

Morning Meeting Brief

Macro

[을지로 지표맞집] 미 연말 소비에 대한 상반된 시각

- 월마트와 타겟의 엇갈린 실적 발표, 미국 소비가 연말까지 양호할 수 있을지에 대한 관심 지속
- NRF, 올해 연말 소매판매 다소 저조할 것으로 전망 vs. 개인소득 증가세 양호한 점 감안 우려대비 소비여력 관측할 수 있다는 기대 상존
- 다음 주 블랙 프라이데이를 시작으로 소비시즌에 돌입, 이를 앞두고 CB 소비자신뢰지수와 10월 PCE 결과 주목할 필요

이주원 joowon.lee2@daishin.com

Strategy

[다음주 시장은?] 속도보다 방향성, 정상제도 복귀 중

- 매크로 환경이 거칠었음에도 KOSPI 반등이 지속된 것은 Rock bottom 확인
- 11월 FOMC 의사록, PCE 물가 발표 등을 거치며 금리인하 사이클 신뢰도 재확인
- 불안심리 완화만으로도 반등 가능한 지수대. 낙폭과대 업종 반등여부가 탄력 결정

이경민 kyoungmin.lee@daishin.com

Global Strategy

[글로벌 마켓 레이다 / 11월 4째주 전략] 증시가 어렵게 느껴진다면 답은 실적에 있다

- 3/4분기 엔비디아 실적 발표 후, 증시 향방에 의견이 분분해질 시점
- 이럴 때일수록 실적 주목. 3/4분기 S&P500 EPS 증가율, 9월 말 추정치 상회
- S&P500 EPS 증가율 올해 9.4%, 내년 14.8%. 주가 상승 정당화해 나갈 것

문남중 namjoong.moon@daishin.com

일본 부동산

[Market Review] 도쿄 높아진 신축 가격에 공급 감소세 vs. 도심 오피스 시장 완연한 회복세

- 11/15일 내각부 발표, 3분기 실질 GDP(속보치), 개인소비 증가로 2분기 연속 플러스 성장 (전분기 대비 +0.2%, 연율 환산치 +0.9%)
- 9월 도쿄 23구 신축맨션 공급량 전년비 -26%로 8개월 연속 감소. 단 평균 공급가는 10,775만엔으로 전년비 +21% 상승
- 9월 도쿄 도심 5구 오피스 공실률 4.6%로 4개월 연속 개선. 평당 임대료는 20,126엔으로 8개월 연속 상승

나미선 misun.na@daishin.com

산업 및 종목 분석

[Issue & News] SK 스쿼어: 목표는 도전적, 방안은 현실적

- 기업가치 제고 계획 발표, 1) 27년까지 NAV 할인율 50% 이하
- 2) 25~27년 COE 초과하는 ROE 실현, 3) 27년까지 PBR 1배 이상
- 22~23년 누적 주주환원 3.1천억원, 24년 1천억원, 25.2월까지 1천억원

김희재 hoijae.kim@daishin.com

미 연말소비에 대한 상반된 시각

미국 소비자심리지수와 PCE, 블랙프라이데이

이번 주 월마트와 타겟이 잇달린 실적을 발표하며, 미국 소비가 연말까지 양호할 수 있을지에 대한 관심이 이어지고 있다. 지난 달 NRF는 올해 연말 소매판매 성장률이 다소 저조할 것으로 전망한 바 있다. 여전히 높은 미국 시중금리 수준과 아직 남아있는 인플레이션 압력을 감안한 시각인 것으로 파악된다.

반대로 고금리·고물가 환경임에도 불구하고, 개인소득 증가세가 양호한 점에 힘입어 우려대비 소비여력이 관촬을 수 있다는 기대도 상존하고 있다. 최근 미국 소비 관련 경제지표는 비교적 견조한 모습을 보였다. 10월 소비심리와 소매판매 모두 서프라이즈를 기록했으며, 9월 소매판매액 또한 상향조정되었다. 이번 주 월마트는 인플레이션으로 인한 실속형 제품에 대한 수요와 고소득층 가구 중심 수요가 실적을 뒷받침 해주었다고 설명했다. 이에 시장은 미국 소비에 대한 판단을 위해 관련 지표에 대해 주의를 기울일 것으로 예상된다.

다음 주 금요일 블랙프라이데이를 시작으로 본격적으로 소비시즌에 돌입한다. 이를 앞두고 발표될 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수와 10월 개인소비지출(PCE) 결과에 주목할 필요가 있다. 지난 소비자신뢰지수는 '23년 8월 이후 최고 수준으로 상승한 바 있다. 11월 시중금리 반등에도 대선 불확실성 해소로 소비심리가 양호하게 유지되었을지 확인이 필요하다. 한편, 10월 CPI와 PPI에서 물가 상승률 반등이 확인되었다. 파업과 허리케인으로 인한 공급측 압력이 있었으며, PCEPI에 연동되는 세부항목이 반등하여 관련 경계감이 잔존해 있다. 물가 상승률이 반등한 탓에 실질소비 증가율이 둔화했는지, 양호한 소득 증가세에 힘입어 소비지출이 예상보다 견조했는지 소비에 대한 시장 눈높이를 조절할 것으로 보인다.

다음 주 주목할 매크로 지표 및 이벤트

일자	국가	지표 프리뷰	예상치	이전치
11/22	유로존	S&P 제조업/서비스업 PMI	46.0/51.6	46.0/51.6
	미국	S&P 제조업/서비스업 PMI	48.9/55.0	48.5/55.0
11/23	미국	11월 미시간대 소비자심리지수	73.0	70.5
11/26	미국	9월 S&P CS 주택가격 YoY/MoM	-/-	5.2/0.4
		11월 CB 소비자신뢰지수	112.5	108.7
11/27	미국	10월 신규주택판매 MoM	-1.8	4.1
		10월 자본재수주(항공, 국방 외) MoM	-	0.7
		10월 PCEPI YoY/MoM	2.3/0.2	2.1/0.2
11/28	미국	10월 근원 PCEPI YoY/MoM	2.8/0.3	2.7/0.3
		10월 개인소득 MoM	0.3	0.3
		10월 개인지출 MoM	0.4	0.5
11/29	미국	블랙프라이데이	-	-

자료: 대신증권 Research Center

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

Quant Strategist 조재운
jaeun.jo@daishin.com

[다음주 시장은?] 속도보다 방향성, 정상궤도 복귀 중

- 매크로 환경이 거칠었음에도 KOSPI 반등이 지속된 것은 Rock bottom 확인
- 11월 FOMC 의사록, PCE 물가 발표 등을 거치며 금리인하 사이클 신뢰도 재확인
- 불안심리 완화만으로도 반등 가능한 지수대. 낙폭과대 업종 반등여부가 탄력 결정

KOSPI 2,400선 지지력을 바탕으로 반등에 성공. 극심한 저평가 영역에서 불안심리 정점 통과. 주 초반부터 트럼프 불확실성 완화로 달러, 국채금리 상승세가 진정됨. 여기에 KOSPI 레벨다운의 중심에 서 있던 삼성전자의 반등과 밸류업 펀드 개시, 연말 배당 기대감 등이 반등에 힘을 실어주었다고 판단

이후 파월 등 주요 연준 인사들의 매파적 발언 이어지면서 통화정책에 대한 기대감 후퇴. 시장의 통화정책 불안심리가 인플레이션 우려와 함께 재점화. 80%를 상회하던 12월 금리인하 확률(Fed Watch 기준)은 55.9%까지 하락. 불과 한 달 전까지 25년도 4회 금리인하를 예측하던 컨센서스 또한 2회로 조정

통화정책 불확실성과 지정학적 리스크 확대 등 매크로 환경이 거칠었음에도 KOSPI 반등이 지속된 것은 긍정적. 불안심리 정점과 Rock bottom 확인하면서 글로벌 증시 혼조세에도 반등 흐름을 이탈하지 않는 것으로 판단

27일 공개될 11월 FOMC 의사록 주목. 현재 시장에는 통화정책에 대한 매파적 스탠스가 강해져 있는 상황. 의사록을 확인하며 비둘기파적인 해석을 할 가능성 높다고 판단. 금리인하 사이클에 대한 신뢰도를 재확인할 수 있을 것

28일 PCE, Core PCE의 반등 예상은 경계, 9월 YoY +2.1%로 인플레이션 목표치에 거의 도달했던 PCE는 10월 +2.3%로 반등 예상. 다만 절대적 수치는 여전히 2% 물가목표치에 근접한 수치. 예상을 크게 상회하는 결과만 아니라면 충격변수는 아닐 전망. 시장과 연준위원들의 반응 확인 필요

28일 한국은행 금통위에서는 금리 동결 예상. 내수경기 불황으로 최근 경제성장 둔화 전망 제기되고 있으나. 부동산 상승과 가계대출 자극 우려, 달러강세 등의 영향으로 금리인하를 제약. 기대감 역시 크지 않아 금리동결 결정보다 경제전망 코멘트와 향후 금리인하 가능성이 언급된다면 시장 안도감 유입 가능

KOSPI 2,480선 회복에도 불구하고 선행 PER(8.39배), 확정실적 PBR(0.87배)은 올해 평균 수준을 크게 하회하는 저평가 구간에 머물러 있음. 3분기 실적 시즌 종료 이후 실적전망 하향조정 추세는 안정. 다음주 통화정책 불안심리 완화와 함께 채권금리, 달러화 하향 안정이 가시화된다면 KOSPI 2,500선 회복 가능. 연말 배당락 전까지 수급 계절성(외국인 선물 매수, 기관 프로그램 매수) 유입 가능성도 확대. 실적대비 저평가, 낙폭과대 업종 반도체, 자동차, 2차전지 업종이 이번 KOSPI 반등을 주도

매파적인 미국 통화정책 컨센서스. 25년 두 번 금리인하 우세(점도표 네 번)

MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024-12-18			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	55.9%	44.1%
2025-01-29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.2%	53.1%	33.7%
2025-03-19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.1%	34.8%	42.6%	15.5%
2025-05-07	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	14.1%	36.7%	35.8%	11.6%
2025-06-18	0.0%	0.0%	0.8%	7.0%	23.6%	36.3%	25.6%	6.7%
2025-07-30	0.0%	0.2%	2.2%	10.7%	26.5%	33.9%	21.3%	5.2%
2025-09-17	0.0%	0.6%	4.1%	14.4%	28.2%	31.0%	17.6%	4.0%
2025-10-29	0.1%	1.2%	5.8%	16.6%	28.7%	28.9%	15.4%	3.4%
2025-12-10	0.3%	1.7%	7.0%	18.0%	28.7%	27.3%	14.0%	3.0%

자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

Global Strategy

Global Strategist 문남중
namjoong.moon@daishin.com

증시가 어렵게 느껴진다면 답은 실적에 있다

- 3/4분기 엔비디아 실적 발표 후, 증시 향방에 의견이 분분해질 시점
 - 이럴 때일수록 실적 주목. 3/4분기 S&P500 EPS 증가율, 9월 말 추정치 상회
 - S&P500 EPS 증가율 올해 9.4%, 내년 14.8%. 주가 상승 정당화해 나갈 것
-
- 11월 현 미국 증시는 대선 당일 포함 5거래일동안 단기 급등에 따른 자연스러운 되돌림을 겪는 중이다. 3/4분기 엔비디아 실적 결과가 견고한 시 투자 수요를 재확인해 줬지만, 시간 외 주가 하락이 나타나면서 단기적으로 증시 향방에 대해 의견이 분분해질 시점에 마주쳤다.
 - 이런 때일수록 주가 향방을 결정짓는 본연의 변수 '실적'에 주목해야 한다. 3/4분기 어닝시즌은 후반부에 접어든 상태로 3/4분기 S&P500의 EPS 증가율(% YoY 이하)은 5.3%로, 9월 말 추정치 4.3%를 상회하고 있다. 이는 5분기 연속 증익을 기록하는 것으로 11개 업종내 7개 업종이 전년동기대비 실적 성장세를 보이고 있다. 대표적으로 커뮤니케이션(23.0% vs. 9월 말 10.3%), 헬스케어(13.9% vs. 9월 말 11.0%) 업종이 주도하고 있고, 반대로 감익을 보이는 업종은 에너지와 소재 업종이 해당한다.
 - 다음 분기인 4/4분기 S&P500의 EPS 증가율은 12.2%, 내년 1/4~2/4분기는 각각 12.7%, 11.9%의 이익 성장률이 예상돼, 실적을 기반으로 올해 연말에 이어 내년 상반기에도 미국 증시는 상승을 꺾할 것으로 판단된다. 연간으로 놓고 본다면 올해 S&P500의 EPS 증가율은 9.4%, 내년은 14.8%로 현 S&P500의 12개월 선행 PE(22배 전후)가 과거 5년(19.6배), 10년 평균(18.1배)보다 높다고는 하나 이를 상쇄하며 주가 상승을 정당화해 나갈 것이다. 향후 미국 증시의 얇은 조정은 비중확대 기회이다.

표 1. 다음 주 중요 경제지표 및 이벤트 (24.11.25~12.1)

경제지표 & 이벤트명	국가	일정	전기치	예상치	방향성	내용 및 시사점
3/4분기 GDP	미국	11.27	2.8% QoQ	2.8% QoQ	-	잠재성장률 상회 실질성장률, 시장의 연준 금리 인하 속도조절 해석 부각
10월 PCE/근원	미국	11.28	2.1 / 2.7% YoY	2.3 / 2.8% YoY	▲ / ▲	연준, 향후 통화결정 요인으로 물가보다 고용의 중요성을 다시 재확인
10월 개인소득/개인소비	미국	11.28	0.3 / 0.5% MoM	0.3 / 0.3% MoM	- / ▼	양호한 개인소비 결과 확인 시, 연말 쇼핑 시즌 분위기 긍정적 손바뀜

일자	국가/지역	주요 지표	기간	단위	전기치	예상치	대비
11.25	독일	Ifo 기업환경지수	11월	P	86.5	-	-
11.26	브라질	소비자물가지수	11월	% YoY	4.47	-	-
11.27	미국	S&P/CS 20대 도시주택지수	9월	% YoY	5.2	-	-
	미국	컨퍼런스보드 소비자신뢰지수	11월	P	108.7	112.0	▲
11.28	미국	신규주택판매	11월	% MoM	4.1	-2.0	▼
	미국	GDP	3/4분기	% QoQ	2.8	2.8	-
	미국	내구재주문 / 근원	10월	% MoM	-0.7 / 0.5	0.5 / 0.2	▼ / ▼
	미국	추수감사절(~29일, 29일 조기 폐장)					
11.28	미국	PCE / 근원	10월	% YoY	2.1 / 2.7	2.3 / 2.8	▲ / ▲
	미국	개인소득/개인소비	10월	% MoM	0.3 / 0.5	0.3 / 0.3	- / ▼

기준일: 24. 11. 21

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

일본 부동산

나미션 misun.na@daishin.com

[Market Review]

도쿄 높아진 신축가격에 공급 감소세 vs. 도심 오피스 시장 완전한 회복세

[경제]:

- 11/15일 내각부 발표, 3분기 실질 GDP(속보치), 개인소비 증가로 2분기 연속 플러스 성장 (전분기 대비 +0.2%, 연율 환산치 +0.9%)
- 일본 GDP의 절반 이상을 차지하는 개인소비, 전분기 대비 +0.9% 증가하며 2분기 연속 플러스(자동차, 휴대전화, 음식료품 증가)
- 내수의 또 다른 축인 기업설비투자는 전분기 대비 -0.2% 감소하며 2분기 만에 마이너스 전환

[통화정책과 유동성]:

- 10/31일 BOJ 금융통화정책 위원 만장일치로 기준금리 두 번 연속 동결 (현행 0.25%)
- 11/18일 BOJ 우에다 총재, 물가안정 목표를 지속·안정적으로 실현하기 위해 경제와 물가 개선에 맞춰 점진적인 금리인상을 진행하는 것이 필요하다고 금리인상 방침을 재차 강조, 금리인상 시기에 대해서는 경제·물가·금융 정세에 따라 결정할 것이라고 발언
- 9월 M3 평균 잔고(총 통화량) 전월대비 -0.2%, 전년대비 +0.8% 증가

[부동산 업황]:

- 9월 일본 부동산업 경기동향지수, 2개월 만에 개선 (전월비 +1.0P 상승)

[토지 시장]:

- 9/17일 국토교통성, 전국 평균 기준지가(24년 7월 시점) 전년비 +1.4%로 3년 연속 상승 및 상승폭 확대 (전국 용도별 평균: 주택지 +0.9%, 상업지 +2.4%, 공업지 +3.4%)
- 9월 수도권 토지 거래건수, 전년비 +18%, 평균 거래가 전년비 +6.3% 상승

[주택 시장]:

- 9월(YTD) 전국 신규 주택착공호수 59만 4,470호 (전년비 -3.7%)
- 9월 수도권 신축 맨션 공급량, 전월비 +151%, 전년비 -14% 감소한 1,830호, 평균 공급가는 7,739만엔으로 전월비 -19%, 전년비 +15% 상승 (도쿄23구: 10,775만엔, 전월비 -22.7%, 전년비 +21%)
- 9월 수도권 기존 맨션 거래량, 전월비 +33%, 전년비 -4.8% 감소한 3,068건, 평균 거래가는 4,861만엔으로 전월비 +5%, 전년비 +5.3% 상승 (도쿄 23구: 5,615만엔, 전월비 +3%, 전년비 +12.8% 상승하며 2017년 1월 이후 최고치)

[오피스 시장]:

- 24년 3분기, 도쿄 도심 5구 오피스 거래량 거래규모 모두 두자릿 수 감소
- 9월 도쿄 도심 5구 오피스 평균 공실률 4.6%(전월비 -0.2%p)로 4개월 연속 저하, 평당 임대료는 전월비 +0.1% 상승한 20,126엔으로 8개월 연속 상승

SK스퀘어 (402340)

김희재

hjaje.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

96,000

유지

현재주가

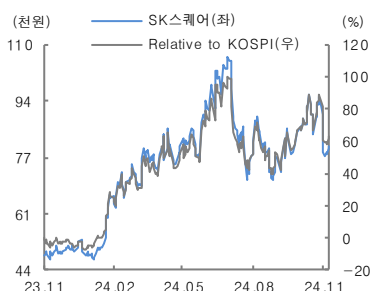
80,400

(24.11.21)

통신서비스업중

KOSPI	2480.63
시가총액	10,834십억원
시가총액비중	0.50%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	106,700원 / 46,850원
120일 평균거래대금	367억원
외국인지분율	52.17%
주요주주	SK 외 9 인 31.53%
	Macquarie Investment Management Business Trust 외 3 인 6.83%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.3	-4.4	-1.7	63.1
상대수익률	-2.6	4.1	7.9	65.0



목표는 도전적, 방안은 현실적

- 기업가치 제고 계획 발표, 1) 27년까지 NAV 할인율 50% 이하
- 2) 25~27년 COE 초과하는 ROE 실현, 3) 27년까지 PBR 1배 이상
- 22~23년 누적 주주환원 3.1천억원, 24년 1천억원, 25.2월까지 1천억원

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 96,000원 유지

목표주가는 NAV에 할인율 60% 적용, 21.11.29 분할 신규 상장 후 형성된 할인율은 56~77%, 평균 71%. 할인율 밴드 하단 적용

기업가치 제고 계획 발표

1. 27년까지 NAV 할인율 50% 이하. 3Q24 기준 65.8%
2. 25~27년 COE를 초과하는 ROE 실현. 3Q24 기준 직전 12개월 ROE 10.3%
3. 27년까지 PBR 1배 이상. 3Q24 기준 0.73x

실행방안. 1) 이사회 중심의 기업가치제고 실행 2) Capital Allocation 3) 예측가능한 주주환원 지속 4) Portfolio Value-up 5) 신규 투자

눈에 띄는 부분은 세 가지. 할인율 50% 이하, 예측가능한 주주환원 지속 및 Portfolio Value-up

할인율 50% 이하 목표는 상당히 도전적. SK스퀘어의 할인율은 21.11월 상장 후 55.8%~76.6%까지 형성, 3Q24 기준 65.8%. 할인율 50% 이하 목표는, NAV의 80%를 차지하는 SK하이닉스가 현재 가치를 유지한다고 하더라도 SK스퀘어의 주가가 12만원, 약 50% 상승해야 달성 가능한 목표

예측가능한 주주환원 지속 목표는 현실적. SK스퀘어는 21.11월 출범 후 누적 3.1천억원의 자사주 매입/소각을 완료했고, 24년에도 1천억원의 자사주를 취득, 25.1.6 소각 예정이며, 24.11월부터~25.2월까지 추가 1천억원을 취득할 예정

24.11월 취득을 시작하는 1천억원 포함 25년까지 추가 주주환원은 약 2.9~4.5천억원 전망. SK실더스 Harvest 5.3천억원, SK하이닉스 배당금 연 1.8천억원 및 크래프톤 자본 유동화 2.6천억원의 30~50%, 그리고, 기타 비핵심 포트폴리오의 추가 Harvest를 통해 자원 확보. 3Q24 기준 보유현금은 6.6천억원

Portfolio Value-up 목표도 현실적. 27년 주요 포트폴리오의 흑자 달성을 목표로 제시했는데, 3Q24 누적 기준 11번가 OP -533억원(+320억원 yoy), SK플래닛 순이익 -2억원(+138억원 yoy), T맵 순이익 -494억원(+134억원 yoy) 등 실적 개선

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,735	224	2,152	2,434	2,733
영업이익	16	-2,340	3,343	5,226	5,573
세전순이익	41	-2,598	3,386	5,248	5,602
총당기순이익	256	-1,315	3,192	4,829	5,154
자비자분순이익	260	-1,287	3,192	4,684	4,999
EPS	1,836	-9,137	23,506	34,759	37,101
PER	18.3	NA	3.3	2.2	2.1
BPS	118,893	107,921	135,434	171,262	207,977
PBR	0.3	0.5	0.6	0.5	0.4
ROE	1.6	-8.0	19.0	22.6	19.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: SK스퀘어, 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 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.