Morning Meeting Notes

2025-07-07

내일의 차이 현대차증권

What's Inside
SK텔레콤(BUY/63,000) 감익과 위약금 면제의 이중고
NHN(M.PERFORM/25,000) 게임 불확실성 커졌고, 실적 기대도 하향
[주식전략] Strategy Weekly - 절반의 상법 개정, 개인투자자 마음을 돌릴 수 있을까
[미국주식] 여의도 하스팟 - 유동성, 그리고 펜데믹을 달궜던 주식들

주식시장
국내증시는 미국 경제지표 호조에 따른 낮아진 연준의 기준금리 인하 기대감과 7월 8일 미국의 상호관세 유예 종료를 앞둔 경계심리에 하락 마감. 대부분 업종이 하락한 가운데 그간 상승폭 컸던 조선, 기계, 금융 업종은 차익실현 매물 출회되며 낙폭이 컸음. 반면 상법 개정안 통과에 따른 요금 인상 기대감에 유틸리티 공기업은 상승 마감
전일 미국증시는 휴장

금리&환율
국고채 금리는 상승 마감. 국고채는 미국 고용 호조에 상승한 미국채 금리에 영향 받아 약세. 6월 비농업 부문 고용은 시장 예상치 11만명을 상회한 14만7천명이였으며, 실업률은 전월 대비 0.1%p 하락한 4.1% 기록. 한편 민주당은 독자적으로 정부안보다 2조원 증액된 32조 5천억원 규모의 추경안을 단독처리 했으나, 이미 시장에 2조원 이상의 금액이 선반영 되어있어 영향은 미비할 것
전일 미국 채권시장은 휴장
원/달러 환율은 전장 대비 2.9원 상승한 1,362.3원에 마감. 환율은 전날 발표된 고용 지표 호조에 영향받아 상승 출발. 그러나, 정규장 들어서 달러인덱스의 약세 흐름이 지속되며 환율에 하방 압력이 가해졌고, 커스터디 매도가 더해지며 환율은 상승폭을 줄이며 마감
전일 미국 외환시장은 휴장

주요 뉴스
美, 8월부터 상호관세 재부과 경고
미국은 협상 진전이 없는 국가들에 대해 8월 1일부터 상호관세를 다시 부과하겠다고 공식 예고하며 무역 압박을 강화하고 있음
트럼프 대통령은 12개국 등 주요 교역국에 관세율을 명시한 서한을 발송할 계획이며, 소규모 교역국 100여 곳에도 추가 압박을 가할 예정
협상이 마무리되지 않은 국가는 상호관세 유예가 끝나는 8일부터 자동으로 관세가 부활한다고 발표

New Publications
[전기전자/디스플레이] 폴더블 2.0: 새로운 변화 흐름에 주목하자(2025-07-01)
[정유화학/2차전지] 파편화되는 세계에 적응하는 일본 기업 탐방기(2025-07-01)
[방산] 파리에어쇼 2025 참관기 - 유무인 체계 '로열 윙맨'의 개화(2025-06-25)
[자산배분] 자산배분 전략: 초저금리와 인플레를 넘어, 전략은 원칙에서 시작한다 (2025-06-13)
[중국] 2025년 하반기 중국 경제/증시 전망 - 망진자(亡秦者)는 호야(胡也) (2025-06-12)
[방산]MADEX 2025참관기 - 智者圖勝, 善者制勢(2025-06-05)
[미국주식] 2025년 하반기 미국 전망 - 착륙 줄타기 속 AI phase 3(2025-06-02)
[자산배분] 2025년 하반기 자산배분 전략 - 정책 변화에 대응하라(2025-05-29)
[반도체] 대만 Computex 방문 후기 - Team Taiwan이 더욱 강해지고 있다(2025-05-28)
[투자전략] 2025 하반기 투자전략 전망 - 국가의 시간(The Time of Nations)(2025-05-27)

Rating, Target Price Changes

NHN	BUY	25,000 원 ▷	M. PERFORM	25,000 원	(2025-07-07)
SK텔레콤	BUY	70,000 원 ▷	BUY	63,000 원	(2025-07-07)
롯데지주	BUY	27,000 원 ▷	BUY	35,000 원	(2025-07-03)
카카오	BUY	52,000 원 ▷	BUY	68,000 원	(2025-07-03)
유티아이	INITIATION	▷	BUY	36,000 원	(2025-07-01)
파인엠텍	INITIATION	▷	BUY	9,500 원	(2025-07-01)
LG화학	BUY	320,000 원 ▷	BUY	300,000 원	(2025-07-01)
포스코인터내셔널	BUY	81,000 원 ▷	BUY	68,000 원	(2025-07-01)
SNT에너지	BUY	43,000 원 ▷	BUY	51,000 원	(2025-06-27)
CJ ENM	BUY	80,000 원 ▷	BUY	90,000 원	(2025-06-27)
에스엠	BUY	140,000 원 ▷	BUY	160,000 원	(2025-06-27)
제일기획	BUY	23,000 원 ▷	BUY	24,000 원	(2025-06-26)
현대제철	BUY	32,000 원 ▷	BUY	38,000 원	(2025-06-26)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
두산	45,554	셀트리온	55,876
HD현대중공업	32,571	BNK금융지주	40,978
POSCO홀딩스	32,369	신한지주	40,174
LIG넥스원	31,335	한화솔루션	33,197
현대건설	28,536	POSCO홀딩스	30,997

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
알테오젠	-73,970	KODEX 레버리지	-150,649
에이비엘바이오	-28,849	KODEX 코스닥150레버리지	-94,514
KB금융	-26,848	KODEX 200	-70,069
레인보우로보틱스	-26,424	삼성전자	-52,374
현대로템	-24,438	한화에어로스페이스	-47,665

국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	3,054.28	-1.99	+8.61
대형주	3,048.56	-1.95	+9.10
중형주	3,370.80	-2.49	+5.97
소형주	2,501.12	-1.49	+3.98
KOSDAQ	775.80	-2.21	+2.59

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	-12,330	6,456	5,484
누적순매수(D-20)	953	10,198	-11,392

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	193,589	204,082	212,443

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	99.92	-2.75	+2.00
금융	651.12	-3.01	+8.00
운수장비	3,647.24	-3.64	-0.55
유통	409.87	-0.79	+1.92
음식료	4,572.37	-1.70	+4.61
의약품	15,843.64	+0.04	+4.44
전기전자	26,418.10	-1.78	+10.68
철강금속	5,969.35	-1.53	+13.88
화학	3,932.34	-1.75	+10.88
유틸리티	1,172.73	+3.37	+22.18
통신	512.25	-1.25	+9.86

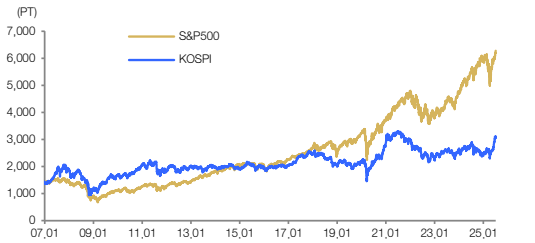
해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	6,279.35	휴장	+4.65
NASDAQ	20,601.10	휴장	+5.48
일본	39,810.88	+0.06	+5.48
중국	3,472.32	+0.32	+2.57
독일	23,787.45	-0.61	-2.13

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	2.47	+1.80	+5.50
국고채 (10년)	2.83	+1.40	-6.30
은행채AAA (3년)	2.73	+2.50	+3.80
미국국채 (2년)	3.88	휴장	-15.80
미국국채 (10년)	4.34	휴장	-16.70

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,362.30	+0.21	+0.29
원/백 엔	942.88	+0.52	+0.54
원/위안	190.18	-0.22	+0.65
달러/유로	1.18	+0.17	+3.35
위안/달러	7.16	-0.05	-0.34
엔/달러	144.48	-0.31	-0.25
Dollar Index	96.98	-0.14	-2.24

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	66.50	-0.75	+2.97
금 (usd/oz)	3,344.10	+0.04	-0.07
BDI	1,434.00	-0.62	-11.81
천연가스(NYMEX)	3.34	-1.94	-11.65

KOSPI, S&P 추이



본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

SK텔레콤 (017670)

Analyst 김현용 hykim@hmsec.com

감익과 위약금 면제의 이중고

BUY **TP 63,000원**

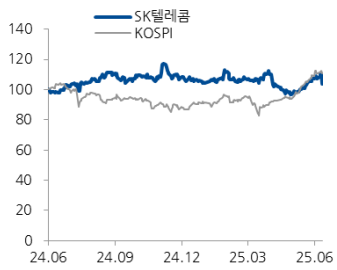
현재주가 (7/6)	54,400원
상승여력	15.8%
시가총액	11,685십억원
발행주식수	214,790천주
자본금/액면가	30십억원/100원
52주 최고가/최저가	61,500원/50,700원
일평균 거래대금 (60일)	53십억원
외국인 지분율	40.23%
주요주주 지분율	
SK외8인	30.59%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	3.6	-3.0	-4.1
상대주가(%p)	-6.0	-21.7	-23.3

※ K-IFRS XX 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	5,818	6,176	70,000
After	4,203	5,516	63,000
Consensus	5,445	5,910	66,806
Cons. 차이	-22.8%	-6.7%	-5.7%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

2분기 영업이익 컨센서스 11% 하회한 4,562억원 예상

-동사 2분기 실적은 매출액 43,918억원(YoY -0.7%), 영업이익 4,562억원(YoY -15.1%)으로 컨센서스 OP를 11% 하회하는 부진한 실적이 예상됨. 탑라인 감소는 유심 해킹 사태에 따른 무선가입자 이탈 영향으로 이동전화수익이 1.7% 감소하는 점이 가장 큰 원인. 아울러 유선사업에서도 유무선 결합상품 가입자의 일부가 이탈한 것으로 파악됨에 따라 가입자 순감 및 탑라인 위축이 불가피할 전망. 유심 교체 비용은 약 500억원으로 추정되며 영업비용에 반영될 예정. 매출 감소 및 사태 수습비용이 가중되며 영업이익은 두 자리수 감소로 예상됨

이동전화수익 1.7% 감소하며 최저 성장률 기록할 전망

-이동전화수익은 2분기 YoY -1.7%로 큰폭의 감소세를 예상함. 해킹 사태 직후 6월말까지 이탈한 무선가입자는 60여만 명으로 총 핸드셋 가입자의 3%에 육박하는 수준. 마케팅 비용의 감소보다 매출 감소 및 유심 교체 비용의 합계가 더 커 감익으로 이어질 전망. 아울러 과기부의 7월 4일 위약금 면제 발표를 동사가 수용함으로써 7월까지 추가적으로 가입자 이탈 가능성이 열려 있는 점은 3분기 무선 실적에서의 부담 요인

위약금 면제에 따른 손실 규모 & 과징금 규모에 대한 불확실성 여전

-동사는 정부의 조사결과 발표를 수용하여 4월 18일부터 7월 14일까지의 기간 동안 약정 해지 고객에게 위약금 전액을 면제하기로 공표. 아울러 기존 고객 리텐션 목적으로 8월 전 고객 이통 요금의 50%를 할인하기로 결정. 하반기에도 위약금 면제, 리텐션 비용, 과징금 등 대규모 불확실성이 남아 있는 상황으로 판단

실적 하향을 반영하여 목표주가 10% 하향 조정

-동사 목표주가를 63,000원으로 기존 대비 10% 하향 조정함. 이는 유심 해킹 사태로 인한 매출 손실, 수습 비용(유심 교체 및 위약금 면제) 등을 반영함에 따라 Fwd 12M 실적 전망치를 하향하였기 때문

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	17,609	1,753	1,094	5,504	4,997	19.9	10.0	1.0	3.6	9.6	7.1
2024	17,941	1,823	1,250	5,523	5,810	16.3	9.5	1.0	3.5	10.8	6.4
2025F	17,313	1,437	903	5,145	4,203	-27.7	12.9	1.0	3.5	7.7	6.5
2026F	18,148	1,880	1,185	5,433	5,516	31.2	9.9	1.0	3.0	10.0	6.5
2027F	18,567	1,923	1,390	4,579	6,470	17.3	8.4	0.9	2.9	11.2	6.5

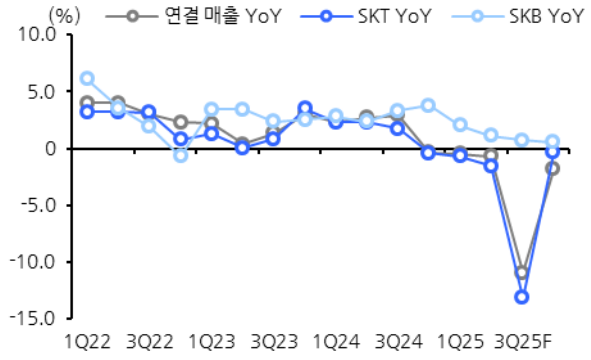
* K-IFRS 연결 기준

<표1> SK텔레콤 실적 전망 상세 내역 (단위: 억원, %)

항목	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024	2025F
영업수익	43,722	43,064	44,026	45,273	44,746	44,224	45,321	45,115	44,537	43,918	40,384	44,288	173,050	176,085	179,406	173,126
SKT	31,173	31,192	31,484	32,043	31,887	31,915	32,032	31,906	31,675	31,432	27,828	31,792	124,146	125,892	127,740	122,726
이동전화	26,270	26,179	26,541	26,545	26,643	26,733	26,719	26,609	26,615	26,279	22,479	26,370	104,627	105,535	106,704	101,742
망접속	1,154	1,115	1,070	1,114	1,129	1,084	1,062	864	975	1,016	1,043	1,001	4,855	4,453	4,139	4,035
기타	3,749	3,898	3,873	4,384	4,115	4,098	4,251	4,433	4,085	4,137	4,306	4,421	14,664	15,904	16,897	16,949
SKB	10,615	10,683	10,692	10,801	10,917	10,934	11,049	11,210	11,136	11,060	11,130	11,270	41,563	42,791	44,110	44,596
유료방송	4,720	4,740	4,790	4,800	4,760	4,770	4,830	4,850	4,780	4,770	4,840	4,860	18,830	19,050	19,210	19,250
유선통신	2,640	2,650	2,680	2,700	2,760	2,790	2,830	2,880	2,890	2,840	2,870	2,900	10,440	10,670	11,260	11,500
B2B	3,250	3,290	3,220	3,300	3,397	3,374	3,389	3,480	3,466	3,450	3,420	3,510	12,293	13,071	13,640	13,846
% YoY	2.2	0.4	1.4	3.0	2.3	2.7	2.9	-0.3	-0.5	-0.7	-10.9	-1.8	3.3	1.8	1.9	-3.5
SKT	1.3	0.0	0.8	3.5	2.3	2.3	1.7	-0.4	-0.7	-1.5	-13.1	-0.4	2.6	1.4	1.5	-3.9
이동전화	1.5	0.1	1.1	0.8	1.4	2.1	0.7	1.0	-0.1	-1.7	-15.9	-0.9	2.0	0.9	1.1	-4.7
망접속	-12.8	-13.8	-14.5	12.9	-2.2	-2.8	-0.7	0.7	-13.6	-6.3	-1.8	15.9	-5.2	-8.3	-7.1	-2.5
기타	4.7	4.5	4.1	20.7	9.8	5.1	9.8	2.2	-0.7	1.0	1.3	-0.3	10.0	8.5	6.2	0.3
SKB	3.5	3.4	2.4	2.5	2.8	2.3	3.3	3.8	2.0	1.2	0.7	0.5	2.6	3.0	3.1	1.1
유료방송	0.2	1.5	0.4	2.6	0.8	0.6	0.8	1.2	0.4	0	0.2	0.2	2.5	1.2	0.8	0.2
유선통신	3.1	3.1	3.5	-0.7	4.5	5.3	5.6	1.9	4.7	1.8	1.4	0.7	-1.3	2.2	5.5	2.1
B2B	8.7	6.5	4.5	5.3	4.4	2.5	5.2	5.0	2.0	2.3	0.9	0.9	6.5	6.3	4.4	1.5
영업비용	38,774	38,430	39,046	42,302	39,761	38,849	39,988	42,574	38,863	39,356	38,925	41,614	156,929	158,552	161,172	158,757
영업이익	4,948	4,634	4,980	2,971	4,985	5,375	5,333	2,541	5,674	4,562	1,459	2,674	16,121	17,532	18,234	14,369
SKT	4,157	3,791	4,071	2,540	4,364	4,504	4,570	1,793	4,824	3,792	596	1,833	13,211	14,559	15,231	11,045
SKB	761	827	832	672	781	836	879	1,022	960	880	973	951	3,057	3,092	3,518	3,764
영업이익률(%)	11.3	10.8	11.3	6.6	11.1	12.2	11.8	5.6	12.7	10.4	3.6	6.0	9.3	10.0	10.2	8.3
SKT	13.3	12.2	12.9	7.9	13.7	14.1	14.3	5.6	15.2	12.1	2.1	5.8	10.6	11.6	11.9	9.0
SKB	7.2	7.7	7.8	6.2	7.2	7.6	8.0	9.1	8.6	8.0	8.7	8.4	7.4	7.2	8.0	8.4
무선가입자	30,552	31,159	31,168	31,276	31,662	31,710	31,762	31,786	31,885	32,084	32,265	32,419	30,452	31,276	31,786	32,419
5G	14,148	14,673	15,003	15,500	15,932	16,226	16,577	16,917	17,242	17,468	17,770	18,050	13,393	15,500	16,917	18,050
ARPU	30,101	29,920	29,917	29,566	29,239	29,298	29,389	29,495	29,202	29,007	28,986	28,970	30,546	29,876	29,355	29,041
IPTV(천명)	6,592	6,648	6,695	6,728	6,762	6,782	6,799	6,803	6,813	6,827	6,844	6,865	6,504	6,728	6,803	6,865
초고속인터넷	6,757	6,810	6,871	6,926	6,990	7,048	7,113	7,156	7,215	7,259	7,302	7,341	6,704	6,926	7,156	7,341

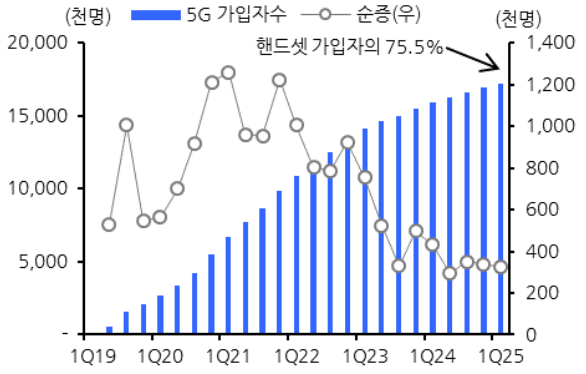
자료 : SK텔레콤, 현대차증권

<그림1> 분기별 매출 성장률 전망



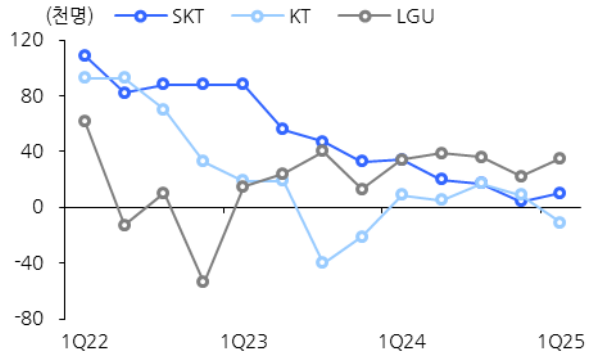
자료 : SK텔레콤, 현대차증권

<그림2> 5G 가입자수 & 순증수 추이



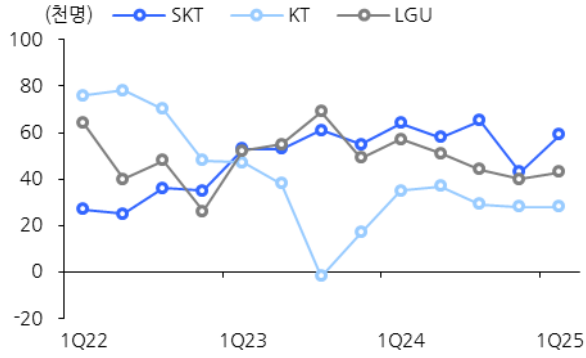
자료 : SK텔레콤, 현대차증권

<그림3> IPTV 가입자 순증수 추이



자료 : SK텔레콤, KT, LG유플러스, 현대차증권

<그림4> 초고속인터넷 가입자 순증수 추이



자료 : SK텔레콤, KT, LG유플러스, 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**17,609**	**17,941**	**17,313**	**18,148**	**18,567**
증가율 (%)	1.8	1.9	-3.5	4.8	2.3
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	**17,609**	**17,941**	**17,313**	**18,148**	**18,567**
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	1.8	1.9	-3.5	4.8	2.3
판매관리비	**15,855**	**16,117**	**15,876**	**16,268**	**16,645**
판관비율(%)	90.0	89.8	91.7	89.6	89.6
EBITDA	**5,504**	**5,523**	**5,145**	**5,433**	**4,579**
EBITDA 이익률 (%)	31.3	30.8	29.7	29.9	24.7
증가율 (%)	2.5	0.4	-6.9	5.6	-15.7
영업이익	**1,753**	**1,823**	**1,437**	**1,880**	**1,923**
영업이익률 (%)	10.0	10.2	8.3	10.4	10.4
증가율 (%)	8.8	4.0	-21.2	30.9	2.2
영업외손익	**-276**	**-383**	**-238**	**-366**	**-146**
금융수익	248	355	155	168	248
금융비용	527	606	406	394	394
기타영업외손익	3	-133	13	-140	0
종속/관계기업관련손익	11	322	0	0	0
세전계속사업이익	**1,488**	**1,762**	**1,199**	**1,515**	**1,776**
세전계속사업이익률	8.5	9.8	6.9	8.3	9.6
증가율 (%)	20.4	18.4	-31.9	26.3	17.3
법인세비용	342	375	304	339	398
계속사업이익	1,146	1,387	896	1,175	1,379
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**1,146**	**1,387**	**896**	**1,175**	**1,379**
당기순이익률 (%)	6.5	7.7	5.2	6.5	7.4
증가율 (%)	20.9	21.0	-35.4	31.2	17.3
지배주주지분 순이익	1,094	1,250	903	1,185	1,390
비지배주주지분 순이익	52	137	-7	-9	-11
기타포괄이익	-24	161	-17	0	0
총포괄이익	1,122	1,548	879	1,175	1,379

(단위: 십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**6,586**	**7,477**	**8,225**	**10,090**	**13,640**
현금성자산	1,455	2,024	2,831	4,456	7,784
단기투자자산	382	509	499	522	542
매출채권	1,979	1,989	1,953	2,041	2,122
재고자산	180	210	206	215	224
기타유동자산	2,590	2,745	2,695	2,816	2,928
비유동자산	**23,534**	**23,039**	**21,953**	**20,915**	**18,365**
유형자산	13,006	12,617	11,771	10,618	7,962
무형자산	4,936	4,267	4,146	4,146	4,146
투자자산	3,765	4,476	4,399	4,514	4,620
기타비유동자산	1,826	1,678	1,636	1,636	1,636
기타금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**30,119**	**30,515**	**30,178**	**31,006**	**32,005**
유동부채	**6,994**	**9,224**	**8,997**	**9,275**	**9,532**
단기차입금	0	100	300	300	300
매입채무	140	127	124	130	135
유동성장기부채	1,990	2,828	2,516	2,516	2,516
기타유동부채	4,864	6,170	6,057	6,329	6,581
비유동부채	**10,897**	**9,463**	**9,459**	**9,586**	**9,704**
사채	7,106	6,364	6,401	6,401	6,401
장기차입금	316	203	200	200	200
장기금융부채	305	3	17	17	17
기타비유동부채	3,170	2,893	2,840	2,968	3,086
기타금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**17,891**	**18,688**	**18,456**	**18,861**	**19,236**
지배주주지분	11,389	11,699	11,604	12,035	12,671
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	1,771	1,771	1,771	1,771	1,771
자본조정 등	-13,600	-13,726	-13,724	-13,724	-13,724
기타포괄이익누계액	387	647	655	655	655
이익잉여금	22,800	22,976	22,872	23,303	23,939
비지배주주지분	**839**	**129**	**118**	**109**	**98**
자본총계	**12,228**	**11,828**	**11,722**	**12,144**	**12,769**

(단위: 십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**4,947**	**5,087**	**5,211**	**4,917**	**4,211**
당기순이익	1,146	1,387	896	1,175	1,379
유형자산 상각비	3,751	3,700	3,708	3,553	2,656
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	-6	-2	0	0
운전자본의 감소(증가)	-274	-109	422	172	159
기타	325	115	187	17	17
투자활동으로인한현금흐름	**-3,353**	**-2,712**	**-3,113**	**-2,537**	**-127**
투자자산의 감소(증가)	-294	-568	79	-115	-106
유형자산의 감소	13	47	4	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,974	-2,487	-3,142	-2,400	0
기타	-98	296	-54	-22	-21
재무활동으로인한현금흐름	**-2,021**	**-1,810**	**-1,291**	**-755**	**-756**
차입금의 증가(감소)	-507	-336	204	16	14
사채의증가(감소)	582	-743	38	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-774	-804	-754	-754	-754
기타	-1,323	73	-779	-17	-17
기타현금흐름	**-1**	**3**	**1**	**0**	**0**
현금의증가(감소)	**-427**	**569**	**808**	**1,625**	**3,328**
기초현금	1,882	1,455	2,024	2,831	4,456
기말현금	1,455	2,024	2,831	4,456	7,784

(단위: 원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	5,237	6,446	4,170	5,472	6,419
EPS(지배순이익 기준)	4,997	5,810	4,203	5,516	6,470
BPS(자본총계 기준)	55,880	55,066	54,576	56,539	59,450
BPS(지배지분 기준)	52,044	54,465	54,025	56,032	58,993
DPS	3,540	3,540	3,540	3,540	3,540
P/E(당기순이익 기준)	9.6	8.6	13.0	9.9	8.5
P/E(지배순이익 기준)	10.0	9.5	12.9	9.9	8.4
P/B(자본총계 기준)	0.9	1.0	1.0	1.0	0.9
P/B(지배지분 기준)	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA(Reported)	3.6	3.5	3.5	3.0	2.9
배당수익률	7.1	6.4	6.5	6.5	6.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	20.9	23.1	-35.3	31.2	17.3
EPS(지배순이익 기준)	19.9	16.3	-27.7	31.2	17.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	9.4	11.5	7.6	9.9	11.1
ROE(지배순이익 기준)	9.6	10.8	7.7	10.0	11.2
ROA	3.7	4.6	3.0	3.8	4.4
안정성 (%)					
부채비율	146.3	158.0	157.4	155.3	150.6
순차입금비율	67.5	61.9	54.7	39.3	11.3
이자보상배율	4.5	4.5	3.7	4.8	4.9

** K-IFRS 연결기준*

NHN (181710)

Analyst 김현용 hykim@hmsec.com

게임 불확실성 커졌고, 실적 기대도 하향

M.PERFORM **TP 25,000원**

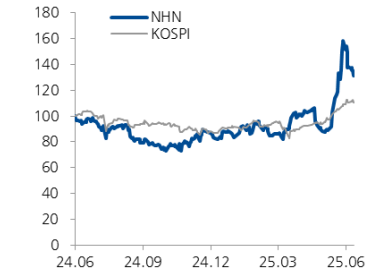
현재주가 (7/6)	28,100원
상승여력	-11.0%
시가총액	949십억원
발행주식수	33,766천주
자본금/액면가	19십억원/500원
52주 최고가/최저가	33,950원/15,640원
일평균 거래대금 (60일)	5십억원
외국인 지분율	10.58%
주요주주 지분율	
이준호 외 17인	55.11%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	42.8	46.4	59.2
상대주가(%p)	29.5	18.1	27.3

※ K-IFRS XX 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	1,850	2,398	25,000
After	1,291	2,081	25,000
Consensus	1,303	2,149	30,500
Cons. 차이	7.2%	6.9%	-18.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

2분기 영업이익 244억원으로 컨센서스 15% 하회 예상

- 동사 2분기 매출액은 6,024억원(YoY +0.5%), 영업이익 244억원(YoY -14.4%)으로 컨센서스 대비 매출은 4% 하회, 이익은 15% 하회하는 실적을 전망함. 탑라인 정체는 게임, 결제, 기술이 5~9%씩 성장이 기대되나, 커머스 구조조정에 따른 기타 부문 감소가 20%로 큰 점에 기인. 영업이익은 다키스트 데이즈 및 어비스디아 사전 마케팅 영향으로 마케팅비가 증가한 탓에 감익으로 예상됨

게임 신작 출시 일정 8~9월로 연기됨에 따라 눈높이 하향 불가피

- 2분기 게임 부문은 매출액 1,122억원(YoY +5.4%)으로 웹보드 매출 증가가 견인할 전망. 올해 최고 기대작이었던 다키스트 데이즈는 4월 24일 글로벌 OBT 이래 개선 작업을 지속 중이며, 8월 이후 정식 출시가 가능(추가 지연 가능성도 존재)할 전망. 현재 스팀 동시접속자수가 천 명 미만인 상황을 고려하면 출시되더라도 유의미한 매출 기여는 어려울 것으로 예상. 한편, 어비스디아의 경우 8월 하순 출시가 기대되나 서브컬처 RPG 시장 경쟁 격화를 감안하면 게임 부문 전체의 성장률을 움직일만한 매출액은 힘들 것으로 판단

2분기에도 결제 및 기술 부문의 전년동기대비 성장세는 이어질 것

- 2분기 결제 부문 매출액은 3,010억원(YoY +4.9%), 기술 부문 매출액은 1,064억원(YoY +8.6%)으로 양호한 성장세를 이어갈 전망. KCP의 견조한 성장이 결제 부문을 이끌고 공공 클라우드 호조세가 기술 부문을 주도할 것으로 예상

투자의견 M.PERFORM으로 하향: 게임 사업 Outlook 고려시 차익실현에 나설 시점

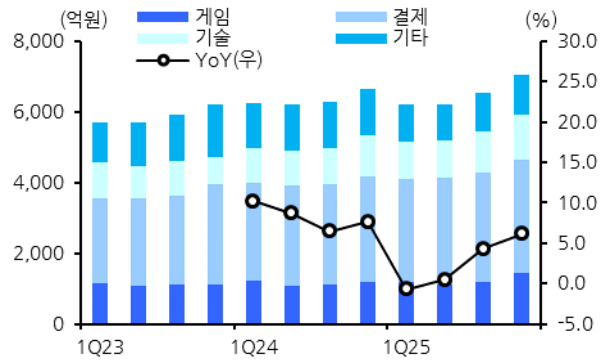
- 동사 투자의견을 M.PERFORM으로 하향하는데, 이는 게임 사업이 연초 기대치를 크게 하회함에 따라 밸류에이션 리레이팅 근거가 희석되었기 때문. 최고 기대작 다키스트 데이즈의 흥행이 사실상 힘들어짐으로써 웹보드 비중의 분산이 쉽지 않은 상황으로 판단됨

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	2,270	56	-9	149	-243	적지	N/A	0.5	3.7	NA	2.1
2024	2,456	-33	-133	72	-3,904	적지	N/A	0.4	5.8	NA	2.8
2025F	2,521	109	44	210	1,291	흑전	21.8	0.6	2.8	3.0	1.8
2026F	2,673	118	70	201	2,081	61.2	13.5	0.6	2.1	4.6	1.8
2027F	2,826	126	83	195	2,468	18.6	11.4	0.6	1.3	5.2	1.8

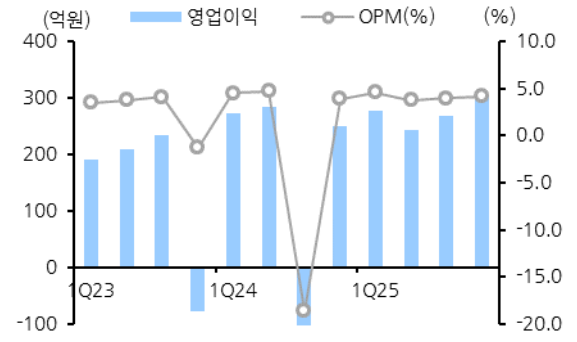
* K-IFRS 연결 기준

<그림1> 분기별 부문별 매출액 & YoY 전망



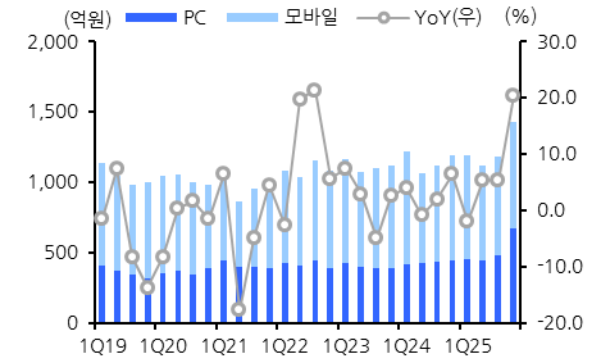
자료 : NHN, 현대차증권

<그림2> 분기별 영업이익 & OPM 전망



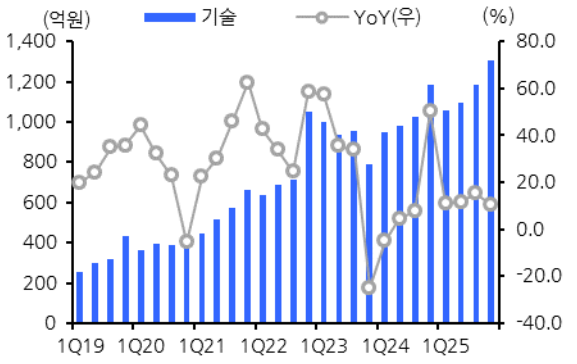
자료 : NHN, 현대차증권

<그림3> 게임 사업부문 매출액 전망



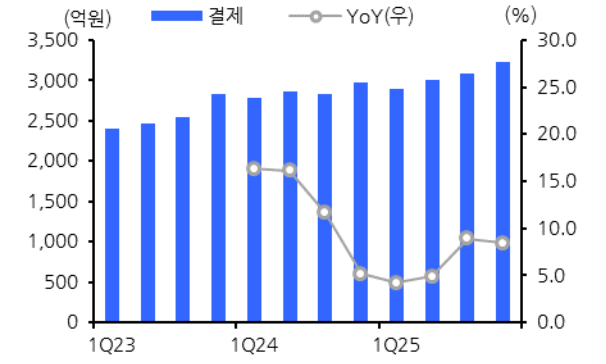
자료 : NHN, 현대차증권

<그림4> 기술 사업부문 매출액 전망



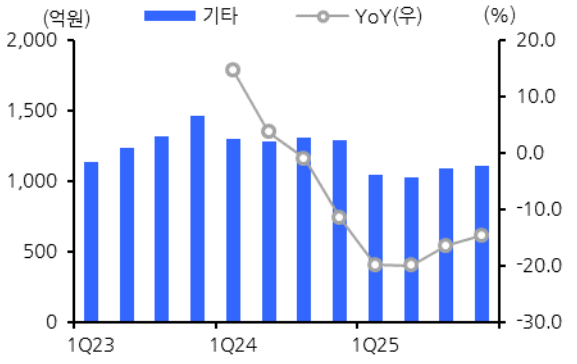
자료 : NHN, 현대차증권

<그림5> 결제 사업부문 매출액 전망



자료 : NHN, 현대차증권

<그림6> 기타 사업부문 매출액 전망



자료 : NHN, 현대차증권

〈표1〉NHN 실적 전망 상세 내역

(단위: 십억원, %)

항목	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
영업수익	548.3	551.4	571.5	598.3	604.4	599.4	608.4	643.9	600.1	602.4	634.6	683.4	2,269.6	2,456.1	2,520.5
게임	117.0	107.2	110.2	111.8	121.9	106.4	112.5	119.0	119.6	112.2	118.6	143.3	446.2	459.8	493.7
모바일	73.8	66.6	70.4	72.5	80.2	63.5	68.6	74.6	74.3	67.4	70.1	75.8	283.3	286.9	287.6
PC	43.2	40.6	39.8	39.3	41.7	42.9	44.0	44.4	45.3	44.8	48.5	67.5	162.9	172.9	206.1
비게임	431.3	444.2	461.3	486.6	482.5	493.0	495.8	525.0	480.6	490.2	516.0	540.1	1,823.4	1,996.3	2,026.9
결제	249.4	258.0	265.1	293.0	278.6	286.9	283.4	297.5	290.3	301.0	308.7	322.5	1,065.5	1,146.4	1,222.5
기술	50.6	51.9	60.7	73.4	95.1	98.0	102.7	118.5	105.6	106.4	118.3	126.7	236.5	414.3	457.0
기타	41.8	50.5	50.0	49.8	130.2	128.6	130.7	129.3	104.5	102.9	109.3	110.5	192.1	518.8	427.2
내부거래	-22.0	-20.6	-20.2	-21.7	-21.5	-20.5	-20.9	-20.4	-19.9	-20.1	-20.3	-19.6	-84.5	-83.3	-79.8
% YoY	5.4	7.8	9.4	6.7	10.2	8.7	6.4	7.6	-0.7	0.5	4.3	6.1	7.3	8.2	2.6
게임	7.6	3.0	-4.9	2.7	4.2	-0.7	2.1	6.5	-1.9	5.4	5.4	20.4	1.9	3.0	7.4
모바일	12.0	5.5	-1.3	4.8	8.7	-4.7	-2.6	2.9	-7.4	6.1	2.2	1.6	5.1	1.3	0.2
PC	0.8	-1.0	-10.8	-1.0	-3.5	5.7	10.5	13.1	8.7	4.4	10.3	52.1	-3.2	6.2	19.2
비게임					11.9	11.0	7.5	7.9	-0.4	-0.6	4.1	2.9		9.5	1.5
결제					16.3	16.2	11.6	5.2	4.2	4.9	8.9	8.4		12.0	6.6
기술					-5.0	4.7	7.6	50.2	11.0	8.6	15.2	6.9		12.6	10.3
기타					14.8	3.7	-1.0	-11.6	-19.8	-20.0	-16.4	-14.6		0.6	-17.7
영업비용	529.2	530.5	548.2	606.1	577.1	570.9	721.8	618.9	572.5	578.0	607.8	653.0	2,214.1	2,488.7	2,411.3
지급수수료	352.4	355.8	367.9	414.7	394.1	400.4	409.0	443.5	395.5	395.0	416.1	448.1	1,490.6	1,647.1	1,654.8
인건비	114.5	115.9	115.7	112.8	113.6	111.3	107.3	106.6	113.8	114.0	114.9	119.2	458.9	438.7	461.9
광고선전비	20.1	19.4	19.8	19.1	17.0	14.7	17.7	17.7	18.2	21.7	24.4	19.2	78.3	67.1	83.5
감가상각비	21.0	20.0	21.1	31.7	24.6	25.4	27.2	27.3	26.4	26.6	27.6	27.8	93.9	104.5	108.4
통신비	6.5	6.5	6.0	-3.3	3.8	3.7	3.7	3.6	3.8	3.9	4.0	4.5	15.7	14.7	16.2
기타비용	14.7	13.0	17.8	31.2	24.0	15.5	156.8	20.3	14.8	16.8	20.8	34.2	76.7	216.7	86.6
영업이익	19.1	20.9	23.4	-7.8	27.3	28.5	-113.4	25.0	27.6	24.4	26.8	30.4	55.5	-32.6	109.2
% YoY	23.1	302.1	181.5	적전	42.8	36.3	적전	흑전	1.3	-14.3	흑전	21.6	42.2	적전	흑전
OPM(%)	3.5	3.8	4.1	-1.3	4.5	4.8	-18.6	3.9	4.6	4.1	4.2	4.4	2.4	-1.3	4.3

자료 : NHN, 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**2,270**	**2,456**	**2,521**	**2,673**	**2,826**
증가율 (%)	7.3	8.2	2.6	6.1	5.7
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	**2,270**	**2,456**	**2,521**	**2,673**	**2,826**
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	7.3	8.2	2.6	6.1	5.7
판매관리비	**2,214**	**2,489**	**2,411**	**2,555**	**2,700**
판관비율(%)	97.6	101.3	95.7	95.6	95.5
EBITDA	**149**	**72**	**210**	**201**	**195**
EBITDA 이익률 (%)	6.6	2.9	8.3	7.5	6.9
증가율 (%)	26.8	-51.9	192.2	-4.2	-3.1
영업이익	**56**	**-33**	**109**	**118**	**126**
영업이익률 (%)	2.4	-1.3	4.3	4.4	4.5
증가율 (%)	42.4	적전	흑전	7.7	7.4
영업외손익	**-47**	**-86**	**-16**	**-21**	**-12**
금융수익	81	92	19	6	6
금융비용	78	69	20	4	4
기타영업외손익	-51	-109	-15	-23	-14
종속/관계기업관련손익	5	-11	-4	0	0
세전계속사업이익	**13**	**-130**	**89**	**97**	**115**
세전계속사업이익률	0.6	-5.3	3.5	3.6	4.1
증가율 (%)	752.0	적전	흑전	8.2	18.7
법인세비용	36	63	40	23	27
계속사업이익	-23	-193	50	74	88
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**-23**	**-193**	**50**	**74**	**88**
당기순이익률 (%)	-1.0	-7.8	2.0	2.8	3.1
증가율 (%)	적지	적지	흑전	49.2	18.6
지배주주지분 순이익	-9	-133	44	70	83
비지배주주지분 순이익	-15	-60	6	4	4
기타포괄이익	0	12	6	0	0
총포괄이익	-23	-180	56	74	88

(단위: 십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**1,537**	**1,419**	**1,580**	**1,815**	**2,040**
현금성자산	772	622	731	891	1,048
단기투자자산	107	143	151	165	178
매출채권	182	185	196	214	231
재고자산	67	49	52	57	62
기타유동자산	370	389	413	451	485
비유동자산	**1,912**	**1,774**	**1,678**	**1,615**	**1,565**
유형자산	706	701	636	567	509
무형자산	427	345	332	318	307
투자자산	532	474	466	487	505
기타비유동자산	247	254	244	244	244
기타금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**3,450**	**3,193**	**3,258**	**3,430**	**3,605**
유동부채	**888**	**878**	**910**	**987**	**1,057**
단기차입금	53	65	36	36	36
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	18	31	43	43	43
기타유동부채	818	782	830	908	977
비유동부채	**571**	**549**	**564**	**601**	**634**
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	179	176	167	167	167
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	392	374	396	433	466
기타금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**1,460**	**1,428**	**1,474**	**1,588**	**1,690**
지배주주지분	1,631	1,451	1,500	1,554	1,622
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	1,229	1,229	1,229	1,229	1,229
자본조정 등	-141	-133	-103	-103	-103
기타포괄이익누계액	1	12	19	19	19
이익잉여금	524	325	337	392	459
비지배주주지분	**358**	**314**	**284**	**288**	**292**
자본총계	**1,990**	**1,765**	**1,784**	**1,842**	**1,914**

(단위: 십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**165**	**47**	**233**	**207**	**201**
당기순이익	-23	-193	50	74	88
유형자산 상각비	75	86	85	70	57
무형자산 상각비	18	18	16	14	11
외환손익	-1	-3	-1	0	0
운전자본의 감소(증가)	15	-168	57	50	45
기타	80	306	26	0	0
투자활동으로인한현금흐름	**-294**	**-50**	**-23**	**-35**	**-31**
투자자산의 감소(증가)	92	30	3	-21	-19
유형자산의 감소	10	6	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-318	-48	-6	0	0
기타	-79	-39	-22	-14	-13
재무활동으로인한현금흐름	**269**	**-149**	**-101**	**-13**	**-13**
차입금의 증가(감소)	163	-3	-35	3	2
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-6	-21	-16	-16	-16
기타	112	-125	-50	0	0
기타현금흐름	**1**	**3**	**2**	**0**	**0**
현금의증가(감소)	**141**	**-150**	**110**	**160**	**157**
기초현금	631	772	622	731	891
기말현금	772	622	731	891	1,048

(단위: 원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	-656	-5,674	1,469	2,191	2,598
EPS(지배순이익 기준)	-243	-3,904	1,291	2,081	2,468
BPS(자본총계 기준)	56,954	52,282	52,824	54,552	56,687
BPS(지배지분 기준)	46,697	42,986	44,412	46,031	48,037
DPS	500	500	500	500	500
P/E(당기순이익 기준)	N/A	N/A	19.1	12.8	10.8
P/E(지배순이익 기준)	N/A	N/A	21.8	13.5	11.4
P/B(자본총계 기준)	0.4	0.3	0.5	0.5	0.5
P/B(지배지분 기준)	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(Reported)	3.7	5.8	2.8	2.1	1.3
배당수익률	2.1	2.8	1.8	1.8	1.8
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적지	적지	흑전	49.2	18.6
EPS(지배순이익 기준)	적지	적지	흑전	61.2	18.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-1.2	-10.3	2.8	4.1	4.7
ROE(지배순이익 기준)	-0.5	-8.6	3.0	4.6	5.2
ROA	-0.7	-5.8	1.5	2.2	2.5
안정성 (%)					
부채비율	73.4	80.9	82.6	86.2	88.3
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	2.4	NA	N/A	N/A	N/A

** K-IFRS 연결기준*

Strategist 김재승
jaeseung.kim@hmsec.com

Strategy Weekly

절반의 상법 개정, 개인투자자 마음을 돌릴 수 있을까

- 최근 코스피 강세에 제 2의 '동학개미운동' 기대감 높아지고 있으나...
- 아직 개인투자자들의 본격적인 진입은 확인되지 않음
- 상법 개정은 이제 첫단추, 추가적인 입법 및 세제 개편 필수적
- 단계적인 변화 소식이 들려올 때마다 코스피는 단계적으로 레벨업 할 전망

최근 코스피 강세에 제 2의 '동학개미운동' 기대감 높아지고 있으나...

코스피 지수가 3,000pt 선을 돌파하면서 주식시장에 대한 관심이 높아지고 있다. 이재명 대통령도 지난 1일 국무회의 모두발언에서 "최근 주식시장, 금융시장이 정상화되면서 대체 투자수단으로 조금씩 자리 잡아 가는 것 같다."고 말하며 부동산에서 주식시장으로 투자수단의 변화를 강조하였다. 이에 개인투자자들의 실탄 장전은 늘어가고 있다. 증시 대기자금으로 일컬어지는 고객예탁금은 투자자들이 증권사 계좌에 예치한 현금성 자산으로 바로 주식 투자에 투입될 수 있는 자금이다. 7월 3일 기준으로 66조원을 기록하며 전년말 대비 11.7조원 늘어나며 2022년 4월 이후 최고치를 기록하고 있다**(그림1)**. 마찬가지로 투자자들의 '빚투'를 나타내는 신용거래융자 잔고도 20.7조원을 기록하며 전년말 대비 5조원 늘어나며 2022년 6월 이후 가장 높은 수준을 보이고 있다. **시장에서는 상법 개정이 국회 본회의를 통과함과 맞물려서 과거 2021년 증시를 이끌었던 '동학개미운동'의 재림에 대한 기대감이 커지고 있다.**

아직 개인투자자들의 본격적인 진입은 확인되지 않음

하지만 바람과는 달리 주식시장에 대한 개인투자자들의 본격적인 진입은 확인되고 있지 않다. 이번 강세장은 전적으로 외국인의 순매수가 이끌고 있다**(그림2)**. 지난 4월말 이후 코스피가 19.5% 상승하는 과정에서 외국인은 4.5조원 규모의 순매수를 보였다. 반면 개인은 같은 기간 -5.4조원의 순매도를 보였다. 2021년 강세장과 정반대 양상이다. 2021년 코스피 강세장에서는 '동학개미운동'이라고 일컬어지는 개인투자자의 매수세가 코스피 상승을 이끌었다**(그림3)**. 반면 이번 5~6월 상승장에서는 개인의 연속성 있는 매수세가 보이지 않는다. 개인들의 최근 3개월 순매수 합을 보면 2025년 이후 0선에서 움직임을 확인할 수 있다**(그림4)**. 2021년의 꾸준한 순매수가 아닌 매수와 매도를 반복하는 패턴을 보이고 있는 것이다.

거래비중에서도 외국인 주도 강세장이 확인된다. 코스피와 코스닥을 합친 국내 증시의 투자주체별 거래비중을 보면 외국인이 약 23.4%를 차지하고 있다. 20년 평균 18.7%와 10년

평균 19.4%를 상회하고 있다. 반면 개인 투자자들의 거래비중은 64% 수준으로 20년 평균 65.2%와 최근 10년 평균 67% 대비 낮은 수준이다**(그림5)**. 정부와 언론의 바람과는 달리 아직까지는 개인들의 투자수단으로 주식시장이 본격적인 주목을 받지 못하는 모양새다.

반면 최근 서울의 아파트값의 상승세는 두드러진다**(그림6)**. 정부의 '가계부채 관리 방안(6·27 대책)'이 전격적으로 발표되면서 서울 부동산 시장에서 거래량 감소와 집값 상승폭 둔화가 나타나고 있지만, 투자자들은 과거 부동산 규제 이후 집값 상승에 대한 학습효과로 인해 투자심리가 쉽사리 식지 않고 있다. 향후 주식시장이 부동산을 대신해 가계의 장기적인 투자자산으로 인정받고, 부동산에서 주식시장으로의 지속적인 머니 무브가 나타나기 위해서는 **주식시장의 더 많은 제도 개선과 자본시장에 대한 인식 변화가 필요하다.**

상법 개정은 이제 첫단추, 추가적인 입법 및 세제 개편 필수적

이재명 대통령이 공약한 코스피 5,000pt 시대를 열기 위해서는 외국인은 물론, 개인투자자들의 국내 주식 투자가 필수적이다. 개인투자자들이 국내 주식시장을 떠나 미국 주식에 투자하는 이유는 분명하다. 한국 기업 대비 미국 기업의 혁신성과 성장성이 높다는 이유도 있지만, 소위 '국장 탈출은 지능순'이라고 표현할 만큼 인적/물적 분할을 통한 기업 쪼개기와 중복 상장, 승계 목적의 의도적 디스카운트, 인색한 주주환원과 부족한 주주 소통 등 지배주주를 제외한 일반주주들의 권리가 훼손당하는 이유가 빈번하기 때문이다. **상법 개정안이 7월 3일 국회 본회의를 통과했지만 이것은 시작일 뿐 더 많은 입법과 세제 개편 등이 필요한 이유이다.**

7월 3일 국회 본회의에서 통과된 상법 개정안은 다음과 같다**(표1)**. (1) 이사의 충실 의무 대상을 주주로까지 확대, (2) 전자 주주총회 도입 의무화, (3) 3%룰 확대, (4) 독립이사 명칭 변경 등 이다. **다만 이번 상법 개정은 지배주주가 선임하는 이사회의 구성 방식에는 영향을 주지 않는다. 여전히 지배주주가 뽑은 이사회가 의사결정을 내릴 것이다.** 집중투표제 의무화와 분리선출 감사위원 확대와 같이 이사회의 구성을 변화시킬 수 있는 법안은 공청회를 열어 의견 수렴 후 추후 검토하는 것으로 여야가 합의했다.

이번 상법 개정은 일반주주의 권리 향상의 시작이라는 점에서 투자심리에는 긍정적이지만, 이사회가 일반주주에게 해가 되는 결정만을 제한하는 최소한의 개정이다. 이사회 구성과 운영을 변화시켜 기업이 자본을 효율적으로 활용해 수익성을 높이고, 기업 가치를 제고하며, 벌어들인 돈으로 주주환원을 늘리는 등 **일반주주가 원하는 방식으로 기업과 이**

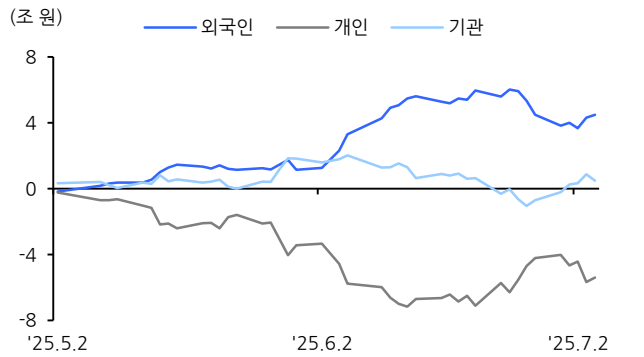
사회가 행동하게 만드는 법이 아니다. 결국 기업과 이사회가 일반주주의 이해에 부합해 자발적으로 행동할 수 있도록 당근과 채찍이 필요하다. 향후 추가적인 입법 및 사법적 절차에 주목하는 이유이다. 집중투표제와 분리선출 감사위원 확대는 물론, 배당소득 분리과세과 상속세 개정, 자사주 의무소각과 같은 법안의 통과 유무와 향후 개정된 상법에 대한 사법부의 판례가 어떻게 나올 것인지 장기적인 시각에서 주목해야 한다.

개인투자자들이 국내 증시로 돌아오기 위해서는 신뢰가 필요하다. 이재명 정부가 의지를 가지고 국내 증시의 디스카운트를 야기한 장애물들을 해결할수록 개인투자자들은 주식시장에 대한 신뢰를 회복하고, 이재명 정부의 정책에 대한 믿음을 보일 것이다. **당장은 시장에서 상법 개정에 대한 재료는 소진되었지만, 향후 단계적인 변화 소식이 들려올 때마다 투자자들은 코리아 디스카운트 해소에 주목하고 코스피는 단계적으로 레벨업 할 것이다.** 일본 정부가 2013년부터 10년 넘게 기업 거버넌스 개선 및 증시 부양에 힘썼고, 일본 증시가 10년간 2배 넘게 상승했다는 점을 다시 한번 곱씹어야 한다.

<그림 1> 고객예탁금과 신용융자잔고 증가세

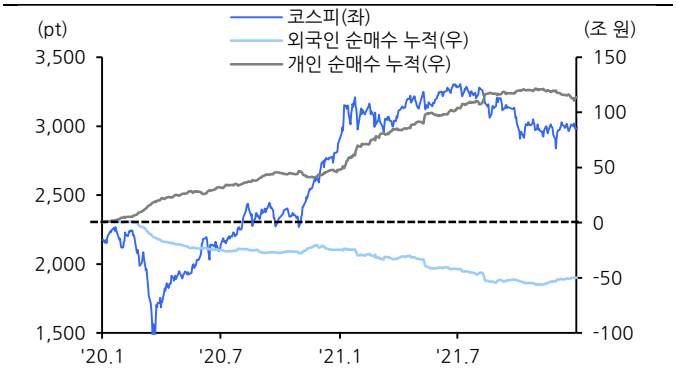
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

<그림 2> 이번 5~6월 강세장은 외국인이 주도



자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

<그림 3> 2021년 강세장은 개인투자자가 이끎

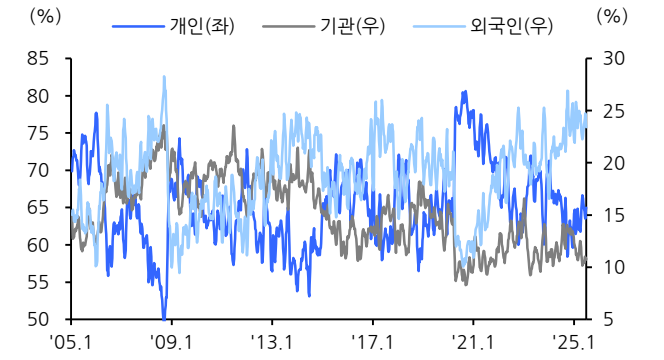


자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

<그림 4> 개인투자자 연속성 없는 순매수 보임

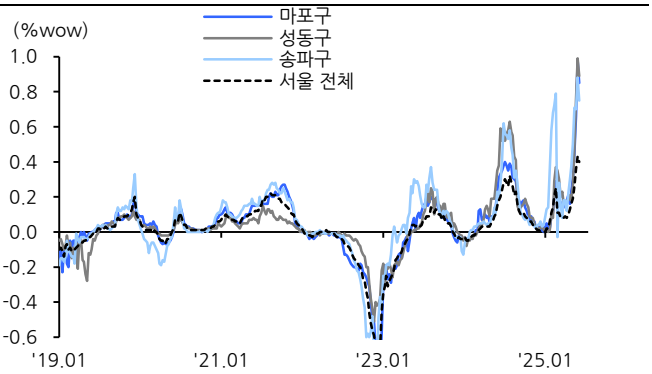
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

<그림 5> 국내 증시 투자 주체별 거래비중



주1: '25.3월 이후 NXT 거래대금은 주간 투자자별 거래비중을 바탕으로 산술으로 배분
주2: 주간 거래비중의 4주 이동평균값
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

<그림 6> 서울 아파트 가격 급등 이어지는 양상



자료: 한국부동산원, 현대차증권

〈표 1〉 자본시장 관련 변화 나타날 때마다 코스피 단계적 상승 전망

7월 3일 상법 개정안 통과 **(1)** 이사의 충실 의무 대상을 기존 '회사'에서 '회사 및 주주'로 확대 **(2)** 자산규모 **2**조원 이상 상장사 전자 주주총회 도입을 의무화 **(3) 3%**룰 확대(기존 사내이사의 감사위원 선출->사외이사까지) **(4)** 사외이사를 독립이사로 명칭 변경	시행 일시 **(1)** 즉시 시행 **(2) 2027**년 **1**월 **(3) 1**년 유예 **(4) 1**년 유예
여야 공청회 열어 의견 수렴 후 추후 검토하는 것으로 합의 **(1)** 집중투표제 의무화 **(2)** 분리선출 감사위원 확대**(1**명**->2**명**)**	향후 일정 **:** 추후 검토
추가 논의되는 법안 **(1)** 배당소득 분리과세 **(2)** 상속세 개정 **(3)** 자사주 의무 소각 **(4)** 장기보유 주식에 대한 세제 혜택(연금저축 및 **IRP** 세액공제 확대 등)	향후 일정 **(1)** 개정안 발의 중 **(2) -** **(3)** 입법 예고 **(4) -**
사법부 판례 **(1)** 이사회 행동에 대한 일반주주의 가처분 소송**/** 충실의무 여부 판례 **(2)** 소액주주 권리 훼손에 대한 유의미한 수준의 법적 처벌 등	법정 소송부터 최종 판결까지 상당히 오랜 시간 소요
회사 외부에서 고의적으로 소액주주의 권리를 훼손 입증**?** 디스커버리 제도	

코스피 단계적 상승

자료: 현대차증권

여의도 하스팟

유동성, 그리고 팬데믹을 달궜던 주식들

Analyst 하장권 research.ha@hmsec.com

유동성 + 이익 턴어라운드 = 최근의 랠리

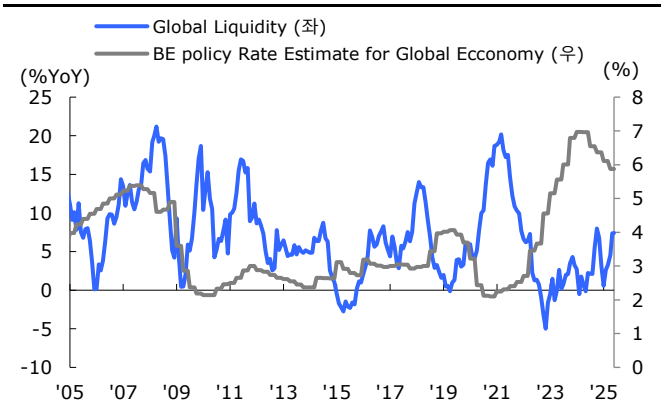
최근의 미국 증시 랠리 핵심 동력은 1) 유동성이라는 이익을 앞서는 강력한 팩터와 2) 향후 연착륙 과정에서의 개선될 이익 모멘텀의 선반영. 통상 통화정책 완화 경로에서 글로벌 유동성은 상승하는 개연성이 높음. 더욱이 최근 확산되고 있는 SLR 규제 완화 이슈는 유동성에 대한 낙관을 증폭시키는 요인

더군다나 당사 추정 대비 S&P 500 지수 이익(12MF EPS) 개선이 빠르게 진행되고 있음. 이익 증가율을 선행하는 ERR(이익수정비율)까지 반등세가 확인되며 향후 이익 증가율 둔화세 역시 보다 완화하게 전개될 것을 시사**(6/27 [여의도 하스팟] 전고점 앞둔 미국 증시. 예상보다 빠른 이익 반등).** 당장의 이익부진에도 유동성을 바탕으로 연착륙에 대한 낙관이 지수 멀티플 상승으로 나타날 것으로 예상했으나, 이익 추정치까지 개선세를 보였으니 지금 미국 증시의 탄력적 상승은 꽤나 합리적. 유동성 확대는 S&P 500 구성종목 [이익 증가율 vs. 12MF P/E] Matrix 선형회귀 추세선 기울기를 가파르게 변화시키는 요인. 즉, 같은 이익 증가율 상승에도 멀티플이 보다 탄력적인 상승할 수 있는 환경(그림2)

팬데믹을 달궜던 주식들의 랠리

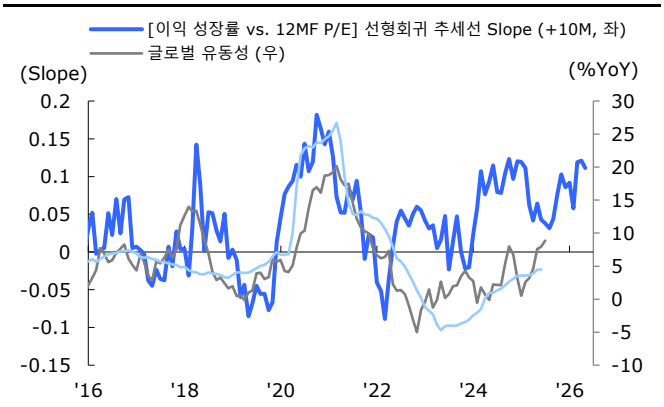
지난 1일(현지시간) 다우, Russell 2000 지수가 BM 대비 탄력적인 상승을 보이며 잠깐이나마 가치/중소형주 로테이션 기대감이 확산된 바 있으나, 관세발 물가 경로를 온전히 확인할 때까지는 뚜렷한 확산은 제한적일 것. 다만, 금리 및 유동성에 민감도가 극단에 있는 GS Non-Profitable Tech Index와 같은 지수의 모멘텀은 현재 지수 상승을 주도하는 M7보다도 성과가 우수하며, 여전히 상승 여력이 클 것으로 판단. 팬데믹 당시 상승세가 폭발적이었던 종목군들의 랠리가 부각되는 시점

<그림1> 금리 인하 → 유동성 확장



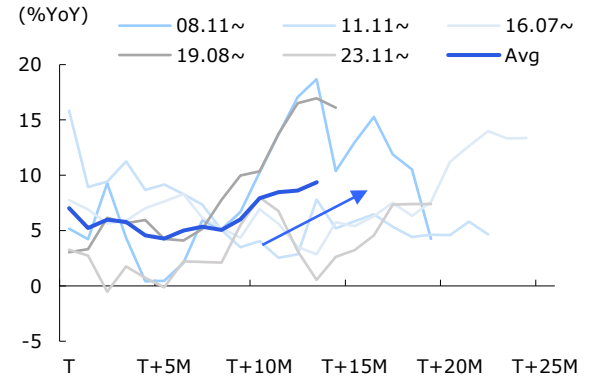
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림2> 이익 증가율 대비 멀티플 상승 탄력 ↑



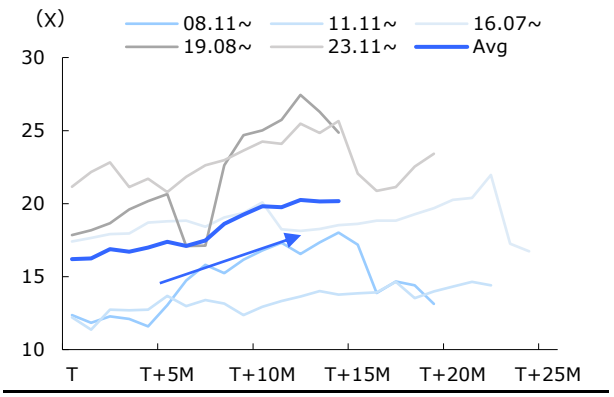
자료: LSEG, 현대차증권

<그림3> 인하기 당시 유동성 경로와



자료: LSEG, Bloomberg, 현대차증권

<그림4> S&P 500 12MF P/E 모두 상승하는 경향



자료: LSEG, Bloomberg, 현대차증권

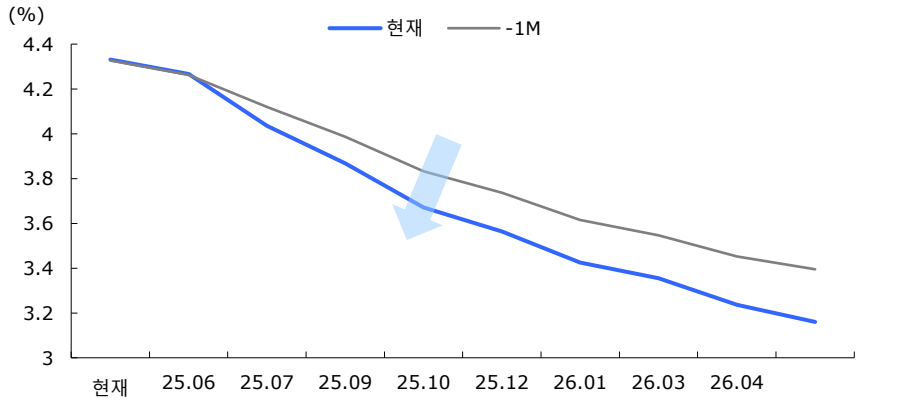
물가 경로를 낙관하고 있는 시장

보우먼, 월러의 발언으로 7월 인하 내러티브 확산

최근 보우먼, 월러와 같은 인사들 중심으로 7월 기준금리 인하 내러티브 확산. 적당히 완화되고 있는 노동 시장, 그리고 예상치를 하회한 최근까지의 물가 덕에 위험선호 심리가 강한 현재 시장은 이러한 내러티브를 어느정도 낙관하며 상승세를 보이는 중

당사는 여전히 빨라도 9월에 다음 인하가 단행될 것이며, 물가의 관세 영향은 확인할 필요가 있다는 입장 고수. 다만, 경착륙을 위협하지 않는 선에서의 관세 정책 일단락, 이란-이스라엘 불확실성 소멸 등은 통화정책 완화 경로 및 연착륙에 대한 낙관을 자극하기에 충분하다 판단. 4월의 관세 발작으로 야기됐던 스태그플레이션 우려는, 물가는 우려보다 괜찮고 주도주 이익이 지수 이익을 뒷받침하는 골디락스와 같은 기대감으로 서서히 변화되고 있는 모습

<그림5> 내러티브에서 그치겠으나, 최근 7월 인하 기대감 확산



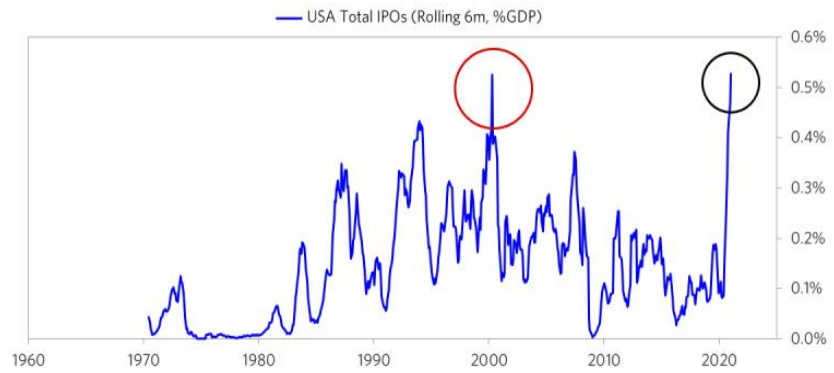
자료: Bloomberg, 현대차증권

팬데믹을 달궜던 주식들의 랠리

팬데믹 랠리를 달궜던 IPO, SPAC 등의 종목들은 BM보다 1년 먼저 하락세 진입

팬데믹 랠리 당시 가장 폭발적인 수익율을 보였던 자산군으로 IPO, SPAC 종목들을 예시로 들 수 있음. 당시의 막강한 유동성과 낮은 조달금리 환경에서 높은 밸류에이션을 책정 받은 바 있음. 지수가 한창 랠리를 달리고 있었던 21년 2월, 레이달리오의 Bridgewater에서는 <Stock Market Bubble?>이라는 리포트를 발간한 바 있음. 전반적으로 아직 마켓이 버블이 아니라 판단했으나, IPO 종목들의 한해서는 과열 징후가 포착된 바 있음(그림5). 그리고 S&P 500 지수가 22년 1월부터 하락할 때, 이들 지수는 1년 이른 21년 초부터 하락세 진입

<그림6> 당시(21.02) 레이달리오의 Bridgewater에서 판단한 IPO 종목군 과열 수준



자료: Bridgewater <Stock Market Bubble? (21.02.02)>, Bloomberg, 현대차증권

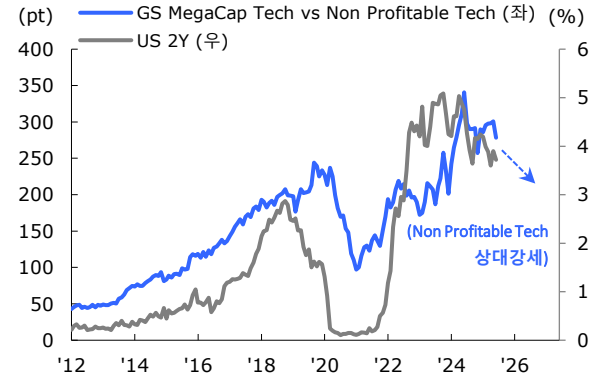
인하 가시성 확보되며 메가캡 테크 기업 대비 상대성과 우수

제로금리 환경에서 지수보다 강한 랠리를 이어갔던 만큼, 22년 긴축정책 전환으로 이들 기업은 높은 금리에 더 취약한 특성 탓에 MDD 80~80%의 더 큰 낙폭을 이어갔음. 반대로, 연착륙에 대한 가시성이 다시금 확보된 지금은 지수를 주도하는 메가캡 테크 기업보다도 견조한 성과를 보이고 있는 상황

인하 경로 재개, 마진, 비용 우려 축소가 주요 상승 동인

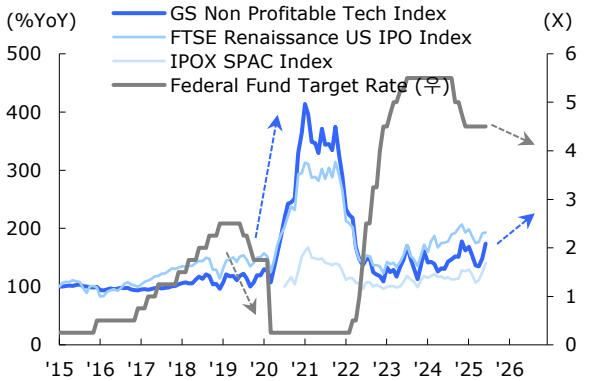
아이러니하게도 해당 기업들의 상승 동인은 성장보다도 인하 경로 재개에 따른 비용 우려 축소에 있음. 실제 12MF 매출액 변동은 거의 없음에도 불구하고, 정책금리 인하와 잇따르는 마진 컨센서스 개선이 주가의 핵심 상승 동인으로 작용하고 있음. 메가캡 테크 기업들이 지출을 줄인다는 것은 통상 주가 하방 압력으로 작용하는 것이 보통이나, 이들 기업들은 사업 철수, 내지는 비용에 대한 우려가 완화된다는 이슈가 주가에 상승 탄력을 불어넣는 경향이 강함

<그림7> 인하 기대감 → 적자 테크 기업의 강세



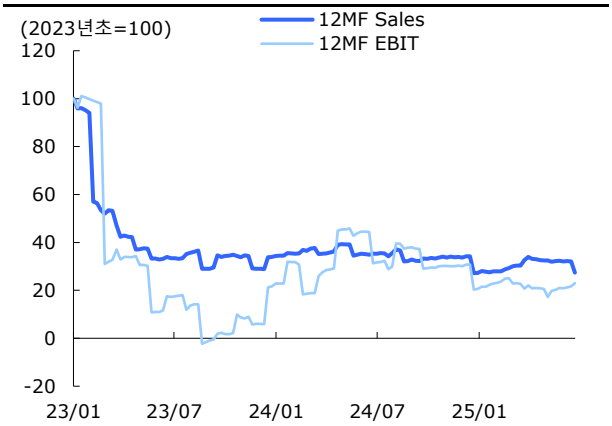
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림8> 팬데믹 대비 여전히 부진한 주가



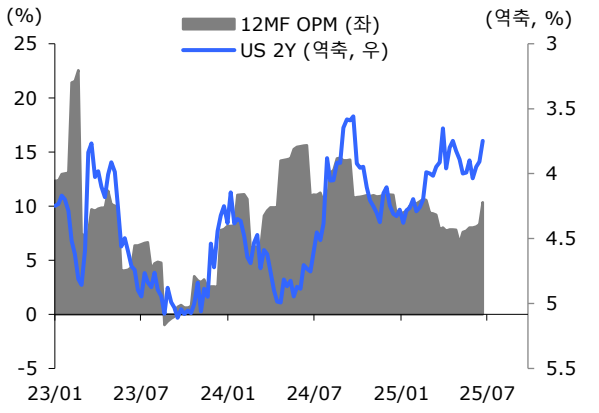
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림9> SPAC Index 12MF 매출, 영업이익



자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림10> 인하 재개에 따른 비용 안정이 상승 동력

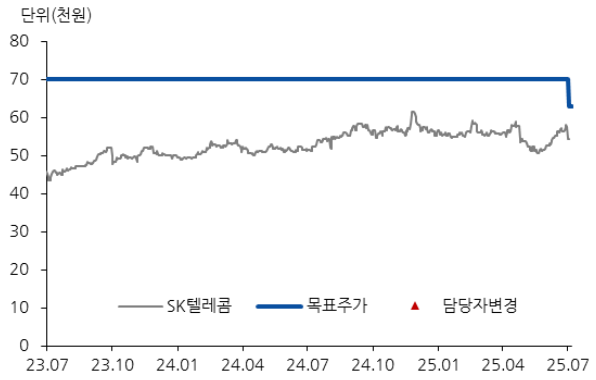


자료: Bloomberg, 현대차증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.01.09	BUY	70,000	-32.11	-27.86
2023.07.09	AFTER 6M	70,000	-24.39	-16.00
2025.07.07	BUY	63,000		

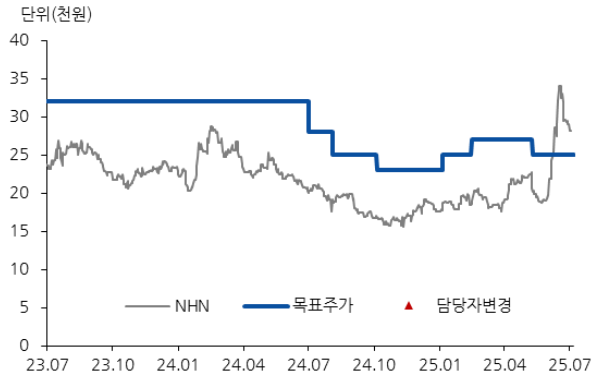
▶ 최근 2년간 SK텔레콤 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.12.28	BUY	32,000	-15.36	-7.50
2023.06.28	AFTER 6M	32,000	-25.82	-10.16
2024.07.05	BUY	28,000	-28.22	-24.46
2024.08.07	BUY	25,000	-25.92	-20.24
2024.10.08	BUY	23,000	-25.09	-16.48
2025.01.08	BUY	25,000	-24.10	-20.36
2025.02.17	BUY	27,000	-25.57	-19.63
2025.05.14	BUY	25,000	-0.79	35.80
2025.07.07	M.PERFORM	25,000		

▶ 최근 2년간 NHN 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2024.07.01~2025.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	150건	91.5%
보유	14건	8.5%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.