Morning Meeting Notes

2025-05-16

내일의 차이 현대차증권

What's Inside
덕산네오룩스(BUY/47,000원) 1Q25 예상 수준의 출발, 저평가될 이유가 없다
에스티아이(BUY/30,000원) 양호한 실적, 편안한 밸류에이션
와이씨(BUY/13,000원) 성장하는 HBM, 부진한 본업
모두투어(M.PERFORM/11,000원) 수익성 양호, 2Q 비수기만 잘 넘기자

주식시장
국내 증시는 단기 급등 이후 차익실현 매물 출회되며 하락 마감. 코스피는 기관의 순매도가, 코스닥은 외국인의 순매도가 지수 하락을 주도. 미국의 원화 절상 요구 가능성에 원/달러 환율이 빠르게 하락하는 등 환율 불확실성 증가도 하방 압력으로 작용. 업종별로는 운송, 오락 업종 등을 제외한 대부분이 약세 시현
미국 증시는 혼조 마감. 이날 4월 생산자물가지수(PPI)가 전월대비 0.5% 하락하며 금리인하 기대감이 올랐지만, 시장은 경제지표 결과에 크게 반응하지 않았고 미-중 무역협상 낙관론이 여전히 투자심리를 지지. 업종별로는 기술주, 임의소비재, 통신서비스를 제외한 업종들이 강세 양상. 또한, 우량주로 자금이 몰리며 다우지수는 사흘 만에 상승세로 전환

금리&환율
국고채 금리는 상승 마감. 국고채는 미 국채금리 상승에 동조하며 약세. 관세전쟁 완화로 위험자산 선호 심리 확대, 감세 관련 논의 등이 미 국채 약세 요인으로 작용
미국채 금리는 4월 PPI 발표 영향으로 금리인하 기대감 살아나며 하락 마감. 4월 PPI는 전월 대비 0.5% 하락해 시장 예상치를 크게 밑돌았고, 근원 PPI도 0.4% 하락하는 등 도매물가가 빠르게 둔화되며 인플레이션 압력 완화 기대 상승
원/달러 환율은 전장 대비 25.70원 하락한 1,394.50원에 마감. 환율은 14일, 미국과 한국의 환율 협상 소식 여파로 미국의 달러 절하 유도가 본격화될 것이라는 우려가 확산되며 급락
달러인덱스는 100.81로 하락. 4월 PPI는 전월 대비 0.5% 하락해 5년 만에 최대폭 하락을 기록했고, 소매판매는 0.1% 증가에 그침. 이로 인해 연준의 금리 인하 기대감이 다시 살아나며 미 국채금리가 하락했고, 달러도 이에 연동되며 약세 양상

Trump watch
트럼프 대통령, UAE에서 AI 협력 강화를 위한 280조원 거래 합의
트럼프 대통령은 UAE 방문을 계기로 약 280조 원(2천억 달러) 규모의 상업 거래와 투자 합의를 이끌어냈으며, 미국과 UAE 간 AI 협력 강화에 합의
이번 협약으로 UAE는 미국산 첨단 AI 반도체를 연간 50만 개까지 수입할 수 있게 되었고, 미국은 AI 데이터센터 등 대규모 투자와 기술 협력을 유치함
UAE는 AI 분야에서 중국산 장비와 투자 비중을 줄이고 미국과의 협력에 집중하기로 했으며, 이번 합의는 미국의 AI·기술 수출 통제 정책 변화와도 연관됨

New Publications
[에너지/정유/화학] 2025 하반기 전망 Key word: 태양광, 비료, 공급과잉(2025-05-15)
[자산배분] 기금운용의 전술 - TAA 전략과 허용범위의 설계(2025-05-13)
[엔터/레저] K-POP 서양 원정기 (2025-05-12)
[철강] 철강산업 2025년 하반기 및 중장기 전망: Go West(2025-05-09)
[지주] 온고지신: 중복상장의 할인율 外(2025-05-08)
[자동차] 여의도통신사의 중국 e-Mobility 견문록(2025-05-07)
[자산배분] 퇴직연금 시장 구조 변화와 대응전략(2025-04-30)

Rating, Target Price Changes

와이씨	BUY	21,000 원 ▷	BUY	13,000 원	(2025-05-16)
에스티아이	BUY	50,000 원 ▷	BUY	30,000 원	(2025-05-16)
덕산네오룩스	BUY	51,000 원 ▷	BUY	47,000 원	(2025-05-16)
한국금융지주	BUY	102,000 원 ▷	BUY	111,000 원	(2025-05-15)
더블유게임즈	BUY	60,000 원 ▷	M.PERFORM	57,000 원	(2025-05-15)
OCI홀딩스	BUY	90,000 원 ▷	BUY	105,000 원	(2025-05-15)
한화솔루션	BUY	37,000 원 ▷	BUY	48,000 원	(2025-05-15)
디아이	BUY	25,000 원 ▷	BUY	22,900 원	(2025-05-14)
파라다이스	BUY	13,000 원 ▷	M.PERFORM	13,000 원	(2025-05-14)
NHN	BUY	27,000 원 ▷	BUY	25,000 원	(2025-05-14)
넥슨게임즈	BUY	19,000 원 ▷	BUY	17,000 원	(2025-05-14)
셀트리온	BUY	270,000 원 ▷	BUY	230,000 원	(2025-05-13)
SK바이오팜	BUY	150,000 원 ▷	BUY	130,000 원	(2025-05-13)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
삼성전자	165,657	두산	22,343
SK하이닉스	74,997	JYP Ent.	18,628
두산에너빌리티	45,138	한국금융지주	15,779
HD현대일렉트릭	41,290	HMM	13,800
JYP Ent.	22,638	한미약품	11,625

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
SK텔레콤	-35,056	SK하이닉스	-70,726
레인보우로보틱스	-27,038	삼성전자	-69,285
한미반도체	-21,205	현대차	-27,438
삼성SDI	-17,192	기아	-21,846
삼성중공업	-15,990	LG에너지솔루션	-20,194

국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,621.36	-0.73	+6.11
대형주	2,606.47	-0.74	+5.94
중형주	2,943.54	-0.67	+7.69
소형주	2,253.16	-0.55	+4.77
KOSDAQ	733.23	-0.79	+3.02

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	-10,024	4,762	5,348
누적순매수(D-20)	-30,369	8,915	15,908

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	149,381	161,396	132,892

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	78.84	-2.09	+7.99
금융	518.96	-1.16	+13.04
운수장비	3,488.46	-0.47	+5.72
유통	346.63	-0.45	+3.79
음식료	4,152.98	-0.65	+1.89
의약품	14,630.23	-0.46	-3.43
전기전자	22,905.31	-0.98	+4.66
철강금속	5,086.75	-0.98	+9.69
화학	3,336.28	-0.61	+5.96
유틸리티	858.49	+1.36	+8.50
통신	464.53	-0.53	-0.30

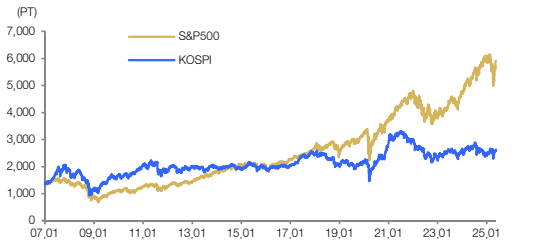
해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	5,916.93	+0.41	+12.01
NASDAQ	19,112.32	-0.18	+17.35
일본	37,755.51	-0.98	+9.83
중국	3,380.82	-0.68	+3.06
독일	23,695.59	+0.72	+11.74

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	2.36	+1.10	-2.30
국고채 (10년)	2.73	+0.90	+8.20
은행채AAA (3년)	2.63	+0.00	-3.60
미국국채 (2년)	3.96	-9.30	+15.20
미국국채 (10년)	4.43	-10.50	+10.40

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,394.50	-1.81	-1.72
원/백 엔	957.45	-1.08	-3.88
원/위안	193.50	-0.37	-0.46
달러/유로	1.12	+0.13	-1.61
위안/달러	7.21	-0.02	-1.26
엔/달러	145.65	-0.74	+2.25
Dollar Index	100.81	-0.26	+1.41

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	61.62	-2.42	-4.73
금 (usd/oz)	3,226.60	+1.20	-3.06
BDI	1,267.00	-1.02	+2.10
천연가스(NYMEX)	3.36	-3.72	+3.61

KOSPI, S&P 추이



본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

덕산네오룩스 (213420)

Analyst 김중배 kjb6551@hmsec.com

1Q25 예상 수준의 출발, 저평가될 이유가 없다

BUY **TP 47,000원**

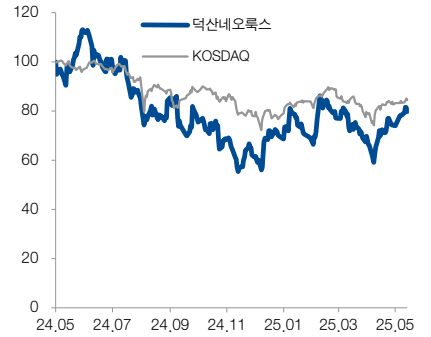
현재주가 (5/15)	31,950원
상승여력	47.1%
시가총액	793십억원
발행주식수	24,831천주
자본금/액면가	5십억원/200원
52주 최고가/최저가	45,250원/22,150원
일평균 거래대금 (60일)	4십억원
외국인 지분율	8.74%
주요주주 지분율	
이준호 외 11인	47.15%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	10.7	-3.2	40.7
상대주가(%p)	7.5	-0.1	31.6

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	2,492	3,256	51,000
After	2,375	3,355	47,000
Consensus	2,612	3,376	51,333
Cons. 차이	-9.1%	-0.6%	-8.4%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 1분기 매출액은 379억원, 영업이익은 99억원으로 시장 컨센서스와 당사 추정치를 소폭 상회하는 실적을 기록. 매출액은 전분기 발광층 소재 pull-in, 중저가 모델 중 소재 채용 일부 감소로 YoY 28% 감소. 다만, 우호적인 환율, 비용 효율화 등을 통해 수익성은 개선(OPM YoY +6.4%p)되어 영업이익은 시장 기대치를 상회. 관세로 인한 최종 Set 수요 불확실성이 축소되고, IT OLED/Foldable, 신규 소재 기대감 등은 분명 긍정적인 요소

주요이슈 및 실적전망

- 2분기 별도 매출액은 510억원(YoY -2%), 영업이익 150억원(YoY +49%, OPM 29%)을 예상. 매출액이 감소하는 이유는 패널 고객사의 중국향 Rigid OLED 매출이 일부 감소하기 때문. 다만, 2분기부터는 북미 최종 고객사향 전 제품에 고객사의 M14 재료구조가 채택될 것으로 보이며, 이로 인해 동사의 Green Prime 매출이 확대되며 수익성 개선에 일조할 것. 하반기부터는 이러한 내용이 본격적으로 반영되며 동사의 실적을 견인할 것으로 예상. 추가적으로 고객사의 8.6G 라인이 가동되며 하반기부터 샘플 매출이 발생하며 수익성에도 긍정적인 영향
- 본격적으로 실적이 증가하는 것은 내년부터임. 올해까지는 Bottom-up의 관점에서 동사의 소재매출이 일부 확대, 비용 개선으로 증익한다고 하면, 내년에는 Top-Down 관점에서 IT OLED(8.6G), Foldable Display가 확장되는 국면. 국내의 북미향 패널 Value-Chain은 이러한 수혜를 받을 것. 동사는 OLED 소재 뿐 아니라, Black PDL까지 확대 공급할 것으로 예상되기 때문에, 내년에도 약 40% 이상의 증익이 나올 것으로 추정됨

주가전망 및 Valuation

- 2분기부터 연결 편입되는 현대중공업터보기계의 기업가치를 제외한다면 현재 Valuation은 25F P/E 기준 12배 수준. 과거 5개년 평균 P/E는 22배 수준으로 현재 기업 가치는 매우 저평가된 구간. 주가 저평가 받고 있는 이유는 1) 관세로 인한 IT 수요 불확실성, 2) 패널 고객사의 M/S 축소, 3) 디스플레이 산업 성장성에 대한 의문, 4) 신소재(BPDL)의 매출 발생 지연, 5) 높은 단일 고객사 의존도로 인한 수익성 우려 등임. 다만, 관세 우려는 점차 해소되고 있고, 패널 고객사의 점유율 축소는 올해 중국 물량 확보 및 내년 Foldable Display로 다시 확대될 것. 디스플레이 산업은 IT OLED 위주의 성장을 재개할 것이고 올해부터도 실적은 뚜렷하게 개선되고 있음. Black PDL의 응용처는 CoE 기술의 확대로 내년부터 퀀텀점프할 것으로 예상되고, 수익성 역시 비용 효율화 등으로 개선되고 있음. 준비했던 부분들이 현실화되는 구간으로 주가 Re-rating이 필요한 시점. 투자의견 BUY, 목표주가 47,000원 제시(25F EPS 하향조정에 따른 목표주가 하향). 업종 내 Top-Pick 제시

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	164	33	36	42	1,442	-8.0	30.9	3.1	25.7	10.6	0.0
2024	212	52	46	62	1,843	27.8	15.1	1.7	10.2	12.2	0.0
2025F	228	64	59	70	2,375	28.9	13.5	1.7	9.5	13.8	0.0
2026F	320	90	83	97	3,355	41.3	9.5	1.5	5.9	16.7	0.0
2027F	336	92	81	100	3,275	-2.4	9.8	1.3	3.7	14.0	0.0

* K-IFRS 연결 기준
** 현대중공업터보기계 인수 미반영

<표1> 덕산네오룩스 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	**52**	**53**	**55**	**52**	**38**	**51**	**74**	**65**	**212**	**228**	**320**
매출원가	**34**	**35**	**34**	**28**	**22**	**31**	**46**	**41**	**131**	**140**	**201**
매출원가율	*64.4%*	*66.4%*	*61.5%*	*53.9%*	*57.5%*	*60.0%*	*63.0%*	*63.0%*	*61.6%*	*61.4%*	*63.0%*
매출총이익	**19**	**18**	**21**	**24**	**16**	**21**	**27**	**24**	**82**	**88**	**118**
YoY	*198.9%*	*11.1%*	*16.0%*	*40.9%*	*-13.7%*	*16.3%*	*28.9%*	*0.0%*	*41.9%*	*7.9%*	*34.6%*
GPM	*35.6%*	*33.6%*	*38.5%*	*46.1%*	*42.5%*	*40.0%*	*37.0%*	*37.0%*	*38.4%*	*38.6%*	*37.0%*
판관비	**8**	**8**	**9**	**4**	**6**	**6**	**6**	**6**	**29**	**24**	**29**
판관비율	*16.0%*	*14.5%*	*15.6%*	*8.5%*	*16.1%*	*11.0%*	*8.5%*	*9.5%*	*13.7%*	*10.6%*	*9.0%*
영업이익	**10**	**10**	**13**	**20**	**10**	**15**	**21**	**18**	**52**	**64**	**90**
YoY	*11877.2%*	*12.2%*	*3.0%*	*67.6%*	*-2.6%*	*48.6%*	*67.1%*	*-8.8%*	*59.4%*	*21.5%*	*40.6%*
OPM	*19.6%*	*19.1%*	*22.9%*	*37.6%*	*26.4%*	*29.0%*	*28.5%*	*27.5%*	*24.7%*	*28.0%*	*28.0%*
영업외손익	**0**	**2**	**1**	**-1**	**0**	**0**	**0**	**7**	**1**	**6**	**9**
세전이익	**10**	**12**	**14**	**18**	**10**	**15**	**21**	**25**	**54**	**70**	**99**
법인세비용	1	2	3	2	2	2	3	4	8	11	15
당기순이익	**9**	**10**	**11**	**17**	**8**	**12**	**18**	**21**	**46**	**59**	**83**
YoY	*122.1%*	*-16.5%*	*-0.3%*	*77.4%*	*-3.9%*	*24.4%*	*64.5%*	*25.7%*	*27.8%*	*28.9%*	*41.3%*
당기순이익률	*16.4%*	*18.9%*	*19.4%*	*31.7%*	*21.9%*	*24.0%*	*23.8%*	*32.0%*	*21.6%*	*25.9%*	*26.0%*
지배주주순이익	**9**	**10**	**11**	**17**	**8**	**12**	**18**	**21**	**46**	**59**	**83**
YoY	*122.1%*	*-16.5%*	*-0.3%*	*77.4%*	*-3.9%*	*24.4%*	*64.5%*	*25.7%*	*27.8%*	*28.9%*	*41.3%*
지배주주순이익률	*16.4%*	*18.9%*	*19.4%*	*31.7%*	*21.9%*	*24.0%*	*23.8%*	*32.0%*	*21.6%*	*25.9%*	*26.0%*

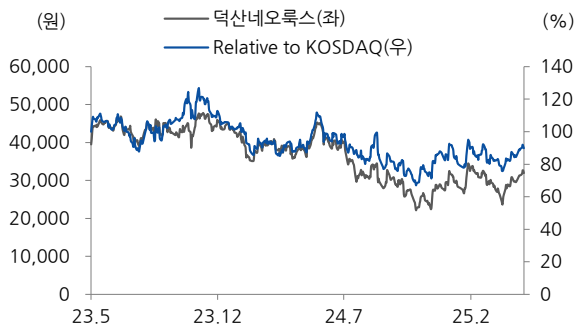
주: 현대중공업터보기계 인수 미반영
자료: 현대차증권

<표2> 현대중공업터보기계 연간 실적 추이

(단위: 십억원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액	83.0	90.7	105.8	112.0	114.7	125.3	144.1
매출총이익	16.1	26.0	23.3	28.2	28.5	34.8	38.2
GPM(%)	*19.4%*	*28.7%*	*22.1%*	*25.2%*	*24.9%*	*27.8%*	*26.5%*
영업이익	9	15	13	14	15	19	23
OPM(%)	11.3%	16.4%	12.3%	12.5%	13.2%	15.1%	15.8%
당기순이익	7	11	11	11	13	18	20

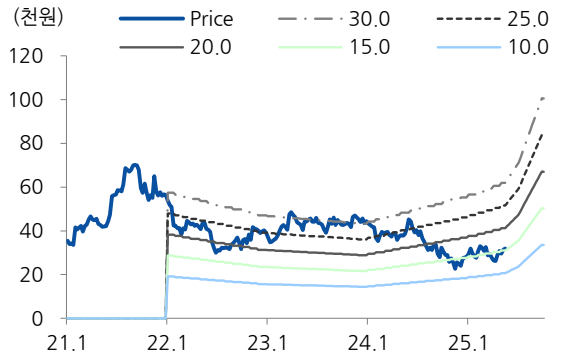
자료: 현대차증권

<그림1> 덕산네오룩스 주가 추이



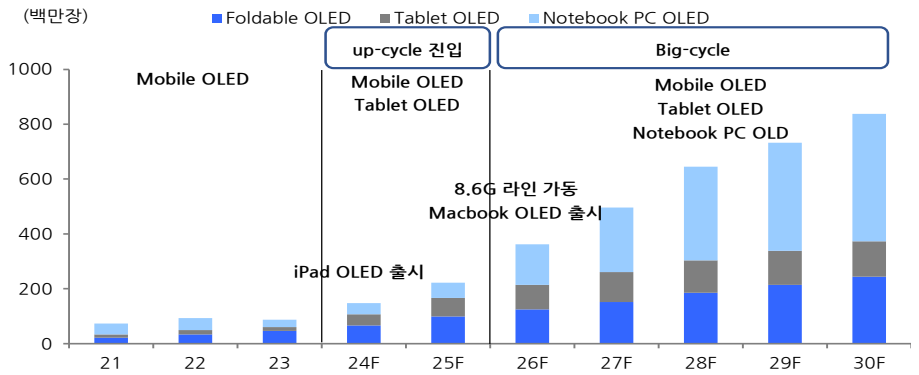
자료: 현대차증권

<그림2> 덕산네오룩스 P/E Band



자료: Quantiwise, 현대차증권

<그림3> IT OLED 출하량 전망(Mobile 기준 환산)



주: 패널 출하량을 면적을 기반으로 Mobile로 환산, Foldable 7.5", Tablet 11", Notebook PC 15"으로 하였을 때 각각 Mobile 6인치 대비 면적은 2배, 4배, 8배 수준
자료: 산업자료, 현대차증권

<표3> 현대중공업터보기계 Valuation

구분	내용	비고
2025F 당기순이익 (단위: 십억원) (①)	20	
Target Multiple (단위: 배) (②)	7.2	영풍정밀 P/E 6.9 KSB P/E 7.6
현대중공업터보기계 기업가치(① x ②)	144	

자료: 현대차증권

<표4> 덕산네오룩스 최종 Valuation 및 목표주가 산출

구분	내용	비고
덕산네오룩스(인수 전) 기업가치 (단위: 십억원)	1,062	25F 당기순이익 590 억원 x Target Multiple 18 배(5 개년 평균 Multiple 20% 할인)
현대중공업터보기계 기업가치 (단위: 십억원)	86	덕산네오룩스가 보유한 현대중공업터보기계의 지분 59.7%를 반영 인수금액 710 억원 대비 32% Premium 보유
덕산네오룩스(인수 후) 기업가치 (단위: 십억원)	1,148	
유동주식수(주)	24,562,915	
목표주가(원)	47,000	
현재주가(원)	31,950	2025-05-15 종가 기준
상승여력(%)	47.1	

자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**164**	**212**	**228**	**320**	**336**
증가율 (%)	-7.3	29.3	7.5	40.4	5.0
매출원가	**106**	**131**	**140**	**201**	**212**
매출원가율 (%)	64.6	61.8	61.4	62.8	63.1
매출총이익	**57**	**82**	**88**	**118**	**124**
매출이익률 (%)	34.8	38.7	38.6	36.9	36.9
증가율 (%)	-5.0	43.9	7.3	34.1	5.1
판매관리비	**25**	**29**	**24**	**29**	**32**
판관비율(%)	15.2	13.7	10.5	9.1	9.5
EBITDA	**42**	**62**	**70**	**97**	**100**
EBITDA 이익률 (%)	25.6	29.2	30.7	30.3	29.8
증가율 (%)	-20.8	47.6	12.9	38.6	3.1
영업이익	**33**	**52**	**64**	**90**	**92**
영업이익률 (%)	20.1	24.5	28.1	28.1	27.4
증가율 (%)	-26.7	57.6	23.1	40.6	2.2
영업외손익	**8**	**2**	**6**	**9**	**4**
금융수익	10	8	16	20	15
금융비용	2	4	10	11	11
기타영업외손익	-0	-2	0	0	0
종속/관계기업관련손익	0	-1	0	0	0
세전계속사업이익	**42**	**54**	**70**	**99**	**96**
세전계속사업이익률	25.6	25.5	30.7	30.9	28.6
증가율 (%)	-6.7	28.6	29.6	41.4	-3.0
법인세비용	6	8	11	15	15
계속사업이익	36	46	59	83	81
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**36**	**46**	**59**	**83**	**81**
당기순이익률 (%)	22.0	21.7	25.9	25.9	24.1
증가율 (%)	-7.7	27.8	28.3	40.7	-2.4
지배주주지분 순이익	36	46	59	83	81
비지배주주지분 순이익	-0	-0	-0	-0	-0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	36	46	59	83	81

(단위: 십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**101**	**124**	**219**	**332**	**532**
현금성자산	40	71	151	245	441
단기투자자산	15	1	1	1	1
매출채권	9	15	17	22	23
재고자산	31	32	42	54	56
기타유동자산	6	6	8	10	10
비유동자산	**303**	**328**	**358**	**339**	**223**
유형자산	105	112	121	130	124
무형자산	58	60	77	76	75
투자자산	128	142	144	148	39
기타비유동자산	12	14	16	-15	-15
기타금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**404**	**452**	**576**	**671**	**755**
유동부채	**24**	**23**	**32**	**40**	**42**
단기차입금	3	0	0	0	0
매입채무	7	4	7	9	9
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	14	19	25	31	33
비유동부채	**27**	**30**	**87**	**89**	**90**
사채	19	19	19	19	19
장기차입금	0	3	58	58	58
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	8	8	10	12	13
기타금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**51**	**53**	**118**	**130**	**133**
지배주주지분	353	399	458	541	623
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	141	141	141	141	141
자본조정 등	-10	-10	-10	-10	-10
기타포괄이익누계액	-0	1	1	1	1
이익잉여금	217	262	321	404	486
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**353**	**399**	**458**	**541**	**623**

(단위: 십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**50**	**59**	**60**	**83**	**87**
당기순이익	36	46	59	83	81
유형자산 상각비	7	8	5	6	6
무형자산 상각비	2	2	1	1	1
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	5	-6	-5	-7	-2
기타	0	9	0	0	1
투자활동으로인한현금흐름	**-141**	**-27**	**-36**	**11**	**109**
투자자산의 감소(증가)	-92	-14	-2	-4	109
유형자산의 감소	0	1	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-16	-15	-15	-15	0
기타	-33	1	-19	30	0
재무활동으로인한현금흐름	**-2**	**-1**	**55**	**0**	**0**
차입금의 증가(감소)	0	3	55	0	0
사채의증가(감소)	1	1	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-3	-5	0	0	0
기타현금흐름	**-0**	**1**	**0**	**0**	**0**
현금의증가(감소)	**-93**	**32**	**80**	**94**	**196**
기초현금	133	40	71	151	245
기말현금	40	71	151	245	441

(단위: 원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	1,442	1,843	2,375	3,355	3,275
EPS(지배순이익 기준)	1,442	1,843	2,375	3,355	3,275
BPS(자본총계 기준)	14,224	16,069	18,444	21,798	25,073
BPS(지배지분 기준)	14,220	16,065	18,440	21,795	25,070
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	30.9	15.1	13.5	9.5	9.8
P/E(지배순이익 기준)	30.9	15.1	13.5	9.5	9.8
P/B(자본총계 기준)	3.1	1.7	1.7	1.5	1.3
P/B(지배지분 기준)	3.1	1.7	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA(Reported)	25.7	10.2	9.5	5.9	3.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-8.0	27.8	28.9	41.3	-2.4
EPS(지배순이익 기준)	-8.0	27.8	28.9	41.3	-2.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	10.6	12.2	13.8	16.7	14.0
ROE(지배순이익 기준)	10.6	12.2	13.8	16.7	14.0
ROA	9.3	10.7	11.5	13.4	11.4
안정성 (%)					
부채비율	14.5	13.4	25.8	24.0	21.3
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	41.8	64.6	6.6	8.3	8.5

** K-IFRS 연결 기준*

*** 재무제표는 현대중공업터보기계 지분 인수를 미반영*

에스티아이 (039440)

Analyst 박준영 1300900@hmsec.com
RA 윤동욱 donguk.youn@hmsec.com

양호한 실적, 편안한 밸류에이션

BUY **TP 30,000원**

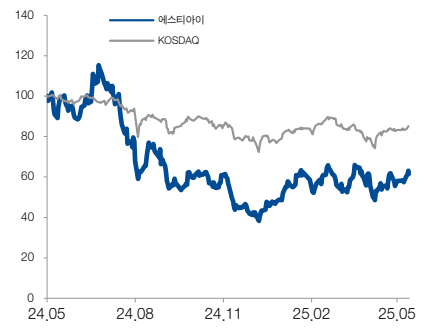
현재주가 (5/15)	22,050원
상승여력	36.1%
시가총액	349십억원
발행주식수	15,830천주
자본금/액면가	8십억원/500원
52주 최고가/최저가	41,200원/13,670원
일평균 거래대금 (60일)	5십억원
외국인 지분율	54.07%
주요주주 지분율	
성도이엔지 외 3인	27.06%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	8.4	1.1	34.0
상대주가(%p)	0.0	0.0	0.0

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	3,435	2,282	50,000
After	2,876	3,553	30,000
Consensus	3,466	4,697	32,500
Cons. 차이	-17.0%	-24.3%	-7.7%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 동사의 2025년도 1분기 실적은 매출 841억원(YoY +28.4%, QoQ -36.2%), 영업이익 52억원(YoY +163.9%, QoQ -71.4%)으로 컨센서스를 상회하는 실적을 시현
- 1분기 호실적의 주된 이유는 SK하이닉스의 인프라 투자 가속화이며 현재 HBM 생산을 위한 M8, M15X 사이트에 대한 투자가 적극적으로 이루어지고 있는 상황
- 이에 더해 삼성전자 P4 사이트와 중국 BOE 등의 인프라 투자도 실적에 기여

주요이슈 및 실적전망

- 반면 동사의 리플로우 장비도 지속적으로 납품이 되고 있음
- 현재 HBM 선두 기업과 글로벌 OSAT향으로 장비는 납품되고 있으며 금년 총 20대 내외의 장비가 납품될 것으로 보임
- 리플로우 장비의 경우 해외 HBM 고객사의 확보 여부에 따라 추가적인 업사이드를 기대할 수 있을 것으로 보이며, 아직까지는 실적에 리플로우 장비가 끼치는 영향이 매우 크다고 보기는 힘듦
- 다만 동사의 경우 HBM 선도 고객사와 함께 지속적인 리플로우 장비의 개발을 진행하고 있으며 우호적인 관계를 바탕으로 안정적인 수주를 받아낼 수 있을 것으로 기대됨
- 최근 HBM 산업의 장비 발주 트렌드를 보았을 때 HBM 선도 업체를 고객사로 확보하였는지의 여부에 따라 안정적 수주의 여부가 결정되는 것으로 보임
- 또한 동사는 현재 25F 기준 P/E가 7.5배 수준으로 밸류에이션 매력도 갖추고 있다고 판단

주가전망 및 Valuation

- 에스티아이에 대해 목표주가 30,000원('25F EPS 2,876원과 Peer 평균 P/E 10.4배의 곱)에 Buy&Trade 의견 제시

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	319	24	24	28	1,521	-19.3	19.4	2.0	14.0	10.5	0.7
2024	334	27	27	32	1,714	12.7	10.2	1.1	6.4	10.9	1.1
2025F	501	61	46	65	2,876	67.7	7.8	1.2	3.9	16.1	0.9
2026F	554	73	56	77	3,553	23.6	6.3	1.0	2.8	17.0	0.9
2027F	596	83	64	86	4,042	13.7	5.6	0.9	1.9	16.5	0.9

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 매출추정표

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	66	75	62	132	84	105	149	163	334	501	554
〉C.C.S.S.	51	62	54	119	78	89	131	143	286	441	485
〉Wet System	10	8	4	8	5	12	12	16	34	45	53
〉기타	5	5	4	5	1	4	6	5	19	16	17
매출총이익	11	14	12	28	12	25	34	35	64	107	138
GPM	*16.4%*	*18.4%*	*19.3%*	*21.1%*	*14.6%*	*24.1%*	*23.0%*	*21.5%*	*19.2%*	*21.3%*	*24.9%*
영업이익	2	5	2	18	5	11	19	25	27	61	73
OPM	*3.0%*	*6.1%*	*3.8%*	*13.9%*	*6.2%*	*10.8%*	*13.1%*	*15.0%*	*8.2%*	*12.1%*	*13.2%*
당기순이익	4	5	1	17	3	9	15	19	27	46	56
당기순이익률	*6.2%*	*6.3%*	*1.7%*	*13.1%*	*3.6%*	*8.3%*	*10.0%*	*11.6%*	*8.1%*	*9.1%*	*10.2%*
지배주주순이익	4	5	1	17	3	9	15	19	27	46	56
지배주주순이익률	*6.2%*	*6.3%*	*1.7%*	*13.1%*	*3.6%*	*8.3%*	*10.0%*	*11.6%*	*8.1%*	*9.1%*	*10.2%*

자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	319	334	501	554	596
증가율 (%)	-24.4	4.6	50.1	10.5	7.6
매출원가	254	270	394	416	468
매출원가율 (%)	79.6	80.8	78.7	75.1	78.5
매출총이익	65	64	107	138	128
매출이익률 (%)	20.4	19.2	21.3	24.9	21.5
증가율 (%)	-16.2	-1.2	66.4	29.0	-7.2
판매관리비	41	37	46	65	45
판관비율(%)	12.9	11.1	9.3	11.7	7.6
EBITDA	28	32	65	77	86
EBITDA 이익률 (%)	8.8	9.4	12.9	13.9	14.5
증가율 (%)	-28.8	12.5	104.9	19.0	12.5
영업이익	24	27	61	73	83
영업이익률 (%)	7.5	8.2	12.1	13.2	13.9
증가율 (%)	-31.1	14.0	121.9	20.5	13.6
영업외손익	4	9	-1	0	0
금융수익	4	6	1	1	1
금융비용	1	5	1	0	0
기타영업외손익	2	9	-2	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	28	37	59	73	83
세전계속사업이익률	8.8	11.0	11.8	13.2	14.0
증가율 (%)	-22.7	30.0	61.4	23.6	13.7
법인세비용	4	10	14	17	19
계속사업이익	24	27	46	56	64
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	24	27	46	56	64
당기순이익률 (%)	7.5	8.1	9.1	10.2	10.7
증가율 (%)	-19.3	12.7	67.8	23.6	13.7
지배주주지분 순이익	24	27	46	56	64
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-1	0	0	0
총포괄이익	24	26	46	56	64

(단위: 십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	217	261	317	356	429
현금성자산	20	8	39	73	129
단기투자자산	0	1	1	1	1
매출채권	39	50	67	72	77
재고자산	23	19	27	28	31
기타유동자산	78	116	116	116	125
비유동자산	99	108	108	104	101
유형자산	83	98	98	94	90
무형자산	3	3	3	3	2
투자자산	3	0	0	0	0
기타비유동자산	11	7	7	7	7
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	316	369	425	461	530
유동부채	78	107	120	102	109
단기차입금	0	1	1	1	1
매입채무	33	61	76	65	69
유동성장기부채	1	1	1	1	1
기타유동부채	44	44	42	35	38
비유동부채	1	1	2	1	2
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	1	2	1	2
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	79	108	121	103	111
지배주주지분	238	261	303	357	418
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	76	76	76	76	76
자본조정 등	-15	-15	-15	-15	-15
기타포괄이익누계액	1	0	0	0	0
이익잉여금	168	191	234	287	348
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	238	261	303	357	418

(단위: 십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	29	16	38	36	59
당기순이익	24	27	46	56	64
유형자산 상각비	4	4	4	4	3
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	-5	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	4	-23	-12	-25	-9
기타	-3	12	0	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-21	-25	-4	0	0
투자자산의 감소(증가)	1	2	0	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-3	-18	-4	0	0
기타	-19	-9	0	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-7	-3	-3	-3	-3
차입금의 증가(감소)	-1	1	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-4	-3	-3	-3	-3
기타	-2	-1	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	2	-12	31	33	56
기초현금	19	20	8	39	72
기말현금	20	8	39	72	127

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	1,521	1,715	2,876	3,554	4,043
EPS(지배순이익 기준)	1,521	1,714	2,876	3,553	4,042
BPS(자본총계 기준)	15,015	16,474	19,165	22,532	26,389
BPS(지배지분 기준)	15,015	16,474	19,164	22,531	26,387
DPS	200	200	200	200	200
P/E(당기순이익 기준)	19.4	10.2	7.8	6.3	5.6
P/E(지배순이익 기준)	19.4	10.2	7.8	6.3	5.6
P/B(자본총계 기준)	2.0	1.1	1.2	1.0	0.9
P/B(지배지분 기준)	2.0	1.1	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA(Reported)	14.0	6.4	3.9	2.8	1.9
배당수익률	0.7	1.1	0.9	0.9	0.9
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-19.3	12.7	67.8	23.6	13.7
EPS(지배순이익 기준)	-19.3	12.7	67.7	23.6	13.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	10.5	10.9	16.1	17.0	16.5
ROE(지배순이익 기준)	10.5	10.9	16.1	17.0	16.5
ROA	7.5	7.9	11.5	12.7	12.9
안정성 (%)					
부채비율	33.0	41.4	40.0	28.9	26.5
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	240.4	212.6	196.5	223.5	251.3

** K-IFRS 연결기준*

와이씨 (232140)

Analyst 박준영 1300900@hmsec.com
RA 윤동욱 donguk.youn@hmsec.com

성장하는 HBM, 부진한 본업

BUY **TP 13,000원**

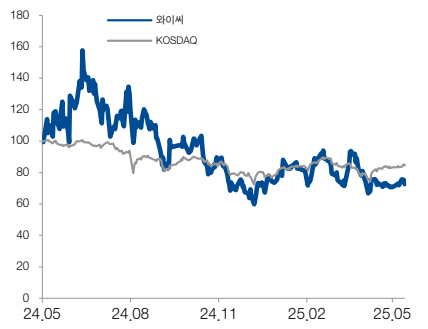
현재주가 (5/15)	10,100원
상승여력	28.7%
시가총액	829억원
발행주식수	82,045천주
자본금/액면가	8십억원/100원
52주 최고가/최저가	21,900원/8,310원
일평균 거래대금 (60일)	13십억원
외국인 지분율	1.09%
주요주주 지분율	
샘텍외8인	52.25%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-3.1	-18.5	-1.4
상대주가(%p)	-5.9	-16.0	-7.8

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	753	857	21,000
After	485	749	13,000
Consensus	-	-	-
Cons. 차이	-	-	-

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 동사의 2025년도 1분기 실적은 매출 389억원(YoY -42%, QoQ -69%), 영업이익 -15억원(YoY 적자전환, QoQ 적자전환)을 시현
- 1분기 실적 하향의 주된 이유는 동사 본업인 DRAM 및 NAND 매출의 급감에 기인
- 동사의 경우 2024년도 4분기부터 HBM용 웨이퍼 테스터 '8311'을 납품하며 큰 실적 성장을 기대하였으나 레가시향 장비 매출이 급감하며 새로운 장비의 납품으로 인한 성장을 훼손하고 있음

주요이슈 및 실적전망

- 동사에서 이러한 트렌드가 극단적으로 나타나기는 하나 최근 국내 메모리 IDM 2곳 모두 레가시 장비에 대한 투자가 미진한 경향이 있는 것으로 보임
- 국내 IDM 2개사 모두 업황의 반전 기대와는 무관하게 레가시 CAPA의 증설에는 아직까지 보수적인 기조를 유지하고 있는 것으로 보이며 이로 인한 영향을 동사 또한 피해갈 수 없었던 것으로 추측됨
- 다만 동사의 HBM 장비 납품은 기존 계획대로 이루어지고 있는 것으로 보임, 고객사의 투자 속도에 따라 분기 실적에 변동은 있겠지만 올해 70~80대의 HBM 장비를 납품할 것으로 기대하고 있음
- 현재는 고객사의 최종 고객사 확보 여부가 불확실한 상황이기에 최종 고객사를 확보한 HBM 1등 사업자 대비해서는 발주 물량이 적은 것으로 보이나 향후 고객사의 HBM 퀄리피케이션 통과 여하에 따라 동사의 성장도 함께 기대할 수 있을 것으로 보임
- 또한 미중 관세 협상의 우호적 타결 및 향후 반도체 품목별 관세가 완화적인 양상으로 결론지어질 시 전반적인 IT 수요 회복으로 레가시 CAPA 투자가 지금보다는 적극적으로 바뀔 가능성에 대해서도 염두에 둘 필요가 있어보임

주가전망 및 Valuation

- 와이씨에 대해 목표주가 13,000원('25F EPS 485원에 동종 장비 Peer Advantest의 P/E를 할인 적용)으로 Trading Buy 의견 제시

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	255	9	14	14	165	-48.2	30.2	1.3	31.4	4.5	0.0
2024	211	11	11	19	134	-18.5	76.0	2.6	49.1	3.5	0.0
2025F	321	39	40	48	485	261.1	21.6	2.4	19.1	11.5	0.0
2026F	420	59	61	68	749	54.3	14.0	2.0	12.2	15.5	0.0
2027F	485	67	73	75	895	19.5	11.7	1.7	10.0	15.8	0.0

* K-IFRS 연결 기준

<표 1> 분기별 매출추정 (십억원)

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F
매출액	34	65	48	64	39	70	105	108	211	321
메모리	36	65	46	44	0	0	35	38	191	73
HBM	0	0	0	20	39	70	70	70	20	249
매출총이익	11	21	10	17	14	17	23	27	58	81
GPM	32%	32%	20%	27%	35%	24%	22%	25%	28%	25%
영업이익	0	10	-1	1	-2	11	15	15	11	39
OPM	0%	15%	-1%	2%	-4%	15%	14%	14%	5%	12%
당기순이익	1	9	-2	4	-1	12	16	17	13	44
당기순이익률	4%	14%	-3%	7%	-2%	17%	16%	16%	6%	14%
지배주주순이익	1	8	-3	6	-1	11	15	15	11	40
지배주주순이익률	3%	12%	-6%	9%	-2%	15%	14%	14%	5%	12%

자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	255	211	321	420	485
증가율 (%)	-10.5	-17.2	52.2	30.7	15.5
매출원가	206	153	240	310	344
매출원가율 (%)	80.7	72.3	74.8	73.9	70.9
매출총이익	49	58	81	110	141
매출이익률 (%)	19.3	27.7	25.2	26.1	29.1
증가율 (%)	-34.1	18.4	38.6	35.3	28.7
판매관리비	41	48	42	50	74
판관비율(%)	16.0	22.7	13.2	12.0	15.2
EBITDA	14	19	48	68	75
EBITDA 이익률 (%)	5.4	8.9	14.9	16.1	15.5
증가율 (%)	-66.1	36.8	153.7	41.2	11.1
영업이익	9	11	39	59	67
영업이익률 (%)	3.4	5.0	12.0	14.1	13.9
증가율 (%)	-76.5	23.7	265.1	53.0	13.9
영업외손익	8	6	3	5	9
금융수익	11	19	8	8	12
금융비용	4	15	5	3	3
기타영업외손익	1	2	0	0	0
종속/관계기업관련손익	0	-1	0	0	0
세전계속사업이익	17	16	41	64	76
세전계속사업이익률	6.5	7.7	12.9	15.2	15.8
증가율 (%)	-56.8	-2.0	153.8	54.3	19.5
법인세비용	4	3	-3	-4	-5
계속사업이익	13	13	44	68	82
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	13	13	44	68	82
당기순이익률 (%)	5.0	6.1	13.8	16.3	16.8
증가율 (%)	-62.5	0.4	242.4	54.3	19.5
지배주주지분 순이익	14	11	40	61	73
비지배주주지분 순이익	-1	2	4	7	8
기타포괄이익	-3	-6	0	0	0
총포괄이익	10	7	44	68	82

(단위: 십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	192	261	328	403	498
현금성자산	21	19	27	116	326
단기투자자산	95	90	120	130	0
매출채권	7	14	69	67	78
재고자산	63	129	102	81	93
기타유동자산	6	9	9	9	0
비유동자산	288	316	333	323	325
유형자산	204	222	213	205	198
무형자산	24	24	23	23	23
투자자산	52	62	88	86	96
기타비유동자산	9	8	8	8	8
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	480	577	660	726	823
유동부채	77	101	137	135	148
단기차입금	0	31	31	31	31
매입채무	7	42	70	69	79
유동성장기부채	1	8	8	8	8
기타유동부채	69	20	28	27	30
비유동부채	38	57	61	60	62
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	31	53	53	53	53
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	7	5	8	8	9
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	114	159	198	196	210
지배주주지분	309	325	365	427	500
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	112	112	112	112	112
자본조정 등	21	32	32	32	32
기타포괄이익누계액	-1	-7	-7	-7	-7
이익잉여금	169	179	219	281	354
비지배주주지분	57	93	97	104	112
자본총계	366	418	462	531	612

(단위: 십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	24	-24	64	97	89
당기순이익	13	13	44	68	82
유형자산 상각비	5	8	9	8	7
무형자산 상각비	0	1	0	0	0
외환손익	1	1	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	5	-50	10	21	0
기타	0	5	0	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-28	-39	-56	-9	120
투자자산의 감소(증가)	0	-8	-26	1	-10
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-83	-27	0	0	0
기타	55	-4	-30	-10	130
재무활동으로인한현금흐름	2	60	1	0	0
차입금의 증가(감소)	3	53	1	0	0
사채의증가(감소)	2	-40	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-3	47	0	0	0
기타현금흐름	-1	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-3	-2	9	89	210
기초현금	24	21	19	27	116
기말현금	21	19	27	116	326

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	157	158	539	832	995
EPS(지배순이익 기준)	165	134	485	749	895
BPS(자본총계 기준)	4,459	5,097	5,637	6,469	7,464
BPS(지배지분 기준)	3,767	3,966	4,452	5,201	6,096
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	31.8	64.8	19.5	12.6	10.6
P/E(지배순이익 기준)	30.2	76.0	21.6	14.0	11.7
P/B(자본총계 기준)	1.1	2.0	1.9	1.6	1.4
P/B(지배지분 기준)	1.3	2.6	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA(Reported)	31.4	49.1	19.1	12.2	10.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-62.5	0.4	242.4	54.3	19.5
EPS(지배순이익 기준)	-48.2	-18.5	261.1	54.3	19.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	3.6	3.3	10.1	13.8	14.3
ROE(지배순이익 기준)	4.5	3.5	11.5	15.5	15.8
ROA	2.6	2.4	7.2	9.9	10.5
안정성 (%)					
부채비율	31.3	37.9	42.8	36.8	34.3
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	9.4	5.9	11.4	17.2	19.6

** K-IFRS 연결기준*

모두투어 (080160)

Analyst 김현용 hykim@hmsec.com

수익성 양호, 2Q 비수기만 잘 넘기자

M.PERFORM **TP 11,000원**

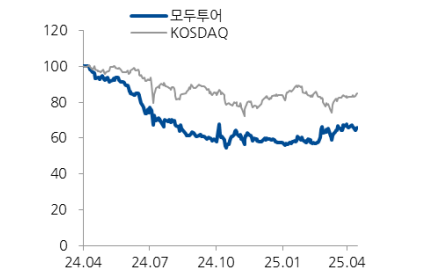
현재주가 (5/15)	11,170원
상승여력	-1.5%
시가총액	211십억원
발행주식수	18,900천주
자본금/액면가	9십억원/500원
52주 최고가/최저가	16,260원/9,150원
일평균 거래대금 (60일)	1십억원
외국인 지분율	12.74%
주요주주 지분율	
우종웅 외 7인	11.56%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	4.0	13.7	20.8
상대주가(%p)	-0.3	16.3	11.4

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	564	1,116	11,000
After	829	1,172	11,000
Consensus	1,169	1,280	13,500
Cons. 차이	-29.1%	-8.4%	-18.5%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1분기 영업이익 79억원으로 추정치 큰 폭 상회

- 동사 1분기 실적은 매출액 656억원(YoY -17.3%), 영업이익 79억원(YoY +37.6%)으로 추정치를 큰 폭 상회하는 호실적을 달성. 매출은 패키지 송출객수가 동기간 23.5% 급감한 탓에 17.3% 감소하였지만, 재고자산(하드블록 관련) 평가손실 환입 21억원이 일회성 이익으로 반영되고 패키지 수익성 개선 노력의 결과 ASP는 전년동기 수준을 마크하며 영업이익은 급증한 것으로 판단

4월 패키지 송출객수 YoY -25% 감소 & 2분기 비수기로 전분기비 감익 불가피할 전망

- 동사 4월 패키지 송출객수는 6.6만명으로 전년동월비 25% 감소하였는데, 이는 중국이 21% 증가한 것을 제외하면 동남아(-42%), 일본(-12%), 구미/남태(-26%) 등 전지역이 일제히 대폭 감소한 점에 기인. 6월 대선 이후 불확실성 해소로 패키지 수요의 정상 회귀가 진행될 것으로 예상되나, 2분기 패키지 송출객수는 20만명으로 YoY -19%, QoQ -21% 감소가 불가피할 전망

출국자수 5% 증가에도 패키지 송출객수가 20%대 급감한 점이 취약한 수요 구조를 방증

- 1분기 출국자수는 780만명으로 전년동기대비 5% 증가한 것으로 나타나, 12월 사고 여파에도 자유여행 수요는 크게 영향을 받지 않았던 것을 확인. 반면, 중장년층/단체/법인 수요 의존도가 높은 패지키 시장의 경우 20% 넘게 모객이 빠지며 핵심 여행 수요에서는 다소 벗어난 시장인 것으로 판단됨

수익성 개선은 확인, 남은 것은 수요 회복을 확인하는 것

- 동사 투자의견을 M.PERFORM, 목표주가 11,000원으로 각각 기존을 유지. 출국자수가 코로나 이전으로 완전 회복을 달성하였음에도 동사 패키지 송출객수는 아직 크게 미달하는 상황으로 판단. 결국 탑라인 증가로 수요 회복을 확인해야 투자 심리가 살아날 수 있을 것

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	179	12	10	16	544	흑전	28.0	4.1	14.4	16.3	1.6
2024	252	5	11	8	574	5.6	16.9	2.6	10.2	15.3	2.6
2025F	245	22	16	25	829	44.2	13.3	2.5	2.9	20.4	2.3
2026F	282	28	22	31	1,172	41.5	9.4	2.1	1.0	24.2	2.3
2027F	304	32	25	34	1,347	14.9	8.2	1.7	0.2	23.0	2.3

* K-IFRS 연결 기준

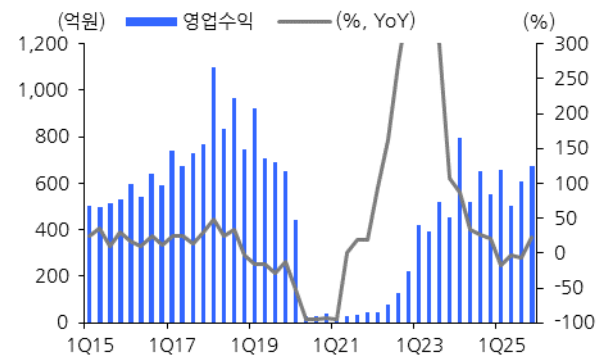
<표1> 모두투어 실적 추정 상세 내역

(단위: 억원, 명, %)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024	2025F
매출액(억원)	423	391	518	455	793	520	652	551	656	504	610	676	478	1,786	2,516	2,446
% YoY	792.1	385.0	298.7	106.9	87.6	33.0	25.9	21.2	-17.3	-3.0	-6.4	22.6	247.1	273.9	40.9	-2.8
별도	362	333	476	418	768	497	635	530	630	480	585	649	326	1,588	2,430	2,344
자회사	61	58	42	37	25	22	17	21	25	24	25	27	151	198	86	101
영업이익(억원)	63	41	21	-9	57	-47	16	21	79	21	42	78	-164	116	47	220
별도	55	18	24	-9	54	-52	15	18	76	18	40	74	-142	87	35	208
자회사	8	24	-3	0	3	5	1	3	3	3	2	4	-21	29	12	12
OPM(%)	14.9	10.6	4.1	-2.0	7.2	-9.1	2.4	3.7	12.0	4.2	6.9	11.5	-34.2	6.5	1.8	9.0
별도	15.2	5.3	5.0	-2.2	7.0	-10.5	2.4	3.4	12.0	3.8	6.8	11.4	-43.5	5.5	1.4	8.9
자회사	12.8	40.8	-6.4	-0.2	13.9	22.5	4.1	12.3	12.0	12.5	8.0	14.8	-14.2	14.5	13.7	11.9
총송객수(명)	295,496	292,047	337,167	389,236	531,302	456,203	417,864	437,724	374,457	330,000	386,000	479,543	288,260	1,313,946	1,843,093	1,570,000
패키지	197,051	184,610	203,535	258,919	329,850	245,363	218,318	252,472	252,290	200,000	238,000	279,710	150,256	844,115	1,046,003	970,000
티켓	98,445	107,437	133,632	130,317	201,452	210,840	199,546	185,252	122,167	130,000	148,000	199,833	138,004	469,831	797,090	600,000
% YoY	4524.4	748.1	301.8	138.0	79.8	56.2	23.9	12.5	-29.5	-27.7	-7.6	9.6	1902.6	355.8	40.3	-14.8
패키지	9332.8	1248.2	368.0	184.6	67.4	32.9	7.3	-2.5	-23.5	-18.5	9.0	10.8	3869.8	461.8	23.9	-7.3
자회사	2188.9	417.9	230.6	79.7	104.6	96.2	49.3	42.2	-39.4	-38.3	-25.8	7.9	1200.8	240.4	69.7	-24.7
패키지송출객(명)	197,051	184,610	203,535	258,919	329,850	245,363	218,318	252,472	252,290	200,000	238,000	279,710	150,256	844,115	1,046,003	970,000
동남아	118,142	98,423	97,336	138,121	189,294	111,651	99,867	131,855	135,302	-	-	-	71,905	452,022	532,667	-
중국	-	5,728	18,318	20,450	24,817	42,705	43,549	38,582	29,189	-	-	-	2	44,705	149,653	-
일본	44,031	40,371	41,062	61,644	71,016	45,035	36,398	44,349	50,182	-	-	-	20,910	187,108	196,798	-
유럽	14,390	21,488	21,896	16,452	15,549	22,526	18,061	17,873	18,907	-	-	-	23,988	74,226	74,009	-
남태평양	14,513	10,881	14,280	15,666	23,043	18,436	15,904	14,711	13,772	-	-	-	19,775	55,340	72,094	-
미주	4,530	4,518	4,341	4,157	4,164	4,244	3,865	3,379	3,063	-	-	-	9,808	17,546	15,652	-
% YoY	9332.8	1248.2	368.0	184.6	67.4	32.9	7.3	-2.5	-23.5	-18.5	9.0	10.8	3869.8	461.8	23.9	-7.3
동남아	n/a	2732.1	343.4	197.8	60.2	13.4	2.6	-4.5	-28.5	-	-	-	n/a	528.6	17.8	-
중국	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	622.1	137.7	88.7	17.6	-	-	-	-64.4	n/a	234.8	-
일본	n/a	n/a	5885.7	205.3	61.3	11.6	-11.4	-28.1	-29.3	-	-	-	n/a	794.8	5.2	-
유럽	5230.2	477.8	135.2	53.9	8.1	4.8	-17.5	8.6	21.6	-	-	-	2474.4	209.4	-0.3	-
남태평양	1113.8	167.3	169.4	70.1	58.8	69.4	11.4	-6.1	-40.2	-	-	-	1386.6	179.8	30.3	-
미주	764.5	113.2	23.3	14.1	-8.1	-6.1	-11.0	-18.7	-26.4	-	-	-	692.9	78.9	-10.8	-

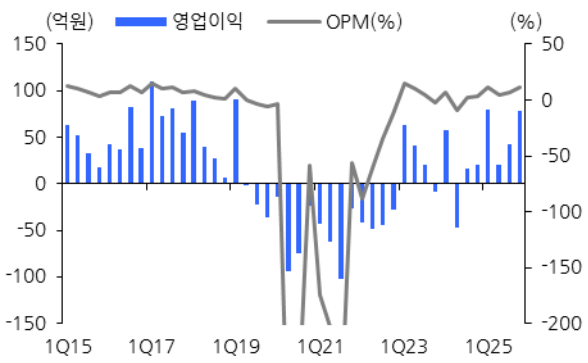
자료 : 모두투어, 현대차증권

<그림1> 분기별 매출액 및 YoY 전망



자료 : 모두투어, 현대차증권

<그림2> 분기별 영업이익 및 영업이익률 전망



자료 : 모두투어, 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**179**	**252**	**245**	**282**	**304**
증가율 (%)	506.4	40.9	-2.8	15.2	7.9
매출원가	**30**	**89**	**87**	**99**	**107**
매출원가율 (%)	17.0	35.2	35.6	35.3	35.2
매출총이익	**148**	**163**	**158**	**182**	**197**
매출이익률 (%)	83.0	64.8	64.4	64.7	64.8
증가율 (%)	616.1	9.9	-3.3	15.8	8.0
판매관리비	**137**	**158**	**136**	**154**	**165**
판관비율(%)	76.5	62.9	55.4	54.7	54.3
EBITDA	**16**	**8**	**25**	**31**	**34**
EBITDA 이익률 (%)	9.1	3.3	10.4	10.9	11.0
증가율 (%)	흑전	-49.3	207.5	21.3	9.0
영업이익	**12**	**5**	**22**	**28**	**32**
영업이익률 (%)	6.5	1.8	9.0	10.1	10.5
증가율 (%)	흑전	-59.7	372.9	29.3	12.3
영업외손익	**-9**	**9**	**0**	**2**	**4**
금융수익	3	4	5	9	10
금융비용	2	1	0	1	1
기타영업외손익	-10	6	-5	-6	-6
종속/관계기업관련손익	4	-1	0	0	0
세전계속사업이익	**6**	**13**	**22**	**31**	**36**
세전계속사업이익률	3.4	5.2	8.9	11.0	11.7
증가율 (%)	흑전	118.3	66.8	41.4	14.9
법인세비용	-1	1	5	7	8
계속사업이익	7	12	17	24	28
중단사업이익	6	-1	0	0	0
당기순이익	**13**	**11**	**17**	**24**	**28**
당기순이익률 (%)	7.4	4.3	7.0	8.6	9.2
증가율 (%)	흑전	-17.8	58.7	41.5	14.9
지배주주지분 순이익	10	11	16	22	25
비지배주주지분 순이익	3	0	2	2	3
기타포괄이익	0	-1	0	0	0
총포괄이익	13	10	17	24	28

(단위: 십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**229**	**166**	**317**	**380**	**411**
현금성자산	35	39	162	191	218
단기투자자산	52	68	83	100	103
매출채권	19	17	21	26	26
재고자산	29	29	35	42	44
기타유동자산	94	13	16	20	20
비유동자산	**70**	**69**	**67**	**66**	**65**
유형자산	20	12	9	7	5
무형자산	14	19	18	18	18
투자자산	9	7	8	10	10
기타비유동자산	27	31	31	31	31
기타금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**299**	**235**	**384**	**446**	**476**
유동부채	**174**	**137**	**268**	**303**	**308**
단기차입금	0	0	100	100	100
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	173	137	168	203	208
비유동부채	**26**	**27**	**32**	**39**	**40**
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	3	3	3	3
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	26	24	29	35	36
기타금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**200**	**164**	**300**	**342**	**348**
지배주주지분	71	71	83	100	121
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	27	27	27	27	27
자본조정 등	-27	-32	-32	-32	-32
기타포괄이익누계액	0	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	61	68	79	97	118
비지배주주지분	**29**	**0**	**2**	**4**	**6**
자본총계	**100**	**71**	**84**	**104**	**128**

(단위: 십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**48**	**19**	**42**	**52**	**33**
당기순이익	13	11	17	24	28
유형자산 상각비	5	3	3	2	1
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	-2	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	25	-3	22	25	4
기타	5	9	0	0	0
투자활동으로인한현금흐름	**5**	**-8**	**-17**	**-19**	**-3**
투자자산의 감소(증가)	1	2	-1	-2	0
유형자산의 감소	32	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1	-1	0	0	0
기타	-27	-9	-15	-17	-3
재무활동으로인한현금흐름	**-42**	**-11**	**97**	**-3**	**-4**
차입금의 증가(감소)	-53	3	101	1	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	-1	0	0	0	0
배당금	-7	-4	-4	-4	-4
기타	19	-10	0	0	0
기타현금흐름	**0**	**1**	**0**	**0**	**0**
현금의증가(감소)	**10**	**1**	**123**	**30**	**26**
기초현금	28	39	39	162	191
기말현금	39	39	162	191	218

(단위: 원, 배, %)

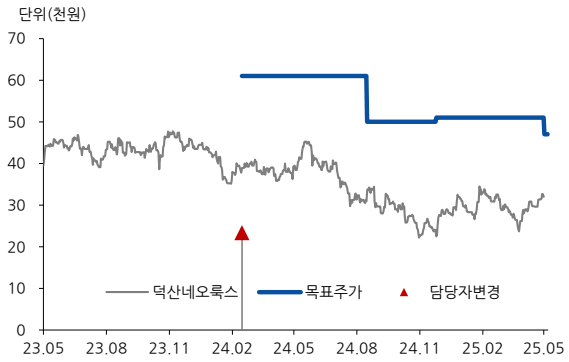
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	698	574	911	1,288	1,481
EPS(지배순이익 기준)	544	574	829	1,172	1,347
BPS(자본총계 기준)	5,266	3,765	4,446	5,505	6,757
BPS(지배지분 기준)	3,731	3,767	4,366	5,310	6,428
DPS	250	250	250	250	250
P/E(당기순이익 기준)	21.8	16.9	12.1	8.6	7.5
P/E(지배순이익 기준)	28.0	16.9	13.3	9.4	8.2
P/B(자본총계 기준)	2.9	2.6	2.5	2.0	1.6
P/B(지배지분 기준)	4.1	2.6	2.5	2.1	1.7
EV/EBITDA(Reported)	14.4	10.2	2.9	1.0	0.2
배당수익률	1.6	2.6	2.3	2.3	2.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	-17.8	58.7	41.5	14.9
EPS(지배순이익 기준)	흑전	5.6	44.2	41.5	14.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	14.0	12.7	22.2	25.9	24.1
ROE(지배순이익 기준)	16.3	15.3	20.4	24.2	23.0
ROA	4.6	4.1	5.6	5.9	6.1
안정성 (%)					
부채비율	200.6	230.2	357.2	328.2	272.5
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	5.5	5.4	130.7	32.5	36.3

** K-IFRS 연결 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.02.29	BUY	61,000	-37.85	-25.82
2024.08.30	BUY	50,000	-44.12	-31.20
2024.12.09	BUY	51,000	-42.00	-32.35
2025.05.16	BUY	47,000		

▶ 최근 2년간 덕산네오룩스 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

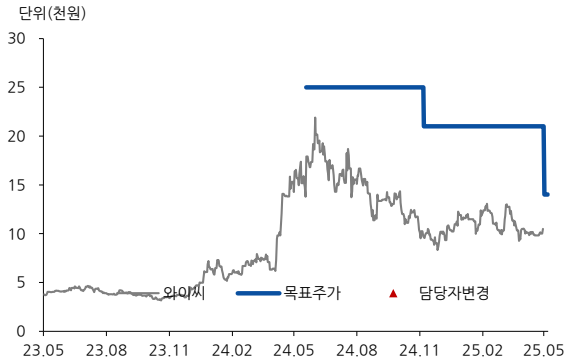
일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.10.11	BUY	50,000	-38.68	-26.00
2024.03.11	BUY	60,000	-43.53	-30.00
2024.08.16	BUY	50,000	-60.55	-45.40
2025.02.16	AFTER 6M	50,000	-58.27	-52.90
2025.05.16	BUY	30,000		

▶ 최근 2년간 에스티아이 주가 및 목표주가

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.05.31	BUY	25,000	-41.02	-12.40
2024.11.19	BUY	21,000	-48.70	-37.76
2025.05.16	BUY	13,000		

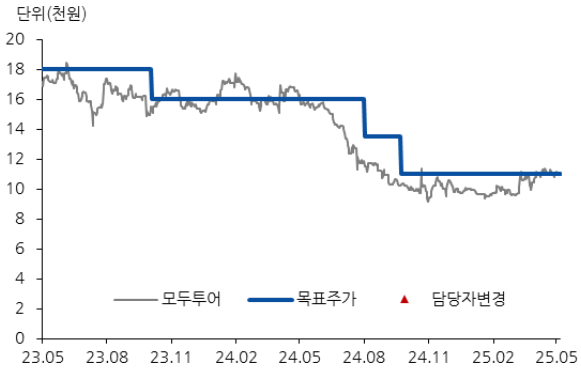
▶ 최근 2년간 와이씨 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
2022.11.16	M.PERFORM	18,000	1.16	18.61
2023.05.16	AFTER 6M	18,000	-8.34	2.44
2023.10.18	M.PERFORM	16,000	0.73	10.88
2024.04.18	AFTER 6M	16,000	-7.77	-29.38
2024.08.16	M.PERFORM	13,500	-18.03	-12.89
2024.10.07	M.PERFORM	11,000	-8.93	3.64
2025.04.07	AFTER 6M	11,000		

▶ 최근 2년간 모두투어 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2024.04.01~2025.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	166건	92.7%
보유	13건	7.3%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.