

Morning Meeting Brief

Macro

평균물가목표제(AIT) 도입, 장기금리의 나비효과 경계

- 평균물가목표제(AIT)를 선언한 연준(Fed), 높아진 Party Pooper의 변신 기대감
- 그러나 이미 '대칭적인(symmetric)' 물가 인식, 당장 큰 변화는 없을 AIT
- 문제는 장기금리의 안정, 물가안정 없으면 장기금리 안정도 없을 것
- 당장 장기금리의 급등 가능성 제한적, 그러나 급등 시 자산시장 전체 불안은 경계

공동락, dongrak.kong@daishin.com

대체투자

대안투자로서 국내 SPAC의 가능성

- 2014년 이후 SPAC은 코스닥시장 주식발행건수의 20.4%를 차지하며 유망 중소기업의 유용한 자금조달수단으로 안착
- 시장의 불확실성이 큰 상황에서 인수합병이 이루어지지 않으면 원금을 투자자에게 돌려주는 SPAC은 상대적으로 안전한 대안투자로 활용 가능
- SPAC과 인수합병한 헬스케어 기업 중 81%가 코스닥 대비 아웃퍼폼하며 헬스케어 기업과 인수합병하는 SPAC의 성장성 기대

미래산업팀

산업 및 종목 분석

2차전지 Monthly (7월 판매량): 한국 업체들의 차별적 성장

- 7월 글로벌 전기차 판매 23.5만대(+49.4% YoY) 기록
- 7월 탑재 기준 글로벌 배터리 출하량 10.54GWh(+20.9% YoY) 기록
- 7월 양극 소재 가격 LCO -2.1%, NCA +3.1%, NCM811 +2.9% MoM
- 한국 2차전지 업체들의 Valuation은 여전히 매력적: 전기차 시장의 성장 중심이 이미 중국에서 유럽으로 이동 중. 특히 이 과정에서 한국 2차전지 업체들의 차별적인 성장세가 확인되고 있는 점이 긍정적

한상원, sangwon.han@daishin.com

[Issue Comment] SKT: 눈에 띄는 체질개선

- 투자이견 매수, 목표주가 320,000원 유지
- 눈에 띄게 개선되는 5G 성과. 20.7월 SKT의 5G M/S는 45.6%(+0.2%p mom)로 19.4월 상용화 이후 최고. 5G 초기 마케팅 지연으로 35.1% 점유율로 시작하였고 이후 과열 마케팅으로 작년 3, 4분기 마케팅비 급증 및 이익 부진. 올해 1, 2분기 마케팅 안정화되면서 이익 턴어라운드 성공. 이후 전체 시장의 안정화로 이어질 것
- 이외 투자포인트: 자사주 취득, 배당 상향 전망, 부각되는 자회사 가치

김희재, hoijae.kim@daishin.com

- 투자의견 BUY, 목표주가 270,000원 유지
- **[백화점]** 8월 중순 이후 국내 코로나19 확진자수가 급증하면서 7-8월 두 자릿수 증가세를 기록하던 백화점 기존점 성장률은 8월 하반기에 (-) 두 자릿수로 전환. 3분기 백화점 손익은 다소 보수적으로 접근하는 것이 적절하다고 판단. 한편 코로나19 확진자수 급증에도 불구하고 명품과 생활/가전은 높은 신장세 유지 중
- **[신세계DF]** 시내점: 3분기 시내 면세점 매출액 증가율은 2분기 수준과 유사한 yoy -30% 내외. 월평균 매출액은 2분기보다 개선 추세. [공항점] 정부가 품목별 요율 방식으로 임차료를 감면해주는 시한을 기존 2021년 12월까지 연장해주면서 2021년 면세점 손익 부담은 면세점 트래픽 회복과 상관 없이 크게 개선될 것으로 예상

유정현. Junghyun.yu@daishin.com

평균물가목표제(AIT) 도입, 장기금리의 나비효과 경계

평균물가목표제(AIT)를 선언한 연준(Fed), 높아진 Party Pooper의 변신 기대감

- 연준의 평균물가목표제 도입 선언으로 금융시장의 반응이 뜨겁다. 특히 항상 중앙은행을 ‘파티의 흥을 깨는 사람(Party Pooper)’ 이란 인식이 컸던 주식시장에서는 중앙은행의 정책 목표가 물가에서 고용이나 성장으로 선회했고, 심지어 중앙은행의 설립 목적까지 바뀌었다는 평을 내놓고 있다.
- 하지만 당시는 연준의 이번 평균물가목표제(AIT) 도입은 여전히 물가안정이 중앙은행의 자신들의 중요한 존립의 이유임을 인정하는 한편 AIT 도입에도 당장 통화정책 차원에서 변화가 나타날 가능성은 크지 않다고 평가한다. 오히려 당시는 제도 도입과 관련해 채권시장의 반응 특히, 장기금리의 추이를 더욱 예의주시할 것을 권고한다.

그러나 이미 ‘대칭적인(symmetric)’ 물가 인식, 당장 큰 변화는 없을 AIT

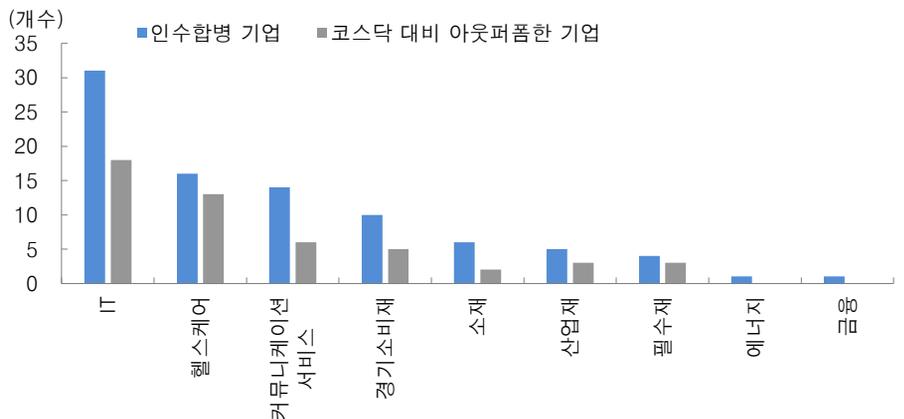
- 먼저 연준이 도입하기로 한 ‘평균물가목표제(flexible form of average inflation targeting)’ 내용부터 살펴보자. 연준은 1) 통화정책 결정은 완전고용 대비 하회 여부에 대한 평가를 반영할 것이며, 2) 평균적인 개인소비지출물가(PCE)가 전년동기대비 2%에 도달하기 위해 물가가 2%를 상당기간 하회한 이후에는 물가상승률이 2%를 완만하게 상회하는 것을 목표로 한다고 밝혔다.
- 여기서 금융시장이 주목하는 물가 부분을 다시 정리해보자. 해당 내용을 풀이하면 “현재 물가가 2%를 상회하더라도 앞선 기간에 물가가 2%를 하회했다면 중앙은행이 기계적으로 금리를 인상하지 않겠다” 정도의 풀이가 가능할 것이다. 주식시장이 AIT에 대해 환호를 보낸 것도 바로 이 대목이다.
- 그러나 당시는 물가가 2%를 넘는 상황에 대해 중앙은행이 당장 개입할 필요가 없다고 전제한 앞서 물가가 상당기간 2%를 하회한 상황에 대한 점검이 더 선행될 필요가 있다. 즉 물가가 추후 상승을 평균적으로 상쇄할 만큼의 낮게 유지되는 상황에 대한 점검과 진단이 더 중요하다는 의미다.
- 그런데 주지하다시피 물가가 상당한 기간에 걸쳐 2%를 하회하는 국면은 다음 아닌 바로 지금이다. 실제 최근 수년간 연준 뿐만 아니라 상당수 중앙은행들은 물가가 통상적인 목표치로 간주되는 2%를 하회하는 상황에 대해 적잖은 우려를 표출하고 있다. 물가가 2%를 넘어서는 상황을 논하기에 앞서 2%를 밀도는 국면 자체가 장기간 지속되고 있는 것이다. 딱히 AIT 도입으로 당장 연준의 행보에 변화를 기대할 만한 유인 자체가 성립되지 않는다고 하겠다.
- 이미 AIT에 대한 컨셉을 금융시장 참가자들에게 충분한 시간을 두고 사전적으로 내용을 환기했다는 사실 역시 당장 큰 변화를 기대하기 힘든 대목이다. AIT에 앞서 연준은 물가 문제에 대한 대칭적인(symmetric) 접근을 강조했는데, 이는 다음 아닌 평균물가목표제와 거의 동일한 물가 인식의 개념이다.

* 다음 페이지에서 계속됩니다.

대안투자로서 국내 SPAC의 가능성

- 미국에서 SPAC(Special Purpose Acquisition Company · 기업인수목적회사)은 유망 비상장기업에게 안정적인 자금조달을 제공하는 수단으로 자리매김했다.
- 국내에서도 SPAC이 유망 중소기업에 안정적인 자금을 조달하는 수단으로 자리잡고 있다. 2010년 국내 SPAC 도입 후 지난 10년간 총 189개사가 상장하였고, 이들 중 95사가 합병에 성공하였거나 합병 진행 중이다.
- 미국에서는 SPAC이 올해 발생한 전체 IPO 건수에서 44%를 차지하며 역대 최대 규모인 312억 달러를 모집한 반면, 한국 SPAC 시장은 2015년 44.5%로 정점을 찍은 이후 매년 감소하며 올해는 8월 말 기준 28%를 기록했다.
- 한국은 미국 대비 혁신 기업 풀(Pool)의 규모가 작은 점과 SPAC의 역사가 짧아 운용사의 평판과 능력을 평가할 과거 데이터가 충분하지 않다는 점 등이 국내 SPAC 시장 활성화의 어려움으로 작용했다.
- 하지만, 최근 투자환경의 변화는 국내 SPAC에 새로운 가능성을 열어줄 수 있다. 시장의 불확실성과 밸류에이션 부담이 큰 상황에서 정해진 기간안에 인수합병이 이루어지지 않으면 원금을 투자자에게 돌려주는 SPAC은 상대적으로 안전한 대안투자가 될 수 있기 때문이다.
- 대안투자로서 SPAC에 투자하고자 하는 투자자는 SPAC의 공모에 참여하거나 이미 상장되어 있는 SPAC 중에 공모가 대비 디스카운트된 SPAC을 사는 것이 가능하다. '아래로는 막혀 있고, 위로는 열려 있는' SPAC의 수익구조를 이용하여 원금을 잃을 위험도 거의 없을 뿐더러 인수가 실패하더라도 은행 예금 수준의 이자도 취득 할 수 있다.
- 인수합병까지 바라보며 장기적인 투자를 통해 수익을 얻고자 하는 투자자는 헬스케어 섹터에 주목 할 필요가 있다. 지난 10년간 국내에서 SPAC과 인수합병한 유망 중소기업은 88개사로 파악된다.
- 이들의 합병 이후 주가를 추정한 결과 88개사 중 54.5%(48개사)만 같은 기간 코스닥 대비 아웃퍼폼했는데, 헬스케어 분야 기업들 중에서는 81%가 아웃퍼폼하는 모습을 보였다. 이는 헬스케어와 함께 SPAC과의 인수합병이 활발했던 IT(58%)와 커뮤니케이션 서비스(43%)보다 높은 수치다.

SPAC 인수합병 기업 중 코스닥 대비 아웃퍼폼한 기업



자료: 대신증권 Research Center

2차전지

한상원
sangwon.han@daishin.com

투자이견

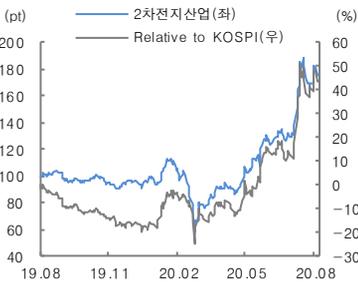
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자이견	목표주가
LG화학	Buy	980,000원
SK이노베이션	Buy	200,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	27.7	67.9	81.7	71.5
상대수익률	22.2	47.6	53.6	43.6



한국 업체들의 차별적 성장

7월 글로벌 전기차 판매 23.5만대(+49.4% YoY) 기록

- 지역별 판매는 중국 9.4만대(+24.6% YoY), 유럽 10.8만대(+174.6% YoY), 미국 2.4만대(-8.7% YoY) 등으로 유럽의 차별적인 성장 흐름 지속 vs. 중국과 미국은 코로나19 충격 이후 회복세 시현. 특히 중국은 전년 대비 성장 재개
- 테슬라가 29.0천대(+20.9% YoY)를 판매하며 점유율 12.4%로 1위를 차지. 전월 대비 판매량 감소(-25.1%)는 6월 분기말 판매 집중 현상에 따른 결과
- MERCEDES가 가장 큰 폭의 판매 성장(+290% YoY, +51% MoM)을 기록하였는데, 이는 A250e, GLC 등 PHEV 모델의 유럽 판매 호조 영향
- HEV 비중은 53.9%로 포함 시 7월 판매량은 50.9만대(+26.5% YoY)를 기록

7월 탑재 기준 글로벌 배터리 출하량 10.54GWh(+20.9% YoY) 기록

- 최대 성장을 기록한 유럽 시장이 PHEV(+335% vs. BEV 99% YoY)를 중심으로 판매가 증가하며 전기차 대비 EVB의 성장성은 다소 둔화 vs. BEV 비중의 축소(글로벌 -7%p YoY)로 평균 탑재량도 20.7KWh(-4.4% YoY)로 감소
- 업체별로는 LG화학이 점유율 26.8%를 기록하며 1위를 차지: 르노 Zoe, 테슬라 Model3(중국) 등 주요 고객사의 모델이 판매 상위권에 위치
- LG화학의 전년 대비 성장(+171%)은 테슬라(중국 Model3)가 견인했으나 전월 대비 증가(+3%)는 현대차(Kona) 덕분
- 삼성SDI(0.77GWh, +142%)와 SK이노베이션(0.48GWh, +183%)도 전년 동기 대비 큰 폭의 성장을 기록하면서 CATL(-15%), Panasonic(-25%) 등 주요 경쟁사 대비 한국 2차전지 업체들은 차별적인 성장세를 시현

7월 양극 소재 가격 LCO -2.1%, NCA +3.1%, NCM811 +2.9% MoM

- 주요 원소재(메탈) 가격 변동은 니켈 +4.7%, 코발트 -2.1%, 망간 -8.9%, 알루미늄 +4.8%, 구리(동) +10.6% 등으로 구리/알루미늄/니켈 중심의 상승
- 전기차 수요 성장세 견조한 가운데 코로나19에 따른 공급 차질 가능성 대두
- 양극재별 원재료 가격(가중 평균)도 니켈을 사용하는 삼원계 중심으로 상승

한국 2차전지 업체들의 Valuation은 여전히 매력적

- 전기차 시장의 성장 중심이 이미 중국에서 유럽으로 이동 중. 특히 이 과정에서 한국 2차전지 업체들의 차별적인 성장세가 확인되고 있는 점이 긍정적
- 테슬라 '배터리 데이' 를 앞두고 우려와 기대가 혼조한 상황이나 기우에 그칠 가능성이 크다고 판단하기 때문에 관련 우려를 매수 기회로 활용 권고
- 2차전지 업체들의 최근 주가 상승에도 중국 CATL과 비교 시 여전히 Valuation 매력 높은 구간이기 때문에 주가의 추가 상승여력도 충분하다고 판단
- Top-pick으로 LG화학을 제시하며 목표주가 98만원으로 상향 제시: 1) 시장 성장에 맞춘 공격적인 EVB 증설, 2) 고객사 다변화와 협업 강화(JV 등), 3) 석유화학 부문의 차별적 호조 등이 투자 포인트

SK 텔레콤 (017670)

김희재

hojae.kim@daijin.com
투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

320,000

유지

현재주가

242,500

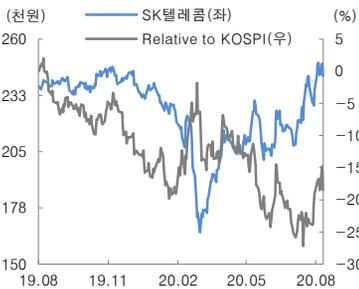
(20.09.02)

통신서비스업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2364.37
시가총액	19,581십억원
시가총액비중	1.43%
자본금(보통주)	45십억원
52주 최고/최저	248,500원 / 165,500원
120일 평균거래대금	912억원
외국인지분율	35.67%
주요주주	SK 외 4 인 26.78% 국민연금공단 11.88%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.0	7.8	16.6	1.5
상대수익률	4.6	-4.9	-1.3	-15.5



눈에 띄는 체질개선

투자의견 매수(Buy), 목표주가 320,000원 유지

- '20E 별도 EBITDA 3.9조원에 EV/EBITDA 4.7배(LTE 도입 초기 3년 '12~14 평균) 적용 후 자회사 가치 합산한 SOTP 기준으로 목표주가 산정

눈에 띄게 개선되는 5G 성과. 점유율 회복은 시장 안정화에 기여

- 20.7월 SKT의 5G M/S는 45.6%(+0.2%p mom)로 19.4월 상용화 이후 최고
- 19.4월 35.1%로 시작해서 16개월동안 10.5%p 상승
- 전체 이동전화 M/S 46.7%와는 이제 1.1%p 차이
- SKT는 15.2월에 이동전화 전략 수정. 상징적인 의미의 점유율 50%를 무조건 지키는 것을 지양함으로써 시장 안정화를 꾀하고 마케팅비용 절감 추진
- 하지만, 5G는 초기 마케팅 대응이 늦어서 19.4월 5G 점유율이 이동전화 점유율 47.1%보다 12%p 낮은 35.1%로 시작
- 5G 점유율을 이동전화 점유율 수준으로 끌어올리기 위해 3~4Q19 마케팅 강화. 그 결과 매출대비 마케팅비용은 1~2Q19 24% 수준에서, 3Q19 26.3%, 4Q19 27.5%로 상승. 마케팅비 부담으로 18년에 이어서 19년에도 영업이익은 전년 대비 감소. 1~2Q20 마케팅비는 다시 25%대로 안정화되었고, 지난 2Q20 영업이익 턴어라운드 성공
- SKT의 5G 점유율이 전체 점유율에 가까워질수록 SKT는 과열 마케팅을 자제하게 되고 이는 전체 시장의 안정화로 이어질 수 있을 것

다양한 투자포인트

- 개선되는 실적. 5G 무선 점유율 상승, 유무선 매출 증가에 따른 이익 개선
- 자사주 취득. 9/1 4만주를 시작으로 향후 1년간 5천억원 규모 취득 예정
- 배당 상황 전망. 연간 DPS 10천원을 기반으로 본사와 자회사 실적에 연동. 20E 10천원, 21E 10.5천원, 22E 11천원
- 부각되는 자회사 가치. 2Q15에 자사주를 활용해서 100% 자회사로 편입시킨 SKB는 지난 2Q20 2분기 기준 최고인 610억원의 영업이익 달성. 완전 자회사 편입 전 연간 영업이익 수준. 20E 영업이익 2.3천억원

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	16,874	17,744	19,003	20,708	21,545
영업이익	1,202	1,110	1,288	1,558	1,804
세전순이익	3,976	1,163	1,819	2,724	3,009
총당기순이익	3,132	862	1,415	2,098	2,317
지배지분순이익	3,128	890	1,412	2,098	2,317
EPS	38,738	11,021	17,487	25,979	28,699
PER	7.0	21.6	13.9	9.3	8.4
BPS	278,291	284,310	292,755	309,676	328,864
PBR	1.0	0.8	0.8	0.8	0.7
ROE	15.5	3.9	6.1	8.6	9.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: SK텔레콤, 대신증권 Research Center

신세계 (004170)

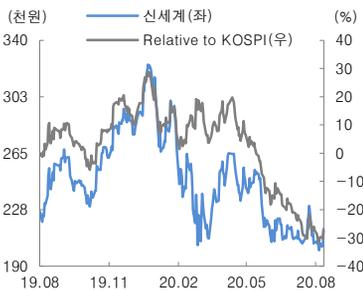
유정현 이나연
jungghyun.yu@daishin.com nayeon.lee@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지
6개월 목표주가 **270,000**
유지
현재주가 **213,500**
(20.09.02)
유통업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2364.37
시가총액	2,102십억원
시가총액비중	0.15%
자본금(보통주)	49십억원
52주 최고/최저	324,000원 / 200,500원
120일 평균거래대금	234억원
외국인지분율	28.00%
주요주주	이명희 외 2 인 28.57% 국민연금공단 13.05%

주식수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.2	-14.8	-12.1	-9.7
상대수익률	-2.8	-24.8	-25.6	-24.8



잃을게 없는 면세점주 투자

투자 의견 BUY, 목표주가 270,000원 유지

- 투자 의견 BUY와 목표주가 270,000원(SOTP 방식으로 산출, 2021년 예상 P/E 기준 18배) 유지. 시장은 면세점 산업의 리스크에 집중했지만 시내 면세점은 중국 화장품 도매 채널로서의 역할이 여전히 여전하고, 공항점은 정부 조치로 상황이 한시적이거나 급호전된 상태. 주식시장 회복 구간에서 면세점 기업들의 주가가 상당 기간 언더퍼폼했던 점을 고려하면 지금은 잃을게 없는 구간

3분기 동향: 8월 중순 이후 백화점 부진, 면세점은 2분기와 유사

- **[백화점]** 8월 중순 이후 국내 코로나19 확진자수가 급증하면서 7-8월 두 자릿수 증가세를 기록하던 백화점 기존점 성장률은 8월 하반기에 (-) 두 자릿수로 전환. 8월만 놓고 봤을 때 기존점 성장률은 소폭 (-)을 기록한 것으로 파악. 그러나 코로나19 확진자수 급증에도 불구하고 8월말에도 명품은 오히려 매출 증가율이 yoy +40%를 넘어서는 등 2분기보다 높은 판매 호조를 기록 중. 이 밖에 가전(생활용품)도 계속해서 yoy +20~30%의 높은 매출 성장률을 기록 중인 것으로 보임. 그동안 부진했던 여성복, 남성복은 코로나 확산 전에 회복세를 보였던 만큼 이들 카테고리도 4분기부터는 완만한 회복세 예상. 그러나 8월 중순에 갑자기 불거진 코로나19 악재로 인해 3분기 백화점 손익에 대해서는 다소 보수적으로 접근하는 것이 적절하다고 판단

- **[신세계DF]** 3분기 시내 면세점 매출액 증가율은 2분기 수준과 유사한 yoy -30% 내외임. 그러나 3분기는 면세점 성수기이므로 2분기 월평균 매출액 보다 개선 추세를 보이고 있는 것으로 파악. 한편 3분기에도 인천공항 면세점 임차료 감면 효과 360억원 반영(7-8월, 2개월분 감면) 예정이며 9월부터는 판매액에 따른 요율 적용 방식으로 임차료를 납부. 정부가 품목별 요율 방식으로 임차료를 감면해주는 시한을 기준 2021년 12월까지 연장해주면서 2021년 면세점 손익 부담은 면세점 트랙픽 회복과 상관 없이 크게 개선될 것으로 예상(다만, 공항의 임차료 감면이 리스크회계 기준에 대한 회계 처리로 적용될 수 있음. 이 경우 실제 임차료 감면 효용은 동일하나, 회계상 손익 개선 효과는 다르게 나타날 수 있음)

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
순매출액	5,186	6,394	4,967	5,889	6,869
영업이익	397	468	38	320	445
세전순이익	355	798	-104	222	350
총당기순이익	285	593	-77	165	260
지배지분순이익	239	526	-69	149	234
EPS	24,274	53,472	-7,040	15,085	23,788
PER	10.5	5.4	NA	14.2	9.0
BPS	352,367	398,826	387,539	398,579	418,508
PBR	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
ROE	6.9	14.2	-1.8	3.8	5.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 신세계 대안증권 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.