

2025.07.29.(화) 증권사리포트

◆ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

삼성전자

Top Pick 의견 유지

[출처] 대신증권 류형근 애널리스트

삼성파운드리, 되살아나는 불씨

7월 28일 대규모 수주 계약으로 삼성파운드리를 바라보는 우려의 시각은 완화. 2nm 포트폴리오 확대 (엑시노스 2600, 테슬라 AI 6 반도체), 3nm 가동률 개선 (엑시노스 2500의 갤럭시 플립7/7FE 탑재), 견고한 4nm 가동률 (HBM4 Base Die 효과 추가 기대 가능), Legacy에서의 개선 기회 (8nm와 CIS) 등을 감안 시, 삼성파운드리 경쟁력과 이익 환경은 저점을 통과하고 있다는 판단. 분기 영업적자 폭 축소는 하반기 보다 가시성 있게 나타날 것이며, 연간 영업적자는 2025년 7.4조원에서 2026년 2.3조원으로 축소될 것으로 전망.

하반기에는 메모리반도체도 개선

시장이 우려하는 HBM 총당금 추가 반영 Risk는 제한적. 과거의 유산은 상당 부분 청산했고, 2Q25부터 본격화된 생산 조절 및 HBM3e 12단 Revision의 고객사향 제품 인증 완료 효과 등을 감안 시, HBM 재고 부담은 완화.

범용 반도체에서는 성장이 본격화. 세트에서의 DRAM 1b 판매 기여 확대, DRAM 1b Prime을 통한 서버 대응력 강화, GDDR7 (Nvidia의 RTX Pro 6000D향 2025년 독점 공급) 효과 등이 개선을 이끌 주요 요소로 작용할 것. 3Q25 메모리반도체 영업이익 전망을 기존 5.8조원에서 6.3조원으로 상향.

하반기 Top Pick 의견 유지

삼성전자는 하반기 좋은 주식으로 거듭날 자질을 가지고 있으며, 반도체 사업 경쟁력 개선 기회를 시장은 지속 목격할 것이라 생각. Fundamental 상의 Risk는 지속 축소되고 있고, 가져갈 수 있는 영업/비영업적 개선 기회가 보다 공고해지고 있는 만큼 이에 걸맞은 가치 평가가 필요한 시점이라 생각. 개선 가치를 감안하여 Target P/B를 1.2배 (2023-2025년 평균 12m Fwd P/B)에서 1.4배 (2023-2025년 평균 12m Fwd P/B에서 1SD 할증)로 상향하고, 목표주가를 88,000원으로 상향. 하반기 대형주 Top Pick 의견 유지.

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	258,935	300,871	311,561	329,965	360,321
영업이익	6,567	32,726	28,244	40,447	51,464
세전순이익	11,006	37,530	34,815	45,019	56,464
총당기순이익	15,487	34,451	27,471	33,314	41,218
지배지분순이익	14,473	33,621	26,521	32,383	40,315
EPS	2,131	4,950	3,933	4,808	5,985
PER	36.8	10.7	17.9	14.6	11.8
BPS	52,002	57,663	60,692	64,277	68,808
PBR	1.5	0.9	1.2	1.1	1.0
ROE	4.1	9.0	6.6	7.7	9.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center





iM금융지주

2Q25 실적 Comment: 정상화된 이익 확인

[출처] SK증권 설용진 애널리스트

2Q25 지배순이익 1,550억원(+304.7% YoY) 기록

iM금융지주의 2Q25 지배순이익은 1,550억원(+304.7% YoY)으로 컨센서스를 상회 - NIM은 은행/그룹 모두 1bp QoQ 감소. 은행채 등 시장금리 하락에 따른 대출금리 하락 및 위험가중치 낮은 자산 중심 리밸런싱 과정에서 전반적인 NIM 하락이 수반된 상황

대출 성장도 은행 원화대출 기준 0.4% QoQ 기록. 가계대출의 경우 신용대출은 감소했으나 위험가중치 낮은 담보대출/보증부 대출 등 비중 확대에 따라 1.7% QoQ 성장했으며 기업대출의 경우 보증서대출 중심 선별적 성장 등에 따라 -0.5% QoQ로 역 성장하는 모습 나타났음. 은행 RWA 관리 등 영향으로 2Q25 기준 약 18bp의 CET1비율 개선 효과 나타났으며 하반기 중에는 수도권 등 중심으로 성장 추진할 계획. 전체 이자이익은 4,073억원(-7.1% YoY)으로 리밸런싱 등 영향으로 전년 대비 감소

비이자이익의 경우에도 수수료이익은 견조했으나 전년도 PF 총당금 전입 등 관련 비이자손익으로 잡힌 약 200억원의 기저효과 및 보험사 ALM 관련 채권 교체매매 등 영향으로 564억원(-4.7% YoY)으로 다소 부진. 다만 Credit Cost가 0.52%(-1.46%p YoY)로 전년도 PF 총당금 적립 기저효과로 큰 폭으로 개선되며 실적 개선

하반기 자사주 매입/소각 200억 발표 등 적극적 밸류업 공시 이행 중

하반기 중 약 200억원의 자사주 매입/소각 발표. 연간 약 600억원의 자사주 매입/소각 발표했으며 본래 27년까지 1,500억원의 자사주 매입/소각 계획이었으나 CET1비율 등에 따라 그보다 더욱 적극적으로 할 수 있는 여지 언급

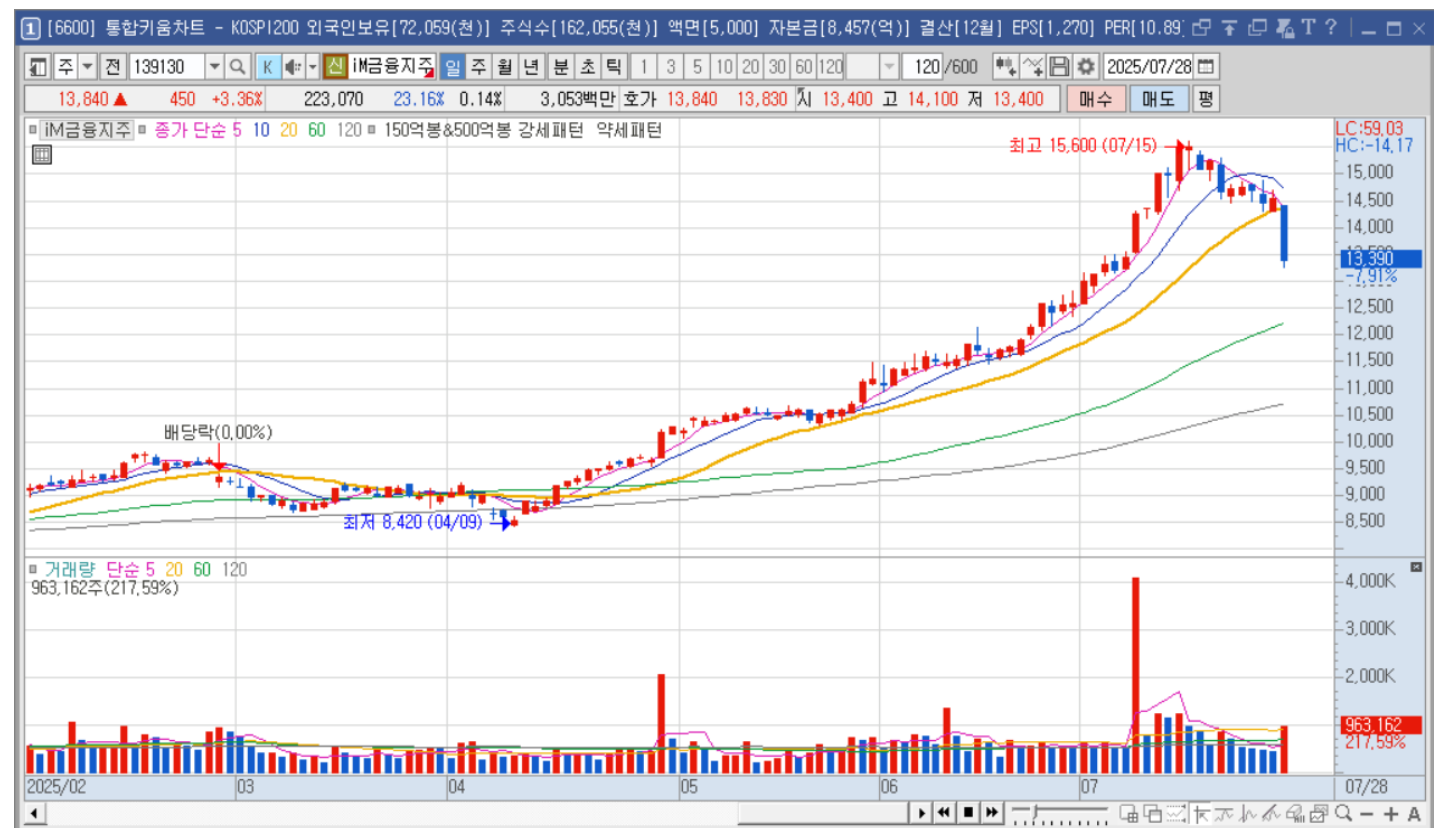
예상보다 빠른 CET1비율 상승 등 종합적으로 고려했을 때 향후 이행공시 등 통해 개편된 주주환원 등 목표 확인 가능할 것으로 전망. 기존 목표 조기달성 및 향후 목표 설정이 관건

DPS의 경우 배당성향 특징하게 가져가기보다는 기준금리 2배 정도 수익률 등 목표. 다만 기발표된 기업가치 제고 계획 감안했을 때 현재 CET1비율 12.3% 하회 구간에서 Maximum으로 기대할 수 있는 주주환원율은 약 40%로 기발표된 자사주 규모 등 종합적으로 고려할 필요가 있다고 판단

당사는 약 25E DPS 약 630원을 예상하며 약 4.7%의 배당수익률 기대할 수 있을 것으로 예상하며 전체 주주환원율은 약 37.2%에 달할 것으로 전망

iM금융지주 - 분기별 실적 추이 및 전망								
(십억원, %)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	QoQ	YoY
총영업이익	579	480	471	521	541.3	519	3.8	-6.5
순이자이익	438	412	411	403	407.3	407	1.0	-7.1
비이자이익	141	68	60	118	134.0	112	13.3	-4.7
수수료이익	48	51	41	52	56.4	57	9.3	18.3
기타비이자이익	93	17	19	67	77.6	55	16.3	-16.5
판관비	229	252	364	242	258.4	260	6.7	12.7
충전이익	350	229	107	279	282.9	259	1.3	-19.1
대손충당금 전입액	316	115	150	70	84.4	96	20.4	-73.3
영업이익	33	114	-42	209	198.5	163	-5.1	492.5
세전이익	33	119	-55	206	197.5	164	-4.2	493.1
당기순이익	31	100	-43	159	159.2	127	0.3	417.4
지배순이익	38	103	-38	154	155.0	124	0.5	304.7
그룹 대출채권	64,953	65,636	65,701	65,219	65,837	66,448	0.9	1.4
그룹 예수금	58,846	58,918	59,807	59,491	59,101	59,520	-0.7	0.4
(%, %p)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	QoQ	YoY
NIM	2.07	1.95	1.92	1.90	1.89	1.88	-0.01	-0.18
CIR	39.6	52.4	77.2	46.5	47.7	50.1	1.29	8.14
Credit Cost	1.98	0.72	0.93	0.43	0.52	0.59	0.09	-1.46
NPL 비율	1.55	1.48	1.63	1.63	1.64	1.66	0.01	0.09
BIS 비율	14.1	14.4	14.6	14.8	14.8	15.4	0.00	0.78
CET1비율	11.2	11.8	11.7	12.0	12.1	12.3	0.12	0.92

자료: iM금융지주, SK 증권 추정





현대오토에버

분기 최대 이익 시현

[출처] DS증권 최태용 애널리스트

2Q25P Re: SI가 견인한 호실적으로 컨센서스 이익 +18.5% 상회

매출액 1조원(+13.5% 이하 YoY), 영업이익 814억원(+18.7%)로 영업이익 컨센서스 687억원을 +18.5% 상회하는 호실적을 기록했다. 지난 분기 차량 SW 이연 매출 인식과 더불어 SI 중심의 수익성 개선이 주요했다. 차량 SW는 이연 매출 인식으로 +19.8% QoQ의 외형 성장을 기록했으나 고객사의 업황 불확실성 영향으로 GPM 개선 폭이 +4.9%p QoQ에 그치며 기존 추정 대비 하회했다. 그러나 그룹 전반적인 DX 수요가 지속되며 SI는 견조한 매출 성장(+29.5% QoQ) 및 GPM 개선(+5.2%p)을 시현, 분기 및 반기 최대 이익을 견인했다.

2H25 차량SW 성장 둔화를 Enterprise IT가 상쇄 및 견인할 전망

2025F 매출액 4.1조원(+9.8%), 영업이익 2,441억원(+8.8%)를 전망한다. 차량 SW는 전방 시장 둔화 기조가 뚜렷하고 그 영향이 이미 2Q25 수익성부터 관측되기 시작한 만큼 이익 성장 둔화는 불가피할 전망이다. 그럼에도 호조세인 Enterprise IT의 단가 인상도 업황 불확실성 해소가 선행되어야 하는 만큼 최소한 8/1 관세협상 이후가 될 것이라는 판단이다. 이에 단가 인상 효과의 온기 반영은 4Q25가 될 가능성이 높다. 4Q25 SI 수익성은 3Q25 대비 하락하겠으나 ITO 수익성이 개선되며 만회할 전망이다. 더불어 제한적인 SW 인력 충원을 통한 인건비 경감으로 상반기 대비 개선된 하반기 수익성을 예상한다.

SI 성장동력이 될 클라우드 사업, CSP 확대는 그룹사 향방에 주목 필요

로보틱스 사업 가시화에 따른 주가 모멘텀도 여전히 유효한 가운데 클라우드 사업이 로보틱스 실적 반영 공백을 보완할 것으로 기대한다. 그룹사의 자율주행 및 로보틱스 사업 구체화로 AI 데이터센터 구축 니즈도 확대되고 있다. 현대오토에버는 MSP와 CSP 사업을 병행하고 있는 상황으로 연간 약 1,000억원의 매출을 기록 중이다. 주목할 점은 최근 3년간 연 +50% 수준의 고성장을 기록 중인 가운데 CSP 사업의 마진율은 High-Single 수준의 SI 사업보다 높다는 것이다. 따라서 2028년에서야 본격적인 실적 반영이 이뤄질 수 있는 로보틱스 사업에 앞서 클라우드 매출 비중 확대를 통한 긍정적 믹스 효과를 기대한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,755	3,065	3,714	4,077	4,545
영업이익	142	181	224	244	285
영업이익률(%)	5.2	5.9	6.0	6.0	6.3
세전이익	155	182	227	254	293
지배주주지분순이익	114	138	171	185	218
EPS(원)	4,154	5,023	6,228	6,757	7,961
증감률(%)	63.2	20.9	24.0	8.5	17.8
ROE(%)	8.0	9.0	10.4	10.5	11.4
PER(배)	23.0	42.1	20.2	24.0	20.3
PBR(배)	1.8	3.7	2.0	2.4	2.2
EV/EBITDA(배)	8.0	17.0	7.9	9.1	8.0

자료: 현대오트모버, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준





JYP Ent.

2분기 실적이 만들어낸 나비효과

[출처] IBK증권 김유희 애널리스트

2Q25 Preview: 영업이익 432억원(+362.9% YoY) 추정

2분기 실적은 매출액 1,903억원(+98.8% YoY, +35.2% QoQ), 영업이익 432억원 (+362.9% YoY, +120.3% QoQ, OPM 22.7%)으로 시장기대치(415억원)를 상회할 것으로 추정된다. 2분기 스트레이키즈(이하 "스키즈") 스타디움 투어 23회차(109만명) 반영되면서 실적개선을 견인할 것으로 예상되기 때문이다. 스키즈 실적기여 추정치를 기존 160억원에서 234억원으로 상향했는데, MG(출연료, 회당 15억원→20억원)와 MD(Merchandise) 구매금액(인당 7.5만원→10만원~15만원) 가정을 상향한데에 기인한다. 탑라인은 220만장의 앨범판매량(스키즈 일본, ITZY, NEXZ, 킥폴립 등)과, 142만명의 모객 실적(스키즈, DAY6, NMIXX 투어 등), 1분기에 진행된 스키즈 팬미팅 MD의 온라인 주문 물량이 2분기 매출로 반영되며 양호한 성장이 예상된다.

2분기 실적이 만들어낸 나비효과

2분기 스키즈 투어 실적이 예상처럼 시장기대치를 상회한다면, 동사 및 엔터업종 전반적인 추정치 상향으로 이어질 가능성이 높다고 판단한다. 스타디움급 월드투어를 진행하는 블랙핑크(3Q25~)와 BTS(2Q26~) MG/MD 추정치의 추가 상향을 기대해 볼 수 있기 때문이다. 이는 동사 포함 주요 엔터사들의 Forward P/E를 낮춰 밸류에이션 매력을 부각시키는 요인이 될 것이다. 또한, 동사는 하반기 트와이스(7/11), 스키즈(8/11, 4Q25) 및 기타 아티스트 앨범발매와, 스키즈, 트와이스 월드투어(136만명 규모), 스키즈 북미투어 RS(Revenue Shares)가 반영되며 실적성장세가 이어질 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 100,000원 유지

JYP Ent에 대해 투자의견 매수, 목표주가 100,000원을 유지한다. 동사 밸류에이션은 현재 2026E P/E 18.6배 수준으로 엔터 4사 중 가장 낮다. 경쟁사 대비 저연차 라인업이 약해 중장기 성장성에 대한 우려가 반영된 것이지만, 현재는 2분기 실적모멘텀으로 부각될 밸류에이션 매력에 주목할 필요가 있다고 판단한다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	567	602	778	874	924
영업이익	169	128	159	183	205
세전이익	156	136	231	176	198
지배주주순이익	105	98	167	122	137
EPS(원)	3,186	2,951	5,040	3,684	4,141
증가율(%)	56.3	-7.4	70.8	-26.9	12.4
영업이익률(%)	29.8	21.3	20.4	20.9	22.2
순이익률(%)	18.5	16.3	22.1	15.6	16.5
ROE(%)	30.4	22.4	30.5	18.1	17.1
PER	31.8	23.7	13.8	18.8	16.7
PBR	9.1	5.2	4.0	3.3	2.8
EV/EBITDA	18.6	16.0	11.6	9.5	7.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상





두산밥캣

하반기를 위한 포석

[출처] 유안타증권 장윤석 애널리스트

2Q25 영업이익, 당사 추정(2,061억원) 및 컨센서스(2,140억원) 부합

2Q25 매출액 2.2조원(YoY -1%, QoQ +5%), 영업이익 2,043억원(YoY -15%, QoQ +2%)으로 매출과 영업이익 모두 컨센서스에 부합. 관세 불확실성에 대비한 북미 지역 재고 조정, 유럽 경기 둔화 등으로 연결 매출의 YoY 감소세가 7분기 연속 이어졌으나 감소 폭은 축소. 영업이익은 매출 감소와 더불어 철강, 알루미늄 등에 부과된 관세로 인한 원가 상승, 전년 대비 확대된 프로모션 비용 등으로 YoY -15% 감소

처음부터 하반기에 모든 것을 걸 속셈이었다

상반기 진행된 재고 조정과 이에 따른 실적 둔화는 아쉽지만 연초부터 예견되어 온 상저하의 방향성 자체에는 변화가 없다는 점에 주목. 특히 재고조정이 하반기 관세 불확실성에 대비한 전략인 만큼 실제 시장 수요가 감소하더라도 하반기 매출은 성장 전환할 것으로 전망. 단기적으로 관세, 금리 등 변수가 존재하나 미국 또한 관세 전쟁과 고금리 기조를 장기화할 수 없기에 동사 실적 회복은 시기의 문제라고 판단

하반기 반등을 기다리며

전세계적으로 감지되고 있는 건설기계 수요 회복에 근거한 중장기 실적 성장 방향성을 반영해 목표주가를 68,000원(Target PBR 0.8배)으로 +21% 상향. 2Q25 실적 발표 당일 국내 건설기계 3사의 전일 대비 주가 변동은 HD현대인프라코어 +19%, HD현대건설기계 +14%, 두산밥캣 +0%. 주요 차이점은 HD현대 그룹의 양사는 북미를 제외한 지역에서 수요 회복이 나타나며 매출이 YoY 성장 전환했지만 동사는 주력 시장인 북미와 그 외 지역에서 판매 회복에 따른 외형성장이 확인되지 않았다는 것. 그러나 동사 또한 상반기 선제적으로 진행한 재고조정 효과로 하반기부터 매출이 성장 전환할 것으로 추정되는 점, HD현대 그룹의 건설기계

업체들이 확인한 주요 지역 건설기계 회복을 공유할 수 있다는 점에서 주가 트리거를 기대할 수 있는 시기가 도래했다고 판단

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)					
	2Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,201	-1.6	4.9	2,203	-0.1
영업이익	204	-14.7	2.1	214	-4.5
세전계속사업이익	178	-23.9	4.6	189	-5.8
지배순이익	122	-22.8	7.5	133	-8.2
영업이익률 (%)	9.3	-1.4 %pt	-0.2 %pt	9.7	-0.4 %pt
지배순이익률 (%)	5.5	-1.6 %pt	+0.1 %pt	6.0	-0.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)				
계산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	9,759	8,551	8,579	9,248
영업이익	1,390	871	852	960
지배순이익	921	563	513	608
PER	5.2	8.3	10.1	8.4
PBR	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	2.9	4.2	4.1	3.7
ROE	16.8	8.8	7.1	7.7

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조





두산퓨얼셀

북미 수주 기대감

[출처] 하나증권 유재선 애널리스트

목표주가 28,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

두산퓨얼셀 목표주가를 28,000원으로 기존대비 12% 상향하며 투자의견 매수를 유지한다. 2027년 예상 BPS에 목표 PBR 4.4배를 적용했다. 2분기 실적은 시장 컨센서스를 상회했다. 주기기 매출이 크게 늘어났지만 높은 원가율로 적자를 지속 중이다. 2분기 누적 신규 수주 규모는 30.8MW이며 2024년 CHPS에서 낙찰된 9개 프로젝트 수주가 예정되어 있어 연내 계약으로 이어질 전망이다. 2025년 기준 PBR 4.1배다.

2Q25 영업이익 -19억원(적자전환)으로 컨센서스 상회

2분기 매출액 1,285억원을 기록하며 전년대비 48.5% 증가했다. 서비스 매출은 감소했으나 주기기 매출이 성장하며 외형 확대를 견인했다. 하반기에는 주기기 매출 인식이 본격화되며 유의미한 성장 추세가 나타날 전망이다. 영업이익은 -19억원을 기록하며 전년대비 적자로 전환했다. 과거 제작 제품에 대한 서비스 비용이 반영되며 마진이 훼손되는 모습이다. 다만 1분기 대비 원가율이 개선되면서 적자폭은 축소되었다. 원가율 높은 제품의 소진 시점은 2026년 1분기로 예상된다. 백금 등 촉매에 사용되는 주요 원재료 비용이 증가하는 가운데 하반기에 SOFC 생산이 본격화된 이후 안정화 과정에서 일부 비용 증가가 예상된다. SOFC 발전용 초도 납품은 11월로 예정되어 있으며 선박용도 4분기 중 실증 운항을 시작할 전망이다. 연결 자회사 하이엑시움모터스 적자는 기존 대비 차이가 크지 않았던 것으로 보인다.

안정적인 국내 물량에 더해 해외 수주를 기다리는 시기

미국 데이터센터 밀집 지역의 전력수요 증가에 의한 수급 불균형으로 전력생산설비 납기의 중요성이 부각되는 모습이다. 미국 경쟁업체의 경우 다수 데이터센터 기업 향으로 공급을 확대하는 등 연료전지의 기능성

에 관심이 부각되는 중이다. 미국향 수출의 경우 관세 영향, 현지에서의 가격경쟁력 등 고려할 요소가 많지만 단기적으로 수주로 수요가 확인될 여지가 많은 상황이다. 생산법인이 일원화되어 있기 때문에 향후 국내 제품으로 수출이 가능하며 2026년부터는 연간 20MW 규모의 수주를 기대하는 모습이다. 높은 점유율 기반의 안정적 국내 물량에 더해 해외 수주가 유의미한 규모로 이뤄질 경우 추가적인 외형 성장 요인으로 작용할 전망이다. 실적 회복 시점은 외형 성장과 달리 지연되는 모습이나 마진 개선 시점이 2026년 상반기로 제시되어 있고 제한된 국내 CHPS 입찰 바깥의 추가 성장 동력을 확보할 수 있다는 점에서 긍정적인 평가 지점이 존재한다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)				
투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	260.9	411.8	601.6	712.0
영업이익	1.6	(1.7)	(13.0)	34.5
세전이익	(12.5)	(10.2)	(25.4)	22.6
순이익	(8.5)	(10.5)	(16.6)	16.9
EPS	(104)	(128)	(203)	207
증감율	N/A	적지	적지	흑전
PER	(223.08)	(124.69)	(117.49)	115.22
PBR	3.70	2.62	4.05	3.91
EV/EBITDA	116.01	87.81	784.78	46.60
ROE	(1.66)	(2.07)	(3.38)	3.45
BPS	6,267	6,099	5,895	6,102
DPS	0	0	0	0



