

Morning Meeting Brief

Asset Allocation

[Wealth Management Check] 자산배분: 구리의 상승으로 명암이 엇갈린 주식과 금

- 풍부한 유동성, 저금리, 경제지표 회복 등 위험자산에 긍정적인 변수 유효
- 경기선행지수와 유동성 개선 속도가 단기적으로 둔화될 수 있다는 점은 불확실성 요인
- 위험자산에 유리한 투자환경은 지속될 것으로 예상. 단기 조정은 위험자산 비중 확대 기회

조승빈, seungbin.cho@daishin.com

Fixed Income

[Wealth Management Check] 채권: 계속되는 물량 앞에 장사 없다

- 좀처럼 해소되는 않는 수급 우려, 내년에도 발행 물량 많다
- 예년과 같은 단기 이슈가 아닌 영향력도 크고 긴 변수
- 당장 다른 자산시장이나 경제 주체들에게 부담은 제한적, 금리 상승 경로 유효

공동락, dongrak.kong@daishin.com

Strategy

[Wealth Management Check] 국내주식: KOSPI 3,000 시대를 준비하자

- 2021년 KOSPI 3,000시대 진입 전망(Target 3,080p). 사상최대 이익 + 밸류에이션 프리미엄
- 2021년 KOSPI를 이길 수 있는 업종 : 인터넷, 2차 전지, 반도체, 자동차 + 운송, 기계 추천
- 12월 KOSPI 되돌림 국면은 구조적 성장주와 수출주 적극 비중확대 기회

이경민, kyoungmin.lee@daishin.com

Global Strategy

[Wealth Management Check] 글로벌주식: 훈훈한 연말이 다가오네요

- 12월 미국 증시, 연말까지 상승하면서 코로나19로 힘들었던 사람들에게 금융자산 측면에서 조그마한 위안이 될 가능성
- 1) 연말 쇼핑시즌에 대한 기대감, 2) 12월 상승확률이 높았던 과거 증시 패턴, 3) 정책 측면에서 바이든 정권 이양이 속도를 내고 있는 점
- 특히 재닛 옐런 재무장관 내정과 파월 연준의장 부담완화는 1) 5차 경기부양책, 2) 12월 FOMC에서 일부 조치 시행 기대를 높이는 요인. 재정과 통화정책 조합이 증시에 활력을 불어 넣으며 실물 밖은 위험하지만 증시 안은 훈훈하게 연말을 마무리하게 될 전망

문남중, namjoong.moon@daishin.com

Commodity

[Wealth Management Check] 원자재: 경기민감 원자재 가격 랠리가 아직 불안한 이유

- 완화적 통화정책, 코로나19 진정 이후 재정정책 유입, 달러 약세는 원자재 시장에 긍정적
- 2021년 상반기에는 은과 팔라듐, 하반기에는 구리와 니켈 투자가 유망
- 단기적으로 경기민감 원자재의 가격 조정 가능성이 존재

김소현, sohyun.kim@daishin.com

해외주식

매주 월요일 만나는 미국주식: 존슨 콘트롤즈 인터내셔널, 지구를 지키는 친환경 공조 시스템

- 존슨 콘트롤즈 인터내셔널(JCI), 빌딩 솔루션 분야의 리더로 공조 시스템 생산에 주력
- 미국 건설경기는 완만한 회복세. 바이든 당선자는 친환경 빌딩 구축 강조
- 기존 빌딩과 주택의 에너지 효율 개선을 위한 공조시스템 수요 확대 예상

이영한, yeonghan.lee@daishin.com

Real Estate

[Wealth Management Check] 하락을 지속하는 상업용 부동산 시장, 코어 전략 유지

- 2020년 3분기(YTD) 글로벌 투자 시장 5,110억 달러 기록(-31%, YoY)하며, 시장은 강하게 위축된 모습
- 3분기 임대 시장 실적 또한 하락을 지속하는 모습. 글로벌 오피스 부동산 임대가치 -1.8% 하락(QoQ). 물류센터의 나 홀로 상승은 여전
- 글로벌 주요 투자자, 자산 선택에 있어 ‘임차인 프리미엄’ 지표 중요도 확대. 상업용 부동산 투자를 위하여 코어 전략 유지 권고

글로벌부동산팀

REITs

[Wealth Mangement Check] REITs: 회복의 관점으로 전통 섹터에 접근하되 점진/선별적인 비중확대

- 백신 개발 소식에 전통 섹터 큰 상승(숙박&리조트 +43.8%, 리테일 +18.3%, 오피스 14.8%)
- 반등의 폭과 속도가 다소 부담스럽고, 지분형 리츠의 Valuation 수준 낮지 않음
- 회복의 관점으로 전통 섹터에 접근하되 점진/선별적으로 비중확대 추천

글로벌부동산팀

REITs

[US REITs 2021] 구조적 성장과 선별적 회복

- 2020년 US REITs는 저조한 성과를 기록했고, 섹터 별 차별화(엔택트/컨택트, 필수시설/비필수시설, 도심/교외)양상이 나타남
- 2021년은 저금리 기조, 미국 경기 회복세 전환, 지연된 경기부양책 유입 등으로 투자환경이 우호적이거나, 코로나19 안정화 단계에 접어들면서 완만한 경기회복 속도, 높아진 부채, 시장금리 상승 압력 등이 부담 될 전망
- 2021 US REITs 전략으로 ‘신산업의 구조적인 성장과 전통산업의 펀더멘탈 회복’ 을 누리기 위해 구조적 성장이 기대되는 섹터(인프라, 산업/물류, 데이터센터)와 경기 정상화 과정에서 펀더멘탈 회복이 예상되는 전통섹터(오피스, 아파트, 프리스탠딩, 쇼핑센터) 제시

글로벌부동산팀

산업 및 종목 분석

[Initiation] 디지털대성: 2023 년까지 매년 Level Up

- 투자 의견 매수, 목표주가 13,000원 커버리지 개시
- 2021년 예상 EPS 954원에 Target PER 14배 적용
- 패스 상품 가격 2019년말 대비 68% 인상. P, Q 동반 상승 구간
- 2021F 영업이익 358억원(+117%), 2023년까지 확실한 Level Up

한경래, kyungrae.han@daishin.com

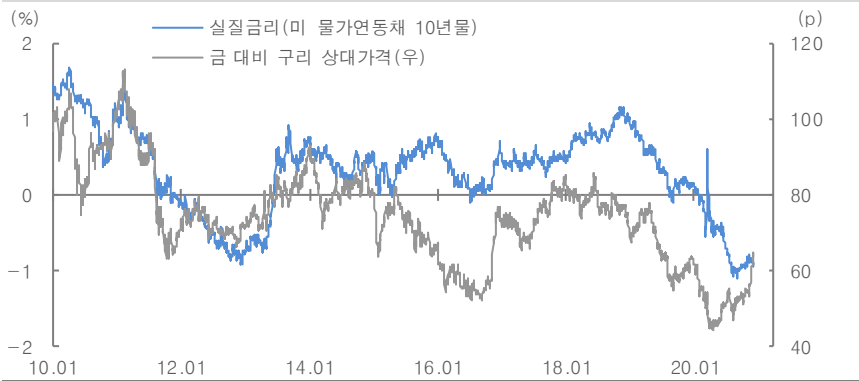
- 대만 타오위안에 위치한 마이크론의 DRAM 팹(MMTW), 12월 3일 현지시각 오후 3시 정전 발생. 당사 체크에 따르면 2시간 30분 후인 5시반에 전기가 공급된 것으로 파악됨
- DRAM 생산 리드타임이 약 3개월이고 동 팹은 전체 DRAM 공급 캐파의 9%를 차지한다는 점을 감안하면 공급에 미치는 영향은 당초 예상보다 심각할 것으로 추정함
- 1분기가 비수기이고 고객사의 재고가 과거 평균을 상회한다는 이유로 DRAM 판매가격 상승 사이클 진입 시점을 2021년 2분기로 전망했음. 그러나, 이번 정전으로 안전 재고를 확보하려는 수요가 발생하며 업사이클 진입 시점이 빨라질 것으로 전망함
- 2021년 1분기 DRAM 평균 판매가격 -3% QoQ에서 Flat으로 상향 조정. DRAM의 업사이클 진입 시점 앞당겨지며 SK하이닉스의 2021년 연간 영업이익 9.1조원으로 상향 조정함

이수빈. subin.lee@daishin.com

구리의 상승으로 명암이 엇갈린 주식과 금

- 2020년 2,000달러를 돌파하며 최고의 한해를 보낼 것 같았던 금이었지만, 연말이 다가오고 있는 지금 금에 투자한 투자자들의 고민이 점점 커지고 있다. 2019년 이후 금 가격은 1) 전세계 마이너스 금리 표시 채권의 급증과 2) 실질금리의 하락과 함께 본격적으로 상승했다. 두 가지 지표는 채권의 장기투자 매력도 하락과 연결된다. 시장금리가 하락하면 채권 가치 상승에 따른 자본 이득을 기대할 수 있지만, 만가까지 보유하면 투자원금이 훼손되는 마이너스 금리 표시 채권이나 물가상승률보다 낮은 이자를 지급하는 채권은 장기적으로 투자자 자신의 가치를 훼손할 수 있다. 코로나19는 투자대상으로서의 금을 더욱 부각시키는 계기가 됐다. 전세계적으로 풀린 대규모 유동성을 고려할 때 향후 인플레이션 국면이 펼쳐질 경우 금이 인플레이션 헷지 수단의 역할을 해낼 수 있다는 점도 금의 투자매력도를 높여주었다고 판단한다.
- 하지만 최근 마이너스 금리 표시 채권의 증가와 실질금리의 하락에도 금 가격은 좀처럼 반등하지 못하고 있다. 금 가격의 상승세가 주춤하게 된 데에는 구리의 거침없는 상승이 영향을 미쳤다고 판단한다. 풍부한 유동성과 글로벌 제조업 경기 회복, 그리고 위험자산 선호심리 강화가 구리 가격의 강세를 뒷받침하고 있다. 금 대비 구리 가격의 상승속도가 빨라지면서 미 국채 10년물 금리도 상승하는 모습이 나타났다. 구리는 산업용 비중이 높기 때문에 구리 가격의 상승은 글로벌 경기 회복을 의미할 가능성이 크기 때문이다. 과거 구리가 강하게 상승할 때 명목금리 뿐만 아니라 실질금리가 반등하는 모습이 나타났다는 점도 금에는 부담이다.
- 이제 금 가격은 저금리 정책에 대한 연준의 의지에 달려있다. 코로나19 이후 글로벌 경기 회복 국면에서도 금 가격이 상승했던 이유는 연준이 장기간 낮은 금리를 유지할 것이라는 믿음으로 실질금리의 하락세가 이어졌기 때문이다. 연준의 저금리 정책은 상당 기간 이어질 가능성이 높고 그 과정에서 금 가격의 상승세는 이어질 가능성이 높다고 판단한다. 하지만 실질금리는 9월 1일에 저점을 기록한 이후 하락속도가 둔화되고 있다. 중장기적으로 글로벌 경기 회복과 연준의 정책 의지 사이에서 불확실성이 나타나기 시작한 금보다는 구리의 투자매력도가 높아졌다고 판단한다. 구리 가격의 상승은 주식과 같은 위험자산에 긍정적인 소식이다. 주식에 대한 비중확대 전략과 국채 비중축소 전략을 유지한다.

금 대비 구리 가격 강세일 때 실질금리 상승 가능성도 확대



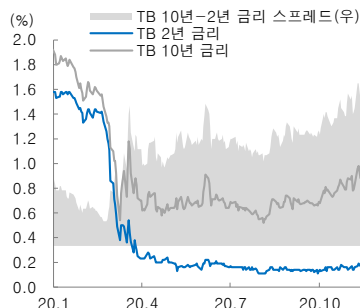
Fixed Income

공동락 dongrak.kong@daishin.com

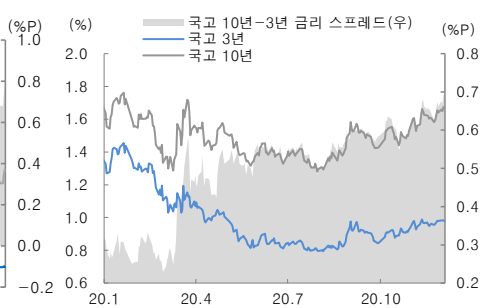
계속되는 물량 앞에 장사 없다

- 재정지출 확대에 따른 국채 물량 부담이 계속해서 채권시장의 핵심 이슈로 자리하고 있다. 코로나19 충격으로 인해 사실상 거의 모든 문제를 재정으로 커버해야 했던 상황이 그대로 시중금리에도 영향을 미치고 있다.
- 일반적으로 물량 부담으로 일컬어지는 수급 이슈는 채권시장에 미치는 재료 자체로서의 영향력이 한정적일 뿐만 아니라 지속성도 제한적인 변수였다. 한국의 경우 추경 등과 같은 신규 물량 이슈가 부각될 때 초기에 반짝 영향을 준 후에 정작 물량 확정과 입찰이 이뤄질 즈음에는 유의미한 재료로서의 의미 자체가 반감되곤 했다.
- 그러나 현재 채권시장에 형성되고 있는 수급 변수의 영향력은 과거와는 비교 자체가 어려울 정도로 커졌다. 아울러 향후 전개될 경기 상황에 다시 영향을 줄 정도로 지속적이고 꾸준한 관심을 요하는 재료가 됐다. 예년과 같이 수급은 부각되는 것과 동시에 이미 지나간 재료라는 인식이 적어도 현 상황에서는 쉽게 기대하기 어려워 보인다.
- 수급 변수가 이처럼 강력하고 지속적으로 주목을 받는 이유는 분명하다. 이번 코로나19 사태로 새롭게 늘어나는 국채 물량 자체가 너무나 많을 뿐만 아니라 앞으로도 이 같은 물량 증가가 상당 기간에 걸쳐 지속될 것이란 우려 때문이다.
- 미국의 경우 민주당과 공화 양당이 다시 경기 부양책에 대한 논의를 시작할 예정이며, 한국은 여야가 합의를 통해 정부가 제출한 원안에 비해 총지출을 더 늘리는 방향으로 예산안을 통과시켰다. 수급 우려는 조금만 버틸 수 있다면 곧바로 원위치된다는 채권시장 참가자들의 통상적인 기대 자체가 현재로서는 설득력을 얻기 어려운 구도가 됐다.
- 자산시장 내에서 위험자산의 선전 역시 채권시장에는 그리 달가운 재료가 아니다. 코로나 충격으로 실물 경기 둔화가 불가피한 상황에서도 랠리를 거듭하고 있는 주식시장의 동향은 상대적으로 채권에는 약세 요인으로 인식될 수 밖에 없다.
- 역설적으로 우리는 높아진 채권 금리가 경제 전반에 부담으로 인식되는 시기가 시중금리의 하향 안정화 시도가 가능한 타이밍이라고 평가한다. 하지만 현재의 금리 레벨에 대해 주식을 비롯한 여타 자산시장이나 경제 주체들이 느끼는 부담은 여전히 제한적인 것으로 보인다. 중장기적 관점에서 금리는 여전히 상승 경로에 있다는 판단이다.

TB 10년, 2년 금리와 스프레드



국고 10년, 3년 금리와 스프레드



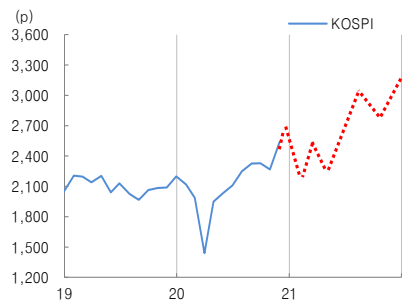
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

자료: 금융투자협회, 대신증권 Research Center

KOSPI 3,000시대를 준비하자

- 2021년 KOSPI는 3,000시대로 진입할 전망이다(KOSPI Target 3,080p). 현재 전망치 평균인 사상 최대 이익을 반영한 지수대에 밸류에이션 프리미엄 22.34% 반영한 목표치이다. 향후 이익전망이 상향조정되거나 밸류에이션 재평가가 지속될 경우 상승여력 확대가 예상된다.
- 2021년에도 한국 주식시장은 차별적인 펀더멘털 매력을 바탕으로 재평가가 지속될 것이다. 달러 약세/원화 강세 압력이 2021년에도 유효하다. 한국 자산가치의 상승, 매력도 재평가의 중요 변수 중 하나이다.
- 2021년 글로벌 제조업 경기회복에 주목한다. 코로나19 완화로 인한 수요 회복과 함께 재고축적 수요가 동시에 유입될 가능성이 높다. 이는 한국 수출모멘텀 강화로 이어질 것이다. 대외/수출 의존도가 높은 한국 경제와 산업에 Upside Potential을 높여주는 변화이다. 자연스럽게 한국 기업 이익 전망의 상향조정을 기대할 수 있다. 글로벌 경기/교역회복이 KOSPI의 추가 상승여력 확대로 이어지는 선순환 구도가 형성될 가능성이 높다.
- 2020년 마지막 12월에는 KOSPI 3,000시대를 준비해야 한다. 2021년 KOSPI는 강하지만, KOSPI를 이기는 더 어려운 진검승부 구간일 가능성이 높다. 대부분의 업종의 실적 개선이 기대됨에 따라 업종, 종목 선택이 더 어려울 수 있다는 의미이다. 그럼에도 불구하고 필자는 KOSPI를 이길 수 있는 업종으로 인터넷, 2차 전지, 반도체, 자동차 + 운송, 기계를 추천한다.
- 2021년 매출액 전망이 사상최대치를 경신할 것으로 예상되는 15개 업종 중 2022년까지 KOSPI 이익성장을 이끌어가고, 산업/업황의 변화, 정책동력 등을 바탕으로 성장 가속화를 기대할 수 있는 업종들이다. 1) 소프트웨어(인터넷), 화학(2차 전지), IT하드웨어는 기존 주도주로 구조적 성장을 보이고 있고, 2) 반도체, 자동차는 대표적인 수출주로서 글로벌 경기/교역회복의 수혜를 기대할 수 있다. 3) 운송, 기계 업종은 코로나19 반사이익, 신재생에너지 산업 육성을 바탕으로 강한 턴어라운드가 예상된다.
- 12월 KOSPI는 되돌림 국면을 예상한다. 11월 급등에 따른 과열/밸류에이션 부담과 상승피로가 누적되고 있다. 여기에 대주주 요건에 해당되는 개인 매물출회, 11월/12월 경제지표 부진 & 전월대비 둔화, 예상치 못한 가파른 원화강세로 인한 4/4분기 실적 불안 등이 KOSPI 변동성을 자극할 수 있다. 2021년 KOSPI 3,000시대를 준비하기 좋은 기회가 될 것이다.

2021년 KOSPI 예상경로, 3,000시대 진입



2022년까지 KOSPI 이익성장 주도 업종

	20년 영업이익 증가율	21년 영업이익 증가율	22년 영업이익 증가율	20년대비 22년 영업이익 증가율
KOSPI	38.6	14.2	45.7	15.5
운송	101.1	26.2	흑자전환	25.5
자동차	96.8	12.1	121.2	13.4
화학	59.9	12.5	64.0	13.7
소프트웨어	33.8	21.4	50.0	16.4
반도체	29.2	21.2	30.6	21.6
IT하드웨어	27.6	12.6	35.8	13.3
IT가전	23.0	12.6	25.0	15.7
기계	20.3	11.1	49.2	17.4

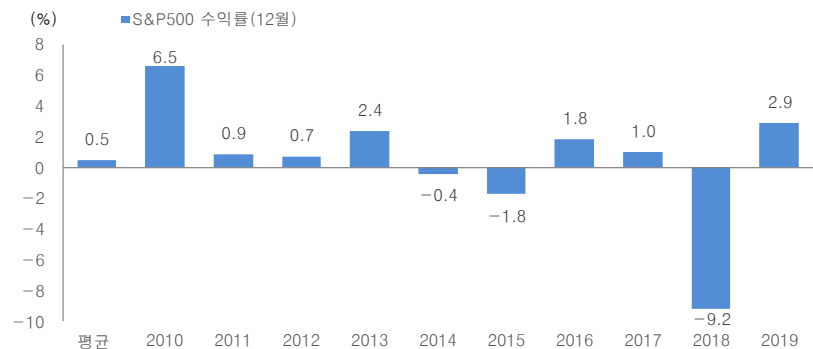
자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

훈훈한 연말이 다가오네요

- 다시다난 했던 올해도 한달을 채 남겨두지 않은 연말이 다가왔다. 코로나19는 계절적으로 추워지면서 확산일로에 있지만, 미국 증시는 거침없이 오르고 있어 실물과 증시 간 괴리가 커졌던 지난 3월부터 9월 이전까지의 모습이 재현되는 양상이다. 위가속 오르는 증시의 모습은 아이러니하지만, 12월 증시는 연말까지 상승하면서 코로나19로 힘들었던 사람들에게 금융자산 측면에서 조그마한 위안이 될 가능성 크다.
- 먼저 12월은 연말 쇼핑시즌에 대한 기대감을 주축으로 증시 상승에 대한 기대감이 높아지는 시점이다. 올해 연말 쇼핑시즌의 관전 포인트가 1) 오프라인에서 온라인, 2) 매출 증가율 개선 폭에서 개선의 연속성 여부, 3) 일상적 소비에서 보복 소비로 옮겨지면서 소비성장 위축에 대한 우려를 낮출 것이다. 미국 소매협회는 올해 연말 쇼핑시즌 소비가 지난 5년 평균(3.5% YoY)을 상회한 3.6~5.2%(YoY) 예상하고 있다고 밝힌 만큼, 연말 쇼핑 시즌 기대감이 커지며 증시 상승의 한 요인이 될 것이다.
- 과거 미국 증시의 흐름을 살펴봐도 12월 증시는 상승한 확률이 높았다. 2010년 이후 12월 S&P500 수익률(평균 +0.5%)을 살펴보면 총 10번 가운데 7번 상승했다. 소위 성탄절 전후로 연말과 연초에 증시가 강하게 상승하는 산타랠리가 12월에 찾아왔다. 또한 올해처럼 미국 대선이 있었던 해의 경우, 대선 전후로 S&P500, VIX 와 같은 금융지표 간 일정한 관계가 나타났다. 대선 후 정권이 교체된 경우 12월 S&P500지수는 상승하고 VIX 변동성은 축소되는 방향성을 보였다. 이와 같은 일정시점 전후의 미국 증시가 산타랠리, 대선 후 불확실성 완화를 반영하며 증시 상승 폭을 키웠다는 점이다.
- 바이든 정권 이양이 속도를 내면서 정책적인 면도 12월 증시에 긍정적으로 바뀌고 있다. 앨런 전 연준의장을 재무장관에 내정하면서 5차 경기부양책 통과가 속도를 낼 수 있게 된 점과 파월 연준의장이 부담이 낮아지면서 연준 내부의 준칙에 따라 통화정책을 운용할 수 있는 운신의 폭이 커진 만큼, 12월 FOMC(15~16일)에서 자산매입규모, 자산구성 변화, 만기 확대 와 같은 일부 조치가 시행될 여지가 커졌다. 이는 증시에 활력을 불어넣는 요인이 추가되는 것으로 실물 밖은 위험하지만 증시 안은 훈훈하게 연말을 마무리하게 될 것이다.

2010년 이후 12월 S&P500 수익률, 총 10번 가운데 7번이 상승 마감



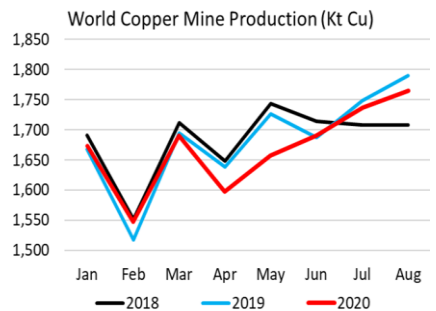
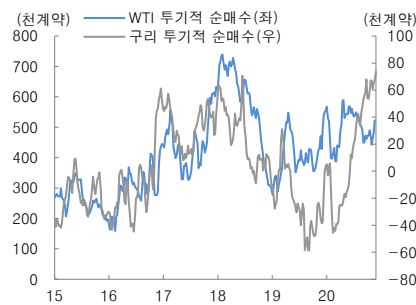
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

경기민감 원자재 가격 랠리가 아직 불안한 이유

- 원자재 시장은 코로나19 백신 개발 소식으로 위험자산 가격 상승/안전자산 가격 하락이 두드러지고 있다. 11월 CRB 원자재지수는 월초대비 9.7% 상승해, 4월 이후 상승세를 지속하고 있다. LME 비철금속지수는 11월 한 달 간 10.6% 상승했고 국제유가는 23.2% 상승해 3월초 코로나19 팬데믹 이전 수준을 넘어섰다. 반면, 금 가격은 온스당 1,800달러를 하회하기도 했다.
- 코로나 백신 개발 속도가 박차를 가하면서 2021년 원자재 수요는 더 빠르게 회복될 것으로 예상된다. 완화적 통화정책이 지속되는 가운데 코로나19 진정 이후 재정확대 정책 유입 속도가 예상보다 빠르게 진행될 수 있을 것이다. 달러 약세 환경과 위험자산 선호 환경도 원자재 시장에 긍정적이다.
- 하지만 단기적으로 경기민감 원자재의 가격 조정 가능성을 열어둬야 한다고 판단한다. 백신 상용화로 원자재 수요가 코로나 이전 수준까지 완전히 회복되기까지는 시간이 다소 소요될 것으로 예상하기 때문이다. 특히 원유의 경우 코로나19 재확산에 따른 섣다른 조치로 인해 미국과 유럽에서의 원유 수요가 여전히 부진하다. 비철금속 부문에서도 중국 외 지역의 재정정책 유입 및 경기 회복 속도가 빨라지는 지 여부를 관심있게 지켜보아야 할 것이다.
- 또한, 공급 확대 리스크도 존재한다. OPEC+는 시장의 기대와 달리 2021년 1월부터 감산 목표량을 기존 770만b/d에서 720만b/d로 줄이기로 했다. 이번 결정은 OPEC+ 내 균열이 생겼다는 점에서 향후 OPEC+발 공급 리스크를 높이는 요인이다. 또한, 비철금속의 경우에도 코로나 백신 상용화로 광산 부문의 생산이 원활히 재개된다면 공급이 늘어날 여지가 높다.
- 한편, 원자재 내 안전자산으로 꼽히는 금에 우호적인 환경은 지속될 것으로 판단한다. 향후 재정정책이 확대될 것을 염두해 둔다면 중앙은행의 통화정책 전환 시그널이 있기 전까지는 실질금리 상승이 제한될 가능성이 높기 때문이다. 또한, 경기회복 및 원자재 가격 상승으로 인플레이션에 대한 우려가 높아지게 된다면 인플레이션 헷지 수요 유입도 기대된다. 현재의 금 가격 조정은 금 매수 기회 기회가 될 수 있을 것이다.

경기민감 원자재로의 투기적 자금 유입

구리 광산 공급 증대 가능성 존재



자료: CFTC, 대신증권 Research Center

자료: ICSG, 대신증권 Research Center

존슨 콘트롤즈 인터내셔널, 지구 를 지키는 친환경 공조 시스템

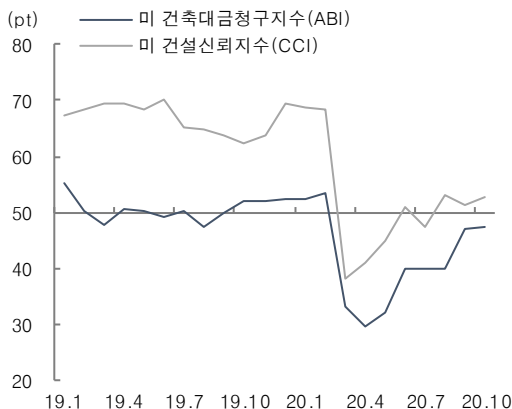
존슨 콘트롤즈 인터내셔널, 빌딩 솔루션 분야의 리더로 공조 시스템 생산에 주력

- 존슨 콘트롤즈 인터내셔널(Johnson Controls International, JCI)은 빌딩 내 설비와 시스템의 에너지 효율을 높이고 건물 운영환경을 최적화하는 인프라를 제공하는 업체다. 최종 소비자 시장별 매출 비중은 상업용 공조 시스템 40%, 주거용 공조 시스템 12%, 화재/보안 시스템 41%, 상업용 냉장/냉동 설비 4%, 통합 관리 시스템 3%이다. 미국 공조 시스템 시장 내 경쟁사로는 Carrier, Trane, Lennox가 있다. JCI는 상업용 빌딩의 비중이 상대적으로 높으며 빌딩 내 다양한 설비의 효율적인 통합 제어 및 자동화 솔루션 분야에서 경쟁력을 보유하고 있다.

미국 건설경기는 완만한 회복세, 바이든 당선자는 친환경 빌딩 구축 강조

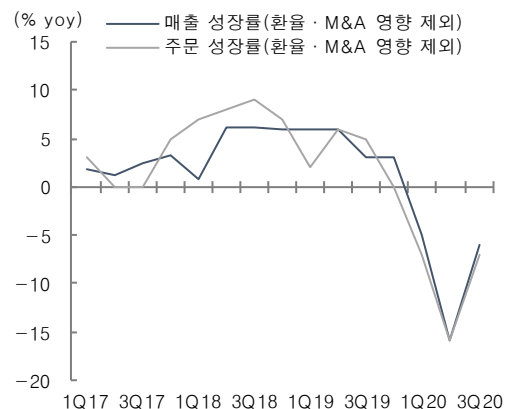
- 미국 건설경기 선행지표는 개선되고 있다. 미국 건축 대금 청구 지수는 여전히 위축 국면에서 벗어나지 못하고 있지만, 양호한 회복세를 보이고 있다. 세부적으로 보면 미 전역에 걸쳐 주거용, 상업용/산업용, 기관용 등 모든 분야에서 건축 대금 청구가 5월 이후 회복 기조를 이어가고 있고 신규 계약은 코로나19 이후 처음으로 확장 국면으로 전환했다. 향후 건설시장 경기에 대한 건축 설계사의 전망도 개선되고 있다. 미국의 비주거용 건설 지출은 3월 이후 지속적으로 감소하고 있지만, 향후 6개월 뒤 경기 회복에 대한 기대심리가 3개월 연속 기준치를 상회하고 있다는 점은 긍정적이다.
- 친환경 인프라 투자 확대, 추가 경기부양책 등 재정 모멘텀 확대에 기대된다. 바이든 당선자의 청정에너지 인프라 투자 계획에는 1) 기존 빌딩 400만 채, 주택 200만 채의 에너지 효율 리모델링 2) 친환경 주거단지 150만 호 건설 3) 2030년까지 신축 상업용 건물에 대해 탄소배출 제로 정책 시행 4) 2035년까지 건물 탄소발자국 50% 감축 등이 담겨있다.
- 기존 빌딩과 주택의 에너지 효율 개선을 위한 리모델링은 공조시스템(HVAC) 수요 확대에 이어질 전망이다. 빌딩 내 에너지 효율 향상과 탄소 배출량 감소 대응을 위해 노후된 난방/환기 및 공기조화/냉방 시스템 설비 교체가 필수적이며 효율적 관리를 위한 자동화 시스템 수요도 지속적으로 증가할 전망이다.

미국 건설경기 선행지표 개선세



주1: ABI와 CCI는 50을 기준으로 확장 또는 위축을 나타냄
주2: CCI는 건축설계사를 대상으로 향후 6개월 후의 건축시장을 전망한 사베이 지표, 0~100의 범위로 집계
자료: AIA(미국 건축가 협회), ABC(미국 건설사협회), 대신증권 Research Center

빌딩 솔루션 수요 증가로 JCI 실적 개선 기대



자료: 존슨 콘트롤즈 인터내셔널, 대신증권 Research Center

하락을 지속하는 상업용 부동산 시장, 코어 전략 유지

[투자시장] 2020년 3분기(YTD) 글로벌 투자 시장 5,110억 달러 기록(-31%, YoY)

- 전년도 크로스 보더(Cross-border)거래 비중이 20%대였던 점 감안, 시장은 강하게 위축된 모습
- 다만, 2분기 거래 규모는 -50% 이상 축소(QoQ)되었던 반면, 3분기에는 다시 반등(+23%, QoQ)하여, 글로벌 상업용 부동산 투자 시장 회복에 대한 기대감 확대
- 하지만 아직 펀더멘털 회복은 동반되지 않은 상황. 따라서 이를 추세 변화로 결론 내리기에는 이르다는 판단. 4분기 지표 확인 필요

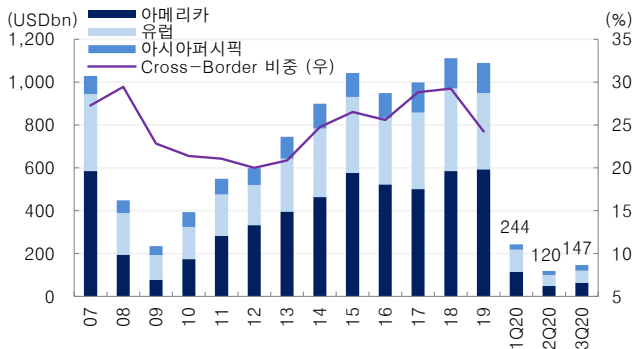
[임대시장] 3분기 글로벌 임대 시장 지표, 하락세 지속

- 글로벌 오피스 부동산 임대가치는 전 분기 대비 -1.8% 하락하였고, 아시아 지역이 -3.6% 하락하며 가장 위축된 모습. 반면, 유럽 지역의 임대가치는 -0.4% 하락에 그쳤고, 자본가치는 +3.5% 상승하며, 타지역 대비 전반적으로 긍정적인 모습. 코로나19 이후 글로벌 부동산 투자 자금의 흐름이 유럽 지역으로 유입되는 변화와 함께 눈여겨봐야 할 부분이라는 판단
- 산업용 부동산(물류센터)의 나 홀로 상승세는 3분기에도 지속. 글로벌 임대가치 +1.5%(QoQ) 기록

[투자전략] 자산 선택에 있어, '임차인 프리미엄' 지표의 중요도 확대, 코어 전략 유지

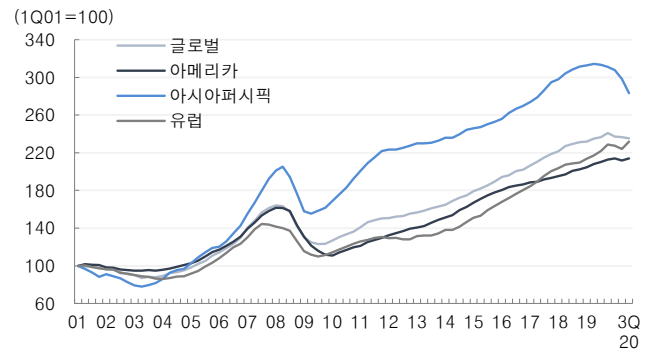
- 글로벌 주요 부동산 투자자의 자산 선택 기준에서, '임차인 프리미엄' 지표의 중요도 확대
- 장기간의 임대 소득이 확보된 프라임급 자산에 대한 선별적 투자, 코어 전략 유지 권고

3분기(YTD) 투자 시장 규모 5,110억 달러(-31%, YoY) 기록



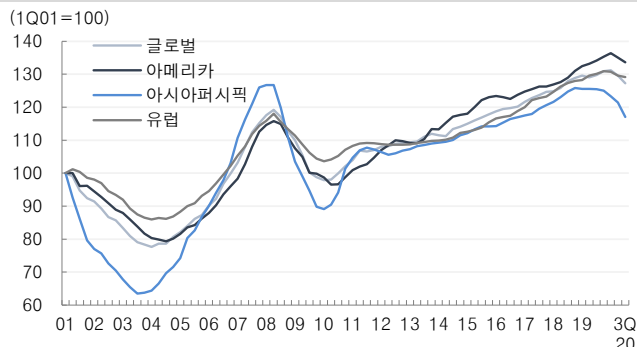
자료: CBRE, RCA, 대신증권 Research Center

3분기 CBRE 오피스 자본가치 지수, 하락 지속



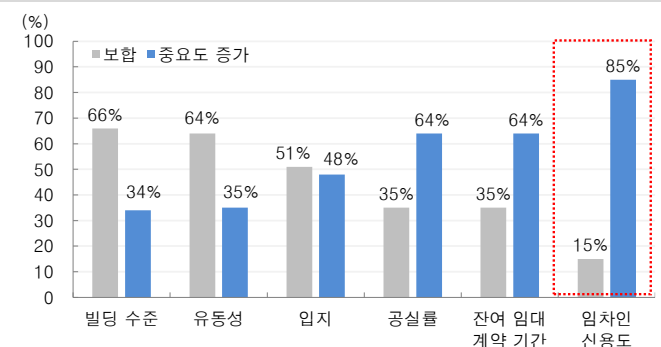
자료: CBRE, 대신증권 Research Center

3분기 CBRE 오피스 임대가치 지수, 하락 지속



자료: CBRE, 대신증권 Research Center

부동산 투자 자산 선택 기준 변화('19년 vs '20년)

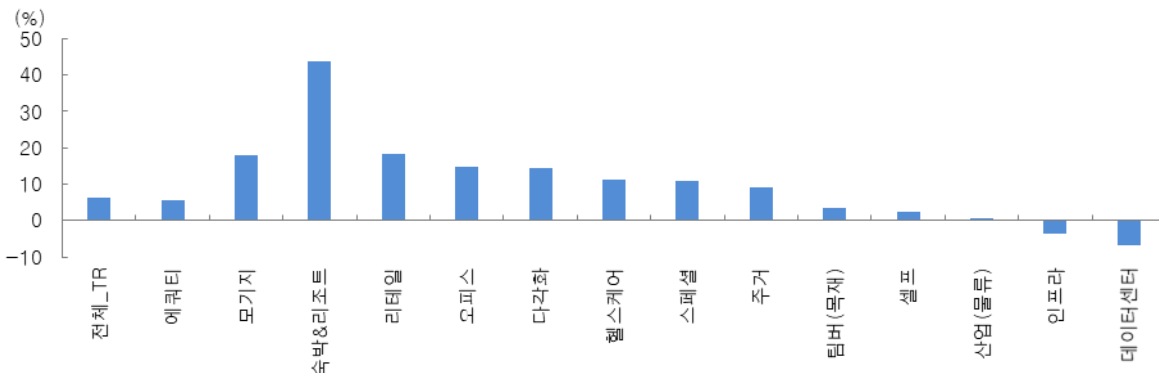


자료: CBRE, 대신증권 Research Center

백신 發 전통 섹터 반등 점진/선별적 비중 확대로 대응

- 4분기 들어 US REITs 내 전통 섹터들이 높은 성과를 기록. 주식시장 내에서 가치주의 관심이 높아지고 있는 것에 더해 백신 개발 소식이 연이어 나오면서 급등. 숙박&리조트는 +43.8% 상승했고, 리테일은 +18.3%, 오피스는 +14.8%, 헬스케어는 +11.2% 상승. 반면, 올해 견조한 성과를 기록했던 섹터들은 저조한 성과를 기록. 데이터 센터는 -6.9%, 인프라 섹터는 -3.6% 하락.
- 백신 개발 소식은 실물경기와 오프라인 활동에 민감한 US REITs에 호재. 하지만, 최근과 같은 가파른 주가 상승은 부담. US REITs의 Valuation 수준도 낮은 편은 아님. 올해 들어 시가총액의 40% 가량을 차지하는 인프라, 데이터 센터, 산업(물류)과 같은 성장형 섹터에 프리미엄이 부여되면서 리레이팅이 일어난 점과 전통 섹터들의 수익성 하락이 겹치면서 P/FFO(TTM)은 물론 선행 P/FFO(FWD)도 2010년 이후 평균보다 높음.
- 반등 폭이 가장 컸던 숙박&리조트의 Implied Cap Rate(3분기 말 기준)는 1.6%에 불과하고, 숙박&리조트의 실적 개선은 국내외 관광/비즈니스 수요에 달려 있는데, 백신 출시 이후에도 국가 간의 인적 이동이 원활해지기까지는 상당기간이 소요될 것으로 예상.
- 한편, 백신 접종이 시작되면서 부작용이나 효과와 관련된 부정적인 뉴스도 나타날 수 있고, 실적이 아닌 기대감으로 상승한 만큼, 부정적인 소식에 쉽게 조정이 나타날 수 있음. 따라서, 현재 급등하는 전통 섹터들을 급하게 쫓기보다는 장기적인 회복의 관점에서 점진적/선별적으로 접근하거나, 펀더멘털 훼손이 크지 않은 섹터에서 배당의 관점으로 접근하는 것이 적절하다고 판단.
- 코로나19 안정화 과정에서 오프라인 활동 증가의 수혜를 받을 수 있는 섹터(리테일 내 쇼핑센터, 오피스 등)나 코로나19에도 펀더멘털 훼손이 크지 않은 주거, 리테일 내 프리스탠딩 섹터에 대해 안정적인 배당을 기대하는 투자전략은 여전히 유효

4Q20 US REITs 섹터 별 성과(Total Return)



US REITs 2021

구조적 성장과 선별적 회복

[2020 Review: 코로나19의 실물 경제에 대한 실질적 영향에 따라 1H20과는 다른 양상]

- 2020년 US REITs는 리스 기반의 안정적 현금 흐름을 제공하는 중위험 투자처라는 인식과 달리 높은 변동성을 나타내며 S&P500지수보다 저조한 성과를 기록.
- 언택트/컨택트, 필수시설/비필수시설, 도심/교외 기준으로 차별화
 - ① 코로나19 확산 초기에는 컨택트로 분류되는 전통 섹터 대부분이 하락
 - ② 실제 경제봉쇄 시기에는 이동 제한으로 비필수시설 기반 섹터에 타격
 - ③ 재택근무 장기화/보편화는 도시 거주 편익을 감소, 도심 비중이 높은 섹터에 영향

[2021 Strategy: 구조적 성장 섹터와 정상화로 인한 회복이 예상되는 섹터에 투자]

- 2021년 US REIT의 키워드는 '펀더멘털 회복/성장 여부'
- 저금리 기초 유지, 미국 경기 회복세 전환, 지연된 경기부양책 유입 등 2021년 US REITs를 둘러싼 투자환경은 우호적이나, 코로나19가 안정화단계로 접어들 경우 완만한 경기회복 속도, 높아진 부채, 시장금리 상승 압력 등이 부담
 - ① 구조적 성장이 기대되는 섹터(인프라, 산업/물류, 데이터 센터)
 - ② 코로나19 안정에 따른 경기 정상화 과정에서 펀더멘털 회복이 예상되는 전통 섹터(오피스, 아파트, 프리스탠딩, 쇼핑센터)에서 플러스 알파를 얻는 전략을 제안

[2021 Issue : 집 밖으로 나온 사람들은 어디로 갈까?]

- 2021년에는 코로나19 안정과 함께 사람들의 외부활동 증가가 예상. 집 밖으로 나온 사람들의 생활 패턴은 오프라인 중심인 전통 섹터들의 실적 개선 폭을 결정 할 것
- 2020년 코로나19 확산 과정에서의 오프라인 활동 감소 행태는 2021년에 반대의 순서로 나타날 가능성이 높는데 예상되는 두 가지 흐름은 ① 점진적인 통근 재개에 따른 탈 도시화 둔화 또는 중단과 ② 식당/피트니스/영화관 등의 오프라인 지역 상권 회복
- 이러한 변화는 오피스, 아파트, 쇼핑센터와 프리스탠딩의 실적에 긍정적으로 작용

[Top-Picks 10]

- ① 성장형 성격의 리츠에서는 아메리칸타워(AMT), 에퀴닉스(EQIX), 프로로지스(PLD), 알렉산드리아 리얼에스테이트(ARE), 아메리콜드(COLD)를
- ② 회복&배당형 성격 리츠에서는 아발론베이(AVB), 에퀴티 레지덴셜(EQR), 보스턴프로퍼티(BXP), 리젠시센터(REG), 리얼티 인컴(O)을 제시

디지털대성 (068930)

한경래
kyungrae.han@daishin.com

이새롬
saerom.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 신규

6개월 목표주가

13,000

신규

현재주가

(20.12.04)

9,040

스몰캡업종

2023년까지 매년 Level Up

투자의견 매수, 목표주가 13,000원 커버리지 개시

- 투자의견 매수, 목표주가 13,000원 신규 커버리지 개시. 2021년 예상 EPS 954원에 Target PER 14배 적용
- 1) 수능 인강 시장 내 높아진 점유율 및 가격 인상 구간 진입, 2) 대성기숙학원 캐시카우 확보, 3) 플랫폼 구독 서비스 준비, 4) 해외 진출 기대 고려 시 이익 레벨, 멀티플 동반 상승 가능
- 2019년초 3배 가까운 주가 랠리 이상 역사적 신고가 기대

패스 상품 가격 2019년말 대비 68% 인상. P, Q 동반 상승 구간 진입

- 2021년 이러닝사업부 매출액 1,163억원(+37.2% YoY) 예상
- 수능 인강 시장 2개 업체(메가스터디, 대성마이맥) 과점 구조 심화
- 패스 상품 3월 23만원에서 11월 29만원, 12월 수능 직후 32만원까지 인상. 지난해말 19만원 대비 +68.4%로 국내 인강 업체 중 가장 큰 인상폭
- 고등 인강 시장 우려는 학령인구 감소. 통계청 고등학생 학령 인구 전망 2022F 131.5만명 → 2028F 139.4만명으로 확대
- 대학 입시 제도 정시 비중 확대 추세도 긍정적. 전체 대학 입시 제도 내 정시 모집인원 비중 2020학년도 22.7% → 2022학년도 24.3% 증가
- 수능 결시율 13.2%로 역대 최고. N수생 증가로 추가 매출 확대 기대
- 교육 업체들의 과도한 밸류에이션 디스카운트 해소시킬 충분한 요인

2021F 영업이익 358억원(+117%). 2023년까지 확실한 Level Up

- 2021년 매출액 2,060억원(+46%), 영업이익 358억원(+116.8%) 전망
- 한우리, 대성기숙학원 합병 → 구독 플랫폼 사업, 확실한 캐시카우 확보
- 2021년 고등 인강 P, Q 동반 상승, 대성기숙학원 매출액 270억원 반영
- 2022년 한우리 구독 플랫폼 서비스 실적, 2023년 베트남 채드워 국제학교 실적 추가될 예정
- 2022년 영업이익 446억원(+24.5% YoY), 2023년 568억원(+27.3% YoY)으로 확실한 이익 Level Up 전망

영업실적 및 주요 투자지표

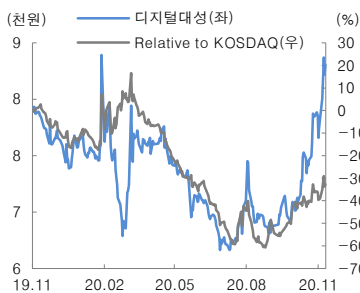
(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	107	141	141	206	242
영업이익	13	21	17	36	45
세전순이익	12	24	16	36	45
총당순이익	10	19	12	28	35
자배분순이익	6	15	10	27	33
EPS	260	662	462	954	1,129
PER	14.3	10.1	16.8	9.5	8.0
BPS	3,043	3,696	3,886	5,447	6,196
PBR	1.5	2.1	2.3	1.7	1.5
ROE	8.5	19.7	12.2	27.4	27.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배부분 기준으로 산출
자료: 디지털대성, 대신증권 Research Center

KOSDAQ	913.76
시가총액	205십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	11십억원
52주 최고/최저	9,200원 / 6,000원
120일 평균거래대금	10억원
외국인지분율	1.67%
주요주주	대성출판 외 42 인 46.17%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	26.8	40.2	25.4	10.1
상대수익률	14.7	32.8	1.9	-24.7



SK 하이닉스 (000660)

이수빈 subin.lee@daishin.com

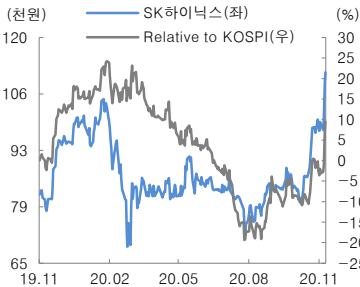
투자 의견 BUY
매수, 유지

6개월
목표주가 140,000
상향

현재주가
(20.12.04) 115,000
반도체업종

KOSPI	2696.22
시가총액	81,172십억원
시가총액비중	5.09%
자본금(보통주)	3,658십억원
52주 최고/최저	111,500원 / 69,000원
120일 평균거래대금	3,173억원
외국인지분율	50.43%
주요주주	SK텔레콤 외 2 인 20.07% 국민연금공단 11.07%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	37.0	41.7	25.7	41.7
상대수익률	19.0	25.9	0.1	9.5



마이크론 정전으로 DRAM 공급 하락

투자의견 매수, 목표주가 140,000원으로 21% 상향 조정

- 목표주가는 2021년 추정 BPS에 P/B 1.7배 적용. 목표주가 상향은 타겟 P/B를 DRAM 업사이클 진입 시점의 P/B로 상향(1.5배 → 1.7배)하고, 2021년 이익 추정치를 상향했기 때문

12월 3일 마이크론 대만 DRAM 팹 정전 발생

- 대만 타오위안에 위치한 마이크론의 DRAM 팹(MMTW), 12월 3일 현지시각 오후 3시 정전 발생. 처음에는 한시간 후 복구되었다고 알려졌으나, 당사 체크에 따르면 2시간 30분 후인 5시반에 전기가 공급된 것으로 파악됨
- MMTW 팹은 마이크론이 이노테라로부터 2016년 인수. 동팹의 생산캐파는 125K/월. 마이크론 총 DRAM 캐파의 30%, 글로벌 DRAM 캐파의 9% 차지
- 마이크론은 아직 공식 발표하기 전으로 구체적인 원인과 손실 규모를 파악 중. 외부적 이슈가 아닌 내부 요인인 만큼 조사하는데 시간이 필요할 것으로 예상
- 반도체 생산라인에서 정전이 발생하면 생산 중이던 모든 DRAM 웨이퍼를 첫 공정부터 재생산해야 함. DRAM 생산 리드타임이 약 3개월이고 동 팹은 전체 DRAM 공급 캐파의 9%를 차지한다는 점을 감안하면 공급에 미치는 영향은 당초 예상보다 심각할 것으로 추정함

정전, 화재 등 공급차질은 고객사 구매 유도, 21Q1 DRAM 가격 상향조정

- 당사는 1분기가 비수기이고 고객사의 재고가 과거 평균을 상회한다는 이유로 DRAM 판매가격 상승 사이클 진입 시점을 2021년 2분기로 전망했음. 그러나, 이번 정전으로 안전 재고를 확보하려는 수요가 발생하며 업사이클 진입 시점이 빨라질 것으로 전망함
- 과거에도 정전 또는 화재가 발생했을 시, 메모리 가격 상승 우려로 고객사는 급하게 재고를 확보했음. 이는 바로 현물가격에 영향을 미침
- 삼성전자와 SK하이닉스의 DRAM 재고는 2주로 정상 수준을 하회한다는 점도 고객사에게는 부담 요인
- 당사는 2021년 1분기 DRAM 평균 판매가격 -3% QoQ에서 Flat으로 상향 조정. DRAM의 업사이클 진입 시점 앞당겨지며 SK하이닉스의 2021년 연간 영업이익 9.1조원으로 상향 조정함

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	40,445	26,991	30,786	34,806	38,983
영업이익	20,844	2,713	4,676	7,352	10,525
세전순이익	21,341	2,443	4,866	7,542	10,715
총당기순이익	15,540	2,016	4,017	6,226	8,845
자배분순이익	15,540	2,013	4,012	6,219	8,835
EPS	21,346	2,765	5,511	8,542	12,136
PER	2.8	34.0	14.2	9.2	6.5
BPS	64,348	65,836	70,564	78,498	89,284
PBR	0.9	1.4	1.1	1.0	0.9
ROE	38.5	4.2	8.1	11.5	14.5

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