

Morning Meeting Brief

Quant

KOSPI 반등, 파생 시장은 아직 조심스럽다

- KOSPI 2.2% 반등. 삼성전자 주도 반등에도 파생시장은 아직 조심스러운 접근
- 선물 미결제약정 감소. 시장에서는 이번 반등을 진입 보다는 포지션 청산에 사용
- 옵션 시장 풋-콜 비율 상승. 상승 베팅보다는 리스크 관리에 대한 우려가 큼

조재운. jaeun.jo@daishin.com

산업 및 종목 분석

[2025년 연간전망] IT/전기전자: AI 기기로 교체 수요 예상, Q 증가 및 P 상승 전망

- AI인프라 투자 증가와 IT기기 하드웨어 사양 상향으로 인한 교체수요 기대
- XR기기 출시와 자동차의 전장화는 전자부품 업체에 신수요로 인식
- PCB 산업은 범용 메모리 수요 증가, 차세대 반도체 출시로 수혜 예상

박강호. kangho.park@daishin.com

[2025년 연간전망] 인터넷/게임: 악재에 둔감하고, 호재에 민감한 섹터

- '24년 높은 OP 성장률에도 주가 흐름 부진. 글로벌 peer에 비해 더딘 AI 사업의 진행 속도와 본업의 매출 성장 둔화 등이 요인
- 외부환경이 뒷받침되지 않는 상황에서 각자도생 전략 필요. 이 중 NAVER의 사업 전략은 시장 우려를 해소 중. '25년 유사 흐름 전망
- 게임, 밸류 부담이 높은 종목들도 신작 모멘텀 유효하므로 트레이딩 전략 추천. 밸류 부담이 낮은 경우, 중장기 투자 가능 판단

이지은. Jeeun.lee@daishin.com

[2025년 연간전망] 반도체: 25년, 고용량 메모리 중심의 성장

- 2H25, B2C(스마트폰, PC) 수요 개선에 따른 범용 메모리 반도체 가격 회복 시도
- 25년 반도체 CAPEX에서 주요한 것은 1) DRAM 공정 전환 투자, 2) HBM 캐파 증설
- HBM 세대가 진화할수록 반도체 테스트 공정과 하이브리드 봉인 도입에 대한 관심 확대

신석환. Seokhwan.shin@daishin.com

[2025년 연간전망] 엔터테인먼트: 2025년 다시 만날 빅사이클

- 2H25, BTS, 블랙핑크 컴백으로 음반판매량 및 공연 부문의 매출 성장 예상. 음반판매량 YoY +36%, 공연 +55%, MD +31% 전망
- 24년 초기 비용 높은 데뷔 그룹 수 역대 최대로 수익성 감소했으나 25년 기저효과로 OPM 개선세 본격화될 예정
- 팬덤 경쟁 심리 음반에서 음원으로 이동. 중장기적 공연 부문 성장 및 내년 신인 그룹 중심의 경쟁심리 회복 기대

임수진. Soojin.lim@daishin.com

[2025년 연간전망] 레저: 중국이 중요한 2025년

- 여행, 다시 정상화 국면. 중국 비자 면제로 인한 중국 패키지 매출 비중 확대 및 24년 일회성 비용 기저효과로 실적 성장성 기대
- 카지노, 중국 경기 부양 효과로 MASS 중심의 회복 예상되며 VIP 성장은 제한적일 전망. MASS 중심의 전략 변화 필요한 시점
- 2025년 Top-picks는 가파른 실적 회복과 배당이 기대되는 하나투어, 레버리지 효과 및 재무구조 개선이 기대되는 롯데관광개발 제시

임수진. Soojin.lim@daishin.com

[2025년 연간전망] 미디어업: 저점 확인한 광고, 슬롯 확대하는 콘텐츠

- 4Q24 성수기 시즌이 도래로 위축되었던 광고비 집행의 풍선효과 시작
- 콘텐츠 양적 확대와 질적 성장으로 회복 전망
- 영화, 관심끌기에는 성공. 이제는 다양성으로 승부

김희재, hjaeje.kim@daishin.com

[2025년 연간전망] 통신서비스: 성장 보다는 효율성에 집중

- CAPEX/감가비 Peak Out, 30년까지 대규모 투자는 없을 것
- 24년 Capa(총판매)는 14년 이후 최저 수준으로 마케팅비 부담 완화
- 저성장에도 불구하고 감가비 및 마케팅비 감소로 이익 개선 전망

김희재, hjaeje.kim@daishin.com

글로벌 원전 패권전쟁 Phase2: SMR, 정체가 뭐니? (기술개발 및 경제성 현황)

- AI 전력 수요 증가, 재생에너지 확대에 따른 대안으로 원자력 가치 재조명
- 7월 ADVANCE Act 통과 이후 빅테크의 전력공급체결 증가 추세
- 2025년부터 K-원전의 해외 원전 수주 확대 등 글로벌 SMR 제조 경쟁력 부각 예상

허민호, minho.hur@daishin.com / 서영재, youngjae.seo@daishin.com / 박장욱, jangwook.park@daishin.com

Quant 조재은
jaeun.jo@daishin.com

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

KOSPI 반등. 파생 시장은 아직 조심스럽다

- KOSPI 2.2% 반등. 삼성전자 주도 반등에도 파생시장은 아직 조심스러운 접근
- 선물 미결제약정 감소. 시장에서는 이번 반등을 진입 보다는 포지션 청산에 사용
- 옵션 시장 풋-콜 비율 상승. 상승 베팅보다는 리스크 관리에 대한 우려가 큼

11월 18일 KOSPI는 지난주 -5.6% 가파른 하락 이후 2.2% 반등. 최근 4개월 동안 급격하게 낮아진 밸류에이션과 삼성전자의 자사주 매입 발표가 주요 원인으로 작용

삼성전자는 향후 1년간 10조원의 자사주 매입 계획을 발표하며 6.0% 상승으로 KOSPI 상승을 견인. 삼성생명(11.5%), 삼성화재(10.5%), 삼성SD(6.5%), 삼성에스디에스(6.2%) 등 삼성 계열사도 높은 상승으로 KOSPI 상승에 기여. 삼성그룹 ETF(KODEX 삼성그룹)는 4.7% 상승

선물 시장에서는 이번 반등을 진입 보다는 포지션 청산에 사용

선물 미결제약정(Open Interest)은 아직 청산되지 않고 시장에 남아 있는 선물 계약의 총합을 의미. 이는 시장 참여자들이 새로운 포지션을 만들었는지, 또는 기존 포지션을 청산했는지를 보여주는 지표. 미결제약정이 증가하면 투자자들이 시장에 대한 확신을 갖고 새로운 매수 또는 매도 포지션을 추가했음을 의미. 반면, 미결제약정이 감소하면 기존 포지션을 정리하거나 시장에서 물러났다는 것을 의미

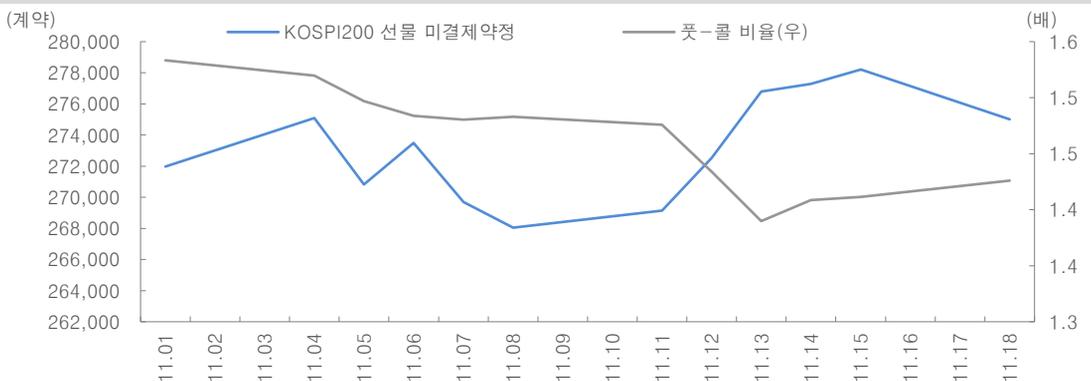
11월 18일 KOSPI는 2.2% 반등했지만, 선물 미결제약정은 전일 대비 약 3,200 계약이 줄어든 275,000으로 감소. 이는 시장 참여자들이 이번 반등을 강한 매수세에 의한 추세적 반등이라기보다 기존 포지션 청산의 기회로 본 것으로 해석. 특히 최근 한 달간 선물 미결제약정은 11월 13일의 276,791을 고점으로 이후 하락세를 지속 중이며 시장의 신중한 태도가 반영 중

옵션 시장 풋-콜 비율 상승. 상승 베팅보다는 리스크 관리에 대한 우려가 큼

풋-콜 비율은 풋옵션 미결제약정을 콜옵션 미결제약정으로 나눈 값으로, 일반적으로 풋-콜 비율이 1 이상이면 시장 참여자들이 하락에 더 무게를 두고 있다는 의미

11월 18일 풋-콜 비율은 1.426으로 전일 대비 상승했으며, 이는 투자자들이 하락 방어를 위한 풋옵션의 수요가 증가했음을 증명. 특히, 최근 2주 동안 풋-콜 비율은 1.39(11월 13일)에서 지속적으로 상승 중. 이는 파생 시장에서는 이번 반등이 아직까진 시장 심리 전환보다 리스크 관리에 대한 우려가 큰 상황으로 판단

KOSPI 반등에도 감소중인 선물 미결제약정과 상승중인 풋-콜 비율



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

IT/전기전자

AI 기기로 교체 수요 예상 Q 증가 및 P 상승 전망

박강호 kangho.park@daishin.com

투자 의견

Overweight

비중 확대, 유지

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.6	-18.8	-23.1	-22.5
상대수익률	-5.9	-11.2	-13.2	-20.3



- AI인프라 투자 증가와 IT기기 하드웨어 사양 상향으로 인한 교체수요 기대
- XR기기 출시와 자동차의 전장화는 전자부품 업체에 신수요로 인식
- PCB 산업은 범용 메모리 수요 증가, 차세대 반도체 출시로 수혜 예상

2025년 상반기, 전기전자(휴대폰 및 전자부품) 업종은 비중확대를 유지.

최선호주로 삼성전기(매수 / 180,000원), 대덕전자(매수 / 25,000원) 제시. 2025년 상반기 휴대폰 및 전자부품 산업의 이슈는 1) 주요 IT기기(스마트폰, TV, PC, 서버 등) AI 서비스 확대, 금리인하 효과로 교체 수요를 예상. 2년 연속의 성장과 AI 인프라에 투자 증가, IT기기의 하드웨어 사양 상향으로 전자부품의 추가적인 수요를 기대. 수량(Q)과 가격(P)이 동시에 증가, 2025년 실적 개선이 높을 전망. 스마트폰은 애플 아이폰 17에 교체 수요, 폴더블폰 시장 확대에 주목. 아이폰17는 글로벌적으로 애플 인텔리전스(AI) 적용과 아이폰13(2021년) 이후에 높은 교체 수요를 예상. 삼성전자와 화웨이를 비롯한 중국 스마트폰 업체는 폴더블폰 수요 확대에 주력, 폼 팩터(외형변화) 차별화로 매출과 수익성 성장에 초점. 2025년 글로벌 스마트폰은 12.8억대, 전년대비 3.4% 증가 추정

신성장인 XR기기, 자율주행 분야에서 성장이 예상

2024년 애플 비전프로 출시 이후, 2024년 메타, 2025년 삼성전자, 중국 등 다양한 XR기기 출시가 본격화 예상. 엔터테인먼트 시작으로 산업용, 의료용, 학습용 등 활용 범위가 확대, 보급형 영역 중심으로 성장 전망. 자율주행은 테슬라가 로보택시를 공개, 글로벌 자동차 업체의 자율주행 3단계를 중심으로 기능 적용, 자동차의 전장화가 핵심으로 부각, 전자부품 업체에 신수요로 인식, 가동률 상승 및 믹스 효과를 기대

2025년 PCB 산업은 턴어라운드, 성장 구간에 진입 전망

IT기기의 교체 수요를 기대하여 범용 메모리 수요 증가 및 공급 부족, 차세대 반도체(CXL, 저전력 반도체 등) 출시로 수혜 예상. 2024년 영업적자, 점진적인 개선에서 2025년 정상화 구간으로 성장 진입을 전망. 메모리와 비메모리 등 패키지 업체의 회복이 가속화될 것으로 분석

인터넷/게임

인터넷/게임: 악재에 둔감하고, 호재에 민감한 섹터

이지은

Jeeun.lee@daishin.com

- 글로벌 peer에 비해 더딘 AI 사업의 진행 속도와 본업의 매출 성장 둔화
- 외부환경이 뒷받침되지 않는 상황에서 각자도생 전략 필요
- 밸류 높은 종목 트레이딩 전략 추천. 낮은 경우, 중장기 투자 가능 판단

24년 높은 OP 성장률에도 주가 흐름 부진

2024년 네이버, 카카오의 주가는 시장을 상당히 언더퍼폼했음. KOSPI YTD 수익률 -4.07%인 것에 반해, 네이버와 카카오의 YTD 수익률은 각각 -23.25%, -39.55% 였음. 그에 반해 2024년 네이버와 카카오의 영업이익 성장률은 각각 33%, 11%로 전망. 두 종목 모두 전년대비 개선된 성장률을 기록할 것으로 전망. 그럼에도 부진한 주가 흐름을 보이는데는, 1)글로벌 peer를 따라가지 못하는 AI 사업의 더딘 진행 속도, 2) 광고, 커머스 모두 부진한 외부 환경에 따른 매출 성장 둔화에 대한 우려 등이 요인이었다고 판단

외부환경이 뒷받침되지 않는 상황에서 각자도생 전략 필요, 25년 유사 흐름

플랫폼 업체들은 외부 환경이 뒷받침되지 않는 상황에서 각자만의 사업 전략을 진행 중. 이 중 네이버는 AI 기술을 기반으로 기존 서비스의 고도화(광고는 타게팅 효율 제고, 커머스는 초개인화 서비스 제공 등)를 진행 중이며 어려운 외부 환경에도 선전하는 모습을 보이면서 위의 두 가지 문제를 극복중. 광고 매출은 글로벌 peer의 매출 성장률에 근접한 수준으로 회복되었을 뿐만 아니라, 광고와 커머스 사업은 마진이 좋아 이러한 노력이 이익 고성장을 만들어내고 있는 상황. 유저 지표까지 개선되고 있어 이러한 흐름이 단기적이 아닐 것으로 전망

게임, 밸류 부담이 높은 종목들도 신작 모멘텀 유효에 트레이딩 전략 추천

게임의 경우, 크래프톤 제외 대다수의 종목들이 박스권 내에서 모멘텀 발생 및 소멸에 따라 주가가 등락하는 모습을 보임. 밸류에이션 부담이 있는 게임사들의 경우, 이러한 흐름은 지속될 것으로 전망. 신작 기대감은 유효하기 때문에 트레이딩 전략 추천. 반면, 1) 밸류에이션 부담이 낮으면서 2) 연간 실적 성장의 가시성이 높고, 3) 신작 기대감이 높은 종목들의 경우 중장기 투자 가능 판단

반도체

신석환

seokhwanshin@daishin.com

투자 의견

Overweight

비중 확대, 유지

Rating & Target

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.4	-25.7	-22.7	-12.1
상대수익률	-0.6	-18.8	-14.7	-12.0



25년, 고용량 메모리 중심의 성장

- 2H25, B2C(스마트폰, PC) 수요 개선에 따른 범용 메모리 반도체 가격 회복 시도
- 25년 반도체 CAPEX에서 주요한 것은 1) DRAM 공정 전환 투자, 2) HBM 캐파 증설
- HBM 세대가 진화할수록 반도체 테스트 공정과 하이브리드 본딩 도입에 대한 관심 확대

25년, IT 수요 개선에 따른 범용 메모리 가격 회복, 고성능/고용량 메모리 중심 성장 지속

2H24 메모리 반도체 가격은 하락세가 이어지고 있음. B2C(스마트폰, PC) 수요 개선 둔화 → PC/스마트폰 OEM사들의 반도체 재고 증가 → 1H25까지 반도체 재고 정상화 진행될 것으로 예상함. 중국 CXMT의 공격적인 캐파 증설(25년 300K/월로 확대)로 인해 레거시 반도체 공급 과잉 가능성이 높아짐.

범용 메모리 반도체 가격은 회복은 메모리 반도체 재고가 정상화되는 2H25부터 나타날 것으로 예상함. 2025년에도 반도체 섹터에서 주요한 포인트는 AI 및 고용량 반도체일 것으로 판단. AI GPU, HBM, LPDDR5, eSSD와 같은 고부가 제품 중심의 수요 확대가 지속될 전망

25년, 반도체 CAPEX 주요 포인트: DRAM 전환 투자, HBM 캐파 확대, 후공정 투자

삼성전자와 SK하이닉스의 25년 반도체 CAPEX는 각각 47조원(메모리 35조), 19조원으로 추정. 이중 대부분의 투자가 DRAM 공정전환 투자 및 HBM 캐파 증설 투자가 집중될 것. 25년 국내 메모리 업체들의 제한적인 메모리 캐파 확대: HBM 캐파 증설과 DRAM 공정 전환 투자 집중 → CAPA Loss(캐파 로스) 발생 → 범용 DRAM 반도체 수급 개선으로 이어질 전망

25년 AI GPU에서 12단 HBM3E가 주요 제품임. 삼성전자: 4Q24 주요 고객사향 8단 HBM3E 쿨 통과 → 1H25 8단 HBM3E 양산/ 2H25 12단 HBM3E 개발 및 양산 예정. SK하이닉스: 4Q24 12단 HBM3E 양산 개시, 25년에도 HBM 시장에서 독보적 시장 점유율 확보

HBM 세대 진화 및 반도체 미세화 공정에 따라 1) 반도체 테스트 공정 중요도 확대, 2) 하이브리드 본딩 기술이 도입될 것으로 기대

2025년 반도체업 Top-Picks로 SK하이닉스와 삼성전자를 제시

엔터테인먼트: 2025년 다시 만날 빅사이클

- 2H25, BTS, 블랙핑크 컴백으로 음반판매량 및 공연 부문의 매출 성장 예상
- 24년 초기 높은 비용, 25년 기저효과로 OPM 개선세 본격화될 예정
- 팬덤 경쟁 심리 음반에서 음원으로 이동, 경쟁심리 회복 기대

2H25, BTS, 블랙핑크 컴백으로 음반판매량 및 공연 부문의 매출 성장 예상

BTS와 블랙핑크의 컴백으로 보장된 음반 판매량 및 공연 부문의 매출 성장. 2023년 기준 두 그룹의 판매량은 국내 전체 음반시장의 14%를 차지했으며, 월드투어 예상 모객수는 소속사 전체 아티스트 그룹의 합산 공연 모객수를 상회해 큰 폭의 매출 성장이 기대됨. 또한, 두 그룹의 합산 유튜브 구독자 수는 1.7억명으로 컴백 앨범뿐만 아니라 케이팝 전체에 대한 관심도가 확대되는 효과까지 기대해볼 수 있음

24년 초기 높은 비용, 25년 기저효과로 OPM 개선세 본격화될 예정

신인 IP의 수익화로 이익률 개선세가 나타날 전망. 올해 데뷔한 신인 그룹 수는 11팀으로 3팀 정도가 데뷔하는 평년보다 훨씬 많아 실적이 예상보다 부진할 수밖에 없었음. 그러나 이는 미래를 위한 투자로 보는 것이 올바름. 과거 뉴진스, 르세라핌의 사례를 참고하면 데뷔 첫해 영업이익률 -20% 수준에서 다음해 +25%로 빠르게 성장한 바 있어 2025년 이익률 개선이 기대됨. 또한, 2025년에는 주요 IP인 뉴진스, 르세라핌, 라이즈, 엔믹스, 베이비몬스터, 보닉도의 월드투어가 예정되어 있어 수익 창출이 본격화될 전망

팬덤 경쟁 심리 음반에서 음원으로 이동, 경쟁심리 회복 기대

2025년에는 팬덤 경쟁 심리가 회복되며 음반판매량 반등세가 예상됨. 지난해 팬덤 간 음반판매량 경쟁이 특히 치열했는데 올해는 팬덤의 경쟁이 음반에서 음원으로 이동하며 쉬어가는 분위기. 음반이 음원 대비 음원 부문의 성장은 단기적 수익성은 아쉬울 수 있으나 공연부문에도 긍정적 효과 미칠 것으로 기대. 또한, 최근 신인 그룹을 중심으로 팬덤 간 경쟁이 심화되고 있어 음반판매량이 다시 가파른 성장세를 보이고 있음. 팬덤 경쟁 심리는 도미노처럼 선배 그룹까지 점차 경쟁 심리가 확대될 가능성이 높다고 판단

최선호주로 하이브, 차선호주 에스엠 제시

당사는 2025년 엔터테인먼트업 Top-Picks로 하이브와 차선호주로 에스엠을 제시. 하이브는 방탄소년단 완전체 컴백 및 위버스 플랫폼 수익화에 따라 내년뿐만 아니라 중장기적 성장이 기대되는 종목이며, 에스엠은 가장 가파른 신인의 성장과 내년 자회사 실적 개선이 기대되기 때문

레저

레저:
중국이 중요한 2025년

임수진

Sojin.lm@daishin.com

- 여행, 다시 정상화 국면 일회성 비용 기저효과로 실적 성장성 기대
- 카지노, 중국 경기 부양 효과로 MASS 중심의 회복 예상
- 2025년 Top-picks는 가파른 실적 회복과 배당이 기대되는 하나투어

25년 여행 산업, 다시 정상화 국면

2024년 여행업은 2분기 티메프 사태, 3분기 일본 난카이 대지진 우려에 따른 일본 패키지 송출객 수 감소 영향으로 부진한 실적 및 주가 흐름 지속

2025년에는 중국 비자면제로 인한 중국 패키지 매출 비중 확대로 영업수익 성장이 기대되며, 2024년 예기치 못한 이슈들로 인한 일회성 비용 기저효과로 높은 실적 성장세 보일 것으로 기대

하나투어(Buy/ TP 75,000원) 여행 업종 내 최선호주로 제시

2025년 투자포인트는 1) 중국 비자면제에 따른 중국 패키지 중심의 실적 성장, 2) 일회성 비용 기저효과에 따른 OPM 개선, 3) 24E 배당수익률 4%→2025년 이익 성장으로 배당 매력 확대될 전망

25년 카지노 산업, MASS 중심의 회복 기대

중국 경기 부양 효과는 단기적으로 서비스 수요 중심의 회복으로 MASS 중심의 회복이 예상되며, VIP 회복에 중요한 부동산 경기는 모니터링이 필요, MASS 비중이 높은 롯데관광개발이 가장 유리하다 판단

중국 정부의 카지노 산업 관련된 제재는 기대와 달리 강화되는 모습으로 VIP 성장은 제한적일 전망. VIP회복을 기다리기보다 마카오와 같이 비카지노 부문 투자를 통한 트래픽 확대 및 미니멈 베팅액 상향 등 전략 변화가 필요한 시점으로 판단

롯데관광개발(Buy/ TP 14,000원) 레저 업종 내 최선호주로 제시

2025년 투자포인트는 1) 11월 말 성공적인 리파이낸싱이 예상되며, 2) 중국 경기 회복 시 가파른 MASS 방문객 수 성장, 3) 매출 규모 확대에 따른 레버리지 효과 본격화될 것으로 기대

미디어업

김화재 hjaeje.kim@daishin.com

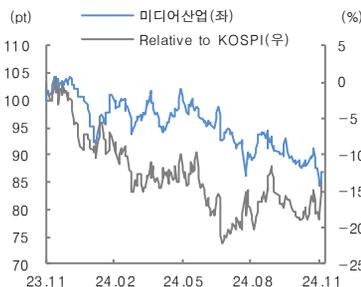
투자 의견

Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.6	-2.8	-13.1	-14.8
상대수익률	6.1	6.3	-1.8	-12.4



저점 확인한 광고, 슬롯 확대하는 콘텐츠

- 4Q24 성수기 시즌이 도래로 위축되었던 광고비 집행의 풍선효과 시작
- 콘텐츠 양적 확대와 질적 성장으로 회복 전망
- 영화. 관심끌기에는 성공. 이제는 다양성으로 승부

광고, 3Q24를 저점으로 경기 회복 전망

22년 하반기 금리인상 예고에 따라 시작된 광고 성장률 둔화는 3Q24를 저점으로 마무리. 올림픽을 거치면서 광고 집행이 회복되었고, 4Q24 성수기 시즌이 도래하면서 펀더멘털 대비 지나치게 위축되었던 광고비 집행의 풍선효과 시작

제일기획의 3Q24 본사 GP는 1Q21 이후 14개 분기 만에 해외 GP 성장률을 상회. 국내 광고 역성장의 저점 확인

국내 1위 광고주인 삼성전자의 마케팅비는 23년 역성장 후 24년 회복 중인 것으로 추정. 3Q 부터는 통신, 헬스케어, 화장품, 패션, 식음료 등의 업종에서 광고비 정상화가 진행되는 중

콘텐츠, 25년 편성 회복

양적 확대. 24년 드라마 편성편수와 회차는(tvN, JTBC, 지상파3사, ENA 기준) 각각 56편과 796회차로 역대 최저. TV광고 부진 여파. 광고 저점 확인에 따라 2Q25부터 수목 드라마 슬롯 부활 등 25년 양적인 확대 전망. 25년 편성편수 81편(+45% yoy), 회차 1,147회(+44% yoy), 20년 수준 회복 전망

질적 성장. 콘텐츠 제작사들과 글로벌 OTT들과의 공급 계약 갱신 과정에서 리콥을 상향 전망

영화. 관심끌기에는 성공. 이제는 다양성으로 승부

22년부터 매년 천 만 영화 두 편씩 배출. 극장의 존재감은 부각. 다만, 500만명 이상의 중박 영화는 연간 5편에 불과하여, 팬데믹 이전의 절반 수준. 24E 관객수는 연초 전망 보다 낮아진 1.3억명(+5% yoy) 전망

24년부터 다양한 프로모션을 통해 가처분소득 대비 ATP는 오히려 팬데믹 이전 보다 낮아졌고, 구작들은 대부분 소진되었기 때문에, 25년에는 천만 영화뿐만 아니라 중박 영화들도 등장하면서 관객수 1.45억명(+10% yoy) 전망. 19년의 64% 수준이고, BO 기준으로는 19년의 71% 수준

25년 Top-Pick 으로 스튜디오드래곤, 제일기획 제시

드래곤은 TV광고 회복 및 ENM 드라마 편성 정상화 수혜 종목. 제일기획은 광고 시장 회복에 따른 실적 개선과 저평가 매력 및 밸류업 지수 포함의 수혜 종목

통신서비스업

성장 보다는 효율성에 집중

김화재 hjaeje.kim@daishin.com

투자 의견

Overweight

비중확대, 유지

- CAPEX/감가비 Peak Out. 30년까지 대규모 투자는 없을 것
- 24년 Capa(총판매)는 14년 이후 최저 수준으로 마케팅비 부담 완화
- 저성장에도 불구하고 감가비 및 마케팅비 감소로 이익 개선 전망

투자상황 점검. 이상 없음

24.10월에 과기부가 발표한 “대한민국 스펙트럼 계획”에 따르면, 기존 사용 주파수의 사용 기한 만료 시 재할당 외에 5G 주파수의 추가 할당 가능성은 낮은 것으로 분석

CAPEX/감가비 하향 트렌드는 지속될 것으로 전망. 6G는 30년 이후 상용화 예정 이고, 주파수 품질 이슈로 4G/5G와 같은 전국망 구축은 어렵기 때문에, CAPEX의 급증 가능성 낮음

경쟁상황 점검. 이상 없음

번호이동 24.5월 56만명, 24.7월 56만명 등 24년 월평균 번호이동은 53만명으로, 23년 월평균 47만명 대비 +13% 증가. 24.3월에 도입된 전환지원금 영향

하지만 24년 월평균 Capa(신규, 기기변경, 번호이동 등 총판매)는 166만명으로, 23년 월평균 191만명 대비 오히려 -13% 감소. 즉, 24년의 경우 번호이동의 증가 규모 이상으로 신규/기변의 감소가 나타나고 있기 때문에, 오히려 마케팅비 부담이 완화되는 중

성장 둔화에도 불구하고 비용 부담 완화로 이익 개선

휴대폰 대비 5G 보급률 70% 상회로 무선 매출의 성장은 둔화. IPTV/인터넷 등의 B2C 매출 성장률도 low single 수준. B2B는 5% 이상 성장하나 비중이 적어서, 전체 매출 성장률은 2%대

통신의 비용 중 가장 큰 요소는 감가비와 마케팅비. 20년 별도 기준 서비스 매출 대비 감가비와 마케팅비 비중은 42%, 합산 OP 3조원 달성. 25년에는 38% 이하로 감소하면서 합산 OP 4.9조원 달성 전망

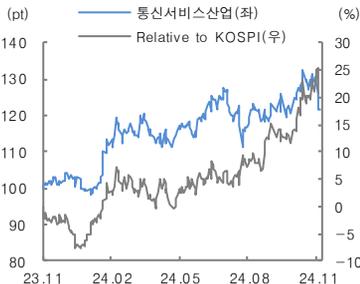
5G 상용화 후 19~23년 합산 OP(별도 기준) 연평균 4.4% 성장. 24~28년 9.2% 성장 전망

25년 Top-Pick으로 KT 제시

3사 중 가장 먼저 5G 초기 CAPEX 상각 완료로 2년간 약 3천억원의 비용 감소 효과 발생. 28년 OE 9~10%, OPM 9%, 25~28년 자사주 1조원 매입/소각 등 구체적이고 기대 수준을 크게 상회하는 주주 가치 제고 계획 발표

Rating & Target

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.5	1.4	4.3	20.1
상대수익률	6.2	11.0	17.9	23.6



원자력

허민호
서영재
박정욱minho.hur@daishin.com
youngjae.seo@daishin.com
jangwook.park@daishin.com글로벌 원전 패권전쟁 Phase2
SMR, 정체가 뭐니?

- AI 전력 수요 증가, 재생에너지 확대에 따른 대안으로 원자력 가치 재조명
- 7월 ADVANCE Act 통과 이후 빅테크의 전력공급체결 증가 추세
- 2025년부터 K-원전의 해외 원전 수주 확대 등 글로벌 SMR 제조 경쟁력 부각 예상

글로벌로 에너지 안보, AI의 전력 수요 증가 대응, 재생에너지 확대에 따른 시스템통합 비용 상승 등에 대한 대안으로, 원자력의 가치가 재조명되고 있음. 2050년까지 현재 규모 대비 최소 3배 증설(400GW에서 1,200GW)이 필요한 상황임. 이 중 SMR은 2050년까지 400GW 이상 설치될 전망이다

최근 글로벌 SMR 기술 개발 경쟁은 3.5세대 기술을 넘어 4세대 기술 개발로 번지고 있음. 4세대 SMR은 비수냉식 기반으로 안전성 및 효율성, 경제성 향상, 다목적성(고온의 공정열 및 수소 생산, 해양/선박용으로 사용 등), 사용후핵연료 축소 및 재사용 등을 보다 강화시킨 원자로임. 대표적인 3.5세대 기술업체는 NuScale 이며, 4세대 SMR 기술(설계업체)로는 (초)고온가스냉각로(X-Energy), 불화염냉각 고온로(Kairos Power), 소듐냉각 고속로(Terra Power-GEH), 납냉각 고속로(EU-SMR-LFR), 용융염 원자로(Terrestrial Energy) 등이 있음

미국 에너지청은 2050년까지 신규 원전 200GW 이상, 최대 455GW 건설을 목표로 하고 있는데, 이 중 기존 석탄부지를 활용한 SMR 설치 가능규모는 120 ~ 170GW 인 것으로 추정되는 등 미국이 SMR 개발 및 상용화를 선도하고 있음. 원자력 산업은 그 본연의 위험성으로 인해 에너지 산업이면서 방위산업임과 동시에 규제산업임. 미국은 SMR의 개발(ARDP) 및 상용화(생산/투자세액공제, 투자금액 대출), 핵연료 국산화(러시아 우라늄 수입 규제, HALEU Availability Program 등), 수출금융 지원 이외에도 규제 완화 정책까지 펼치며 빠른 속도로 SMR을 통한 원자력 기술 리더십 회복을 위해 강력한 의지를 보이고 있음

추가적인 비용 상승이 없을 경우, 첫 상용 SMR의 ITC 적용 LCOE 92 ~ 109달러/MWh로 예상됨. SMR은 기존 원전 및 석탄발전 부지에 SMR 설치를 통해 전력망 비용이 적음, SMR PPA 지역 상업용 전기요금 등을 감안 시 경제성 확보 가능성. 또한 대규모 전력망 비용이 필요한 해상풍력(ITC 적용 LCOE는 SMR과 유사) 대비 경제적으로 유리할 수 있음

2029/30년 SMR의 상용화를 증명하기 시간이 많이 남았지만, 2024년 7월 ADVANCE Act(SMR 설치 확대를 위한 전방위 포괄적 지원 프로그램 및 규제 완화 법안) 통과 이후 빅테크의 전력공급계약이 체결이 늘어나고 있음. 향후 기자재 발주 및 건설허가 등도 빠른 속도로 진행될 전망이다. 관련 회사들의 주가도 미래 실적 성장을 반영하여 상승 중임. 밸류체인의 경쟁력 확보가 가능한 기업을 중심으로 투자의 기회를 놓치지 않을 필요가 있음

1Q24 기준 글로벌 SMR 프로젝트 계획 설비용량은 총 22GW, 이 중 미국은 빅테크의 장기 전력공급계약 등에 힘입어 6 ~ 7GW 설치할 계획임. 2032년까지 SMR 준공에 성공해야 ITC 30 ~ 50% 받을 수 있음. 이를 위해 미국 SMR 프로젝트는 대부분 2026/2027년 착공, 2029/2030년 준공을 목표로 있으며 공기를 맞추기 위한 선제작이 이루어 질 전망. 이를 감안하면, 2H25부터 SMR 주기기 발주 본격화 예상

한국은 대형 원전의 개발 및 건설 경쟁력은 글로벌 선두그룹에 있음은 입증되었음. 다만, SMR은 정책 지원, 기술 개발 속도, FOAK 건설 시기 및 시장규모 등이 미국 대비 뒤쳐져 있는 것은 사실임. 그러나 2025년부터 K-원전의 해외 원전 수주 확대와 함께 글로벌 SMR 제조 경쟁력 부각 예상

Top picks로 [한국] 두산에너지빌리티(글로벌 SMR 제조사), [미국] 뉴스케일 파워(가장 상업화 속도가 빠른 3.5세대 SMR Fabless), 센트러스 에너지 (미국 핵연료 중계 및 제조사)을 제시

▶ 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.