DS INVESTMENT & SECURITIES

Mid-Small Cap

3월의 일타 종목

feat. DS투자증권



Top Picks

파미셀 005690
하이비젼시스템 126700
감성코퍼레이션 036620
씨에스베어링 297090
롯데관광개발 032350

DS투자증권 **미드스몰캡팀**

김수현 미드스몰캡·비상장·지주회사
02-709-2650
seankim@ds-sec.co.kr

안주원 미드스몰캡·재생에너지
02-709-2655
joowonahn@ds-sec.co.kr

조대형 미드스몰캡·비상장·IT·전기전자
02-709-2654
dh.cho@ds-sec.co.kr

강태호 연구원
02-709-2666
kth@ds-sec.co.kr

김수연 연구원
02-709-2662
su.ykim@ds-sec.co.kr

2026.03.11

Con-tents



3월의 일타종목 03

Top Picks: 파미셀, 하이비젼시스템, 감성코퍼레이션, 씨에스베어링, 롯데관광개발

기업분석 04

✓**파미셀 005690** 연초부터 폭발적 성장 + 두산의 캐파 증설 가능성 04

✓**하이비젼시스템 126700** AI글래스, 인도, 그리고 스펙업 사이클 10

✓**감성코퍼레이션 036620** 아직 쓰이지 않은 챕터, 중국 18

✓**씨에스베어링 297090** 낮아진 기대, 예상 밖의 좋은 실적 25

SK이터닉스 475150 희소성 높은 기업 28

비나텍 126340 독보적인 성장주 31

✓**롯데관광개발 032350** 비중 확대 시점 34

노머스 473980 실적은 오르는데 주가만 빠졌다 37

3월의 일타종목

Top Picks: 파미셀, 하이비젼시스템, 감성코퍼레이션, 씨에스베어링, 롯데관광개발

1) **파미셀:** 25년 연결 매출 1,140억원 (+75.8% YoY), 영업이익 343억원 (+637.6% YoY, OPM 30%)의 눈부신 성과를 이뤄냈다. 당초 예상했던 것 대비 레진과 경화제의 수익성은 훨씬 더 우수했다. GB200에서 GB300 전환의 물량 증가 효과가 지속되고 있으며 올해 1분기 그 강도는 훨씬 높을 것으로 추정된다. 월평균 두산 전자 BG향 매출은 25년 50억에서 26년 상반기 기준 월 90억원으로 연초부터 폭발적 성장이 예상된다.

2) **하이비젼시스템:** 인도 EMS 공장 초기 투자 및 선행 개발 관련 일회성 비용 100억원 등 25년은 매출 1,715억원 (-45% YoY), 영업적자 323억원이 발생했다. 인도 EMS 사업의 일환인 인도 1 공장이 25년말 준공되어 26년 상반기 가동된다. 애플의 탈중국 공급망 재편으로 인도 내 아이폰 생산 비중은 27년까지 30%로 확대된다. 26년 매출 3,019억원 (+76% YoY), 영업이익 302억원 (흑전, OPM 10%)으로 큰 폭의 실적 개선이 예상된다.

3) **감성코퍼레이션:** 동사는 현재 중국 사업권에 대해 10년 라이선스 계약을 보유하고 있으며 운영 주체는 비인러펀이다. 26년 약 30개 내외 매장 오픈이 예상된다. 현재 1호 매장인 타이구리점에서 연 30억원 이상 예상된다. 주요 투자 포인트는 1) 고정비 레버리지 효과와 해외 수출 확대로 수익성 개선, 2)국내 어페럴 20% 이상 성장, 3) 배당과 적극적인 자사주 매입, 소각이다.

4) **씨에스베어링:** 씨에스베어링에 대해 투자의견 매수와 목표주가 9,900원을 유지한다. 2026년 실적은 매출액 1,444억원(+14.5% YoY)과 영업이익 181억원 (+62.9% YoY)으로 좋은 실적이 예상된다. 미국/유럽에서의 육상풍력 시장이 견조하고 고객사 내 씨에스베어링 M/S가 높아지고 있다. 씨에스베어링은 어려운 영업 환경 속에서 지난해 좋은 실적을 보여주었으며 올해는 더 성장한다. 실적 성장과 밸류에이션 매력을 감안할 때 매수하기 좋은 구간이라 판단한다.

5) **롯데관광개발:** 제주도 관광의 상대적 비수기인 2월에도 카지노 순매출 326억원으로 전년동기 대비 44.3% 증가하며 12개월 연속 YoY 성장 흐름을 이어갔다. 2월말 기준으로 고객 데이터베이스는 12.9만명까지 증가한 것으로 파악되어 제주 관광 성수기와 맞물리며 3월부터 실적 성장이 기대된다. 춘절 초반에는 중국 내에서의 이동이 많은 점을 감안하면 반등할 3월에 주목해야 한다. 격월로 진행되는 바카라 데이도 3월에 있어 카지노 순매출은 다시 400억원대로 반등할 전망이다. 추정치를 소폭 상향함에 따라 목표주가를 33,000원으로 상향한다.

미드스몰캡팀

김수현 미드스몰캡·비상장·지주회사
02-709-2650
seankim@ds-sec.co.kr

안주원 미드스몰캡·재생에너지
02-709-2655
joowonahn@ds-sec.co.kr

조대형 미드스몰캡·IT·전기전자
02-709-2654
dh.cho@ds-sec.co.kr

2026.03.11

Top Picks

파미셀 005690	
투자의견	매수
목표주가(상향)	25,000원
상승여력	68.7%
하이비젼시스템 126700	
투자의견	매수
목표주가(유지)	23,000원
상승여력	37.1%
감성코퍼레이션 036620	
투자의견	매수
목표주가(상향)	7,500원
상승여력	32.5%
씨에스베어링 297090	
투자의견	매수
목표주가(유지)	9,900원
상승여력	50.7%
롯데관광개발 032350	
투자의견	매수
목표주가(상향)	33,000원
상승여력	76.5%

파미셀 005690

연초부터 폭발적 성장 + 두산의 캐파 증설 가능성

25년 영업이익 600% 이상 성장

25년 연결 매출 1,140억원 (+75.8% YoY), 영업이익 343억원 (+637.6% YoY, OPM 30%)의 눈부신 성과를 이뤄냈다. 우리가 작년 초 전망한 수치 대비 매출액은 200억원 하회했고 영업이익은 부합했다. 다시 말해 당초 예상했던 것 대비 레진과 경화제의 수익성은 훨씬 더 우수했다. 이 중 케미컬 사업 매출이 1,115억원으로 2배 가까운 성장을 보였으며 대부분 두산 전자 BG향 매출이 견인했다. 두산 전자 BG향 레진과 경화제 매출은 648억원으로 추정되며 이는 전년 대비 118% 성장한 수치다. 전체 매출에서 차지하는 비중은 58%다.

연결 영업이익 343억원 중 바이오 부문이 약 60억원 적자를 기록한 것으로 추정되며 이를 제외하면 케미컬 부문의 영업이익은 약 403억원으로 영업이익률은 36%에 달했다.

26년 연초부터 폭발적 성장 → 26년 두산향 매출 1,100억원 이상 전망

GB200에서 GB300 전환의 물량 증가 효과가 지속되고 있으며 올해 1분기 그 강도는 훨씬 높을 것으로 추정된다. 여기에 일부 베라루빈 관련 샘플향 등도 포함된 것으로 보인다. 월평균 두산 전자 BG향 매출은 25년 50억에서 26년 상반기 기준 월 90억원으로 연초부터 폭발적 성장이 예상된다. 아직 베라루빈 출시 전의 실적인 만큼 하반기 실적 개선 기대감은 더욱 높아질 전망이다.

올해 연간 두산향 매출은 25년 648억원에서 26년 1,100억원 이상 (+69.7% YoY)으로 성장할 전망이다. 특히 수익성 측면에서 레진 대비 50% 높은 경화제 매출이 증가하면서 전체 수익성 개선으로 이어질 전망이다. 두산향 경화제 매출은 25년 324억원에서 600억원으로 퀀텀 점프가 기대된다.

공정 개선에 따른 생산량 증가와 제 3공장을 통해 증설 대응

두산이 추가 증설을 검토 중인 가운데 동사 역시 수요 대응을 위해 공정 개선 승인을 완료하고 기존 대비 약 20~30% 수준의 생산량 확대가 가능해졌다. 또한 9월 완공되는 제 3공장은 27년부터 가동된다. 해당 공장의 매출 캐파는 2,000억원으로 기존 1~2공장 합산 캐파의 2배에 달한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025P	2026F
매출액	60	56	65	114	161
영업이익	9	1	5	34	58
영업이익률(%)	14.7	2.3	7.2	30.1	36.0
세전이익	6	5	6	40	59
지배주주지분순이익	8	4	6	40	60
EPS(원)	138	60	105	674	993
증감률(%)	-12.7	-56.7	77.0	539.3	47.2
ROE(%)	11.8	4.6	7.6	38.1	39.3
PER(배)	82.1	101.8	78.5	22.0	14.9
PBR(배)	8.8	4.5	5.7	7.1	5.0
EV/EBITDA(배)	60.9	85.5	63.0	22.7	13.4

자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장
02-709-2650
seankim@ds-sec.co.kr

2026.03.11

매수

목표주가(상향)	25,000원
현재주가(03/09)	14,820원
상승여력	68.7%

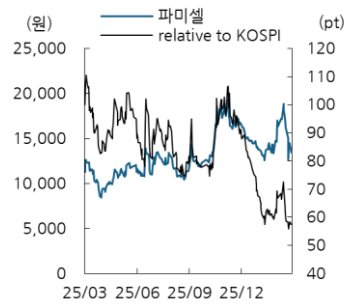
Stock Data

KOSPI	5,532.6pt
시가총액(보통주)	889십억원
발행주식수	60,017천주
액면가	500원
자본금	30십억원
60일 평균거래량	1,360천주
60일 평균거래대금	21,451백만원
외국인 지분율	9.1%
52주 최고가	20,800원
52주 최저가	8,150원
주요주주	
김현수(외 7인)	9.4%
김용만(외 1인)	0.1%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	0.1	-4.3
3M	-11.2	-45.0
6M	23.2	-43.7

주가차트



목표주가 25,000원으로 커버리지 재개

향후 바이오 부문의 실적 개선이 기업가치 상승에 추가적인 영향을 미칠 가능성 존재

투자의견 매수, 목표주가 25,000원으로 커버리지 재개한다. 목표주가는 26년 예상 순이익의 Target P/E 26배를 적용했다. Target P/E는 대만 주요 CCL 업체 26F P/E 평균치다. 기업가치 평가 시 케미컬 사업부문의 성장성을 반영하였으나 바이오 부문의 가치는 포함되지 않았다. 참고로 과거 바이오 부문만으로도 시가총액 1조원 이상에서 거래된 이력이 있는 점을 고려할 때 향후 바이오 부문의 실적 개선이 기업가치 상승에 추가적인 영향을 미칠 가능성이 있다.

2025년 2월 21일 시행된 '첨단 재생 바이오법' 개정안으로 인해 동사가 보유한 GMP(우수 의약품 제조 및 품질관리) 공장에서의 CMO(위탁생산) 부문의 개선 여지가 있다.

표1 파미셀 목표주가 산정 테이블

(십억원, 배, 주)	배수 / 금액	비고
26년 순이익	**59**	
Target Multiple	26	주요 대만 CCL 업체 평균 P/E
적정 기업가치	1,540	
유통주식수	60,004,014	
목표 주가 (원)	**25,000**	
현재 주가 (원)	14,820	
상승여력 (%)	**68.7**	

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

주요 투자 포인트 및 실적 전망

수익성을 동반한 성장 확인

바이오 부문 약 60억원 적자를 제외한 케미컬 부문 단독 영업이익률은 36%

25년 연결 매출 1,140억원(+75.8% YoY), 영업이익 343억원(+637.6% YoY) 달성하며 성장성과 수익성을 동시에 입증했다. 당초 전망 대비 매출은 200억원 하회했으나 영업이익은 부합했는데 이는 레진·경화제의 수익성이 예상을 크게 상회했음을 의미한다. 바이오 부문 약 60억원 적자를 제외한 케미컬 부문 단독 영업이익률은 36%에 달하며 동사가 단순 소재 기업이 아닌 고부가가치 제조업체임을 확인시켜준다.

26년 두산향 구조적 성장 예상

GB200→GB300 전환에 따른 구조적 물량 증가가 실적 견인

25년 두산향 레진·경화제 매출은 648억원(+118% YoY)으로 전체 매출의 58%를 차지했다. 월평균 매출 기준으로는 25년 50억원에서 26년 상반기 90억원으로 급증하고 있으며 이는 GB200→GB300 전환에 따른 구조적 물량 증가가 견인하고 있다. 베라루빈 출시 전 실적임을 감안하면 하반기 추가 모멘텀도 남아 있다. 26년 연간 두산향 매출은 1,100억원 이상(+69.7% YoY)으로 전망한다.

경화제 믹스 개선 - 매출 성장 이상의 수익성 레버리지

레진 대비 마진이 50% 높은 경화제 매출이 25년 324억원에서 26년 600억원으로 퀀텀 점프가 기대된다. 매출이 늘수록 제품 믹스가 개선되는 구조로 외형 성장률 이상의 이익 성장이 예상된다.

캐파 증가

3공장 매출 CAPA 2,000억원으로 기존 1·2공장 합산의 2배

공정개선 승인 완료로 기존 대비 20~30% 생산량 확대가 단기적으로 가능해졌다. 중장기적으로는 9월 완공 예정인 제3공장이 27년부터 본격 가동되며, 동 공장의 매출 캐파는 2,000억원으로 기존 1·2공장 합산의 2배에 달한다. 두산의 추가 증설 검토와 맞물려 수요-공급 확장이 동시에 진행되고 있다.

전쟁, 유가 하락발 주가 조정 — 본질과 무관한 노이즈

주력 원재료인 Sebacic Acid는 피마자유 기반으로 원유와의 직접적인 가격 연동성이 낮음

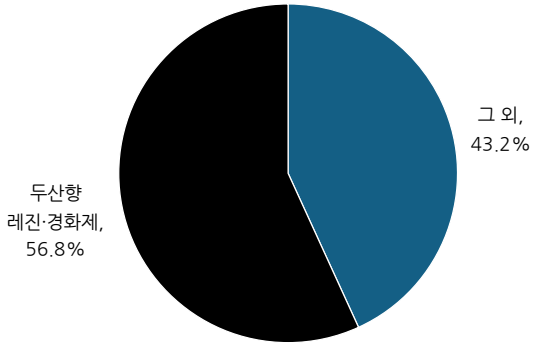
최근 유가 하락 우려로 동사 주가가 동반 조정을 받았으나 펀더멘털과의 연관성은 낮다. 주력 원재료인 Sebacic Acid는 피마자유 기반으로 원유와의 직접적인 가격 연동성이 낮다. 실적 모멘텀의 핵심 변수는 유가가 아닌 AI 서버 수요와 두산 전자BG의 증설 방향성이다. 펀더멘털 훼손 없는 주가 조정 구간은 역사적으로 매력적인 진입 기회였다.

표2 파미셀 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026F
매출액	**37.8**	**51.8**	**60.2**	**56.2**	**64.8**	**114.0**	**160.1**
YoY	*0.0*	*37.3*	*16.1*	*-6.5*	*15.3*	*75.9*	*40.4*
케미컬 사업	35.4	49.8	58.7	54.6	62.8	111.5	157.2
YoY	*0.0*	*40.7*	*17.9*	*-7.0*	*15.1*	*77.5*	*41.0*
바이오 사업	2.4	1.1	1.5	1.7	2.0	2.5	2.9
YoY	*0.0*	*-52.8*	*32.6*	*11.7*	*21.9*	*25.0*	*15.0*
영업이익	**7.2**	**7.9**	**8.9**	**1.3**	**4.6**	**34.3**	**57.6**
YoY	*0.0*	*9.0*	*12.8*	*-85.5*	*259.7*	*638.5*	*68.2*
OPM	19.1	15.2	14.8	2.3	7.2	30.1	36.0
지배주주순이익	**5.3**	**9.5**	**8.3**	**3.6**	**6.3**	**40.3**	**59.2**
YoY	*0.0*	*80.0*	*-12.5*	*-56.7*	*76.8*	*535.9*	*47.2*
NPM	13.9	18.2	13.7	6.4	9.8	35.3	37.0

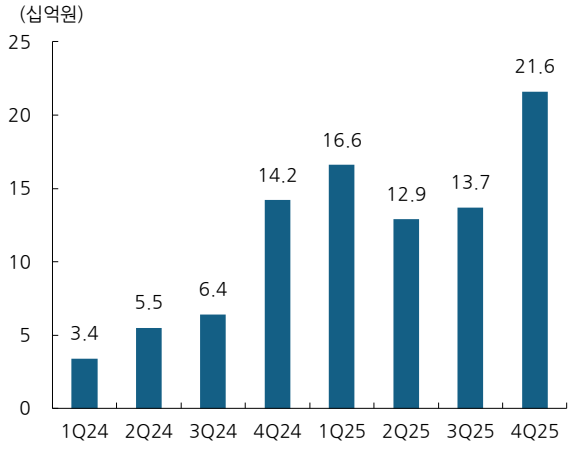
자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 25년 매출 중 두산향 레진·경화제 비중



자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터

그림2 두산향 저유전율 전자소재 분기 매출액 추이



자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터

표3 저유전율 전자소재

개요	고기능 전자제품이 증가함에 따라 높은 데이터 전송 속도, 낮은 지연시간 등을 구현하기 위한 소재의 수요 증가
주요 용도	AI Accelerator, 5G용 network 보드, 고가의 네트워크 장비등 저유전 기판 제조용
경쟁력	고품질 및 공급 안정성, 최고의 고객 서비스
전망	- AI 가속기 수요는 지속적으로 늘어날 것으로 전망 - 2026년 저유전율 전자소재 관련 매출 전년 대비 대폭 증가할 것으로 기대

자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터

그림3 CAPA 증설 현황



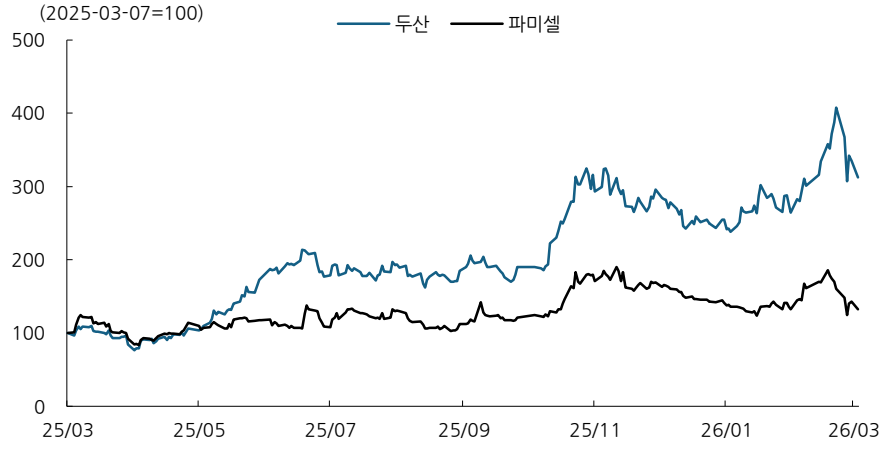
자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터

그림4 제3공장 예상 조감도



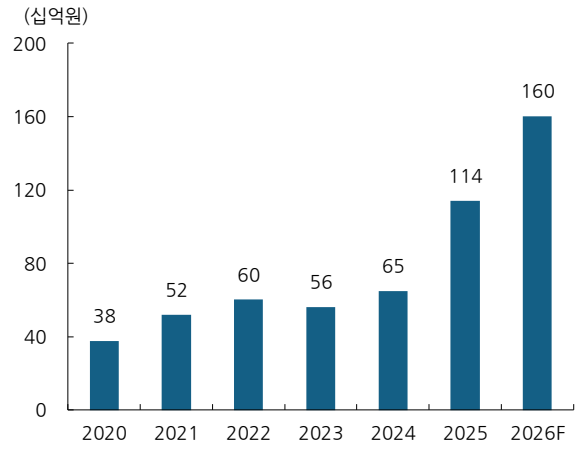
자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터

그림5 파미셀-두산 주가 추이 비교



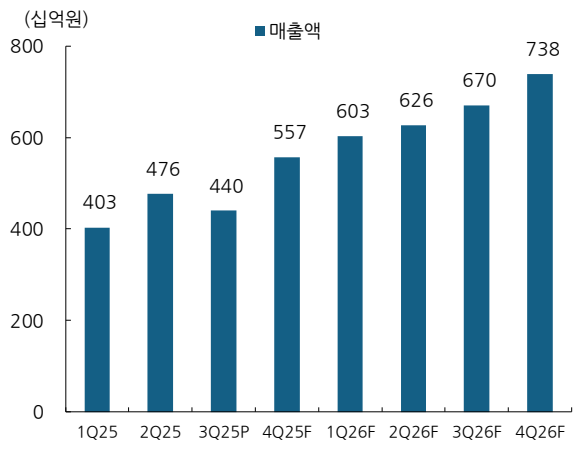
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림6 파미셀 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터 추정

그림7 전자 BG 분기별 매출액 추이 및 전망



자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

[파미셀 005690]

재무상태표 (십억원)

	2022	2023	2024	2025P	2026F
유동자산	62	43	48	83	131
현금 및 현금성자산	14	14	8	22	57
매출채권 및 기타채권	12	8	17	21	22
재고자산	23	21	20	36	49
기타	13	1	3	3	3
비유동자산	47	49	51	59	66
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	37	40	42	46	50
무형자산	6	6	6	6	7
자산총계	110	93	99	142	197
유동부채	29	8	8	11	15
매입채무 및 기타채무	5	4	7	10	14
단기금융부채	23	3	0	0	0
기타유동부채	0	0	0	0	0
비유동부채	4	4	5	5	5
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	4	4	5	5	5
부채총계	33	12	13	16	20
지배주주지분	77	80	86	126	177
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	194	49	49	49	49
이익잉여금	-147	1	7	46	98
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	77	80	86	126	177

손익계산서 (십억원)

	2022	2023	2024	2025P	2026F
매출액	60	56	65	114	161
매출원가	36	41	44	51	62
매출총이익	24	15	21	64	99
판매비 및 관리비	15	14	17	29	41
영업이익	9	1	5	34	58
(EBITDA)	11	4	8	38	62
금융손익	1	0	2	0	0
이자비용	1	1	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-4	4	0	6	1
세전계속사업이익	6	5	6	40	59
계속사업법인세비용	-2	1	0	0	-1
계속사업이익	8	4	6	40	60
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	8	4	6	40	60
지배주주	8	4	6	40	60
총포괄이익	8	4	6	40	60
매출총이익률 (%)	39.6	27.6	32.9	55.8	61.7
영업이익률 (%)	14.7	2.3	7.2	30.1	36.0
EBITDA마진률 (%)	18.4	7.4	11.9	33.3	38.5
당기순이익률 (%)	13.7	6.4	9.8	35.3	37.0
ROA (%)	8.1	3.5	6.6	33.6	35.1
ROE (%)	11.8	4.6	7.6	38.1	39.3
ROIC (%)	10.6	1.4	4.6	28.2	38.3

현금흐름표 (십억원)

	2022	2023	2024	2025P	2026F
영업활동 현금흐름	8	12	3	23	52
당기순이익(손실)	8	4	6	40	60
비현금수익비용가감	5	4	5	1	1
유형자산감가상각비	2	3	3	4	4
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	3	2	1	-3	-3
영업활동 자산부채변동	-5	4	-8	-18	-9
매출채권 감소(증가)	-5	3	-10	-5	-1
재고자산 감소(증가)	-5	2	-1	-16	-13
매입채무 증가(감소)	2	-1	1	3	4
기타자산, 부채변동	2	-2	2	0	0
투자활동 현금	-21	6	-7	-8	-9
유형자산처분(취득)	-19	-6	-4	-8	-8
무형자산 감소(증가)	0	1	0	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-2	11	-2	0	0
기타투자활동	0	0	0	0	0
재무활동 현금	0	-19	-3	-1	-8
차입금의 증가(감소)	0	-19	-3	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	-1	-8
배당금의 지급	0	0	0	1	8
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	-12	-1	-5	14	35
기초현금	26	14	14	8	22
기말현금	14	14	8	22	57
NOPLAT	6	1	3	25	42
FCF	-13	17	-3	15	43

주요투자지표 (원, 배)

	2022	2023	2024	2025P	2026F
투자지표 (x)					
P/E	82.1	101.8	78.5	22.0	14.9
P/B	8.8	4.5	5.7	7.1	5.0
P/S	11.3	6.5	7.7	7.8	5.5
EV/EBITDA	60.9	85.5	63.0	22.7	13.4
P/CF	51.5	45.2	45.8	21.6	14.6
배당수익률 (%)	n/a	n/a	0.2	0.9	1.3
성장성 (%)					
매출액	16.2	-6.6	15.3	76.8	40.4
영업이익	12.9	-85.4	259.2	641.1	68.0
세전이익	-36.8	-20.7	32.4	539.1	47.2
당기순이익	-12.6	-56.7	77.0	539.1	47.2
EPS	-12.7	-56.7	77.0	539.3	47.2
안정성 (%)					
부채비율	43.0	15.1	14.8	12.6	11.2
유동비율	218.5	556.0	628.2	779.5	893.2
순차입금/자기자본(x)	-5.7	-13.1	-12.3	-19.4	-33.6
영업이익/금융비용(x)	11.9	1.5	45.9	499.0	838.1
총차입금 (십억원)	23	4	1	1	1
순차입금 (십억원)	-4	-11	-11	-24	-60
주당지표(원)					
EPS	138	60	105	674	993
BPS	1,277	1,340	1,440	2,094	2,957
SPS	1,003	937	1,081	1,910	2,682
CFPS	219	134	181	687	1,014
DPS	n/a	n/a	20	130	190

자료: 파미셀, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

하이비젼시스템 126700

AI글래스, 인도, 그리고 스펙업 사이클

25년의 부진 중 일부는 성장을 위한 선투자

25년 연결 기준 영업 손실 약 300억원으로 외형상 최악의 한 해였다. 전방 고객사의 스펙 채택 일정 지연과 관세 이슈 인한 투자 연기가 주 원인이다. 또한 인도 EMS 공장 초기 투자 및 선행 개발 관련 일회성 비용 100억원 등 25년은 매출 1,715억원 (-45% YoY), 영업적자 323억원이 발생했다. 다만 26년부터는 이 비용들이 실적 기여로 전환되는 구조다.

26~27년까지 본격화되는 세 가지 성장 엔진

인도 EMS 사업의 일환인 인도 1 공장이 25년말 준공되어 26년 상반기 가동된다. 애플의 탈중국 공급망 재편으로 인도 내 아이폰 생산 비중은 27년까지 30%로 확대된다. 당사는 폭스콘, 타타 등 현지 EMS 업체 대상 100여종 이상의 장비를 납품하는데 기존 카메라 모듈 검사에서 부품 검사 (60%), 어셈블리 설비 (40%)로 사업 범위가 대폭 확대된다. 인도 EMS 매출은 26년 300억원을 시작으로 27년 900~1,100억원 (총 매출의 30%)로 확대될 전망이다.

아이폰 18의 가변 조리개 탑재 확정, 폴디드 줌 개선 (5배->10배) 및 폴더블폰 출시로 26년부터 장비교체 수요가 증가한다. 27년은 아이폰 20주년의 역대급 하드웨어 변경까지 예고되어 있다. 그 외 25년 700억원 내외 수주의 2차전지 사업은 26년 ESS 중심으로 최대 800~900억원의 수주 협의가 진행 중이다. LG엔솔향 EV라인과 삼성 SDI 셀 검사 장비도 추가된다.

26년 매출 3,019억원 (+76% YoY), 영업이익 302억원 (흑전, OPM 10%)으로 큰 폭의 실적 개선이 예상된다.

AI글래스는 큰 알파

애플은 비전 프로 이후 AI스마트 글래스 (프로젝트명 아틀라스)로 전략을 전환했고 26년 공개 27년 출시가 예상된다. 동사는 비전 프로용 카메라 모듈 검사 장비를 독점 공급한 이력을 바탕으로 이미 27년향 초기 버전 및 세컨드 버전 2가지 타입의 선행 개발을 진행 중이다. AI글래스는 다수의 ToF센서와 공간 인식 카메라 구조로 인해 액티브 얼라인 기술 난이도가 비약적으로 높아지고 ASP와 수익성이 동시에 올라갈 전망이다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025P	2026F	2027F
매출액	348	312	171	302	389
영업이익	59	31	-32	30	51
영업이익률(%)	16.9	9.9	-18.8	10.0	13.0
세전이익	60	50	-24	37	62
지배주주지분순이익	46	39	-18	30	48
EPS(원)	3,072	2,637	-1,475	2,374	3,801
증감률(%)	91.0	-14.2	적전	흑전	60.1
ROE(%)	21.1	15.9	-8.0	13.7	18.6
PER(배)	6.3	6.6	-11.4	7.1	4.4
PBR(배)	1.2	1.0	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA(배)	3.7	4.4	-5.9	5.8	3.7

자료: 하이비젼시스템, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장
02-709-2650
seankim@ds-sec.co.kr

2026.03.11

매수

목표주가(유지)	23,000원
현재주가(03/10)	16,770원
상승여력	37.1%

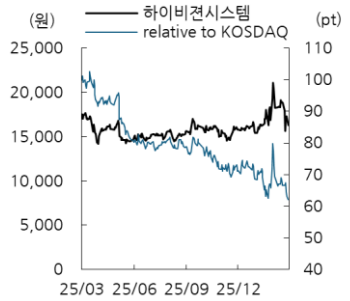
Stock Data

KOSDAQ	1,137.7pt
시가총액(보통주)	251십억원
발행주식수	14,942천주
액면가	500원
자본금	7십억원
60일 평균거래량	202천주
60일 평균거래대금	3,572백만원
외국인 지분율	17.6%
52주 최고가	21,500원
52주 최저가	13,740원
주요주주	
최두원(외 4인)	16.2%
자사주(외 1인)	14.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-20.5	-22.5
3M	6.4	-15.3
6M	7.7	-28.9

주가차트



투자포인트 1. 26년부터 인도에서 글로벌 EMS 신규 매출 본격화

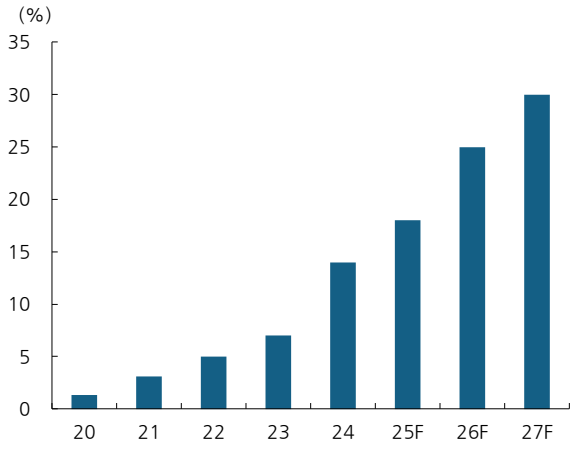
25년말 준공된 인도 공장에서 26년부터 신사업 본격화

동사는 25년말 인도 벵갈루루 제1공장 준공을 완료했다. 26년부터 인도 현지 글로벌 EMS 고객사(폭스콘, 타타 등) 대상으로 100여종이 넘는 신규 모바일 디바이스 제조 관련 주요 장비 및 설비를 생산 납품한다. 기존 카메라/센싱 모듈 검사 장비 외에 부품 검사(60%)와 프로세싱·어셈블리 설비(40%)로 카테고리가 대폭 확장된다.

배경 논리는 명확하다. 21년 1% 미만이었던 인도 내 애플 스마트폰 생산 비중이 24년 14~15%로 급증했고 27년까지 30%를 목표로 한다. 인도는 중국 대비 숙련 노동력이 부족해 자동 검사 장비 의존도가 더 높다는 구조적 특성도 있다.

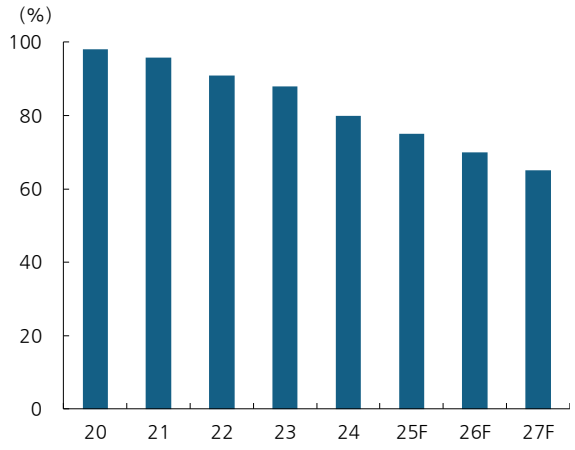
관련 매출은 보수적으로 26년 300억원, 27년 900~1,100억원 (전체 매출의 30% 비중), 28년 3,000억원으로 추정된다. 2, 3공장(각 3,000평)은 각각 27~28년, 28~29년 증설 계획이며 토지는 이미 확보했다.

그림1 A사 스마트폰 인도 생산 비중 추이 및 전망



자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 A사 스마트폰 중국 생산 비중 추이 및 전망



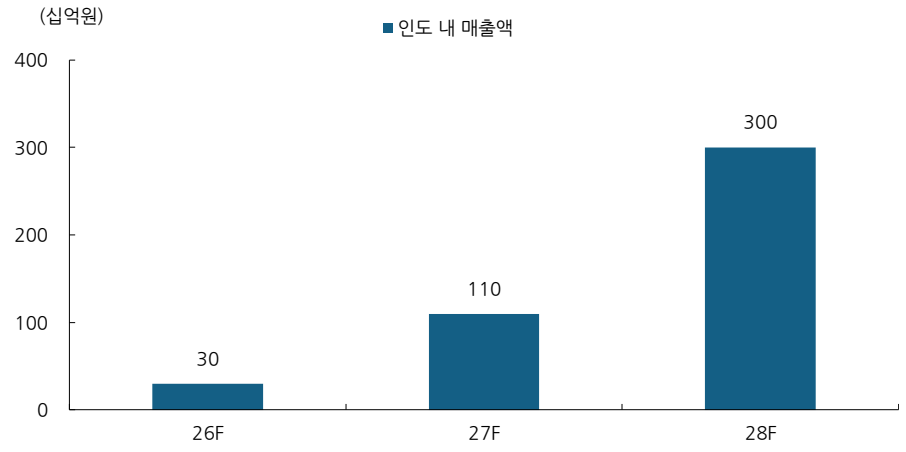
자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표1 EMS 기업별 인도 확장 계획

업체명	인도 내 현황 및 확장 계획	향후 생산량 및 비중 추정 (2026~2027)
폭스콘 (Foxconn)	타밀나두주에 최대 규모 공장 운영. 최근 15 억 달러 추가 투자 발표	인도 내 아이폰 생산의 약 50~60%를 담당하며 핵심 기지로 성장
타타 일렉트로닉스	위스트론(Wistron) 공장 인수 및 페가트론 지분 인수로 인도 로컬 최대 EMS 등극	2026 년까지 연간 2,000 만~2,500 만 대 이상의 생산 능력 확보 전망
페가트론 (Pegatron)	타타와의 합작을 통해 운영 효율화 추진 중.	인도 전체 생산량의 약 15~20% 수준 유지 전망

자료: DS투자증권 리서치센터

그림3 인도 내 EMS향 매출 추이 및 전망



자료: 하이비젼시스템, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 하이비젼시스템 인도 공장 부지



자료: 하이비젼시스템, DS투자증권 리서치센터

투자포인트 2. AI 글래스 모먼트

북미 애플은 비전프로 이후 AI 스마트 글래스 (프로젝트명 아틀라스)로 전략을 전환했다. 26년 WWDC 공개 후 27년 출시가 예상된다. 초기 모델은 디스플레이 없는 AI 카메라 중심 경량형이 예상되며 이후 AR 탑재 버전으로 진화한다.

AI 글래스는 검사 장비 수익성 측면에서 월등히 우수할 전망

동사는 비전프로용 카메라 모듈 검사 장비를 독점 공급한 이력이 있으며 이미 27년 초기 버전 및 세컨드 버전 2가지 타입 선행 개발이 진행 중이다. 애플과는 통상 신규 폼팩터 출시 1~2년 전부터 선행 연구를 수행하는 관계다.

AI 글래스는 일반 고화소 카메라가 아닌 공간 인식용 센싱 카메라 구조이기 때문에 다수의 ToF 센서 + 공간 인식 카메라 탑재에 따른 액티브 얼라인 기술 난이도가 비약적으로 높아진다. ASP 상승과 수익성 향상을 기대할 수 있다. 비전프로에서 150억원 수준의 기여가 있었는데 AI 글래스가 500~1,000만 대 이상 판매된다면 임팩트는 현저히 클 것이다.

그 외 빅테크들 (애플 외 글로벌 빅테크 포함)과도 AI 디바이스 관련 다수 협의가 진행 중이며 중장기적으로 추가 알파 요인이 될 수 있다.

표2 애플 글라스 개요

출시 시기	2026년 공개 및 출시 전망
핵심 기능	AI 기반 환경 인식, 음성 명령, 제스처 컨트롤, 오디오 기능 등
초기 모델	디스플레이가 없거나 최소화되어 아이폰과 연동되는 경량형
차세대 모델	AR 디스플레이 내장
관련 기술	Liquid Glass: 25년 WWDC에서 공개된 UI로 반투명하고 입체적인 유리 효과로 AR과 통합 가능

자료: 언론 보도 종합, DS투자증권 리서치센터

그림5 AI글래스 가상 모형



자료: 언론 보도, DS투자증권 리서치센터

투자포인트 3. 스펙 상향 조정에 따른 매출 증가

아이폰 스펙 상향 조정에 따라 매출 증가 기대

장비 회사의 수요는 제품 판매량이 아닌 '스펙 변화의 폭'에 연동된다. 변화가 채택될 때 장비 수요가 발생하는 구조다.

아이폰 18 (26년 출시)에서는 메인 광각 카메라의 폴디드 줌 개선이 기대된다. 현재 5배 광학 줌에서 10배 이상의 하이브리드 광학 줌 구현을 목표로 하고 있다. 물리적 가변 조리개 탑재는 18 시리즈부터 확정적이며 전 모델 4,800만 화소 센서 확대 적용 가능성도 언급된다. 풀 디스플레이 구현을 위한 Face ID 등 센서 고도화도 추가 변수다. 가변 조리개 채택은 ASP 직접 상승으로 이어지는 요인이다. 신규 장비 수요가 기대되는 폴더블폰도 출시 예정이다. 아이폰 20주년 (27년)은 버전은 역대급 하드웨어 변경이 예상된다. 회사 측도 내년부터 본격적인 성장 스토리를 언급하는 핵심 배경이다. 카메라 전반의 스펙이 상당 부분 상향 조정될 것으로 전망되며 장비 전반의 교체 및 신규 납품 수요가 집중될 가능성이 높아 보인다.

표3 iPhone 세대별 스펙 차이

구분	iPhone 17 Pro	iPhone 17 Pro Max	iPhone 18 Pro Max	iPhone 19
후면 카메라	Triple Camera Main: 48MP 2rd: 48MP (초광각) 3nd: 48MP (망원)	Triple Camera Main: 48MP 2rd: 48MP (초광각) 3nd: 48MP (망원)	Triple Camera Main: 48MP 2rd: 48MP (초광각) 3nd: 48MP (망원)	??
추가 변화사항			**18pro max부터 고정 → 가변 조리개 탑재 추정**	**아이폰 20주년으로 카메라 스펙 상당 부분 상향 조정 있을 것으로 전망**
			가변 조리개 탑재 시 ASP 상승	

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림6 CCM 제조, 검사 공정 제품 라인업



자료: 하이비젼시스템, DS투자증권 리서치센터

26년부터 턴어라운드로 저가 매수 추천

26년부터 애플 관련 스펙 상향 조정과 인도 공장 가동률 증가 등에 따른 실적 리바운드가 기대된다. 인도 관련 매출은 보수적으로 300억원을 반영했다. 26년 연간 매출 3,019억원 (+16% YoY), 영업이익 300억원 (흑전 YoY, OPM 10%)가 기대된다. 27년 인도 EMS 관련 매출은 1,100억원으로 연간 매출은 4,000억원에 육박할 전망이다.

표4 하이비젼시스템 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원,%)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P
매출액	**48.2**	**90.7**	**102.6**	**70.5**	**22.8**	**41.2**	**58.7**	**48.8**
YoY(%)	*30.1*	*42.7*	*-17.2*	*-43.1*	*-52.7*	*-54.6*	*-42.8*	*-30.7*
IT/모바일	46.3	74.4	98.3	67.0	19.5	29.9	35.3	32.3
YoY(%)	*29.7*	*19.0*	*-19.7*	*-44.6*	*-57.9*	*-59.9*	*-64.1*	*-51.8*
2 차전지	0.0	0.9	2.3	0.2	1.3	10.5	22.7	15.0
YoY(%)	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*1,107.2*	*879.6*	*5,997.6*
전장	0.0	13.5	0.8	1.2	1.0	0.2	0.2	1.0
YoY(%)	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*-98.7*	*-69.1*	*-17.8*
3D 프린터 및 기타	1.9	1.9	1.2	2.0	1.1	0.6	0.4	0.5
YoY(%)	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*-69.2*	*-65.9*	*-75.1*
영업이익	**5.6**	**14.7**	**13.0**	**-2.3**	**-2.4**	**-6.5**	**-8.7**	**-14.8**
OPM	11.5	16.2	12.7	-3.3	-10.3	-15.7	-14.8	-30.3
YoY(%)	*26.6*	*48.7*	*-63.8*	*-126.6*	*적전*	*적지*	*적지*	*적지*
당기순이익	**12.2**	**13.8**	**7.2**	**7.2**	**3.3**	**-10.4**	**-5.9**	**-11.2**
NPM(%)	*25.3*	*15.2*	*7.0*	*10.2*	*14.3*	*-25.2*	*-10.1*	**-23.0**
지배주주순이익	**11.5**	**11.7**	**8.5**	**7.7**	**4.4**	**-8.5**	**-5.3**	**-9.0**

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정/ 주: 부문별 세부 실적 현 기준은 3Q24부터 적용

표5 하이비젼시스템 연간 실적 추이 및 전망

(십억원,%)	2022	2023	2024	2025P	2026F	2027F
매출액	**197.7**	**348.3**	**312.0**	**171.5**	**301.9**	**389.2**
YoY(%)	*-27.6*	*76.2*	*-10.4*	*-45.0*	*76.0*	*28.9*
IT/모바일	179.7	302.4	286.0	117.0	222.3	306.8
YoY(%)	*0.0*	*68.3*	*-5.4*	*-59.1*	*90.0*	*38.0*
2 차전지	0.1	11.6	3.4	49.6	57.0	59.8
YoY(%)	*0.0*	*9,094.4*	*-70.3*	*1,341.3*	*15.0*	*5.0*
전장	11.5	27.5	15.6	2.4	15.6	15.6
YoY(%)	*0.0*	*139.1*	*-43.5*	*-84.7*	*552.4*	*0.0*
3D 프린터 및 기타	6.4	6.8	7.0	2.6	7.0	7.0
YoY(%)	*0.0*	*7.4*	*3.0*	*-63.7*	*175.2*	*0.0*
영업이익	**25.1**	**58.8**	**31.0**	**-32.3**	**30.2**	**50.6**
OPM	12.7	16.9	9.9	-18.8	10.0	13.0
YoY(%)	*-42.3*	*134.4*	*-47.3*	*-204.2*	*흑전*	*67.6*
당기순이익	**24.6**	**49.7**	**40.4**	**-24.3**	**31.7**	**52.5**
NPM(%)	*12.4*	*14.3*	*13.0*	*-14.2*	*10.5*	*13.5*
지배주주순이익	**24.0**	**45.9**	**39.4**	**-18.5**	**29.7**	**47.5**

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정/ 주: 부문별 세부 실적 현 기준은 3Q24부터 적용

투자의견 매수, 목표주가 23,000원을 유지한다. 목표주가는 26년 지배주주 순이익에 동종 기업 평균 PER 10배를 적용하여 산출했다.

표6 목표주가 산정 테이블

26F NP (십억원)	**29.7**
Target P/E (배)	10
적정 시총 (십억원)	297.0
발행주식수 (주)	12,845,439
목표주가 (원)	**23,000**
전일 종가 (원)	16,770
Upside (%)	**37%**

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

[하이비젼시스템 126700]

재무상태표 (십억원)

	2023	2024	2025P	2026F	2027F
유동자산	266	267	217	248	288
현금 및 현금성자산	59	111	88	54	51
매출채권 및 기타채권	97	63	44	77	100
재고자산	102	50	42	74	95
기타	9	43	43	43	43
비유동자산	94	99	82	102	118
관계기업투자등	30	32	18	31	40
유형자산	48	53	54	57	62
무형자산	4	5	5	6	6
자산총계	360	366	299	350	407
유동부채	93	74	66	85	98
매입채무 및 기타채무	58	32	25	44	56
단기금융부채	2	3	3	3	3
기타유동부채	33	39	39	39	39
비유동부채	2	2	2	2	2
장기금융부채	1	1	1	1	1
기타비유동부채	1	2	2	2	2
부채총계	95	76	69	87	100
지배주주지분	235	260	201	233	277
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	31	31	31	31	31
이익잉여금	226	259	235	268	312
비지배주주지분(연결)	30	29	29	29	29
자본총계	265	290	230	263	306

손익계산서 (십억원)

	2023	2024	2025P	2026F	2027F
매출액	348	312	171	302	389
매출원가	226	214	167	207	255
매출총이익	122	98	5	95	134
판매비 및 관리비	63	67	37	65	84
영업이익	59	31	-32	30	51
(EBITDA)	62	35	-28	35	55
금융손익	0	12	0	0	0
이자비용	1	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	2	2	0	0	0
기타영업외손익	0	6	8	7	11
세전계속사업이익	60	50	-24	37	62
계속사업법인세비용	10	10	0	6	9
계속사업이익	50	40	-24	32	53
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	50	40	-24	32	53
지배주주	46	39	-18	30	48
총포괄이익	51	39	-24	32	53
매출총이익률 (%)	35.1	31.4	2.7	31.5	34.5
영업이익률 (%)	16.9	9.9	-18.8	10.0	13.0
EBITDA마진률 (%)	17.8	11.1	-16.3	11.5	14.3
당기순이익률 (%)	14.3	13.0	-14.2	10.5	13.5
ROA (%)	13.7	10.9	-5.6	9.2	12.6
ROE (%)	21.1	15.9	-8.0	13.7	18.6
ROIC (%)	30.6	15.1	-16.9	16.6	21.5

현금흐름표 (십억원)

	2023	2024	2025P	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	16	102	-26	-16	19
당기순이익(손실)	50	40	-24	32	53
비현금수익비용가감	32	11	-22	-1	-3
유형자산감가상각비	3	3	3	4	4
무형자산상각비	0	1	1	1	1
기타현금수익비용	29	7	-27	-6	-7
영업활동 자산부채변동	-58	58	20	-46	-31
매출채권 감소(증가)	-31	51	19	-33	-22
재고자산 감소(증가)	-41	31	8	-32	-21
매입채무 증가(감소)	-12	-12	-7	19	13
기타자산, 부채변동	27	-12	0	0	0
투자활동 현금	-5	-39	9	-22	-19
유형자산처분(취득)	-2	-7	-4	-7	-9
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-2	-1	-1
투자자산 감소(증가)	1	-30	14	-13	-9
기타투자활동	-2	0	0	0	0
재무활동 현금	-11	-13	-5	3	-4
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	-11	-13	-5	3	-4
배당금의 지급	2	6	5	-3	4
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	-1	52	-22	-34	-4
기초현금	60	59	111	88	54
기말현금	59	111	88	54	51
NOPLAT	49	25	-23	26	43
FCF	18	71	-17	-37	0

주요투자지표 (원, 배)

	2023	2024	2025P	2026F	2027F
투자지표 (x)					
P/E	6.3	6.6	-11.4	7.1	4.4
P/B	1.2	1.0	1.2	1.1	0.9
P/S	0.8	0.8	1.5	0.8	0.6
EV/EBITDA	3.7	4.4	-5.9	5.8	3.7
P/CF	3.5	5.1	n/a	8.2	5.0
배당수익률 (%)	2.6	2.3	n/a	1.8	3.1
성장성 (%)					
매출액	76.2	-10.4	-45.0	76.0	28.9
영업이익	134.4	-47.3	적전	흑전	67.6
세전이익	125.2	-16.4	적전	흑전	65.8
당기순이익	102.1	-18.7	적전	흑전	65.8
EPS	91.0	-14.2	적전	흑전	60.1
안정성 (%)					
부채비율	36.0	26.3	29.8	33.3	32.7
유동비율	285.2	362.2	327.6	291.4	294.7
순차입금/자기자본(x)	-21.2	-37.0	-36.9	-19.3	-15.4
영업이익/금융비용(x)	46.5	178.8	-224.0	209.4	351.0
총차입금 (십억원)	3	4	4	4	4
순차입금 (십억원)	-56	-107	-85	-51	-47
주당지표(원)					
EPS	3,072	2,637	-1,475	2,374	3,801
BPS	15,744	17,418	13,424	15,613	18,535
SPS	23,309	20,881	11,477	20,204	26,049
CFPS	5,468	3,444	-3,112	2,053	3,349
DPS	500	400	n/a	310	520

자료: 하이비젼시스템, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

감성코퍼레이션 036620

아직 쓰이지 않은 챕터, 중국

중국 사업 성공 여부가 핵심 모멘텀

23년 12월 21일 중국 패션 기업인 '비인러펀 패션'과 합작 협약하여 첫 Flagship Store인 '상해 첸탄 타이구리'를 오픈했다. 이후 스노우피크 차이나와 지분 구조 문제로 사업 전개가 2년간 지연됐다. 작년 10월경 스노우피크 재팬이 이를 모두 해결하면서 본격적인 사업 전개가 가능해졌다. 동사는 현재 중국 사업권에 대해 10년 라이선스 계약을 보유하고 있으며 운영 주체는 비인러펀이다. 26년 약 30개 내외 매장 오픈이 예상된다. 4월 중순과 말을 기점으로 순차 오픈한다. 입정 형태는 1선 도시 1등급 백화점 1층 명품점 또는 완상청과 같은 플미엄 쇼핑몰이다. 매장 크기는 100평 단독 혹은 1~2층 복층 형태가 예상된다.

26년 중국 초도 매출 200억원 이상 전망

현재 1호 매장인 타이구리점에서 연 30억원 이상 예상된다. 참고로 경쟁사인 코오롱 스포츠의 프리미엄 위치 매장이 현재 약 100억원 이상 발생한다. 동사는 인지도 측면에서 아직 초기 단계인 만큼 유사한 수준 도달까지 약 4~5년이 소요될 전망이다.

14억 인구의 고프코어 욕망

중국 MZ는 '아크테릭스'를 입고 싶어하고 일반 대중은 'Camel'을 입지만 그 사이 거대한 시장도 개화 중에 있다. 중국 미드 프리미엄 구간이 빠르게 성장하는 가운데 국내 코오롱 스포츠가 그 자리를 일부 증명했다. 23년 기준 점유율 8%, 25년 연간 매출 1조원을 초과한 것으로 보인다. 성공 과정 일부는 중국 안타와의 합작이 있었다. 비인러펀은 조금 다른 성격의 파트너이지만 계약 구조와 초기 매장 성과를 냉정하게 추적할 필요가 있다. 다만 시장 집중도가 이미 상위 소수 브랜드 80% 이상으로 문이 좁아졌다. 지금이 사실상 마지막 진입 기회다.

투자의견 '매수', 목표주가 7,500원으로 커버리지 재개

주요 투자 포인트는 1) 고정비 레버리지 효과와 해외 수출 확대로 수익성 개선, 2)국내 어페럴 20% 이상 성장, 3) 배당과 적극적인 자사주 매입 소각이다. Target 멀티플은 과거 peer 회사가 중국 진출 초기에 받았던 평균 배수에서 10% 할인 적용했다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	178	220	250	310	400
영업이익	32	36	45	58	78
영업이익률(%)	18.1	16.4	17.9	18.6	19.5
세전이익	30	37	46	61	82
지배주주지분순이익	24	29	37	48	65
EPS(원)	267	315	395	517	702
증감률(%)	58.3	18.2	25.3	31.0	35.8
ROE(%)	37.5	30.7	28.0	27.7	28.4
PER(배)	11.9	9.8	14.4	11.0	8.1
PBR(배)	3.7	2.5	3.5	2.7	2.0
EV/EBITDA(배)	7.2	6.3	8.0	6.3	4.4

자료: 감성코퍼레이션, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장
02-709-2650
seankim@ds-sec.co.kr

2026.03.11

매수

목표주가(상향)	7,500원
현재주가(03/09)	5,660원
상승여력	32.5%

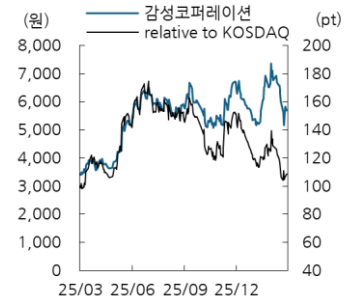
Stock Data

KOSDAQ	1,137.7pt
시가총액(보통주)	512십억원
발행주식수	90,504천주
액면가	500원
자본금	47십억원
60일 평균거래량	874천주
60일 평균거래대금	5,374백만원
외국인 지분율	16.5%
52주 최고가	7,700원
52주 최저가	3,280원
주요주주	
김호선(외 5인)	29.7%
자사주(외 1인)	0.5%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-23.2	-25.2
3M	-15.5	-37.2
6M	-2.2	-38.8

주가차트



코오롱이 성과를 낸 중국 아웃도어 어페럴 시장

중국 아웃도어 어페럴 시장은 계층 구조가 명확

중국 아웃도어 어페럴 시장은 계층 구조가 명확해 보인다. 최근 몇 년간 대중적으로 판매량이 폭발하는 'Camel'과 프리미엄 브랜드 '아크테릭스'는 직접적인 경쟁 상대는 아니다. 당연한 논리지만 MZ 세대는 브랜드와 라이프스타일을 사고 대중은 가성비를 산다. 미드 프리미엄은 그 사이에서 '브랜드를 입고 싶지만 아크테릭스는 못 사는' 소비자를 흡수하는 형태로 보인다. 또 다른 특징으로 외국 브랜드의 성공은 로컬 파트너 없이 불가능하다. 코오롱 스포츠가 안타와 합작 설립 후 4~5년 만에 현지 매출 4,000억원을 달성한 궤적은 동사에게 가장 유용한 벤치마크가 될 것이다.

최근 대중적 인기를 얻고 있는 Camel 성공 사례

동사가 추구하는 프리미엄 라인과는 다른 대중 브랜드이지만 최근 중국 아웃도어 어페럴에서 폭발적인 성공을 거두고 있는 Camel의 사례는 시장의 작동원리를 파악하는데 도움이 될 수 있다.

아크테릭스 에테르 블루 컬러의 대체품으로 소개되며 유행 시작

Camel은 2000년 광저우에서 창립한 원래 군용 부츠 제조사였다. 아웃도어 어패럴로 확장했지만 오랫동안 존재감 없는 브랜드였다. 이 회사가 성공하게 된 사건은 우연한 계기였다. 아크테릭스의 에테르 블루 컬러가 전국 품절되자 한 블로거가 499위안짜리 Camel 3-in-1 아우터를 '대체품'으로 소개했다. 이는 샤오홍슈와 틱톡을 타고 순식간에 퍼졌고 연간 200만 장 판매 및 티몰 내 아우터 카테고리 8년 연속 1위가 됐다.

중국 소비자는 '비교 대상'으로 브랜드를 이해

이처럼 중국 소비자는 '비교 대상'으로 브랜드를 이해하는 것으로 보인다. Camel의 첫 성공은 아크테릭스의 대중적 대안으로 소비된 것으로 보여진다. 또 하나는 바이럴인데 Camel은 마케팅 예산으로 성공한 게 아니라 '찍고 싶게 만드는 제품과 스토리'로 성공했다.

스노우피크 어패럴이 1선 도시 프리미엄 매장에 공을 들이는 이유

스노우피크 어패럴이 1선 도시 프리미엄 매장에 공을 들이는 이유가 여기 있는 것으로 보인다. 매장이 판매 공간이 아니라 콘텐츠 생성 공간이 될 때 바이럴이 프리미엄 버전으로 재현될 수 있다. 비인러펀이 그 공간을 얼마나 잘 설계하느냐가 초기 모멘텀을 결정할 것이다.

아웃도어 에르메스로 불리는 '아크테릭스'

아크테릭스의 중국 성공은 희소성에서 시작

아크테릭스의 중국 성공은 제품이 아니라 희소성에서 시작됐다. 2019년 안타그룹이 아머 스포츠를 인수하면서 중국 사업권을 확보했고 이후 전략의 핵심은 '팔지 않는 것처럼 파는 것'으로 알려져 있다. 인기 컬러는 배정제이고 매장은 웨이팅 시스템으로 운영했고 재고는 항상 부족하게 유지했다. 중국 소비자 사이에서 '아웃도어 에르메스'라는 별칭이 생긴 건 프리미엄 제품이라는 마케팅뿐만 아니라 이 구조의 결과였다.

판을 읽고 올라탄 Kolon Sport

코오롱은 '아크테릭스는 못 사도 코오롱은 살 수 있다'는 포지션이 자연스럽게 형성

코오롱은 2006년 독자 진출했지만 2016년까지 214개 매장으로도 존재감이 미미했다. 전환점은 2017년 안타와의 합작이었다. 대리상 채널을 정리하고 165개 직영 프리미엄 매장으로 재편했다. 아크테릭스 매장 인근에 의도적으로 입점하고 한국보다 높은 가격을 책정했다. '아크테릭스는 못 사도 코오롱은 살 수 있다'는 포지션이 자연스럽게 형성됐다. 2019년 리브랜딩과 함께 캠핑 문화를 전면에 내세웠고 MZ세대 모델 기용과 공간 마케팅이 샤오홍슈 바이럴로 이어졌다.

그림7 아크테릭스 베이징 플레그십 스토어



자료: DS투자증권 리서치센터

그림8 카멜



자료: DS투자증권 리서치센터

표7 2025년 중국인이 가장 선호하는 아웃도어 장비 브랜드 순위

순위	브랜드명
1	아크테릭스
2	노스페이스
3	콜롬비아
4	카일라스
5	잭울프스킨
6	토레드
7	맘무트 매머드
8	모비가든
9	파타고니아
10	카멜

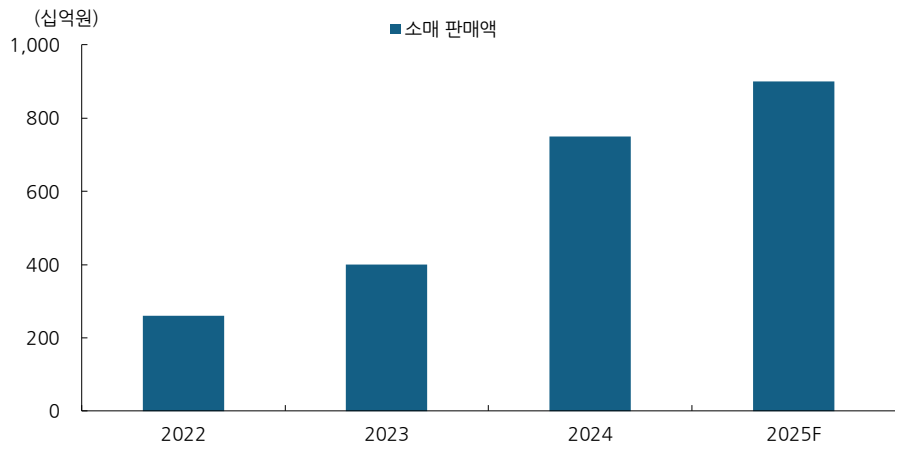
자료: 중국산업연구소, DS투자증권 리서치센터

표8 2025년 중국 광군제 기간 아웃도어 판매량 상위 10개 브랜드

카멜
노스페이스
펠리오
코오롱스포츠
카일라스
콜롬비아
캐나다 구스
데카르톤
토레드
안타

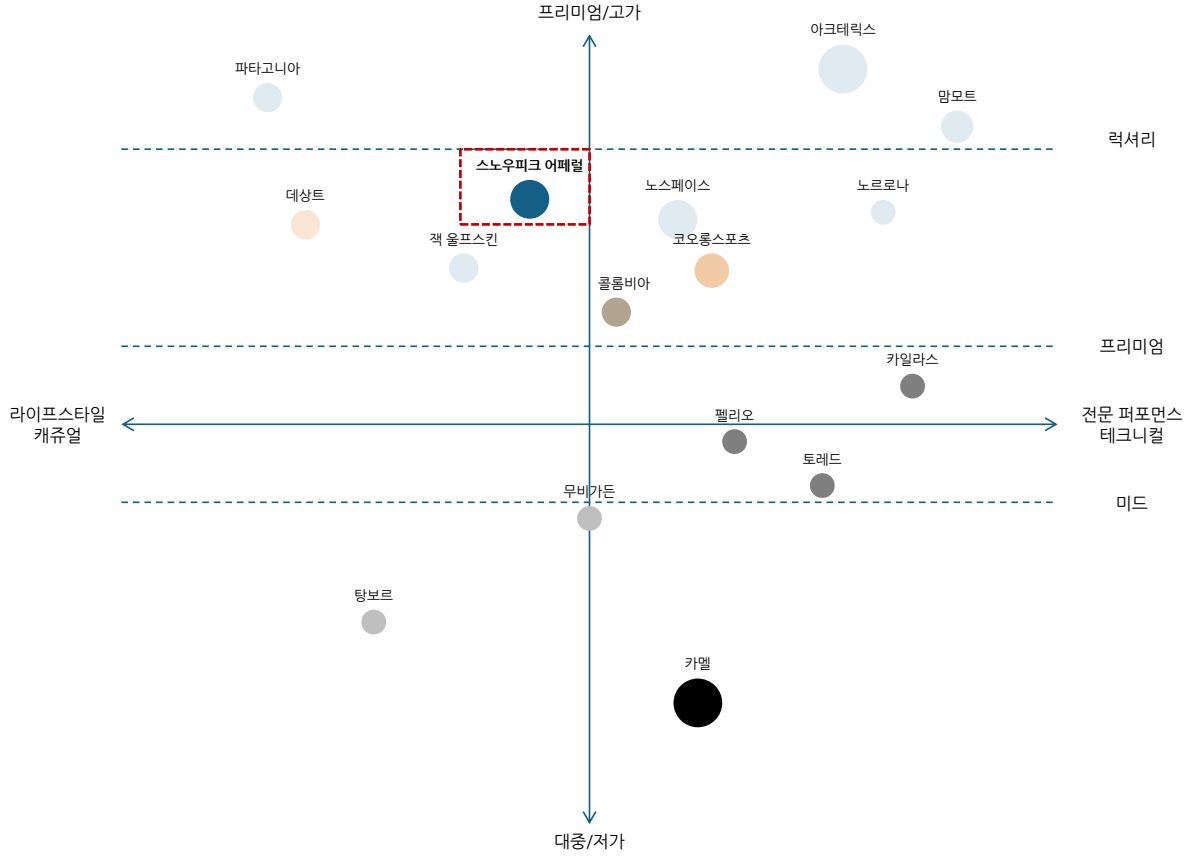
자료: Tmall, DS투자증권 리서치센터

그림9 코오롱스포츠중국 소매 판매액(소비자가 기준)



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림10 중국 아웃도어 어패럴 브랜드 포지셔닝



자료: 언론보도, DS투자증권 리서치센터 추정

표9 감성코퍼레이션 분기별 실적 추이 및 전망

단위: 십억원	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F
매출액	**37.2**	**50.1**	**43.1**	**90.1**	**46.7**	**53.6**	**45.9**	**103.5**
YoY (%)	19.5	24.9	20.8	26.6	25.5	7.1	6.6	14.9
Snowpeak	34.2	47.3	40.2	87.6	44.6	51.7	43.5	101.0
YoY (%)	*32.1*	*32.4*	*26.2*	*30.5*	*30.3*	*9.4*	*8.2*	*15.3*
Actimon	2.9	2.8	2.9	2.5	2.1	1.9	2.5	2.5
YoY (%)	*-43.2*	*-35.8*	*-24.1*	*-37.8*	*-29.3*	*-31.2*	*-15.4*	*-1.7*
영업이익	**4.6**	**10.0**	**5.1**	**16.3**	**6.8**	**8.7**	**6.2**	**22.8**
OPM (%)	12.4	20.0	11.7	18.1	14.7	16.3	13.5	22.1
YoY (%)	*3.4*	*29.8*	*-2.8*	*8.3*	*48.1*	*-12.9*	*22.7*	*39.7*
Snowpeak	4.4	10.1	4.8	16.3	6.8	8.7	5.9	22.8
OPM (%)	12.8	21.4	12.0	18.6	15.3	16.8	13.6	22.6
Actimon	0.2	-0.1	0.2	0.1	0.0	0.1	0.3	0.0
OPM (%)	7.7	-2.1	8.1	3.1	0.4	3.2	11.7	0.5
순이익	**5.1**	**6.9**	**4.0**	**13.2**	**5.7**	**6.9**	**4.7**	**19.4**
NPM (%)	10.9	17.6	10.3	16.0	12.5	13.9	11.5	18.8

자료: 감성코퍼레이션, DS투자증권 리서치센터 추정

표10 감성코퍼레이션 연간 실적 추이 및 전망

단위: 십억원	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**117.4**	**178.0**	**220.4**	**249.7**	**309.8**	**400.1**
YoY (%)	139.9	51.6	23.8	13.3	24.1	29.1
Snowpeak	97.1	160.5	209.2	240.7	300.9	391.2
YoY (%)	*171.1*	*65.3*	*30.3*	*15.1*	*25.0*	*30.0*
Actimon	20.3	17.4	11.2	8.9	8.9	8.9
YoY (%)	*54.7*	*-14.0*	*-35.9*	*-20.0*	*0.0*	*0.0*
영업이익	**16.3**	**32.5**	**36.1**	**44.6**	**57.6**	**77.9**
OPM (%)	13.8	18.3	16.4	17.9	18.6	19.5
YoY (%)	*1,313.0*	*99.9*	*11.0*	*23.8*	*29.1*	*35.2*
Snowpeak	13.4	29.8	35.6	44.3	57.2	77.5
OPM (%)	13.8	18.6	17.0	18.4	19.0	19.8
Actimon	2.9	2.7	0.5	0.4	0.4	0.4
OPM (%)	14.1	15.5	4.3	4.2	5.0	5.0
순이익	**15.1**	**24.2**	**29.3**	**36.7**	**48.0**	**65.2**
NPM (%)	12.8	13.6	13.3	14.0	15.5	16.3

자료: 감성코퍼레이션, DS투자증권 리서치센터 추정

표11 감성코퍼레이션 목표주가 산정 테이블

26F NP (십억원)	**48.0**
Target PER (배)	14
적정 기업가치 (십억원)	672
유통주식수 (주)	90,214,221
목표주가 (원)	**7,500**
전일종가 (원)	5,660
Upside (%)	**32.5**

자료: 감성코퍼레이션, DS투자증권 리서치센터 추정

그림11 스노우피크 바이두 트렌드



자료: 바이두, DS투자증권 리서치센터

[감성코퍼레이션 036620]

재무상태표 (십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	96	127	167	216	281
현금 및 현금성자산	27	27	74	101	134
매출채권 및 기타채권	22	34	32	40	51
재고자산	39	60	56	70	90
기타	7	5	5	5	5
비유동자산	18	27	24	28	35
관계기업투자등	1	1	1	1	1
유형자산	7	9	5	4	4
무형자산	4	3	3	4	5
자산총계	115	154	192	244	315
유동부채	31	28	29	33	39
매입채무 및 기타채무	14	16	17	21	27
단기금융부채	8	3	3	3	3
기타유동부채	9	9	9	9	9
비유동부채	6	13	13	14	14
장기금융부채	0	6	6	6	6
기타비유동부채	5	7	7	7	7
부채총계	37	42	43	47	53
지배주주지분	78	112	149	197	262
자본금	45	47	47	47	47
자본잉여금	30	37	37	37	37
이익잉여금	21	48	85	133	198
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	78	112	149	197	262

손익계산서 (십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	178	220	250	310	400
매출원가	57	68	73	88	111
매출총이익	121	153	177	221	290
판매비 및 관리비	88	117	132	164	212
영업이익	32	36	45	58	78
(EBITDA)	37	42	57	67	89
금융손익	-1	0	-1	-1	-1
이자비용	1	1	1	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	1	3	4	5
세전계속사업이익	30	37	46	61	82
계속사업법인세비용	5	8	10	13	17
계속사업이익	24	29	37	48	65
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	24	29	37	48	65
지배주주	24	29	37	48	65
총포괄이익	24	29	37	48	65
매출총이익률 (%)	67.8	69.2	70.8	71.5	72.4
영업이익률 (%)	18.1	16.4	17.9	18.6	19.5
EBITDA마진률 (%)	20.8	19.0	22.6	21.7	22.2
당기순이익률 (%)	13.6	13.3	14.7	15.5	16.3
ROA (%)	24.4	21.8	21.2	22.1	23.3
ROE (%)	37.5	30.7	28.0	27.7	28.4
ROIC (%)	50.6	38.5	40.3	49.1	51.6

현금흐름표 (십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	27	6	54	37	45
당기순이익(손실)	24	29	37	48	65
비현금수익비용가감	14	14	10	6	5
유형자산감가상각비	5	6	12	10	11
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	10	9	-2	-4	-6
영업활동 자산부채변동	-10	-30	7	-17	-26
매출채권 감소(증가)	-4	-12	2	-8	-12
재고자산 감소(증가)	-7	-21	4	-14	-20
매입채무 증가(감소)	-1	0	1	4	6
기타자산, 부채변동	2	3	0	0	0
투자활동 현금	-5	-3	-7	-9	-12
유형자산처분(취득)	-3	-6	-7	-9	-11
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	-1
투자자산 감소(증가)	-1	1	0	0	0
기타투자활동	-1	2	0	0	0
재무활동 현금	-4	-3	0	0	0
차입금의 증가(감소)	-4	-3	0	0	0
자본의 증가(감소)	1	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	18	0	46	28	32
기초현금	9	27	27	74	101
기말현금	27	27	74	101	134
NOPLAT	26	29	35	46	62
FCF	24	10	46	28	32

주요투자지표 (원, 배)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
투자지표 (x)					
P/E	11.9	9.8	14.4	11.0	8.1
P/B	3.7	2.5	3.5	2.7	2.0
P/S	1.6	1.3	2.1	1.7	1.3
EV/EBITDA	7.2	6.3	8.0	6.3	4.4
P/CF	7.4	6.6	11.3	9.8	7.5
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	51.6	23.9	13.3	24.1	29.1
영업이익	98.5	11.8	23.8	29.1	35.2
세전이익	90.2	24.8	25.3	31.0	35.8
당기순이익	60.3	21.0	25.3	31.0	35.8
EPS	58.3	18.2	25.3	31.0	35.8
안정성 (%)					
부채비율	46.9	37.2	28.6	23.7	20.2
유동비율	311.3	447.5	574.9	651.3	713.3
순차입금/자기자본(x)	-26.6	-16.9	-43.9	-47.2	-47.8
영업이익/금융비용(x)	28.5	34.2	35.8	62.0	83.8
총차입금 (십억원)	8	9	9	9	9
순차입금 (십억원)	-21	-19	-65	-93	-125
주당지표(원)					
EPS	267	315	395	517	702
BPS	859	1,210	1,605	2,122	2,824
SPS	1,962	2,372	2,687	3,335	4,307
CFPS	425	470	503	581	760
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 감성코퍼레이션, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

씨에스베어링 297090

낮아진 기대, 예상 밖의 좋은 실적

투자의견 매수, 목표주가 9,900원 유지

2026년 실적은 매출액 1,444억원(+14.5% YoY)과 영업이익 181억원(+62.9% YoY)으로 추정한다. 실적 성장의 배경은 1) 미국, 유럽 등 육상풍력 중심의 견조한 수요 유지 속 2) 씨에스베어링의 시장점유율 상승에 기인한다. 주력 고객사인 GE사 안에서의 점유율(약 70%)은 유지하면서 지난해부터 Vestas향으로의 매출액이 늘어나고 있다. 올해는 예상 매출액에서 Vestas 매출액만 500억원 내외로 추정된다. (요베어링 4MW, 15MW 및 피치 베어링 6MW) 고객사 다변화는 판매 지역이 많아짐을 의미한다. 고른 매출처 확보를 통한 꾸준한 매출 증가가 가능하기 때문이다. 밸류에이션 매력도 높다. 현재 주가는 올해 예상실적 기준 PER 11배이다. 주가 반등이 충분히 가능하다.

육상풍력 만으로도 실적 성장 가능

향후 5년간 연평균 미국과 유럽의 육상풍력 시장이 각각 연평균 약 9GW, 16GW 수준으로 유지될 전망이다. 큰 성장은 없어도 전반적인 전력 수요 증가에 대응할 수 있는 발전원으로서 역할을 하는 것이다. 해상풍력은 CAPEX에 대한 부담이 커 시장이 의미 있게 성장하려면 시간은 걸릴 것이다. 따라서 육상풍력 시장을 기준으로 관련 기업들의 실적이 설명되어야 한다. 육상풍력도 터빈 사이즈가 커지면서 단가가 올라가고 있으며 가격 및 정치적 리스크로 유럽/중국산 공급망은 계속 시장에서 점유율이 낮아지고 있다. 결국 이 자리를 국내 기업들이 대체해갈 것이며 성장이 일어날 수 있는 배경이 되고 있다.

현재 베트남 공장 풀캐파, 증설도 필요

씨에스베어링의 생산공장은 베트남에 있으며 작년 85%, 올해는 90%의 가동률을 목표로 하고 있다. 사실 상 풀캐파이다. 기존 공장은 GE 중심의 생산라인이라 Vestas 등 유럽 고객사들 향으로 대응하기 위한 신 공장이 필요하다. CAPA가 늘어나면 연 베어링 생산 개수는 8,500개에서 10,000개 이상으로 증가한다. 고금리, 미국의 반 재생에너지 정책 기조로 풍력 산업이 과거 대비 활황은 아니나 산업은 시장 기대보다 견조하다는 것을 씨에스베어링이 보여주고 있다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액	49	77	105	126	144
영업이익	-9	0	2	11	18
영업이익률(%)	-18.0	0.1	2.0	8.8	12.5
세전이익	-19	-2	5	10	19
지배주주지분순이익	-17	-2	3	12	16
EPS(원)	-644	-59	92	463	576
증감률(%)	적지	적지	흑전	402.9	24.5
ROE(%)	-24.3	-1.9	2.8	12.1	12.9
PER(배)	-12.6	-186.5	47.6	14.2	11.4
PBR(배)	2.5	3.5	1.3	1.6	1.4
EV/EBITDA(배)	-53.7	92.1	22.5	11.4	7.3

자료: 씨에스베어링, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

안주원 미드스몰캡·재생에너지
02-709-2655
joowonahn@ds-sec.co.kr

2026.03.11

매수

목표주가(유지)	9,900원
현재주가(03/10)	6,570원
상승여력	50.7%

Stock Data

KOSDAQ	1,137.7pt
시가총액(보통주)	179십억원
발행주식수	27,270천주
액면가	500원
자본금	14십억원
60일 평균거래량	311천주
60일 평균거래대금	2,011백만원
외국인 지분율	4.0%
52주 최고가	9,260원
52주 최저가	4,270원
주요주주	
씨에스윈드(외 1인)	53.6%
씨에스베어링우리사주(외 1인)	2.5%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-0.5	-2.5
3M	3.6	-18.0
6M	-2.8	-39.4

주가차트

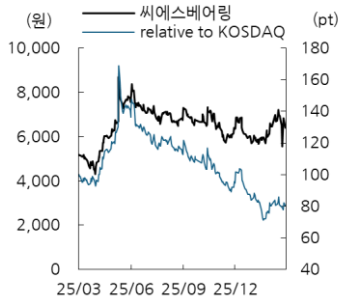
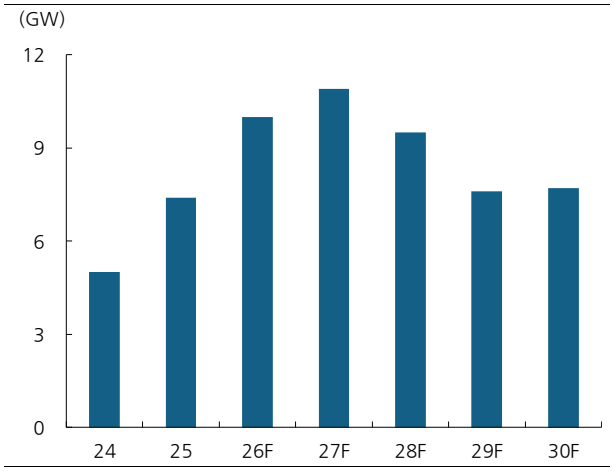


표1 씨에스베어링 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
매출액	**28.4**	**32.0**	**32.2**	**33.7**	**32.1**	**33.6**	**39.0**	**39.7**	**105.4**	**126.1**	**144.4**
증가율	*81.3%*	*29.2%*	*12.7%*	*-7.8%*	*13.2%*	*5.0%*	*21.4%*	*18.0%*	*37.6%*	*19.7%*	*14.5%*
영업이익	**1.2**	**2.8**	**3.4**	**3.7**	**3.4**	**4.0**	**5.3**	**5.3**	**2.1**	**11.1**	**18.1**
영업이익률	*4.4%*	*8.7%*	*10.4%*	*11.1%*	*10.7%*	*12.0%*	*13.6%*	*13.4%*	*2.0%*	*8.8%*	*12.5%*
지배주주 순이익	**1.0**	**1.7**	**4.4**	**5.4**	**3.2**	**3.6**	**4.3**	**4.4**	**2.5**	**12.5**	**15.5**
순이익률	*3.6%*	*5.3%*	*13.6%*	*16.0%*	*9.9%*	*10.8%*	*11.1%*	*11.0%*	*2.4%*	*9.9%*	*10.7%*

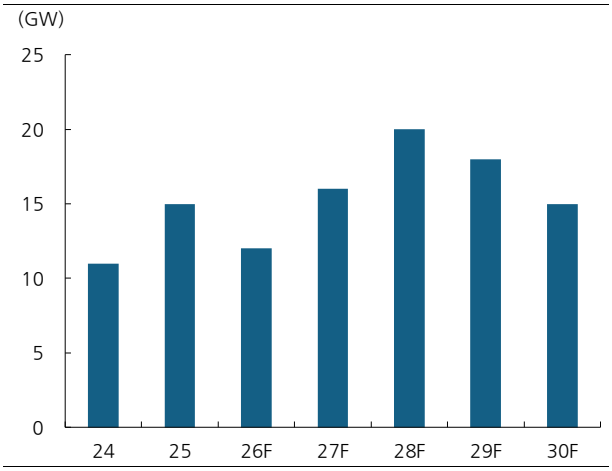
자료: 씨에스베어링, DS투자증권 리서치센터

그림1 미국 2025~2030 육상풍력 시장 전망



자료: Woodmac, DS투자증권 리서치센터

그림2 유럽 2025~2030 육상풍력 시장 전망



자료: Woodmac, DS투자증권 리서치센터

표2 목표주가 산출 테이블

구분	내용	비고
2026 EPS(원)	568.4	
Target PER(배)	17.5	국내 풍력기업 2026F 평균 PER
기업가치(원)	9,930	
목표주가(원)	9,900	
현재주가(원)	6,570	
상승여력	50.7%	

자료: 씨에스베어링, DS투자증권 리서치센터

[씨에스베어링 297090]

재무상태표 (십억원)

	2022	2023	2024	2025	2026F
유동자산	82	89	85	105	126
현금 및 현금성자산	33	24	14	29	43
매출채권 및 기타채권	11	11	36	39	42
재고자산	30	30	33	35	40
기타	9	24	2	2	2
비유동자산	74	60	63	65	67
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	60	56	62	64	65
무형자산	0	0	0	0	1
자산총계	156	150	148	171	193
유동부채	65	63	53	56	60
매입채무 및 기타채무	16	14	35	36	39
단기금융부채	48	48	18	19	21
기타유동부채	0	0	1	1	1
비유동부채	4	1	1	3	5
장기금융부채	4	1	1	2	4
기타비유동부채	0	0	0	1	1
부채총계	69	64	54	58	65
지배주주지분	87	86	94	112	128
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	90	91	91	91	91
이익잉여금	-13	-15	-12	0	16
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	87	86	94	112	128

손익계산서 (십억원)

	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액	49	77	105	126	144
매출원가	49	69	93	103	113
매출총이익	0	8	13	23	32
판매비 및 관리비	9	8	10	12	14
영업이익	-9	0	2	11	18
(EBITDA)	-4	3	6	15	22
금융손익	1	-1	1	1	1
이자비용	3	3	2	2	2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-10	-1	2	-2	-1
세전계속사업이익	-19	-2	5	10	19
계속사업법인세비용	-1	-1	2	-1	3
계속사업이익	-17	-2	3	11	16
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-17	-2	3	11	16
지배주주	-17	-2	3	12	16
총포괄이익	-17	-2	8	11	16
매출총이익률 (%)	-0.1	10.4	11.9	18.1	21.9
영업이익률 (%)	-18.0	0.1	2.0	8.8	12.5
EBITDA마진률 (%)	-9.1	4.6	5.2	11.9	15.4
당기순이익률 (%)	-35.5	-2.1	2.4	8.9	10.8
ROA (%)	-11.9	-1.1	1.7	7.8	8.5
ROE (%)	-24.3	-1.9	2.8	12.1	12.9
ROIC (%)	-6.0	0.0	1.1	7.9	14.2

현금흐름표 (십억원)

	2022	2023	2024	2025	2026F
영업활동 현금흐름	-2	-3	2	13	18
당기순이익(손실)	-17	-2	3	11	16
비현금수익비용가감	17	7	5	7	7
유형자산감가상각비	4	3	3	4	4
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	13	4	2	-12	-14
영업활동 자산부채변동	1	-5	-4	-5	-4
매출채권 감소(증가)	12	-3	-23	-3	-3
재고자산 감소(증가)	-10	-1	0	-3	-4
매입채무 증가(감소)	3	1	17	1	3
기타자산, 부채변동	-4	-2	3	0	0
투자활동 현금	-12	-4	20	-6	-6
유형자산처분(취득)	-10	-1	-4	-6	-6
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	-1
투자자산 감소(증가)	1	-5	5	0	0
기타투자활동	-2	1	20	0	0
재무활동 현금	37	-2	-32	8	2
차입금의 증가(감소)	-13	-3	-32	2	2
자본의 증가(감소)	50	1	0	6	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	22	-9	-9	15	14
기초현금	11	33	24	14	29
기말현금	33	24	14	29	43
NOPLAT	-6	0	1	8	15
FCF	-11	-4	23	7	12

주요투자지표 (원, 배)

	2022	2023	2024	2025	2026F
투자지표 (x)					
P/E	-12.6	-186.5	47.6	14.2	11.4
P/B	2.5	3.5	1.3	1.6	1.4
P/S	4.5	3.9	1.1	1.4	1.2
EV/EBITDA	-53.7	92.1	22.5	11.4	7.3
P/CF	n/a	54.8	15.5	9.8	8.0
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-48.7	56.3	37.6	19.7	14.5
영업이익	적전	흑전	3,596.4	425.5	62.9
세전이익	적지	적지	흑전	104.4	85.8
당기순이익	적지	적지	흑전	346.5	39.5
EPS	적지	적지	흑전	402.9	24.5
안정성 (%)					
부채비율	78.9	74.8	57.8	52.0	50.9
유동비율	127.2	141.7	159.0	189.0	209.8
순차입금/자기자본(x)	22.5	24.7	4.7	-7.0	-14.0
영업이익/금융비용(x)	-3.3	0.0	1.2	5.3	8.6
총차입금 (십억원)	52	49	19	21	25
순차입금 (십억원)	20	21	4	-8	-18
주당지표(원)					
EPS	-644	-59	92	463	576
BPS	3,227	3,142	3,441	4,120	4,690
SPS	1,815	2,809	3,865	4,672	5,350
CFPS	-7	201	282	669	823
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 씨에스베어링, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

SK이터닉스 475150

희소성 높은 기업

투자의견 매수, 목표주가 43,000원으로 상향

SK이터닉스에 대해 투자의견 매수를 유지하고 목표주가는 43,000원으로 상향한다. 매각은 사실상 마무리되었으며 KKR과 SK그룹의 신재생에너지 사업 공동 경영도 이뤄질 예정이다. SK이터닉스는 태양광 중심의 사업개발과 전력판매(PPA)가 주력 사업이 될 것이며 현재 정부의 재생에너지 보급 확대 정책과도 잘 맞물린다. 최근 RPS제도 개편도 추진 중인데 기존과는 달리 계약시장제도로의 전환이 예상된다. 이는 입찰 또는 PPA 시장 확대를 의미하며 SK이터닉스처럼 재생에너지 전력 공급 및 판매가 가능한 사업자들에게 유리하다. 연간 3GW 시장에 머물러 있는 국내 태양광 시장이 내년부터 5~6GW시장으로 크게 늘어날 전망이다. 국내에서 태양광, 풍력 등 규모감 있게 사업을 진행하는 기업이 많지 않아 소수 업체들에게 수혜가 돌아갈 것이며 SK이터닉스 역시 해당된다.

2026년 매출액 5,351억원과 영업이익 680억원 전망

2026년 실적은 매출액 5,351억원(+38.8% YoY)과 영업이익 680억원(+28.3% YoY)으로 추정한다. 연료전지 2개 사이트 인도가 예정되어 있고 육상풍력 프로젝트 완료 및 태양광 관련 매출액 등이 반영된 수치이다. 솔라닉스는 총 4개(220MW)까지 진행했으며 올해에도 200MW 내외로 구조화 및 전력판매계약이 이뤄질 것으로 보인다. 국내에서도 산업용 전기요금 상승에 따른 기업들의 전기료 부담이 커지고 있고 태양광과 풍력이 가격적으로 경쟁력을 갖추면서 장기적으로 PPA수요는 계속 늘어날 것으로 판단한다.

이격거리 철폐, 태양광 의무화, 전력계통 혁신대책 등 정책 쏟아지는 중

태양광 보급 확대를 위한 정책들이 나오고 있다. 지난 2월에는 이격거리 규제가 없어졌으며 초중고 및 일정 규모 이상의 주차장에는 태양광 설치가 의무화 되었다. 또한 태양광을 포함한 재생에너지 수용을 위한 전력계통 혁신안도 상반기 중 발표될 예정이다. 특히 보급확대에 가장 걸림돌이었던 전력망 확충안이 같이 수립되고 있어 현실성이 높아지고 있다. SK이터닉스는 국내 시장에서 태양광 사업을 하고 있는 몇 안 되는 기업으로 희소성이 부각될 것이다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액	0	0	332	386	535
영업이익	0	0	38	53	68
영업이익률(%)			11.3	13.7	12.7
세전이익	0	0	27	38	57
지배주주지분순이익	0	0	22	31	45
EPS(원)	0	0	664	913	1,325
증감률(%)	적지	적지	적지	37.5	45.1
ROE(%)	n/a	n/a	n/a	11.9	15.1
PER(배)	n/a	n/a	18.1	31.3	21.6
PBR(배)	n/a	n/a	1.7	3.5	3.0
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	10.7	13.6	10.6

자료: SK이터닉스, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

안주원 미드스몰캡·재생에너지
02-709-2655
joowonahn@ds-sec.co.kr

2026.03.11

매수

목표주가(상향)	43,000원
현재주가(03/10)	28,600원
상승여력	50.3%

Stock Data

KOSPI	5,532.6pt
시가총액(보통주)	965십억원
발행주식수	33,754천주
액면가	200원
자본금	7십억원
60일 평균거래량	1,071천주
60일 평균거래대금	28,033백만원
외국인 지분율	2.9%
52주 최고가	34,150원
52주 최저가	12,500원
주요주주	
SK디스커버리(외 4인)	43.6%
자사주(외 1인)	0.1%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	23.8	19.5
3M	40.9	7.1
6M	28.0	-39.0

주가차트

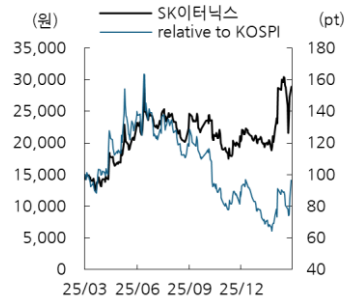


표1 SK이터닉스 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
매출액	**25.9**	**65.3**	**46.4**	**247.9**	**28.0**	**280.6**	**192.2**	**34.3**	**332.2**	**385.6**	**535.1**
신재생에너지	17.9	58.3	38.3	234.3	21.0	276.5	187.9	30.0	304.5	348.8	515.4
ESS	8.0	7.1	8.1	13.6	7.0	4.1	4.3	4.3	27.7	36.8	19.7
영업이익	**1.1**	**9.6**	**1.2**	**41.2**	**1.2**	**38.7**	**26.5**	**1.5**	**37.7**	**53.0**	**68.0**
영업이익률	*4.1%*	*14.7%*	*2.5%*	*16.6%*	*4.4%*	*13.8%*	*13.8%*	*4.4%*	*11.3%*	*13.7%*	*12.7%*
당기순이익	**1.0**	**14.3**	**-5.1**	**20.5**	**0.2**	**26.6**	**17.6**	**0.3**	**22.4**	**30.7**	**44.6**
순익률	*3.8%*	*21.9%*	*-10.9%*	*8.3%*	*0.6%*	*9.5%*	*9.1%*	*0.8%*	*6.7%*	*8.0%*	*8.3%*

자료: SK이터닉스, DS투자증권 리서치센터

표1 발전자원 PPA 현황

구분		규모	내용	개발용역	PPA 전력판매 조건
태양광	1호	40MW	직접 PPA	102억원	30년간 전력공급: 최소보장 1,945억원(26.1~)
	2호	40MW	직접 PPA	112억원	25년간 전력 공급: 최소보장 2,031억원(28.6~)
	3호	40MW	제3자 PPA	112억원	25년간 전력공급 모니터링서비스(26.1H~)
	5호	100MW	직접 PPA	177억원	25년간 전력공급: 최소보장 5,023억원(26.1H~)
풍력	군위	75MW	직접 PPA		25년간 전력공급: 최소보장 4,068억원(26.2~)
합계		**295MW**			

자료: SK이터닉스, DS투자증권 리서치센터

표2 목표주가 산출 테이블

구분	내용	비고
2026F EPS(원)	1,323.6	
Target PER(배)	32.3	국내 경쟁사 26F P/E 30% 할증
기업가치(원)	42,812	
목표주가(원)	43,000	
현재주가(원)	28,600	
상승여력	50.3%	

자료: DS투자증권 리서치센터

[SK 이터닉스 475150]

재무상태표 (십억원)

	2022	2023	2024	2025	2026F
유동자산	0	0	255	946	521
현금 및 현금성자산	0	0	67	193	286
매출채권 및 기타채권	0	0	18	55	59
재고자산	0	0	59	589	66
기타	0	0	112	109	110
비유동자산	0	0	477	515	544
관계기업투자등	0	0	182	182	182
유형자산	0	0	236	273	302
무형자산	0	0	7	7	8
자산총계	0	0	732	1,460	1,065
유동부채	0	0	297	932	462
매입채무 및 기타채무	0	0	41	189	195
단기금융부채	0	0	139	143	146
기타유동부채	0	0	117	601	121
비유동부채	0	0	193	250	281
장기금융부채	0	0	184	215	246
기타비유동부채	0	0	8	35	36
부채총계	0	0	490	1,188	748
지배주주지분	0	0	242	273	317
자본금	0	0	7	7	7
자본잉여금	0	0	214	214	214
이익잉여금	0	0	21	52	97
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	0	0	242	273	317

손익계산서 (십억원)

	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액	0	0	332	386	535
매출원가	0	0	276	296	410
매출총이익	0	0	56	90	125
판매비 및 관리비	0	0	19	37	57
영업이익	0	0	38	53	68
(EBITDA)	0	0	60	82	100
금융손익	0	0	-15	-22	-25
이자비용	0	0	19	27	30
관계기업등 투자손익	0	0	-3	-3	-3
기타영업외손익	0	0	8	10	17
세전계속사업이익	0	0	27	38	57
계속사업법인세비용	0	0	5	7	12
계속사업이익	0	0	22	31	45
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	0	22	31	45
지배주주	0	0	22	31	45
총포괄이익	0	0	23	31	45
매출총이익률 (%)	n/a	n/a	17.0	23.3	23.4
영업이익률 (%)	n/a	n/a	11.3	13.7	12.7
EBITDA마진률 (%)	n/a	n/a	18.1	21.3	18.7
당기순이익률 (%)	n/a	n/a	6.7	8.0	8.3
ROA (%)	n/a	n/a	n/a	2.8	3.5
ROE (%)	n/a	n/a	n/a	11.9	15.1
ROIC (%)	n/a	n/a	n/a	15.6	22.3

현금흐름표 (십억원)

	2022	2023	2024	2025	2026F
영업활동 현금흐름	0	0	67	189	155
당기순이익(손실)	0	0	22	31	45
비현금수익비용가감	0	0	41	95	67
유형자산감가상각비	0	0	22	28	31
무형자산상각비	0	0	1	1	1
기타현금수익비용	0	0	18	66	34
영업활동 자산부채변동	0	0	15	63	44
매출채권 감소(증가)	0	0	9	-37	-4
재고자산 감소(증가)	0	0	92	-529	523
매입채무 증가(감소)	0	0	26	148	6
기타자산, 부채변동	0	0	-112	481	-481
투자활동 현금	0	0	-67	-65	-65
유형자산처분(취득)	0	0	-12	-66	-60
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	-2	-2
투자자산 감소(증가)	0	0	-13	2	-3
기타투자활동	0	0	-41	0	0
재무활동 현금	0	0	-50	3	3
차입금의 증가(감소)	0	0	-50	3	3
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	0	0	-50	127	93
기초현금	0	0	117	67	193
기말현금	0	0	67	193	286
NOPLAT	0	0	31	43	54
FCF	0	0	11	123	90

주요투자지표 (원, 배)

	2022	2023	2024	2025	2026F
투자지표 (x)					
P/E	n/a	n/a	18.1	31.3	21.6
P/B	n/a	n/a	1.7	3.5	3.0
P/S	n/a	n/a	1.2	2.5	1.8
EV/EBITDA	n/a	n/a	10.7	13.6	10.6
P/CF	n/a	n/a	6.4	7.6	8.7
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	n/a	n/a	n/a	16.1	38.8
영업이익	n/a	n/a	n/a	40.8	28.3
세전이익	n/a	n/a	n/a	38.8	48.3
당기순이익	n/a	n/a	n/a	37.4	45.1
EPS	n/a	n/a	n/a	37.5	45.1
안정성 (%)					
부채비율	n/a	n/a	202.4	435.5	235.7
유동비율	n/a	n/a	85.8	101.4	112.9
순차입금/자기자본(x)	n/a	n/a	98.7	55.6	29.1
영업이익/금융비용(x)	n/a	n/a	2.0	2.0	2.2
총차입금 (십억원)	0	0	324	358	392
순차입금 (십억원)	0	0	239	152	92
주당지표(원)					
EPS	0	0	664	913	1,325
BPS	0	0	7,182	8,094	9,419
SPS	0	0	9,859	11,445	15,882
CFPS	0	0	1,875	3,739	3,299
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: SK이터닉스, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

비나텍 126340

독보적인 성장주

투자의견 매수, 목표주가 177,000원 유지

비나텍에 대해 투자의견 매수와 목표주가 177,000원을 유지한다. 2026년 실적은 매출액 1,710억원(+106.6% YoY)과 영업이익 229억원(+488.8% YoY)으로 추정한다. 실적 확대의 주 요인은 글로벌 주요 고객사 향 슈퍼캡 매출 증가에 기인한다. 올해 연료전지 발전소 부문으로 공급되는 슈퍼캡 매출액은 1,000억원으로 예상하며 이는 현재 추진하고 있는 시스템 사업을 제외한 수치이다. 시스템 공급도 순조롭게 준비되고 있다. 현재 미국은 빅테크 사업자들에게 자체발전 확보를 의무화하고 있으며 발전소 건설비 CAPEX에 대한 부담을 지우고 있다. 이는 연료전지 발전의 구조적 성장을 가능하게 한다. 이제 막 수요가 폭발적으로 늘어나고 있는 연료전지 산업에서 비나텍의 존재감도 같이 커질 것이다.

2026년 슈퍼캡 매출액 +122.1% 성장

올해 슈퍼캡 매출액은 전년대비 122.1% 늘어난 1,556억원으로 예상한다. 주력 전방 시장 중 하나인 스마트미터기 향 매출액은 전년대비 10% 내외 성장이 전망되며 나머지는 전력산업 향 공급 증가가 대부분을 차지한다. 작년 하반기부터 급증하기 시작한 미국 연료전지 발전소로의 오더가 계속 늘어나고 있으며 베트남 CAPA 증설도 진행 중이다. 분기별로는 하반기로 갈수록 실적 증가 폭이 커질 것으로 보인다. 현재 유일한 슈퍼캡 공급사이며 중국을 제외한 경쟁사는 없는 만큼 연료전지 발전 시장이 커지는 한 비나텍의 성장도 멈추지 않을 것이다.

올해가 시작일 수 있는 고성장 사이클

비나텍의 실적이 슈퍼캡을 중심으로 중장기 고성장이 예상된다. 올해가 그 첫해가 될 것이며 향후 매출 볼륨이 큰 신규 제품 공급이 시작되면 지금과는 완전 다른 실적이 나타날 것으로 예상한다. 현재 글로벌 에너지 산업에서 Off-Grid가 화두로 떠오르고 있다. 전반적인 전력 수요가 증가하면서 여러 발전원에 대한 고른 수요 증가가 발생 중이나 On-Site에 최적화된 전력원은 연료전지이다. 성장이 열린 만큼 그에 맞는 주가 흐름 이어질 것으로 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	71	55	60	83	171
영업이익	9	3	-8	4	23
영업이익률(%)	13.2	5.5	-13.5	4.7	13.4
세전이익	9	2	-7	-2	19
지배주주지분순이익	12	2	-9	-1	19
EPS(원)	1,801	301	-1,386	-117	2,859
증감률(%)	55.7	-83.3	적전	적지	흑전
ROE(%)	21.0	3.2	-12.2	-1.0	22.3
PER(배)	19.7	142.9	-20.0	-1,149.1	46.9
PBR(배)	3.2	3.9	2.0	10.7	8.5
EV/EBITDA(배)	18.3	36.0	-208.4	73.4	29.7

자료: 비나텍, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

안주원 미드스몰캡·재생에너지
02-709-2655
joowonahn@ds-sec.co.kr

2026.03.11

매수

목표주가(유지)	177,000원
현재주가(03/10)	134,100원
상승여력	32.0%

Stock Data

KOSDAQ	1,137.7pt
시가총액(보통주)	903십억원
발행주식수	6,930천주
액면가	500원
자본금	3십억원
60일 평균거래량	149천주
60일 평균거래대금	14,135백만원
외국인 지분율	8.9%
52주 최고가	137,700원
52주 최저가	21,000원
주요주주	
성도경(외 10인)	28.8%
국민연금공단(외 1인)	9.8%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	14.6	12.6
3M	84.3	62.6
6M	170.6	134.0

주가차트

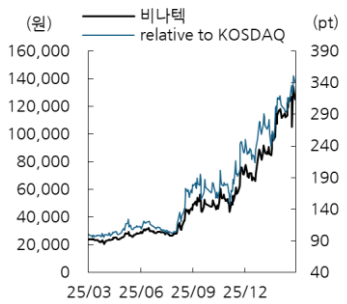
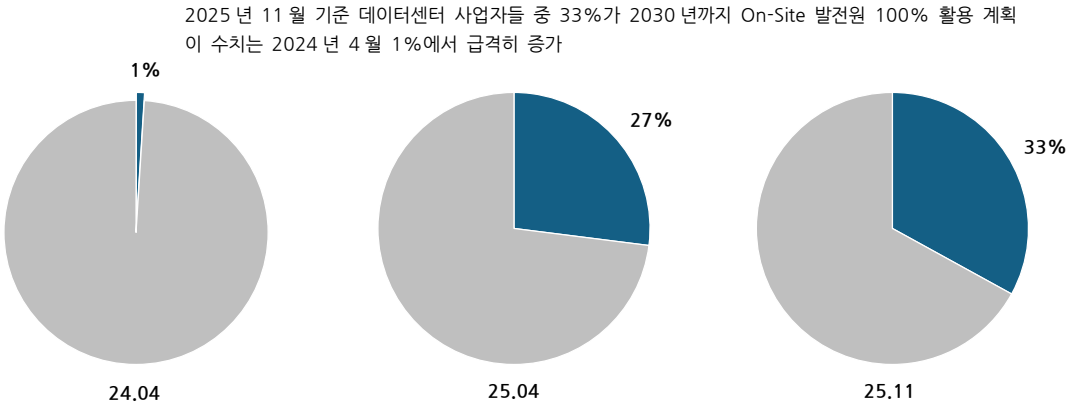


표1 비나텍 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	24	25F	26F
매출액	**15.7**	**20.7**	**23.0**	**23.3**	**31.0**	**39.2**	**44.3**	**56.6**	**59.6**	**82.8**	**171.0**
증가율	*16.8%*	*12.8%*	*63.7%*	*70.1%*	*96.7%*	*89.3%*	*92.5%*	*142.6%*	*8.4%*	*38.9%*	*106.6%*
슈퍼커패시터	12.9	17.3	20.1	19.8	26.6	34.4	41.1	53.5	49.2	70.1	155.6
수소연료전지	1.7	2.1	1.7	2.3	2.6	2.8	2.4	2.5	7.1	7.8	10.4
기타	1.1	1.3	1.2	1.3	1.7	2.0	0.8	0.5	3.3	4.9	5.0
영업이익	**-2.4**	**1.0**	**2.6**	**2.8**	**3.2**	**4.7**	**6.1**	**8.8**	**-8.1**	**3.9**	**22.9**
영업이익률	*-15.3%*	*4.6%*	*11.2%*	*11.9%*	*10.4%*	*12.1%*	*13.8%*	*15.6%*	*-13.5%*	*4.7%*	*13.4%*
지배주주순이익	**-2.3**	**-2.7**	**2.5**	**1.6**	**3.0**	**4.4**	**5.0**	**6.9**	**-9.1**	**-0.8**	**19.3**
순이익률	*-14.6%*	*-13.0%*	*11.0%*	*7.0%*	*9.5%*	*11.4%*	*11.2%*	*12.2%*	*-15.3%*	*-1.0%*	*11.3%*

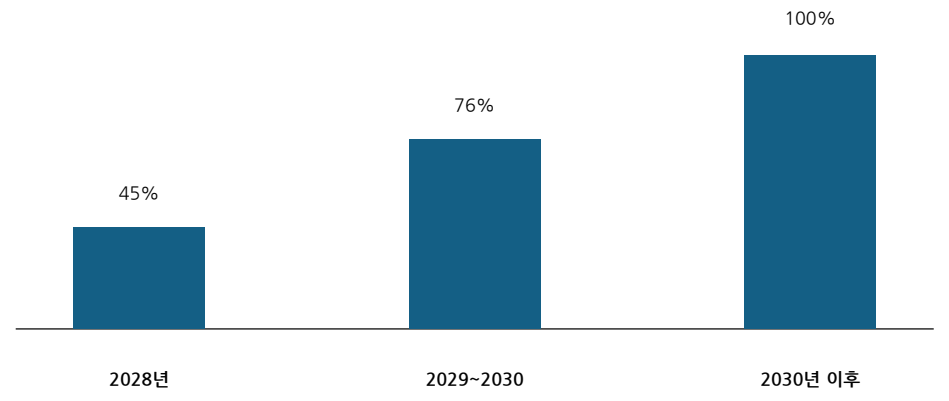
자료: 비나텍, DS투자증권 리서치센터

그림1 2030년 말 까지 데이터센터 On-Site 발전 100% 활용 비중 전망



자료: Bloomenergy, DS투자증권 리서치센터

그림2 데이터센터 사업자들의 DC(직류) 아키텍쳐 도입 비율 전망



자료: Bloomenergy, DS투자증권 리서치센터

[비나텍 126340]

재무상태표 (십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	56	47	46	52	82
현금 및 현금성자산	16	18	11	11	33
매출채권 및 기타채권	18	16	22	26	30
재고자산	10	7	11	13	16
기타	11	5	2	2	2
비유동자산	78	83	130	136	143
관계기업투자등	4	5	4	6	6
유형자산	68	72	120	125	130
무형자산	1	1	2	2	3
자산총계	133	130	176	188	224
유동부채	45	41	57	64	72
매입채무 및 기타채무	6	7	6	7	8
단기금융부채	38	34	50	56	62
기타유동부채	0	1	1	1	1
비유동부채	28	24	35	47	57
장기금융부채	26	23	32	42	52
기타비유동부채	1	1	3	5	5
부채총계	72	66	92	112	129
지배주주지분	61	64	84	77	96
자본금	3	3	3	3	3
자본잉여금	34	36	36	36	36
이익잉여금	27	29	20	19	38
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	61	64	84	76	95

손익계산서 (십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	71	55	60	83	171
매출원가	48	37	41	55	114
매출총이익	22	18	19	27	57
판매비 및 관리비	13	15	27	23	34
영업이익	9	3	-8	4	23
(EBITDA)	14	8	-1	13	33
금융손익	0	-1	1	-6	-1
이자비용	1	2	3	4	4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-1	-1	0	-2
세전계속사업이익	9	2	-7	-2	19
계속사업법인세비용	-3	0	2	0	0
계속사업이익	12	2	-10	-2	19
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	12	2	-10	-2	19
지배주주	12	2	-9	-1	19
총포괄이익	13	2	-8	-2	19
매출총이익률 (%)	31.5	32.8	32.0	33.1	33.5
영업이익률 (%)	13.2	5.5	-13.5	4.7	13.4
EBITDA마진률 (%)	19.9	15.4	-2.0	16.3	19.3
당기순이익률 (%)	16.5	3.6	-16.2	-1.9	11.3
ROA (%)	10.1	1.5	-5.9	-0.4	9.3
ROE (%)	21.0	3.2	-12.2	-1.0	22.3
ROIC (%)	7.8	2.3	-4.8	1.9	14.1

현금흐름표 (십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	11	13	-3	-24	33
당기순이익(손실)	12	2	-10	-2	19
비현금수익비용가감	5	10	17	-18	20
유형자산감가상각비	5	5	7	9	10
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	0	5	10	-34	1
영업활동 자산부채변동	-4	2	-8	-4	-6
매출채권 감소(증가)	-4	2	-4	-4	-4
재고자산 감소(증가)	1	3	-2	-2	-4
매입채무 증가(감소)	1	-1	0	1	2
기타자산, 부채변동	-3	-2	-2	0	0
투자활동 현금	-24	-4	-40	-16	-17
유형자산처분(취득)	-24	-12	-45	-14	-16
무형자산 감소(증가)	0	0	0	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-9	6	4	-2	0
기타투자활동	10	3	1	0	0
재무활동 현금	21	-7	36	39	6
차입금의 증가(감소)	24	-8	14	6	6
자본의 증가(감소)	-2	1	-5	33	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	27	0	0
현금의 증가	9	2	-7	0	22
기초현금	7	16	18	11	11
기말현금	16	18	11	11	33
NOPLAT	7	2	-6	3	23
FCF	-11	11	-41	-40	16

주요투자지표 (원, 배)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
투자지표 (x)					
P/E	19.7	142.9	-20.0	-1,149.1	46.9
P/B	3.2	3.9	2.0	10.7	8.5
P/S	3.2	5.1	3.0	9.9	4.8
EV/EBITDA	18.3	36.0	-208.4	73.4	29.7
P/CF	13.7	23.4	25.5	n/a	20.7
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.1	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	44.3	-22.2	8.4	38.9	106.6
영업이익	66.2	-67.5	적전	흑전	488.8
세전이익	9.4	-80.3	적전	적지	흑전
당기순이익	55.7	-83.1	적전	적지	흑전
EPS	55.7	-83.3	적전	적지	흑전
안정성 (%)					
부채비율	118.7	102.3	109.9	146.4	135.0
유동비율	124.3	112.7	81.1	80.7	114.4
순차입금/자기자본(x)	63.0	53.5	82.7	112.1	82.9
영업이익/금융비용(x)	6.5	1.5	-2.9	1.0	5.5
총차입금 (십억원)	64	57	82	98	114
순차입금 (십억원)	38	34	69	85	79
주당지표(원)					
EPS	1,801	301	-1,386	-117	2,859
BPS	11,151	11,073	13,843	12,580	15,744
SPS	10,905	8,381	9,086	13,603	28,100
CFPS	2,578	1,843	1,086	-3,156	6,473
DPS	21	22	23	n/a	n/a

자료: 비나텍, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

롯데관광개발 032350

비중 확대 시점

상대적 비수기에도 이어진 YoY 성장 흐름

제주도 관광의 상대적 비수기인 2월에도 카지노 매출액이 전년 대비 성장하며 12개월 연속 YoY 성장 흐름을 이어갔다. 1) 총 드롭액은 1,729억원(테이블 1,515억원, 머신 215억원)을 기록했다. 홀드율은 테이블과 머신 각각 20.4%와 8.3%를 기록하며 카지노 순매출 326억원을 기록했다. 카지노 순매출은 전년 동기 대비 44.3% 증가하며 성장세를 이어갔다. 2) 월별 방문객도 43,914명(+25.2% YoY)으로 성장세를 이어가고 있다. 이에 고객 데이터베이스도 월 4,000명 이상의 순증을 이어가고 있는 것으로 파악된다. 2월 말 기준으로 12.9만명까지 증가한 것으로 파악되어 제주 관광 성수기와 맞물리며 성장할 동사에 대한 기대감을 높여야 될 시점이다.

춘절보다는 제주 관광 성수기에 진입하는 3월에 주목

춘절이 포함된 2월에 인바운드 종목 전반에 대한 기대감이 존재했고 동사의 2월 실적이 이 기대에 미치지 못했다는 의견도 일부 존재한다. 다만 춘절 초반에는 중국 내에서의 이동이 많은 점을 고려해 봤을 때 춘절 보다는 제주도 관광 성수기에 진입하며 반등할 3월에 주목해야 한다. 실제 2월 말부터는 제주드림타워로의 방문객도 증가 추세인 것으로 파악된다. 격월로 진행되는 바카라 데이가 3월에 있음을 감안하면 3월부터는 다시 400억원 이상의 순매출을 기록할 가능성이 높다고 판단된다. 테이블은 현재 170개 수준인 것으로 파악되며 200개 초반 수준으로 늘리는 방안도 검토 중이다.

순이익 추정치 상향 가능성 상존, 목표주가 상향

추정치를 소폭 상향함에 따라 목표주가를 33,000원으로 상향한다. 여전히 500실 이상의 객실이 카지노 이용 고객을 위해 사용 가능하기 때문에 이익 레버리지는 당분간 이어질 전망이다. 이에 26F 순이익 791억원(+113.2% YoY)을 전망하나 리파이낸싱에 따른 추가적인 금융비용 절감도 기대해 볼 수 있어 추정치는 상향될 가능성이 높다. 최근 주가 조정으로 PER 기준으로도 20배 아래로 내려온 현재 주가 수준에서는 비중 확대 전략이 유효하다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025P	2026F	2027F
매출액	314	471	653	762	838
영업이익	-61	39	143	199	245
영업이익률(%)	-19.3	8.3	21.9	26.1	29.2
세전이익	-213	-123	-4	84	156
지배주주지분순이익	-202	-117	37	79	134
EPS(원)	-2,669	-1,530	486	1,038	1,755
증감률(%)	적지	적지	흑전	113.3	69.1
ROE(%)	-132.9	-60.4	11.1	20.1	26.8
PER(배)	-3.5	-5.0	38.4	18.0	10.7
PBR(배)	10.3	1.8	4.0	3.3	2.5
EV/EBITDA(배)	76.6	14.8	10.7	8.3	6.7

자료: 롯데관광개발, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

조대형 미드스몰캡·비상장
02-709-2654
dh.cho@ds-sec.co.kr

2026.03.11

매수

목표주가(상향)	33,000원
현재주가(03/10)	18,700원
상승여력	76.5%

Stock Data

KOSPI	5,532.6pt
시가총액(보통주)	1,489십억원
발행주식수	79,601천주
액면가	500원
자본금	40십억원
60일 평균거래량	874천주
60일 평균거래대금	20,008백만원
외국인 지분율	22.0%
52주 최고가	27,700원
52주 최저가	7,640원
주요주주	
김기병(외 5인)	39.5%
국민연금공단(외 1인)	9.9%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-28.8	-33.1
3M	-15.2	-49.0
6M	14.1	-52.8

주가차트

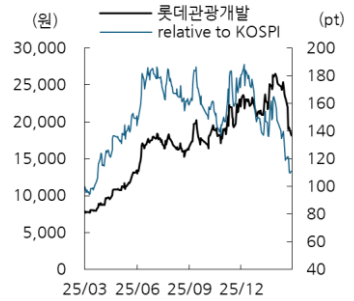


표1 롯데관광개발 실적 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025P	2026F	2027F
매출액	**121.9**	**157.7**	**186.7**	**187.1**	**164.8**	**182.6**	**206.9**	**207.3**	**653.4**	**761.5**	**838.1**
YoY	*14.8%*	*35.8%*	*34.2%*	*70.1%*	*35.1%*	*15.8%*	*10.8%*	*10.8%*	*38.6%*	*16.5%*	*10.1%*
1. 호텔	14.3	22.2	23.8	21.4	18.2	19.3	18.0	21.7	81.7	77.2	72.6
YoY	*-15.7%*	*-5.0%*	*-9.2%*	*10.6%*	*28.0%*	*-13.0%*	*-24.5%*	*1.1%*	*-4.9%*	*-5.5%*	*-6.0%*
2. 카지노	84.5	110.0	139.3	142.8	120.5	137.2	164.6	162.6	476.7	584.9	659.8
YoY	*20.8%*	*65.4%*	*65.4%*	*93.3%*	*42.6%*	*24.7%*	*18.1%*	*13.9%*	*61.8%*	*22.7%*	*12.8%*
3. 여행	21.9	24.0	21.7	21.0	24.3	24.6	22.7	21.1	88.7	92.7	98.9
YoY	*22.1%*	*-2.0%*	*-18.9%*	*41.4%*	*11.0%*	*2.4%*	*4.5%*	*0.1%*	*5.4%*	*4.5%*	*6.7%*
4. 기타	1.3	1.4	1.8	1.9	1.7	1.4	1.7	2.0	6.3	6.7	6.8
YoY	*-8.5%*	*-14.5%*	*-6.7%*	*-0.1%*	*34.0%*	*1.0%*	*-7.4%*	*2.9%*	*-7.1%*	*5.7%*	*2.1%*
영업이익	**13.0**	**33.1**	**53.0**	**44.2**	**31.1**	**43.8**	**62.3**	**61.9**	**143.3**	**199.0**	**244.6**
YoY	*48.2%*	*462.1%*	*139.0%*	*1947.6%*	*138.5%*	*32.3%*	*17.6%*	*39.9%*	*267.5%*	*38.9%*	*22.9%*
영업이익률	*10.7%*	*21.0%*	*28.4%*	*23.6%*	*18.9%*	*24.0%*	*30.1%*	*29.9%*	*21.9%*	*26.1%*	*29.2%*
순이익	**-23.7**	**5.9**	**6.5**	**48.4**	**-2.8**	**11.9**	**37.3**	**32.7**	**37.1**	**79.1**	**133.7**
YoY	*적지*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*적지*	*101.0%*	*476.4%*	*-32.5%*	*흑전*	*113.2%*	*69.1%*
순이익률	*-19.4%*	*3.7%*	*3.5%*	*25.9%*	*-1.7%*	*6.5%*	*18.1%*	*15.8%*	*5.7%*	*10.4%*	*16.0%*

자료: 롯데관광개발, DS투자증권 리서치센터 추정

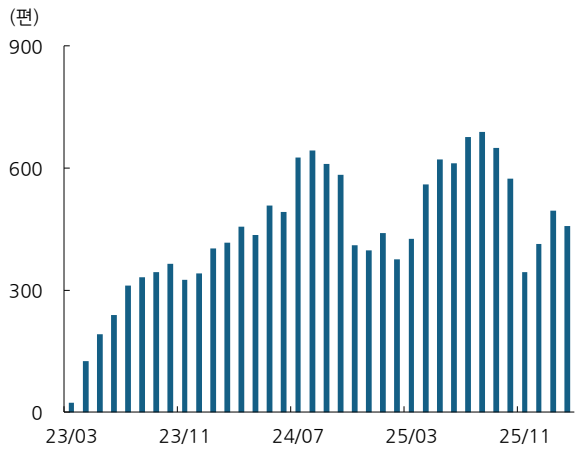
표2 적정주가 산출 테이블

구분		단위	내용
EBITDA(a)	390.7	십억원	26F EBITDA
Target Multiple(b)	12.5	배	Peer사의 팬데믹 이후(23년, 24년) EV/EBITDA 배수 평균
(c) = (a) * (b)	3,871.7	십억원	
순차입금(d)	1,237.5	십억원	이자지급성부채 - 현금및현금성자산
목표 기업가치(c) - (d)	2,634.0	십억원	
주식 수	79.6	백만주	
주당 가치	33,090	원	
목표주가	33,000	원	백단위 절사
현재주가	18,700	원	
상승여력	76.5	%	

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터 추정

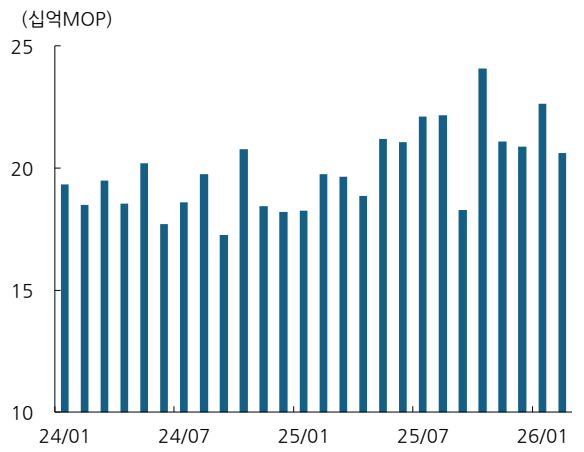
주: Peer사는 마카오 카지노 4개사로 Galaxy Ent, Las Vegas Sands, Melco Resorts & Entertainment 및 Wynn Macau

그림1 중국 발 제주 국제선 운항 편수 추이



자료: 한국항공공사, DS투자증권 리서치센터

그림2 마카오 카지노 GGR 추이



자료: Gaming Inspection and Coordination Bureau Macao, DS투자증권 리서치센터

[롯데관광개발 032350]

재무상태표 (십억원)

	2023	2024	2025P	2026F	2027F
유동자산	81	114	290	441	645
현금 및 현금성자산	34	44	214	361	562
매출채권 및 기타채권	12	10	15	18	20
재고자산	4	6	7	8	9
기타	31	54	54	54	54
비유동자산	1,683	2,052	1,937	1,902	1,860
관계기업투자등	19	19	26	31	34
유형자산	1,289	1,690	1,603	1,521	1,444
무형자산	47	46	46	46	47
자산총계	1,764	2,167	2,227	2,344	2,504
유동부채	1,209	610	631	666	691
매입채무 및 기타채무	115	191	212	247	272
단기금융부채	1,007	318	318	318	318
기타유동부채	87	101	101	101	101
비유동부채	490	1,244	1,246	1,248	1,251
장기금융부채	342	1,025	1,025	1,025	1,025
기타비유동부채	148	219	222	224	226
부채총계	1,699	1,854	1,877	1,914	1,941
지배주주지분	69	317	354	433	567
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	644	648	648	648	648
이익잉여금	-973	-1,091	-1,054	-975	-841
비지배주주지분(연결)	-4	-4	-4	-4	-4
자본총계	66	313	350	429	563

손익계산서 (십억원)

	2023	2024	2025P	2026F	2027F
매출액	314	471	653	762	838
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	314	471	653	762	838
판매비 및 관리비	374	432	510	562	593
영업이익	-61	39	143	199	245
(EBITDA)	26	124	240	291	332
금융손익	-114	-164	-138	-111	-84
이자비용	114	152	150	120	95
관계기업등 투자손익	1	2	0	0	0
기타영업외손익	-39	0	-9	-5	-5
세전계속사업이익	-213	-123	-4	84	156
계속사업법인세비용	-11	-6	-42	5	22
계속사업이익	-202	-117	37	79	134
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-202	-117	37	79	134
지배주주	-202	-117	37	79	134
총포괄이익	-208	245	37	79	134
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	-19.3	8.3	21.9	26.1	29.2
EBITDA마진률 (%)	8.3	26.3	36.7	38.2	39.6
당기순이익률 (%)	-64.5	-24.7	5.7	10.4	16.0
ROA (%)	-11.3	-5.9	1.7	3.5	5.5
ROE (%)	-132.9	-60.4	11.1	20.1	26.8
ROIC (%)	-3.1	2.0	7.0	13.7	16.1

현금흐름표 (십억원)

	2023	2024	2025P	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-13	122	186	161	215
당기순이익(손실)	-202	-117	37	79	134
비현금수익비용가감	235	249	134	51	59
유형자산감가상각비	84	83	94	90	85
무형자산상각비	3	2	2	2	2
기타현금수익비용	148	164	38	-40	-28
영업활동 자산부채변동	39	88	15	31	22
매출채권 감소(증가)	25	5	-5	-3	-2
재고자산 감소(증가)	3	-2	-1	-1	-1
매입채무 증가(감소)	-29	11	21	35	25
기타자산, 부채변동	41	74	0	0	0
투자활동 현금	-20	-28	-17	-14	-14
유형자산처분(취득)	-9	-7	-7	-8	-8
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-2	-2	-3
투자자산 감소(증가)	-15	-19	-7	-5	-3
기타투자활동	6	0	0	0	0
재무활동 현금	38	-83	0	0	0
차입금의 증가(감소)	38	-83	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	5	11	170	147	201
기초현금	29	34	44	214	361
기말현금	34	44	214	361	562
NOPLAT	-44	28	104	188	209
FCF	52	192	170	147	201

주요투자지표 (원, 배)

	2023	2024	2025P	2026F	2027F
투자지표 (x)					
P/E	-3.5	-5.0	38.4	18.0	10.7
P/B	10.3	1.8	4.0	3.3	2.5
P/S	2.3	1.2	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	76.6	14.8	10.7	8.3	6.7
P/CF	21.8	4.4	8.3	11.0	7.4
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	70.7	50.4	38.6	16.5	10.1
영업이익	적지	흑전	267.4	38.9	22.9
세전이익	적지	적지	적지	흑전	86.9
당기순이익	적지	적지	흑전	113.3	69.1
EPS	적지	적지	흑전	113.3	69.1
안정성 (%)					
부채비율	2,590.9	592.1	536.1	446.0	344.9
유동비율	6.7	18.8	46.0	66.2	93.3
순차입금/자기자본(x)	1,967.1	400.4	309.5	218.3	130.8
영업이익/금융비용(x)	-0.5	0.3	1.0	1.7	2.6
총차입금 (십억원)	1,348	1,342	1,342	1,342	1,342
순차입금 (십억원)	1,290	1,254	1,084	937	736
주당지표(원)					
EPS	-2,669	-1,530	486	1,038	1,755
BPS	913	4,156	4,643	5,680	7,435
SPS	4,138	6,188	8,576	9,994	10,999
CFPS	429	1,744	2,248	1,707	2,531
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 롯데관광개발, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

노머스 473980

실적은 오르는데 주가만 빠졌다

꾸준하게 성장 중인 연간 공연 체력

본격적으로 해외 투어를 진행한 23년 이후 매년 모객 수는 꾸준하게 성장하는 모습이다. 24년 15만명 → 25년 20만명으로 매년 꾸준하게 증가하고 있다. 이는 1) 기획사와의 계약이 만료된 파워풀한 아티스트들의 유입이 이어지고 있고, 2) 흥행에 성공한 투어 이후 이듬해 규모를 키워 투어를 진행하는 사례가 증가하고 있기 때문이다. 이에 메가 IP의 투어 없이도 26년은 관객수 기준으로 30만명분의 공연이 확정되어 있는 상황이다. 27년은 40만명 이상으로 지속 레벨업 될 전망이다. 물론 메가 IP의 투어도 예정되어 있다. 26년 3분기와 4분기 각각 Arena급 투어와 Stadium급 투어 일정이 잡힌 것으로 파악된다.

중국 시장 포함 플랫폼도 순차적으로 확장 중

다소 지연되었으나 중국 시장 공략도 본격화되고 있다. 위챗 미니프로그램(WMP)을 출시하며 중국 시장에 진입했다. 1분기 내 중국 주요 앱스토어에 출시를 완료할 것으로 예상되며 하반기 망고TV와의 협력을 통해 결합 구독 상품 출시 등 사업 영역을 확장할 계획이다. 온라인 영상 통화 및 오프라인 팬미팅 참여 기회를 결합한 연계형 모델도 순차 도입할 계획이다. Fromm의 국내 입점 아티스트도 꾸준히 증가하는 추세다. 3월 중 제로베이스원의 성한빈의 입점이 예정되어 있으며 2개 이상의 IP와 추가 입점을 논의 중인 것으로 파악된다.

비중 확대하기 편안한 구간

아티스트의 일정이 사업 진행에 영향을 미치는 만큼 예상치 못한 변수에 따른 실적 변동성은 존재하나 연간 실적 성장 추세는 변함이 없다. 중국 사업 전개에 따른 실적을 반영하지 않더라도 26F 매출액 998억원(+31.8% YoY)과 영업이익 227억원(+84.3% YoY)는 가시성이 높다는 판단이다. 반면 주가는 올해 실적 기준 PER 10배를 하회한다. 일회성 비용과 MD 및 공연 이연으로 인해 일시적으로 부진했던 4Q25 실적 등 악재를 모두 반영한 주가 구간이라는 판단이다. 괴리율을 고려해 목표주가를 하향하나 하방 리스크보다는 상승 가능성이 크다는 판단이며 업종 모멘텀을 기대하며 비중을 확대하기 편안한 구간이다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025P	2026F	2027F
매출액	42	69	76	100	131
영업이익	0	8	12	23	32
영업이익률(%)	-0.5	11.9	16.3	22.8	24.1
세전이익	-25	10	11	23	32
지배주주지분순이익	-31	10	15	20	26
EPS(원)	-3,333	916	1,349	1,822	2,413
증감률(%)	적지	흑전	47.3	35.1	32.4
ROE(%)	n/a	15.8	15.6	17.8	19.5
PER(배)	n/a	22.5	12.7	9.4	7.1
PBR(배)	n/a	2.6	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	-25.7	24.3	12.1	5.6	3.5

자료: 노머스, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

조대형 미드스몰캡·비상장
02-709-2654
dh.cho@ds-sec.co.kr

2026.03.11

매수

목표주가(하향)	28,000원
현재주가(03/10)	17,140원
상승여력	63.4%

Stock Data

KOSDAQ	1,137.7pt
시가총액(보통주)	190십억원
발행주식수	11,057천주
액면가	500원
자본금	5십억원
60일 평균거래량	218천주
60일 평균거래대금	5,161백만원
외국인 지분율	2.9%
52주 최고가	38,000원
52주 최저가	15,420원
주요주주	
김영준(외 11인)	31.8%
노머스우리사주(외 1인)	0.6%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-28.0	-30.0
3M	-15.8	-37.5
6M	-46.4	-83.0

주가차트

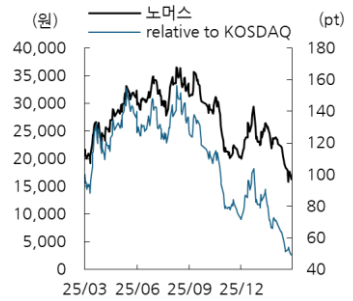


표1 노머스 실적 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025P	2026F	2027F
매출액	19.1	16.0	27.6	12.9	19.7	19.5	27.7	33.0	75.7	99.8	131.1
YoY	*79.7%*	*-6.1%*	*3.2%*	*-11.9%*	*2.7%*	*21.8%*	*0.0%*	*155.5%*	*9.5%*	*31.8%*	*31.4%*
1. 공연	7.1	5.3	15.4	5.3	6.2	8.5	13.5	17.5	33.0	45.6	63.3
YoY	*183.6%*	*-33.3%*	*1.3%*	*71.2%*	*-13.0%*	*61.0%*	*-12.6%*	*230.8%*	*15.2%*	*38.0%*	*38.8%*
2. 커머스(MD)	6.6	6.0	6.9	3.6	7.2	5.1	7.4	8.3	23.1	28.1	33.4
	17.4%	*1.8%*	*-9.5%*	*-52.1%*	*10.1%*	*-14.6%*	*7.4%*	*131.0%*	*-13.4%*	*21.8%*	*18.7%*
3. 플랫폼 및 컨텐츠	5.5	4.8	5.3	4.0	6.3	5.9	6.8	7.1	19.6	26.1	34.5
YoY	*115.0%*	*44.3%*	*35.4%*	*-0.3%*	*14.0%*	*24.0%*	*27.1%*	*78.2%*	*41.9%*	*33.1%*	*32.1%*
영업이익	4.6	4.2	5.4	-1.9	4.6	4.4	6.7	7.1	12.3	22.7	31.7
YoY	*385.2%*	*97.0%*	*51.0%*	*적전*	*-0.8%*	*4.9%*	*23.3%*	*-470.3%*	*50.7%*	*84.3%*	*39.3%*
영업이익률	*24.0%*	*26.3%*	*19.6%*	*-14.8%*	*23.2%*	*22.7%*	*24.2%*	*21.4%*	*16.3%*	*22.8%*	*24.1%*

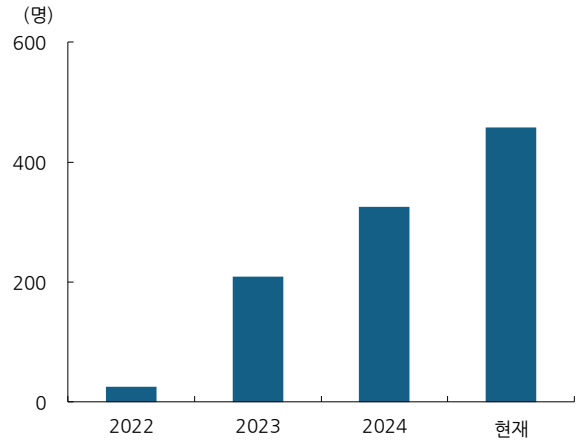
자료: 노머스, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 적정주가 산출 테이블

구분	단위		내용
순이익	십억원	19.7	26F 당기순이익
주식 수	백만주	11.1	
EPS	원	1,822	26F EPS
Target PER	배	15.4	유사기업의 26F PER 대비 25% 할인
목표주가	원	28,000	백단위 절사
현재주가	원	17,140	
상승여력	%	63.4	

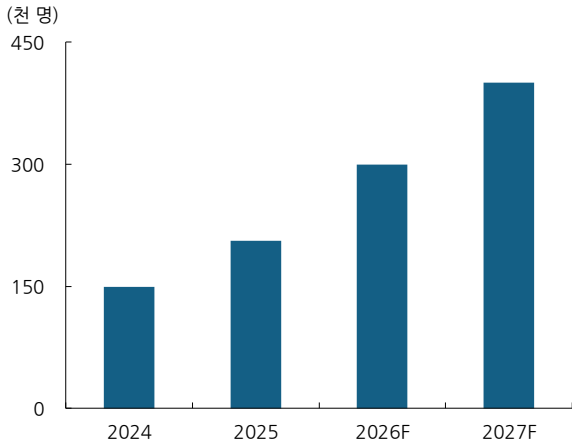
자료: DS투자증권 리서치센터 추정
주) 유사기업은 디어유

그림1 Fromm 분기별 보유 아티스트 IP 수 추이



자료: 노머스, DS투자증권 리서치센터

그림2 총 관객수 예상 추이



자료: 노머스, DS투자증권 리서치센터

[노머스 473980]

재무상태표 (십억원)

	2023	2024	2025P	2026F	2027F
유동자산	25	52	72	99	115
현금 및 현금성자산	7	12	32	59	75
매출채권 및 기타채권	7	16	16	17	17
재고자산	2	3	3	3	3
기타	9	21	21	21	21
비유동자산	21	47	42	35	45
관계기업투자등	2	2	2	2	3
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	1	2	2	2	2
자산총계	46	99	113	133	159
유동부채	7	12	12	12	12
매입채무 및 기타채무	3	4	4	5	5
단기금융부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	3	7	7	7	7
비유동부채	1	1	1	1	1
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	1	1	1	1
부채총계	7	13	13	13	13
지배주주지분	39	86	101	120	146
자본금	0	5	5	5	5
자본잉여금	102	135	135	135	135
이익잉여금	-66	-56	-42	-22	4
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	39	86	101	120	146

손익계산서 (십억원)

	2023	2024	2025P	2026F	2027F
매출액	42	69	76	100	131
매출원가	24	40	40	54	70
매출총이익	19	29	36	46	61
판매비 및 관리비	19	21	24	23	29
영업이익	0	8	12	23	32
(EBITDA)	0	9	13	23	32
금융손익	-2	1	-1	0	0
이자비용	2	0	2	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-23	1	0	0	0
세전계속사업이익	-25	10	11	23	32
계속사업법인세비용	6	0	-3	3	6
계속사업이익	-31	10	15	20	26
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-31	10	15	20	26
지배주주	-31	10	15	20	26
총포괄이익	-31	10	15	20	26
매출총이익률 (%)	44.0	41.7	47.7	45.9	46.6
영업이익률 (%)	-0.5	11.9	16.3	22.8	24.1
EBITDA마진률 (%)	1.1	12.4	16.8	22.9	24.3
당기순이익률 (%)	-74.1	14.3	19.2	19.7	19.9
ROA (%)	-76.4	13.6	13.7	16.0	17.8
ROE (%)	n/a	15.8	15.6	17.8	19.5
ROIC (%)	-0.8	12.6	13.5	33.1	43.3

현금흐름표 (십억원)

	2023	2024	2025P	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-16	-32	20	28	17
당기순이익(손실)	-31	10	15	20	26
비현금수익비용가감	34	2	6	8	-9
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	34	1	5	8	-9
영업활동 자산부채변동	-19	-44	0	0	0
매출채권 감소(증가)	-5	-10	0	0	0
재고자산 감소(증가)	-2	-1	0	0	0
매입채무 증가(감소)	2	3	0	0	0
기타자산, 부채변동	-14	-36	0	0	0
투자활동 현금	-4	2	0	-1	-1
유형자산처분(취득)	0	0	0	0	0
무형자산 감소(증가)	-2	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	1	2	0	-1	-1
기타투자활동	-3	1	0	0	0
재무활동 현금	15	35	0	0	0
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	15	35	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	-5	5	20	27	16
기초현금	12	7	12	32	59
기말현금	7	12	32	59	75
NOPLAT	0	6	9	20	26
FCF	-20	-30	20	27	16

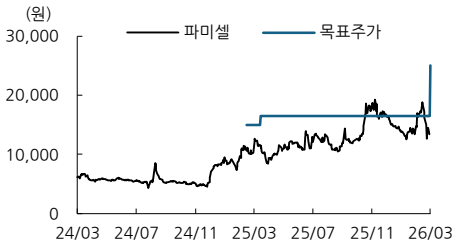
주요투자지표 (원, 배)

	2023	2024	2025P	2026F	2027F
투자지표 (x)					
P/E	n/a	22.5	12.7	9.4	7.1
P/B	n/a	2.6	1.8	1.5	1.3
P/S	n/a	3.2	2.4	1.9	1.4
EV/EBITDA	-25.7	24.3	12.1	5.6	3.5
P/CF	n/a	19.1	9.1	6.7	11.0
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	134.8	62.9	9.9	31.8	31.4
영업이익	적지	흑전	50.7	84.3	39.3
세전이익	적지	흑전	12.7	104.2	39.3
당기순이익	적지	흑전	47.3	35.1	32.4
EPS	적지	흑전	47.3	35.1	32.4
안정성 (%)					
부채비율	19.4	14.7	12.6	10.5	8.7
유동비율	386.5	432.6	600.4	826.0	960.1
순차입금/자기자본(x)	-30.0	-18.0	-35.2	-51.9	-53.6
영업이익/금융비용(x)	-0.1	189.3	5.7	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	0	0	0	0	0
순차입금 (십억원)	-12	-15	-35	-62	-78
주당지표(원)					
EPS	-3,333	916	1,349	1,822	2,413
BPS	167,120	7,982	9,331	11,153	13,566
SPS	4,548	6,386	7,017	9,248	12,150
CFPS	328	1,077	1,892	2,567	1,560
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 노머스, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

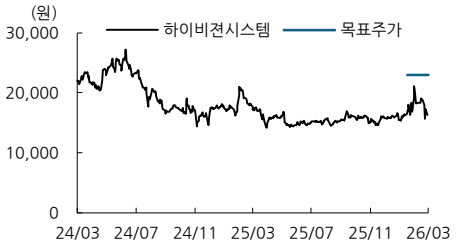
파미셀 (005690) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-02-24	담당자변경			
2025-02-24	매수	15,000	-25.5	-15.7
2025-03-04	매수	15,000	-24.2	-15.7
2025-03-25	매수	16,500	-19.9	16.8
2025-05-09	매수	16,500	-17.0	16.8
2026-03-11	분석재개			
2026-03-11	매수	25,000		



하이비젼시스템 (126700) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-01-27	담당자변경			
2026-01-27	매수	23,000	-21.4	-8.3
2026-03-11	매수	23,000		



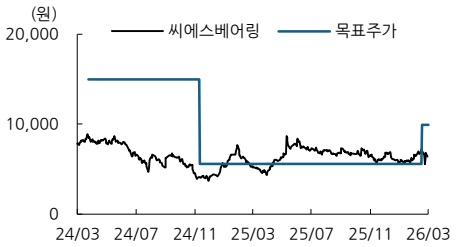
감성코퍼레이션 (036620) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-03-11	분석재개			
2026-03-11	매수	7,500		



씨에스베어링 (297090) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-04-03	매수	15,000	-55.8	-42.4
2024-04-16	매수	15,000	-56.4	-42.4
2024-11-20	매수	5,600	10.8	55.2
2026-02-26	매수	9,900	-34.4	-29.7
2026-03-11	매수	9,900		



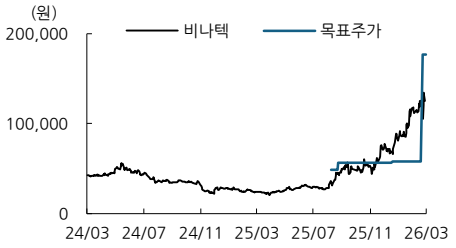
SK이터닉스 (475150) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-05-08	담당자변경			
2024-05-08	매수	24,000	-21.0	27.5
2024-10-11	매수	24,000	-39.4	-4.6
2025-05-26	매수	26,000	-14.6	16.9
2025-06-05	매수	26,000	-14.3	16.9
2026-01-13	매수	26,000	-10.5	16.9
2026-03-11	매수	43,000		



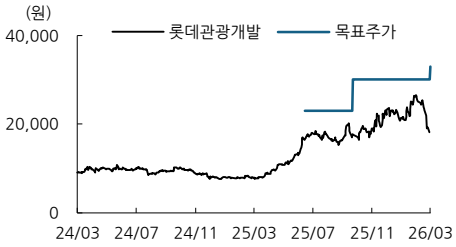
비나텍 (126340) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-08-18	담당자변경			
2025-08-18	매수	50,000	-23.7	-6.0
2025-09-02	매수	58,000	24.9	121.6
2025-11-20	매수	58,000	53.0	121.6
2026-03-03	매수	177,000	-30.8	-24.0
2026-03-11	매수	177,000		



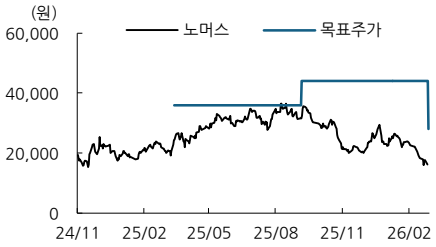
롯데관광개발 (032350) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-06-25	담당자변경			
2025-06-25	매수	23,000	-24.7	-12.2
2025-08-06	매수	23,000	-25.3	-12.2
2025-10-02	매수	30,000	-28.8	-11.5
2025-12-02	매수	30,000	-24.0	-11.5
2025-12-03	매수	30,000	-23.9	-11.5
2026-03-11	매수	33,000		



노머스 (473980) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-03-25	매수	36,000	-15.8	1.4
2025-09-17	매수	44,000	-43.6	-19.0
2026-03-11	매수	28,000		



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2025.12.31

매수	중립	매도
98.8%	0.6%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.