

2025.07.08.(화) 증권사리포트

◆ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

에스엠

유종의 미를 거둔 SM 3.0

[출처] 한화투자증권 박수영 애널리스트

2Q25 Preview: 2분기 영업이익 컨센서스 부합 기대

우리는 동사의 2분기 매출액과 영업이익을 각각 3,033억원, 395억원으로 추정한다. 영업이익 기준 시장 컨센서스에 부합했을 것으로 보인다.

SME 별도 법인 매출액과 영업이익은 각각 2,237억원, 407억원으로 추정하는데 음반/원 및 공연 등 아티스트 직접 매출액은 판매량이나 회차 등으로 미뤄봤을 때 전분기나 전년동기대비 모두 좋았다. NCT Wish, RIIZE, aespa, 마크, 도영 등의 발매 앨범 판매 실적과 NCT 127 도쿄돔 2회, 동방신기 도쿄돔 3회, NCT Wish 아시아 투어 10회 등이 2분기 매출액에 반영된다. 이밖에도 1분기에서 일부 넘어온 MD 판매 물량 및 NCT Wish, RIIZE 컴백 기념 팝업스토어 MD 판매 매출액도 반영된다. 제작 증가에 따라 매출 원가 부담도 올라가겠지만 실적을 크게 훼손할 정도는 아니었을 것으로 추정한다.

자회사의 경우 음반/원 발매 및 공연 회차 증가로 BM, DM, Japan, LDG 등 본업 유관 자회사 실적 개선을 확인할 수 있을 것으로 보인다. 디어유 연결 편입 효과도 확인할 수 있을텐데, 영업외단에서의 영업권 상각도 당분기부터 시작된다. KMR 등도 지난 1분기와 마찬가지로 전년 대비 적자폭 개선세가 2분기에도 이어졌던 것으로 추정된다. 한편, C&C의 경우 주요 광고주의 마케팅 축소 영향으로 부진한 실적이 당분간 예상되며, KEYEAST도 편성 드라마 부재로 실적 부진이 불가피해보인다. KEYEAST의 경우 연내 매각을 가정하고 있다.

유종의 미를 거둔 SM 3.0

올해는 [SM 3.0] 마지막 해다. [SM 3.0]을 거치며 1) 주요 IP의 음반/원 발매 회차 증가 및 공연 규모 확대, 2) 비핵심 자회사 정리 및 주요 자회사 효율화 등을 통해 가파른 실적 개선을 이뤄내는 중이다. 하반기에도 탄탄한 IP 라인업 및 체계를 갖춘 시스템을 통한 호실적이 전망된다. 목표주가 16만원 및 업종 내 Top Pick 의견을 유지한다.



자이언트스텝

채윤석

[출처] 한국IR협의회 채윤석 애널리스트

비주얼 콘텐츠 제작 전문 기업

자이언트스텝은 2021년 3월 기술성장특례 제도를 통해 코스닥 시장에 상장함. 2024년 기준 사업부문별 매출은 콘텐츠 제작(광고 VFX, 영상 VFX, 리얼타임 콘텐츠) 75.3%, 영상 제작 17.1%, 장비 판매 7.6%(연결조정 제거 전 기준)로 구성됨

VFX(Visual Effects)는 CG, 합성, 트래킹 등 시각 효과를 활용한 후반 제작 기술로, 영화·드라마·광고 등 영상물의 완성도를 높이는 데 핵심적으로 작용함. 리얼타임 콘텐츠 부문은 언리얼, 유니티 등 실감엔진 기반 기술을 활용해 촬영 중 실시간으로 배경과 효과를 구현하는 방식이며, XR 공연, 버추얼 휴먼, 인터랙티브 콘텐츠 등 실시간성과 몰입도가 중요한 분야에 적용되고 있음

영상 제작 부문은 종속기업 빅인스퀘어를 통해 영위하고 있음. 주요 제작물은 광고, 브랜드 필름, 인터뷰 영상 등으로 고객 맞춤형 제작으로 매출을 창출하고 있음. 장비 판매 부문은 종속기업 키마시스템즈가 전담하고 있으며, 방송·영상·통신 분야의 전문 장비 판매, 시스템 설계, 시공, 유지관리 등을 포괄하는 턴키형 솔루션 사업을 영위 중

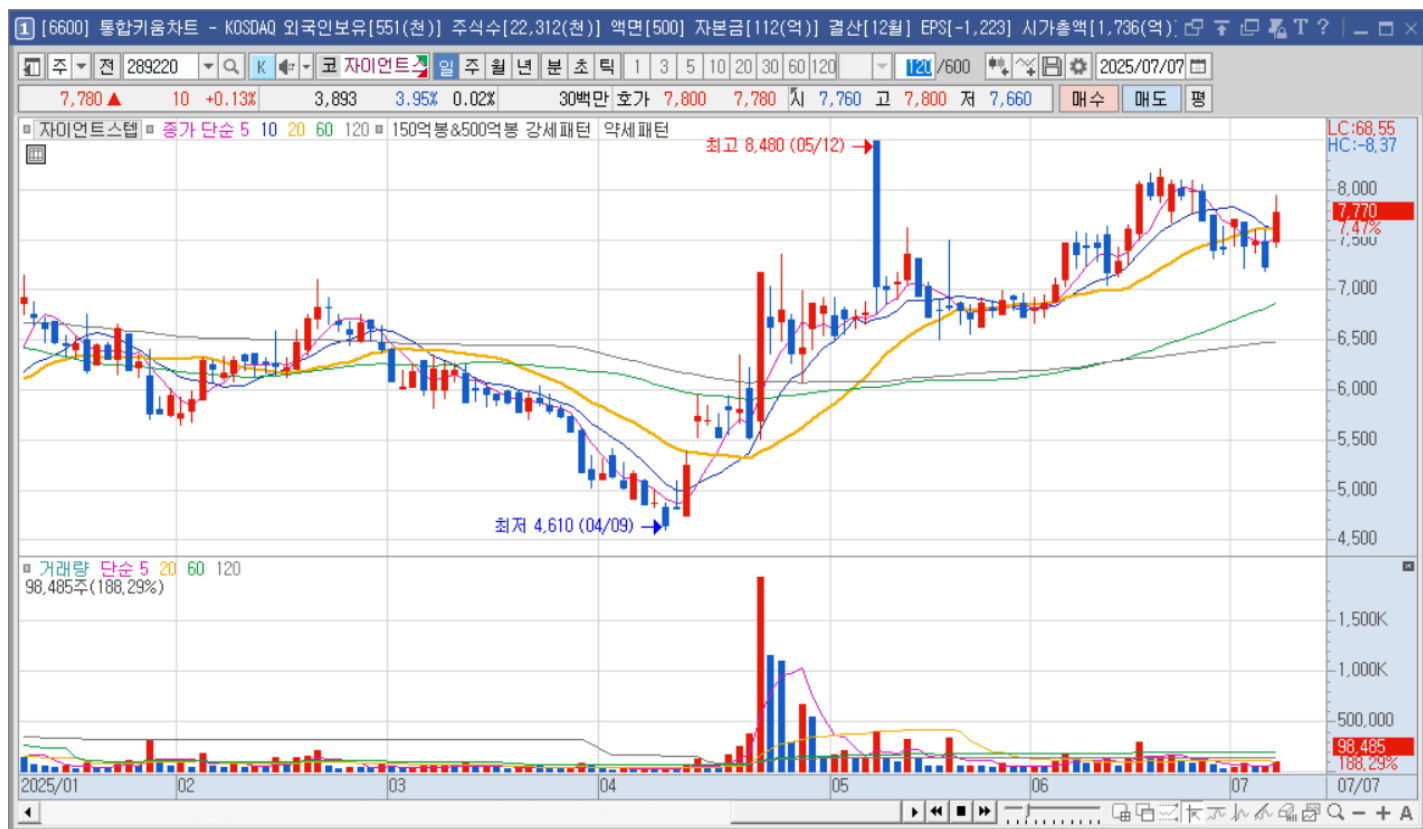
2025년 실적 전망

매출액 549억원(+9.6%, yoy), 영업손실 82억원(적자 지속, yoy)으로 전망됨. 1분기에는 국내 정치적 불확실성 확대에 따른 광고 시장 위축으로 부진한 실적을 기록하였으나, 하반기에는 광고 시장의 정상화 및 신규 사업으로 인한 실적 회복이 기대됨. 특히 'The King of Kings'의 IP를 활용한 오프라인 콘텐츠 기반 B2C 사업이 하반기 중 가시화될 예정. 해당 사업은 티켓 기반 수익모델을 통해 매출 다각화에 기여할 것으로 예상. 영업이익 측면에서는 콘텐츠 제작 기술 고도화와 게임 'KAMPERS'의 개발 완료에 따라 매출액 대비 연구개발비 비중이 20% 이하로 하락하며 영업손실 축소가 전망되고, 2026년에는 신사업 매출 본격화에 따른 턴어라운드도 기대됨

Forecast earnings & Valuation

	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액(억원)	332	406	423	501	549
YoY(%)	64.0	22.5	4.2	18.4	9.6
영업이익(억원)	-29	-179	-261	-173	-82
OP 마진(%)	-8.8	-44.0	-61.6	-34.5	-14.9
지배주주순이익(억원)	-35	-123	-246	-271	-99
EPS(원)	-184	-560	-1,112	-1,223	-443
YoY(%)	적지	적지	적지	적지	적지
PER(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PSR(배)	40.3	9.4	6.5	2.5	3.0
EV/EBITDA(배)	1,320.8	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR(배)	12.1	3.2	2.9	1.9	2.9
ROE(%)	-5.0	-10.0	-22.9	-33.1	-15.6
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터



LG전자

관세보다 아픈 MS

[출처] 키움증권 김소원 애널리스트

2Q25 연결 영업이익 6,391억원, 시장 기대치 하회

LG전자의 2Q25 연결 매출액 20.7조원(-9% QoQ, -4% YoY), 영업이익 6,391억원(-49% QoQ, -47% YoY)으로, 시장 기대치(8,470억원)를 25% 하회했다. LG이노텍을 제외한 단독 영업이익은 6,171억원(-41% YoY)으로 추

정된다. HS와 ES는 전방 수요의 불확실성에도 불구하고, 신사업 확대, 판가 인상, 비용 절감 등을 통해 전년 수준의 수익성을 유지했다. 반면, MS 사업부는 TV 수요 부진 및 경쟁 심화로 적자 전환하며, 전사 수익성 악화에 영향을 준 것으로 분석된다. 사업부별 예상 영업이익은 다음과 같다.

- HS(생활가전): 4,570억원(+7% YoY), opm 6.9%(+0.2%p YoY). 신사업 확대와 판가 인상 추진, 비용 절감을 통해 전년 수준의 수익성 유지
- ES(에어컨/칠러 등): 2,621억원(+5% YoY), opm 9.7%(-0.1%p YoY) 전망. 국내 가정용 신제품과 해외 데이터센터용 HVAC의 성장세 지속
- MS(TV/IT/ID): -2,036억원(적자전환 YoY), opm -4.8%(-7.3%p YoY). LCD TV 중심의 전방 수요 부진 및 가격 경쟁 심화로 수익성 악화
- VS(전장): 1,211억원(+46% YoY), opm 4.2%(+1.1%p YoY) 전망. IVI(인포테인먼트) 중심의 믹스 개선 및 E-파워트레인의 가동률 확대에 예상치 상회
- 기타(LG PRI 등): -195억원(적자전환 YoY), opm -4.6%(-30.2%p YoY) 예상. 전방 투자 축소로 인한 장비 수주 감소 영향

단기 실적 부진 불가피하나, 주가는 하방 경직성 확보

미국발 관세 부담과 전방 수요 불확실성에도 불구하고, HS 및 ES 사업부의 실적이 안정적으로 유지되고 있는 점은 고무적이다. 또한 동사의 프리미엄 가전 시장 내 경쟁력을 바탕으로 한 판가 인상 전략은 일부 관세 영향을 상쇄할 수 있다는 점에서 긍정적으로 판단된다. 반면, MS 사업부는 TV 및 IT 제품의 수요 정체와 가격 경쟁 지속으로 2H25에도 수익성 개선이 제한적일 것으로 전망된다. 이에 따라 2025년 연결 영업이익은 2.4조원(-30% YoY)으로, 시장 기대치(3.1조원)를 하회할 것으로 예상된다.

실적 추정치를 반영하여 목표주가를 100,000원으로 하향 조정한다. 다만, 현재 주가는 관세로 인한 불확실성이 반영되며 12개월 선행 P/B 0.6배로 역사적 저점에 근접한 수준이다. 단기적으로는 상호 관세 등 매크로 변수에 주가 변동성이 예상되나, HS 및 ES 사업의 견고한 펀더멘털, 로봇 등 중장기 신사업 동력을 고려하여 투자의견 BUY를 유지한다.

투자지표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	82,262.7	87,728.2	87,667.1	91,944.2
영업이익	3,653.3	3,419.7	2,407.9	3,575.1
EBITDA	6,870.3	6,953.5	5,885.9	6,969.2
세전이익	2,014.9	1,335.8	1,352.1	2,783.2
순이익	1,150.6	591.4	1,062.8	2,226.6
지배주주지분순이익	712.9	367.5	660.5	1,383.8
EPS(원)	3,942	2,032	3,653	7,652
증감률(% YoY)	-40.4	-48.4	79.7	109.5
PER(배)	25.8	41.1	20.3	9.7
PBR(배)	0.94	0.72	0.59	0.53
EV/EBITDA(배)	4.5	4.3	4.2	3.3
영업이익률(%)	4.4	3.9	2.7	3.9
ROE(%)	3.7	1.8	3.0	5.8
순차입금비율(%)	40.6	45.0	26.6	15.7

자료: 키움증권 리서치센터



종근당

R&D 투자의 시기

[출처] 키움증권 허혜민 애널리스트

마일스톤 유입으로 실적 기대치 부합 예상

2분기 별도 매출액은 4,254억 원(YoY +11%, QoQ +7%), 영업이익 213억 원 (YoY -25%, QoQ +66%, OPM +5%)로 시장 컨센서스 매출액 4,207억 원과 영업이익 225억 원에 대체로 부합할 것으로 전망된다.

글리아티린의 환수추정액이 매분기 지속 반영되고 있으며, 케이캡 계약 종료에 따른 도입 상품(펙수클루, 고덱스 등)의 매출 비중 증가로 원가율이 높게 유지 (68~69%)되고 있다. 도입상품과 자체 제품의 매출 비중은 약 50% 대 50%로 추정되고 있다.

노바티스에 '23년 기술이전한 CKD-510(HDAC6 저해제)의 적응증은 아직 공개되지 않은 상태이나, 지난 2분기 임상 2상 IND 신청하면서 노바티스로부터 마일스톤 500만불을(약 69억 원) 2분기에 수령하였다. 마일스톤 유입으로 원가율 증가를 일부 상쇄할 것으로 전망한다.

지금은 R&D 투자 시기

위염 천연물 신약 지텍과 같은 신제품 출시 지연과 R&D 투자 확대 영향으로 올해 수익성 개선을 기대하기 어렵다는 점이 아쉽다. 올해는 R&D 투자의 시기로 판단된다. 시나픽스로부터 도입한 CKD-703(cMET ADC)가 하반기 1상에 진입할 것으로 예상되어, R&D 비용의 증가가 예상된다 ('25년 경상연구개발비 1,595억 원 YoY +11%, 매출액 대비 9.5%).

전통제약사로 잘 알려진 동사에 대한 시장의 R&D 기대감이 낮고, ADC 신약 후보물질은 초기단계(early stage)로 이에 대한 신약 가치는 목표주가에 포함하지 않았다. 다만, 빅파마항 다수의 기술 이전을 성사시킨 리가켄바이오의 시가총액은 약 4.4조 원이며 전임상 단계의 플랫폼 기술을 보유한 인투셀의 시가총액은 약 6,200억 원이라는 점을 감안하면, 동사의 CKD-703 및 노바티스에 기술 이전한 CKD-510의 적응증 공개와 긍정적인 임상 데이터를 발표한다면 그 결과에 따라 기업가치 재평가 될 것으로 기대한다.

투자자의견 Outperform 하향, 목표주가 10만 원 유지

투자지표				
(십억 원)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,649.6	1,559.3	1,679.2	1,735.3
영업이익	240.8	88.1	68.1	73.9
EBITDA	275.8	127.4	112.7	110.3
세전이익	236.7	95.9	82.2	87.4
순이익	208.9	107.7	67.4	69.0
지배주주지분순이익	208.9	107.7	67.4	69.0
EPS(원)	15,131	7,803	4,881	4,999
증감률(% YoY)	151.8	-48.4	-37.5	2.4
PER(배)	8.3	11.4	17.6	17.2
PBR(배)	2.14	1.39	1.27	1.20
EV/EBITDA(배)	5.4	8.3	9.1	8.7
영업이익률(%)	14.6	5.6	4.1	4.3
ROE(%)	29.3	12.7	7.4	7.2
순차입금비율(%)	-18.9	-12.6	-17.0	-22.3
자료: 키움증권				



달바글로벌

2Q25 Preview: 달바는 달라

[출처] 한국투자증권 김명주 애널리스트

영업이익이 시장기대치를 5.3% 상회할 전망

2025년 2분기 달바글로벌(이하 달바)의 매출은 1,307억원(+76.9% YoY), 영업이익은 383억원(+117.6% YoY, OPM +29.3%)으로 영업이익이 시장 기대치를 5.3% 상회할 전망이다. 올해 일본 화장품 수출은 작년의 높은 기저에도 불구하고 양호한 흐름을 이어가고 있는데, 덕분에 달바의 일본 매출은 1분기(+11.9% QoQ)보다

양호할 걸로 예상한다. 최근 글로벌 각국의 아마존 화장품 카테고리에서 달바 제품이 양호한 순위를 기록하고 있다. 현재 별다른 프로모션을 하지 않았음에도 스페인에서는 2위, 독일에서는 9위를 기록하고 있다. 달바는 2024년부터부터 본격적으로 유럽 매출을 확대하기 시작했다. 최근 오존 등 러시아의 온라인 플랫폼에서도 양호한 성과를 내고 있는 점도 매우 인상적이다.

프리미엄 제품에 대한 수요는 꾸준히 증가

최근 글로벌 소비재 기업의 실적을 보면 시장 예상과 달리 럭셔리/프리미엄 제품에 대한 수요가 견조하다. 로레알의 1QFY25(25년 1~3월) 실적을 보면 Luxe(럭셔리/프리미엄)의 매출은 전년동기대비 7.3% 증가했고, Consumer Products는 2.5% 증가에 그쳤다. 미국의 뷰티 리테일러인 얼타뷰티의 1QFY25(25년 2~4월) 실적에서도 유사한 흐름이 확인된다. 이러한 흐름에는 화장품 산업의 주도 세대인 GenZ의 소득 증가가 영향을 준 걸로 판단하며 프리미엄 스킨케어 브랜드를 지향하는 달바한테는 긍정적이다. 달바는 프리미엄 브랜드 이미지 유지를 위한 마케팅 활동과 함께 글로벌에서 가격 정책이 무너지지 않도록 노력하고 있다.

목표주가를 27.8% 상향한 230,000원으로 제시

달바에 대해 투자 의견 매수를 유지하고 목표주가는 기존 180,000원에서 230,000원으로 27.8% 상향한다(표 1). 현재 달바는 글로벌 오프라인 유통 채널로의 입점을 협의 중이며 3분기부터 본격적인 매출이 발생할 가능성이 높다. 6월 22일 락업 해제(발행주식수의 19%)에도 단기에 주가가 급등한 점과 매크로 불확실성(ex. 관세, 환율 등)을 고려 시 화장품 기업들의 실적 전후로 주가 변동성은 커질 수 있다. 그러나 최근 GenZ의 소득 증가에 따라서 프리미엄 제품 수요가 회복되고 있다는 점을 고려했을 때 달바의 실적과 주가는 꾸준히 우상향 할 전망이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2023A	201	32	14	1,542	NM	33	NM	NM	NM	87.7	NM
2024A	309	60	15	1,445	(6.3)	61	NM	NM	NM	26.2	NM
2025F	562	155	123	10,340	615.6	155	18.9	14.6	12.3	83.4	1.3
2026F	776	224	177	14,641	41.6	224	13.3	9.7	7.3	68.5	1.9
2027F	1,012	299	235	19,439	32.8	299	10.0	7.0	4.7	56.9	2.5

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준



대주전자재료

2Q25 Preview: 중장기 성장 스토리 유효

[출처] 한국투자증권 김예림 애널리스트

2분기 실적은 컨센서스에 부합할 전망

2분기 매출액은 613억원(+5.3% YoY, +13.5% QoQ), 영업이익은 82억원(-1.2% YoY, +71.5% QoQ)으로 컨센서스(영업이익 79억원)에 부합할 전망이다. 2분기부터 현대/기아차의 판매 호조 및 EV4등 신차 효과가 본격 반영되며 나노재료(실리콘음극재) 매출액은 151억원(-13.6% YoY, +73.1% QoQ)으로 추정한다. 반면 BYD의 재고 조정 영향으로 형광체 매출액은 113억원(+27.0% YoY, -15.9% QoQ)으로 전분기대비 하락할 전망이다. 마진이 높은 형광체의 매출이 감소했으나, 나노재료 가동률 상승으로 인해 2분기 영업이익률은 13.4%로 다시 두 자릿수로 회복될 것으로 보인다.

실리콘 음극재는 성장 산업

실리콘 음극재의 시장 침투율은 2024년 기준 약 2%에 불과하며, 향후 빠르게 확대될 것이다. 배터리 원가의 40%를 차지하는 양극재 가격 하락과 더불어, 실리콘 음극재도 규모의 경제에 따라 가격이 점차 낮아지고 있어 시장 확대가 본격화될 전망이다. 또한 글로벌 점유율 약 70%를 차지하는 BTR이 연초 FEOC에 지정됨에 따라 대주전자재료의 시장 점유율은 지속 상승할 것으로 보인다. 이러한 이유로 파나소닉이 실리콘 음극재 벤더사를 대주전자재료로 변경했으며, 7월부터 본격 출하가 시작될 예정이다 [표5 추정].

투자의견 매수, 목표주가 100,000원으로 하향

투자의견 매수를 유지하나 목표주가를 기존대비 20% 낮춘 100,000원으로 하향한다. 출하 지연으로 밸류에이션 산정 기간을 2025~2026년 평균에서 2026년으로 변경함에 따라 Target multiple을 24.7배(이전: 33.0배)로 재산정했고, 미국 IRA 보조금 축소로 2026년 실적 추정치를 하향한 결과다. 하지만 국내 셀 업체의 점유율 둔화와는 별개로, 파나소닉이라는 글로벌 고객사를 확보했으며 신규 EV 모델로의 지속적인 침투와 IT

기기 등으로의 제품군 확장 등 중장기 성장 스토리까지 확보했다. 업종 전반 약세에도 차별화된 성장 모델
템이 부각될 것이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2023A	185	6	1	47	(29.9)	15	1,838.3	99.1	7.8	0.5	0.0
2024A	219	29	37	2,477	5,170.2	41	30.2	34.0	4.9	19.3	0.1
2025F	264	37	32	2,140	(13.6)	52	33.0	26.3	3.6	12.3	0.1
2026F	318	52	41	2,717	27.0	69	26.0	19.4	2.9	12.2	0.1
2027F	378	61	48	3,224	18.7	82	21.9	15.8	2.3	11.7	0.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

<표 5> 파나소닉향 실리콘 음극재 매출 가정 (단위: 십억원)

	2H25F	2026F	2027F
파나소닉향 매출	12.9	106.1	136.1
테슬라 판매량 (백만대)	1.9	2.1	2.5
파나소닉 비중	25%	26%	28%
실리콘 첨가율	3.0%	4.5%	5%
대주전자재료 점유율	40%	100%	100%

주: 2170향은 3%, 4680향은 8% 첨가로, 평균 실리콘 첨가율은 매년 증가한다고 가정
70kWh 기준, 2H25만 실적 추정치에 반영
자료: 한국투자증권



