

2025.08.20.(수) 증권사리포트

◆ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

에스엘

램프에서는 신공장과 신규 납품. 전장 제품도 성장 중

[출처] 하나증권 송선재 애널리스트

하반기에는 관세 대응이 우선. 2026년에는 신공장 및 신규 납품 효과

에스엘에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 4.1만 원을 유지한다. 2분기 실적은 시장 기대치를 하회했는데, 산업수요 둔화와 미국 관세의 영향이 컸다는 판단이다. 어려운 산업환경은 하반기에도 이어지겠지만, 관세 비용의 고객사 보전 및 멕시코 공장의 가동 시작 등으로 대응할 수 있을 것으로 예상된다. 2026년에는 BMS/SBCM 등 전장 부품군의 성장과 인도/멕시코 신공장의 본격화, 그리고 북미/유럽/중국에서 독일 프리미엄 브랜드향 램프 공급의 가세 등으로 성장성이 회복될 것이다. 현대차그룹-GM의 생산 협력도 기회 요인이다.

2Q25 Review: 영업이익률 8.2% 기록

2분기 실적은 기대치를 하회했다(영업이익 기준 -12%). 매출액/영업이익은 0%/28% (YoY) 감소한 1.29조 원/1,059억원(영업이익률 8.2%, -3.2%p (YoY))을 기록했다. 지역별로 한국/남미가 5%/49% (YoY) 증가했지만, 북미/인도/유럽/중국에서는 4%/11%/18%/3% (YoY) 감소했다. 제품별로 램프/전장/기타 매출액은 -0%/-4%/+4% (YoY) 변동했다. 영업이익은 28% (YoY) 감소했고, 영업이익률은 3.2%p (YoY) 하락한 8.2%를 기록했다. 부문별 영업이익률은 램프/전장/기타 사업부가 8.6%/2.0%/11.8%였다. 수익성이 하락한 이유는 외형이 정체된 가운데 지급수수료/보증수리비가 68%/47% (YoY) 증가했고, 미국향 수출 부품에 대한 관세 비용도 반영되었으며, 인도 법인이 시장 내 경쟁심화의 영향을 받았기 때문이다. 북미 SL America(매출비중 30%)의 2분기 매출액/순이익은 3,905억원/131 억원으로 9%/59% (YoY) 감소했고, 당기순이익률은 3.4% (-4.0%p (YoY))를 기록했다. 인도 SL Lumax(매출비중 8%)의 매출액/순이익은 15%/30% (YoY) 감소한 998억 원/103억 원(당기순이익률 10.3%, -2.3%p)였다. 영업외로는 해외 관계사로부터의 수수료 수익(40 억원)이 있었지만, 외환관련손실이 311억원 반영(전년 동기대비 -404억원)되었다.

2025년 실적은 관세 여파로 감소하지만, 2026년 신규 매출원 가세로 성장 회복

2025년 매출액/영업이익은 +0%/-17% 변동한 5.0조 원/3,259억원(영업이익률 6.5%, -1.4%p (YoY))으로 기존 예상치보다 낮아질 것으로 전망한다. 산업수요 둔화와 함께 북미/인도 법인에서 관세 및 시장경쟁 비용, 그리고 인건비 등이 증가하기 때문이다. 미국 자동차 관세는 관세율이 2분기 25%에서 하반기 15%로 하락했고, 고객사들과의 협의를 통해 비용을 상당부분 보전받을 수 있으며, 멕시코 공장의 본격 가동으로 USMCA 기준을 충족시켜 면세 혜택을 늘릴 수 있기에 관련 부담이 완화될 것으로 예상된다. 2026년에는 신규 매출원 가세로 성장성이 회복될 것이다. 전기차향 신규 아이템인 BMS/SBCM 등 납품이 증가하고, 멕시코 공장의 가동률이 상승하며, 2025년말 완공되는 인도 푸네 공장도 매출에 기여할 것이다. 특히, 2026년 4분기부터는 북미/유럽/중국에서 독일 프리미엄 브랜드향으로 램프 공급이 시작되는데 연결 매출액을 2%p 이상 증가시키는 효과를 예상한다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	4,838.8	4,973.3	4,993.7	5,178.6
영업이익	386.2	395.2	325.9	345.2
세전이익	428.8	487.0	410.7	450.2
순이익	335.5	368.4	301.0	330.0
EPS	7,223	7,930	6,480	7,104
증감율	119.54	9.79	(18.28)	9.63
PER	4.94	3.80	5.06	4.62
PBR	0.86	0.61	0.60	0.54
EV/EBITDA	2.94	2.08	2.13	1.59
ROE	18.83	17.42	12.42	12.30
BPS	41,618	49,612	54,903	60,816
DPS	900	1,200	1,200	1,200





케이엠더블유

중요한 건 내년 실적, 벌써 9월입니다

[출처] 하나증권 김홍식 애널리스트

매수 투자 의견/12개월 목표주가 25,000원 유지, 망설임 시간이 없습니다

KMW에 대한 투자 의견 매수, 12개월 목표가 25,000원을 유지한다. 추천 사유는 1) 2분기 본 사 영업 이익 흑자 전환과 더불어 분기별 연결 영업 이익 적자 폭 축소 양상이 지속되고 있고, 2) 미국 뿐만 아니라 국내도 2025년 가을 이후 주파수 경매 진행 가능성이 높으며, 3) 현재 미국 시장 분위기를 감안하면 2026년 KMW 연결 영업 이익 턴어라운드 가능성이 높고, 4) 2026년 실적 기준으로 평가하면 여전히 저평가되었기 때문이다. 올해 연말 이후 5G 투자 재개를 기대한 매수세가 강해질 것임을 감안 시 혹시라도 KMW 투자를 고민하는 투자자가 있다면 하루라도 빨리 매수하는 게 좋을 것 같다는 생각이다.

모든 제반 상황이 2026년 통신장비 시장 빅사이클 진입을 예고하고 있습니다

2025년 2분기 KMW는 연결 매출액 253억원(+43% YoY, -3% QoQ), 연결 영업 이익 -46억 원(적축 YoY, 적축 QoQ)을 기록하였다. 본사 영업 이익은 6억원(흑전 YoY, 흑전 QoQ)으로 오랜만에 흑자 전환하였다. 미국 수출 물량 증가 및 대규모 인원 감축으로 인한 영업 비용 감소가 주된 요인이었다. 2025년 들어 예상대로 KMW 실적이 개선 추세에 돌입하고 있다. 분기 실적 결과치가 점차 추정치에 부합해 나가는 양상인데 2025년 연말을 기점으로 급격한 실적 개선 추세로의 진입이 예상된다. 전세계 최대 통신장비 시장인 미국에서 네트워크 투자 재개를 예고하고 있기 때문이다. 이미 FCC가 주파수 경매 권한을 되찾은 가운데 800MHz 중 일부를 올 가을 경매에 내놓을 것이 유력해지고 있으며 이를 대비해 AT&T가 2025년 및 2026년 CAPEX 전망치를 상향 조정한 상태이다. 네트워크 투자 세액 공제를 해 주는 크고 아름다운 하나의 법안 탄생을 투자를 촉진했다고 볼 수 있겠다. 미국 행정부/의회/통신사 동향은 이미 2026년 대규모 투자를 예고하고 있다.

미국 시장을 중심으로 5G 투자가 재개될 것이며 국내 시장 개화 가능성 역시 높다는 점을 감안하면 KMW의 2026년 빅 사이클 진입 가능성을 염두에 두어야 할 것 같다.

2026년 실적 개선 가능성 높다고 보면 현 주가에선 겁날 게 없어 보입니다

KMW 주가는 1년 전 대비 대략 2배 높은 수준에서 거래 중이다. 과거 2018년 모습과 흡사 한 흐름인데 아마도 2026년 실적 턴어라운드를 기대한 매수세 유입에 근거했다고 볼 수 있겠다. 그런데 현 주가 수준에서는 다운 사이드 리스크가 크지 않아 보다 적극적인 자세로 매수에 임할 것을 권한다. 연말로 다가갈수록 사려는 수급이 많아질 것이기 때문이다. 미국 역시 국내와 마찬가지로 주파수 재배치 작업이 2026년 6월까지 이루어져야 하는 관계로 5G 추가 주파수 경매가 2025년 내 이루어질 수 밖에 없고 신규 주파수 할당이 이루어질 경우 삼성전자 핵심 벤더인 KMW의 미국 통신사 공급은 자명하다. 연말로 갈수록 심리적으로 기존 보유 주주들에게 유리한 국면이 펼쳐질 가능성이 높다는 판단이다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	100.1	87.4	131.3	390.9
영업이익	(62.9)	(45.5)	(5.9)	109.6
세전이익	(53.0)	(37.4)	(12.6)	112.4
순이익	(65.3)	(38.6)	(13.2)	112.4
EPS	(1,640)	(969)	(329)	2,789
증감율	적지	적지	적지	흑전
PER	(7.55)	(9.06)	(34.92)	4.12
PBR	2.82	2.43	3.55	1.91
EV/EBITDA	(9.86)	(11.15)	136.80	4.05
ROE	(31.45)	(24.24)	(9.60)	60.17
BPS	4,391	3,607	3,241	6,030
DPS	0	0	0	0





디오

올해는 구조적 성장을 위한 정상화 단계

[출처] 하나증권 한유건 애널리스트

2Q25 Review: 시장 컨센서스 하회 기록

2Q25 디오는 (K-IFRS 연결기준) 매출액 401.0억원(YoY+158.0%, QoQ+12.0%), 영업이익 30.2억원(YoY 흑자 전환, QoQ+99.0%, OPM 7.5%), 지배순손실 89.2억원(YoY 적자지속, QoQ 적자전환)을 기록했다. 2분기 중국과 유럽, 중동, CIS 지역 중심으로 성장을 기록함에 따라 전년동기 및 전분기 대비 매출 증가를 기록한 것으로 판단된다. 특히 올해 동사가 전략적으로 시장 침투를 높이기 위한 멕시코, 인도, 러시아, 대만 해외법인의 실적 성장은 긍정적이다. 다만, 영업이익은 흑자를 기록했으나, 광고선전비, 모델료 지급 및 대손충당금 설정으로 인해 컨센서스를 하회한 것으로 판단된다.

영업망 개편 및 구조조정 효과 발생

2024년부터 이어져온 구조조정의 효과가 나타나기 시작한 점은 고무적이다. 올해 동사는 중국 시장에서 점유율 확대를 위해 1,2선 대도시에는 신규 직영점, 3선 이하 도시에는 대리상을 통해 유통망을 확대, 개편을 진행 중이다. 주요 판매 국가인 중국에서 상반기 약 204억원의 실적을 기록했으며, 하반기 성수기 시즌을 고려하면 올해 약 500억원의 매출 달성이 기대된다. 인도(기존+동부지역)와 튀르키예(앙카라, 코자엘리) 또한 조직을 지속적 으로 확대 중이며, 러시아 지역에서는 단일 딜러에서 구너역별 딜러 전환에 따른 가시적 성과가 나타나기 시작했다. 글로벌 조직 개편과 영업조직 강화에 따른 시스템 변화는 2026년 동사의 이익 체력 강화의 기반이 될 것으로 전망한다.

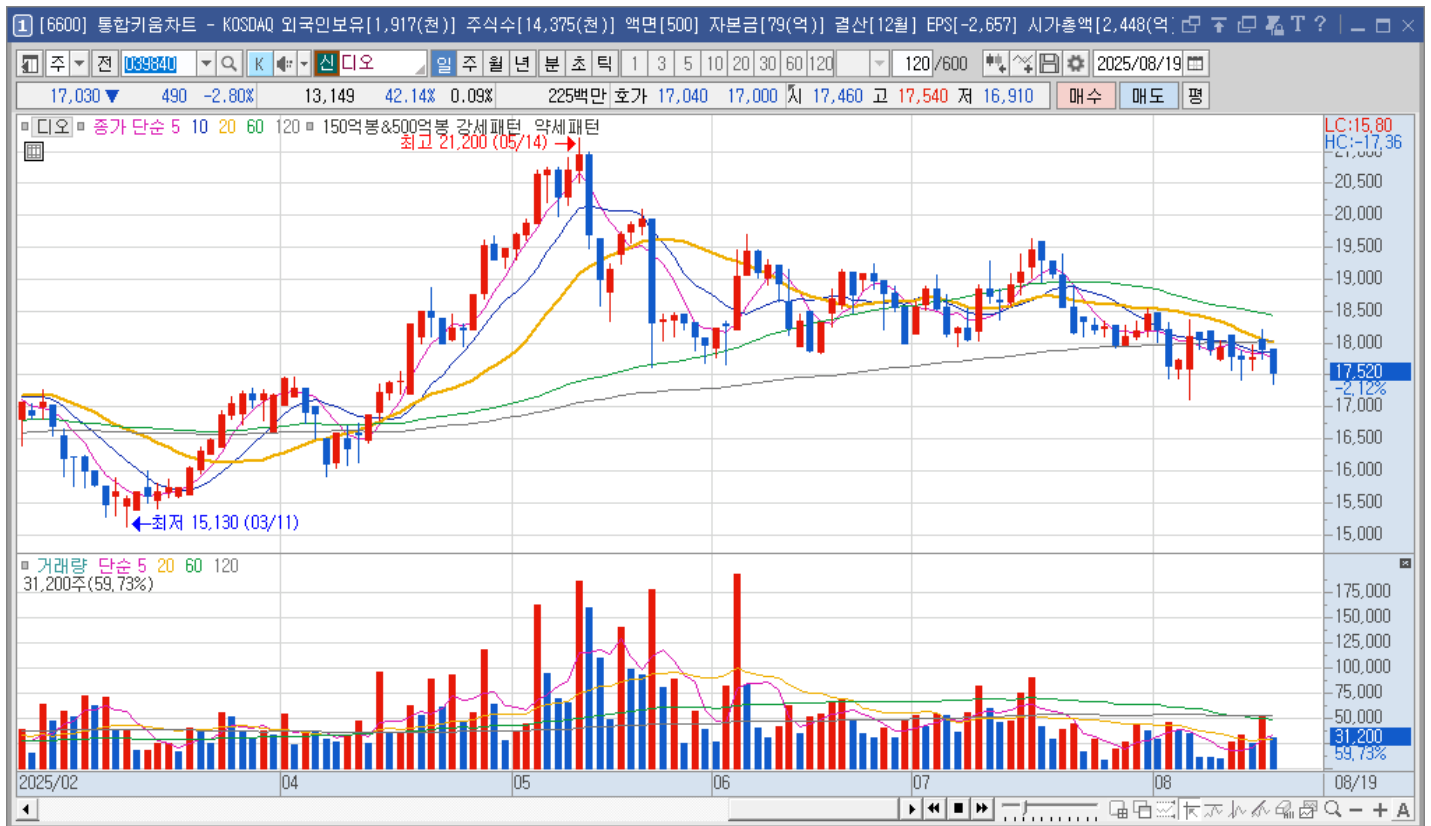
신제품 출시에 따른 포지셔닝 다변화

디오는 올해 9월 신제품 출시를 앞두고 있다. 신제품은 중국의 VBP 정책에 대응하기 위한 이코노믹 라인 제품으로 동사의 제품 포트폴리오 확대와 포지셔닝에 새로운 변화를 가져 올 것으로 예상된다. 현지 로컬 공장에서 제조될 예정이며 인허가를 앞두고 있는 것으로 파악된다. 해당 제품은 2026년 4월 예정되어 있는 2차 VBP 정책에 대비한 전략 제품으로 로컬 쿼터제에 편입됨에 따라 일정 부분의 물량 확보가 충분히 가능할 것으로 기대된다. 디오는 판매 속도와 강도에 따라 추가 증설을 고려 중인 것으로 파악되며, 2026년 이코노믹 제품의 매출 비중은 전체의 약 10%에 이를 것으로 예상된다.

2025년 매출액 1,663억원(YoY+39.0%), 영업이익 126.8억원(YoY 흑자전환)

2025년 예상 실적(K-IFRS 연결기준)은 매출액 1,663억원(YoY+39.0%), 영업이익 126.8억원 (YoY 흑자전환, OPM 7.6%)을 기록할 전망이다. 기존 추정치 대비하여 매출 및 이익 추정치 모두 하향 조정하지만, 빅배스 단행과 영업망 개편 등 구조조정 효과가 나타나기 시작 한 점을 상당히 긍정적이다. 다만, 1) 엄격한 비용 통제와 2) 외형 성장을 통해 3) 수익성 확보가 정상화를 넘어 본격적인 성장으로 이어질 수 있는 핵심 포인트로 판단된다.

Financial Data		(억원, %, 배, 원)			
투자지표	2021	2022	2023	2024	
매출액	1,500	1,313	1,558	1,196	
영업이익	348	(44)	209	(407)	
세전이익	338	(211)	104	(505)	
순이익	283	(205)	33	(413)	
EPS	1,806	(1,292)	209	(2,657)	
증감율	151.5	적전	흑전	적전	
PER	20.7	(15.2)	107.2	(6.1)	
PBR	2.7	1.6	1.5	1.1	
EV/EBITDA	2.9	14.4	4.3	0.0	
ROE	15.1	(12.3)	1.7	(20.2)	
BPS	13,908	12,686	14,809	15,194	
DPS	0	0	0	0	



바이오포트

하반기 사상 최대 매출 기대

[출처] 한화투자증권 한유정 애널리스트

1분기를 저점으로 QoQ 회복

바이오포트의 2025년 2분기 매출액은 192억원(+13.2% YoY), 영업이익은 7억원(-26.0% YoY)을 기록했다. 신제품 출시 지연으로 고마진 스낵 매출이 감소해 제품 믹스가 변화되었고, 물류비 증가로 영업이익률은 3.9% (-2.0%p YoY)에 그쳤다. 다만 상반기 국내에서 선출시된 신제품의 판매 호조와 주력 상품인 유자생강차의 미국 수출 호조로 매출액은 전년 동기 대비, 전분기 대비 모두 성장했다.

하반기 분기 최대 매출 기대

3분기 매출액은 199억원(+13.4% YoY), 4분기 매출액은 300억원(+63.4% YoY)으로 분기마다 사상 최대 매출 경신이 예상된다. [스낵] 1) 2025년 7월 한국에서 출시된 스낵 신제품이 단기간에 기록적인 성과를 기록 중이다. 해당 제품은 중화권 C사, 필리핀 창고형 매장, 미국 아마존에 하반기 중 출시될 예정이다. 2) 고마진 제품인 기존 스테디셀러 스낵의 Flavor 변경 신제품은 3분기부터 미국 서부 지역에서 순차적으로 출시되고 있다. 선출시 매장에서 유의미한 주간 판매 데이터가 확인되고 있어, 미서부→미동부로의 확산은 2026년 1분기 실적으로 반영될 전망이다. [액상차] 3) 하반기 유자생강차 수출 매출은 102억원으로 상반기의 성장세가 이어질 전망이다. [상품] 4) 대형 유통 채널과의 감사 이슈로 상반기에 인식되지 못한 음료 매출은 8월 감사가 완료되어 4분기 중 정상 반영이 예상된다.

2026년 천억원 매출 돌파 기대

바이오포트의 최대 강점은 시장성 있는 제품 기획력과 글로벌 유통사와의 견고한 파트너십이다. 좋은 제품을 만들어, 좋은 채널에 판매할 수 있다는 것이다. 기존 스테디셀러의 판매가 꾸준한 상황에서 2025년 출시한 신제품들의 국가, 채널 확대가 2026년 본격화되면서 실적 기여가 확대될 전망이다. 그 외 기존 제품들의 신규 국가 및 채널 입점도 병행되며 2026년 연매출은 천억원을 넘어설 전망이다.

[표1] 바이오포트 분기 및 연간 실적 추정 (단위: 억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	198	170	175	184	169	192	199	300	687	727	859	1,005
YoY	27.4%	-0.8%	5.9%	-5.8%	-14.8%	13.2%	13.4%	63.4%	9.2%	5.8%	18.3%	16.9%
매출원가	135	126	131	128	123	140	141	211	496	521	615	706
매출원가율	68.2%	74.1%	74.9%	69.9%	73.1%	72.6%	71.1%	70.2%	72.2%	71.6%	71.5%	70.3%
판매비	45	34	38	37	46	45	47	66	142	154	204	229
판매비율	22.9%	19.9%	21.8%	20.0%	27.0%	23.5%	23.8%	22.1%	20.7%	21.2%	23.8%	22.8%
인건비	9	10	11	11	14	13	13	20	36	42	59	65
운반비	14	8	12	13	13	15	15	23	57	47	67	76
지급수수료	8	9	7	6	8	8	9	11	20	30	36	41
기타	14	7	8	6	11	10	10	12	29	35	42	47
영업이익	18	10	6	18	0	7	10	23	49	52	40	70
YoY	205%	-32.5%	-4.7%	-17.5%	적전	-26.0%	74.8%	25.3%	23.9%	5.8%	-22.2%	73.2%
영업이익률	8.9%	5.9%	3.3%	10.0%	-0.1%	3.9%	5.1%	7.7%	7.2%	7.2%	4.7%	7.0%

자료: 바이오포트, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 2025년 출시된 신제품 중 유의미한 성과를 기록 중인 제품 혹은 기대되는 신제품



자료: 바이오포트, 한화투자증권 리서치센터



2Q25 Review: 매출액 정체 불구, 수익성 개선은 긍정적임.

최근(08/14) 발표한 2 분기 실적(별도 기준)은 매출액 167 억원, 영업이익 47 억원으로 전년동기 대비 매출액은 22.3% 감소했지만, 영업이익은 5.1% 증가함. 당사 추정치(매출액 182 억원, 영업이익 45 억원)를 부합하였음.

2분기 실적에서 긍정적인 것은 매출액의 정체에도 불구하고 수익성이 크게 개선(영업이익률: 2Q24A, 20.6% → 2Q25 A, 27.9%, +7.3%p)되었다는 것임. 비대면 서류 제출 API, 소유자 검증 차량정보 조회 등 저원가성 상품 매출 수요 증가와 함께 신사업 및 신상품 개발을 위한 투자가 일부 완료되면서 영업비용이 감소하고 있기 때문임.

다만, 전년동기 대비 매출액이 감소한 것은 지난해 2 분기 대규모 일회성 프로젝트(새마을금고 관련 약 50 억원)로 인하여 특별 매출이 반영되었던 역기저효과 때문임. 이를 제외한다면 데이터 부문은 전년동기 대비 6.0% 증가하였음.

3Q25 Preview: 신규서비스 및 고객군 확대로 안정적인 실적 성장 기대

당사 추정 3 분기 예상 실적은 매출액 191 억원, 영업이익 49 억원으로 전년동기 대비 각각 12.6%, 7.7% 증가하면서 안정적인 실적 성장세 전환을 예상함.

하반기에 신규 서비스 출시 및 기존 서비스 확대를 추진할 예정임. ① 데이터 서비스 부문에서는 비대면 서류 API 고객군을 증권, 보험, 캐피탈, 지자체 등으로 확대할 예정이며, 전자증명서 및 공공데이터 플랫폼 판매를 확대할 예정임. ② 또한, 페이먼트 서비스 부문에서는 글로벌페이 서비스를 출시하고, 컴플라이언스 (AML, e-KYC) 서비스 고객사 확대를 추진할 예정임.

Valuation

현재 주가는 2025 년 실적 기준 PER 14.0 배로, 국내 동종업체 및 주요 고객 평균 PER 22.4 배 대비 할인되어 거래 중임.

12 월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	68.4	73.0	72.8	81.3
영업이익	16.6	16.6	18.9	21.7
세전손익	9.7	19.0	36.2	25.3
당기순이익	7.2	15.8	30.0	20.8
EPS(원)	700	1,538	2,923	2,031
증감률(%)	46.2	119.9	90.0	-30.5
PER(배)	28.8	10.6	14.0	20.1
ROE(%)	5.5	11.5	18.9	11.5
PBR(배)	1.6	1.1	2.4	2.2
EV/EBITDA(배)	6.9	3.2	11.6	9.4

자료: 유진투자증권

