

2025.06.19.(목) 증권사리포트

◆ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

콜마비엔에이치

수출 확대로 증명하고 있는 건기식의 저력

[출처] 한국IR협의회 박선영 애널리스트

자체 사업 빌드업 효과 본격화

콜마비엔에이치는 개별인정형 원료 중심의 ODM 경쟁력 강화와 북미·중국향 수출 확대 등 글로벌 사업 다각화 전략을 통해 특정 고객사 의존도를 낮추고 사업 포트폴리오의 안정성과 확장성을 동시에 확보하고 있음. 자체 사업 빌드업 효과는 중장기적 관점에서 단순한 외형 성장뿐 아니라 수익성 체질 개선과 밸류에이션 레벨업으로 이어질 가능성도 열려 있다는 측면에서 주목할 필요

건기식 수출 모멘텀이 기대되는 우호적인 산업 환경

콜마비엔에이치는 국내 최대 수준의 건강기능식품 생산능력과 검증된 글로벌 대응력을 바탕으로, 산업 구조적 변화 속에서 수출 모멘텀 확대에 따른 실적개선 기대됨. 최근 국내 건기식 시장이 경쟁 심화로 성장 정체를 겪고 있는 반면, 아시아와 북미 등 해외 수출 시장은 구조적 성장 구간에 진입하고 있어, 수출 대응력이 뛰어난 기업에게 유리한 사업환경 조성중. 글로벌 고객사로부터의 수주 확대는 공장 가동률을 끌어올리고, 이는 전사 수익성 개선으로 직결될 수 있다는 점에서 실적개선 레버리지 관점에서도 긍정적

밸류업 프로그램을 통한 기업가치 제고 기대

2025년 연결기준 매출액 6,204억원, 영업이익 290억원, 지배주주순이익 196억원을 전망. 1분기 실적은 주요 파트너사의 재고조정 등으로 일시적 부진, 하지만 2분기부터 ODM 핵심 고객사의 신규 프로모션 물량 출하 본격화 및 대형품목 위주의 ODM 파트너사 누적적 확대를 바탕으로 실적 개선이 기대됨. 특히, 저가수주 물량을 축소하고 수익성 좋은 ODM 물량을 중심으로 매출을 확대함에 따라 매출원가율 및 판관비율 개선을 통한 영업이익 반등이 기대됨

Forecast earnings & Valuation

	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액(억원)	5,931	5,759	5,796	6,156	6,204
YoY(%)	-2.3	-2.9	0.6	6.2	0.8
영업이익(억원)	916	611	303	246	290
OP 마진(%)	15.5	10.6	5.2	4.0	4.7
지배주주순이익(억원)	699	405	197	181	196
EPS(원)	2,365	1,371	667	614	667
YoY(%)	-13.2	-42.0	-51.3	-8.0	8.7
PER(배)	131	20.6	26.9	18.8	22.1
PSR(배)	1.5	1.5	0.9	0.6	0.7
EV/EBITDA(배)	7.9	11.7	13.8	10.3	10.4
PBR(배)	2.4	2.1	1.3	0.9	1.1
ROE(%)	19.7	10.3	4.9	4.5	4.9
배당수익률(%)	1.2	1.1	1.7	2.7	2.1

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터





신세계인터내셔널

주가가 먼저 보여주는 회복 기대감

[출처] 상상인증권 김혜미 애널리스트

1H25 매출액 yoy-1.0%, 영업이익 yoy -52.5% 예상

신세계인터내셔널의 연결 실적은 1Q25 매출액 3,042억원, 영업이익 47억원을 기록했으며, 2Q25 매출액 3,195억원, 영업이익 70억원을 기록할 전망이다. 2023년부터 지속적인 실적 감소가 나타나고 있는데, 이는 전반적인 내수 소비 침체 영향 아래 일부 해외 패션 브랜드 유통 계약 종료, 효율화 및 구조조정 효과 등이 동시다발적으로 이뤄졌기 때문이다. 그러나, 패션 및 화장품 부문 내 신규 브랜드 도입을 꾸준히 확대하고, 상품 믹스 개선 등 수익성 중심의 경영 전략을 실시함에 따라 역성장세는 2Q25 중 마무리될 것으로 예상된다.

극도로 낮은 하반기 기저 + 인바운드 모멘텀의 하모니를 기대

3Q25부터는 극도로 낮은 영업이익 기저와 인바운드 증가, 내수 소비 심리 개선 등의 요인이 맞물리며 실적 턴어라운드 가능할 전망이다. 동사의 매출은 종료 브랜드 영향에도 불구하고, 꾸준히 1.3조원 이상을 유지하고 있다. 그럼에도 그간 영업이익이 크게 하락한 이유는, 고정비 효과와 일회성 비용 발생, 마케팅 투자 등에 기인한다. 그러나, 하반기부터 1) 해외 패션: 주요 브랜드 매장 확대에 따른 매출 성장과 환율 하락으로 인한 상품 원가율

개선, 2) 국내 패션: 내수 소비 회복 기대감, 3) 화장품: 인바운드 확대에 따른 주요 채널(백화점, 면세점, H&B) 매출 성장과 자체 브랜드 호조에 따른 마진 상승, M&A(어뮤즈) 효과, 4) 자주: 패션 중심의 믹스 개선과 리브랜딩 이후 신제품 매출 발생 등으로 전사 회복세가 나타날 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 18,000원 제시

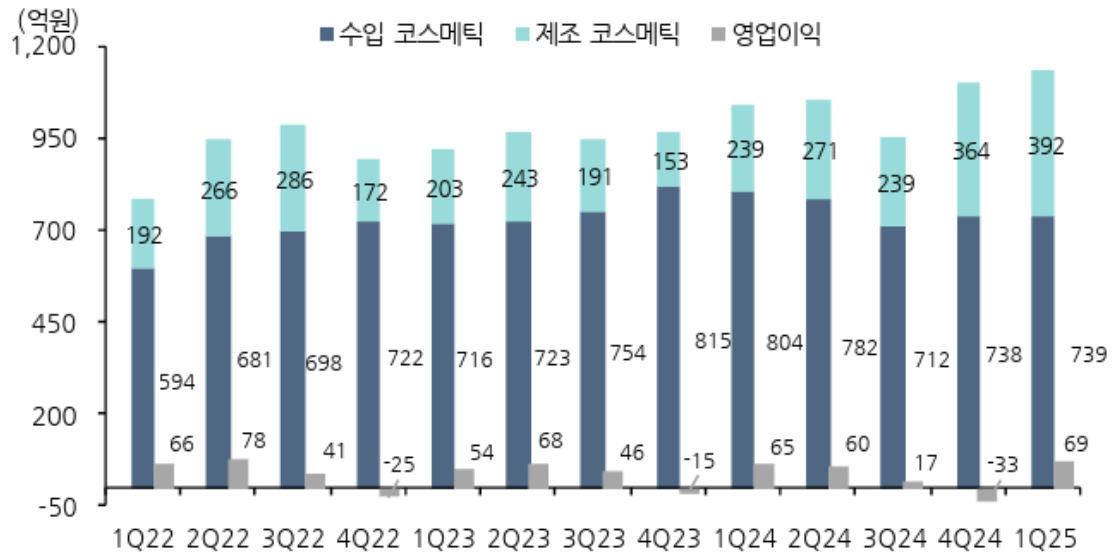
올해 신세계인터내셔널의 매출과 영업이익은 각각 yoy flat, +16% 증가할 것으로 예상된다. 과거 동사의 주가는 2018년 화장품 사업 시작과 함께 크게 상승한 전례가 있으며, 당시 화장품 부문의 영업이익은 2018년 437억원, 2019년 999억원으로 연결 실적 내 유의미한 비중을 차지했을 뿐 아니라 성장세도 가팔랐다. 이후 2024년 109억원까지 감소했으나, 올해 기존 자체 브랜드 및 신규 인수 브랜드 어뮤즈 호조 등에 따라 부문 영업이익 262억원으로 대폭 증가하며 전사 이익 회복을 견인할 전망이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	1,354	49	39	1,098	16.7	7.4	0.8	4.7	2.2
2024	1,309	27	33	910	11.1	7.8	0.4	3.8	4.0
2025E	1,305	31	29	833	13.6	8.7	0.5	3.4	3.5
2026E	1,376	40	39	1,128	10.1	8.0	0.5	4.5	4.4
2027E	1,442	47	44	1,280	8.9	7.7	0.4	5.0	4.4

자료 : K-IFRS연결기준,상상인증권

그림 1. 신세계인터내셔널 화장품 매출 및 영업이익 추이



자료: 신세계인터내셔널, 상상인증권 리서치센터





이노루스

IR 後記: AX/DX 도입 확대 수혜 기대

[출처] 유진투자증권 박종선 애널리스트

IR 後記: 금융 부문 시장 지배력을 기반으로 AX/DX 도입 확대에 따른 수혜로 실적 성장 지속 기대.

- 동사는 디지털 전환(AX/DX) 자동화 SW솔루션 업체로 기업용 애플리케이션 소프트웨어를 개발하여 제공함.
- 투자포인트 ①: 금융 부문 시장지배력을 기반으로 안정적인 실적 성장을 지속하고 있는 가운데, AI 도입에 따른 기업의 AX/DX 전환이 확대되면서 동사의 기존 제품 확대는 물론 신제품의 시장 진입으로 인한 수혜를 기대함.
- 투자포인트 ②: 2015년 일본 진출. 국내보다 2배 이상의 보험 시장에 73개 사중 6개사에 동사의 제품을 공급 실적을 보유함. 이를 기반으로 일본 시장에 본격적으로 진출할 예정임. 현재 수출 비중은 9.8% 수준임.

2Q25 Preview: 지난해 1분기 이후 5분기 연속 두 자리 수 매출 성장세에 이어 2분기도 실적 양호 전망.

- 2분기 예상실적(연결 기준)은 매출액 63억원, 영업이익 5억원으로 전년동기 대비 각각 14.6%, 64.3% 증가하면서 매출 성장과 함께 수익성 개선도 지속될 것으로 예상함. 지난 3년간 수주금액은 연평균 33%씩 증가.

- 2025년 예상실적(연결 기준)은 매출액 271억원, 영업이익 29억원, 전년대비 각각 14.1%, 22.9% 증가를 예상.

현재 주가는 2025년 실적 기준 9.9배 수준으로 국내 유사 기업 평균 PER 47.0배 대비 크게 할인되어 거래 중.

주가(원, 06/18)	7,760
시가총액(십억원)	40
발행주식수	5,178천주
52주 최고가	9,240원
최저가	5,000원
52주 일간 Beta	0.81
60일 일평균거래대금	4억원
외국인 지분율	3.3%
배당수익률(2025F)	3.2%

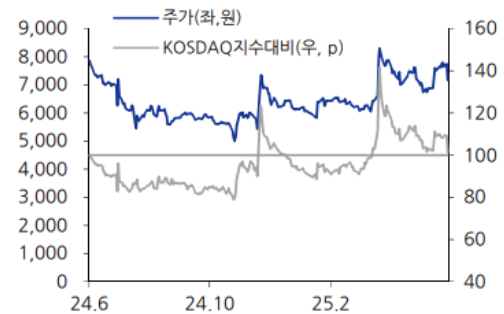
주주구성	
김길곤 (외 10인)	34.1%
조도연 (외 2인)	5.5%
자사주 (외 1인)	2.4%

주가상승 (%)	1M	6M	12M
절대기준	7.5	16.2	-1.3
상대기준	-0.1	4.4	8.0

(십억원, 원)	현재	직전	변동
투자의견	NR	-	-
목표주가	-	-	-
영업이익(25)	2.9	-	-
영업이익(26)	3.5	-	-

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	15.5	23.7	27.1	31.0
영업이익	-1.2	2.4	2.9	3.5
세전손익	-0.4	3.2	4.3	4.6
당기순이익	0.0	3.1	4.1	4.3
EPS(원)	7	593	783	825
증감률(%)	-98.4	8,731.3	32.0	5.3
PER(배)	1,065.9	10.5	9.9	9.4
ROE(%)	0.1	9.8	11.9	11.5
PBR(배)	1.2	1.0	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	na	4.9	5.0	3.6

자료: 유진투자증권





삼성전자

0.9배는 싸다

[출처] 대신증권 류형근 애널리스트

투자전략

상반기는 실적 부진이 불가피. 단기 점유율보다는 미래 이익 체력 개선 중심으로 전략을 선회한 영향. DDR4 조기 단종이 대표 사례. 기술 경쟁력을 단기간에 회복시키는 것은 쉽지 않은 목표이나, 3Q25부터 시장은 개선의 시그널을 포착하기 시작할 것. 그렇다면, 현 주가 (12m Fwd P/B 기준 0.9배에 거래) 수준에선 Risk 대비 Return이 우세. 목표주가와 매수의견 유지.

- 1) 범용 DRAM: 주요 거래선향 DRAM 1b 제품 인증은 상반기에 대부분 완료. 3Q25부터 판매 기여가 본격화될 것. 범용 DRAM 판매의 정상화 속, 줄어든 판매 격차를 재차 벌려갈 기반을 마련해갈 수 있을 것이라 생각.
- 2) NAND: AI 추론에 요구되는 제품 스펙을 맞추기 위한 노력이 선행. 해당 제품 양산에 필요한 공정 Upgrade가 4Q25 내 완료. Hybrid Bonding을 적용한 V10 (428단 추정) 개발도 계획대로 진행 중인 것으로 추정.
- 3) HBM: 주요 북미 GPU 업체향 진입 지연 영향을 반영하여 2025년 판매 전망치를 55억 Gb로 하향. 다만, 개선 기회는 존재. HBM3e의 경우, 1개 업체를 제외하고, 진입에 성공. HBM4도 비관적으로만 보긴 이른 시점. Base Die 수율은 정상 궤도에 올라섰고, Core Die

양산에 필요한 DRAM 1c 수출도 최근 개선세. 2025년 8월 주요 거래선향 Sample 공급, 연내 제품 인증 완료 목표. 그렇다면, Timeline 상 크게 늦었다고 보긴 어려울 것.

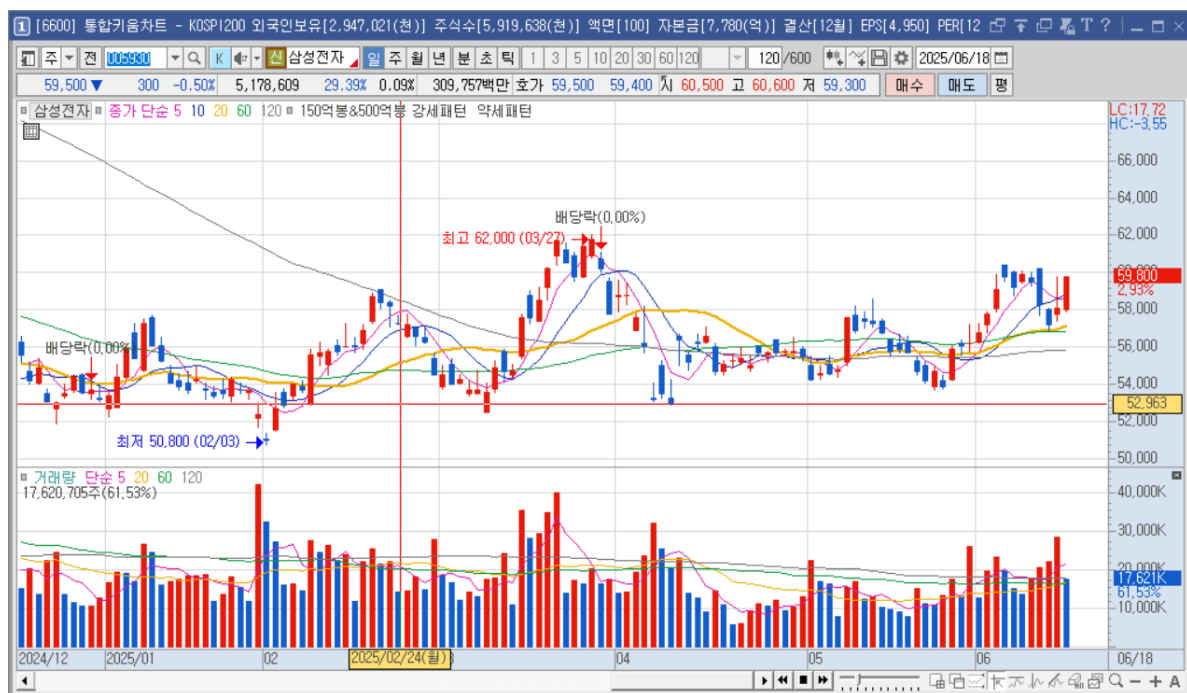
영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	258,935	300,871	313,443	337,564	366,691
영업이익	6,567	32,726	31,340	45,389	59,967
세전순이익	11,006	37,530	37,942	50,063	65,048
총당기순이익	15,487	34,451	29,815	37,047	47,485
지배지분순이익	14,473	33,621	28,866	36,116	46,581
EPS	2,131	4,950	4,281	5,362	6,916
PER	36.8	10.7	13.3	10.6	8.2
BPS	52,002	57,663	61,040	65,177	70,644
PBR	1.5	0.9	1.0	0.9	0.8
ROE	4.1	9.0	7.2	8.5	10.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center





SK하이닉스

새로운 역사의 시작

[출처] 대신증권 류형근 애널리스트

2Q25 실적 전망 상향

제품 출하 비중이 높은 6월의 환율 약세 속에서도 컨센서스 (영업이익 기준 8.8조원)를 상회하는 실적을 기록할 것으로 전망. DRAM 판매 강세 효과 (전분기 대비 21% 성장 전망)가 환율 약세 영향을 상쇄. 당사 2Q25 영업이익 전망치를 8.8조원에서 9.0조원으로 상향.

투자전략

주가는 전고점을 돌파했고, 시장의 관심은 추가 상승 가능성에 집중될 것. 한번 잡은 AI 제품 리더십은 쉽게 꺾이기 어렵고, 기술 리더십을 기반으로 주요 거래선과의 협업도 강화. HBM4에서도 선도적 점유율 확보 가능할 것으로 전망. HBM4의 경우, 초기 가격은 기존 시장 예상 대비 낮게 형성될 수 있으나, 타이트한 수급 환경을 감안 시, 추가 상승 가능성 유효. Commodity 사이클도 안정화 예상. 중국의 진입 Risk를 줄이기 위한 기존 공급업체의 전략적 노선 변화가 지속. 제품, 생산 단의 선단화를 통해 격차를 지속 유지해가겠다는 전략이며, 수요가 견조한 제품에 한정된 차별적 Capex 집행으로 수요의 변화에 보다 유연하게 대응해갈 것으로 전망. 아직 파티는 끝나지 않았다고 생각. 목표주가를 280,000원에서 300,000원으로 상향 (BPS: 2025년 예상 BPS에서 2025-2026년 평균 BPS로 변경)하고, 매수의견 유지.

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	85,036	98,206	106,449
영업이익	-7,730	23,467	37,149	40,018	38,793
세전순이익	-11,658	23,885	39,338	41,373	40,569
총당기순이익	-9,138	19,797	30,638	30,616	29,616
지배지분순이익	-9,112	19,789	30,637	30,621	29,615
EPS	-12,517	27,182	42,084	42,062	40,679
PER	NA	6.4	4.7	4.7	4.9
BPS	73,495	101,515	141,859	182,434	221,713
PBR	1.9	1.7	1.8	1.4	1.1
ROE	-15.6	31.1	34.6	25.9	20.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: SK하이닉스, 대신증권 Research Center





모니터랩

공공 수주와 글로벌 확장 본격화

[출처] 미래에셋증권 김수진 애널리스트

국내 웹방화벽 시장점유율 1위 기업

모니터랩은 2005년 2월 22일 설립된 국내 보안 전문 기업으로, 웹 서비스 범위(AIWAF), 시큐어 웹 라이선싱(AISWG), SSL/TLS 가시성 솔루션(AISVA) 등 다양한 보안 제품과 서비스를 제공한다. 2023년 5월 19일 코스닥 시장에 상장했다. 사업부문은 제품, 유지보수 서비스, 매니지드 서비스, 클라우드 보안 서비스, 부동산임대, 상품으로 이루어져 있다. 특히, 국내 웹방화벽 시장점유율 1위로 독보적 경쟁력을 보유하고 있다. 삼성전자, LG전자, 네이버 등 국내외 8,000여개 사의 누적 고객을 확보하고 있다.

1Q25 실적 리뷰

동사는 1Q25 연결 기준 매출 34억원(+13% YoY), 영업손실 5억원(적자유지 YoY)을 기록했다. 클라우드 보안 서비스 및 제품 매출 증가로 전년 대비 외형 성장은 나타났으나, 신규 사업 관련 투자 비용 부담으로 이익 개선은 제한적이었다.

정부 시범사업과 글로벌 파트너십으로 이중 성장 모멘텀 확보

동사는 과학기술정보통신부와 한국인터넷진흥원이 주관한 '제로트러스트 보안모델 도입 시범사업'에 최종 선정되며, 공공 부문에서의 신뢰 기반을 확보했다. 해당 사업은 제로트

러스트 프레임워크의 공공 적용 가능성을 검증하는 과제로, 향후 정부 및 공공기관 대상 수주 확대에 있어 전략적 레퍼런스로 작용할 수 있다. 아울러 인도 클라우드 인프라 기업 VP Broadband Private Limited(Velosting)와 케냐 보안 유통사 Usercare Limited와의 파트너십을 통해 글로벌 확장 전략도 병행하고 있다.

제로트러스트는 국내외 보안 아키텍처의 핵심 키워드로, 정부 시범사업 참여는 기술력 검증과 실적 확보 측면에서 의미가 크다. 동시에 신흥국 파트너십은 SaaS 기반 보안 수요 증가에 대응한 선제적 채널 구축 사례로, 단순 공급을 넘어 구조적 성장 기반 확보로 이어질 수 있다. 특히, 경쟁이 과열된 북미·유럽 대비 신흥시장에서는 현지 파트너 기반 확장을 통해 중장기적으로 MSSP(Managed Security Service Provider)와의 연계를 통한 간접 매출 확대 가능성도 열려 있다는 점에서 구조적 성장이 가능할 것으로 판단한다.



