순 KOSPI 12개월 예상 PER은 12배까지 상승했다. 한국은행과 미 연방준비제도이사회(Fed)가 기준금리를 각각 2.00%, 0.25%까지 인하한 뒤였다. 2020년 8월 중순엔 KOSPI의 PER은 13.2배였고 한국의 기준금리는 0.5%, 미국의 기준금리는 0.25%였다. 유럽 재정위

존재하고 9일까지 실적을 발표한 기업은 176개다. 이들의 합산 영업이익은 38.5조원이고 컨센서스 합계는 37.0 조원으로 3분기 전체적으로 실적은 양호하다. 실적이 컨센서스를 웃돈 기업은 64개였고 이중 주가가 오른 기업은 41개로 내린 기업 23개보다 두 배 가까이 많았다. 실적이 컨센서스를 하회한 112개 기업들 가운데 주가가 하락한 기업은 63개, 오른 기업은 49개였다. 지금까지 11월 주식시장을 요약하면 수급으로 먼저 오른 주가를 이익으로 정당화하는 과정이었다고 본다. 따라서 남은 기간 주식시장의 변동성은 잦아들 것으로 예상된다.

[그림4] 국내 주식시장, 실적 사이클 상승세로 전환 중



[그림5] 3분기 실적에 반응하는 주가



매수추천섹터 : 반도체산업, 방위산업

반도체산업의 경우, DRAM 매출액이 안정적으로 증가세를 보이는 등 기업실적이 4분기부터 회복 시그널을 보이고 있기 때문에 매수추천섹터로 선정하였다.

방위산업의 경우, 전쟁의 확산으로 무기 수요가 확인되고 있으므로 4분기 호실적과 내년 수주 기대감으로 매수추천섹터로 선정하였다.

매수 추천 섹터: 반도체

매수포인트1) P와 Q의 동반 성장으로 DRAM 매출액 증가세 전환

2021년 이후 처음으로 DRAM 가격이 상승세를 보였으며 수요가 정상화되어 메모리 반도체 매출액이 증가로 전환했다. 메모리 공급 조절이 지속되고, 충분한 가격 하락이 이루어져 9월부터 DRAM 가격의 반등이 확인되고 있으며, NAND 가격도 하락세를 멈췄다. 또한, 4Q23부터 전방 수요의 회복 시그널이 감지되고 있다. 2024년 세트 전반의 탑재량 증가세가 메모리 가격 반등과 맞물려 P와 Q의 동반 성장을 견인할 전망이다. 신한투자증권 리서치에 따르면 DDR5로의 전환이 본격화되며 2024년 전체 PC, 일반 서버용 DRAM에서 DDR5의 출하 비중은 66%를 돌파할 것으로 기대된다. 세트별 탑재량 증가율은 DRAM, NAND 각각 스마트폰 +14%, +23%, PC +7%, +15%, 서버 +17%, +21%로 구조적 성장세가 이어질 전망이다.

매수포인트2) AI 서버 증가에 따른 HBM의 중요성 확대

서버용 메모리는 AI의 고도화에 따라 고부가 제품 수요 확대가 지속되며 탑라인 성장이 지속될 전망이다. DRAM 시장의 질적 성장을 견인하고 있는 HBM(고대역폭메모리)과 DDR5는 아직 초기 시장에 불과하다. 챗 GPT 열풍 이후 많은 빅테크 기업들이 AI 서버에 사활을 걸기 시작했다.

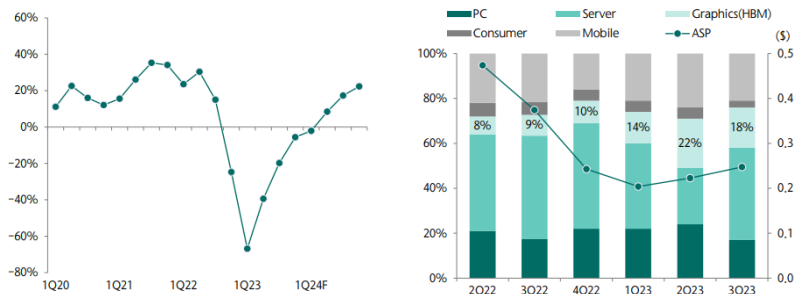
일반 제품 대비 5~8배 단가가 높은 AI서버는 병렬 데이터를 처리할 수 있는 GPU의 중요도가 급격히 상승되며 개별 GPU당 HBM의 탑재량 증가한다. 2024년에도 HBM의 평균 탑재량은 점진적으로 증가할 것으로 보인다. AI 서버 투자를 지속하고 있는 빅테크의 고부가 제품 선호도는 당분간 유지될 것으로 보이며, 엔비디아도 지속적으로 HBM 공급량 확대를 요청하고 있다. 교보증권에 따르면 2023년, 39억 달러(약 5조원)였던 HBM 시장은 2024년 89억 달러(약 12조) 규모로 성장할 것으로 전망된다. 이에 메모리 업체들은 수요가 확인되는 HBM에 설비투자 규모를 늘리고 있다. 삼성전자는 10조원의 시설투자를 진행했고, SK하이닉스는 공정전환 등 신기술 개발에 주력하고 있다.

추천 종목: SK하이닉스

SK하이닉스는 메모리 업체 중 가장 먼저 DRAM 사업 흑자 전환에 성공하여 실적 개선 속도를 가속화하고 있다. 동사는 고부가 DRAM 시장에서 독보적인 위치를 선점하여 기존의 DRAM 사이클과 다른 HBM에 의한 가격 차별화로 실적 턴어라운드 성공했다. 특히 Nvidia의 GPU용 HBM 탑재로 관련 수혜를 받고 있으며, 2024년까지도 Nvidia 내 입지 견조할 것으로 판단된다. Nvidia는 전 세계 AI용 GPU 시장의 90% 이상을 점유하여 메모리 반도체 기업들의 핵심 고객으로 꼽힌다. 동사는 지난해부터 엔비디아에 HBM3를 공급 중이며 이미 지난 8월, 두 기업 간 24년도 HBM3 계약을 체결 완료했다.

엔비디아 고객사들의 최신 GPU 주문이 증가하고 있으며 이로 인해 HBM3를 생산하는 동사로 낙수효과가 전해지고 있다. 동사는 올해 엔비디아에 HBM3를 독점 공급한 데 이어 내년 초 HBM3E 공급을 앞두고 있다. 동사의 HBM3E는 엔비디아가 내년 상반기 출시할 계획인 차세대 AI용 플래그십 GPU인 B100에 탑재될 예정이다. 동사는 10월 26일 3분기 실적 발표에서 내년도 HBM3와 HBM3E 생산량이 모두 완판됐으며, 추가 고객 추가 문의도 들어오고 있는 상황이라고 언급했다. 경쟁업체대비 우위를 확보한 HBM은 Blended ASP 우위에 있고, 이로 인한 실적 차별화가 가능하다. 이에 차세대 제품에서도 선점 효과가 지속될 것으로 판단되며, SK하이닉스의 선도적 위치가 유지될 것으로 전망한다. 동사의 NAND 사업부는 예상보다 회복이 더딘 상태이나 이를 상쇄할만큼 DRAM의 B/G와 ASP가 경쟁사 대비 압도적인 수준을 보이고 있다.

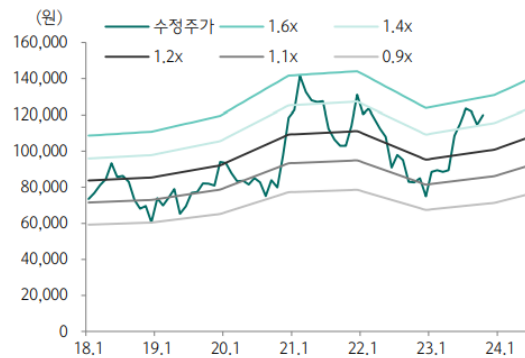
SK하이닉스 영업이익률 전망, SK하이닉스 HBM 매출 비중 및 DRAM 가격변화



출처: SK하이닉스, 하나증권

SK하이닉스의 주가는 최근 6년간 PBR 밴드 상단인 1.61배에 근접해 있어 호재보다 악재에 민감하게 반응할 우려가 상존한다. 다만, DRAM 업황의 반등 전망과 그 안에서 경쟁우위를 확보한 동사가 기존 밸류에이션 상단을 돌파할 가능성도 배제할 수 없다. 또한, 현 시점에서는 지난 2년여간의 골칫거리였던 업계 내 재고 부담이 완화되고 있다는 점에 더욱 주목해야 한다. 이에 Upside가 충분히 가능하다고 판단해 반도체 섹터 내 가장 안정적인 종목으로 SK하이닉스의 매수를 추천한다.

SK하이닉스 12M Fwd PBR Band



출처: SK하이닉스, 하나증권

매수 추천 섹터: 방산

매수포인트 1) 불확실한 정세 속 증가하는 수요

ARIRANG K-방산Fn ETF 지수 추이



한화 ARIRANG

K방산 ETF

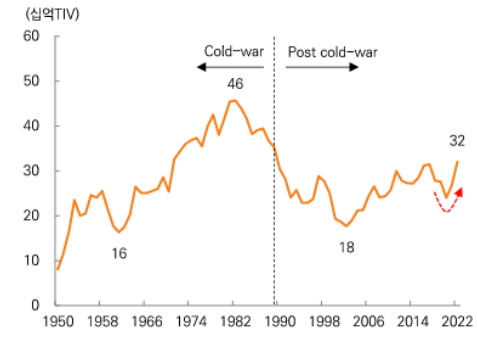
올해 상장 주식형 ETF 중
개인순매수 1위

수익률도 약 30%로 같은기간 1위!

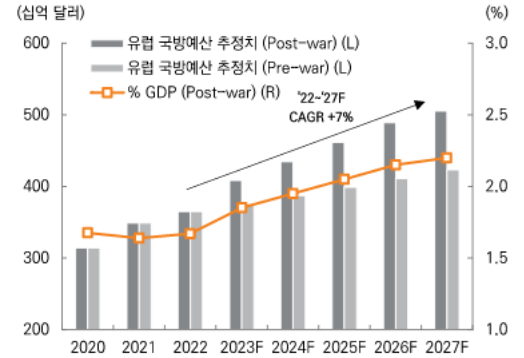
2023년 1월 5일 상장 (2023.04.19 기준)
개인 순매수 86억원 · 수익률 28.94%

러시아-우크라이나 전쟁부터 시작된 K-방산에 대한 러브콜은 최근 주춤한 모습을 보이고 있다. 상단의 자료에서 확인할 수 있듯이, 올해 1월 5일 상장한 ARIRANG K-방산Fn ETF는 4월 19일 기준으로 개인이 가장 많이 순매수한 ETF가 되었으며, 그 기간 동안 수익률도 1위를 기록하며 상반기까지는 효자 종목으로 작용하며, 내수 위주의 주식에서 수출 기업으로 탈바꿈했다. 그렇지만 방산업종의 경우에는 수주부터 실제 물량 인도까지 상당한 시간이 소요되는 산업임에도 불구하고 너무 빠르게 시장에서 기대감을 반영하여 최근의 주가는 실망감이 반영된 모습을 보였다.

무기교역규모, 유럽 국방예산 추정치 상향 추이



주: TIV란 SIPRI의 자체 매트릭스로써 무기체계의 효용가치를 나타낸다.
개발원지 얼마 안된 신종일 경우 TIV가 높고, 노후 모델이나 중고품은 값이가 적용된다.



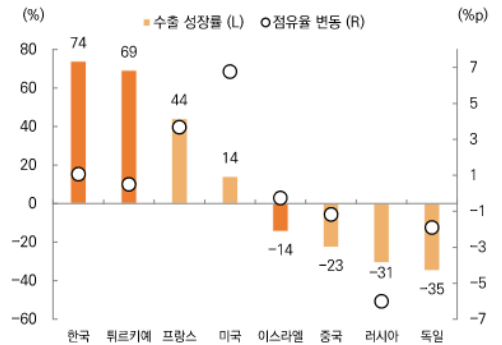
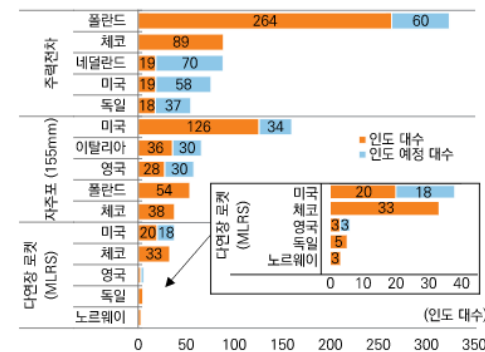
출처: 미래에셋증권

하지만 분명 무기의 교역규모는 증대되고 있다. 냉전의 종식이 거론됐던 시점부터 하락한 무기의 교역규모는 2000년대 9.11테러, 이라크 전쟁 등의 분쟁을 거치면서 점차 상승하다가 코로나 당시의 감소보다 더 큰 상승세를 보여주며 국방에 대한 중요성을 새삼 실감하게 만들었다. 또한 실질적인 위협인 러시아와 마주하고 있는 유럽 국가들의 국방예산의 지속적으로 상향되고 있는 추세를 그리고 있다. 기존에 러시아-우크라이나 전쟁 이전에는 미미한 성장만을 거듭하던, 약 2% 수준의 물가상승률 수준만을 성장하던 국방예산이 훨씬 더 큰 폭인 7% 수준으로 성장하는 모습을 보이고 있다. 단순히 분쟁이 일단락된다 하더라도 한동안은 국방 예산 증가에 대한 필요성을 잊히지 않을 것이다.

매수포인트 2) 자국 수요 충족시키기 바쁜 경쟁국들

현시점에서 주로 사용되는 재래식 무기의 수급을 감당할 국가는 몇 개 없다. 그리고 수급을 감당할 수 있는 대부분의 무기 수출국인 미국과 유럽의 국가들은 현재 자체적인 방위력 증대를 위해 소모를 하고 있는 시점이므로, 한국의 방산주는 점차 회복할 것이다. 이번 러시아-우크라이나 전쟁 속에서 우크라이나에 주로 전쟁물자를 비롯한 다양한 무기들을 지원한 국가들은 유럽에 속한 국가들이거나 미국과 같이 러시아와 대척점에 있는 국가들이었다. 그리고 해당 국가들은 주로 무기를 수입하는 국가들이다.

우크라이나 향 무기 인도 추이, 주요 무기 수출국 수출 성장률 및 점유율 변동



출처: 미래에셋증권

또한 상단의 우측 자료를 본다면, 기존까지 주로 무기를 수출해왔던 국가들은 자국의 무기 수요를 충족시키기 위해 수출에서의 역성장을 기록했다. 특히 기존까지 유럽의 국가들에 무기를 공급했던 독일은 자국의 국방력 증가를 위해 수출에서의 감소를 겪었고, 러시아 역시 자국의 수요를 위해 수출에서의 감소를 겪을 수 밖에 없었다. 특히, 러시아의 수출 감소는 한국에 큰 이익으로 작용할 것이다. 기존까지 동구권 국가들은 러시아의 무기 체계에 익숙해져 있었기 때문에, 러시아제 무기를 주로 수입해왔다. 하지만 현재 러시아가 야망의 이빨을 드러내고, 자국 무기 수요 증가로 인해 수출이 불가능해진 시점에서 해당 국가들은 신규 수입로를 확충해야 하기 때문이다. 더욱이 각국의 방산업체들은 증가한 수요에 맞춘 생산능력 확장에 최소 몇 년의 시간이 걸릴 것이라 언급했고, 숙련공 및 부품 수급에 있어서도 어려움을 겪고 있다고 언급했다.

한국 주요 방산 수출품목의 경쟁모델 간 비교

분류	모델명	생산업체	대당 가격 (백만 달러)	대당 유지비 (백만 달러)	대당 총 비용 (백만 달러)	수주대수 (대)	생산케파 (대/년)	예상 리드타임 (년)	총 운용대수 (대)	규모의 경제
경전투기	FA-50 (한국)	한국항공우주	29.6	60.4	90.0	94	36 (72)	3 (1)	208	○
	F-16 (미국)	록히드마틴	75.6	154.0	229.6	190	48	4	2,810	○
	Gripen (스웨덴)	사브	72.0	146.7	218.7	73	24	3	163	X
	M-346FA (이탈리아)	레오나르도	50.0	101.9	151.9	38	15	3	92	X
	Tejas Mk1 (인도)	HAL	44.0	89.6	133.6	99	16	6	41	X
자주포	K-9 (한국)	한화에어로	7.3	14.9	22.2	426	80 (240)	5 (2)	1,416	○
	PzH2000 (독일)	KMW/라인메탈	20.0	40.8	60.8	142	12	12	82	X
	M109A7 (미국)	BAE시스템즈	18.4	37.5	56.0	1,072	96	11	2,086	○
	CAESAR (프랑스)	넥스터	5.8	11.9	17.8	258	24 (72)	11 (4)	227	X
전차	K-2 (한국)	현대로템	10.3	21.0	31.3	356	60	6	221	X
	Leopard2 (독일)	KMW/라인메탈	13.3	27.0	40.3	307	10 (70)	31 (4)	1,702	X*
	M1A2 (미국)	제너럴 다이내믹스	13.7	27.8	41.5	1,393	144	10	3,375	○
	Altay (튀르키예)	BMC/현대로템	10.0	20.3	30.3	1,100	96	11	160	X

주 1) 명시된 생산케파 중 괄호 안의 숫자는 오는 '24년 중실관료로 인한 예상 생산케파이며, 예상 리드타임 괄호는 이에 상응하는 연도를 기입
주 2) 대당 가격은 최근 거래된 평균 신제품 가격으로 산정했으며, 순수 기체 생산단가 또는 최대 훈련비용/수리부속 포함 계약 건만 포함. 타 제품을 포함하는 패키지 계약은 제외
주 3) 수주잔고 및 생산대수는 국내외 및 기술품을 공유하는 동일 계열 제품군 포함
*레오파르트2의 운용대수는 1,000대 이상이나 독일의 오랜 군속 기조로 생산라인과 병류체인이 현재까지 축소되었고, 부품단종으로 규모의 경제가 어려운 상황이라고 판단

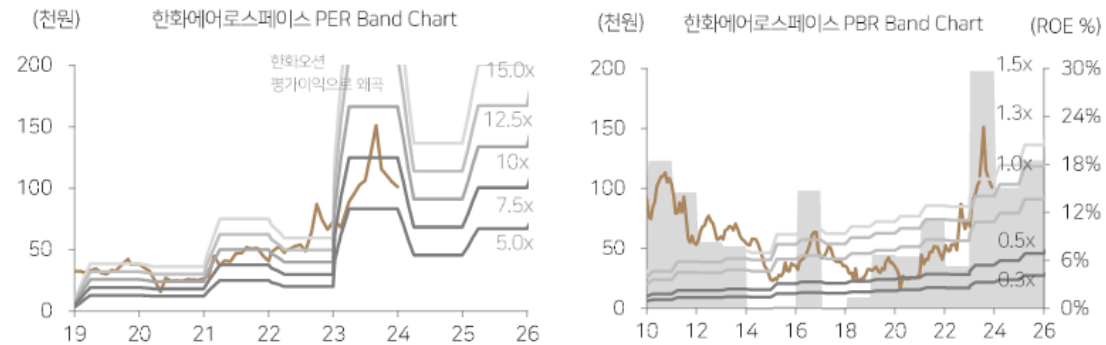
출처: 미래에셋증권

또한 상기의 자료를 보면, 경쟁국들에 비해서 기존까지 계속해서 무기를 생산해왔고 지속적인 생산능력 확충을 계획해왔던 한국은 그 공급기간과 비용에 있어서 우위를 점하고 있다. 이러한 측면에서 세계 국방비 증가 속에서 수혜를 입을 국가는 한국이 될 것이라 전망한다.

추천 종목 : 한화에어로스페이스

한화에어로스페이스는 규모의 경제를 목전에 두고 있다. 한화에어로스페이스는 기존까지는 육상 방위, 자주포를 비롯한 군사장비를 생산하는 기업이었다. 그러나 누리호와 같은 우주 추진체 사업을 진행하며 항공기 엔진을 비롯한 공군 장비를 공급하기 시작했고, 올해 초에는 구 대우조선해양, 현 한화오션을 인수하며 해군 방산 사업 역시 시작하였다. 이처럼 한화에어로스페이스는 공격적인 사업 확장을 통해 육해공 모두에서 사업을 진행하며 규모의 경제를 위한 발돋움에 나섰다.

한화에어로스페이스 PER, PBR 밴드 차트

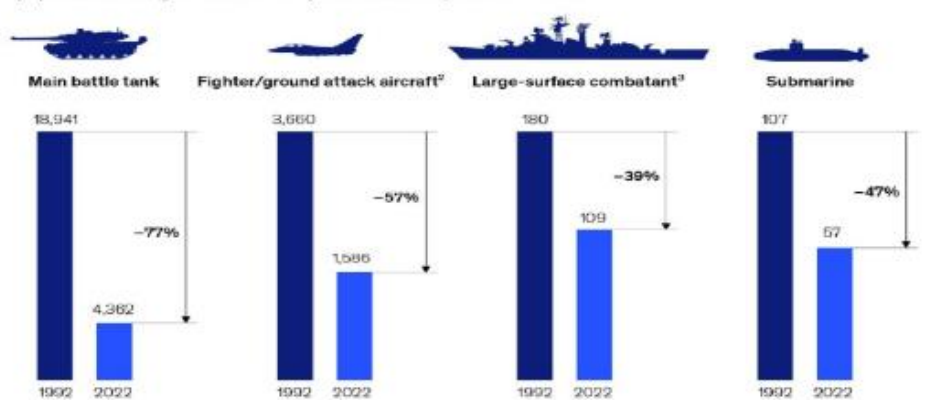


출처: 다올투자증권

한화에어로스페이스는 급증한 유럽 시장에서의 무기 수요를 충족시키기 위해 다방면으로 수출길에 나서고 있다. 그 중에서 가장 적극적으로 수출길 확보에 나선 국가는 폴란드로, K9와 천무 등을 포함한 다양한 지방방산 무기들의 수출 계약에 나서고 있다. 하단의 자료를 보면, 유럽은 냉전 이후 빠르게 국방력을 축소시켜 현 상황에서 더욱 큰 위기감을 느끼고 있다.

유럽 무기 규모 추이

Equipment holding for select European countries,¹ number of units

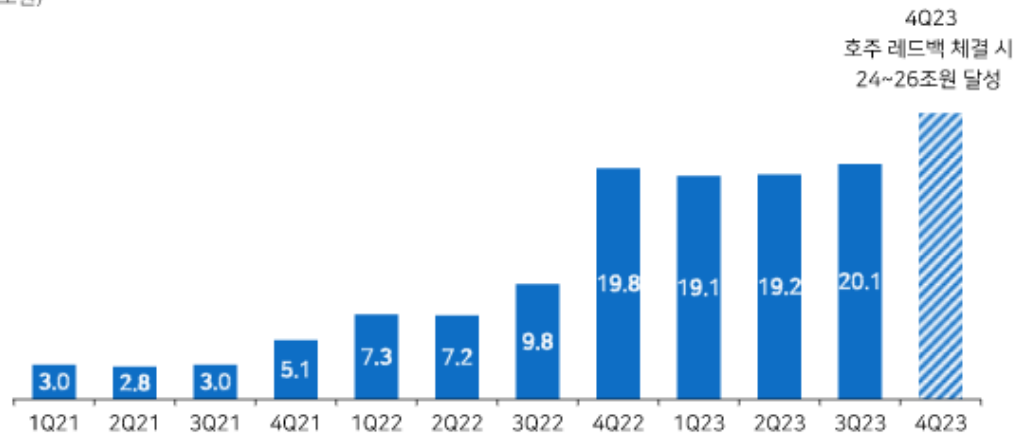


출처: 신한투자증권

특히, 자주포와 같이 육상 전력의 경우에는 NATO의 방위력을 믿으며 더욱 빠르게 축소시켰던 만큼 1992년과 비교하면 77% 감소한 모습을 보이고 있다. 이러한 시점에서 한화에어로스페이스의 K9은 훌륭한 대체재로 자리잡을 것이다. 동사의 경우, 9월 20일 시점에서 수주잔고는 52조원 규모로 역대 최대 규모를 자랑하고 있다. 하지만 수주잔고는 여전히 그 상방이 넓게 열려있다. 3분기에는 잠시 중단되었던 폴란드 K9 수출이 4분기부터는 재개될 것으로 시장은 예상하고 있으며 인도와 루마니아에서의 후속 수출계약 역시 긍정적으로 논의되고 있다.

한화에어로스페이스 지상방산 부문 분기별 수주잔고 추이

(조원)



출처: 메리츠증권

또한 한화에어로스페이스의 보병전투차량 K21을 기반으로 호주의 육군 보병전투차 프로그램을 위해 개발한 레드백이 IFV 사업에서 독일을 제치고 우선협상자로 선정되었다. 해당 사례의 경우에는 자체 개발 상품으로, 동구권이 아닌 선진국의 수주를 따낸 점에서 더욱 의미있는 마일스톤으로 여겨질 가능성이 높다. 더욱이 해당 사업이 약 2조원에서 3조원 가량의 규모를 가지는 만큼 수주 실적에서도 눈에 띄는 증가세를 찾을 수 있을 것으로 예상된다.

이처럼 한화에어로스페이스는 육상 방산에서 견조한 실적을 보여주고 있다. 또한 K9 자주포의 경우에는 8개국에서 이미 운용 중이며 글로벌 점유율이 22년 말 기준으로 52% 수준을 기록하고 있다. 물론 동사는 단순히 육상 방산뿐만 아니라 한화시스템을 비롯한 비방산 부문의 자회사 역시도 꾸준한 실적을 내고 있으며, 한화오션에서의 해상 사업 부문에서의 실적도 잠수함과 수상함을 가리지 않고 꾸준한 모습을 보이고 있다. 동사를 제외한 방산 기업들은 특정 사업 부문에서만 사업을 영위하고 있지만 보다 넓은 확장성을 가지고 규모의 경제를 통한 효율화에서 이점을 가져갈 한화에어로스페이스를 TOP PICK으로 제시한다.