

Morning Meeting Brief

Strategy

KOSPI 2,500p 이탈의 세 가지 원인과 반전 포인트

- KOSPI 올해 1월 이후 2,500 선 첫 하회(8월 5일 글로벌 증시 쇼크 제외)
- 무역 분쟁, 펀더멘털, 중국 부양책 우려가 겹치며 하락폭 확대
- 위 세가지 원인의 해소는 KOSPI 반등의 발판이 될 것

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

Quant

10월 물가. 에너지와 허리케인이 변수

- 10월에는 에너지와 허리케인이라는 변수로 미국 물가에 노이즈 발생 가능성 대두
- 에너지 가격, 최근 물가 안정의 주요 원인이었으나 10월 하락폭 축소
- 주거비와 식품의 상승이 에너지로 인한 하락을 상쇄

조재운. jaeun.jo@daishin.com

산업 및 종목 분석

[산업분석] 통신서비스: 6년의 기다림

- 5G 초기 대규모 투자에 대한 감가상각 종료 사이클 진입
- 투자상황, 경쟁상황, 요금규제 등 이상 없음
- 24~28년 연평균 9%의 안정적인 이익 개선 전망. 밸류업에도 진심

김희재. hjaeje.kim@daishin.com

[Issue & News] SK 텔레콤: AI로 돈을 버는 시대 개막

- 무선, B2C, B2B의 고른 성장 속에 마케팅비와 감가비 부담 완화
- 25E OP 2.1조원(+9% yoy), 28년까지 연평균 OP 10% 성장 전망
- AI 비전, 30년 총매출 30조원, AI 비중 35%. 25년부터 AI 매출 발생

김희재. hjaeje.kim@daishin.com

[Issue & News] LG유플러스: 다시 1조 클럽 복귀

- 19년 이후 무선 성장을 연평균 3.2%로 총매출 1.7%를 상회
- B2B는 연평균 4% 성장, 23년 및 3Q24 누적 7.4%씩 성장
- 감가비 부담 완화로 25E OP 1.05조원(+9% yoy), 1조원대 복귀 전망

김희재. hjaeje.kim@daishin.com

[Issue & News] KT: 6년의 기다림

- 6년의 기다림. 25년 하반기부터 5G 초기 상각비 부담 완화
- 경쟁사들은 5G 상각이 8년이어서 27년부터 상각비 부담 완화
- 기대 수준을 상회하는 주주가치 제고 계획. 25~28년 1조원 자사주

김희재, hjaeje.kim@daishin.com

[3Q24 Review] 시프트업: 3Q, 자세히 보면 사실상 서프

- 3Q, 인센티브 감안하면 사실상 서프. 스텔라블레이드의 예상보다 높은 판매량 영향
- 향후 주가엔 단기 실적보다 '승리의 여신: 니케'의 중국 출시 기대감 반영 전망
- 단, 출시 후 흥행 성과에 따라 주가 변동성 확대 가능성 높음. 트레이딩 전략 추천

이지은, Jeeun.lee@daishin.com

[3Q24 Review] 파라다이스: 2025 년은 중국과 기타 VIP 회복이 중요

- 3분기 부진한 홀드율에도 전지역 고른 성장세를 기록하며 컨센서스 부합
- 10월 중국, 기타 VIP 기대치 크게 하회. 향후 추정치 하향조정하며 TP 하향
- 2025년 OP YoY +13% 성장 전망, 중국 및 기타 VIP 회복세 확인 필요

임수진, soojin.lim@daishin.com

[3Q24 Review] GKL: 비용은 증가하고 VIP 회복은 어렵다

- 3분기 OP 58억원, 사내근로복지기금 및 마케팅 비용 확대로 컨센서스 하회
- 3분기 감소한 중국 VIP 10월 회복세 보였으나 여전히 더디며 홀드율도 저조
- 중국 VIP 회복세 더딘 가운데 비용 증가 추세로 향후 추정치 및 TP 하향

임수진, soojin.lim@daishin.com

Strategy

Strategist 이경민

kyoungmin.lee@daishin.com

Quant Strategist 조재운

jaeun.jo@daishin.com

Daishin Strategy

KOSPI 2,500p 이탈의 세 가지 원인과 반전 포인트

- KOSPI 올해 1월 이후 2,500 선 첫 하회(8월 5일 글로벌 증시 쇼크 제외)
- 무역 분쟁, 펀더멘탈, 중국 부양책 우려가 겹치며 하락폭 확대
- 위 세가지 원인의 해소는 KOSPI 반등의 발판이 될 것

KOSPI 2,500P 하회. 무역 분쟁, 펀더멘탈, 중국 부양책 우려가 겹치며 하락폭 확대

11월 12일 KOSPI는 -1.9% 하락한 2,483P로 마감하며 2,500선을 하회했다. 가장 최근 2,500 선을 하회한 사례는 8월 5일이었다. 8월 초 급락은 공포심리가 극에 달하며 -8.8% 하락했던 사건으로 언더슈팅이 발생했던 경우를 제외하면 올해 1월 31일 이후 처음으로 2,500선을 하회한 것이다. 이번 하락은 트럼프 발 무역 분쟁 우려, 취약한 한국 펀더멘탈, 중국 부양책 실망감이 동시 다발적으로 유입되며 KOSPI 레벨다운을 야기했다고 본다.

동시 다발적인 불안심리, 악재 유입으로 외국인 대규모 매도

3분기 실적 불안이 지속되는 가운데 대외 불확실성, 불안심리가 동시 다발적으로 유입되면서 진정되는 듯 했던 외국인 매도가 다시 강화되었다. 이로 인해 원/달러 환율이 1,400 원선을 넘어섰고, 외국인 매매와 원화 약세 압력 확대 간의 악순환의 고리가 형성된 것이다.

특히, 외국인 대규모 매도, KOSPI 레벨다운 중심에 반도체, 그 중에서도 삼성전자가 자리한다. 한국 대표기업, 시가총액 1위 기업이라는 의미도 있지만, 현재 Si반도체 산업에서 경쟁력 약화로 대외 불확실성에 가장 민감한 종목이라고 볼 수 있다.

반도체, 삼성전자 업황/실적 악화 선반영. KOSPI 밸류 8월 5일 저점 수준

7월 11일 고점 이후 KOSPI 약세, 부진이 지속됨에 따라 주가 레벨은 물론, 밸류에이션 매력도 충분히 낮아진 상황이다. 확정실적 기준 PBR은 0.87배로 이미 8월 5일 저점 수준에 도달했고, 선행 PBR은 0.81배로 8월 5일 수준(0.8배, 2,450선)에 30p 차이로 근접했다. KOSPI 레벨다운 중심에 위치한 반도체, 삼성전자는 고점대비 -35.2%, -39.6% 급락세를 기록, 과거 업황/실적 악화 수준을 넘어 경기 침체 우려까지 상당부분 선반영하는 중이다.

불안심리 진정, 불확실성 완화만으로도 반등이 가능한 KOSPI, 삼성전자

미국 물가/경기 안정 + 중국 경기회복 가시성 여부를 확인할 11월 중순

즉, KOSPI와 반도체, 삼성전자의 지수, 주가 수준은 불안심리 진정, 불확실성 완화만으로도 언제든지 반등이 충분히 가능하다고 생각한다. 트럼프 정책에 대한 기대/우려가 정점을 지나 는 가운데 향후 주목할 부분은 매크로 환경이 투자심리를 진정시켜줄 수 있을지 여부이다.

일단, 13일, 14일에 발표되는 미국 10월 CPI와 PPI 결과가 중요하다. 기저효과에 의한 물가 반등이 예상되는데, 예상치 하회 시 과도한 통화정책 우려가 완화되면서 채권금리/달러화 안정의 트리거가 될 수 있다.

15일에는 중국 10월 실물지표가 발표된다. 가장 중요한 소매판매는 2.1%p의 기저효과에도 불구하고 전년대비 3.8% 성장이 예상된다. 이 경우 소비개선 기대심리를 자극할 수 있다. 이와 함께 고정자산 투자는 3.5%(9월 3.4%), 부동산 투자는 -9.9%(9월 -10.1%)도 저점에서 회복세를 보일 가능성이 높다.

한편, 11월, 12월 KOSPI 수급 계절성인 외국인 선물 매수, 프로그램 매수 유입도 기대해 볼 수 있다. 실적시즌이 마무리되는 가운데 추가적인 실적전망 하향조정이 진정되고, 대외 불확실성 완화와 수급 계절성이 유입된다면 23년 11월, 12월과 같은 KOSPI 반전을 기대할 수 있을 것이다.

Quant 조재운
jaeun.jo@daishin.com

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

10월 물가. 에너지와 허리케인이 변수

- 10월에는 에너지와 허리케인이라는 변수로 미국 물가에 노이즈 발생 가능성 대두
- 에너지 가격, 최근 물가 안정의 주요 원인이었으나 10월 하락폭 축소
- 주거비와 식품의 상승이 에너지로 인한 하락을 상쇄

10월 물가. 에너지와 허리케인이 변수

이번 주 13~14일 미국 CPI와 PPI 발표를 앞두고 있는 상황. 물가 안정세를 지속하고 있는 가운데 10월에는 에너지와 허리케인이라는 변수로 노이즈가 발생할 가능성 대두

에너지 가격, 최근 물가 안정의 주요 원인

에너지 가격은 최근 CPI와 PPI 안정에 큰 기여. 하반기 에너지 가격의 하락은 CPI 상승률을 억제하는 주요 요인이 되었으며, 9월에는 PPI에서도 에너지 가격이 2.7% 하락하면서 다른 부문의 가격 상승을 상쇄

주거비와 식품의 상승. 에너지로 인한 하락을 상쇄

주거비는 지속적으로 CPI를 끌어올리는 주요 요인으로 작용 중. 8월과 9월의 주거비 상승은 소비자의 생활비 증가를 의미

식품 가격은 PPI에서 두드러진 증가를 보였으며, 특히 가공 가공류와 같은 특정 항목에서 큰 폭으로 증가. 생산자 수준에서의 비용 증가가 소비자 물가로 전이 중. 식품 가격 상승 역시 생활비 증가를 야기

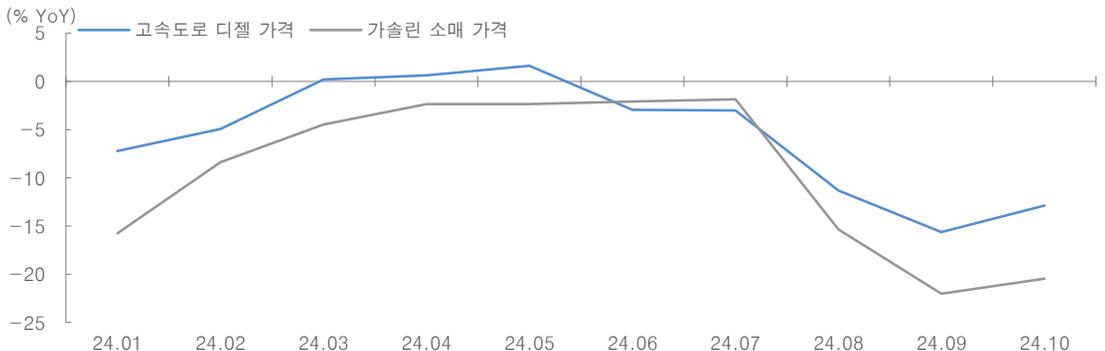
10월 에너지 소매 가격은 하락 폭 축소. 허리케인은 예상 못한 변수 가능성

10월 물가는 에너지 가격과 허리케인이 변수가 될 가능성. 하반기 물가 안정의 주요 원인이었던 에너지 가격이 하락폭을 줄였으며 일각에서는 허리케인이 예상치 못한 섹터에서 복병으로 작용할 수 있다고 지적

10월 에너지 가격은 소매 가격을 기준으로 보았을 때 소폭 상승. 가솔린 가격은 8~9월에 각각 -4.6%, -3.2% 하락했으며 디젤 가격은 -3.1%~-2.2% 하락. 10월에는 가솔린과 디젤 가격이 각각 -2.5%, 0.8%로 가솔린은 하락폭을 줄였으며 디젤은 상승으로 전환

일각에서는 헬렌과 밀턴 허리케인 이후 자동차 및 자동차 부품에 대한 수요 증가와 대피 명령에 따른 호텔 숙박이 서비스 가격의 상승 기여 가능성을 지적

에너지 가격 하락폭 축소



자료: EIA, 대신증권 Research Center

통신서비스업

6년의 기다림

- 5G 초기 대규모 투자에 대한 감가상각 종료 사이클 진입
- 투자상황, 경쟁상황, 요금규제 등 이상 없음
- 24~28년 연평균 9%의 안정적인 이익 개선 전망. 밸류업에도 진심

투자 의견 비중 확대(Overweight), Top-Pick KT 유지

5G 초기 투자비 감소 사이클 진입, 30년 6G 도입 시점까지 CAPEX 부담 감소, 과열경쟁 없는 안정적인 시장 상황, 기대 수준을 뛰어넘는 기업가치 제고 계획, 유무선 안정적인 사업 포트폴리오를 통해 28년까지 연평균 9%의 이익 개선

6년의 기다림. 감가비 감소 사이클 진입

19.4월 5G 상용화. 감가상각은 KT 6년, SKT/LGU+ 8년. 25년 하반기부터 KT의 5G 초기 투자에 대한 감가상각 종료. 이론적으로 2년간 3천억원 수준 감소

투자 상황 점검. 이상 없음

28년 5G 주파수 이용 기한 종료시 재할당 외에 추가 주파수 할당 가능성 낮음. 6G는 30년 표준 채택 예정이고 주파수 특성상 투자규모 감소 가능

경쟁 상황 점검. 이상 없음

휴대폰 교체주기 상승(10년 1.9년, 23년 3년) 및 경쟁 완화에 따른 마케팅비 부담 감소. 매출대비 마케팅비 비중 19년 21%, 25E 19%

요금 이슈 점검. 이상 없음

단통법 폐지, 전환지원금 도입 영향은 중립적. 20년 전기통신사업법 개정으로 통신요금 인가제 폐지, 유보신고제 도입 후 요금규제 부담 완화

밸류업에도 진심

SKT와 KT 기업가치 제고 계획 발표, ROE, 중장기 성장 목표, 주주환원 등 시장 기대수준을 상회하는 구체적인 목표 제시

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	56,861	58,357	58,701	59,597	60,070
영업이익	4,383	4,401	3,611	5,995	5,824
세전순이익	3,987	3,583	3,128	5,498	5,309
총당기순이익	2,998	2,765	2,381	4,237	3,985
지배지분순이익	2,838	2,726	2,335	3,955	3,741
EPS	4,042	3,890	3,360	5,716	5,429
PER	8.5	8.9	11.5	6.8	7.2
BPS	51,411	52,240	54,022	57,477	60,900
PBR	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
ROE	7.9	7.5	6.3	10.2	9.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: KT, SK텔레콤, LG유플러스 합산, 대신증권 Research Center

김희재

hjaee.kim@daishin.com

투자 의견

Overweight

비중 확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자 의견	목표주가
KT	Buy	53,000원
SK텔레콤	Buy	77,000원
LG유플러스	Buy	13,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.6	8.3	11.0	15.3
상대수익률	9.4	14.2	22.0	11.9



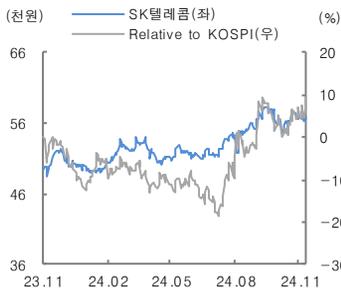
SK텔레콤 (017670)

김화재 hjaje.kim@daisin.com

투자이견 BUY
매수, 유지
6개월 목표주가 77,000 유지
현재주가 56,900
(24.11.12) 통신서비스업중

KOSPI	2,482.57
시가총액	12,222십억원
시가총액비중	0.57%
자본금(보통주)	31십억원
52주 최고/최저	58,400원 / 48,900원
120일 평균거래대금	280억원
외국인지분율	42.47%
주요주주	SK 외 10 인 30.60% 국민연금공단 7.82%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.2	4.8	8.6	14.0
상대수익률	6.9	10.5	19.3	10.7



Issue & News

시로 돈을 버는 시대 개막

- 무선, B2C, B2B의 고른 성장 속에 마케팅비와 감가비 부담 완화
- 25E OP 2.1조원(+9% yoy), 28년까지 연평균 OP 10% 성장 전망
- AI 비전. 30년 총매출 30조원, AI 비중 35%. 25년부터 AI 매출 발생

투자이견 매수, 목표주가 77,000원 유지

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

AI 성장을 담은 기업가치 재고 계획 발표

25E OP 2.1조원(+9% yoy), 12년만에 OP 2조원대 복귀 전망

자본효율성 향상. 26년 ROE 10% 이상

주주환원. 24~26년 연결 기준 조정 당기순이익의 50% 이상

AI 비전 제시. 30년 총매출 30조원, AI 비중 35%

시로 돈을 버는 시대 개막

활발하게 AI BM을 수립 중이고, 25년부터는 AI 매출이 조금씩 발생할 전망
23.9월 AI 피라미드 전략 발표 전후로 활발한 제휴/투자 진행

23년 기업가치 25조원을 상회하는 것으로 평가받는 Anthropic에 \$100m 투자, PAA(Personal AI Assistant) 솔루션인 에이닷 고도화

24.2월 Lambda(\$20m), 6월 Perplexity(\$10m), 7월 SGH(\$200m) 등 24년 총 3.2천억원 투자. AI DC 포함한 DC는 24년 100MW, 30년 300MW 전망

24.12월부터는 Lambda와 AI DC GPUaaS(GPU As a Service) 서비스 시작
에이닷-Perplexity 프로모션으로 1년간 SKT 고객에게 Perplexity Pro(월 이용료 \$20) 무료 제공. 25년말부터는 유료 전환 후 R/S 모델 도입 예정

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	17,305	17,609	17,992	18,429	18,837
영업이익	1,612	1,753	1,927	2,106	2,302
세전순이익	1,236	1,488	1,569	1,796	2,002
총당기순이익	948	1,146	1,207	1,365	1,521
자배지분순이익	912	1,094	1,166	1,310	1,460
EPS	4,169	4,997	5,418	6,100	6,799
PER	11.4	10.0	10.5	9.3	8.4
BPS	51,721	52,044	55,547	58,178	61,408
PBR	0.9	1.0	1.0	1.0	0.9
ROE	8.0	9.6	10.0	10.7	11.4

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

LG유플러스 (032640)

김화재 hjaje.kim@daisin.com

투자의견 BUY
매수, 유지

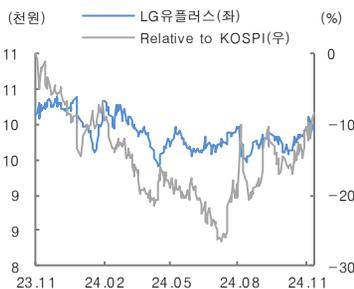
6개월 목표주가 13,000
유지

현재주가 10,000
(24.11.12)

통신서비스업종

KOSPI	2,482.57
시가총액	4,366십억원
시가총액비중	0.20%
자본금(보통주)	2,574십억원
52주 최고/최저	10,500원 / 9,510원
120일 평균거래대금	82억원
외국인지분율	35.00%
주요주주	국민연금공단 6.35%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.7	3.8	0.2	-2.9
상대수익률	7.4	9.5	10.1	-5.8



다시 1조 클럽 복귀

- 19년 이후 무선 성장률 연평균 3.2%로 총매출 1.7%를 상회
- B2B는 연평균 4% 성장, 23년 및 3Q24 누적 7.4%씩 성장
- 감가비 부담 완화로 25E OP 1.05조원(+9% yoy), 1조원대 복귀 전망

투자의견 매수(Buy), 목표주가 13,000원 유지

24E EPS 1,291원에 PER 10배 적용. PER 10배는 최근 5년 통신업 평균 (KT, LGU+ 기준)

무선의 견조한 성장과 B2B의 고성장. 25년 OP 1조원대 복귀 전망

5G 도입한 19년 이후 무선 성장률은 연평균 3.2%로 총매출 1.7%를 상회 B2B는 연평균 4% 성장, 23년 7.4% 성장하여 SKT 6.2%, KT 2%를 상회 3Q24 누적 성장률 역시 7.4%로 SKT 4.3%, KT 2.1%를 크게 상회

22년 3.5GHz 대역 20MHz폭의 주파수 추가 획득 및 23년 마케팅 효율화 관련 전산 시스템 완공으로 22~24년 감가비 증가, 25년부터 부담 완화

OP 23년 9.9천억원(-8% yoy), 24E 9.7천억원(-3% yoy)
25E 1.05조원(+9% yoy)으로 2년 만에 OP 1조원대 복귀 후 28년까지 연평균 7%의 OP 성장률 보일 것으로 전망

매력적인 주주환원과 밸류에이션

24~26년 별도 당기순이익의 40% 이상 배당, 23년 DPS인 650원 보장 밸류업 공시를 통해 규모는 크지 않지만 자사주 취득/소각도 시행할 가능성이 높아서, 25년 총주주환원 수익률은 7% 수준에 이를 것으로 전망

또한, KT의 외인한도는 소진되었고, SKT도 42% 수준이어서, 외인 수급에 있어서는 가장 유리한 위치

PER 7.7X은 지난 10년간 가장 낮은 수준

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 배 %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	13,906	14,373	14,548	14,535	14,953
영업이익	1,081	998	965	1,048	1,090
세전순이익	857	771	740	794	822
총당기순이익	663	630	562	604	625
지배지분순이익	663	623	564	604	625
EPS	1,519	1,426	1,291	1,383	1,431
PER	7.3	7.2	7.7	7.2	7.0
BPS	18,701	19,404	20,056	20,799	21,590
PBR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE	8.4	7.5	6.5	6.8	6.8

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

KT (030200)

김희재 hjae.kim@dai shin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

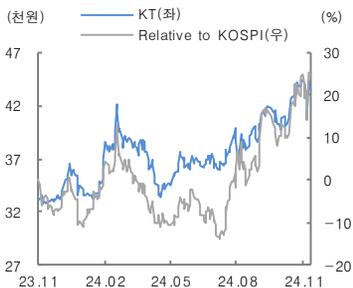
6개월 목표주가 **53,000** 유지

현재주가 **43,500**
(24.11.12)

통신서비스업중

KOSPI	2,482.57
시가총액	10,963십억원
시가총액비중	0.51%
자본금(보통주)	1,535십억원
52주 최고/최저	44,400원 / 32,850원
120일 평균거래대금	243억원
외국인지분율	49.00%
주요주주	현대자동차 외 1 인 8.07% 국민연금공단 7.69%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.2	14.5	21.5	32.2
상대수익률	13.2	20.7	33.5	28.3



6년의 기다림

- 6년의 기다림. 25년 하반기부터 5G 초기 상각비 부담 완화
- 경쟁사들은 5G 상각이 8년이어서 27년부터 상각비 부담 완화
- 기대 수준을 상회하는 주주가치 제고 계획. 25~28년 1조원 자사주

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 53,000원 유지, 통신업 Top-Pick 유지

24E EPS 5,288원(일회성 비용 적용 전 기준)에 PER 10배 적용. PER 10배는 최근 5년 통신업 평균(KT, LGU+ 기준)

6년의 기다림. 25년 하반기부터 5G 초기 상각비 부담 완화

11~12년 투자가 집중된 LTE는 3사 모두 6년 상각 진행, 17~18년 상각비 감소. 5G는 19~20년에 투자 집중, KT는 6년, SKT와 LGU+는 8년 상각

KT의 실적은 경쟁사들보다 비용을 선반영한 실적이고, 25년 하반기부터 5G 초기 투자에 대한 상각이 완료되면서, 이론적으로는 2년간 약 3천억원 수준 감소

4.5천명의 인력 재배치에 따라 25년부터 약 3천억원의 이익 개선 효과 발생
25E OP 2.8조원(+295% yoy)

베일 벗은 밸류업. 주주가치도 기업가치도 아첼레란도, 점점 빠르게!

예상을 뛰어넘는 25~28년 1조원 자사주 매입/소각. DPS와 자사주 모두 점점 증가속도가 빨라질 것으로 전망. 주주환원 25E 7천억원, 28E 8.3천억원

KT의 주주환원에 대한 진심은 정관 변경에서도 확인 가능. 22.3월 40기 주주총회에서 다음과 같이 정관 변경. 제7장 계산. 제49조(배당금의 지급). 1. 이익의 배당은 주주에게 금전, 주식 및 기타의 재산으로 할 수 있다.

주주환원 방법을 다양화 하겠다는 의도로, 주주에게 다양한 방법으로 배당할 수 있도록 정관상의 근거를 마련한 것. 예를 들어, KT클라우드처럼 물적분할한 회사가 상장할 경우, 해당 주식을 KT 주주에게 배당으로 지급 가능

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	25,650	26,376	26,161	26,633	26,279
영업이익	1,690	1,650	719	2,841	2,433
세전순이익	1,894	1,324	819	2,908	2,485
총당기순이익	1,388	989	612	2,268	1,839
지배지분순이익	1,262	1,010	606	2,041	1,655
EPS	4,835	3,887	2,383	8,132	6,674
PER	7.0	8.9	18.3	5.3	6.5
BPS	63,621	64,462	66,256	72,475	77,976
PBR	0.5	0.5	0.7	0.6	0.6
ROE	8.0	6.1	3.6	11.7	8.8

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

시프트업 (462870)

이재은

jeeun.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

80,000

유지

현재주가

56,900

(24.11.12)

디지털컨텐츠업종

3Q, 자세히 보면 사실상 서프

- 3Q, 인센티브 감안하면 사실상 서프, 스텔라블레이드의 예상보다 높은 판매량 영향
- 향후 주가엔 단기 실적보다 '승리의 여신: 니케'의 중국 출시 기대감 반영 전망
- 단, 출시 후 흥행 성과에 따라 주가 변동성 확대 가능성 높음. 트레이딩 전략 추천

투자 의견 매수, 목표주가 80,000원 유지

12MF EPS 2,907원에 Target PER 27.7배 적용. Target PER은 당사의 높은 hit ratio, 중국 판호 발급 모멘텀 등을 반영하여 글로벌 peer 대비 30% 할증 적용

3분기, 자세히 보면 사실상 서프

3Q24 매출 580억원(YoY 52%, QoQ -11%), 영업이익 356억원(YoY 120%, QoQ -21%) 기록. 컨센서스 대비 매출 상회, 영업이익은 하회. 예상대비 스텔라블레이드의 높은 판매량으로 매출은 컨센 상회한 것으로 판단. 단, 이에 대한 인센티브가 3분기에 선반영되며, 이익은 컨센을 하회. 인센티브(약 80억원 추정)를 감안하면 3분기 실적은 사실상 서프

1) 승리의 여신: 니케는 3분기에 여름 업데이트 및 에반게리온 콜라보 이벤트 효과가 크지 않았던 것으로 판단. 1.5주년 업데이트가 있었던 2분기대비 11% 매출 감소. 2) 스텔라블레이드의 경우, 출시 분기였던 2분기대비 하향 안정화를 지속하고 있지만, 여름 업데이트 영향으로 기존 당사 추정치보다 높은, 약 36만장의 판매량을 기록한 것으로 추정. 2024년 총 판매량 추정치는 약 150만장으로 소폭 상향 조정(vs. 기존 추정치 약 140만장). 인건비는 스텔라블레이드 성과에 대한 인센티브가 선반영되며 QoQ 11% 증가. 인센티브는 약 80억원으로 추정하는데, 그 근거는 인센티브가 전혀 반영되지 않았던 1분기 수준의 인건비, 그리고 1분기 대비 증가한 20여명의 인력을 감안하여 추정. 4분기 인건비는 인센티브 제거되며 QoQ -45% 추정

승리의 여신: 니케의 3분기 업데이트 효과는 아쉽지만, 4분기 2주년 업데이트 영향으로 매출 반등 가능할 것으로 예상. 한국, 일본, 대만에서 모바일게임 매출 순위 상위권 유지 중. 4Q23년에도 1주년 업데이트를 통해 매출은 QoQ 18% 성장한 바 있음. 다만, 스텔라블레이드 판매량의 하향 안정화는 지속되고 있어 4분기 영업이익은 3분기대비 소폭 성장한 수준 전망

이제 눈길은 '승리의 여신: 니케'의 중국 출시에

최근 주가는 3분기 실적 우려에 따라 하향세를 지속. 향후 주가에는 단기 실적보다 승리의 여신: 니케의 중국 출시 기대감이 반영될 것으로 전망. 승리의 여신: 니케의 출시 일정을 2Q25로 예상하며 출시 일정 가까워질수록 신작 모멘텀 발생할 것으로 전망. 현재 주가는 당사 추정치 기준 12MF PER 20배 수준으로 밸류에이션 부담은 낮아진 상황으로 최근 주가 하락을 매수 기회로 추천. 단, 출시 전 기대감이 주가에 선반영된 만큼 출시 후 기대치에 미치지 못하는 흥행 성적 가시화 시 주가 변동성은 확대될 가능성이 높음. 트레이딩 전략 추천

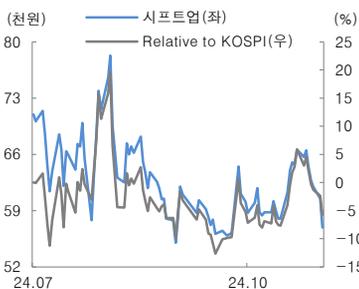
(단위: 십억원 %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24				4Q24			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	38	65	57	58	52.3	-11.0	53	51	11.9	-11.6
영업이익	16	45	42	36	120.4	-21.1	39	37	14.2	3.9
순이익	24	40	37	23	-1.9	-41.7	34	31	-5.4	31.4

자료: 시프트업 FrnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI	2482.57
시가총액	3,319십억원
시가총액비중	0.15%
자본금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	78,300원 / 55,000원
120일 평균거래대금	598억원
외국인지분율	1.92%
주요주주	김형태 외 9 인 43.17%
	ACEVILLE PTE. LTD. 34.85%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.1	-24.6	0.0	0.0
상대수익률	1.4	-20.5	0.0	0.0



파라다이스 (034230)

임수진

soojin.lim@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

14,000
하향

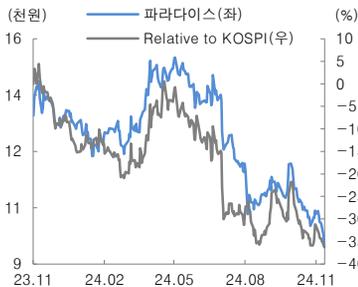
현재주가 (24.11.12)

9,460

레저업종

KOSPI	2482.57
시가총액	868십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	47십억원
52주 최고/최저	15,410원 / 9,460원
120일 평균거래대금	48억원
외국인지분율	5.18%
주요주주	파라다이스글로벌 외 8 인 45.57%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.4	-12.7	-37.0	-33.0
상대수익률	-9.5	-8.0	-30.8	-35.0



2025년은 중국과 기타 VIP 회복이 중요

- 3분기 부진한 홀드올에도 전지역 고른 성장세를 기록하며 컨센서스 부합
- 10월 중국, 기타 VIP 기대치 크게 하회. 향후 추정치 하향조정하며 TP 하향
- 2025년 OP YoY +13% 성장 전망, 중국 및 기타 VIP 회복세 확인 필요

투자 의견 Buy 유지 및 목표주가 14,000원으로 -13% 하향

목표주가는 2025E EPS 807원에 업종 Target PER 17.1배를 적용. 10월 국경절 성수기에도 코로나 이전과 같은 국경절 효과는 보이지 않아 아쉬운 모습. 2018, 19년 평균 MoM +54%를 기록한 것과 달리 올해에는 +19% 수준으로 부진 또한, 기타 VIP도 전월 대비 -19% 감소하며 10월 예상과 달리 감소폭이 큰 상황. 보수적인 시각에서 중국 및 기타 VIP의 향후 추정치 하향 조정하며 TP 하향

3Q24 Review: 홀드올이 아쉬웠던 분기

3Q24 연결기준 매출액 2,682억원(QoQ -1.8%, YoY -6.1%), 영업이익 362억원(QoQ +13.1%, YoY -36.6%)으로 컨센서스 부합. 드랍액은 1.77조원으로 전분기 대비 +4.1% 성장하였으나 홀드올이 전분기 대비 -1.8%p 하락하며 카지노 판매출 당사 추정치 하회. 3분기에는 중국, 일본, 기타 VIP의 방문객 수 고르게 성장했는데 각각 QoQ +3.7%, +3.6%, +3.4% 기록. 주목할 점은 일본 성장세 지속되고 있다는 점으로 3분기 일본 VIP 드롭액은 7,658억원으로 최고치를 경신

2025년은 중국과 기타 VIP 회복이 중요

2025년 예상 매출액은 1.2조원(YoY +9.9%), 영업이익 1,680억원(YoY +12.6%). 강점을 보이고 있는 일본 VIP의 경우 마케팅 확대에 양호한 성장을 지속하고 있어 긍정적이나 그외 지역은 회복세가 더디며 신규 카지노인 인스파이어의 등장으로 마케팅비까지 증가하는 추세. 중국 및 기타 VIP 회복세 확인이 필요한 시점

(단위: 십억원, %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24P		4Q24					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	286	273	276	268	-6.1	-1.8	271	274	13.1	2.0
영업이익	57	32	41	36	-36.6	13.1	37	39	163.0	7.0
순이익	35	15	16	19	-46.5	29.7	16	13	흑전	-33.1

자료: 파라다이스, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	588	994	1,080	1,171	1,257
영업이익	10	146	150	168	192
세전순이익	30	92	118	124	147
총당기순이익	16	80	103	106	122
지배지분순이익	25	63	72	74	85
EPS	279	683	784	807	929
PER	63.1	19.5	13.0	12.6	11.0
BPS	14,979	15,336	15,884	16,429	17,053
PBR	1.2	0.9	0.6	0.6	0.6
ROE	2.0	4.5	5.0	5.0	5.6

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

GKL (114090)

임수진

soojin.lm@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월
목표주가

13,000
하향

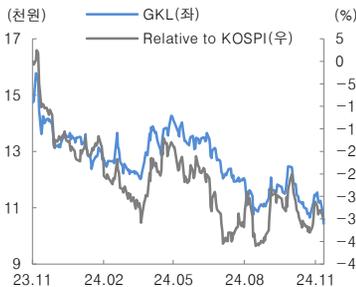
현재주가
(24.11.12)

10,430

레저업종

KOSPI	2482.57
시가총액	645십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	31십억원
52주 최고/최저	14,430원 / 10,430원
120일 평균거래대금	21억원
외국인지분율	10.42%
주요주주	한국관광공사 51.00% 국민연금공단 7.87%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.1	-8.5	-24.7	-27.7
상대수익률	-2.8	-3.5	-17.3	-29.8



비용은 증가하고 VIP 회복은 아쉽다

- 3분기 OP 58억원, 사내근로복지기금 및 마케팅 비용 확대로 컨센서스 하회
- 3분기 감소한 중국 VIP 10월 회복세 보였으나 여전히 더디며 홀드율도 저조
- 중국 VIP 회복세 더딘 가운데 비용 증가 추세로 향후 추정치 및 TP 하향

투자 의견 매수 및 목표주가 13,000원으로 -24% 하향

목표주가는 2025E EPS 776원에 Target PER 17.1배를 적용하여 산출. 올해부터 다시 매년 사내근로복지기금이 반영될 예정이며 국경절에도 중국 VIP 회복세는 더딘 상황. 최근 마카오를 포함한 동남아 지역의 카지노의 경우 비카지노 부문의 투자를 통해 트래픽을 점진적으로 올리고 있음. MASS 중심의 회복세가 기대되는 가운데 동사의 경우 비카지노 부문 투자를 통한 트래픽 확대도 기대하기 어려운 상황. 이에 향후 추정치를 보수적인 관점에서 하향 조정하며 목표주가 -24% 하향

3Q24 Review: 돌아온 사내근로복지기금 및 마케팅 비용 확대로 컨센 하회

매출액 938억원(QoQ -5.1%, YoY -2.9%), OP 58억원(QoQ -56.1%, YoY -57.8%)으로 컨센서스를 크게 하회하는 부진한 실적 기록. 1) VIP 모객을 위한 마케팅 비용이 증가했으며, 2) 올해부터는 코로나 기간 면제된 사내근로복지기금 비용이 다시 반영되기 시작한 영향. 사내근로복지기금은 전년도 세전이익의 4%로 매년 하반기 발생 예정이며 이에 따라 향후 이익 추정치를 하향 조정

드랍액은 3분기 성수기에도 9,124억원으로 QoQ -4.1% 감소. 전지점 중국인 VIP 드랍액은 감소세를 보였는데 전분기 대비 -21.8% 감소한 영향. 다행히도 10월 전월대비 34% 증가하며 빠르게 본래 수준으로 회복. 다만, 국경절 효과를 감안 시 여전히 아쉬운 모습. 또한, 10월에도 홀드율 9.8%로 1년 이상 경쟁사 대비 낮은 홀드율이 지속되는 점을 감안 시 향후 홀드율 회복도 기대하기 어려운 상황. 마카오와 같이 미니멈 베팅액 상향 조정 등 전략을 고민해야할 시기

(단위: 십억원, %)

구분	3Q23	2Q24	직전추정	잠정치	3Q24P			4Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	97	99	96	94	-2.9	-5.1	96	104	14.8	11.1
영업이익	14	13	9	6	-57.8	-56.1	10	10	흑전	76.3
순이익	12	11	8	8	-33.7	-30.0	8	13	644	110

자료: GKL, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	262	397	395	425	468
영업이익	-14	51	43	46	53
세전순이익	-25	55	51	56	68
총당기순이익	-23	44	40	48	59
지배지분순이익	-23	44	40	48	59
EPS	-368	709	714	776	948
PER	NA	19.0	16.6	15.3	12.5
BPS	6,183	6,658	7,019	7,442	8,037
PBR	3.1	2.0	1.5	1.4	1.3
ROE	-5.9	11.0	10.4	10.7	12.2

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.