Morning Meeting Notes

2025-06-30

내일의 차이 현대차증권

What's Inside
삼성전자(BUY/71,000) 사업부별 저점은 지나고 있는 중
크래프톤(BUY/498,000) 2분기는 내려 놓고, 에스파부터 전력 질주
[주식전략] 내년이 더욱 기대되는 코스피

주식시장
국내 증시는 하락 마감. 26일(현지시간), 트럼프의 파월 의장 압박에 미국 금리 인하 기대감 확대되는 등 우호적 대외 여건에도, 단기 상승 부담에 차익실현 매물 출회. 스테이블코인 수혜주로 지목되며 상승세를 보인 카카오페이(-10.2%), 카카오(-3.5%) 급락. SK하이닉스(-3.1%) 또한 외국인, 기관 순매도에 최근 상승분 일부 반납
미국 증시는 무역 긴장감 완화되며 상승. 미국과 중국이 2차 무역회담 합의안에 서명했다는 소식이 긍정적으로 작용. 장중, 트럼프가 미국 IT 기업들에 대한 캐나다의 디지털 서비스세 문제로 캐나다와의 무역 협상을 즉각 중단하겠다고 밝혀 잠시 하락 전환했으나, 캐나다 총리가 협상 지속하겠다고 밝히자 매수세 유입되며 반등

금리&환율
국고채 금리는 하락 마감. 국고채 금리는 전일 발표된 7월 국채발행 계획을 소화하는 모습. 7월 국채 발행 계획은 대체로 시장의 예상에 부합했으나 초장기물 약세 압력 불가피(국고채 30년물 2.726%(+3.3bp)). 중단기물의 경우 거래량 얇은 장세로 수급에 영향받아 등락
미국채 금리는 상승 마감. 트럼프의 캐나다 압박 발언과 오는 7월 금리 인하 가능성이 부각된 점이 국채가격 하락 요인으로 작용
원/달러 환율은 전장 대비 0.5원 상승한 1,357.4원에 마감. 장 초반, 백악관이 파월 의장의 후임 지명이 임박하지 않았다고 밝히며 달러 인덱스는 강세를 보였고 환율도 이에 연동되어 상승. 장중, 트럼프 대통령이 미중간 합의에 서명을 했다는 소식에 환율은 급격히 레벨을 낮췄으나 외인들이 이날 주식을 8천억원 가량 순매도하며 환율에 상승 압력을 가했고 보합권에서 마무리
달러인덱스는 상승. 트럼프 대통령이 이란과 캐나다에 위협을 가하면서 국제유가 장중 반등하자 미국채금리 상승과 맞물려 강세로 마감

Trump Watch
트럼프, 상호관세 유예 연장할 필요 없을 것
트럼프 대통령이 상호관세 유예 연장에 대해 "필요 없을 것"이라며 답변. 이후 "할 수도 있고, 큰 문제는 아니다"며 "9일 전에 언젠가 할 것은, 모든 국가에 서한을 보내는 것"라고 덧붙임.
또한 틱톡(미국 사업부)에 대해서는 원매자를 찾았다며 "아마 중국의 승인이 필요할 것 같고, 시진핑 국가주석이 승인할 것 같다"고 밝힘

New Publications
[방산] 파리에어쇼 2025 참관기 - 유무인 체계 '로열 윙맨'의 개화(2025-06-25)
[자산배분] 자산배분 전략: 초저금리와 인플레를 넘어, 전략은 원칙에서 시작한다 (2025-06-13)
[중국] 2025년 하반기 중국 경제/증시 전망 - 망진자(亡秦者)는 호야(胡也) (2025-06-12)
[방산]MADEX 2025참관기 - 智者圖勝, 善者制勢(2025-06-05)
[미국주식] 2025년 하반기 미국 전망 - 착륙 줄타기 속 AI phase 3(2025-06-02)
[자산배분] 2025년 하반기 자산배분 전략 - 정책 변화에 대응하라(2025-05-29)
[반도체] 대만 Computex 방문 후기 - Team Taiwan이 더욱 강해지고 있다(2025-05-28)

Rating, Target Price Changes

SNT에너지	BUY	43,000 원 ▷	BUY	51,000 원	(2025-06-27)
CJ ENM	BUY	80,000 원 ▷	BUY	90,000 원	(2025-06-27)
에스엠	BUY	140,000 원 ▷	BUY	160,000 원	(2025-06-27)
제일기획	BUY	23,000 원 ▷	BUY	24,000 원	(2025-06-26)
현대제철	BUY	32,000 원 ▷	BUY	38,000 원	(2025-06-26)
SK하이닉스	BUY	280,000 원 ▷	BUY	325,000 원	(2025-06-26)
한국항공우주	BUY	110,000 원 ▷	BUY	150,000 원	(2025-06-25)
카카오게임즈	M.PERFORM	15,000 원 ▷	BUY	22,000 원	(2025-06-23)
한화	BUY	86,000 원 ▷	BUY	108,000 원	(2025-06-19)
SK	BUY	165,000 원 ▷	BUY	223,000 원	(2025-06-16)
현대지에프홀딩스	BUY	6,600 원 ▷	BUY	8,900 원	(2025-06-16)
CJ프레시웨이	BUY	31,000 원 ▷	BUY	36,000 원	(2025-06-12)
한화	BUY	59,000 원 ▷	BUY	86,000 원	(2025-05-30)
삼성증권	BUY	59,000 원 ▷	BUY	68,000 원	(2025-05-29)

순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
삼성전자	38,305	삼성전자	125,716
두산에너빌리티	37,735	두산에너빌리티	40,631
일진전기	23,655	한화에어로스페이스	39,114
리가켐바이오	21,264	한국전력	36,888
한전기술	17,547	한국카본	25,752

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
SK하이닉스	-184,435	LG에너지솔루션	-22,086
NAVER	-109,334	카카오	-17,313
한국전력	-49,683	KODEX 200	-13,128
현대차	-48,277	KODEX 200선물인버스2X	-12,045
한화오션	-42,750	PLUS 고배당주	-10,224

국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	3,055.94	-0.77	+13.28
대형주	3,052.68	-0.80	+14.11
중형주	3,362.87	-0.80	+9.40
소형주	2,464.03	-0.65	+5.01
KOSDAQ	781.56	-0.81	+6.43

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	8,325	-5,806	-4,080
누적순매수(D-20)	-6,520	35,901	-28,854

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	193,458	229,286	160,226

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	107.04	-1.69	+14.20
금융	664.30	-0.95	+16.25
운수장비	3,841.52	-0.65	+9.18
유통	398.28	-0.86	+4.56
음식료	4,443.24	-0.70	+5.21
의약품	15,013.49	-0.31	-1.43
전기전자	26,088.51	-0.85	+15.21
철강금속	5,734.33	+1.13	+12.47
화학	3,690.51	-1.30	+8.15
유틸리티	1,199.08	-3.29	+21.54
통신	504.07	+1.26	+8.66

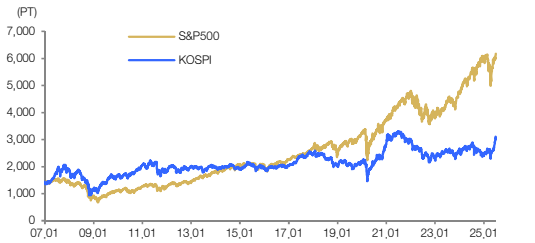
해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	6,173.07	+0.52	+4.42
NASDAQ	20,273.46	+0.52	+6.07
일본	40,150.79	+1.43	+5.76
중국	3,424.23	-0.70	+2.29
독일	24,033.22	+1.62	+0.15

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	2.45	-0.10	+10.60
국고채 (10년)	2.79	-0.30	-0.10
은행채AAA (3년)	2.72	-0.10	+10.70
미국국채 (2년)	3.75	+2.85	-15.20
미국국채 (10년)	4.28	+3.60	-12.50

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,357.40	+0.04	-1.64
원/백 엔	938.44	-0.13	-2.04
원/위안	189.25	-0.04	-1.28
달러/유로	1.17	+0.15	+3.27
위안/달러	7.17	+0.08	-0.37
엔/달러	144.64	+0.16	+0.41
Dollar Index	97.26	-0.04	-2.20

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	65.52	+0.43	+7.78
금 (usd/oz)	3,287.60	-1.80	-0.84
BDI	1,553.00	-6.73	+14.78
천연가스(NYMEX)	3.74	+14.66	+8.47

KOSPI, S&P 추이



본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

삼성전자 (005930)

Analyst 노근창 greg@hmsec.com
RA 윤동욱 donguk.youn@hmsec.com

사업부별 저점은 지나고 있는 중

BUY **TP 71,000원**

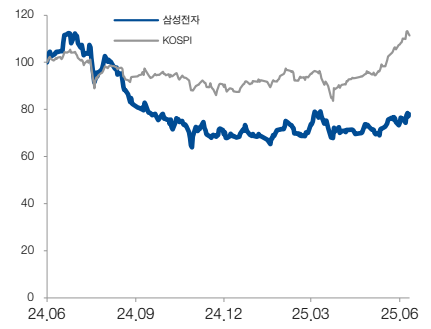
현재주가 (6/27)	60,800원
상승여력	16.8%
시가총액	359,914십억원
발행주식수	5,919,638천주
자본금/액면가	898십억원/100원
52주 최고가/최저가	87,800원/49,900원
일평균 거래대금 (60일)	904십억원
외국인 지분율	49.73%
주요주주 지분율	
삼성생명보험 외 15인	20.15%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	12.8	-1.6	13.2
상대주가(%p)	-2.7	-16.1	-10.9

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	5,454	6,761	71,000
After	5,150	5,930	71,000
Consensus	4,706	5,423	75,000
Cons. 차이	9.4%	9.3%	-5.3%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 삼성전자에 대해 6개월 목표주가 71,000원 (12개월 Forward BPS에 Target P/B 1.2배 적용)에 투자의견 매수를 유지함. 동사의 **2분기 매출액**은 예상보다 양호한 스마트폰과 메모리 반도체 출하량에 힘입어 기존 추정치를 **7.0% 상회하는 77.0조원**을 기록할 것으로 예상되지만, **영업이익**은 원화강세에 따른 DS부문 이익 전망 하향으로 **기존 추정치를 6.5% 하회하는 6.1조원**을 기록할 것으로 예상. DRAM과 NAND 모두 Bit Growth는 기존 전망치를 상회할 것으로 예상되지만, DDR5 제품의 경우 가격 상승이 제한적이었다는 점과 여전히 낮은 HBM 비중으로 인해 메모리 반도체의 실적 개선 폭도 기존 예상치 대비 낮을 것으로 보임. Foundry도 여전히 낮은 가동률로 인해 QoQ 적자 폭 감소는 미미할 것으로 예상. 반면에 스마트폰 출하량은 5,700만대로 기존 추정치를 9.6% 상회할 것으로 예상되며, MX/네트워크 사업부 매출액은 30조원을 상회할 것으로 전망. MX/네트워크 영업이익도 기존 추정치를 13.0% 상회할 것으로 보임

주요 이슈 및 실적전망

- 동사는 1분기에 매출액 기준으로 DRAM 시장 점유율이 2위로 하락하였고 Foundry도 1위와의 격차는 확대되고 있으며, Mobile OLED의 경쟁은 심화되고 있음. 다만, 동사의 주요 사업은 2분기를 저점으로 점진적으로 회복될 것으로 보임. DRAM은 HBM 3e 12단 제품을 AMD에 공급할 예정이며, Broadcom에도 HBM3e 제품을 본격적으로 공급하면서 DRAM내 HBM비중이 상승할 것으로 보임. Foundry도 신규 거래선 가세에 힘입어 적자 폭은 3분기부터 줄어들 것으로 예상. SDC는 2026년에 신규 Foldable 거래선이 추가되면서 영업이익은 개선될 것으로 예상되며, Foundry도 비용 효율화를 통해 적자 폭은 크게 줄어들 것으로 보임. 동사의 **영업이익은 올해 2분기가 바닥**일 것으로 보이며 점진적으로 개선될 것으로 예상

주가전망 및 Valuation

- 현재 주가는 기간 조정 마무리 구간으로 판단 / 저점매수 전략 유효

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	258,935	6,567	14,473	45,234	2,225	-75.2	35.3	1.5	9.9	4.1	1.8
2024	300,871	32,726	33,621	75,357	5,433	144.1	9.8	0.9	3.5	9.0	2.7
2025F	318,024	28,997	31,695	93,562	5,150	-5.2	11.7	1.0	3.1	7.9	2.4
2026F	326,272	33,086	36,276	100,989	5,930	15.2	10.2	0.9	2.5	8.6	2.4
2027F	332,158	35,198	39,075	101,204	6,403	8.0	9.4	0.9	2.2	8.7	2.4

* K-IFRS 연결 기준

<표1> 실적 추정 변경사항

(십억원)

		변경 후						변경 전					
		1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025F	2026F	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025F	2026F
매출액	DS	25,100	28,236	29,877	31,226	114,439	129,343	25,100	27,592	29,427	31,103	113,221	127,396
	SDC	5,926	7,037	8,382	8,351	29,696	30,702	5,926	6,646	8,393	8,387	29,352	30,404
	MX/NW	37,000	30,982	32,166	28,641	128,790	120,383	37,000	27,048	31,109	28,944	124,101	120,781
	VD/가전	14,500	14,665	14,185	14,314	57,664	58,814	14,500	14,517	14,296	14,467	57,780	58,933
	합계	79,141	77,034	81,999	79,851	318,024	326,272	79,141	71,983	80,668	80,294	312,085	324,832
영업이익	DS	1,100	1,973	3,812	3,116	10,001	14,279	1,100	2,559	4,773	3,644	12,076	18,775
	SDC	529	711	1,474	907	3,621	4,176	529	776	1,552	960	3,817	4,809
	MX/NW	4,332	2,686	3,048	2,069	12,135	11,263	4,332	2,376	2,857	2,092	11,657	11,261
	VD/가전	343	395	528	346	1,613	1,587	343	477	533	351	1,704	1,584
	합계	6,685	6,081	9,402	6,829	28,997	33,086	6,685	6,506	10,262	7,445	30,898	38,239
세전이익		9,152	7,129	10,467	8,241	34,989	39,815	9,152	7,572	11,355	8,877	36,955	45,249
지배주주 순이익		8,028	6,450	9,669	7,547	31,695	36,276	8,028	6,851	10,489	8,129	33,498	41,197

자료: 삼성전자, 현대차증권.

<표2> 기본가정

			2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025F
산업수요	Note PC 출하량 증가율 (YoY)		-12.5%	10.0%	3.2%	-2.7%	4.6%	3.4%	4.2%	5.1%	6.0%	7.0%	5.6%
	스마트폰 출하량 증가율 (YoY)		-5.3%	4.7%	6.0%	-2.2%	-1.1%	2.4%	2.0%	0.0%	0.0%	5.2%	2.0%
	Server 출하량 증가율 (YoY)		-6.0%	3.9%	4.3%	3.2%	3.9%	3.8%	8.9%	3.7%	2.1%	6.1%	5.1%
삼성전자	DS	DRAM Bit Growth	14.0%	-15.0%	6.0%	0.0%	-10.3%	15.6%	1.8%	11.3%	2.0%	0.4%	4.3%
		DRAM ASP 변화 (USD,QoQ)	-45.1%	20.4%	16.2%	9.1%	20.1%	61.0%	-6.3%	5.1%	5.3%	4.5%	25.0%
		NAND Bit Growth	17.1%	-3.0%	-5.0%	-7.0%	-1.8%	11.8%	-10.2%	18.0%	10.0%	10.0%	3.3%
		NAND ASP 변화 (USD,QoQ)	-45.7%	30.5%	22.0%	8.0%	-5.0%	64.0%	-15.0%	4.0%	3.0%	-2.0%	-6.9%
	SDC	OLED 매출액	30,180	5,308	7,465	7,835	7,946	28,554	5,696	6,687	8,022	7,973	28,379
	MX	스마트폰 출하량 (천대)	225,000	59,800	53,800	58,000	52,000	223,600	60,800	57,200	59,000	51,940	228,940
		Tablet PC 출하량 (천대)	26,000	7,000	7,000	7,000	7,000	28,000	7,000	8,000	7,070	7,070	29,140
	VD	LCD TV 출하량 (천대)	35,529	8,545	8,033	8,595	9,691	34,864	8,460	8,113	8,681	9,788	35,042
원/달러 환율			1,305.4	1,328.5	1,370.9	1,359.4	1,385.0	1,361.0	1,452.9	1,400.0	1,365.0	1,345.0	1,391.0

자료: 삼성전자, 현대차증권

<표3> 분기별 실적 전망

(십억원)

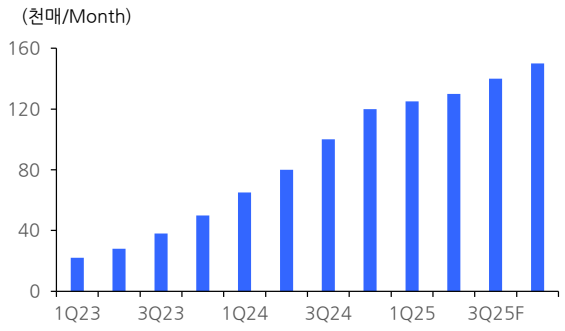
		2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025F
매출액	DS	66,590	23,137	28,560	29,270	30,100	111,067	25,100	28,236	29,877	31,226	114,439
	Memory	44,130	17,490	21,740	22,270	23,000	84,500	19,100	21,964	23,519	24,603	89,186
	LSI, Foundry, 기타	22,460	5,647	6,820	7,000	7,100	26,567	6,000	6,272	6,358	6,623	25,253
	SDC	30,970	5,386	7,650	8,000	8,116	29,152	5,926	7,037	8,382	8,351	29,696
	MX/NW	112,410	33,530	27,380	30,520	25,800	117,230	37,000	30,982	32,166	28,641	128,790
	MX(휴대폰, Tab)	108,630	32,790	26,640	29,980	25,000	114,410	36,200	30,132	31,386	27,857	125,576
	VD/가전	56,440	13,480	14,420	13,987	14,400	56,287	14,500	14,665	14,185	14,314	57,664
	VD	30,380	7,230	7,540	7,583	8,600	30,953	7,800	7,583	7,652	8,398	31,432
	Harman	14,390	3,200	3,620	3,530	3,900	14,250	3,400	3,826	3,722	3,977	14,925
	내부조정	-21,865	-6,818	-7,562	-6,209	-6,527	-27,116	-6,785	-7,713	-6,333	-6,658	-27,489
	합계	258,935	71,916	74,068	79,099	75,788	300,871	79,141	77,034	81,999	79,851	318,024
영업이익	DS	-14,870	1,910	6,450	3,860	2,900	15,120	1,100	1,973	3,812	3,116	10,001
	Memory	-13,294	2,987	7,109	5,069	5,379	20,544	3,706	4,315	5,521	5,379	18,921
	LSI, Foundry, 기타	-1,576	-1,077	-659	-1,209	-2,479	-5,424	-2,606	-2,342	-1,710	-2,263	-8,921
	SDC	5,260	342	1,010	1,500	900	3,752	529	711	1,474	907	3,621
	MX/NW	13,010	3,494	2,225	2,808	2,118	10,645	4,332	2,686	3,048	2,069	12,135
	MX(휴대폰, Tab)	12,679	3,435	2,175	2,803	2,094	10,506	4,308	2,657	3,025	2,041	12,030
	VD/가전	1,258	530	490	530	227	1,777	343	395	528	346	1,613
	VD	918	360	210	366	172	1,108	217	113	343	234	907
	Harman	1,170	240	320	360	390	1,310	300	335	413	433	1,481
	합계	6,567	6,606	10,444	9,183	6,493	32,726	6,685	6,081	9,402	6,829	28,997
영업이익률	DS	-22.3%	8.3%	22.6%	13.2%	9.6%	13.6%	4.4%	7.0%	12.8%	10.0%	8.7%
	Memory	-30.1%	17.1%	32.7%	22.8%	23.4%	24.3%	19.4%	19.6%	23.5%	21.9%	21.2%
	LSI, Foundry, 기타	-7.0%	-19.1%	-9.7%	-17.3%	-34.9%	-20.4%	-43.4%	-37.3%	-26.9%	-34.2%	-35.3%
	SDC	17.0%	6.3%	13.2%	18.7%	11.1%	12.9%	8.9%	10.1%	17.6%	10.9%	12.2%
	MX/NW	11.6%	10.4%	8.1%	9.2%	8.2%	9.1%	11.7%	8.7%	9.5%	7.2%	9.4%
	MX(휴대폰, Tab)	11.7%	10.5%	8.2%	9.3%	8.4%	9.2%	11.9%	8.8%	9.6%	7.3%	9.6%
	VD/가전	2.2%	3.9%	3.4%	3.8%	1.6%	3.2%	2.4%	2.7%	3.7%	2.4%	2.8%
	VD	3.0%	5.0%	2.8%	4.8%	2.0%	3.6%	2.8%	1.5%	4.5%	2.8%	2.9%
	합계	2.5%	9.2%	14.1%	11.6%	8.6%	10.9%	8.4%	7.9%	11.5%	8.6%	9.1%
세전이익		11,006	7,707	11,595	10,320	7,907	37,530	9,152	7,129	10,467	8,241	34,989
법인세		-4,481	952	1,754	220	153	3,078	929	523	564	511	2,526
지배주주 순이익		14,473	6,621	9,643	9,782	7,576	33,621	8,028	6,450	9,669	7,547	31,695

자료: 삼성전자, 현대차증권

<그림1> 삼성전자 12개월 Forward P/B Band

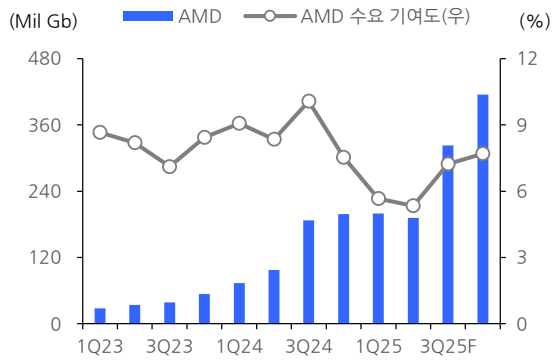
자료: 현대차증권

<그림2> 삼성전자 HBM TSV Capa 추이



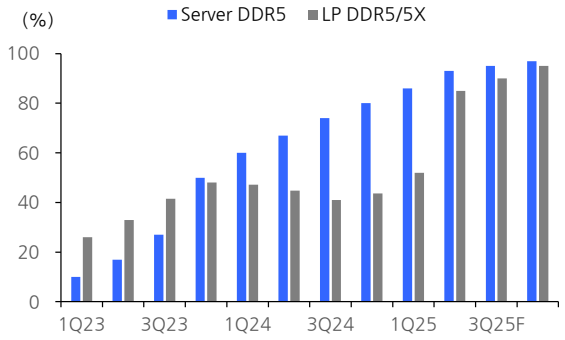
자료: Trend Force

<그림3> AMD HBM 출하량과 전세계 수요 기여도



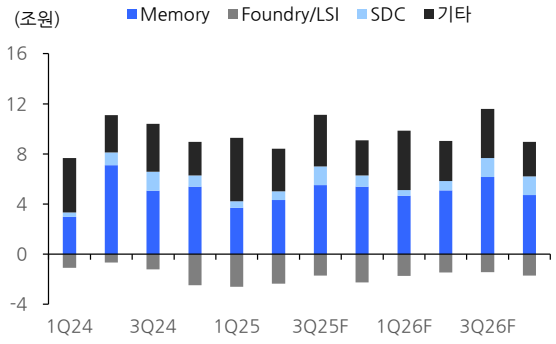
자료: Trend Force, 현대차증권

<그림4> 삼성전자 DDR5 제품별 비중 추이



자료: 현대차증권, Trend Force

<그림5> 삼성전자 영업이익 추이



자료: 현대차증권

<그림6> 주요 스마트폰 업체 Foldable 제품 Line Up

자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	258,935	300,871	318,024	326,272	332,158
증가율 (%)	-14.3	16.2	5.7	2.6	1.8
매출원가	180,389	186,562	202,640	203,606	208,655
매출원가율 (%)	69.7	62.0	63.7	62.4	62.8
매출총이익	78,547	114,309	115,384	122,666	123,503
매출이익률 (%)	30.3	38.0	36.3	37.6	37.2
증가율 (%)	-30.0	45.5	0.9	6.3	0.7
판매관리비	71,980	81,583	86,387	89,580	88,305
판관비율(%)	27.8	27.1	27.2	27.5	26.6
EBITDA	45,234	75,357	93,562	100,989	101,204
EBITDA 이익률 (%)	17.5	25.0	29.4	31.0	30.5
증가율 (%)	-45.2	66.6	24.2	7.9	0.2
영업이익	6,567	32,726	28,997	33,086	35,198
영업이익률 (%)	2.5	10.9	9.1	10.1	10.6
증가율 (%)	-84.9	398.3	-11.4	14.1	6.4
영업외손익	3,552	4,053	5,873	6,729	7,647
금융수익	16,100	16,703	8,392	8,037	8,109
금융비용	12,646	12,986	3,384	1,308	462
기타영업외손익	97	335	865	0	0
종속/관계기업관련손익	888	751	119	0	0
세전계속사업이익	11,006	37,530	34,989	39,815	42,846
세전계속사업이익률	4.3	12.5	11.0	12.2	12.9
증가율 (%)	-76.3	241.0	-6.8	13.8	7.6
법인세비용	-4,481	3,078	2,526	2,660	2,824
계속사업이익	15,487	34,451	32,463	37,155	40,022
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	15,487	34,451	32,463	37,155	40,022
당기순이익률 (%)	6.0	11.5	10.2	11.4	12.0
증가율 (%)	-72.2	122.5	-5.8	14.5	7.7
지배주주지분 순이익	14,473	33,621	31,695	36,276	39,075
비지배주주지분 순이익	1,014	830	768	879	947
기타포괄이익	3,350	16,845	1,213	0	0
총포괄이익	18,837	51,296	33,676	37,155	40,022

(단위: 십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	195,937	227,062	245,427	288,015	325,503
현금성자산	69,081	53,706	62,787	95,365	129,378
단기투자자산	22,691	58,909	62,067	65,469	66,651
매출채권	36,647	43,623	45,961	48,481	49,356
재고자산	51,626	51,755	54,529	57,518	58,556
기타유동자산	15,256	19,033	20,053	21,152	21,534
비유동자산	259,969	287,470	285,323	275,823	270,629
유형자산	187,256	205,945	201,984	195,844	193,760
무형자산	22,742	23,739	23,062	18,976	15,613
투자자산	20,680	24,349	24,786	25,513	25,765
기타비유동자산	29,291	33,437	35,491	35,491	35,491
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	455,906	514,532	530,750	563,838	596,132
유동부채	75,719	93,326	89,514	94,046	95,634
단기차입금	7,115	13,173	5,354	5,384	5,409
매입채무	11,320	12,370	13,033	13,748	13,996
유동성장기부채	1,309	2,207	2,036	2,036	2,036
기타유동부채	55,976	65,576	69,091	72,879	74,194
비유동부채	16,509	19,014	20,031	21,128	21,509
사채	538	15	15	15	15
장기차입금	0	7	6	6	6
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	15,971	18,993	20,011	21,107	21,488
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	92,228	112,340	109,546	115,175	117,143
지배주주지분	353,234	391,688	409,878	436,458	465,837
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
자본조정 등	99	-1,725	-1,363	-1,363	-1,363
기타포괄이익누계액	1,181	17,598	18,861	18,861	18,861
이익잉여금	346,652	370,513	387,079	413,659	443,039
비지배주주지분	10,444	10,504	11,326	12,205	13,152
자본총계	363,678	402,192	421,204	448,663	478,989

(단위: 십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	44,137	72,983	90,639	104,049	105,677
당기순이익	15,487	34,451	32,463	37,155	40,022
유형자산 상각비	35,532	39,650	60,144	63,816	62,643
무형자산 상각비	3,134	2,981	4,421	4,087	3,362
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-5,459	-1,568	-6,867	-1,009	-350
기타	-4,557	-2,532	479	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-16,923	-85,382	-61,233	-61,805	-61,993
투자자산의 감소(증가)	5,460	-384	-336	-727	-252
유형자산의 감소	98	156	31	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-57,611	-51,406	-56,140	-57,676	-60,559
기타	35,130	-33,748	-4,789	-3,402	-1,181
재무활동으로인한현금흐름	-8,593	-7,797	-20,972	-9,666	-9,671
차입금의 증가(감소)	1,933	6,064	-7,819	30	25
사채의증가(감소)	2	-523	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-9,864	-10,889	-9,729	-9,696	-9,696
기타	-664	-2,450	-3,424	0	0
기타현금흐름	779	4,821	647	0	0
현금의증가(감소)	19,400	-15,375	9,082	32,578	34,013
기초현금	49,681	69,081	53,706	62,787	95,365
기말현금	69,081	53,706	62,787	95,365	129,378

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	2,395	5,572	5,279	6,078	6,562
EPS(지배순이익 기준)	2,225	5,433	5,150	5,930	6,403
BPS(자본총계 기준)	53,540	59,210	62,534	66,611	71,113
BPS(지배지분 기준)	52,002	57,663	60,852	64,799	69,160
DPS	1,444	1,446	1,450	1,450	1,450
P/E(당기순이익 기준)	32.8	9.5	11.5	10.0	9.2
P/E(지배순이익 기준)	35.3	9.8	11.7	10.2	9.4
P/B(자본총계 기준)	1.5	0.9	1.0	0.9	0.9
P/B(지배지분 기준)	1.5	0.9	0.99	0.9	0.9
EV/EBITDA(Reported)	9.9	3.5	3.1	2.5	2.2
배당수익률	1.8	2.7	2.4	2.4	2.4
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-73.7	132.6	-5.3	15.1	8.0
EPS(지배순이익 기준)	-75.2	144.1	-5.2	15.2	8.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	4.3	9.0	7.9	8.5	8.6
ROE(지배순이익 기준)	4.1	9.0	7.9	8.6	8.7
ROA	3.4	7.1	6.2	6.8	6.9
안정성 (%)					
부채비율	25.4	27.9	26.0	25.7	24.5
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	7.1	36.2	55.8	71.9	76.2

** K-IFRS 연결기준*

크래프톤 (259960)

Analyst 김현용 hykim@hmsec.com

2분기는 내려 놓고, 에스파부터 전력 질주

BUY **TP 498,000원**

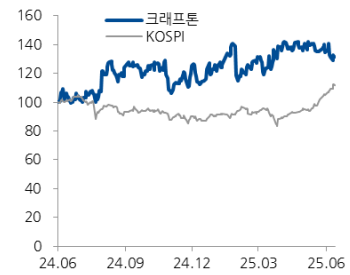
현재주가 (6/27)	357,500원
상승여력	39.3%
시가총액	16,942십억원
발행주식수	47,391천주
자본금/액면가	5십억원/100원
52주 최고가/최저가	386,000원/271,000원
일평균 거래대금 (60일)	57십억원
외국인 지분율	43.12%
주요주주 지분율	
장병규 외 32인	23.03%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-6.3	5.9	16.8
상대주가(%p)	-19.5	-9.1	-7.9

※ K-IFRS XX 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	25,869	29,195	498,000
After	24,796	28,303	498,000
Consensus	24,987	28,007	492,900
Cons. 차이	-0.8%	1.1%	1.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

2분기 영업이익 컨센서스 7% 하회 예상

- 1분기 동사 매출은 6,705억원(YoY -5.2%), OP 2,723억원(YoY -18.0%)으로 컨센서스 이익을 7% 하회할 전망. 매출은 PC에서 6월초 블랙마켓 성과가 내부 기대치에는 못 미쳤지만 견조한 트래픽과 더불어 YoY +10.7%로 예상되고, 모바일은 전년 동기 일회성 효과를 제외하면 전 영업지역에서 고르게 성장하며 YoY -12.2% 감소로 예상. 반면 영업비용은 YoY +6.2% 증가로 예상되는데 인건비 및 지급수수료가 동기간 각각 18%, 19% 증가하는 점에 기인

7월 9일 에스파 콜라보 & 3Q 슈퍼카 콜라보 이어지며 하반기 달군다

- 7월 9일 에스파 콜라보 출시가 예고된 바 있으며 하반기 중 2건의 슈퍼카 콜라보가 기대되는 상황. 작년 하반기에는 슈퍼카(람보르기니) 콜라보 1건, 블랙마켓 1건 등 총 2건의 이벤트였던 점을 고려하면 올해 하반기는 높은 매출 성장률(YoY +15%)이 예상됨

인조이 8월 콘텐츠 업데이트에 이어 연내 서브노티카 2 얼리 액세스 출시 예정

- 인조이는 8월 게임스컴을 전후로 콘텐츠 업데이트를 계획 중이며, 이후 콘솔 확장 및 정식 출시할 예정. 한편, 서브노티카 2는 현재 스팀 위시리스트 20만명으로 2위를 기록 중이며 4분기 얼리 액세스가 출시될 것으로 예상. 더불어 2026년 블랙버짓(익스트랙션 슈터, 연내 외부 테스트), Valor(콘솔 배틀로얄), 2027년 눈물을 마시는 새(액션 어드벤처), 프로젝트 IMPACT(액션 RPG) 등 다수의 콘솔 신작을 개발 중

목표주가 498,000원 유지하며, 게임 업종 최선호주 유지

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 498,000원을 유지하며 게임 업종 Top Pick으로 제시. 하반기 실적 반등 가시성이 높고, 4분기부터 콘솔 신작 출시가 급증하며 글로벌 피어그룹 대비 밸류에이션 디스카운트가 빠르게 해소될 것으로 전망

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	1,911	768	595	876	12,221	19.9	15.8	1.7	7.2	11.2	0.0
2024	2,710	1,182	1,306	1,289	27,162	122.3	11.5	2.2	8.7	21.1	0.0
2025F	3,075	1,401	1,180	1,539	24,796	-8.7	15.2	2.2	7.9	15.9	0.0
2026F	3,460	1,583	1,341	1,685	28,303	14.1	13.3	1.9	6.4	15.5	0.0
2027F	3,940	1,684	1,363	1,754	28,752	1.6	13.1	1.7	5.4	13.6	0.0

* K-IFRS 연결 기준

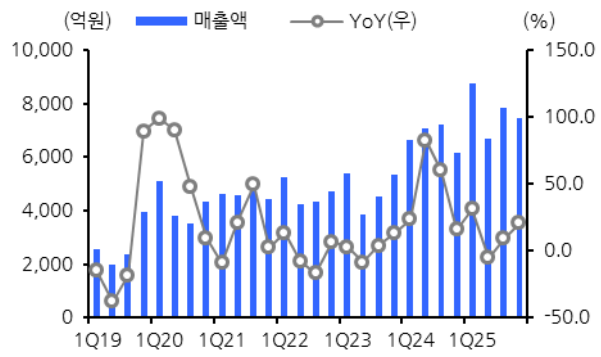
<표1> 크래프톤 실적 추정 상세 내역

(단위: 억원, %)

항목	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024	2025F
매출액	5,387	3,871	4,503	5,346	6,659	7,070	7,193	6,176	8,742	6,705	7,857	7,448	18,540	19,106	27,098	30,752
영업이익	2,829	1,315	1,893	1,643	3,105	3,321	3,244	2,155	4,573	2,723	3,621	3,096	7,516	7,680	11,825	14,013
영업이익률(%)	52.5	34.0	42.0	30.7	46.6	47.0	45.1	34.9	52.3	40.6	46.1	41.6	40.5	40.2	43.6	45.6
매출액	5,387	3,871	4,503	5,346	6,659	7,070	7,193	6,176	8,742	6,705	7,857	7,448	18,541	19,106	27,098	30,752
온라인	1,785	1,170	1,213	1,671	2,437	1,913	2,743	2,326	3,235	2,117	3,086	2,807	4,649	5,839	9,419	11,245
모바일	3,482	2,449	3,091	3,427	4,023	4,999	4,254	3,622	5,324	4,389	4,526	3,959	12,527	12,449	16,898	18,198
콘솔	72	190	120	174	115	88	118	123	131	127	165	622	1,040	556	444	1,045
기타	48	62	79	74	84	70	78	105	52	72	80	60	325	262	337	264
매출액	5,387	3,871	4,503	5,346	6,659	7,070	7,193	6,176	8,742	6,705	7,857	7,448	18,541	19,106	27,098	30,752
한국	283	199	287	282	370	434	734	416	504	711	749	689	1,030	1,051	1,954	2,653
아시아	4,644	3,165	3,819	4,505	5,650	6,202	5,892	5,198	7,478	5,323	5,691	5,350	14,851	16,133	22,942	23,842
북미/유럽	417	463	387	525	591	402	522	515	671	603	1,327	898	2,519	1,791	2,030	3,499
기타	43	44	10	35	48	32	45	48	89	68	77	99	141	131	172	333
YoY(%)	3.0	-8.6	3.8	12.8	23.6	82.7	59.7	15.5	31.3	-5.2	9.2	20.6	-1.7	3.0	41.8	13.5
온라인	68.2	32.1	-7.5	20.1	36.5	63.5	126.1	39.2	32.7	10.7	12.5	20.7	16.6	25.6	61.3	19.4
모바일	-12.0	-23.4	9.5	34.6	15.5	104.1	37.6	5.7	32.3	-12.2	6.4	9.3	-11.6	-0.6	35.7	7.7
콘솔	-52.0	97.9	2.6	-74.3	58.5	-53.7	-1.7	-29.3	13.9	44.3	39.8	405.7	422.5	-46.5	-20.1	135.4
기타	-20.5	8.2	-7.1	-39.8	77.2	13.5	-1.3	41.9	-38.1	2.9	2.6	-42.9	-35.7	-19.3	28.4	-21.7
YoY(%)	3.0	-8.6	3.8	12.8	23.6	82.7	59.7	15.5	31.3	-5.2	9.2	20.6	-1.7	3.0	41.8	13.5
한국	0.2	-20.8	4.3	27.3	30.7	117.9	155.7	47.5	36.2	64.0	2.0	65.7	-15.4	2.0	85.9	35.8
아시아	3.3	-11.7	7.2	40.4	21.7	96.0	54.3	15.4	32.4	-14.2	-3.4	2.9	-8.9	8.6	42.2	3.9
북미/유럽	-4.7	27.8	-16.2	-58.3	41.7	-13.1	35.1	-1.8	13.5	49.8	154.2	74.4	133.8	-28.9	13.4	72.3
기타	178.7	14.4	-72.2	-31.4	12.4	-27.2	341.2	37.7	85.4	113.6	71.1	108.4	-46.4	-6.7	31.5	93.2

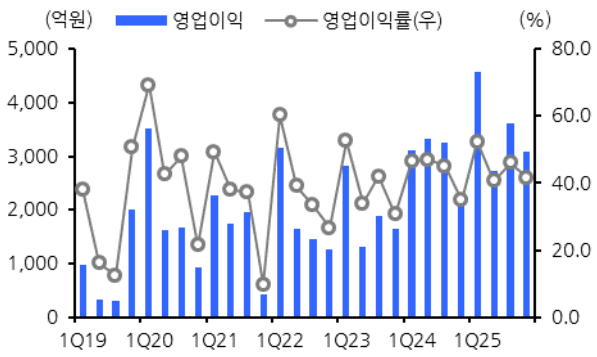
자료 : 크래프톤, 현대차증권

<그림1> 크래프톤 영업수익 & YoY 전망



자료 : 크래프톤, 현대차증권

<그림2> 크래프톤 영업이익 & OPM 전망



자료 : 크래프톤, 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**1,911**	**2,710**	**3,075**	**3,460**	**3,940**
증가율 (%)	3.1	41.8	13.5	12.5	13.9
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	**1,911**	**2,710**	**3,075**	**3,460**	**3,940**
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	3.1	41.8	13.5	12.5	13.9
판매관리비	**1,143**	**1,527**	**1,674**	**1,877**	**2,256**
판관비율(%)	59.8	56.4	54.4	54.2	57.3
EBITDA	**876**	**1,289**	**1,539**	**1,685**	**1,754**
EBITDA 이익률 (%)	45.9	47.6	50.0	48.7	44.5
증가율 (%)	2.0	47.1	19.4	9.5	4.1
영업이익	**768**	**1,182**	**1,401**	**1,583**	**1,684**
영업이익률 (%)	40.2	43.6	45.6	45.8	42.7
증가율 (%)	2.2	54.0	18.5	13.0	6.3
영업외손익	**105**	**588**	**142**	**169**	**90**
금융수익	38	33	6	0	0
금융비용	9	9	3	0	0
기타영업외손익	76	565	138	169	90
종속/관계기업관련손익	-44	-48	15	0	0
세전계속사업이익	**829**	**1,723**	**1,558**	**1,752**	**1,774**
세전계속사업이익률	43.4	63.6	50.7	50.6	45.0
증가율 (%)	21.2	107.9	-9.6	12.5	1.2
법인세비용	235	420	370	397	397
계속사업이익	594	1,303	1,188	1,355	1,376
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**594**	**1,303**	**1,188**	**1,355**	**1,376**
당기순이익률 (%)	31.1	48.1	38.6	39.2	34.9
증가율 (%)	18.8	119.3	-8.8	14.1	1.6
지배주주지분 순이익	595	1,306	1,180	1,341	1,363
비지배주주지분 순이익	-1	-3	8	14	14
기타포괄이익	-1	73	7	0	0
총포괄이익	593	1,376	1,195	1,355	1,376

(단위: 십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**3,964**	**5,004**	**6,431**	**7,921**	**9,425**
현금성자산	721	582	1,325	2,692	3,984
단기투자자산	130	129	120	130	148
매출채권	700	1,007	1,214	1,318	1,494
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	73	96	116	126	143
비유동자산	**2,476**	**2,915**	**2,840**	**2,803**	**2,845**
유형자산	257	240	240	158	107
무형자산	608	656	662	641	622
투자자산	918	1,148	1,127	1,192	1,303
기타비유동자산	693	871	812	812	812
기타금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**6,440**	**7,919**	**9,271**	**10,724**	**12,270**
유동부채	**521**	**785**	**940**	**1,017**	**1,148**
단기차입금	7	7	7	7	7
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	513	778	932	1,009	1,141
비유동부채	**361**	**306**	**321**	**342**	**380**
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	30	30	30
기타비유동부채	361	306	291	313	350
기타금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**882**	**1,090**	**1,260**	**1,359**	**1,528**
지배주주지분	5,554	6,828	8,000	9,341	10,703
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	1,472	1,478	1,479	1,479	1,479
자본조정 등	97	105	88	88	88
기타포괄이익누계액	85	159	166	166	166
이익잉여금	3,895	5,081	6,262	7,603	8,966
비지배주주지분	**4**	**1**	**11**	**24**	**38**
자본총계	**5,559**	**6,829**	**8,010**	**9,365**	**10,742**

(단위: 십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**662**	**908**	**1,369**	**1,435**	**1,409**
당기순이익	594	1,303	1,188	1,355	1,376
유형자산 상각비	77	85	115	81	51
무형자산 상각비	31	22	22	21	19
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-139	-276	4	-22	-37
기타	100	-225	40	0	0
투자활동으로인한현금흐름	**-394**	**-832**	**-419**	**-76**	**-129**
투자자산의 감소(증가)	-203	-207	32	-65	-111
유형자산의 감소	1	0	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-34	-20	-13	0	0
기타	-158	-605	-439	-10	-17
재무활동으로인한현금흐름	**-225**	**-259**	**-214**	**7**	**13**
차입금의 증가(감소)	9	6	44	7	13
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	23	6	1	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-257	-270	-259	0	0
기타현금흐름	**4**	**43**	**6**	**0**	**0**
현금의증가(감소)	**46**	**-139**	**743**	**1,367**	**1,293**
기초현금	675	721	582	1,325	2,692
기말현금	721	582	1,325	2,692	3,984

(단위: 원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	12,194	27,089	24,908	28,589	29,043
EPS(지배순이익 기준)	12,221	27,162	24,862	28,303	28,752
BPS(자본총계 기준)	114,940	142,551	169,028	197,617	226,660
BPS(지배지분 기준)	114,849	142,524	168,800	197,103	225,855
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	15.9	11.5	15.1	13.2	13.0
P/E(지배순이익 기준)	15.8	11.5	15.2	13.3	13.1
P/B(자본총계 기준)	1.7	2.2	2.2	1.9	1.7
P/B(지배지분 기준)	1.7	2.2	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA(Reported)	7.2	8.7	7.9	6.4	5.4
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	19.6	122.2	-7.9	14.6	1.6
EPS(지배순이익 기준)	19.9	122.3	-8.7	14.1	1.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	11.1	21.0	16.0	15.6	13.7
ROE(지배순이익 기준)	11.2	21.1	15.9	15.5	13.6
ROA	9.5	18.1	13.8	13.6	12.0
안정성 (%)					
부채비율	15.9	16.0	15.7	14.5	14.2
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	86.2	125.0	N/A	N/A	N/A

** K-IFRS 연결기준*

Strategy Weekly

내년이 더욱 기대되는 코스피

Strategist 김재승
jaeseung.kim@hmsec.com

- 코스피 급등에 시장 부담감 높아짐. 다만 급등이 약세장 동반을 의미하진 않음
- 상호관세 유예 종료, FOMC 기준금리 결정, 부동산 정책 등 다양한 이벤트 대기
- 연준 기준금리 인하에 국내 수출 및 펀더멘털 회복이 펀더멘털 장 이끌 것
- 자본시장 활성화에 단계적 리레이팅 전망. 코스피 12개월 상단 3,600pt로 상향

코스피 급등에 시장 부담감 높아짐. 다만 급등이 약세장 동반을 의미하진 않음

코스피는 지난 25일 종가기준 3,108.25pt를 기록하며 2022년 9월 이후 최고치를 기록했다. 지난 4월말 이후 +20% 가량 상승했다. 연초대비로도 +27% 넘게 상승했다. 연초대비 수익률 기준으로 미국 S&P500(+5%), 영국 FTSE100(+8%), 유럽 STOXX50(+9%), 일본 TOPIX(+2%) 등 주요 선진국은 물론, 인도 BSE30(+7%), 중국 상해종합(+2%), 대만 가권(-2%)을 상회하고 있다**(그림1)**. 독일 DAX와 이탈리아 MIB, 홍콩 항셍 지수만이 코스피와 비슷한 수익률을 보이고 있다.

코스피가 최근 급등에 대한 부담감으로 다소 숨고르기를 보이고 있다. 이틀간 코스피는 -1.7% 하락했다. 강세 이후 하락장으로 돌변하는 것이 아닌지 걱정하는 투자자들이 늘어나고 있다. 하지만 월간으로 강세장을 보인 것이 다음달 약세장 동반을 의미하진 않는다. **오히려 과거 사례를 보면 월간 수익률이 급등했던 시기 익월 수익률이 오히려 플러스를 기록한 횟수가 더 많았다.** 2000년대 이후 코스피 월간 수익률 상위 10회 중 7회는 익월 수익률이 플러스를 기록했다**(그림2)**. 상위 20회 중 14회도 익월 수익률이 플러스를 기록했다. 증시 급등이 다음달 약세장을 의미하지 않는 것이다.

상호관세 유예 종료, FOMC 기준금리 결정, 부동산 정책 등 다양한 이벤트 대기

다만 올 여름 국내 및 글로벌 금융시장에 다양한 이벤트가 대기하고 있다는 점에서 코스피의 숨고르기가 이어질 수 있다. **첫째, 7월 8일 만료되는 상호관세 유예 종료 시기를 앞두고 협상력을 높이기 위한 트럼프 리스크가 재차 커질 수 있다.** 물론 스콧 베센트 미국 재무장관은 "현재 핵심 교역국 18국과 무역 협상에 집중하고 있으며, 노동절(9월 1일)까지 10여국과 협상을 완료할 수 있을 것으로 본다"고 말했다. 유예 종료 시점이 연장될 수 있다는 뜻을 내보인 것이다. 캐롤라인 레빗 백악관 대변인도 유예 조치의 연장 가능성을 언급했다. 기본 시나리오는 각국간 협상이 마무리되는 과정에서 기존 종료 시점이 연장되는 것이다. 다만

트럼프가 협상력을 높이기 위해 각국에 상호관세율을 일방적으로 통보할 수 있다. 미국은 무역흑자를 기록하고 있는 영국을 제외하면 상호관세 협상에 성공한 사례가 없다. 이란에 대한 갑작스런 공습을 통해 이란과의 협상을 진전시킨 것처럼 갑작스런 흔들기는 트럼프의 주특기이다. 시장에서는 트럼프의 무역정책 불확실성을 이미 지나간 뉴스로 생각하고 있다**(그림3)**. 주요국과 최종적인 합의안이 나올 것으로 전망되는 9월 이전까지는 예상치 못한 관세 불확실성 이벤트에 시장 변동성이 높아질 수 있다.

둘째, 7월 FOMC를 앞두고 트럼프의 파월 흔들기가 계속되고 있다. 기준금리 인하를 요구하고 있는 트럼프 대통령이 파월 의장의 후임자를 올 여름 조기 발표할 가능성이 제기되고 있다. 파월의 후임을 조기 선정해 파월 의장의 의장직 임기인 2026년 5월 임기까지 그림자 의장 역할을 수행해 파월의 레임덕을 유발하고, 기준금리를 더 빠르게 낮추는 구상이다. 트럼프의 연준 흔들기에 달러화는 약세를 보이고 채권 시장은 9월 인하를 기정 사실화 하고있다**(그림4)**. 하지만 연준 독립성에 우려가 높아질 경우 오히려 불확실성이 커질 수 있다. 또한 기준금리 인하가 시장 기대보다 늦춰질 경우에도 충격을 받을 수 있다.

셋째, 서울 집값 급등이 심상치 않다. 새정부의 정책 기대감에 코스피가 강세를 보이고 있지만, 서울 집값도 함께 급등하고 있다**(그림5)**. 과거 문재인 정부가 부동산 시장 과열에 지지율과 정책 모멘텀에 큰 타격을 입었다는 점에서, 이재명 정부는 최근 부동산 급등에 대해 주택담보대출 총액 규제라는 긴급 처방에 나서며 진화에 나서고 있다. 한동안 긴축적인 유동성 환경이 조성될 것으로 전망된다. 향후 한국은행의 기준금리 결정에도 영향을 미칠 수 있다. 은행 대출 축소는 위험자산 선호심리와 코스피에도 부정적이다**(그림6)**. 올 여름 치솟는 서울 집값에 정부의 부동산 정책이 시험대에 올라선 상황에서 투자자들의 관망세가 나타날 가능성이 있다.

이외에도 트럼프 대통령이 7월 4일 독립기념일 이전 '하나의 크고 아름다운 법안'(OBBBA)을 통과하기 위해 의회를 압박하고 있는 상황에서 28일 상원 통과를 위한 첫 관문을 넘었다. 대규모 감세안 통과가 임박함에 따라 재정적자 심화 우려도 불안 요인이다. 마찬가지로 국내에서는 6월 임시국회에서 추경과 상법개정안 통과가 전망되지만, 시장의 기대는 후속 법안 통과 여부로 넘어간 상황이기 때문에 올여름 후속 법안들의 논의 과정에 시장은 주목하고 있다.

연준 기준금리 인하에 국내 수출 및 펀더멘털 회복이 펀더멘털 장 이끌 것

앞서 말한 불확실성 요인들은 여름을 지나면서 확실성의 영역으로 넘어갈 것이다. 트럼

프의 상호관세와 연준의 통화정책은 9월 이후에 명확해질 전망이다. 이재명 새정부의 자본시장 활성화 기대감도 정책을 하나씩 확인하면서 신뢰와 확신의 영역으로 나아갈 것이다. 이에 코스피는 내년 상반기까지 우호적인 환경이 조성될 것으로 전망된다. 여름철 조정 시 매수 기회로 삼아야 하는 이유이다. **코스피를 뒷받침하는 첫번째 핵심 요인은 연준의 기준금리 인하를 통한 유동성 공급이다.** 미국의 물가는 하향 안정화되고 있다. 고용지표도 완만하게 둔화되고 있다. 연준은 내년까지 4차례 인하가 전망된다. 연준의 기준금리 인하 가능 여력은 충분하다. ECB는 이제 1번의 기준금리 인하만 남았고, BOJ는 통화 긴축 단계에 있다는 점에서 연준의 기준금리 인하는 글로벌 유동성 공급을 제공하여 국내 증시에도 우호적인 환경을 조성할 것이다**(그림7)**. 달러화 약세는 신흥국 자산에 대한 매력도를 높이고, 이는 국내 증시에 외국인 패시브 자금 유입을 지속시키는 요인이다**(그림8)**.

연준의 기준금리 인하에 미국 경기도 시차를 두고 다시 확장 사이클에 진입할 수 있다. 미국의 경기 사이클은 연준의 기준금리 등 금융환경에 민감하다**(그림9)**. 기준금리 인하가 시차를 두고 효과를 발휘하면서 내년 미국 경기가 반등할 경우, 부진한 한국 수출도 내년에 우호적일 것이다**(그림10)**. 올해 하반기까지는 미국의 AI 테마 지속에 따른 반도체 업종과 조선, 기계, 방산과 같은 트럼프 수혜주가 한국 수출과 펀더멘털을 뒷받침하고, 내년에는 관세 불확실성 완화와 미국 경기 반등으로 인한 전반적인 한국 수출 회복에 코스피 영업이익이 우상향하면서**(그림11)** 코스피는 점차 레벨을 높여갈 것이다. 올해 5월부터 6월 둘째주까지 코스피에서 외국인은 5.6조원 규모의 순매수를 보였지만, 최근 2주간 1.1조원의 순매도를 보여 외국인의 자금 유입이 종료된 것이 아닌지 우려가 높아지고 있다. 하지만 외국인은 실적을 기반으로 움직인다**(그림12)**. 올해 국내 증시가 이재명 새정부의 자본시장 활성화 기대감에 따른 밸류에이션 장세였다면, **내년에는 미국 경기 반등 및 한국 수출 회복, 코스피 영업이익 확대를 바탕으로 한 펀더멘털 장세가 전망되는 이유이다**.

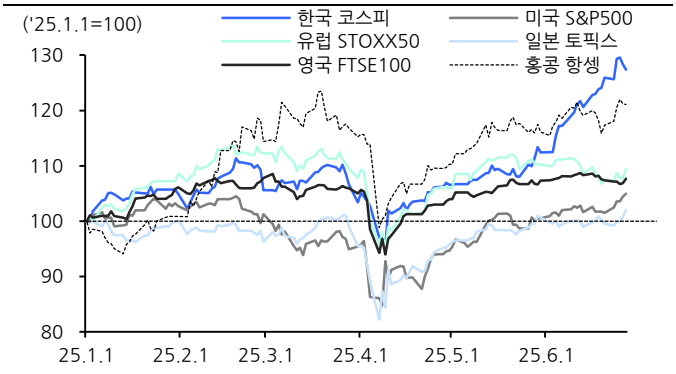
자본시장 활성화에 단계적 리레이팅 전망. 코스피 12개월 상단 3,600pt로 상향

가을 이후 대외 환경과 펀더멘털만 개선되는 것이 아니다. 이재명 정부의 자본시장 활성화에 대한 의지는 임기내 꾸준할 것이다. 최근 서울 집값 급등에 따른 유동성 축소는 단기적으로는 주식시장에 부정적인 요인이나, **장기적으로는 자본시장 활성화에 대한 필요성을 더욱 강하게 인식시킬 것이다.** 한국 경제 전반에 걸친 부동산 쏠림 현상을 해소하고 자본시장으로의 자금 이동을 유도해야 한다는 점은 모두가 공감하고 있다. 하지만 한국 주식시장 저평가는 투자자의 불신에 기인한다. 모든 주주를 기업의 파트너로 인식하는 문화를 만들고, 주주권에 대한 가치 보호와 신뢰를 형성해야 한다. 상법개정은 그 시작일 뿐이다.

상법 개정 이후 행보가 더 중요하다. 이번 6월 임시국회에서 상법 개정의 본회의 통과는 확정적이다. 이후 집중투표제, 감사위원 분리선출, 이사회 내 독립이사(사외이사) 확대 등 더 강한 상법 개정은 이번 상법 개정에 담기지 않았던 내용이기 때문에 국회 법제사법위원회(법사위) 법안심사소위원회 통과 후 본회의에 상장되어야 한다. 의견 조율 과정에서 노이즈가 있을 수 있다. 또한, 배당소득 분리과세와 자사주 의무 소각 등 시장에서 기대하는 자본시장 활성화에 필요한 법안 논의도 여부도 주목해야 한다. 나아가 투자자들은 개정된 상법이 법원에서 어떻게 해석하고, 판례가 쌓이는지 지켜보면서 정책과 자본시장에 대한 신뢰를 높여갈 것이다. **상법 개정을 시작으로 한단계 나아갈 때마다 국내 증시에 대한 투자자의 신뢰도는 높아지고, 코스피는 단계적으로 상승할 것으로 전망된다(표1).**

하반기 이후 2026년에 진입하면서 연준의 기준금리 인하로 인한 글로벌 유동성, 한국 수출 회복에 따른 코스피 펀더멘털 개선, 달러화 약세와 외국인 순매수, 글로벌 AI 투자 확대에 따른 반도체 수혜와 이재명 정부의 자본시장 활성화 의지 등 다양한 요인들은 코스피에 대한 장기적인 전망을 높이는 요인이다. 현재 코스피 12개월 후행 P/B는 1.02배이다. P/B 상단 목표를 2021년 코스피 강세장의 연간 P/B인 1.2배로 상향 조정한다**(그림 13)**. **이에 내년 상반기까지 코스피의 12개월 목표 상단을 3,600pt로 상향한다.**

<그림 1> 연초대비 글로벌 증시 수익률, 코스피 눈에 띔



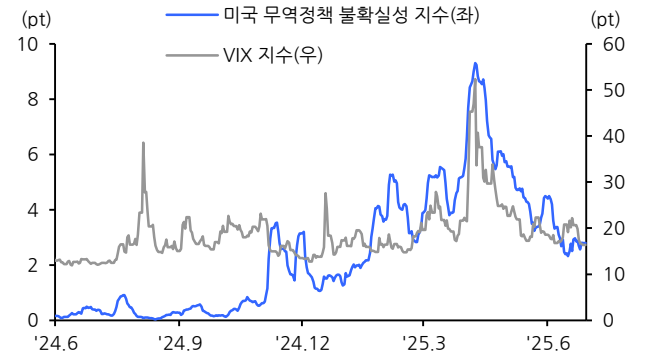
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

<그림 2> 월간 수익률 호조가 익월 조정을 의미하진 않음

	월간 수익률	익월 수익률
2001년 1월	22.5	-6.4
2001년 11월	19.7	7.7
2020년 11월	14.3	10.9
2009년 4월	13.5	1.9
2009년 3월	13.5	13.5
2025년 6월	13.3	
2005년 9월	12.7	-5.2
2000년 6월	12.2	-14.0
2003년 10월	12.2	1.8
2001년 10월	12.1	19.7
2005년 11월	12.0	6.3

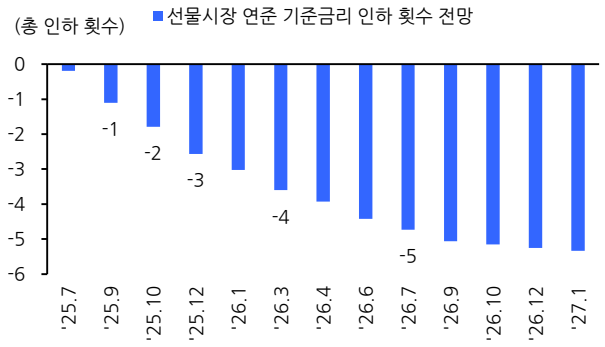
주: 2000년 1월 이후 코스피 월간 수익률 상위 10위의 익월 수익률
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

<그림 3> 낮아진 미국 무역정책 불확실성과 VIX



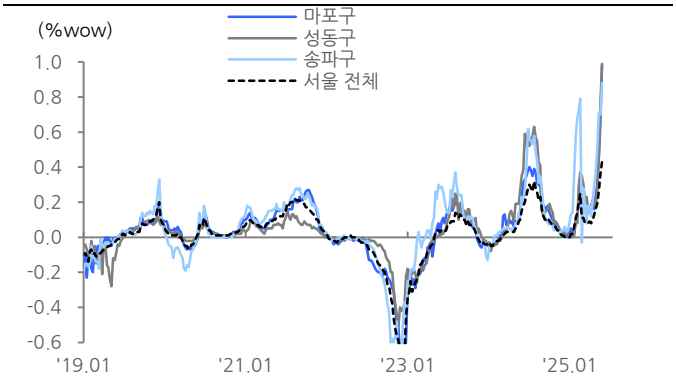
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 4> 시장은 9월 연준 기준금리 인하 전망



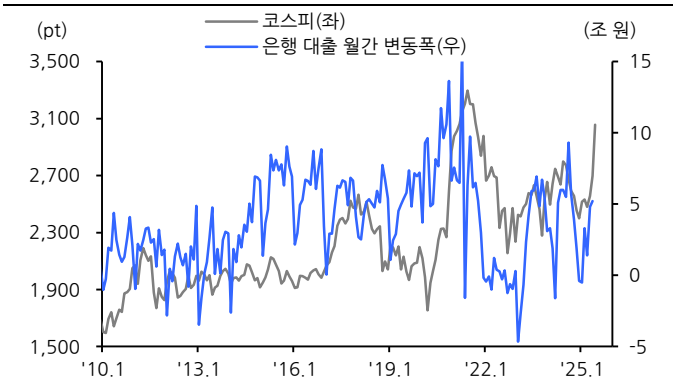
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 5> 서울 집값 급등은 새정부 재정/통화 정책에 부담



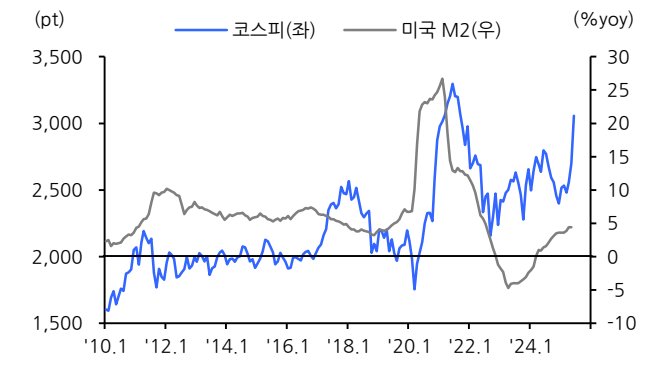
주: 지역별 아파트 매매가격지수 전주대비 증감율
자료: 한국부동산원, 현대차증권

<그림 6> 은행 대출 긴축은 코스피에 부정적일 가능성



자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 7> 미국발 유동성 공급은 코스피에도 긍정적

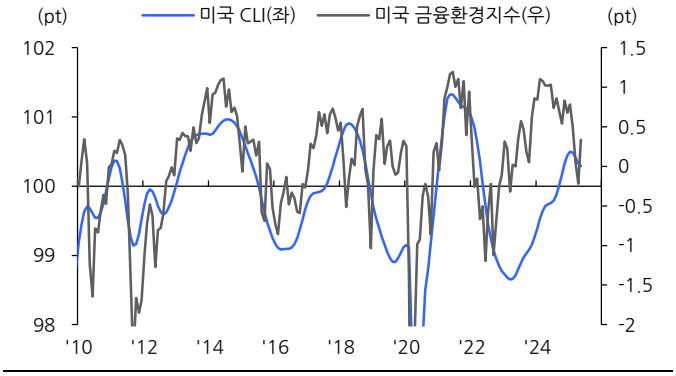


자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 8> 달러화 약세는 신흥국 증시 강세 환경 조성

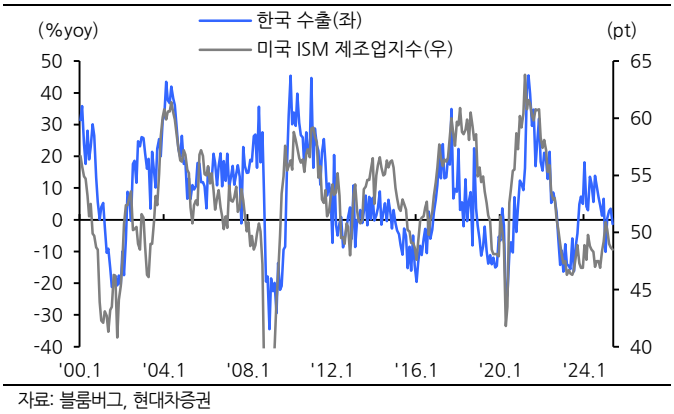
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 9> 금융환경 개선은 미국 경기 사이클 되돌릴 수 있음



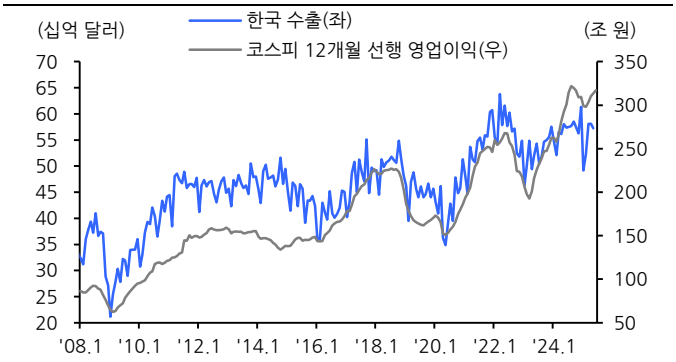
주: OECD 경기선행지구(CLI), 블룸버그 미국 금융환경지수(FCI) 기준
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 10> 미국 경기 반등은 한국 수출 회복의 필수 요소



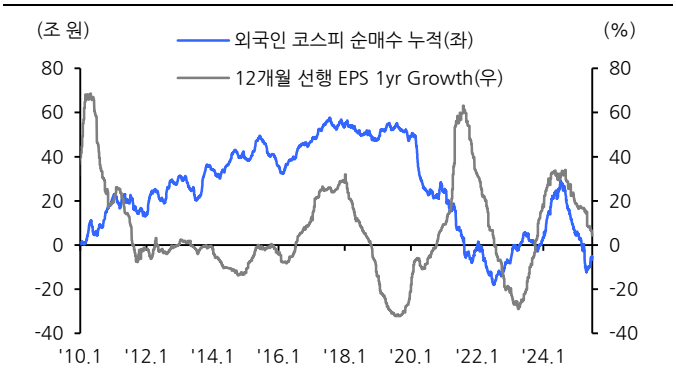
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 11> 한국 수출 회복에 코스피 영업이익 우상향 전망



자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

<그림 12> 외국인 순매수 위해서는 펀더멘털 더 반등해야 함



자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

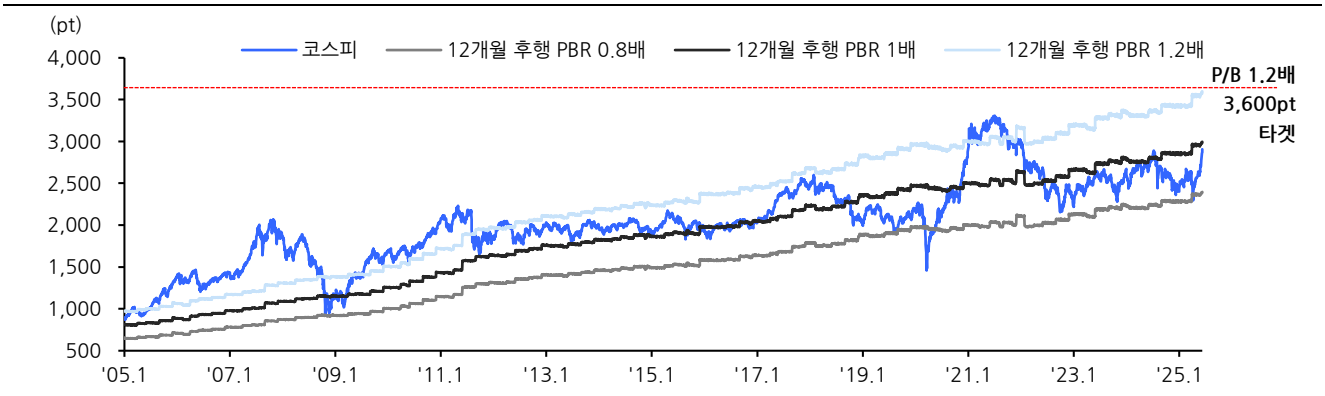
<표 1> 자본시장 관련 변화 나타날 때마다 코스피 단계적 상승 전망

상법 개정(6월 임시국회 통과 전망(7월 4일 내)) **- 이사의 충실 의무 명문화, 전자 주총**
상법 개정 후속 법안(법사위 소위 통과 후 본회의 상정 필요) **- 집중투표제 의무화, 감사위원 분리 선출(의결권 3% 제한), 독립이사 확대**
자본시장 관련 추가 법안: 배당소득 분리과세, 자사주 의무 소각
사법부 판결/판례 **(1) 특정 행동(M&A, 신주발행)에 대한 일반주주의 가처분 소송에 대한 결과** **(2) 특정 이사회 행동에 대한 충실의무에 대한 판례/ 손실 발생 시 유의미한 처벌 여부**
회사 외부에서 소액주주의 권리를 훼손 입증? 디스커버리 제도

코스피 단계적 상승

자료: 현대차증권

<그림 13> 코스피 12개월 상단 3,600pt로 상향 조정

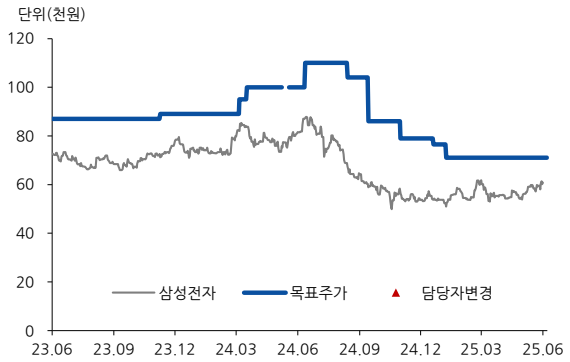


자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.06.15	BUY	87,000	-19.57	-15.63
2023.12.05	BUY	89,000	-15.23	-4.16
2024.04.12	BUY	100,000	-21.32	-12.90
2024.07.08	BUY	110,000	-28.17	-20.18
2024.09.09	BUY	104,000	-39.33	-36.25
2024.10.10	BUY	86,000	-33.44	-29.07
2024.11.27	BUY	79,000	-31.15	-27.47
2025.01.15	BUY	76,500	-29.90	-29.02
2025.02.03	BUY	71,000	-20.16	-12.96
2025.06.30	BUY	71,000		

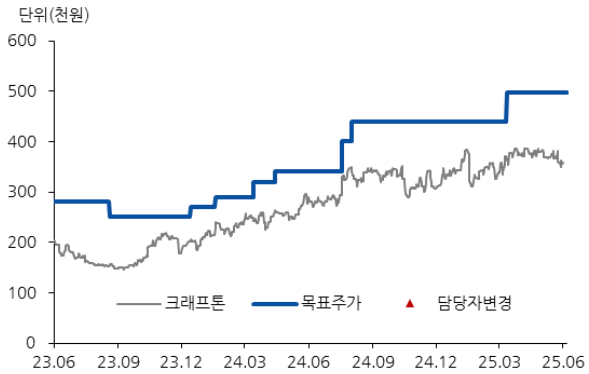
▶ 최근 2년간 삼성전자 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.05.10	BUY	280,000	-35.65	-26.61
2023.09.14	BUY	250,000	-26.90	-12.80
2024.01.08	BUY	270,000	-23.31	-17.41
2024.02.13	BUY	290,000	-19.41	-11.38
2024.04.08	BUY	320,000	-23.38	-18.75
2024.05.09	BUY	340,000	-19.81	-12.65
2024.08.13	BUY	400,000	-15.72	-12.75
2024.12.27	BUY	440,000	-24.98	-12.95
2025.06.30	BUY	498,000		

▶ 최근 2년간 크래프톤 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 노근창의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2024.04.01~2025.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	166건	92.7%
보유	13건	7.3%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.