

2025.07.30.(수) 증권사리포트

◆ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

크래프톤

단기 턴어라운드 시작으로 중장기 성장 모멘텀 축적될 시기

[출처] 교보증권 김동우 애널리스트

2Q25 Review: 매출 & 영업이익 컨센서스 하회

2Q25 매출은 6,620억원(YoY -6.4%, QoQ -24.3%), 영업이익은 2,460억원(YoY -25.9%, QoQ -46.2%)로 컨센서스(매출 6,839억원, 이익 2,691억원) 하회. PC 매출은 대형 콜라보레이션 부재에도 견조한 트래픽을 바탕으로 다양한 인게임 콘텐츠와 콘텐츠 시스템, 블랙마켓 반응으로 2,197억원(YoY +14.8%) 기록. 모바일 매출은 긍정적인 트래픽 기반으로 PUBG 모바일 엑소슈트 스킨 효과, BGMI 현지 브랜드 협업 등을 통해 유기적 성장 있었으나, 전년 동기 파트너사로부터 수취한 인센티브 제거 영향으로 YoY -14.5% 감소한 4,276억원 기록.

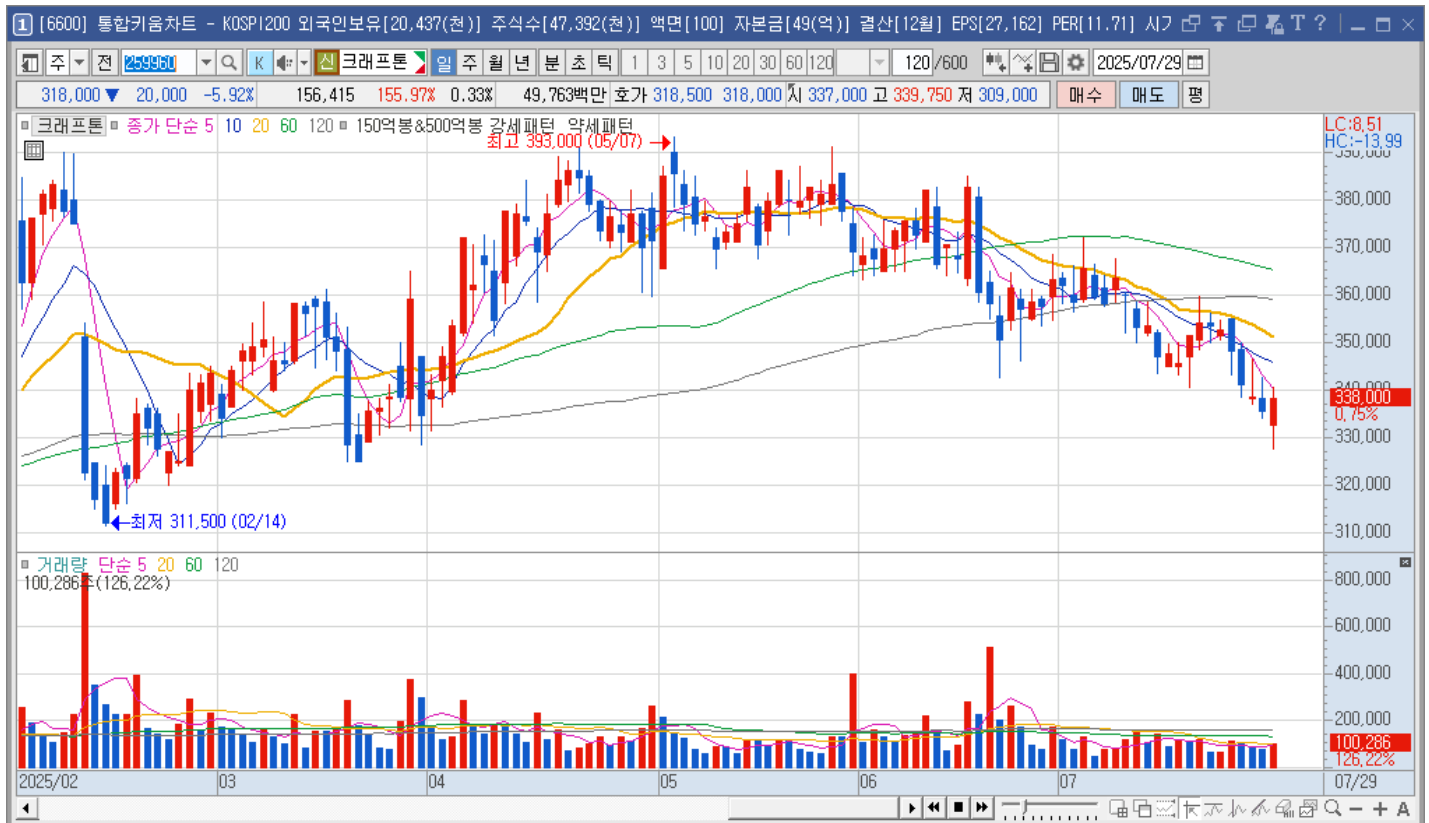
영업비용 중 인건비는 IP 프랜차이즈 투자와 신작 개발 인력 채용으로 1,468억원(YoY +13.3%), 앱수수료/매출원가는 직접 서비스중인 PUBG PC/콘솔 매출과 BGMI 매출 증가로 839억원(YoY +8.3%) 기록. 지급수수료는 PUBG 2.0 및 모드 개발 외주비용 증가와 이스포츠 다수 개최로 962억원(YoY +25.9%). 한편 -2,222억원의 영업외손실은 대부분 달러 약세에 따른 외환 관련 손실로 인해 발생.

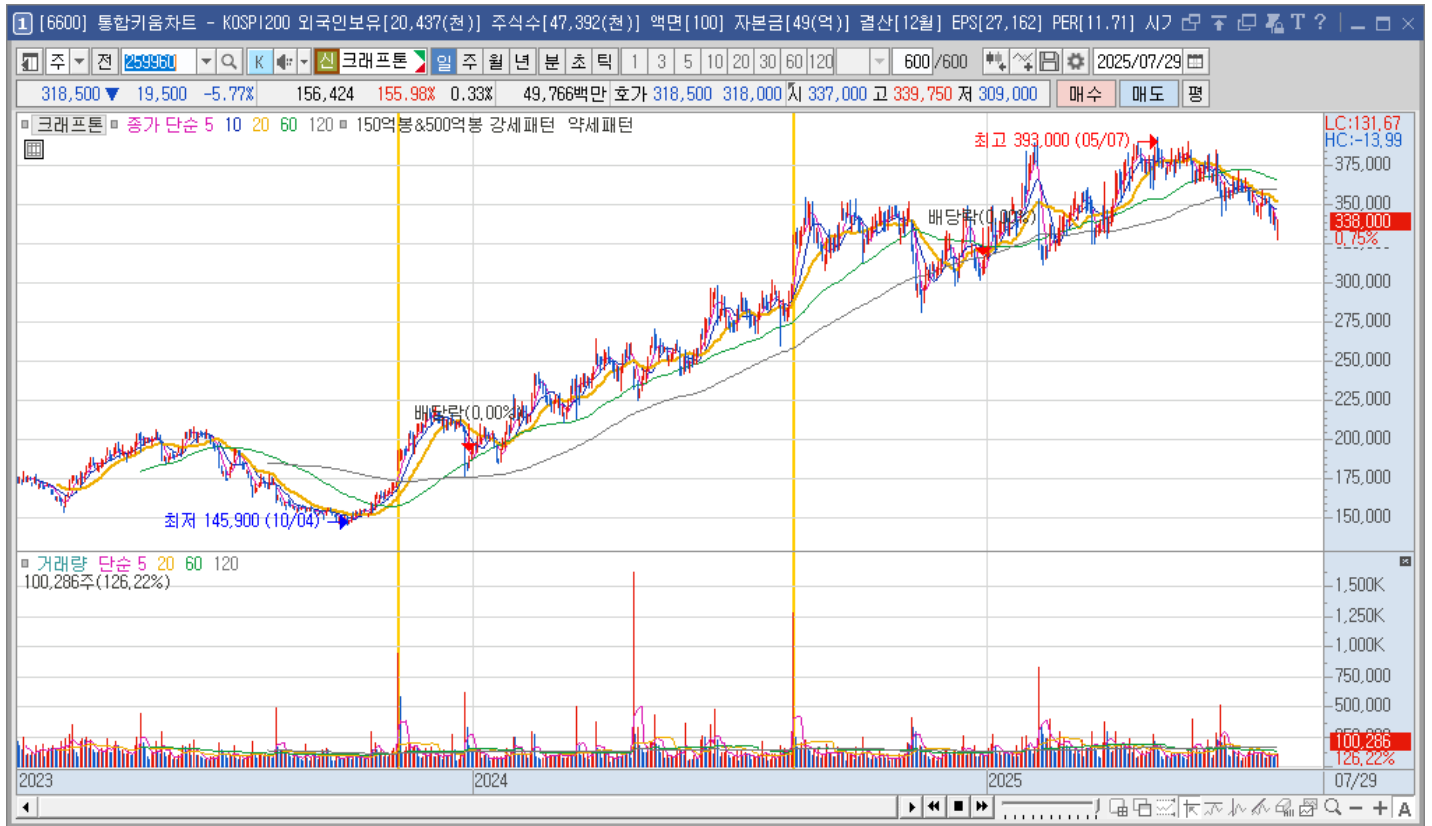
투자의견 Buy & 목표주가 500,000원 유지

투자의견 Buy 및 목표주가 500,000원 유지. 전년 동기 파트너사로부터 수취한 인센티브 제거 영향으로 2Q25 동사 매출 및 영업이익은 역성장 하였으나, PC 및 모바일 트래픽은 높아진 베이스를 유지하며 견조하게 유지되고 있고 그 결과 1H25 PUBG IP 매출은 1H24의 높은 기저(인센티브 포함)에도 YoY +10% 성장. 2H25는 1) 에스파, 슈퍼카 2종, 아티스트, 패션브랜드 포함 6종 이상의 콜라보레이션이 적용되며 2) 3Q25 UGC 알파를 시작으로 한 UGC 콘텐츠 증가로 트래픽과 매출의 동반 성장 예상. 이에 더해 3Q25부터 연결 편입되는 넵튠 인수 효과를 반영해 2H25 동사 매출 및 영업이익은 각각 +22.7%, +19.7% 성장 예상. 신규 IP 확보를 위해서는 개발팀 확보 및 M&A 등 통한 외부 유력 IP 확보와 내부개발역량 강화, 소수지분투자 기반의 2PP 라인업 확보를 지속하고 있으며 25년 7월에는 Last Epoch(액션 RPG, 24년 출시 후 300만 장 이상 판매) 개발사인 Eleventh Hour Games M&A로 글로벌 IP를 선점. 매력적인 팬덤을 가지고 있는 IP 투자를 바탕으로 26년에도 1) Subnautica 2, 2) Palworld Mobile을 포함한 유력 IP 기반 게임의 출시가 가능할 것으로 전망. 2H25 콜라보 등 도입에 따른 단기적 이익 성장을 넘어서, PUBG 2.0으로의 이행과 유력 IP 게임의 출시를 앞두고 있어 중장기 성장 요인이 다수 존재한다고 판단

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	1,911	2,710	3,177	3,622	4,028
YoY(%)	3.1	41.8	17.2	14.0	11.2
영업이익(십억원)	768	1,182	1,350	1,497	1,660
OP 마진(%)	40.2	43.6	42.5	41.3	41.2
순이익(십억원)	594	1,303	925	1,287	1,411
EPS(원)	12,221	27,162	19,316	26,857	29,450
YoY(%)	19.9	122.3	-28.9	39.0	9.7
PER(배)	15.8	11.5	17.5	12.6	11.5
PCR(배)	10.3	10.5	19.4	13.5	12.5
PBR(배)	1.7	2.2	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA(배)	7.3	8.7	8.2	6.9	5.7
ROE(%)	11.2	21.1	12.7	15.3	14.5





대덕전자 하반기 실적 개선 가속화 [출처] 하나증권 김민경 애널리스트

2Q25 Review: 메모리 기판 수요 회복 확인

25년 2분기 매출 2,459억원(YoY +3.2%, QoQ +14.2%), 영업이익 19억원(YoY -82.2%, QoQ 흑자전환, OPM 0.8%)을 기록했다. 매출액은 하나증권 추정치에 부합한 반면 영업이익은 63% 하회했다. 이는 1분기에 매입했던 원재료가 2분기에 투입되며 환율 영향이 크게 반영되었기 때문이다. 패키지 기판 매출은 전분기 대비 18% 증가한 2,079억원을 기록했는데 DDR5 중심으로 메모리 패키지 기판 수요가 증가했고 전장, 네트워크 등 비메모리 전방 수요 또한 회복세에 진입했다. MLB 매출은 377억원으로 전분기대비 3% 감소했는데 네트워크용 광트랜시버 고객사의 재고 조정이 있었던 것으로 파악된다. AI 가속기향 MLB는 41억원을 기록했으며 고객사의 신제품 출시에 따라 하반기에는 매출 규모가 증가할 전망이다.

3Q25 Preview: 하반기 실적 개선 가속화

25년 3분기 매출 2,718억원(YoY +16.8%, QoQ +10.6%), 영업이익 100억원(YoY +8.4%, QoQ +413.5%, OPM 3.7%)을 기록할 전망이다. 메모리 패키지 기판은 서버향 DDR5 수요가 연말까지 견조하게 이어질 것으로 예상되며 LPDDR은 어플리케이션 확대로 수요가 점진적으로 증가하고 있는 것으로 파악된다. GDDR 기판 또한 연내 추가 고객사를 확보하며 4분기부터 실적 기여가 확대될 것으로 예상된다. 로직 패키지 기판은 전장용 FCBGA 중심으로 실적 개선세가 이루어질 전망이다. FCBGA는 22년 대규모 투자 이후 저조한 가동률이 지속되고 있는데 하반기 자율주행칩 기판 양산이 시작되고 추가적인 신규 고객사 확보로 가동률 상승에 따른 수익성 개선이 기대된다. MLB는 2분기 중 800G 스위치 및 방산 신규 고객사 확보에 성공하며 하

반기 실적 기여가 본격화될 것으로 예상된다. AI 가속기향 MLB 또한 고객사 신제품 출시에 따라 점진적인 매출 성장이 이루어질 것으로 기대된다.

목표주가 3.2만원으로 상향

대덕전자에 대한 투자이견 BUY를 유지하고 목표주가를 32,000원으로 상향한다. 목표주가는 26년 예상EPS에 주요 기관 업체 평균 PER을 적용해 산출했다. 메모리 패키지 기판 수주가 안정적으로 증가하고 있으며 하반기 22년 대규모 투자에 대한 감가상각비 축소, FCBGA 가동률 상승으로 수익성 개선세가 가팔라질 것으로 기대된다. 대덕전자는 현재 기존 HDI 유휴 라인 투자를 통해 MLB Capa 확대를 준비중에 있는데 올해 4분기부터 일부 라인이 램프업되기 시작하고 26년 상반기에 생산기여가 본격화 될 예정이다. Capa 확대 이후에는 AI 가속기향 공급이 더욱 증가할 것으로 기대된다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)				
투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	909.7	892.1	1,032.6	1,216.7
영업이익	23.7	11.3	21.5	91.7
세전이익	28.4	30.2	21.1	99.4
순이익	25.4	23.8	22.1	75.5
EPS	493	461	429	1,529
증감율	(86.19)	(6.49)	(6.94)	256.41
PER	54.87	33.62	47.44	13.31
PBR	1.60	0.91	1.20	1.12
EV/EBITDA	8.47	4.49	6.05	3.69
ROE	2.95	2.73	2.52	8.35
BPS	16,857	16,996	17,025	18,108
DPS	300	400	400	400





한화오션

2Q25: 실적이 강패인데, 미국과 북극도 있다

[출처] iM증권 변용진 애널리스트

2분기 매출 3조 2,941억원/영업이익 3,717억원

한화오션의 2025년 2분기 실적은 매출 3조 2,941억원/영업이익 3,717억원(OPM 11.3%)로 컨센서스(3조 2,498억원/2,676억원) 및 당사 추정치(3조 2,381억원/2,516억원)를 각각 +1.4%/38.9%, +1.7%/47.7% 상회하는 호실적을 시현하였다. 일회성 요인으로 분기 평균환율 하락으로 인한 영업손실 500억원이 있었으나 일부 호선의 지체상금 환입으로 인한 환입 역시 500억원 발생하여 이를 만회하였으며, 이에 따라 영업이익 3,717억원은 전액 경상적 이익으로 볼 수 있는 실적이다. 저가 컨테이너선의 매출비중 하락 및 LNG운반선 매출비중 확대 등 Product MIX 개선이 주요하였다. 지난 분기의 실적 개선 요인은 주로 외국인 근로자를 중심으로 한 신규 투입인원의 생산성 향상 및 공정효율 개선에 따른 것이었는데, 이제는 이를 기반으로 P-MIX 개선 및 생산 안정화/원가개선까지 더해져 대폭의 실적 상승을 기록하였다. 전사적인 생산성 향상이 이제는 확연히 안정기에 접어들었다는 점이 특히 고무적이며, 인도 호선의 P상승효과에 따라 앞으로도 실적 개선은 계속될 전망이다.

미국 조선업 협력과 북극항로, 미래를 위한 초석 착실히 다지는 중

동사와 한화그룹은 최근 관세협상의 KEY로 떠오른 한미 조선업 협력의 최선봉에 있다. 한화시스템과 동사가 함께 인수한 Philly Shipyard는 동사의 지원 아래 속속 생산 안정화에 접어들고 있으며, 계열사인 Hanwha Shipping이 Philly Shipyard에 발주한 LNG운반선은 동사와 Philly Shipyard의 협력 하에 동사의 거제조선소에서 건조될 예정이다. Philly Shipyard의 인원들은 건조 과정에 적극적으로 참여하여 LNG운반선 건조 기술을 습득하고 차후 미국 현지에서의 건조에도 적용하게 될 것이다. 또한 미군 함정의 MRO를 국내에서 최초이자 유일하게 진행 중이며, 첫번째 함정을 성공적으로 인도한 지 불과 반 년도 되지 않아 세 번째

호선의 수주를 확보하였다. 한미 조선업 협력은 현재 기울어진 양국의 조선능력 격차 상 어쩔 수 없이 단기적으로는 한국이 미국의 조선업 재건을 돕는 양상을 보이겠지만, 중장기적으로는 이를 통하여 미국에서 나올 상선 및 함정 발주를 한국에서 수주하는 형태로 보답받을 전망이며, 그 최우선적인 수혜는 당연히게도 현재 가장 앞장서 미국을 지원하는 한화오션이 될 것으로 판단한다.

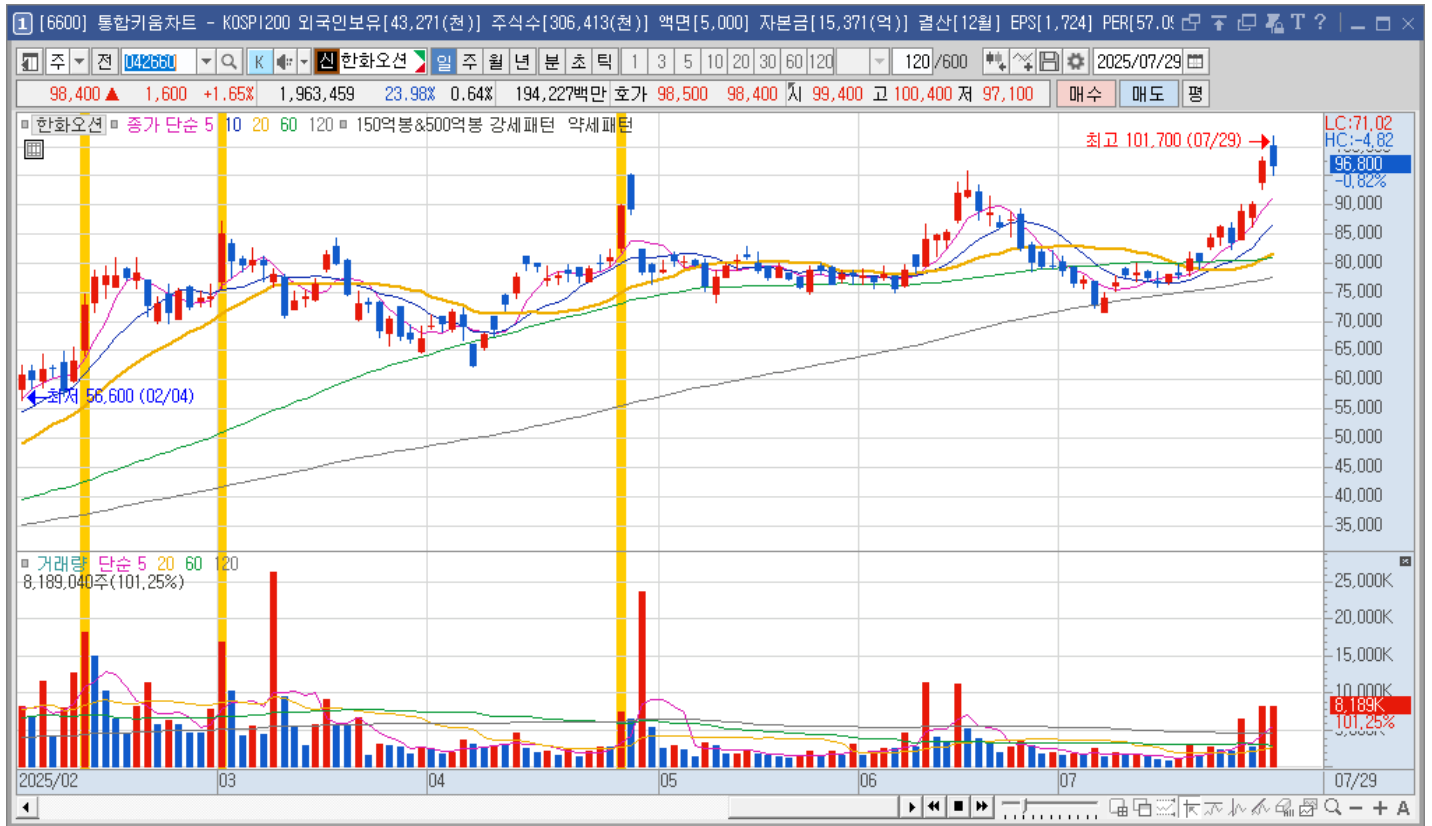
또한 동사는 실적발표 당일 2,794억원 규모의 차세대 쇄빙연구선의 수주를 공시하였다. 현재 우리나라가 보유한 유일한 쇄빙선인 아라온호가 이미 건조 15년차를 넘겨 노후화되고 있어, 차세대 쇄빙연구선은 이를 대체하여 이번 정부의 중점 과제 중 하나인 북극항로 개척에 앞장설 전망이다. 북극항로의 시작은 조사연구선이지만 궁극적으로는 상업용 목적의 국적 쇄빙선(컨테이너,LNG등) 건조가 이루어져야 하며, 이 역시 현실화 될경우 과거 쇄빙 LNG선을 15척 건조한 이력이 있는 동사가 우선적으로 고려될 것이라고 기대된다.

투자의견 BUY유지, 목표주가 115,000원 상향

동사의 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 기존 100,000원에서 115,000원으로 15% 상향한다. BPS적용 시점을 2026년에서 2027년으로 변경하였으며, Target P/B는 동사의 역사적 고점인 5.0배에서 20%할인하여 4.0배를 적용하였다. 주가 측면에서는 한국산업은행이 보유한 15.25%의 지분이 여전히 오버행으로 부담을 주고 있지만, 지난 번 블록딜 이후 하락했던 주가는 다시 전고점을 회복하였고, 수급적 요인이 호실적을 누를 수는 없다는 것을 증명하였다. 하반기 더욱 더 상승할 실적은 오버행 부담을 이기고 주가의 하방을 지지할 것으로 전망한다.

FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	10,776	13,099	13,753	14,283
영업이익(십억원)	238	1,401	1,717	2,025
순이익(십억원)	528	1,029	1,281	1,548
EPS(원)	1,724	3,358	4,181	5,052
BPS(원)	15,857	19,348	23,663	28,848
PER(배)	21.7	28.8	23.2	19.2
PBR(배)	2.4	5.0	4.1	3.4
ROE(%)	11.5	19.1	19.4	19.2
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	38.6	20.3	17.6	14.3

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표



대우건설

실적은 아쉽지만 투자포인트는 유효

[출처] 미래에셋증권 김기룡 애널리스트

2Q25 Review: 영업이익, 시장 예상치 18% 하회

2025년 2분기, 대우건설 연결 실적은 매출액 2.27조원(-19.4%, YoY), 영업이익 822억원(-21.6%, YoY)으로 시장 예상치(영업이익 1,006억원, 1개월 기준)를 18% 하회했다. 연결 매출액은 신규 수주 부진에 후행한 뚜렷한 감소 흐름이 이어졌다. 미분양 주택은 전분기 대비 약 900세대 감소했으나, 판매관리비에는 관련 대손비용 500억원이 반영되었다. 주택 원가율은 저마진 현장 종료에 따른 Mix 개선과 준공 정산이익으로 88.1%를 기록하며 전분기, 전년 동기 대비 개선되었다. 연결종속에서는 베트남 THT 토지매각 약 600억원이 반영되며 마진을 상승에 기여했다. 영업외수지에는 환 관련 평가손실 600억원, 충당부채 300억원 등이 반영되며 세전이익 및 지배주주순이익은 적자 전환했다.

실적은 아쉽지만 투자포인트는 유효

2분기 실적은 아쉬우나, 해외 매출 회복과 원전 모멘텀의 투자 포인트는 유효하다. 나이지리아 LNG(2026년 하반기 종료) 매출 공백 우려에도 연내 투르크메니스탄 미네랄 비료(9,400억원), 모잠비크 LNG Area 1(8,200억원) 착공 가능성은 긍정적 요인이다. 2025년 상반기 해외 수주는 1.1조원으로 가이던스 대비 26%에 그쳤으나, 2024년 연간 실적은 상회했다[0.6조원('24)→1.1조원(1H25P)→4.4조원('25F)]. 3분기 한수원과의 체코 원전 시공계약 체결 시, 조기 달성도 가능한 상황이다. 2025년 상반기, 주택 분양 실적은 6,415세대로 연간 가이던스의 34%를 달성했다. 동사는 이례적으로 지난 1분기에 이어 2분기에도 2025년 주택 분양 가이던스를 재차 상향 제시했다[16,422세대 → 17,519세대 → 19,043세대]

투자의견 매수, 목표주가 5,600원, 업종 내 관심종목 의견 유지

대우건설에 대한 투자의견 매수, 목표주가 5,600원(Target PBR 0.5x), 건설업종 내 관심종목 의견을 유지한다. 해외 매출 공백 해소와 더불어 '팀 코리아' 체제의 체코, 폴란드 원전 시공 참여는 멀티플 상향 요인으로 작용할 것으로 전망한다. 베트남에서는 현재 진행 중인 하노이 STARLAKE 외에 현지 시행사와 다수의 신규 프로젝트 추진을 협의 중이다.

계산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	11,648	10,504	8,675	9,084	9,751
영업이익 (십억원)	663	403	511	631	738
영업이익률 (%)	5.7	3.8	5.9	6.9	7.6
순이익 (십억원)	512	234	184	344	455
EPS (원)	1,231	563	443	828	1,096
ROE (%)	13.2	5.6	4.2	7.4	9.1
P/E (배)	3.4	5.5	8.8	4.7	3.6
P/B (배)	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 대우건설, 미래에셋증권 리서치센터





한화시스템필리 적자 확대, 그럼에도 26년 성장에 주목 [출처] DS투자증권 강태호 애널리스트

2Q25 Review: 예상보다 컸던 필리 조선소 적자

한화시스템은 2Q25 매출액 7,682억원(YoY+11.8%), 영업이익 335억원(YoY60.3%, OPM 4.4%)으로 컨센서스 및 당사 추정치를 하회하는 실적을 기록했다. 특히 영업이익의 경우 필리조선소에서 292억원의 적자가 반영되며 하회 폭이 더 컸다. 필리조선소는 인수 이전 누락되었던 일부 원가 항목들이 2분기에 반영이 되었으며 한화오션 인력 파견 비용 등 생산 안정화 달성을 위한 비용이 추가 발생하였다. 2분기 실적에 관세 관련 비용은 반영되지 않았으며 향후 관세 정책 확정안에 따라 하반기 추가 비용 발생 가능성도 존재한다. 방산 사업부의 경우 4분기에 구미사업장 이전 및 제주 우주 센터 개관 관련 비용이 추가적으로 반영될 전망이다. 영업외손익에는 보유하던 오스탈 지분에 대한 주가 상승에 따른 지분 평가 이익이 대규모 반영되었다.

방산 사업부는 우수한 수익성 유지

방산 사업부는 2Q25 매출액 4,702억원(YoY -4.7%), 영업이익 525억원(YoY -14%, OPM 11.2%)을 기록했다. TICN 4차 양산 종료 영향으로 매출액 및 영업이익이 전년 동기 대비 감소하였으나 사우디, UAE 향 천궁-II MFR 레이다 양산 사업의 높은 수익성으로 인해 창사 이래 첫 2개 분기 연속 두 자릿수 영업이익률을 기록했다. 수출 비중은 1Q 국내 매출 비중 증가에 따라 35%까지 상승했으나 2Q는 18%를 기록했다. 수출 비중 하락에도 이익률 차이가 크지 않아 (-0.5%p) 국내 사업의 수익성도 과거 대비 개선되고 있는 것으로 추정한다.

26년 성장 시나리오는 여전히 유효

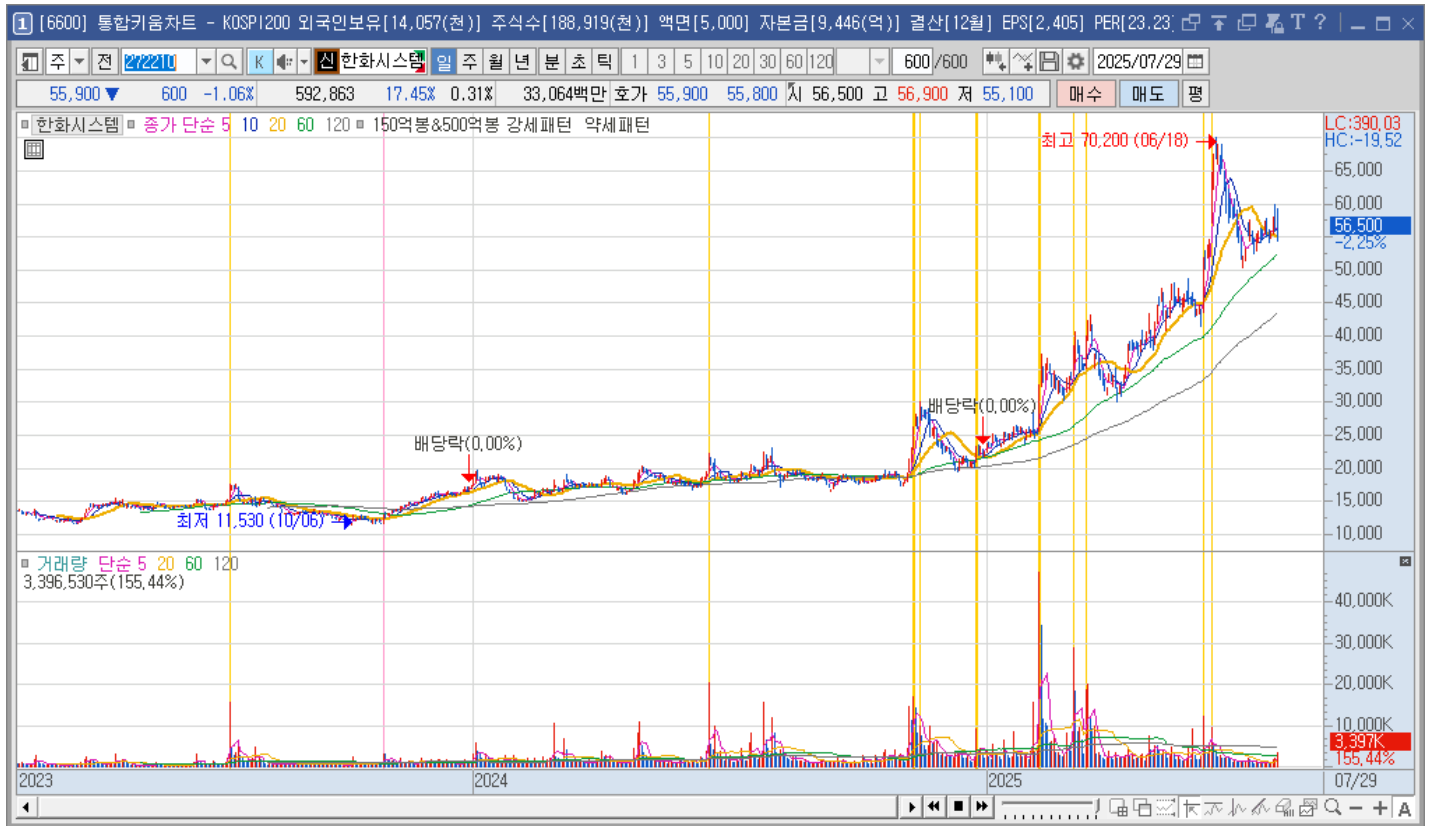
필리조선소의 당기 대규모 손실 발생에도 불구하고 26년 흑자 전환이 가능할 것으로 보인다. 현재 발생하는 적자는 생산 안정화 및 효율성 증대를 위한 일회성 비용으로 판단한다. SRIV선을 계획보다 5개월 조기 진수하는 등 성과가 나타나고 있으며 26년 매출 비중이 높아지는 CV선 건조 시기 흑자 전환 속도가 가속화될 것으로 전망한다. 이라크 천궁-II MFR, 폴란드 K2 계약 체결은 3Q 내로 진행될 것이며 수출 비중 증가도 지속될 전망이다. 투자의견 매수, 목표주가 67,000원을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,188	2,452	2,804	3,496	4,088
영업이익	39	123	219	190	336
영업이익률(%)	1.8	5.0	7.8	5.4	8.2
세전이익	-42	444	581	215	421
자배주주지분순이익	-77	349	454	182	345
EPS(원)	-405	1,849	2,405	976	1,847
증감률(%)	적전	흑전	30.1	-59.4	89.4
ROE(%)	-3.6	16.9	19.6	7.2	12.7
PER(배)	-26.0	9.4	9.4	57.9	30.6
PBR(배)	1.0	1.5	1.7	4.1	3.7
EV/EBITDA(배)	6.6	12.7	13.3	31.4	20.4

자료: 한화시스템, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준





삼성전기

삼성전자&테슬라의 성공은 삼성전기가 책임진다

[출처] 대신증권 박강호 애널리스트

투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 180,000원 유지

삼성전자, 테슬라와 약 22.8조원의 AI6 반도체 공급 계약(2025년 7월~2033년 12월)을 체결했다고 공시(7/28). AI6 칩은 테슬라의 차세대 인공지능(AI) 반도체, 테슬라의 슈퍼컴퓨터와 자율주행차, 휴머노이드 로봇에 적용 예상, 삼성전자의 파운드리 사업에서 공급 형태

삼성전자가 테슬라의 인공지능 반도체(AI6) 공급 계약 관련하여 삼성전기의 FC BGA 사업이 수혜, 주목을 받을 것으로 전망. 삼성전기는 삼성전자와 테슬라의 이전 반도체 AI4, AI5용 반도체 기판인 FC BGA를 공급하고 있음. 이번 삼성전자의 공급 계약으로 테슬라와 삼성전자, 그리고 삼성전기와 협력 관계가 더 강화될 것으로 전망. 삼성전기의 투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 180,000원 유지

테슬라의 AI6에 FC BGA 공급 예상 ; 삼성전기와 협력은 확대

삼성전기의 FC BGA 사업은 기본적으로 PC에서 서버, 데이터 센터, AI항 그리고 자율주행, 휴머노이드 분야로 확대. 여기서 테슬라와 협력은 FC BGA 넘어서 카메라(전기자동차 + 자율주행 + 휴머노이드 로봇), MLCC 등 모든 사업에서 전략적인 협력 관계를 구축, 강화 중으로 판단

이번 삼성전자와 테슬라의 차세대 반도체 AI6 공급 계약 관련하여 삼성전기가 FC BGA를 주도적으로 공급 예상. 삼성전기는 테슬라의 AI4(삼성전자가 공급), AI5(TSMC가 공급)에도 FC BGA를 공급. 삼성전자와 테슬라내에서 삼성전기의 경쟁력을 반영하면 이번 AI6에도 최대의 공급업체로 평가

삼성전기의 FC BGA 매출은 2025년 1.1조원(+20.8% yoy), 2026년 1.27조원 (+19.1% yoy) 증가로 추정 등 전체 외형(매출) 성장(2025년 9.4%, 2026년 6.9%)을 상회 전망. 2026년에 AI 및 자율주행, 포트폴리오 다각화로 매출이 확대되면서 전체 수익성에 기여도가 높아질 전망

삼성전기는 테슬라향으로 카메라모듈, MLCC 공급 중. 카메라모듈은 테슬라가 전기자동차에서 자율주행, 로보택시, 휴머노이드 분야로 사업 다각화를 추진하면서 공급 규모가 확대 예상. 또한 MLCC도 고용량, 고신뢰성 제품 중심으로 자동차 1대당 채택 규모가 증가. 삼성전기의 장기적인 사업다각화인 AI, 자율주행, 휴머노이드 강화가 테슬라의 포트폴리오의 다변화 전략에 부합 등 밀접한 협력 관계가 진행될 것으로 전망. 이번 AI6 칩은 자율주행 및 휴머노이드 로봇(옵티머스) 등 응용분야로 확대되면서 테슬라와 삼성전기의 동반 성장을 의미

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	8,892	10,294	11,263	12,035	13,008
영업이익	661	735	853	1,005	1,166
세전순이익	563	797	865	1,066	1,189
통당순이익	450	703	709	874	975
자배분순이익	423	679	689	857	956
EPS	5,450	8,752	8,884	11,041	12,316
PER	28.1	14.1	15.5	12.5	11.2
BPS	101,129	113,261	120,650	130,201	141,033
PBR	1.5	1.1	1.1	1.1	1.0
ROE	5.5	8.2	7.6	8.8	9.1

주: EPS와 BPS, ROE는 자배분 기준으로 산출
자료: 삼성전기, 대신증권 Research Center



