

2025.07.14.(월) 증권사리포트

◆ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

대한항공

유류비 감소로 비용 증가분 상쇄

[출처] 유안타증권 최지운 애널리스트

2Q25 별도 매출액 3조 9,859억원, 영업이익 3,990억원

동사 2Q25 별도 기준 매출액과 영업이익은 각각 3조 9,859억원(YoY -1%, QoQ +1%), 3,990억원(YoY -3.5%, QoQ +13.7%, OPM 10.0%)으로, 영업이익 기준 시장 컨센서스를 +4.3% 상회.

1) 국제선 여객 매출액은 2조 2,753억원(YoY -1.7%)을 기록. 비수기 시즌 공급 조절 효과로 여객 수송량(RPK)은 YoY -0.2% 감소했으나, 유류할증료 인하에도 불구하고 높은 운임 방어력을 보여주며 Yield는 전분기 수준(124원/km)을 유지.

2) 항공화물 매출액은 1조 554억원(YoY -3.8%)을 기록. 미국의 관세정책과 전자상거래 수요 둔화 영향으로 화물 수송량(CTK)은 YoY -5.0% 감소, L/F도 -1.9%pt 하락.

3) 영업비용은 3조 5,869억원(YoY -0.6%)을 기록. ① 임금 인상, 통상임금 범위 확대에 따른 소급분 약 200억원이 일회성으로 반영되며 인건비는 YoY +6.8% 증가. 노후기 퇴역 및 신기재 도입에 따라 감가상각비는 YoY +19.6% 증가. 다만, 항공유 단가의 큰 폭 하락(YoY -18%)으로 유류비가 YoY -20% 감소해 非유류 비용 증가분을 상쇄.

하반기 긍정적인 항공여객, 불확실성이 예상되는 항공화물

2025년 하반기 국제선 여객은 ① 연초 이후 큰 폭으로 개선된 여행 심리(여행비지출전망 2025년 1월 88pt → 6월 99pt), ② 원/달러 환율 강세에 따른 한국인의 해외여행 수요 확대에 힘입어 긍정적인 시황이 전개될 것으로 기대. 이러한 가운데, 장거리 노선 운임의 점진적 인상과 프리미엄 수요에 기반해 하반기 국제선 운임은 전년 동기 대비 +3% 증가할 것으로 예상. 결과적으로 2H25 국제선 여객 매출액은 YoY +6% 증가 전망.

반면, 항공화물 시황은 미국의 상호관세 및 소액면세제도 폐지 영향으로 높은 불확실성에 직면할 것으로 예상. 이에 따라 화물 수송량, 운임 모두 전년 동기 대비 하락할 것으로 추정. 2H25 항공화물 매출액은 YoY -7% 감소 전망.

국내 LCC 대비 높은 운임 방어력과, 중장기적으로 단일 FSC로서 아시아나항공 통합에 따른 시장 지배력 확대와 합병 시너지를 기대. 동사에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 31,000원을 유지.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	6,350	44.2	-2.2	6,225	2.0
영업이익	436	-1.6	1.1	449	-2.9
세전계속사업이익	205	-57.6	-54.6	411	-50.1
지배순이익	125	-64.5	-56.0	280	-55.3
영업이익률 (%)	6.9	-3.2 %pt	+0.3 %pt	7.2	-0.3 %pt
지배순이익률 (%)	2.0	-6.0 %pt	-2.4 %pt	4.5	-2.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

	결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액		16,112	17,871	25,829	26,176
영업이익		1,790	2,110	2,081	2,463
지배순이익		1,061	1,317	1,064	1,258
PER		8.0	6.3	8.6	7.3
PBR		0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA		3.9	5.5	4.3	3.9
ROE		11.5	13.2	9.9	10.9

자료: 유안타증권



롯데관광개발

브랜드 파워가 이끌 실적 성장

[출처] 유안타증권 이환욱 애널리스트

2Q25 프리뷰: 매출액 +31.9% yoy, 영업이익 +375.2% yoy

2Q25 매출액과 영업이익은 각각 1,531억원(+31.9% yoy), 278억원(+375.2% yoy)으로 역대 최대 분기 실적을 기록할 전망이다. 한-중 관계 개선 효과로 인한 제주 中 입도객 수 회복세가 지속된 가운데 가파른 방문객 수(드림타워) 증가세로 인한 외형 성장 및 영업 레버리지 효과가 뚜렷하게 나타날 전망이다.

[카지노] 2Q25 총 방문객 수는 전년동기대비 +71.3% 상승한 14만 8,475만명 수준으로 대폭 증가한 것으로 파악된다. 4월/5월/6월 평균 4,500명대의 신규 멤버십 회원이 추가되었으며, 2분기 총 회원수는 9만 4천명 수준을 상회하였다. 총 드롭액 역시 역대 최대치 (약 6,685억원, 인당 드롭액 4.5백만원)를 기록하였고, 홀드율은 전분기대비 1%pt 하락한 16.5%를 기록하였으나, 카지노 순매출은 1,100억을 상회하는 역대 최대 실적을 기록하였다.

브랜드 파워가 이끌 실적 개선세

드림타워 인지도 상승에 따른 MS(24년말 69.6% → 25년 5월말 77.4%) 확대가 원활하게 이뤄지고 있어 한-중 관계 개선에 따른 제주 카지노 업장내 집중적인 수혜가 지속될 것이라 전망한다. 사드 배치 이전인 1Q16 대비 2Q25 제주 외국인 입도객 수 회복률은 62% 수준에 그치며, 제주-중국 간 운항편수 역시 55% 내외 수준에 그친다.

더욱이 오픈 가능한 추가 테이블(105/166)과 1,600호실에 달하는 호텔 객실 Capa, 미니멈 배팅 금액 상승 기조까지 P*Q 모든 측면에서 중장기적 실적 개선세가 이어질 수 있는 우호적인 상황이라 판단된다. 올해 연간 예상 매출액은 6,226억원(+32.0% yoy), 영업이익은 1,009억원(+158.6% yoy)을 전망한다.

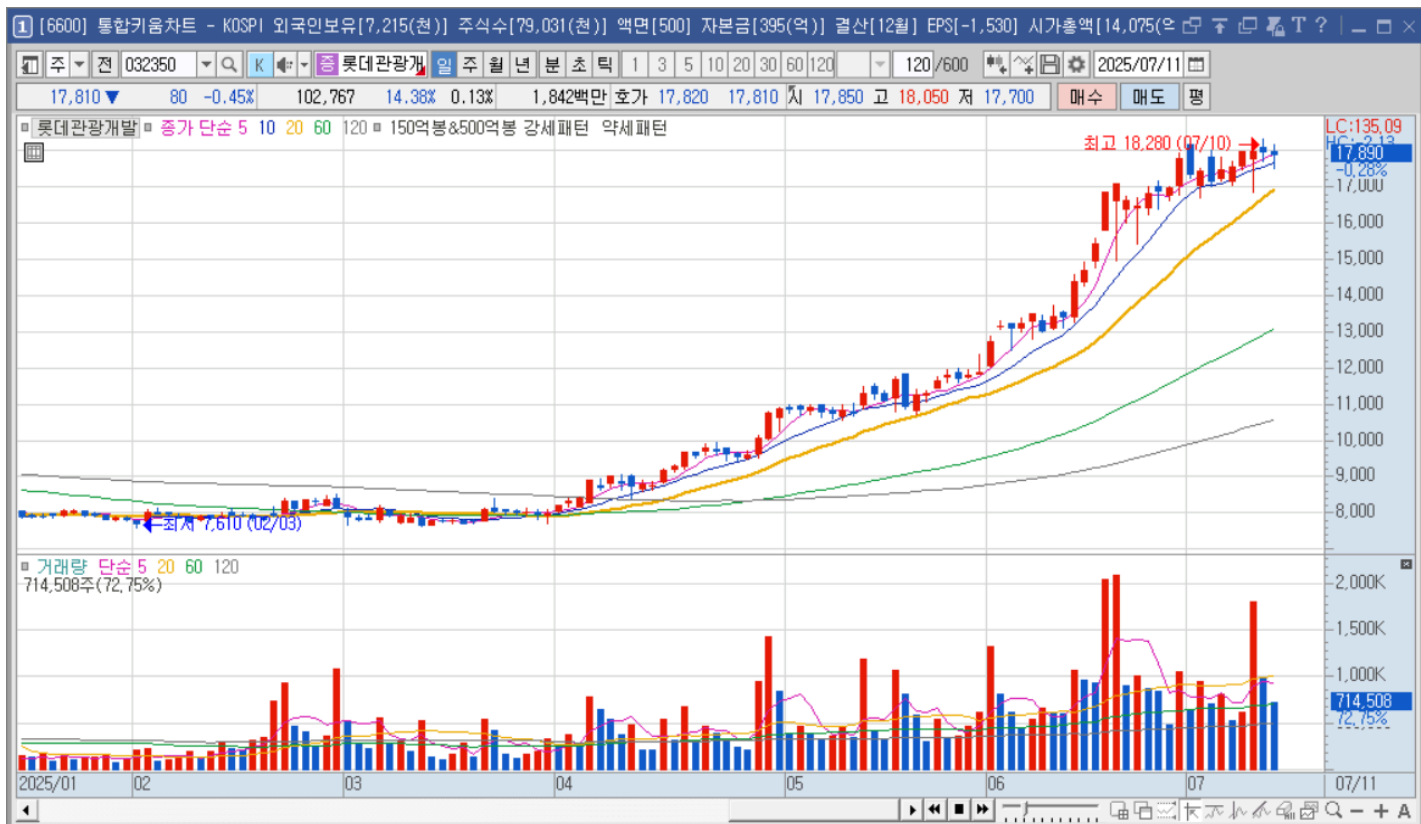
투자의견 매수, 목표주가 23,000원으로 상향

투자의견 매수, 목표주가 23,000원으로 상향 제시한다. 25~26년도 이익 추정치 및 적용 멀티플 상향(13.9배 → 14.3배) 조정에 따른다.

Quarterly earning Forecasts						Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)				
(십억원, %)						(십억원, 원, %, 배)				
	2Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비	결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	153	31.9	25.5	156	-1.7	매출액	314	471	623	672
영업이익	28	373.0	113.8	27	3.3	영업이익	-61	39	101	128
세전계속사업이익	-8	적지	적지	-7	-14.0	지배순이익	-202	-117	-46	14
지배순이익	-10	적지	적지	-9	-11.3	PER	-4.5	-6.1	-29.5	95.7
영업이익률 (%)	18.2	+13.1 %pt	+7.5 %pt	17.3	+0.9 %pt	PBR	13.3	2.3	4.9	4.7
지배순이익률 (%)	-6.4	적지	적지	-5.6	-0.8 %pt	EV/EBITDA	83.7	15.8	12.9	11.2
						ROE	-132.9	-60.4	-15.6	5.0

자료: 유안타증권

자료: 유안타증권



엘앤에프

News 코멘트: SK온과 북미 ESS용 LFP 양극재 공급을 위한 업무협약(MOU) 체결

[출처] 키움증권 권준수 애널리스트

NCMA90-95/NCM523 중심에서 LFP 까지 케미스트리 저변 확대

지난 7/11일 'SK온을 대상으로 북미 ESS용 LFP 배터리 사업 본격 시동 중'이라는 소식이 전해짐에 따라 동사의 주가는 +11% 상승 마감함. 양사는 북미 지역 LFP 배터리 양극재 공급을 위한 업무협약(MOU)을 체결했으며, 추후 구체적인 양극재 공급 물량과 시기 등을 논의하고 중장기 공급계약을 추진할 예정. 이는 그동안

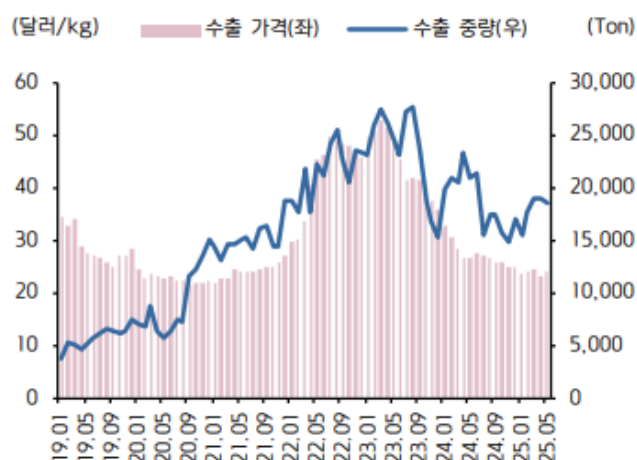
안 중국 업체 들이 높은 점유율을 보여온 LFP 양극재 시장에서 중요한 이정표를 찍을 것으로 기대. 특히 동사는 지난 10일 이 사회를 열고 LFP 양극재 사업을 위해 신규 법인 설립을 결의했으며(엘앤에프엘에프피, 가칭), 올 연말까지 새로 운 자회사에 2,000억원을 출자하고, 추후 총 3,365억원을 투자해 연간 6만 톤 규모의 LFP 양극재 생산능력을 갖출 계획. 최근 이를 위한 자금 조달 방법으로 3,000억원 규모 신주인수권부사채(BW) 발행도 추진 중. 미국의 대중국 관세, PFE 규제 강화(AMPC 45X 관련) 등 미국 중저가 EV 및 ESS 시장 대응을 위해 중국 외 지역에서 의 LFP 양극재 법인을 설립함으로써 사업을 확대하기로 결정

또한, 동사는 지난 5월 SK온 외 국내 다른 주요 배터리 제조사와도 LFP 양극재 공급을 위한 업무협약(MOU)을 체결한 바 있음. 이미 대구 구지 3공장 인근에 LFP 양극재 파일럿 라인을 구축한 후 샘플 테스트 등 공급 협의의 를 위한 사전 준비 단계를 거쳐온 것으로 파악. 국내 양극재 업체들은 이차전지 수요 부진 사이클을 겪은 후 그 동안 '선 수주, 후 투자' 기조를 고수해온 만큼, 금번 6만톤 투자 계획도 충분히 가시성이 높은 물량으로 추정됨. 한편, 해당 공장의 가동 시점은 26년 3분기로 예정된 바, LFP 양극재 공급 시점은 26년 말~27년부터로 예상. 동 사는 추후 국내뿐 아니라 미국 현지 LFP 양극재 생산도 추진할 계획이며(2027년 이후), 관련하여 미국 현지 배 터리 스타트업체인 Mitra Chem에 약 138억원 규모 지분 투자 결정을 발표

최악을 지나, 하반기 점진적 실적 회복 구간 진입 기대

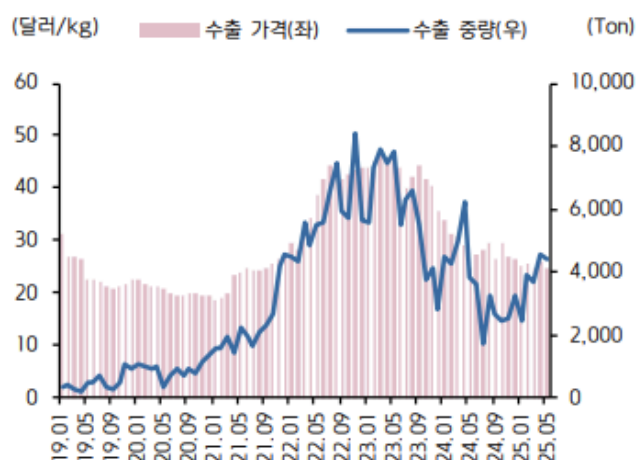
동사는 그동안 이차전지 산업 내 수요 둔화 이슈가 불거지며, 장기간 주가 조정을 겪었음. 주가 하락 요인은, 1) 지속되는 실적 부진(리튬 재고로 인한 대규모 재고평가손실 충당금 등으로 적자 기조 지속), 2) 높은 단일 고객사 비중(Tesla 75% 추정) 속 지난해 전방 고객사의 공격적인 재고조정, 3) 상대적으로 적은 Upstream 투자 및 자 금 조달 불확실성이 부각된 것임. 다만, 당사는 현재 동사가 최악의 구간을 지나가는 시점이라고 판단하며, 엘앤 에프를 양극재 소재 내 Top Pick으로 유지함. 단기적으로는 2분기까지도 부진한 실적(대규모 적자 예상)이 전망 되나, 1) 1분기 분기 저점 후 하반기 점진적인 실적 개선 기대, 2) 신규 수주 등 고객사/제품 포트폴리오 다변화, 3) 정책 불확실성(30D 전기차 보조금 조기 종료, 관세 인상 가능성) 속 낮은 미국 매출 노출도 등이 최선호주로 유지 이유. 하반기부터는 탄산 리튬 재고(장기공급계약 기반)와 그로 인한 대규모 재고평가손실 이슈가 동 계약 종료(올해 종료 예정)로 올 상반기 대부분 발생된 후 하반기 그 영향이 제한적일 것으로 보이는 한편, 전방 고객 사의 신차 출시(Model Y Juniper의 유럽/중국 롱레인지) 효과에 따른 판매량 증가도 예상돼 점진적인 실적 회복 이 기대되기 때문. 특히 금번 LFP 양극재 MOU는 소재의 탈중국 기조 속, 중저가 제품 포트폴리오 확대라는 점 에서 고무적

양극재(NCM) 수출 데이터

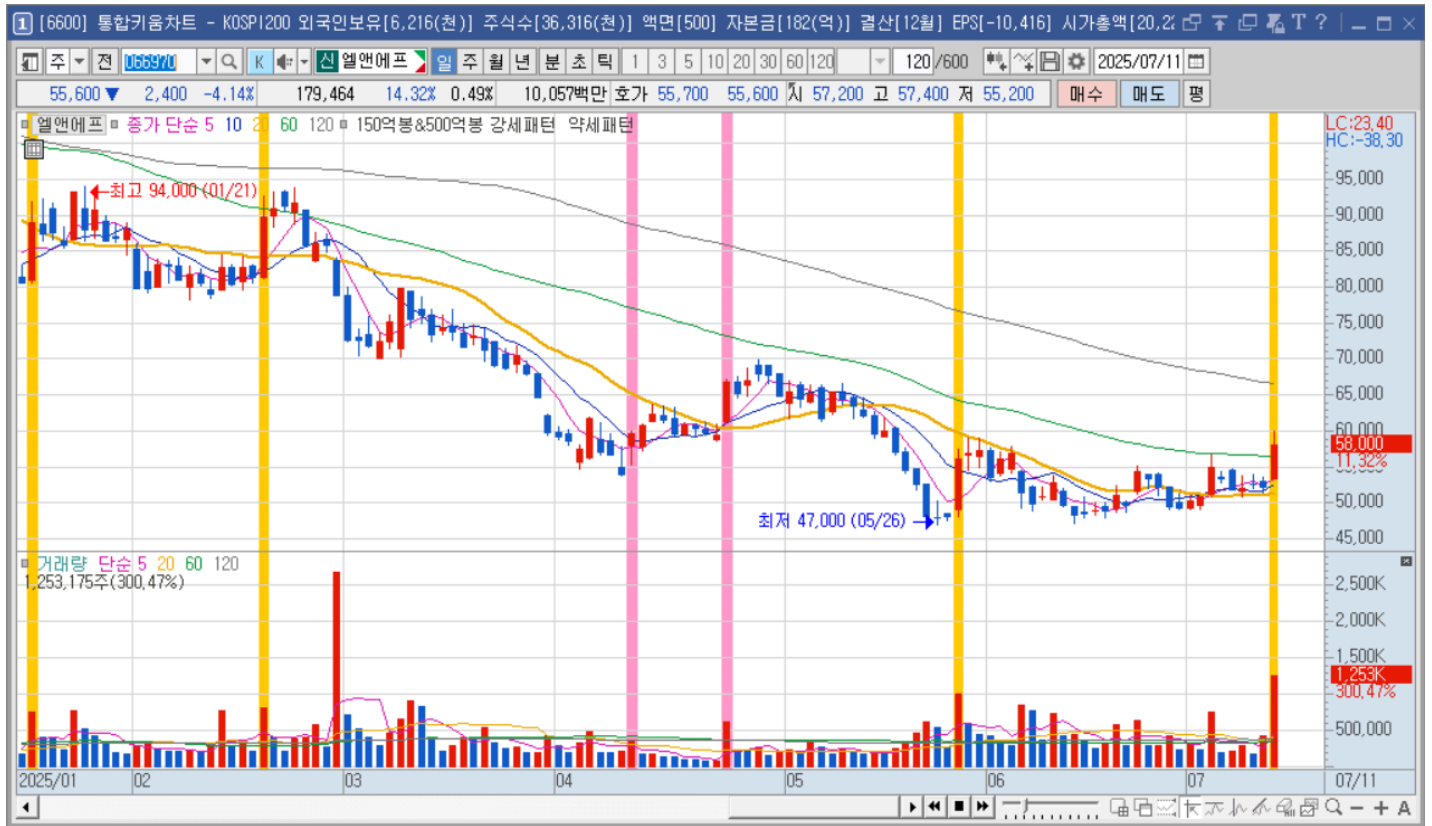


자료: KITA, 키움증권 리서치센터

대구 달서구 기준 양극재 수출 데이터(엘앤에프)



자료: KITA, 키움증권 리서치센터



비에이치아이

비에이치아이 상반기 수주, 연간 목표의 81% 달성 전망

[출처] IBK투자증권 김태현 애널리스트

2분기 영업이익, 시장 기대치 부합 전망

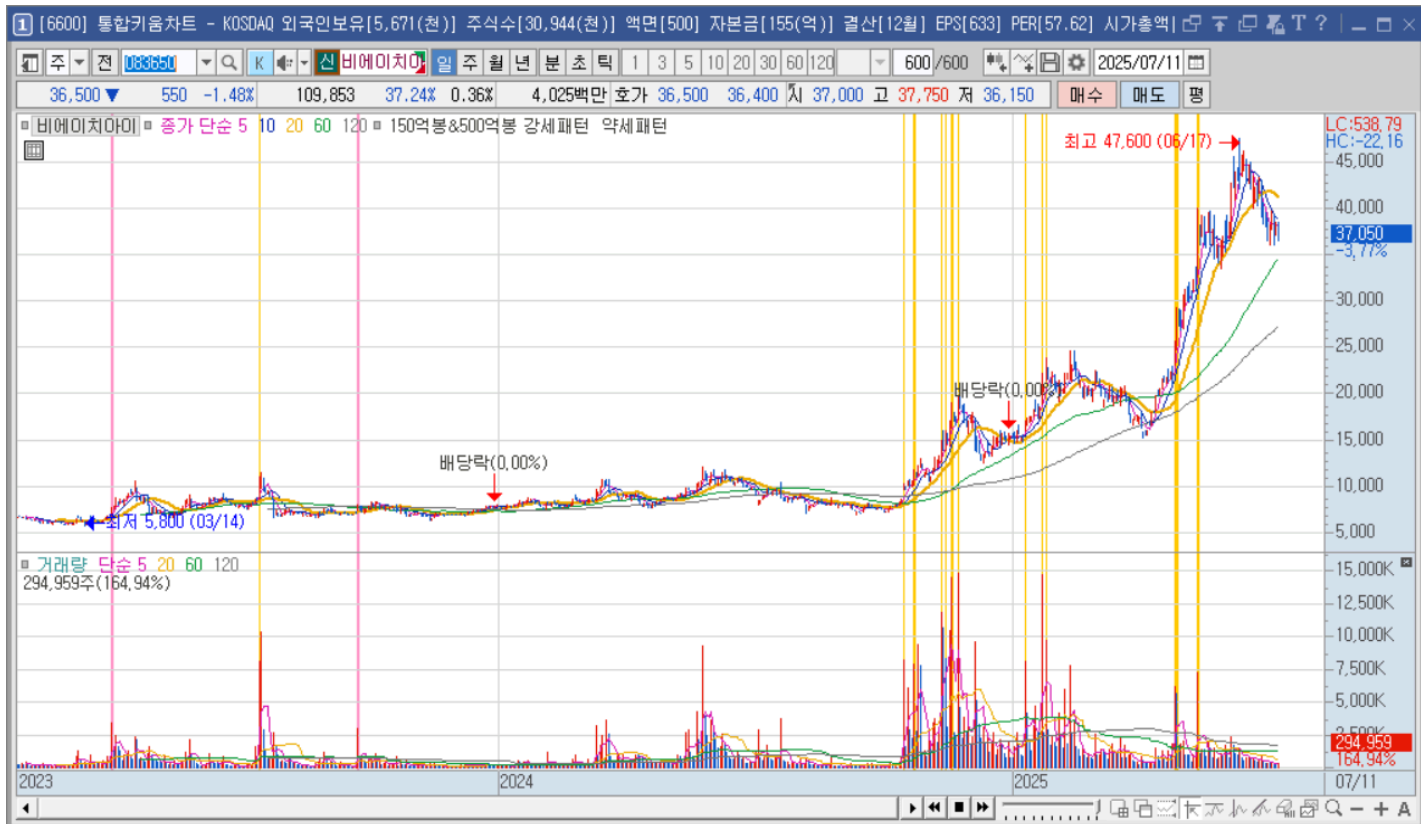
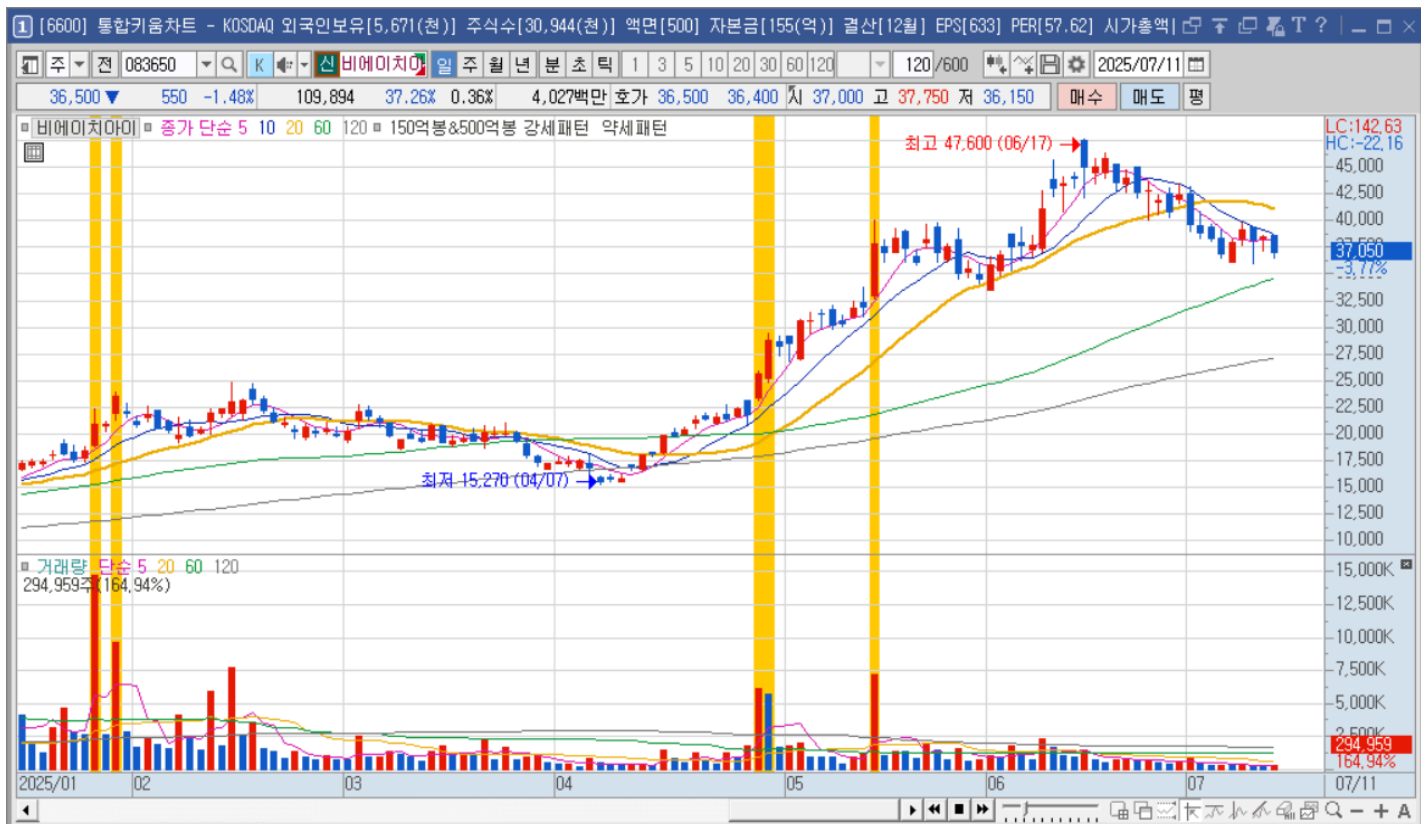
7월인 점을 감안해 2026년 추정치를 50% 반영(기존 2025년 100% 반영)하여, 목표 주가를 43,000원으로 16.2% 상향한다. 2분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,410억원(+63.4% yoy), 120억원(+100.4% yoy)으로 예상되며, 컨센서스(1,567억원 / 125억원) 대비 매출은 하회, 영업이익은 대체로 부합할 전망이다. 작년 수주한 사우디 프로젝트의 매출 인식으로 HRSG(배열회수보일러) 매출은 125.1%(yoy) 증가하고, 보일러와 B.O.P(원자력보조기기) 매출도 각각 14.8%(yoy), 37.5%(yoy) 개선될 전망이다. 매출 증가에 따른 원재료 구매력 강화로 마진을 개선세도 지속될 것으로 보인다. 2분기 수주는 총 5,900억원(보일러 5,177억원 +HRSG 700억원)으로 1분기와 유사할 전망이다. HRSG 수주의 경우, 1분기에 집중됐던 만큼 2분기는 다소 완만 하겠다. 상반기 누적 수주 1.2조원은 2024년 연간 수주액(1.5조원) 및 올해 가이던스(1.5조원)의 약 81%에 해당하며, 2분기 이후 수주 잔고는 2.2조원((2024년 말: 1.4조원)으로 예상된다.

하반기 실적 성장도 문제없어

하반기에도 루마2&나이라야2, 라빅2 발전소 프로젝트가 신규 반영되면서 HRSG부문 매출 성장 기대감이 유효하다. 신한울 3,4호기 관련 원자력 보조기기 수주(약 1,500억원)도 3분기부터 실적에 반영되며, 2029년까지 연간 약 300억원의 매출 기여가 예상된다. 미국 에너지경제·재무분석연구소(IEEFA)는 2024~28년 글로벌 LNG 생산능력이 40% 증가해 연간 약 6.7억 톤(666.5MTPA)에 이를 것으로 전망하며, 우리나라도 11차 전력수급기본계획(2025~38)에 따라 2038까지 LNG 발전 설비 용량을 69.2GW로 2023년(43.2GW) 대비 60% 확대할 계획이다. 동사는 40% 수준인 LNG 발전소의 발전효율을 약 60%까지 높이는 핵심 설비인 HRSG의 글로벌 점유율 1위 사업자인 만큼, 당분간 수혜가 이어질 것으로 예상된다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	367	405	682	886	1,084
영업이익	15	22	59	73	90
세전이익	4	-4	54	70	89
지배주주순이익	8	20	42	52	66
EPS(원)	267	633	1,343	1,693	2,146
증가율(%)	-136.2	137.6	112.0	26.1	26.8
영업이익률(%)	4.1	5.4	8.7	8.2	8.3
순이익률(%)	1.9	4.9	6.2	5.9	6.1
ROE(%)	12.2	20.6	30.4	28.6	27.3
PER	30.4	24.4	27.6	21.9	17.3
PBR	3.4	4.1	7.3	5.5	4.2
EV/EBITDA	15.0	20.9	18.1	14.7	12.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상



HD현대마린엔진

내년부터 제대로 달린다

[출처] SK증권 한승한 애널리스트

2Q25 Preview: 시장예상치 부합하는 실적 기록 예상

2Q25 연결 매출액 933 억원(+9.7% YoY, +12.4% QoQ), 영업이익 124 억원 (+37.8% YoY, +20.6% QoQ)으로, 컨센서스(131 억원)에 부합할 것으로 예상된다. 2분기 엔진 부문 가동률이 이전 분기와 비슷한 수준인

86% 이상의 가동률을 기록함과 동시에 엔진과 부품 모두 1 분기 대비 납품 물량 증가하면서 탑라인 및 이익 성장 이어졌으나, 이전 분기 대비 납품 ASP 상승 효과는 크지 않았던 것으로 추정된다.

엔진과 부품 모두 내년부터 본격적인 질적 성장 전망

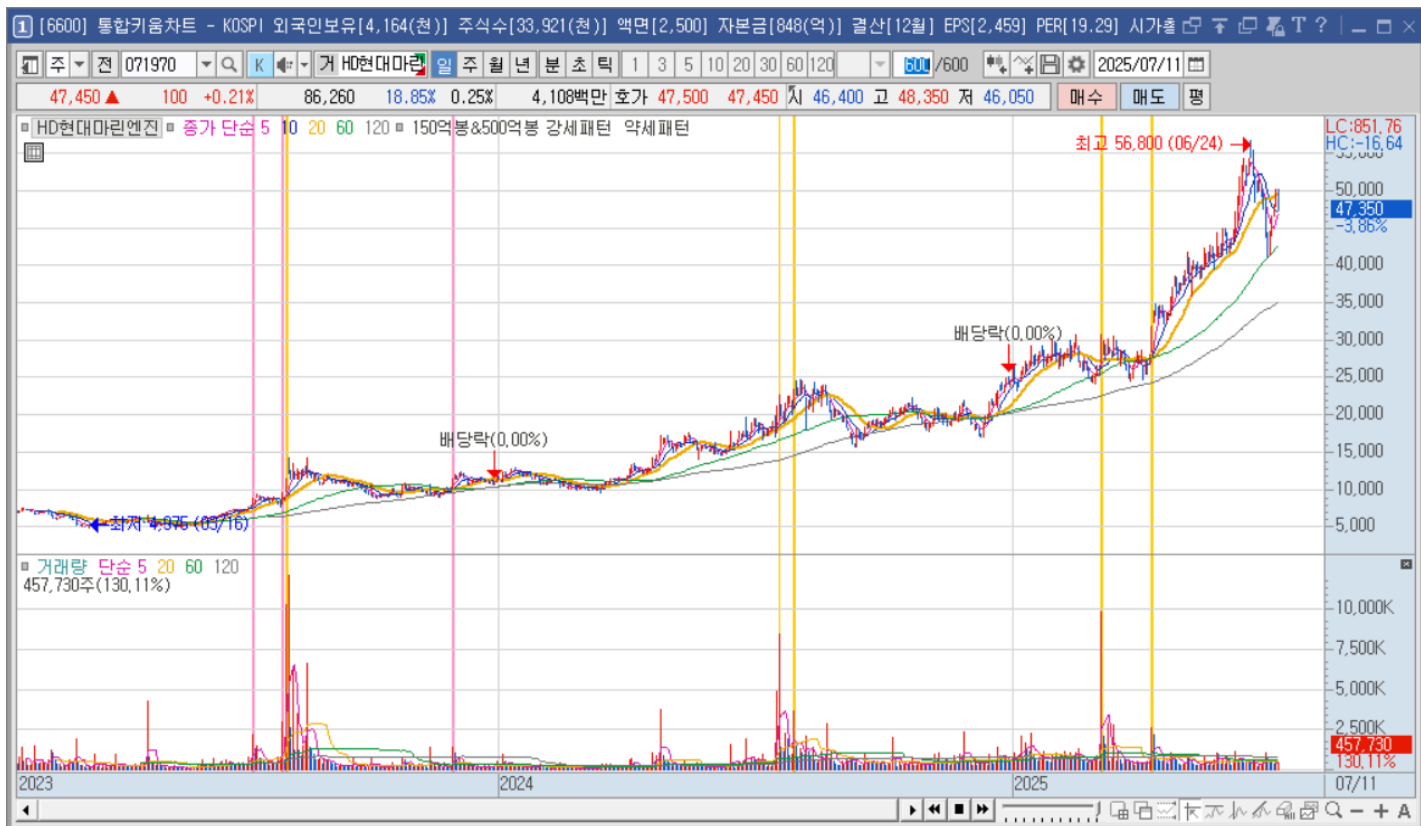
동사는 1Q25 기준 8,325 억원 규모의 수주잔고를 기록했으며, 이후 2Q25 까지 1 분기 동안 공시된 엔진 수주 실적이 2,835 억원임을 고려하면, 엔진 매출 소화 대비 빠른 속도의 수주잔고 규모 확대를 확인할 수 있다. 동사는 캐파 확대에 대한 계획은 아직 없는 것으로 파악되나, 현재 공장 규모 대비 테스트 베드 비중이 약 70%이기 때문에 필요 시 언제든지 캐파 확장은 가능한 상황이다. 아직 엔진 매출 비중에서 DF 비중이 10% 미만에 불과하기 때문에 올해 가동률의 약 20%를 차지하고 있는 HD 현대중공업의 OEM 물량 소화됨과 동시에 내년부터 HD 현대미포항 직접계약 물량 증가와 점진적인 DF 납품 비중 확대, 그리고 ASP 효과를 통해 빠른 속도의 실적 개선 폭을 시현할 전망이다. 부품 부문에서는 올해 하반기부터는 터보차저 국산화 생산 및 상반기 대비 2배 이상의 가동률 증가를 통해 빠른 속도의 탑라인 확대가 예상되며, '26 년부터의 본격적인 질적 성장 시현을 예상한다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 57,000 원으로 상향

HD 현대마린엔진에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 43,000 원에서 57,000 원으로 상향한다. 목표주가는 '27 년 추정 BPS 15,785 원에 Target P/B 3.6배를 적용하여 산출했다. 당사의 기존 추정치 대비 OEM 물량 비중 및 시점 조정으로 인해 탑라인 하향 조정했으나, 엔진 부문의 예상 대비 빠른 실적 개선 속도 및 부품 부문의 성장, 그리고 추가적인 테스트 베드 설치를 통한 캐파확장 혹은 오버캐파 기대감을 반영해 이익 추정치와 멀티플 모두 상향 조정했다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	177	244	316	388	589	674
영업이익	십억원	11	18	33	53	99	130
순이익(지배주주)	십억원	14	32	76	47	76	100
EPS	원	526	1,226	2,238	1,382	2,236	2,941
PER	배	13.5	9.5	10.9	34.3	21.2	16.1
PBR	배	1.0	1.5	2.7	4.5	3.7	3.0
EV/EBITDA	배	20.1	17.1	20.0	24.4	12.7	9.3
ROE	%	8.2	15.2	28.3	14.0	19.1	20.5



코스맥스

2Q25 Pre: Top 10 고객사 순위 격변 중

[출처] 교보증권 권우정 애널리스트

2Q25 Pre: Top 10 고객사 순위 격변 중

2분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 6.5천억원(YoY 18%), 670억원(YoY 43%)으로 시장기대치 소폭 상회 추정.

1) 한국 매출액 YoY 25% 증가 추정. 인디브랜드의 수출 지역 및 품목 다변화가 진행되며 Top 10 브랜드 순위가 격변 중임. 인디브랜드 M사는 기존 스킨케어 제품 외에도 PDRN 겔마스크팩 성장률 견조한 것으로 파악됨. 이에 따라 당초 예상보다 Top 5에 진입한 것으로 파악됨(기존 예상 올해 Top 10 진입). A사도 일본 메가와리 판매 호조 등으로 월 매출 1위 고객사 기록한 점 고무적. 선제품은 비중은 아직 낮으나 YoY 50% 이상 성장세를 기록 중임. 선제품은 아직 규모의 경제 구간은 아니지만, 향후 마진 개선 여지를 기대할 수 있음. 쿠션 등 색조 중심 직수출도 꾸준히 확대되고 있으며, 최근 기초 제품 중심 프로젝트 수주도 확대되는 흐름임. 다만, 이익률은 마스크팩 비중 확대로 (작년 LSD% → 올해 약 10~15%) 작년 일회성 비용 제외한 OPM 대비 소폭 낮을 것으로 추정. 2) 중국 상해 매출액 YoY 7% 추정. 기존 온라인 고객 중심에서 오프라인/공동구매 고객사 중심으로 매출 확대. 기존 주요 고객사들의 발주 회복세도 이어지는 중임. 반면, 광저우 매출액 YoY - 10% 추정. 작년 클렌징 물량 기저와 잇센 기저 부담 영향. 특히, 광저우 별도가 20%대 역성장이 예상되는데, 온라인 고객사들 전반적으로 부진한 흐름인 것으로 파악됨. 3) 동남아 매출액 YoY 47% 추정(인니 YoY 10%, 태국 YoY 135%). 인니는 1분기 선제품 선생산 물량 및 태국 공동영업 물량으로 다소 성장률이 아쉬우나, 태국은 1분기에 이어 2분기도선물량 견조한 것으로 파악됨. 4) 미국 매출액은 YoY -15% 추정. 3분기 부터는 BEP 달성이 본격화될 것으로 기대됨. 기존 주요 고객 제품 외에도 신제품 생산이 3분기에 집중될 예정이며, 지난해 유입된 신규 인디 브랜드사의 물량이 하반기부터 실적에 반영될 예정

투자의견 BUY 유지 및 목표주가 310,000원으로 상향

코스맥스에 대한 투자의견 BUY를 유지하며, 목표주가를 기존 29만원에서 31만원으로 상향 조정함. 목표주가 상향은 이익 추정치 상향 및 기간 조정에 기인함. 코스맥스는 향후 선/스킨케어 중심 매출 비중 확대에 따라 마진 개선 기대감 유효함. 1분기 기준 CAPA는 기존 대비 30% 확대되었으며, 기초:색조 제품 비중이 7:3임. 선제품 기여도 아직은 미미하지만, 향후 마진 확대 가능성을 열어둘 수 있겠음. 글로벌 고객사의 기초 프로젝트 확대 흐름을 감안할 때, 중장기적 마진 개선 여지를 열어둘 수 있음

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	1,777	2,166	2,535	2,927	3,308
YoY (%)	11.1	21.9	17.0	15.5	13.0
영업이익(십억원)	116	175	248	314	371
OP 마진 (%)	6.5	8.1	9.8	10.7	11.2
순이익(십억원)	38	88	131	190	227
EPS(원)	5,034	7,560	10,781	15,657	18,723
YoY (%)	174.1	50.2	42.6	45.2	19.6
PER(배)	25.1	19.7	24.4	16.8	14.0
PCR(배)	6.6	6.2	5.6	4.4	3.9
PBR(배)	4.0	3.6	5.2	4.1	3.3
EV/EBITDA(배)	9.8	8.9	10.6	8.4	7.0
ROE (%)	12.1	20.5	23.5	27.5	26.1

