

2025.01.09.(목) 증권사리포트

삼성바이오로직스

예견된 4분기 비용부담, 6공장 착공 소식 기대

[출처] 키움증권 허혜민 애널리스트

일회성 비용 반영 등으로 컨센서스 하회 전망

4분기 연결 매출액 1조 2,122억원(YoY +13%, QoQ +2%), 영업이익은 2,728억원(YoY -22%, QoQ -19%, OPM +23%)로 시장 컨센서스 매출액 1조 2,457억원과 영업이익 3,075억원을 각각 -3%, -11% 하회할 것으로 전망된다.

환율 1,470원대까지 상승했던 12월말에는 대체로 공급사 연말 휴가시즌으로 추정되어 공급물량이 4분기 초중반에 집중 되었을 것으로 추정된다. 그럼에도 여전히 4분기 평균 환율은 1,396.8원으로 전분기 대비 +3%, 전년동기대비 6% 상승한 우호적인 환경이었다. 또한, 지난 11월 에피스의 아일리아 시밀러가 유럽 품목허가 승인 받아, 마일스톤 유입(363억원 추정)도 예상된다.

다만, 4분기에는 18만 리터의 4공장 초기 가동율이 상승하면서, 제품 단위당 고정비가 높은데 반해 아직 이익 레버리지 구간에 진입하지 않아 비용 반영에 영향이 있을 것으로 추측된다. 이 밖에도 4분기 재무 건전성을 위한 일회성 비용 반영 등의 영향도 예상된다. 이러한 영향은 이미 3분기 실적발표 이후 예측 되어오던 부분으로 기 반영되었을 것으로 보인다.

경쟁사 현황과 6공장 증설 예상 타임라인

생물보안법 및 경쟁사 관련해서는 1/6일 우시바이오가 생물보안법 제정을 앞두고 아일랜드 백신 시설을 미국 머크에 약 5억 유로(7,500억원) 매각한다고 로이터는 전했다. 생물보안법 반사 수혜 등의 기대감을 재차 갖을 수 있으나, 그 만큼 우시가 일부 사업 매각 및 로비 등으로 제제 영향을 축소하기 위한 노력을 하고 있다는 부분도 간과해서는 안된다.

이 외에 탄탄한 수요를 예측해 볼 수 있는 호재로는 6공장 착공 소식이다. 동사는 장래사업 공시를 통해 제2바이오캠퍼스 증설 계획을 밝히며, 6공장의 완공 시점을 2027년으로 밝힌 바 있다. 18만리터의 5공장 완공까지 24개월이 소요되었는데, 이와 같은 규모와 기간이 소요된다면 올해초 6공장이 착공 되어야 한다. 참고로 목표주가에는 6공장 착공과 2027년 가동을 감안하여 반영하였다. 6공장 착공은 5공장 수주가 다 찼다고 볼 수 있기 때문에 투자 심리 측면에서 우호적일 것으로 보인다.

투자의견 Buy, 목표주가 130만 원 유지

투자지표

(십억 원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	3,001.3	3,694.6	4,503.1	5,390.4
영업이익	983.6	1,113.7	1,267.2	1,536.5
EBITDA	1,291.9	1,603.5	1,866.7	2,115.8
세전이익	1,009.0	1,120.0	1,296.1	1,619.6
순이익	798.1	857.7	992.8	1,240.6
지배주주지분순이익	798.1	857.7	992.8	1,240.6
EPS(원)	11,411	12,051	13,949	17,431
증감률(% YoY)	94.1	5.6	15.8	25.0
PER(배)	71.9	63.1	68.0	54.3
PBR(배)	6.50	5.50	6.25	5.59
EV/EBITDA(배)	44.7	33.6	35.8	31.0
영업이익률(%)	32.8	30.1	28.1	28.5
ROE(%)	11.4	9.1	9.6	10.9
순차입금비율(%)	-7.6	-1.5	-6.8	-14.9

자료: 키움증권

삼성바이오로직스 1~5공장 건설 타임라인



자료: 삼성바이오로직스, 키움증권 리서치센터



클로봇

로봇 S/W, H/W를 통한 외형 확대 기대되는 2025년

[출처] 하나증권 김성호 애널리스트

로봇 S/W 필요성의 대두

클로봇은 2017년 설립된 로봇 소프트웨어 전문 업체로 공정별 로봇 도입 확대와 자율주행 로봇 고도화에 따른 수혜가 예상된다. 주력 제품으로 1)범용 실내 자율주행 로봇 소프트웨어 카멜레온, 2)이기종 로봇 FMS(다중 로봇 제어 시스템) 및 통합 관제 시스템 크롬스를 보유한다. 기존 자율주행 로봇 S/W는 제조사별 로봇 종류가 다양하여 개별 S/W 적용이 필요하며 이는 곧 End-user가 부담해야하는 비용 상승으로 이어졌다. 카멜레온 소프트웨어는 하나의 S/W 기반으로 제조사별 다른 로봇 플랫폼에 적용 가능하며 하드웨어 형태 다양화에 맞춘 자율주행 솔루션 공급이 가능하다. 이를 통해 현대로보틱스 포함 국내 로봇 제조 업체 향 납품 레퍼런스를 확보하였으며 로봇 대수 증가에 따라 매출액 확대가 기대된다. 한편 대형 제조업체 향 산업용 협동로봇 업체가 Sole-vendor 지위를 확보한 경우는 많지 않기에, 산업 공정 내에는 다양한 제조사들의 협동로봇이 혼재된 상황이다. 이에 따라 로봇 간 호환성 개선이 요구된다. 크롬스는 클라우드 기반의 관제 시스템을 통해 호환성 확보를 가능하게 해주며 S/W 매출 발생 후 약 10% 이상의 유지보수 매출 지속 발생한다. 사업별 매출 비중은 2023년 기준 클로봇 서비스 51.3%, 클로봇 솔루션 4.3%, 로아스 49.4%로 24년, 25년에도 로봇 서비스 비중이 가장 클 것으로 전망되며 고마진의 클로봇 서비스를 통한 수익성 개선이 기대된다.

자회사를 통한 로봇 하드웨어 사업의 확장성

산업 공정별 로봇 도입의 방향성은 분명하며 S/W 중요성에 따라 클로봇의 솔루션 침투율은 지속 확대될 전망이다. 향후 기대 포인트는 자회사 ROAS 로봇 하드웨어 매출 확대이다. 클로봇은 지난 10월 보스턴 다이내믹스와 파트너십을 체결하여 대표 제품인 4족 보행 로봇 '스팟'의 국내 총판을 ROAS를 통해 진행 중이다. 클로봇은 ROAS로부터 로봇 사입 후 솔루션 적용하여 매출을 발생시키며 ROAS는 하드웨어 로봇 유통을 담당하는 구조이다. ROAS는 보스턴 다이내믹스 이외에 캐나다 Clearpath Robotics, 중국 Unitree 등 글로벌 로봇 제조사 향 유통을 독점하며 매출액 2021년 85억원 → 2022년 138억원 → 2023년 108억원 → 1H24 40억원을 시현하였다. 보스턴 다이내믹스 고객사 확보 효과는 2025년부터 실적에 본격 반영될 전망이다. 향후 추가 고객사 확보 및 신규 국가 향 로봇 유통 사업 진출 가능성도 기대해볼 만하다. 유통 사업 특성 상 고수익성을 기대하긴 어려우나 탑라인 성장에 긍정적이며, ROAS로부터 로봇 사입 및 클로봇 S/W 적용 후 납품되는 물량 증가 시 수익성 확보도 가능하다.

2025년이 기대되는 이유

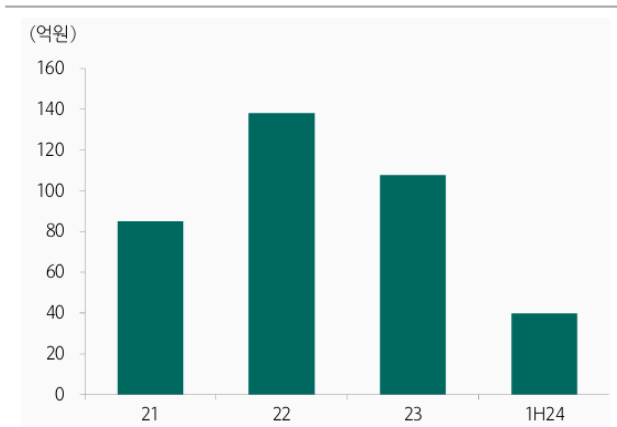
클로봇의 1H24 연결 기준 매출액 116억원, 영업적자 -59억원을 시현했다. 전 사업부 성장으로 매출액은 YoY +84.1%로 파악되지만 연구개발비 및 상장 비용 등에 따라 2024년 연간 적자는 불가피하다. 그러나 로봇 S/W 침투율 증가에 따른 수익성 개선과 ROAS 유통 확대 및 신규 고객사 확보 효과가 25년 운기 반영된다면 흑자 턴어라운드 기대해볼 수 있겠다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2020	2021	2022	2023
매출액	0	0	21	24
영업이익	0	0	(2)	(6)
세전이익	0	0	(5)	(22)
순이익	0	0	(5)	(22)
EPS	0	0	(509)	(2,059)
증감률	N/A	N/A	N/A	적지
PER	0.0	0.0	0.0	0.0
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	0.0	0.0	39.3	(87.1)
BPS	0	0	(1,276)	1,242
DPS	0	0	0	0

도표 5. 자회사 ROAS 매출액 추이



자료: 클로봇, 하나증권

도표 6. 보스턴 다이내믹스 4족 보행 로봇 Spot



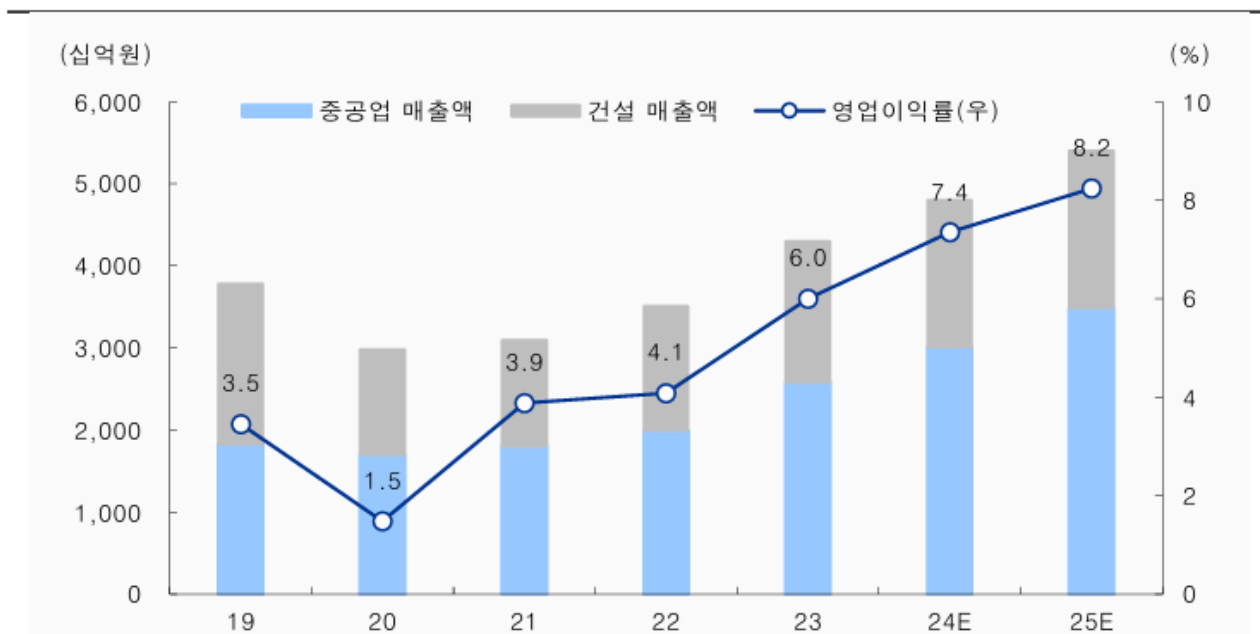
자료: Boston Dynamics, 하나증권

건설 관련 손실을 4Q24 실적에 온전히 반영함에 따라 건설 부문 리스크가 일단락 된 것으로 보인다. 올해도 해외 실적 성장 흐름이 이어지며 매출액과 영업이익이 각각 12.6%(yoy), 26.1%(yoy) 증가할 것으로 예상되는 바, 기존 매수 의견과 목표주가 58만원을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	3,510	4,301	4,802	5,406	5,992
영업이익	143	258	353	445	525
세전이익	60	170	183	326	399
지배주주순이익	10	116	145	240	291
EPS(원)	1,096	12,438	15,502	25,739	31,245
증가율(%)	-82.3	1,035.4	24.6	66.0	21.4
영업이익률(%)	4.1	6.0	7.4	8.2	8.8
순이익률(%)	0.8	3.1	3.0	4.6	5.0
ROE(%)	1.1	11.3	12.7	18.4	19.0
PER	71.2	13.0	25.4	16.4	13.5
PBR	0.7	1.4	3.1	2.8	2.4
EV/EBITDA	10.0	7.8	11.0	9.8	8.5

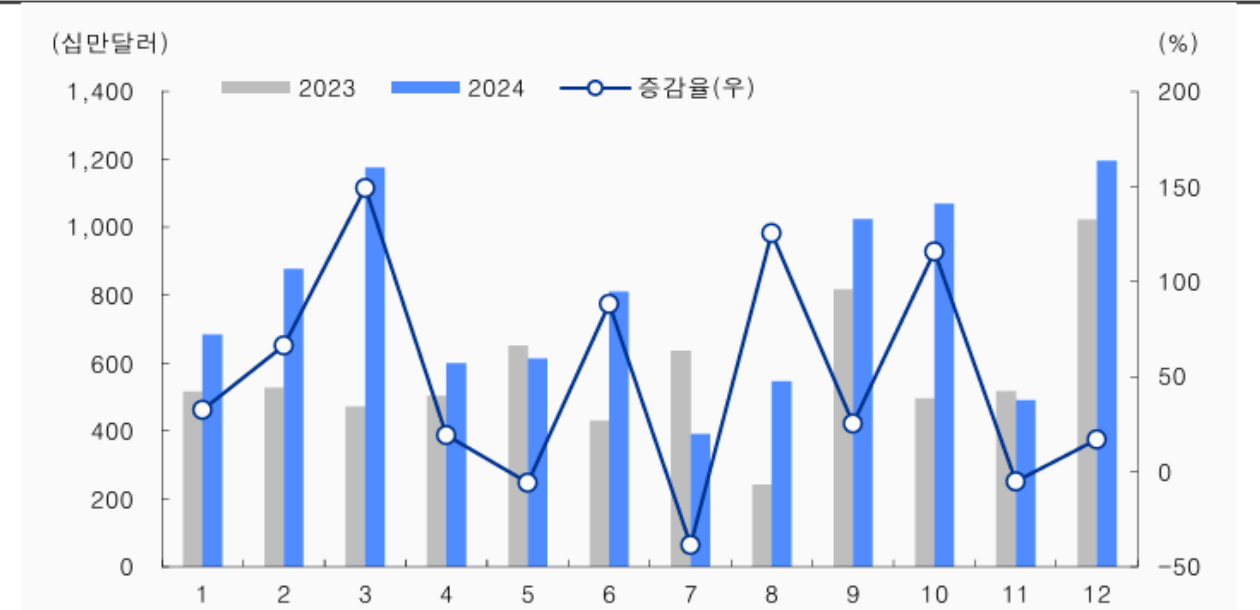
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 연결 실적 추이 및 전망



자료: 효성중공업, IBK투자증권

그림 4. 국내 초고압 변압기 월별 수출 추이



자료: 관세청, IBK투자증권

주1: 용량이 10,000kVA 이상인 송전 변압기 / HS코드: 8504230000

주2: 24년 12월은 수출 잠정치임



POSCO홀딩스

철강, 이차전지소재 부진으로 4Q 컨센 하회할 전망

[출처] BNK투자증권 김현태 애널리스트

임단협 비용, 이차전지소재 부진으로 4Q OP 컨센서스 하회할 듯

4Q 연결OP 6,500억원 (OPM 3.5%)으로 컨센서스를 하회할 전망이다. 철강 시황 부진, 임단협 타결에 따른 비용 반영, 이차전지소재 실적 부진 등이 원인으로 추정된다. 철강 자회사인 포스코 OP는 3,938억원 (OPM 4.2%)으로 전분기 대비 10% 감익 예상되는데, 철강 롤마진은 원재료 투입가 하락으로 전분기 수준이 유지된 것으로 추정되나, 임단협 타결에 따른 인건비 반영 (약 500억원 예상)이 부담이다. 또한 4Q에도 지속된 리튬, 양극재 판가 하락으로 이차전지소재 손익이 예상보다 더 부진 (OP -738억원)할 것으로 추정된다.

이차전지소재 업황 불확실성이 주가 부진 원인

이차전지소재 부문의 핵심인 리튬 사업이 24년 말~25년에 걸쳐 대부분 준공 완료된다. 광석 리튬 1~2공장은 24년 말 램프업 및 준공이 완료됐고, 염수 리튬도 24.4Q 1공장 준공, 25.3Q 2공장 준공 예정이다. 그런데 아쉽게도 리튬 가격은 바닥권 횡보 중이고, 25년에도 가격 반등이 어려울 것이라는 예상이 많다. 철강 부문 역시 중국궤 과잉 물량으로 어려움을 겪고 있긴 하지만, 철강 공급과잉은 이미 수년 전에 현실화된 내용이고, 그 와중에서도 포스코는 탁월한 경쟁력으로 평균 2조원 이상 OP를 창출하고 있다. 때문에 철강보다는 이차전지소재의 업황 불확실성이 주가 부진의 주 원인으로 판단된다.

투자의견 매수 유지, 목표주가는 40만원으로 하향

결국 트럼프 공식 취임 후, IRA 등 전기차 관련 정책의 향방이 동사 주가에 중요한 변수가 될 전망이다. 극단적인 정책 변화보다는 미세조정 정도가 예상되며, 전기차 밸류체인에 대한 우려감도 점차 완화될 것으로 기대한다. 목표주가는 실적 추정치 변경을 반영해 40만원으로 하향 조정한다

Fig. 1: POSCO홀딩스 연결재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	84,750	77,127	73,282	74,348	78,400
영업이익	4,850	3,531	2,728	2,970	3,195
세전이익	4,014	2,635	2,565	2,455	2,795
순이익[지배]	3,144	1,698	1,798	1,645	1,872
EPS(원)	36,457	20,079	21,469	19,907	22,659
증감률(%)	-52.0	-44.9	6.9	-7.3	13.8
PER(배)	7.6	24.9	11.8	13.2	11.6
PBR	0.4	0.8	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	4.1	7.7	5.8	6.6	7.2
ROE(%)	6.1	3.2	3.3	3.0	3.3
배당수익률	4.3	2.0	3.9	3.8	3.8

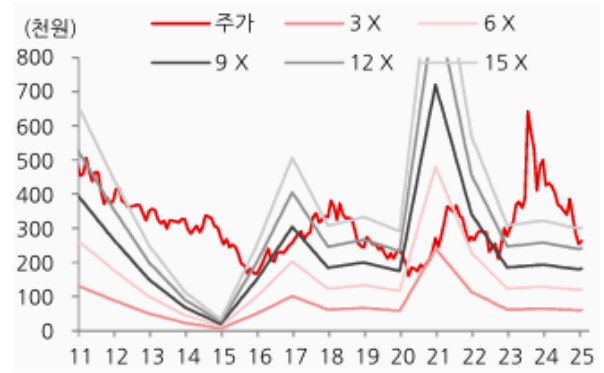
자료: POSCO홀딩스, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

Fig. 2: PBR Band 차트



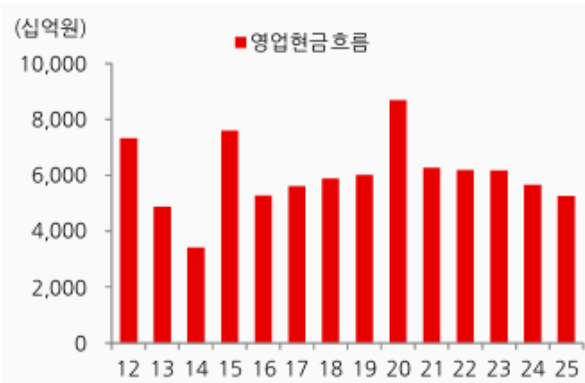
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 3: PER Band 차트



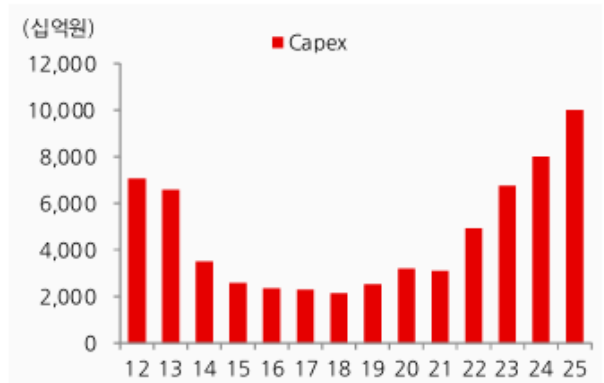
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 4: 영업현금흐름 추이 및 전망



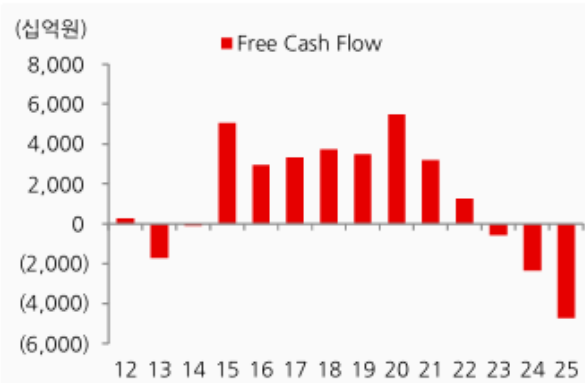
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 5: Capex 추이 및 전망



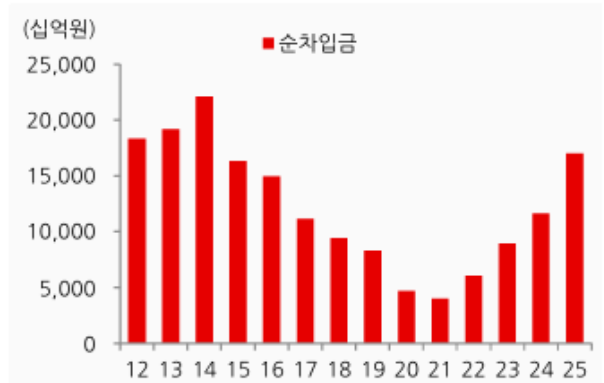
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 6: Free Cash Flow 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 7: 순차입금 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권



DGB금융

4분기 바닥 논리 가능, 2025년 이익 정상화 기대

[출처] 하나증권 최정욱 애널리스트

하이증권 추가 비용 부담 일단락으로 4분기를 기점으로 향후 이익 정상화 기대

DGB금융에 대한 투자 의견 매수를 유지하고, 목표주가를 10,500원으로 상향. 목표가 상향은 2025년 이후 이익추정치를 소폭 상향하고, 자기자본비용률 할증적용 완화를 통해 multiple을 상향조정했기 때문. 이는 타행보다는 여전히 낮지만 그룹 CET 1 비율이 11.8%로 상승했고, 2025년 이익이 전년대비 큰폭 증가할 것으로 예상되는 점을 감안. 4분기 추정 순익은 180억원으로 전분기대비 82.5% 감소해 컨센서스를 크게 하회할 전망. 주요 배경은 하이증권 추가 총당금 및 명예퇴직 실시 등 관련 비용 부담이 크게 발생할 것으로 예상되기 때문(하이증권 PF 총당금 약 800억원, 명예퇴직비용 약 140억원 추정). 따라서 2024년 그룹 연간 순이익은 2,706억원으로 전년대비 30.2% 감소할 전망. 다만 증권 비용 부담이 거의 일단락 되면서 4분기를 기점으로 향후 이익은 점차 정상화될 것으로 예상. 2025년 추정 순익은 4,380억원으로 본원수익성을 모두 회복하지는 못하겠지만 2024년 대비 61.9% 증익 기대

금융당국의 지방은행 대출 차등화는 동사의 가계대출 확대 전략에 부합하는 방향

4분기 원화대출 성장률은 약 0.9%로 연간 대출성장률은 6.0% 달성 예상. 시중은행 전환 과정에서 고성장예에 대한 우려가 컸지만 우려보다는 그다지 높지 않은 수치. 4분기 NIM은 1.79%로 전분기대비 약 5bp 하락할 것으로 추정되고, 하이증권 PF 추가 총당금 적립으로 4분기 대손비용은 약 2,100억원으로 늘어날 전망. 다만 2024년 중 연간 8,000억원에 달하는 그룹 대손비용이 2025년에는 약 6,000억원 내외로 낮아질 것으로 예상(2024년 하이증권 PF 총당금은 약 3,300억원 내외). 한편 주요 언론에 따르면 올해 금융당국이 지방은행에는 명목GDP성장률인 4%를 초과하는 가계대출 증가율을 허용할 것으로 보도. 시중은행과 지방은행간 가계대출 증가율을 차등적용한다는 입장. iM뱅크가 시중은행으로 전환하기는 했지만 본점이 대구에 소재하고 있는 만큼 이러한 방안이 적용될 가능성이 높음. 이는 가계대출을 확대해 기존 기업대출 위주의 대출포트폴리오를 변화시키겠다는 동사의 전략에도 부합. 가계대출은 위험가중치가 낮아 자본비율에 미치는 부정적 영향도 크지 않을 것으로 전망

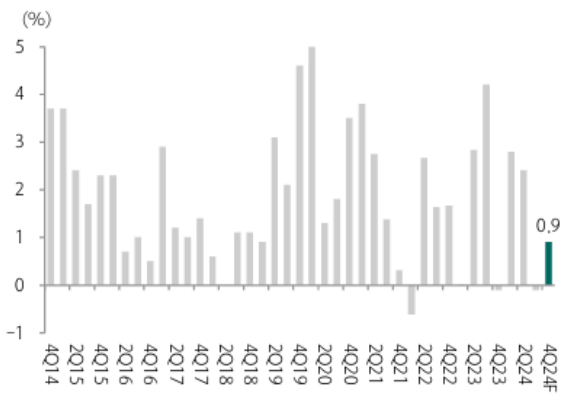
DPS 낮아지겠지만 결산 실적 발표 직후 상당폭의 자사주 실시 가능성 높다고 판단

2024년 예상 순이익이 2023년보다 크게 감익될 가능성이 높아지면서 DPS가 크게 하락했던 전년대보다도 더 낮아질 가능성이 높아졌음(2024년 추정 순익 2,706억원에 배당성향 32% 가정한 추정 DPS는 520원으로 전년대비 약 5.5% 감소 예상). 연말 그룹 CET 1 비율은 기말배당으로 인해 11.6%로 낮아질 공산이 크지만 2027년 주주환원율 40% 달성 및 향후 3년간 1,500억원 수준의 자사주 매입·소각 계획 등을 고려할 때 결산 실적 발표 직후 상당폭의 자사주 매입·소각을 실시할 가능성이 매우 높음. 자본비율 및 실적 관련 불확실성은 아직 있지만 현 PBR이 0.23배로 절대 기준 가장 저평가 상태이고, 2025년 대폭적인 이익 증익 폭과 향후 주주환원율 확대 추세 등을 고려시 단기적으로 관심을 가져볼 필요가 있다고 판단

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

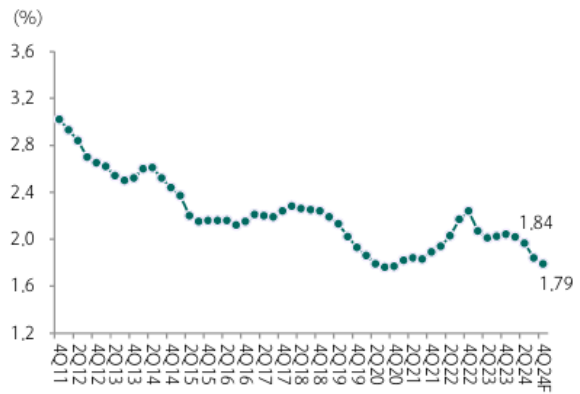
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
총영업이익	2,061	2,177	2,166	2,255
세전이익	598	532	330	593
지배순이익	402	388	271	438
EPS	2,374	2,293	1,600	2,590
(증감율)	-20.2	-3.4	-30.2	61.9
수정BPS	31,839	35,169	35,522	38,111
DPS	650	550	520	670
PER	2.9	3.7	5.1	3.2
PBR	0.22	0.24	0.23	0.22
ROE	7.4	6.8	4.5	7.0
ROA	0.5	0.4	0.3	0.4
배당수익률	9.3	6.5	6.4	8.1

도표 2. 은행 원화대출 성장률 추이 및 전망



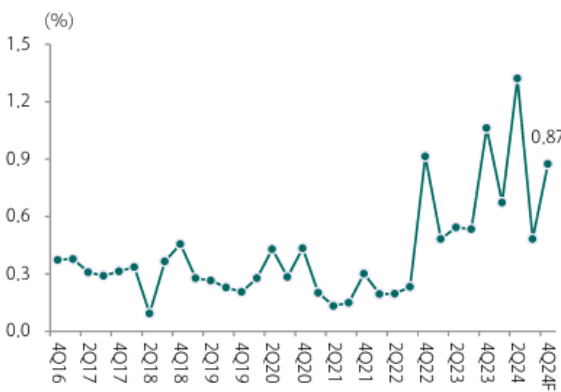
주: 전분기 대비 증가율
자료: 하나증권

도표 3. 은행 NIM 추이 및 전망



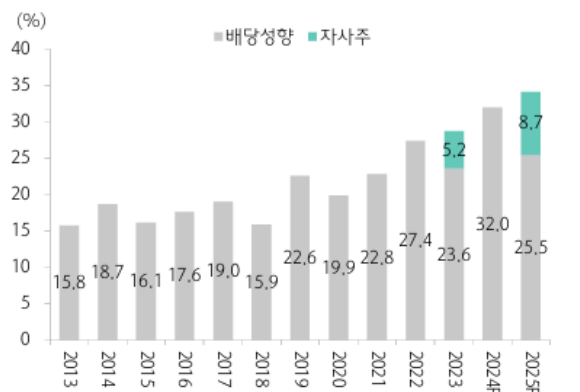
주: 분기 NIM 기준
자료: 하나증권

도표 4. 그룹 총자산대비 대손비용률 추이 및 전망



주: 총자산은 평잔 기준, 분기 연율화 기준
자료: 하나증권

도표 5. DGB금융 배당성향 및 자사주매입 추이 및 전망



자료: 하나증권



HD현대중공업
 드디어 방산에도 진심
 [출처] DS투자증권 양형모 애널리스트
 올해 특수선 부문 수주 목표 15.6억 달러 제시

국내는 KDDX 사업을 수주하고, 해외에서는 미국 함정 MRO(유지·보수·운영) 수주를 통해 목표 달성한다는 계획

025년 목표는 2024년 특수선 부문 6.6억 달러 수주 금액 대비 236% 증가한 수치이며, 2024년 목표 9.9억 달러 대비도 큰 폭 증가

사는 2024년 7월 미국 해군과 함정정비협약인 MSRA를 체결한 바 있음. 지난 해 수주는 없었음

2025년 신년사에서 미국, 캐나다, 폴란드 등 해외 시장을 적극 개척하고, MRO 분야에서도 성장을 이어가겠다고 언급

필리핀에 엔지니어링 오피스 설립, 중동에 지사 설립 완료하며 해외 영업활동 강화할 전망

군함도 빠른 납기 경쟁력과 세계 최대급 캐파 보유, MRO도 올해 최소 3천억원 이상도 수주 가능
동사는 선체 조립 전에 블록에 와이어, 파이프, 시스템, 창문 등까지 사전 설치하여 신속하게 군함을 건조하는 방법을 개발

이를 통해 군함 건조 후 진수식까지 6개월만 소요되며, KDX III Batch II와 같은 대형 함선조차 9개월만 소요

현재 연간 최대 4척의 군함을 건조 가능하며, 향후 상선 부문에서 두 개의 추가 드라이독을 통합하여 특수선 사업부 확장 계획 또한 밝힘

2024년 도크 여유가 없어 수주하지 못했던 MRO도 2025년 수주 기대. 이는 보안 강도가 낮아 중소조선소와 Co-work가 가능하기 때문

만약 8~10개 프로젝트 수주할 경우 최소 3천억원 이상 규모로 추정

드디어 방산에도 진심

동사에 대해 투자 의견 매수를 유지하고, 목표주가는 350,000원으로 상향 조정

동사는 상선 1등 건조 경쟁력을 바탕으로 글로벌 탐 해양 방산업체로 도약할 것으로 기대

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	9,045	11,964	14,310	16,011	17,390
영업이익	-289	179	699	1,273	1,478
영업이익률(%)	-3.2	1.5	4.9	8.0	8.5
세전이익	-421	34	646	957	1,169
지배주주지분순이익	-352	25	490	759	892
EPS(원)	-3,966	278	5,524	8,547	10,050
증감률(%)	적지	흑전	1,886.6	54.7	17.6
ROE(%)	-6.5	0.5	9.0	12.5	12.9
PER (배)	-29.2	463.9	51.9	33.5	28.5
PBR (배)	1.9	2.2	4.5	3.9	3.5
EV/EBITDA (배)	-358.6	30.4	26.8	16.5	14.2

자료: HD현대중공업, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준



삼성SDI
 자꾸만 낮아지는 기울기
 [출처] DS투자증권 최태용 애널리스트

4Q24 Pre: 영업적자 233억원, 일회성 비용 인식으로 컨센서스 하회 예상

4Q24F 매출액 3.8조원(-3.6% QoQ, -31.8 YoY), 영업적자 233억원(적전 QoQ, 적전 YoY)으로 컨센서스 하회를 전망한다. 중대형전지는 주요 고객사 부진으로 전분기 수준의 xEV향 출하량이 예상된다. ESS 호조는 지속돼 중대형전지 출하량 성장을 견인할 전망이다. 소형전지는 Rivian 물량 부재 외 전동공구/IT향도 부진하며 출하량 감소가 예상된다. 출하량 성장이 예상을 하회함과 더불어 일회성 비용 인식으로 중대형전지를 중심으로 마진율을 하향했다. 일회성 비용은 약 1,000억원 규모로 재고평가손실 및 품질충당보증금 설정이 주요하다.

Rivian의 IRA 30D 보조금 제외는 소형전지 회복 지연을 유발

최근 2025년 IRA 보조금(30D) 대상 차종에서 Rivian은 제외됐다. Rivian R1T/R1S의 주요 경쟁 차종인 포드 F-150 라이트닝, 쉐보레 실버라도, 테슬라 사이버트럭, 기아 EV9, 테슬라 모델X 등은 보조금 대상으로 포함됐다. 3,750달러 보조금의 부재는 Rivian의 가격 경쟁력에 큰 부담이 될 전망이다. 전방 시장 둔화 속 현금 여력이 부족한 EV 스타트업이 인센티브를 확대하기는 어렵다. 원통형 전지 주 고객사가 Rivian인 점을 감안 시 소형전지 출하량 회복이 지연될 수밖에 없는 이유다. 다만, 트럼프 당선에 따라 IRA 보조금이 폐지되거나 축소될 경우 경쟁사도 함께 가격 경쟁력이 훼손되며 전화위복이 될 수 있다.

업황 둔화 가시화를 반영해 목표주가 39만원으로 하향

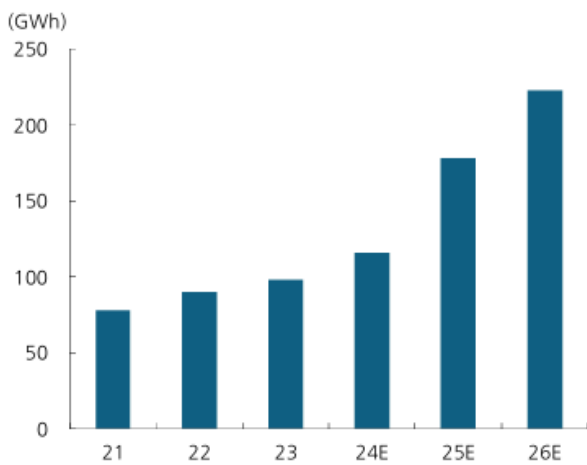
투자의견 '매수'로 유지, 목표주가는 39만원으로 하향한다. 소형전지 중심으로 가동률 회복 지연을 반영해 추정치를 하향한 결과다. 트럼프 당선으로 업황 위축이 가시화된 점이 근거다. AMPC를 포함한 IRA 보조금 폐지 가능성은 여전히 불확실하지만 예산 감축을 위한 보조금 축소는 예상 가능한 범위다. 전방 시장 둔화는 불가피하나 경쟁사 대비 AMPC 의존도가 낮은 점은 오히려 장점으로 부각될 순 있다. 한편 유럽 CO2 규제 벌금 완화안 도입은 이미 규제 수준에 근접한 BMW에게는 아쉬울 수 있다. 반면 폭스바겐은 완화안이 절실하다. 주요 고객사의 이해관계가 일부 엇갈리는 만큼 수혜 강도는 제한적일 전망이다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	20,124	22,708	17,310	18,794	27,641
영업이익	1,808	1,633	654	1,275	2,490
영업이익률(%)	9.0	7.2	3.8	6.8	9.0
세전이익	2,652	2,486	1,037	1,712	2,914
지배주주지분순이익	1,952	2,009	905	1,328	2,118
EPS(원)	28,366	29,197	13,803	20,269	32,348
증감률(%)	67.0	2.9	-52.7	46.8	59.6
ROE(%)	12.5	11.5	4.8	6.6	9.8
PER(배)	20.8	16.2	18.0	12.3	7.7
PBR(배)	2.5	1.8	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	13.2	10.9	10.2	7.3	5.2

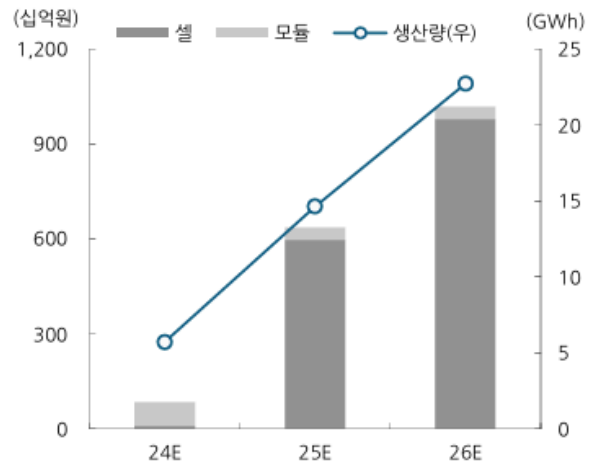
자료: 삼성SDI, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림1 삼성SDI Design CAPA 추정



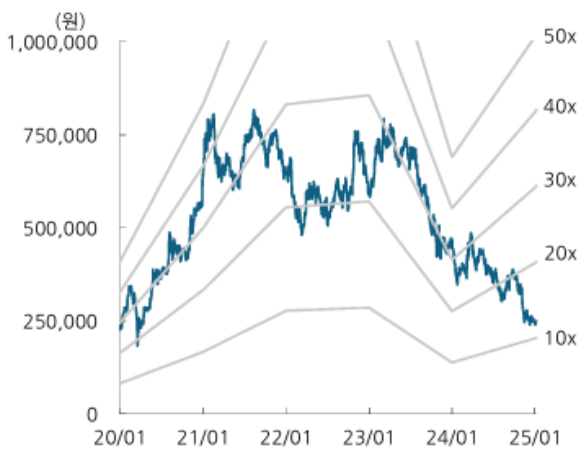
자료: DS투자증권 리서치센터

그림2 삼성SDI AMPC 추정



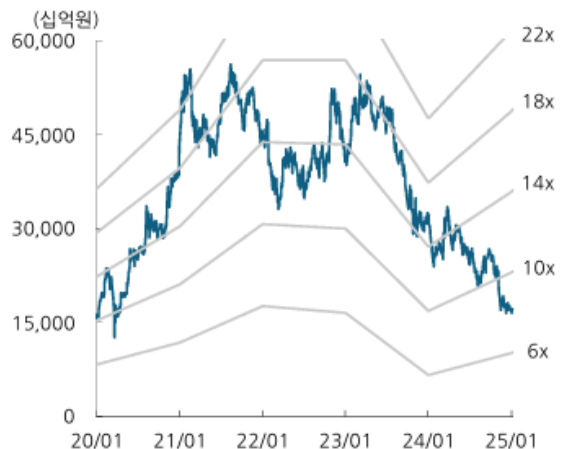
자료: DS투자증권 리서치센터

그림1 삼성SDI PER(12M fwd.) 밴드 차트



자료: QuantiWise, DS투자증권 리서치센터

그림2 삼성SDI EV/EBITDA(12M fwd.) 밴드 차트



자료: QuantiWise, DS투자증권 리서치센터

