

# 2025.07.09.(수) 증권사리포트

✦ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

## JB 금융지주

### 분기 최대 실적 도전

[출처] 키움증권 김은갑 애널리스트

#### 일회성비용 소멸로 분기 최대실적 전망

2025 년 2 분기 연결순이익은 2,019 억원으로 YoY 2.5%, QoQ 24.1% 증가할 전망이다. 기존 전망치 1,950 억원 대비 3.5% 상향조정된 수치로 이자이익 증가와 총당금비용 감소가 이익전망 상향조정의 주요원인이다. 1 분기 명예 퇴직금과 총당금 추가적립 등 대규모 비용의 소멸로 QoQ 이익증가율이 높을 전망이다. 이자이익은 대출증가율이 높아진 결과로 QoQ 3% 중반대의 총대출 증가율을 보여 NIM 소폭 하락에도 이자이익은 증가할 것으로 보인다.

2 분기 연결순이익 전망치는 경상적 순이익 기준 분기 최대 실적이며, 2025 년 연결순이익은 2.8% 상향조정되어 최대 실적 경신을 이어갈 전망이다. 2025 년 이익증가율 전망치는 4.4%인데, JB 금융의 자체 순이익 증가율 목표는 4.0% 이상으로 발표된 바 있다.

#### 투자의견 매수, 목표주가 30,000 원

JB 금융에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 ROE 전망치 상향을 감안하여 기존 28,000 원에서 30,000 원으로 7.1% 상향조정한다. 목표주가는 2025 년말 BPS 기준 PBR 0.95 배에 해당한다. 2025 년 ROE 전망치는 기존 11.8%에서 12.1%로 상향조정되어 은행주 최고 수준이다. 12%의 ROE 면 주주친화정책이나 성장전략 선택에 있어 다른 은행주 대비 차별화되기 충분한 수준이라 할 수 있다. 2025 년 주주환원율 목표를 45%로 제시하였고, 1 분기 보통주 자본비율 12.28%는 2 분기 추가 상승할 전망으로 주주환원 강화는 예정대로 진행될 것으로 보인다. 1 분기 분기 DPS 는 160 원으로 2024 년 1~3 분기 분기당 105 원에서 한단계 증가했다.

대주주인 삼양사는 JB 금융의 지분을 시간외매매로 매각하여 7 월 2 일 기준 지분을 14.77%로 공시하였다. 잠재적 오버행으로 시장에 부담을 주었던 부분이 해소된 것으로, 향후 자기주식 매입소각 실행에 있어서도 대주주 지분율이 큰 걸림돌이 되지는 않을 것으로 판단한다.

## JB 금융 분기실적 추이

| (십억원, %) | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25 | %YoY  | %QoQ  |
|----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|
| 순영업이익    | 508  | 530  | 473  | 532  | 587  | 564  | 532  | 562  | 565  | -3.8  | 0.5   |
| 이자이익     | 457  | 487  | 493  | 497  | 490  | 495  | 494  | 491  | 497  | 1.5   | 1.1   |
| 수수료이익    | 23   | 29   | 4    | 28   | 38   | 10   | 3    | 15   | 15   | -59.6 | 5.0   |
| 기타 비이자이익 | 27   | 14   | -24  | 8    | 59   | 59   | 34   | 55   | 52   |       |       |
| 일반관리비    | 181  | 179  | 220  | 199  | 183  | 196  | 253  | 206  | 187  | 2.5   | -9.2  |
| 총전영업이익   | 326  | 351  | 253  | 334  | 404  | 368  | 279  | 355  | 377  | -6.6  | 6.1   |
| 총당금비용    | 106  | 121  | 126  | 106  | 145  | 107  | 121  | 138  | 107  | -26.2 | -22.3 |
| 영업이익     | 220  | 231  | 126  | 228  | 259  | 261  | 158  | 217  | 270  | 4.4   | 24.2  |
| 영업외손익    | 1    | -3   | 1    | 3    | 1    | -1   | -1   | 2    | 1    |       |       |
| 세전이익     | 221  | 228  | 128  | 231  | 259  | 260  | 157  | 219  | 271  | 4.5   | 23.7  |
| 연결당기순이익  | 163  | 167  | 93   | 173  | 197  | 193  | 114  | 163  | 202  | 2.5   | 24.1  |

자료: JB 금융, 키움증권 리서치센터.





## 삼성중공업

## FLNG의 힘

[출처] SK증권 한승한 애널리스트

### 2Q25 Preview: 컨센서스 상회하는 실적 예상

2Q25 연결 매출액은 2 조 6,928 억원(+6.4% YoY, +8.0% QoQ), 영업이익은 1,913 억원(+46.3% YoY, +55.4% QoQ) 기록을 예상한다. 100% 환헛지 정책으로 2분기 환율 하락에 따른 영향은 없었으며, 해양 부문에서 예상 대비 빠른 공정 진행으로 인해 컨센서스(1,776 억원)를 상회하는 실적 기록한 것으로 추정된다.

### 고수익성 상선&FLNG 수주 풀 확대되는 중

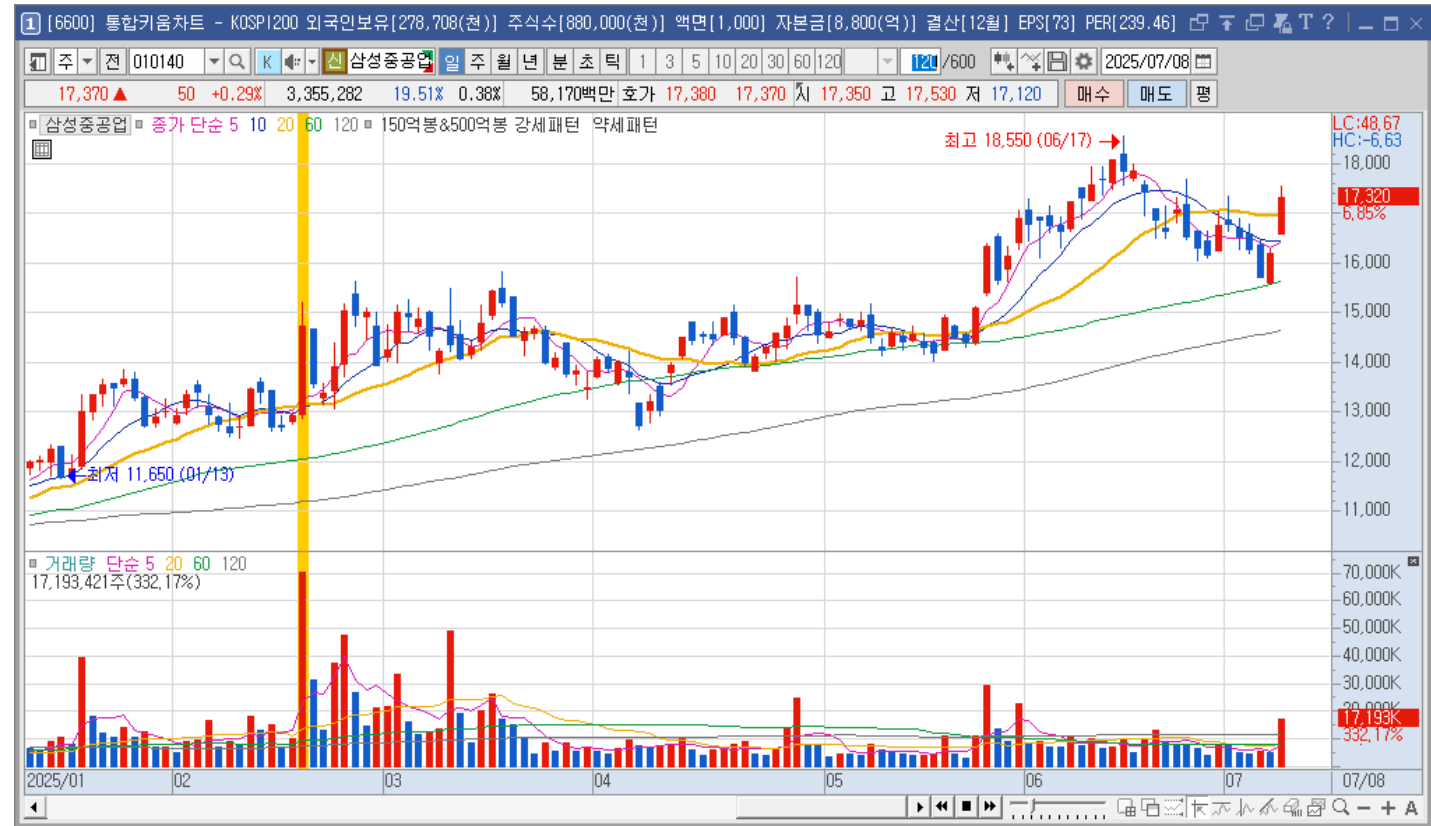
동사는 현재까지 LNGC 1 척, 셔틀탱커 9 척, VLEC 2 척, 수에즈막스급 유조선 4 척, 컨테이너선 2척 수주하면서 올해 상선 부문 수주목표인 58억불 중 약 46%(26억불)를 달성했다. 경쟁사 대비 상대적 단납기를 활용한 컨테이너선 수주, 글로벌 선주들의 VLEC 발주 계획 물량, 그리고 셔틀탱커 인콰이어리는 동사의 수주목표 달성과 동시에 높은 수준의 수주잔고 레벨 및 향후 상선 부문의 실적 개선세 유지시킬 전망이다. 해양 부문에서는 총 25 억불 규모의 Coral Sul#2 FLNG 프로젝트의 설계 및 일부 공정 건에 대해 6.4 억불 규모 계약을 체결하면서 수주 확보한 것이나 다름없으며, 미국의 Delfin FLNG 프로젝트 또한 올해 3 분기 FID 를 목표하고 있기 때문에 수주 가능성 높다는 판단이다. 또한 최근 연내 최대 2 기 발주 계획을 발표한 Golar LNG 의 FLNG 프로젝트까지 수주하게 된다면, 올해 해양 수주목표인 40 억불 초과달성과 함께 해양 실적 개선 지속에 대한 가시성 높여갈 전망이다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 24,000 원으로 상향

삼성중공업에 대해 투자 의견 매수 유지, 목표주가 기존 21,000 원에서 24,000 원으로 상향한다. 목표주가는 '27 년 추정 BPS 7,587 원에 Target P/B 3.2 배를 적용하여 산출했다. 이미 약 50% 정도의 탑사이드 설계·제작 역량을 보유 중으로, 중/장기적 관점에서 EPC 업체 의존도 줄여가면서 FLNG 수익성 극대화 및 글로벌 시장에서 독보적 경쟁 우위 확보를 통한 주가 상승여력 충분히 가져갈 수 있을 것으로 예상된다.

영업실적 및 투자지표

| 구분        | 단위  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|-----|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 십억원 | 5,945 | 8,009 | 9,903 | 10,853 | 12,159 | 13,916 |
| 영업이익      | 십억원 | -854  | 233   | 503   | 762    | 1,102  | 1,506  |
| 순이익(자배주주) | 십억원 | -619  | -148  | 64    | 725    | 942    | 1,248  |
| EPS       | 원   | -704  | -168  | 73    | 824    | 1,070  | 1,418  |
| PER       | 배   | -7.3  | -46.0 | 155.7 | 21.0   | 16.2   | 12.2   |
| PBR       | 배   | 1.3   | 2.0   | 2.6   | 3.4    | 2.8    | 2.3    |
| EV/EBITDA | 배   | -9.3  | 19.5  | 16.8  | 16.6   | 12.0   | 8.8    |
| ROE       | %   | -16.1 | -4.2  | 1.8   | 17.5   | 19.0   | 20.6   |





KT

## 2Q 프리뷰 – 역대급 실적일 듯, 단 DPS 발표가 더 중요

[출처] 하나증권 김홍식 애널리스트

### 투자의견 매수/12개월 목표가 70,000원 유지, 아직은 단기 매수 여전히 유효

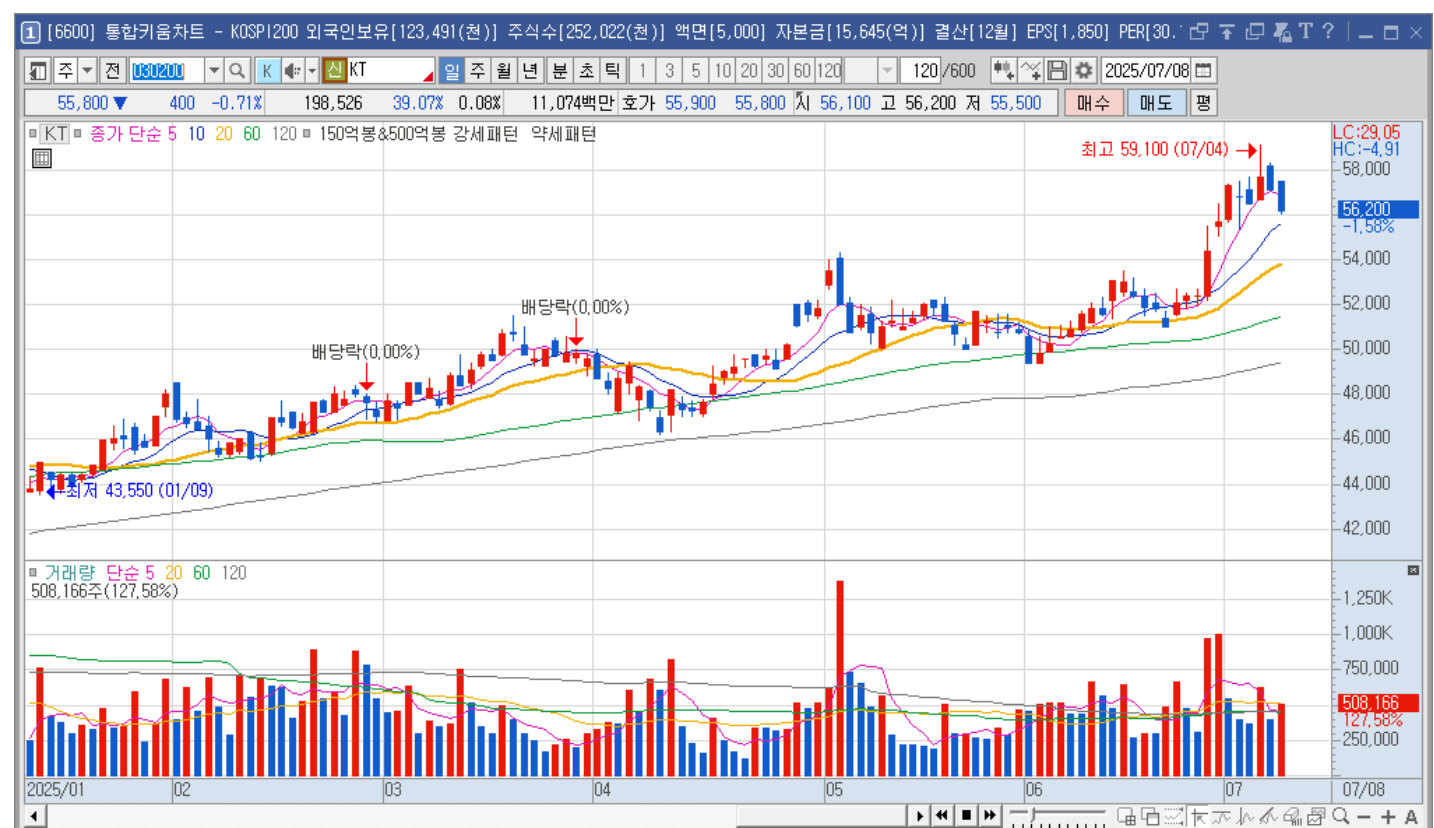
KT에 대한 투자의견 매수, 12개월 목표주가 7만원을 유지한다. 더불어 통신 서비스 업종 12개월 Top Pick 및 7월 Top Pick으로 제시한다. 추천 사유는 1) 2분기에 역대급 실적을 기록할 전망이다, 2) 7월 또는 10월 추가적인 분기 DPS 상향 조정이라는 재료가 여전히 상존하며, 3) 주주환원수익률 및 주주이익환원금 증가분 대비 주가 상승 폭을 감안하면 여전히 주가 상승 여력이 큰 것으로 판단되기 때문이다. 아직 2분기 실적 발표 전이라는 점을 감안하면 보다 적극적으로 어닝 시즌 매수 대응할 필요가 있어 보인다.

### 2분기 연결/본사 영업이익 각각 9,208억원/4,508억원으로 놀라운 실적 달성 전망

KT는 2025년 2분기에 시장 컨센서스를 상회하는 우수한 실적을 기록할 전망이다. 먼저 본사 영업이익은 4,508억원(+26% YoY, +13% QoQ)이 예상된다. 5G 가입자 순증 폭 축소에도 이동전화매출액이 YoY 1% 증가 추세를 유지하는 가운데 사실상 조직 개편에 따른 인건비 및 경비 절감 효과가 1분기보다 크게 나타날 것이기 때문이다. 연결 영업이익은 9,208억원(+86% YoY, +34% QoQ)으로 분기 실적으로는 역대 최대 규모를 기록할 전망이다. 아파트 분양 수익 중 2분기 반영 비율이 60%를 초과할 것으로 보여 연결 영업이익 증가 효과가 총 3,100억원에 달할 것으로 예상되기 때문이다. IPO를 추진 중인 케이뱅크 실적도 우상향 기조를 유지할 전망이라 2분기에는 전방위적인 실적 개선이 기대된다.

### 하지만 중요한 건 분기 DPS, 600원이나 700원이나가 전략상 중요해질 전망

KT는 7월 중순 분기 배당을 발표할 예정이다. 정관 변경이 있었기 때문이다. 배당 기준일은 7월 말일 가능성이 높다. 8/11일 발표할 2분기 실적도 중요하지만 우선적으로 7월 분기 배당금 발표에 주목할 필요가 있다. 4/15일 분기 배당금 발표 이후 본격적인 KT 주가 상승이 나타났다는 점에서 보면 그렇다. 7월 중순 KT 분기 배당 발표 시 추가적인 DPS 상향 조정이 이루어질지 장담하긴 어렵다. 이미 분기 DPS가 600원으로 높아진 상태이기 때문이다. 하지만 현재 실적 흐름과 배당 성향, 기대배당수익률 수준을 감안하면 올해 한번 정도 DPS 상향 조정이 나타날 수 있다는 판단이다. 주가 상승으로 배당 수익률이 4.5%로 경쟁사대비 낮아졌다는 점을 감안하면 더욱 그렇다. 단 DPS 추가 상향 조정이 7월이 아닌 10월로 결정될 가능성도 존재하므로 7월 분기 DPS 발표에 집중할 것을 권한다. 대다수 투자자들의 생각처럼 7월 KT DPS가 600원으로 유지된다면 올해 KT DPS가 최소 2,400원 이상일 것이란 예상 속에 2분기 실적 호전 기대감이 겹치면서 KT 주가가 6만원 돌파를 시도할 가능성이 높다. 하지만 만약 7월 KT DPS가 시장 예상을 상회하는 700원으로 상향 조정된다면 역대급 실적과 더불어 밸류업 기대감으로 KT가 통신서비스 업종 주가 상승을 견인할 가능성이 높다는 판단이다. 이 경우 KT 주가는 7만원 근방까지 상승이 예상된다.





## 스튜디오드래곤

### 작품당 이익 증가 전망

[출처] 대신증권 김희재 애널리스트

#### 투자의견 매수(Buy), 목표주가 64,000원 유지

목표주가 64천원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출  
12M FWD EPS 1,337원에 PER 47배 적용 수준. 최근 5년 PER 하단 평균 47배

#### 2Q25 Preview: 역대 최저 편성. 편성 일부 3Q로 변경

매출 890억원(-35% yoy, -34% qoq), OP 24억원(-78% yoy, -46% qoq)

2Q 방영회차는 41회(TV 27회, OTT 14회)로 역대 최저. -3회 yoy, -18회 qoq

TV: <금주를 부탁해> 12회, <미지의 서울> 12회, <견우와 선녀> 3회

OTT: <다 이루어질지니> 8회, <내 남편과 결혼해줘(일본판)> 6회

예정됐던 <친애하는 X>는 3Q로 변경. 편성 축소 대비 1Q에 종영된 <별들에게 물어봐>의 상각은 2Q까지 반영되면서 부진한 이익 전망. 하반기는 편성 증가와 상각 부담 완화 및 비용절감 효과까지 발생하면서 호 실적 전망

#### 동시방영 증가와 비용효율화로 작품당 이익 증가 전망

25년 25편(+6편 yoy) 전망. 24년 대비 증가, 19~23년 평균은 29편

25년 작품당 회차 12회 수준. 19~23년 평균 14회. 성장 여력 충분

동시방영 8편(+2편 yoy). 상반기 2편, 하반기 6편. 전체 작품 수도 상반기 8편, 하반기 17편으로 하반기 비중이 높고, 제작 효율화도 하반기에 성과 나타날 전망

3Q 방영회차는 84회 수준. <첫, 사랑을 위하여> NFLX 동시 12회, <폭군의 셰프> NFLX 동시 12회, <신사장 프로젝트> 12회, <친애하는 X> 12회, <조각 도시> D+ 오리지널 12회 등. 4Q도 70회 이상으로 추정

### 드래곤의 제작은 17~21년 동안 연평균 26편 유지 후, 22년 34편, 23년 29편

OP 17~21년 300~500억원대로 우상향, 평균 410억원 형성

22년과 23년 OP는 제작 증가에 따라 각각 652억원, 559억원 달성

24년 제작편수가 19편으로 급감하면서 OP 364억원으로 부진

25년 25편 전망, OP 394억원 전망. 제작은 +6편 증가하나, <별들에게 물어봐>의 성과 부진으로 연초 460억원 추정 대비 하향

26년은 제작이 27편까지 확대되면서 OP도 17~21년 수준인 500억원대는 무난히 달성할 것으로 전망. 비용 절감 효과까지 가미되면서 26E OP 618억원

(단위: 십억원 %)

| 구분   | 2024 | 1Q25 | 직전추정 | 당사추정 | 2025(F) |       |           | 3Q25 |       |       |
|------|------|------|------|------|---------|-------|-----------|------|-------|-------|
|      |      |      |      |      | YoY     | QoQ   | Consensus | 당사추정 | YoY   | QoQ   |
| 매출액  | 137  | 134  | 110  | 89   | -35.1   | -33.5 | 126       | 219  | 141.9 | 145.5 |
| 영업이익 | 10   | 4    | 9    | 2    | -78.0   | -46.2 | 5         | 15   | 흑전    | 547.8 |
| 순이익  | 8    | 2    | 9    | 5    | -44.0   | 93.0  | 6         | 14   | 흑전    | 211.2 |

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 대신증권 Research Center





## 파마리서치

### 2Q25 Pre; 분할 철회가 남긴 고민, 그래서 아직도 사도 돼요?

[출처] 교보증권 정희령 애널리스트

#### 인적분할 철회 코멘트

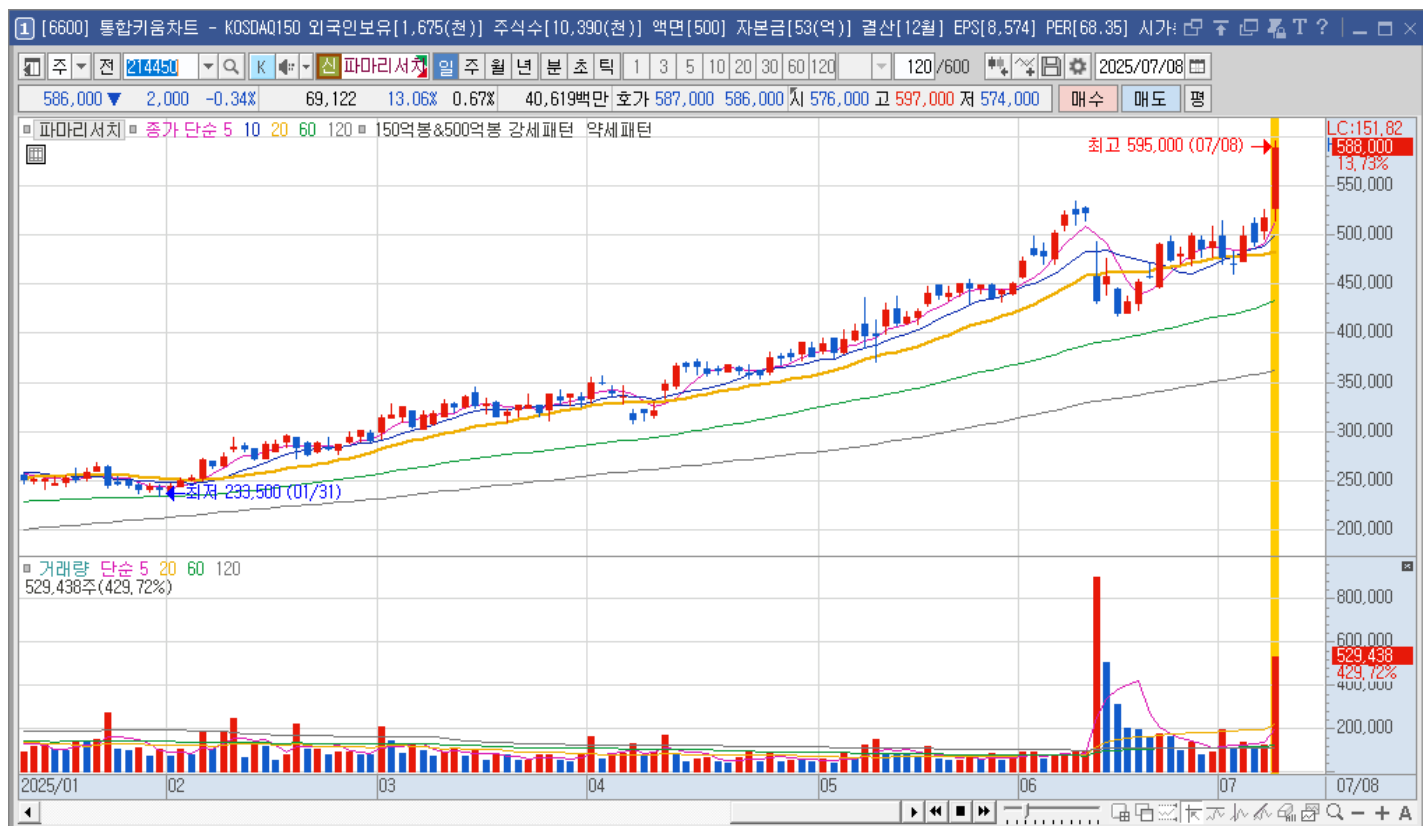
2Q25 매출액 1,393억원 (YoY +67.6%), 영업이익 564억원 (YoY +83.3%, OPM 40.5%) 로 추정치 상향. 외국인 피부과 소비 금액은 4,5월 합산만으로 1분기 데이터 이미 상회. 강릉시 수출입데이터 확인 시 마찬가지로 4,5월 합산액이 1분기 수출금액을 상회. Trass상 주요 수출국은 중국, 싱가포르, 일본 등으로 전년부터 이어져온 소비 트렌드 유지되고 있는 것으로 판단. 하반기 중국 무비자 진행 시 여전히 최대 수혜주는 동사일 것으로 전망. 중국인의 국내 시술 트렌드는 1) 현지 내 미승인 시술 중 2) 오리지널 제품 (리쥔란, 울쎃라) 지난 6월 13일 인적분할 예정 공시, 이후 분할 비율 관련 논란 존재. 7월 8일 분할 철회 재 공시. 분할 이후 신설 법인의 본업 가치 반영 예상되었으나 건조한 펀더멘털과는 무관하게 단기 노이즈 존재했음. 현재 시점에서는 외부적 요인에서 눈을 돌려 다시 실적에 집중할 시기. 분할 공시 당시 주주환원을 위해 보유 중이던 자사주 11만 7천주 (627억원)에 대한 소각 공시도 진행. 소각은 6/20 완료된 사안으로, 분할 철회와는 무관 단기적으로 기대되는 모멘텀은 유럽 파트너십 계약 임박. 유럽은 주사제 시술 횟수 기준 Top 10 국가 나열 시 절반 이상 차지하는 시장으로, 주사제가 익숙함에도 단기간 내 폭발 적 성장이 어렵다고 판단했던 이유는 기존 회사의 진출 전략이 직판 위주였기 때문. 유럽은 글로벌 메이저 미용의료기기 기업 Merz, Galderma 등의 높은 인지도로 보수적인 시장. 2026년 추정치 반영은 파트너사 규모 및 MOQ에 대한 파악이 필요하나 현지 파트너사를 통해 진입 시 침투율 확보 가속화 가능하다고 전망. 현재 유럽 시장 내 의미 있는 스킨부스 터 플레이어는 Galderma의 'Sculptra'. 다만 해당 제품은 PLA 성분 기반의 콜라겐 스티뮬레이터로 리쥔란 용법과의 교집합 없음

## 투자의견 BUY 유지 및 목표주가 650,000원으로 상향

파마리서치의 투자의견 Buy 유지 및 목표주가 650,000원으로 상향. 인적분화로 손바뀜 진 행. 펀더멘탈에 집중 가능한 현재 시점에서 2분기 실적 호조, 유럽 파트너십 계약 임박 등 긍정적 모멘텀이 연달아 존재. 하반기 중국인 무비자 입국 시행 시 현지 내 주사제 형태로 의 미승인 시술인 리쥬란에 대한 고수요 가속화 예상. 추후 MSCI 편입 가능성에 따른 패 시브 자금 유입 수급까지 고려 시 여전히 주가 업사이드 존재 판단

### Forecast earnings & Valuation

| 12 결산(십억원)   | 2023.12 | 2024.12 | 2025.12E | 2026.12E | 2027.12E |
|--------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 매출액(십억원)     | 261     | 350     | 546      | 719      | 917      |
| YoY(%)       | 34.0    | 34.1    | 55.9     | 31.7     | 27.5     |
| 영업이익(십억원)    | 92      | 126     | 220      | 298      | 384      |
| OP 마진(%)     | 35.2    | 36.0    | 40.3     | 41.4     | 41.9     |
| 순이익(십억원)     | 77      | 89      | 173      | 237      | 301      |
| EPS(원)       | 7,481   | 8,642   | 17,272   | 23,564   | 29,990   |
| YoY(%)       | 86.4    | 15.5    | 99.9     | 36.4     | 27.3     |
| PER(배)       | 14.6    | 30.4    | 34.0     | 25.0     | 19.6     |
| PCR(배)       | 10.7    | 17.9    | 23.1     | 17.8     | 14.2     |
| PBR(배)       | 2.6     | 5.7     | 9.6      | 7.2      | 5.5      |
| EV/EBITDA(배) | 9.8     | 18.2    | 24.8     | 18.0     | 13.5     |
| ROE(%)       | 19.7    | 18.9    | 28.8     | 29.8     | 28.6     |





# 한화시스템

## 멈추지 않는 방산 사업부 성장

[출처] DS투자증권 강태호 애널리스트

### 멈추지 않는 방산 사업부 성장

한화시스템의 2Q25F 매출액 및 영업이익은 각각 9,088억원(YoY +32.3%), 724억원 (YoY -14.2%, OPM 8%)으로 컨센서스 매출액 9,126억원, 영업이익 740억원을 소폭 하회할 전망이다. UAE, 사우디 천궁-II MFR, 폴란드 K2 수출 사업과 국내 양산 사업이 순조롭게 진행됨에 따라 방산 사업부의 매출액 및 영업이익은 각각 5,918억원 (YoY +20%), 621억원(YoY +2%, OPM 10.5%)으로 호실적을 예상하나 필리핀조전소는 -60억원으로 적자 확대를 예상한다. 그러나 이는 1) 미국의 철강 관세 부과에 따른 원가 상승 반영, 2) 한화오션 인력 파견 비용 발생 등 불확실성 및 일회성 비용에 따른 적자이며 하반기로 갈수록 적자 폭이 축소될 것으로 판단한다.

### 수출 파이프라인 확장으로 수익성 개선 기대

폴란드 K2 2차, 이라크 천궁-II MFR이 하반기 수주잔고에 반영될 전망이다. 계약 금액은 각각 약 4천억원, 1조 1,000억원으로 예상된다. 폴란드 K2 2차 계약 총 180대 중 K2PL(현지생산)이 63대로 동사는 기존 전투 체계에 더해 K2PL의 능동방호시스템 레이다 등 업그레이드용 장비 다수를 수주할 것이다. 이외에도 영국 BAE시스템즈와 SAR 위성, 미국 노스롭그루먼과 대공 방어 시스템, 남아공 밀코르와 UAV AESA 레이다 공급 등과 관련한 MOU를 체결하며 해외 현지 업체의 Supply Chain에 직접 진입하고 있다. 이는 1) 수출 파이프라인 확대와 2) 유럽과 같이 자국 생산 기조 강화 시에도 원활한 수출이 가능하다는 점에서 향후 수출 증가의 핵심 요인이 될 전망이다.

## 투자의견 매수, 목표주가 67,000원으로 상향

한화시스템에 대해 투자의견 매수, 목표주가 67,000원으로 상향 조정한다. 이는 26년 영업이익 전망치 상향 조정(+6.1%)과 Peer 그룹 P/E 상승(36배)에 기인한다. 투자 포인트는 1) Peer 그룹 대비 여전히 높은 26년 영업이익 성장률(+36.5%), 2) 필리핀조선소의 그룹 해운사 '한화휘핑'으로부터 탱커선 등의 캡티브 수주 기대 및 CV선 매출 인식 비중 증가에 따른 흑자 전환, 3) 수출 파이프라인 다변화를 통한 수출 기회 확대 및 수익성 개선 속도 증가이다. 다수의 해외 방산 기업과의 협력이 실적으로 실현되기 전인 현재 시점에 매수를 추천한다.

### Financial Data

| (십억원)        | 2022  | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액          | 2,188 | 2,452 | 2,804 | 3,636 | 4,260 |
| 영업이익         | 39    | 123   | 219   | 258   | 352   |
| 영업이익률(%)     | 1.8   | 5.0   | 7.8   | 7.1   | 8.3   |
| 세전이익         | -42   | 444   | 581   | 267   | 421   |
| 지배주주지분순이익    | -77   | 349   | 454   | 225   | 346   |
| EPS(원)       | -405  | 1,849 | 2,405 | 1,202 | 1,851 |
| 증감률(%)       | 적전    | 흑전    | 30.1  | -50.0 | 54.0  |
| ROE(%)       | -3.6  | 16.9  | 19.6  | 8.8   | 12.6  |
| PER(배)       | -26.0 | 9.4   | 9.4   | 43.2  | 28.0  |
| PBR(배)       | 1.0   | 1.5   | 1.7   | 3.7   | 3.4   |
| EV/EBITDA(배) | 6.6   | 12.7  | 13.3  | 24.2  | 18.2  |

자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준



