

2025.06.23.(월) 증권사리포트

◆ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

에스오에스랩

IPO 기업 업데이트: Physical AI 시대, 준비된 유망주

[출처] 한국투자증권 김창호 애널리스트

LiDAR 센서 전문 기업

자율주행 및 로봇용 LiDAR 센서를 공급하는 기업이다. 1Q25 매출액과 영업이익은 8.2억 원(-63.3% YoY), -43.7억원(적자지속, -18.3% YoY)을 기록했다. 스마트시티 관련 프로젝트 취소로 해당 사업부 매출액이 98.5% 급감하며 실적이 부진했다. 단, 향후 외형 및 이익 성장성은 뚜렷하다. 현대차그룹 MobED용 LiDAR 공급이 하반기 예정되어 있으며, 그 외 글로벌 로봇 기업들과도 협상을 진행 중이다. 로봇산업의 개화와 함께 글로벌 기업과의 협업을 통한 레퍼런스 확보로 추가 수주 가시성을 높일 것이다. 또한, 40% 이상의 수익성을 확보할 수 있는 국내 공항 프로젝트를 지속적으로 수주하고 있어 사업 확장의 안정성을 더할 것이다.

자율주행 및 로봇 산업 성장에 따른 수혜 전망

자율주행과 Physical AI 수요 확대 속 로봇기업으로 성장할 것이다. 미국에서는 Tesla가 6/22(현지시간) 로보택시를 출시하며 Waymo와의 경쟁이 본격화될 예정이며, Waymo는 로보택시 운행 건수가 약 1천만건을 돌파하며 자율주행 시장을 선도하고 있다. 중국은 BYD가 자사 ADAS인 무료탑재를 통해 스마트카 경쟁을 촉발했으며, Xiaomi, Huawei 등의 시장 진입에 경쟁이 심화 중이다. 스마트카 보급 확대는 LiDAR 채택률 증가로 이어질 것이다. LiDAR는 자율주행의 '인지' 단계에 활용되며, Tesla vision을 제외하고는 Waymo, BYD 등 주요 EV 카메이커들은 센서퓨전 방식을 활용하고 있어 LiDAR 수요는 점진적으로 확대될 것이다.

또한 현대차와 Tesla는 각 사의 휴머노이드 로봇인 '아틀라스'와 '옵티머스'를 연말 도입할 예정이다. 자율주행과 로봇은 액츄에이터 등 HW에서의 차이만 있을 뿐, '인지'-'판단'-'제어' 메커니즘은 동일하게 적용되는 만큼 로봇산업 내에서도 신규 수주 기회가 높다. 현재 자율주행 부문으로는 SL과 LiDAR 매립형 LED 램프를 공동 개발해 글로벌 OEM 품질테스트를 진행 중이며, 로봇용으로는 MobED 수주 레퍼런스를 바탕으로 현대차그룹용 추가 수주도 지속될 전망이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2020A	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
2021A	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
2022A	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
2023A	4	(8)	6	691	NM	(8)	NM	NM	NM	30.3	NM
2024A	5	(13)	(12)	(720)	NM	(12)	NM	NM	7.5	(46.1)	NM



클래시스

미지의 매각 보다는 가시성 높은 펀더멘털 레벨업에 주목

[출처] LS증권 조은애 애널리스트

슈링크에 볼뉴머가 더해지며 고성장 지속 예상

동사 주가는 5/12 연중 고점 대비 22% 하락한 상태다. 5/12 1Q25 호실적 발표 후 단기 차익 실현 매도 수급 발생과 5/16 최대주주의 일부 지분이 블락딜로 할인 거래되면서 주가에 부정적으로 작용했다. 현재 주가는 피어그룹 평균대비 저평가 된 상태이며, 불확실한 매각 이슈 보다는 가시성 높은 펀더멘털 레벨업에 주목할 시점이다.

2Q25 매출은 853억원(+45% yoy, +11% qoq), 영업이익 429억원(+38% yoy, +11% qoq)으로 컨센서스(매출 844억원, 영업이익 421억원)를 상회할 것으로 예상된다. 사업부문별 매출액은 장비 414억원(+35% yoy, +17% qoq), 소모품 430억원(+65% yoy, +6% qoq)이다. 2024년 주요국가에 판매를 시작한 볼뉴머 장비 수출 효과(1Q24 태국, 2Q24 브라질, 2H24 탑 10 주요 수출국가 수출 시작)로 매분기 볼뉴

머 장비 판매대수의 yoy, qoq 고성장이 예상되며, 인바운드 관광객 수혜, 볼뉴머의 소모품 기여가 더해지면서 소모품 매출의 꾸준한 우상향이 지속될 것으로 예상된다.

2025년 매출액 3,760억원(+55% yoy), 영업이익 1,905억원(+56% yoy)을 전망한다. 사업부문별 매출은 장비 1,938억원(+56% yoy), 소모품 1,779억원(+58% yoy)이다. 장비는 볼뉴머 미국, 태국, 브라질 등 주요 국가에서의 실적 온기 반영, 하반기 유럽 판매 개시로 판매대수 증가(2024년 1,200대 → 2025E 2,200대(미국 300대, 유럽 100대 포함))에 따른 고성장이 전망된다. 소모품은 슈링크의 견조한 성장에 볼뉴머의 증가 폭이 매년 확대되면서 고성장 가능할 전망이다.

가시성 높은 수출 레벨업 감안할 때 2025E PER 25배는 저평가

클래시스에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 예상 실적 상향 조정을 반영해 80,000원으로 상향한다. 적정 멀티플 33배는 피어그룹 파마리서치, 휴젤 2025E 기준 PER 단순 평균 30배를 10% 할증해서 산출했다. 2025년 볼뉴머 장비 판매 고성장에 따른 소모품 매출 레벨업은 2026년 수익성 개선을 동반한 중장기 성장 레버리지로 이어질 것으로 예상되며, 외형 및 이익 성장 가시성이 높아지는 현 시점은 매수 기회로 보여진다. 현재 주가는 2025E 기준 PER 25배, 2026E 기준 20배 수준으로 볼뉴머의 해외 진출 본격화에 따른 장비 판매 고성장과 장비 판매 누적에 따른 소모품 매출의 구조적 확대를 감안하면 밸류에이션 매력이 높다고 판단한다.



크래프톤

훌륭한 상반기, 하반기도 걱정 없다

[출처] 하나증권 이준호 애널리스트

2Q25 Pre: 훌륭한 상반기

크래프톤은 2분기 연결 기준 매출액 6,686억원(-5.4%YoY, -23.5%QoQ), 영업이익 2,317억원(-30.2%YoY, -49.3%QoQ, OPM 34.6%)으로 전망한다. 2분기 PC 매출액은 2,270억원(+18.6%YoY, -29.8%QoQ)으로 추정한다. PC 스팀 기준 2분기 [배틀그라운드]의 평균 접속자 수는 31만명 수준(+10.8%YoY, -4.2%QoQ)으로 견조하다. [인조이]는 판매량 50만장으로 반영했다. 2분기 모바일 매출액은 4,274억원(-14.5%YoY, -19.7%QoQ)으로 전망한다. 전년에 있었던 로열티를 제외하고 보면 4월 X-SUIT, 6월 진격의 거인 콜라보로 전년 대비 안정적인 실적 성장 예상한다. [배틀그라운드]는 통상 1분기 신년, 3분기 콜라보로 주요 업데이트가 진행되기에 분기 편차가 크다. 상반기 연결 기준 매출액 1조 5,428억원(+12.4%YoY), 영업이익 6,889억원(+7.2%)을 기록할 것으로 예상한다. 지난 2분기 로열티 수익을 제외하면 매출액/영업이익은 각각 20%/30% 이상 성장한 수치다. PUBG IP와 크래프톤은 여전히 고성장 중이다.

하반기 5개의 콜라보 업데이트, 서브노티카 2

크래프톤은 2025년 매출액 3조 1,622억원(+16.7%YoY), 영업이익 1조 3,434억원(+13.6%YoY, OPM 42.5%)을 기록할 전망이다. PC 매출은 1조 1,649억원(+23.7%YoY)으로, 모바일 매출은 1조 8,410억원(+8.9%YoY)로 추정한다. 하반기 차량 2종, 아티스트 1회, 셀럽 1회, 패션 브랜드 포함 총 5종의 콜라보 업데이트가 예정되어 있다. 또한 여름 시즌에 UGC 알파모드 업데이트도 계획하고 있다. 트래픽, 실적의 고성장 재확인될 것으로 예상된다. 하반기 출시 예정인 [서브노티카 2]는 전작들의 누적 판매량이 1,800만장이었음이 확인되었기에 연내 판매량 250만장(기존 200만장)으로 상향한다.

투자의견 Buy, 목표주가 530,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 530,000원으로 게임 업종 Top Pick을 유지한다. 크래프톤은 훌륭한 상반기기를 보냈다. 만약 2분기 실적을 이유로 주가 하락한다면 비중 확대를 강력하게 추천한다. 크래프톤은 2026년 이후 [배틀그라운드]라는 대작이 지속 성장하면서 가장 다작을 출시하는 게임사로 거듭날 전망이다. PUBG IP(PC+모바일) 전체의 DAU는 9천만명 이상으로 추정된다. 생성형 AI 도입으로 유저 모두가 창작자가 될 수 있는 환경에서 그로 인한 수혜 볼 수 있다. [포트나이트], [로블록스], [마인크래프트]와 같이 트래픽 기반에서 UGC 활성화를 통한 우상향 곡선 기대 가능하다. PUBG IP외에 현재 개발 중인 신작들의 가치는 주가에 전혀 반영되어있지 않은 상황이다. [인조이]가 100만장 판매에 성공했고, 하반기 [서브노티카2]도 유의미한 판매량 이끌어낼 전망이다. 신작의 성과가 하나씩 확인됨에 따라 크래프톤의 파이프라인, 방향성에 대한 기대감이 주가에 반영될 것으로 PER 멀티플 20배(현재 14배 수준)는 시간 문제라고 판단한다.

도표 1. 2Q25 Preview

(단위: 십억원, %)

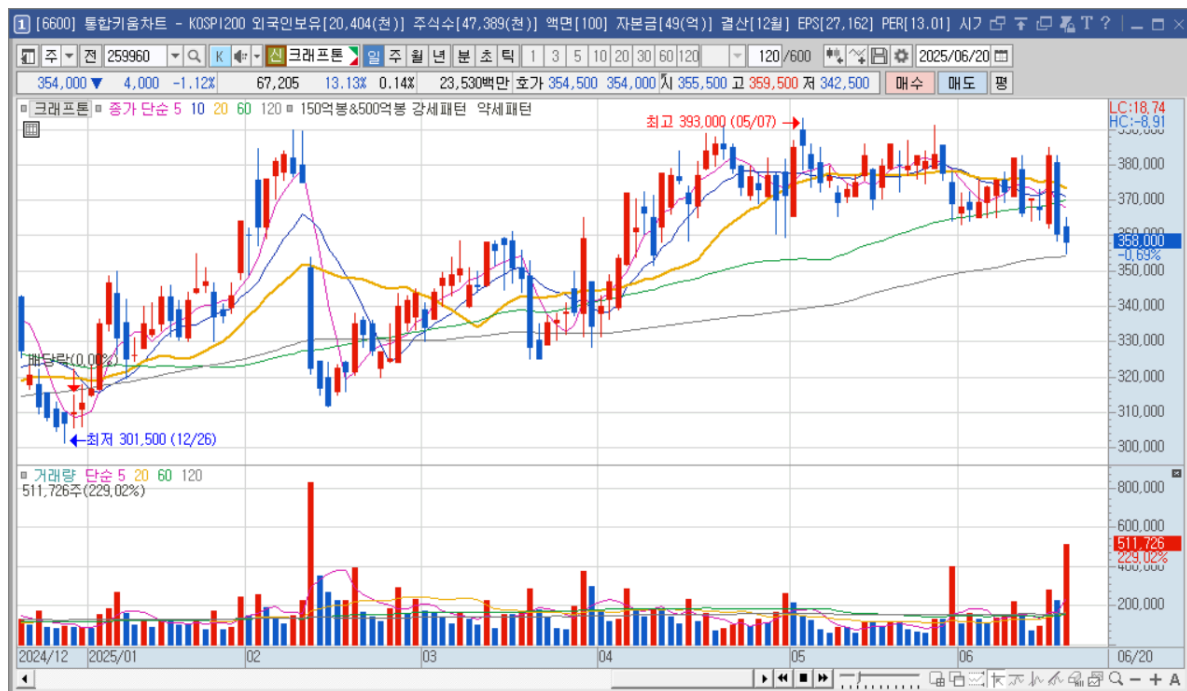
항목	2Q25F	2Q24	1Q25	YoY(%)	QoQ(%)	컨센서스	차이(%)
영업수익	668.6	707.0	874.2	(5.4)	(23.5)	734.2	(8.9)
영업이익	231.7	332.1	457.3	(30.2)	(49.3)	313.3	(26.1)
당기순이익	176.0	341.4	371.5	(48.5)	(52.6)	261.6	(32.7)
영업이익률(%)	34.6	47.0	52.3			42.7	
당기순이익률(%)	26.3	48.3	42.5			35.6	

자료: 하나증권

도표 3. 크래프톤 독립 스튜디오 주요 파이프라인

게임사	게임명	개발사	퍼블리셔	장르	플랫폼	출시 지역	출시 예정일
크래프톤	인조이	인조이 스튜디오	크래프톤	인생 시뮬레이션	PC	글로벌	3/28
	다크앤다커 M(변경 예정)	블루홀 스튜디오	크래프톤	익스트랙션 RPG	모바일	글로벌	2025
	서브노티카 모바일	언노운 윌즈	크래프톤	수중 생존 어드벤처	모바일	글로벌	7/8
	서브노티카2	언노운 윌즈	크래프톤	수중 생존 어드벤처	PC/콘솔	글로벌	2H25
	PUBG: 블라인드 스폿	펍지 스튜디오	크래프톤	탐다운 택틱컬 슈터	PC	글로벌	2025
	딩컴	James Bendon	크래프톤	개척 생활 시뮬레이션	PC/닌텐도	글로벌	1H25
	딩컴 투게더	S인렙	크래프톤	개척 생활 시뮬레이션	PC/콘솔/모바일	글로벌	2026
	Valor	펍지 스튜디오	크래프톤	배틀로얄	콘솔	글로벌	2026-
	Project Black Budget	펍지 스튜디오	크래프톤	PvPE 루터슈터	PC/콘솔	글로벌	2026-
	팰월드 모바일	펍지 스튜디오	크래프톤	서바이벌 크래프트	모바일	글로벌	2026-
	마이 리틀 퍼피	드림모션	드림모션	어드벤처	PC	글로벌	2025
	커스베인	플라이웨이게임즈	플라이웨이게임즈	액션 로그라이크, 어드벤처	PC	글로벌	2025
	어센드 투 제로	플라이웨이게임즈	플라이웨이게임즈	액션 로그라이크, 어드벤처	PC	글로벌	2025
	커맨더 퀘스트	플라이웨이게임즈	플라이웨이게임즈	로그라이크, 덩굴링, 카드게임	PC	글로벌	2025
	왈츠 앤 잼	플라이웨이게임즈	플라이웨이게임즈	액션 어드벤처, 캐주얼, 탐험	PC	글로벌	2025
	Unannounced Project	펍지 스튜디오	크래프톤	하이브리드 캐주얼	모바일	글로벌	미정
	오버데어	오버데어	크래프톤	샌드박스	PC/모바일	글로벌	미정
	Project Impact	네온 자이언트	크래프톤	오픈월드 FPS	PC/콘솔	글로벌	미정
	눈물을 마시는 새	크래프톤 몬트리올 스튜디오	크래프톤	액션 어드벤처	PC/콘솔	글로벌	미정

자료: 하나증권





더블유게임즈

팍시게임즈 on

[출처] 유진투자증권 정의훈 애널리스트

2분기 매출액 1,769억원(+8%yoy), 영업이익 566억원(-16%yoy)으로 컨센서스(629억원)를 하회할 전망

소셜카지노 매출은 시장 침체로 인해 전분기와 유사하겠으나, 연결 매출은 자회사 실적에 힘입어 역대 최대 매출을 기록할 전망. 지난 3월 인수 완료된 자회사 팍시게임즈는 2분기 부터 연결 실적으로 반영됨. 팍시게임즈의 대표 게임인 '머지스튜디오'는 1분기에 이어 2 분기에도 최대 매출을 경신할 것으로 예상됨. 또한 1분기 큰 폭으로 성장한 슈퍼네이션 매출은 2분기 qoq로 소폭 증가할 것으로 전망

다만 매출뿐만 아니라 전반적인 비용 상승도 예상됨. 특히 자회사 매출 확대를 위한 마케팅 비용이 큰 폭으로 확대 될 것. 플랫폼 비용도 증가하겠으나 매출액 대비 비중은 감소할 예정. 이는 DTC 비중 확대, 플랫폼 수수료가 없는 슈퍼네이션과 광고 매출 비중이 높은 팍시게임즈 매출 확대에 기인함. 이 중 슈퍼네이션 매출로 인해 발생하는 gambling taxes는 기타운영비용으로 반영될 예정

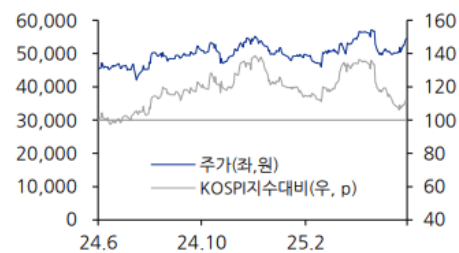
하반기도 2분기와 같이 자회사 성장에 따른 매출과 비용 모두 확대되는 흐름은 이어질 것. 주춤한 수익성에도 유의 미한 매출 성장과 매출 비중 다변화로 밸류에이션 회복도 기대

가능하며, 추가적으로 지난해 발표된 자사주 매입 정책(직전 사업연도 배당금의 1~3배 규모)에 따라 올해 약 238억~714억 규모의 자사주 매입도 예정돼 있음

주가(원, 06/20)	54,400		
시가총액(십억원)	1,169		
발행주식수	21,496천주		
52주 최고가	57,400원		
최저가	40,500원		
52주 일간 Beta	0.24		
60일 일평균거래대금	30억원		
외국인 지분율	0.0%		
배당수익률(2025F)	2.0%		
주주구성			
김가람 (외 7인)	44.3%		
자사주 (외 1인)	7.2%		
주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-7.6	-24.6	11.4
절대기준	8.6	1.1	19.0
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	69,000	69,000	-
영업이익(25)	228	236	▼
영업이익(26)	238	246	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	582	633	701	742
영업이익	213	249	228	238
세전손익	244	315	268	270
당기순이익	193	243	207	210
EPS(원)	6,935	8,708	7,195	7,295
증감률(%)	흑전	25.6	-17.4	1.4
PER(배)	5.8	6.2	7.6	7.5
ROE(%)	18.6	18.7	12.9	11.8
PBR(배)	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	1.8	1.4	1.1	0.5

자료: 유진투자증권





리노공업

부진한 업황 속 차별화된 실적

[출처] 한국투자증권 박상현 애널리스트

점유율 확대로 드러나는 기술 리더십

부산 테스트 소켓 수출 실적이 급격한 증가세를 보이고 있다. 4월 136억원(+75.5% MoM, +17.6% YoY)에 이어 5월에는 무려 193억원(+42.0% MoM, +123.6% YoY)을 기록했다. 부진한 업황에도 불구하고 테스트 소켓 점유율 확대를 통해 차별화된 실적을 달성하고 있다. 올해 1분기 스마트폰 출하량은 0.5% YoY 증가에 그쳤다. 그러나, 같은 기간 동사의 테스트 소켓 점유율(매출액 기준)은 14.5%에서 19.7%로 5.2%p 확대됐다. Yokowo, Yamaich 등의 점유율 변화를 고려할 때, 양산용 테스트 소켓 영역에서의 리노공업 점유율이 확대되고 있다고 판단한다.

고사양 스마트폰 수요를 견인하는 이구환신

이구환신은 스마트폰 판매량 촉진보다는 ASP 상승에 더 큰 영향을 미치고 있다. 중국 내 스마트폰 생산량은 지난 1분기 6.4% YoY(이하 YoY) 증가했으나 2분기에는 감소세로 전환될 것이다. 4월과 5월 생산량이 각각 5.4%, 1.4% 감소했기 때문이다. 반면, 통신기기 소매 판매액은 지속 증가세다. 1분기 32.8% 증가에 이어, 4월과 5월에도 각각 19.9%, 33.0% 증가했다. 이는 중국 내 고성능 AP가 탑재된 고가 스마트폰 수요 확대를 시사한다. 이러한 변화는 리노공업에 긍정적이다. 동사 테스트 소켓의 핵심 경쟁력이 검사 정확도임을 고려할 때, 스마트폰 ASP 증가는 고성능 AP 수요 확대 → 리노공업 점유율 확대로 이어지기 때문이다.

목표주가 56,000원으로 상향 조정

투자의견 매수를 유지하고, 목표주가를 56,000원(12MF EPS, PER 25.0배)으로 9.8% 상향 조정한다. 양산 소켓 점유율 확대 추세를 반영해 25년, 26년 EPS 추정치를 각각 14.9%, 14.2% 상향 조정했다. 2분기 예상 실적은 매출액 1,008억원(+28.5% QoQ, +42.0% YoY), 영업이익 471억원(+34.9% QoQ, +41.9% YoY, OPM 46.8%)이다. 스마트폰 업황 부진에도 불구하고, 기술 경쟁력 기반의 점유율 확대를 통해 리노공업은 2분기에도 차별화된 실적을 시현할 것이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2023A	256	114	111	1,462	(3.0)	128	27.7	21.5	5.5	21.1	1.5
2024A	278	124	113	1,493	2.1	138	25.7	18.4	4.7	19.2	1.6
2025F	375	170	155	2,042	36.8	184	25.3	18.9	5.4	23.0	1.4
2026F	444	203	185	2,433	19.1	220	21.2	15.5	4.6	23.4	1.5
2027F	531	245	222	2,919	20.0	263	17.7	12.5	3.9	23.8	1.6





GKL

북적북적 드래곤시티 → 프리미엄 매스 지표 호조 기대

[출처] 한화투자증권 박수영 애널리스트

북적북적 드래곤시티 → 프리미엄 매스 지표 호조 기대

4월 기준 전체 방한 외국인 관광객 숫자는 약 171만명으로 역대 최고치를 경신했다. 이 가운데 중국인 입국자 수는 44만명을 기록했다. 여전히 팬데믹 이전이나 사드 보복 이전 수준까지는 회복하지 못한 모습이다. 다만 그 숫자는 꾸준히 회복세를 보이고 있으며, 연간 수준 역대 최고 수준을 기록했던 2016년 대비 회복률은 60%대를 기록 중이다. 이처럼 최근의 외국인 관광객 입국 증가세는 서울 시내 소재 주요 호텔들의 OCC나 ADR의 가파른 상승세로 연결되고 있다. 언론의 외국인 관광객 증가에 따른 서울 시내 호텔 수익성 지표 호조 관련 보도에 빠지지 않고 언급되는 곳이 용산의 드래곤시티다. 해당 숙박 시설에는 과거 힐튼점에서 이전한 GKL의 용산 사업장이 임차해있다.

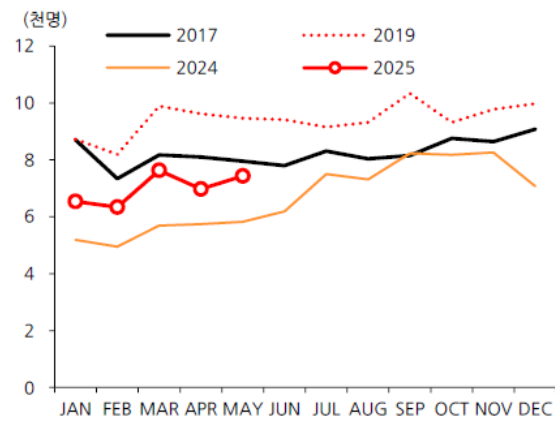
5월까지 동사 3개 영업장의 중국인 VIP(VIP + PR Mass) 방문 수나 드롭액은 느리지만 꾸준한 회복세를 보이는 중이다. 드래곤시티 사업장 중국인 전체 방문객 수는 5월 3,572명(VIP 305명, PR Mass 3,267명)을 기록했다. 방문객 수로만 보면 회복이 더디다. 다만 5월 드래곤시티 중국인 드롭액은 약 295억원으로 2019년 동월 드롭액의 약 89% 수준이다. 특히 PR Mass 드롭액은 약 180억원을 기록했는데, 이는 2019년동월 대비 약 +1% 증가한 수치다. 하반기 중국인 단체관광객에 대한 무비자 입국이 전면 허용되면 드롭액 뿐만 아니라

라 방문객 지표도 가파르게 개선될 것으로 기대된다. 그간 GKL의 영업장의 주요 손님은 일본인 손님을 제외하면 서울 시내에 거주하는 외국인 VIP 손님이 많았던 것으로 파악된다. 필연적이지는 않으나 그간 동사의 홀드올 부진에 크게 기여했을 개연성이 높다. 따라서 무비자 입국 허용으로 PR Mass 손님 비중이 높아질수록 수익성 지표도 개선될 것으로 기대된다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 19,000원 상향

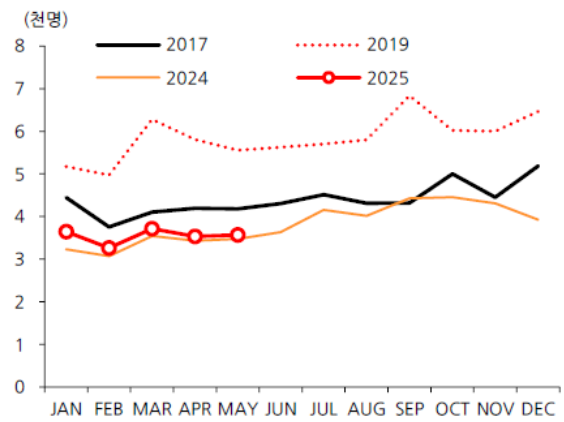
동사에 대한 목표주가를 19,000원으로 상향한다. 목표주가 산정 기간을 '26년으로 변경하며, Target P/E를 17배로 제시한다. '18~'19년 평균 멀티플에 15% 할증(마카오 카지노 규제 지속에 따른 반사 수혜 반영)을 적용했다.

[그림4] 드래곤시티 VIP + PR Mass 방문객



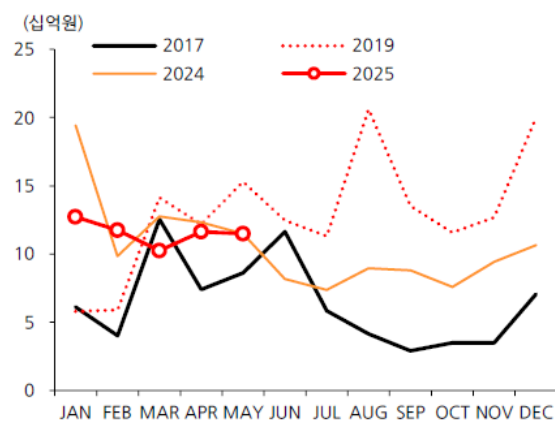
자료: GKL, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 드래곤시티 중국인 VIP + PR Mass 방문객



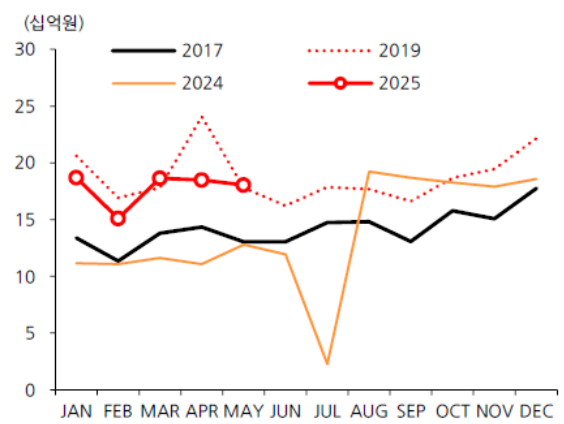
자료: GKL, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 드래곤시티 중국인 VIP 드롭액



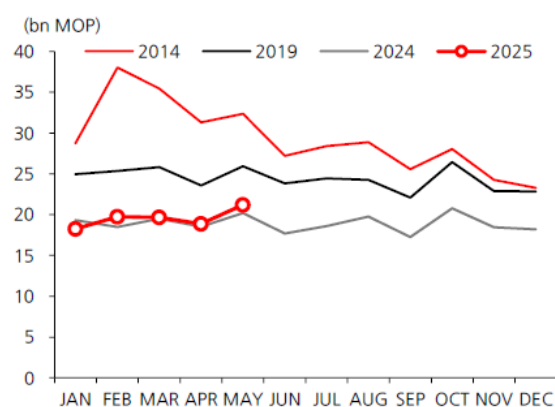
자료: GKL, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 드래곤시티 중국인 PR Mass 드롭액



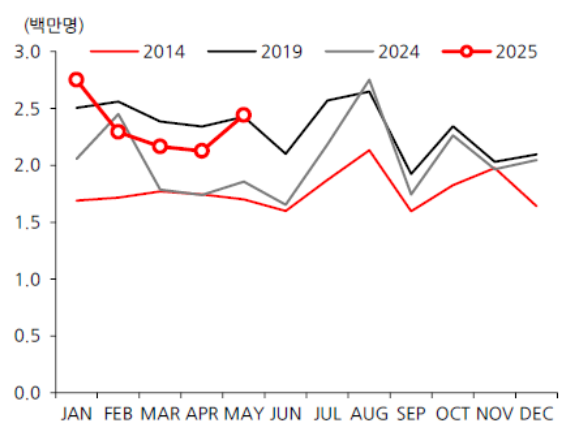
자료: GKL, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 마카오 카지노 GGR 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 마카오 중국인 관광객 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

