

2025.07.18.(금) 증권사리포트

◆ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

대양전기공업

2분기 실적도 All Green

[출처] IBK투자증권 이진재 애널리스트

지속될 성장세

2Q25 예상 실적을 매출액 582억 원(+16.6%, YoY), 영업이익 63억 원(+107%, YoY)으로 전망한다. 2분기 실적 성장은 자동차 센서 사업부와 방산 사업부의 성장세가 주요할 것으로 판단된다. 조선 사업부는 1분기와 유사한 흐름을 나타내며, 매출 볼륨 확대보다는 이익률 개선세가 이어질 것으로 보인다. 대양전기공업은 선박용 조명 사업을 주력 사업으로 성장해 왔지만, 센서 사업부의 성장이 지난해부터 확연하게 두드러지면서 주력 사업의 전환이 조만간 이루어질 것으로 판단된다.

센서 사업부 성장에 주목

동사가 제작, 판매하는 센서는 디지털 압력 센서로 자동차 산업향으로 빠르게 공급이 확대되고 있다. 초기에 현대차가 제작한 수소연료전지 시스템에 채택되어 탑재되기 시작한 압력 센서는, ESC(Electronic Stability Control) 센서로 사업 영역이 확대되며 수요가 빠르게 증가하고 있는 것으로 분석된다. 전세계적으로 ESC 압력 센서를 생산하고 있는 기업이 대양전기공업을 포함 3곳뿐이라는 점은 매력적인 투자포인트다. 3개 기업 중 한곳은 개별 센서 판매는 하지 않고 있어 실질적인 개별 센서 판매는 북미 S사를 제외하면 대양전기공업이

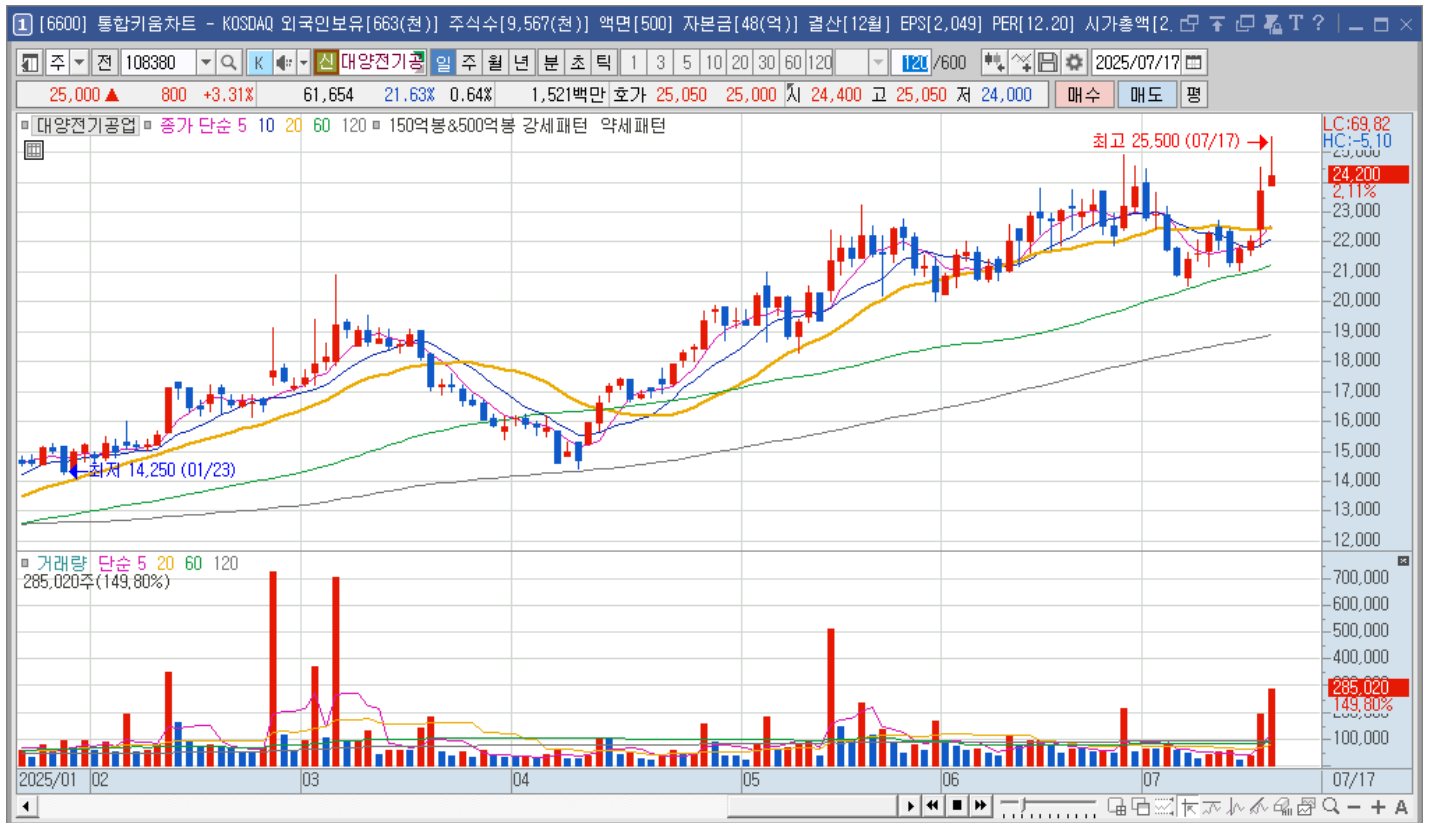
유일하다. 북미 S사는 판매 단가를 높게 유지하고 있어 탑재량이 증가하고 있는 ESC 센서에 대한 국산화는 필수적이며 국내 기업뿐 아니라 글로벌 고객사 또한 공급이 확대될 것으로 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 33,000원 유지

동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 33,000원을 유지한다. 올해 하반기에는 중국 자동차 기업향 공급이 예상되며, 2026년에는 글로벌 1st 티어 자동차 부품 기업으로의 공급 가능성도 있어, 지속적인 시장의 관심이 나타날 것으로 판단된다.

(단위:억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,543	1,963	2,460	2,797	3,107
영업이익	37	157	260	305	340
세전이익	98	242	314	355	407
지배주주순이익	84	196	249	282	323
EPS(원)	876	2,049	2,605	2,951	3,380
증가율(%)	-211.8	133.9	27.2	13.3	14.5
영업이익률(%)	2.4	8.0	10.6	10.9	10.9
순이익률(%)	5.4	10.0	10.1	10.1	10.4
ROE(%)	3.8	8.3	9.7	10.0	10.4
PER	13.4	6.3	9.1	8.0	7.0
PBR	0.5	0.5	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.2	2.7	4.8	3.6	2.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상





팬오션

안정적 수익구조 속 나타나는 시황 반등

[출처] 미래에셋증권 류제현 애널리스트

2Q25 Preview: 건화물, LNG 실적 호조로 증익 예상

팬오션의 2Q25 매출액은 1.3% YoY 증가한 1조 4,112억원을 기록할 전망이다. 벌크 매출액은 시황 개선과 CVC 선대 확장 효과가 더해지며 전분기 대비 소폭 증가한 8,173억원을 달성할 것으로 보인다. 영업이익은 1,220억원(-9.7% YoY, 7.7% QoQ)을 기록, 시장 기대치(1,239억원)를 대체로 충족할 전망이다. 벌크(654억원, 37% QoQ)와 LNG/기타(373억원, 25% QoQ) 부문이 전분기비 실적 반등을 견인할 것으로 예상된다. 다만, 컨테이너(48억원), 탱커(146억원) 부문 영업이익은 시황 약화에 다른 영향으로 각각 -26% QoQ, -70% QoQ 감소할 것으로 추정된다.

비수기에 나타나는 시황 반등: 저점에서 수요 개선 기대

최근 BDI는 비수기 종료 이전임에도 강한 반등세(7/16 1,906pt, 34% WoW)다. 1) 폭염에 따른 중국의 전력 및 석탄 수요 증가로 파나마스 시황이 개선되고 있으며, 2) 중국의 정치국 회의와 4중 전회를 앞두고 추가 경기부양책 발표에 대한 기대감으로 케이프사이즈 시황도 강세다. 3) 북미 곡물 수요도 개선되며 수프라막스 역시 회복

국면에 진입하는 모습이다. 장기적으로는 저효율 케이프사이즈(약 15년 선령) 선박 중심 해체량 증가, IMO 탄소세 강화와 함께 공급 제한도 본격화될 전망이다.

한편, 동사는 수익성 높은 LNG선 비중 확대(셀, 카타르에너지 TC), 케이프사이즈 벌크선 CVC 계약 체결로 안정적인 수익 구조를 구축, 시황 변동성에 대한 방어력을 높이고 있다. 최근 원화 강세도 다소 완화되며 LNG선 부문의 영업이익 기여도는 전체의 약 30% 수준까지 확대될 가능성이 높다.

목표주가 5,500원 및 매수 의견 유지: 수익구조 안정화와 저평가에 주목

팬오션에 대한 목표주가 5,500원 및 매수 의견을 유지한다. 최근 비수기 운임 반등은 하반기 시황의 추가 개선에 대한 기대감을 높인다. 미중 무역분쟁이 마무리된다면 케이프사이즈 중심의 강세장이 재현될 가능성이 충분하다. 최근 반등에도 동사의 주가는 12개월 선행 P/E 4.6배, P/B 0.37배에 불과하다. 안정적인 수익 구조로의 변화를 감안한 장기적인 매집 전략은 여전히 유효하다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	4,361	5,161	5,895	6,149	6,364
영업이익 (십억원)	386	471	463	504	490
영업이익률 (%)	8.9	9.1	7.9	8.2	7.7
순이익 (십억원)	245	268	370	420	386
EPS (원)	458	502	692	786	723
ROE (%)	5.3	5.2	6.4	6.9	6.0
P/E (배)	8.1	6.6	5.9	5.2	5.6
P/B (배)	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3
배당수익률 (%)	2.3	3.6	3.0	3.0	3.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터





ISC

2분기 양호한 실적 기록 전망

[출처] 하나증권 김민경 애널리스트

2Q25 Preview: 순조로운 실적 회복

ISC의 25년 2분기 매출 519억원(YoY +4%, QoQ +64%), 영업이익 135억원(YoY -9%, QoQ +94%, OPM 26%)으로 기존 기준 추정치를 유지한다. 1분기에는 메모리와 비메모리 소켓 모두 부진했으나 2분기에는 메모리 소켓은 모바일 DRAM, 비메모리 소켓은 AI 반도체 중심으로 수주가 회복된 것으로 파악된다. 특히 상대적으로 마진이 높은 AI 반도체 비중이 전분기대비 확대되며 수익성 개선이 기대된다. 지난 5월 30일 ISC는 SK엔펠로부터 아이세미와 Tech Dream 지분 100%를 취득한 바 있는데 하반기에는 본격적인 실적 기여가 시작될 것으로 예상된다.

하반기 양호한 실적 흐름과 모멘텀 지속

하반기부터 아이세미의 실적 기여 및 시너지 효과가 본격화 될 것으로 기대된다. 아이세미는 모듈 테스터, 세정 케미컬 등의 아이템을 주력으로 공급하고 있는데 하반기 모듈 테스터가 소켓과 턴키 방식으로 공급이 이루어지며 시너지 효과가 있을 것으로 예상되기 때문이다. 세정 케미컬 또한 HBM 라인으로 순조롭게 공급이 이루어지고 있다. 또한 26년 상반기 반도체 소재부품 사업 포트폴리오 확장을 계획하고 있어 25년 하반기 중 추가적인 M&A가 가시화 될 것으로 예상되며 이에 따른 추가적인 기대감이 형성될 수 있다. 아울러 AI 인프라 투자 수요 기반의 안정적인 수주가 지속되고 있어 하반기에도 견조한 실적 흐름이 유지될 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 7.6만원 유지

ISC에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 7.6만 원을 유지한다. AI 인프라 투자 확대에 따른 AI 반도체 수요 증가는 테스트 소켓 시장 성장으로 이어질 것으로 기대되며, 하반기 다수의 로직 반도체 고객사가 양산에 돌입하며 안정적인 실적 흐름이 지속될 것으로 예상된다. 안정적인 본업에 더불어 하반기 아이세미와의 시너지 효과 확대, M&A에 따른 기대감 감안 시 추가적인 주가 상승을 기대할 수 있다는 판단이다.

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	140.2	174.5	211.6	273.9
영업이익	10.7	44.8	56.2	75.2
세전이익	17.6	69.6	70.1	90.4
순이익	13.2	54.7	51.4	66.2
EPS	720	2,579	2,424	3,125
증감율	(71.56)	258.19	(6.01)	28.92
PER	111.53	27.96	26.61	20.64
PBR	3.47	2.83	2.38	2.19
EV/EBITDA	73.34	22.01	10.84	8.01
ROE	3.56	10.98	9.51	11.37
BPS	23,173	25,507	27,149	29,492
DPS	200	810	810	810





엘앤에프

K-LFP의 리더로 부각

[출처] KB증권 이창민 애널리스트

투자의견 Buy, 목표주가 80,000원 유지

엘앤에프에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 80,000원을 유지한다. 목표주가는 DCF 방식 (현금흐름방식)으로 산출되었고, WACC은 5.56% (COE 9.70%, 세후 COD 4.61%, 52주 조정 Beta 1.23)를 적용했다. 목표주가에 대한 Implied 12M Fwd P/B는 5.68배이며, 7월 17일 종가 기준 상승여력은 45.2%다.

모델Y 주니퍼 인도 본격화로 양극재 출하량 2Q +55% QoQ → 3Q +45% QoQ 추정

엘앤에프의 2025년 2분기 실적은 매출액 5,353억원 (-4% YoY), 영업적자 -1,044억원 (적자지속, 영업이익률 -20%)으로 추정된다. 원/달러 환율 (1Q25 평균 1,453원 → 2Q25 1,401원) 및 리튬 가격 하락으로 재고자산 평가손실의 규모가 기존 추정치 대비 확대될 것으로 예상되는 점 (-300억원 → -700억원)은 아쉽다. 하지만 이는 이번 분기를 끝으로 종료될 일회성 요인이며, 모델Y 주니퍼 인도가 본격화됨에 따라 NCMA95 제품 출하가 빠르게 증가하는 점에 주목할 필요가 있다. 엘앤에프의 2분기 양극재 출하량은 전분기 대비 +55% 증가할 것으로 추정되며, 3분기에도 +45% QoQ 확대되어 1분기 출하량의 두 배 이상을 기록할 전망이다.

2차전지 소재 업종 Top Pick 관점 유지, 최소 2곳 이상의 LFP 양극재 고객을 확보한 K-LFP 리더

엘앤에프에 대한 2차전지 소재 업종 Top Pick 관점을 유지한다. 최근 북미 지역에서는 IRA 폐지 예고 및 AI 데이터센터발 전력 수요 증가로 EV/ESS용 LFP 수요가 폭증하고 있다. 이에 따라 AMPC 수량이 가능한 비중국 LFP 니즈가 확대되고 있는데, 엘앤에프가 K-LFP의 최대 수혜주로 부상할 전망이다. 최소 2곳 (SK온+@) 이상의 LFP 양극재 고객을 이미 확보했으며, 향후 이를 바탕으로 한 중장기 공급 계약 체결이 기대되어 비중국산 LFP 양극재를 준비하는 업체들 가운데 가장 빠른 매출 성장세를 시현할 것으로 예상되기 때문이다.

엘앤에프는 대구 국가산단 부지 (그림7)에 6만톤 규모의 LFP 양극재 생산시설을 건립 (3Q26부터 가동 시작) 할 예정인데, 최근 들어 LG에너지솔루션과 테슬라 등 엘앤에프 핵심 고객들의 비중국 LFP 양극재 수요도 빠르게 증가하고 있는 만큼 향후 해당 업체들과의 협력 (추가 고객 확보)도 기대된다.

Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	1,907	2,242	3,064	3,068
영업이익 (십억원)	-559	-212	104	123
지배주주순이익 (십억원)	-378	-218	32	47
EPS (원)	-10,416	-6,010	889	1,306
증감률 (%)	적지	적지	흑전	46.9
P/E (x)	N/A	N/A	62.0	42.2
EV/EBITDA (x)	N/A	N/A	16.4	14.8
P/B (x)	4.1	4.1	3.8	3.5
ROE (%)	-41.7	-36.2	6.4	8.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0





넷마블

명백히 보이는 슈퍼사이클 진입 가능성

[출처] DS투자증권 최승호 애널리스트

2Q25 Preview: 세븐나이트 리버스 대흥행이 만들 서프라이즈

넷마블 2Q25 실적은 매출액 7,114억원(QoQ+14.1%), 영업이익 842억원 (QoQ+69.3%)으로 컨센서스를 상회할 것으로 전망한다. 서프라이즈의 핵심은 세븐나이트 리버스다. 세븐나이트 리버스 2Q매출액 874억원을 예상한다. RF온라인도 호조 지속 중이다. 637억원 예상한다. MCOC QoQ+8%, 7대죄 QoQ+18%로 기존 작도 방어 예상된다. 동사는 과거 외부 IP에 의존한 사업구조를 보였다. 그러나 자체 IP인 세븐나이트/RF가 연속히트에 성공하며 명확하게 체질개선에 성공한 상황이다. 이에 따라 IP수수료 절감효과도 이어질 것이다. 인건비 QoQ 플랫, 마케팅비 18% 증가한 1,352억원으로 비용통제 지속 예상한다.

3Q부터 쏟아지는 신작러쉬, 슈퍼사이클 진입전망

3Q부터 신작 러쉬가 예상된다. 3Q 뱀피르, 스톤에이지, 세나리글로벌, 몬길: Stardive의 출시를 예상한다. 핵심 게임인 몬길:스타다이버 5월 사전예약 시작했고 6월 뱀피르, 스톤에이지 시작했다. 전작인 세븐나이트 리버스 3월 사전예약 시작 후 2개월 만인 5월 출시되었다. 통상적으로 사전예약 시작 후 3-4개월 내 게임 출시된다. 따라서 해당 게임들 3Q 출시 충분히 가능하다. 4Q는 PC/콘솔 신작인 나혼렘을 시작으로 6월 사전예약 시작한 일곱개의 대죄 오리진, 왕좌의 게임 아시아 출시예정이다. 두 가지 점에서 최근 RF/세븐나이트의 성공을 간과해선 안된다. 1. 국내에서 넷마블의 퍼블리싱 역량이 통한다는 점, 2. 추억 마케팅이 유효하여 과거 히트IP였던 몬길의 히트까지 연결 가능하다는 점이다. 하반기 국내 최초의 오픈월드 수집형 RPG이자 PC/콘솔/모바일 크로스 플랫폼인 '7대죄 오리진'과 CBT 호평받은 '몬길:스타다이버'에 주목한다. 몬길은 현재 에픽 위시리스트 2위다. 해당 게임들 히트를 시작으로 슈퍼사이클 진입을 예상한다.

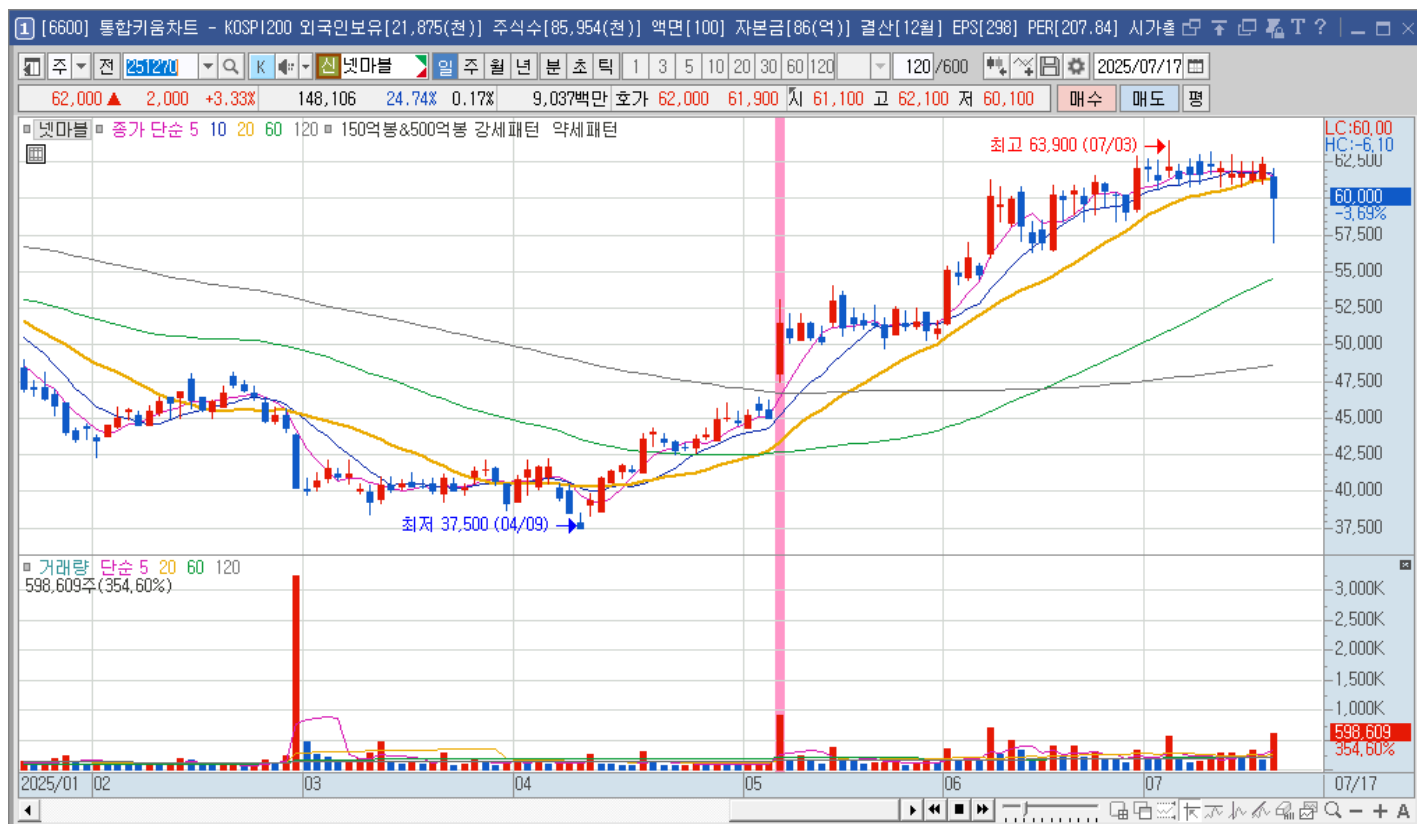
목표주가 7만원→7.9만원 상향

목표주가를 79,000원으로 상향한다. 이는 종전 레포트에 반영되지 않았던 일부 게임들을 반영하고 일부 게임 출시시기를 4Q→3Q로 앞당긴 데에 따른 상향이다. '25년 영업이익 3,647억원 전망한다. '26년에는 7대 최오리진 온기 반영되고 상그릴라 프론티어 등의 대형신작이 출시예정이다. 연속 증익 가능성 충분하다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,673	2,502	2,664	2,960	3,225
영업이익	-109	-68	216	365	384
영업이익률(%)	-4.1	-2.7	8.1	12.3	11.9
세전이익	-941	-159	76	400	437
자배주주지분순이익	-819	-256	26	308	340
EPS(원)	-9,531	-2,975	298	3,762	4,150
증감률(%)	적전	적지	흑전	1,161.1	10.3
ROE(%)	-14.6	-4.9	0.5	5.8	6.3
PER(배)	-6.3	-19.5	173.3	15.9	14.5
PBR(배)	1.0	1.0	0.8	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	58.1	54.2	14.7	11.7	9.6

자료: 넷마블, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준





녹십자

2Q25 Pre: 컨센 상회, 전 사업부 고른 성장

[출처] SK증권 이선경 애널리스트

2Q25 Pre: 영업이익 컨센 19% 상회 호실적 기대

녹십자 25년 2분기 연결 기준 매출액은 4,918억원(+17.8%YoY, +28.1%QoQ), 영업이익은 261억원(+48.3%YoY, +226.3%QoQ, OPM 5.3%)으로 컨센서스 매출액 4,619억원 대비 6.5%, 컨센서스 영업이익 219억원 대비 19.2% 상회하는 호실적을 전망한다.

알리글로(308억원 추정) 매출 성장과 24년 6월부터 인상된 국내 혈액제제 약가 영향으로 2분기 혈액제제 매출(1,492억원, +64.6%YoY, +17.3%QoQ)의 고성장이 기대되며, 독감 백신의 매출 감소(4가 > 3가 변경에 따른 매출 감소) 영향에도 베리셀라(수두백신, 123억원 추정)의 수출과 싱그릭스(대상포진 백신, 248억원 추정) 성장으로 백신 사업부의 매출(921억원, +6.4%YoY, +86.4%QoQ)도 견조할 것으로 판단된다. 검체 검사 서비스 매출의 증가, 라이넥주의 성장 등의 영향으로 연결회사 매출(1,212억원, +13.5%YoY, +37.5%QoQ)의 성장도 기대해 볼 수 있다.

투자 의견: 매수, 목표주가 20만원 유지

녹십자의 연결기준 25년 매출액은 1조 8,497억원(+10.1%YoY), 영업이익은 723억원(+125.2%YoY, OPM 3.9%)를 전망한다.

하반기 알리글로의 매출 성장과 3분기 국내 독감백신 매출 성장에 주목할 필요가 있으며, 연결 종속회사는 팬데믹 이후 진단 사업의 부진, 경쟁 심화로 인한 건기식의 성장 둔화, NK 파이프라인의 임상 진입에 따른 R&D 비용 증가로 리스크가 부각되었으나 라이넥주 매출 증가에 따른 녹십자 웰빙의 외형 성장 및 수익성

개선, 지씨셀의 연구개발비 및 판관비 효율화에 따른 수익성 개선이 기대되는 상황이므로 25 년 연결 종속 회사의 실적도 점진적으로 회복될 것으로 판단된다.

미국 의약품 관세 관련, 불확실성이 여전히 존재하나 리스크를 최소화하기 위해 미국 내 재고량을 늘리고 미국 내 DP CMO 검토하고 있는 상황이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	1,711	1,627	1,680	1,850	1,956	2,164
영업이익	십억원	81	34	32	72	83	112
순이익(지배주주)	십억원	65	-27	-26	79	70	112
EPS	원	5,601	-2,279	-2,249	6,723	6,015	9,575
PER	배	23.1	-55.1	-79.8	21.2	23.7	14.9
PBR	배	1.1	1.1	1.6	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	15.3	21.7	27.7	17.4	16.2	14.0
ROE	%	5.0	-2.0	-2.1	6.2	5.3	8.0

