

Morning Meeting Brief

Daishin's View

[Daishin's View] 2025년 4월 4주차

- 美 장기금리의 변동성이 진정되기 전까지 불안 이어질 것. 관세발표 이후 달러 약세 전환, 한국은 상대적으로 안정
- 트럼프발 금융시장 혼란, 변동성 축소되며 불안심리 정점 통과. 펀더멘털 동력과 외국인 순매수로 KOSPI 상승 반전 예상
- 대이란 제재 강화, 정유사 유지 보수 종료 임박, 계절성 수요 ↑ 기대 / 부동산 정책 불확실성에 주택거래 감소, 상업용 R 증가 기대

Global Strategy

[일본 마켓 레이터 Weekly / 4월 4주차 전략] 미일 관세 협상 합의점, 일본의 맞춤형 안에 달렸다

- 日 정부, 16일 관세 협상에서 미국 측 요구 불분명해 선제적으로 미국이 수급할 수 있는 맞춤형 안 제시할 처지
- 미국의 자동차 안전기준 인정, 미국산 쌀 수입 확대 등 교섭 카드 검토 중
- 양국 간 관세 협상 합의점을 찾아나가고 있는 현 상황이 중요. 日 증시 안정성 높이는 요인, 4월 낙폭을 줄여나가는 환경이 될 것

문남중, namjoong.moon@daishin.com

ESG

방위산업, ESG 투자관점의 새로운 해석: “안보(Security)”

- 글로벌 ESG 투자자들의 방위산업에 대한 관점 변화
- 인도 DPSU 기업들은 정책 목표 달성과 함께 주가 또한 크게 상승
- 방위산업 재평가는 ESG 평가 프레임워크에 영향을 미칠 것으로 예상

이경연, kyungyeon.lee@daishin.com

산업 및 종목 분석

[Issue & News] HMM: USTR, 중국 해운 조선 규제 발표 - 원안 대비 규제 완화

- 현지시각 25년 4월 17일 USTR의 중국 해운 조선 규제안 발표
- 원안 대비 규제 크게 완화되었지만, 중국 Targeting 유지
- HMM 영향 거의 없으며 COSCO와 Ocean Alliance에 가장 큰 영향

양지환, jihwan.yang@daishin.com

[Issue Comment] NAVER: 네이버가 찾은 신선식품 퍼즐 조각 ‘컬리’

- 컬리와 네이버의 사업 제휴 및 연내 컬리의 +스토어 입점 가능성 예고
- 이후, 네이버의 신선식품 새벽배송 강화, 멤버십 제휴 등 효과 기대 가능
- 신선식품 강화로 현재 프로모션으로 유입되는 트래픽 lock-in 역시 기대 가능

이지은, Jeeun.lee@daishin.com

[1Q25 Preview] 파라다이스: 1Q 양호한 홀드올로 기대치 상회 전망

- 1분기 홀드올 개선되며 OP 494억원으로 시장 기대치 소폭 상회할 전망
- 드롭액 및 방문객 수 성장세는 중국인 관광객 수 성장세 대비 저조한 모습
- 양호한 매크로 환경에 상응하는 마케팅 전략으로 질적 성장이 요구되는 시점

임수진. Soojin.lim@daishin.com

[1Q25 Preview] GKL: 올해는 홀드올이 좋네요

- 1분기 홀드올 큰 폭 개선되며 매출액 및 영업이익 시장 기대치 상회할 전망
- 마케팅 집중하며 中 VIP 드롭액 +10.1% 성장. 2Q에는 기타 VIP 성장 기대됨
- 3Q 中 한시적 무비자 시행으로 마케팅 전략 변화 효과 본격화될 전망

임수진. Soojin.lim@daishin.com

2025년 4월 4주차

[금리] 국고 3년 2.35~2.65%

美 장기금리의 변동성이 진정되기 전까지 불안 이어질 것. 한국은 상대적으로 안정 상호관세 유예에도 미국 국채 수급 우려가 불거지면서 장기물 중심으로 금리 변동성이 높아짐. 신뢰 회복 위한 조치가 이뤄지기 전까지 변동성 분출에 대한 대비가 필요. 한국은 추가 금리 인하 기대 유효한 상황에서 추세적인 금리 하향 안정화에 대한 전망이 지속. 다만 美 금리의 변동성 위험이 상존하고 있어 하락 속도나 폭을 제한

[환율] 달러원 환율 1,385~1,485원

트럼프 관세 발표 이후 미 달러 약세 전환

달러가치는 트럼프 정부의 고관세 부과 발표에 성장 경로 불확실성 반영, 수요 약화로 급락

달러원환율은 달러 약세 전환에 국내 정치 불확실성 해소로 급락. 여타 통화와 키 맞추기 흐름. 내수 부양 강화로 달러원 환율 추가 하락 가능성 열어줄 필요. 다만 중국이 달러위안 고시환율을 높일 경우 달러원 환율 하락을 제한할 가능성 감안 필요

[국내 증시] KOSPI 2,280 ~ 2,600p

불안심리 정점 통과. 펀더멘털 동력과 외국인 순매수로 KOSPI 상승 반전 예상

4월 2일 트럼프 상호관세 충격으로 KOSPI 레벨다운. 트럼프 관세정책 불안/경계심리, 불확실성 정점 통과, 변동성 완화 국면 진입. KOSPI 2,400선 이하에서 등락은 비중확대 기회

양호한 4월 수출과 1분기 실적 기대에 근거한 KOSPI 상승 전망. 국내 정치적 리스크 해소, 원화 강제 압력 확대는 외국인 순매수 전환으로 이어지며 KOSPI 상승 탄력에 힘을 더할 것

[글로벌 증시] S&P500 4,800 ~ 5,800p

4월 초 트럼프발 금융시장 혼란, 연속적일 수 없을 것. 하반기로 갈수록 변동성 축소. 現 실물 경제 vs. 금융 시장 괴리 국면. 체계적 위험, 즉 피할 수 없는 위험 진입 전 단계

美 양호한 경제 상황, 5~6월 FOMC 앞둔 연준 금리 인하 기대, 1/4분기 어닝시즌 기대 유입, AI 낙관론 부각(2세대 반도체주) 기반 4월 하반기로 갈수록 공포 심리, 증시 불안정성 감소

[원자재] WTI 58~75\$/bbl.

대이란 제재 강화되는 가운데, 각국 정유사 유지 보수 종료 임박, 계절성 수요↑ 기대. 트럼프 행정부, 이란의 원유 생산-운송-결제 전반에 대한 제재 강화 천명. 이란의 원유 수출 90%는 중국향, 이미 중국 정유사/선박에 대한 제재 가시화. 염가의 원유 통제는 기대 요인

중요한 점은 계절성의 시작. 각국 정유사들은 5월 기점으로 유지 보수 종료, 계절성 수요 확대 구간. OPEC+가 이에 맞춰 증산했지만 자국 수요 감안하면 9월까지 공급 타이트할 수밖에

[부동산] 주택 : 강보합, 상업 : 보합.

주택 정책 불확실성에 거래 감소, 상업용 낮아진 가격 레벨로 FI 투자 증가 기대

주택 : 토허제 재지정으로 주요4구 관망세 짙어질 전망. 풍선효과 나타날 수 있으나 금융 환경 강화로 영향은 제한적일 전망, 금융/규제 환경 불확실성으로 2분기 이후 거래량 감소 예상

상업 : 높아진 임대료 부담으로 임차인 이탈 나타나면서 점진적인 공실률 증가 지속 예상되나, 가격 레벨 낮아져 연간 거래량은 소폭 증가 및 FI 투자 증가 기대

Global Strategy

Global Strategist 문남중
namjong.moon@daishin.com

미일 관세 협상 합의점, 일본의 맞춤형 안에 달렸다

- 日 정부, 미국 측 요구 불분명해 선제적으로 맞춤형 안 제시할 처지
- 미국의 자동차 안전기준 인정, 미국산 쌀 수입 확대 등 교섭 카드 검토 중
- 양국 합의점을 찾아나가는 현 상황이 중요. 日 증시 안정성 높이는 요인

4.16일 미일 관세 협상은 일본 정부에게 또 하나의 숙제가 돼버렸다. 미국 측 요구를 파악해 이를 미국 측에 제안할 패키지로 만들겠다는 전략이 어긋난 것으로, 일본 정부가 스스로 미국이 수급할 수 있는 맞춤형 안을 제시하게 됐다. 이에 따라 조기에 합의한다는 일본 정부의 의도가 무색해진 상황으로 이달 중 예정된 2차 관세 협상 이후에도 양국이 합의점을 찾기까지 시간이 소요될 가능성이 커졌다. 트럼프 대통령은 그동안 양국 간 자동차 수출입 차이, 일본의 쌀 수입 규제, 주일 미군의 방위비 분담액 등에 대해 강한 불만을 표출해왔고 일본과 알래스카 LNG 개발 협력을 언급해왔다. 일본은 이에 대해 1) 미국의 자동차 안전기준 인정과 충돌시험 기준 완화를 해 주는 방안, 2) 미국산 쌀 수입 확대를 교섭 카드로 검토 중이다.

일본은 자동차 안전기준에 관해 유엔의 1958년 협정에 가입해 있지만 미국은 독자적인 기준을 가지고 있어 일본에 수출하는 미국산 자동차는 재인증을 받아야 해 불리한 여건이었다. 일본은 매년 77만 톤의 쌀을 무관세로 수입 중으로 미국산이 약 45%를 차지하고 있다. 이 가운데 주식용 쌀 수입량을 기존 10만 톤 한도에서 확대하는 방안을 조율할 여지가 있다. 일본은 미국의 90일 간 상호관세 유예가 끝나는 7월에 참의원 선거를 앞두고 있어, 교섭 카드 중 하나인 미국산 쌀 수입 확대는 농가의 강한 반발로 연결될 수밖에 없다. 이러한 정치적 부담에도 불구하고 최근 일본 내 쌀값 급등세와 공급 부족 문제가 발생하고 있어 유력한 선택지로 떠오르고 있는 상황이다. 1차 미일 관세 협상 당시, 일본에 무역적자 제로를 요구한 트럼프 대통령 요구를 감안하면 향후 무역협상 과정에서 환율, 방위비 증액 등이 함께 의제에 오를 것으로 보인다. 이는 양국간 합의점을 찾아나가는 과정에서 불협화음으로 작용할 수 있지만, 중요한 점은 양국 간 관세 협상 합의점을 찾아나가고 있는 현 상황이다. 증시 안정성을 높이는 요인으로 4월 낙폭을 줄여나가는 환경이 될 것이다.

이번 주 중요 경제지표 및 이벤트(25.4.21~4.27)

경제지표 & 이벤트명	국가	일정	전기치	예상치	방향성	내용 및 시사점
야스쿠니신사 춘계 제사	일본	4.21~23	-	-	-	이시바 총리, 이시바 시게루 명의로 참배 대신 공물을 보낼 예정
4월 제조업/서비스업PMI	일본	4.23	48.4 / 50.0 %	- / -	- / -	신규 수주 경쟁 확대, 가격 교섭력 약화로 서비스 활동 둔화 지속 여부
베이지북	미국	4.24	-	-		미국 경제활동 확장세 확인. 달러 약세 제한, 엔화 강세 요인

일자	국가	주요 지표	기간	단위	전기치	예상치	대비
4.21	일본	야스쿠니신사 춘계 제사(~23일)					
4.23	일본	제조업 / 서비스업 PMI	4월	%	48.4 / 50.0	- / -	- / -
4.24	미국	베이지북					

ESG

Sustainable Investing Analyst 이경연
kyungyeon.lee@daishin.com

방위산업, ESG 투자관점의 새로운 해석: “안보(Security)”

- 글로벌 ESG 투자자들의 방위산업에 대한 관점 변화
- 인도 DPSU 기업들은 정책 목표 달성과 함께 주가 또한 크게 상승
- 방위산업 재평가는 ESG 평가 프레임워크에 영향을 미칠 것으로 예상

글로벌 ESG 투자자들의 방위산업에 대한 관점 변화

방위산업은 무기 제조라는 특성상 ESG 투자에서 대표적 배제 산업이었다. 그러나 러시아-우크라이나 전쟁과 지정학적 리스크 확대 이후 ESG 투자자들의 방위산업 인식이 변화하기 시작했다. 특히 유럽 주요국은 국가 안보(Security) 측면에서 방위산업의 전략적 가치를 강조하며, 금융기관들도 방위산업에 대한 투자 기준 완화 및 재검토 움직임을 보이고 있다.

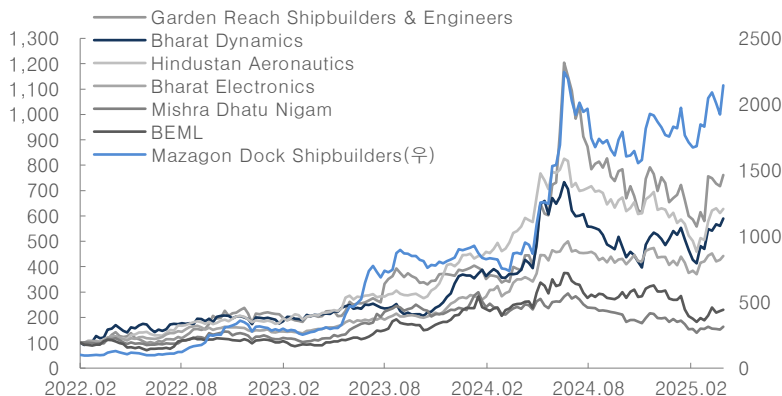
인도의 DPSU 기업들은 정책 목표 달성과 함께 주가 또한 크게 상승

인도는 ‘Make in India’ 및 ‘Aatmanirbhar Bharat(자립 인도)’ 정책을 통해 방위산업의 국산화와 기술 자립화를 추진하고 있다. 특히 정부가 과반 지분을 보유한 Defense-PSU(DPSU)는 안정적인 정부 발주를 바탕으로 견조한 재무구조를 유지하고 있다. 이러한 구조적 특징과 글로벌 ESG 투자 관점의 변화가 맞물려 최근 DPSU 상장기업 주가는 뚜렷한 상승세를 기록하고 있다.

방위산업 재평가는 ESG 평가 프레임워크에 영향을 미칠 것으로 예상

유럽에서 시작된 방위산업에 대한 ESG 관점 변화는 이제 아시아를 포함한 글로벌 전역으로 확산되고 있다. ESG 투자자들과 금융기관들은 방위산업을 국가 안보와 사회적 안정의 관점에서 평가하기 시작했다. 대량살상무기 등 논란이 되는 무기(Controversial weapons)에 대한 투자 배제는 유지되겠지만, 일반 방산기업에 대한 투자는 무조건적 배제 전략에서 벗어날 것으로 보인다. 이는 ESG 평가와 투자 프레임워크, 투자 관행 전반에 영향을 미칠 전망이다.

인도 DPSU 중 7개 상장기업 주가 추이 (2022년 2월=100)



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

HMM

(011200)

양지환

jhwan.yang@daishin.com

투자자의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

22,000

유지

현재주가

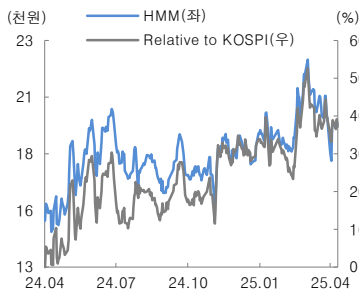
19,350

(25.04.18)

운송업중

KOSPI	2470.41
시가총액	16,978십억원
시가총액비중	0.79%
자본금(보통주)	5,125십억원
52주 최고/최저	22,150원 / 14,660원
120일 평균거래대금	412억원
외국인지분율	9.46%
주요주주	한국산업은행 36.0% 한국해양진흥공사 35.7%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.6	-0.8	10.4	31.1
상대수익률	-2.3	1.3	16.6	37.1



USTR, 중국 해운 조선 규제 발표 - 원안 대비 규제 완화

- 현지시각 25년 4월 17일 USTR의 중국 해운 조선 규제안 발표
- 원안 대비 규제 크게 완화되었지만, 중국 Targeting 유지
- HMM 영향 거의 없으며 COSCO와 Ocean Alliance에 가장 큰 영향

4월 17일 USTR(미국 무역대표부) 중국 해운 조선 규제안 발표

미국 무역대표부는 25년 4월 17일 중국의 해운, 조선에 대한 규제안을 발표. 내용은 지난 2월 24일에 발표했던 원안 대비 크게 완화되어 중국 국적 이외의 선사들은 규제를 피해갈 수 있는 여지를 남겨둔 것으로 분석

USTR의 규제 내용은 크게 4가지로 분류된 부속서에 따라 미국 항만에 입항하는 선박에 대한 입항세 부과를 하는 것으로 요약 가능. 4가지 분류는

I. 중국 선사 및 선주에 대한 단계적 수수료 부과, II. 중국산 선박에 대한 단계적 수수료 부과, III. 외국 자동차 운반 선사에 대한 수수료 부과, IV. 특정 해상운송에 대한 수수료 부과 및 제한 조치로 구성

원안 대비 크게 후퇴한 내용의 규제이지만, 미국의 국가 안보를 위해 중국의 해운과 조선업에 대한 규제 목적은 충분히 달성 가능할 것으로 판단. 또한 HMM의 경우 이번 규제로 인한 미주 항로 서비스에 전혀 문제가 없을 것으로 전망

중국 선사에 가장 큰 부담, COSCO와 OCEAN Alliance 가장 큰 영향

부속서 I, II는 중국 선사와 중국 건조 선박을 운영하는 선사에 관한 내용

미국에 입항하는 선박은 순톤수(Net Ton), 혹은 컨테이너당 수수료 중 높은 쪽을 기준으로 입항세를 부과 받게 되어 있는데, 20피트 컨테이너 1개당 순톤수는 약 33톤으로 순톤수 기준으로 부과될 가능성이 높다는 판단

먼저 중국 선사(PRC, HK, 마카오 국적과 해당 선사의 이사회 의석 혹은 25% 이상의 지분을 해당 국적이 보유하는 경우도 포함)는 2025년 10월 14일부터 \$50/NT 수수료 부과. 26년 4월 17일부터는 \$80/NT, 27년 4월 17일 \$110/NT로 인상되며, 28년 4월 17일부터는 \$140/NT까지 부과되어 입항세가 매년 \$30/NT씩 점진적으로 인상

중국에서 건조된 선박을 운항하는 선사의 경우는 2025년 10월 14일부터 \$18/NT의 수수료와 부과되기 시작하여, 26년 4월 17일 \$23/NT 부과. 매년 \$5/NT의 수수료 인상됨. 위와 같은 입항세는 미국 항구에서 하역된 컨테이너 총 수를 기준으로 산정하며 연간 최대 5회 부과

컨테이너 박스 기준으로 부과되는 경우는 순톤수보다 중량이 적을 경우 적용 받을 것으로 예상되는데, 25년 10월 14일부터는 \$120/Box(20F인지 40F인지 기준은 없음)로 시작하여 28년 4월 17일에는 \$250/Box로 인상

2025년 2월말 Clarkson Data를 기반으로 중국 선사인 COSCO는 보유중인 사선의 67%(Fleet기준), Orderbook의 100%가 중국 조선소에서 건조된 배로 추정되어 가장 큰 피해가 예상되는 상황 (표 1,2 참고)

NAVER
(035420)

아저은

jeeun.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

280,000

유지

현재주가

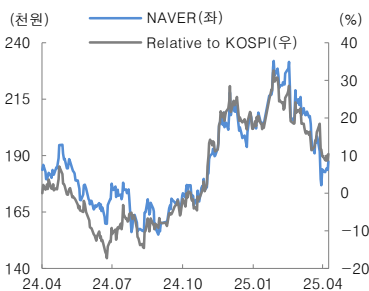
187,500

(25.04.18)

인터넷업종

KOSPI	2483.42
시가총액	29,707십억원
시가총액비중	1.38%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	232,000원 / 155,000원
120일 평균거래대금	1,728억원
외국인지분율	48.53%
주요주주	국민연금공단 9.24% BlackRock Fund Advisors 외 13 인 6.05%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.3	-10.3	6.1	3.8
상대수익률	-5.6	-8.8	10.8	10.1

네이버가 찾은 신선식품
퍼즐 조각 ‘컬리’

- 컬리와 네이버의 사업 제휴 및 연내 컬리의 +스토어 입점 가능성 예고
- 이후, 네이버의 신선식품 새벽배송 강화, 멤버십 제휴 등 효과 기대 가능
- 신선식품 강화로 현재 프로모션으로 유입되는 트래픽 lock-in 역시 기대 가능

컬리와 네이버의 사업 제휴 예고

4/18 보도자료에 따르면, 네이버와 컬리가 전략적 업무 제휴를 추진 중이며, 연내 컬리는 네이버플러스 스토어에 입점 예정

오픈서베이에 따르면, 컬리는 신선식품 새벽배송 플랫폼 중 쿠팡에 이어 고객 선호도 조사에서 2위를 차지하는 플랫폼. 컬리 2024년 GMV는 3.1조원(YoY 12.2%)으로, 2023년 GMV 2.8조(YoY 6.1%)원 대비 3P 사업을 확장하며 성장률 회복. 그러나 아직 직매입 거래액 비중은 90% 이상으로 파악. 컬리는 신선식품의 직매입 수익 모델을 고수해오면서 여전히 영업 적자인 상황이나, 점진적인 규모의 경제 효과 및 비식품 비중 증가에 따라 손실 폭 개선 중(2024년 EBITDA 흑자전환). 2025년 가이드스는 부재하나, 여전히 수익성보다는 성장에 집중하는 것으로 판단

컬리는 풀콜드체인 시스템을 갖춰온 덕분에 1) 주 7일 배송, 2) 새벽배송(수도권) 및 하루배송(비수도권)이 가능한 상황. 멤버십 가입자 수는 2024년 말 기준 140만명이며 이용자 중 30~50대 여성 비중이 70~80% 수준을 차지. 참고로 쿠팡, 네이버는 이용자 연령층 및 성별이 상대적으로 고른 편

컬리의 플러스스토어 입점 시, 기대할 수 있는 효과

컬리가 네이버의 플러스스토어에 입점하게 된다면, 1) 플러스스토어의 새벽배송이 가능한 신선식품 확대, 2) 네이버의 기존 신선 식품들의 컬리 콜드체인 등 물류 인프라 이용 가능성, 3) 멤버십 제휴 등이 가능할 것으로 기대

그동안 네이버의 취약점으로 꼽혔던 신선식품 새벽배송이 컬리의 플러스스토어 입점을 통해 확대될 것으로 기대. 또한 소비자들은 별도의 컬리 멤버십(월 1,900원) 가입 없이, 네이버 멤버십만으로 컬리의 상품 구매가 가능할 것으로 예상. 이에 따라 네이버의 30~50대의 여성 트래픽이 활발해질 수 있을 것으로 판단. 뿐만 아니라, 업무 제휴를 통해 네이버의 기존 식품들의 컬리 콜드체인 등 물류 인프라를 활용할 가능성도 있을 것으로 전망. 한편, 컬리 입장에서는, 네이버와의 제휴를 통해 유통 경로 및 유저 층 확대 이점이 있을 것으로 판단

네이버 2024년 쇼핑 GMV 약 50.3조원은 외부 제휴물을 포함한 수치로, 컬리와의 제휴로 인해 이 수치 변동은 없을 것으로 판단. 컬리가 플러스스토어에 입점한다면, 두 회사간의 수수료 쉐어의 BM을 예상하는데, 컬리 GMV 약 3.1조원과 네이버쇼핑 수수료율(6/2부터 스마트스토어 3%, 브랜드스토어 4%) 적용 시, 컬리의 입점이 네이버에게 단기간의 유의미한 실적 기여는 아닐 수도 있을 것으로 예상. 하지만, 네이버의 신선식품 새벽배송 상품군 강화 및 현재 프로모션을 통해 유입되고 있는 트래픽의 lock-in 효과가 클 것으로 기대, 커머스 사업가치 리레이팅 가능한 부분

투자의견 매수, 목표주가 28만원 유지. Top-pick 추천

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 부문별 적정가치는 1) 서치 플랫폼 21.0조원, 2) 커머스 11.6조원, 3) 파이낸셜 1.1조원, 4) 웹툰 0.6조원, 5) 클라우드 2.2조원, 6) LY 지분가치 7.0조원 등. 2025년 커머스 사업 성장성 및 수익성 개선이 뚜렷함에도 주가는 25E PER 15배 수준으로 여전히 밸류 부담은 낮음. 매수 추천 및 Top-pick 유지

파라다이스 (034230)

임수진

soojin.lim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월
목표주가

14,000

유지

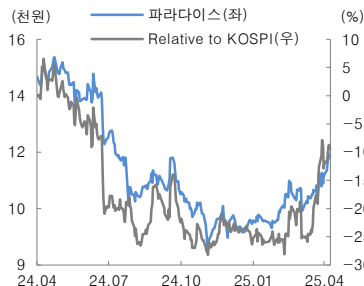
현재주가
(25.04.18)

12,140

레저업종

KOSPI	2483.42
시가총액	1,114십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	47십억원
52주 최고/최저	15,410원 / 9,020원
120일 평균거래대금	26억원
외국인지분율	5.55%
주요주주	파라다이스글로벌 외 8 인 45.57%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.0	19.4	14.6	-19.4
상대수익률	20.9	21.3	19.7	-14.5



1Q 양호한 홀드올로 기대치 상회 전망

- 1분기 홀드올 개선되며 OP 494억원으로 시장 기대치 소폭 상회할 전망
- 드롭액 및 방문객 수 성장세는 중국인 관광객 수 성장세 대비 저조한 모습
- 양호한 매크로 환경에 상응하는 마케팅 전략으로 질적 성장이 요구되는 시점

투자의견 Buy 및 목표주가 14,000원 유지

목표주가는 2025E EPS 810원에 업종 Target PER 17.1배를 적용

올해 중국인 관광객에 대한 한시적 무비자 정책으로 인한 실적 개선 기대감이 주가에 선반영된 모습. 연초 대비 +26.5% 기록

1분기에는 홀드올이 개선되며 양호한 실적을 기록할 전망이나 드롭액과 방문객 수는 전년 대비 소폭 감소하였음. 특히 올해 1분기 중국인 관광객이 120만명으로 전년 대비 +18% 증가한 점을 감안했을 때, 중국 VIP(YoY +0.5%)와 MASS(+1.0%) 드롭액 성장세는 아쉬울 수밖에 없음. 한중 관계 개선 및 해외 관광객 증가 추세로 양호한 매크로 환경이 이어지는 만큼 이에 상응하는 공격적인 마케팅 전략을 통한 질적 성장이 필요한 시점으로 판단

2025~2027년 중장기 경영 목표 발표

1) 2027년까지 매출액 성장 CAGR +10%, 타겟 OPM 20%

중국 VIP 회복과 일본 VIP 소폭 성장 가정한 것으로 올해 전략은 공격적인 마케팅을 통해 MS를 확장하고 내년부터 비용통제를 통해 OPM를 개선시킬 계획

2) 적극적인 주주환원: 3년 내 자사주 5.9% 점진적 소각 및 배당성향 상향 조정

3) 장충동 호텔 신축: 매출 포트폴리오 다각화 목적

신규 차입금 5,750억원 금리는 3.8%로 우려 대비 양호. 2025~26년 필요 자금은 1,500억원으로 연간 금융비용 최대 57억원 수준으로 영향 미미할 전망

1Q25 Preview: 양호한 홀드올로 기대치 상회 전망

매출액 2,857억원(QoQ +7.5%, YoY +7.9%), OP 494억원(QoQ +154.1%, YoY +2.1%)으로 컨센서스를 소폭 상회할 전망. 1분기 실적 개선은 시장의 기대와 달리 드롭액 및 방문객 수 등 질적 성장은 아쉽게도 보이지 않았으나 홀드올이 전년 대비 +1.3%p 상승하며 호실적이 예상됨

1분기 드롭액은 1.69조원으로 전년 대비 -2% 감소. 국가별로 살펴보면 중국 VIP YoY +0.5%, 일본 VIP +0.4%, 기타 VIP -12.5%, MASS +1.0%으로 분기별 변동성이 큰 기타 VIP를 제외하면 전년 대비 소폭 성장세

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25(F)			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	265	266	278	286	7.9	7.5	282	277	1.2	-3.2
영업이익	48	19	38	49	2.1	154.3	47	38	18.2	-23.5
순이익	26	25	18	25	-2.3	0.4	24	18	21.3	-30.4

자료: 파라다이스, FnGuide, 대신증권 Research Center

GKL (114090)

임수진

soojin.lim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

14,000

유지

현재주가

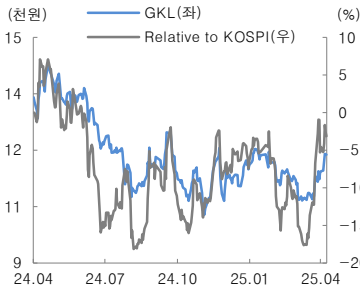
(25.04.18)

11,880

레저업종

KOSPI	2483.42
시가총액	735십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	31십억원
52주 최고/최저	14,260원 / 10,280원
120일 평균거래대금	14억원
외국인지분율	12.19%
주요주주	한국관광공사 51.00% 국민연금공단 6.84%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.4	-1.2	8.0	-12.1
상대수익률	17.2	0.3	12.8	-6.8



올해는 홀드올이 좋네요

- 1분기 홀드올 큰 폭 개선되며 매출액 및 영업이익 시장 기대치 상회할 전망
- 마케팅 집중하며 中 VIP 드롭액 +10.1% 성장. 2Q에는 기타 VIP 성장 기대됨
- 3Q 中 한시적 무비자 시행으로 마케팅 전략 변화 효과 본격화될 전망

투자의견 Buy 유지 및 목표주가 14,000원으로 +7.7% 상향

목표주가는 2025E EPS 803원에 Target PER 17.1배를 적용하여 산출. 중국 한시적 무비자 시행 등 양호한 매크로 환경과 함께 적극적인 마케팅을 통한 방문객 수 성장이 기대됨. 이에 연간 실적 +4% 상향하며 목표주가 14,000원으로 상향

1분기 드롭액 감소는 아쉬우나 적극적인 마케팅 전략 도입과 함께 이뤄낸 방문객 수 회복(YoY +7.2%) 긍정적으로 평가. 특히 1분기에는 중국 VIP 마케팅에 집중하며 방문객 수 기준 +9.4%, 드롭액 +10.1% 성장세 기록. 올해 3분기에는 중국인 대상 한시적 무비자 시행으로 동사의 마케팅 전략 변화 효과 본격화될 전망

1Q25 Preview: 올해는 홀드올이 좋네요

매출액 1,090억원(QoQ +3%, YoY +11.3%), 영업이익 193억원(QoQ +253%, YoY +39.5%)으로 컨센서스 대비 소폭 상회할 전망. 1분기 드롭액은 8,269억원으로 전년 대비 -9.7% 감소하였으나 홀드올이 전년 대비 +2.9%p 상승하며 카지노 순매출액 1,082억원으로 전년 대비 15.6% 증가한 영향

드롭액을 국가별로 살펴보면 중국 VIP YoY +10.1%, 일본 VIP YoY -14.6%, 기타 YoY -25%, MASS YoY -2.8%를 기록. 올해의 기대포인트인 중국 VIP에서 고성장세를 기록한 점은 긍정적. 동사는 1분기부터 중국 지역별로 담당 마케팅 직원을 지정하는 등 적극적인 마케팅 전략을 펼친 결과로 올해 기대 이상의 회복세를 보일 것으로 예상. 한편, 1분기 감소세가 컸던 기타 VIP는 2분기부터 태국, 몽골 고객 대상 바카라 대회를 개최하는 등 마케팅을 확대할 계획으로 양호한 실적 기록할 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25(F)			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	98	106	94	109	11.3	3.0	106	109	10.4	0.1
영업이익	14	5	4	19	39.5	253.3	18	19	40.7	-3.8
순이익	10	5	6	16	54.1	186.3	14	15	33.9	-3.5

자료: GKL, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	262	397	396	438	468
영업이익	-14	51	38	60	70
세전순이익	-25	55	44	66	76
총당기순이익	-23	44	33	50	57
지배지분순이익	-23	44	33	50	57
EPS	-368	709	534	803	924
PER	NA	19.0	20.7	14.8	12.9
BPS	6,183	6,658	6,686	7,207	7,849
PBR	3.1	2.0	1.8	1.6	1.5
ROE	-5.9	11.0	8.0	11.6	12.3

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