

2025.01.08.(수) 증권사리포트

삼성전자

수요 환경 개선, 바닥을 지나는 중

[출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트

기대치 크게 하회한 4Q24 실적: 반도체 수익성 악화가 주 요인

4Q24 잠정실적은 매출액 75조 원(-5%QoQ, 11%YoY), 영업이익 6.5조 원(-29%QoQ, 130%YoY)을 기록, 최근 낮아진 컨센서스를 각각 3%, 18% 더 하회했다. 사업부별 영업이익은 각각 DS 2.17조 원, SDC 1.36조 원, DX 2.68조원(MX 2.4, VD 0.4), Harman 0.32조 원으로 추정된다. DS(반도체) 수익성이 급격히 하락한 것은 수요 악화와 비용증가(R&D, 감가상각비, 성과급 추가 총당 등), 그리고 파운드리 사업의 대규모 적자 때문이다. System LSI 사업부문은 4Q24에만 -2.33조 원의 적자를 기록했는데, 평택공장 가동으로 비용은 증가하는 반면, 모바일 고객사들 재고조정 영향으로 가동률이 급격히 하락했기 때문이다.

업황은 바닥을 지나고 있으나, 경쟁력 우려는 지속

2H24 수요 악화의 주 요인이었던 글로벌 스마트폰 OEM들의 부품 재고조정이 완료되는 시점에 있고, 특히 중국 스마트폰 OEM들이 다시 부품 재고를 늘리기로 정책을 선회함에 따라 동사 수요흐름은 바닥을 지나고 있는 것으로 판단된다. 다만 제조공정 어려움으로 최소 올해 상반기까지는 엔비디아 HBM 공급망 진입이 어려울 것으로 보이며, 최근 1b, 1c nm DRAM 공정전환에 고전하며 High-end 제품 영역에서 점유율을 잃고 있음은 아쉬운 부분이다.

주가 바닥은 친 듯, 투자의견 '매수'와 목표주가 7.2만원 유지

중국 고객과 스마트폰 수요 의존도가 높은 동사가, 지난 2H24 수요감소의 악영향을 가장 크게 받았으나, 바닥을 지나고 있는 것으로 판단된다. 따라서 최근 주가도 디레이팅된 밴드 기준으로 바닥은 친 것으로 보인다. 사업부별 기술경쟁력 회복 여부는 추이를 계속 지켜 볼 필요가 있다.

Fig. 1: 삼성전자 연결재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	302,231	258,935	300,373	320,966	358,703
영업이익	43,377	6,567	32,765	33,457	45,957
세전이익	46,440	11,006	37,206	38,569	52,520
순이익[지배]	54,730	14,473	30,946	32,080	43,684
EPS(원)	8,057	2,131	4,556	4,723	6,431
증감률(%)	39.5	-73.6	113.8	3.7	36.2
PER(배)	6.9	36.8	11.7	12.1	8.9
PBR	1.1	1.5	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	3.4	10.0	3.6	3.4	2.6
ROE(%)	17.1	4.1	8.5	8.2	10.2
배당수익률	2.6	1.8	2.7	2.6	2.6

자료: 삼성전자, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

Fig. 3: 삼성전자 주가와 필라델피아반도체 지수 - 괴리도 과대



자료: BNK투자증권

Fig. 4: 글로벌 반도체 매출액 성장률과 OLED 경기선행지수 - 여전히 상승 중



자료: WSTS, BNK투자증권



LS ELECTRIC

환율 상승의 긍정적 효과

[출처] 하나증권 유재선 애널리스트

목표주가 240,000원, 투자의견 매수 유지

LS ELECTRIC 목표주가 240,000원과 투자 의견 매수를 유지한다. 4분기 실적은 시장 기대치에 부합할 전망이다. 원/달러 환율 상승과 주요 제품의 견조한 수요를 기반으로 양호한 실적 달성이 기대된다. 2025년에는 KOC전기 실적의 연결 인식 그리고 하반기 초고압변압기 증설 완료 이후 생산 본격화로 가파른 성장이 기대된다. 2025년 기준 PER 18.5배, PBR 2.5배다.

4Q24 영업이익 875억원(YoY +28.4%) 컨센서스 부합 전망

4분기 매출액은 10,441억원으로 전년대비 1.3% 상승할 전망이다. 전력기기와 전력인프라 중심의 성장이 예상되며 원/달러 환율 약세가 우호적으로 작용할 것으로 예상된다. 배전반 회복 지연 우려를 배전기기 및 전력변압기가 만회하는 모습이다. 영업이익은 875억원으로 전년대비 28.4% 증가할 전망이다. 인건비 성 일회성 비용 이슈 발생 가능성은 제한된 상황이며 상고하자 흐름이지만 3분기를 저점으로 회복이 나타나는 점이 긍정적이다. 전력기기는 배전기기 양산품 수요가 양호한 가운데 환율이 이익률에 우호적으로 작용할 전망이다. 전력인프라는 변압기 매출이 점차 증가하고 있으며 국내외 수요에 대응하여 초고압 전력변압기 수주잔고 비중도 확대될 수 있다. 자동화는 아직은 회복이 지연되는 모습이며 과거 높은 한 자리 수 마진에 도달하려면 국내 주요 대기업 투자 감소 국면의 전환이 요구된다. 신재생은 장기적으로 ESS 중심의 성장이 나타날 개연성이 있어 수주 추이를 지켜볼 필요가 있다.

초고압변압기뿐만 아니라 국내 HVDC도 매출 성장에 기여할 것

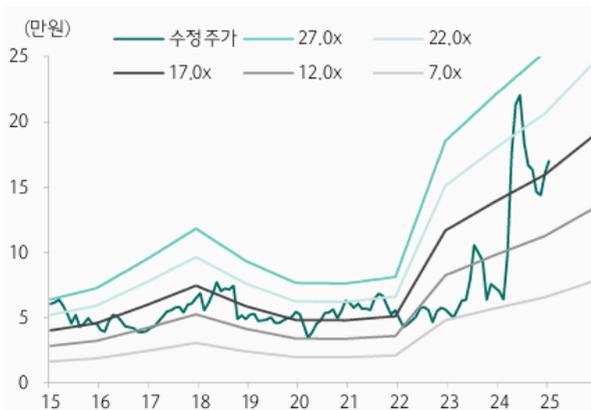
전반적인 사업 포트폴리오가 다변화되는 과정에 있어 장기 실적 우상향 추세가 가능할 전망이다. 초고압 변압기는 여전히 북미, 유럽, 중동 등 주요 지역에서 공급이 부족한 상황이기 때문에 증설이 완료되는 시점에 맞춰 적시 생산 및 납품이 가능하도록 추가 수주가 이뤄질 것으로 예상된다. 대기업의 국내외 투자 감소에 따른 배전반 매출 부진 우려를 만회할 수 있을 전망이다. 2024년 12월 2일 동해안-동서울 HVDC 변환 설비 관련 2차 계약 5,610억원 수주가 공시되었다. 2027년 6월 종료 예정인 1차 계약 2,126억원에 이어 2028년까지 실적으로 순차 반영될 예정이다. 변압기 입찰도 추가로 진행될 가능성이 높아 해외뿐만 아니라 국내에서도 수주 기대감이 부각될 수 있다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

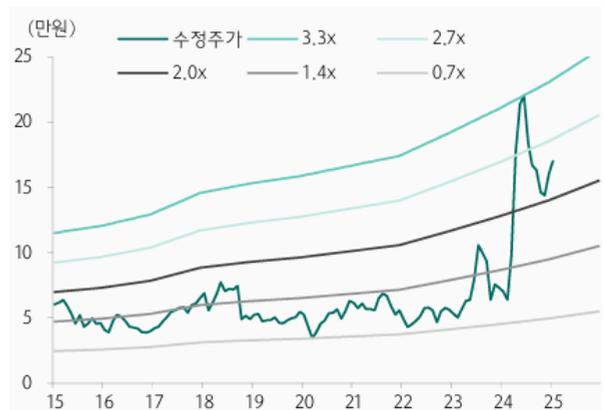
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	3,377.1	4,230.5	4,236.4	4,284.9
영업이익	187.5	324.9	357.3	393.7
세전이익	127.0	264.1	339.3	375.6
순이익	90.3	206.0	245.2	281.7
EPS	3,010	6,865	8,172	9,391
증감율	6.55	128.07	19.04	14.92
PER	18.74	10.66	19.68	18.49
PBR	1.07	1.26	2.53	2.49
EV/EBITDA	6.89	6.01	11.09	10.82
ROE	5.95	12.61	13.60	14.20
BPS	52,595	57,905	63,520	69,643
DPS	1,100	2,800	3,300	3,800

도표 2. LS ELECTRIC 12M Fwd PER 추이



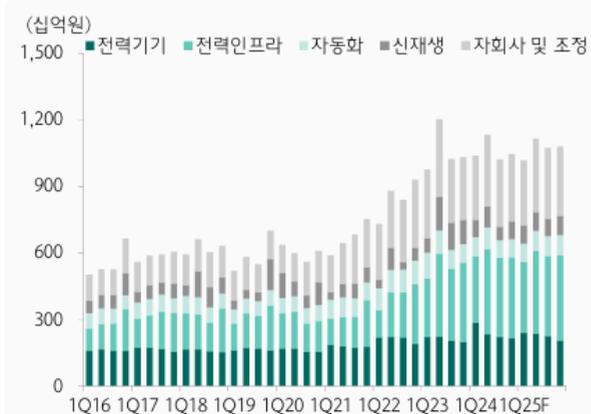
자료: LS ELECTRIC, 하나증권

도표 3. LS ELECTRIC 12M Fwd PBR 추이



자료: LS ELECTRIC, 하나증권

도표 4. 분기별 매출액 추이 및 전망



자료: LS ELECTRIC, 하나증권

도표 5. 분기별 영업이익 추이 및 전망



자료: LS ELECTRIC, 하나증권



LG전자

실적 바닥은 지났고, 저평가 해소 기대

[출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트

비용 증가 요인으로 기대치 하회한 4Q24 실적

4Q24 연결 실적은 매출액 22.78조 원(3%QoQ, -1%YoY), 영업이익 1,461억원(-81%QoQ, -53%YoY)를 기록, 컨센서스 대비 매출은 부합했으나 영업이익은 63% 하회했다. LG이노텍을 제외한 본사 매출은 16.5조원, 영업손실 1천억원으로 추정한다. 수익성 악화 주요인은 H&A(가전) 부문에서 연말 재고 슬림화 비용이 예상보다 크게 늘면서 OPM -1%(-7.3%pt QoQ)를 기록했기 때문이다. 그 외 패널가격 상승으로 HE 부문 OPM도 BEP에 그쳤고, VS는 이파워트레인 수익성 악화로 BEP 수준을 기록했다.

실적 바닥은 지났고, 향후 소비경기 회복에 대한 기대

글로벌 가전 경기 침체 속에서도 동사 주력 사업인 H&A는 작년에도 매출 10%YoY 성장을 기록했으며 OPM 6.3%를 달성했다. 가전구독 신사업 매출 성장과 B2B 비중 확대, 시장 영역 확대 및 점유율 상승 덕분이다. 작년 말부터 선진국 금리 인하 Cycle이 시작되었고, 주요국 경기 부양, 그리고 향후 우크라이나 종전 가능성을 고려 시, 하반기 이후 소비경기 회복에 대한 기대는 높다. 향후 글로벌 소비경기 회복 시 동사의 성장 잠재력은 커 보인다. 한편 트럼프 행정부의 보편적 관세 도입 시에도 동사는 현지 생산 확대와 프리미엄 제품의 가격전가로 영향을 최소화 할 수 있다.

지금이 주가 바닥, 매수 기회

작년 말 비용 증가 요인들이 해소되며 1Q25부터는 다시 정상적인 실적 계절성을 보일 전망이다. 주가도 Valuation 바닥을 지난 것으로 보이며, 주주가치환원 제고 노력도 이제는 빛을 볼 때가 되었다. 투자의견 '매수'와 목표주가 13만원을 유지한다.

Fig. 1: LG전자 연결재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	83,467	84,228	87,744	92,898	98,078
영업이익	3,551	3,549	3,430	4,016	4,653
세전이익	2,540	1,870	3,023	3,769	4,321
순이익[지배]	1,196	713	1,153	1,681	1,928
EPS(원)	6,616	3,942	6,374	9,298	10,661
증감률(%)	16.0	-40.4	61.7	45.9	14.7
PER(배)	13.1	25.8	13.1	9.3	8.1
PBR	0.8	0.9	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	3.7	4.0	3.6	3.3	2.9
ROE(%)	6.6	3.7	5.7	7.8	8.2
배당수익률	0.8	0.8	1.2	1.2	1.2

자료: LG전자, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결





현대건설

4Q24 Preview : 해뜨기 전 여명이 가장 어둡다

[출처] IBK투자증권 조정현 애널리스트

4Q24 Preview: 영업이익 시장 기대치 하회 전망

2024년도 4분기 현대건설의 영업실적은 매출액 8.1조원(YoY -5.6%), 영업이익 350억원(YoY -75.8%)으로 추정한다. 시장 컨센서스인 영업이익 1,119억 원을 하회한 수치다. 매출액은 일부 주택 및 해외 현장 준공 진입에 따라 전년 동기 대비 소폭 감소한 것으로 추정한다. 다만, 영업이익은 전년 동기 대비 크게 감소한 것으로 전망되는데, 3분기 해외 현장 원가 조정 영향이 4분기 실적에도 이어질 것으로 추정되기 때문이다.

연간 신규수주는 약 30조 원으로, 가이던스 29.0조 원 대비 초과 달성한 것으로 추정한다. 별도 주택 분양 물량은 약 19,600세대로 연간 공급 계획 20,451세대 대비 95.8%를 기록하며 목표치를 소폭 하회하였다고 판단한다.

올해 하반기부터 턴어라운드 예상

동사는 올해 상반기까지 실적 부진이 이어질 것으로 판단한다. 그렇게 생각한 이유는 급격하게 상승한 공사 원가를 도급액에 반영하지 못한 주요 현장들의 준공 시점이 다가오기 때문이다. 다만, 단기적으로 실적 부담이 클 수 있으나, 이는 구조적 비용 문제가 아닌 일회성 요인으로 판단한다.

반면, 하반기부터는 본격적인 턴어라운드가 기대된다. 그 이유는 동사의 금융 경쟁력을 바탕으로, 대규모 준자체사업(시행이익 공유 사업장) 착공이 예정되어 있기 때문에 중장기 관점에서 긍정적으로 평가한다. (총 사업비: CJ가양 5.4조 원, 이마트 가양 3.5조 원, 서울역 힐튼 2.0조 원) 또한, 둔화된 건설 경기 속에도, 대형 건설사들의 점유율이 구조적으로 확대되는 점도 주목할 부분이다. 다만, 원가 반영의 구체적인 시점과 규모에 따라 턴어라운드 시기는 변동될 가능성이 있다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 37,000원으로 하향.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	21,239	29,651	33,540	29,983	28,872
영업이익	575	785	548	598	685
세전이익	754	940	791	716	795
지배주주순이익	409	536	444	393	437
EPS(원)	3,637	4,767	3,948	3,500	3,890
증가율(%)	-0.4	31.1	-17.2	-11.3	11.1
영업이익률(%)	2.7	2.6	1.6	2.0	2.4
순이익률(%)	2.2	2.2	1.5	1.5	1.7
ROE(%)	5.5	6.8	5.4	4.6	5.0
PER	9.6	7.3	6.4	7.4	6.7
PBR	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	4.3	4.2	4.3	4.3	3.1

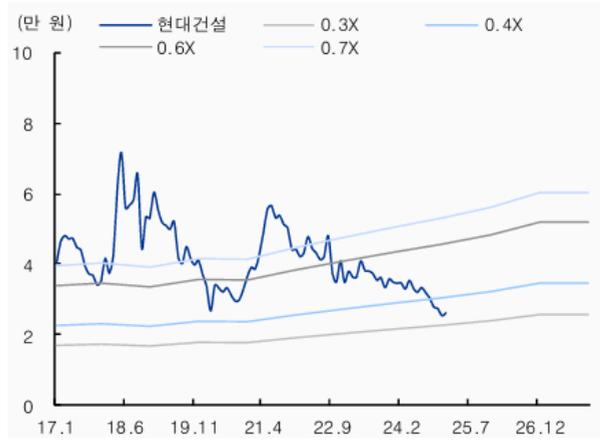
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 현대건설 PER 밴드 차트



자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 2. 현대건설 PBR 밴드 차트



자료: Quantwise, IBK투자증권



SK이노베이션
 2025년 2가지 허들을 넘어야
 [출처] 유안타증권 황규원 애널리스트
 2024년 4분기 예상 영업이익 1,029억원 흑전

2024년 4분기 예상 실적은 '매출액 18.7조원, 영업이익 1,029억원(영업이익률 0.5%), 지배주주 순손실 △2,864억원' 등이다. 영업손익은 전분기 △4,233억원에서 흑자전환 하지만, 원달러 급등으로 △3,000억원대 환손실이 우려된다. 정제마진 개선(전분기 3.7\$ → 5.1\$)로 정유부문 회복이 크지만, 배터리 부문은 판가 △10% 하락으로 다시 적자전환이 불가피하다. 부문별 추정치는 '정유 2,037억원(재고이익 500억원, 전분기 △6,166억원), 배터리 △2,715억원(전분기 240억원), 석화/유탄유/자원개발 1,834억원(전분기 2,911억원)' 등이다.

2025년 E&S 합병 효과로 실적 회복

2025년 예상 실적은 '매출액 74.4조원, 영업이익 1.7조원(전년 2,584억원), 지배주주 순이익 7,343억원' 등으로 회복될 전망이다. 1) 정유부문의 경우, 글로벌 정유설비 증설 규모가 2024년 100만b/d에서 2025년 16만b/d로 줄어들면서, 공급압박 완화가 예상된다. 2) LNG발전소(발전 캐파 5GW)를 운영하는 SK E&S(주) 합병으로, 연간 9,402억원의 영업이익 기여효과가 발생된다. 반면, 3) 배터리부문은 글로벌 공급 과잉 영향으로, △7,946억원(전년 △1.0조원)으로 적자 상태가 이어질 전망이다. 글로벌 수요는 16 ~ 24% 성장이 예상되는 반면, SK온(주) 캐파는 124%(2024년 121GW → 2025년 말 271W) 급증한다.

실적 개선에도 목표주가 17만원으로 하향

2025년 실적 회복에도 불구하고, 적정주가를 17만원(기존 20만원)으로 하향한다. 2024년 말 SK E&S(주) 합병으로, 주주가치는 32%(19조원 → 25조원)으로 증가했지만, 순발행주식수도 55%(9,522만주 → 14,763만주, 자사주 제외)로 늘어나면서 주당가치 희석이 발생되었기 때문이다. 게다가, 주가에 2가지 허들이 남아있다. 1) 미국 행정부에서 배터리 보조금을 얼마나 축소할 것인지, 2) SK엔무브(주) 상장으로 SK 이노베이션(주)의 자회사 지분가치가 줄어들지 여부이다.

	4Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	187,167	-4.2	6.0	179,109	4.5
영업이익	1,029	41.7	흑전	291	254.0
세전계속사업이익	-3,657	적지	적지	-3,099	-18.0
지배순이익	-2,864	적지	적지	-1,722	-66.3
영업이익률 (%)	0.5	+0.1 %pt	흑전	0.2	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	-1.5	적지	적지	-1.0	-0.5 %pt

자료: 유이타증권

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	780,569	772,885	740,280	744,369
영업이익	39,173	19,039	2,584	16,987
지배순이익	15,690	2,563	-15,484	7,343
PER	11.6	61.5	-8.2	25.2
PBR	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.7	12.4	22.0	12.1
ROE	8.5	1.2	-6.0	2.5

자료: 유이타증권



LG에너지솔루션

4Q24 Preview : 수요 정체의 매운 맛

[출처] 상상인증권 백영찬 애널리스트

투자의견 BUY, 목표주가 547,000원 유지

LG에너지솔루션에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 547,000원을 유지한다. 주요 투자포인트는 1) 신규 원통형 및 NCM파우치 수주를 통해 시장 지배력과 생산공장 효율성 증대가 이루어지고 있고, 2) 2025~26년 고전압미드니켈/LFP/4680 원형전지 등 다양한 배터리 상업생산을 통해 추가적인 이익 성장이 예상된다는 것이다.

4분기 프리뷰 : 수요 둔화로 인해 영업적자 추정

4분기 매출액과 영업이익은 6조 8,164억원 (-14.8% YoY, -0.9% QoQ), -1673억원 (적자전환 YoY, QoQ)으로 영업이익의 적자전환이 예상된다. 출하량은 전분기대비 소폭 증가하였으나, 배터리 판매가격 하락이 지속되었고 역래깅 효과 (상대적으로 높은 가격의 원재료 투입)로 인해 영업적자가 불가피한 것으로 판단된다. 또한 배터리 재고 관련 상각비용 발생 등 일회성 비용도 손익 악화에 영향을 준 것으로 보인다.

아직은 고난의 시기, 결국 기술 차별화에 더욱 주력할 시점

2025년 LG엔솔의 매출액과 영업이익은 27조 6,247억원 (+6.3% YoY), 1조 7207억원 (+171.6% YoY, OPM 6.2%)으로 예상된다. 전년부터 시작된 글로벌 전기차 수요 정체는 올해에도 쉽게 해소되지 못할 것으로 판단된다. 그러나 2025년부터 점진적인 실적개선을 예상하는 이유는 1) 충분히 하락한 메탈가격으로 인해 역래깅효과는 제한적이며, 2) 25,000유로 미만의 보급형 전기차 출시에 따른 유럽 수요 회복이 예상되고, 3) 고전압미드니켈/LFP/4680배터리 등 다양한 전지 생산을 통한 고객기반 확대가 가능하기 때문이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	25,599	1,891	767	3,279	132.8	27.9	5.4	5.7	0.0
2023	33,745	1,486	1,237	5,287	80.9	28.1	5.0	6.4	0.0
2024E	25,985	634	-486	-2,077	-174.0	27.8	4.3	-2.4	0.0
2025E	27,625	1,721	1,194	5,103	70.8	19.5	4.0	5.9	0.0
2026E	33,195	2,454	1,669	7,131	50.7	15.7	3.7	7.7	0.0

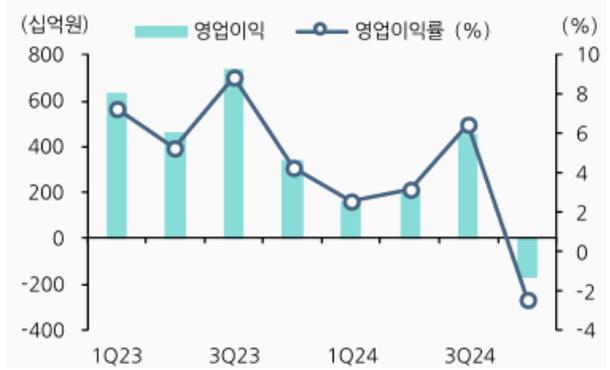
자료: K-IFRS연결기준, 상상인증권

그림 1. 분기별 매출액 추이



자료: LG엔솔, 상상인증권

그림 2. 분기별 영업이익 추이



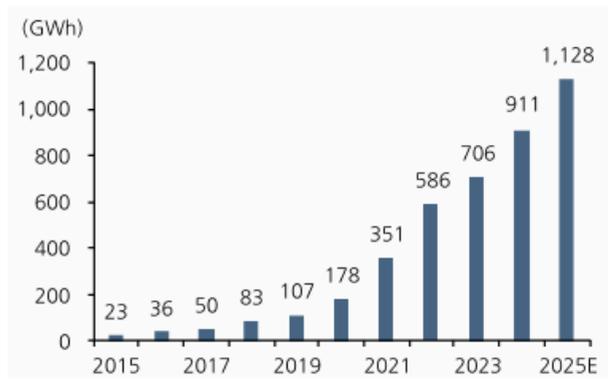
자료: LG엔솔, 상상인증권

그림 3. 세계 EV배터리 수요 및 증가율 전망



자료: BNEF, 상상인증권

그림 4. 세계 EV배터리 연도별 수요



자료: BNEF, 상상인증권



삼성생명
 단기 배당 투자자 이탈은 좋은 매수 기회
 [출처] 키움증권 안영준 애널리스트

4분기 실적은 컨센서스 하회 전망

2024년 4분기 지배주주순이익은 전년동기대비 35% (YoY) 감소한 2,909억원으로 컨센서스인 3,285억원을 11% 하회할 것으로 예상된다. 연간 가정 변경에 따른 일회성 비용 반영으로 보험이익은 부진하겠으나, 안정적인 투자이익이 이를 상쇄할 것으로 예상된다.

가정 변경에 따른 일회성 비용으로 보험이익 부진 예상

4분기 보험이익은 46% (YoY) 감소할 것으로 예상하는데, 경상적인 보험이익의 근간이 되는 CSM 상각액은 신계약 판매 호조에 힘입어 안정적일 것으로 보이나 금리 하락 및 연간 가정 조정에 따른 비용이 반영, 신계약 판매 경쟁 심화 등으로 예상차 부진 및 일회성 비용 반영이 예상되기 때문이다. 투자이익은 19% (YoY) 감소할 것으로 예상하는데, 이자손익은 안정적일 것이나 증시 부진 및 연결효과 축소 등의 영향이 있을 것으로 보인다. 연말 K-ICS 비율은 장기채 금리 하락과 삼성전자 주가 하락 등의 영향으로 전분기대비 9%p 하락한 184%를 기록할 것으로 예상된다.

투자의견 BUY, 목표주가 140,000원, 업종 Top Pick 유지

4분기 시장 기대치를 하회하는 실적이 예상되지만 연간 지배순이익은 전년대비 23% 증가한 2.33조원으로 추정되며, 배당성향 37% 가정 시 예상 DPS는 4,800원이다. K-ICS 비율 및 해약환급금준비금 등 고려시 배당에 대한 우려는 없을 것으로 판단한다. 현 주가 기준 배당수익률은 5.0%로 역사적 최고 수준인데, 배당락 이후 단기 배당 투자 자금 이탈의 영향인 것으로 보인다. 보험사들의 배당락 이후 추가 주가 조정은 역사적으로 좋은 매수 기회였던 바 최근 주가 하락 역시 매수 기회로 활용해야 한다는 판단이다. 신계약 판매 호조로 향후에도 실적 및 자본비율의 안정적인 우상향이 가능할 것으로 보이며 중장기 주주환원을 목표도 50%(2023년 35%)로 제시한 바 주주환원 규모는 꾸준히 확대될 것으로 전망한다. 추가적으로 보유 중인 자기주식과 삼성전자 지분 등이 주주환원에 활용될 경우 추가적인 밸류 업사이드 요인으로 작용할 것으로 기대된다. 업종 내 최선호주로 유지한다.

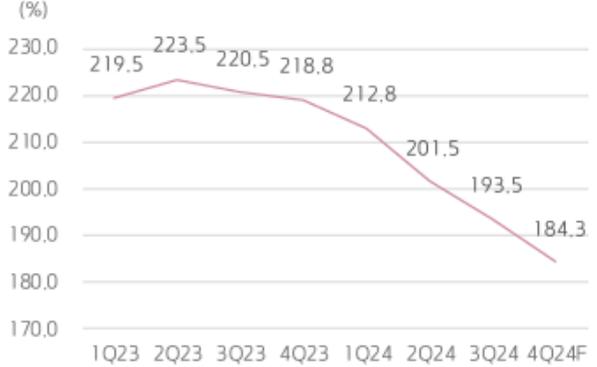
(십억원, 배)	2023	2024E	2025E
보험이익	1,448.2	1,317.1	1,444.4
투자이익	(23.7)	509.9	527.2
영업이익	1,424.8	1,827.4	1,971.6
세전이익	1,681.2	2,115.3	2,261.7
당기순이익	1,382.9	1,705.2	1,696.3
ROE	4.4	6.1	6.6
ROA	0.6	0.7	0.7
EPS	6,915	8,526	8,481
BPS	221,593	163,998	196,676
PER	7.3	8.1	8.0
PBR	0.3	0.6	0.5
DPS	3,700	4,800	5,500
배당수익률 (%)	5.4	5.1	5.8

CSM 기말 잔액 추이 및 전망



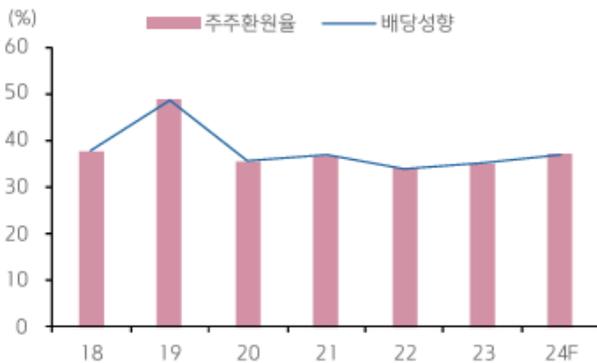
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터.

K-ICS 비율 추이 및 전망



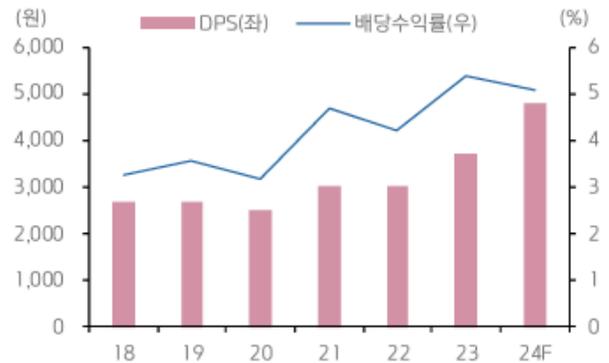
주: 4Q24는 예상치
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터.

주주환원율과 배당성향



자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터.

DPS와 배당수익률



자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터.

