반도체/소프트웨어

AI로 돈 벌 시간

반도체 담당 박상욱
02-2004-9616
park.sang-wook@shinyoung.com

통신/소프트웨어 담당 정원석
02-2004-9092
jeong.won-seok@shinyoung.com

신영증권

Contents

03 **I. 반도체: 믿을 것은 AI뿐**

1. 데이터로 살펴보는 반도체 산업 동향
2. 국내 반도체 주식 퍼포먼스 점검

10 **II. 소프트웨어: 한국도 할 수 있다**

1. AI 소프트웨어 정부 정책 수혜 요인
2. AI 소프트웨어 투자포인트
3. 업종별 투자의견

22 **III. 기업 분석**

삼성전자 / SK하이닉스 / 한화비전 / 브이엠
삼성에스디에스 / LG씨엔에스 / 더존비즈온 / 한글과컴퓨터 / 지니언스

I. 반도체: 믿을 것은 AI뿐

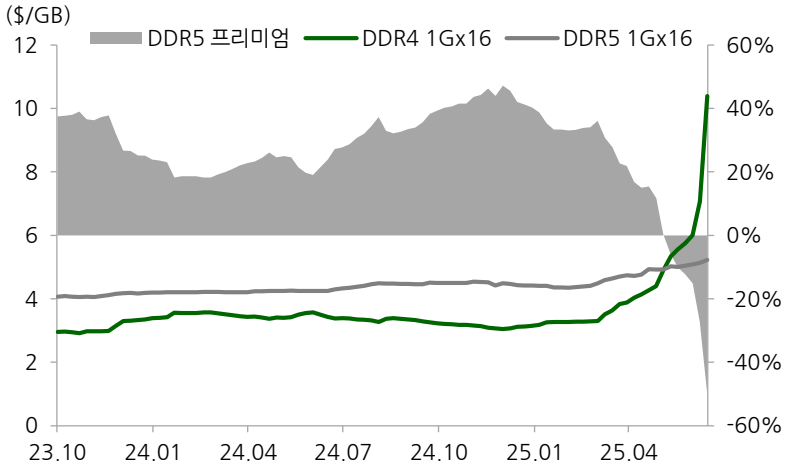
1. 데이터로 살펴보는 반도체 산업 동향
2. 국내 반도체 주식 퍼포먼스 점검

데이터로 살펴보는 반도체 산업 동향

모든 데이터들이 2분기에 호조세를 보임

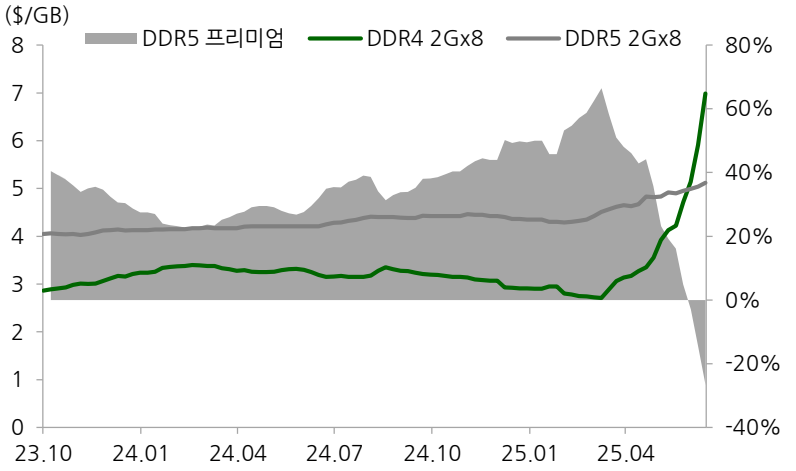
- 디램 가격 급등
  - 2025년 2분기에 진입한 이후 16GB DDR4와 DDR5의 평균 ASP는 각각 145%, 10% 상승함
  - 동 용량 DDR4의 가격이 DDR5 대비 43% 프리미엄을 받고 있음
  - 특히 1Gx16 DDR4 가격 상승세가 두드러짐. 1Gx16은 핸드셋, 2Gx8은 서버에 주로 탑재됨
  - 서버의 경우 빅테크, OEM, ODM, 칩메이커가 모두 재고를 보유하고 있는 반면, 핸드셋은 OEM과 칩메이커만 이 재고를 가지고 있어 가격 탄력성이 더 높음

DDR4 vs DDR5 가격 비교(1Gx16)



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

DDR4 vs DDR5 가격 비교(2Gx8)



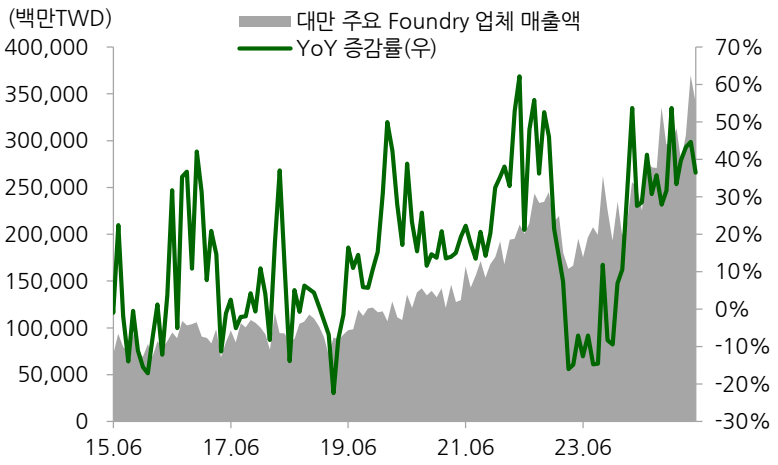
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

데이터로 살펴보는 반도체 산업 동향

모든 데이터들이 2분기에 호조세를 보임

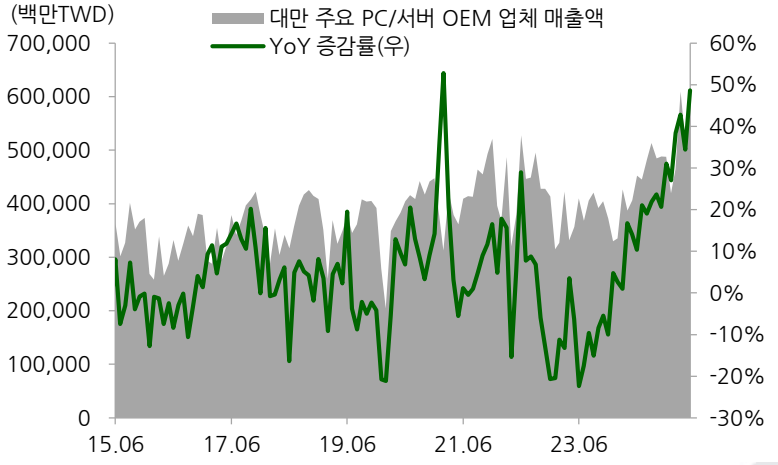
- **대만 업체들의 월별 매출은 21년 고점을 돌파**
  - 대만 파운드리, 디램, 팹리스, PC ODM, PCB 등 IT 부품 업체들의 5월 매출은 2.31조 대만달러로 21-22년 코로나 전고점을 돌파함
  - 특히 3~4나노 공정에서 만들어지는 AI 가속기 수요가 급증하면서 TSMC를 필두로 한 파운드리 업체들의 4월 매출은 3,700억 대만 달러로 역대급 실적 기록
  - Dell, Lenovo, HP 등 AI 서버 OEM 업체들의 위탁 생산을 담당하는 ODM 업체들의 5월 매출은 6,097억달러로 전년 동기 대비 약 49% 성장함

대만 주요 Foundry 업체들 월별 매출액 추이



자료 : MOPS, 신영증권 리서치센터

대만 주요 PC/서버 OEM 업체들 월별 매출액 추이



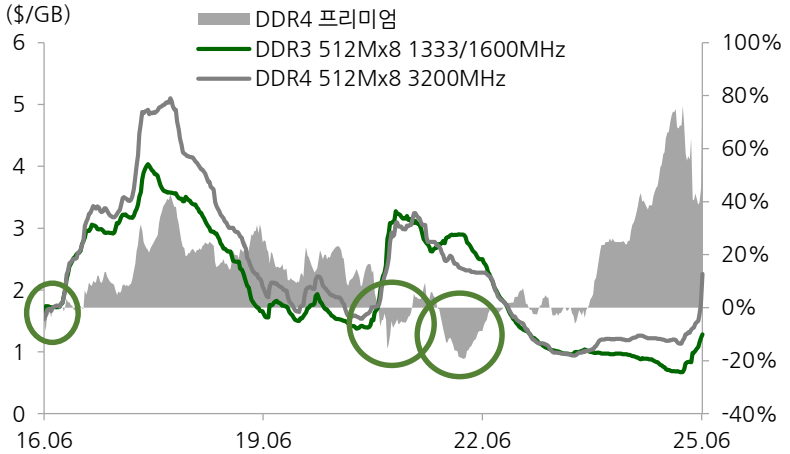
자료 : MOPS, 신영증권 리서치센터

데이터로 살펴보는 반도체 산업 동향

과거 사례 참고 시 DDR4 가격 반전은 일시적일 가능성 높음

- **공급 감소의 영향이 컸음**
  - 2016년 DDR4가 DDR3 침투율을 넘었을 당시 DDR4와 DDR3 가격 반전 발생했음. 동 용량(512Mx8) DDR3 ASP가 DDR4 대비 약 10% 가량 비쌌으며 약 2달 가격 반전 현상이 유지됐음
  - 메모리 업체들은 이미 DDR4 생산 비중을 10~20%까지 줄였으며 올해 3분기를 기점으로 고객들에게 DDR4 EOL(End of Life) 공지를 할 예정
- **관세 유예로 인한 풀-인 수요까지 더해졌음**
  - IT 제품 및 부품은 품목별 관세가 적용될 전망. 5월말 발표될 것으로 예상됐으나 유예되고 있음. IT SET 업체들은 관세가 유예되는 동안 메모리 반도체를 포함한 IT 부품들을 선제적으로 확보 중

과거 DDR3 vs DDR4 가격 비교(512Mx8)



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국 주요 관세 정책 타임라인

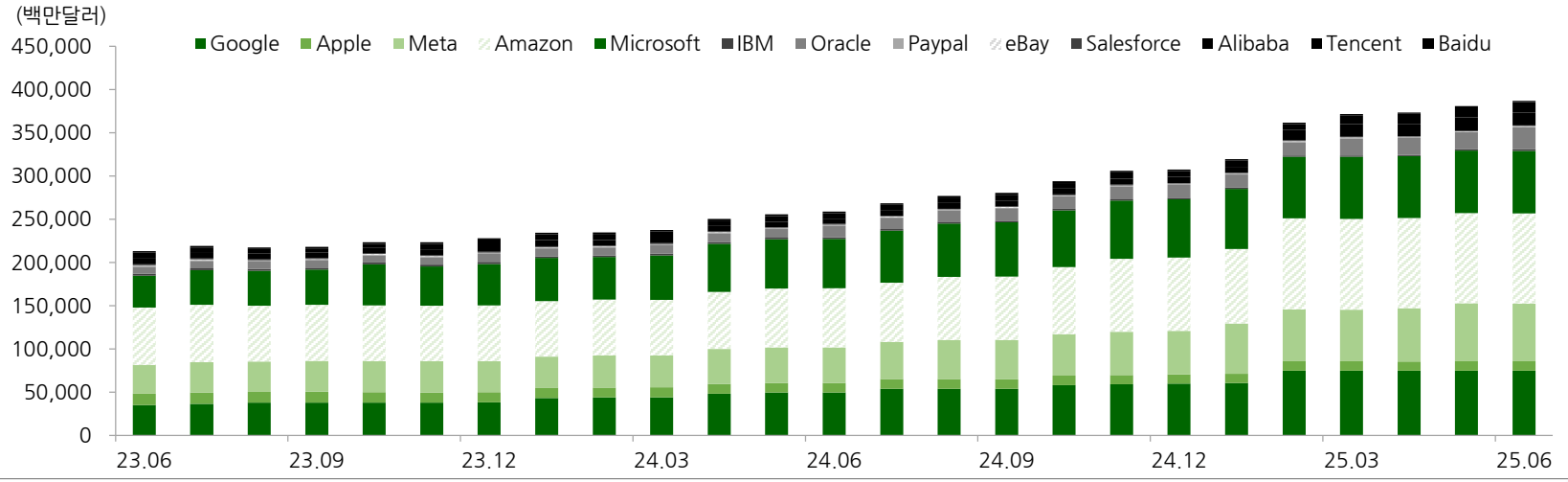
내용	미국 관세 정책 현황	상대
보편관세 10% 부과	4/5 발효	
국가별 추가 상호관세부과 (보편관세 포함 수치)	4/9 발표 예정이었으나 90일 유예 (유예 기간 종료일: 7/8)	EU
	스마트폰, 노트북, 컴퓨터 등의 전자제품 제외되었으나 추후 품목별 관세 적용 예정	중국
관세 합의	향후 90일간 중국 상품에 매기는 관세 145%→30%로 조정	중국

자료 : 언론 종합, 신영증권 리서치센터

DDR5 및 HBM 수요는 견조할 전망

- **메모리 업체들의 DDR5 재고는 타이트함**
  - 메모리 3사의 DDR5 재고는 2~3주 정도로 굉장히 타이트함. CXMT도 3분기부터 DDR4 EOL을 공지할 예정이나 수율과 성능이 경쟁사들 대비 매우 낮다고 파악됨. CXMT의 중화권 스마트폰 외 시장 침투는 제한적일 전망
- **빅테크 업체들의 CAPEX 추정치는 상향 조정 중**
  - 연초 3,000억달러였던 2025년 빅테크 업체들의 CAPEX는 현재 3,800억달러까지 상향 조정됨. 추론형 시장이 확대됨에 따라 추가 상향 조정될 가능성도 존재한다고 판단됨

빅테크 업체들의 2025년 CAPEX 추정치 변화 추이



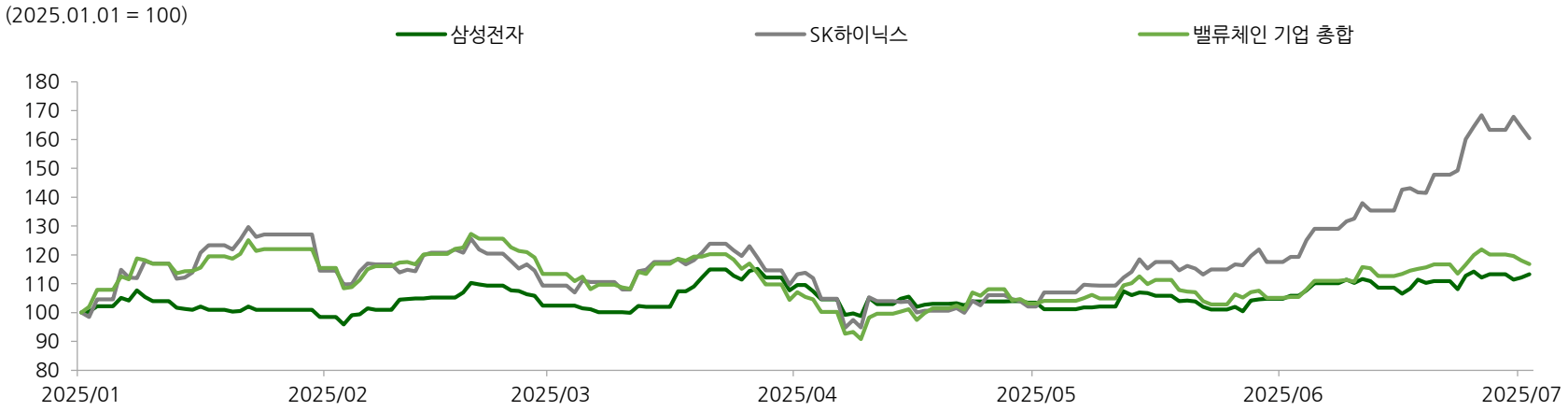
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

국내 반도체 주식 퍼포먼스 점검

반도체 관련 업체들의 주가는?

- SK하이닉스만 좋았다
  - 최근 IT 관련 데이터들이 호조세를 보였음에도 불구하고 SK하이닉스를 제외한 반도체 업체들의 주가 퍼포먼스는 부진. SK하이닉스의 1M, 3M 수익률은 각각 34.5%, 41.0%인 반면 삼성전자의 1M, 3M 수익률은 7.0%, 3.4%에 불과함. 밸류체인 업체들의 1M, 3M 수익률도 10.9%, 10.8%로 부진한 모습을 보여줬음
  - 관세 유예에 따른 풀-인 수요로 인한 하반기 컨벤셔널 메모리 불확실성이 부정적으로 작용했다고 판단됨

삼성전자, SK하이닉스, 반도체 밸류체인 기업들 수익률 비교



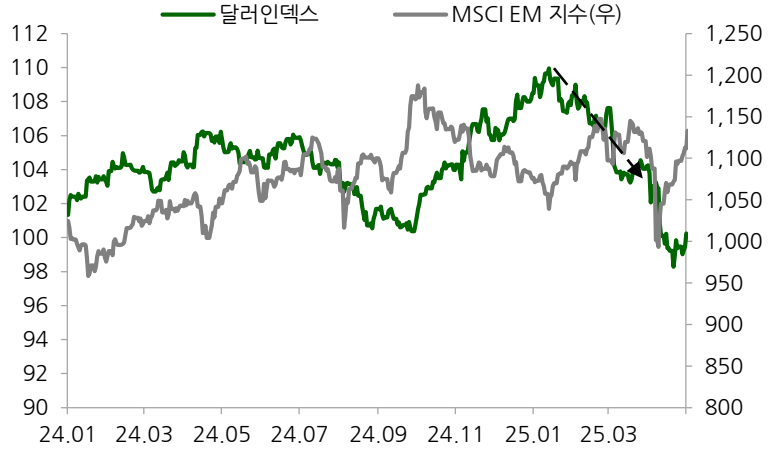
주: 2025.7.2 종가 기준 / 자료 : Quantiwise, 신영증권 리서치센터

국내 반도체 주식 퍼포먼스 점검

앞으로도 좋을지?

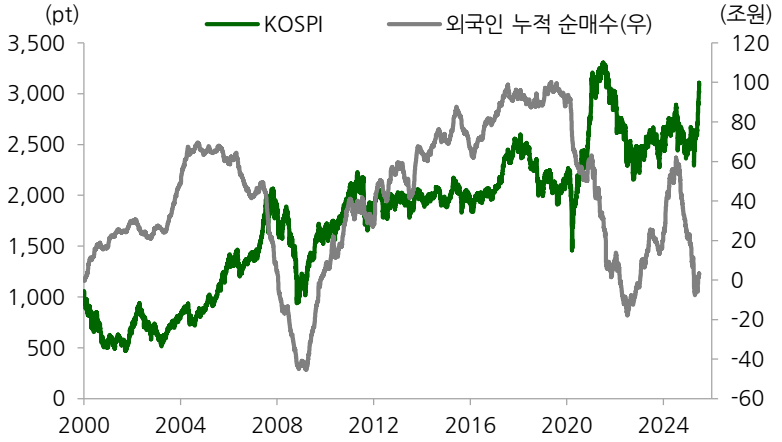
- **마이크론 실적발표로 인해 하반기 수요 불확실성은 일부 해소된 상황**
  - 메모리 수요 강세는 하반기까지 이어질 것으로 예상됨. 마이크론의 FY25Q4(6~8월) 실적 가이던스와 연간 디램 수요 상향했다는 점 감안 시 하반기까지 수요는 견조할 것으로 예상됨
  - SK하이닉스의 고밸류에이션이 당분간 유지될 것으로 예상됨. 당사는 최근 주가 상승 폭이 낮았던 밸류체인 업체들에게서 투자 기회를 모색하고자 함

달러 약세로 인한 EM 선호도 상승



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

KOSPI 지수 및 외국인 누적 순매수 추이



자료 : Quantiwise, 신영증권 리서치센터

II. 소프트웨어: 한국도 할 수 있다

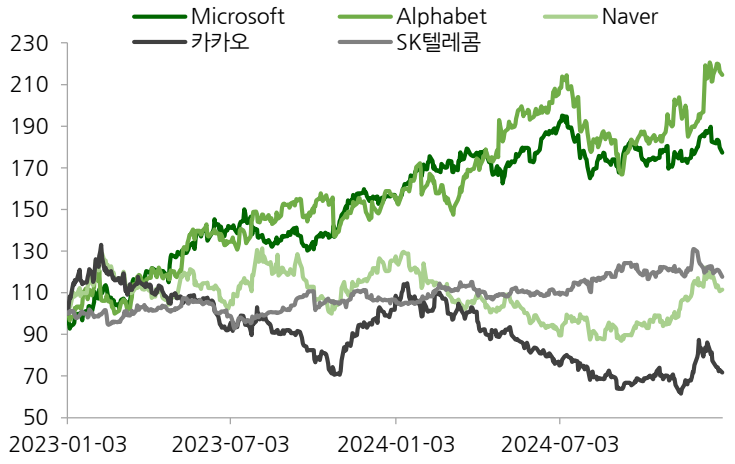
1. AI 소프트웨어 정부 정책 수혜 요인
2. AI 소프트웨어 투자포인트
3. 업종별 투자의견

AI 소프트웨어 정부 정책 수혜 요인

패배주의가 만연했던 한국 인터넷/소프트웨어 섹터

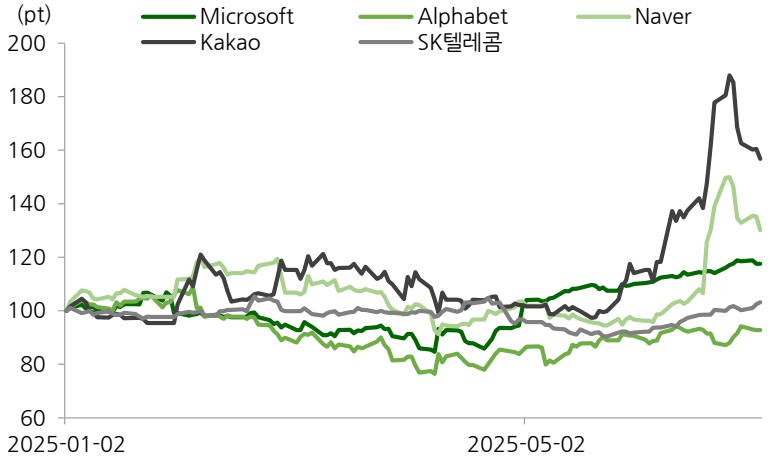
- 한국 기업들의 생성형 AI 사업 성장 가능성은 낮게 평가되었음
  - 2023년 1월부터 2024년 12월까지 Microsoft와 Alphabet 주가는 평균 96% 상승
    → 카카오, 네이버, SK텔레콤 (자체 LLM 개발한 국내 ICT 서비스 기업) 주가는 평균 0% 상승
  - 스케일링 법칙이 절대적인 생성형 AI 시장에서 국내 기업들은 자금력의 한계 직면
- 2025년 신정부의 AI 육성 의지에 대한 기대감이 반영되면서 국내 인터넷/소프트웨어 기업 주가 상승

국내 및 해외 기업들의 주가 수익률 비교 (2023년 기준)



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

국내 및 해외 기업들의 주가 수익률 비교 (2025년 기준)



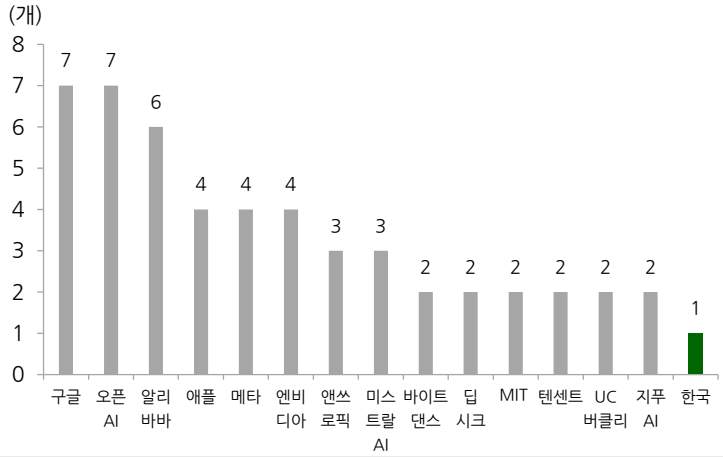
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

AI 소프트웨어 정부 정책 수혜 요인

패배주의가 만연했던 한국 인터넷/소프트웨어 섹터

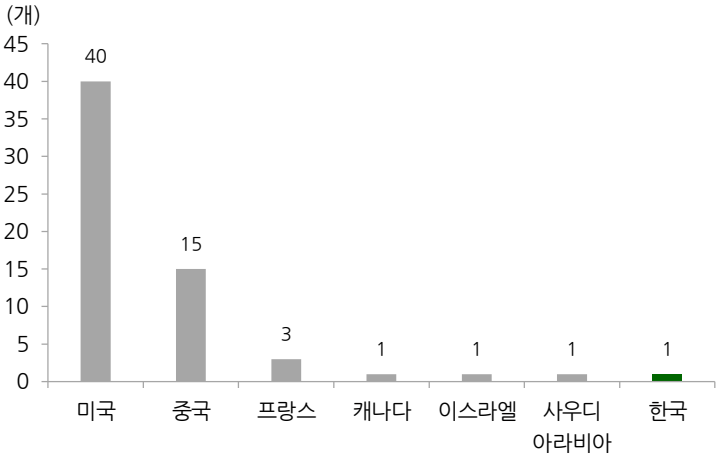
- 한국 AI 경쟁력 낮은 이유는 자금력(컴퓨팅) 부족
  - AI 연구기관 Epoch AI가 선정한 '주목할만한 AI 모델'에서 한국 LLM은 1개 선정
  - 2023년말 기준 국내 기업들 Nvidia A100은 5,000장, H100은 2000장 보유
  - 국내 기업들이 AI 사업을 하며 느끼는 가장 큰 애로사항으로 '투자 유치의 어려움'을 꼽았음

기관별 주목할만한 AI 모델 발표 수 (2024년)



자료 : Stanford HAI, 신영증권 리서치센터

국가별 주목할만한 AI 모델 발표 수 (2024년)



자료 : Stanford HAI, 신영증권 리서치센터

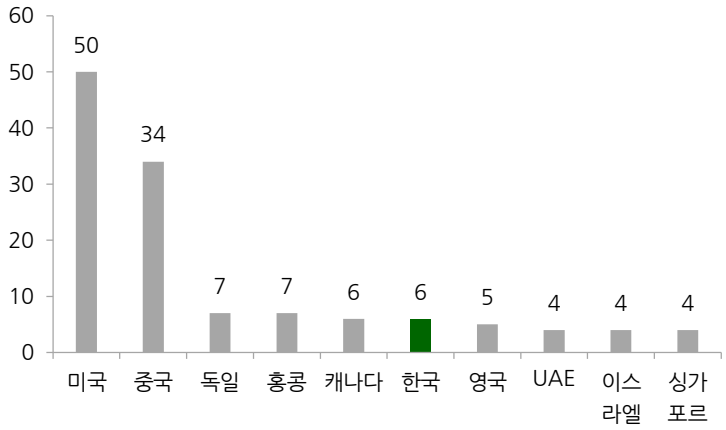
AI 소프트웨어 정부 정책 수혜 요인

정부의 AI 육성 정책 기대요인

- **잠재력을 가진 한국**
  - AI 사업을 위한 3대 자원은 컴퓨팅, 데이터, 그리고 알고리즘
  - 알고리즘, 결국 중요한 것은 인력인데 한국은 Low Quantity, High Quality
    → 한국 인구 10만명 당 AI 특허 수는 가장 높다
    → 다양한 오픈소스 모델과 기술들이 공개됨에 따라 미국, 중국과의 격차 축소도 가능

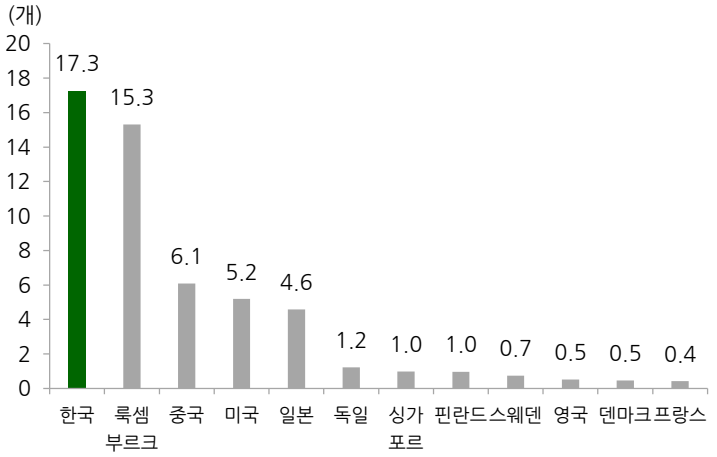
- **가려운 곳을 긁어줄 정부의 지원책**
  - 과기부는 5년간 12.3조 예산을 투입해 AI 컴퓨팅 인프라와 데이터 확보할 예정
  - 올해는 1.5조 투자를 통한 GPU 1만장 확보 → 운영사업자 선정 절차 진행 중

국가별 Top 100 논문 발표 수 (인용 수 기준)



자료 : Stanford HAI, 신영증권 리서치센터

인구 10만명 당 허가된 AI 특허 수



자료 : Stanford HAI, 신영증권 리서치센터

AI 소프트웨어 정부 정책 수혜 요인

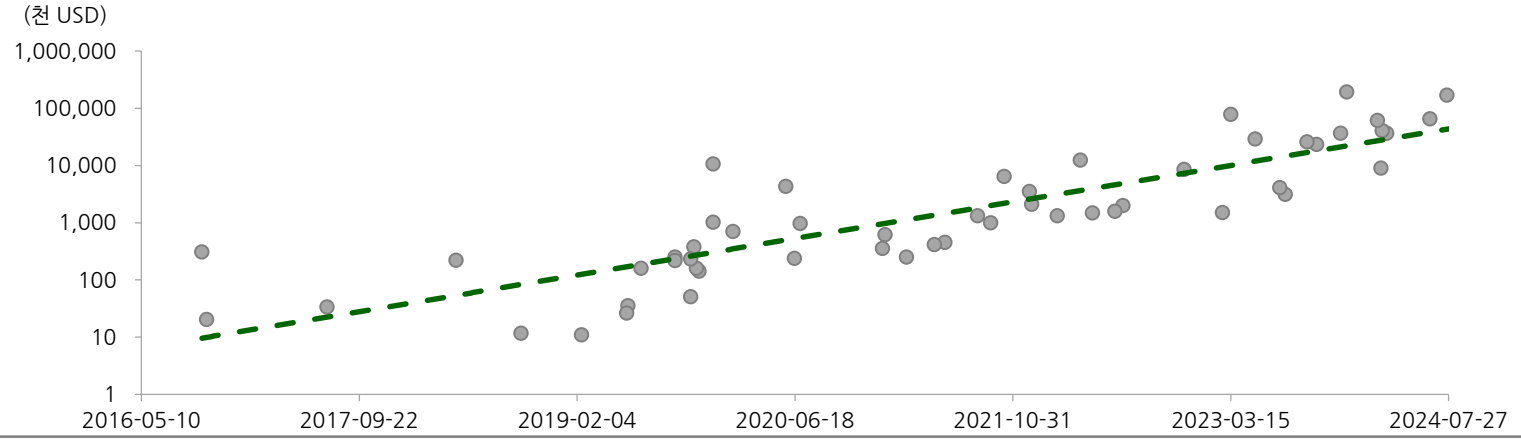
AI 인프라	(AI 고속도로) 최신 GPU를 확보한 AI 데이터센터 건설을 통해 'AI 고속도로' 구축 (AI 지도) 지역별 거점 데이터센터를 구축해 전국 어디서나 AI를 경험할 수 있는 국가 AI 지도 인프라 구축 (GPU 확보) 고성능 GPU 5만장 이상 확보 목표 (국가 SOC 규정) AI 데이터센터를 국가전략기술 사업화 시설로 지정하고 행정절차 간소화, 투자 세액공제 등 시행 (AI 특화 시범도시) AI 특화 시범도시 건설 및 권역별 특화산업 AI 인프라 투자 촉진 (AI 반도체) 차세대 AI 반도체 기술개발 지원
AI SW	(AX 활성화) 제조 AI 등 산업별 융합 촉진, 인공지능 활용 선도사업 추진 및 확산 기반 조성 (LLM 연구개발) 거대 언어모델(LLM)과 소규모 언어모델 연구개발 및 사업화 지원 (AI 도입 가속화) AX 원스톱 바우처(AI 바우처 + 클라우드 바우처 + AI 창작도구 서비스 구매 바우처) 지원 (스타트업 육성) AI 전문 인력의 전문기업, 연구소 설립 시 정책 금융 지원 & 국가대표 AI 기업 'K-미스트랄' 육성 및 민관 합작투자 추진 (SW 규제 혁신) SW 수요 예보, 일방적 과업 변경 금지, 합리적 대가 산정 등 SW 발주제도 혁신 추진 (IT/SW 융합) 지역 및 중소 IT/SW 융합 기업의 성장역량 강화를 위한 기술 지원 및 투자 확대 (인공지능기본법) 혁신과 국민 안전을 위한 인공지능기본법 하위법령 조기 마련
인사/인재	(국가인공지능위원회) 대통령 직속 기구 '국가인공지능위원회' 역할을 강화해 연구자, 기업, 정부의 협력을 유도 (AI 수석) 대통령 AI 정책 수석 신설 (AI 인재 양성) 국가 AI 연구소 육성 및 우수 AI 인재에 대한 파격적 보상체계 마련

공약 이행

AI 인프라	(AI 고속도로) 과기부는 향후 5년간 12.3조원 예산을 투입해 AI 인프라, 데이터 등 지원 예정 & 2조원 규모의 국가 AI 컴퓨팅 센터 사업을 공모 요건 완화에 재추진 (AI지도) 일부 지자체 중심으로 AI 컴퓨팅센터 및 AX 실증밸리 신속 추진 & AX 실증밸리 조성사업 예비타당성 조사 면제 의결 추진 중 (GPU 확보) 예산 약 1.5조원 투입해 GPU 1만장 확보, 운영 사업자 모집에 네이버클라우드, 카카오, NHN클라우드, 쿠팡 컨소시엄이 지원 (국가SOC 규정) 기획재정부가 AI데이터센터를 구가 전략기술 사업화 시설로 분류해 세제 혜택 확대 추진 (AI 반도체) 과기부는 총 1.8조원 규모의 AI 반도체 3대 R&D 예타 사업 추진. 2030년까지 AI 컴퓨팅 인프라 전반의 기술 자립화 달성 계획
AI SW	(AX 활성화) 과기부, AX 스타트업 해외 실증 지원사업에 8개 컨소시엄 선정 (LLM 연구개발) 독자 AI 파운데이션 모델 프로젝트 추진. 최신 글로벌 AI 모델 대비 95% 이상의 성능을 갖춘 자체 모델 구축이 목표 → 5개 정예팀 선정 계획, 데이터 제공 기업도 모집중 (AI 도입 가속화) 민관협력 기반 공공분야 인공지능 도입/확산 가속화, 10개 신규 과제 선정 → 전국민이 사용 가능한 AI 서비스 출시 유도할 계획 (스타트업 육성) 중기부, AI 분야 스타트업 해외 진출 지원 (인공지능기본법) 과기부, 혁신과 국민 안전을 위한 인공지능기본법 하위법령 조기 마련 추진
인사/인재	(국가인공지능위원회) 소수 정예 민간 전문가를 중심으로 국가AI위원회 컨트롤타워 기능 강화 추진 (AI 수석) Naver혁신센터 하정우 센터장, 대통령실 AI 미래기획수석 임명하는 등 친기업적인 인사 (과기부 장관 후보 LG AI 연구원 배경훈 연구원장 지명, 중기부 장관 후보 Naver 한성숙 고문 지명) (AI 인재 양성) 이공계지원 특별법 시행령 국무회의 의결을 통해 연구장려금 제공, 취업 지원 등 제공

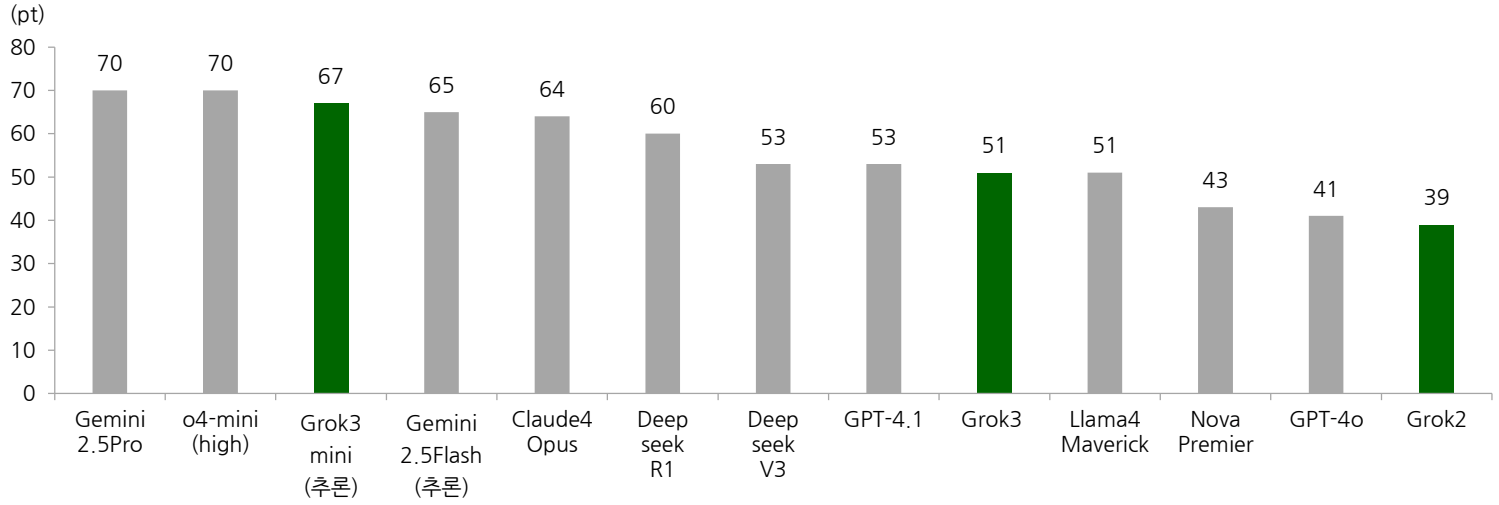
AI 소프트웨어 정부 정책 수혜 요인

AI 모델 훈련비용은 지속 상승



자료 : Epoch AI, 신영증권 리서치센터

한 기업이 2만장 이상의 GPU 확보 시 GPT-4o 급 대형모델 구축이 가능



자료 : Artificial Intelligence, 신영증권 리서치센터

AI 소프트웨어 투자포인트

정부의 AI 육성 정책 기대요인

- AI 밸류체인 전반에 걸친 수혜 기대
  - IaaS 클라우드(데이터센터) → LLM 모델 → 소프트웨어로 이어지는 밸류체인 전반의 수혜가 기대됨
  - 비용 측면에서는 GPU, LLM 사용 비용의 감소, 소프트웨어 측면에서는 바우처 수요의 증가가 기대됨
  - 대형 AI 모델 기준 현재 전세계에서 가장 대중화된 모델의 성능을 따라잡기 위해서는
    → 훈련에 2만장 GPU가 필요한 것으로 추정

B2B AI 밸류체인

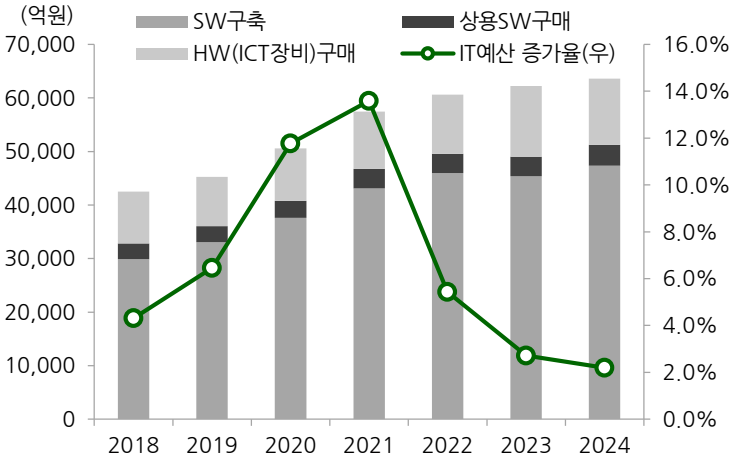
자료 : Epoch AI, 신영증권 리서치센터

AI 소프트웨어 투자포인트

정부의 AI 육성 정책 기대요인

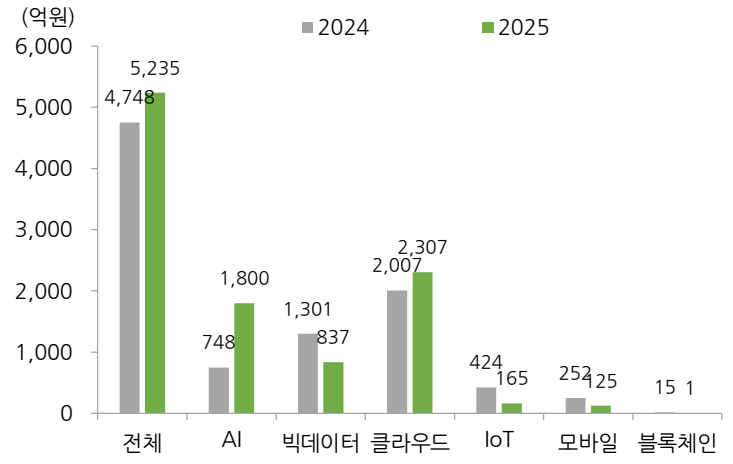
- 공공 SW 사업 규모(예산) 확대 기대
  - 2025년 수요 예보 기준 공공 SW 사업 예산은 전년 대비 유사한 수준 (작년 연말 집계한 예정치임)
    → 그럼에도 클라우드 예산은 전년 대비 YoY+15%, AI 예산은 전년 대비 YoY+ 141%
  - 공공분야 AI 도입 확대로 추경 이후 공공 SW 확정 예산은 더욱 증가할 것으로 기대

공공 SW 사업 수요 예보 (확정치 기준)



자료 : NIPA, 신영증권 리서치센터

유망 기술 관련 공공 SW 사업 수요 예보 (예정치 기준)



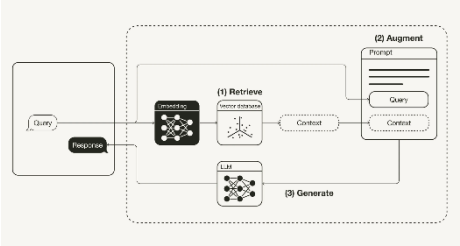
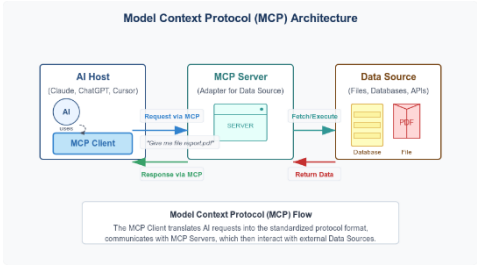
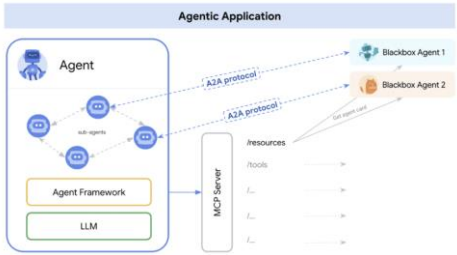
자료 : NIPA, 신영증권 리서치센터

AI 소프트웨어 투자포인트

지속적인 업셀링이 가능하다

- AI는 사용량에 따라 과금이 증가할 수 있는 구조
  - 고객의 AI 도입이 증가할수록 ARPC가 확대되는 구조
- MCP, A2A 등 새로운 기능이 점차 적용됨에 따라 장기적인 업셀링 지속이 가능
  - RAG의 등장으로 기업들의 LLM 도입이 가속화되었음
  - 향후에는 MCP, A2A등 기술의 등장으로 AI Agent 도입이 가속화될 것으로 예상

B2B AI 핵심기술

구분	검색증강생성(RAG)	모델 컨텍스트 프로토콜(MCP)	Agent to Agent Protocol(A2A)
개념도			
내용	– 외부 지식 베이스에서 관련 문서를 검색한 후, 이를 바탕으로 응답을 생성하는 방식의 LLM 아키텍쳐 – 정보의 최신성, 정확성이 뛰어나 환각현상을 방지할 수 있음	– AI 모델이 외부 애플리케이션과 정보를 안정적으로 주고받기 위해 정의한 약속 – LLM이 코드 편집기, 워크플로우툴, 데이터베이스 등 다른 시스템과의 상호작용을 원활하게 조정	– 여러 AI 에이전트들이 서로 협업하거나 의사소통하며 문제를 해결하는 프레임워크 – 각각의 에이전트가 독립적인 역할을 가지고 있고, 대화를 통해 지식 공유, 작업 분담이 가능

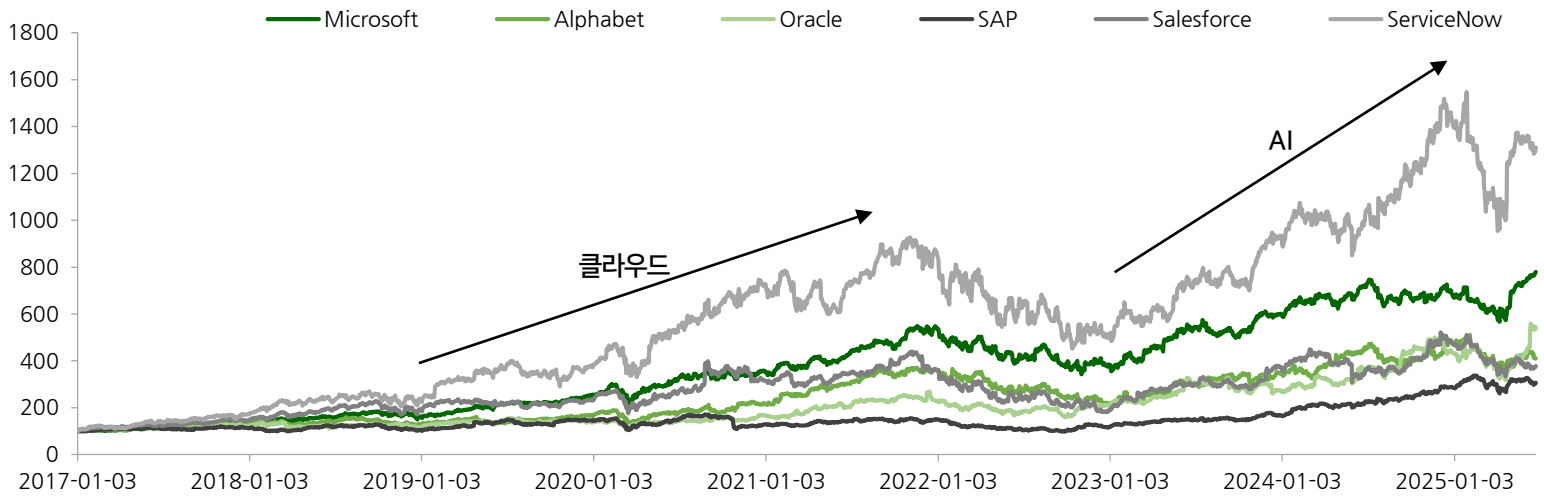
자료 : Google, 신영증권 리서치센터

AI 소프트웨어 투자포인트

지속적인 업셀링이 가능하다

- AI 사이클, 앞으로 방향성은 지속될 것
  - 24년은 LLM이 기업 업무에 보편적으로 도입된 시기
  - 24년 7월 발간된 Capgemini 글로벌 보고서 → 조사 기업의 82%가 향후 1~3년 안에 AI에이전트를 도입할 계획 → 26년이 AI 에이전트가 본격적으로 실적에 기여하기 시작하는 원년이 될 것

B2B SW 기업들의 주가 상승 사이클



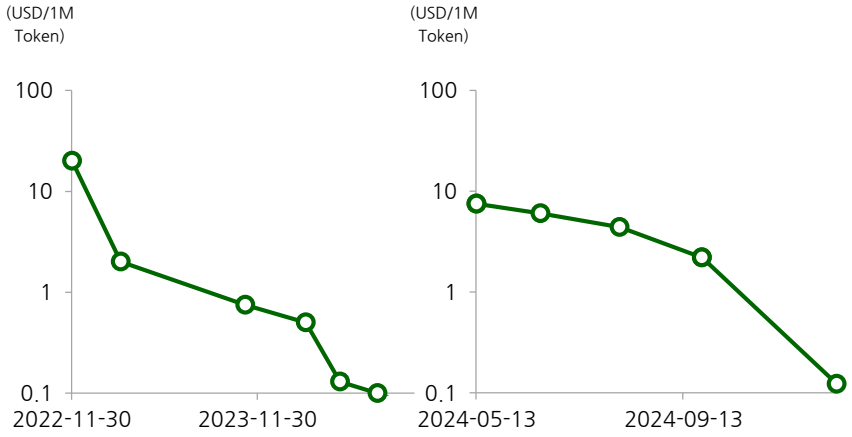
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

AI 소프트웨어 투자포인트

비용 하락 요인

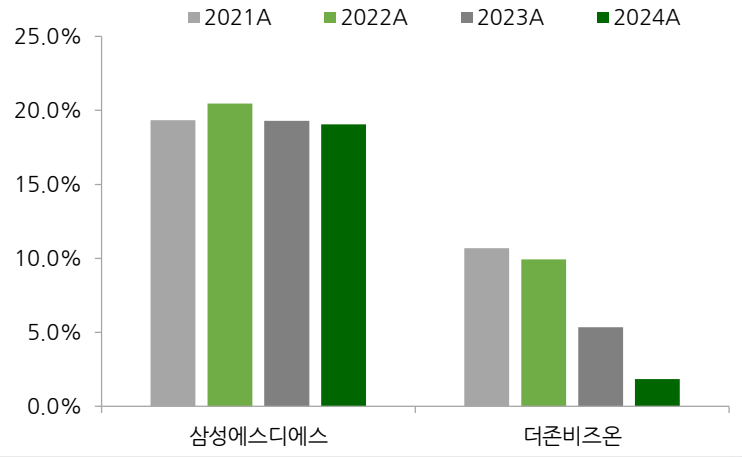
- AI 토큰 비용은 지속적으로 하락
  - AI 클라우드 인프라(데이터센터) 공급 증가, AI GPU 성능 향상, LLM 경쟁 심화가 원인
- AI 기반 소프트웨어 개발툴 발전이 가속화
  - 단순한 코딩에서 소프트웨어 개발 전 과정을 수행할 수 있는 에이전트로 진화하고 있음
    → Open AI Codex, Google Jules 와 같은 에이전트 출시
  - Microsoft, Google의 코드 가운데 30%는 AI에 의해 작성
    → Microsoft, Google, SAP 등 소프트웨어 기업들의 감원이 이어지고 있음

LLM 사용 비용 (좌측은 GPT3.5, 우측은 GPT4 성능 모델)



자료 : Stanford HAI, 신영증권 리서치센터

매출 대비 외주용역비 비율 추이



자료 : 각 사, 신영증권 리서치센터

업종별 투자의견

AI 정책 수혜 강도: AI SW > AX 서비스 > AI 인프라(통신)

- **밸류체인 전반에 걸친 수혜가 예상됨**
  - 2025년 업종별 AI의 실적 기여도는 AI 소프트웨어, AX 서비스, AI 인프라(통신) 순으로 클 것
  - 정책 수혜에 따른 실적 모멘텀이 기대되는 IT서비스, 소프트웨어 업종에 비중확대 의견을 제시
  - 통신업종은 중립 의견을 제시, AI인프라 및 AX 사업의 실적 가시성이 가장 뛰어난 KT를 Top pick으로 제시

커버리지 종목 투자포인트 요약

분류	종목코드	기업명	시가총액 (십억원)	PER(FY25)	PER(FY26)	투자포인트
AI 인프라	030200.KS	KT	14,441	8.4	9.9	* 2025년 AI/IT 및 클라우드 매출 비중 8%로 확대될 것 * 이익 개선 폭에 따라 2025년 연간 배당금 추가 상향 가능
	017670.KS	SK텔레콤	12,350	10.6	9.7	* AI 데이터센터 증설에 따라 AI B2B 매출 지속 성장할 것 * 가입자 이탈에도 불구하고, 작년 수준의 배당금 유지할 계획
	032640.KS	LG유플러스	6,278	10.1	9.1	* 2분기 자사주 매입액 발표가 예정되어 있음 * 당기순이익의 10%를 자사주 매입에 활용할 것으로 기대
AX서비스	018260.KS	삼성에스디에스	13,030	15.9	14.6	* 공공 수주 확대에 따라 클라우드 부문 성장 가속화될 것 * AI 에이전트 기능 출시에 따라 AI 매출 추정치 확대 가능
	064400.KS	LG씨엔에스	7,828	18.9	16.6	* DBO, AX 수주 확대에 따른 실적 모멘텀 기대 * 블록체인 관련 시스템 구축 레퍼런스 다수 보유
AI SW	012510.KS	더존비즈온	2,066	31.4	26.4	* 클라우드, AI 업셀링 지속되며 ERP 실적 꾸준히 개선 중 * AI 바우처 사업 진행 시 2020년과 같은 가파른 성장도 가능
	030520.KQ	한글과컴퓨터	739	15.7	13.5	* 정부 클라우드 전환 가속화됨에 따라 공공 SW 점유율 확대 기대 * 공공 AI 구축 사업 수가 이어지고 있음
보안	263860.KQ	지니언스	201	15.4	13.6	* 정부의 보안 규제 확대에 따라 기업들 IT 지출 증가할 것 * 신종 악성코드, AI 활용 공격 증가에 따라 EDR 수요 증가

자료 : 신영증권 리서치센터

III. 기업 분석

반도체

삼성전자(TP 73,000) : 2Q25 Preview
SK하이닉스(TP 330,000) : 2Q25 Preview
한화비전(Not Rated) : 노이즈보다 밸류에이션에 집중할 시점
브이엠(TP 18,000) : 2026년 매출 가시화를 기다리자

소프트웨어

삼성에스디에스(TP 200,000) : 넌캡티브 매출 본격 확장시기
LG씨엔에스(Not Rated): 클라우드&AI 본격 성장은 지금부터
더존비즈온(TP 85,000) : 앞으로 보여줄 것이 많다
한글과컴퓨터(Not Rated): 공공 AI 전환의 최대 수혜자
지니언스(Not Rated): 기업 보안 지출 확대의 최대 수혜자

삼성전자(005930.KS / 매수(유지) / TP 73,000원(유지))

분석의 기본 가정
- 관세 이전 풀인 수요로 인한 출하량, ASP 상승

2Q25 Preview

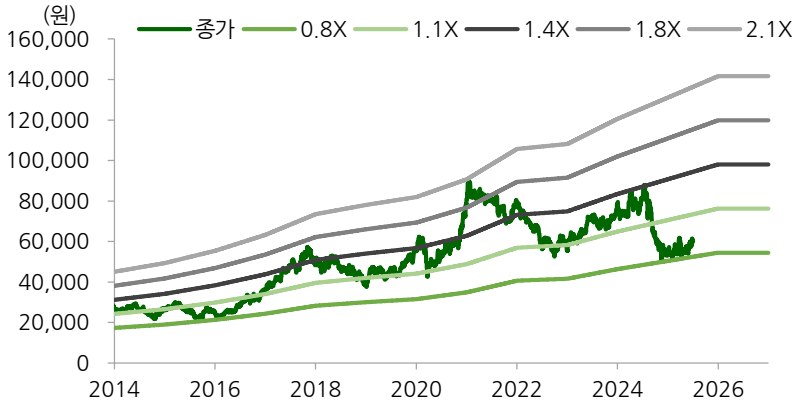
- **다소 아쉬운 HBM 실적**
  - 삼성전자의 2025년 2분기 매출액과 영업이익은 각각 75.7조원(YoY: +2.2%, QoQ: -4.1%), 6.0조원(YoY: -42.4%, QoQ: -10.0%)일 전망
  - IT 품목별 관세 전 풀인 수요로 인해 출하량과 ASP가 각각 12%, 3% 상승할 것으로 예상됨
  - 다만 주요 고객사 향 HBM 품질 인증이 소폭 지연되며 HBM 출하량은 전분기와 유사한 수준인 것으로 추정됨

실적 전망 (단위: 십억원, 원, %, 배)

결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	258,935	300,871	311,409	320,318	325,984
영업이익	6,567	32,726	27,034	33,876	37,774
세전손익	11,006	37,530	33,051	38,611	42,509
지배순이익	14,473	33,621	26,217	29,391	32,358
EPS	2,131	4,950	3,888	4,364	4,804
증감율	-73.6	132.3	-21.5	12.2	10.1
ROE	4.1	9.0	6.4	6.7	6.8
PER	36.8	10.7	15.6	13.9	12.7
PBR	1.5	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	10.0	3.6	3.6	2.8	2.4

자료 : 신영증권 리서치센터

삼성전자 12개월 선행 PBR 밴드



자료 : 신영증권 리서치센터

주가 차트 및 Key data

(기준일 2025.07.02)

KOSPI(pt)	3075.06
KOSDAQ(pt)	782.17
액면가(원)	100
시가총액(억원)	3,599,140
발행주식수(천주)	6,735,613
평균거래량(3M,주)	15,865,045
평균거래대금(3M, 백만원)	905,513
52주 최고/최저	87,800 / 49,900
52주 일간Beta	1.0
배당수익률(25F,%)	2.6
외국인지분율(%)	49.6
주요주주 지분율(%)	
삼성생명보험 외 15 인	20.2 %
국민연금공단	7.8 %

자료 : 신영증권 리서치센터

삼성전자(005930.KS / 매수(유지) / TP 73,000원(유지))

단기 실적은 아쉬우나 메모리 경쟁력 회복 시그널 포착

- **2025년 실적 눈높이 상향**
  - 삼성전자의 2025년 2분기 매출액과 영업이익은 각각 75.7조원(YoY: +2.2%, QoQ: -4.1%), 6.0조원(YoY: -42.4%, QoQ: -10.0%)일 전망. IT 품목별 관세 전 물인 수요로 인해 출하량과 ASP가 각각 12%, 3% 상승할 것으로 예상됨
  - 대중 수출 규제 강화로 인해 25년 1분기 HBM 출하량은 전분기 대비 약 70% 감소했다고 추정됨. 2분기는 주요 북미 고객사 진입 시점이 다소 지연되면서 1분기와 유사한 HBM 출하량 기록할 것으로 예상됨
- **저점은 지났다고 판단됨**
  - 최근 삼성전자의 1c나노 수율이 유의미한 개선세를 보이고 있음. 삼성전자만 유일하게 HBM4를 1c 디램으로 제조하겠다고 발표한 만큼 HBM에 대한 기대감 유효하다는 판단. 12개월 선행 PBR도 0.93배로 역사적 저점에 위치한 만큼 밸류에이션 매력도 높다고 판단됨

분기별 재무제표 추이 (단위: 조원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출	71.9	74.1	79.1	75.8	79.1	75.7	82.3	74.3	300.9	311.4	320.3
yoy	12.8%	23.4%	17.3%	11.8%	10.0%	2.2%	4.1%	-2.0%	16.2%	3.5%	2.9%
영업이익	6.6	10.4	9.2	6.5	6.7	6.0	8.2	6.2	32.7	27.0	33.9
yoy	931.9%	1462.2%	277.4%	129.9%	1.2%	-42.4%	-11.2%	-4.9%	398.3%	-17.4%	25.3%
OPM	9.2%	14.1%	11.6%	8.6%	8.4%	8.0%	9.9%	8.3%	10.9%	8.7%	10.6%
당기순이익	6.8	9.8	10.1	7.8	8.2	5.6	7.3	5.7	34.5	26.9	30.1
yoy	329.0%	471.0%	72.8%	22.2%	21.7%	-42.9%	-27.9%	-26.0%	122.5%	-22.0%	12.1%
NPM	9.4%	13.3%	12.8%	10.2%	10.4%	7.4%	8.8%	7.7%	11.5%	8.6%	9.4%

자료: 신영증권 리서치센터

삼성전자(005930.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**2,589,355**	**3,008,709**	**3,114,094**	**3,203,181**	**3,259,835**
증가율(%)	-14.3	16.2	3.5	2.9	1.8
매출원가	**1,803,886**	**1,865,623**	**2,020,954**	**1,992,012**	**1,932,633**
매출총이익	**785,469**	**1,143,086**	**1,093,140**	**1,211,169**	**1,327,202**
매출총이익률(%)	30.3	38.0	35.1	37.8	40.7
판매비와 관리비 등	**719,799**	**815,827**	**822,802**	**872,408**	**949,462**
영업이익	**65,670**	**327,260**	**270,337**	**338,761**	**377,740**
증가율(%)	-84.9	398.3	-17.4	25.3	11.5
영업이익률(%)	2.5	10.9	8.7	10.6	11.6
EBITDA	**452,335**	**753,568**	**733,826**	**853,479**	**912,026**
EBITDA마진(%)	17.5	25.0	23.6	26.6	28.0
순금융손익	**34,546**	**37,176**	**20,826**	**8,000**	**8,000**
기타영업외손익	**971**	**3,351**	**34,596**	**34,596**	**34,596**
종속및관계기업 관련손익	**8,876**	**7,510**	**4,754**	**4,754**	**4,754**
법인세차감전계속사업이익	**110,063**	**375,297**	**330,513**	**386,111**	**425,090**
계속사업손익법인세비용	**-44,808**	**30,784**	**61,866**	**84,944**	**93,520**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**154,871**	**344,514**	**268,646**	**301,166**	**331,570**
지배주주지분 당기순이익	**144,734**	**336,214**	**262,174**	**293,911**	**323,582**
증가율(%)	**-73.6**	**132.3**	**-22.0**	**12.1**	**10.1**
기타포괄이익	**33,503**	**168,450**	**145,448**	**145,448**	**145,448**
총포괄이익	**188,374**	**512,963**	**414,095**	**446,615**	**477,018**

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**1,959,366**	**2,270,623**	**2,393,492**	**2,627,496**	**2,956,572**
현금및현금성자산	690,809	537,056	596,339	764,455	765,278
매출채권 및 기타채권	432,806	532,460	475,869	472,112	490,877
재고자산	516,259	517,549	519,016	508,441	651,967
비유동자산	**2,599,694**	**2,874,697**	**2,945,735**	**2,976,206**	**2,995,084**
유형자산	1,872,563	2,059,452	2,241,567	2,316,601	2,370,370
무형자산	227,419	237,386	227,410	217,694	207,648
투자자산	206,801	243,488	248,642	253,796	258,950
자산총계	**4,559,060**	**5,145,319**	**5,339,226**	**5,603,703**	**5,951,655**
유동부채	**757,195**	**933,263**	**835,163**	**749,637**	**677,185**
단기차입금	71,146	131,725	101,725	81,725	71,725
매입채무및기타채무	535,497	615,226	572,126	531,601	494,148
유동성장기부채	13,089	22,073	17,073	12,073	7,073
비유동부채	**165,087**	**190,136**	**164,718**	**164,718**	**204,718**
부채총계	**922,281**	**1,123,399**	**999,881**	**914,355**	**881,903**
지배주주지분	**3,532,338**	**3,916,876**	**4,227,829**	**4,570,575**	**4,942,992**
자본금	8,975	8,975	8,918	8,918	8,918
자본잉여금	44,039	44,039	44,039	44,039	44,039
비지배주주지분	**104,441**	**105,045**	**111,517**	**118,772**	**126,760**
자본총계	**3,636,779**	**4,021,921**	**4,339,345**	**4,689,347**	**5,069,753**
총차입금	**126,859**	**193,302**	**158,302**	**133,302**	**118,302**
순차입금	**-791,000**	**-932,988**	**-1,145,269**	**-1,409,100**	**-1,580,432**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**441,374**	**729,826**	**698,331**	**760,432**	**675,905**
당기순이익	**154,871**	**344,514**	**268,646**	**301,166**	**331,570**
현금유출이없는비용및수익	**365,195**	**429,471**	**487,891**	**566,681**	**598,809**
유형자산감가상각비	355,324	396,500	432,639	486,215	507,331
무형자산상각비	31,341	29,808	30,850	28,503	26,954
영업활동관련자산부채변동	**-54,587**	**-15,676**	**-34,051**	**-55,698**	**-190,197**
매출채권의감소(증가)	2,357	-31,387	56,592	3,756	-18,764
재고자산의감소(증가)	-32,066	25,414	-1,467	10,574	-143,526
매입채무의증가(감소)	11,040	-15,385	-43,100	-40,525	-37,453
투자활동으로인한현금흐름	**-169,228**	**-853,817**	**-685,565**	**-587,019**	**-673,579**
투자자산의 감소(증가)	39,038	-29,176	-400	-400	-400
유형자산의 감소	983	1,562	0	0	0
CAPEX	-576,113	-514,064	-614,754	-561,249	-561,100
단기금융자산의감소(증가)	424,120	-362,184	-117,819	-70,691	-155,521
재무활동으로인한현금흐름	**-85,931**	**-77,972**	**-133,250**	**-121,698**	**-111,698**
장기차입금의증가(감소)	3,547	4,050	0	0	0
사채의증가(감소)	-12,196	-13,645	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	-57	0	0
기타현금흐름	**7,786**	**48,210**	**179,767**	**116,401**	**110,195**
현금의 증가	**194,002**	**-153,753**	**59,283**	**168,116**	**823**
기초현금	496,807	690,809	537,056	596,339	764,455
기말현금	690,809	537,056	596,339	764,455	765,278

SK하이닉스(000660.KS / 매수(유지) / TP 330,000원(상향))

분석의 기본 가정
- 관세 이전 풀인 수요로 인한 출하량, ASP 상승

2Q25 Preview

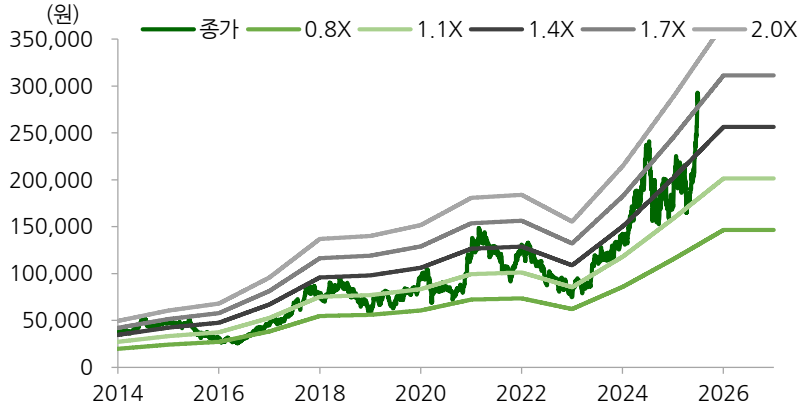
- **관세 전 풀인 수요가 전사 실적을 견인함**
  - SK하이닉스의 2025년 2분기 매출액과 영업이익은 각각 20.5조원(YoY: +24.9%, QoQ: +16.3%), 9.0조원(YoY: +65.2%, QoQ: +21.4%)일 전망
  - HBM 판매 호조와 더불어 관세 전 풀인 수요로 인해 출하량과 ASP가 각각 12%, 6% 상승할 것으로 예상됨
  - 낸드의 경우 출하량은 20% 이상 성장하지만 ASP는 전분기와 유사할 것으로 추정됨

실적 전망 (단위: 십억원, 원, %, 배)

결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	79,964	86,835	93,265
영업이익	-7,730	23,467	33,051	36,644	37,449
세전손익	-11,658	23,885	36,050	36,964	37,769
지배순이익	-9,112	19,789	29,706	29,190	29,825
EPS	-12,517	27,182	40,804	40,096	40,968
증감율	적전	흑전	50.1	-1.7	2.2
ROE	-15.6	31.1	33.6	25.0	20.5
PER	-	6.4	6.8	7.0	6.8
PBR	1.8	1.7	2.0	1.6	1.3
EV/EBITDA	21.7	3.9	4.7	3.7	3.3

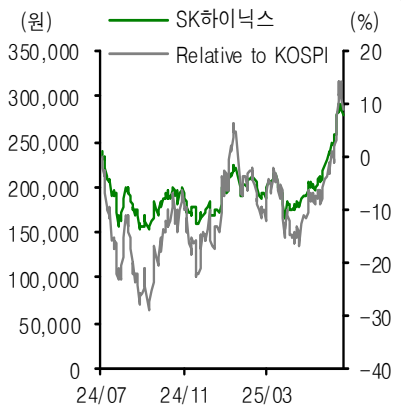
자료 : 신영증권 리서치센터

SK하이닉스 12개월 선행 PBR 밴드



자료 : 신영증권 리서치센터

주가 차트 및 Key data (기준일 2025.07.02)



KOSPI(pt)	3075.06
KOSDAQ(pt)	782.17
액면가(원)	5,000
시가총액(억원)	2,031,127
발행주식수(천주)	728,002
평균거래량(3M,주)	3,725,937
평균거래대금(3M, 백만원)	800,032
52주 최고/최저	293,000 / 152,800
52주 일간Beta	1.5
배당수익률(25F,%)	0.6
외국인지분율(%)	55.5
주요주주 지분율(%)	
에스케이스퀘어 외 7 인	20.1 %
국민연금공단	7.4 %

자료 : 신영증권 리서치센터

SK하이닉스(000660.KS / 매수(유지) / TP 330,000원(상향))

SK하이닉스 실적 추정치 상향

- 2025년 실적 눈높이 상향
  - 영업이익 추정치를 기존 30조원에서 33조원으로 상향조정함. IT 품목별 관세가 지속적으로 유예되면서 풀인 수요 3분기까지 이어질 전망. 미국 재무부는 5월까지 IT 품목별 관세율을 확정하겠다고 발표했으나 현재까지 공표하지 않았음. IT 품목별 관세가 확정되기 전까지 IT SET업체들의 재고 축적은 이어질 것으로 예상됨
- 2026년에도 HBM은 좋다
  - 2026년 SK하이닉스의 영업이익 추정치를 37조원으로 상향조정함. 풀인 수요로 인해 상반기 일반 디램 수요 감소할 것으로 예상됨. 일반 디램에서 발생하는 영업이익은 전년 대비 약 30% 감소할 전망
  - 반면 HBM 영업이익은 40% 증가할 것으로 예상됨. HBM 수요 증가와 더불어 HBM4 출시 효과로 ASP까지 상승할 전망. 다만 HBM4의 원가는 HBM3E 대비 약 30% 높은 만큼 마진율은 소폭 하락할 것으로 추정됨

분기별 재무제표 추이

(단위: 조원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출	12.4	16.4	17.6	19.8	17.6	20.5	21.1	20.7	66.2	80.0	86.8
yoy	144.3%	124.8%	93.8%	74.8%	41.9%	24.9%	20.0%	4.9%	102.0%	20.8%	8.6%
영업이익	2.9	5.5	7.0	8.1	7.4	9.0	8.7	7.8	23.5	33.1	36.6
yoy	흑전	흑전	흑전	2235.8%	157.8%	65.2%	24.4%	-3.1%	흑전	40.8%	10.9%
OPM	23.2%	33.3%	40.0%	40.9%	42.2%	44.0%	41.5%	37.8%	35.5%	41.3%	42.2%
당기순이익	1.9	4.1	5.8	8.0	8.1	8.2	7.1	6.3	19.8	29.7	29.2
yoy	흑전	흑전	흑전	흑전	323.0%	99.3%	24.2%	-21.9%	흑전	50%	-2%
NPM	15.4%	25.1%	32.7%	40.5%	46.0%	40.0%	33.9%	30.2%	29.9%	37.2%	33.6%

자료: 신영증권 리서치센터

SK하이닉스(000660.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**327,657**	**661,930**	**799,637**	**868,353**	**932,648**
증가율(%)	-26.6	102.0	20.8	8.6	7.4
매출원가	**332,992**	**343,648**	**370,363**	**404,145**	**433,792**
매출총이익	**-5,334**	**318,281**	**429,274**	**464,208**	**498,856**
매출총이익률(%)	-1.6	48.1	53.7	53.5	53.5
판매비와 관리비 등	**71,969**	**83,608**	**98,764**	**97,764**	**124,368**
영업이익	**-77,303**	**234,673**	**330,510**	**366,444**	**374,488**
증가율(%)	적전	흑전	40.8	10.9	2.2
영업이익률(%)	-23.6	35.5	41.3	42.2	40.2
EBITDA	**59,434**	**360,489**	**456,022**	**517,441**	**544,555**
EBITDA마진(%)	18.1	54.5	57.0	59.6	58.4
순금융손익	**-38,314**	**-8,529**	**31,228**	**4,000**	**4,000**
기타영업외손익	**-1,112**	**13,092**	**-829**	**-800**	**-800**
종속및관계기업 관련손익	**151**	**-382**	**-411**	**0**	**0**
법인세차감전계속사업이익	**-116,578**	**238,854**	**360,497**	**369,644**	**377,688**
계속사업손익법인세비용	**-25,203**	**40,884**	**63,318**	**77,625**	**79,314**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**-91,375**	**197,969**	**297,179**	**292,019**	**298,373**
지배주주지분 당기순이익	**-91,124**	**197,887**	**297,055**	**291,897**	**298,249**
증가율(%)	**적전**	**흑전**	**50.1**	**-1.7**	**2.2**
기타포괄이익	**1,001**	**12,475**	**2,550**	**2,550**	**2,550**
총포괄이익	**-90,375**	**210,444**	**299,729**	**294,569**	**300,923**

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**304,681**	**422,789**	**515,591**	**635,050**	**796,437**
현금및현금성자산	75,873	112,051	159,018	283,851	371,760
매출채권 및 기타채권	69,418	132,986	131,211	135,382	144,916
재고자산	134,807	133,139	163,191	173,671	233,162
비유동자산	**698,621**	**775,763**	**873,912**	**956,238**	**1,024,641**
유형자산	527,049	601,575	703,743	780,791	838,840
무형자산	38,346	40,188	40,877	41,392	41,834
투자자산	58,085	65,222	72,992	73,093	72,837
자산총계	**1,003,302**	**1,198,552**	**1,389,503**	**1,591,288**	**1,821,078**
유동부채	**210,078**	**249,654**	**208,711**	**169,388**	**151,735**
단기차입금	41,456	12,835	22,835	2,835	-7,165
매입채무및기타채무	70,256	133,859	78,389	84,566	92,413
유동성장기부채	57,115	39,688	69,688	49,688	39,688
비유동부채	**258,186**	**209,741**	**153,877**	**110,877**	**67,877**
부채총계	**468,264**	**459,395**	**362,588**	**280,264**	**219,612**
지배주주지분	**535,043**	**739,034**	**1,026,902**	**1,310,994**	**1,601,437**
자본금	36,577	36,577	36,577	36,577	36,577
자본잉여금	43,726	44,871	44,871	44,871	44,871
비지배주주지분	**-5**	**123**	**13**	**30**	**30**
자본총계	**535,038**	**739,157**	**1,026,915**	**1,311,024**	**1,601,467**
총차입금	**339,807**	**271,996**	**254,496**	**170,996**	**107,496**
순차입금	**258,068**	**135,396**	**62,331**	**-140,489**	**-299,253**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**42,782**	**297,959**	**306,074**	**449,505**	**407,166**
당기순이익	**-91,375**	**197,969**	**297,179**	**292,019**	**298,373**
현금유출이없는비용및수익	**150,326**	**170,538**	**193,858**	**229,712**	**249,142**
유형자산감가상각비	131,211	119,853	119,642	144,952	163,951
무형자산상각비	5,525	5,962	5,870	6,045	6,117
영업활동관련자산부채변동	**7,938**	**-55,998**	**-118,617**	**4,490**	**-63,275**
매출채권의감소(증가)	-14,062	-50,980	1,775	-4,172	-9,534
재고자산의감소(증가)	22,880	1,667	-30,052	-10,479	-59,491
매입채무의증가(감소)	832	-11,033	-55,469	6,176	7,847
투자활동으로인한현금흐름	**-73,347**	**-180,046**	**-219,035**	**-212,104**	**-212,214**
투자자산의 감소(증가)	16,742	-7,136	-7,770	-101	256
유형자산의 감소	15,398	471	0	0	0
CAPEX	-83,251	-159,455	-221,811	-222,000	-222,000
단기금융자산의감소(증가)	-16,310	-21,620	3,661	3,112	2,645
재무활동으로인한현금흐름	**56,968**	**-87,039**	**-39,201**	**-101,737**	**-80,356**
장기차입금의증가(감소)	69,685	-73,757	-54,000	-10,000	-10,000
사채의증가(감소)	0	0	0	-30,000	-30,000
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	**-300**	**5,305**	**-871**	**-10,832**	**-26,686**
현금의 증가	**26,103**	**36,178**	**46,967**	**124,832**	**87,909**
기초현금	49,770	75,873	112,051	159,018	283,851
기말현금	75,873	112,051	159,018	283,851	371,760

한화비전(489790.KS / Not Rated)

분석의 기본 가정
- 2025년 HBM 적층 장비 매출 본격화

노이즈보다 밸류에이션에 집중할 시점

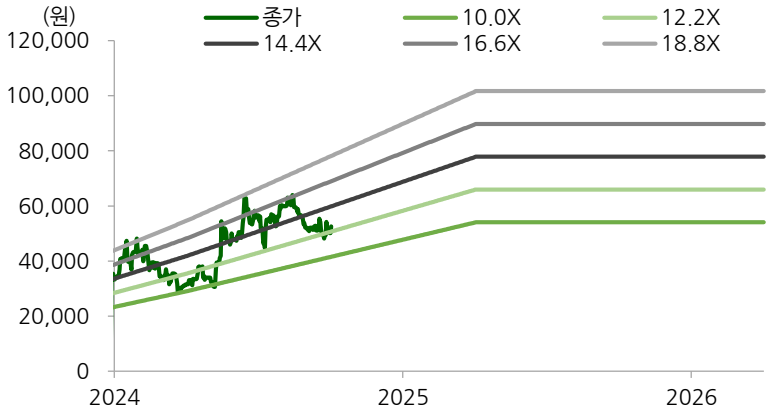
- 2025년 반도체 부문 흑자전환 가능할 전망
  - 한화비전의 사업부는 시큐리티(CCTV)와 세미텍(반도체) 부문으로 나뉨
  - 시큐리티 부문은 AI CCTV 확대로 인해 외적, 수익성 개선 가능할 전망
  - 세미텍은 고부가가치 제품인 TC본더 출하로 흑자전환도 가능할 것으로 예상됨

실적 요약 (단위: 십억원, 원, %, 배)

결산기(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	-	-	-	-	493
영업이익	-	-	-	-	0
세전손익	-	-	-	-	20
지배순이익	-	-	-	-	11
EPS	-	-	-	-	635
증감율	-	-	-	-	-
ROE	-	-	-	-	1.3
PER	-	-	-	-	49.8
PBR	-	-	-	-	1.9
EV/EBITDA	-	-	-	-	105.6

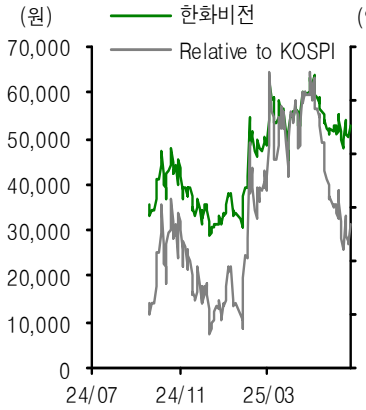
자료 : 신영증권 리서치센터

한화비전 12개월 선행 PER 밴드



주: Fnguide 컨센서스 기준
자료 : Quantiwise, 신영증권 리서치센터

주가 차트 및 Key data (기준일 2025.07.02)



KOSPI(pt)	3075.06
KOSDAQ(pt)	782.17
액면가(원)	500
시가총액(억원)	26,557
발행주식수(천주)	50,488
평균거래량(3M,주)	1,057,107
평균거래대금(3M, 백만원)	58,012
52주 최고/최저	64,000 / 28,700
52주 일간Beta	-0.4
배당수익률(25F,%)	0.0
외국인지분율(%)	19.1
주요주주 지분율(%)	
한화	34.0 %
국민연금공단	8.5 %

자료 : 신영증권 리서치센터

한화비전(489790.KS / Not Rated)

노이즈보다 밸류에이션에 집중하자

- **시큐리티: AI CCTV 침투율 증가로 ASP와 수익성 모두 개선될 전망**
  - 시큐리티 부문의 2025년 매출과 영업이익은 각각 1.4조원, 2,000억원으로 전망됨. 1분기 우호적 환율 효과와 AI CCTV를 통한 판가 상승으로 691억원 영업이익을 기록함. 2분기 환율이 소폭 하락하였으나 AI CCTV 침투율 증가로 양호한 실적 달성할 전망
- **세미텍: TC본더 매출 인식은 3분기에 집중되어 있음**
  - 2025년 Non-TC본더 매출과 TC본더 매출은 각각 4,600억원, 2,000억원으로 추정됨. 영업이익은 각각 -600억원, 700억원일 것으로 예상됨. Non-TC 본더 실적은 전년과 유사할 것으로 예상됨. TC본더는 SK하이닉스 연간 매입량의 70%를 확보할 것을 가정했음

분기별 재무제표 추이 (단위: 억원)

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출	1,395	3,538	4,518	5,042	5,534	5,341	4,933	20,436	23,967
yoy	-	-	-	-	296.6%	51.0%	-	314.3%	17.3%
영업이익	54	-55	443	544	691	589	-1	2,266	3,337
yoy	-	-	-	-	1174.0%	흑전	-	흑전	47.3%
OPM	3.9%	-1.6%	9.8%	10.8%	12.5%	11.0%	-0.0%	11.1%	13.9%
당기순이익	-118	224	-24	-	-	-	106	1,470	2,730
yoy	-	-	-	-	-	-	-	1286.8%	85.7%
NPM	-8.4%	6.3%	-0.5%	-	-	-	2.1%	7.2%	11.4%

주: Fnguide 컨센서스 기준 / 자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

한화비전(489790.KS / Not Rated)

노이즈보다 밸류에이션에 집중하자

- SOTP를 통해 보는 한화비전의 적정가치
  - 당사는 한화비전의 적정 가치는 3.9조원이라고 판단함
  - 시큐리티 가치는 주요 경쟁사들의 2025년 POR에 30% 할인한 10.8배를 적용해 산출함. CCTV 경쟁사들은 대부분 비상장사이며 순수하게 CCTV 사업을 영위하는 업체는 HIKVISION과 Dahua Technology가 있음. 시큐리티 부문의 적정 가치는 2.16조원이라고 판단함
  - Non-TC 부문 가치는 경쟁사들의 PSR에서 50% 할인한 0.3배를 적용하여 산출함. Non-TC 부문의 적정 가치는 1,380억원으로 추정됨
  - TC본더는 한미반도체 POR을 적용해 산출함. 2025년 연간 영업이익 700억원에 한미반도체 POR 25배 적용 시 적정 가치는 1.75조원으로 산출됨

한화비전 시큐리티 부문 PEER TABLE

(단위: 배)

기업명	티커	국적	시장점유율			25E POR
			2021	2022	2023	
HIKVISION	002415 CH EQUITY	중국	15.8%	14.7%	14.2%	15.6
AXIS Communications	비상장	스웨덴	10.7%	10.9%	10.7%	-
Motorola	MSI US EQUITY	미국	7.3%	7.5%	7.7%	20.7
Dahua Technology	002236 CH EQUITY	중국	9.0%	7.8%	7.0%	15.4
한화비전	489790 KS EQUITY	한국	5.1%	5.7%	5.6%	12.1
BOSCH	비상장	독일	4.0%	3.8%	3.8%	-
i-PRO	비상장	일본	4.3%	3.8%	3.7%	-

자료: Bloomberg, 한화비전, 신영증권 리서치센터

한화비전(489790.KS) 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2024A
매출액	**4,933**
증가율(%)	NA
매출원가	**2,402**
매출총이익	**2,531**
매출총이익률(%)	51.3
판매비와 관리비 등	**2,532**
영업이익	**-1**
증가율(%)	NA
영업이익률(%)	0.0
EBITDA	**156**
EBITDA마진(%)	3.2
순금융손익	**-145**
기타영업외손익	**345**
종속및관계기업 관련손익	**0**
법인세차감전계속사업이익	**199**
계속사업손익법인세비용	**-98**
세후중단사업손익	**-265**
당기순이익	**32**
지배주주지분 당기순이익	**106**
증가율(%)	**NA**
기타포괄이익	**178**
총포괄이익	**210**

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2024A
유동자산	**9,962**
현금및현금성자산	1,538
매출채권 및 기타채권	4,561
재고자산	3,088
비유동자산	**5,949**
유형자산	3,048
무형자산	856
투자자산	47
자산총계	**15,911**
유동부채	**5,301**
단기차입금	2,084
매입채무및기타채무	2,030
유동성장기부채	200
비유동부채	**2,363**
부채총계	**7,664**
지배주주지분	**8,229**
자본금	252
자본잉여금	6,986
비지배주주지분	**19**
자본총계	**8,247**
총차입금	**2,709**
순차입금	**477**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2024A
영업활동으로인한현금흐름	**568**
당기순이익	**32**
현금유출이없는비용및수익	**326**
유형자산감가상각비	143
무형자산상각비	14
영업활동관련자산부채변동	**176**
매출채권의감소(증가)	970
재고자산의감소(증가)	-307
매입채무의증가(감소)	-462
투자활동으로인한현금흐름	**-744**
투자자산의 감소(증가)	-47
유형자산의 감소	45
CAPEX	-249
단기금융자산의감소(증가)	-568
재무활동으로인한현금흐름	**-1,072**
장기차입금의증가(감소)	0
사채의증가(감소)	0
자본의 증가(감소)	0
기타현금흐름	**28**
현금의 증가	**-1,221**
기초현금	2,758
기말현금	1,538

브이엠(089970.KQ / 매수(유지) / TP 18,000원(유지))

분석의 기본 가정
- 2026년 M15X향 매출 본격화

2026년 매출 가시화를 기다리자

- M15X향 장비 출하는 2026년에 본격화될 예정
  - SK하이닉스는 신규 디램 팹인 M15X를 2025년 10월 준공할 예정
  - M15X향 장비는 올해 말부터 출하될 예정이며 본격적인 매출 인식 시점은 2026년일 전망
  - SK하이닉스가 유일한 고객사인 만큼 고객사 CAPEX 턴어라운드되면 실적 개선 폭 가파를 전망

실적 전망 (단위: 십억원, 원, %, 배)

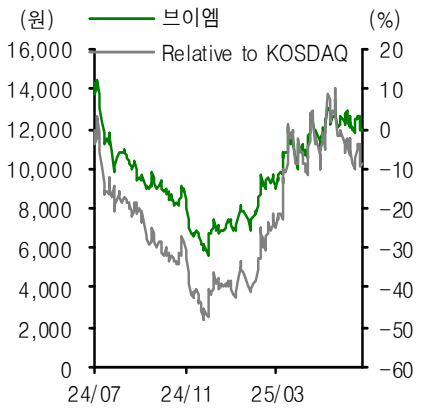
결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	26	70	119	174	190
영업이익	-11	-9	21	42	50
세전손익	-7	-5	26	47	55
지배순이익	-7	-3	20	37	43
EPS	-273	-135	778	1,434	1,670
증감율	적전	적지	흑전	84.2	16.5
ROE	-5.8	-2.8	14.7	22.1	20.5
PER	-	-	15.4	8.4	7.2
PBR	2.5	1.2	1.9	1.5	1.3
EV/EBITDA	-	-	9.5	4.0	2.7

자료 : 신영증권 리서치센터

브이엠 12개월 선행 PBR 밴드

자료 : 신영증권 리서치센터

주가 차트 및 Key data



(기준일 2025.07.02)

KOSPI(pt)	3075.06
KOSDAQ(pt)	782.17
액면가(원)	100
시가총액(억원)	2,884
발행주식수(천주)	25,630
평균거래량(3M,주)	104,741
평균거래대금(3M, 백만원)	1,246
52주 최고/최저	16,700 / 5,550
52주 일간Beta	1.2
배당수익률(25F,%)	0.0
외국인지분율(%)	3.6
주요주주 지분율(%)	
김남헌 외 5 인	11.9 %
최우형 외 2 인	10.3 %

자료 : 신영증권 리서치센터

브이엠(089970.KQ / 매수(유지) / TP 18,000원(유지))

2025년 연말엔 내년 실적 가시성 확보될 전망

- **올해 실적 기준 밸류에이션은 적정하다는 판단**
  - 2021년 브이엠 시가총액의 고점은 약 7,000억원으로 당해 영업이익의 약 14배였음. 현재 브이엠의 시가총액은 약 3,000억원으로 올해 영업이익 추정치의 15배 수준임. 올해 실적 기준으로 비슷한 수준의 밸류에이션을 받고 있음
- **관건은 2026년 실적**
  - 2026년은 M15X향 장비 매출 인식이 본격화 되면서 1,736억원(YoY: +46%)의 매출과 421억원(YoY: +36%)의 영업이익 달성 가능할 전망
  - 당사는 2026년 EPS 상승 고려 시 브이엠의 업사이드가 높다고 판단함. 연말부터 2026년 실적에 대한 가시성이 확보될 것으로 전망되는 바 저가 매수 유효하다고 판단됨

분기별 재무제표 추이

(단위: 억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출	82	197	93	330	179	336	394	283	703	1,193	1,736
yoy	-25.3%	368.3%	31.6%	798.0%	117.6%	70.4%	321.6%	-14.1%	170.2%	69.7%	45.5%
영업이익	-53	3	-22	-15	19	61	93	41	-86	213	421
yoy	적지	흑전	적지	적지	흑전	2092.1%	흑전	흑전	적지	흑전	35.6%
OPM	-63.9%	1.4%	-23.1%	-4.4%	10.5%	18.0%	23.6%	14.4%	-12.2%	17.9%	24.3%
당기순이익	-29	7	-29	16	16	61	81	43	-35	200	367
yoy	적전	흑전	적지	흑전	흑전	758.3%	흑전	161.3%	적지	흑전	26.4%
NPM	-35.6%	3.6%	-30.6%	5.0%	8.8%	18.0%	20.5%	15.1%	-4.9%	16.7%	21.2%

자료: 신영증권 리서치센터

브이엠(089970.KQ) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**260**	**703**	**1,193**	**1,736**	**1,899**
증가율(%)	-81.6	170.4	69.7	45.5	9.4
매출원가	**133**	**469**	**718**	**1,023**	**1,119**
매출총이익	**127**	**234**	**474**	**713**	**780**
매출총이익률(%)	48.8	33.3	39.7	41.1	41.1
판매비와 관리비 등	**236**	**320**	**261**	**292**	**282**
영업이익	**-110**	**-86**	**213**	**421**	**498**
증가율(%)	적전	적지	흑전	97.7	18.3
영업이익률(%)	-42.3	-12.2	17.9	24.3	26.2
EBITDA	**-93**	**-69**	**230**	**437**	**514**
EBITDA마진(%)	-35.8	-9.8	19.3	25.2	27.1
순금융손익	**37**	**39**	**43**	**49**	**49**
기타영업외손익	**0**	**1**	**1**	**1**	**1**
종속및관계기업 관련손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
법인세차감전계속사업이익	**-73**	**-46**	**258**	**471**	**549**
계속사업손익법인세비용	**-3**	**-11**	**58**	**104**	**121**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**-70**	**-35**	**199**	**367**	**428**
지배주주지분 당기순이익	**-70**	**-35**	**199**	**367**	**428**
증가율(%)	**적전**	**적지**	**흑전**	**84.4**	**16.6**
기타포괄이익	**4**	**24**	**24**	**24**	**24**
총포괄이익	**-66**	**-10**	**224**	**392**	**452**

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**1,408**	**1,505**	**1,637**	**2,002**	**2,338**
현금및현금성자산	682	920	926	1,271	1,539
매출채권 및 기타채권	17	90	85	122	132
재고자산	678	468	596	579	633
비유동자산	**102**	**152**	**151**	**155**	**159**
유형자산	77	122	127	132	137
무형자산	4	4	2	1	-1
투자자산	15	15	15	15	15
자산총계	**1,509**	**1,657**	**1,788**	**2,157**	**2,497**
유동부채	**270**	**393**	**300**	**278**	**166**
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	42	121	158	235	223
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	**18**	**21**	**21**	**21**	**21**
부채총계	**288**	**414**	**321**	**299**	**187**
지배주주지분	**1,222**	**1,243**	**1,467**	**1,858**	**2,311**
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	412	424	424	424	424
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**1,222**	**1,243**	**1,467**	**1,858**	**2,311**
총차입금	**232**	**267**	**137**	**37**	**-63**
순차입금	**-591**	**-794**	**-808**	**-1,252**	**-1,620**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**-156**	**222**	**121**	**433**	**357**
당기순이익	**-70**	**-35**	**199**	**367**	**428**
현금유출이없는비용및수익	**14**	**23**	**43**	**81**	**95**
유형자산감가상각비	15	15	15	15	15
무형자산상각비	2	1	1	1	1
영업활동관련자산부채변동	**-97**	**207**	**-88**	**57**	**-80**
매출채권의감소(증가)	49	-75	5	-36	-11
재고자산의감소(증가)	-63	199	-128	18	-54
매입채무의증가(감소)	-65	64	37	78	-12
투자활동으로인한현금흐름	**268**	**-58**	**-15**	**-15**	**-15**
투자자산의 감소(증가)	2	0	0	0	0
유형자산의 감소	14	1	0	0	0
CAPEX	-17	-61	-20	-20	-20
단기금융자산의감소(증가)	275	-5	0	0	0
재무활동으로인한현금흐름	**81**	**-1**	**-1**	**-1**	**-1**
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	**7**	**75**	**-98**	**-73**	**-73**
현금의 증가	**200**	**238**	**7**	**345**	**268**
기초현금	481	682	920	926	1,271
기말현금	682	920	926	1,271	1,539

삼성에스디에스(018260.KS / 매수(유지) / TP 200,000원(상향))

분석의 기본 가정
- 공공 AX 시장 규모가 점차 확대될 것으로 전망

넌캡티브 매출 본격 확장시기

- **클라우드 매출 비중은 점차 확대되고 있다**
  - 1Q25 기준 클라우드 매출 비중은 41%까지 증가
  - 특히 CSP 매출 가파르게 확대됨에 따라 영업 레버리지가 확대되는 구간
  - 최근 민간 클라우드, AI 사업을 연이어 수주하고 있어, 2025년은 IT 서비스 부문의 넌캡티브 매출이 본격 확대되는 원년이 될 것

실적 전망 (단위: 십억원, 원, %, 배)

결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	13,277	13,828	14,366	14,993	15,622
영업이익	808	911	985	1,102	1,197
세전손익	986	1,103	1,218	1,337	1,449
지배순이익	693	757	847	932	1,013
EPS	8,962	9,783	10,942	12,043	13,093
증감율	-36.9	9.2	11.8	10.1	8.7
ROE	8.2	8.4	8.7	8.9	8.9
PER	19.0	13.1	15.1	13.7	12.6
PBR	1.5	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.1	3.3	2.6	2.3	1.9

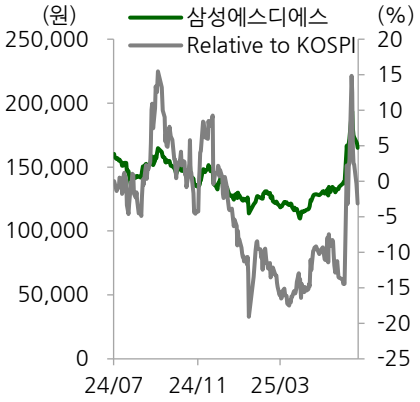
자료 : 신영증권 리서치센터

삼성에스디에스 Valuation

구분	가치	비고
Fwd 12M 지배순이익	807	2Q25F~1Q26F 지배순이익
유통주식수(백만주)	77	
Fwd 12M EPS	10,427	
Target PER	19	2017~2024년 평균 PER
적정주가(원)	200,202	
목표주가(원)	**200,000**	
현재주가(원)	165,000	
상승여력	21.2%	

자료: 신영증권 리서치센터

주가 차트 및 Key data



(기준일 2025.07.02)

KOSPI(pt)	3075.06
KOSDAQ(pt)	782.17
액면가(원)	500
시가총액(억원)	127,673
발행주식수(천주)	77,378
평균거래량(3M,주)	224,610
평균거래대금(3M, 백만원)	34,522
52주 최고/최저	193,500 / 109,600
52주 일간Beta	0.8
배당수익률(25F,%)	2.3
외국인지분율(%)	18.9
주요주주 지분율(%)	
삼성전자 외 10 인	48.9 %
국민연금공단	8.8 %

자료 : 신영증권 리서치센터

삼성에스디에스(018260.KS / 매수(유지) / TP 200,000원(상향))

- **공공 수주 실적이 이어지고 있다**
  - 올해 국회 빅데이터 플랫폼 구축 사업, 범정부 초거대 AI 공통기반 구현 사업 등 수주
  - 6월 30일에는 산업은행의 정보시스템 운영업무 외주용역 사업 우선협상 대상자로 선정
- **AI 에이전트 서비스도 출시**
  - 6월 26일 동사는 패브릭스와 브리티 코파일럿 등 기존 AI 솔루션에 에이전트 서비스를 접목해 출시
  - 노후화된 기존 코드를 새로운 프로그래밍 언어로 전환할 수 있는 '코드 전환 에이전트'가 대표적
  - 고객사들의 AI 에이전트 도입에 따른 업셀링 기대. 추후 에이전트 기능을 추가 공개할 예정.

분기별 재무제표 추이

(단위: 십억원)

구분	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024A	2025F	2026F
영업수익	3,247	3,369	3,570	3,642	3,490	3,572	3,597	3,708	13,828	14,366	14,993
YoY	-4.5%	2.4%	11.3%	7.9%	7.5%	6.0%	0.8%	1.8%	4.2%	3.9%	4.4%
〈부문별 매출액〉											
IT서비스	1,554	1,586	1,630	1,632	1,600	1,704	1,720	1,764	6,402	6,789	7,229
클라우드	531	556	637	600	653	665	717	729	2,324	2,764	3,212
SI	288	268	257	266	236	260	254	259	1,079	1,009	991
ITO	735	763	736	766	712	779	749	777	2,999	3,016	3,026
운송	1,694	1,783	1,940	2,010	1,889	1,868	1,877	1,943	7,427	7,577	7,763
영업이익	226	221	253	212	269	238	238	241	911	985	1,102
YoY	16.3%	7.0%	31.0%	-1.4%	18.9%	7.6%	-5.9%	13.8%	12.7%	8.1%	11.9%
OPM	7.0%	6.6%	7.1%	5.8%	7.7%	6.7%	6.6%	6.5%	6.6%	6.9%	7.3%
지배순이익	217	191	186	196	218	185	184	252	790	872	957
YoY	4.1%	11.8%	5.2%	34.4%	0.4%	-3.2%	-1.1%	28.6%	12.6%	10.5%	9.7%
NPM	6.7%	5.7%	5.2%	5.4%	6.2%	5.2%	5.1%	6.8%	5.7%	6.1%	6.4%

자료: 신영증권 리서치센터

삼성에스디에스(018260.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**132,768**	**138,282**	**143,658**	**149,928**	**156,215**
증가율(%)	-23.0	4.2	3.9	4.4	4.2
매출원가	**114,807**	**118,159**	**122,484**	**127,166**	**132,092**
매출총이익	**17,961**	**20,123**	**21,175**	**22,762**	**24,123**
매출총이익률(%)	13.5	14.6	14.7	15.2	15.4
판매비와 관리비 등	**9,879**	**11,012**	**11,327**	**11,743**	**12,155**
영업이익	**8,082**	**9,111**	**9,848**	**11,019**	**11,968**
증가율(%)	-11.8	12.7	8.1	11.9	8.6
영업이익률(%)	6.1	6.6	6.9	7.3	7.7
EBITDA	**14,208**	**15,181**	**16,338**	**15,136**	**14,580**
EBITDA마진(%)	10.7	11.0	11.4	10.1	9.3
순금융손익	**1,475**	**1,737**	**2,157**	**2,173**	**2,348**
기타영업외손익	**234**	**149**	**147**	**146**	**145**
종속및관계기업 관련손익	**64**	**31**	**29**	**27**	**26**
법인세차감전계속사업이익	**9,855**	**11,028**	**12,181**	**13,366**	**14,487**
계속사업손익법인세비용	**2,842**	**3,133**	**3,460**	**3,797**	**4,115**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**7,013**	**7,895**	**8,721**	**9,569**	**10,372**
지배주주지분 당기순이익	**6,934**	**7,570**	**8,467**	**9,318**	**10,131**
증가율(%)	**-36.9**	**9.2**	**11.8**	**10.1**	**8.7**
기타포괄이익	**-139**	**1,445**	**1,443**	**1,443**	**1,443**
총포괄이익	**6,874**	**9,340**	**10,164**	**11,012**	**11,814**

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**81,603**	**90,038**	**97,626**	**106,135**	**115,361**
현금및현금성자산	17,877	16,688	16,310	14,164	11,073
매출채권 및 기타채권	22,289	25,342	25,511	27,039	28,642
재고자산	235	190	221	230	240
비유동자산	**41,607**	**42,345**	**42,939**	**43,454**	**44,099**
유형자산	16,544	17,739	18,448	19,186	19,954
무형자산	8,189	8,141	7,978	7,739	7,584
투자자산	1,447	1,563	1,610	1,626	1,659
자산총계	**123,210**	**132,383**	**140,565**	**149,589**	**159,460**
유동부채	**23,919**	**24,954**	**25,359**	**25,916**	**26,533**
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	16,625	17,025	17,483	18,067	18,658
유동성장기부채	2,113	2,665	2,612	2,586	2,612
비유동부채	**9,536**	**10,375**	**10,231**	**10,161**	**10,231**
부채총계	**33,455**	**35,329**	**35,590**	**36,077**	**36,764**
지배주주지분	**86,580**	**93,331**	**100,997**	**109,283**	**118,227**
자본금	387	387	387	387	387
자본잉여금	12,975	12,975	12,975	12,975	12,975
비지배주주지분	**3,176**	**3,723**	**3,978**	**4,228**	**4,468**
자본총계	**89,756**	**97,054**	**104,975**	**113,511**	**122,696**
총차입금	**8,678**	**9,836**	**9,639**	**9,543**	**9,638**
순차입금	**-47,644**	**-51,815**	**-57,888**	**-64,852**	**-72,264**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**14,608**	**12,380**	**14,932**	**11,800**	**11,033**
당기순이익	**7,013**	**7,895**	**8,721**	**9,569**	**10,372**
현금유출이없는비용및수익	**8,082**	**8,908**	**7,998**	**5,592**	**4,115**
유형자산감가상각비	5,637	5,534	5,955	3,766	2,381
무형자산상각비	488	536	536	352	231
영업활동관련자산부채변동	**-1,061**	**-2,517**	**157**	**-1,290**	**-1,282**
매출채권의감소(증가)	1,944	-2,330	-169	-1,528	-1,603
재고자산의감소(증가)	0	0	-31	-10	-10
매입채무의증가(감소)	-123	-603	458	584	591
투자활동으로인한현금흐름	**-6,221**	**-10,688**	**-12,496**	**-13,913**	**-15,616**
투자자산의 감소(증가)	144	-85	-16	15	-1
유형자산의 감소	53	18	0	0	0
CAPEX	-4,507	-4,747	-4,937	-5,036	-5,137
단기금융자산의감소(증가)	-662	-6,517	-7,664	-9,013	-10,599
재무활동으로인한현금흐름	**-4,626**	**-4,234**	**-4,372**	**-4,345**	**-4,525**
장기차입금의증가(감소)	-100	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	**195**	**1,352**	**1,559**	**4,312**	**6,016**
현금의 증가	**3,956**	**-1,189**	**-377**	**-2,146**	**-3,092**
기초현금	13,921	17,877	16,688	16,310	14,164
기말현금	17,877	16,688	16,310	14,164	11,073

LG씨엔에스(064400.KS / Not Rated)

분석의 기본 가정
- 공공 AX 시장 규모가 점차 확대될 것으로 전망

클라우드&AI 본격 성장은 지금부터

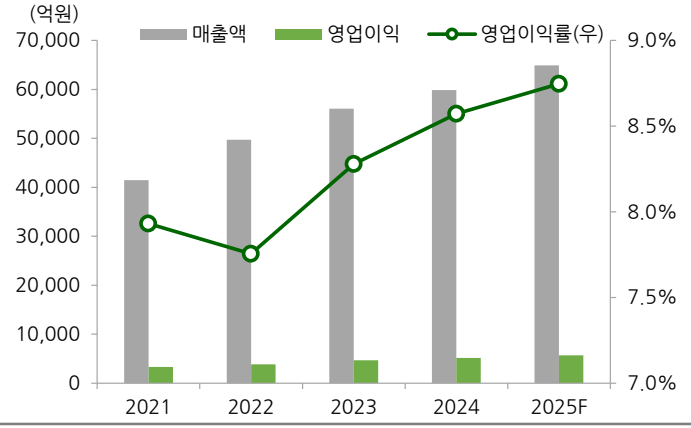
- SI/MSP 사업자로서의 경쟁력 탁월
  - 공공, 금융 SI 사업 경험이 풍부
  - 경쟁사 대비 넌캡티브 매출 비중이 높다는 점에 주목 필요. 2024년 Non-Captive 매출 2.2조원 (매출 비중 37%)
  - 2024년 클라우드&AI 부문 매출 3.4조원 (YoY+15.8%, 매출 비중 56%)

실적 전망 (단위: 십억원, 원, %, 배)

결산기(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	3,360	4,143	4,970	5,605	5,983
영업이익	246	329	385	464	513
세전손익	232	316	365	443	485
지배순이익	167	236	265	332	365
EPS	1,916	2,702	3,043	3,811	4,180
증감율	2.0	41.0	12.6	25.2	9.7
ROE	13.3	17.2	17.2	19.0	18.3
PER	-	-	-	-	-
PBR	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-

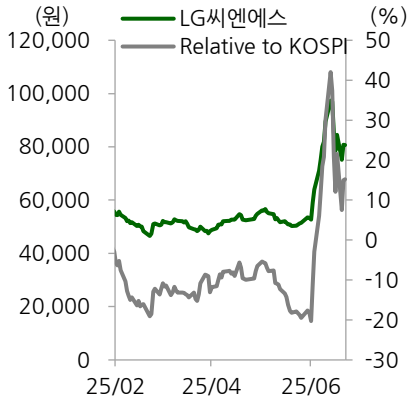
자료 : 신영증권 리서치센터

연간 매출 및 영업이익, OPM



자료: 신영증권 리서치센터

주가 차트 및 Key data



(기준일 2025.07.02)

KOSPI(pt)	3075.06
KOSDAQ(pt)	782.17
액면가(원)	500
시가총액(억원)	78,090
발행주식수(천주)	96,886
평균거래량(3M,주)	1,188,629
평균거래대금(3M, 백만원)	82,618
52주 최고/최저	97,400 / 46,550
52주 일간Beta	3.4
배당수익률(25F,%)	1.7
외국인지분율(%)	4.4
주요주주 지분율(%)	
LG 외 1 인	46.0 %
크리스탈코리아 유한회사	21.5 %

자료 : 신영증권 리서치센터

LG씨엔에스(064400.KS / Not Rated)

- **정부 AX 활성화 정책으로 인해 공공, 금융 AX 시장 규모가 확대될 것으로 예상**
  - 정부 AI 인프라 투자 활성화 정책에 따라 DBO, AX 사업 모멘텀 지속될 것
  - 공공, 금융 AI 도입 확산에 따른 수혜가
- **블록체인 기반 솔루션 모나체인 보유**
  - 모나체인 기반 한국은행 CBDC 프로젝트 한강 수주해 올해 초 구축 완료
  - CBDC 결제, 인증 시스템 관련 레퍼런스 다수 보유

분기별 재무제표 추이

(단위: 억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
매출	10,704	14,496	14,384	20,242	12,114	15,460	15,312	22,027	56,053	59,826	64,913
yoy	2.0%	5.6%	12.6%	6.2%	13.2%	6.6%	6.5%	8.8%	12.8%	6.7%	8.5%
영업이익	323	1,377	1,428	2,001	789	1,309	1,371	2,034	4,640	5,129	5,678
yoy	-48.9%	21.0%	60.1%	1.1%	144.3%	-5.0%	-4.0%	1.6%	20%	11%	11%
OPM	3.0%	9.5%	9.9%	9.9%	6.5%	8.5%	9.0%	9.2%	8.3%	8.6%	8.7%
지배주주 순이익	123	1,025	1,179	1,318	568	957	1,015	1,540	3,323	3,645	4,097
yoy	-71.1%	35.8%	86.0%	-12.7%	362.2%	-6.7%	-13.9%	16.8%	25.2%	9.7%	9.7%
NPM	1.1%	7.1%	8.2%	6.5%	4.7%	6.2%	6.6%	7.0%	5.9%	6.1%	6.3%

자료: 신영증권 리서치센터

LG씨엔에스(064400.KS) 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	**33,605**	**41,431**	**49,697**	**56,053**	**59,826**
증가율(%)	2.4	23.3	20.0	12.8	6.7
매출원가	**28,456**	**35,262**	**42,376**	**47,704**	**50,514**
매출총이익	**5,149**	**6,170**	**7,320**	**8,349**	**9,312**
매출총이익률(%)	15.3	14.9	14.7	14.9	15.6
판매비와 관리비 등	**2,688**	**2,884**	**3,466**	**3,708**	**4,184**
영업이익	**2,461**	**3,286**	**3,854**	**4,640**	**5,129**
증가율(%)	15.6	33.5	17.3	20.4	10.5
영업이익률(%)	7.3	7.9	7.8	8.3	8.6
EBITDA	**3,271**	**4,076**	**4,743**	**5,613**	**6,168**
EBITDA마진(%)	9.7	9.8	9.5	10.0	10.3
순금융손익	**-85**	**-53**	**-13**	**-32**	**93**
기타영업외손익	**-32**	**-113**	**-247**	**-331**	**-415**
종속및관계기업 관련손익	**-27**	**40**	**55**	**148**	**48**
법인세차감전계속사업이익	**2,317**	**3,161**	**3,649**	**4,427**	**4,855**
계속사업손익법인세비용	**652**	**811**	**999**	**1,103**	**1,206**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**1,665**	**2,349**	**2,650**	**3,324**	**3,649**
지배주주지분 당기순이익	**1,671**	**2,356**	**2,654**	**3,323**	**3,645**
증가율(%)	**2.0**	**41.0**	**12.6**	**25.2**	**9.7**
기타포괄이익	**-26**	**114**	**0**	**89**	**198**
총포괄이익	**1,639**	**2,464**	**2,649**	**3,412**	**3,847**

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
유동자산	**19,739**	**23,304**	**28,479**	**30,372**	**34,353**
현금및현금성자산	7,203	6,079	7,283	5,046	10,766
매출채권 및 기타채권	8,401	11,354	14,197	15,739	17,143
재고자산	348	513	554	665	459
비유동자산	**9,095**	**9,942**	**10,172**	**10,034**	**10,692**
유형자산	5,839	5,689	5,649	5,485	5,452
무형자산	758	1,192	1,045	881	637
투자자산	1,050	1,355	1,568	1,744	2,031
자산총계	**28,834**	**33,247**	**38,651**	**40,407**	**45,045**
유동부채	**10,330**	**13,824**	**20,053**	**15,431**	**18,523**
단기차입금	297	226	2,765	26	55
매입채무및기타채무	7,097	9,803	11,288	11,965	12,550
유동성장기부채	1,027	1,017	2,743	160	2,017
비유동부채	**5,630**	**4,803**	**2,290**	**6,293**	**5,294**
부채총계	**15,961**	**18,627**	**22,343**	**21,724**	**23,817**
지배주주지분	**12,858**	**14,574**	**16,260**	**18,633**	**21,151**
자본금	472	472	472	472	472
자본잉여금	367	367	350	350	350
비지배주주지분	**16**	**46**	**48**	**50**	**77**
자본총계	**12,873**	**14,620**	**16,308**	**18,683**	**21,228**
총차입금	**6,756**	**5,774**	**7,489**	**6,127**	**7,181**
순차입금	**-2,091**	**-1,809**	**-1,164**	**-726**	**-4,615**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
영업활동으로인한현금흐름	**4,316**	**1,813**	**1,616**	**1,436**	**7,154**
당기순이익	**1,665**	**2,349**	**2,650**	**3,324**	**3,649**
현금유출이없는비용및수익	**1,851**	**2,061**	**2,581**	**2,850**	**3,534**
유형자산감가상각비	709	650	698	757	862
무형자산상각비	101	140	191	216	177
영업활동관련자산부채변동	**1,237**	**-1,836**	**-2,549**	**-3,381**	**1,214**
매출채권의감소(증가)	-81	-2,757	-2,853	-1,331	-832
재고자산의감소(증가)	229	-164	-39	-110	205
매입채무의증가(감소)	1,220	1,712	914	232	-145
투자활동으로인한현금흐름	**-1,662**	**-1,099**	**-966**	**-1,137**	**-133**
투자자산의 감소(증가)	-211	-305	-214	-175	-287
유형자산의 감소	16	4	2	49	3
CAPEX	-267	-392	-568	-440	-306
단기금융자산의감소(증가)	-1,127	146	136	-437	759
재무활동으로인한현금흐름	**-339**	**-1,855**	**547**	**-2,547**	**-1,408**
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	-3
사채의증가(감소)	700	-900	-900	1,400	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	**-16**	**17**	**7**	**11**	**108**
현금의 증가	**2,300**	**-1,123**	**1,204**	**-2,238**	**5,720**
기초현금	4,903	7,203	6,079	7,283	5,046
기말현금	7,203	6,079	7,283	5,046	10,766

더존비즈온(012510.KS / 매수(유지) / TP 85,000원(유지))

분석의 기본 가정
• ONE AI 고객사는 2025년 말 기준 9,000개사로 확대될 것

앞으로 보여줄 것이 많다

- **국내 대표 소프트웨어 기업**
  - 국내 ERP 시장 점유율 2위 (1위는 SAP), 누적 고객사 13만개사, 유지보수 고객사 7만개사 보유
  - 제주은행 지분 14.9% 취득, 기존 ERP 솔루션에 제주은행의 금융 서비스를 결합해 내년 초 출시할 계획

실적 전망 (단위: 십억원, 원, %, 배)

결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	354	402	433	477	523
영업이익	69	88	99	113	126
세전손익	45	95	80	92	103
지배순이익	35	59	64	73	82
EPS	1,117	1,867	2,018	2,330	2,597
증감율	47.6	67.2	8.1	15.5	11.5
ROE	8.2	12.2	11.3	12.0	12.1
PER	25.9	34.1	35.0	30.3	27.2
PBR	1.7	3.2	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	9.2	15.7	12.4	11.4	10.4

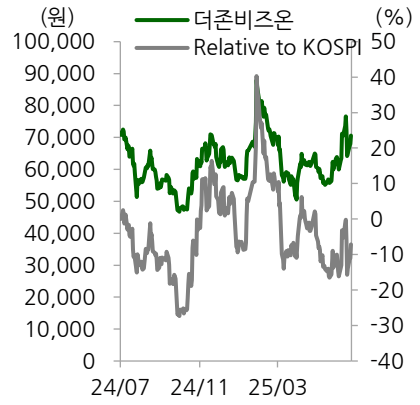
자료 : 신영증권 리서치센터

더존비즈온 Valuation Table

구분	가치	비고
Fwd 12M 지배순이익	66.5	2Q25F~1Q26F 지배순이익
발행주식수(백만주)	30	
Fwd 12M EPS	2,187	
Target PER	39	24년 SAP, INTU, HUBS 평균 멀티플 20% 할인
적정주가(원)	85,306	
목표주가(원)	**85,000**	
현재주가(원)	70,600	
상승여력	20.4%	

자료: 신영증권 리서치센터

주가 차트 및 Key data (기준일 2025.07.02)



KOSPI(pt)	3075.06
KOSDAQ(pt)	782.17
액면가(원)	500
시가총액(억원)	21,450
발행주식수(천주)	31,478
평균거래량(3M,주)	268,656
평균거래대금(3M, 백만원)	17,095
52주 최고/최저	88,000 / 46,700
52주 일간Beta	0.3
배당수익률(25F,%)	1.0
외국인지분율(%)	10.1
주요주주 지분율(%)	
김용우 외 10 인	22.8 %
신한밸류업제일차	10.2 %

자료 : 신영증권 리서치센터

더존비즈온(012510.KS / 매수(유지) / TP 85,000원(유지))

- **ONE AI 고객사 확보 시 실적 개선 효과**
  - 25년말 ONE AI 고객사 9,000개사 확보 시 전체 매출의 4% 비중까지 확대 가능
    → 정부의 AX 바우처 사업 참여 시 ONE AI 고객사 확대 가능할 것으로 기대됨
- **2026년부터 터져나올 실적 모멘텀**
  - 제주은행과 준비하는 ERP 뱅킹 매출이 본격화되는 시점은 2026년
  - 일본 시장 진출을 통한 외형 확대, 자회사 실적 개선은 추가적인 Upside 요소

분기별 재무제표 추이

구분	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024A	2025F	2026F
영업수익	94.4	99.4	97.0	111.5	98.6	105.9	106.7	121.9	402.3	433.1	476.6
YoY	16.0%	17.0%	14.5%	7.6%	4.4%	6.5%	10.0%	9.4%	13.5%	7.7%	10.0%
〈부문별 매출액〉											
Lite ERP	22.5	23.3	22.6	24.6	24.9	25.1	25.3	27.2	93.0	102.5	112.9
Standard ERP	27.5	30.0	28.2	32.1	29.6	33.0	33.2	38.5	117.8	134.2	155.7
Extended ERP	21.0	20.1	22.5	22.8	22.0	21.7	24.3	24.5	86.5	92.6	98.2
기타	23.4	26.0	23.7	31.9	22.1	26.0	23.9	31.8	105.1	103.8	103.8
영업이익	18.1	20.4	20.1	29.4	21.6	22.7	21.9	33.1	88.1	99.2	112.5
YoY	21.3%	19.1%	29.4%	18.9%	19.0%	11.0%	9.2%	12.4%	21.7%	12.7%	13.4%
OPM	19.2%	20.5%	20.7%	26.4%	21.9%	21.4%	20.5%	27.1%	21.9%	22.9%	23.6%
지배순이익	15.9	11.1	11.4	20.3	12.4	12.5	13.0	25.5	58.8	63.5	73.3
YoY	103.7%	22.6%	45.8%	94.4%	-21.8%	12.8%	14.0%	25.5%	67.2%	8.1%	15.5%
NPM	16.9%	11.2%	11.8%	18.2%	12.6%	11.8%	12.2%	20.9%	14.6%	14.7%	15.4%

자료: 신영증권 리서치센터

더존비즈온(012510.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**3,536**	**4,023**	**4,331**	**4,766**	**5,232**
증가율(%)	16.2	13.8	7.7	10.0	9.8
매출원가	**2,008**	**2,183**	**2,324**	**2,535**	**2,768**
매출총이익	**1,528**	**1,840**	**2,007**	**2,232**	**2,464**
매출총이익률(%)	43.2	45.7	46.3	46.8	47.1
판매비와 관리비 등	**837**	**959**	**1,015**	**1,106**	**1,208**
영업이익	**691**	**881**	**992**	**1,125**	**1,256**
증가율(%)	51.9	27.5	12.6	13.4	11.6
영업이익률(%)	19.5	21.9	22.9	23.6	24.0
EBITDA	**1,058**	**1,254**	**1,349**	**1,406**	**1,477**
EBITDA마진(%)	29.9	31.2	31.1	29.5	28.2
순금융손익	**-146**	**-23**	**-82**	**-80**	**-93**
기타영업외손익	**-83**	**109**	**-102**	**-113**	**-125**
종속및관계기업 관련손익	**-7**	**-14**	**-11**	**-10**	**-8**
법인세차감전계속사업이익	**454**	**954**	**796**	**923**	**1,029**
계속사업손익법인세비용	**111**	**173**	**184**	**215**	**239**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**343**	**780**	**612**	**708**	**789**
지배주주지분 당기순이익	**352**	**588**	**635**	**733**	**818**
증가율(%)	**47.9**	**67.0**	**8.0**	**15.4**	**11.6**
기타포괄이익	**-100**	**-24**	**-24**	**-24**	**-24**
총포괄이익	**243**	**756**	**588**	**684**	**765**

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**1,256**	**2,159**	**2,795**	**3,489**	**4,307**
현금및현금성자산	541	1,214	1,647	1,910	1,921
매출채권 및 기타채권	487	539	580	673	799
재고자산	12	13	13	15	16
비유동자산	**7,577**	**8,217**	**8,054**	**7,917**	**7,800**
유형자산	3,728	3,611	3,600	3,590	3,579
무형자산	1,044	1,256	1,142	1,053	984
투자자산	410	871	833	796	758
자산총계	**8,833**	**10,376**	**10,850**	**11,406**	**12,107**
유동부채	**4,155**	**2,043**	**2,069**	**2,104**	**2,142**
단기차입금	180	380	380	380	380
매입채무및기타채무	374	412	438	473	510
유동성장기부채	2,539	51	51	51	51
비유동부채	**225**	**2,785**	**2,785**	**2,785**	**2,785**
부채총계	**4,380**	**4,828**	**4,854**	**4,889**	**4,926**
지배주주지분	**4,271**	**5,389**	**5,859**	**6,405**	**7,097**
자본금	157	157	157	157	157
자본잉여금	2,265	4,745	4,745	4,745	4,745
비지배주주지분	**182**	**160**	**137**	**112**	**83**
자본총계	**4,453**	**5,548**	**5,996**	**6,517**	**7,181**
총차입금	**2,789**	**3,014**	**3,014**	**3,014**	**3,014**
순차입금	**750**	**214**	**916**	**307**	**-393**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**1,012**	**1,036**	**1,026**	**931**	**921**
당기순이익	**343**	**780**	**612**	**708**	**789**
현금유출이없는비용및수익	**783**	**597**	**696**	**649**	**612**
유형자산감가상각비	258	260	243	192	152
무형자산상각비	110	114	114	89	69
영업활동관련자산부채변동	**36**	**-110**	**43**	**-71**	**-103**
매출채권의감소(증가)	22	-51	-41	-93	-126
재고자산의감소(증가)	6	1	0	-1	-1
매입채무의증가(감소)	0	5	26	35	38
투자활동으로인한현금흐름	**-685**	**-345**	**-129**	**-302**	**-645**
투자자산의 감소(증가)	-115	-474	24	24	24
유형자산의 감소	6	4	0	0	0
CAPEX	-254	-153	-153	-154	-155
단기금융자산의감소(증가)	241	27	-174	-346	-689
재무활동으로인한현금흐름	**-327**	**-64**	**-227**	**-180**	**-202**
장기차입금의증가(감소)	0	2,500	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	**0**	**2**	**-238**	**-186**	**-62**
현금의 증가	**0**	**628**	**433**	**263**	**12**
기초현금	541	585	1,214	1,647	1,910
기말현금	541	1,214	1,647	1,910	1,921

한글과컴퓨터(030520.KQ / Not Rated)

분석의 기본 가정
- 공공 AX 시장 규모가 점차 확대될 것으로 전망

공공 AI 전환의 최대 수혜자

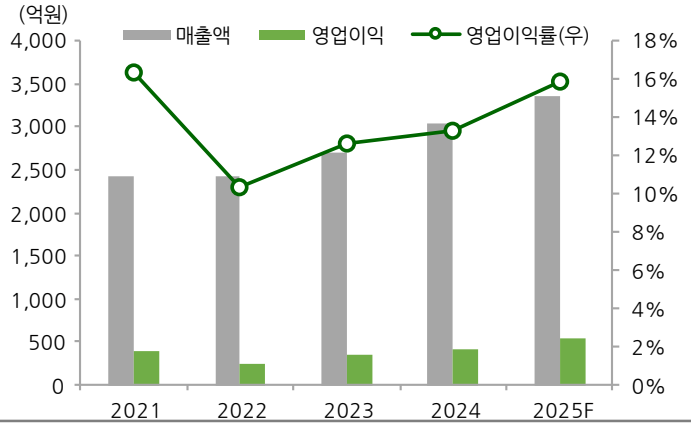
- SaaS와 AI 매출 가파르게 확대되는 중
  - 2024년 클라우드 소프트웨어 매출은 전년 대비 258% 증가한 427억원 (매출 비중 27%)
  - 한컴피디아, 한컴 어시스턴트 등 AI 제품 2024년 12월 출시. 공공기관 수주를 통한 매출 확대 기대됨

실적 전망 (단위: 십억원, 원, %, 배)

결산기(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	401	242	242	271	305
영업이익	68	40	25	34	40
세전손익	60	24	-15	-21	25
지배순이익	37	18	47	15	14
EPS	1,515	723	1,855	606	574
증감율	85.2	-52.3	156.8	-67.3	-5.3
ROE	14.7	6.6	15.8	4.6	4.1
PER	12.4	36.7	6.6	23.5	36.8
PBR	1.6	2.3	0.9	1.0	1.5
EV/EBITDA	6.0	11.9	6.1	6.1	9.0

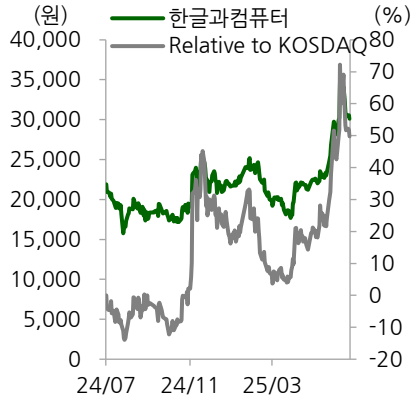
자료 : 신영증권 리서치센터

연간 매출 및 영업이익, OPM



자료: 신영증권 리서치센터

주가 차트 및 Key data (기준일 2025.07.02)



KOSPI(pt)	3075.06
KOSDAQ(pt)	782.17
액면가(원)	500
시가총액(억원)	7,278
발행주식수(천주)	24,180
평균거래량(3M,주)	600,397
평균거래대금(3M, 백만원)	16,150
52주 최고/최저	34,500 / 15,780
52주 일간Beta	0.7
배당수익률(23A,%)	1.2
외국인지분율(%)	7.7
주요주주 지분율(%)	
한컴위드 외 3 인	35.8 %

자료 : 신영증권 리서치센터

한글과컴퓨터(030520.KQ / Not Rated)

- **높은 B2G 비중, 앞으로는 장점이 될 수 있다**
  - 공공기관에서 점차 클라우드/AI 도입이 화대될 것으로 기대
  - 2030년까지 공공기관 시스템 클라우드 전환은 지속될 것으로 전망
    → CSAP 인증제도로 인해 클라우드 SaaS는 Microsoft가 진입하지 못하는 상황
- **AI 제품 도입에 따른 실적 개선 기대**
  - 삼성에스디에스와 공동으로 국회, 행안부 AI 플랫폼 구축 사업 수주
    → 국회 빅데이터 플랫폼 구축 1단계 사업의 경우 삼성에스디에스와 13개월간 116억 규모 프로젝트를 수행
  - 일본의 금융 시장으로 진출해 AI 사업을 확대할 예정, 키라보시 파이낸셜 그룹과 업무협약 체결

분기별 재무제표 추이

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
매출	546	905	712	885	609	959	767	972	2,711	3,048	3,363
yoy	30.7%	15.4%	24.9%	-5.8%	11.5%	5.9%	7.8%	9.9%	12.0%	12.4%	10.3%
영업이익	64	199	85	57	84	206	109	115	342	404	535
yoy	161.9%	8.9%	159.9%	-44.3%	31.7%	3.4%	28.1%	102.7%	36.5%	18.4%	32.4%
OPM	11.7%	22.0%	11.9%	6.4%	13.8%	21.5%	14.2%	11.8%	12.6%	13.3%	15.9%
당기순이익	60	212	56	-188	65	198	82	102	-275	140	450
yoy	14.4%	25.1%	62.3%	-64.7%	8.6%	-6.6%	47.3%	154.3%	-264.6%	150.9%	221.5%
NPM	11.0%	23.4%	7.8%	-21.2%	10.7%	20.7%	10.7%	10.5%	-10.1%	4.6%	13.4%

자료: 신영증권 리서치센터

한글과컴퓨터(030520.KQ) 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	**4,014**	**2,417**	**2,420**	**2,711**	**3,048**
증가율(%)	25.7	-39.8	0.1	12.0	12.4
매출원가	**1,940**	**1,023**	**951**	**1,117**	**1,175**
매출총이익	**2,074**	**1,394**	**1,469**	**1,594**	**1,873**
매출총이익률(%)	51.7	57.7	60.7	58.8	61.5
판매비와 관리비 등	**1,392**	**998**	**1,219**	**1,252**	**1,468**
영업이익	**682**	**396**	**250**	**342**	**404**
증가율(%)	105.4	-41.9	-36.9	36.8	18.1
영업이익률(%)	17.0	16.4	10.3	12.6	13.3
EBITDA	**960**	**672**	**531**	**583**	**617**
EBITDA마진(%)	23.9	27.8	21.9	21.5	20.2
순금융손익	**-67**	**-1**	**211**	**35**	**-22**
기타영업외손익	**-13**	**-91**	**-701**	**-689**	**-111**
종속및관계기업 관련손익	**-6**	**-67**	**91**	**104**	**-26**
법인세차감전계속사업이익	**597**	**236**	**-148**	**-208**	**245**
계속사업손익법인세비용	**130**	**141**	**69**	**67**	**105**
세후중단사업손익	**0**	**-51**	**384**	**0**	**0**
당기순이익	**466**	**44**	**167**	**-275**	**140**
지배주주지분 당기순이익	**371**	**180**	**468**	**151**	**139**
증가율(%)	**92.2**	**-51.5**	**160.0**	**-67.7**	**-7.9**
기타포괄이익	**-10**	**-3**	**8**	**-22**	**-25**
총포괄이익	**456**	**41**	**175**	**-297**	**115**

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
유동자산	**2,875**	**3,608**	**3,136**	**2,884**	**3,015**
현금및현금성자산	915	1,626	1,067	809	1,074
매출채권 및 기타채권	566	471	409	401	678
재고자산	605	567	430	521	478
비유동자산	**4,349**	**4,859**	**3,813**	**3,433**	**3,805**
유형자산	977	1,114	1,030	1,036	1,238
무형자산	2,443	2,585	1,557	877	1,015
투자자산	418	578	636	707	757
자산총계	**7,223**	**8,467**	**6,949**	**6,318**	**6,819**
유동부채	**1,750**	**2,039**	**1,629**	**1,040**	**1,302**
단기차입금	0	42	48	18	84
매입채무및기타채무	1,058	1,145	721	346	457
유동성장기부채	25	40	340	59	34
비유동부채	**948**	**930**	**510**	**572**	**661**
부채총계	**2,698**	**2,969**	**2,139**	**1,612**	**1,963**
지배주주지분	**2,687**	**2,779**	**3,157**	**3,350**	**3,485**
자본금	129	133	133	135	135
자본잉여금	944	1,021	1,023	1,081	1,166
비지배주주지분	**1,839**	**2,718**	**1,653**	**1,356**	**1,372**
자본총계	**4,525**	**5,497**	**4,810**	**4,706**	**4,857**
총차입금	**1,029**	**1,155**	**770**	**482**	**604**
순차입금	**-718**	**-1,403**	**-1,518**	**-1,233**	**-922**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
영업활동으로인한현금흐름	**672**	**542**	**238**	**471**	**560**
당기순이익	**466**	**44**	**167**	**-275**	**140**
현금유출이없는비용및수익	**581**	**741**	**457**	**891**	**531**
유형자산감가상각비	116	141	132	124	123
무형자산상각비	161	135	149	118	90
영업활동관련자산부채변동	**-246**	**-71**	**-299**	**-104**	**9**
매출채권의감소(증가)	81	49	-175	13	118
재고자산의감소(증가)	-235	54	-96	-87	44
매입채무의증가(감소)	27	34	-61	22	-4
투자활동으로인한현금흐름	**-725**	**-342**	**-609**	**-465**	**-364**
투자자산의 감소(증가)	-113	-160	-58	-72	-50
유형자산의 감소	5	27	5	5	32
CAPEX	-248	-151	-166	-153	-152
단기금융자산의감소(증가)	-152	-99	-81	367	415
재무활동으로인한현금흐름	**151**	**505**	**-183**	**-268**	**59**
장기차입금의증가(감소)	39	0	20	-14	88
사채의증가(감소)	0	195	-50	-226	23
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	10
기타현금흐름	**-9**	**5**	**-3**	**4**	**10**
현금의 증가	**89**	**711**	**-558**	**-258**	**265**
기초현금	826	915	1,626	1,067	809
기말현금	915	1,626	1,067	809	1,074

지니언스(263860.KQ / Not Rated)

분석의 기본 가정
• 정부의 보안 규제 강화로 기업 보안지출은 확대될 전망

기업 보안 지출 확대의 최대 수혜자

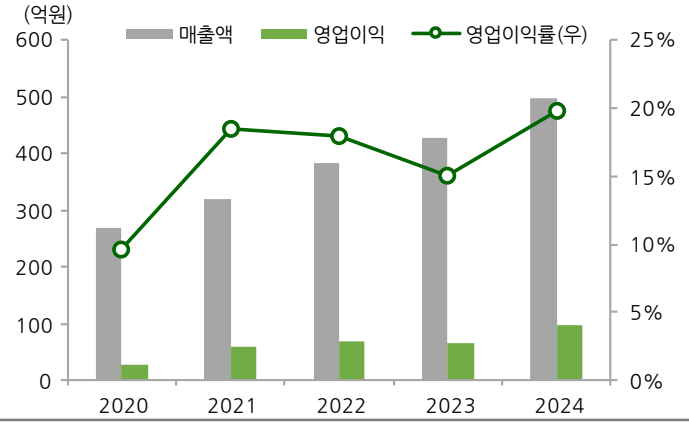
- **보안 소프트웨어 대표 주자**
  - NAC 점유율 75%, EDR 점유율 49%로 국내 1위, 두 제품 모두 국내 최초 개발
  - EDR 매출 비중은 약 10%, 점차 EDR 시장 본격 개화에 따른 외형 성장 기대됨
  - 2024년 글로벌 사업 매출은 약 14억원 (매출 비중 2.8%)

실적 전망 (단위: 십억원, 원, %, 배)

결산기(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	27	32	38	43	50
영업이익	3	6	7	6	10
세전손익	3	7	8	7	11
지배순이익	3	6	7	6	11
EPS	363	654	757	661	1,165
증감율	10.2	80.3	15.8	-12.6	76.1
ROE	10.0	16.2	16.1	12.7	20.3
PER	18.2	19.4	10.9	19.1	8.0
PBR	1.5	2.6	1.5	2.1	1.4
EV/EBITDA	8.0	12.9	3.9	10.4	3.3

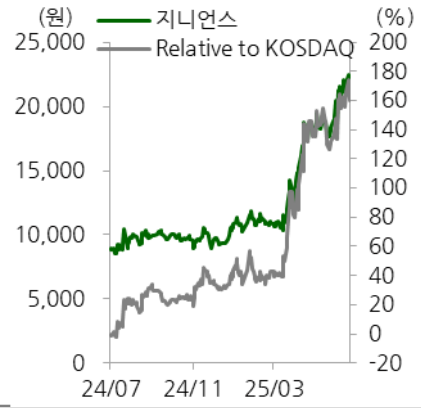
자료 : 신영증권 리서치센터

연간 매출 및 영업이익, OPM



자료: 신영증권 리서치센터

주가 차트 및 Key data (기준일 2025.07.02)



KOSPI(pt)	3075.06
KOSDAQ(pt)	782.17
액면가(원)	500
시가총액(억원)	1,938
발행주식수(천주)	9,080
평균거래량(3M,주)	141,025
평균거래대금(3M, 백만원)	2,566
52주 최고/최저	22,500 / 8,520
52주 일간Beta	1.0
배당수익률(23A,%)	1.1
외국인지분율(%)	26.6
주요주주 지분율(%)	
이동범 외 3 인	39.3 %
Miri Capital Management LL(	15.1 %

자료 : 신영증권 리서치센터

지니언스(263860.KQ / Not Rated)

보안 지출 확대의 최대 수혜자

- **보안지출 확대 움직임**
  - 통신사 해킹 이후 정부 규제 강화 흐름 → 통신사 보안계획 제출 의무화, 보안투자 세액공제 등 추진
  - 지정학적으로 사이버전쟁 확대, 2024년 미국 통신사, 2025년 캐나다 통신사 해킹 사실 공개
  - AI를 활용한 해킹 공격, AI를 대상으로 한 해킹 공격 모두 증가

- **고객사 포트폴리오, 제품 포트폴리오 확대**
  - 기존 탐지, 백신 우회하는 공격의 증가 → EDR 솔루션에 대한 문의 증가
  - 2025년 EDR, 2026년부터 ZTNA 매출 성장세 확대될 것

분기별 재무제표 추이

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2022A	2023A	2024A
매출	91	93	77	168	70	119	104	203	385	429	496
yoy	59.9%	-4.1%	7.5%	5.7%	-22.9%	27.6%	34.9%	21.0%	20.5%	11.5%	15.7%
영업이익	13	11	3	38	-5	19	22	62	69	65	98
yoy	1748.7%	-44.5%	-74.7%	-4.0%	-133.9%	77.4%	660.8%	63.3%	17.1%	-6.5%	52.2%
OPM	14.7%	11.3%	3.8%	22.5%	-6.5%	15.7%	21.6%	30.4%	18.0%	15.1%	19.8%
당기순이익	12	16	7	28	3	22	22	62	71	62	109
yoy	449.9%	-21.2%	-52.9%	-21.2%	-73.1%	37.9%	234.4%	123.2%	15.7%	-12.6%	74.7%
NPM	13.7%	16.8%	8.6%	16.5%	4.8%	18.2%	21.3%	30.5%	18.6%	14.6%	22.0%

자료: 신영증권 리서치센터

지니언스(263860.KQ) 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	**268**	**319**	**385**	**429**	**496**
증가율(%)	7.6	19.0	20.7	11.4	15.6
매출원가	**110**	**124**	**158**	**171**	**186**
매출총이익	**158**	**196**	**227**	**258**	**310**
매출총이익률(%)	59.0	61.4	59.0	60.1	62.5
판매비와 관리비 등	**132**	**136**	**157**	**193**	**211**
영업이익	**26**	**59**	**69**	**65**	**98**
증가율(%)	13.0	126.9	16.9	-5.8	50.8
영업이익률(%)	9.7	18.5	17.9	15.2	19.8
EBITDA	**35**	**67**	**75**	**71**	**106**
EBITDA마진(%)	13.1	21.0	19.5	16.6	21.4
순금융손익	**3**	**7**	**12**	**13**	**14**
기타영업외손익	**0**	**8**	**1**	**-8**	**4**
종속및관계기업 관련손익	**0**	**-1**	**-4**	**-4**	**-1**
법인세차감전계속사업이익	**28**	**72**	**78**	**65**	**115**
계속사업손익법인세비용	**-6**	**11**	**7**	**3**	**6**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**34**	**62**	**71**	**62**	**109**
지배주주지분 당기순이익	34	62	71	62	109
증가율(%)	9.7	82.4	14.5	-12.7	75.8
기타포괄이익	-6	0	5	-10	-30
총포괄이익	**29**	**62**	**76**	**52**	**79**

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
유동자산	**320**	**336**	**475**	**463**	**512**
현금및현금성자산	31	43	53	42	76
매출채권 및 기타채권	83	106	83	89	106
재고자산	10	25	40	47	35
비유동자산	**122**	**191**	**122**	**173**	**181**
유형자산	55	54	53	54	54
무형자산	35	33	31	34	48
투자자산	14	95	34	78	67
자산총계	**441**	**527**	**597**	**636**	**693**
유동부채	**60**	**106**	**108**	**125**	**96**
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	40	83	83	95	72
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	**32**	**9**	**10**	**6**	**29**
부채총계	**92**	**116**	**118**	**131**	**125**
지배주주지분	**349**	**411**	**479**	**505**	**568**
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	133	133	133	133	133
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**349**	**411**	**479**	**505**	**568**
총차입금	**2**	**2**	**2**	**4**	**5**
순차입금	**-344**	**-340**	**-482**	**-451**	**-501**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
영업활동으로인한현금흐름	**39**	**57**	**94**	**67**	**98**
당기순이익	**34**	**62**	**71**	**62**	**109**
현금유출이없는비용및수익	**12**	**16**	**17**	**20**	**8**
유형자산감가상각비	6	5	5	5	6
무형자산상각비	3	3	2	1	2
영업활동관련자산부채변동	**-8**	**-22**	**5**	**-23**	**-28**
매출채권의감소(증가)	3	-25	21	-10	-11
재고자산의감소(증가)	0	-14	-15	-8	13
매입채무의증가(감소)	-6	20	-2	11	-20
투자활동으로인한현금흐름	**-23**	**-43**	**-71**	**-38**	**-50**
투자자산의 감소(증가)	11	-82	58	-48	10
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
CAPEX	-1	-2	-2	-2	-2
단기금융자산의감소(증가)	-59	20	-125	18	-14
재무활동으로인한현금흐름	**-21**	**-3**	**-12**	**-41**	**-14**
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	-5
사채의증가(감소)	0	0	0	0	12
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	**0**	**0**	**0**	**0**	**1**
현금의 증가	**-5**	**12**	**11**	**-12**	**35**
기초현금	36	31	43	53	42
기말현금	31	43	53	42	76

Compliance Notice

- **투자등급**

종목
매수 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업
비중확대 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중　　립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(20250630)	매수 : 86.39%	중립 : 12.93%	매도 : 0.68%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
삼성전자	-	-	-	-	-	-	-	-
브이엠	-	-	-	-	-	-	-	-
KT	-	-	-	-	-	-	-	-
삼성에스디에스	-	-	-	-	-	-	-	-
한화비전	-	-	-	-	-	-	-	-
한글과컴퓨터	-	-	-	-	-	-	-	-
SK하이닉스	-	-	-	-	-	-	-	-
SK텔레콤	-	-	-	-	-	-	-	-
LG유플러스	-	-	-	-	-	-	-	-
더존비즈온	-	-	-	-	-	-	-	-
LG씨엔에스	-	-	-	-	-	-	-	-
지니언스	-	-	-	-	-	-	-	-

Compliance Notice

삼성전자 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2025-07-03	매수	73000		
2024-11-26	매수	73000		
2024-09-20	매수	90000	-35.11	-28.11
2024-08-01	매수	105000	-30.24	-23.62
2024-04-08	매수	100000	-19.72	-12.20
2024-03-25	매수	95000	-13.01	-10.21

[2024년03월25일]애널리스트 변경

SK하이닉스 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2025-07-03	매수	330000		
2025-04-25	매수	260000	-13.64	12.69
2025-01-24	매수	280000	-30.36	-21.96
2025-01-14	매수	240000	-10.85	-6.04
2024-11-26	매수	220000	-19.71	-6.82
2024-10-25	매수	240000	-23.04	-16.46
2024-09-20	매수	230000	-20.62	-13.83
2024-06-25	매수	260000	-25.12	-7.31
2024-03-25	매수	200000	-3.85	18.75

[2024년03월25일]애널리스트 변경

Compliance Notice

브이엠 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역	추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
				평균주가	최고(저) 주가
	2025-07-03	매수	18000		
	2025-05-19	매수	18000		
	2025-02-17	매수	13000	-17.86	-2.15
	2024-11-26	중립	-		

SK텔레콤 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역	추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
				평균주가	최고(저) 주가
	2025-07-03	매수	65000		
	2025-05-13	매수	65000		
	2024-11-21	매수	70000	-19.50	-12.14

Compliance Notice

KT : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역	추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
				평균주가	최고(저) 주가
	2025-07-03	매수	60000		
	2024-11-21	매수	60000		

LG유플러스 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역	추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
				평균주가	최고(저) 주가
	2025-07-03	매수	15000		
	2025-05-09	매수	15000		
	2024-11-21	매수	13000	-16.88	-3.92

Compliance Notice

삼성에스디에스 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2025-07-03	매수	200000		
2025-01-08	매수	180000	-27.65	7.50
2024-11-21	매수	200000	-31.57	-24.25

더존비즈온 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2025-07-03	매수	85000		
2025-04-14	매수	85000		