

Morning Meeting Brief

Strategy

경기침체에 대한 자기강화 현상. 최악의 시나리오 가시화

- KOSPI 기술적 반등시 2,650선에서는 현금비중 확대, 리스크 관리 강화 필요
- KOSPI Deep Value 구간 재진입. 미중 경제지표 결과 미국 대선 TV 토론 주목
- 저평가주(반도체, 자동차, 기계) / 소외주(2차전지, 인터넷) 변동성 활용한 비중확대

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

산업 및 종목 분석

[Issue&News] 항공운송업: 일평균 여객 역대 두번째

- 인천공항 8월 국제선 여객 2019년 8월 제외 개항 이래 최고치 기록
- 9월 국제여객 수송 증가율 20% 이상 전망, 10월부터 10% 내외 예상
- 미국과 일본 강세 지속. 중국노선 코로나 이후 처음으로 100만 회복

양지환. jihwan.yang@daishin.com

[Issue&News] SK 텔레콤: Telco 40년, AI 60년

- SKT 40년, 무선 통신의 1등 사업자. AI를 선도하며 100년 기업으로 도약
- 23.9월 3단계의 시피라미드 전략 공개. 28년 매출 25조원 중 AI 36% 목표
- 24년 현재 과감한 외부와의 협력 및 자체 솔루션 개발의 투트랙 전략 추진

김희재. hojae.kim@daishin.com

[Issue&News] 두산에너지: 성공적인 사업구조 개편을 위한 제언

- 분할합병을 통한 1,2조원 투자여력 마련은 긍정적. 주매청금액 최소화 필요
- 분할비율은 0.89:0.11로 변경, 두산밥캣 지분에 대한 경영권 프리미엄 요구
- 투자의견 '매수' 유지, 목표주가 26,000원으로 하향

허민호. Minho.hur@daishin.com

경기침체에 대한 자기강화 현상. 최악의 시나리오 가시화

- KOSPI 기술적 반등시 2,650선에서는 현금비중 확대, 리스크 관리 강화 필요
- KOSPI Deep Value 구간 재진입. 미중 경제지표 결과 미국 대선 TV 토론 주목
- 저평가주(반도체, 자동차, 기계) / 소외주(2차전자, 인터넷) 변동성 활용한 비중확대

KOSPI 단기 기술적 반등 예상, 추석 전 반등 시 2,650선 이상에서 현금비중 확대, 리스크 관리 강화. 반등 없이 2,600선 이하에 머무른다면 현재비중 유지

Issue 1. 경기침체 공포 확대 / 재생산. 자기강화 현상 & 통화정책 회의감 미국 경기가 불안하고, 둔화국면에 진입한 것은 맞지만, 경기침체에 대한 공포심리는 과도. 문제는 우세적 편견이 형성되면 극단적인 수준까지 한 방향으로만 몰리는 '자기강화 현상' 전개. 현재 주가 레벨/수준 감안할 때 악순환 고리 정점권에 근접 판단

Issue 2. 다시 움직이는 엔캐리 청산 매물. 6월 수준으로 회귀했던 엔선물 거래량과 엔 매도 청산 물량 증가세 전환. 엔/달러 환율 추가 하락시 엔 캐리 청산 매물이 다시 시장 변동성을 자극 가능. 이전보다 충격 강도, 파급력은 제한적일 것. 다만, 9월 유동성 위축 상황에서 작은 엔캐리 청산 매물 출회로도 증시 변동성 확대 불가피

Issue 3. 미국 경기침체 공포에 KOSPI는 유독 약한 흐름. 8월 이후 수익률 -8.17%로 일본, 중국보다 낮은 글로벌 최하위 1) 한국 경제 대외의존도가 높고, 2) 중국 경기부진이 지속되면서 이종고를 겪고 있으며, 3) 실적 측면에서 A산업, 반도체 성장 우려가 지속됨에 따라 디스카운트 받는 양상. 저평가 매력이 부각되지 않고 있음

역사적 밸류에이션에 따른 KOSPI 급락 저점 2,287~2,430p. 2,450p 이하는 Deep value 구간

추석 연휴를 앞두고 있고, 최근 이슈화되고 있는 금융투자세 이슈와 대출 규제 강화로 인해 시장 전반적인 활력 약화. 수급적으로도 대외 변수에 더 크게 휘둘릴 밖에 없는 상황, 수출대비 KOSPI 저평가 영역으로 전환

Inflection Point 1. CPI와 PPI. 물가안정 + 통화정책 기대. 11일 CPI, 12일 PPI 공개. 헤드라인 물가는 큰 폭 둔화 예상, Core 물가는 정체 예상. 물가 둔화 지속에 따른 금리인하 기대가 강해질 수 있지만, 이미 연내 5번 금리인하를 기대하는 상황에서 강한 모멘텀이 될 수 있을지 관련. CPI 둔화 경기침체 증거로 인식될 가능성 경계

Inflection Point 2. 미국 대선 TV 토론. 승기를 누가 잡느냐가 관건. Battle Ground에서 해리스 지지율이 트럼프를 앞서기 시작. 격차 0.2%p. 해리스 지지율이 빠르게 상승하면서 결국 역전에 성공. 10일 TV토론 이후 증시 등락 엇갈릴 수 있음. 해리스 우세 시 IT, 빅테크, 신재생에너지 강세 가능. 트럼프 우세 시 채권금리 등락 체크

Inflection Point 3. 중국 CPI와 수출입. 8월 수출은 기저효과(5.7%)에도 불구하고 견조한 흐름을 기대하는 한편, 수입은 기저효과(4.9%p)보다 둔화 폭이 제한적. 여전히 내수 모멘텀이 강하지 못함 시사. 8월 소비자물가는 2개월 연속 상승폭 확대. 8월 생산자물가는 전년 대비 -1.5%로 기저효과 유입 영향이 큰 상황. 기저효과 소멸에도 안정세를 보인다는 측면에서 디플레이션 우려 완화는 지속될 것. 단기 사이클 측면에서 최근 중국 경기에 대한 하방 우려가 툰-다운 될 수 있다고 생각. 시차를 감안할 때 24년 하반기부터 중국 경기회복이 가시화될 전망

투자전략 & 퀀트 전략 : 저평가주 / 소외주 변동성을 활용한 비중확대

반도체, 자동차, 조선, 기계, IT하드웨어, 철강, 소프트웨어, 운송, 비철/목재 업종 실적대비 & 주가 측면에서 낙폭과대 업종. 9월 첫째주 급락으로 다수의 업종들이 중요 지지권, 변곡점 진입. 단기 트레이딩은 물론, 매집할 수 있는 업종들이 다수. 대표적으로 반도체, 자동차, 기계 업종은 추가 변동성 확대를 매집 기회로 활용할 수 있을 것. 2차전자, 인터넷 또한 중요 지지권, 변곡점에서 분위기 반전을 모색해 나갈 전망

항공운송업

일평균 여객 역대 두번째

양지환 jhwan.yang@daishin.com

투자의견

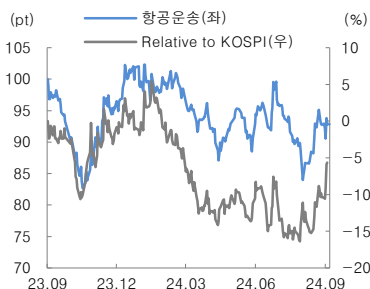
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
대한항공	BUY	30,000
제주항공	BUY	13,000
진에어	BUY	15,000

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.5	-1.4	-2.5	-4.1
상대수익률	8.6	4.2	1.2	-3.4



- 인천공항 8월 국제선 여객 2019년 8월 제외 개항 이래 최고치 기록
- 9월 국제여객 수송 증가율 20% 이상 전망, 10월부터 10% 내외 예상
- 미국과 일본 강세 지속, 중국노선 코로나 이후 처음으로 100만 회복

인천공항 8월 국제선 일평균 여객 204천명으로 19년 8월 이후 최고

8월 인천공항 수송 통계 발표. 8월 총 운항은 35,962회(+16.1% yoy), 국제선 여객수송인원은 6,326천명(+17% yoy, 19년 8월 대비 99.6%), 항공화물수송은 238.8천톤(+5.2% yoy)를 기록함. 직항여객수는 5,590천명(+17.3% yoy), 환승객은 735천명(+15% yoy)을 기록함. 항공화물 중 직화물은 137천톤(+8.2% yoy), 환적화물은 98.6천톤(+0.9% yoy)로 나타남

2024년 8월 여객수송기록은 인천공항 개항한 이래 2019년 8월을 제외하고 가장 높은 수치를 기록함. 2024년 9월의 추석연휴로 인해 20% 이상의 증가세로 복귀할 것으로 예상되나, 10월 이후부터는 국제여객수송 증가율이 10% 내외로 하향 안정화될 것으로 전망함

FSC의 여객수송회복율 101%, LCC의 여객수송회복율 103%~146%

항공사별로(증감은 yoy) [대한항공]의 운항은 7,652회(+13.1%), 수송여객은 1,392천명(+16.1%, 19년 동월대비 101.2%), 수송화물은 106.9천톤(+5.9%)을 기록하였으며, [아시아나항공]의 운항은 4,754회(+13.4%), 수송여객은 985천명(+20.2%, 19년 동월대비 101.3%), 수송화물은 46.6천톤(+0.3%)을 기록함

[제주항공] 운항 3,392회(+2.2%), 수송여객 544천명(+4.6%, 19년 동월대비 102.6%), [진에어] 운항 2,194회(+14.4%), 수송여객 477천명(+11.3%, 19년 동월대비 121.5%), [티웨이] 운항 2,082회(+14.2%), 수송여객 388천명(+7.4%, 19년 동월대비 146.7%)로 LCC중 진에어의 운항 및 수송객이 전년 동월대비 가장 큰 증가세를 보임

장거리 미주노선 강세 지속, 단거리 일본 강세, 중국노선 80%까지 회복

노선별로(증감 yoy, 19년동월비 회복률) [일본] 운항 8,253회(+20.2%), 여객 1,469천명(+18%, 152%), 화물 18.7천톤(+4.4%), [중국] 운항 7,684회(+37.3%), 여객 1,050천명(+51.2%, 80%), 화물 43천톤(-0.1%), [동남아] 운항 9,195회(+6%), 여객 1,775천명(+6.2%, 97%), 화물 41.6천톤(+16.8%), [미주] 운항 3,913회(+8.5%), 여객 618천명(+19.6%, 119%), 화물 58.3천톤(+0.1%), [유럽] 운항 2,184회(+1.9%), 여객 451천명(+2.2%, 67%), 화물 42.6천톤(+3.8%)을 기록함

중국 노선의 경우 2020년 1월 이후 처음으로 월간 수송객수가 백만명을 상회하였으며, 2019년 동월대비 회복률은 80%를 기록. 노선별 일본과 미주노선의 여객수송객이 여전히 견조한 증가세를 기록하였으며, 유럽노선은 더딘 회복세를 지속

SK텔레콤 (017670)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

77,000

유지

현재주가

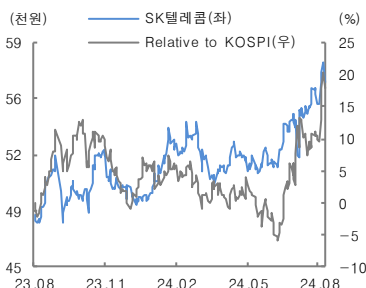
56,500

(24.09.09)

통신서비스업중

KOSPI	2535.93
시가총액	12,136십억원
시가총액비중	0.57%
자본금(보통주)	31십억원
52주 최고/최저	57,800원 / 47,700원
120일 평균거래대금	253억원
외국인지분율	42.35%
주요주주	SK 외 12 인 30.61% 국민연금공단 7.82%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.9	8.9	7.6	15.9
상대수익률	5.0	16.9	13.7	16.4



Telco 40년, AI 60년

- SKT 40년, 무선 통신의 1등 사업자. AI를 선도하며 100년 기업으로 도약
- 23.9월 3단계의 시피라미드 전략 공개. 28년 매출 25조원 중 AI 36% 목표
- 24년 현재 과감한 외부와의 협력 및 자체 솔루션 개발의 투트랙 전략 추진

투자의견 매수(Buy), 목표주가 77,000원 유지

24년 예상 별도 EBITDA 4.4조원에 EV/EBITDA 4.9배(최근 5년, 19~23년 평균) 적용 후 자회사 가치를 합산한 SOTP 기준으로 목표주가 산정

구체화 되어가는 AI 전략. 과감한 협력 및 자체 솔루션의 투트랙 전략

23.9월 AI 전략(AI 피라미드) 공개. 1단계인 AI 인프라를 기반으로, 2단계에서는 통신만의 강점을 살린 AIX(AI Transformation)를 거쳐, 3단계에서는 AI 개인비서(PAA)를 제공하겠다는 전략. 각 단계별로 동시에 각각의 완성도를 높여나갈 계획

지난 1년간 더욱 구체적으로 진화한 AI 전략. 피라미드의 각 단계별로 과감한 외부와의 협력 및 자체 솔루션 개발의 투트랙 추진

1단계. AI 인프라의 성과. DC(데이터센터)는 21년 매출 1,2천억원에서 24E 2.4천억원 수준으로 2배 성장 전망. AI DC 사업을 강화하기 위해 글로벌 협업 시행

24.2월 GPU 클라우드 기업인 람다에 \$20m 지분투자 및 연내 서비스 제공 예정. 글로벌 서버 및 스토리지 시스템 제조 기업 슈퍼마이크로와 글로벌 AI DC 사업을 위한 협약 체결, 24.7월 서버 클러스터링 기업인 SGH(Smart Global Holdings)에 \$200m 투자. AI DC를 포함한 DC는 현재 100MW에서 30E 200MW까지 확장

Telco-LLM 구축. 세계 최초의 Telco-LLM 런칭. 기업가치 25조원을 상회하는 것으로 평가받는 Anthropic에 23년 \$100m 투자, PAA 솔루션인 에이닷 고도화

AI Chips. 지분 62.5%(SK스퀘어 25%, SK하이닉스 12.5%)를 보유한 사페온과 리벨리온의 합병 추진. 연내 기업가치 1.1조원 규모의 통합법인 출범 예정

2단계. AIX의 성과. 5G 1.6천만명, M/S 48%의 굳건한 1위 유지. 24년 상반기 엔터프라이즈 매출 +27% yoy 달성

3단계. AI 서비스. 23.10월 아이폰 통화녹음 출시, 24.9월 멀티-LLM 에이전트 업데이트 등을 통해 500만명 이상의 고객 확보

에이닷과 Perplexity의 제휴. 기업가치가 4조원을 상회하는 것으로 평가받는 생성형 AI 검색 전문 기업인 Perplexity에 24.6월 \$10m 투자. PAA인 에이닷에 탑재하여 SKT 고객들은 1년간 무료로 이용 가능(미국에서는 월 \$20). 이후 유료화를 통한 R/S 매출 발생 전망

28~30년 AI 관련 매출 비중 30%대 중반 목표

28년 연결 매출 25조원(22년 대비 +47%, CAGR +6.6%), AI 관련 매출 비중 22년 9%에서 28년 36%로 확대(약 9조원, CAGR +26%) 목표

두산에너지빌리티 (034020)

하민호

minho.hur@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

26,000

하향

현재주가

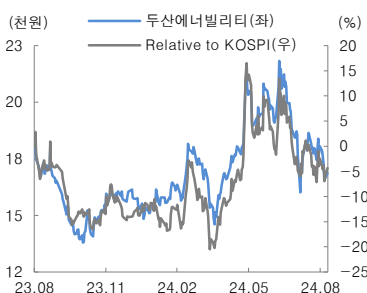
16,800

(24.09.09)

유틸리티업종

KOSPI	2535.93
시가총액	10,761십억원
시가총액비중	0.50%
자본금(보통주)	3,267십억원
52주 최고/최저	22,250원 / 13,420원
120일 평균거래대금	1,544억원
외국인지분율	20.96%
주요주주	두산 외 26 인 30.67% 국민연금공단 6.85%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.0	-12.4	5.9	-0.3
상대수익률	-3.1	-5.9	12.0	0.2



성공적인 사업구조 개편을 위한 제언

- 분할합병을 통한 1.2조원 투자여력 마련은 긍정적, 주매청금액 최소화 필요
- 분할비율은 0.89:011로 변경, 두산밥캣 지분에 대한 경영권 프리미엄 요구
- 투자이건 '매수' 유지, 목표주가 26,000원으로 하향

기존 분할 및 합병 계획은 현재 주가 기준 주주 손실 14.5% 발생 가능

두산로보틱스와 두산밥캣 간 합병은 취소되었지만, 동사의 분할 및 합병을 계속 진행하기 위해서는 관련 증권 신고서를 금감원에 다시 제출해야 하며, 일정도 연기해야 하는 상황임. 기존 분할/합병 구조에서 존속법인과 신설법인의 분할비율 0.75:0.25는 각 법인의 순자산 가치가 아닌 장부가액 기준이며, 신설법인이 보유하게 되는 두산밥캣 지분 46.1%에 대한 경영권 프리미엄 없이 두산로보틱스에 합병됨(합병비율 0.13, 분할합병 비율 0.03). 이에 따라 주주입장에서는 향후 두산에너지빌리티 주가가 주식매수청구권 가격인 20,850원으로 상승한다고 하더라도, 9월 9일 두산로보틱스 주가 63,900원 기준으로는 14.5%의 손실이 발생할 수 있음

분할합병을 통한 1.2조원 투자여력 마련은 긍정적, 주매청금액은 최소화 필요

존속법인인 두산에너지빌리티는 금번 분할합병을 통해 1.2조원(두산밥캣 취득을 위해 부담했던 차입금 7,200억원의 신설법인으로 이전, 두산큐백스 및 D2O Capital 지분 100% 매각대금 4,350억원 등)의 투자여력 마련을 통해 향후 한국형 대형 원전 및 SMR 수주 등을 위한 설비 및 R&D 등에 투자하고, 일부 재무구조 개선에 나설 것으로 기대됨. 글로벌 원전 시장 확대, 한국 원전 및 두산에너지빌리티의 경쟁력 등을 감안 시, 가시성 높은 성장 기회를 놓치지 않기 위해서는 응당 필요한 투자임. 그러나 두산그룹의 의지만 있다면, 자산 매각대금 4,350억원(장부가액 수준) 등은 분할합병 없이도 가능함. 주식매수청구금액이 한도인 6,000억원에 이르면, 사업구조 개편을 통한 차입금 축소, 투자자금 마련 계획은 의미가 훼손될 수 있음

분할비율은 0.89:011로 변경, 두산밥캣 지분에 대한 경영권 프리미엄 요구

그룹 사업구조 개편이 성공하기 위해서는 첫째, 분할합병 될 자체만으로도 주주의 손해가 없어야 함. 따라서 1) 존속법인과 신설법인의 분할비율을 순자산가치 기준인 0.89:0.11 수준으로 변경되어야 하며, 2) 두산로보틱스로의 신설법인 매각/합병가치 산정 시에도 두산밥캣 지분 46.1%에 대한 경영권 프리미엄 적용이 요구됨. 9월 9일 두산로보틱스 주가 기준으로 주주 손실이 발생하지 않는 수준의 경영권 프리미엄은 두산밥캣 지분의 기존 합병가치 2,340억(신설법인의 합병가액 10,221원 기준 합병가치는 1,620억) 대비 5.4%로 추산됨(현재 두산밥캣 주가 대비 22.1% 할증). 둘째, 그러나 분할 이후 존속법인 두산에너지빌리티의 중장기 성장을 위한 투자자금 마련을 위해서는 주식매수청구 금액이 최소화되어야 하며, 두산로보틱스 주가의 고평가 논란, 최근 주식시황 변동성 확대에 따른 두산그룹 주가 불확실성 등을 감안 시, 경영권 프리미엄은 5.4%를 상회해야 할 필요가 있음

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 26,000원으로 하향

분할합병에 대한 불확실성이 존재하지만, 2025 ~ 2026년 한국 원전의 체코 원전 2기 계약 체결 이외 UAE 원전 5,6호기, 폴란드 원전 2기 수주 등이 기대됨. 이를 감안해 투자의견 '매수' 유지. 목표주가는 기존 30,000원에서 26,000원으로 13% 하향함. 이는 회사 두산밥캣의 실적 전망치 하향 및 시가총액 하락을 반영한 것임

▶ 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.