Morning Meeting Notes

2025-07-23

내일의 차이 현대차증권

What's Inside

GKL(M.PERFORM/15,000원) 2분기 중국VIP 급감하며 전사 드롭액 3% 감소
[자산배분] 주간 Style 전략: 주주환원이 만드는 기회

주식시장

국내 증시는 하락 마감. 코스피는 외국인, 기관이 동반 순매도 전환하며 차익실현 보임.
두산에너빌리티, 삼성전자 등이 두 주체의 순매도 상위를 차지하며 지수 하락에 기여. 대부분의 업종이 하락한 가운데 기계/장비(-4.84%), 건설(-3.01%), 전기/전자(-2.0%) 업종 약세가 두드러짐.
종목별로는 HD현대일렉트릭이 2분기 실적 예상 하회에 하락한 반면, YG PLUS가 블랙핑크 신곡 흥행 및 넷플릭스와 OST 글로벌 유통 예정 소식에 급등
미국 증시는 혼조 마감. 시장은 장 초반 오픈 AI와 소프트뱅크가 추진 중인 5,000억 달러 규모의 AI 프로젝트가 착수에 어려움을 겪고 있다는 소식에 AI 및 반도체 관련주로 매도 심리가 쏠리며 주가지수의 방향성이 엇갈리는 모습. 업종별로는 기술과 통신서비스를 제외한 모든 업종이 상승.
종목별로는 엔비디아(-2.55%), 브로드컴(-3.34%)을 비롯해 대부분의 주요 반도체 종목이 하락했고, 록히드마틴은 2분기 실적 부진으로 주가가 10.81% 급락. 반면, 의료건강 업종인 아이큐비아는 예상을 웃도는 실적에 주가가 18% 급등

금리&환율

국고채 금리는 혼조 마감. 국고채 금리는 일본 이시바 총리의 직 유지 발표에 재정확대 우려가 후퇴하고 글로벌 금리가 하락세를 보인 데 연동되며 하락세. 다만, 한국 2분기 GDP, FOMC 등 빅 이벤트 앞두고 경계감에 단기물 금리는 소폭 반등
미국채 금리는 하락 마감. 이날 채권시장은 베센트 재무장관의 완화적 발언에 집중하는 모습. 베센트 장관은 파월 의장의 사임설에 대해 "사임할 필요는 없다"고 밝혀 정치적 불확실성을 일정 부분 해소했고, 내주 스톡홀름에서 중국 측과 고율 관세 연장 여부를 논의한다는 계획도 전하며 무역갈등 완화 기대를 키움
원/달러 환율은 전장 대비 0.4원 하락한 1,387.8원에 마감. 엔화가 이날 다시 하락세를 보이며 달러-엔 환율이 상승하였고 환율은 이에 연동되어 전일 낙폭을 대부분 되돌리는 모습. 이에 더해, 코스피 지수가 1.27% 하락한 점과 이에 따른 외국인 주식 매도세로 원/달러 환율 상승 압력이 증가하며 약보합권에서 정규장 마감
달러인덱스는 97.36로 하락. 베센트 장관의 파월 의장 임기 존중 발언과 미-중 무역협상이 내주로 예정되어 있다는 소식에 정치 및 관세 불확실성 완화로 이어지며 달러 약세 요인으로 작용

Trump Watch

트럼프 "필리핀과 무역·군사 합의 타결, 상호관세 19% 적용"
도널드 트럼프 미국 대통령은 22일(현지시) 필리핀과의 무역합의가 타결됐다면서 필리핀에 앞으로 19%의 상호관세율을 적용할 것이라고 밝힘
미국이 8월 1일부터 필리핀에 대해 적용할 19%의 상호관세율은 지난 9일 트럼프 대통령이 마르코스 대통령에게 보내는 서한에 적시한 20%에서 1% 포인트 인하한 것
트럼프 대통령은 또 필리핀은 미국 제품에 무관세로 시장을 개방할 것이라고 부연했고, 필리핀과 군사적으로 협력할 것이고 강조

New Publications

[중국] 시진핑 실각 가능성 분석 및 전망 - Missing or Not Missing(2025-07-10)
[전기전자/디스플레이] 폴더블 2.0: 새로운 변화 흐름에 주목하자(2025-07-01)
[정유화학/2차전지] 파편화되는 세계에 적응하는 일본 기업 탐방기(2025-07-01)

Rating, Target Price Changes

GKL	BUY	15,000 원 ▷	M.PERFROM	15,000 원	(2025-07-23)
유니테스트	Not Rated	▷	BUY(신규)	17,500 원	(2025-07-22)
현대건설	BUY	55,000 원 ▷	BUY	84,000 원	(2025-07-21)
한국타이어앤테크놀.	BUY	51,000 원 ▷	BUY	55,000 원	(2025-07-18)
금호타이어	BUY	6,500 원 ▷	BUY	6,000 원	(2025-07-18)
S-Oil	M.PERFROM	57,000 원 ▷	M.PERFROM	67,000 원	(2025-07-18)
현대코퍼레이션	BUY	29,000 원 ▷	BUY	34,000 원	(2025-07-18)
LX홀딩스	BUY	8,300 원 ▷	BUY	11,700 원	(2025-07-17)
아이쓰리시스템	BUY	97,000 원 ▷	BUY	165,000 원	(2025-07-16)
엔씨소프트	BUY	210,000 원 ▷	BUY	250,000 원	(2025-07-15)
한화솔루션	BUY	40,000 원 ▷	BUY	51,000 원	(2025-07-14)
세아베스틸지주	BUY	22,400 원 ▷	BUY	38,000 원	(2025-07-14)
HL만도	BUY	54,000 원 ▷	BUY	50,000 원	(2025-07-11)

외국인 순매수 / 국내기관 순매수

순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
한화엔진	36,381	LG에너지솔루션	17,380
롯데칠성	31,894	KODEX 200선물인버스2X	17,245
한국전력	25,817	한화오션	8,738
한화오션	25,693	HD현대마린솔루션	8,414
알테오젠	25,356	비에이치	7,792

외국인 순매도 / 국내기관 순매도

순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
두산에너빌리티	-234,939	두산에너빌리티	-135,714
삼성전자	-46,036	KODEX 레버리지	-96,198
현대차	-22,924	KODEX 200	-34,262
현대로템	-21,957	알테오젠	-31,887
삼성바이오로직스	-20,478	효성중공업	-20,118

국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	3,169.94	-1.27	+2.14
대형주	3,159.55	-1.41	+1.92
중형주	3,552.53	-0.45	+4.41
소형주	2,564.92	-0.77	+2.20
KOSDAQ	812.97	-1.06	+1.50

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	-10,578	8,961	994
누적순매수(D-20)	-12,465	7,655	-391

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	175,842	156,994	263,825

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	95.85	-3.01	-9.88
금융	684.26	-0.57	+0.48
운수장비	3,925.15	-0.95	-0.26
유통	419.44	-1.53	+4.07
음식료	4,714.21	-0.83	+5.36
의약품	16,218.28	-0.02	+6.95
전기전자	27,336.48	-2.00	+4.69
철강금속	6,397.09	-1.83	+12.00
화학	4,107.75	-0.22	+9.41
유틸리티	1,174.43	-0.29	+9.24
통신	521.27	+1.12	+5.65

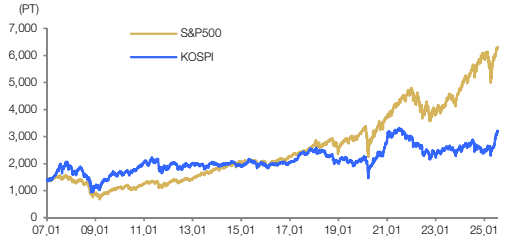
해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	6,309.62	+0.06	+3.57
NASDAQ	20,892.69	-0.39	+4.92
일본	39,774.92	-0.11	+2.54
중국	3,581.86	+0.62	+4.72
독일	24,027.17	-1.15	+1.63

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	2.46	+0.70	+0.20
국고채 (10년)	2.84	-1.60	+1.60
은행채AAA (3년)	2.69	+0.30	-4.80
미국국채 (2년)	3.84	-2.65	+0.95
미국국채 (10년)	4.35	-3.10	+5.05

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,387.80	-0.03	+2.03
원/백 엔	946.44	+0.47	+0.85
원/위안	193.43	-0.01	+1.98
달러/유로	1.18	+0.52	+1.25
위안/달러	7.17	-0.02	+0.05
엔/달러	146.63	-0.50	+1.17
Dollar Index	97.36	-0.51	-0.63

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	66.21	-1.47	+2.86
금 (usd/oz)	3,443.95	+1.10	+3.30
BDI	2,035.00	-0.83	+21.57
천연가스(NYMEX)	3.25	-2.20	-8.06

KOSPI, S&P 추이



본 조사지표는 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.

GKL (114090)

Analyst 김현용 hykim@hmsec.com

2분기 중국VIP 급감하며 전사 드롭액 3% 감소

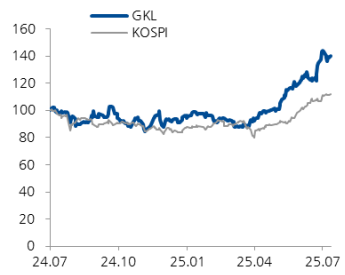
M.PERFORM	TP 15,000원
현재주가 (7/22)	17,340원
상승여력	-13.5%
시가총액	1,073십억원
발행주식수	61,856천주
자본금/액면가	31십억원/500원
52주 최고가/최저가	17,490원/10,280원
일평균 거래대금 (60일)	4십억원
외국인 지분율	15.73%
주요주주 지분율	
한국관광공사	51.00%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	12.7	40.5	42.3
상대주가(%p)	6.0	8.9	11.6

※ K-IFRS XX 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	860	943	15,000
After	801	910	15,000
Consensus	922	1,014	17,455
Cons. 차이	-13.1%	-10.3%	-14.1%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

2 분기 영업이익 138 억원으로 컨센서스 5% 하회 예상

-동사 2분기 매출액은 1,022억원(YoY +3.4%), 영업이익은 138억원(YoY +4.6%)으로 컨센서스 대비 5% 하회로 예상됨. 드롭액이 전년동기대비 3% 역성장했음에도 홀드율 개선 효과로 매출액은 3% 증가를 달성. 마진 변동은 크지 않을 것으로 전망돼 매출 증가와 유사한 영업이익 증가를 예상함

2 분기 드롭액 전년동기대비 3% 감소했으나, 홀드율이 0.6%p 증가하며 매출 반등

-동사 2분기 총 드롭액은 9,148억원(YoY -2.8%)으로 감소. 지역별 드롭액을 보면 일본 VIP가 YoY +12% 증가한 반면, 중국 VIP(YoY -26%), 매스고객(YoY -6%), 기타 VIP(YoY -2%)가 일제히 감소. 홀드율은 2분기 11.1%로 전년동기대비 0.6%p 개선되며 카지노 매출 증가를 견인

YTD 중국인 입국자수 12% 증가에도 중국 VIP 드롭액은 동기간 11% 감소

-**동사 상반기 드롭액은 전년동기대비 6% 감소했는데, 중국 VIP(YoY -11%)** 및 기타 VIP(YoY -14%)가 두 자리수 감소를 기록한 점이 주된 원인으로 파악됨. 동기간 (1~5월 누적 기준) **중국인 입국자수가 12% 증가한 점을 감안하면 VIP 카지노 실적과 전체 입국자수 간 상관 관계는 유의미하지 않다**는 방증

투자의견 하향: 선행지표인 드롭액 감소 중이고, 26F P/E 19 배로 차익실현 권고

-동사 투자의견을 M.PERFORM으로 하향 조정함. 투자의견 하향 근거는 1)선행지표인 드롭액이 상반기 감소세를 지속했고, 2)중국 인바운드 수혜가 직접적으로 확인되지 않는 상황에서 투자 심리 개선으로 주가가 급등하여 **현재 26F P/E가 19배**에 도달했기 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	397	51	44	82	709	흑전	19.0	2.0	6.5	11.0	2.6
2024	396	38	33	70	534	-24.6	20.7	1.7	5.0	8.0	2.6
2025F	426	60	50	85	801	49.8	21.2	2.4	7.8	11.7	2.1
2026F	465	66	56	76	910	13.6	18.7	2.2	7.8	12.4	2.4
2027F	476	71	61	74	991	8.9	17.2	2.1	7.4	12.5	2.4

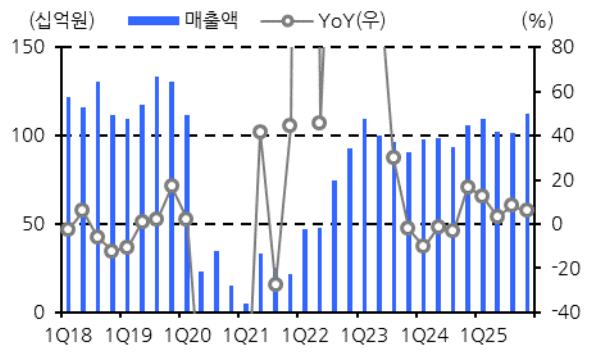
* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 GKL 실적 추정 상세 내역 (단위: 십억원, %)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024	2025F
매출액	109.2	100.2	96.6	90.7	97.9	98.8	93.8	105.9	109.9	102.2	101.5	112.2	262.1	396.7	396.4	425.7
% YoY	132.8	108.3	29.8	-2.2	-10.3	-1.4	-2.9	16.7	12.2	3.4	8.2	6.0	208.0	51.4	-0.1	7.4
카지노매출액	107.6	100.5	97.8	91.5	93.7	98.9	94.8	106.2	108.2	101.6	100.7	112.1	265.2	397.4	393.6	422.6
% YoY	132.3	107.4	27.3	-2.2	-12.9	-1.6	-3.1	16.1	15.5	2.7	6.2	5.5	196.0	49.8	-0.9	7.4
기타	1.6	-0.3	-1.2	-0.8	4.2	-0.1	-1.0	-0.4	1.7	0.6	0.8	0.1	-3.1	-0.7	2.8	3.2
% YoY	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	14.2
지점별 매출합	107.6	100.5	97.8	91.5	93.7	98.9	94.8	106.2	108.2	101.6	100.7	112.1	265.2	397.4	393.6	422.6
서울 강남	61.2	50.8	42.4	37.7	35.9	47.9	44.4	52.0	64.3	43.8	43.4	48.3	140.6	192.1	180.1	199.9
서울 힐튼	34.8	35.1	42.2	39.5	43.6	36.6	36.8	37.6	28.3	39.7	39.3	43.8	101.8	151.7	154.5	151.1
부산 롯데	11.5	14.5	13.3	14.2	14.3	14.4	13.6	16.7	15.6	18.1	18.0	20.0	22.7	53.5	59.0	71.7
테이블 매출	99.2	90.6	88.1	82.4	85.0	90.3	86.3	97.2	99.9	91.6	90.8	101.0	238.9	360.2	358.7	383.1
서울 강남	57.3	46.4	38.3	34.3	32.6	44.3	41.1	48.2	61.2	39.9	39.6	44.0	130.1	176.2	166.2	184.8
서울 힐튼	31.6	31.3	38.1	35.7	39.6	32.7	33.1	33.8	24.6	35.1	34.8	38.7	89.3	136.6	139.3	133.3
부산 롯데	10.3	12.9	11.7	12.4	12.8	13.2	12.1	15.2	14.0	16.5	16.4	18.2	19.5	47.4	53.3	65.1
슬롯머신 매출	8.4	9.9	9.7	9.1	8.6	8.6	8.6	9.0	8.3	10.0	10.0	11.1	26.3	37.1	34.9	39.4
서울 강남	4.0	4.4	4.1	3.4	3.3	3.6	3.4	3.8	3.1	3.9	3.8	4.3	10.4	15.9	14.0	15.1
서울 힐튼	3.2	3.8	4.1	3.9	3.9	3.8	3.7	3.8	3.7	4.6	4.5	5.0	12.6	15.1	15.2	17.8
부산 롯데	1.2	1.6	1.5	1.8	1.4	1.2	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.8	3.3	6.1	5.7	6.6
매출원가	75.3	81.6	76.0	83.7	77.1	78.6	78.6	91.1	82.6	81.8	83.4	90.1	249.6	316.6	325.4	337.9
콤프비용	8.6	9.9	10.4	12.1	11.5	11.7	11.4	11.6	11.4	10.7	10.6	11.8	16.1	41.0	46.3	44.7
판매촉진비	3.3	4.0	4.0	5.3	3.6	4.8	4.6	7.3	4.0	3.7	3.7	4.1	7.2	16.7	20.3	15.5
급여	28.0	34.3	28.5	32.3	28.7	27.4	29.0	35.1	30.4	30.8	32.6	39.5	112.9	123.1	120.3	133.3
관광진흥기금	10.4	9.6	9.4	8.7	9.0	9.5	9.1	10.2	10.4	9.8	9.7	10.8	24.9	38.1	37.7	40.7
개별소비세	2.8	2.7	2.5	2.1	2.5	2.5	2.3	2.6	3.0	3.0	3.1	3.2	4.9	10.2	9.9	12.3
기타	22.2	21.0	21.1	23.2	21.9	22.6	22.1	24.2	23.4	23.8	23.7	20.7	83.6	87.5	90.9	91.5
매출총이익	33.9	18.6	20.6	7.0	20.8	20.3	15.2	14.7	27.2	20.4	18.1	22.1	12.5	80.0	71.0	87.8
판관비	6.6	7.6	6.9	7.9	6.9	7.1	9.4	9.3	7.1	6.6	6.9	7.6	26.4	29.1	32.6	28.2
영업이익	27.2	11.0	13.7	-0.9	13.9	13.2	5.8	5.5	20.2	13.8	11.2	14.4	-13.9	51.0	38.3	59.6
% YoY	흑전	흑전	221.7	적전	-49.2	20.5	-57.7	흑전	45.6	4.6	93.3	163.9	n/a	흑전	-24.8	55.6
영업이익률(%)	24.9	10.9	14.2	-1.0	14.1	13.4	6.2	5.2	18.4	13.5	11.0	12.9	-5.3	12.8	9.7	14.0

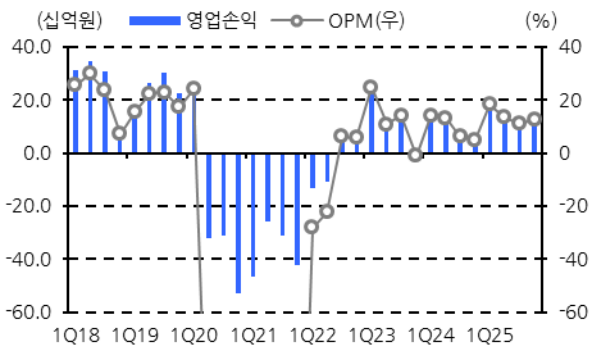
자료 : GKL, 현대차증권

〈그림1〉 GKL 분기별 매출액 & YoY 전망



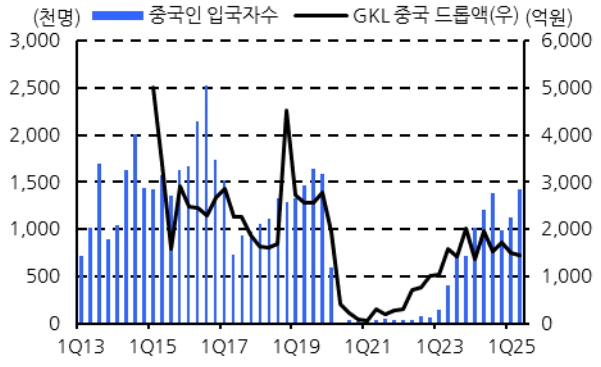
자료 : GKL, 현대차증권

〈그림2〉 GKL 분기별 영업이익 & OPM 전망



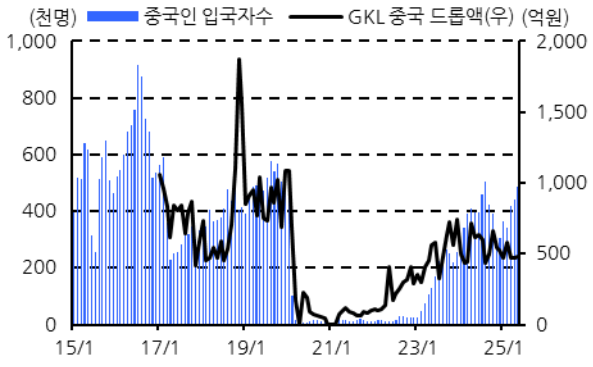
자료 : GKL, 현대차증권

<그림3> GKL 분기 중국 드롭액 & 중국인 입국자수



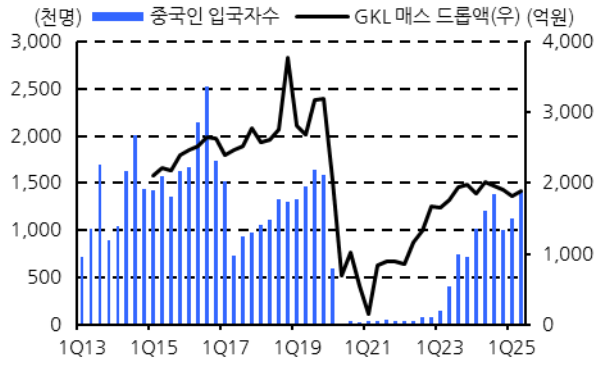
자료 : GKL, 현대차증권

<그림4> GKL 월별 중국 드롭액 & 중국인 입국자수



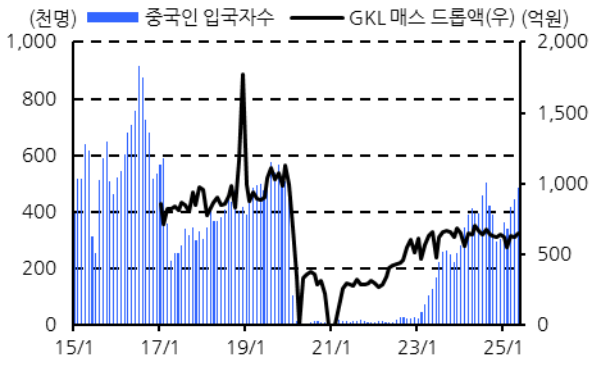
자료 : GKL, 현대차증권

<그림5> GKL 분기 매스 드롭액 & 중국인 입국자수



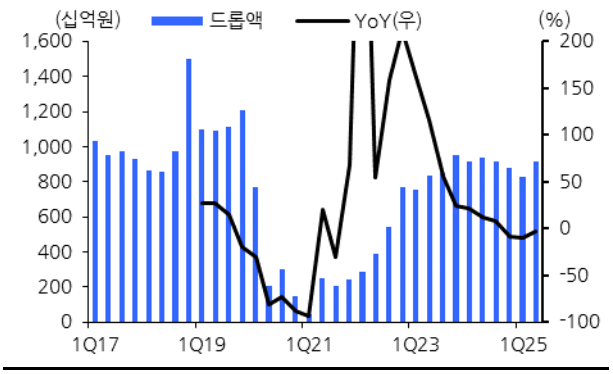
자료 : GKL, 현대차증권

<그림6> GKL 월별 매스 드롭액 & 중국인 입국자수



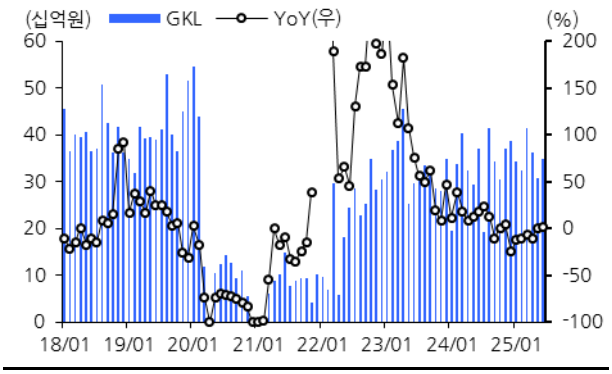
자료 : GKL, 현대차증권

<그림7> GKL 분기 드롭액 및 성장률 추이



자료 : GKL, 현대차증권

<그림8> GKL 월별 드롭액 및 성장률 추이



자료 : GKL, 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**397**	**396**	**426**	**465**	**476**
증가율 (%)	51.3	-0.1	7.4	9.2	2.5
매출원가	**317**	**325**	**338**	**368**	**376**
매출원가율 (%)	79.8	82.1	79.4	79.3	78.9
매출총이익	**80**	**71**	**88**	**96**	**100**
매출이익률 (%)	20.2	17.9	20.6	20.7	21.1
증가율 (%)	542.4	-11.4	23.8	9.8	4.2
판매관리비	**29**	**33**	**28**	**30**	**30**
판관비율(%)	7.3	8.2	6.6	6.4	6.2
EBITDA	**82**	**70**	**85**	**76**	**74**
EBITDA 이익률 (%)	20.6	17.7	19.9	16.3	15.6
증가율 (%)	328.5	-13.8	20.6	-10.5	-2.1
영업이익	**51**	**38**	**60**	**66**	**71**
영업이익률 (%)	12.9	9.7	14.0	14.3	14.9
증가율 (%)	흑전	-24.9	55.4	11.5	6.7
영업외손익	**4**	**5**	**6**	**8**	**10**
금융수익	10	11	11	12	13
금융비용	5	4	3	3	3
기타영업외손익	-1	-2	-2	-1	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	**55**	**44**	**65**	**74**	**81**
세전계속사업이익률	13.8	11.0	15.3	15.9	16.9
증가율 (%)	흑전	-20.3	49.2	13.6	8.9
법인세비용	11	11	16	18	19
계속사업이익	44	33	50	56	61
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**44**	**33**	**50**	**56**	**61**
당기순이익률 (%)	11.1	8.3	11.6	12.1	12.9
증가율 (%)	흑전	-24.6	49.8	13.6	8.9
지배주주지분 순이익	44	33	50	56	61
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-14	-6	0	0	0
총포괄이익	29	27	50	56	61

(단위: 십억원)

재무상태표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	**345**	**366**	**430**	**504**	**547**
현금성자산	186	168	411	483	525
단기투자자산	5	4	5	5	5
매출채권	10	7	7	8	8
재고자산	2	3	3	3	3
기타유동자산	3	4	4	5	5
비유동자산	**295**	**250**	**221**	**215**	**212**
유형자산	69	66	47	38	35
무형자산	7	6	6	6	6
투자자산	30	25	26	31	31
기타비유동자산	189	153	141	141	141
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	**639**	**616**	**651**	**719**	**760**
유동부채	**173**	**165**	**175**	**203**	**206**
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	173	165	175	203	206
비유동부채	**54**	**37**	**40**	**46**	**46**
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	54	37	40	46	46
기타금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**228**	**203**	**215**	**249**	**253**
지배주주지분	412	414	436	470	507
자본금	31	31	31	31	31
자본잉여금	21	21	21	21	21
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	360	361	384	418	455
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**412**	**414**	**436**	**470**	**507**

(단위: 십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**85**	**72**	**80**	**94**	**68**
당기순이익	44	33	50	56	61
유형자산 상각비	30	32	25	9	3
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	-1	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-3	-8	0	28	3
기타	13	15	5	0	0
투자활동으로인한현금흐름	**-49**	**-40**	**177**	**-5**	**-1**
투자자산의 감소(증가)	35	5	-1	-4	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-15	-5	-1	0	0
기타	-68	-40	180	-1	0
재무활동으로인한현금흐름	**-21**	**-49**	**-15**	**-18**	**-24**
차입금의 증가(감소)	5	0	1	4	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	-26	-14	-22	-25
기타	-26	-23	-2	0	0
기타현금흐름	**0**	**1**	**0**	**0**	**0**
현금의증가(감소)	**15**	**-17**	**243**	**71**	**43**
기초현금	171	186	168	411	483
기말현금	186	168	411	483	525

(단위: 원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	709	534	801	910	991
EPS(지배순이익 기준)	709	534	801	910	991
BPS(자본총계 기준)	6,658	6,686	7,044	7,604	8,194
BPS(지배지분 기준)	6,658	6,686	7,044	7,604	8,194
DPS	353	282	350	400	400
P/E(당기순이익 기준)	19.0	20.7	21.2	18.7	17.2
P/E(지배순이익 기준)	19.0	20.7	21.2	18.7	17.2
P/B(자본총계 기준)	2.0	1.7	2.4	2.2	2.1
P/B(지배지분 기준)	2.0	1.7	2.4	2.2	2.1
EV/EBITDA(Reporte	6.5	5.0	7.8	7.8	7.4
배당수익률	2.6	2.6	2.1	2.4	2.4
성장성 (%)					
EPS(당기순이익	흑전	-24.6	49.8	13.6	8.9
EPS(지배순이익	흑전	-24.6	49.8	13.6	8.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익	11.0	8.0	11.7	12.4	12.5
ROE(지배순이익	11.0	8.0	11.7	12.4	12.5
ROA	7.0	5.3	7.8	8.2	8.3
안정성 (%)					
부채비율	55.3	49.0	49.3	52.9	49.9
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	13.5	11.9	19.5	20.2	20.8

** K-IFRS 연결 기준*

HYUNDAI
MOTOR GROUP

2025.07.23

주간 Style 전략 :

주주환원이 만드는 기회

자산배분/스타일전략 김중원
02) 3787-2290
simon@hmsec.com

내일의 차이
현대차증권

Executive Summary

1. 7월 스타일 지수 수익률 동향

- 7월 국내 금융시장은 코스닥 지수의 상대적 강세와 함께 그동안 약세를 기록하던 낙폭과대(7.8%) 강세를 기록
- 반면, 올해 강세를 지속했던 성장주(1.7%)와 모멘텀(1.6%) 스타일은 약세를 기록
- 시가총액별로도 대형가치(8.2%) · 소형가치(5.0%)의 강세, 대형성장(1.4%) · 소형성장(1.8%)의 부진 흐름이 나타나며 시장 내 스타일 로테이션 진행 확인.

2. **1998 대만 vs 2025 한국: 제도 개혁과 주주환원 패러다임 전환**

- 1998년 대만은 배당소득 이중과세를 완화한 임퓨테이션 제도 도입과 함께, 이익유보에 대한 과세 부과 조항을 병행해 기업의 배당 유인 강화를 유도함.
- 제도 개편 이후 대만 상장기업의 현금배당성향(CDP)은 1997년 8% 수준에서 2013년 71% 수준까지 급등하며, 자본효율성 제고 및 주주친화 정책의 구조화에 기여함.
- 2025년 한국은 상법 개정안, 자사주 소각 유도 정책, 배당소득세 분리과세 추진 등 대만과 유사한 제도 개편이 병행 추진 중이며, 주주환원 중심 자본정책 패러다임 전환이 진행되는 초기 국면에 진입한 상황임.

3. 정책 변환기, 스타일 전략은?

- 국내 정책 변화에 따라 자사주 소각 활성화, 배당 확대 기대감이 고조되며, 시장에서는 자사주 보유 비중이 높은 기업들에 대한 리레이팅 기대가 확대되고 있음.
- 특히 지주사 · 금융지주 · 증권사 등 전통적 자사주 활용 여력이 큰 업종을 중심으로 자본정책 기반의 리레이팅 가능성이 부각되고 있으며, 코스피200 내 자사주 평균 보유 비율이 3.9%임에도 불구하고 일부 종목은 15~30%에 달하는 자사주를 보유하고 있는 점에 주목 필요.
- 주주환원 확대를 테마로 한 스타일 전략의 구체화 국면에서 중형가치 · 고배당 · 지주사 중심 전략 수립의 타이밍 부각.

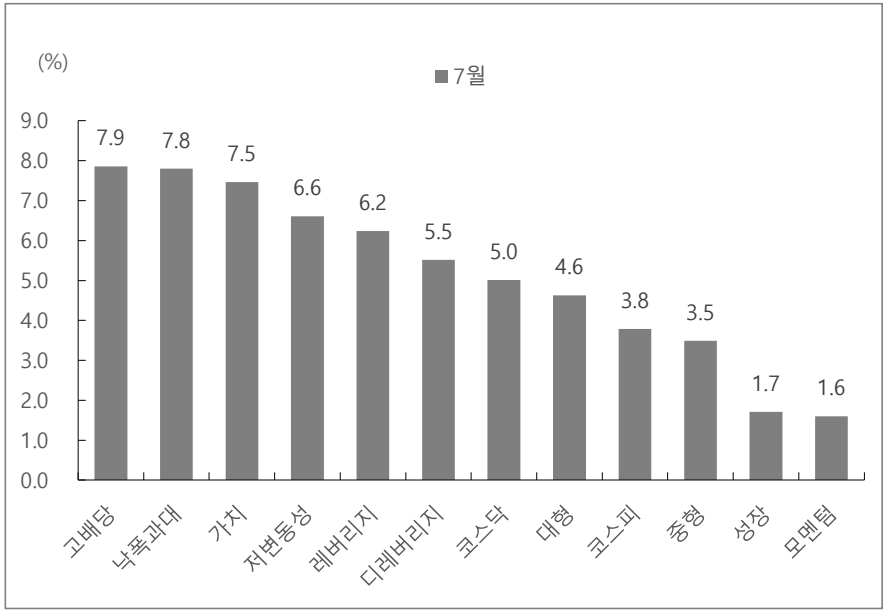
4. Appendix: 고배당, 중형가치, 지주사 주요 종목

- 더불어 정책 변화 수혜 스타일 종목으로 고배당 · 중형가치 · 지주사 스타일 내에서 시가총액 상위 10개 기업 중심의 종목군 선별을 통해 전략적 관심군을 제시.
- 정책 방향성과 시장 내 스타일 로테이션 흐름 속 고배당, 중형가치와 지주사 주요 종목에 관심이 필요하다 판단

7월 스타일 지수 동향: 주주환원 기대 속 고배당주와 가치주 강세

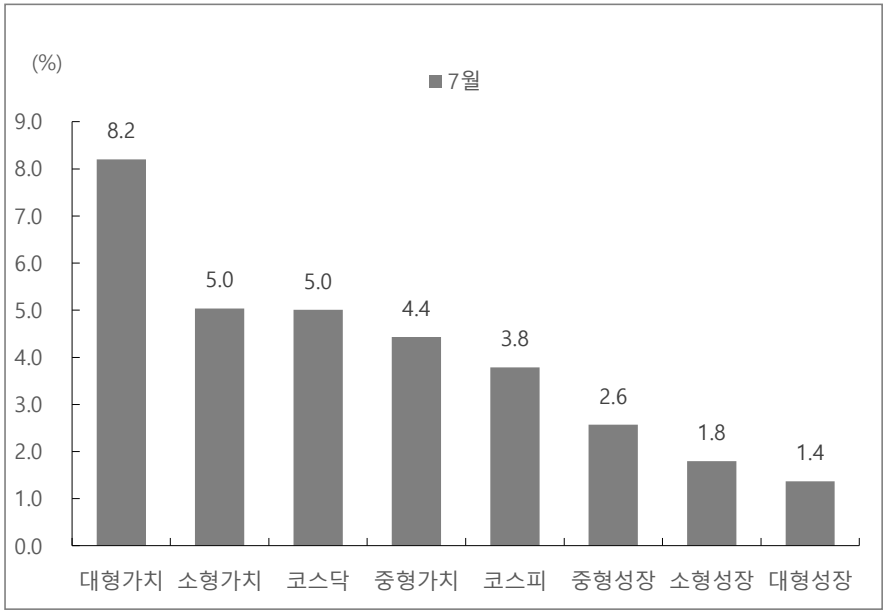
- 7월 국내 금융시장은 고배당(7.9%)과 낙폭과대(7.8%) 스타일이 강세를 주도한 가운데, 코스닥(5.0%)이 코스피(3.8%)를 상회하는 흐름을 보임.
- 반면, 성장주(1.7%)와 모멘텀 스타일(1.6%)은 상대적 약세를 기록함.
- 시가총액별로는 대형가치(8.2%)와 소형가치주(5.0%)가 강세를 보인 반면, 대형성장(1.4%) 및 소형성장주(1.8%)는 부진한 흐름 지속.

7월 국내 주요 스타일 지수 수익률 비교



주: 7/18일까지 수익률 비교
자료: Quantiwise, 현대차증권

7월 시총별 가치주와 성장주 비교



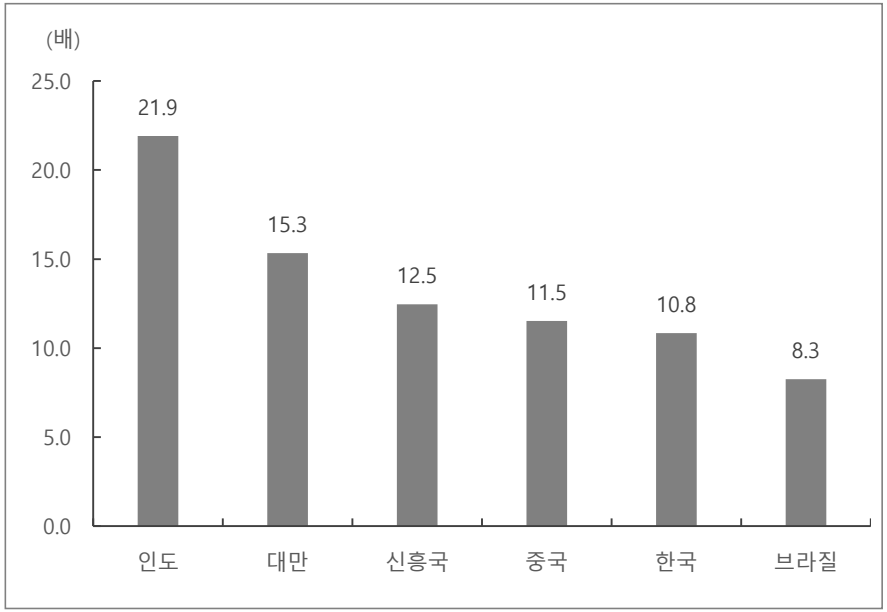
주: 7/18일까지 수익률 비교
자료: Quantiwise, 현대차증권

1998 대만 → 2025 한국,
제도가 바꾼 주주환원

대만 증시, 주요 신흥국 중 높은 밸류에이션 유지

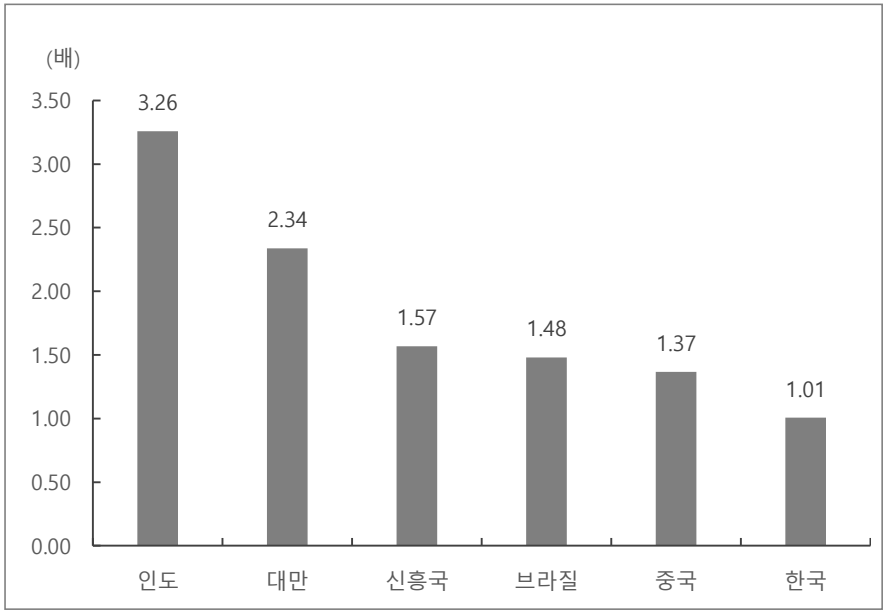
- 주요 신흥국의 5년 평균 12개월 선행 PER을 비교하면 인도와(21.9배) 대만(15.3배) 순으로 높은 것으로 나타남
- 또한, 주요 신흥국의 5년 평균 12개월 선행 PBR을 비교해도 인도와(3.26배) 대만(2.34배) 순으로 높게 나타남
- 반면 한국 주식시장의 PER과 PBR 밸류에이션 모두 주요 신흥국 중 상대적으로 낮은 수준으로 한국 증시는 밸류에이션 리레이팅 필요성이 꾸준히 제기되는 상황

주요 신흥국 5년 평균 12개월 선행 PER 비교



주: 2020년7월부터 2025년7월까지 평균
자료: Refinitive, 현대차증권

주요 신흥국 5년 평균 12개월 선행 PBR 비교

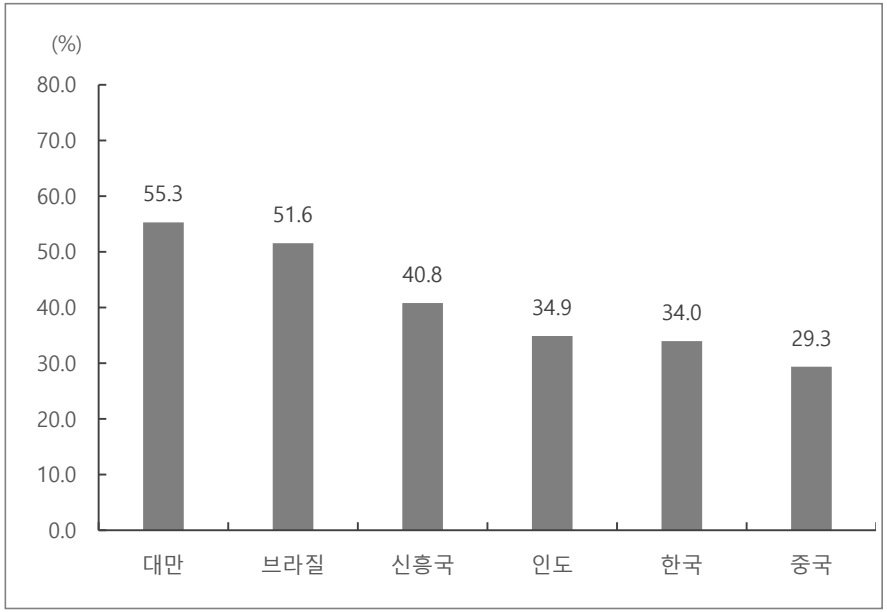


주: 2020년7월부터 2025년7월까지 평균
자료: Refinitive, 현대차증권

대만 증시, 주주환원에 따른 자본효율화 부각

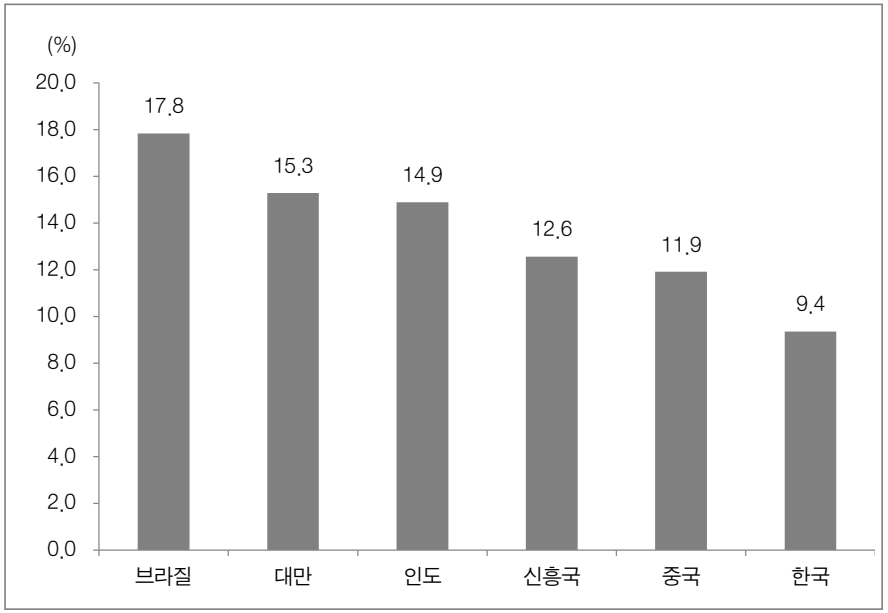
- 주요 신흥국의 최근 5년 평균 배당성향을 비교하면, 대만(55.3%)과 브라질(51.6%)은 높은 수준을 기록한 반면, 중국(29.3%)과 한국(34.0%)은 상대적으로 낮은 수준을 보임.
- 이와 같은 배당성향 차이는 자본효율성에도 영향을 미쳐, 5년 평균 12개월 선행 ROE는 브라질(17.8%)과 대만(15.3%)이 높고, 한국(9.4%)과 중국(11.9%)은 낮게 나타나는 특징을 보임.

주요 신흥국 5년 평균 배당성향



주: 2020년7월부터 2025년7월까지 평균
자료: Refinitive, 현대차증권

주요 신흥국 5년 평균 12개월 선행 R.O.E 비교



주: 2020년7월부터 2025년7월까지 평균
자료: Refinitive, 현대차증권

대만 1998년 배당제도 개편과 주주환원 전환점

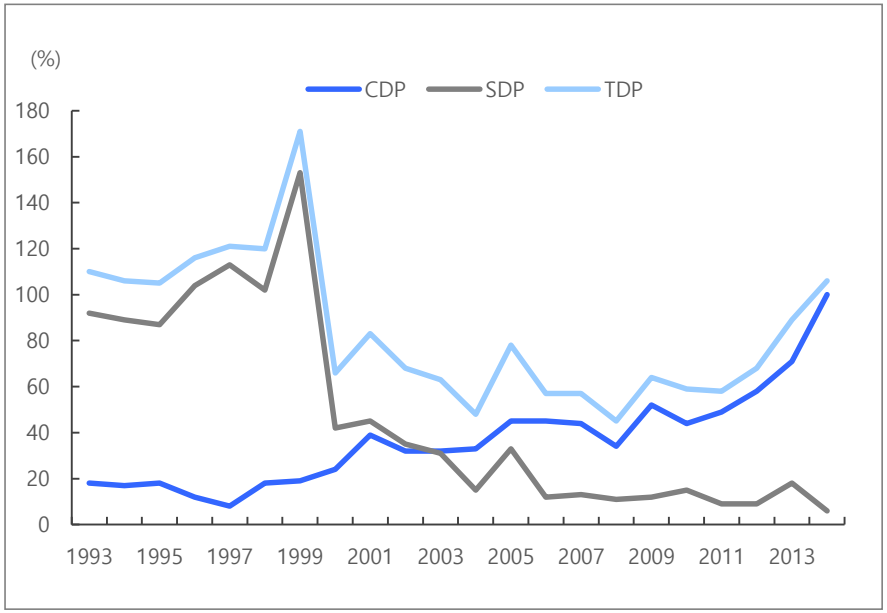
- 대만은 1998년 배당소득 이중과세를 완화하는 '임퓨테이션(소득공제) 제도'를 도입하며, 기업의 배당정책 기조에 구조적 변화를 유도함.
- 특히 세제 인센티브가 현금배당에 집중되면서, 이전까지 과도하게 높았던 주식배당 성향(SDP)은 빠르게 하락하고 현금배당성향(CDP)이 가파르게 상승함.
- 제도 도입 이후 총배당성향(TDP)은 일시적으로 100%를 초과하기도 했으며, 이는 기업의 자본배분 방식이 배당 중심으로 재편되었음을 의미.
- 이와 같은 제도 기반의 주주환원 강화는 대만 증시의 자본효율성 개선 및 장기적 신뢰 회복의 기반이 되었음.

1998년 대만 배당소득공제 및 유보이익 과세 제도

구분	1998년 대만
배당소득공제 제도(Imputation)	이중과세 완화 목적, 기업이 납부한 법인세 일부를 주주의 배당소득세에서 공제해주는 제도, 주주는 '세액공제 증명서 ' 를 통해 환급 받을 수 있음
유보이익 과세 제도	기업이 배당하지 않고 누적 유보한 이익에 대해 일정 세율(10%)로 추가 과세, 배당 장려 목적
정책도입 배경	낮은 현금 배당성향 및 기업의 과도한 유보이익 축적 문제 해소 자본효율성 제고와 주주환원 확대 유도 목적
주요 효과	CDP는(현금배당) 1997년 8% → 2014년 77%로 급등 SDP는(주식배당) 1999년 153% → 2014년 5%로 급감 배당 중심 자본배분 전환 주주환원 수준 개선

자료: Kao et al. (2021), Taiwan Stock Exchange, Bloomberg, 현대차증권

1993년부터 2014년까지 주요 대만 기업 배당성향 추이 분석



자료: Kao et al. (2021), Taiwan Stock Exchange현대차증권

1998년 대만, 2025년 한국, 제도개혁으로 주주환원 패러다임 전환

- 대만은 1998년 '배당소득 이중과세 완화(소득공제제도 도입)'를 계기로 기업의 현금배당성향이 구조적으로 증가하며,시장 전반의 주주환원 인식이 전환되는 계기가 되었음.
- 이후 기업들의 현금배당 확대와 자본효율성 제고 흐름은 장기적인 시장 신뢰를 회복하는 데 기여함.
- 최근 한국 정부 또한 '상법 개정안', '자본시장법 개정안', '국정과제 내 코스피 5000 공약' 등을 통해 주주환원 강화를 위한 제도적 기반을 빠르게 정비 중이며,이는 과거 대만의 정책 전환기와 유사한 구조로 해석 가능함.

주주친화 정책 전환기 비교: 1998년 대만과 2024년 한국

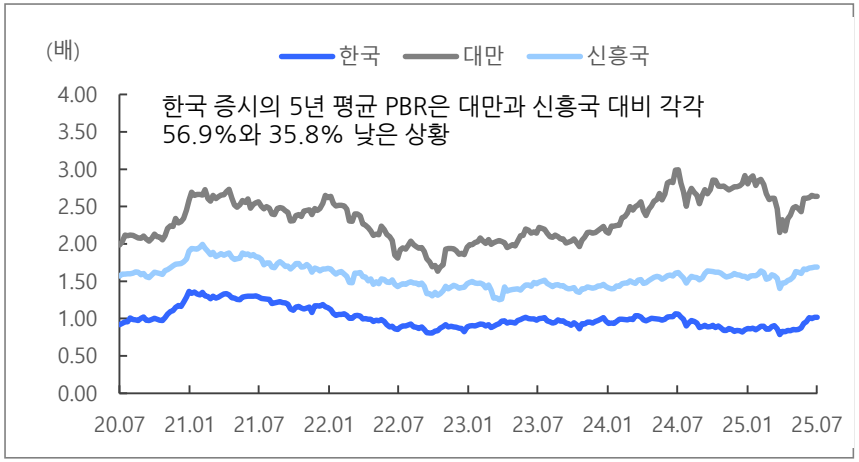
구분	대만 (1998년)	한국 (2025년)
제도 변화	배당소득공제제도 (이중과세 완화)	상법·자본시장법 개정 추진
정책 목표	배당 활성화, 기업 자본효율화	주주환원 강화, K-디스카운트 해소
상징적 조치	CDP 8% → 77% (1998~2014)	'코스피 5,000' 임기 내 실현 공약
정책 배경	기업 이익 증가 대비 배당 정체	낮은 PER·PBR 등 밸류에이션 저평가 해소

자료: Kao et al. (2021), Bloomberg, 언론종합, 현대차증권

한국증시, 상대적으로 낮은 밸류에이션의 이유는?

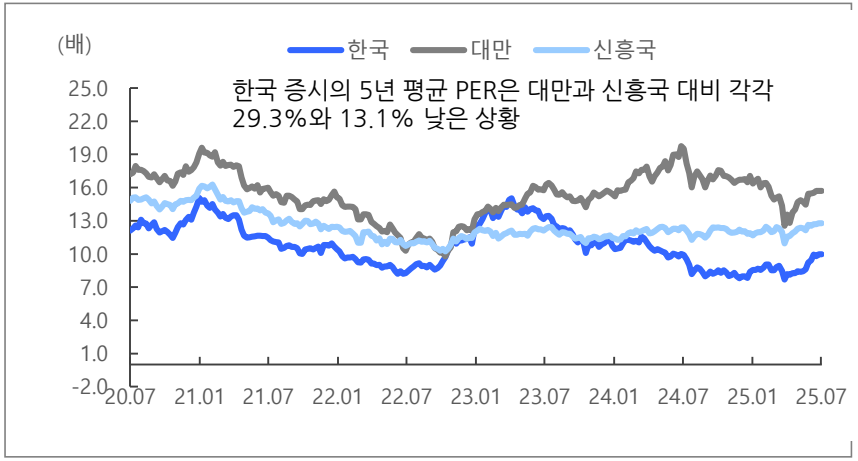
- 한국 증시는 주요 신흥국 대비 낮은 PER과 PBR 수준에서 장기간 디스카운트 상태 유지
- 이는 낮은 배당성향, 불투명한 자본정책, 낮은 자본효율성(ROE) 등이 복합적으로 작용한 결과
- 그러나 최근 상법 개정 및 정부의 주주환원 강화 기조는 구조적 요인을 완화할 수 있는 계기
- 과거 대만 사례처럼 제도 기반 신뢰 회복 시, 밸류에이션 정상화 여지 존재

최근 5년 한국, 대만과 신흥국 12개월 선행 PBR 추이



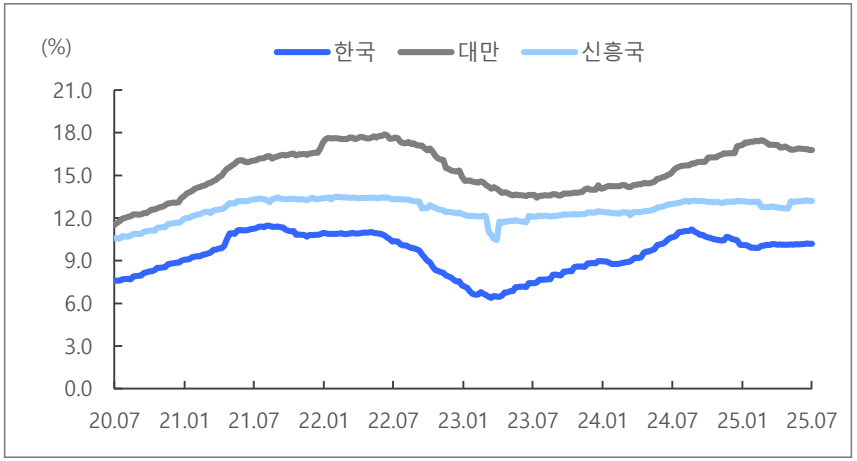
자료: Refinitive, 현대차증권

최근 5년 한국, 대만과 신흥국 12개월 선행 PER 추이



자료: Refinitive, 현대차증권

최근 5년 한국, 대만과 신흥국 12개월 선행 R.O.E 추이



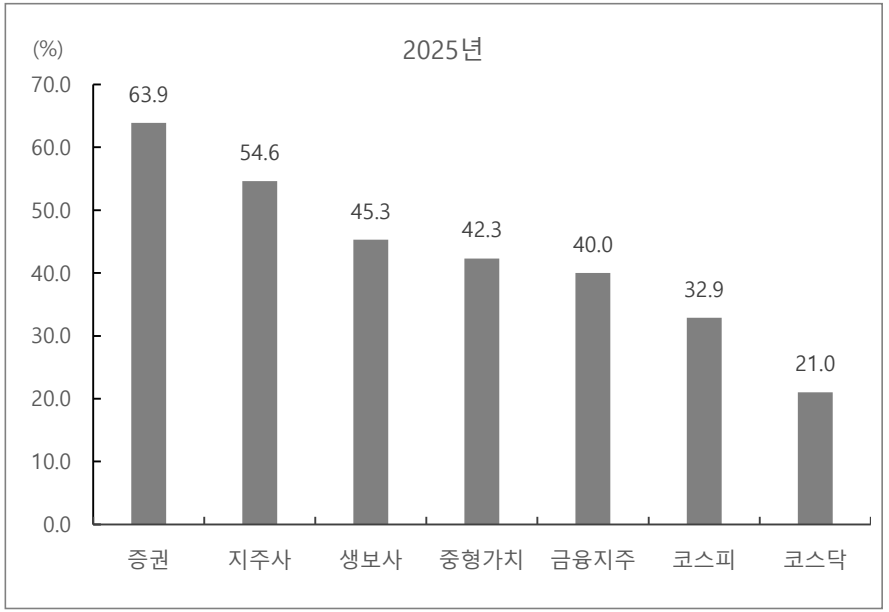
자료: Refinitive, 현대차증권

정책 변환기, 스타일 전략은?

2025년 상법 개정 기대 수혜 업종

- 2025년 상법 개정 기대가 부각되며 지배구조 개선 및 주주환원 확대가 예상되는 지주사, 금융지주, 증권사 중심으로 강세 흐름이 전개됨.
- 과거 1998년 대만의 '배당소득공제 제도' 도입이 현금배당 중심의 주주환원 패러다임 전환 계기가 되었던 것처럼, 한국도 제도적 변화에 따라 특정 업종의 리레이팅 가능성이 부각되는 상황.
- 이번 상법 개정 기대는 기업가치 재평가 및 업종 전반의 수익률 개선 흐름으로 확산될 수 있음.

상법 개정 기대 증권, 지주사, 생보사 등 강세



주: Fnguide에서 제시하는 '지주사' 지수, 연초대비 7/18일 종가 기준 수익률
자료: Refinitive, 현대차증권

2025년 상법 개정 수혜 기대 업종과 관련 종목

업종	특징 및 상승 배경
지주사	순자산 대비 저평가 해소 기대 자사주 활용 등 주주환원 수단 유연성 확대 두산, LS, HD현대, SK 중심 강세
금융지주	배당 확대 여력 보유(이익 대비 낮은 배당성향) 지배구조 투명성 강화 정책 수혜 한국금융지주, iM금융지주, 우리금융지주 중심 강세
증권사	자사주 보유 비중 높은 소형 증권사 중심으로 주가 급등 신영증권, 부국증권
생보사	계약자 배당 확대 + 자산가치 부각 기대 IFRS17 안정화 이후 주주환원 가능성 부각 동양생명(78.2%), 삼성생명(43.0%) 등 강세
중형가치주	저 PBR과 자사주 보유 기업 재평가 흐름 배당/자사주 정책 기대감으로 일부 종목 급등 한화, 두산, 다우기술 등 강세

주: Fnguide에서 제시하는 '지주사' 지수
자료: Refinitive, 현대차증권

주주환원 전환 가속화… 지주사 · 금융지주의 재평가 본격화

- 2025년 상법 개정 추진과 함께 정부 주도의 주주환원 기조가 강화되며, 자사주 활용 여력이 큰 지주사와 금융지주 중심으로 밸류에이션 정상화 기대가 확산되고 있음.
- 이들 업종은 NAV 대비 할인율이 높고, 자사주 보유 비중도 커 향후 소각 · 배당 확대를 통한 주주가치 제고 여지가 크다는 점에서 리레이팅 가능성이 부각되고 있음.
- 1998년 대만의 배당소득공제 제도와 유사한 정책 흐름 속에, 국내 주식시장도 자본효율성 중심의 평가전환이 본격화될 가능성 있음.

최근 주주환원 본격화 금융지주 및 지주사

기업명	유형	최근 주주환원 특징	보통주 자사주 지분율 (%)	12M FWD ROE(%)	12M FWD PBR(배)	7월 수익률(%)	연초대비 (%)
신한지주	금융지주	자사주 소각(1,000억 이상), 배당성향 30%+	2.1	8.21	0.55	12.2	28.9
KB금융	금융지주	자사주 매입 후 소각 정례화	6.7	8.72	0.67	2.3	33.8
하나금융지주	금융지주	배당성향 상향, 자사주 매입 병행	3.3	8.37	0.54	6.0	51.9
삼성물산	그룹 지주격	배당 증가, 자사주 활용 시작	4.6	6.79	0.84	8.1	40.6
LG	지주사	자사주 소각 이행(2023년 발표), 배당 확대 기조	3.9	4.93	0.43	1.4	10.6
SK	지주사	자사주 매입 및 배당 상향 유연화	24.8	4.37	0.42	8.3	55.5
한화	그룹 지주격	배당 상향, 방산 성장과 연계 기대	7.4	7.30	0.69	-2.0	250.6

주: 25/07/18일 기준 12M FWD R.O.E과 PBR, 7월 수익률과 연초대비 수익률
자료: Quantiwise, 현대차증권

자사주 보유비중 상위 기업, 정책 변화의 핵심 수혜 가능성

- 상법 개정 기대가 부각되는 가운데, 자사주 보유 비중이 높은 대형주 중심으로 시장 관심이 확대되고 있음.
- 특히 코스피200 구성 종목의 평균 자사주 보유 비중은 3.9% 수준이나, 일부 기업은 이를 크게 상회하고 있음.
- 자사주는 향후 소각, 배당, 의결권 행사 제한 등 주주환원 수단으로 활용될 수 있어, 제도 변화에 따른 전략적 수혜가 기대됨.
- 정책 모멘텀과 기업의 자사주 활용 의지가 결합될 경우, 밸류에이션 정상화와 함께 구조적 재평가가 가능할 것으로 판단됨.

코스피 200 종목 중 자사주 비중 상위 기업

기업명	업종명	시가총액 (억원)	보통주 자사주 지분율 (%)	12M FWD PER(배)	12M FWD PBR(배)	7월 수익률 (%)	연초대비 (%)
대웅	건강관리	14,681	29.7	6.8	N/A	13.4	21.1
롯데지주	상사,자본재	31,945	27.5	24.2	0.33	11.7	42.4
SK	지주사	154,068	24.8	9.6	0.42	8.3	68.4
미래에셋증권	증권	116,345	23	13.7	0.90	-3.5	157.8
덴티움	건강관리	7,449	22.1	9.8	0.87	11.3	10.5
두산	상사,자본재	94,682	17.9	36.8	4.88	-10.1	131.4
KCC	건축관련	33,324	17.2	7.0	0.46	21.5	60.9

주: 25/07/18일 기준 12M FWD PER과 PBR
자료: Quantiwise, 현대차증권

Appendix:
고배당, 중형가치, 지주사 주요 종목

고배당주 시총 상위 10개 종목

- 7/18일 기준 연초 이후 코스피는 32.9% 상승했고 코스피 50 고배당 지수는 25.8% 상승했음
- 코스피 50 고배당 지수 중 시가총액 상위 종목을 선별한 결과, 연초 이후 우리금융지주(73.7%), 하나금융지주(68.3%), 신한지주 (50.7%) 순으로 높은 수익률 기록

코스피 50 고배당 중 시총 상위 10개

No.	기업명	업종명	시가총액 (조원)	P/E (Fwd.12M)	P/B (Fwd.12M)	수익률(%)	
						7월	연초 대비
1	삼성전자	반도체	401.4	13.79	1.05	4.5	17.5
2	KB금융	은행	43.9	7.68	0.67	6.9	42.9
3	현대차	자동차	42.8	5.02	0.45	6.6	2.4
4	기아	자동차	39.5	4.56	0.6	6.3	2.3
5	신한지주	은행	33.5	6.7	0.55	16.9	50.7
6	POSCO홀딩스	철강	26.5	16.06	0.43	23.2	26.8
7	하나금융지주	은행	26.2	6.45	0.54	10.8	68.3
8	삼성화재	보험	21.2	10.6	1.16	19.4	44.5
9	우리금융지주	은행	18.53	5.92	0.5	18.9	73.7
10	KT&G	필수소비재	16.7	14.8	1.5	10.2	31.4

주1: 7월 18일 기준 시가총액, P/E, P/B
주2: 7월 수익률은 6월 30일 종가 대비 7월 18일 수정주가 수익률
자료: Quantiwise, 현대차증권

중형 가치주 시총 상위 10개 종목

- 7/18일 기준 연초 이후 코스피는 32.9% 상승했고 Quantiwise의 WMI500 중형가치주 지수는 +42.3% 상승했음
- WMI500 중형가치주 중 시가총액 상위 종목을 선별한 결과, 연초 이후 한화(243.5%), 풍산(221.9%), 두산 (131.4%) 순으로 높은 수익률 기록

중형 가치주 시총 상위 10개

No.	기업명	업종명	시가총액 (조원)	P/E (Fwd.12M)	P/B (Fwd.12M)	수익률(%)	
						7월	연초 대비
1	두산	상사,자본재	9.5	36.8	4.88	-10.1	131.4
2	카카오페이	소프트웨어	7.7	120.3	3.92	-23.2	124.4
3	LG씨엔에스	소프트웨어	7.2	16.1	2.62	-0.3	N/A
4	NH투자증권	증권	7.0	9.0	0.86	8.8	55.9
5	한화	상사,자본재	7.0	9.5	0.69	-2.0	243.5
6	삼성카드	은행	6.1	9.0	0.62	10.7	38.7
7	키움증권	증권	5.9	6.3	0.90	0.4	97.9
8	넷마블	소프트웨어	5.5	21.2	0.89	-1.3	18.4
9	CJ	상사,자본재	4.7	16.5	0.90	2.2	65.6
10	풍산	비철,목재등	4.5	17.2	1.76	24.9	221.9

주1: 7월 18일 기준 시가총액, P/E, P/B
주2: 7월 수익률은 6월 30일 종가 대비 7월 18일 수정주가 수익률
자료: Quantiwise, 현대차증권

지주사 시총 상위 10개 종목

- 7/18일 기준 연초 이후 코스피는 32.9% 상승했고 Fnguide의 지주사 지수는 +54.6% 상승했음
- Fnguide의 지주사 종목중 시가총액 상위 종목을 선별한 결과, 연초 이후 두산(131.4%), LS(94.3%), 한미사이언스(69.3%) 순으로 높은 수익률 기록

중형 가치주 시총 상위 10개

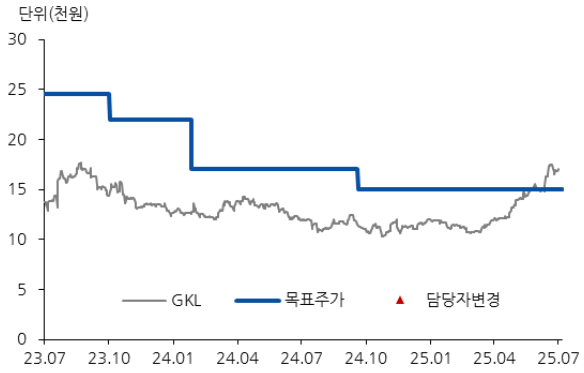
No.	기업명	업종명	시가총액 (조원)	P/E (Fwd.12M)	P/B (Fwd.12M)	수익률(%)	
						7월	연초 대비
1	POSCO홀딩스	철강	26.5	16.1	0.43	19.2	22.7
2	SK	에너지	15.4	9.6	0.42	8.3	68.4
3	LG	상사,자본재	12.6	8.7	0.43	1.4	12.1
4	HD현대	에너지	10.8	11.6	0.99	4.1	70.2
5	두산	상사,자본재	9.5	36.8	4.88	-10.1	131.4
6	한진칼	운송	7.9			1.5	59.2
7	LS	기계	5.7	12.7	0.92	-7.0	94.3
8	GS	에너지	4.8	7.1	0.33	13.4	34.6
9	CJ	상사,자본재	4.7	16.5	0.9	2.2	65.6
10	한미사이언스	건강관리	3.3	N/A	N/A	11.3	69.3

주1: 7월 18일 기준 시가총액, P/E, P/B
주2: 7월 수익률은 6월 30일 종가 대비 7월 18일 수정주가 수익률
자료: Quantiwise, 현대차증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.02.17	BUY	24,500	-27.04	-14.49
2023.08.17	AFTER 6M	24,500	-34.17	-27.80
2023.10.23	BUY	22,000	-38.05	-28.27
2024.02.16	BUY	17,000	-24.58	-16.12
2024.08.16	AFTER 6M	17,000	-32.03	-26.65
2024.10.10	BUY	15,000	-25.12	-19.60
2025.04.10	AFTER 6M	15,000	-6.05	16.33
2025.07.23	M.PERFORM	15,000		

▶ 최근 2년간 GKL 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.