

2025.08.21.(목) 증권사리포트

✦ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

코스맥스

간담회 후기: 예상치 못한 Good News!

[출처] 유안타증권 이승은, 김도엽 애널리스트

Momentum Refresh: 코스맥스, 다시 살아나다

코스맥스에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 288,000원을 유지한다. 전일 동사는 애널리스트를 대상으로 이경수 회장이 직접 참석한 간담회를 개최하였다. 간담회 직후 주가는 +5.1% 상승 마감하며, 시장의 관심이 재차 유입되는 모습을 보였다.

이번 간담회의 핵심 투자포인트는 크게 두 가지다. 첫째, 3Q25E 중국·미국 법인 실적의 턴 어라운드 가능성이 확인되었다는 점, 둘째, 2026년 유럽 ODM 진출이 본격화될 것이라는 점이다. 이는 단기 실적 반등과 중장기 성장성 모두 기대할 수 있는 요인으로 판단된다.

지난 주 주가는 27% 급락하였다. 이는 ① 밸류에이션 부담과 ② 2분기 성수기 대비 3분기 실적 성장을 둔화 우려가 복합적으로 작용한 결과다. 그러나 이러한 낙폭은 과도하다고 판단되며, 이번 간담회에서 확인된 새로운 모멘텀이 향후 주가 반등의 기폭제로 작용할 가능성에 주목할 필요가 있다.

단기 회복 + 중장기 성장, 두 개의 엔진이 켜졌다

3Q25E 중국·미국 법인의 턴어라운드는 단순한 분기 개선이 아니라 구조적 회복의 신호로 전망된다. 중국은 3~4선 도시 확산 전략과 로컬 브랜드 동반 진출을 통해 소비 회복세가 가시화되고 있으며, 규제 부담에도 불구하고 자체 기술 혁신을 통해 대응 가능하다는 자신감을 보였다. 미국은 오히려 공장 철수 후 캘리포니아 법인 집중으로 생산성이 개선되고 3분기 두 자릿수 성장 전망이 제시되었다.

2026년 유럽 ODM 진출은 독자적 진출이 아닌 현지 파트너와의 공동 진출 전략을 통해 추진되고 있다. 회사는 유럽 내 고비용·노조 리스크를 피하고 유럽 거점을 확보함으로써 원가 경쟁력을 유지하는 동시에, 글로벌 메이저사 ODM 의존도 확대와 인디 브랜드 수주 확대를 함께 노릴 수 있다. 이는 단기 실적 반등과 중장기 성장 스토리를 동시에 강화하는 요인으로 작용하며, 최근 조정된 주가에 새로운 모멘텀을 제공할 것으로 기대된다.

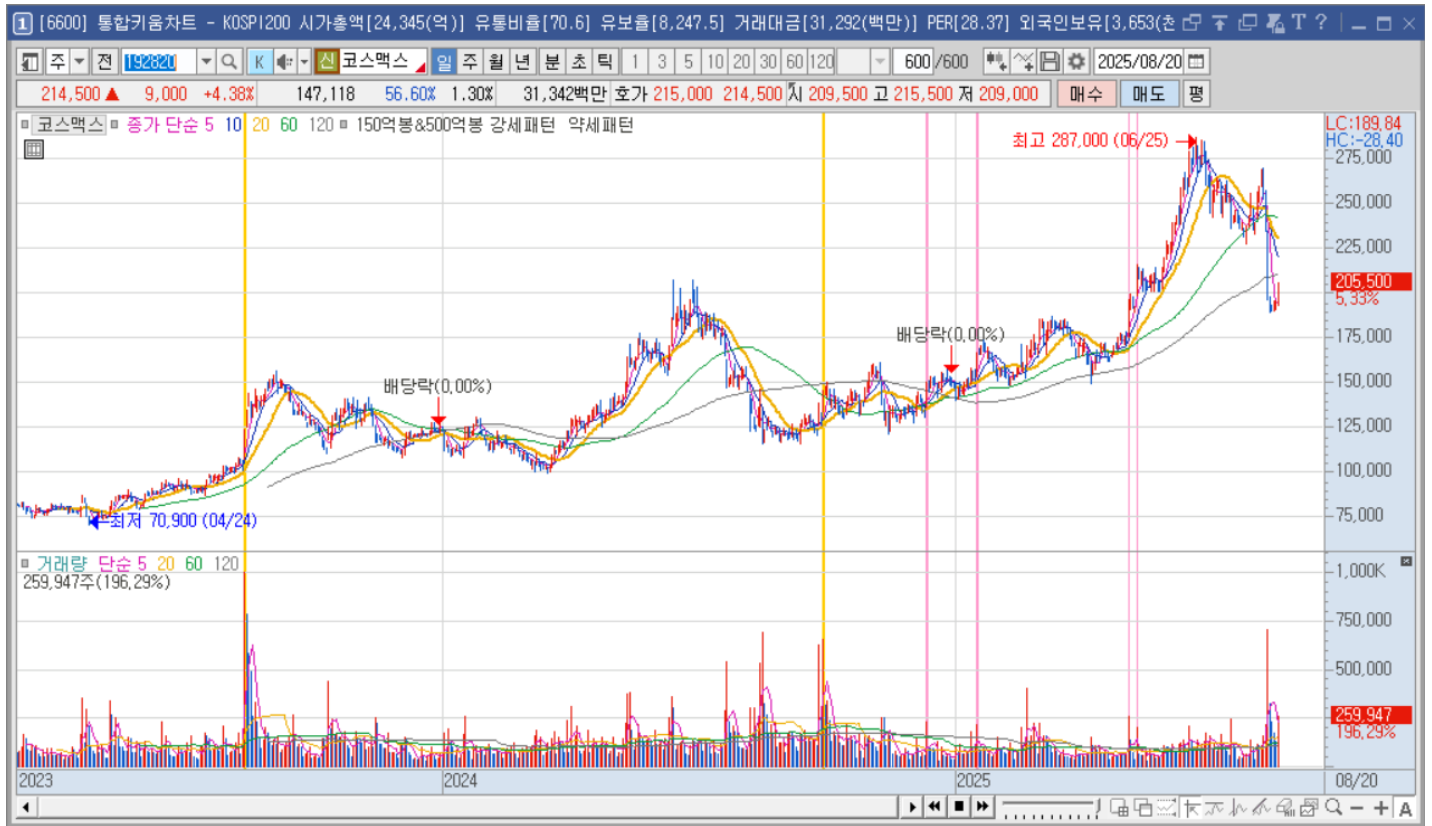
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	17,775	21,661	24,201	26,550
영업이익	1,157	1,754	2,200	2,680
지배순이익	571	858	1,210	1,710
PER	20.1	18.3	19.3	13.6
PBR	3.2	3.3	3.9	3.0
EV/EBITDA	8.9	9.0	9.9	8.0
ROE	12.1	20.5	22.5	24.8

자료: 유안타증권





엔씨소프트

엔씨소프트 NDR 후기

[출처] 유진투자증권 정의훈 애널리스트

2026년 가이드스

연초 동사가 제시한 내년도 매출 가이드스는 2조~2.4조원, 기존 레거시 IP 기반 매출액 1.4조원과 내년도 신작 IP 매출 6천억 ~1조원. 당사가 추정하는 올해 연간 레거시 IP 매출은 약 1.45조원, 내년도도 기존 게임 매출 감소 있겠으나 리니지2M(중국), 리니지W(동남아), 리니지M(중국) 지역 확장 고려 시 레거시 IP 매출 가이드스는 달성 가능 가이드스 달성에 있어 변수는 신작 성과. 아이온2(4Q25), 브레이커스(1Q26), 타임테이커스(2Q26), 신더시티(3Q26)와 스핀 오프 4종을 포함한 8종의 신작으로 최소 6천억원의 매출 달성해야 함. 핵심은 아이온2의 성과가 될 것

아이온2

신규 IP 매출 가이드스에 부합하려면 아이온2는 최소 연 3천억원 이상의 매출 필요. 일매출로 환산하면 약 8.2억원으로 지난 해 모바일 리니지의 일매출이 각각 13.5억원(리니지M), 5.0억원(리니지2M), 6.7억원(리니지W)임을 감안하면 부담스러운 수치 는 아님. 얼마나 적절한 BM을 구성하느냐가 관건인데, 9월 3차 쇼케이스에서 BM 일부 공개될 예정. 과금 부담 덜기 위해 배 틀패스와 코스튬에 힘을 실을 것으로 예상되나, P2W 요소가 완전히 배제되긴 어려울 전망. 당사가 추정하는 내년도 아이온2의 매출액은 약 3,600억원, 출시 시점은 올해 11월말로 예상함

3Q25 Preview

올해 상반기 영업흑자전환에 성공했으나, 3분기는 영업적자가 예상됨. 매출은 2분기 반영된 리니지M 8주년 이벤트 효과, 리니지2M 동남아 지역 확장 효과 등이 감소하며 1분기와 유사한 수준일 것으로 전망. 비용은 8월 게임스컴 2025, 9월 도쿄게임쇼 등의 마케팅 활동으로 마케팅비 증가, 하반기 추가적인 인력 조정에 따른 일회성 비용으로 인건비 증가 예상. 추가 인력 조정 에 따른 인건비 감소 효과는 내년도에 드러날 전망

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	1,780	1,578	1,540	2,057
영업이익	137	-109	31	335
세전순익	206	121	54	427
당기순이익	214	94	45	329
EPS(원)	9,663	4,291	2,124	15,264
증감률(%)	-51.3	-55.6	-50.5	618.8
PER(배)	24.9	46.6	94.1	13.1
ROE(%)	6.6	3.0	1.5	10.4
PBR(배)	1.6	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	17.6	na	23.4	6.7

자료: 유진투자증권





선익시스템

고무적인 이익률과 새로운 먹거리

[출처] 유진투자증권 허준서 애널리스트

2Q25 매출액 1,901억원(+346% yoy), 영업이익 400억원(+437% yoy) 기록하며 모두 컨센서스 및 추정치 크게 상회, 원인은 당초 3분기까지 안분될 BOE향 선적 물량의 선인식, BOE향 물량의 연간 추정치는 변동 없지만 향후 3분기의 실적 눈높이는 기존 추정치 대비 낮아질 전망, 영업외 특이사항으로 2분기 말 환율 하락 영향 환율관련 파생상품이익 크게 인식, 연간 당기순이익 레벨 상승으로 PER 밸류에이션 부담 하락 장비업체임을 고려했을 때 21%의 높은 영업이익률 고무적, 그간 저가수주 및 기술력에 대한 의구심은 완벽히 해소됐다고 보며 향후 8.6세대 입찰 과정에서도 경쟁사대비 기술력에 이은 가격 협상력도 확보했다고 판단

동사의 밸류에이션을 구성하는 요소는 전적으로 중화권 8.6세대 OLED 라인 투자 기대감. BOE, Visionox, CSOT 등 주요 패널 업체들 투자 진행중이며 업체 별 주력 OLED 증착 방식 상이해 FMM 증착장비 판매하는 동사의 확장 기대감에 일부 영향 있을 수 있지만 FMM 방식이 그간 쌓아온 양산성 레퍼런스를 무시할 수 없을 것

이외에도 과거 한화솔루션 향 페로브스카이트 태양광 증착장비 파일럿 라인 납품 레퍼런스로 향후 페로브스카이트 증착장비 수주 가능성 존재, OLED 증착장비 뿐 아니라 다양한 산업의 열증착(Evaporator)장비로 확장 가능성 있어

현재 주가는 2025년 연간 실적기준 PER 4.9배 수준, OLED 사업부문 단독 기대감과 여타 산업으로의 증착기 포트 폴리오 확장 가능성 고려했을 때 저평가 판단. 투자의견과 목표주가 모두 유지

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	62.4	112.9	337.8	444.7
영업이익	(4.1)	7.9	54.6	86.2
세전손익	(9.5)	(30.9)	73.3	81.4
당기순이익	(9.2)	(28.1)	67.6	61.0
EPS(원)	(984)	(2,956)	7,091	6,399
증감률(%)	적지	적지	흑전	(9.8)
PER(배)	n/a	n/a	4.9	5.4
ROE(%)	(12.3)	(47.9)	84.0	42.1
PBR(배)	3.9	8.5	2.9	1.9
EV/EBITDA(배)	1,009.7	33.8	2.1	n/a

자료: 유진투자증권





애니플러스

Ani Plus, Growth Plus: 애니메이션 IP 레버리지

[출처] DS투자증권 장지혜, 강태호 애널리스트

일본 애니메이션 IP 전문 애니플러스, <귀멸의 칼날: 무한성편> 개봉 기대감

애니플러스는 주요 IP인 일본 애니메이션을 수입해 자사 TV채널, OTT를 비롯해 국 내외 플랫폼으로 유통하고 MD와 이벤트사업을 운영하는 OSMU(One Source Multi Use)기업이다. 동사는 25년 주요 IP <진격의 거인>과 <귀멸의 칼날> 극장판 애니메 이션 개봉에 따른 콘텐츠 수익 증가와 MD 등 부가 수익 확대로 실적 레벨업이 기 대된다. 동사의 25년 실적은 연결기준 매출액 1,580억원(+21% YoY), 영업이익 290 억원(+15% YoY, OPM 18.4%)으로 전망한다. 주요 자회사는 애니맥스(지분 100%), 라프텔(56%), PMNA(100%), 미디어 엔아트(60%), 로운컴퍼니(67%) 등이 있다.

투자포인트 (1)애니메이션 IP 레버리지, (2)극장판 성장, (3)히트 밸류

애니플러스의 투자포인트는 크게 3가지다. 첫번째는 수직/수평적 통합을 통한 밸류 체인 내재화로 애니메 이션 IP 레버리지 효과를 확대하고 있다는 점이다. 실제로 동사 의 연결기준 콘텐츠 매출액은 19년 131억원에서 24년 847억원으로 CAGR(19-24) 45% 성장했다. 또한 향후 동남아 등 해외 유통 확대와 애니메이션 제작 사업을 본 격화하며 콘텐츠 레버리지 효과는 더욱 확대될 전망이다. 두번째는 극장판 애니메이 션 시장의 성장이다. 최근 국내 애니메이션 시장 성장을 주도하는 극장판 애니메이 션 수요 증가와 영화관 스크린 확대에 따라 극장판 애니메이션 콘텐츠 수익의 극대 화가 기대된다. 마지막으로 히트 밸류는 버추얼아이돌 플레이브의 공식 MD샵을 운 영 중인 로운컴퍼니와 국내외 미술 전시 플랫폼을 확대 중인 미디어엔아트와 같은 자회사의 실적 기여 및 가치 상승이 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 7,500원 신규 제시

애니플러스의 목표주가는 25년 예상 지배주주순이익에 목표배수 18배를 적용해 산 출했다. 목표배수는 미 디어/엔터 기업 26F PER 평균 23배 대비 20% 할인을 적용했 다. 직접 콘텐츠를 제작하는 것이 아닌 일본 애 니메이션 IP를 수입/유통하는 동사의 사업구조를 반영했다. 다만 향후 해외 시장 확대, 자체 애니메이션 제

작으로 사업 확 장, 전환사채 소각 시 목표주가 상향 가능성도 높다. 또한 동사는 전환사채 상환, 첫 분기 배 당 실시 등 주주환원 측면에서도 매력적이다.

Financial Data					
(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	58	111	131	158	177
영업이익	10	23	25	29	33
영업이익률(%)	17.2	20.5	19.2	18.4	18.6
세전이익	6	12	21	27	31
지배주주지분순이익	4	9	16	23	26
EPS(원)	96	197	351	520	597
증감률(%)	-86.0	104.2	78.3	48.0	14.8
ROE(%)	6.7	10.7	15.2	18.8	18.3
PER(배)	49.1	16.8	15.8	10.7	9.3
PBR(배)	2.7	1.6	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA(배)	9.7	4.6	6.0	4.9	4.3

자료: 애니플러스, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준





사피엔반도체

NDR 後記: AR Glass 시장 진입 순항 중

[출처] 유진투자증권 박종선 애널리스트

NDR 後記

글로벌 빅테크 기업의 AR Glass 출시 경쟁 속에 동사는 글로벌 기업들과 활발한 개발 작업 진행 중. - 스마트글래스에 생성형AI 기술을 결합하면서 미래 핵심 디바이스로 급부상. 메타가 공격적으로 시장을 선도하고 있는 가운데, 올해 상반기에 삼성, 애플 등이, 최근에는 알리바바, 샤오미, 바이두 등의 중국 기업까지 가세함. - 글로벌 AR 디바이스 내 LEDoS 점유율이 2024년에 18%에서 2030년에는 44% 수준에 도달 할 것으로 예상함. - 동사는 약 70여개 기업과 NDA 계약을 체결. 특히 글로벌 빅테크 기업향으로 개발 및 공급 계약을 맺음. - 경쟁사 대비 최대 75% 소비전력 절감, 30%p 이상 양산 수율, 최대 50% 원가 절감 등 경쟁력을 확보함.

실적 현황 및 전망

올해 상반기 매출은 전년동기 대비 10배 이상. 하반기 큰 폭의 실적 성장 지속 전망 - 글로벌 고객과의 개발이 진행되고 있는 가운데, 하반기 실적은 상반기에 비해 크게 증가할 것으로 예상함. - 3분기 매출은 지난 2분기의 3배 수준, 4분기 매출은 지난 2분기의 5배 수준까지도 가능할 것으로 예상함. - 영업이익은 올해 BEP 수준 달성을 목표로 하고 있음.

현재 주가는 본격적인 성장이 예상되는 2026년에는 34.5배 수준. 2027년 폭발적인 실적 성장을 기대함.

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	3.2	8.0	20.0	40.6
영업이익	-6.9	-3.4	0.4	4.9
세전손익	-13.1	-17.1	-0.3	5.6
당기순이익	-13.1	-17.1	-0.3	5.6
EPS(원)	-1,681	-2,110	-38	681
증감률(%)	na	na	na	흑전
PER(배)	na	na	na	35.9
ROE(%)	na	-125.2	-1.9	28.2
PBR(배)	na	7.0	11.8	8.9
EV/EBITDA(배)	na	na	129.2	30.0

자료: 유진투자증권





유니셈

지속적인 R&D 투자의 긍정적 효과

[출처] 유안타증권 권명준 애널리스트

2Q25 Review

2Q25 실적은 매출액 800.4억원, 영업이익 21.1억원으로 1Q25 대비 +32.3%, -55.9%였다. 동사의 주력 제품은 유해가스 정화장치인 스크러버와 온도조절 장치인 칠러다. 1분기 대비 스크러버는 9.7%, 칠러는 71.1% 매출성장세를 보였다. 즉, 전분기 대비 매출 성장의 주력은 칠러였다. 삼성전자는 TEL사의 극저온 식각장비를 P3 낸드 라인에 도입해 테스트를 진행했으며, 25~26년 내 400단대 10세대 낸드플래시 양산을 준비 중으로 TEL사의 극저온 식각장비 도입을 계획 중으로 알려져 있다. 동사는 TEL과 극저온 식각장비에 맞는 칠러 공동개발을 진행 & 판매 중이다. 관련 매출 반영에 따른 실적개선으로 추정된다.

칠러

초저온(극저온) 칠러 시장이 확대될 것으로 기대되며, 이에 따른 수혜가 예상된다. 디램과 파운드리 EUV 노광공정, 낸드에서는 3D NAND 식각공정에서 안정적인 수율 확보를 위해 초저온 칠러의 필요성이 확대되고 있다. 동사는 초저온 식각장비에 대응하고 있는 TEL사에 극저온 칠러를 공급 중이다.

CO2 칠러도 주목받을 것이다. 미국과 EU에서 GWP(지구온난화지수)가 높은 칠러의 사용을 축소하려는 방침이기 때문이다. 동사는 CO2 반도체 공정용 CO2 칠러 개발에 성공했으며, 글로벌 파운드리 기업과 데모 납품 준비를 하고 있으며, 미국 반도체 기업과는 테스트를 진행하고 있다. 계약 체결 시 고객사 확대에 따른 매출 성장이 기대된다.

스크러버

주요 고객사의 기존 반도체 Fab은 주로 Burn 타입의 Scrubber가 설치되어 있다. 북미와 유럽에서 친환경에 대한 규제가 확대됨에 따라 Plasma, Heat Scrubber에 대한 수요가 확산되고 있다. 고객사의 신규 Fab 구축 시 변경된 방식의 스크러버의 적용률이 상향될 것으로 기대되며, 이는 동사의 실적 개선에 기여할 것으로 판단한다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	2,961	2,532	2,321	2,182
영업이익	437	290	174	100
지배순이익	382	196	182	155
PER	10.8	14.1	13.2	16.5
PBR	2.2	1.3	1.1	1.1
EV/EBITDA	7.1	6.0	9.5	14.1
ROE	23.1	10.2	8.8	7.0

자료: 유안타증권



