

2025.06.16.(월) 증권사리포트

◆ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

파라다이스

하반기는 더 기대됩니다

[출처] SK증권 나승두 애널리스트

방문객&드롭액 증가 중

파라다이스의 1Q25 매출액은 2,833 억원(YoY +7.0%), 영업이익은 573 억원(YoY +18.3%)을 기록했다. 1 분기 누적 카지노 드롭액은 약 1.7 조원으로 지난해 같은 기간 대비 소폭 감소했지만, 월 평균 홀드율이 개선되면서 실적 상승을 견인했다. 4 월과 5월은 홀드율에 따른 매출액 차이가 있었지만, 전반적으로 방문객 수와 드롭액이 늘어났다는 점에 주목한다. 올해 들어 우리나라를 찾는 외국인 입국자 수가 크게 증가하는 모습이 나타나고 있는데, 이에 발맞춘 행보를 보이고 있기 때문이다.

상반기보다 더 좋은 하반기 기대

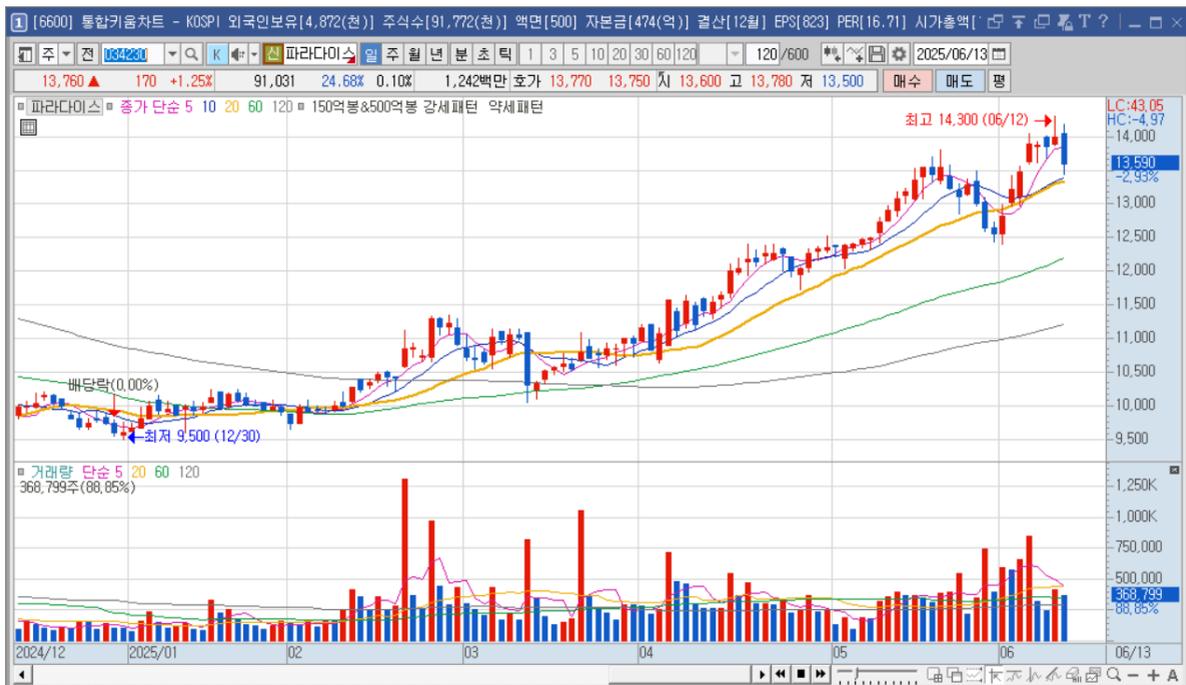
중국인 단체 관광객을 대상으로 한 무비자 정책 시행을 앞두고 있다. 새로운 정부 구성 후 정책적 움직임이 빨라지고 있다는 점에서 이르면 7 월 중 시행 가능성도 언급되는 중이다. 동사를 비롯한 국내 호텔/레저 산업 전반에 긍정적인 이벤트임이 분명하다. 또 다가오는 6 월 22 일은 한일 수교 60 주년 기념일이기도 하다. 외국인 관광객 사상 최고치를 경신하고 있는 일본에게 우리나라 관광객은 가장 높은 비중을 차지하고 있고, 우리나라도 마찬가지다. 서로의 이해관계에 따라 한일 문화교류 확대 가능성도 있기에 일본인 고객 비중이 높은 동사의 추가적인 수혜 가능성도 조심스럽게 기대해본다. 우리나라 외국인 입국자 수도 동사의 실적도, 상반기보다 나은 하반기가 될 가능성이 높다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 18,400 원 상향

투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 16,000원에서 18,400원으로 상향 조정한다. 파라다이스시티 개장 이후 Historical 평균 EV/EBITDA 할인율을 기존 20%에서 0%로 축소 적용하였다. 파라다이스시티 개장 초기인 2017년에는 EV/EBITDA 평균 16.9 배 수준을 기록했으며, 코로나 19 팬데믹 이전인 2019년에는 평균 20 배 수준을 기록했다는 점을 감안하면 주가의 추가 상승 여력은 매우 높다. 특히 6 월 4일 공시를 통해 자기주식 소각 결정 소식을 알렸는데, 연초 밝힌 기업가치제고 및 주주 환원정책을 계획대로 실행하고 있다는 점에서 추가적인 프리미엄 부여도 가능하다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	억원	5,876	9,942	10,721	11,794	12,913	13,544
영업이익	억원	104	1,458	1,361	1,507	1,727	1,967
순이익(지배주주)	억원	253	626	756	725	957	1,165
EPS	원	279	682	823	790	1,043	1,269
PER	배	63.2	19.5	11.7	17.2	13.0	10.7
PBR	배	1.2	0.9	0.5	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	25.5	9.3	8.2	7.3	5.9	4.9
ROE	%	2.0	4.5	5.0	4.4	5.5	6.4





서부 T&D

탄탄한 수익성에 주주 친화 정책 더해진다

[출처] SK증권 나승두 애널리스트

외국인 입국자 늘고, 우리 실적도 늘고

올해 1분기 우리나라를 찾은 외국인 입국자는 409만명으로 전년동기 대비 14.6% 증가했다. 같은 기간 서부 T&D의 매출은 461 억원으로 11.5% 증가했으며, 영업이익은 129 억원을 기록하며 20.0% 늘어났다. 서부 T&D가 보유한 서울 드래곤시티는 4개 호텔 브랜드 총 1,700 여개의 객실과 외국인 전용 카지노 등이 자리잡고 있는 복합문화시설이다. 코로나 19 팬데믹 이후 5성급 호텔의 객실 공급이 충분치 않은 상황에서 교통의 요지인 용산이라는 지리적 이점까지 더해지며 ADR과 OCC가 함께 증가하는 중이다. 하반기에는 중국인 단체 관광객 비자면제 효과 등이 더해져 우리나라를 찾는 외국인 관광객 증가 속도가 더욱 빨라질 것으로 예상됨에 따라 동사의 실적도 상저하고의 흐름이 나타날 것으로 예상된다.

숨어있는 다크호스 신한서부티엔디리츠까지

서부 T&D가 지분 50%를 보유한 연결회사 신한서부티엔디리츠의 효과도 주목해야 한다. 상장 리츠인 신한서부티엔디리츠는 드래곤시티의 그랜드머큐어, 인천 스퀘어원, 나인트리 동대문 등을 보유한 알짜 기업이다. 지난달에는 신라스테이 마포까지 편입하면서 국내 알짜배기 호텔을 보유한 핵심 기업으로 성장했다. 높은 배당수익률을 바탕으로 리츠 자체의

투자 매력도 높지만, 서부T&D의 연결 실적에도 긍정적인 역할을 담당하고 있다는 점에서 매력적이다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 10,600 원 상향

투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 7,500 원에서 10,600 원으로 상향 조정한다. 올해 예상 BPS 증가와 더불어 드래곤시티 개장 시점인 2017 년 이후 Historical 평균 PBR 할인율을 기존 30%에서 20%로 축소 적용하였다. 보유한 자산가치에 대한 재평가 가능성, 호텔 수익성의 빠른 회복, 자사주 소각 결정 등은 기업가치를 더 높일 수 있는 요인들이다. 특히 드래곤시티 개장 이후 과거 PBR 밴드 상단이 1.2 배에 달한다는 점에서 추가적인 상승 여력은 충분하다는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	억원	1,353	1,692	1,875	2,026	2,218	2,296
영업이익	억원	192	372	480	513	594	617
순이익(지배주주)	억원	167	1,383	344	86	141	172
EPS	원	248	2,052	521	131	213	261
PER	배	28.5	3.5	10.4	60.5	37.1	30.3
PBR	배	0.7	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	36.5	25.1	24.9	23.0	19.9	19.1
ROE	%	2.5	18.0	3.7	0.9	1.4	1.7





제이에스코퍼레이션

이제는 황금알을 낳는 거위

[출처] SK증권 나승두 애널리스트

대표적인 저평가 우량주

제이에스코퍼레이션은 1Q25 매출액 2,937 억원(YoY +41.6%), 영업이익 283 억원 (YoY +47.1%), 순이익 142 억원(+30.1%)을 기록했다. 시가총액 3 천억원 기업의 한 개 분기 실적에 불과하다는 점이 놀랍다. 올해 연간 실적 컨센서스는 매출액 1 조 4천억원, 영업이익 1,500 억원, 순이익 1,190 억원이다. 컨센서스 기준 PER 은 3 배가 되지 않는다. 그야말로 저평가 우량주임에 틀림없다.

황금알을 낳는 거위로 변신한 호텔

글로벌 주요 가방 브랜드 OEM/ODM 전문 기업으로 2016 년 신규 상장한 제이에스코퍼레이션은 코로나 19 팬데믹을 겪으며 의류 OEM 전문업체인 약진통상의 지분 100%를 인수 하면서 몸집을 키웠다. 핸드백 사업 부문도 꾸준한 실적을 기록중이었지만, 글로벌 브랜드 의류 및 대형 리테일 매장 의류 위탁 생산이 더해지며 실적 규모 및 수익성 확대로 이어졌다. 2023년에는 그랜드하얏트 서울 호텔 인수를 전격적으로 결정했지만 시장의 평가는 냉담했다. 밀 빠진 독에 물 붓기가 될 가능성이 높다는 평가였다. 하지만 지난해 3 분기부터 연결 실적 반영되기 시작한 호텔 사업 부문이 황금알을 낳는 거위가 되고 있다. 점진적으로 순손실 규모를 축소하더니, 올해는 순이익 기여가 확실해 보이기 때문이다. 우리나라를 찾는 외국인 입국자는 빠르게 늘어나고 있는데, 우리나라 5성급 호텔 객실 공급은 아

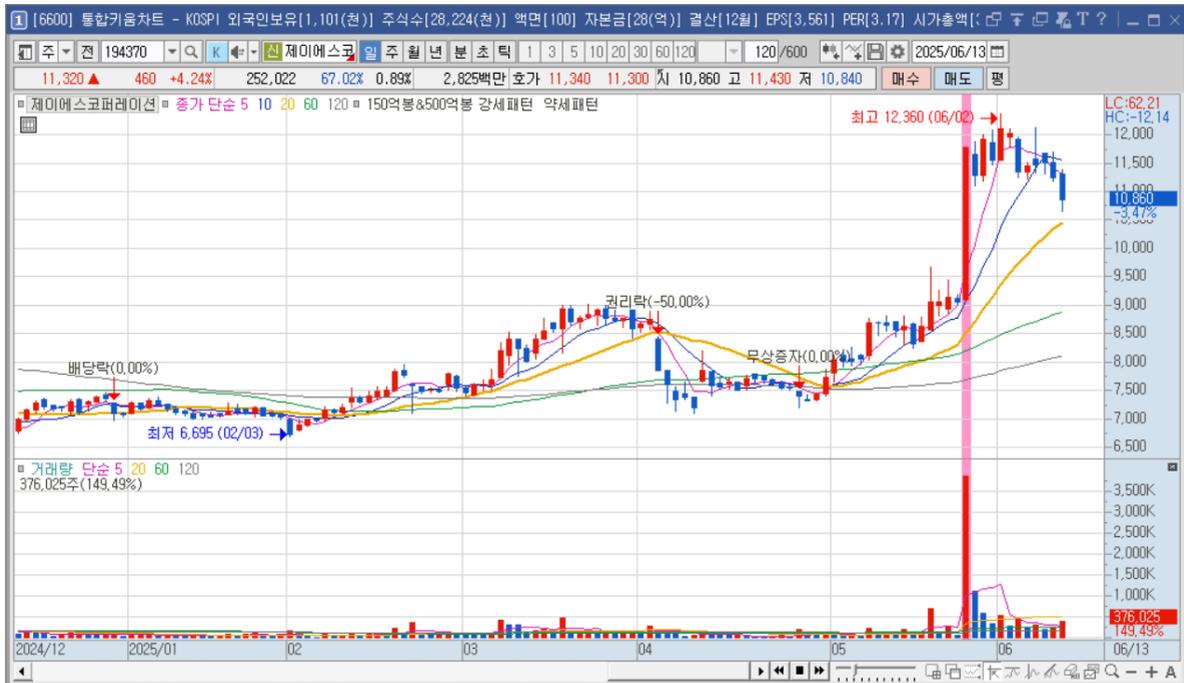
직 코로나 19 팬데믹 이전 수준을 회복하지 못했다. 올해는 확실한 순이익 전환을 기대하는 가장 큰 이유다.

높은 배당수익률과 낮은 Multiple = 주가 상승

지난해 기준 중간 배당은 400 원, 연말 배당은 600 원이었다. 올해 3 월 무상증자로 인한 권리락을 감안해도 연간 5%에 해당하는 높은 배당수익률이다. 일반적인 의류 OEM 업체들의 PER 은 4~6 배 수준이다. 호텔 사업을 영위하는 기업들은 그보다 훨씬 높은 두 자릿수 이상의 PER 을 기록 중이다. 2022 년 기록했던 고점 갱신이 머지 않았다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	억원	2,531	4,028	9,870	9,751	8,628	11,175
영업이익	억원	111	79	610	815	840	1,213
순이익(지배주주)	억원	82	24	483	646	1,098	974
EPS(계속사업)	원	308	89	1,810	2,422	4,116	3,637
PER	배	20.4	42.4	5.9	2.8	2.1	1.9
PBR	배	2.1	1.3	3.3	2.1	2.7	1.4
EV/EBITDA	배	3.7	15.4	3.8	2.9	3.9	7.8
ROE	%	5.3	1.5	27.4	28.3	35.8	23.4





파마리서치

아오 파마리서치

[출처] 키움증권 신민수 애널리스트

인적분할 공시 후 당일 -17.1% 주가 하락

동사는 6월 13일 개장 전에 인적분할을 공시하였다. 분할준속회사인 파마리서치홀딩스는 자회사와 투자회사 등을 관리하는 것을 주 목적으로 하고, 분할비율을 0.7427944로 설정되었다. 분할신설회사인 파마리서치는 의약품, 의료기기, 화장품 부문 본업을 영위하고, 분할비율을 0.2572056으로 정해졌다. 지주사의 분할비율이 너무 높다는 것을 주된 이유로 매도세가 이어졌고, 주가는 -17.1% 하락한 433,500원으로 마감하며 9,460억의 시가총액이 사라졌다.

펀더멘탈 따라갈 주가, 지금 사나 나중에 사나 똑같다

주가는 실적을 선행한다. 실적은 펀더멘탈을 따라간다. 그리고 그 펀더멘탈이 지금 개선되고 있는 추세가 이어지고 있다. 크게 3가지 관점에서 기업이 영위하는 사업이 잘 되고 있다는 것이 관찰되었다.

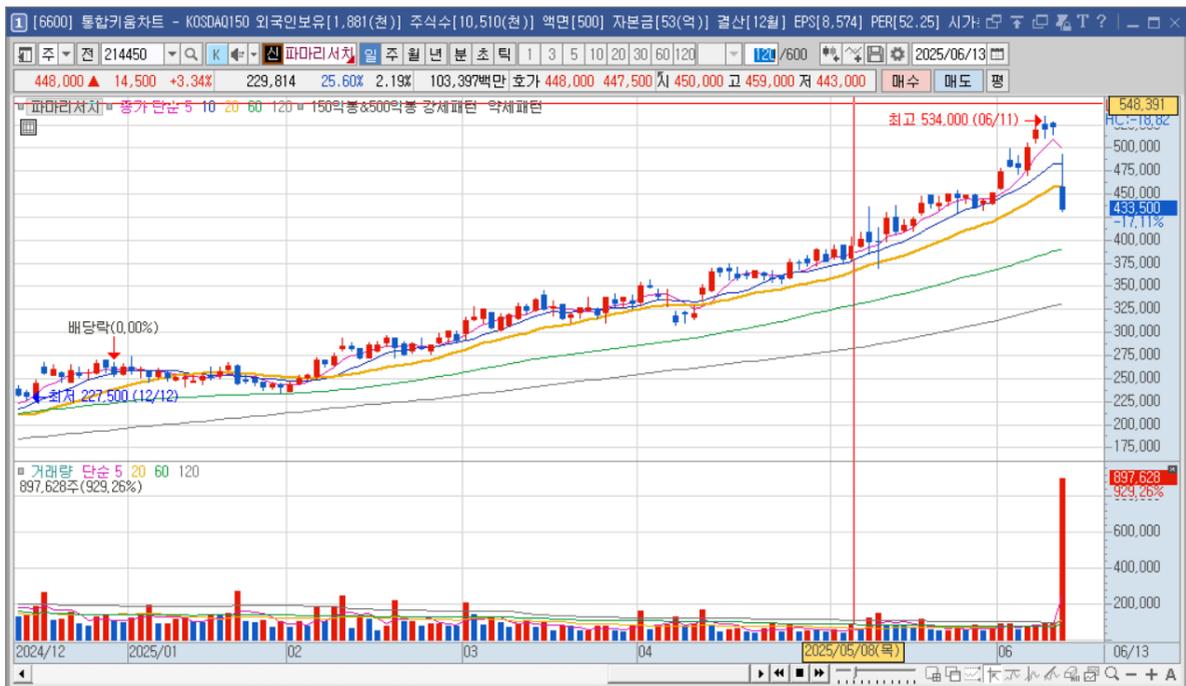
1) '리쥬란'의 글로벌 구글 트렌드 지수: 다시금 100에 도달하며 역대 최고의 검색량을 기록하고 있다. 해당 트렌드 지수와 3개월이 흐른 동사 시가총액 간 '21년부터 현재까지의 상관관계는 0.9398로 상당히 높다.

2) 국내 외국인 의료 관광객 소비액: 5월 1,703억 원(YoY +67.4%, MoM -9.3%)을 기록하였다. 여전히 가장 높은 수치에 준하고, 추세가 꺾이지 않을 전망이다. 빠르면 7월부터 중국인 단체 관광객들이 무비자로 우리나라에 입국하여 내수 및 관광 시장 활성화를 앞두고 있는 상황이다. 중국인은 우리나라 피부과 소비액의 36.6%를 담당할 정도로 비중이 높다.

3) 강릉시 필러 수출액: 5월 \$7,278,747(YoY +460.7%, MoM -6.3%)로 여전히 역대 최고치 부근이다. 특히 인도네시아향 수출액 \$1,098,000(YoY 없음, MoM +61.2%)로 역대 최고치를 경신하며 견고한 성장세가 이어졌다.

M&A 등 향후 모멘텀 기대감 소실, 목표주가 -9.8% 하향

25년 EPS 전망치 18,126원에 목표 PER 30배를 적용하여 목표주가 550,000원으로 하향한다(기존 610,000원 대비 -9.8%). 펀더멘탈은 좋기에 상향한 실적 전망치를 수정하지 않았다. 다만 M&A 등의 모멘텀이 분할 시 존속회사인 파마리서치홀딩스에 반영된다는 점을 감안하면 현재 파마리서치의 제품 포트폴리오 다각화 전략은 온전히 신설회사에 반영하기 어렵다. 이러한 점을 정성적으로 반영하여 목표주가 산정에 쓰이는 PER을 33배 ▶ 30배로 하향 조정하였다.CVC Capital의 상환전환우선주(RCPs) 관련 변수가 생기긴 하였으나 현재로서는 정확한 전략을 파악할 수 없는 바, 117만 주를 제외하여 EPS를 산출한 것을 그대로 유지하였다.





라온시큐어

기대되는 하반기

[출처] 유안타증권 권명준 애널리스트

SKT 해킹사태 이후

5/23일, SKT는 해킹사태에 따른 대응책 중 하나로 모의해킹 등을 추진하겠다고 밝혔다. 동사는 ①국내외 화이트해커 경진대회에서 수상한 경력이 있는 20여명의 화이트해커들로 구성된 화이트햇센터를 보유하고 있다. ②모의해킹을 진행할 수 있는 국내 상장사로는 소수에 불과하다. ③공공/금융기관, 민간기업을 대상으로 실제와 동일한 방식의 프리미엄 모의해킹을 제공하는 산업을 진행하는 기업이다. SKT 해킹사태 이후로 대규모 데이터를 보유하고 있는 기업들에 선택할 가능성이 높다고 판단된다. ③해킹의 대상은 대기업에 국한되어 있지 않다. 모의해킹 서비스를 월 단위로 이용할 수 있는 구독형 모델(라온 PTaaS)을 올해 2월에 출시했다. 중소/중견기업 관련 매출성장도 기대된다.

모바일 신분증 민간개방 본격 추진

행안부에서는 20년부터 모바일 신분증 도입사업을 추진하고 있다. 공무원증(21년), 운전면허증(22년)에 이어 올해부터는 주민등록증도 모바일로 발급 가능하다. 민간 앱에서도 모바일 신분증을 제공할 수 있도록 민간개방 참여기업(국민은행, 네이버, 농협은행, 토스, 카카오뱅크)을 24.6월에 선정, 현재 시스템 구축을 마치고 적합성 평가가 통과되면 7월부터 최종 서비스 자격이 부여될 예정이다. 지난 6/9일에는 민간개방 참여기업을 통해 확대해 나갈 예정이라고 밝혔다. ①모바일 신분증은 이용자의 단말기 보안영역에 암호화된 형태로

저장, 중앙 서버에 별도로 저장되지 않아 데이터센터가 해킹되어도 신분증 정보는 유출없이 안전하게 보호가 가능하다는 점에서 SKT 해킹 사태 이후 주목을 받고 있다. ②동사는 공무원증부터 주민등록증까지 블록체인 기반 모바일 신분증 사업을 진행한 기업이다. ③은행, 포털 등 민간사업으로 확대될 경우 진출 매출처 다변화가 본격화될 것으로 기대된다. 제로트러스트(ZT) 핵심요소 보유 다중인증을 통한 식원확인인 ZT의 핵심요소 중 하나이다. 동사는 25.2월 모니터랩과 ZT 보안 혁신 MOU 체결, 25.5월 2025 ZT 도입 시범사업(보안서비스 에지(SSE) 플랫폼 기반 ZT 보안 모델 실증)에 선정되었다. 동사의 FIDO 기반 다중요소 인증과 계정권한 권리 보안 기술과 모니터랩의 플랫폼에 결합해 ZT 기반의 접근 통제 서비스를 강화할 방침이다. 23~25년의 실증사업을 통해 26년부터 국내 ZT사업이 본격적으로 확산될 것으로 기대된다. ZT 시장 성장에 따른 수혜가 예상된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	433	468	518	625
영업이익	-10	43	-17	20
지배순이익	-66	67	42	40
PER	-25.8	17.6	23.6	31.3
PBR	5.5	3.1	2.5	2.1
EV/EBITDA	108.6	14.4	57.7	20.8
ROE	-21.0	19.3	9.9	8.3

자료: 유안타증권





시프트업

모멘텀은 지나갔고, 퀄리티를 보자

[출처] [하나증권 이준호 애널리스트](#)

상장 1년 후, 시프트업에 남은 것

작년 7월 상장 당시부터 예고되었던 [승리의 여신: 니케]의 중국 진출(5/22), [스텔라 블레이드] PC 출시(6/11)가 모두 이뤄졌다. 이후 기업 가치는 [스텔라 블레이드] PC 성과에 대한 일부 모멘텀 수급이 반영되어 3.3조원 수준으로 형성되어 있다. 다음은 신작은 [스텔라 블레이드] 차기작/[프로젝트 스피릿]이며 출시는 2027년/2028년으로 예상되기에 하반기 관심도의 하락은 불가피해 보인다. 다만 모멘텀과 별개로 시프트업의 현재 위치를 재점검해볼 필요가 있다. 시프트업은 글로벌 IP 파워를 활용한 확장성과 후속 파이프라인들의 높은 성공 가능성을 갖추고 있다. [승리의 여신: 니케]는 중국에서도 앱스토어 매출 순위 7위에 오르며 자리잡았다. 시프트업의 굿즈 매출은 기타 매출에 순매출로 인식되며 1분기 총 매출 기준 250억원 이상으로 추정된다. 현재 실적 존재감은 적지만 [승리의 여신: 니케], [스텔라 블레이드]의 중화권 성공과 함께 점차 확대되어 유의미한 수준으로 성장을 기대된다. 이번 양방향 콜라보로 모바일 환경에서의 [스텔라 블레이드] 플레이, 콘솔 환경에서의 [승리의 여신:니케] 플레이가 확인됐다. 콜라보 외에도 플랫폼 확장 가능성이 있다. 또한 [스텔라 블레이드] PC의 성공으로 시리즈화를 통한 장기 성장 곡선이 뚜렷해졌으며 차기작이 출시되는 2027년의 성과는 보장되었다고 판단한다. 그리고 후속작인 [프로젝트 스피릿]은 김형태 대표의 Hit ratio를 고려했을 때 [승리의 여신: 니케] 대비 높은 매출을 기대

할 수 있는 IP이다. 장기적으로 오리지널 IP 3개를 보유하여 다중 콜라보까지 가능한 게임사로 나아가고 있다.

스텔라 블레이드 서프라이즈, 차기작 기대감 상승

시프트업은 2025년 영업수익 2,906억원(+29.7%YoY), 영업이익 2,112억원(+38.3%YoY, OPM 72.7%)를 기록할 전망이다. 2025년 [승리의 여신: 니케]의 매출액은 글로벌 1,463억원 (-3.4%YoY), 중국 519억원으로 추정했다. [승리의 여신: 니케]의 완만한 하향 안정화를 예상하고 있다. 2025년 PC/콘솔 매출액 798억원 전망한다. 2025년말까지 [스텔라 블레이드]의 누적 판매량을 PS5 250만장, PC 170만장으로 상향했으나 달러-원 환율 하락, PC 버전 중국의 낮은 가격(-38% 수준)을 감안하여 조정했다. [스텔라 블레이드]는 출시 20개월 만에 누적 판매량 420만장을 달성할 것으로 예상된다. 김형태 대표는 최근 인터뷰를 통해 다음 작품에서 [스텔라 블레이드]의 부족한 스토리텔링을 풍부하게 보완하겠다는 의지를 밝혔다. 2027년 출시 예정인 차기작은 시리즈 1 대비 높은 판매량으로 이어질 것으로 전망한다.

투자의견 Buy, 목표주가 86,000원으로 하향

투자의견 Buy를 유지, 목표주가를 86,000원으로 하향한다. 단기 모멘텀 부재를 이유로 주가 하락할 경우 장기적 관점에서 시가 총액 5조원을 목표로 비중 늘려갈 수 있는 기회로 판단한다. [승리의 여신: 니케]의 중국 초기 성과가 기대치를 소폭 하회한 영향이다. 목표 주가는 2Q25~1Q26 예상 EPS에 Target Multiple 25배를 적용했다. Target Multiple은 Peer 그룹(카도카와, 사이버 에이전트, 스퀘어에닉스, 넥슨)의 12MF PER 평균값으로 선정했다. 시프트업은 [승리의 여신: 니케], [스텔라 블레이드], 기타 IP(굿즈)에서 모든 매출이 발생하고 있으며 국내 비중은 10% 내외다. 향후 [스텔라 블레이드] 차기작, [프로젝트 스피릿] 출시, 굿즈 산업 확대에 글로벌 매출 비중이 더욱 높아질 것으로 예상되기에 글로벌 Peer 밸류에이션 충분히 합리적이다. 또한 2026년의 모멘텀 공백은 2027년 높은 실적 가시성으로 극복할 수 있다고 판단하며, 하반기부터는 [스텔라 블레이드] 차기작, [프로젝트 스피릿] 가시화에 따라 밸류에이션에 반영할 예정이다.

