Daishin 증권

2025년 10월 20일 월요일

Morning Meeting Brief

Strategy

[퀀틴전시 플랜] 글로벌 증시 금융불안 우려 속, 코스피 아웃퍼폼

- 글로벌 증시 약세, 미국 지역은행 부실 대출 우려 확산
- 한미 통상협상 낙관론, KOSPI 아웃퍼폼을 견인
- 2차전지로 확산된 AI 모멘텀, 업황 턴어라운드 기대

정해창. haechang.chung@daishin.com

Daishin's VIew

[Daishin's View] 2025 년 10 월 4 주차

- 금리: 美 금리 인하 파급 경로 확인 필요. 韓 금융안정, 부동산 주목. 환율: 주요국 정책 불안요인 다수, 단기 달러강세압력 불가피
- 국내증시: 인하 기대 선반영 vs 물가, 고용 결과. 3분기 실적시즌도 부담 요인. 글로벌 증시: 10~12월 계절적 상승장 진입.
- 원자재: 관세 전쟁발 우려↑ 다만 인도, 러시아산 수입근절 긍정적. 부동산: 10.15 단기 침체 예상 장기변수는 여전히 세제

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

Macro

QT 종료 트리거

- 은행 실적 발표 통해 미국 사모대출 부실 우려 확산
- 미 경제 양극화 심화 부작용 확인, 저신용층 중심 신용 위험 발생 경계
- 달러 단기자금시장 불안까지 더해져 시장 예상보다 빠르게 QT 종료 가능

이하연. hayeon.lee@daishin.com

Fixed Income

美 크레딧 스프레드 확대, 불안 징후로 보기 어렵다

- 지역은행 사모대출 부실 우려 등으로 크레딧 스프레드 확대 조짐
- 그러나 국채 금리의 가파른 하락에 크레딧 채권 더딘 반응 가능성
- 불안 징후의 확대 여지 제한적. 문제 시 Fed 등판 가능성도 우려 낮춰

공동락. dongrak.kong@daishin.com

Global Strategy

[일본 마켓 레이더 / 10 월 4 주차 전략] 10.21 일 다카이치 자민당 총재, 일본 총리 선출 예상

- 15일 자민당, 일본유신회와 연정 구성을 위한 정책 협의 개시. 일본유신회, 20일까지 연정 참여 결정 방침
- 21일 총리 지명 선거에서 다카이치 자민당 총재 선출 가능성 증가
- 선출 시, 국정 불안 감소. 엔화 약세, 주가 상승, 금리 수준 높아질 전망. 10월 BOJ 금정위, 금리 인상 시기 늦출 가능성↑

문남중. namjoong.moon@daishin.com

산업 및 종목 분석

[3Q25 Preview] 크래프톤: 3Q는 양호. 당분간 모멘텀 소진

- 3Q 컨센 상회 전망. 성수기에 맞춘 펍지의 다양한 업데이트 효과 영향
- 다만, 현재 펍지는 PC, 모바일 모두 경쟁작의 영향을 받고 있는 것으로 판단
- 차기 신작은 1H26말 출시 예상. 3Q 이후 당분간 실적, 신작 모멘텀 둔화 전망

이지은. Jeeeun.lee@daishin.com

[3Q25 Preview] 넷마블: 모멘텀 공백 속 호실적 지속. 주가 회복 전망

- 3Q. 신작 흥행에도 기존작 둔화로 QoQ 감익 전망. 단, 컨센 상회 전망
- 4Q. 성수기 및 기존 흥행작들의 지역/플랫폼 확장 출시로 호실적 지속 전망
- 모멘텀 공백에 따른 주가 조정. 낮은 밸류와 펀더멘털 기반, 점진적 회복 전망

이지은. Jeeeun.lee@daishin.com

[Issue comment] 삼성전기: AI 수혜는 시작! 26년 실적 상향, 최고가 기대

- 2025년 3Q 및 4Q 영업이익은 컨센서스를 각각 5.7%, 18.5% 상회 추정
- AI향 FC BGA 및 MLCC 매출은 예상을 상회 전망
- 26년/27년 영업이익은 26%, 21% 증가 추정, 주가의 최고치 경신 전망

박강호. Kangho.park@daishin.com

[Industry Report] 자동차/부품: 미워도 다시한번 자동차. 1. 관세율 15%의 가치, 2. 부품 3Q25 Preview

- 3Q25 OP 컨센 상회 예상 부품주: 한온/현대위아/한국타이어/넥센타이어
- 부품사 엣지 포인트: 1) 팰리/텔루/GV90/투싼, 2) 북미 HEV 생산 수혜
- 관세 15%: 현대차 증익 +2.4조/TP +7%+α , 기아 +1.6조/TP +11%+α

김귀연. Gwiyeon.kim@daishin.com

Strategy

Strategist Jr. 정해창
haechang.chung@daishin.com

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

글로벌 증시 금융불안 우려 속 코스피 아웃퍼폼

- 글로벌 증시 약세, 미국 지역은행 부실 대출 우려 확산
- 한미 통상협상 낙관론, KOSPI 아웃퍼폼을 견인
- 2차전지로 확산된 AI 모멘텀, 업황 턴어라운드 기대

글로벌 증시 약세, 미국 지역은행 부실 대출 우려 확산

– 전일 미국증시는 부실대출 우려에 3대지수 일제히 하락, 코스피 지수는 글로벌 증시 부진에도 상승 출발했으나, 오후 미국 증시 선물 하락폭 확대, 상승폭을 반납

– 수급이 대형주에 몰리며 하락종목이(약 672종목) 상승종목(224종목)을 상회

– 상업용 부동산 대출 우려와 자동차 부품 공급사의 파산 여파가 과거 SVB 사태를 연상시키면서 금융주를 중심으로 미국증시 불안심리 증가

– 전일 이슈가 된 Jefferies, Zions, Western Alliance Bancorp 이외에도 다른 지역 중소 은행들의 실적발표 연이어 예정. 우려 확산 가능성 지속 모니터링 필요

– 다만, 이번 이슈는 경제나 금융환경 영향보다 개별 기업의 사기 혐의로 인한 파산 영향. SVB 사태와 같은 시스템 리스크로 번질 가능성은 낮다는 평가가 우세

한미 통상협상 낙관론, KOSPI 아웃퍼폼을 견인

– 아시아증시가 일제히 마이너스 1~2%대 하락했으나 코스피 아웃퍼폼

– 미국 현지시간 16일 러트닉 상무장관과 한국 고위급 대표단 간 회담이 진행된 가운데 협상에 대한 낙관론이 국내증시에 기대감으로 작용, 외국인 순매수가 코스피 장 초반 상승을 견인

– 15시 이후 김정관–러트닉 장관의 회담이 2시간여만에 종료, 1차 회담이 뚜렷한 합의 없이 종료되자 실망감 원화 약세 압력으로 작용, 달러–원 환율은 장 종료 이후 1,425원대로 상승

2차전지로 확산된 AI 모멘텀, 업황 턴어라운드 기대

– **이차전지**, AI 모멘텀이 ESS로 확산, 9월 글로벌 전기차 판매량이 YoY +20% 증가했다는 소식 더해지며 업황 턴어라운드 기대감 확대

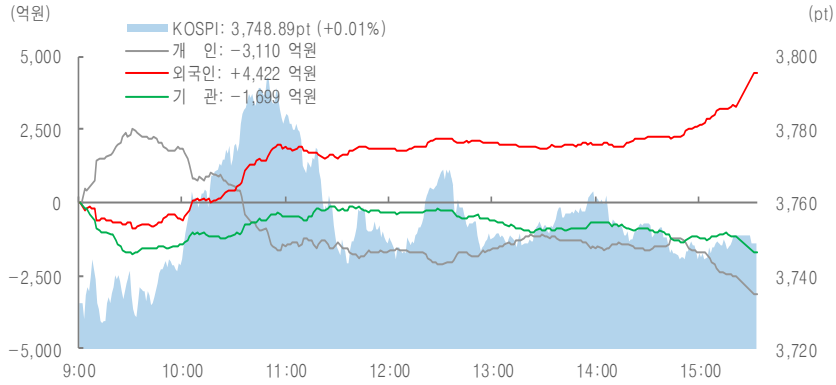
– 관련종목: 에코프로(+27.0%), LG화학(+8.7%), 삼성SDI(+8.3%)

– **반도체**, TSMC 실적발표와 오라의 호실적 전망 훈풍에 국내 증시에서도 반도체 대형주로 훈풍 유입, 다만 중소형 장비주는 온기 확산 제한적

– 관련종목: SK하이닉스(+2.9%), 삼성전자(+0.2%), 한미반도체(–2.9%)

– 국내증시 종료 이후 마이크론테크놀로지의 중국 데이터센터시장 철수 소식이 타전, 선물시장 하락 중

KOSPI 투자주체별 수급 및 장중흐름



자료: 대신증권 Research Center

Daishin's View

Daishin Research Center

2025년 10월 4주차

[금리] 국고 3년 2.35~2.65%

美 금리 인하 재개 후 통화정책 파급 경로 확인 필요. 韓은 금융안정, 부동산에 주목

미국은 9개월 만에 인하 사이클을 재개. 그러나 고용과 물가 간의 균형 변화를 반영한 소극적인 인하 시사로 국채 수급 불안 위험을 압도하지 못하고 있음. 한국은 부동산, 금융안정 등으로 인하 사이클의 제동이 지속될 수 있다는 우려가 점증. 통화 완화 기조가 여전히 유효하다는 점에서 변동성 리스크는 전고점 부근에서 제한 가능성

[환율] 달러원 환율 1,350~1,450원

주요국 정책 관련 불안요인 다수, 수급 이슈 잔존, 단기 달러강세압력 불가피

미 예산안 통과 난항에 정부 셧다운 지속되는 가운데, 일본과 프랑스 정치 불확실성 부각되며 비미국 통화 약세로 이어짐. 비미국 재정 불확실성 해소 전까지 달러강세 압력 불가피. 거래적 수요 견조한 점 역시 수급 측면 달러 상승 요인. 특히 달러원환율의 경우 관세협상이 진전되어야 아시아통화와 키 맞추기 기회가 있을 전망

[국내 증시] KOSPI 3,350 ~ 3,850p

선반영된 금리인하 vs 물가, 고용 등 경제지표 결과. 3분기 실적시즌도 부담 요인

9월 FOMC 계기로 금리인하 사이클 재개. Policy Mix 모멘텀 강화. 다만, 선반영된 26년까지 6번 금리인하 기대심리 경계. 물가, 고용 등 경제지표 결과에 따른 일희일비 불가피. AI 성장 모멘텀과 확산 기대에 반도체 업종이 KOSPI 레벨업 주도. 매년 10월 KOSPI 약세를 야기했던 3분기 실적 부담 가중. 3,800선 돌파시도 이후 과열해소, 매물소화 국면 전개 예상

[글로벌 증시] S&P500 6,400 ~ 6,800p

10~12월 계절적 상승장 진입. 연말을 염두에 두고 투자할 때

9월 미국 금리 인하 재개가 향후 미국 외 국가들의 통화완화 또는 재정 지출 동참을 자극하면서 유동성 증가가 증시로의 자금 유입을 이끌 것. 10월 계절적 상승장(21~24년 S&P500 +2.9%). 양호한 펀더멘탈을 갖춘 미국 지휘 하에서, 유동성 증가 기대가 Non-US 증시로 확산될 것. 위험 확산 및 성장 대응(인도, 중국, 유럽), 주주가치 제고(한국, 일본) 등 긍정적 요인이 상승장 뒷받침

[원자재] WTI 55~65$/bbl.

관세 전쟁발 우려↑ 다만, 3대 소비국 인도가 염가의 러시아산 수입 근절은 긍정적

APEC 정상회담 앞두고 미중 관세 전쟁 우려 재부상. 중국 측은 트럼프 미 대통령이 +100% 추가 관세 부과하겠다 언급하자 물러서지 않겠다며 맞불. 수요 불확실성에 유가 $60선 붕괴. 다만, 하단 지지 요인 존재. 인도는 미국 측에 러시아산 원유 구매하지 않겠다 약속. 그간 염가의 러시아산 수입 늘렸던 인도가 국제 시장으로 복귀 시 가격-재고 왜곡 현상 해소 가능

[부동산] 주택 : 보합, 상업 : 보합.

10.15 부동산 대책으로 단기 침체 예상 되나 주택 기대 수익률 장기 변수는 세제

주택 : 10.15 부동산 대책으로 거래량 감소 및 가격 정체 예상되며, 임대 시장은 수도권 주요 지역 중심으로 상승 기대, 중단기 핵심 변수는 여전히 보유세와 양도세 개편 방향이라 판단

상업 : CBD 중심으로 예상되는 공급 과잉 전망 서울 오피스 공실률 증가 및 실질 임대료 정체로 FI 고민은 깊어지는 상황이나 내년 상반기까지 거래량 회복세 지속 전망

Macro

QT 종료 트리거

- 은행 실적 발표 통해 미국 사모대출 부실 우려 확산
- 미 경제 양극화 심화 부작용 확인, 저신용층 중심 신용 위험 발생 경계
- 달러 단기자금시장 불안까지 더해져 시장 예상보다 빠르게 QT 종료 가능

Economist 이하연
hayeon.lee@daishin.com

미 사모대출 부실 우려 확산

은행의 실적발표와 함께 3분기 미 실적시즌이 본격적으로 시작됐다. 시장 예상대로 주요 대형은행은 견조한 실적을 발표했으나, 주식시장 반응은 그다지 좋지 않았다. JPM에 이어 지역은행에서도 부실 사모대출 우려가 부각됐기 때문이다. 전월 서브프라임 자동차 대출업체인 트라이컬러홀딩스에 이어 자동차 부품업체인 퍼스트브랜즈 그룹의 파산 신청에 따른 손실이 확인된 것이다.

겉으로 보여지는 미국 경제는 정책 불확실성에도 높은 성장률을 기록했으며, 주요주가지수 역시 사상 최고치를 갱신하는 등 견조한 모습을 나타내왔다. 하지만 이는 주로 가계에서는 고소득층의 소비와 기업에서는 AI 관련 빅테크 기업의 투자에 기인하고 있으며, 내부를 보면 양극화가 심해지면서 부작용이 나타나기 시작했다.

물론 최근 연이어 발생한 크레딧 이벤트가 시스템 리스크로 확산될 가능성은 제한적일 것으로 판단된다. 경제나 금융 환경 영향 보다는 개별 기업의 사기 혐의 등이 파산을 초래했기 때문이다. 다만 신용 이벤트 자체가 잇달아 발생하면서 신용 경색을 자극할 수 있다는 점은 경계할 필요가 있다. 경기 침체를 가늠하는 변수 중 하나인 하이일드 스프레드 역시 최근 빠르게 상승했다.

달러 단기자금시장 불안까지 더해져 빨라질 QT 종료

최근 달러 단기자금시장 불안이 지속되고 있는 가운데, 크레딧 이벤트에 대한 경계가 지속될 경우, 연준의 선제적 대응이 필요할 것으로 판단된다. 이전 자료(경제학원론 10월)에서 언급했듯이, 여전히 미 단기자금시장에서 달러 부족 현상 역시 여전히 해소되지 않고 있다. 부채한도협상 타결 이후, 정부의 단기채 발행 증가 및 TGA확충이 시중 달러 유동성 흡수로 이어지고 있으며 미 연준의 역레포 잔고가 빠르게 소진되고 있다. 금융기관 단기자금 부족시 긴급하게 사용하는 스탠딩레포(SRF) 역시 분기말이 아님에도 꾸준히 확인되고 있다는 점도 경계 요인이다. 신용 경색 우려가 지속될 경우, 올해 연말에 또다시 2019년처럼 레포 금리 발작이 발생할 가능성도 배제할 수 없게 된 것이다.

한편, 파월 연준의장 역시 최근 은행 지급준비금이 풍부(abundant)에서 충분(ample) 단계로 향해가고 있다며, 수개월 내 QT 종료 가능성을 언급했다. 금융시장 안정성에 대한 우려 확산으로, 당초 예상보다 빠르게 QT가 종료될 것으로 전망한다. 물론 빠른 QT 종료에 완화적인 통화정책 기조가 미국 경기침체나 신용 경색 경계를 높일 수도 있겠으나, 파월 연준의장이 선제적 대응임을 분명히 하고, 통화완화 여력이 충분하다는 점을 확인시켜줄 가능성이 크며, 이 경우, 시장의 우려는 길게 가지 않을 것으로 예상한다.

Fixed Income

美 크레딧 스프레드 확대, 불안 징후로 보기 어렵다

Fixed Income Strategist 공동락
dongrak.kong@daishin.com

- 지역은행 사모대출 부실 우려 등으로 크레딧 스프레드 확대 조짐
- 그러나 국채 금리의 가파른 하락에 크레딧 채권 더딘 반응 가능성
- 불안 징후의 확대 여지 제한적. 문제 시 Fed 등판 가능성도 우려 낮춰

크레딧 스프레드 다시 확대 조짐. 미 지역은행 사모대출 부실 우려 부각

지역은행들의 사모대출 부실 우려를 전후로 미국 크레딧 스프레드가 확대 조짐이 나타나고 있다. 금융시장 또는 금융환경의 불안 정도를 체크하는데 크게 활용되는 크레딧 스프레드의 이러한 동향은 상당 기간 기준금리를 인하하지 않고 높은 수준으로 유지해 온 연준(Fed)의 행보와 맞물려 적잖은 우려를 자아내고 있다.

이에 당사는 최근 미국 크레딧 스프레드 확대는 채권시장에서 형성되는 주요 시장금리들 간의 급격한 변동에 따른 기술적 영향이 반영됐다는 견해다. 즉 아직 신용위험 확대나 불안 징후로 보기는 어렵다는 시각이다.

안전자산 선호에 따른 TB 금리 속락 영향, 상대적으로 더딘 크레딧 금리

이번 시장금리의 급격한 움직임에서 나타난 특징은 국채 금리의 유의미한 하락이었다. 지난해 9월 기준금리 인하 개시 이후 미국 국채 금리는 기준금리 인하와는 별개로 오히려 상승 변동성을 분출하며 레벨이 높아졌다. 올해도 매우 높은 변동성 확대를 이어오고 있었으나 추석 연휴를 기점으로 금리가 크게 낮아졌다. TB 10년 금리를 기준으로 매우 강력한 저항선으로 인식됐던 4.0%를 한때 하회하기도 했다. 미중 갈등 재연, 지역은행 부실 우려 등이 중첩되며 발생한 안전자산 선호의 부각이었다.

반면 국채 금리의 가파른 하락은 상대적으로 변화가 더딘 크레딧 금리로 인해 스프레드 확대로 나타났다. 다만 크레딧 금리 역시 절대적인 레벨 자체가 반등하거나 크게 뛴 것이라 아니라 국채보다 하락이 더딘 정도에 그쳤다. 적어도 지금까지는 크레딧 위험의 전면적인 확대 위험으로는 보기 어렵다는 해석이 성립될 수 있다(한편 하이일드 영역에서는 스프레드 확대 폭이 일반 등급에 비해 컸을 뿐만 아니라 실제 금리의 상승도 동반되면서 추후에도 경계가 필요해 보인다).

불안하면 연준 등장 가능성. QT 종료도 앞당겨질 가능성 높아

가격 동향에 대한 해석과는 별개로 연준이 이러한 불안에 대응할 확률이 높아졌다는 점도 당사의 권고와 맥(脈을 같이 한다. 최근 파월 의장은 은행 지급준비금이 풍부(abundant)에서 충분(ample) 단계로 향해가고 있다며, 수개월 내 QT 종료 가능성을 언급했다. 해당 발언은 지역은행 부실 우려가 부각되기 이전에 나온 것이나 이번 사태로 QT 종료가 앞당겨질 여지가 커졌다. 금리 인하와 QT 종료로 크레딧 위험의 확대나 불안 확산을 제어할 수 있는 정책 대응의 필요성이 높아졌다.

Global Strategy

Global Strategist 문남중
namjoong.moon@daishin.com

10.21일 다카이치 자민당 총재, 일본 총리 선출 예상

- 15일 자민당, 일본유신회와 연정 구성을 위한 정책 협의 개시
- 21일 총리 지명 선거에서 다카이치 자민당 총재 선출 가능성 증가
- 선출 시, 국정 불안 감소, 엔화 약세, 주가 상승, 금리 수준 높아질 전망

자민당과 공명당의 연정 붕괴로 다카이치 총리 선출 및 내각 출범이 불투명했었다. 하지만 제20야당 일본유신회와 연정 구성을 염두에 둔 정책 협의를 개시하면서 다카이치 총리 선출 가능성은 커지게 됐다.

15일 다카이치 자민당 총재와 요시무라 일본유신회 공동대표가 만나 연정 구성을 염두에 둔 정책 협의 시작을 합의하고, 16일 다카이치 총재와 후지타 일본유신회 공동대표가 만난 회의에서 일본유신회가 제시한 12개 항목의 핵심 정책 요구 사항 중 헌법 개정, 외교안보, 에너지 등 사항은 이견이 없었다. 하지만 식료품 소비세율 인하와 기업·단체 헌금 금지에 대해서는 의견 불일치로 17일 재협의하기로 했다. 일본유신회는 정책 협의 결과를 토대로 20일까지 연정 참여를 결정할 방침이다.

21일 임시국회를 통한 총리 지명 선거를 앞두고 요시무라 일본유신회 공동대표가 정책 협의가 성과를 낸다면 총리 지명 선거에서 다카이치 총재를 지지할 것이라는 뜻을 내비친 상황이다. 자민당과 일본유신회 두 정당의 중위원 의석수는 231석으로 과반인 233석에 근접해 다카이치 총재가 새 총리에 선출될 확률은 높아진다. 이 외에도 다카이치 총재는 무소속 의원, 참정당 등 군소 정당들에게 협력을 호소하고 있는 상황이다. 자민당과 일본유신회의 연정 구성은 자민당 입장에서 다카이치 총리 선출과 안정적 내각 기반을 구축하기 위한 목적, 일본유신회는 오사카 부수도 지정과 사회보장제도 개혁 실천을 목적으로 한다. 일본유신회가 내세우는 동 정책에 대해 자민당이 수용하겠다는 태도가 현재 일본유신회가 자민당과 연정 구성에 참여하는 계기가 됐다.

21일 총리 지명 선거에서 다카이치 총재가 일본 총리로 선출될 가능성이 높아져, 선출 시 정국 불안은 낮아지고 일본 금융시장은 엔화 약세, 주가 상승, 금리 수준도 현재보다는 높아질 것으로 예상된다. BOJ도 29~30일 개최되는 10월 금정위를 통해 금리 인상 시기를 늦추는 결정을 할 것으로 보여, 엔화 가치 하락에 따른 외환시장 변동성도 단기적으로 커질 것으로 예상한다.

이번 주 중요 경제지표 및 이벤트(25.10.20~10.26)

경제지표 & 이벤트명	국가	일정	전기치	예상치	방향성	내용 및 시사점
3/4분기 GDP	중국	10.20	5.2 % YoY	4.7 % YoY	▼	전분기 대비 하회. 성장 둔화 우려↑, 일본향 자금 유출 압력 확대
9월 CPI / 근원	미국	10.24	2.9 / 3.1 %YoY	3.1 / 3.1 % YoY	▲ / ▲	통제 가능 범위 내 물가 인식, 10월 25bp 금리 인하. 엔화 강세↑
9월 CPI / 근원	일본	10.24	2.7 / 2.9 % YoY	2.7 /2.9	- / -	BOJ, 최근 물가 흐름은 대체로 전망에 부합하고 있다고 평가 중

일자	국가	주요 지표	기간	단위	전기치	예상치	대비
10.20	중국	GDP	3/4분기	% YoY	5.2	4.7	▼
10.22	일본	수출 / 수입	9월	% YoY	-0.1 / -5.2	4.4 / 0.3	▲ / ▲
10.24	미국	CPI / 근원	9월	% YoY	2.9 / 3.1	3.1 / 3.1	▲ / ▲
	일본	CPI / 근원	9월	% YoY	2.7 / 2.9	2.7 / 2.9	- / -

기준일: 25. 10. 17
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

Earnings Preview

크래프톤 (259960)

3Q는 양호. 당분간 모멘텀 소진

이지은

jeeeun.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	440,000 하향
현재주가 (25.10.17)	285,000
	디지털컨텐츠업종

- 3Q 컨센 상회 전망. 성수기에 맞춘 펍지의 다양한 업데이트 효과 영향
- 다만, 현재 펍지는 PC, 모바일 모두 경쟁작의 영향을 받고 있는 것으로 판단
- 차기 신작은 1H26말 출시 예상. 3Q 이후 당분간 실적, 신작 모멘텀 둔화 전망

투자의견 매수 유지, 목표주가 44만원으로 19% 하향

12MF EPS 23,992원에 Target PER 19.4배 적용. Target PER은 글로벌 peer의 12MF PER 평균대비 10% 할인

목표주가 기존대비 18.5% 하향: 1) 펍지 트래픽 감소와 신작(서브노티카 2, inZOI 정식 출시 등) 출시 일정 조정을 반영하여 12MF EPS 11% 하향, 2) 신작 모멘텀 발생 시점이 아직 이르다는 점을 반영해 멀티플을 글로벌 peer대비 10% 할인

3분기는 양호

3Q25 매출액 8,824억원(YoY 23%, QoQ 33%), 영업이익 3,714억원(YoY 14%, QoQ 51%) 예상. 매출, 영업이익 모두 컨센 상회 전망

1) PC 매출 3,549억원(YoY 29%, QoQ 62%) 예상. 펍지 트래픽 감소에도 불구하고, 3Q25 평균 매출 순위는 5위권 기록(vs. 2Q25 10위). 아티스트, 슈퍼카 등의 콜라보 업데이트를 통해 높은 ARPU 영향으로 판단. 2) 모바일 매출 4,784억원(YoY 12%, QoQ 12%) 예상. 글로벌 지역은 안정적인 성장 예상. 중국 역시 7~8월 슈퍼카 등의 콜라보를 통해 견조한 매출 순위를 보였으나, 9월부터 '델타포스모바일' 등의 경쟁작의 영향을 받는 것으로 판단. 마케팅비 337억원(QoQ 29%) 추정. 게임스컴 참가 및 컨텐츠 업데이트 영향으로 전분기대비 증가 예상. 3분기부터 넵튠 실적이 연결에 반영될 것으로 예상하여, 기타 매출과 비용에 반영

3분기 실적 양호하나, 신작 출시 전까지 펍지의 현 위치는 주춤. 모멘텀 부재

3분기는 성수기 효과와 펍지의 다양한 업데이트를 통해 양호한 실적 전망. 그러나 PC의 경우, 10월부터 컨텐츠 업데이트 부재와 경쟁작('배틀필드6' 등) 출시 영향으로 트래픽이 점진적인 하락세에 있음. 11월부터 높은 ARPU의 컨텐츠 업데이트가 예정되어 있으나, 트래픽 둔화를 상쇄하기엔 한계가 있을 것으로 판단. 모바일 역시 중국에서 경쟁작의 매출 순위 반등과 함께 4분기 비수기 영향까지 더해져 10월 3주간 매출 순위 하락세를 보임

동사의 핵심 IP인 펍지의 성장세가 주춤한 상황에서 차기 기대작인 '서브노티카2', '팰월드 모바일'은 중요한 신작. 그러나 2026년 글로벌 대작들의 출시 일정이 상반기에 집중되어 있는 점을 감안할 때, '서브노티카2'의 빠른 출시 가능성은 낮으며, 이르면 상반기 말 출시가 유력할 것으로 판단. '팰월드모바일'은 2026년 하반기 출시 예상. 펍지의 실적 모멘텀 둔화에 따른 주가 하락으로 현재 주가는 밸류에이션 부담이 매우 낮은 수준임에도 불구하고, 주가에 신작 기대감이 본격 반영되기까지는 다소 시간이 필요할 것으로 판단

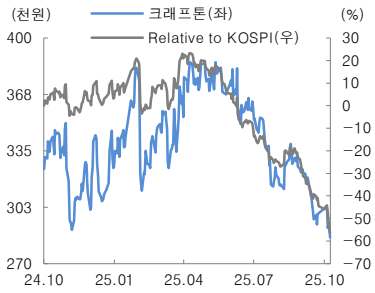
(단위: 십억원, %)

구분	3Q24	2Q25	3Q25(F)					4Q25		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	719	662	835	882	22.7	33.3	840	1,075	74.0	21.8
영업이익	324	246	361	371	14.5	51.0	359	262	21.6	-29.5
순이익	122	158	247	253	106.9	60.4	285	169	-65.7	-33.1

자료: 크래프톤, FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI	3748.89
시가총액	13,507십억원
시가총액비중	0.61%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	386,000원 / 285,000원
120일 평균거래대금	425억원
외국인지분율	42.20%
주요주주	장병규 외 31 인 21.90% IMAGE FRAME INVESTMENT(HK) LIMITED 14.01%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.8	-18.9	-25.8	-14.8
상대수익률	-18.8	-31.0	-51.1	-40.7



Earnings Preview

넷마블 (251270)

모멘텀 공백 속 호실적 지속. 주가 회복 전망

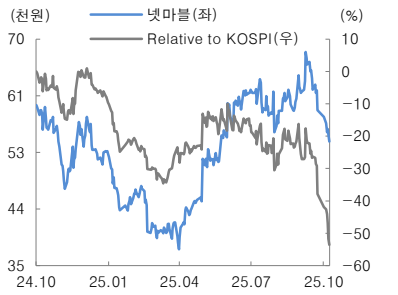
이지은

jeeeun.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	81,000 유지
현재주가 (25.10.17)	54,200
	디지털컨텐츠업종

KOSPI	3748.89
시가총액	4,659십억원
시가총액비중	0.21%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	68,000원 / 37,500원
120일 평균거래대금	140억원
외국인지분율	27.78%
주요주주	방준혁 외 12 인 24.33% HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD. 17.52%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-20.3	-9.7	24.3	-7.4
상대수익률	-27.4	-23.1	-18.1	-35.5



- 3Q. 신작 흥행에도 기존작 둔화로 QoQ 감익 전망. 단, 컨센 상회 전망
- 4Q. 성수기 및 기존 흥행작들의 지역/플랫폼 확장 출시로 호실적 지속 전망
- 모멘텀 공백에 따른 주가 조정. 낮은 밸류와 펀더멘털 기반, 점진적 회복 전망

투자의견 매수, 목표주가 81,000원 유지

12MF EPS 3,585원에 Target PER 23배 적용. Target PER은 글로벌 peer의 12MF PER 평균대비 10% 할증 적용. 매분기 신작 출시 예정이며, 높아진 신작 hit-ratio에 따른 신작 기대감이 멀티플 할증 요인

3분기도 흥행작 추가. 비용 효율화 지속

3Q25 매출액 7,087억원(YoY 9.5%, QoQ -1.2%), 영업이익 906억원(YoY 38.3%, QoQ -10.4%) 예상. 매출, 영업이익 모두 컨센 상회 전망

8/26 출시한 '뱀피르'가 흥행에 성공하며, 동사는 2025년 들어 매 분기 흥행 신작을 연이어 선보이는 중. 현재 4분기에도 '뱀피르'는 국내 구글플레이 매출 순위 1위를 유지 중으로, 흥행세 지속. 다만, 상반기 호실적을 견인했던 'MCoC', '나 혼자만 레벨업', '세븐나이츠 리버스' 등 주요 타이틀들의 매출이 하향 안정화될 것으로 예상됨에 따라, 전분기 대비 영업이익은 감소할 전망. 영업비용 측면에서는 특이사항 없이 비용 효율화 기조가 지속되고 있는 것으로 판단

모멘텀 공백 속 호실적 지속. 점진적 주가 회복 전망

동사는 4분기동안 '몬길:스타다이브', '나 혼자만 레벨업'(스팀, 11/17), 'RF온라인'(대만, 홍콩, 마카오)을 출시할 예정. 이 중 '나 혼자만 레벨업'을 제외한 2종은 출시일이 아직 확정되지 않았으며, 기존 4분기 출시 예정이던 '일곱 개의 대죄: Origin'은 2026년 1월 28일로 출시일이 확정됨. 출시 일정이 약 한 달 정도 지연됐으나, 출시일 확정 자체를 긍정적으로 판단

4분기 신작 라인업은 그간 2025년 매분기 흥행에 성공한 동사의 MMORPG 대형 신작들과는 달리, 지역/플랫폼 확장 중심의 신작들이기에, 단기 주가 모멘텀은 제한적일 수 있을 것으로 예상. 그러나 'RF온라인' 및 '나 혼자만 레벨업'은 기존 흥행이 검증된 타이틀의 확장판으로, 4분기 실적에 유의미한 기여가 가능할 것으로 판단. 또한 '몬길:스타다이브'는 최근 CBT 및 TGS 시연에서 긍정적인 피드백 확보한 것으로 파악. 아울러 4분기는 동사의 기존 주요 게임들의 성수기 시즌으로, 4분기 실적 호조세 이어질 가능성 높을 것으로 판단. 연말 지스타 및 실적 발표에서 공개될 2026년 신작 라인업 역시 중장기 성장 기대를 높일 요인

8월 '뱀피르' 출시 이후 신작 모멘텀 공백으로 최근 주가는 조정 국면에 있으나, 하반기 연이은 호실적과 2026년 신작 기대감 및 실적 성장 가능성을 고려하면, 추가 주가 하락 폭은 제한적일 것으로 전망. 견조한 펀더멘털과 낮은 밸류에이션 부담을 기반으로 점진적인 주가 회복 전망

(단위: 십억원, %)

구분	3Q24	2Q25	3Q25(F)					4Q25		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	647	718	713	709	9.5	-1.2	691	784	20.9	10.7
영업이익	65	101	91	91	38.3	-10.4	82	114	224.8	26.3
순이익	22	107	99	98	338.5	-7.9	75	122	흑전	24.2

자료: 넷마블, FnGuide, 대신증권 Research Center

Issue Comment

삼성전기 (009150)

AI 수혜는 시작! 26년 실적 상향, 최고가 기대

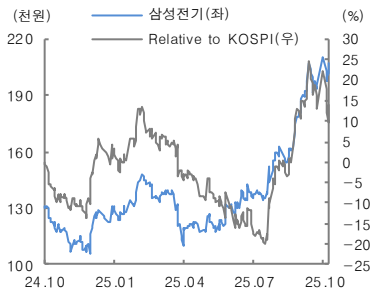
박강호
kangho.park@daishin.com
RA서지원
jiwon0.seo@daishin.com

- 2025년 3Q 및 4Q 영업이익은 컨센서스를 각각 5.7%, 18.5% 상회 추정
- AI향 FC BGA 및 MLCC 매출은 예상을 상회 전망
- 26년/27년 영업이익은 26%, 21% 증가 추정, 주가의 최고치 경신 전망

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	260,000 상향
현재주가 (25.10.17)	207,000
	가전 및 전자부품업종

KOSPI	3748.89
시가총액	15,726십억원
시가총액비중	0.71%
자본금(보통주)	373십억원
52주 최고/최저	210,500원 / 105,600원
120일 평균거래대금	637억원
외국인지분율	37.97%
주요주주	삼성전자 외 5 인 23.81% 국민연금공단 10.79%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.8	50.2	71.4	66.7
상대수익률	-1.9	27.9	12.9	16.0



투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 260,000원 상향(15.6%)

삼성전기의 목표주가를 260,000원(2026년 목표P/E 22.2배(5개년 상단 평균) 적용)으로 상향(15.6%), 투자의견은 매수(BUY) 유지. 목표주가 상향의 의미는 ① 역사적 고점(223,000원/2022년 1월 29일)을 넘어선 동시에 2026년 신성장 구간에 진입 판단 ② 매출은 최고 경신(2025년, 2026년) 동시에 영업이익은 2025년 20.9%(yoy), 2026년 26%(yoy), 2027년 21.4%(yoy)씩 증가 등 향후 3년 동안 높은 수익성을 예상

③ 주요 수익원의 배경이 과거에 IT기기(스마트폰, PC 등)에서 2025년 AI(산업용) 및 전장용 중심으로 포트폴리오가 전환. 이에 2025년 3Q 기점으로 영업이익이 컨센서스를 상회하면서 본격적인 이익 확대 예상, 2025년 및 2026년 주당순이익(EPS)을 종전대비 각각 3%, 11.7%씩 상향 ④ 밸류에이션의 재평가로 주가는 최고를 경신 및 새로운 역사가 시작될 전망. 투자포인트는

밸류에이션 재평가를 예상 ① 유리기판에 본격 진출 가능성이 높아짐 ② FC BGA는 AI향 매출 증가, 빅테크 수주 확대 ③ MLCC는 AI향(산업용) 수요는 예상을 상회, 일부 가격 상승의 가능성 확대

① 기판(패키지솔루션)과 MLCC 중심으로 믹스 효과가 예상을 상회, 영업이익은 2025년 3Q 2,607억원(22.4% qoq/15.9% yoy) / 4Q 2,142억원(-17.8% qoq / 86.2% yoy)로 호조를 전망. 또한 컨센서스를 각각 5.7%, 18.5%씩 상회 예상. 2026년 영업이익(1조 1,193억원)은 전년대비 26% 증가 추정 및 컨센서스 5.2% 상회 예상 등 기대 이상의 실적 구간으로 본격적인 진입을 전망

② 2025년~2027년 매출 증가(yoy)대비 이익 증가(yoy)가 높은 고수익성 구간을 예상 1) 먼저 기판사업에서 FC BGA가 AI향 고수익 제품의 매출 증가 및 베트남 공장의 가동률 확대로 고정비 감소가 동시에 진행되면서 추가적인 이익 상향으로 연결. FC BGA는 2025년 2Q 이후, AI 가속기향 매출 증가, 아마존 및 AMD향 공급 확대 중. AMD가 오라클 등 빅테크와 AI 가속기 관련한 수주가 확대, 장기적으로 삼성전기의 AI향 FC BGA 매출 확대로 연결. AI 가속기향 FC BGA는 아마존, AMD에서 시작, 2026년 구글, 메타, 브로드컴에 추가 공급할 것으로 예상. FC BGA 매출은 2025년 기판사업에서 처음으로 50% 비중을 넘어선 동시에 AI 비중 증가로 2026년 수익성 확대가 전체 이익 증가에 중추적인 역할을 예상

③ 2026년 유리기판의 사업 확대도 추진, 일부 양산라인 관련한 투자를 예상. 엔비디아, AMD, 브로드컴 등 빅테크 기업의 AI 가속기 관련한 수주가 증가하면서 적층 확대 기술이 중요. 적층 과정에서 코어 영역을 플라스틱에서 유리로 대체한 기술 전환이 진행. 또한 전세계 유리기판 공정용 유리관통비아(TGV) 시장에서 높은 점유율을 확보한 독일 레이저 장비업체 LPKF는 2027년 양산화를 전망, 종전대비 3년의 시기가 앞당겨진 것으로 추정. 삼성전기는 적극적으로 양산 단계의 진입을 추진 전망. 유리기판의 성공은 일본 PCB 업체의 높은 점유율과 수익성을 삼성전기로 가져오는 의미로 해석, 밸류에이션 상향으로 작용

Earnings Preview

자동차/부품

김귀연 gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 유지

미워도 다시 한번 자동차

1. 관세율 15%의 가치

2. 부품사 3Q25 Preview

- 3Q25 OP 컨센 상회 예상 부품주: 한온/현대위아/한국타이어/넥센타이어
- 부품사 엣지 포인트: 1) 팰리/텔루/GV90/투싼, 2) 북미 HEV 생산 수혜
- 관세 15%: 현대차 증익 +2.4조/TP +7%+α , 기아 +1.6조/TP +11%+α

3Q25 Preview: 외형 우려는 제한적이나, QoQ 관세 부담은 불가피

부품사 매출은 Q25 국내 부품사 매출은 YoY 1) 국내 완성차 생산 기저, 2) 환효과(달러 +2%/유로 +8.5%)로 견조세 예상. 3Q25 한국 신차 생산 97 만대(YoY +8.2%/QoQ −11.5%), 현대차 도매 104만대(+3%)/기아 78만대(+3%). 다만, 25% 관세 지속에 따른 QoQ 수익성 부담 불가피.

*** 3Q25 OP 컨센 상회 예상: 한온시스템/현대위아/한국타이어/넥센타이어**

부품사 엣지 포인트: 1) 신차 모멘텀, 2) 북미 HEV 생산 확대

국내 부품사는 현대/기아의 신차와 사업 전략에 따른 수혜 강도가 높음

신차(팰리세이드/텔루라이드/투싼/GV90): 4Q 현대차 팰리세이드 미국 판매 본격화/기아 텔루라이드 신차모멘텀 수혜 가능한 업체 주목. 특히, 텔루라이드의 경우, 미국 내 HEV 생산라인 확대 예상. 26년 GV90(플래그십 EV)/투싼 FMC 모멘텀 지속될 것으로 전망

메타플랜트 HEV 생산: 생산차종 미확정이나 기아 SUV 투입 가능성 높다는 판단. 2025년말 미국 BEV 수요 둔화에 따른 아이오닉5/9 생산 축소 => HEV 생산라인 추가 본격화 예상

한미 관세협상 15%로 최종 서명한다면?

현대차: 2026년 증익 효과 +2.4조/+22%. TP 최소 27만원 가능. 관세 외에 모멘텀은 1) 4Q 미국 팰리 소매, 2) '26년 자사주 매입, 3) GV90 신차 모멘텀

기아: 2026년 증익 효과 +1.6조/+18%. TP 최소 13만원 가능. 그 외 모멘텀 1) 4Q 텔루 출시, 2) 1Q 배당, 3) HMGMA HEV 투입 가능성

**현재 완성차 추정치/목표주가는 25% 관세율 가정. 최종 관세 서명에 따른 15% 관세율 적용 시점 확정에 따라 이익추정치 및 목표주가 조정 예정*

투자전략 및 Top Picks 기아, 현대차, 에스엘, HL만도

완성차: 배당/미국 생산 현지화 강화 강도 **=> 기아 최선호, 현대차 차선호**

부품: HMG 신차 및 미국 현지 생산 수혜 강도 뚜렷 **=> 에스엘, 만도**

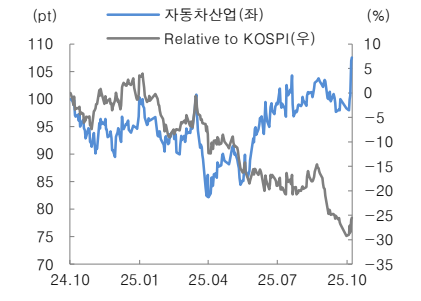
[관세] 15% 최종 서명 기다리며, 부품주 선별 => 만도/넥센타이어/에스엘/현대모비스. [배당과 주주환원] 현대차(자사주>배당), 기아(배당>자사주), 현대모비스(자사주>배당), SNT모티브(배당성향 강화/자사주 비중↑), [미국 Mix 수혜] 기아(텔루/26년 미국 현지생산 강화), 현대차(팰리/GV90), 에스엘(팰리/텔루/미국HEV), 현대위아(HEV엔진)

25% 유지된다면? 개별 모멘텀에 따른 변동성 대응 전략 지속. 배당(완성차), 로봇(현대모비스/에스엘/SNT모티브/현대오토에버), 자사주(SNT모티브), 팰리&텔루 신차수혜(에스엘), 유증(한온/한국타이어)

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
현대차	Buy	259,000원(유지)
기아	Buy	117,000원(유지)
현대모비스	Buy	346,000원(유지)
한온시스템	Marketperform	3,600원(상향)
HL만도	Buy	56,000원(유지)
에스엘	Buy	50,000원(유지)
현대위아	Buy	62,000원(상향)
명신산업	Buy	11,000원(유지)
SNT모티브	Buy	46,000원(유지)
현대오토에버	Buy	240,000원(유지)
한국타이어	Buy	52,000원(상향)
금호타이어	Buy	5,600원(하향)
넥센타이어	Buy	7,700원(유지)

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.5	8.4	27.7	10.8
상대수익률	−2.1	−7.7	−15.9	−22.9



▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.