

2025.06.12.(목) 증권사리포트

🔴 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

현대로템

진격의 전차

[출처] 신한투자증권 이동현 애널리스트

신한생각: 깨어나는 전차의 시대

K2전차 수출을 통한 실적 성장 지속, 철도 부문도 흑자 확대. 전장 환경에서 전차는 핵심적 역할, 대규모 계약을 통한 성능 향상과 규모의 경제 달성. 지정학적 리스크 확대로 수출 지역 다변화 시작. 경쟁 제품 대비 뛰어난 납기와 성능, 현지 생산 및 기술 이전 조건을 만족. 방산주 탐픽 유지

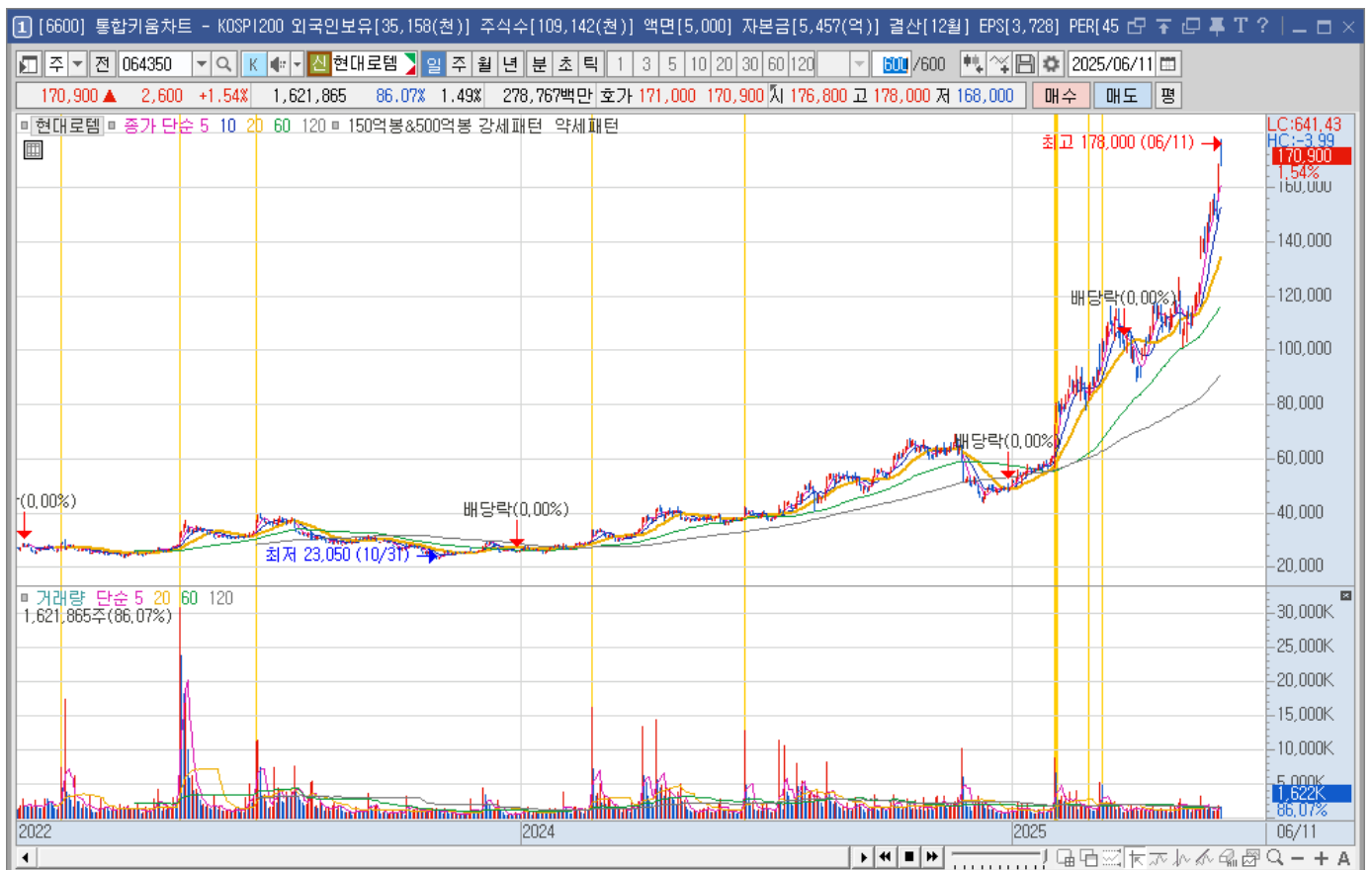
폴란드 2차를 시작으로 K2전차의 본격화되는 수출 확대

K2전차 폴란드 2차 계약이 진행 중이며 조만간 결론이 날 것으로 기대. '22년 체결했던 1,000대의 기본 계약 중 1차 계약과 같은 180대 예상. '26년부터 1차분에 이어 연속적인 매출 인식. 2차 계약은 K2PL 물량에 기존 1차분의 업그레이드, 파생형 모델 등이 포함되어 전체 계약 규모가 1차(4.5조원) 대비 크게 증가할 것으로 전망. 향후 잔여 물량도 협의될 것

이외 K2전차 국내 4차 양산(150대)은 '28년까지 전력화. 국산 파워팩 적용 승인. 국산 파워팩 적용은 원가 절감, 후속정비 용이성 증가, 수출 승인 리스크 제거 등으로 수출 확대를 위한 발판이 될 것. 중동 여러 국가를 포함하여 다양한 지역의 수출 협의가 진행 중으로 연내 추가 계약 기대

Valuation & Risk: 수출 계약의 변동성에도 수출 확대 방향성은 명확

매수 투자 의견을 유지하고 목표주가를 20만원으로 상향(기존 13만원, +53.8%). '26년 추정 주당순이익(EPS) 7,839원(+18.1%, 기존 '25년 EPS), '22~24년 방산업체 평균 주가수익비율(PER)을 40% 할증한 25.1배를 적용(기존 10% 할증). 주요 해외 수주 파이프라인과 계약시점이 불명확하나 폴란드 2차부터 시작되는 사업 확장 기조는 명확. 안정적 재무구조



LG유플러스

아직 시작도 안했습니다.

[출처] 대신투자증권 김희재 애널리스트

투자의견 매수(Buy), 목표주가 17,000원 유지

25E EPS 1,436원에 PER 12배 적용. 최근 5년 통신업(KT, LGU+ 기준) 평균 10배 대비 20% 할증 적용. 1Q25 호실적 달성, 3년 만에 1조원대 OP 복귀 및 주주 환원 규모 증가 전망을 반영하여 할증 적용. 26년 이후 안정적인 high-single 이의 성장과 주주환원 규모 증가를 확인해가면서

경쟁사들과 동일한 PER 13배 적용 예정

YTD +26% 상승했지만, 여전히 13~18년 상승의 초기 모습에 불과. 전일 기준 LGU+의 YTD 상승률은 26%로 통신업종 중 1위. 지수가 6월 들어서 급등했지만, 지수 대비로도 +6% 아웃퍼폼. 지난 10년간 LGU+가 통신업종 중 상승률 1위를 차지하고 지수대비로도 아웃퍼폼한 것은 18년 이후 두 번째. 10년 3사 합병에 따른 여가매수차익 발생 후 3년간 상각, 이에 대한 영향이 끝난 13년 5천억원대 OP 달성 및 배당 재개, 이후 연평균 10% 수준의 이익 증가와 배당 상승이 이어지면서 주가는 13년 1만원 수준에서 18.9월 18,300원까지 상승.

동기간 주가 상승의 동력은 이익 개선, 배당 증가 및 외인 매수. 외인 비중은 13년 20%대에서 18년 49% 한도소진까지 두 배 증가. 25년 현시점의 모습이 13~18년의 상승의 초기 모습과 유사.

- 1) 23~24년 이익 역성장 후 25년 OP 1조원대 복귀. OP 1.04조원(+21% yoy)
- 2) 자사주 포함 총주주환원 증가. 3.1~3.8천억원(+10~+35% yoy)
- 3) 외인 비중 증가. 24년말 35.7%, 25.6월 36.9%(+1.2%p yoy)

20~24년 무선 성장률은 3사 중 가장 높고, LGU+ 3.4%, KT 2.2%, SKT 1.9%. 향후 5년간 OP 성장률은 연평균 10%로 전망하며, 배당과 자사주 포함 총주주환원 규모도 향후 5년간 연평균 10% 성장 전망.

6~8월 주주환원 이벤트와 2Q 개선된 실적 등 다양한 투자 포인트

기본 배당성향 40%(최소 DPS 650원) + 당기순이익의 0~20% 자사주 취득/소각. 최소 DPS 650원, 2.8천 억원은 25E 당기순이익의 45%에 해당.

6월 중 보유 자사주 678만주 전량 소각 전망. 853억원 규모, 시총의 1.6%. 8월~연말 추가 자사주 취득/소각 전망. 규모는 300억원~1천억원 전망.

총주주환원율 50% 기준. 25E 총주주환원 3.1천억원(+10% yoy), 수익률 5.4%.

총주주환원율 60% 기준. 25E 총주주환원 3.8천억원(+35% yoy), 수익률 6.6%.

2Q OP 2.9천억원(+14% yoy) 전망. SKT 유심사태에 대한 반사이익 일부 반영.

다산네트웍스

미국 LNG 밸류체인에 올라타는 또 하나의 옵션

[출처] IBK증권 조정현 애널리스트

통신을 넘어 에너지까지

다산네트웍스는 2024년 4분기부터 열교환기 전문 제조업체인 디티에스를 연결 자회사(지배지분율 56.8%)로 편입하며 새로운 성장 동력을 확보했다. 디티에스는 발전소, 석유화학, LNG 플랜트 등에 사용되는 특수 열교환기를 설계 및 제조 회사이며, 2020~2024년 전세계 플랜트 설비투자 확대 기조 속 실적과 수익성이 크게 성장하였다. 2025년 1분기 기준으로는 매출액 252억 원(모회사 연결 매출의 21.6%), 영업이익 358억 원(모회사 연결 영업이익의 44.3%)을 기록하였다.

디티에스의 주력 제품 중 하나는 공랭식 열교환기인 에어쿨러(Air Cooler)다. 에어쿨러는 발전소와 산업 설비 등에서 고온의 가스 냉각 장비로, LNG 설비에서는 공정 중 발생하는 열을 안정적으로 제어하는 핵심 설비로 분류된다. 디티에스는 에어쿨러의 설계부터 제작까지 자체 수행할 수 있는 역량을 보유한 국내 몇 안 되는 업체로, 미국 내 대형 프로젝트인 Golden Pass LNG 및 Venture Global NRU Phase1(Plaquemines LNG로 추정) 등에 해당 장비를 공급한 실적을 갖추고 있는 것으로 파악된다.

미국은 최근 에너지 안보 강화와 수출 확대 전략에 따라 루이지애나, 텍사스 등지에서 대형 LNG 액화 프로젝트를 재개하고 있는 상황이다. 이 가운데 디티에스가 보유한 미국향 납품 레퍼런스는 향후 수주 확대의 실질적 기반이 될 수 있다고 판단한다. 현재 연결 매출에서 차지하는 비중은 아직 작지만, 시장 확장에 따라 지배 지분에 대한 구조적 재평가를 받을 수 있는 여지가 충분하다고 생각한다.

동사는 그간 통신장비 기업으로 인식돼 왔으나, 디티에스 연결 편입을 계기로 미국 LNG 수출 설비까지 실적 반영 범위를 확장시켰다. 이에 따라 기존과는 다른 시각에서, 미국 LNG 밸류체인에 올라탈 수 있는 또 하나의 유망한 투자 옵션으로 재조명할 필요가 있다고 판단한다.





포스코퓨처엠

LMR 테크 세미나 후기

[출처] DS투자증권 최태용 애널리스트

LFP 대항마 LMR(리튬망간리치) 양극재의 등장

최근 GM-LGES의 각형 LMR 개발 소식과 함께 포스코퓨처엠도 LMR 양산 계획을 발표했다. 양극재 업체에게 LMR은 기존 NCM 대비 제조 난이도가 낮아 매력적이지만 양산은 아직이다. 셀 제조 시 안정화를 위한 LMR 에이징 중 가스 제거 목적의 배출 공정 등 시간/자본적 추가 소요가 발생하기 때문이다. 그러나 이 한계는 자동차 OEM들의 니즈가 형성되며 상황이 바뀌었다. LFP 역량 부재가 경쟁력 약화로 이어지는 상황에서 LMR이 LFP와 가격/성능 경쟁이 가능한 소재였기 때문이다.

메탈가 하락이 LMR을 통해 장점으로 전환될 수 있는 잠재력

LMR은 망간을 포함해 에너지밀도는 LFP보다 우수하지만 가격은 열위다. 그러나 재활용까지 고려 시 상위 실현이 가능하다. 현재 \$10 수준의 리튬 가격에 LFP는 재활용 시 가공비가 더 높아 적자가 불가피하다. 반면 LMR은 NCM에 사용 가능한 금속을 포함하되 리튬 비중도 더 높아 재활용시 11%의 비용 절감이 추가로 가능하다. 리튬 비중은 LFP 12%, LMR 18%로 이론상 리튬 가격 8불 가정 시 원가 경쟁력에서 LMR이 우위로 전환 가능하다. 또한 기존 NCM 라인 활용이 가능해 추가 자본 소요 발생이 없으며 오히려 일부 과정은 생략까지도 가능해 생산성이 높다. 다만 NCM 대비 전구체 기술 장벽이 높지만 대부분 해결된 상황으로 망간 리치 트렌드 도래 시 자사의 전구체 역량도 부각될 전망이다. 망간 용출 이슈도 4가 망간을 사용하기 때문에 해결함에 따라 안정적인 성능 실현이 가능해졌다.

어떠한 시장 선택에도 대응이 가능한 포트폴리오에 주목

중저가 보급형 전기차 수요 확대는 명백하지만 주도할 소재는 아직 불분명한 상황에서 포트폴리오 다각화는 강점이 될 전망이다. 포스코퓨처엠의 SOP 로드맵은 고전압 Mid-Ni 2028년, LFP는 중국과의 가격 격차(약 40%)를 해소하기 위해 기술제휴/합작을 금년도 완료할 계획이다. 고밀도 LFP는 올해 개발 완료 후 2028년, LMR은 1세대 2028년, 2세대 2029년 예정이다. 3가지 중저가 케미칼 역량을 모두 보유한 은 분명히 주목할 만한 요인이다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,760	3,700	3,878	5,120	5,758
영업이익	36	1	94	188	239
영업이익률(%)	0.8	0.0	2.4	3.7	4.1
세전이익	-16	-432	65	112	167
지배주주지분순이익	29	-212	61	101	173
EPS(원)	371	-2,743	749	1,134	1,943
증감률(%)	-75.7	착전	흑전	51.4	71.3
ROE(%)	1.2	-8.0	1.9	2.9	4.9
PER (배)	968.2	-51.8	157.0	103.7	60.5
PBR (배)	11.8	3.7	3.1	3.0	2.9
EV/EBITDA (배)	176.0	75.7	34.1	19.6	15.4

자료: 포스코퓨처엠, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준





에이치브이엠

우주·항공·방산 첨단금속 전문 제조기업

[출처] 한국IR협의회 이나연 애널리스트

첨단금속 전문 제조기업

에이치브이엠은 고정정 진공용해 기반의 특수합금 전문 제조기업. VIM-VAR-EB 등 고난이도 용해 기술을 내재화한 수직계열 제조 역량을 보유. Ni계 초내열합금, Ti계 고강도 합금, Invar 프레임 등 고기능 금속소재를 생산. 2024년 기준 제품별 매출 비중은 Fe계 43%, Ni계 32%, Cu계 및 기타 25%, 전방산업별로는 기존 산업(석유화학/에너지 등) 39.4%, 반도체·전기전자 23.4%, 우주 16.7%, 항공·방위 20.4%로 구성

전략산업군(우주·항공·방산) 중심의 구조적 고성장 진입

미국 우주 발사체 기업 A사, 이스라엘 방산기업 등 전략고객향 매출이 본격화되며, 전략산업군(우주·항공·방산) 중심의 구조적 전환 가속화. 특히 미국 우주기업향 매출은 2022년 10억 원 → 2024년 73억 원 → 2025년F 334억 원(YoY +362%)으로 급증할 전망이며, 전략산업군 전체 매출 비중은 2022년 5.4%에서 2025년 63%까지 상승이 예상됨. 이는 글로벌 수요처의 소재 다변화 전략과 고난이도 합금 공동개발을 통한 장기고객화 구조가 맞물린 결과로, 수출 비중 역시 2025년 60% 이상으로 급증할 것으로 전망

2025년 흑자 전환 후, 2026년 수익성 레버리지 본격화

2025년 매출액 688억 원(YoY +53%), 영업이익 49.6억 원(OPM 7.2%)으로 전년 대비 흑자 전환 기대. 전략산업군향 고단가 수주와 가동률 상승(2024년 24% → 1Q25년 34.7%)에 따른 고정비 흡수 효과가 반영될 전망. 최근 우주 발사체 핵심 고객사와 美 정치권 간 갈등으로 발사 일정·수주 변동 우려에 따른 단기

주가 조정 가능성이 존재하지만, 미국 우주전략상 대체 사업자 부재로 파트너십이 전면 폐기될 가능성은 낮다고 판단. 중장기적으로는 2026년 서산 제2공장 가동(생산능력 7배 확대)과 고부가 제품 믹스 확대가 맞물리며 이익 성장 속도가 한층 가속화될 것

Forecast earnings & Valuation

	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액(억원)	271	355	415	451	688
YoY(%)	9.2	31.0	16.8	8.9	52.5
영업이익(억원)	33	12	37	-68	50
OP 마진(%)	12.4	3.4	9.0	-15.0	7.2
지배주주순이익(억원)	17	-4	-61	-84	28
EPS(원)	194	-47	-661	-782	235
YoY(%)	5.4	적전	적지	적지	흑전
PER(배)	0.0	N/A	N/A	N/A	98.4
PSR(배)	0.0	0.0	0.0	5.8	4.0
EV/EBITDA(배)	7.9	16.0	4.9	N/A	34.0
PBR(배)	0.0	0.0	0.0	4.4	4.0
ROE(%)	15.1	-6.3	-32.7	-17.4	4.1
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터





일진전기

이제 케이블도 좋다

[출처] 신한투자증권 허성규 애널리스트

신한생각: 고전압 변압기 및 케이블 제조업체

초고압 변압기(66~765kV)와 케이블(66~345kV) 생산능력을 모두 갖춘 업체. 전력 수요 증가로 '26년까지 매출액 기준 CAPA는 변압기 4,330억원, 케이블 6,200억원까지 증가 전망. 1분기 지역별 매출액은 중전기 국내 68%, 미주 29%, 전선 국내 17%, 동남아 31%, 중동 28%, 미주 22%

1) 변압기와 케이블 모두 좋다, 2) 구리 가격 상승은 덤

'22년 북미 전력 인프라 사이클이 시작되며 대형업체들의 수주잔고가 먼저 급증. 1년 뒤인 '23년부터 당사 변압기 수주가 증가하기 시작. 통상 변압기 설치 후 1~2년 뒤 케이블 교체 수요가 발생해 '24년부터는 대형 케이블 업체(대한전선, LS전선)의 수주 증가 시작. '25년 당사의 북미향 케이블 수주 잔고도 증가. 1Q25 중전기 부문 영업이익률 21.7%, 전선 4.6%로 전년동기대비 각각 4.2%p, 1.8%p 개선. 북미 초고압 변압기 이익률 28%, 초고압 케이블 8.4%로 수익성이 눈에 띄게 개선되는 상황

구리가 원재료에서 차지하는 비중은 '24년 93%. 계약 구조상 구리 가격이 오르면 매출액이 늘어나고 마진율은 소폭 증가. 가격이 떨어지면 반대 영향 발생. 전기차, 데이터센터 등 수요 증가로 '30년 이후 구리 공급 부족이 예견돼 구리 가격의 상방 압력이 높은 상황. 우호적인 영업환경으로 판단

Valuation & Risk: 환율 효과와 믹스 개선으로 수익성 증가

'23년 美동부 전력청 변압기 수주 환율은 1,298원으로 진행률에 따라 인식되는 실제 매출액은 수주 잔고 보다 높은 상황. 반대로도 마찬가지로 마찬가지로 공시한 계약들의 적용환율은 대부분 현재 보다 낮은 상태. '27~'28년까지 해당 계약들 걸쳐서 발생. 초고압 변압기와 케이블 수익성 분기 단위로 증가해 동나선 내부 사용으로 인한 믹스 개선. 연간 수익성 점진적 증가 전망

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2023	1,246.7	60.8	34.5	12.2	9.6	1.1	7.1	1.9
2024	1,577.2	79.7	46.2	27.5	10.6	2.6	14.1	1.1
2025F	1,865.2	128.6	91.7	16.1	17.0	2.6	9.2	1.0
2026F	2,037.9	155.3	106.6	13.8	17.1	2.2	7.3	1.0
2027F	2,214.4	179.7	126.6	11.7	17.4	1.9	5.9	1.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권



