

2025.08.18.(월) 증권사리포트

🔴 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

CJ

올리브영 실적 Level Up! 하반기에도 이어질 성장세

[출처] DS투자증권 김수현, 강태호 애널리스트

2분기 올리브영 오프라인 외국인 매출 비중 30%로 역대 최대

올리브영 2Q25 매출액 1.46조원 (+21% YoY, +18.4% QoQ), 순이익 1,440억원 (+15.3% YoY, +14% QoQ)의 사상 최대 실적을 기록했다. 2분기 외국인 오프라인 매출 비중이 30%로 역대 최대치를 달성했다. 5월까지 720.6만명 방한 외국인 중 올리브영 구매 외국인 수는 596.3만명으로 방한 외국인의 83%가 올리브영에서 소비했다. 이 중 중국인 관광객의 인당 구매액은 +40~50% YoY 증가한 것으로 추정되며 이는 국가별 중 가장 높은 증가세다.

글로벌 몰 성장 드라이브는 미국

K뷰티 역직구 플랫폼 올리브영 온라인 글로벌 몰 회원수는 335만명을 기록했다. 상반기 매출은 +70% YoY 증가했다. 전체 매출의 50%가 미국에서 발생하며 이번 성장의 40%를 견인했다. 영국의 상반기 매출 성장률은 +300% YoY, 일본 180% YoY, 싱가포르 +198% YoY 및 기타 동남아시아도 +150~200% YoY의 고성장을 보이고 있다.

3분기 더 큰 숫자 나올 것 → 중국인 구매력 증가 및 글로벌 몰 성장

7월~8월 외국인 인바운드 매출 성장이 총 방한 관광객 증가율을 크게 상회하는 것으로 추정되며 글로벌 몰의 고성장이 지속되면서 3분기 올리브영 매출은 1.5조원(+24% YoY)을 넘어서는 역대 최대 실적이 전망된다. 2분기 투자 성격의 북미 인건비 증가로 순이익률이 9.9%로 낮아졌으나 3분기 10.2%로 회복될 전망이다. 3분기 예상 순이익은 1,569억원 (+36.4% YoY)의 사상 최대 수준이다.

CJ PBR (Trailing) 최소 1배까지 상승 무난 - 목표주가 26만원으로 상향

우리는 CJ의 Trailing PBR은 최소 1배까지 무난히 상승할 것으로 전망한다 (24년 지배주주 자본 5.45조원). 올리브영 25년 예상 순이익 5,950억원, 26년 순이익 7,750억원으로 최소 기업가치는 (순자산 + 수익가치) 7~8조원 이상으로 추정된다. 여기에 올리브영의 자사주 소각 시 CJ의 보유 지분을 상승 등을 감안할 경우 산출되는 목표주가는 26만원이다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	40,925	41,353	43,647	45,536	48,802
영업이익	2,154	2,039	2,547	2,595	3,115
영업이익률(%)	5.3	4.9	5.8	5.7	6.4
세전이익	1,056	986	709	1,654	1,809
지배주주지분순이익	202	195	100	573	679
EPS(원)	6,367	6,007	2,774	20,430	24,362
증감률(%)	-28.5	-5.7	-53.8	636.5	19.2
ROE(%)	3.9	3.6	1.8	10.2	11.2
PER(배)	13.2	15.7	35.7	7.1	5.9
PBR(배)	0.6	0.6	0.6	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	3.4	3.4	2.9	3.4	3.0

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준





SK네트웍스

AI 웰니스 로봇 기업으로 변신

[출처] iM증권 이상헌, 장호 애널리스트

올해 2분기 정보통신 사업에서 마케팅 비용을 하반기로 이연 시킴 ⇒ 비용 감소 효과로 영업이익이 대폭적으로 확대되면서 컨센서스를 상회함

동사 올해 2분기 K-IFRS 연결기준 실적의 경우 매출액 15,163억원(-10.3% YoY, -7.4% QoQ), 영업이익 430억원(+48.0% YoY, +161.2% QoQ)으로 컨센서스를 상회하였다.

매출액의 경우 무역 사업을 전개하는 자회사 글로와이드가 수익성 높은 화학원료 중심으로 거래 품목을 재편함에 따라 전년 동기대비 10.3% 감소하였다.

무엇보다 영업이익의 경우 컨센서스를 상회하였다. 이는 정보통신 사업에서 단통법 및 신제품 출시 등을 고려하여 마케팅 비용을 하반기로 이연 시킴에 따라 비용 감소 효과로 영업이익이 대폭적으로 확대되었기 때문이다.

웰니스 시장규모가 성장하는 환경하에서 AI 웰니스 로봇 출시 등으로 성장성 부각 될 듯

웰니스(Wellness)는 질병의 사후적 치료보다 개개인의 적극적인 참여를 통한 예방적 건강관리에 대한 행위, 도구 등을 가리키는 말이다. 이러한 글로벌 웰니스 시장이 기술혁신과 라이프스타일 변화에 힘입어 단순한 건강관리에서 벗어나 몸과 마음, 환경까지 아우르는 지속 가능한 웰빙이 핵심 가치로 떠오르면서 새로운 국면에 접어들고 있다. 즉, 웰니스가 삶의 모든 측면에서 최적의 상태를 유지하기 위한 새로운 가치로 자리 잡은 것이다.

시장조사업체 글로벌 웰니스 연구소(GWI)에 따르면, 2023년 기준 전 세계 웰니스 시장 규모는 약 6.6조 달러로 추산되며, 2027년까지 연평균 8.6% 성장할 것으로 예상된다. 이와 같이 글로벌 웰니스 산업이 지속적으로 성장할 것으로 예상되는 가운데 SK인텔릭스에서는 지난 4월 웰니스 로봇틱스 브랜드 '나무엑스'를 론칭하고 첫 번째 제품인 A1를 오는 9월에 출시할 예정이다. 웰니스 로봇인 A1의 가장 대표적인 특징은 자율주행 기능과 더불어 비접촉 방식의 생체 정보 측정이다.

A1는 거리를 측정하는 라이다 센서, ToF(Time-of-Flight), 적외선 센서, 카메라의 객체인식 AI 기술을 통해 공간의 구조 및 최적의 경로를 파악하고, 실시간 움직이는 물체와 바닥의 장애물도 함께 감지해 이동하는 자율 주행 기능을 가지고 있다.

이에 따라 에어센서가 오염된 공기를 감지하면 A1이 직접 이동한 뒤 오염 지점을 공략해 공기를 정화시킨다. 특히 미세먼지 등이 공기 중으로 확산하기 전에 공기를 청정한다는 점에서 기존 고정형 공기청정기보다 신속한 청정이 가능하다. 이와 같은 장점으로 말미암아 A1이 고정형 공기청정기 6대를 대체할 수 있을 것이다.

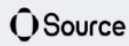
또한 비접촉 방식의 생체 정보 측정의 경우 A1 전면 카메라로 얼굴을 센싱하고 AI 분석기술로 체온, 맥박, 산소포화도, 스트레스 지수 등 5가지 생체 신호를 단 10초 만에 측정할 수 있다. 사용자는 매일 정해진 시간에 건강 상태를 점검할 수 있어 일상형 웰니스 관리가 가능해지면서 개인 맞춤형 예방 중심의 헬스케어로 확대될 수 있을 것이다.

향후에는 누구나 참여 가능한 오픈 생태계를 통해 수면 관리, 명상, 반려동물 케어, 보안 기능 등 고도화된 웰니스 솔루션을 순차적으로 확대해 나갈 계획이다.

웰니스 시장규모가 성장하는 환경하에서 공기청정 기능과 생체 정보 측정이 가능한 AI 웰니스 로봇 출시 등으로 인하여 향후 AI 웰니스 플랫폼 기업으로 발돋움 하는 계기가 마련되면서 성장성 등이 부각 될 수 있을 것이다.

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	7,657	6,831	6,935	7,040
영업이익(십억원)	114	126	139	148
순이익(십억원)	48	49	63	71
EPS(원)	214	220	285	321
BPS(원)	9,279	9,066	8,919	8,807
PER(배)	19.4	20.5	15.7	14.0
PBR(배)	0.4	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	2.3	2.4	3.2	3.6
배당수익률(%)	7.2	6.7	6.7	6.7
EV/EBITDA(배)	2.8	8.0	8.1	8.3
주 K-IFRS 연결 요약 재무제표				

그림8. SK 네트워크 지분취득 리스트

구 분	투자대상	투자시기	투자금액	주요내용
국 내		2018~2021	234억원	온라인 신선식품 유통 기업 (국내 새벽배송 선도), 뷰티컬리 통해 지속 성장 및 수익성 개선 기대
		2020	20억원	수요 데이터 기반 글로벌 공연기획 플랫폼 기업
		2022	108억원	B2B/B2G 비즈니스 혁신을 위한 블록체인 기술 컨설팅과 맞춤형 인프라 구축 및 솔루션 개발 서비스
		2023	280억원	국내 유일 수직계열화된 Pet 용품 사업 및 디자인IP 전문 기업
		2024	250억원	대형언어모델(LLM) 'Solar LLM'과 Document AI 기술 기반으로 글로벌 기업에 맞춤형 AI 모델과 솔루션 제공
해 외		2020, 2021	US\$ 10.3M	간편결제 핀테크 스타트업
		2021	US\$ 25M	인공지능(AI) 기반의 매장 관리 솔루션 제공
		2021	US\$ 0.5M	뇌질환(뇌전증, 치매 등) 관련 진단 및 치료 솔루션 제공
		2022, 2024	US\$ 23.9M	버섯 균사체를 활용하여 친환경 대체 가축을 생산하는 바이오 소재 선도 기업
		2022, 2025	US\$ 4.7M	트랙터무인 자동화 솔루션 개발 및 제공 기업
		2023	US \$2M	AI 적용 스마트팜 솔루션 개발업체

자료: SK네트웍스, iM증권 리서치본부





삼양식품

2Q25 Review: 다시 매운 맛으로 불을 지필 시간

[출처] 교보증권 권우정 애널리스트

2Q25 Review: 다시 매운 맛으로 불을 지필 시간

2분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 5.5천억원(YoY 30%, QoQ 5%), 1,201억원 (YoY 34%, OPM 21.7%)으로 시장기대치 -7% 시현. QoQ 이익률 감소는 판관비율 QoQ 3.5%p 증가 영향인데, 1) 광 고선전비 증가, 2) 밀양 제2공장 인력 충원, 3) 지급수수료 비용 증가 등에 기인함. 전반적으로 밀양 제 2공장 가동을 앞두고 광고 확대 및 비용 확대 진행.

해외 매출액은 4.4천억원 (YoY 33%, QoQ 3%) 시현. 1)미국 매출액(연결 기준, 이하 생략)은 1,352억 원(YoY 38%, QoQ -0.1%) 시현. 채널별 비중은 메인스트림 59%, 에스닉채널 29%, 캐나다/멕시코 등 12% 시현. 4월은 코스트코 행사 중심, 5~6월은 월마트/크로거/타깃 중심 물량 확대되었음. 하반기 밀양제2공장 가동 후 에스닉/월마트/크로거 채널 중심 물량 확대 예정이며, 내년부터 코스트코 입점 확대 본격화 기대. 현재 동사는 미주 내 경쟁사 대비 선방하는 실적 기록 중임. 2)중국 매출액은 1,296 억원(YoY 37%, QoQ 3%) 시현. 2분기 미국 중심 물량 확대에 따라 중국은 재고 부족 현상을 겪은 것으로 파악됨. 밀양 제2공장 가동 본격화 되면 지역확장 (2,3선 도시) 및 벤더 협업 강화가 이루어질 전 망임. 3)유럽 매출액(수출+법인) 746억원(YoY 34%, QoQ 17%) 시현. 폴란드/영국 중심 매출 증가 중. 영국 메인스트림 채널 테스코에 입점 본격화하며 중장기 성장 동력 확보. 폴란드도 메인스트림 비에드 론카 입점 완료. 4)동남아는 르바란 기간 이후 유통채널 수요 증가로 견조했음. 5) 매출원가율은 안정적 (QoQ +0.1%p)이었으나, 판관비율이 QoQ +3.5%p 증가. 이는 광고선전비 QoQ +110억원(코첼라 40억원대, 불닭 마케팅 40억원, 탕글 17억원 등), 인건비 QoQ +50억원(밀양 2공장 인력 30억원 등), 지급수수료 QoQ +30억원(컨설팅 비용 등) 기인.

한편, 밀양 제2공장은 7월부터 본 가동 중. 현재 6개 라인 중 3개라인 가동 중(1개라인 2교대(20시간), 2개라인 1교대(10시간))이며, 3분기부터 본격 매출 기여 전망.

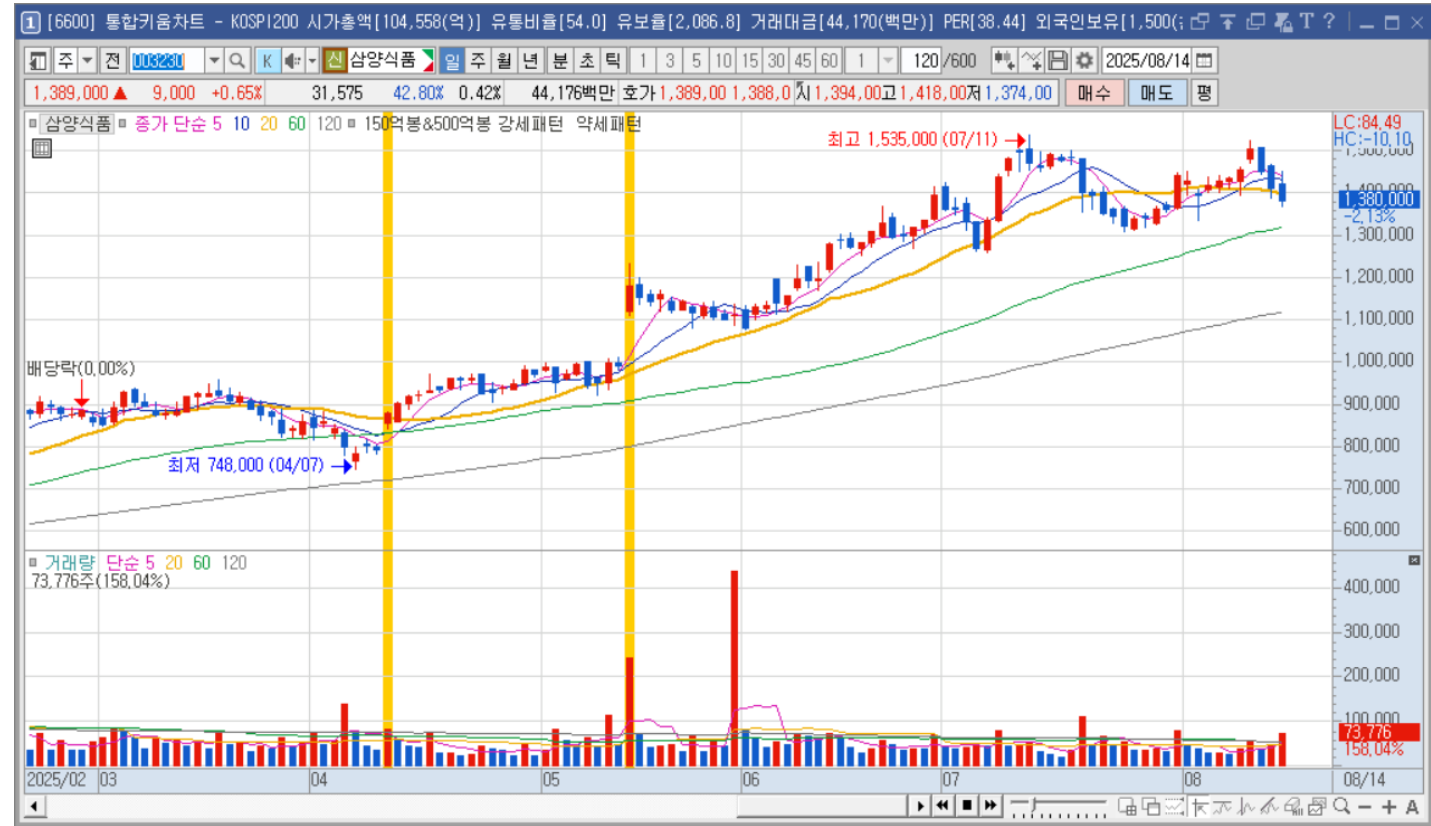
투자 의견 BUY 유지 및 목표주가 177만원으로 상향

삼양식품의 목표주가를 기존 157만원에서 177만원으로 상향 조정. 목표주가는 12개월 Fwd EPS에 Target P/E 25배(기존 20배)를 적용. Target P/E를 상향 조정한 이유는, 1) 경쟁사 대비 압도적인 해외 성장률&해외

비중을 기록하고 있는 점, 2)밀양 제2공장 7월 가동 본격화에 따라 해외 모멘텀이 3분기 부터 확대되는 점을 감안함. 과거 도요수산 해외 확장 시기 27배까지 P/E를 적용 받았던 점을 감안하 면 무리한 밸류에이션은 아니라고 판단함.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	1,193	1,728	2,380	3,066	3,985
YoY(%)	31.2	44.9	37.7	28.8	30.0
영업이익(십억원)	148	345	555	758	998
OP 마진(%)	12.4	20.0	23.3	24.7	25.0
순이익(십억원)	127	271	421	583	765
EPS(원)	16,761	36,106	55,900	77,422	101,611
YoY(%)	58.2	115.4	54.8	38.5	31.2
PER(배)	12.9	21.2	24.7	17.8	13.6
PCR(배)	8.0	14.0	12.4	9.1	7.2
PBR(배)	2.9	7.1	8.6	5.9	4.1
EV/EBITDA(배)	9.6	14.8	16.8	11.8	8.4
ROE(%)	24.8	39.4	41.5	39.1	35.7





미스토홀딩스

미스토 부문 흑자전환 성공

[출처] SK증권 형권훈 애널리스트

2Q25 Review: 영업이익 시장 컨센서스 상회

동사는 2 분기에 매출액 1 조 2,277 억 원(+4.5% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 1,819 억 원(+29.8%, OPM 14.8%) 기록해 영업이익 기준 시장 컨센서스인 1,678 억원을 상회했다. [MISTO] 매출액 2,163 억 원(-8.9%), 영업이익 341 억 원(흑자전환, OPM 15.8%) 기록했다. 휠라 USA 법인의 사업 축소가 매출 감소 영향을 줬지만, 영업적자 규모를 전년 동기 대비 1/3 수준으로 감소시키며 미스토 부문의 영업이익 흑자 전환에 기여했다. 미국 사업 제외 기준으로 매출액 15.5% 성장했는데, 휠라 국내 매출, DSF 매출, 중국사업 매출 성장이 기여했다. [ACUSHNET] 매출액 1 조 114 억 원 (+7.9%), 영업이익 1,477 억 원(+3.4%) 기록했다. 타이틀리스트의 시그니처 골프공 매출 상승이 아쿠쉬네트 매출 성장에 기여했다.

3 분기에도 미스토 부문의 흑자전환 흐름 지속될 것

미스토 부문의 3분기 실적은 매출액 1,804억 원(-12.2%), 영업이익 97억 원(흑자전환)을 기록할 것으로 전망한다. 휠라 USA 법인의 사업 축소로 영업적자가 전년 동기 대비 약 170 억 원 감소할 것이며, 미스토코리아 국내 및 DSF 매출 성장과 이에 따른 영업이익 성장을 전망한다. 중국 사업은 아직 매출 및 이익 기여도가 전사 실적을 기준으로 크지 않은 것으로 파악되지만, 마리떼 브랜드의 중국 신천지 1호 매장을 시작으로 본격적인 중국 사업 확대를 계획 중이며, 하반기에도 유의미한 매출이 있을 것으로 전망한다.

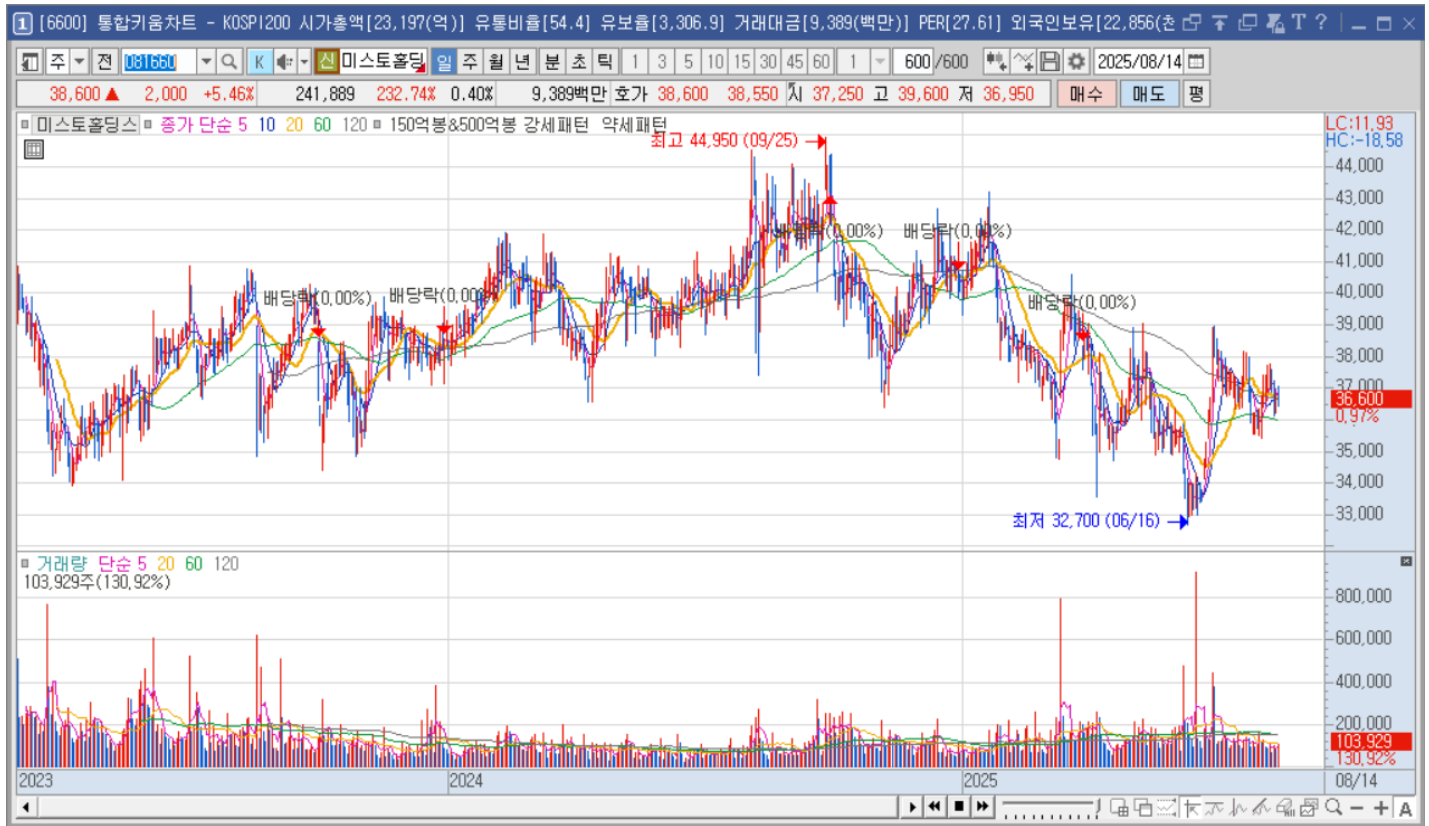
목표주가와 투자의견 유지

미스토홀딩스 목표주가 47,000 원, 투자의견 '매수' 유지한다. 휠라 USA 법인의 적자 폭이 줄어들며 미스토 부문의 실적 턴어라운드는 이미 확인되었다. 여기에 아직은 모멘텀이 강하진 않으나, 휠라 브랜드의 국내 실적 성장과 중국 사업의 실적 모멘텀도 더해지고 있다. 동사는 높은 주주환원율을 보이고 있는 바('25~'27년 5,000억 원 규모의 자사주 취득 및 배당 지급 예정), 현재 주가 수준에서는 주가의 하방 리스크 대비 업사이드 포텐셜이 크다고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	4,222	4,007	4,269	4,344	4,257	4,394
영업이익	십억원	435	303	361	478	563	603
순이익(지배주주)	십억원	344	43	84	144	170	182
EPS	원	5,658	701	1,401	2,395	2,827	3,024
PER	배	5.9	55.2	28.8	15.3	12.9	12.1
PBR	배	1.1	1.2	1.2	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	6.6	8.8	8.0	6.3	5.6	5.3
ROE	%	19.7	2.3	4.3	7.2	8.6	9.1





DB손해보험

어려운 업황에도 양호한 핵심 지표 긍정적

[출처] SK증권 설용진 애널리스트

2Q25 순이익 4,599 억원(-14.9%YoY) 기록

DB 손해보험의 2Q25 순이익은 4,599 억원(-14.9% YoY)로 컨센서스를 상회하는 실적을 기록했다. 컨센서스를 상회한 주요 요인은 투자 부문에서 1) 환율 하락 영향 300 억, 2) 계약자 배당 관련 회계 조정 영향 300~400 억원 등 보험금융손익 부담 완화 및 3) 해외 부동산 관련 충당금 환입 150 억원 등 영향으로 투자 손익이 3,446 억원(+101.5% YoY)로 개선된 점을 제시할 수 있다. 보험손익은 예상대로 다소 부진했는데 장기보험손익은 2,570 억원(-34.6% YoY)으로 보험금 예실차 악화 영향으로 부진했다. 보험금 예실차 손실은 약 620억원으로 경북 산불 영향 40억원을 제외하면 업계 공통 요인인 1) 의료파업 기저효과 및 2) 전체적인 보험금 상승 기조 등 영향으로 약 580 억원 수준의 손실이 구조적으로 발생한 것으로 추정된다. 일반보험의 경우에도 경북 산불 100억원, 금호타이어 화재 460억원 등 고액사고 영향으로 -213억원(적자전환 YoY)을 기록했으며 자동차보험도 요율 인하 누적 영향으로 319 억원(-53.1% YoY)을 기록했다. 신계약은 보장성 인보험 기준 월평균 142억원(-6% QoQ)으로 절판 기저효과로 감소했으나 무저해지 요율 인상 등 영향으로 배수가 18.3 배 수준으로 큰 폭 개선되었으며 8 월 예정이율 인하에 따라 하반기 중 약 1 배 정도 추가적인 신계약 마진 개선이 예상된다. K-ICS 비율은 금리리스크 축소 등으로 213.3%(+8.6%p QoQ)로 개선되었으며 기본자본비율은 79.7%로 추정된다. 9 월 신증자본증권 발행의 경우 1 천억원 당 기본자본 K-ICS 비율 기준 약 1%p 개선이 예상된다. 연말 220% 상회하는 수준에서 K-ICS 관리 목표하고 있으며 해외 보험사 인수 등의 경우 Target인 220%를 초과하는 자본을 활용하여 추진할 것으로 예상된다.

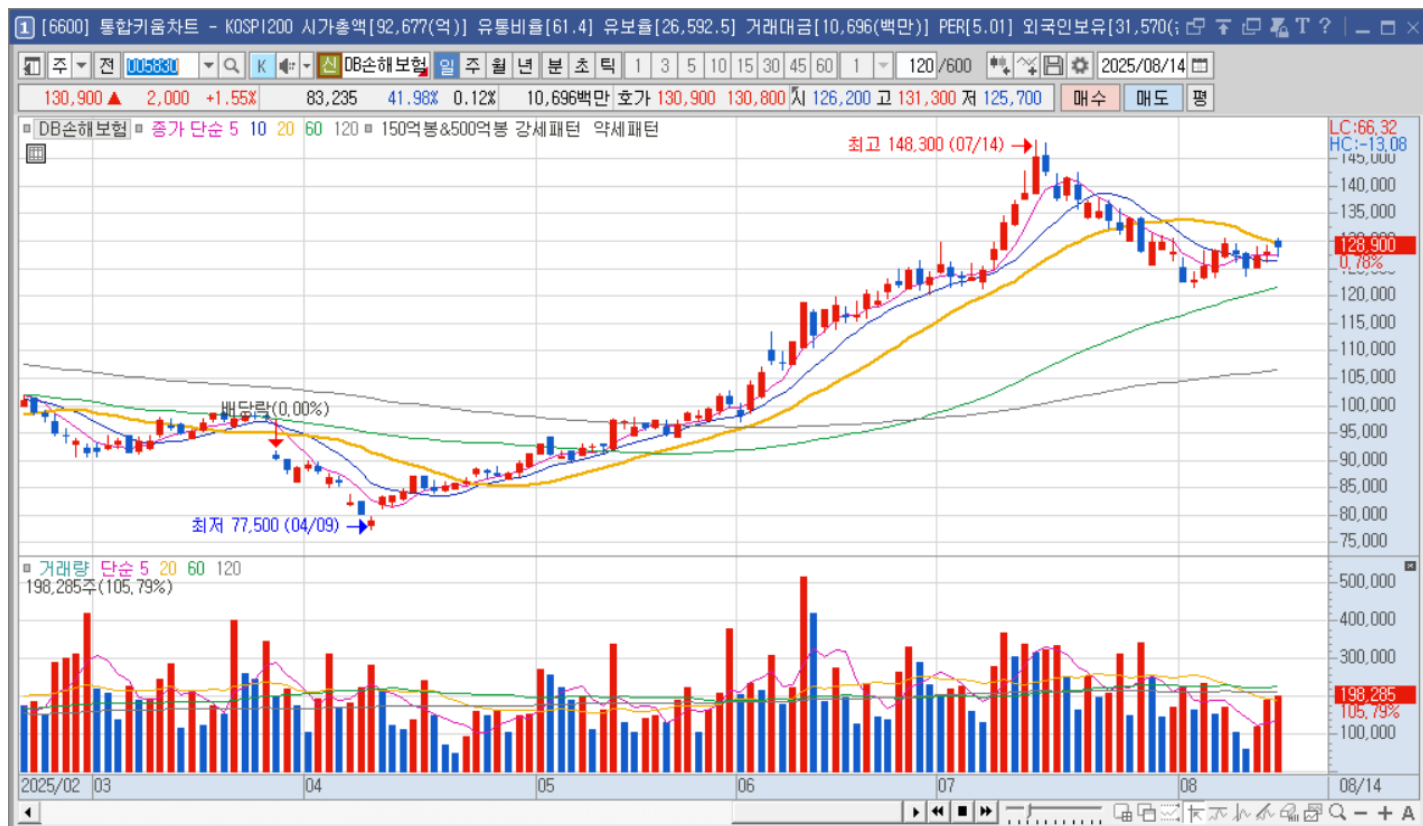
어려운 업황에도 최상위 수준의 지표 관리 긍정적

업황이 대체로 부진한 모습이 이어지고 있음에도 신계약 배수, K-ICS비율, 자동차보험 이익 등 주요 지표가 양호하게 관리되고 있으며 안정적인 배당가능이익 확보가 이뤄지고 있는 점 긍정적이라고 판단한다. 25E DPS 는 이익 감소에도 밸류업 공시 등을 바탕으로 7,000 원으로 개선될 것으로 전망하며 약 5.4%의 배당수

익률을 전망한다. 상반기 중 LA 산불 등 대형 고액사고 등 일회성 요인 영향이 크게 나타났던 만큼 향후 기저효과에 기반한 이익 개선 가능성은 상대적으로 높다고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
보험손익	십억원	2,005	1,550	1,619	1,144	1,317	1,379
투자손익	십억원	575	467	744	1,039	909	944
영업이익	십억원	2,579	2,017	2,363	2,183	2,225	2,323
당기순이익	십억원	1,947	1,537	1,772	1,609	1,690	1,763
EPS	원	0	25,594	29,516	26,798	28,142	29,367
PER	배	0.0	3.3	3.5	4.8	4.6	4.4
PBR	배	0.5	0.7	0.9	1.1	1.1	1.0
ROE	%	0.0	17.2	20.7	19.0	19.8	20.3





이수페타시스

5공장이 켜지면

[출처] 하나증권 김민경 애널리스트

2Q25 Review: 고객사 신모델 전환으로 수요 공백 발생

25년 2분기 매출 2,414억원(YoY +18%, QoQ -4%), 영업이익 421억원(YoY +53%, QoQ 12%, OPM 17.4%)을 기록해 하나증권 추정치를 각각 6%, 16% 하회했다. 중국 법인 수익성이 전분기대비 악화되었는데 고객사 차기 모델 전환으로 수익성이 높은 네트워크형 물량이 일시적으로 감소했기 때문이다. 본사는 주요 고객사 차기 모델 전환으로 가속기 물량이 감소했으나 800G를 비롯한 네트워크 고객사 물량 증가로 견조한 수익성이 유지되었다. 아울러 2분기 원달러 환율 하락으로 전사 영업이익에 약 30억원 수준의 영향이 있었다.

3Q25 Preview: 본격적인 고성장은 4분기부터

25년 3분기 매출 2,511억원(YoY +22%, QoQ +4%), 영업이익 458억원(YoY +77%, QoQ +9%, OPM 18.3%)을 기록할 전망이다. 3분기 신모델향 MLB 공급은 확대되나 생산능력 제한으로 인해 실적 성장세는 제한적일 것으로 예상된다. 본격적인 성장세는 증설중인 국내 5공장의 실적 기여가 시작되는 4분기부터 재개될 것으로 판단한다. 이수페타시스는 5공장에서 다중적층 공정 중심으로 월 기준 3,000m2 규모의 생산능력을 증설 중이다. 다수 고객사의 차기 제품에는 다중적층 공정이 적용된 초고층 MLB가 채용될 예정이며 이로 인해 MLB 공급부족은 더욱 심화될 가능성이 있다. 예를 들어 주요 고객의 차세대 AI 가속기에 채용되는 MLB는 기존 20층 후반에서 30층 중반까지 증가하며 800G 네트워크용 MLB는 40층 초중반 수준으로 추정된다. 해당 제품에 대한 이수페타시스의 제조 수율은 안정화 단계에 진입한 것으로 파악된다.

투자의견 BUY, 목표주가 7.5만원으로 상향

이수페타시스에 대한 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 7.5만원으로 상향한다. 목표주가는 26년 EPS에 동종업종 평균 PER을 적용해 산출했다. AI 인프라 투자가 견조하게 지속되고 있고 데이터센터/네트워크 고객사는 고속, 저손실 특성을 구현하기 위해 차기 제품에 다중적층 공정이 활용된 MLB 채용을 계획하고 있다. 이수페타시스는 25년 4분기 다중적층 공정 중심으로 생산능력이 확대로 26년 성장의 근거를 확보했으며 이에 따라 주가 상승 여력 또한 충분하다는 판단이다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	675.3	836.9	1,035.1	1,219.3
영업이익	62.2	101.9	189.8	240.2
세전이익	54.7	91.8	183.4	232.1
순이익	47.7	74.0	143.9	182.3
EPS	719	1,116	2,020	2,483
증감율	(53.46)	55.22	81.00	22.92
PER	39.83	23.83	30.45	24.77
PBR	7.12	5.39	9.77	7.12
EV/EBITDA	26.36	15.10	21.32	17.02
ROE	19.51	24.91	36.46	33.26
BPS	4,022	4,938	6,294	8,634
DPS	95	143	143	143





덕산네오룩스

아쉬운 실적, 하반기 및 내년 기대감은 유지

[출처] SK증권 권민균, 박형우 애널리스트

2Q25 Review: 기대치 하회, 환경이 좋지 않다

본업(별도) 기준 2Q25 매출액 477 억원(YoY -10%,이하), OP 101 억원(+1%, OPM 21%)로, 시장 기대치를 하회했다. 하회 요인은 ① 중국발 Flexible OLED 공급 과잉으로 주요 고객사의 Rigid OLED 수요 감소 효과가 지속되었고, ② 북미 고객사향 물량 양산 일정 조정(6 월말(2Q) -> 7 월초(3Q)로 지연), ③ 환율 하락 효과, ④일회성 충당금 반영이다. 2Q 부터 연결편입된 터보기계는 매출액 332 억원, OP 2 억원(OPM 1%)을 기록, 매출 인식 지연에 따른 믹스 악화와 일시적 비용 반영으로 이익률이 악화되었다. 하반기에는 손익구조 정상화에 따라 회복세를 보일 것으로 예상된다.

올해는 중국발 공급 과잉이 발목, 하반기 및 내년 기대감은 유지

중국발 Flexible OLED 패널 공급 과잉으로 인한 패널 단가 하락으로 주요 고객사 제품의 수요 약세가 연중 지속되고 있다. 과거 '23 년에도 공급 과잉이 있었으나, 중국 패널 업체들의 재무구조 악화로 공급량이 조절되며 '24 년부터 주요 고객사 제품 수요가 상승하는 반사 수혜가 있었다(차트 1, 2 참고). 이번 중국발 공급 과잉 사이클 역시 '25년 연간 실적에는 부정적인 영향이지만, '26 년부터 수요 정상화 및 반사수혜를 기대해볼 수 있다. 이에 따라 '25년 연간 실적은 하향, '26년은 상향 조정했다. 상반기는 중국발 공급과잉, 주요 고객사의 양산일정 지연, 환율 하락 등 외부 환경의 악조건이 있었으나, 하반기 및 내년의 긍정적인 그림은 유지 중이다. 하반기부터 ①북미 고객사향 공급이 온기로 반영되고, ②Black PDL 신모델 탑재, ③블루 인광 및 OLED 제품군 확대로 고부가 개발(샘플) 매출 확대가 반영된다. 내년에는 ①폴더블 아이폰, ②8.6 세대 팹 가동(맥북 프로 OLED), ③신규 아이템(아이패드 미니 OLED, 차량 및 IT 용 제품군 확대)가 예정되어 있다. 중국 업체향 소재 쿼 테스트도 무난하게 진행 중이다. 이번 미국내 특허 심판이 동사의 중국 진출에 미치는 영향은 제한적일 것으로 보인다.

목표주가 50,000 원으로 상향, 투자 의견 '매수' 유지

최근 디스플레이 산업 기대감 상승 및 하반기, 내년 실적 우상향 기대감 반영, 적용 Multiple 소폭 상향에 따라 목표주가를 기존 48,000 원에서 50,000 원으로 상향했다. 중장기적 실적 우상향 및 모멘텀 요소 다수 보유에 따라 매수 의견을 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	십억원	191	177	164	212	322	418
영업이익	십억원	51	45	33	52	67	108
순이익(지배주주)	십억원	47	39	36	46	58	89
EPS	원	1,886	1,567	1,442	1,843	2,349	3,585
PER	배	29.8	24.9	30.9	15.1	18.2	11.9
PBR	배	4.9	3.0	3.0	1.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	배	22.3	16.0	25.8	10.2	12.9	8.4
ROE	%	16.3	12.8	10.6	12.2	13.6	17.7



