

# 2025.08.04.(월) 증권사리포트

◆ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

## 아모레퍼시픽

### 보여주자, 대장주의 면모

[출처] 한화투자증권 한유정 애널리스트

경영 주기 결산 분기임에도 불구하고 대규모 일회성 비용 반영 없이 시장 기대치에 부합하는 호실적을 기록했습니다. 다각화된 브랜드 포트폴리오를 바탕으로 하반기에도 증익 기조가 이어질 것으로 기대합니다.

#### 기대치에 부합한 2분기 2025년 2분기

아모레퍼시픽의 연결 매출액은 1조 50억원(+11.1% YoY, -5.9% QoQ), 영업이익은 737억원(+1,673.4% YoY, -37.4% QoQ)으로 시장 기대치(731억원)에 부합했다. BY25 경영성과에 대한 서구권 임직원 성과급 지급, 미주 지역에서의 일회성 비용 반영(30억원 추정)에도 전지역에서 매출이 성장하였다.

지역별로는 1) [한국] 일반 여행객 수요 기반으로 면세 매출이 +25% YoY(이하 YoY), 2) [중국] 전년 주요 온라인 채널 재고 조정에 따른 기저효과로 중국 매출은 +31% 성장했다. 3) [미주] 이니스프리의 전년 기저 부담에도 라네즈 고성장 지속, 에스트라/한울 신규 런칭 효과로 미주 매출은 +10%, 4) [EMEA] 영국 중심의 매출 호조로 EMEA 매출은 +18% 성장했다.

#### 하나씩 해결되는 중

3분기 연결 매출액은 1조 328억원(+5.7% YoY), 영업이익은 964억원 (+47.9% YoY)으로 추정한다. 한국 실적으로 반영되던 크로스보더 사업 실적이 해외 법인으로 이관된 영향으로 한국 매출 역성장(-3%)이 예상되나 아시아, EMEA, 미주 매출은 각각 +14%, +16%, +18%로 두 자릿수 성장세가 이어질 전망이다. 다만 COSRX 매출은 3분기에도 전년 대비 15% 감소할 것으로 예상한다.

#### 투자의견 BUY 유지, 목표주가 150,000원으로 상향 조정(+7%)

목표주가 산정 기준 연도를 2026년으로 변경하며 목표주가를 상향한다. 이익 추정치의 변동은 없다. 중국 법인의 흑자 기조가 이어지고 있다. 미주, EMEA에서의 주요 브랜드(설화수, 라네즈 등)의 판매 호조 및 신규 브랜드(에스트라, 한울 등) 런칭 효과가 이어지고 있는 점을 고려하면 구조조정 이후 중국 사업의 턴어라운드를 넘어선 성과가 나타날 가능성이 점차 높아지고 있다. 구조적 회복 여부가 확인되는 시점에 보다 유의미한 실적 개선 및 주가 반등이 가능할 것으로 기대한다.

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	3,674	3,885	4,300	4,703
영업이익	108	220	383	447
EBITDA	360	478	635	676
지배주주순이익	180	593	270	319
EPS	2,914	9,937	4,426	5,294
순차입금	-330	-79	-525	-826
PER	49.8	10.5	29.7	24.8
PBR	2.0	1.4	1.7	1.6
EV/EBITDA	23.7	13.4	12.0	10.8
배당수익률	0.6	1.1	0.7	0.7
ROE	3.7	11.7	5.1	5.7





## 휴메딕스

### 전사 매출은 정체, 신제품에 주목한다

[출처] 상상인증권 하태기 애널리스트

#### 2025년 상반기 필러 수출은 성장 지속, 특신과 필러 내수 매출은 정체

최근 동사의 필러 수출이 고성장 중이나 국내에서 특신과 필러 매출 성장은 경쟁 심화로 정체되고 있다. 현재로서는 수출에서 성장을 이끌어 내야 전사 매출 성장이 가능할 구조이다. 2025년 2분기 매출액은 전년 동기 대비 7.7% 감소한 423억원, 영업이익은 20.6% 감소한 104억원으로 추정된다. 특히 2분기 중에 엘라비에 리투오 신제품 출시와 함께 광고 등 마케팅 비용이 일시적으로 크게 증가했을 것으로 가정하여 영업이익을 보수적으로 추정했다. 우선 2분기 필러 내수 매출은 1분기와 비슷하게 정체되고 있는 것으로 추정된다. 특별히 동사의 필러 수출 현황을 보면 긍정적이다. 2024년 4분기에 전체 필러(엘라비에, 리볼라인) 수출은 전년 동기 대비 83.3% 증가한 95억원이었고, 2025년 1분기에도 17.9% 증가한 92억원을 기록했다(표1). 2분기에도 7.8% 증가한 97억원으로 추정된다. 특히 브라질향 수출이 2023년 연간 80억원에서 2024년 170억원 수준으로 급성장했다. 2025년 1분기에는 97% 증가한 59억원을 기록했고, 2분기에도 높은 성장률을 보였을 것으로 추정된다.

#### 신제품 엘라비에 리투오, 개발 중인 복합필러(벨피엔)에 주목

첫째, 신개념 스킨부스터 엘라비에 리투오를 출시했다. 최근 마케팅을 강화하고 있으며, 2분기 매출액은 10억원 내외로 추정되고, 2025년 하반기에도 매출이 소폭 증가할 가능성이 있다. 대중성을 확보하면서 매출을 계속 늘려 갈 수 있을지 지켜볼 필요가 있어 보인다.

둘째, 잠재력이 큰 벨피엔(PN필러)에 대한 기대가 크다. 2025년에 임상을 마무리하고 2026년에 품목허가 신청, 2026년 말까지 출시를 목표로 하고 있다. 개발 일정이 많이 늦어진 만큼, 앞으로도 제품 개발 추이를 지켜볼 필요가 있다.

#### 엘라비에 리투오 블록버스터 될 수 있을까, 2026년 벨피엔 출시 가능할까

동사의 주가는 2025년 2분기에 특신 필러 섹터와 동반 상승한 후 5만원대에서 조정을 보였다. 그런데 7월부터 엘라비에 리투오 등에 대한 기대감이 형성, 7월 하순에 77,000원대의 고점을 기록하기도 했다. 현재는 다시 조정국면에 진입하여 66,000원 내외에 있다. 주가에 대한 판단은 좀 복잡한 상황이다. 단점과 장점이 기업가치에 복합적으로 작용하고 있다. 2025년에 영업실적 성장은 둔화되는 상황이나 신제품에 대한 기대는 높아지고 있다.

첫째, 필러 특신은 내수에서 부진하고 수출에서 성장하고 있다. 필러와 특신은 내수에서 국내 기업 간 경쟁이 심한 상태이다. 내수에서 저성장 또는 마이너스 성장을 보이고 있다. 국내 시장 사이즈에 비해 경쟁 기업들이 많기 때문이다. 그러나 수출시장은 크다. 그리고 아직 시장 침투율도 낮은 편이어서 추가적으로 성장할 여지가 클 것이다. 동사는 필러에서는 내수와 수출을 다하고 있다. 반면에 특신에서는 계열사에서 가지고 오는 상품에 대한 국내 판권만 있다. 따라서 특신에서 성장 비전은 매우 제한적이다. 현재로서는 필러 수출로 전사 매출을 이끌고 가야 하는 상황이다. 2024년 필러 수출은 전년대비 39.8% 증가한 355억원이다. 브라질향 필러 수출이 2023년에 80억원으로 성장했고 2024년에는 170억원으로 성장했다. 2025년 연말까지 브라질에서 바디 필러에 대한 품목승인을 목표로 하고 있다. 늦어질 수도 있다. 그러나 현재 허가받은 품목으로 2025년 연간 브라질 전체 필러 수출이 250억원대에 달할 전망이다. 브라질에는 대용량 바디 필러 수요가 많다. 따라서 브라질에서 바디 필러 허가를 받는다면 수출이 좀 더 증가할 것으로 기대된다. 여기에 2025년 2분기에 태국 시장에 필러 샘플을 출시했고, 3분기에 정식 출시할 전망이다. 현재 베트남 시장 진출도 준비 중이다.

둘째, 동사는 2025년부터 엘앤씨바이오에서 가져온 스킨부스터 엘라비에 리투오(무세포 동종진피)를 본격 판매했다. 2025년 2분기에는 이 품목에 대한 기대로 휴메딕스 주가도 상승한 측면이 있다. 휴메딕스는 2024년 11월에 엘라비에 리투오 국내 독점 판권 계약을 맺은 상태이다. 엘라비에 리투오의 주요 성분은 사람의 진피 조직에서 세포를 제거하고 피부 재생에 필요한 세포 외 기질(ECM)이다. 일단 새로운 개념의 스킨부스터로서 휴메딕스의 포트폴리오를 확장했다는 데에서 의미가 크다. 현재 분기 매출이 5~10억원 내외로 올라온 것으로 추정된다. 이 추세라면 2025년 연간 40억원 내외 매출은 기대할 수 있다. 앞으로 대중성 측면에서 거부감을 극복하고 블록버스터로 성장할 수 있을지, 시장에서 매출 추이를 좀 더 지켜볼 필요가 있다. 만약 거부감을 극복하고 대중성을 확보한다면 상당히 의미 있는 신규 품목이 될 수도 있고, 주가가 한 단계 더 상승하는 데 기반이 될 것이다. 그러나 과도한 기대보다는 일단 하반기 분기별 매출 추이에 주목할 필요가 있다.

셋째, 복합필러 벨피엔 개발에 대한 기대는 여전하다. 그동안 개발 일정이 예상보다 많이 늦어지고 있지만, 벨피엔은 2025년 말까지 임상을 마무리하고, 2026년에 식약처에 품목 승인을 신청할 가능성이 있다. 일정이 순조롭다면 2026년 내 출시를 목표로 하고 있다. 따라서 2025년 말부터 2026년 상반기 기간에는 벨피엔에 대한 기대감이 형성될 수도 있다.

### 주가 단기급등 부담 있지만 장기 관점에서 긍정적으로 접근 필요

2025년 추정이익 기준 PER은 14.0 배이다. PER이 크게 낮은 수준이라고 할 수 없다. 그러나 특신, 필러 품목의 내수 매출 성장이 미흡하지만, 필러 수출에서 고성장은 유지되고 있다. 특히 2025년 하반기부터 2026년 상반기에 걸쳐서 엘라비에 리투오와 복합필러 벨피엔에 대한 기대가 높아지고 있다. 앞으로 주목해야 할 대목이다.

단기적으로 주가가 급등한 상황이어서 추가 상승을 논하기에 부담스러운 부분도 있다. 여기에 전사 매출 조정을 감안하면 단기적 주가 조정 가능성도 있다. 그러나 하반기에 엘라비에 리투오 매출이 긍정적으로 창출되고, 벨피엔이 2026년 내 출시 가능성이 높아진다면 장기 트렌드 상에서 주가 상승을 기대할 수 있을 것이다.

따라서 단기적 관점보다 장기적 관점에서 긍정적인 시각으로 접근할 필요가 있다. Forward 추정이익을 적용, 목표주가를 기존의 63,000원에서 71,000원으로 소폭 상향 조정한다.

표 2. 분기별 요약 영업실적 추이

12월결산 (억원)	2024				2025E			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE
매출액	412	459	374	375	401	423	420	432
영업이익	106	131	92	102	114	104	113	122
세전이익	111	148	87	137	155	106	116	96
순이익	93	119	68	113	134	85	97	67
YoY(%)								
매출액	14.0	15.3	-5.8	2.0	-2.5	-7.7	12.5	15.2
영업이익	14.4	14.6	-18.6	93.8	7.3	-20.6	22.7	20.0
세전이익	-20.0	311.1	-23.1	280.9	39.9	-28.2	33.2	-29.8
순이익	-16.4	261.5	-5.3	248.3	45.0	-28.3	42.3	-40.4

자료: 휴메딕스, 별도기준, 상상인증권





## 풍산

### 잠시 숨을 고르자

[출처] iM증권 김윤상 애널리스트

#### 인건비 및 미국 관세 이슈로 둔화된 실적 모멘텀

동사의 25.2Q 별도 영업이익 [879억원, +96.7% QoQ]은 시장 예상치 [1개월 컨센서스 932억원]을 소폭 하회했다. <표 2> 방산 부문 [매출 증가, 상여금 인식 종료]

실적이 전분기 대비 큰 폭으로 개선되었고, 민수 부문 역시 상여금 인식 종료에 따른 Roll-Margin 확대로 나쁘지 않은 흐름이었다. 다만 『1) 통상 임금 관련 충당금 인식, 2) 기본 관세율 부과 이후 미국 소구경탄 수출 마진 둔화』 등으로 민수/방산 마진이 기대치에 미치지 못했다. 연결 영업이익 [936억원, +34.3% QoQ] 역시 시장 예상치 [1개월 컨센서스 1,130억원]을 하회했다. 전술한 본사 부진 외에도 1분기 호조를 보였던 PAC [미국 탄약 판매 법인, 미국 등 관세 부과 영향], FNS [탄약 신관 제조 자회사] 등 자회사 실적이 전분기 대비 부진한 흐름을 보였기 때문이다. <표 1,2,3>

25.3Q 실적 [연결 영업이익 730억원, -21.3% QoQ]은 전분기 대비 둔화될 전망이다.

<표 3> 매출액 감소, 수출 비중 하락 및 미국 관세율 상향 [10%→15%] 등으로 방산 부문 실적 둔화가 불가피하다. 신동 부문 자회사 [전기동 가격 하향 안정화] 및 탄약 관련 자회사 PAC [관세 부과 이후 수요 위축 가능성] 등 자회사 실적 역시 전분기 대비 소폭 둔화될 가능성이 높다. 참고로 동사의 2분기 본사 세전이익 가이던스는 800억원이다.

#### 잠시 숨을 고르자

동사 방산 부문의 중장기 성장성에 대해서는 이견이 없다. 다만 세전이익률 20%을 상회하는 등 24년 이후 방산 부문의 가파른 이익 성장세는 다소 정체될 가능성이 높다. <그림 1> 가장 큰 이유는 회사 가이던스에서도 언급된 하반기 방산 수출 비중 둔화 때문인데, <그림 2> 주지하다시피 수출 비중 하락은 마진을 둔화를 의미한다. 수출 비중 하락의 원인은 다음의 두 가지로 요약된다.

첫째, 미국向 스포츠탄 수출 수익성 악화이다. 동사 전체 방산 매출에서 미국向 수출이 차지하는 비중은 20% 중반 내외로 추정된다. 미국向 수출은 관세 부과에 따른 수익성 악화 외에도 『1) 관세 부과 후 탄약 가

격 상승으로 인한 현지 수요 위축 가능성: 현지 총기 업체 주가도 부진한 흐름, <그림3> 2) 상호 관세 부과 후 내수/수입 업체간 경쟁 심화 <그림4>』 등 도전적인 단기 영업 환경이 전망된다.

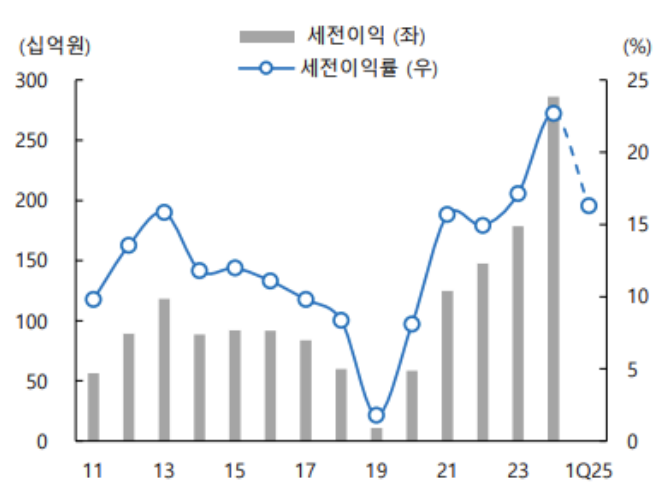
둘째, 24년 국내 업체의 가파른 성장세를 견인했던 미국 外 국가로의 탄약 수출 성장세가 25년 소폭 둔화된 흐름을 보이고 있다. <그림 7,8> 특정 월에 매출이 집중될 수 있고 지정학적 불확실성 감안 시 언제든 탄약 수요가 급증할 가능성은 있으나, 유럽 등 경쟁 업체의 증설 동향 역시 염두에 두어야 한다.

동사에 대한 목표주가로 15만원을 제시한다. 이 중 방산 가치가 13~14만원 [25년 방산 연결 매출 1.33조원, 방산 부문 세전이익률 20%, Target P/E 20x] 정도를 설명할 수 있다. 또한 목표주가 산정시 『1) 민수 부문 가치는 보수적으로 산정 [Target P/E 7x]: 24년 연결 세전이익 중 민수 부문 비중 15% 미만, 2) 연결기준 방산 세전이익률 20% 가정: 과거 최대 방산 세전이익률은 24년 22.7%』의 두 가지도 가정했다. 다만 목표주가 대비 주가 상승 여력이 15%를 하회하므로 투자 의견은 'Hold'로 하향 조정한다.

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	4,554	4,898	4,923	5,072
영업이익(십억원)	324	321	327	336
순이익(십억원)	236	220	228	240
EPS(원)	8,423	7,858	8,146	8,560
BPS(원)	78,478	84,876	91,854	99,245
PER(배)	5.9	17.2	16.6	15.8
PBR(배)	0.6	1.6	1.5	1.4
ROE(%)	11.3	9.6	9.2	9.0
배당수익률(%)	5.2	1.9	1.7	1.7
EV/EBITDA(배)	4.5	10.5	9.6	9.1

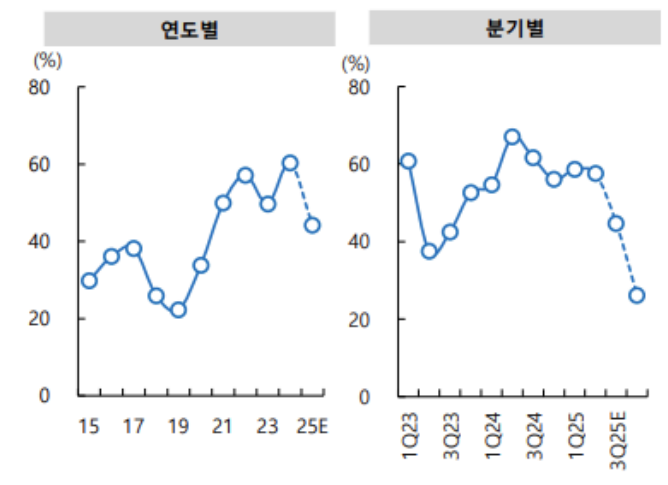
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1. 풍산 방산 부문 세전이익 및 세전이익률 추이



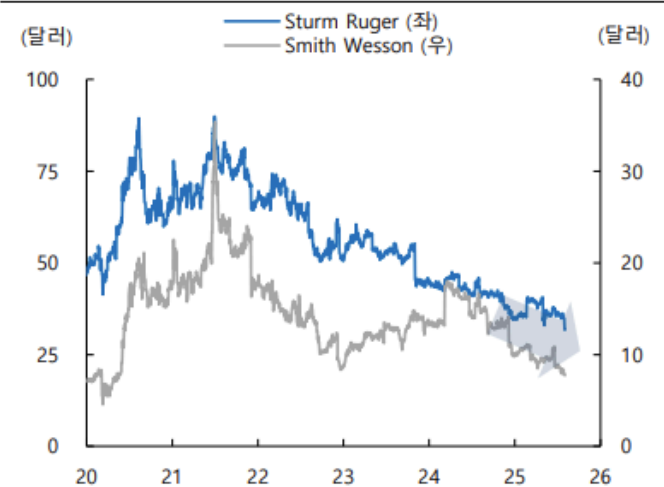
주: 25년 1분기까지  
자료: 풍산, iM증권 리서치본부

그림2. 풍산 연도별/분기별 방산 부문 수출 비중 추이 및 전망



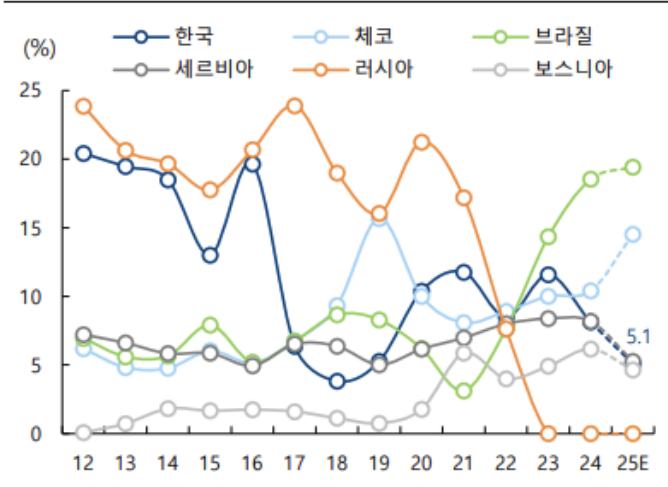
주: 25년 4분기 수출비중은 풍산 가이드언스를 기준으로 역산한 수치  
자료: 풍산, iM증권 리서치본부

그림3. 미국 현지 총기 업체 주가 추이



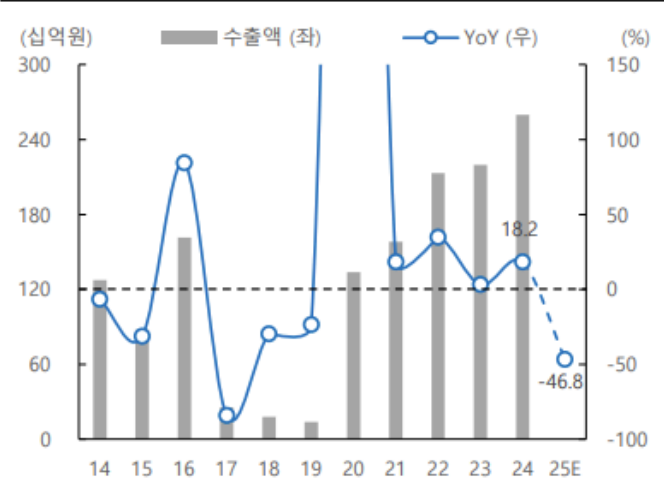
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림4. 미국 탄약류 수입액 국가별 점유율



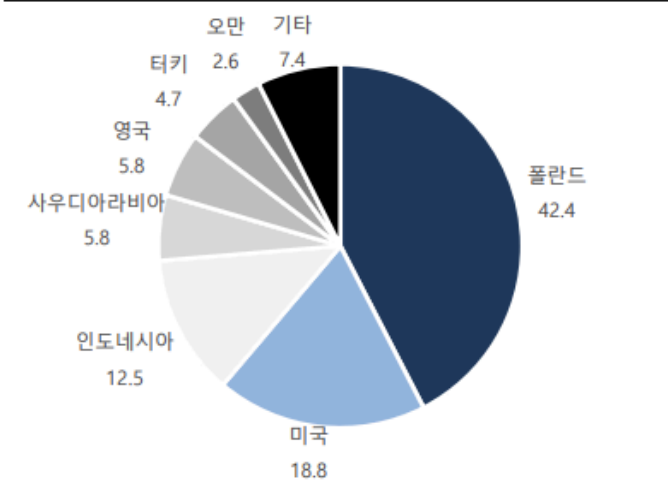
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림5. 국내 미국向 탄약류 수출금액 및 전년비 증가율



자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림6. 25년 국내 탄약류 수출액 국가별 비중



자료: KITA, iM증권 리서치본부





## 금호석유화학

### 회복의 방향성은 유효

[출처] 키움증권 김도현 애널리스트

2Q25 관세 불확실성 및 정기보수에 따른 판매량 감소, Spread 하락이 지속되며 부진한 실적을 기록했습니다. 하지만, 관세 합의에 따른 불확실성은 점진적 완화, 전방 재고소진 지속에 따른 판매량 개선은 점진적으로 가능할 것으로 예상됩니다. 3Q25 영업이익은 802억원으로 개선이 예상되고, 하반기 안정적 펀더멘탈을 고려할 때 현재 주가는 여전히 업사이드 유효합니다.

## 2Q25 Review: 컨센서스 하회

금호석유화학의 2Q25 매출액은 1.8조원(-4.3% YoY, -7.1% QoQ), 영업이익은 652억원(-45.3% YoY, -45.9% QoQ)을 기록하며 시장 눈높이를 하회했다. 합성고무 영업이익은 85억원(-81.5% QoQ)을 기록했다. 3월말 대비 6월말 BD 가격은 -21.2% 하락을 기록했고, SM 가격 역시 -3.5% 하락을 기록했는데, 원재료 가격의 하락에 따른 부정적 Lagging 효과가 2Q25 작용했을 것으로 판단된다. 또한, 2Q25 관세 불확실성 지속되며 타이어향 고무 판매 감소(-8% QoQ)가 발생했으며, 실적 부진의 요인으로 작용했다. 합성수지 영업이익은 53억원(+1.9% QoQ)을 기록했다. ABS 중심의 Spread 개선에 따른 수익성 개선을 기록했다. 페놀유도체 영업이익은 -23억원(적전 QoQ)을 기록했다. 관세 영향에 따른 수요 불확실성이 지속되며 Phenol 제품들의 마진 악화가 발생했고, 이에 따라 적자 전환을 기록했다. EPDM 영업이익은 150억원(-37.2% QoQ)을 기록했는데, 정기보수에 따른 판매량 감소 및 비용 반영 등 영향으로 감익을 기록했다.

## 3Q25 영업이익 802 억원 예상

3Q25 영업이익은 802억원(+23.3% QoQ)의 증익이 예상된다. 합성고무 영업이익 역시 225억원(+164.3% QoQ)으로 개선이 전망된다. 전방 재고소진이 지속됨에 따라 가동률은 2Q25 회복 중이었던 것으로 파악되고, 이에 따라 금호석유화학의 NB-Latex 판매량 역시 증가했다. 2Q25 관세 불확실성 지속되며 전반적 판매량 부진이 지속됐었는데, 관세 합의 완료 이후 판매량은 점진적 개선이 가능할 전망이다. 페놀유도체의 경우 정기보수 영향으로 일시적으로 감익이 예상된다.

## 회복의 방향성은 유효

목표주가 150,000원을 유지한다. 2Q25 관세 영향에 따라 발생했던 수요 불확실성은 점진적 개선이 예상된다. 2Q25 발생했던 일시적 요인들 역시 제거, 2H25 실적 개선은 가능할 것으로 예상된다. 연초 높아졌던 눈높이의 하향 조정은 지속 발생 중인 상황이다. 하지만, 화학업종 수익률을 지속 하회하고 있었던 상황이고, 12MF P/B 0.5배 수준으로 Band 하단에 위치해 있다. 2H25 안정적 펀더멘탈과 실적 개선을 고려할 때 업사이드 유효하다. 투자의견 'BUY' 유지한다.

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	6,322.5	7,155.0	7,146.3	7,110.2
영업이익	359.0	272.8	340.0	397.8
EBITDA	610.2	548.0	643.8	701.8
세전이익	485.1	407.6	463.7	532.7
순이익	447.0	348.6	383.9	452.7
지배주주지분순이익	446.8	348.6	363.4	452.8
EPS(원)	13,880	11,321	11,969	16,192
증감률(%YoY)	-55.0	-18.4	5.7	35.3
PER(배)	9.6	8.0	9.7	7.2
PBR(배)	0.72	0.46	0.51	0.47
EV/EBITDA(배)	6.4	5.1	5.0	4.4
영업이익률(%)	5.7	3.8	4.8	5.6
ROE(%)	7.8	5.9	5.9	7.0
순부채비율(%)	-1.8	2.7	-0.7	-2.9



## 녹십자

### 2Q25P Review: 주력 제품 성장 확인

[출처] 유진투자증권 권해순 애널리스트

2024년 2분기 연결 실적: 예상치에 부합, 주력 제품 성장 확인

연결 영업이익 기준으로 당사 예상치 및 시장 컨센서스에 부합하였다. 물론 연결 자회사 지씨셀(KQ.144510) 및 지씨지놈(KQ.340450)의 영업적자가 지속되면 서 연결 영업이익률은 5.5%로 녹십자 별도 영업이익률 9.6%보다 낮았다. 그러나 3 대 주력 제품군들(알리글로, 헌터라제, 베르셀라)의 매출 증가 추세가 확인되었고, 동 결과가 중장기로도 지속될 수 있을 것으로 예상된다는 점이 긍정적이다. 주력 제품군들의 매출이 고성장하며 매출액 비중이 18%까지 상승하였는데, 녹십자는 2030년까지 3 대주력 제품들이 2030년까지 연평균 30%yoy (녹십자의 2028~2030년 예상 매출액에 근거한 당사 추정치)로 성장할 것으로 전망하였다. 특히 동 제품들은 영업이익률 20%를 상회하는 품목군이라는 점에서 녹십자의 수익성이 꾸준히 개선될 수 있을 전망이다. 녹십자의 2021~2024년 평균 별도 영업이익률이 4.3%로 상위사 중 하위 수준이라는 점은 녹십자의 기업가치 할인 요인 중 하나로 볼 수 있다.

## 2분기 실적 발표 IR 요약: 2025년 영업이익 기준 종전 전망치와 유사할 것으로 언급

연간 연결 기준 영업이익은 연초에 제시한 700~800 억원을 유지하였다. 알리글 로의 미국 판매는 연초 예상대로 2025년 1억 달러(약 1,300 억원대)까지 증가 할 것으로 예상하였고, 베리셀라 및 헌터라제 매출액은 수출 시기에 따라 2 분기 를 peak 로 하반기에는 소폭 감소할 것으로 예상하였다. 3 분기 영업이익은 2 분기 대비 증가할 전망이나(300 억원 상회 예상), 4 분기는 비용 증가를 감안하여 BEP 수준으로 연간 실적 중 가장 낮을 것으로 예상하였다. 참고로 녹십자는 최근 3년간 4분기에 영업적자를 기록하였기 때문에 금번 4분기에는 적자 폭을 감소시키는 것을 목표로 하고 있다. 2 분기 실적을 반영하여 연간 실적을 상향 조정 하였으나, 목표주가 산정에 미치는 영향은 미미하다. 목표주가는 2026년 예상 순이익을 현가화(할인율 10%)하여 Target P/E 30 배를 적용하였다.

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	1,627	1,680	1,808	1,940
영업이익	34	32	76	113
세전손익	-27	-41	84	101
당기순이익	-20	-43	88	100
EPS(원)	-2,279	-2,249	7,289	7,284
증감률(%)	적전	na	흑전	-0.1
PER(배)	na	na	18.8	18.9
ROE(%)	-2.0	-2.1	6.8	6.5
PBR(배)	1.1	1.7	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	19.5	25.7	15.5	12.3



## 대한전선

성장의 3박자: 수주잔고, 해저케이블, 에너지 고속도로

[출처] iM증권 이상현 애널리스트

## **국내 최초의 종합전선회사로서 초고압, 산업전선, 통신, 소재 등 전선업 전 영역에 이르는 제품 포트폴리오 보유**

동사는 1955년 설립된 국내 최초의 종합전선회사로서 원재료인 전선소재에서부터 고부가제품인 초고압전력선(EV/EHV)과 산업용 특수전선 등에 이르는 다양한 제품 포트폴리오 보유하고 있다. 즉 저부가제품인 나동선부터 배전용 중저압선(35kV 이하), 송전용 고압선(66kV ~230kV)과 초고압선(230kV 이상), 통신선 등 다양한 제품을 생산하고 있으며, 초고압선의 경우 640kV 해저케이블 등의 고부가제품으로 제품군을 확대하는 과정에 있다.

## **노후 전력망 교체, 신재생에너지 공급 증가, AI 등으로 데이터센터 구축 확대 등 전력 수요 지속적으로 증대 ⇒ 초고압케이블 등 신규수주 증가로 인한 수주잔고 확대로 올해 하반기부터 실적개선 가속화 될 듯**

선진국 중심의 노후 전력망 교체, 신재생에너지 공급 증가, AI 등으로 데이터센터 구축 확대 등 전력 수요가 지속적으로 증대되면서 전 세계적으로 전력망 구축 프로젝트가 증가 중에 있다. 이에 따라 초고압 케이블 등 전선에 대한 수요는 지속적으로 증가할 것으로 예상된다.

이러한 환경하에서 동사의 신규수주가 증가함에 따라 수주잔고 역시 확대 중에 있다. 즉, 동사의 연도말 기준 수주잔고를 살펴보면 2020년 9,455억원, 2021년 10,655억원, 2022년 15,100억원, 2023년 17,359억원, 2024년 28,181억원, 2025년 2Q 28,907억원으로 증가 중에 있다. 특히 지난해 신규수주의 경우 싱가포르, 영국, 스웨덴 등 대형 프로젝트의 연속 수주 뿐만 아니라 초고압케이블 수주 비중 증가로 36,912억원을 기록하였다. 이와 같이 수주잔고의 질적, 양적 개선이 이루어졌다. 이러한 환경하에서 올해 2분기말 기준 수주잔고 28,907억원을 기반으로 하반기부터 고부가제품 매출 상승이 본격화 되면서 실적개선이 가속화 될 것이다.

## **해저케이블 시장 진입으로 수주 등이 가시화 되면서 성장성 부각될 듯**

터빈 대형화 등으로 인하여 대규모 해상풍력 프로젝트 등이 증가하면서 해저케이블 수요는 확대될 것으로 예상된다. 무엇보다 높은 기술력 및 대규모 투자로 인하여 새로운 공급자 진입이 제한되는 환경하에서 해저케이블 공급사들의 투자계획 등을 고려할 때 글로벌 해저케이블 공급 부족이 심화 될 것으로 예상된다.

이러한 환경하에서 동사는 해저케이블 포설선(CLV) 팔로스호 인수를 통해 시공 역량을 확보하였다. 또한 지난해 5월 내부망 해저케이블 생산을 위한 해저케이블 1공장 1단계 건설을 완료하였으며, 올해 6월에는 외부망 해저케이블 생산을 위한 해저케이블 1공장 2단계 건설을 완료하였다.

무엇보다 640kV HVDC 해저케이블과 외부망 400kV HVAC 케이블 생산을 위한 해저케이블 2공장 1단계 투자가 진행될 예정이다. 올해 3분기중으로 착공하여 2027년 하반기 준공예정으로 2028년부터 생산이 본격화 될 것이다.

이와 같이 해상풍력 등이 성장하는 환경하에서 해저케이블 시장 진입으로 수주 등이 가시화 되면서 성장성 등이 부각될 수 있을 것이다.

## **서해안 에너지 고속도로 정책 추진 등으로 동사 수혜 가능할 듯**

이재명 정부에서는 2030년까지 서남 지역에 HVDC 해상 및 HVAC 육상 송전망을 건설하여 전라도 지역에서 생산된 재생에너지를 수도권으로 원활하게 공급하는 서해안 에너지 고속도로 정책을 추진할 예정이다. 동사의 경우 HVDC 해저케이블 등을 자체 생산 및 시공할 수 있기 때문에 이러한 서해안 에너지 고속도로 정책에 수혜가 예상된다.

FY	2021	2022	2023	2024
매출액(십억원)	1,998	2,451	2,844	3,291
영업이익(십억원)	39	48	80	115
순이익(십억원)	28	21	71	70
EPS(원)	282	159	513	400
BPS(원)	3,803	6,318	6,838	7,910
PER(배)	54.6	85.6	17.9	27.9
PBR(배)	4.1	2.2	1.3	1.4
ROE(%)	7.8	3.3	7.8	5.8
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	29.6	24.6	13.4	14.6

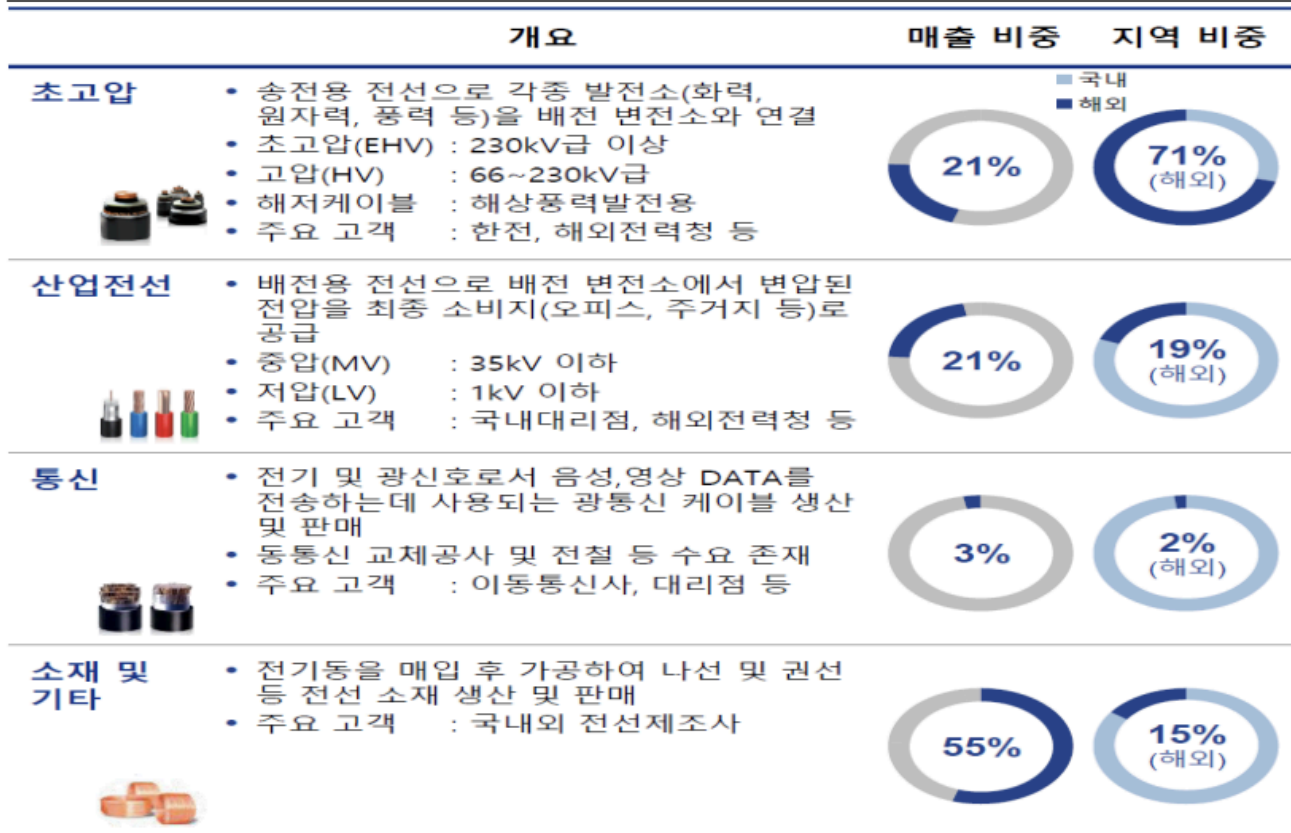
주 K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림4. 대한전선 제품 포트폴리오



자료: 대한전선, iM증권 리서치본부

그림5. 대한전선 사업부문



자료: 대한전선, iM증권 리서치본부



