

2024.11.06.(수) 증권사리포트

SK아이이테크놀로지

재고조정 지속에 따른 실적 부진

[출처] 키움증권 권준수 애널리스트

3Q24 영업이익 -730억원, 시장 컨센서스 하회

SK아이이테크놀로지 3Q24 실적은 매출액 508억원(-18%QoQ, -72%YoY), 영업이익 -730억원(적자지속 QoQ, 적자전환 YoY)으로, 시장 컨센서스를 하회했다(영업이익 컨센서스 -550억원). 주요 고객사의 재고조정이 큰 폭으로 진행된 가운데, 동사 자체적으로도 높은 전략 재고 수준을 조절하며 전반적인 가동률 하락이 나타난 것으로 추정된다(가동률 한국 20%, 폴란드 20%, 중국 20% 추정). 특히 그동안 상대적으로 양호한 가동률을 보여온 중국과 폴란드 공장의 경우, 주요 고객사 비중이 높아 고객사 재고조정의 직접적인 영향을 받은 것으로 보인다. 그 외 IT용 제품 판매량 감소로 인한 믹스 악화도 매출 하락 요인으로 작용했다. 수익성의 경우 가동률 하락에 따른 고정비 상승과 높은 원가의 재고 반영으로 전분기 대비 적자폭이 확대됐다.

4Q24 영업이익 -916억원(적자전환 YoY) 전망

4Q24 실적은 매출액 552억원(+9%QoQ, -68%YoY), 영업이익 -916억원(적자지속 QoQ, 적자전환 YoY)을 기록할 전망이다. 주요 고객사 재고조정 영향 지속 및 일부 프로젝트 SOP 지연으로 올해까지는 흑자전환 등의 뚜렷한 실적 개선이 어려울 것으로 예상된다. 북미 고객사향 증평 공장의 출하 증가로 전분기 대비 판매량 증가가 기대되나(+9%QoQ) 그에 따른 가동률 상승폭은 아직 제한적일 것으로 보이고, 연말 재고 관련 상당액의 일회성 비용 발생도 예상됨으로 적자폭은 전분기 대비 확대될 전망이다.

흑자전환 시점은 3Q25로 지연 예상

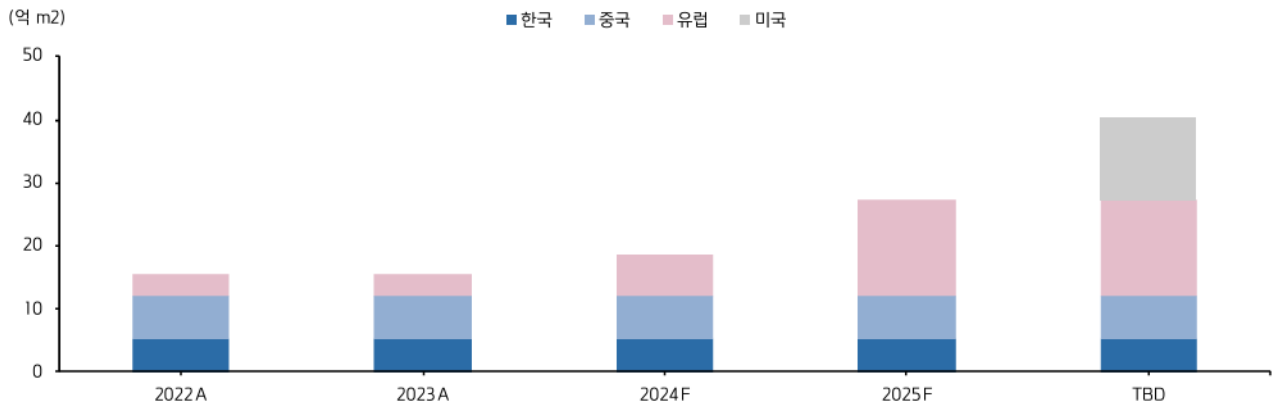
2024년 실적은 매출액 2,138억원(-67%YoY), 영업이익 -2,906억원(적자전환YoY)으로 전망한다. 당초 시장에서는 동사의 고객사 다변화 추진으로, 높은 단일 고객사 비중이 낮아질 것으로 기대했으나 IRA 최종안 이후 그 속도가 당초 기대치보다 지연되고 있는 것으로 파악된다. 내년에는 북미 고객사 외 국내 셀사 두 곳으로부터 추가 물량이 기대되나, 그럼에도 불구하고 내년까지는 Captive 판매량이 절대적인 비중을 차지할 것으로 보이며, 아직 높은 재고 수준도(3Q24 기준 평년 대비 2~3배 수준 추정) 실적 개선 속도를 더디게 할 것으로 예상된다. 내년 상반기까지는 재고 소진 움직임으로 동사 가동률이 BEP 가동률(평균 가동률 50%후반 추정)을 하회할 것으로 보여, 흑자전환 시점은 3Q25로 전망한다. 다만, 주가의 경우 실적 개선을 선행하는 점을 고려 시, 4분기 실적 발표 이후가 동사에 주목할 시점일 것으로 판단한다. 투자 의견 'Outperform', 목표주가 39,000원을 유지한다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023	2024F
매출액	603.8	585.8	649.6	213.8
영업이익	89.2	-52.3	32.0	-290.6
EBITDA	206.9	103.6	186.9	-113.7
세전이익	111.6	-34.6	98.7	-245.1
순이익	95.4	-29.7	82.2	-227.5
지배주주지분순이익	95.4	-29.7	82.2	-227.5
EPS(원)	1,393	-416	1,152	-3,191
증감률(%YoY)	-8.4	적전	흑전	적전
PER(배)	120.6	-127.3	68.5	-10.8
PBR(배)	5.40	1.74	2.33	1.05
EV/EBITDA(배)	56.9	41.1	34.7	-28.6
영업이익률(%)	14.8	-8.9	4.9	-135.9
ROE(%)	5.6	-1.4	3.6	-9.6
순부채비율(%)	-9.3	22.2	35.7	34.1

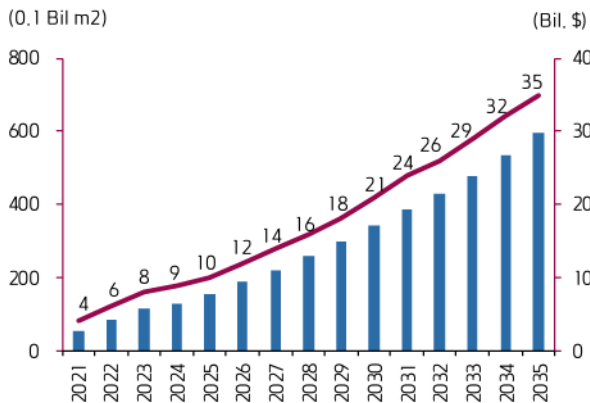
자료: 키움증권 리서치센터

SK아이이테크놀로지 LIBS 생산능력 및 증설 계획



자료: SKIET, 키움증권 리서치센터

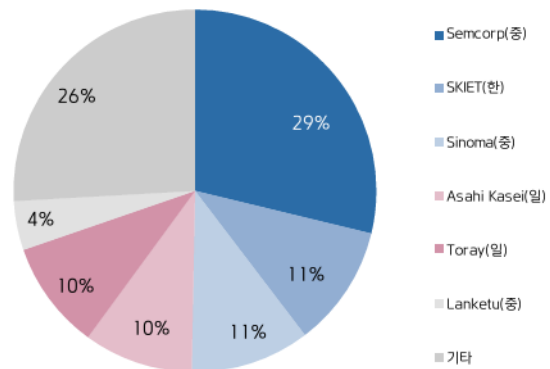
글로벌 분리막 시장규모 전망(수요 및 금액 기준)



자료: SNE Research, 키움증권 리서치센터

주: 수요(좌), 시장 규모(우)

분리막 시장 업체별 점유율(2020년 생산량 기준)



SNE Research, 키움증권 리서치센터



엔씨소프트

복합적 변수를 고려할 필요

[출처] 키움증권 김진구 애널리스트

동사 목표주가 26만원 유지

동사의 목표주가를 26만원으로 유지하고 투자의견 Outperform을 유지한다. 목표주가 산정은 25E 지배 주주지분 2,514억원에 목표 PER 25배와 연 할인율 10%를 적용한 결과이다. 추정치 미반영 신작에 대한 잠재력을 밸류에이션에 투영하여 타겟 멀티플을 기존 22.5배에서 25배로 상향 적용하였다.

주요 신작별 추정치 분석 결과

동사 주요 모바일 게임인 리니지M, 리니지2M 및 리니지W 25E 매출은 각각 4,881억원, 1,785억원 및 2,095억원으로 전년비 증감율은 각각 -3.5%, -5.4% 및 -15.9%로 제시한다. 저니 오브 모나크는 올해 12월 출시를 가정하여 해당 분기 일평균 매출 5억원과 25E 일평균 매출 2억원 및 총매출 674억원을 추정 반영했다. 아이온2는 3Q25E 기준 초기 분기 일평균 매출 13억과 25E 일평균 매출 11억원 및 총매출 2,013억원을 추정 반영했다. TL은 최근 유저 트래픽의 레벨 다운이 잠재 리스크로 작동할 수 있으나, 스팀 주간 글로벌 매출 순위가 Top5 내에 위치하는 등 예상 대비 높은 ARPU 효과 등을 감안해 25E 국내를 포함 총매출 기준 1,273억원 및 순매출 기준 564억원으로 추정치를 보정했다. LLL은 최근 동사가 공시한 분할 대상 스튜디오 개발 신작으로서 분할을 통한 독립성과 자율성이 수반되지만 이에 따른 책임 역시 상존함을 고려할 때 보다 냉정한 시장 법리를 추가하는 것이 합리적이라는 판단 하에, 4Q25E 기준 초기 분기 패키지 판매고 50만장 및 이후 4년간 누적 판매 100만장으로 추정치를 하향 조정했음을 밝힌다. 이외 블소2 중국은 올해 12월 출시를 가정해 일평균 총매출 3억원과 RS 30%를 적용해 매출을 추산했고, 25E 일평균 매출 2억원과 순매출 170억원을 반영하면서 현실적 매출 목표로 조정했다. 리니지2M 중국 매출은 4Q25E 초기 일평균 총매출 5억원과 RS 30%를 적용해 산출했다.

분기별 영업이익 주요 포인트

동사 3분기 영업이익은 -143억원으로 호연 등 마케팅비 증가로 당사 추정치를 하회했으며, 4Q24E 영업이익은 458억원 적자를 예상하는데, 이는 희망퇴직에 따른 일회성 보상액을 670억원으로 추정 반영한 것이 주 요인으로 작용했고, 이는 세부적으로 23년 1인 평균 급여인 1.1억원에 25개월을 적용한 2.2억원에 300명을 대상으로 산정한 금액임을 밝힌다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,571.8	1,779.8	1,596.8	1,851.3
영업이익	559.0	137.3	-25.6	216.1
EBITDA	664.9	249.2	99.7	349.0
세전이익	609.1	206.2	112.9	328.1
순이익	436.0	213.9	87.6	251.4
지배주주지분순이익	435.7	212.1	87.6	251.4
EPS(원)	19,847	9,663	3,990	11,451
증감률(% YoY)	9.8	-51.3	-58.7	187.0
PER(배)	22.6	24.9	55.0	19.2
PBR(배)	3.08	1.62	1.46	1.39
EV/EBITDA(배)	12.1	15.3	33.4	9.2
영업이익률(%)	21.7	7.7	-1.6	11.7
ROE(%)	13.7	6.6	2.7	7.4
순차입금비율(%)	-56.6	-45.4	-45.3	-46.3





한국타이어앤테크놀로지

[출처] 하나증권 송선재 애널리스트

Valuation Call

한국타이어앤테크놀로지에 대한 투자의견을 기존 Neutral에서 신규 BUY로 상향하고, 목표주가는 기존 5.0만원(목표 P/E 5배)을 유지한다. 투자의견을 상향하는 이유는 지난 5월 7일 투자의견을 Neutral로 하향한 후 주가가 30% 하락해 현재 주가를 기준으로 P/E 4배 이하의 Valuation을 기록하고 있기 때문이다. 한온시스템 지분을 높은 가격에 인수한 의사결정에 대해서는 여전히 부정적이지만, 낮은 외형 성장과 판가-원가 Spread의 축소에도 높은 가동률 및 믹스 효과로 예상보다 높은 수익성을 유지 중인 본업의 경쟁력에 대해서는 긍정적으로 평가한다. 추후 한온시스템 실적의 연결 편입에 따른 재무제표 조정을 추가적으로 검토할 것이고, 지배구조 및 주주 정책에 대한 신뢰 회복이 이루어져야 현재 목표주가 이상의 평가가 가능할 것으로 판단한다.

3Q24 Review: 영업이익률 19.3% 기록

3분기 실적은 시장 기대치를 상회했다(영업이익 기준 +15%). 매출액/영업이익은 전년 동기대비 4%/19% 증가한 2.44조원/4,702원(영업이익률 19.3%, +2.4%p (YoY))을 기록했다. 매출액 증가에는 중량(+1.1% (YoY))/판가(+2.1%)/환율(+2.7%) 등이 긍정적으로 기여했다. 한국(+12%)/유럽(+11%)에서 증가했지만, 중국(-11%)/북미(-3%)에서는 감소했다. 결과로 한국/유럽의 매출 비중이 9.4%(+0.6%p)/41.7% (+2.7%p)로 상승했다. 한국/중국/북미에서 완성차 가동률 하락으로 OE가 감소했고, 중국에서는 수요 둔화와 경쟁 심화로 RE도 감소했다. 반면, 한국 RE는 승용차용 수요 증가와 점유율 상승으로 증가했고, 미국에서는 경쟁 심화를 믹스 개선이 만회하면서 RE 매출액이 증가했다. 유럽에서는 신차 판매 증가와 All-Weather 타이어 호조로 OE/RE 모두 증가했다. 특히, 유럽 매출액은 과거 12개 분기 동안 평균 14% (YoY) 증가하면서 큰 폭으로 성장했다. 18인치 이상 고인치 타이어의 비중은 1.4%p (YoY) 상승한 44.8%였다(vs. 2Q24 46.3%). 원재료 투입원가는 6% (YoY), 9% (QoQ) 상승한 \$1,877/톤을 기록했다(천연고무/

합성고무 각각 +23%/+10% (YoY). 매출원가율이 3.8%p (YoY), 1.1%p (QoQ) 하락했고, 판관비율은 +1.4%p (YoY), -0.1%p (QoQ) 변동했다. 이에 영업이익률은 2.4%p (YoY), 1.2%p (QoQ) 상승했다.

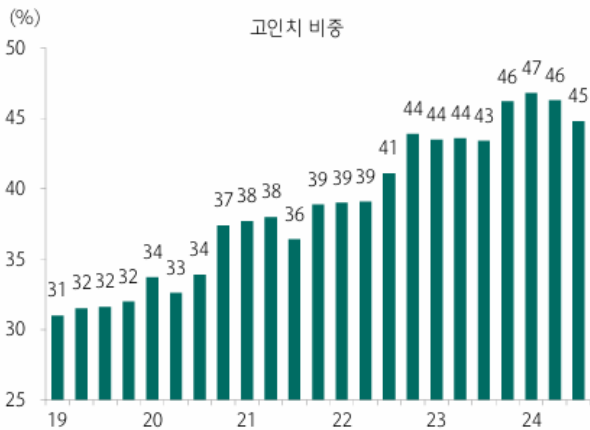
컨퍼런스 콜의 내용: 양호한 실적 흐름이 이어질 것으로 전망 중

회사 측은 4분기 수요가 3분기와 크게 다르지 않을 것으로 보고 있다. OE 수요는 약세를 보이고, RE 수요는 지역별 편차가 있지만 전반적으로 안정적일 것으로 예상 중이다. 천연고무 가격은 3분기 크게 상승했으나 EUDR 시행이 1년 연기될 가능성으로 상승세가 둔화되고, 물류비 부담도 SCFI가 고점 이후 하락 중이라 향후 완화될 것으로 전망 중이다. 전체적으로 내년 상반기 비용 부담이 금년 하반기 대비 안정화 될 것으로 보는 것이다. 4분기 실적도 3분기 좋게 유지되었던 부분이 이어지고, 내년 초 미국 반덤핑 관세의 환입(약 800억원)이 있을 것으로 기대 중이다. 한온시스템 인수는 연내 마무리한다는 계획이다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

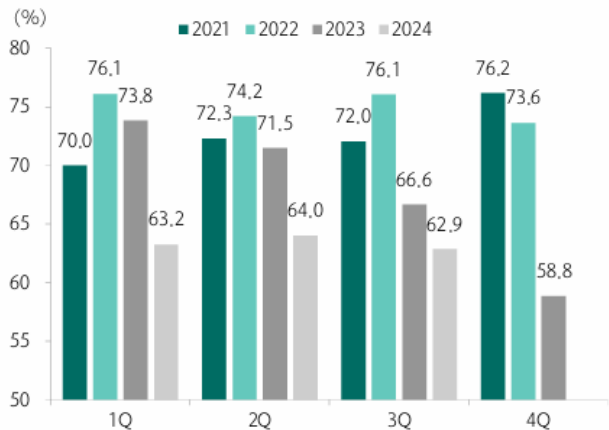
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	8,394.2	8,939.6	9,209.7	9,604.0
영업이익	705.8	1,327.9	1,707.2	1,629.6
세전이익	858.4	1,171.2	1,750.4	1,699.5
순이익	690.2	720.2	1,271.4	1,226.0
EPS	5,572	5,814	10,264	9,897
증감율	17.35	4.34	76.54	(3.58)
PER	5.59	7.81	3.57	3.70
PBR	0.44	0.59	0.42	0.39
EV/EBITDA	3.02	2.23	0.63	0.32
ROE	8.14	7.85	12.58	11.00
BPS	71,459	77,476	86,460	94,289
DPS	800	1,300	2,100	2,100

도표 2. 한국타이어앤테크놀로지의 18인치 이상 고인치 비율 추이



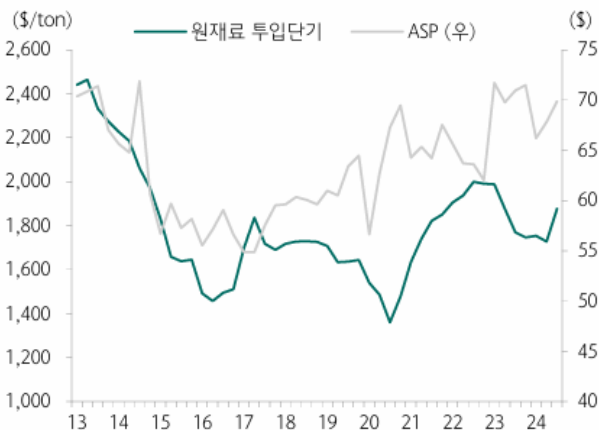
자료: 한국타이어앤테크놀로지, 하나증권

도표 3. 한국타이어앤테크놀로지의 최근 4년간 분기별 매출원가율 비교



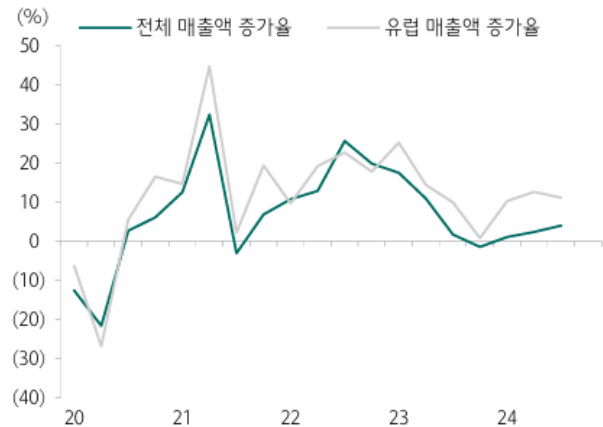
자료: 한국타이어앤테크놀로지, 하나증권

도표 4. 한국타이어앤테크놀로지의 판매단가와 원재료 투입단가 추이



자료: 한국타이어앤테크놀로지, 하나증권

도표 5. 한국타이어앤테크놀로지의 전체 vs. 유럽 매출액 증가율 추이



자료: 한국타이어앤테크놀로지, 하나증권



S-Oil

업황은 실적보다 긍정적

[출처] NH투자증권 최영광 애널리스트

다시 반등하고 있는 정제마진

화학제품 스프레드 약세 반영해 실적 전망치 하향하나 최근 정제마진 반등에 따른 정유 업체들의 멀티플 상승(6.2배→6.5배) 반영해 목표주가 74,000원 유지
국내 복합정제마진은 3분기 평균 배럴당 4.6달러에서 4분기 누적 평균 6.1달러로 반등. 1개월 래깅 정제마진은 동기간 배럴당 1.4달러에서 7.1달러로 크게 반등. 참고로 11월 1일 기준 래깅 정제마진은 배럴당 11.6달러로 1분기 평균치(10.2달러)를 상회. 정유 업체들의 가동률 하향과 정기보수 등에 따른 타이트한 공급 및 점진적인 겨울철 난방유 수요 개선 영향. 정제설비 신규 증설 규모는 2024년 이후 매년 감소하는 등 공급 부담 크지 않은 상황. 주가는 PBR 밴드 역사적 최하단에서 거래 중. 투자의견 Buy 유지

재고손실과 역래깅이 겹쳤던 3분기; 4분기 영업이익 재차 반등 전망

영업적자 4,149억원(영업이익률 -4.7%)으로 시장 컨센서스 크게 하회.

[정유] 영업적자 5,737억원(영업이익률 -8.3%) 기록. 정제마진 소폭 개선에도 불구하고 유가 하락(분기말 기준 -12.4달러/배럴)에 따른 재고평가손실(2,619억원) 및 부정적 래깅 효과(900억원) 영향.

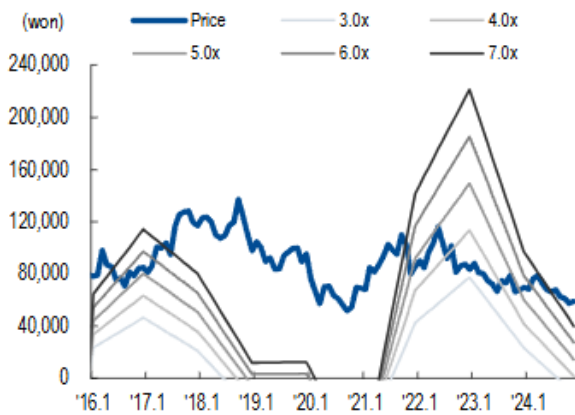
[석유화학] 영업이익 50억원(영업이익률 0.4%) 기록. 휘발유 블렌딩용 수요 감소하며 아로마틱스 스프레드 급감.

[윤활] 영업이익 1,538억원(영업이익률 20.7%) 기록. 원재료 가격 하락 속 스프레드 소폭 개선. 4분기에는 정제마진 반등과 OSP 하락(배럴당 -0.5달러) 및 대규모 재고평가손실과 역래깅 효과의 소멸에 따라 영업이익 재차 반등 전망

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	35,727	36,413	33,599	33,332
증감률	-15.8	1.9	-7.7	-0.8
영업이익	1,355	508	1,267	1,360
증감률	-60.2	-62.5	149.5	7.4
영업이익률	3.8	1.4	3.8	4.1
(지배지분)순이익	949	25	665	801
EPS	8,369	217	5,871	7,066
증감률	-54.8	-97.4	2,603.4	20.4
PER	8.3	270.8	10.0	8.3
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.6	9.1	5.4	4.7
ROE	10.8	0.3	7.2	8.1
부채비율	138.7	152.4	164.4	155.4
순차입금	3,620	5,803	6,186	5,018

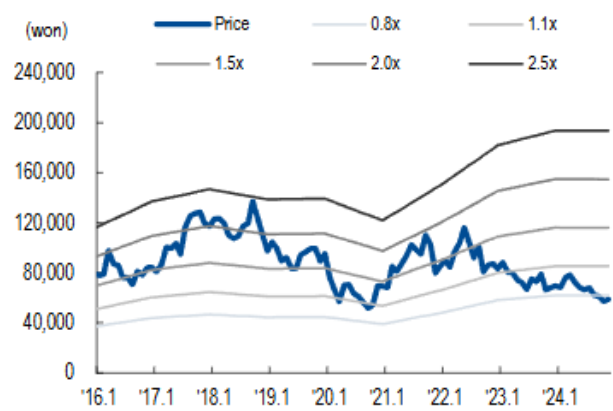
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. S-Oil Trailing EV/EBITDA Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. S-Oil Trailing PBR Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부



KT

조직 개편/기저 효과로 2025년엔 큰 폭 이익 성장 전망

[출처] 하나증권 김홍식 애널리스트

2025년 Top Pick 선정, 매수/TP 6만원 유지, 아직도 주가 정상화 멀었다

KT에 대한 투자 의견 매수, 12개월 목표주가 60,000원을 유지한다. 최근 주가 상승이 나타났지만 2025년 예상 DPS를 감안하면 주가 정상화 과정에 펼쳐지면서 주가 우상향 기조가 지속될 것이란 판단이다. 추천 사유는 1) 기저 효과로 2025년도엔 높은 영업이익의 성장이 전망되고, 2) 조직 개편이 본격화되는 양상인데 영업비용 감축에 따른 수익성 개선 효과가 예상되며, 3) 사업지주회사형 회사로 변모함에 따라 신사업 가치 부각, 기업 가치 제고가 기대되고, 4) 2024년 총 주주이익환원 규모, 2025년 예상배당금을 감안하면 현 주가 너무 낮은 수준으로 평가되기 때문이다. 높아진 주주이익환원 규모와 조직 개편을 통한 기업 가치 향상 폭을 감안하면 추가적인 주가 상승 시도가 나타날 가능성이 높고 2025년 통신 3사 중 가장 괄목할만한 이익 성장을 나타낼 것으로 보여 통신서비스 업종 Top Pick으로 제시한다.

자회사 실적 호전/조직 개편 여파로 2025년 연결영업이익 큰 폭 증가 예상

2024년과 달리 2025년엔 KT 연결 영업이익/본사 영업이익 모두 급증이 예상된다. 본사는 2024년 4분기 명퇴금 반영에 따른 기저 효과, 연결은 2025년 1분기 부동산 자회사 분양 수익 발생 영향이 가장 크다. 하지만 외견상뿐만 아니라 실질적으로도 2025년 KT는 이익 성장이 예상된다. 서비스매출액 성장 폭 둔화에도 불구하고 인건비 감소와 더불어 마케팅비용/감가상각비 정체가 예상되기 때문이다. 물론 5G 보급률 포화 및 순증 가입자수 급감, 2025년 하반기 주파수 경매 가능성, 이미 크게 낮아진 해지율과 휴대폰 판매량 등은 부담이다. 하지만 물가 상승률 하락과 더불어 2024년 조직 개편에 따른 인건비 및 제반 경비의 부담 경감이 크게 작용할 전망이다. 2025년 영업비용 감소 효과는 연결 실적뿐만 아니라 본사 실적 개선에도 결정적 영향을 미칠 것으로 판단된다.

조직 개편은 대형 호재, 배당금 증가에 걸맞는 주가로 한 단계 레벨 업 예상

KT가 대규모 조직 개편을 결정하였다. 네트워크 부문을 100% 지분을 보유한 자회사로 물적 분할하는 방식이다. 사업지주회사형 조직 체계와 흡사한데 조직 슬림화에 유리하고 수익성 개선에 도움을 주며 신사업 성장성을 부각시키기 용이하고 규제 및 가치 평가 측면에서 도움이 될 수 있어 긍정적이다. 이러한 구조를 입증하듯 KT는 노사 합의가 끝나자마자 대규모 희망 퇴직 접수를 개시하였다. 주주 입장에서 행운인 것은 대규모 명퇴가 단행되었던 2014년과 달리 2024년엔 KT 명퇴금 발생에 따른 배당금 축소 가능성이 희박하다는 점이다. 이미 분기 배당으로 전환해 분기 배당금이 일부 기지급되었으며 올해 최소 DPS 1,960원을 공시를 통해 확정하였기 때문이다. 인건비 감축 효과, 본사 수익성 개선에 따른 안정적 배당 증가 가능성, 본사 기업 가치 재평가 가능성을 감안 시 5만원 돌파는 무난해 보인다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	25,650.0	26,376.3	26,817.7	27,856.8
영업이익	1,690.1	1,649.8	(23.6)	2,656.0
세전이익	1,894.1	1,324.1	(36.2)	2,642.4
순이익	1,262.5	1,009.9	(150.8)	1,921.8
EPS	4,835	3,887	(593)	7,625
증감율	(6.97)	(19.61)	적전	흑전
PER	6.99	8.85	(74.70)	5.81
PBR	0.52	0.52	0.69	0.63
EV/EBITDA	3.42	3.41	5.55	2.98
ROE	7.99	6.05	(0.92)	11.45
BPS	64,396	66,498	64,628	70,302
DPS	1,960	1,960	2,000	2,800





대덕전자

연속된 실적 부진

[출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트

수요 부진과 일회성 비용으로 기대치 하회한 3Q24 실적

3Q24 매출액은 2,327억원(-2%QoQ, -2%YoY), 영업이익은 92억원(-15%QoQ, 551%YoY)을 기록, 시장 컨센서스를 각각 7%, 21% 하회했다. IT 수요 감소로 주력 사업인 반도체 패키지기판 매출이 1,977억원(-5%QoQ, -7%QoQ)으로 감소하였는데, 서버 수요가 양호하여 메모리는 -2%QoQ로 감소폭이 크지 않았으나, 비메모리가 -11%QoQ로 감소폭이 컸다. MLB 매출은 네트워크 수요 증가가 이어지며 이번 분기에도 18%QoQ 증가하였다.

4Q24 매출은 2,214억원(-5%QoQ), 영업이익 91억원(-2%QoQ) 전망

비수기 영향과 모바일 채널 재고조정이 지속되며 전 사업부문의 매출이 감소할 전망이다. 4Q24 매출액은 2,214억원(-5%QoQ, -6%YoY)로 예상되며, 패키지기판과 MLB 모두 감소할 것으로 전망된다. FC-BGA에는 전장 수요 부진이 지속되면서 현 수준에서 한동안 매출 규모가 횡보할 것으로 예상된다. 영업이익은 전 분기 일회성 비용이 없어지는 효과가 있지만 매출 감소로 전 분기와 비슷한 수준을 유지할 전망이다. 한편 연말부터 해외 GPU 고객 향으로 AI가속기용 MLB 양산에 들어갈 것으로 예상되어, 내년 매출과 수익성 개선에 기여할 것으로 기대된다.

목표주가 25,000원으로 하향조정, 투자의견 '매수' 유지

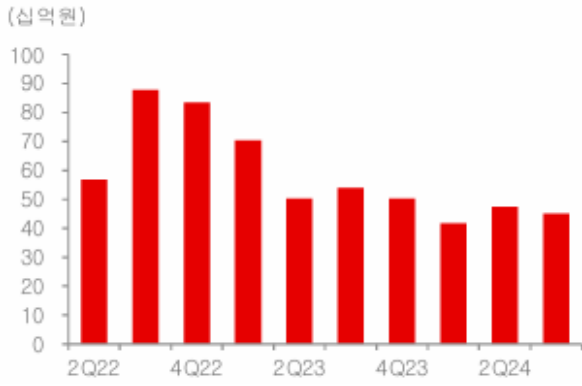
2024년, 2025년 영업이익 추정치를 각각 29%, 38% 하향 수정하며, 목표주가를 25,000원(평균 P/B 1.4x 적용)으로 하향조정한다. 현재 주가는 P/B 1배 수준으로 역사적 Valuation 밴드 최저치에 도달한 상태여서 과매도 상태이며, 추가 하락은 제한적일 전망이다.

Fig. 1: 대덕전자 연결재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	1,316	910	907	963	1,098
영업이익	233	24	26	60	78
세전이익	245	28	35	68	89
순이익[지배]	184	25	30	57	75
EPS(원)	3,570	493	586	1,110	1,447
증감률(%)	191.8	-86.2	18.9	89.4	30.4
PER(배)	5.3	54.9	28.3	14.9	11.5
PBR	1.1	1.6	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	2.4	8.5	4.2	3.4	2.7
ROE(%)	23.9	2.9	3.4	6.2	7.5
배당수익률	2.1	1.1	1.7	1.7	1.7

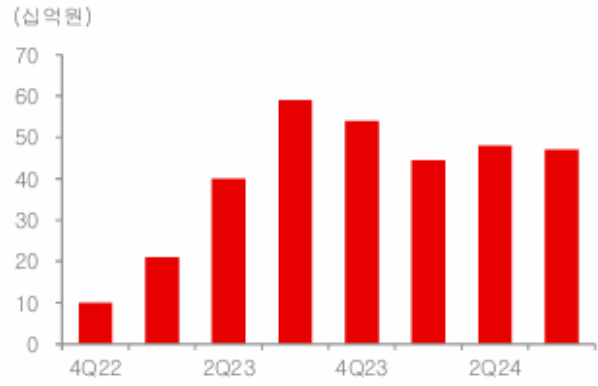
자료: 대덕전자, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

Fig. 2: 대덕전자 FC-BGA 매출



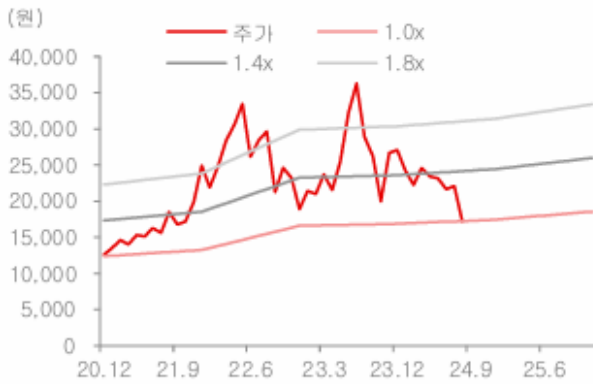
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 3: 대덕전자 DDR5 패키지기판 매출



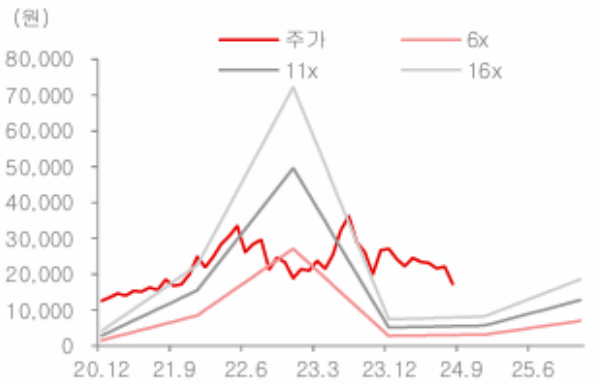
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 2: 대덕전자 P/B 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 3: 대덕전자 P/EBIT 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권



에코프로비엠

유럽 재고조정 영향 지속

[출처] 키움증권 권준수 애널리스트

3Q24 영업이익 -412억원, 시장 컨센서스 하회

3Q24 실적은 매출액 5,219억원(-36%QoQ, -71%YoY), 영업이익 -412억원(적자전환 QoQ, 적자전환 YoY)으로, 시장 컨센서스(영업이익 -67억원)를 하회했다. 유럽 전기차 시장 둔화에 따른 주요 고객사의 재고 조정 영향으로 양극재 출하량이 크게 감소했으며(-35%QoQ), 메탈 가격 하락으로 인한 ASP 하락(-1%QoQ)도 매출 하락의 요인으로 작용했다. 부문별 매출은 EV 2,752억원(-52%QoQ), 전동공구 740억원(-46%QoQ), ESS 등 1,727억원(+68%QoQ)을 기록했다. 영업이익은 매출 감소 외 가동률 하락에 따른 고정비 부담과 재고자산평가손실(188억원) 등으로 적자전환했다.

4Q24 영업이익 -222억원(적자지속 YoY) 전망

4Q24 실적은 매출액 4,615억원(-12%QoQ, -61%YoY), 영업이익 -222억원(적자지속 QoQ, 적자지속 YoY)을 기록할 전망이다. 4분기에도 고객사의 연말 재고 조정 여파로 주요 고객사인 삼성SDI/SK온 향 판매량은 부진할 것이 예상된다. 특히 BMW, Audi 등 유럽 완성차업체들의 수요 둔화로 NCA 제품의 출하량이 감소할 것으로 보이며, 전체 4분기 양극재 출하량은 전분기 대비 약 -7% 감소할 것으로 전망한다. 수익성의 경우 낮은 가동률로 인한 고정비 부담이 지속될 것으로 보이나, 재고 평가손실 총당금 환입 효과로 적자폭은 전분기 대비 줄어들 것으로 전망한다.

목표주가 200,000원, 투자의견 'Outperform' 유지

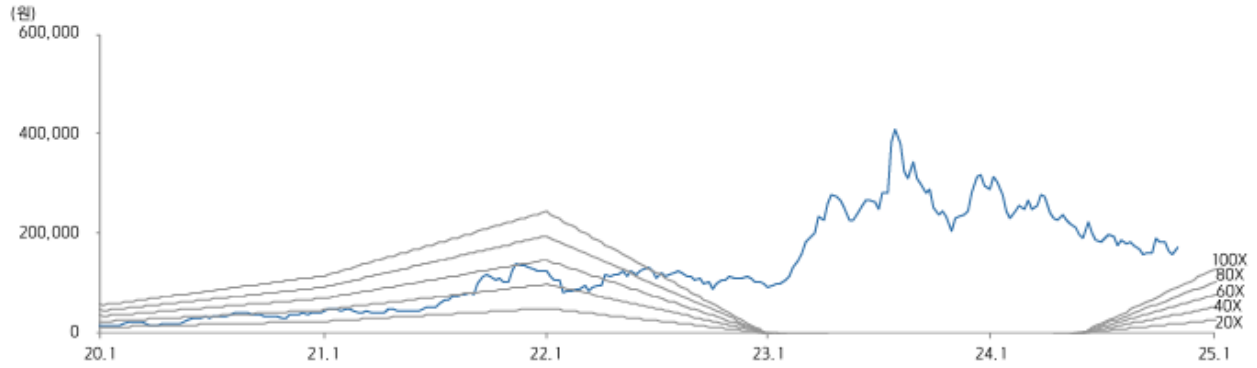
2024년 실적은 매출액 2조 7,634억원(-60%YoY), 영업이익 -528억원(적자전환 YoY)으로 전망한다. 금번 실적발표를 통해 확인된 점은, 1) EV/파워툴 수요는 부진하나 ESS용 양극재 수요는(+81%QoQ) 견조하며, 2) CAM9 증설 시점 연기를 포함한 중장기 CAPA 속도조절을 검토 중이며(27년 71만톤), 3) 4분기까지도 적자가 지속될 것이라는 점이다. 다만, 올해 4분기를 끝으로 주요 고객사들의 재고조정 마무리(EU 25년 CO2 규제 강화 영향 기대)와 북미 신규 공장(NCM) 가동에 따른 초도 물량 효과 발생으로 내년부터는 점진적인 실적 회복이 나타날 것으로 예상된다. 금주 에코프렌들리 데이 행사를 통해 구체적인 중장기 계획이 공개될 것으로 보이며, 그룹사간의 시너지(전구체, 리사이클링, 광물 등)도 강조될 것으로 전망한다. 실적 추정치 변경을 반영하여 목표주가는 200,000원으로 하향 조정하나, 투자의견은 'Outperform'을 유지한다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023	2024F
매출액	1,485.6	5,357.6	6,900.9	2,763.4
영업이익	115.0	380.7	156.0	-52.8
EBITDA	158.4	445.5	248.7	80.7
세전이익	114.4	322.5	77.7	-92.9
순이익	97.8	272.7	54.7	-72.5
지배주주지분순이익	100.8	232.3	-8.7	-83.4
EPS(원)	1,145	2,433	-89	-852
증감률(%YoY)	106.9	112.5	적전	적지
PER(배)	108.1	37.9	-3,224.7	-199.1
PBR(배)	20.87	6.61	20.54	10.13
EV/EBITDA(배)	72.4	21.8	119.4	221.9
영업이익률(%)	7.7	7.1	2.3	-1.9
ROE(%)	20.3	24.3	-0.6	-5.5
순부채비율(%)	74.9	40.1	82.1	56.7

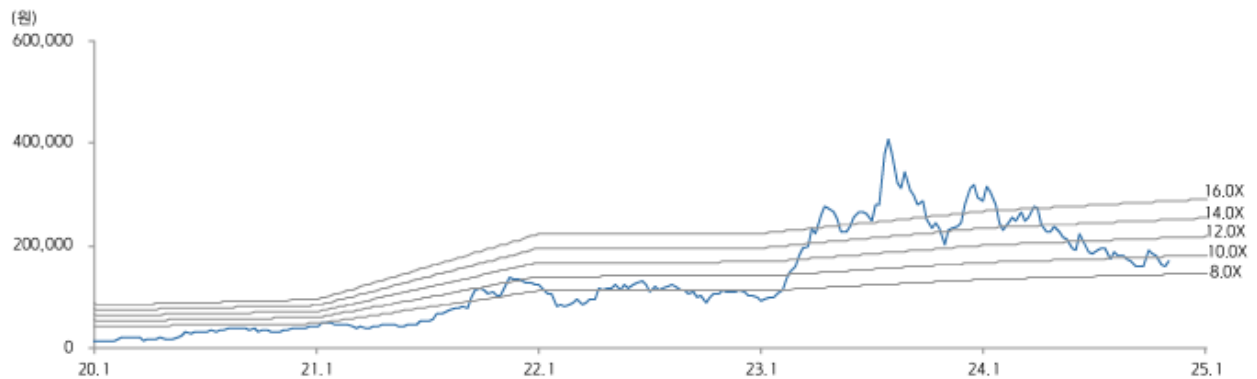
자료: 키움증권 리서치센터

에코프로비엠 12M Fwd. P/E Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

에코프로비엠 12M Fwd. P/B Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

