Morning Meeting Brief

REITs

K-REITs Guide Book 2Q24

- K-REITs 1Q24, 시장 금리 정체로 주가에 반영된 과도한 우려 해소
- 글로벌 금리 변동성 높아지면서 조정 가능성 有
- 관건은 종목별 금리 상승 반영 여부와 차환금리 레벨

배상영. Sangyoung.bae@daishin.com

일본 부동산

[月刊 일본 부동산] (2024.04) [Market Review] 주택 시장 강세 지속 vs. 도심 오피스 임대 시장 지역별 차별적 회복세

- 3/26일 국토교통성 발표, 2024년 전국 평균 공시지가 전년비 +2.3%. 버블붕괴 이후 최대 상승폭
- 2월 수도권 신축 맨션 평균 공급가 전년비 +5.1% 상승한 7,122만엔, 도쿄 23구는 전년비 +1% 상승한 9,110만엔
- 2월 도쿄 도심 5구 오피스 공실률 전월비 소폭 상승한 5.9%. 평당 임대료는 전월비 +0.2% 상승한 19,776엔

나미선. misun.na@daishin.com

Macro

중국 3 월 실물경제: 그래도 양호할 제조업 경기

- 3월 투자 예상치 상회 vs. 소비와 생산은 하회, 부동산 경기 여전히 부진
- 양호한 제조업 및 수출 흐름이 중국 경기 회복 방향성을 지지
- 내수 회복을 위해서는 부양 정책 효과와 실질금리 하락 확인이 필요

이주원. joowon.lee2@daishin.com

Collaboration Report

중국 크로스보더 플랫폼 한국 공략 영향

- 중국 크로스보더 플랫폼은 저가 공략과 비즈니스모델 혁신으로 해외 확장 전략 구축
- 중국 플랫폼의 공격적인 사업 확장으로 인해 국내 이커머스 시장에 단기적인 영향은 불가피할 것으로 예상
- 중국 이커머스의 한국 공략은 국내 택배물동량의 증가에 기여할 것으로 전망

박초화. chuhua.piao@daishin.com / 유정현 junghyun.yu@ / 이지은 jeeeun.lee@ / 양지환 jihwan.yang@

산업 및 종목 분석

[Collaboration report] 중국 이커머스 플랫폼의 해외 확장 전략

- 중국 크로스보더 플랫폼의 빠른 확장 비결은 저가 공략과 비즈니스모델 혁신
- 양호한 재무건전성을 기반으로 적자를 감내한 공격적인 해외 진출 지속될 전망
- 테무는 단기적으로 중국 직구 플랫폼에 집중, 알리익스프레스는 현지 커머스 공략

박초화. chuhua.piao@daishin.com

[기업분석] 쿠팡(CPNG-US): 모든 길은 쿠팡으로 통한다

- MAU 기준 국내 독보적 1위 이커머스 사업자
- 2022년 6월 와우 멤버십 1차 인상 이후 영업이익 흑자 기조 정착
- 이번 2차 회비 인상 발표로 기업가치 재차 상승 예상

유정현. junghyun.yu@daishin.com

[기업분석] NAVER: 중국 영향 감안해도 현주가는 우려 과도 반영

- 1Q24 본업(광고/커머스)의 양호한 실적 전망
- 중국 커머스의 공격적 사업 확장 행보의 지속성 모니터링 필요
- 중국 커머스 영향 감안해도 현 주가는 우려를 과도하게 반영 판단

이지은. jeeeun.lee@daishin.com

[1Q24 Preview] CJ 대한통운: 다시 찾아온 매수 기회

- 24년 알리와 전략적 동반자 관계 구축, TEMU내 점유율 확대 전망
- 알리의 K-Venue 출시, 물류창고건립으로 기대 이상의 성장도 가능
- 1Q24 실적 글로벌 부문 수익성 하락하지만, 택배와 CL부문 견조

양지환. jihwan.yang@daishin.com

[1Q24 Review] 한진: 택배와 글로벌 좋아진다

- 1H24 글로벌 부문, 2H24 택배 부문 외형 및 수익성 개선 기대
- 중국 E-commerce 업체 물량 증가로 밸류에이션 할인 축소 전망
- 24년 하반기 Mega허브 터미널 가동률 상승. 통관물량 확대 예상

양지환. jihwan.yang@daishin.com

[Industry Report] 레저업: 더욱 강해진 회복 시그널

- 여행업, 개선세가 뚜렷한 P, Q, C를 통해 2019년을 뛰어넘는 호실적 기대
- 카지노업, 높아진 P로 최대 매출 경신중인 라스베이거스와 같은 흐름 기대
- 레저 업종 탑픽은 하나투어, 관심종목 롯데관광개발 제시

임수진. soojin.lim@daishin.com

[Initiation] 하나투어: 다시 찾아온 기회

- 지분 매각설 보수적으로 감안하더라도 매력적인 매수구간으로 판단
- 시장보다 빠른 패키지 성장세 내년까지 이어질 개연성 높을 것
- P,Q,C 모두 개선세로 2024년 영업이익 역대 최고치 경신 전망

임수진. soojin.lim@daishin.com

[Initiation] 모두투어: 어제의 적은 오늘의 동지

- 1위사 수준의 성장세 예상. 업종 턴어라운드 구간 함께 주목해볼만
- OTA와 협력 관계 구축하며 경쟁 완화 및 수익성 확대 구간
- 역대 최대 실적을 기록한 2017년 영업이익에 근접한 호실적 기대

임수진. soojin.lim@daishin.com

[Initiation] 파라다이스: 역대 최대 실적이 예상되는 2024 년

- 우려와 달리 인스파이어 영향은 제한적. 장기적 긍정적 효과 기대
- 일본 VIP 성장세 지속 및 25년 중국 VIP 회복으로 실적 개선세 지속
- 2024년 OP 1,690억원으로 최대 실적 예상. 전 부문 성장세 기록할 전망

임수진. soojin.lim@daishin.com

[Initiation] GKL: 홀드율에 가려진 성장성

- 외부환경은 개선세. 여름 성수기 기점으로 방문객 수 회복 본격화 기대
- 최근 홀드율 부진에 가려진 성장성. 정상화 시 성장 본격화될 예정
- 영업레버리지 효과로 2024년 OP 780억원(YoY+38.5%) 호실적 전망

임수진. soojin.lim@daishin.com

[Initiation] 롯데관광개발: 시작이 좋다

- 주가에 중요한 금년 11월 리파이낸싱, 조건 개선될 가능성 높다고 판단
- 높은 홀드율 유지될 시 연간 매출은 시장 예상치를 크게 상회할 전망
- 24년 실적 및 목표주가 위 2가지 경우 가시화 시 즉각 상향 예정

임수진. soojin.lim@daishin.com

[Initiation] 강원랜드:규제완화가 필수

- 29년 오사카 카지노 개장 고려 시 규제완화 필요한 시점
- 현 주가 악재 모두 반영. 규제완화 발표 시 주가 및 실적 회복 기대
- 관광진흥법 개정안 효과 시간 소요될 전망, 24년 트래픽 개선 제한적

임수진. soojin.lim@daishin.com

[1Q24 Preview] 손해보험업: 잘하는 회사는 계속 잘하지

- 손해보험 커버리지 3사 삼성화재 제외 컨센서스 하회 예상
- 4월 건강보험 일부 상품 요율 조정에 따라 신계약 매출이 상당히 호조
- 양호한 실적 흐름, 자사주 활용한 배당 정책 모멘텀 여전히 유효

박혜진. hyejin.park@daishin.com

[1Q24 Preview] 현대건설: 벌크업 효과

- 1Q24 연결 영업이익 1,972억원(+13.6% yoy) 전망. 컨센서스 부합
- 매출이 8조원 이상으로 상당히 견조한 반면, 원가율 개선은 아쉬움
- 다양한 공종 및 해외수주에서 강점. 수익성 개선과 함께 기업가치 상승 가능

이태환. Taehwan.lee@daishin.com

REITs

K-REITs Guide Book 2Q24

배상영 Ph.D
sangyoung.bae@daishin.com

- K-REITs 1Q24, 시장 금리 정체로 주가에 반영된 과도한 우려 해소
- 글로벌 금리 변동성 높아지면서 조정 가능성 有
- 관건은 종목별 금리 상승 반영 여부와 차환금리 레벨

24년 1분기는 시장금리 정체, 금리 인하 전망 반영으로 물류, 해외자산 리츠들에 반영 되었던 과도한 우려가 해소되면서 상승 흐름. 금리 인상 사이클 마무리 국면이나, 글로벌 금리 변동성이 높은 만큼 따라가기보다는 기다리는 투자 추천

한편, 다시 시작되는 인플레이션 장기화 우려와 기준금리 인하 시기 전망의 후퇴는 리츠 조정을 이끌어 낼 가능성 有. 이자비용 증가가 이미 반영된 롯데리츠와 임대시장이 강건한 신한알파리츠 선호. 규모가 큰 차환을 앞둔 리츠(SK, 제이알글로벌)들의 경우 차환 금리 레벨을 지켜 볼 필요가 있음

SK리츠 : 배당을 지키겠다는 의지, 실적 바닥은 24년 말과 25년 초
– 4%대의 차환 성공은 고무적이나, 올해 남은 1조원 규모의 차환으로 실적 바닥은 올해 4분기 & 내년 1분기로 예상. 주유소 포트폴리오 추가 매각과 AMC의 의지로 배당은 유지 기대

ESR켄달스퀘어리츠 : 양호한 펀더멘털을 반영한 주가 회복
– 대규모 차환에도 불구하고, 24년 DPS 가이던스 274원으로 상향 제시했고, 2024년 가장 높은 성과 기록. 다만, 주가 상승세가 가팔랐던 만큼 시장 금리 및 금리 전망에 따라 변동성 높아질 수 있는 상황

제이알글로벌리츠 : 24년 말 차환금리를 확인하자!
– 24년 말 기저금리 1.05% 수준의 차환 예정, 25년도 배당 컷 전망되며, 배당 컷 이후 시가 배당률 6% 중반. 다만, 글로벌 금리 변동성이 높아 3분기 차환 금리 태핑 결과 확인 할 필요

롯데리츠 : 레버리지 비용 증가 기 반영, 2025년 7% 상회하는 배당률
– 가중 평균 금리 약 5.2% 수준으로 현 금리 수준에서 이자비용 증가는 제한적. 현재 LTV 49%(감평가 기준 41%)로, 증자 없는 자산 편입 가능한 상황. 다만, 우선주 편입이 적절한 전략인지는 Case by Case

신한알파리츠 : 강건한 서울 오피스 임대 시장의 최대 수혜주
– 특별 배당으로 인한 배당락, 향후 시가 배당률 4%대 후반 예상되나 임대 갱신으로 배당 성장 기대. HSBC 빌딩 편입완료. 임대 매출의 꾸준한 성장 기대되는 가운데 쿠폰 기준 4%대 선순위 대출 시장금리는 긍정적

코람코라이프인프라리츠 : Value-add와 자산 매각으로 25년 대비 중
– 주유소 비중 축소 중이며(83% –> 48%), Value-add와 자산 매각으로 25년 상반기 있을 차환 대비. 4% 후반 수준의 이자비용 증가까지는 배당삭감 없을 것으로 예상되어 연말로 갈수록 주가에 대한 시장금리 민감도 높아질 수 있음

KB스타리츠 : 국내 자산 편입으로 전략 수정
– 해외 부동산 시장의 변동성 확대로 국내 오피스 편입했으나 주가레벨 및 금리 상황 고려할 때 추가 투자는 쉽지 않은 상황. 벨기에, 영국 물가가 안정됨에 따라 24년 임대료는 낮은 한자리 수 성장 예상되며, 25년 차환 금리레벨이 관건

일본 부동산

나미선 misun.na@daishin.com

[Market Review]
주택 시장 강세 지속 vs. 도심 오피스 임대시장 지역별 차별적 회복세

[통화정책과 유동성]:

– 3/19일 BOJ 금융통화정책, 17년 만에 금리 인상 (–0.1% → 0~0.1%)

– 4/5일 BOJ 우에다 총재는 여름부터 가을에 걸쳐 춘투(봄철 임금협상) 결과가 물가에 반영되면서 2% 물가 목표 달성 가능성은 점점 높아질 것임. 금리 인상을 하더라도 기조적인 인플레이션이 2%를 하회하는 한 금융환경은 완화적이여야 할 필요가 있다고 발언

– 2월 M3 평균 잔고 전월대비 +0.1%, 전년대비 +1.8% 증가

[부동산 업황]:

– 2월 일본 부동산업 경기동향지수, 전월비 +0.2p 상승하며 2개월 연속 개선

[토지 시장]:

– 3/26일 국토교통성 발표, 2024년 전국 평균 공시지가 전년비 +2.3%. 도시부를 중심으로 한 지가 상승 전국 확대. 3년 연속 공시지가 상승 (도쿄권: 주택지 +3.4%, 상업지 +5.6%, 공업지 +6.2%)

– 2월 수도권 토지 거래량 전년비 +0.1% 증가, 평균 거래가는 전년비 –13.6% 하락한 3,327만엔

[주택 시장]:

– 2월(YTD) 신규 주택착공호수 11만 8천호 (전년비 –7.8%)

– 2월 수도권 신축 맨션 공급량, 전월비 +19%, 전년비 –28% 감소한 1,319호. 평균 공급가는 7,122만엔으로 전년비 +5.1% 상승 (도쿄23구: 9,110만엔, 전년비 +1.0%)

– 2월 수도권 기존 맨션 거래량, 전월비 –8.2%, 전년비 +3.8% 증가한 3,382건. 평균 거래가는 4,859만엔으로 전년비 +11.5% 상승하며 45개월 연속 상승 (도쿄23구: 5,182만엔, 전년비 +4.4%)

[오피스 시장]:

– 24년 1분기 도쿄 도심 5구 오피스 거래량 및 거래규모 모두 전년비 감소 (거래건수 29건 전년비 –52%, 거래규모 약 3,533억엔 전년비 –16.5%)

– 2월 도쿄 도심 5구 오피스 평균 공실률 5.9%(전월비 +0.03%p). 평당 임대료는 전월비 +0.2% 상승한 19,776엔

Macro

중국 3월 실물경제: 그래도 양호할 제조업 경기

Economist Jr. 이주원
joowon.lee2@daishin.com

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

- 3월 투자 예상치 상회 vs. 소비와 생산은 하회, 부동산 경기 여전히 부진
- 양호한 제조업 및 수출 흐름이 중국 경기 회복 방향성을 지지
- 내수 회복을 위해서는 부양 정책 효과와 실질금리 하락 확인이 필요

3월 투자 예상치 상회 vs. 소비와 생산은 하회, 부동산 경기 여전히 부진

1분기 중국 GDP는 +5.3%(YoY, 이하 YoY)로, 컨센서스(+4.0%)보다 큰 폭으로 증가했다. 부동산 경기 악화 지속되는 가운데, 소비보다는 생산과 투자가 이를 견인했다.

3월 소매판매는 +3.1% 증가하며 예상치(+5.1%)를 하회했다. 1~2월의 +5.5%보다 증가율을 축소했다. 산업생산도 +4.5%로, 예상치(+6.0%)를 하회했다. 그러나 YTD 기준 +6.1% 기록한 것으로 보아 양호한 증가세는 이어졌다(그림 4).

고정자산투자는 +4.5%로 예상치(+4.0%)를 상회했으며, 1~2월(+4.2%)보다 큰 폭으로 증가했다. 제조업과 인프라 투자가 이를 견인했으며(각각 +9.9%, +6.5%), 부동산을 제외한 투자 증가율은 +9.5%를 기록했다(그림 3).

한편 부동산 투자는 −9.5% 기록하며, 1~2월의 −7.5%대비 감소폭을 확대했다. 70대 도시 주택가격 상승률은 −2.2%로, 1~2월(−1.4%)보다 큰 폭으로 하락하며 9개월 연속 하락세를 지속했다(그림 6).

양호한 제조업 및 수출 흐름이 중국 경기 회복 방향성을 지지

지난주 발표된 수출액은 −7.5%를 기록, 4개월 만에 감소 전환하며 시장 예상보다 부진한 모습을 시현했다(그림 8). 3월 수출액 및 산업생산 증가율이 하락한 것은 1~2월 대비 기저가 높아진 영향도 있다. 작년 1~2월은 코로나19 영향권에서 완전히 벗어나기 전이다. 금번 데이터만으로 제조업 경기가 약해졌다고 보기 어렵다.

또한 수출 물량은 증가세를 지속한 것으로 보아, 금번 수출액 감소는 가격이 하락한 데 기인한다(그림 8, 9). 생산자물가가 18개월째 마이너스 국면에 위치한 점도 디플레이션 수출이 이어지고 있음을 뒷받침한다.

대내 수요가 부진한 상황이 지속됨에 따라, 기업들은 실적을 유지하고자 수출 가격 인하를 통해 수출품 판매를 촉진한 것으로 파악된다. 이는 수출 경기를 부양하려는 의지가 강하다고 해석이 가능하며, 제조업 경기의 회복 방향성을 지지한다.

내수 회복을 위해서는 부양 정책 효과와 실질금리 하락 확인이 필요

금번 고정자산투자는 예상보다 견조한 증가율을 기록했으며, 부동산을 제외한 부문은 1~2월(+8.9%)대비 증가폭을 확대했다. 활발하게 집행된 투자가 향후 생산 증가 및 고용 창출로 이어져 소비 회복에 힘을 실어줄 수 있을지 모니터링이 필요하다.

하반기에는 소비 및 부동산 경기도 개선될 여지가 있다. 1) 부동산 규제 완화 기조가 이어지는 가운데, 2) 지준율 인하에 대한 기대감도 상존하는 상황이다. 또한 3) 디플레이션이 완화된다면 실질금리가 하락할 수 있을 것이다.

소비자물가에 중요한 돼지 사육두수 감소가 이어지고 있으며, 생산자물가에 중요한 석유 및 석탄 가격이 연말로 갈수록 상승할 것으로 예상되는 상황이다(그림 12~14). 이는 공급 측면에 기인한 물가 상승이지만, 실질금리 하락으로 이어진다는 측면에서 대출 및 소비 수요를 자극할 수 있을 것이다.

Collaboration - Summary

- 중국 이커머스 업체들의 한국 공략이 2023년부터 본격화되기 시작하였다. 알리익스프레스와 테무로 대표되는 중국의 이커머스 업체들은 낮은 가격과 혁신화된 플랫폼, 그리고 기존의 직구와 차별된 짧은 배송 리드타임을 근거로 한국 시장에 빠르게 침투하고 있다.
- 2023년 중국 이커머스 업체들의 한국 공략이 본격화되면서 국내 이커머스 및 택배산업의 명암이 뚜렷하게 나타나고 있다. 한국 이커머스를 대표하는 NAVER의 주가는 약세를 지속하고 있고, 국내 택배를 대표하는 CJ대한통운의 주가는 새로운 성장 동력을 확보하여 단기간 급등하는 모습을 연출하였다.
- 2024년 들어서면서 알리익스프레스와 테무의 한국 공략은 한층 더 가속화되고 있다. 이에 당사에서는 중국 이커머스 업체들의 현지 및 글로벌 진출 전략과 이에 따른 국내 시장의 영향에 대해 분석해보고, 현 시점에서 각 산업 및 기업별로 투자 기회 및 위협요인에 대해 분석해보았다.
- 중국의 이커머스 플랫폼의 한국 진출은 긴 호흡으로 볼 때, 이제 시작 단계에 불과하다는 판단이다. 과거 우리나라의 이커머스 생태계의 태동부터 현재까지를 보더라도 이는 명약관화하다. 우리는 중국의 크로스보더 플랫폼 업체들이 단순히 직구 시장을 개척하기위해 한국에 진출한 것은 아니라는 판단이다.
- 따라서 당사에서는 이번 자료를 통해 중국 이커머스 업체들의 향후 전략과 국내 이커머스 및 관련 생태계에 미치는 영향에 대해 세 개의 Part로 구분하여 분석해보았다.
- Part Ⅰ 에서는 알리익스프레스와 테무로 대표되는 중국의 크로스보더 플랫폼의 국내 및 글로벌 시장 진출 사례 및 현황과 중국 이커머스 업체들의 제품 소싱 및 물류 구조 등에 대해 살펴보았다.
- Part Ⅱ 에서는 한국의 이커머스 생태계를 NAVER와 쿠팡의 관점에서 구분하여, 중국 이커머스 업체들의 공략에 따른 영향에 대해 분석하였다.
- 마지막 Part Ⅲ 에서는 중국의 이커머스 업체의 한국 공략이 국내 택배산업에 미치는 영향에 대해 분석하였다.
- 각 Part 별로 관련 기업들에 대한 분석도 다루었는데, Part Ⅰ에서는 중국의 알리바바와 PDD, Part Ⅱ 에서는 NAVER와 쿠팡, 그리고 Part Ⅲ 에서는 CJ대한통운과 한진에 대한 기업분석 내용을 제공한다.

PART Ⅰ. 중국 이커머스 플랫폼의 해외 확장 전략

- 알리익스프레스는 중국 1위 이커머스 기업 알리바바 산하의 B2C 크로스보더 플랫폼으로 중국에서 가장 먼저 해외로 진출하여 현재 200여개 나라에서 서비스 하고 있으며, 테무는 PDD 산하 플랫폼으로 2022년 9월 출시되어 현재 50개 나라에 진출했다.
- 중국 크로스보더 플랫폼들이 빠르게 해외 시장을 침투할 수 있었던 이유는 1) 중국의 공산품 제조 우위, 2) 공장형 판매자를 통한 저가 전략, 3) 테무의 '위탁운영모델'을 대표로 하는 비즈니스모델 혁신에 있다. 후발 주자인 테무는 위탁운영모델을 통해 빠르게 성장하면서 23년말 MAU(1.5억 명)가 알리익스프레스를 넘어섰다.
- 위탁운영모델은 해외 판매의 진입 장벽인 배송, CS 등을 플랫폼에서 전담하면서 제품 가격을 플랫폼에서 결정하는 것이 가장 큰 특징이다. 해외 배송의 경우, 자체 물류 인프라가 없는 테무는 항공사, 라스트마일 등 프로세스별로 협력 업체와 협업하며, 알리익스프레스는 자회사 차이냐오와 현지 라스트마일 업체의 협력을 통해 배송된다. 물량 증가와 더불어 해외 현지 창고를 운영할 계획으로 물류 효율성은 계속 개선될 것으로 보인다.
- 알리바바와 PDD는 양호한 재무건전성을 기반으로 적자를 감내하면서 크로스보더 플랫폼의 해외 확장을 계속할 것으로 보인다. 테무는 단기적으로 중국 직구 플랫폼에 집중할 것으로 보이며, 알리바바는 글로벌 크로스보더 플랫폼을 목표로 해외 현지 브랜드 유치를 계속할 것으로 예상한다.
- 다만 초기 시장에서 각국의 규제, 중국 크로스보더 플랫폼 간의 경쟁심화가 리스크 요인으로 작용하고 있다.

PART II. 중국 플랫폼이 한국 이커머스 생태계에 미치는 영향

- 한국의 이커머스 시장은 검색 포털로서 가격 비교가 가능했던 네이버 쇼핑의 시장 지배력과 직매입 및 자체 풀필먼트 사업의 쿠팡이 양대축을 형성하며 성장해왔다. 특히 소비자를 lock-in하는 효과가 큰 식품 시장의 경우 식품 전문 이커머스 기업인 컬리의 등장과 코로나19가 식품의 온라인 채널 전환 가속화에 기여했다.
- 2023년부터 국내에서 공격적으로 사업 확장을 시작한 알리익스프레스는 최근 수익성 저하를 감내한 초기 프로모션 정책을 진행하고 있으며, 테무 역시 국내 법인 설립과 광고 집행 등 사업 확장에 속도를 내고 있다.
- 중국 이커머스 플랫폼들의 공격적 사업 확장으로 인해 국내 이커머스 시장에 단기적인 영향은 불가피할 것으로 예상된다. 다만, 초기 프로모션 이후 소비자 lock- in 여부 등 중국 이커머스 사업의 지속 가능성은 꾸준히 지켜볼 필요가 있다.
- 이에 대응하여 네이버, 쿠팡 역시 고객 이탈 방어와 실적 개선을 위해 수수료율 유지, 와우 멤버십 인상 등의 전략을 이어갈 것으로 예상한다.
- 한편, 중국 이커머스 영향에 대한 네이버쇼핑의 시나리오 분석을 통해 살펴본 네이버의 현 주가 수준은 다소 과도한 우려가 반영되어 있는 것으로 보고, 네이버의 적정가치는 약 39조원으로 판단한다.

PART III. 중국 이커머스의 한국 공략이 가져올 택배산업의 변화

- 우리나라의 택배산업의 성장기는 2001년~2010년, 2010년~2019년, 그리고 2020~2022년의 3가지 단계로 구분하여 볼 수 있다. 2020~2022년은 코로나로 인한 비대면 경제활동이 많아짐에 따른 특수한 기간이며, 코로나 종식과 함께 국내 택배산업의 성장도 큰 폭으로 둔화되기 시작하였다.
- 2022~2023년 국내 택배산업의 성장의 둔화 요인은 크게 두 가지로 살펴볼 수 있다. 첫째는 국내 소매판매의 온라인 침투율이 높아짐에 따라 일부 제품군을 중심으로 온라인 쇼핑의 한계에 봉착, 둘째는 2022년부터 쿠팡로지스틱스의 택배업 진출 본격화에 따른 쿠팡 물량 이탈로 인한 성장 둔화이다.
- 쿠팡 물량의 이탈로 인해 성장의 둔화를 경험하고 있는 국내 택배산업에 중국 이커머스 업체들의 한국 공략은 새로운 성장의 기회요인으로 다가오고 있다.
- 2023년 우리나라의 중국 수입금액은 전년대비 7% 이상 감소하였으나, 중국 수입통관 건수는 45.2% 증가한 것으로 나타났다. 2023년 우리나라의 해외 직구 금액은 6.7조원(+27% yoy)을 기록하였는데, 중국 직구 금액은 3.3조원(+121% yoy)로 전체 직구 금액에서 차지하는 비중은 50%에 육박하였다.
- 알리와 테무의 한국 공략이 본격화된 2023년 중국 직구 금액은 2019~22년까지의 연평균 증가율(약 30%)의 약 4배에 가까운 성장률을 보인 것이다.
- 정부는 급증하는 전자상거래의 효율적 통관을 위한 '전자상거래 전용 수입통관 플랫폼'을 2년에 걸쳐 구축할 예정이며, 이는 통관절차의 편의성 및 효율성을 높일 것으로 예상된다.
- 2024년 알리는 K-Venue를 통한 한국 브랜드관을 오픈하며 신선식품 시장 진출을 선언하였고, 정부에 약 1.5조원의 투자 계획서를 제출하였다. 신선식품 시장에서의 성공과 물류센터 등에 대한 투자는 주문건수 증가와 배송리드 타임 감소 등 다양한 경로에서 국내 택배물동량의 증가에 기여할 것으로 전망한다.
- 중국의 크로스보더 플랫폼과 질 높은 K-Brand의 콜라보는 한국 중소기업의 해외 진출에 긍정적인 영향을 줄 것으로 기대한다.

중국 이커머스 플랫폼의 해외 확장 전략

박초화 chuhua.piao@daishin.com

- 중국 크로스보더 플랫폼의 빠른 확장 비결은 저가 공략과 비즈니스모델 혁신
- 양호한 재무건전성을 기반으로 적자를 감내한 공격적인 해외 진출 지속될 전망
- 테무는 단기적으로 중국 직구 플랫폼에 집중, 알리익스프레스는 현지 커머스 공략

중국 크로스보더 플랫폼의 해외 진출 상황

2023년부터 테무, 알리익스프레스를 대표로 하는 중국 대형 이커머스 기업들의 크로스보더 플랫폼이 전 세계에서 주목을 받고 있다. 중국 크로스보더 전자상거래 수출 규모는 2020년의 1.1조 위안에서 2023년 1.8조 위안으로 성장했다.

중국에서 가장 먼저 해외로 진출한 이커머스 기업은 알리바바이다. 알리바바는2010년에 B2C 크로스보더 플랫폼 알리익스프레스를 출시하였으며, 현재 200여개 나라에 진출했다. PDD는 2022년 9월 테무를 출시하면서 본격적으로 해외로 진출하기 시작하였으며, 현재 50개 나라에 진출했다.

중국 크로스보더 플랫폼의 해외 확장 전략

중국 크로스보더 플랫폼들이 빠르게 해외 시장을 침투할 수 있었던 이유는 1) 중국의 공산품 제조 우위, 2) 공장형 판매자를 통한 저가 전략, 3) 테무의 '위탁운영모델' 을 대표로 하는 비즈니스모델 혁신에 있다. 후발 주자인 테무는 위탁운영모델을 통해 빠르게 성장하면서 23년말 MAU(1.5억 명)가 알리익스프레스를 넘어섰다.

위탁운영모델은 해외 판매의 진입 장벽인 배송, CS 등을 플랫폼에서 전담하면서 제품 가격을 플랫폼에서 결정하는 것이 가장 큰 특징이다. 해외 배송의 경우, 자체 물류 인프라가 없는 테무는 항공사, 라스트마일 등 프로세스별로 협력 업체와 협업하며, 알리익스프레스는 자회사 차이냐오와 현지 라스트마일 업체의 협력을 통해 배송하고 있다. 공격적인 마케팅으로 주문량이 늘어나면서 두 플랫폼 모두 해외 현지 창고를 운영할 계획으로 물류 효율성은 계속 개선될 것으로 보인다.

중국 크로스보더 플랫폼의 서비스 확장 동향

알리바바와 PDD는 양호한 재무건전성을 기반으로 적자를 감내하면서 크로스보더 플랫폼의 해외 확장을 계속할 것으로 보인다.

미국에서 규제 움직임이 강해지고 있는 테무는 미국 외 지역 확장을 통해 미국의의 존도를 낮추는 것이 급선무이며, 단기적으로 중국 직구 플랫폼에 집중할 것으로 예상한다.

알리바바는 알리익스프레스의 인지도가 상승하면서 과거 현지 이커머스 플랫폼을 인수하면서 해외로 확장했던 전략을 바꾸어 알리익스프레스를 통해 현지 진출을 도모하는 것으로 보인다. 나아가 현지 브랜드 수출을 위한 글로벌 크로스보더 플랫폼을 목표로 해외 브랜드 유치를 계속할 것으로 예상한다.

다만 초기 시장에서 각국의 규제, 중국 크로스보더 플랫폼 간의 경쟁 심화는 계속하여 리스크 요인으로 작용할 것으로 보인다.

쿠팡
CPNG-US

유정현
junghyun.yu@daishin.com

투자의견 (펙트셋 평균)	BUY *(1.4)
목표주가($) (펙트셋 평균)	21.8
현재주가($) (24.04.15)	22.9

coupang
Color Your Days

기업명	Coupang Inc
한글명	쿠팡
홈페이지	http://www.aboutcoupang.com
결산월	12월
거래소 국가	UNITED STATES
상장 거래소	NYSE
시가총액(십억달러)	38.3
시가총액(조원)	52.8
발행주식수(백만주)	1,618.5
52주 최고가/최저가	25,905 / 18,419
주요주주	SB Investment Advisers (UK) Ltd. 21.6%
	Baillie Gifford & Co. 10.3%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.3	16.9	9.1	22.6
상대수익률	3.5	9.0	-9.3	-3.0

모든 길은 쿠팡으로 통한다

- MAU 기준 국내 독보적 1위 이커머스 사업자
- 2022년 6월 와우 멤버십 1차 인상 이후 영업이익 흑자 기조 정착
- 이번 2차 회비 인상 발표로 기업가치 재차 상승 예상

[기업개요]

한국 이커머스 1위 기업. 온라인 커머스 외에도 쿠팡이츠, 쿠팡플레이 등 플랫폼 사업자로 본격 확장 중

국내 압도적 1위 이커머스 플랫폼 사업자

국내 MAU(Monthly Active User, 월간 활성 이용자수)가 2,800만명 이상으로 이커머스 시장에서 압도적인 수치를 보유. 22년 3분기부터 영업이익 흑자 전환하며 이후 마진 확대 지속. 와우 멤버와 로켓프레시 서비스 등을 통해 고정 고객 확보. 안정적 수익 모델 확보를 통해 기업가치 한단계 도약

와우 멤버십 회비 인상

2022년 6월 와우 멤버십 가격을 기존 월 2,900원에서 4,990원으로 인상했음. 회비 인상으로 회원 이탈 우려 불구, 회원수는 이후 더 빠르게 증가. 고객 락인(lock-in) 효과 증명하며 안정적 흑자 기조 정착

지난 4월 12일 와우멤버십 회비 4,990원에서 7,890원으로 58% 인상 발표. 초기 20% 회원 이탈 가정해도 회비 수익만 2,220억원 증가. 이탈이 없을 경우 회비 수익은 현재의 8,380억원에서 1.3조원으로 크게 증가 예상. 회비 인상은 궁극적으로 동사 기업가치에 (+) 요인

[실적 및 밸류에이션]

경쟁력 차별화 성공에도 불구하고 동사의 12개월 선행 P/S는 1.1배(상장 이후 평균 P/S 2.4배)로 밸류에이션은 부담스럽지 않은 수준

* 투자의견: 애널리스트의 컨센서스를 구간별로(1- Strong Buy, 1.5- Buy, 2- Hold, 2.5- Sell, 3.0- Strong Sell) 수치화. 1에 근접할수록 긍정적인 투자의견

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	22,174	27,236	32,516	38,929	44,597
영업이익	-1,800	-148	631	1,012	1,784
당기순이익	-1,858	-122	1,814	714	1,434
EPS	-1,301	-66	1,000	379	820
PER			21.6	68.7	31.7
BPS	1,461	1,802	3,067	3,375	4,358
PBR	24.2	10.8	7.0	7.7	6.0
ROE	-89.1	-3.7	32.6	11.2	18.8

자료: Factset, 대신증권 Research Center

NAVER (035420)

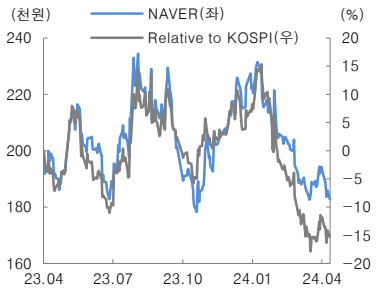
중국 영향 감안해도 현주가는 우려 과도 반영

이지은 jeeeun.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	260,000 유지
현재주가 (24.04.15)	182,800
	인터넷업종

KOSPI	2670.43
시가총액	29,688십억원
시가총액비중	1.38%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	234,500원 / 178,300원
120일 평균거래대금	1,503억원
외국인지분율	45.40%
주요주주	국민연금공단 8.23% BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.10%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12
절대수익률	-1.8	-20.3	-4.7	-8.
상대수익률	-1.9	-24.7	-12.3	-11.



- 1Q24 본업(광고/커머스)의 양호한 실적 전망
- 중국 커머스의 공격적 사업 확장 행보의 지속성 모니터링 필요
- 중국 커머스 영향 감안해도 현 주가는 우려를 과도하게 반영 판단

투자의견 매수, 목표주가 260,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 부문별 적정가치는 1) 서치 플랫폼 18.5조원, 2) 커머스 9.6조원, 3) 파이낸셜 2.9조원, 4) 웹툰 3.9조원, 5) 클라우드 2.8조원, 6) LY 지분가치 5.2조원 등

1분기 Preview: 본업의 양호한 실적 전망

1Q24 매출액 2조 4,855억원(YoY 9.0%), 영업이익 3,996억원(YoY 21.0%) 예상. 1) 서치플랫폼 1Q24 매출 8,959억원(YoY 5.2%, QoQ -3.5%) 추정. 홈피드, 숏폼의 광고 인벤토리 등의 증가로 DA 순성장 전환 가능 기대. 2) 커머스 1Q24 매출 6,559억원(YoY 8.3%, QoQ flat) 추정. 네이버쇼핑의 GMV 성장률은 국내 시장 성장률 하회가 예상되나, 브랜드스토어 수와 포쉬마크 광고 매출 증가 등 커머스 전체 실적은 QoQ 유사한 수준 전망. 중국 커머스 플랫폼에 대응하여 단기적으로 동사의 점진적 수수료율 인상 정책 고수는 어려울 것으로 판단, 커머스향 마케팅비 또한 증가 예상

중국 커머스 영향 감안해도 동사의 현주가 수준은 우려를 과하게 반영

중국 커머스 플랫폼들의 공격적인 국내 사업 확장 행보 지속 중. 단기적으로 동사를 포함한 국내 이커머스 시장 플랫폼에 영향을 줄 수 있다고 판단

다만, 플랫폼은 유저의 확보보다 lock in이 중요. 중국 커머스 플랫폼의 공격적인 행보가 장기간 지속될 지는 지켜볼 필요 있음. 알리익스프레스의 판매수수료 면제 프로모션은 6월 종료인 것으로 파악

최근 광고, 이커머스 업황의 성장 둔화에도 동사의 10% 이상의 꾸준한 이익 성장성을 고려하면, 현재 주가 수준은 경쟁 플랫폼 등장에 점유율 하락과 실적 역성장까지 감안한 우려가 다소 과하게 반영된 수준으로 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	8,220	9,671	10,579	11,392	12,143
영업이익	1,305	1,489	1,692	1,949	1,990
세전순이익	1,084	1,481	2,063	2,336	2,376
총당기순이익	673	985	1,404	1,589	1,616
지배지분순이익	760	1,012	1,461	1,654	1,683
EPS	4,634	6,180	8,996	10,183	10,360
PER	38.3	36.2	20.3	18.0	17.6
BPS	138,642	141,671	150,766	159,830	169,072
PBR	1.3	1.6	1.2	1.1	1.1
ROE	3.3	4.4	6.1	6.6	6.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: NAVER, 대신증권 Research Center

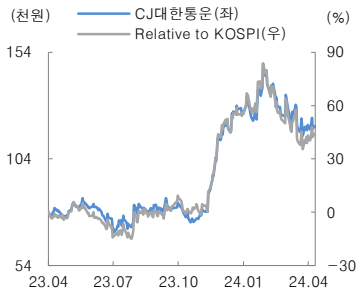
CJ 대한통운 (000120)

양지환 jihwan.yang@daishin.com
이지니 RA jin.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	175,000 유지
현재주가 (24.04.15)	119,400 운송업종

KOSPI	2,670.43
시가총액	2,724십억원
시가총액비중	0.13%
자본금(보통주)	114십억원
52주 최고/최저	148,500원 / 69,800원
120일 평균거래대금	141억원
외국인지분율	13.46%
주요주주	CJ제일제당 외 2 인 40.18% 국민연금공단 9.99%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.2	-5.2	51.9	47.4
상대수익률	-4.3	-10.4	39.7	41.9



다시 찾아온 매수 기회

- 24년 알리와 전략적 동반자 관계 구축, TEMU내 점유율 확대 전망
- 알리의 K-Venue 출시, 물류창고건립으로 기대 이상의 성장도 가능
- 1Q24 실적 글로벌 부문 수익성 하락하지만, 택배와 CL부문 견조

투자의견 매수, 목표주가 175,000원 유지

명실공히 중국 E-commerce 플랫폼의 한국 공략의 최대 수혜 기업. 압도적인 인프라와 최첨단 물류 기술을 기반으로 택배 산업의 패러다임 변화를 주도. 이커머스 환경에 최적화된 ONE Stop 풀필먼트 서비스 제공. NFA점유율 90% 이상을 차지. 2023년 알리익스프레스 물량의 약 80% 수행. 2024년 투자포인트는 1)알리익스프레스의 물량 증가, 2)TEMU 내에서 동사의 점유율 확대, 3)관계사인 CJ제일제당의 K-Venue입점과 알리바바 그룹의 국내 물류센터 건립 초기 단계부터 협력하며 전략적 동반자 관계 구축, 4)통관 Capacity의 확장, 5)CL사업부문의 수익성 개선 등임

2024년 1분기 글로벌 부문 부진했지만, 택배 부문 성장세 지속

동사의 1Q24 실적은 매출액 2.9조원, 영업이익 1,145억원으로 컨센서스 소폭 하회 전망. 글로벌 부문 중 동남아 법인의 일회성 비용 인식 때문. 택배와 CL부문의 성장 및 수익성 개선 지속. 1분기 택배처리량은 409백만Box(+4.1% yoy), 평균단가는 2,260원(-2.5% yoy)로 추정. 알리익스프레스 물량은 약 1,300~1,350만박스를 기록할 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q23	4Q23	1Q24					2Q24		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,808	3,061	2,931	2,902	3.4	-5.2	2,938	3,081	4.0	6.2
영업이익	99	144	130	114	15.6	-20.5	124	135	20.4	18.2
순이익	45	74	55	57	28.8	-22.5	60	70	29.9	21.7

자료: CJ대한통운, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	12,131	11,768	12,239	12,899	13,597
영업이익	412	480	546	565	597
세전순이익	285	325	473	498	537
총당기순이익	197	243	353	372	401
지배지분순이익	182	225	327	344	371
EPS	7,959	9,854	14,332	15,092	16,270
PER	11.8	12.9	8.2	7.8	7.2
BPS	156,527	157,979	172,324	187,085	202,943
PBR	0.6	0.8	0.7	0.6	0.6
ROE	5.1	6.3	8.7	8.4	8.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: CJ대한통운, 대신증권 Research Center

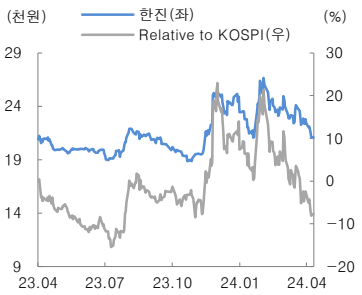
한진 (002320)

양지환 jihwan.yang@daishin.com
이지니 RA jini.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	30,000 유지
현재주가 (24.04.15)	21,100 운송업종

KOSPI	2,670.43
시가총액	315십억원
시가총액비중	0.01%
자본금(보통주)	75십억원
52주 최고/최저	26,650원 / 18,870원
120일 평균거래대금	21억원
외국인지분율	6.84%
주요주주	한진칼 외 10 인 27.50% 에이치와이케이제일호사모투자합자회사 9.79%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.1	-7.5	6.4	0.5
상대수익률	-9.2	-12.5	-2.1	-3.2



택배와 글로벌 좋아진다

- 1H24 글로벌 부문, 2H24 택배 부문 외형 및 수익성 개선 기대
- 중국 E-commerce 업체 물량 증가로 밸류에이션 할인 축소 전망
- 24년 하반기 Mega허브 터미널 가동률 상승. 통관물량 확대 예상

투자의견 매수, 목표주가 30,000원 유지

2024년 1월 대전메가허브터미널 가동에 따른 고정비 증가로 2분기까지는 외형성장에도 수익성 개선 제한적. 하지만, 5월 이후 가동률 상승과 물량 증가에 따른 영업레버리지 효과 3분기부터 본격화. 2024년 1월부터 Mega-Hub 가동에 따른 택배 Capacity 증가와 4분기부터 인천공항 통관 Capacity도 기존 대비 2배로 증가 전망. 2024년 알리익스프레스 물량의 약 15~30%, TEMU물량의 약 70% 처리를 목표로 하고 있어 중국의 E-Commerce 업체의 물량 증가 시 동사 또한 수혜 기대. 2025년에는 Sub-Terminal 분류 자동화로 추가적인 수익성 개선 가능. 택배 수익성 개선과 중국 이커머스 물량 증가 확인 시 밸류에이션 할인 축소 전망

2024년 1분기 실적 매출 증가에도 영업이익 전년비 소폭 감소

1Q24 실적 매출액 7,139억원, 영업이익 231억원으로 컨센서스 하회. 1분기 택배물량 1.4억박스(+3.3% yoy), 단가 2,439원(+0.6% yoy)기록. 택배 고정비 증가로 부진했으나, 글로벌 부문 매출 30% 이상 증가 및 영업이익 흑자전환으로 하반기에 대한 기대감 가져도 무방할 것으로 판단.

구분	1Q23	4Q23	1Q24					2Q24		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	675	749	716	714	5.7	-4.7	716	735	6.3	3.0
영업이익	24	30	25	23	-1.8	-22.2	29	35	-1.5	52.3
순이익	-2	10	6	4	흑전	-58.3	0	22	142.3	419.2

자료: 한진, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,849	2,808	2,964	3,186	3,396
영업이익	115	123	127	145	152
세전순이익	38	27	46	66	77
총당기순이익	52	26	45	65	75
지배지분순이익	48	26	44	63	74
EPS	3,184	1,748	2,962	4,247	4,924
PER	6.6	14.2	7.6	5.3	4.6
BPS	93,383	94,371	96,776	100,467	104,834
PBR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
ROE	3.6	1.9	3.1	4.3	4.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한진, 대신증권 Research Center

레저업

더욱 강해진 회복 시그널

- 여행업, 개선세가 뚜렷한 P, Q, C를 통해 2019년을 뛰어넘는 호실적 기대
- 카지노업, 높아진 P로 최대 매출 경신중인 라스베이거스와 같은 흐름 기대
- 레저 업종 탑픽은 하나투어, 관심종목 롯데관광개발 제시

임수진 soojin.lim@daishin.com

투자의견

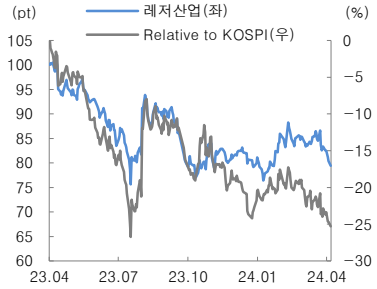
Overweight

비중확대, 신규

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
하나투어	Buy	80,000원
모두투어	Buy	21,000원
파라다이스	Buy	19,000원
GKL	Buy	17,000원
롯데관광개발	Buy	14,000원
강원랜드	Buy	20,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.0	0.9	-0.6	-21.0
상대수익률	-5.1	-4.6	-8.6	-23.9



여행산업, P, Q, C 모두 좋다

– P(패키지 판매 단가): 코로나 이전 대비 하나투어 +51%, 모두투어 +32% 증가. P의 증가는 매출 전환율이 기존 상품 대비 높은 고급 패키지 판매 비중 확대 영향. 국내 여행객의 니즈 변화로 고급 패키지 판매 비중 지속 증가하여 P 또한 안정적인 증가세 지속될 전망

– Q(송출객 수): 패키지 상품 기준 23년 52%에서 24년까지 80% 회복 기대. 소비자 심리가 양호한 모습을 보이고 있으며, 1분기 해외 노선의 운항 횟수도 정상화되어 성수기인 3분기부터 빠른 회복이 기대

– C: 코로나 기간 실적 부진을 겪는 자회사 매각, 구조조정을 통한 비용 슬림화 및 수수료율이 낮은 온라인 판매 비중 확대로 비용 개선세 지속될 전망

외인 카지노, 실적 회복의 원년

– 24년 카지노 산업은 높은 수준의 P 유지, Q 증가세 지속, C 감소세에 따른 2019년을 뛰어넘는 실적 기대

– P(인당 드롭액): 19년 대비 파라다이스와 GKL의 인당 드롭액 평균 +34% 증가. 24년 일본 및 기타 VIP의 성장세가 이어지고 2025년 중국 VIP 회복이 예상. 마카오와 달리 MASS와 VIP의 밸런스있는 회복세로 P 현재 수준 유지될 전망. 이에 따라 19년 대비 높아진 P 유지로 매년 역대 최고 매출을 경신중인 라스베이거스와 같은 매출 성장 흐름 기대

– Q(방문객 수): 2024년 파라다이스와 GKL의 VIP 방문객 수는 각각 2019년 대비 81%, 65% 회복할 전망. 일본 및 기타 VIP 회복이 지속되고 중국의 경우 MASS 중심의 성장세 보일 것으로 예상. 주가 상관성이 높은 중국 VIP 회복은 보수적인 관점에서 25년부터 회복 전망. 소비자 심리 지수 등 중국 경기 지표는 여전히 부진한 모습이며, 중국 정부의 경기 부양 정책은 실질적 회복까지 시간이 소요될 전망

– C: 고정비 비중이 높은 카지노업 특성상 매출 확대 시 레버리지 효과 기대

레저 업종 Top Pick은 하나투어, 관심종목은 카지노업 롯데관광개발 제시

하나투어(Buy/ TP 80,000원) 레저 업종 내 최선호주로 제시
1) P,Q,C 모두 개선세로 2024년 영업이익 역대 최고치 경신 전망.
2) 시장보다 빠른 패키지 성장세 내년까지 이어질 개연성 높을 것.
3) P,Q,C 모두 개선세로 2024년 영업이익 역대 최고치 경신 전망

롯데관광개발(Buy/TP 14,000원) 관심종목으로 제시
1) 주가에 중요한 금년 11월 리파이낸싱, 조건 개선될 가능성 높다고 판단 2) 높은 홀드율 유지될 시 연간 매출은 시장 예상치를 크게 상회할 전망
3) 중국 경기 회복 시 지리적 이점으로 회복세 가장 빠를 것으로 기대

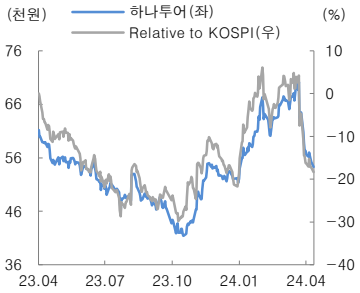
하나투어 (039130)

임수진 soojin.lim@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 신규
6개월 목표주가	80,000 신규
현재주가 (24.04.15)	54,300 레저업종

KOSPI	2,670.43
시가총액	871십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	8십억원
52주 최고/최저	70,200원 / 41,400원
120일 평균거래대금	72억원
외국인지분율	11.32%
주요주주	하모니아1호 유한회사 외 4 인 16.79% 국민연금공단 8.64%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-19.6	-4.9	29.3	-7.8
상대수익률	-19.7	-10.0	18.9	-11.2



다시 찾아온 기회

- 지분 매각설 보수적으로 감안하더라도 매력적인 매수구간으로 판단
- 시장보다 빠른 패키지 성장세 내년까지 이어질 개연성 높을 것
- P,Q,C 모두 개선세로 2024년 영업이익 역대 최고치 경신 전망

투자의견 매수, 목표주가 80,000원, Top Pick 제시

목표주가는 EPS 3,988원에 Target PER 19.7배를 적용하여 산출. Target PER은 면세점 사업 개시 전 5개년 평균 PER 28배에 -30% 할인 적용. 할인 근거는 2019년 대비 -30% 감소한 MS를 반영

동사는 업계 1위 여행사로 패키지 상품 회복 사이클에서 가장 유리. 현재 주가 수준은 24년 PER 14.1배로 역사적 저점에 위치. 최대주주의 지분 매각설 보수적으로 감안하더라도 매력적인 매수구간으로 판단

수익성 크게 좋아졌으니 Q만 회복하면 2019년 수준 넘어설 전망

금년 1분기 해외여행 수요가 전분기 대비 약 +15%로 가파르게 증가하는 가운데 동사의 패키지 수요는 전분기 대비 +30%로 시장보다 빠른 성장을 기록. 24년 패키지 송출객 수 19년 대비 78% 회복할 전망

견조한 동남아 및 일본 패키지 상품의 성장이 지속되고 올해는 항공 노선 증편으로 중국, 유럽의 회복세도 본격화될 것으로 예상. 또한, 모바일 앱 강화를 통한 판매채널 강화 및 결합 상품 확대를 통해 송출객 수의 성장세는 내년까지 이어질 개연성이 높을 것으로 예상

2024년 매출액 5,776억원, 영업이익 754억원 전망

2024년 연결 기준 영업수익 5,776억원(YoY +40.3%), 영업이익 754억원(YoY +119.5%)으로 컨센서스 이상의 호실적을 기록할 것으로 전망. 2024년 영업이익은 역대 최고치를 경신할 것으로 예상. 1) 시장보다 빠른 패키지 송출객 수의 회복 추세, 2) 매출 전환율이 높은 고급 패키지 판매 비중 확대, 3) 인건비, 지급수수료 등 비용 슬림화에 기인

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	115	412	578	649	674
영업이익	-101	34	75	85	77
세전순이익	-69	57	89	98	94
총당기순이익	-65	59	67	74	71
지배지분순이익	-67	47	64	70	67
EPS	-4,370	2,932	3,988	4,362	4,206
PER	-13.8	17.8	13.6	12.4	12.9
BPS	8,069	10,621	9,779	12,498	14,916
PBR	7.5	4.9	5.6	4.3	3.6
ROE	-64.0	32.0	39.1	39.2	30.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 하나투어, 대신증권 Research Center

모두투어 (080160)

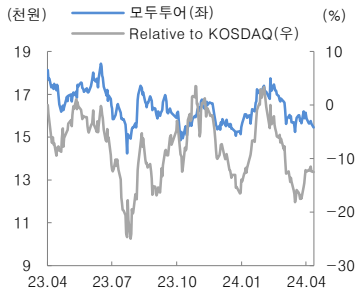
어제의 적은 오늘의 동지

임수진 soojin.lim@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 신규
6개월 목표주가	21,000 신규
현재주가 (24.04.15)	15,450 레저업종

KOSDAQ	852.42
시가총액	292십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	18,440원 / 14,240원
120일 평균거래대금	13억원
외국인지분율	13.57%
주요주주	우종웅 외 7 인 11.45%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.6	-3.6	3.3	-11.7
상대수익률	1.6	-2.7	-0.2	-6.3



- 1위사 수준의 성장세 예상. 업종 턴어라운드 구간 함께 주목해볼만
- OTA와 협력 관계 구축하며 경쟁 완화 및 수익성 확대 구간
- 역대 최대 실적을 기록한 2017년 영업이익에 근접한 호실적 기대

투자의견 매수, 목표주가 21,000원으로 커버리지 개시

목표주가는 2024E 지배주주 당기순이익 기준 EPS 1,112원에 Target PER 25.9배(14~17년도 평균 PER)에 할인율 -25%를 적용하여 산정. 여행 업종 2위사로 여행 수요 회복에 따른 수혜가 예상. 1위사와 비슷한 성장세가 기대되는데 상대적으로 주목도가 낮은 모습. 1위사 주가 상승 구간 함께 주목해야할 종목으로 판단

어제의 적은 오늘의 동지

과거 OTA와의 경쟁으로 수익성이 크게 감소한 바 있는데 3월 경쟁사의 지분 매입 및 MOU체결 등 관계가 빠르게 개선되고 있음. 이를 통해 경쟁 완화에 따른 비용 감소로 수익성 개선될 것으로 기대

2024년 영업이익률은 11.7%로 예상되며, OTA 경쟁자 등장 이후 최고 수준의 수익성 기록할 전망. 계절성 영향으로 2분기 송출객 수는 소폭 감소할 것이나 패키지 이연수요 지속 및 항공편 증편으로 하반기 송출객 수 성장이 본격화될 전망

역대 최대 실적을 기록한 2017년 영업이익에 근접한 호실적 기대

2024년 연결 기준 영업수익 2,611억원(YoY +45%), 영업이익 307억원(YoY +147%)으로 호실적을 기록할 것으로 전망. 역대 최대 실적을 기록한 2017년 영업이익에 근접한 수준. 1) 패키지 송출객 수의 가파른 성장세, 2) 고급 패키지 판매 비중 확대, 3) 수익성 개선에 기인

(단위: 십억원, %)

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	29	179	261	298	330
영업이익	-22	12	31	38	45
세전순이익	-25	6	21	27	34
총당기순이익	-12	13	21	26	31
지배지분순이익	-16	10	21	25	30
EPS	-856	544	1,112	1,345	1,610
PER	-19.9	28.0	13.9	11.5	9.6
BPS	2,950	3,731	4,607	5,715	7,086
PBR	5.8	4.1	3.4	2.7	2.2
ROE	-25.8	16.3	26.7	26.1	25.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 모두투어, 대신증권 Research Center

파라다이스 (034230)

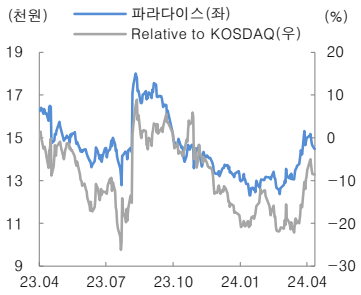
역대 최대 실적이 예상되는 2024년

임수진 soojin.lim@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 신규
6개월 목표주가	19,000 신규
현재주가 (24.04.15)	14,470 레저업종

KOSDAQ	852.42
시가총액	1,328십억원
시가총액비중	0.33%
자본금(보통주)	47십억원
52주 최고/최저	18,010원 / 12,300원
120일 평균거래대금	74억원
외국인지분율	6.37%
주요주주	파라다이스글로벌 외 8 인 45.86%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.7	12.7	-2.2	-10.4
상대수익률	14.4	13.7	-5.6	-5.0



- 우려와 달리 인스파이어 영향은 제한적. 장기적 긍정적 효과 기대
- 일본 VIP 성장세 지속 및 25년 중국 VIP 회복으로 실적 개선세 지속
- 2024년 OP 1,690억원으로 최대 실적 예상. 전 부문 성장세 기록할 전망

투자의견 매수, 목표주가 19,000원으로 커버리지 개시

목표주가는 2024E 지배주주 당기순이익 기준 EPS 800원에 Target PER 23.6배(14~16년도 평균 PER 29.5배에 중국 회복세 둔화에 따른 -20% 디스카운트 적용)를 사용하여 산정

우려와 달리 역대 최대 실적이 예상되는 2024년

견조한 회복세에도 주가는 여전히 부진한 모습인데, 이는 1) 예상보다 중국 VIP 회복세가 늦으며, 2) 24년 1분기 인스파이어 카지노 개장으로 인한 경쟁 심화 우려 때문

우려와 달리 1분기 인스파이어의 영향은 제한적이었으며 장기적인 관점에서 인스파이어의 등장으로 산업 확대 등 긍정적인 효과도 기대. 일본 VIP의 회복세가 견고히 유지되며, 3분기를 기점으로 중국 MASS, 25년 중국 VIP 회복으로 실적 개선 지속될 전망. 이에 저점 매수구간으로 판단

매출액 1.1조원(YoY +13%), OP 1,690억원(YoY +16%) 전망

2024년 파라다이스의 영업실적은 매출액 1 조 1,270억원(YoY +13%), 영업이익 1,690억원(YoY +16%)을 기록할 전망. 부문별로는 VIP 회복 본격화로 카지노 457억원(YoY +10%), 복합리조트 532억원(YoY +18.5%) 예상. 호텔 121억원(YoY +6.2%)의 경우 보수적인 관점에서 인스파이어 영향으로 상대적으로 저조한 성장세 기록할 것으로 예상

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	588	994	1,127	1,198	1,274
영업이익	10	146	169	193	178
세전순이익	30	92	107	135	124
총당기순이익	16	80	94	118	109
지배지분순이익	25	63	73	92	85
EPS(지배주주)	279	683	800	1,004	923
PER	63.1	19.5	18.1	14.4	15.7
BPS	14,979	15,336	15,901	16,644	17,261
PBR	1.2	0.9	0.9	0.9	0.8
ROE	2.0	4.5	5.1	6.2	5.4

자료: 파라다이스, 대신증권 Research Center

GKL (114090)

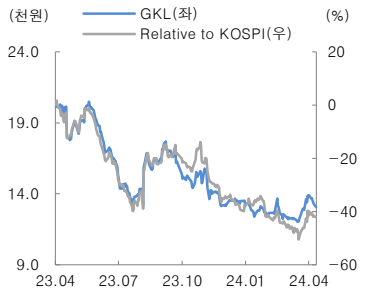
홀드율에 가려진 성장성

임수진 soojin.lim@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 신규
6개월 목표주가	17,000 신규
현재주가 (24.04.15)	13,060 레저업종

KOSPI	2,670.43
시가총액	808십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	31십억원
52주 최고/최저	20,500원 / 12,020원
120일 평균거래대금	30억원
외국인지분율	8.36%
주요주주	한국관광공사 51.00% 국민연금공단 9.94%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.7	2.0	-14.0	-35.3
상대수익률	6.6	-3.5	-20.9	-37.7



- 외부환경은 개선세. 여름 성수기 기점으로 방문객 수 회복 본격화 기대
- 최근 홀드율 부진에 가려진 성장성. 정상화 시 성장 본격화될 예정
- 영업 레버리지 효과로 2024년 OP 780억원(YoY+38.5%) 호실적 전망

투자의견 매수, 목표주가 17,000원으로 커버리지 개시

목표주가는 GKL 2024E EPS 기준에 Target PER 17.1배(15~19년 PER 평균 19배에 10% 할인율 적용)를 적용하여 산출. 동사의 주가는 지난해 중국 단체 관광 허용에도 불구하고 VIP 회복세가 기대보다 더뎌 부진한 모습

다만, 올해 1분기 중국 노선 확대 및 인바운드 회복이 본격화되고 있어 환경적 요소는 정상화 추세. 여름 성수기를 기점으로 MASS 회복이 본격화되고 중국 경기 회복 시 VIP 회복이 이어질 것으로 예상한다. 향후 실적은 지속 개선되는 방향으로 주가도 회복세를 기록할 것으로 예상

최근 홀드율 부진에 가려진 성장성. 정상화 시 성장 본격화될 예정

올해는 중국인 인바운드가 크게 회복할 것으로 예상되는 가운데 동사는 강남과 용산에 위치한 지리적 이점과 기존에도 중국 고객 비중이 높았던만큼 MASS 중심의 매출 회복세가 본격화될 것으로 예상. 가장 중요한 방문객 수의 성장이 지속되는 만큼 홀드율 정상화 시 매출액 성장이 본격화될 개연성이 높다고 판단

레버리지 효과가 기대되는 2024년

2024년 GKL의 영업실적은 매출액 4,420억원(YoY +11.3%), 영업이익 780억원(YoY +38.5)을 기록할 전망. 1) 중국 MASS 회복이 본격화되며 매출 성장이 기대되며, 2) 고정비 비중이 높은 사업구조로 레버리지 효과가 확대될 전망. 2024년에는 레버리지 효과로 영업이익 개선이 클 것으로 예상

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	262	397	442	506	566
영업이익	-14	51	78	97	124
세전순이익	-25	55	78	99	130
총당기순이익	-23	44	62	79	104
지배지분순이익	-23	44	62	79	104
EPS	-368	709	1,008	1,276	1,682
PER	NA	19.0	13.5	10.7	8.1
BPS	6,183	6,658	7,313	8,236	9,566
PBR	3.1	2.0	1.9	1.7	1.4
ROE	-5.9	11.0	14.4	16.4	18.9

자료: GKL, 대신증권 Research Center

롯데 관광개발 (032350)

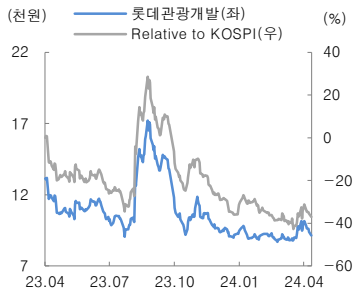
시작이 좋다

임수진 soojin.lim@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 신규
6개월 목표주가	14,000 신규
현재주가 (24.04.15)	9,330 레저업종

KOSPI	2,670.43
시가총액	711십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	38십억원
52주 최고/최저	17,400원 / 8,880원
120일 평균거래대금	60억원
외국인지분율	4.59%
주요주주	김기병 외 4 인 39.74%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.7	-0.6	-10.7	-22.3
상대수익률	3.5	-6.0	-17.9	-25.1



- 주가에 중요한 금년 11월 리파이낸싱, 조건 개선될 가능성 높다고 판단
- 높은 홀드율 유지될 시 연간 매출은 시장 예상치를 크게 상회할 전망
- 24년 실적 및 목표주가 위 2가지 경우 가시화 시 즉각 상향 예정

투자의견 매수, 목표주가 14,000원으로 커버리지 개시

– 목표주가는 2024E EBITDA 1,070억원에 Target EV/EBITDA 21.5배를 적용하여 산정. Target EV/EBITDA는 파라다이스의 P-CITY 개장 초기 2개년의 평균 EV/EBITDA 28.6에 -20% 할인을 적용. 할인 근거는 18년 P-CITY 와 23년 롯데관광개발의 드롭액 차이를 감안

성장성과 재무구조 개선을 동시에 보여줄 2024년

– 동사의 주가에 있어 가장 중요한 요소는 크게 두가지. 1) 성장성 지속, 2) 금융비용 개선 여부. 보수적인 관점에서 홀드율 기존 수준으로 하락 및 현재 수준의 금융비용이 유지될 것으로 전망했으나 1분기와 같은 높은 홀드율 유지 시 시장 예상치를 크게 상회한 매출 성장이 기대됨

– 금융비용의 경우 올해 11월에 예정된 리파이낸싱이 중요한데 개선될 가능성이 높다고 판단. 1) 1분기 자산재평가로 재무구조가 개선되었으며, 2) 영업이익 흑자 달성, 3) 연말 금리 인하 기조가 예상되기 때문. 개선 확인 후 실적 전망 및 목표주가를 즉각 상향시킬 계획

2024년 매출 4,630억원(YoY +48%), OP 351억원(YoY 흑전) 전망

– 2024년 연결 기준 매출액은 4,630억원(YoY +48%), 영업이익 351억원(YoY 흑전)을 기록할 것으로 예상. 카지노 및 여행 부문의 매출 성장이 전년대비 각각 +81%, 48% 예상. 비용 레버리지 효과로 2024년 영업이익 흑자 달성할 전망. 카지노 및 여행업 업황 1분기 개선세가 기대치를 상회한만큼 연간 성장폭도 기대해볼만

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	184	314	463	538	584
영업이익	-119	-61	35	76	98
세전순이익	-224	-213	-118	-56	-28
총당기순이익	-225	-202	-112	-53	-26
지배지분순이익	-225	-202	-112	-53	-26
EPS	-3,136	-2,721	-1,475	-692	-343
PER	NA	NA	NA	NA	NA
BPS	3,283	931	7,801	8,060	8,394
PBR	4.4	10.1	1.2	1.1	1.1
ROE	-154.2	-132.9	-33.9	-8.7	-4.2

자료: 롯데관광개발, 대신증권 Research Center

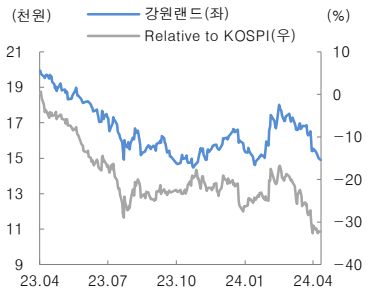
강원랜드 (035250)

임수진 soojin.lim@daishin.com

투자의견	BUY 매수 신규
6개월 목표주가	20,000 신규
현재주가 (24.04.15)	14,900 레저업종

KOSPI	2,670.43
시가총액	3,188십억원
시가총액비중	0.15%
자본금(보통주)	107십억원
52주 최고/최저	19,710원 / 14,480원
120일 평균거래대금	94억원
외국인지분율	14.68%
주요주주	한국광해광업공단 36.27% 강원도개발공사 5.34%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.2	-1.4	-0.3	-24.4
상대수익률	-10.4	-6.7	-8.3	-27.2



규제완화가 필수

- 29년 오사카 카지노 개장 고려 시 규제완화 필요한 시점
- 현 주가 악재 모두 반영. 규제완화 발표 시 주가 및 실적 회복 기대
- 관광진흥법 개정안 효과 시간 소요될 전망, 24년 트래픽 개선 제한적

투자의견 매수, 목표주가 20,000원으로 신규 커버리지 개시

목표주가는 2024E EPS 1,147원에 Target PER 17.0배를 적용하여 산정. 동사의 현주가는 악재를 모두 반영한 수준으로 판단. 기대해볼만한 포인트는 동사의 행동 변화. 4월 2일 '글로벌 복합리조트의 새로운 도약'이라는 주제로 향후 2032년까지의 사업 계획을 발표했는데, 정부의 규제완화가 선행되지 않을 시 발표한 주요 추진계획 진행 불가한 상황

동사에게 있어 핵심 성장 동력은 정부의 규제완화. 29년 오사카 복합리조트 신설에 따른 국외 자금 유출 차단 및 지역 경제 안정화를 위해 정부의 규제완화책이 나올 가능성이 높다고 판단. 규제완화 시점 및 내용은 예측하기 어려우나 기대감이 전혀 반영되지 않은 현 주가 수준에서 발표 시 주가 상향으로 이어질 개연성이 높을 것으로 예상

2024년 매출액 1.4조원(YoY +4%), OP 3,115억원(YoY +4%) 전망

2024년 매출액 1조 4,390억원(YoY +3.6%), OP 2,970억원(YoY +4.2%)으로 전년 대비 소폭 성장할 전망

올해 초 문화체육관광부는 '카지노 유사행위'를 정의하고 카지노업 유사행위 시 제재할 수 있는 근거를 마련한 '관광진흥법' 일부 개정 법률안이 국회 본회의에서 통과. 이를 통해 불법 온라인 도박 및 수도권 홀덤바 성행으로 인한 부진한 트래픽 회복이 개선될 것으로 예상

다만, 유의미한 효과까지는 시간이 소요될 것으로 예상되는 바 2024년 방문객 수 253만명(YoY +5%)을 예상. 드랍액은 약 5.9조원(YoY +4%)으로 코로나 기간 증가했던 인당 드롭액이 2019년 수준으로 다시 감소한 영향

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,271	1,389	1,439	1,533	1,575
영업이익	218	282	297	317	331
세전순이익	168	457	329	353	372
총당기순이익	116	341	245	263	277
YoY	116	341	245	263	277
EPS	540	1,593	1,147	1,231	1,296
PER	42.9	10.0	13.0	12.1	11.5
BPS	15,964	17,191	17,457	17,807	18,221
PBR	1.5	0.9	0.9	0.8	0.8
ROE	3.5	9.6	6.6	7.0	7.2

자료: 강원랜드, 대신증권 Research Center

손해보험업

잘하는 회사는 계속 잘하지

박혜진 hyejin.park@daishin.com

투자의견

Overweight

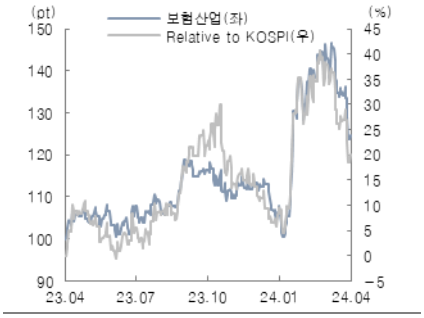
비중확대, 유지

- 손해보험 커버리지 3사 삼성화재 제외 컨센서스 하회 예상
- 4월 건강보험 일부 상품 요율 조정에 따라 신계약 매출이 상당히 호조
- 양호한 실적 흐름, 자사주 활용한 배당 정책 모멘텀 여전히 유효

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
삼성생명(★)	Buy	125,000원
메리츠금융지주(★)	Buy	120,000원
삼성화재	Buy	340,000원
DB손해보험	Buy	120,000원
현대해상	Buy	44,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.9%	17.2%	7.1%	24.6%
상대수익률	-13.0%	10.8%	-1.5%	20.0%



매크로 지표 악화로 실적이 가장 중요, 보험주 안전한 선택

업계 전반적으로 신계약 판매가 상당히 우수한 것으로 파악. 하지만 이는 그만큼 시책 경쟁이 심화됐다는 의미이기도 하기 때문에 중요한 마진 지표인 CSM 배수는 모두 하락세. 다만 매출이 워낙 좋기 때문에 3사 합산 신계약 CSM은 1.96조원으로 전년 동기 대비 8% 이상 성장 전망. 금감원 권고에 따라 실손 손해율 및 손실계약 처리 등 가정 변경 소급 적용하였기에 당 분기 예실차 및 손실계약부담비용 등 큰 변화는 없어 보임

우리가 꾸준히 강조하지만 신계약 CSM과 기말 CSM잔액이 보험사 가치판단의 가장 중요한 지표가 될 것인데 이는 매출, 계약의 퀄리티, 그리고 유지율까지의 관리가 모두 포함되는 부분이기 때문. 그런 면에서 잘 하는 회사는 계속 잘하는 관성을 보이는데 삼성화재가 가장 우수한 지표를 유지하고 있음

총선 결과에 따라 밸류업 추진 동력이 쇠퇴할 것이라는 전망으로 최근 보험주는 상당히 부진한 흐름을 보이고 있는데 자사주 활용한 배당 정책 확대는 국회 의결사항이 아니므로 우리는 여전히 5월 세부안 발표에 따른 배당정책 변화 기대감이 유효하다고 판단함. 최근의 매크로 환경이 금리 인하시기를 늦추고 있어 주가는 펀더멘탈이 강조될 수 밖에 없는데 그런 면에서 보험주가 안전한 선택이 될 수 있기에 최근의 조정은 매수기회로 판단

커버리지 3사 합산 순이익 1.3조원(QoQ +185%, YoY -5.4%) 기록 전망

삼성화재 컨센 상회, DB손해보험 및 현대해상 컨센서스 하회 전망

[삼성화재] 연결 기준 순이익 6,210억원(QoQ +254%, YoY +1.3%)으로 컨센서스 8.4% 상회 예상. 1분기 신계약 및 투자이익이 상당히 호조, 예실차 및 FVPL평가이익이 크게 반영되었던 지난 1분기보다도 호실적 기록 전망. 건강보험 신계약이 월평균 175억원까지 증가, 커버리지 중 압도적이며 다만 GA비중이 확대됨에 따라 배수는 떨어질 수 밖에 없어 20.9배로 마감한 2023년대비 하락한 17배 기록 예상. 어쨌든 매출이 워낙 좋기 때문에 신계약 CSM은 8,910억원(QoQ -0.2%, YoY +31.4%)으로 9,000억원에 육박하는 실적이 유지될 전망. 이에 따라 기말 CSM잔고는 13.7조원(QoQ +2.8%, YoY +10.8%)으로 증가세가 유지

손해보험 커버리지 3사 1Q24 실적 전망

(단위 : 십억원)

	1Q23	4Q23	1Q24E	컨센서스	컨센서스 대비	QoQ	YoY
삼성화재	613	176	621	573.3	8.4%	254.0%	1.3%
DB손보	447	261	425	433.5	-2.1%	62.6%	-5.1%
현대해상	315	19	256	284.4	-10.1%	1220.0%	-18.9%
계	1,376	456	1,301	1,291	0.8%	185.4%	-5.4%

자료: 대신증권 Research Center

(뒷페이지 계속)

현대건설 (000720)

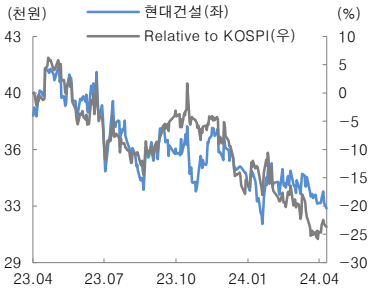
벌크업 효과

이태환
taehwan.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	54,000 유지
현재주가 (24.04.15)	32,350 건설업종

KOSPI	2670.43
시가총액	3,655십억원
시가총액비중	0.17%
자본금(보통주)	557십억원
52주 최고/최저	41,150원 / 31,400원
120일 평균거래대금	163억원
외국인지분율	23.97%
주요주주	현대자동차 외 5 인 34.92% 국민연금공단 6.87%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.2	-5.0	-9.5	-18.4
상대수익률	-6.4	-10.1	-16.8	-21.4



- 1Q24 연결 영업이익 1,972억원(+13.6% yoy) 전망. 컨센서스 부합
- 매출이 8조원 이상으로 상당히 견조한 반면, 원가율 개선은 아쉬움
- 다양한 공종 및 해외수주에서 강점. 수익성 개선과 함께 기업가치 상승 가능

투자의견 매수, 목표주가 54,000원 유지

목표주가는 2024E BPS 77,691원에 타깃 PBR 0.70배 적용. 타깃 PBR은 2024E ROE를 기준으로 PBR-ROE 방식으로 산출한 이론 PBR을 10% 할인

1Q24 Preview 벌크업 효과

연결 기준 매출액 8.3조원(+37.0% yoy), 영업이익 1,972억원(+13.6% yoy), 영업이익률 2.4%(-0.5%p yoy) 전망. 예상 이익은 시장 컨센서스 부합 전망

매출은 4Q23 실적에 이어 2분기 연속 8조원을 상회할 것으로 예상. 여전히 별도 건축/주택 매출이 견조한 상황에서 현대엔지니어링의 분기 매출이 4조원에 근접하게 올라온 것으로 파악. 다만, 외형 성장 대비 원가율 개선에 여전히 난항을 보이고 있어, 탑라인 상승 이상의 이익 상승 효과는 기대하기 어려운 상태

1분기 수주는 상당히 우수했던 것으로 파악. 사우디 자푸라 패키지-2 사업(24억불)과 더불어 현대엔지니어링 관계사 현장 도급증액 등이 반영된 효과로 추정

1분기 분양은 2,600세대(연간 목표 20,500세대)를 기록. 일단 기존 목표에서 큰 변동 없이 진행할 예정이나, 지난해처럼 시황을 보면서 조정할 가능성 높음

하반기는 내실 개선을 기대

사우디 NEC(10억불), 불가리아 원전(7조원) 등 다양한 공종에 해당하는 해외 수주 파이프라인이 풍부한 점 고려하면 수주 경쟁력은 의심하기 어려움. 다만, 수익성 개선 작업이 정체되고 있는 것이 기업 가치 상승의 장애물로 작용

하반기에는 높은 수익성의 준자체사업인 CJ 가양동 개발사업(3조원)이 착공 전환될 예정에 있어, 전사 수익성이 개선되는 동시에 미착공 PF 규모 축소 가능할 것

(단위: 십억원, %)

구분	1Q23	4Q23	1Q24(F)					2Q24		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	6,031	8,598	7,650	8,265	37.0	-3.9	7,450	8,016	11.9	-3.0
영업이익	174	144	208	197	13.6	36.4	202	209	-6.6	5.9
순이익	131	75	151	144	10.4	93.2	132	143	-13.3	-1.1

자료: 현대건설, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	21,239	29,651	31,439	29,602	29,477
영업이익	575	785	880	919	1,068
세전순이익	754	940	1,067	1,145	1,458
총당기순이익	471	654	714	761	968
지배지분순이익	409	536	567	601	763
EPS	3,637	4,767	5,042	5,344	6,785
PER	9.6	7.3	6.4	6.1	4.8
BPS	68,380	72,383	77,691	84,502	95,964
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
ROE	5.5	6.8	6.7	6.6	7.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 현대건설, 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.