

2025.08.06.(수) 증권사리포트

◆ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

현대로템

성장을 멈추지 않을 것

[출처] 미래에셋증권 정동호 애널리스트

2Q25 Review: 영업이익 컨센서스 7.3% 상회

2Q25 매출액 1조 4,176원 (29.5% YoY, 컨센 1.6% 상회), 영업이익 2,576억원(+128.4% YoY, OPM 18.2%, 컨센 7.3% 상회)으로 시장 기대치를 소폭 상회했다. 방산 부문은 매출액 7,613억원 (+34.9% YoY), 영업이익 2,439억원 (+123.3% YoY)을 기록, 영업이익률 32%로 +2.6%p QoQ/+12.7%p YoY 개선된 것으로 추정한다. 방산 수출비중은 72%, 수출마진은 41%이다. 폴란드 K2 사업 기반의 견조한 성장이 이어지고 있다. 일회성 요인은 없었다.

방산은 계속 좋고, 철도도 좋아진다

폴란드 K2 2차사업은 26년 K2GF 31대, 27년 K2GF 85대 납품, 28~30년 K2PL 64대 생산 예정이다. 이에 매출감소가 우려됐으나, 동사는 1) 폴란드측에 조기납품을 제안할 예정이며, 2) 납품량 증분이 없더라도 26년에 27년분이 생산투입되면서 진행률 매출인식에 따라 매출감소는 없다는 안내다. 당사 또한 현재 폴란드 외 지역(루마니아, 슬로바키아, 중동 등)의 K2 추가 수주 가능성이 높아지고 있는 것을 감안했을 때 향후 방산 부문은 지속적으로 성장할 것으로 전망한다.

철도 부문의 실적 턴어라운드 및 구조적 성장도 기대한다. 철도 신규수주는 상반기만 5.2조원으로 역대 최대 수주액 달성을 눈앞에 두고 있다. 2Q25 철도 매출액은 5,274억원 (+34.7% YoY)를 달성했으며, 영업이익률은 2% 내외를 기록했을 것으로 추정한다. 이러한 매출성장세가 앞으로도 이어진다고 판단하여, 25F/26F/27F 철도 매출액을 각각 +17%/29%/31% 상향했다. 또한, 26~28년부터 인식될 해외사업들은 대부분 품질/납기 등 기술경쟁력 기반으로 선정된 사업이므로 수익성이 우수하다. 이에, 철도 영업이익률도 5~6%대까지 개선될 것으로 예상한다.

투자의견 '매수', 목표주가 300,000원 유지

투자의견 '매수', 목표주가는 300,000원을 유지한다. 폴란드 K2 납품일정에 따라 방산 매출액과 영업이익을 완만하게 조정했으나, 추후 납품량 증분 및 루마니아, 중동 지역 수출계약에 따라 26~27년 실적이 다시금 상향될 여지가 존재한다. 또한, 철도 매출성장률이 기존 10~15%에서 25% 수준으로 상향하여 전사 실적 추정치 변동은 적다. 목표주가 기준 26~27F Implied P/E는 22배다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	3,587	4,377	5,609	7,505	9,843
영업이익 (십억원)	210	457	1,060	1,698	2,491
영업이익률 (%)	5.9	10.4	18.9	22.6	25.3
순이익 (십억원)	161	407	794	1,269	1,871
EPS (원)	1,475	3,728	7,271	11,625	17,138
ROE (%)	10.1	21.8	32.6	36.9	37.5
P/E (배)	18.0	13.3	27.6	17.3	11.7
P/B (배)	1.7	2.7	7.8	5.4	3.7
배당수익률 (%)	0.4	0.4	0.1	0.1	0.1

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





SK바이오팜

2Q25 Review: 어닝 서프라이즈, 탄탄대로

[출처] SK증권 이선경 애널리스트

2Q25 Re: 엑스코프리 성장과 일회성 요인으로 컨센 72.4% 상회

SK 바이오팜의 25 년 2 분기 매출액은 1,763 억원(+31.6%YoY, +22.1%QoQ), 영업이익은 619 억원 (+138.1%YoY, +140.9%QoQ, OPM 35.1%)으로 컨센서스 매출액 1,685 억원 대비 4.7%, 컨센서스 영업이익 359 억원 대비 72.4% 상회하는 호실적을 시현했다.

호실적의 주요 요인은 1)미국 엑스코프리 매출은 1,541 억원(+46.5%YoY, +15.1% QoQ)을 기록하며 1 분기 일시적 요인 해소 후 고성장 지속, 2)수익성이 낮은 DP/API 매출(41억원, -19.6%YoY, -43.1%QoQ)의 감소 및 일회성 기타 매출(약 100억원) 인식, 3)하반기 집중된 R&D 비용 및 판관비 효율화로 판관비(1,045 억원, +5.3% YoY, -3.4%QoQ)로 OPM(35.1%, +15.7%pYoY, +17.3%pQoQ)이 큰 폭으로 개선되었다. 이번 분기에 인식된 일회성 매출은 유로파마와 JV 설립 시 출자한 현물이 회계 기준상 매출로 인식된 것으로 지분법 손실로 약 -80 억원 인식되었다.

하반기에도 지속될 미국 엑스코프리의 매출 성장

25 년 동사는 미국 내 DTC(Direct to Consumer) 광고 및 차세대 모달리티 연구개발 투자 확장을 계획하고 있으며, 상반기 예상보다 낮게 사용한 판관비에도 불구하고 현재 동사는 연초 제시한 판관비 가이던스 4,900 억원(4,747 억원 추정)을 유지하고 있는 상황이다. 이에 따라 하반기 판관비 증가는 불가피 한 상황이나 삶의 질 개선이 중요한 뇌전증 환자들에게 경쟁약물 대비 월등히 높은 Seizure Free 효과가 있는 엑스코프리 홍보를 극대화한다는 것은 중장기적인 엑스코프리 매출 성장에 긍정적인 요소로 작용, R&D 비용 증가 역시 미래 먹거리 창출을 위한 투자라는 점에서 주목할 필요가 있다.

하반기에도 미국 엑스코프리의 고성장은 지속될 것으로 판단되는데 이는 1)미국 내 3세대 뇌전증 경쟁 약물의 제네릭 출시에도 미국 엑스코프리의 처방은 지속적으로 성장하고 있으며, 2)지난 5월부터 DTC 광고를 시작, 신규 환자 도입이 기대되는 상황이기 때문이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	246	355	548	699	917	1,171
영업이익	십억원	-131	-38	96	181	325	456
순이익(지배주주)	십억원	-139	-33	241	168	290	430
EPS	원	-1,780	-420	3,074	2,142	3,698	5,492
PER	배	-40.5	-239.1	36.1	52.0	30.1	20.3
PBR	배	17.8	27.7	15.9	12.3	8.7	6.1
EV/EBITDA	배	-46.5	-352.8	75.5	41.7	23.6	16.3
ROE	%	-36.7	-11.0	58.0	26.7	33.8	35.4





에코프로비엠

이(二)회성 이익으로 서프라이즈

[출처] DS투자증권 최태용 애널리스트

2Q25P Re: 일회성 이익으로 서프라이즈, 제외해도 안정적인 우상향

2Q25P 매출액 7,797억원(+23.8% QoQ, -3.7% YoY), 영업이익 490억원(+2,509% QoQ, 1,159% YoY)으로 이익 컨센서스를 +300% 상회하는 호실적 기록했다. 투자자회사의 인니 니켈 제련소 ESG 법인 관련 재평가이익 405억원 인식이 주요했다. 다만, 인니 투자관련 이익을 제외한 경상 영업이익은 85억원(+275% QoQ, 119% YoY)을 기록하며 추정치를 약 37% 상회했다. 판매량은 +28% QoQ를 기록했다. 1) DC 및 신재생에너지향 ESS 수요 강세, 2) 전동공구 교체 수요 증가, 3) EV 주요 고객사 재고 정상화 및 신규 차종 출시 영향이 판매 성장을 견인했다. 판가는 환율 및 메탈가 하락으로 -4%를 기록했다. 재고평가 충당금 환입은 100억원 미만 수준으로 인식했다.

이익 상향했으나 판매량은 하향 조정, 유럽 보조금 효과에 주목

2025F 매출액 3.2조원(16.9% YoY), 영업이익 1,216억원(흑전 YoY)을 전망한다. 인니 투자관련 이익 잔여분이 3Q에 약 400억원 규모로 인식될 예정이다. 이는 재고평가충당금 환입 종료와 EV향 주요 고객사의 하반기 실적 회복 둔화 등 부정적 영향을 상회함에 따라 25F 추정치를 상향했다. 다만, 금분기 실적발표에서 주요 고객사향으로는 흑전 시점을 1개 분기 연기함에 따라 출하량 성장 둔화가 불가피하다. 이에 연간 판매량 추정치도 기존 +30%에서 +28%로 소폭 하향했다. 그러나 여전히 유럽향 EV 회복세는 지속 중으로 주요 차종에 공급 중이라는 부분은 경쟁사 대비 선제적인 흑자 전환을 만들었다. 영국, 독일, 이탈리아 등 점진적인 유럽 EV 보조금 확대가 하반기 실적을 견인할 전망이다.

필요한 패는 모두 쥐고 있는 상황이나 자금조달 문턱

공통의 화두는 타겟 마켓 확장과 탈중국화다. 고전압 미드니켈과 LFP뿐만 아니라 LMR까지 라인업을 구축해 효과적인 중저가 EV 세그먼트를 공략을 기대한다. 탈중국화도 K-배터리에게 기회요인으로 작용하고 있음이 이미 다수의 수주를 통해 확인되고 있다. 재고평가 이슈가 완전 해소된 점은 경쟁 우위다. 다만 자금조달 불확실성이 주가 하방 압력으로 작용하고 있어 해소 후 온전히 주가에 반영될 수 있다는 판단이다. 목표주가 14만원, 투자이견 '매수'를 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	6,901	2,767	3,236	4,154	5,705
영업이익	156	-34	122	181	286
영업이익률(%)	2.3	-1.2	3.8	4.4	5.0
세전이익	78	-93	55	129	244
자배주주지분순이익	-9	-97	39	68	125
EPS(원)	-89	-988	403	701	1,285
증감률(%)	적전	적지	흑전	74.1	83.3
ROE(%)	-0.6	-6.3	2.6	5.1	8.7
PER(배)	-3,224.7	-111.2	259.6	149.1	81.3
PBR(배)	20.5	6.3	7.8	7.4	6.8
EV/EBITDA(배)	118.5	161.2	60.1	42.0	28.5

자료: 에코프로비엠, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준





디어유

퀀텀 점프를 위한 준비 완료

[출처] DS투자자증권 장지혜 애널리스트

2Q25Re: 대형 IP 입점에 따른 구독수 증가 및 수익 다변화

디어유 2분기 실적은 연결 매출액 202억원(+6% YoY), 영업이익 74억원(+6% YoY, OPM 36.9%)을 기록했다. 버블 구독자 수는 1Q25 평균 188만명→2Q25 평균 217만명으로 +15% QoQ 증가했다. 대형 IP인 SM엔터의 RIIZE와 NCT WISH가 4/29 입점했고 스타쉽 KiiKii, CUBE 나우어데이즈 등 아티스트가 확대된 영향이다. 또한 잔망루피와 같은 캐릭터 IP와 협업해 포트폴리오 다각화도 진행 중이다. 버블포재팬 구독자 수는 당분기 말 6.5만명으로 +5% QoQ 증가하며 로열티 수익이 증가했고 버블 폰트와 캐릭터 이모티콘 등 콘텐츠 매출은 +50% QoQ 증가하며 수익 다변화가 나타나고 있다. 한편 당기순손실은 -66억원으로 적자전환했는데 강화된 회계 기준에 따라 아티스트 MG 선급비용 119억원(미국 71억원, 본사 48억원)을 일시에 손상처리 했기 때문이다.

하반기 1)가격 인상과 PG결제 도입, 2)중국 QQ뮤직 입점 효과 본격화

디어유의 25년 하반기 실적은 연결 매출액 485억원(+37% YoY), 영업이익 238억원(+112% YoY, OPM 49%)으로 전망한다. 실적 성장은 아티스트 입점 확대와 구독자 수 증가 외에도 1)가격 인상과 PG결제 도입: 동사는 7/7 구독권 가격을 11~12% 인상(국내 4,500원→5,000원, 해외 \$3.99→\$4.49)했고 인상 전 가격으로 PG결제를 할 수 있도록 전환을 유도하며 플랫폼 수수료를 절감할 수 있는 기반을 마련했다. 또한 2)중국 QQ뮤직 입점: 6/30 중국 QQ 뮤직에 서비스를 론칭해 SM, JYP, CUBE 아티스트 선입점 후 7/24 기타 아티스트를 확장하며 하반기부터 로열티 수익 인식에 따른 손익 개선이 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 6.2만원으로 상향

디어유에 대해 투자의견은 기존과 동일하게 유지하나 목표주가를 기존 5.5만원에서 6.2만원으로 13% 상향한다. 목표주가 상향은 반영 실적을 12M Fwd EPS에서 26년 EPS로 변경한데 기인한다. 당분기 일회성 비용

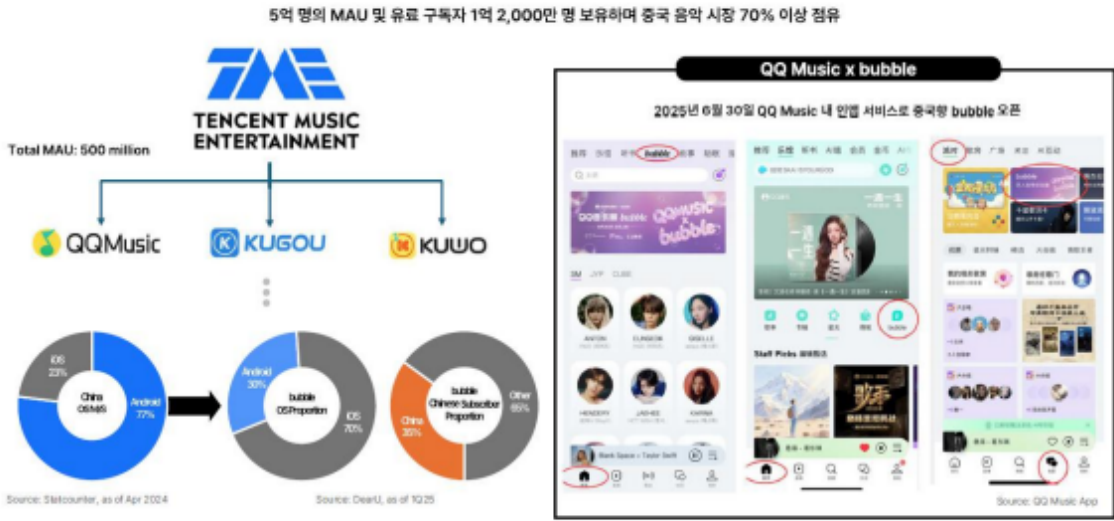
반영으로 25년 순이익이 하향됐기 때문이다. 목표배수는 동사의 중국향 실적 성장과 IP레버리지 효과를 감안해 기존과 동일한 엔터사 평균 목표배수 30배를 그대로 적용했다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	49	76	75	86	105
영업이익	16	29	25	37	57
영업이익률(%)	33.1	37.8	33.9	42.6	54.6
세전이익	17	33	31	30	63
자배주주지분순이익	16	26	24	22	49
EPS(원)	695	1,104	1,027	924	2,056
증감률(%)	흑전	58.9	-6.9	-10.1	122.5
ROE(%)	12.4	16.9	11.3	10.8	21.0
PER(배)	41.4	29.1	35.1	51.5	23.2
PBR(배)	4.8	4.5	4.4	5.4	4.4
EV/EBITDA(배)	32.9	21.0	25.6	24.8	15.6

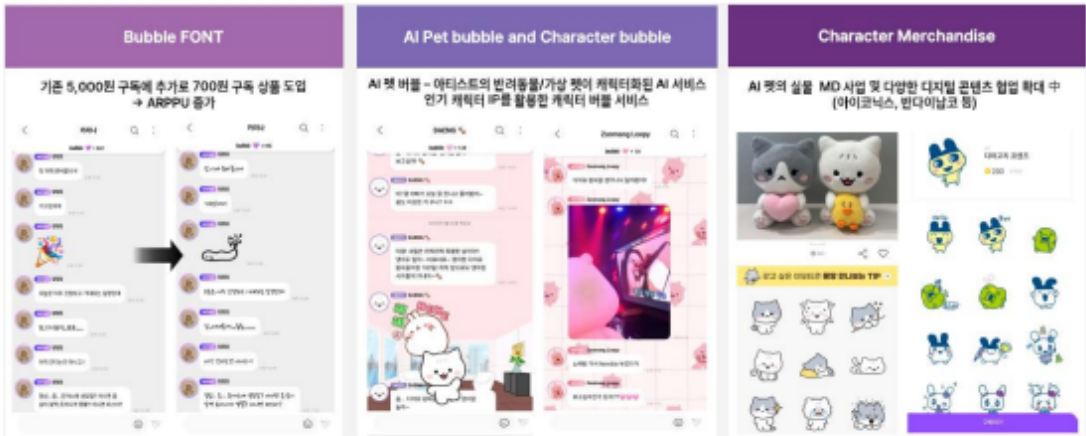
자료: 디어유, DS투자증권 리서치센터, K-FRS 연결기준

그림5 디어유와 텐센트 뮤직 협업

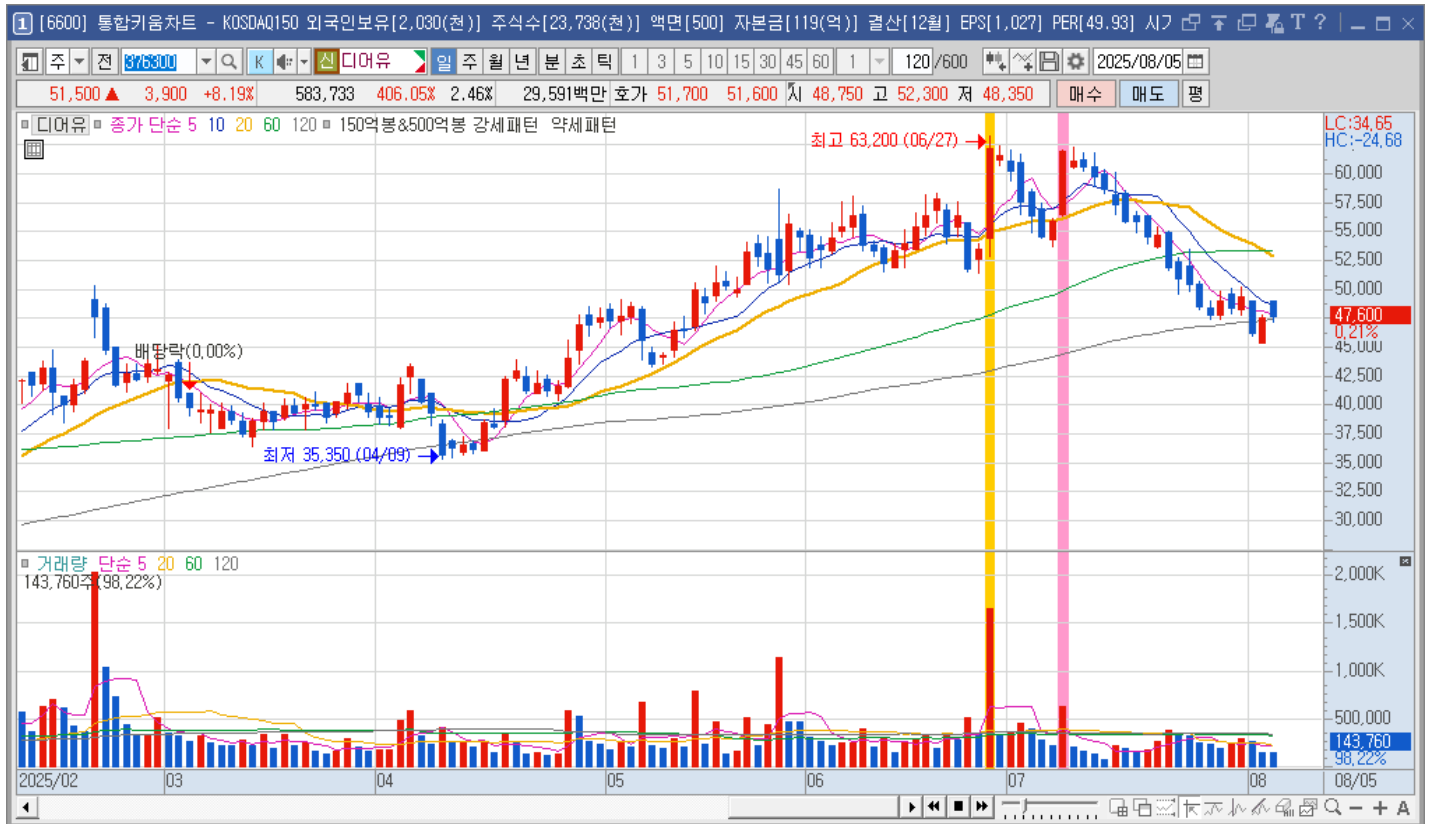


자료: 디어유, DS투자증권 리서치센터

그림6 디어유의 다양한 콘텐츠



자료: 디어유, DS투자증권 리서치센터



롯데윌푸드

2Q25 Review: 3분기 소비쿠폰+우호적 날씨를 기대!

[출처] 교보증권 권우정 애널리스트

2Q25 Review: 3분기 소비쿠폰+우호적 날씨를 기대!

2분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1.06조원 (YoY 2%), 343억원(YoY -46%)으로 시장기대치 -25% 하회. 일회성 인건비(110억원) 비용 반영 및 국내외 원가 부담 등이 영향을 미친 것으로 파악됨.

[국내] 매출액 8.3천억원 (YoY -0.6%), 영업이익 256억원(YoY -39%) 시현. 소비둔화+카카오 원재료 부담+일회성 비용(약 110억원)+가격인상 효과 지연 등으로 이익 부진. 제과> 건과 +0.4%(경기 위축), 빙과 -8%(비우호적 날씨) 시현. 7월 빙과 매출은 우호적 날씨 + 소비쿠폰 영향으로 역대 최대 월 실적 기록 중. 3분기부터 점진적인 실적 회복 기대. 푸드> 유지는 시세 상승 영향으로 7% 증가. 수출> YoY 19% 성장. 북미 빼빼로 및 육가공 캔햄 수출 확대 영향.

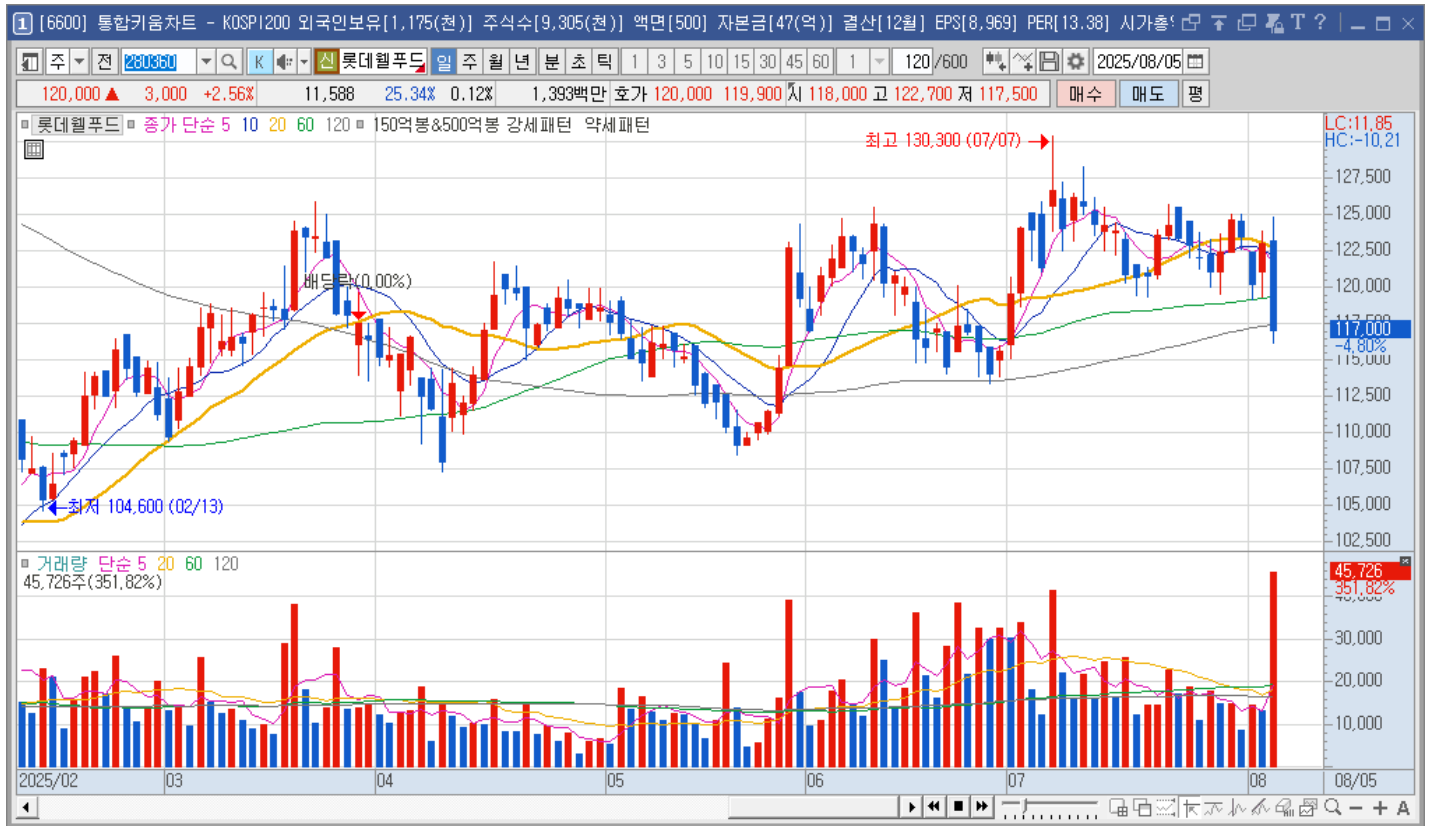
[해외] 매출액 2.4천억원(YoY 11%), 영업이익 127억원(YoY -41%) 시현. 인도> +9% 시현(건과 +6%, 빙과 +10%). 빙과는 몬순 영향 존재했지만, 돼지바 등 신제품 효과로 선방. 건과는 지역 커버리지 확대에 성장 지속. 2분기 말 푸네 신공장 가동 안정화에 따라, 3분기부터 푸네 신공장 기여 본격화 기대. 다만, 카카오, 원유 등 원재료 부담이 가장 컸던 지역인 것으로 파악됨. 카자흐> +7%(로컬 +20%) 시현. 루블화 안정화에 따라 내수/수출 매출 회복 중. 그 외 러시아 +27%, 벨기에 +10% 성장.

투자 의견 BUY 및 목표주가 175,000원 유지

2분기까지는 소비둔화+비우호적 날씨+원가부담 영향이 컸다고 판단됨. 다만, 3분기부터 긍정적인 모멘텀 다수 존재. 국내는 소비쿠폰 지급 이후 효과가 긍정적으로 나타나고 있으며, 2분기 대비 우호적인 날씨도 긍정적임. 또한, 2/16 공표한 가격 인상은 거래선별로 2분기 말부터 본격 적용되기 시작해, 3분기부터는 원가 부담을 100% 상쇄할 수 있을 것으로 판단됨 (상반기 커버율 약 60%). 또한, 해외도 하반기 가격인상을 통한 원가 부담 상쇄 및 푸네 신공장 가동 안정화 등으로 매출&이익 회복할 듯

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	4,066	4,044	4,224	4,478	4,747
YoY(%)	26.9	-0.5	4.5	6.0	6.0
영업이익(십억원)	177	157	167	188	210
OP마진(%)	4.4	3.9	4.0	4.2	4.4
순이익(십억원)	68	82	101	110	133
EPS(원)	7,476	8,969	11,970	13,076	15,879
YoY(%)	26.0	20.0	33.5	9.2	21.4
PER(배)	16.6	12.4	9.8	8.9	7.4
PCR(배)	3.0	2.6	2.4	2.2	2.0
PBR(배)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	5.4	5.6	5.6	5.1	5.2
ROE(%)	3.5	4.0	5.1	5.4	6.2



카카오페이

공격적 확장 통한 ARPU 제고 기대

[출처] 교보증권 김동우 애널리스트

2Q25 Review: 매출 & 영업이익 컨센서스 상회

2Q25 매출은 2,383억원(YoY +28.5%), 영업이익은 93억원(YoY 흑전)으로 컨센서스(매출 2,222억원, 이익 70억원) 상회. 전체 TPV는 45조원(YoY +10%), 결제, 대출중개&보험 중 심의 Revenue TPV(투자 미포함)는 13.2조원으로(+9%) 증가. 온라인 결제(TPV +2%) 약세 지속되는 가운데, 해외결제(+20%)와 오프라인 결제(+35%)가 선방하며 결제서비스 매출은 1,251억원(+3%) 기록. 국내외 주식거래대금 증가와 IB 매출 상승에 따른 투자서비스 매출(+148%)과 기존 라인업 판매에 신규 라인업 출시 효과와 보험 DB사업 매출 증가 더해진 보험서비스 매출 성장(+88%)으로 금융서비스 매출은 1,003억원(+81.8%) 기록.

영업비용은 YoY +18.8% 증가한 2,290억원 기록. 지급수수료는 머니 결제 비중 증가에 따른 지급수수료율 감소(YoY -7%p)로 969억원(YoY +9.5%)에 그쳤으며, 광고선전비는 전략 제휴사와의 공동 마케팅 강화, 금융 서비스 활성화 등으로 207억원(YoY +23.4%) 기록. 인건비는 자회사 상여 및 주식보상비용 영향으로 635억원(YoY +19.5%).

투자 의견 Trading Buy 유지 & 목표주가 76,000원으로 상향

투자 의견 Trading Buy 유지, TP는 76,000원(종전 35,000원)으로 상향. 목표주가는 2025F 예상 MAU 2,375만 명 및 target EV/MAU 38만원(달러 기준 Global 간편결제 업체 EV/MAU 평균치 60% 할인, 원/달러 환율 1,380원 기준)를 적용하고, 순현금 가치 1.3조원을 인식함에 따름. 동사는 1) 가치사슬 확장, 2) 데이터 기반 사업화, 3) 트래픽 활용 신규 사업(광고, 통신 중개 사업 등) 영역 확대를 통한 MAU 및 ARPU 제고 전략 제시. 당사는 이를 반영해 2027년까지 MAU 2,650 만명 달성, 3년간 ARPU CAGR +18.6% 성장 전망.

이 중 1) 가치사슬 확장에 대해서는 [결제] 온라인 간편결제에서 PG 등 일반결제로의 수직 확장, 오프라인 및 해외 결제 수평확장 / [보험] 마이데이터 기반 DB 판매(상담 연계)에서 GA 그룹과 협업 하 직접 상담 영역 진출을 통한 신규 BM 구축 / [증권] 연금 서비스, 주식모으기로 유입된 유저의 액티브 유저 전환(해외 파생 서비스, AI 기반 실시간 투자 정보, 커뮤니티 활성화) 2) 데이터 기반 사업화는 행동/마이데이터를 활용한 AI 기반 자체 금융/결제/운영 에이전트 구축 및 카카오 AI 에이전트와의 MCP 기반 데이터 연동 강화를 통해 서비스 경험의 개인화와 예측 기반의 액션 제안과 완결, 비용효율화를 통해 ARPU 제고 및 수익성 증대 기여 예상.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	615	766	937	1,131	1,406
YoY(%)	18.0	24.5	22.2	20.7	24.4
영업이익(십억원)	-57	-57	31	62	115
OP 마진(%)	-9.3	-7.4	3.3	5.5	8.2
순이익(십억원)	-23	-22	64	91	135
EPS(원)	19	-102	367	526	776
YoY(%)	-95.4	흑전	흑전	43.5	47.3
PER(배)	2,624.7	-257.4	168.4	117.4	79.7
PCR(배)	587.6	137.8	51.7	45.2	33.0
PBR(배)	3.5	1.9	4.4	4.2	4.0
EV/EBITDA(배)	-373.5	-45.3	77.7	59.3	38.4
ROE(%)	0.1	-0.7	2.6	3.6	5.1

