meritz Strategy Daily

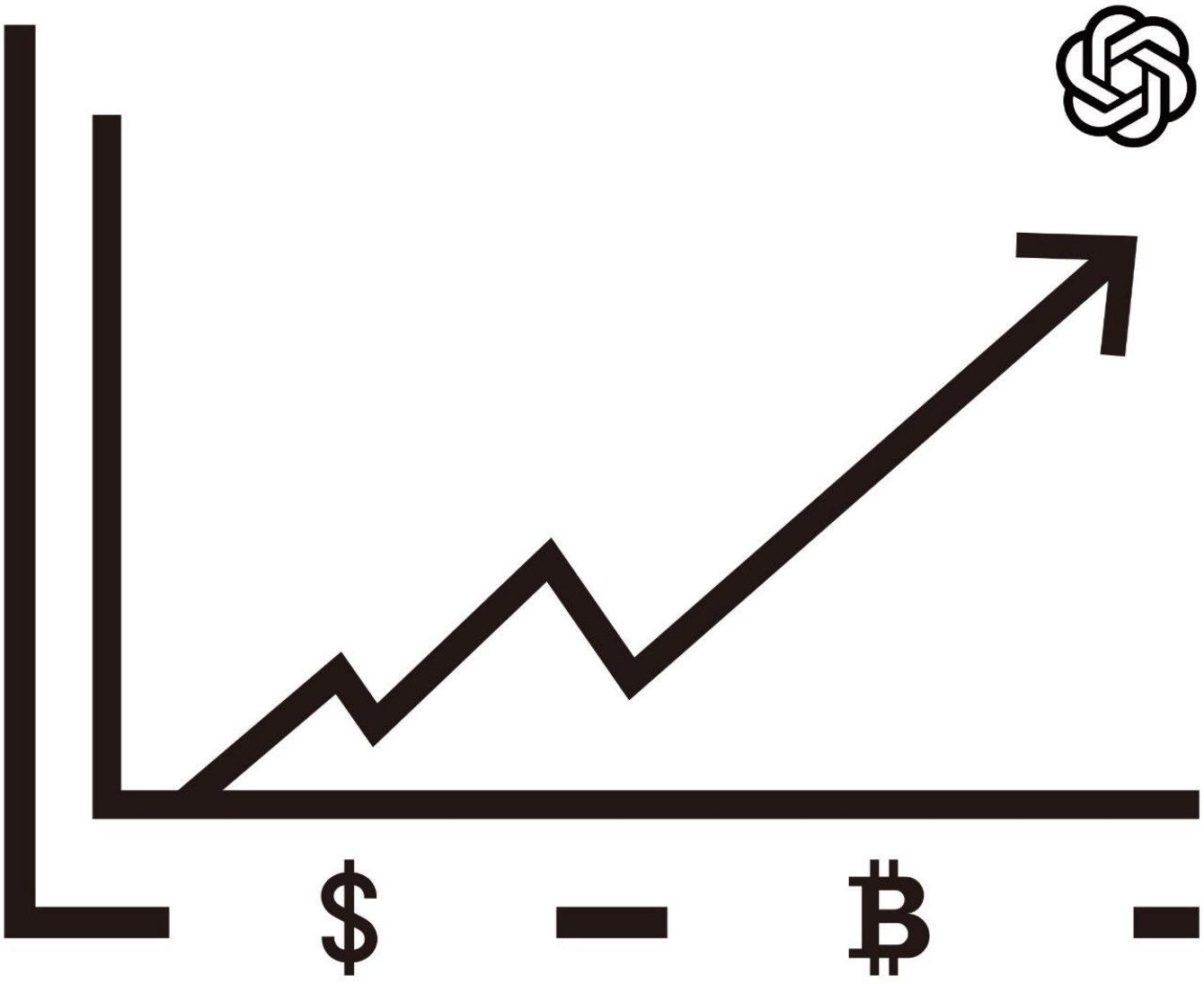
전략공감 2.0

2024. 3. 5 (화)

Strategy Idea
니케이 수익률 1등은 AI도, 반도체 장비도 아니다

오늘의 차트
칠레 구리 생산량 감소

칼럼의 재해석
미국 도로, 이제 진짜 깐다



본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

meritz 메리츠증권

Strategy Idea



글로벌 투자전략 - 선진국
Analyst **황수욱**
02. 6454-4896
soowook.hwang@meritz.co.kr

니케이 수익률 1위는 AI도, 반도체 장비도 아니다

- ✓ NIKKEI225 지수 구성종목 중 YTD 수익률 1위는 광케이블/전선 제조 기업인 후지쿠라
- ✓ 실적발표에서 미국 데이터센터 수요 개선 등 언급, 피어 대비 높은 미국향 매출 비중
- ✓ 주가 반응 아직 덜 나타난 미국의 케이블 관련 기업인 WIRE, OCC 관심

후지쿠라(5803 JP), 니케이225 지수 내 YTD 수익률 1위

S&P500 5,100pt, NIKKEI225 40,000pt 돌파

S&P500과 NIKKEI225지수가 사상 신고가를 연일 경신 중이다. 3월 1일 S&P500은 엔비디아 및 반도체주를 중심으로 5,100pt를 상회했다. NIKKEI225도 마찬가지다. 전일 종가 기준 4만 포인트를 사상 처음으로 상회했는데 미국 AI 수혜주인 반도체 장비주 중심으로 지수가 상승했다.

미국 YTD 수익률 1위 기업은 NVDA, 일본은 후지쿠라

연초 이후 S&P500 수익률 1위 종목은 시총 2조 달러를 돌파해 시총 순위 3위가 된 엔비디아다. 연초대비 66% 상승하면서 주도주로서 시장을 견인 중이다. 한편 NIKKEI225 지수 구성종목 중 연초대비 수익률 1위를 기록하는 종목은 후지쿠라다. 시장의 주목을 받는 주도주인 도쿄일렉트론, 어드반테스트, 스크린 홀딩스 등 반도체 장비 업체들을 제치고 연초대비 71% 수익률을 기록 중이다.

표1 NIKKEI225 구성 종목 YTD 수익률 상위 종목

종목명	티커	YTD 수익률(%)	업종	시가총액 (조엔)
후지쿠라	5803	70.8	통신장비	0.6
스크린 홀딩스	7735	62.8	반도체 제조	2.0
에바라 제작소	6361	54.8	유량제어장비	1.2
도쿄일렉트론	8035	52.0	반도체 제조	18.5
후지전기	6504	51.8	전력 기기	1.4
어드반테스트	6875	48.4	반도체 제조	5.7
미쓰비시상사	8058	45.0	식음료도매업	13.6
미쓰비시중공업	7011	45.0	다각화산업	4.0
토요타자동차	7203	42.1	자동차	59.6
GS유아사	6674	41.6	재생에너지장비	0.3

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 S&P500 구성 종목 YTD 수익률 상위 종목

종목명	티커	YTD 수익률(%)	업종	시가총액 (십억달러)
엔비디아	NVDA	66.1	반도체 소자	2,057.0.
콘스텔레이션 에너지	CEG	45.4	전력 발전업	542.9
메타 플랫폼스	META	42.1	인터넷미디어&서비스	1,281.0
AMD	AMD	37.5	반도체 소자	327.4
일라이 릴리	LLY	34.4	대형 제약업체	743.1
우버 테크놀로지스	UBER	31.6	인터넷미디어&서비스	0.2
어플라이드 머티리얼즈	AMAT	30.0	반도체 제조	174.7
폴로 랄프 로렌	RL	29.3	의류, 신발, 악세서리	11.8
태피스트리	TPR	28.3	의류, 신발, 악세서리	10.8
주니퍼 네트웍스	JNPR	27.5	통신장비	12.1

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

COVID 이후 미국 밸류체인으로 자리잡은 케이블 제조 기업

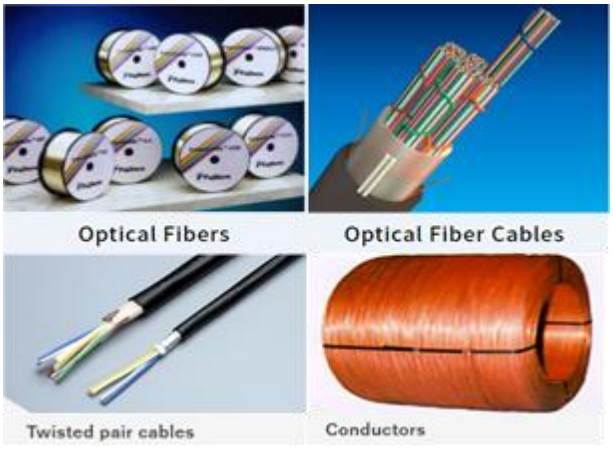
후지쿠라는 전선, 광케이블 제조업체

후지쿠라의 주요 사업은 통신 광섬유 및 케이블, 절연 케이블 등 정보통신 산업을 위한 전선 및 케이블 제조업이다. 시가총액은 약 5,500억엔으로 NIKKEI225 지수 내 시총 순위는 170위권에 속한다. 당사는 크게 전력 및 통신시스템 사업부, 전자 사업부, 자동차제품 사업부, 부동산 사업부 4개 사업부로 구성되어 있으나, 매출의 54%는 전력 및 통신 시스템 사업부에서 비롯된다. 그리고 43%가 전자제품 및 자동차 부품 매출, 부동산 등 기타 사업부에서 나머지 매출이 발생한다.

COVID 이후 미국향 매출 급성장 VS 중국향 매출 감소

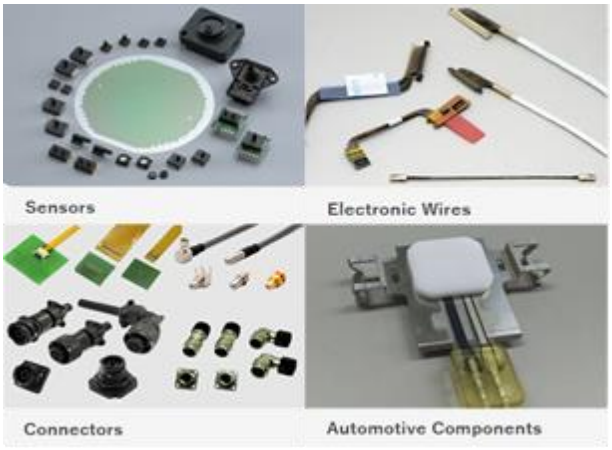
2022 회계연도 기준(후지쿠라의 회계연도는 3월에 종료되어 아직 2023 회계연도가 결산되지 않았음) 국가별 매출은 미국향 매출이 38%로 가장 큰 부분을 차지한다. 2022 회계연도에 미국향 매출은 전년대비 51%나 성장했고, 동기간 중국향 매출은 2% 성장하는 데 그쳤다. COVID 이후 미국향 매출이 120% 성장하는 동안 중국향 매출은 30% 감소하는 등 미-중 분쟁이 격화되는 환경에서 미국 밸류체인으로 자리잡았다.

그림1 후지쿠라 주력 사업1: 통신 시스템/전력 시스템



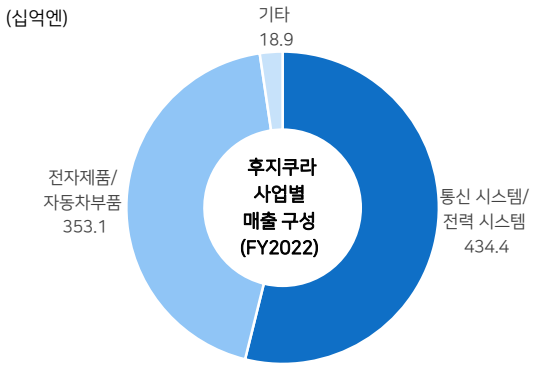
자료: Fujikura

그림2 후지쿠라 주력 사업2: 전자 제품/자동차 부품



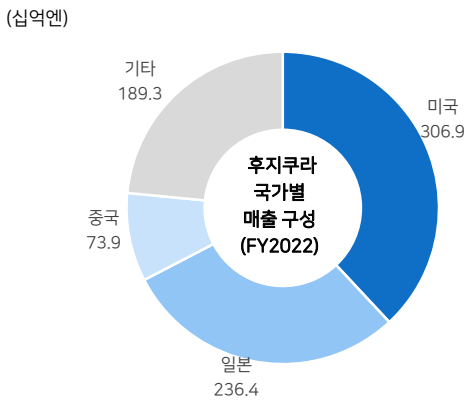
자료: Fujikura

그림3 후지쿠라 사업별 매출 구성(FY2022)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 후지쿠라 국가별 매출 구성(FY2022)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

4Q23 실적발표 이후 주가 급등

회사 성과에 대한 강한 주주 환원 의지

후지쿠라는 4Q23 실적발표 이후 이틀 동안에만 주가가 36%나 상승했다. 배경은 크게 두가지로 파악된다. 첫째는 배당금 상향이다. 후지쿠라는 보도자료에서 향후 사업 발전 수준, 내부 유보금 등을 종합적으로 고려하여 30% 배당률 달성을 목표하고 있고, 이에 따라 연말 배당을 기존 전망치 대비 4엔 상향(+18%)한 26.5엔으로 수정, 연간 배당금도 주당 49엔(컨센서스 47엔)으로 제시하며 전년대비 63% 상향된 연간 배당 계획을 발표했다

북미향 데이터센터, 전력발전 기업 매출 회복이 실적 서프라이즈 견인

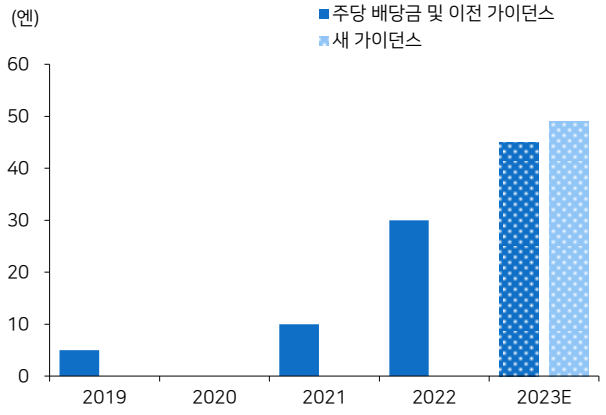
두번째는 가이던스 상향이다. 2023 회계연도 연간 매출액 가이던스를 기존 760억엔에서 790억엔으로, 영업이익을 540억엔에서 630억엔으로 각각 4%, 17% 상향했다. 전년대비 낮지만 컨센서스를 상회하는 수준이다. 근거가 중요한데, 후지쿠라는 북미 전력발전 기업향 매출 호조 및 데이터 센터향 광학 부품 실적 회복이 주력 사업부인 통신 시스템/전력 시스템 사업부 매출 성장을 견인했다고 밝혔다.

그림5 CY4Q23 실적발표 이후 주가 급등



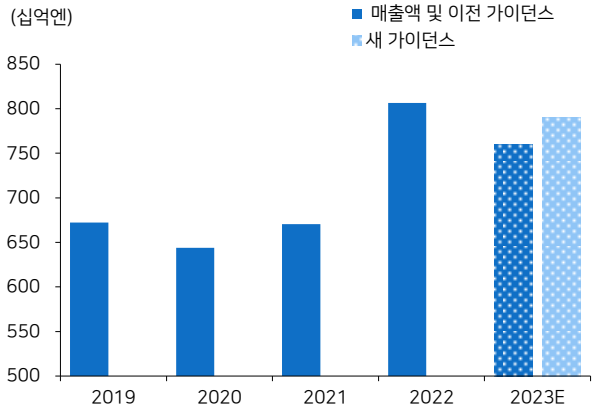
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 2023 회계연도 연말 배당금 상향



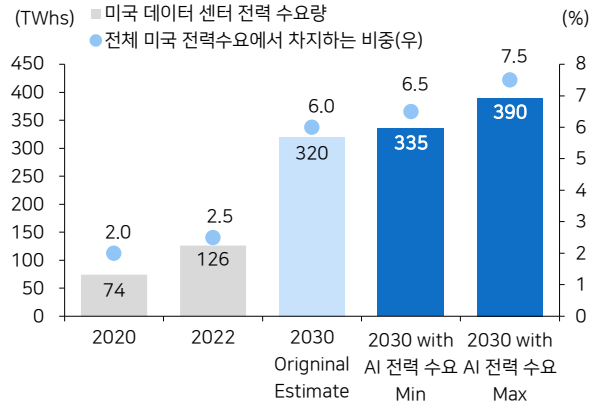
자료: Bloomberg, Fujikura, 메리츠증권 리서치센터

그림7 2023 회계연도 가이던스 상향



자료: Bloomberg, Fujikura, 메리츠증권 리서치센터

그림8 데이터 센터 전력 수요 성장 전망



자료: BCG, 메리츠증권 리서치센터

후지쿠라와 Peer 종목 비교

AI-데이터센터-관련 설비 및 전력 수요 증가에 따른 수혜산업 확산

후지쿠라의 주가 반응 배경을 정리하면, 미국 데이터센터 관련 광케이블 수요 및 전력 설비 관련 케이블 수요가 성장해 후지쿠라 실적으로 나타난 것이다. 이를 확장하면, AI 수요 증가-데이터센터 증가-관련 설비 및 전력 수요 증가라는 연결고리에서 수혜 산업을 모색해볼 수 있다. 그 중 하나로 전력 인프라 중 하나인 케이블 산업 주가 반응이 나타나는 것이다.

미국향 매출 비중 차이도 주가 반응 차별화 요인으로 봄

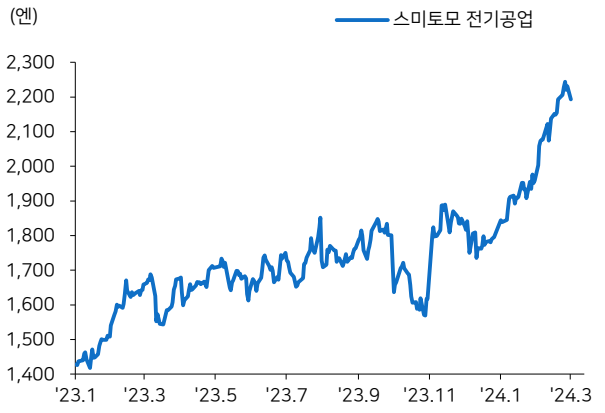
일본 내 다른 전력 케이블, 광케이블 피어 종목인 후루카와 전기공업, 스미토모 전기공업도 연초대비 주가 수익률이 각각 30.9%, 24.3%로 수익률이 우수하다. 전력 설비 산업 전반에서 주가 반응이 나타나고 있다는 증거다. 그런데 피어 그룹 대비 후지쿠라의 주가 상승폭이 차별화되는 이유는 회사의 강한 주주 환원 의지 영향도 있겠으나, 미국향 매출 익스포저 차이로 보인다. 후지쿠라의 미국향 매출 비중은 40%에 육박하지만, 다른 두 기업은 10%대에 불과하다.

그림9 후루카와 전기공업(5801 JP) 주가



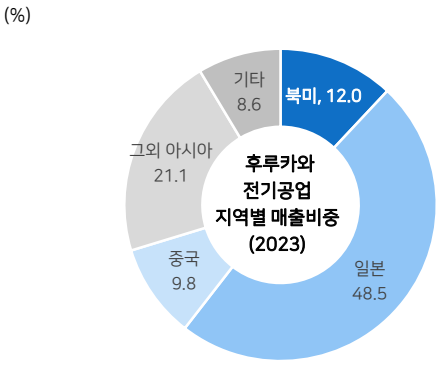
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 스미토모 전기공업(5802 JP) 주가



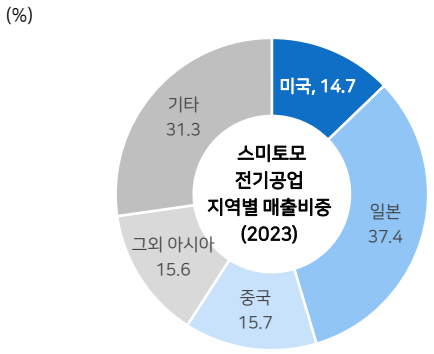
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 후루카와 전기공업 지역별 매출 비중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 스미토모 전기공업 지역별 매출 비중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

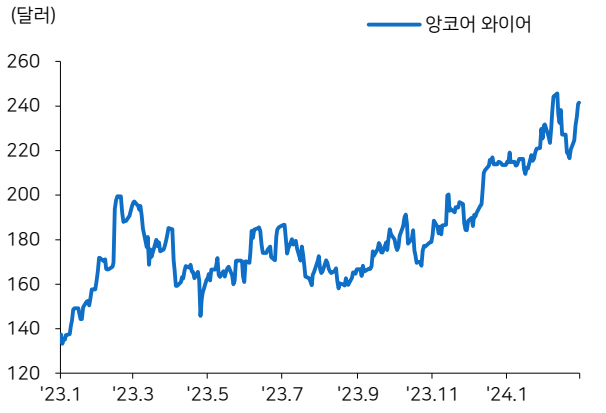
미국 내 관련 기업 관심: WIRE, OCC

미국 광케이블, 전력 케이블 관련 상장기업도 체크해볼 필요

미국 전력 인프라 성장 아이디어와 측면에서 전력 케이블, 광케이블 관련 미국 상장 기업으로는 대표적으로 앙코어와이어(WIRE US)와 옵티컬 케이블(OCC)이 있다. 앙코어와이어는 매출 100%가 전력 케이블 사업으로 이루어져 있으며, 100% 자국 내에서 매출이 발생한다. 옵티컬 케이블은 광섬유 생산 기업으로 단일 사업으로 이루어져 있으며 전체 매출 중 84%가 미국 내 매출이다.

미국의 국가별 광케이블 수입 비중은 멕시코가 전체의 절반을 차지하지만 대표 광케이블 생산 기업이 상장기업이 아니어서 투자 옵션을 고려하기는 어렵다. 일본과 같이 다른 상위 5개 국가 중 미국 밸류체인에 있는 인도, 한국 등에서 일본 사례에 비추어 미국향 매출 비중이 높은 관련 수혜를 볼 수 있는 기업들의 투자 기회를 포착해볼 수 있겠다.

그림13 미국 앙코어와이어(WIRE) 주가



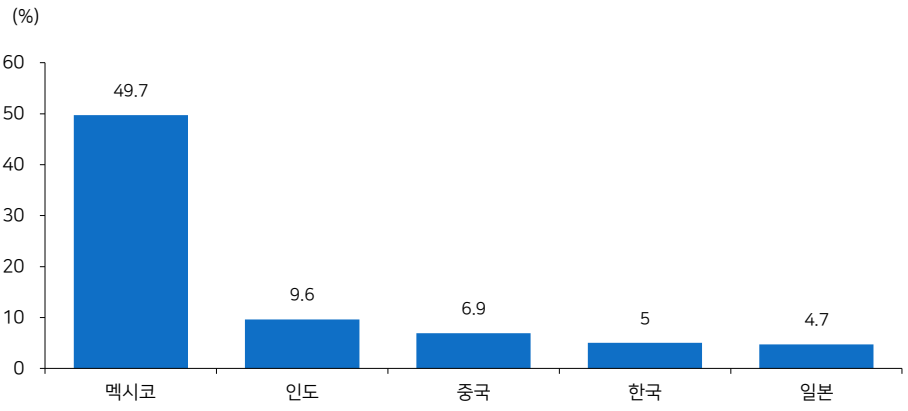
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 미국 옵티컬 케이블(OCC) 주가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 미국 국가별 광케이블 상위 5개 국가 수입 비중(2023년)

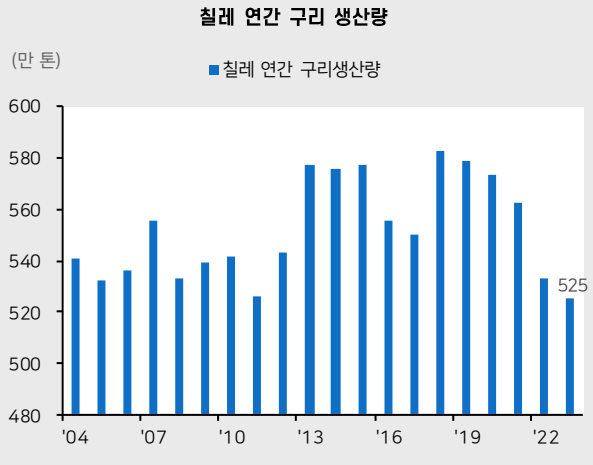


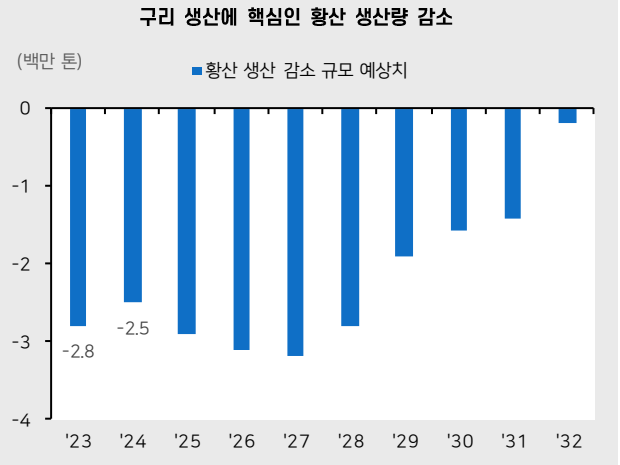
자료: 무역 협회, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

박수연 수석연구원

칠레 구리 생산량 감소





주: 오른쪽 그래프의 2023년 수치는 확정치
자료: Cochilco, 메리츠증권 리서치센터

세계 구리 생산량 비중 1위 칠레, 2023년 생산량은 집계 이래 최저

칠레는 세계 구리 생산량 비중 1위 국가로 23%를 차지한다. 그런데 칠레의 구리 생산량이 공식 통계 집계 이래로 최저치를 기록했다. 칠레 구리위원회(Cochilco)의 최근 발표에 따르면 2023년 칠레의 구리 생산량은 525만 톤으로, 2022년 533만 톤에 비해 약 1.4% 감소했다. 감소의 원인은 다음 3가지다.

칠레 구리 생산량 감소 이유
1) 폭우에 의한 조업 중단

첫째, 이상 기후에 따른 폭우다. 2023년 칠레에서는 엘니뇨의 영향으로 1993년 이후 최대 국지성 호우가 내렸다. 이에 채굴 작업을 중단하는 날이 많아 구리 생산에 차질이 생겼다.

2) 핵심 재료인 황산 생산량 감소

둘째, 구리 생산의 핵심 재료인 황산 생산량이 감소했다. 칠레 구리위원회의 보고서(Mercado chileno del ácido sulfúrico al año 2032)에 따르면, 2022년 칠레 황산 생산량은 2021년보다 4.3% 감소한 4,866톤이었다. 그런데 2023년은 280만 톤의 적자가 더 발생했고, 심지어 2025년에도 250만 톤의 적자를 예상했다.

3) 광산 시설 노후화

셋째, 광산 시설이 노후화되었다. 광산 수명 연장 프로젝트 중 하나인 PMCHS는 2017년 완공 예정이었으나 2025년으로 연기됐으며, 코로나 시기에 유지보수를 하지 않았다. 이에 2019년 폐기 예정이었던 기계가 사용되거나, 하루에 11,000톤의 자재를 이동시켜야 했음에도 6,000톤 이상 이동이 불가능한 일이 발생했다.

이와 같은 공급 차질은 중국발 구리 수요 둔화 우려 일부 상쇄 → 구리 가격 하단 지지

더 나아가 런던 광산업체 Anglo American는 2023년 구리 생산량이 82.6만 톤으로 예상치를 하회하자 2024년 생산량 가이던스를 73~79만으로 하향 조정했다. 또한 브라질의 Vale도 35만 톤에서 32만 톤으로 줄였다. 이러한 공급 차질은 지속되는 중국발 구리 수요 둔화 우려를 일정 부분 상쇄하여, 구리 가격 하단을 지지할 것으로 판단한다.

칼럼의 재해석

윤동준 연구원

미국 도로, 이제 진짜 깐다 (U.S. National Association of Counties)

드디어 미국 내 도로가 새로 깔리기 시작하고 있다. 미국 공공부문 건설 지출 중 도로(Highway and Street) 건설 지출이 눈에 띄게 증가하고 있는 것을 확인할 수 있다. '21년 11월 IIJA(The Infrastructure Investment and Jobs Act, IIJA)가 통과된 이후 계속해서 증가하고 있다. '23년 들어서는 전년 대비 15% 넘게 증가하며 미국 내 도로 인프라 건설이 본격적으로 시작되었음을 보여주고 있다.

아직 지원 가능한 보조금도 더 남았다. 현재까지 확정된 IIJA 지원금은 4,000억 달러, 추가적으로 지원 가능한 선제적 지출 예산은 1,500억 달러 규모로 남아있는 걸로 추정된다. 확정된 4,000억 달러 중 2,200억 달러 가량이 교통 인프라 보조금으로 배정되었고, 남은 640억 달러 가량은 바이든 대통령의 임기 마지막 해인 올해 안에 지원을 확정할 것으로 보인다. 이에 본격적으로 신규 착공 및 보수에 들어가는 프로젝트 또한 더욱 증가할 것으로 보인다.

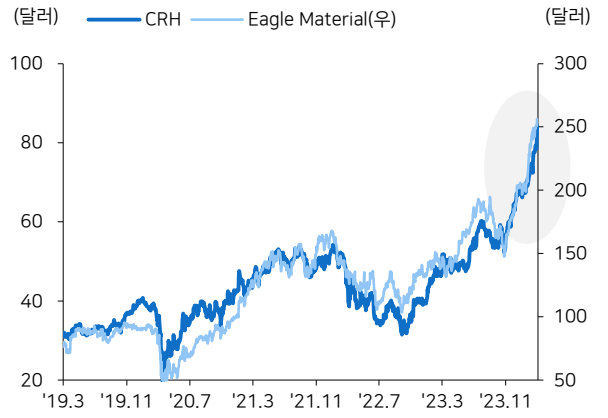
이에 지금은 미국 건자재 업체들에 대해 지속적인 모니터링이 필요한 시점으로 보인다. 그리고 다국적 건자재 기업보다는 미국 현지에서만의 이익 성장을 극대화할 수 있는 기업에 더욱 관심을 가져야 할 것이다.

미국 교통 인프라 재건 시작

드디어 미국 내 도로가 새로 깔리기 시작하고 있다. 미국 공공부문 건설 지출 중 도로(Highway and Street) 건설 지출이 눈에 띄게 증가하고 있는 것을 확인할 수 있다. '21년 11월 IIJA(The Infrastructure Investment and Jobs Act, IIJA)가 통과된 이후부터 계속해서 증가하고 있다. '23년 들어서는 전년 대비 15%가 넘게 증가하며 미국 내 도로 인프라 건설이 본격적으로 시작되었음을 보여주고 있다.

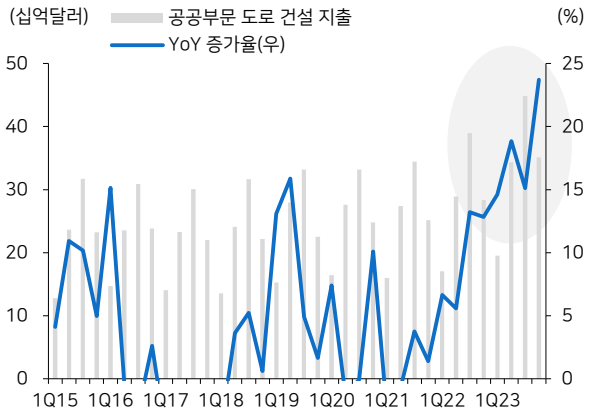
이에 CRH, Eagle Materials 등의 건자재 업체들의 주가 또한 연일 상승세를 이어가고 있다. 사실 이 두 기업은 인프라 건설 붐에 따른 수혜가 직관적으로 점쳐졌던 기업이었던 만큼 IIJA가 통과되었던 '21년 11월까지도 주가 상승을 이어갔었다. 허나 언제 실질적인 실적 상승을 보여줄 수 있는지는 다른 문제, 법안 통과 이후 높아져있던 밸류에이션이 조정되었고 실질적으로 실적 상승이 보이기 시작한 '23년에 들어서 지속적인 주가 상승을 보이고 있다.

그림1 미국 건자재 업체 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 공공부문 분기별 도로 건설 지출 및 증가율 추이



자료: U.S. Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

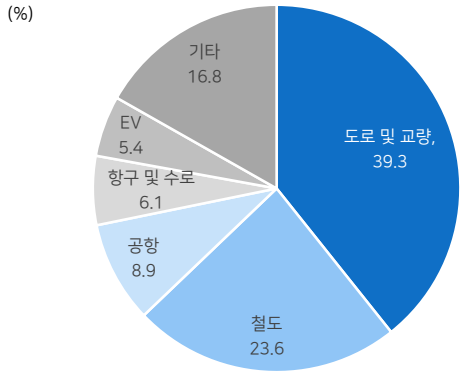
미국 교통 인프라 건설 원년은 2024년일 것

IIJA는 총 지원 보조금 1.2조 달러를 향후 10년간('22-'32) 인프라 프로젝트에 보조금 명목으로 지출하는 법안으로, 기존 계획되었던 10년 지출액 6,500억 달러 예산에다 신규 편성한 5년 지출액 5,500억 달러를 추가한 법안이다. 통과된 이후 선제적으로 지출될 5,500억 달러에 대해 '22년, '23년을 거치며 세부 기준안 마련 및 보조금 심사를 통해 지원을 확정해가고 있다.

해당 법안으로 가장 큰 수혜를 받는건 교통 인프라이다. IIJA를 통해 지원하게 되는 인프라는 크게 1)교통 인프라, 2)전력 인프라, 3)통신 인프라, 4)수자원 및 환경 인프라로 나눌 수 있는데, 이 중 신규 편성한 5,500억원의 지출액의 장 큰 비중을 차지하는 것은 교통 인프라(2,840억 달러, 50%)이다. 교통 인프라 중에서도 가장 큰 비중을 차지하는 도로 및 교량 인프라에 대한 보조금으로 1,100억 달러가 할당되어있다. 도로 및 교량 건설에 대한 지출은 2023년이 되어서야 본격적으로 증가하고 있는 것이 확인되며, 2024년에는 더욱 증가할 것으로 보인다.

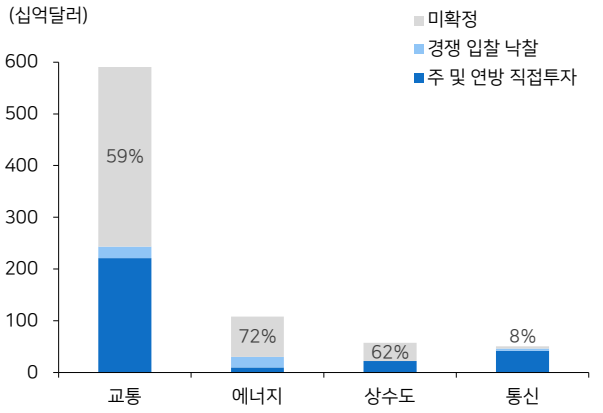
아직 지원 가능한 보조금도 더 남았다. 현재까지 확정된 IIJA 지원금은 4,000억 달러, 추가적으로 지원 가능한 선제적 지출 예산은 1,500억 달러 규모로 남아있는 걸로 추정된다. 2023년 11월, 바이든 행정부는 IIJA 법안 통과 2주년을 기념, IIJA 보조금 지원 현황에 대해 업데이트했는데, 40,000개 이상의 프로젝트에 대한 보조금 4,000억 달러 지원을 확정지었다고 발표했다. 그리고 이중 2,200억 달러 가량이 교통 인프라 보조금으로 배정되었고, 남은 640억 달러 가량은 바이든 대통령의 임기 마지막 해인 올해 안에 지원을 확정할 것으로 보인다. 이에 본격적으로 신규 착공 및 보수에 들어가는 프로젝트 또한 더욱 증가할 것으로 보인다.

그림3 인프라법(IIJA) 예산 중 교통 인프라 분야별 비중



자료: U.S. National Association of Counties, 메리츠증권 리서치센터

그림4 지원 인프라 분야별 보조금 확정 현황



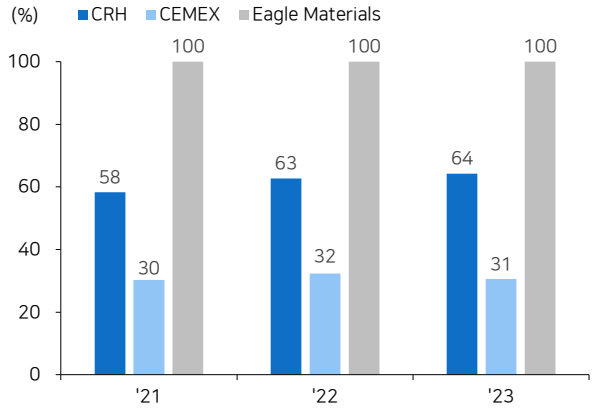
주: '23년 11월 기준
자료: Broolings Metro, 메리츠증권 리서치센터

미국 내 건자재 시장 노출도 높은 기업 모니터링 필요

이에 지금은 미국 건자재 업체들에 대해 지속적인 모니터링이 필요한 시점으로 보인다. 앞서 언급했던 CRH, Eagle Material 외에 CEMEX와 같은 다국적 기업을 비교해서 보면 미국 내 건자재 시장 성장이 더욱 눈에 띄게 된다. 세 기업은 시멘트, 콘크리트, 골재 등 종합 건자재 기업이라는 공통점이 있지만, 1)CRH는 다국적 기업이면서 미국 매출 비중이 60%대, 2)Eagle Material은 미국 내 기업이며 미국 내 매출이 100%, 3)CEMEX는 다국적 기업이며 미국 매출 비중이 30%대이다. CRH와 Eagle Material는 미국 매출 호조가 실질적 실적 성장을 견인, 실적 전망치 또한 꾸준히 상승해가고 있으나, CEMEX는 이익 성장이 정체되어있다.

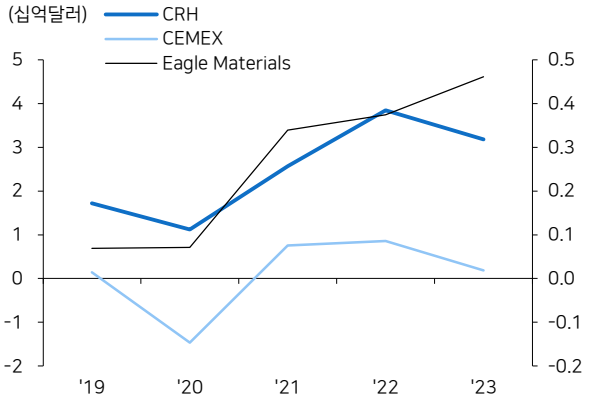
다국적 건자재 기업보다는 미국 현지에서만의 이익 성장을 극대화할 수 있는 기업에 더욱 관심을 가져야 할 것이다. 미국 내 건자재 시장의 나홀로 성장, 그리고 타 지역 시장 성장의 상대적 후퇴가 눈으로 확인되는 시점이기 때문이다.

그림5 각 업체 미국 매출 비중 추이



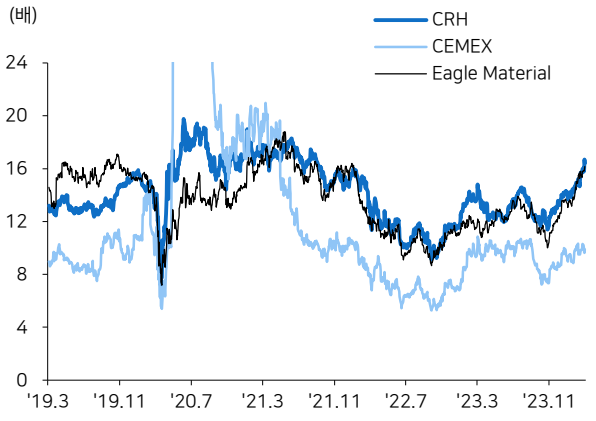
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림6 각 업체 연간 순이익 추이



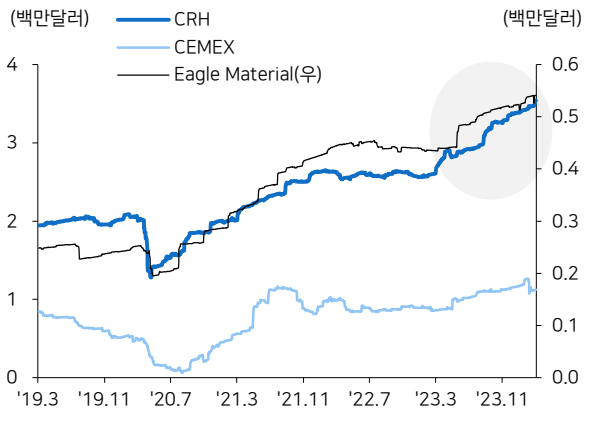
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림7 각 업체 12M-Fwd PER 컨센서스



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 각 업체 12M-Fwd 순이익 컨센서스



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원문: The Bipartisan Infrastructure Law: Examining Investments in County Infrastructure *(U.S. National Association of Counties)*

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.