

2025.01.13.(월) 증권사리포트

SK하이닉스

4Q24 Pre : HBM이 주는 안정감

[출처] DS투자증권 김진형 애널리스트

4Q24 Preview: 큰 이변 없이 기대를 부합할 것

SK하이닉스 4Q24 매출액 19.9조원(% QoQ, % YoY), 영업이익 8.2조원(% QoQ, % YoY, OPM %)으로 컨센서스 부합하는 실적을 전망한다. DRAM B/G는 전분기 대비 6%, ASP는 6% 증가할 것으로 추정하며 NAND는 B/G 8% 증가와 ASP -6% 감소를 추정한다. HBM 매출비중은 4분기 DRAM 내 42%까지 증가할 전망이다. 2024년 연간으로는 전사 매출비중 20%, DRAM 내 매출비중 30%를 차지할 것으로 추정한다. 4Q24에도 레거시 DRAM의 약세와 HBM 중심의 프리미엄 제품 시장 수요의 양극화 트렌드는 지속되고 있다. HBM 매출비중이 견고한 동사의 실적은 견조할 수 밖에 없다.

커스텀 메모리 시장으로의 진입

동사는 Rubin향 HBM4 수요 대응을 위해 올해 하반기 HBM4 양산에 돌입하고 2026년 상반기 공급을 확대할 계획이다. HBM4에서 주목해야 할 점은 커스텀 HBM의 본격화 모멘텀이다. (24.12.09 'ASIC 칩과 커스텀 HBM의 구조적 성장' 보고서 참고) 추론 AI 시장의 성장과 함께 빅테크 기업들은 단순히 HBM을 구매해 사용하는 것이 아니라 자사의 AI 칩 및 워크로드에 최적화된 메모리를 직접 설계·주문하려는 움직임을 보일 것이다. 동사는 HBM4의 베이스 다이

제작을 위해 TSMC의 파운드리 공정을 활용할 계획으로 현재 주요 고객사 이외에도 빅테크 고객사를 확보하기에 가장 유리한 지위에 있다는 판단이다.

투자의견 매수, 목표주가 290,000원 유지

SK하이닉스에 대한 투자의견과 목표주가 29만원을 유지한다. 2025년 HBM 매출비중은 DRAM 내 44%까지 확대되며 동사의 실적 안정성이 더욱 높아질 것이다. 최대 고객사 이외 다른 빅테크 업체들 역시 이미 HBM을 장기계약 형태로 주문해왔고 HBM4에서는 주문형 메모리의 성격이 더욱 강해질 것으로 전망한다. DRAM 공급업체 중 가장 안정적인 실적을 지속해나갈 가능성이 크고 이는 동사의 밸류에이션을 높일 수 있는 요인이다. NAND 업황 둔화에도 2025년 전사 영업이익은 33.6조원(% YoY, OPM %)으로 전망한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	42,998	44,622	32,766	66,360	84,043
영업이익	12,410	6,809	-7,730	23,575	33,614
영업이익률(%)	28.9	15.3	-23.6	35.5	40.0
세전이익	13,416	4,003	-11,658	21,748	31,452
지배주주지분순이익	9,602	2,230	-9,112	17,091	24,135
EPS(원)	13,190	3,063	-12,517	23,477	33,153
증감률(%)	101.9	-76.8	적전	흑전	41.2
ROE(%)	16.8	3.6	-15.6	27.8	29.7
PER(배)	9.9	24.5	-11.3	8.7	6.2
PBR(배)	1.5	0.9	1.9	2.1	1.6
EV/EBITDA(배)	4.7	3.5	21.7	3.9	2.7

자료: SK하이닉스, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준





HDC현대산업개발

4Q24 Preview : 3월이 분기점

[출처] IBK투자증권 조정현 애널리스트

일반 건축부문 준공 정산 손실 지속

2024년 4분기 HDC현대산업개발 연결기준 매출액 1.2조 원(YoY +5.7%), 영업이익 592억 원 (YoY -23.5%)으로 추정한다. 영업이익은 시장 컨센서스 664억 원을 하회할 전망이다. 수익성이 부진할 것으로 전망한 이유는 1) 3분기에 발생했던 일반 건축부문 준공정산 손실이 4분기 실적에도 지속될 것으로 판단하고 있고, 2) (인도기준) 수원 아이파크 10차 수분양자 입주 시점이 올해 1분기에 집중되면서 4분기 매출 반영이 제한적일 것으로 예상한다.

2024년 신규수주는 약 5조 원으로, 연간 가이던스 4.9조 원 대비 103%를 달성한 것으로 추정한다. 주택 분양 물량은 약 11,600세대로, 연간 공급 계획 10,127세대 대비 114%를 기록한 것으로 판단한다.

(금액 기준) 올해 3월 서울원 아이파크 계약률 80% 추정

서울원 아이파크(1,856세대)는 작년 말까지 계약률이 세대 기준 70%(1,298세대), 금액 기준으로는 65%를 달성하였다. 금액 기준 달성률이 상대적으로 낮은 이유는 미분양 세대가 대형 평수에 집중되어 있기 때문이다. 다만, 1월 8일에 미분양 558세대를 대상으로 실시한 무순위 청약에서 총 10,533건의 신청이 접수된 만큼, 매출 기산일인 3월 기준으로는 금액 기준 계약률이 80%를 상회할 것으로 기대한다.

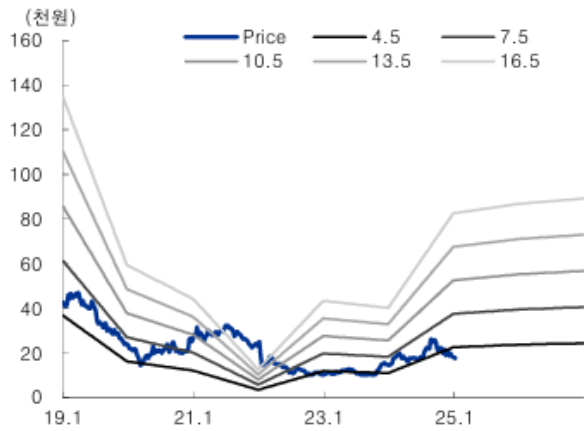
투자의견 매수 유지, 목표주가 26,000원으로 하향

당사는 HDC현대산업개발에 대해 투자의견 매수를 유지하나, 목표주가는 26,000원으로 하향한다. 현재 주가는 서울원 아이파크의 미분양 우려와 일반 건축 현장의 준공 정산 비용 발생가능성으로 하락 중이라 판단한다. 그러나, 3월에 서울원 아이파크의 계약률이 입증된다면, 하반기에는 해당 프로젝트의 매출 본격화와 함께, 일반 건축 부문의 원가율 개선이 가시화될 것으로 예상한다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	3,298	4,191	4,346	4,840	5,004
영업이익	116	195	202	411	425
세전이익	121	237	225	454	478
지배주주순이익	50	173	160	329	347
EPS(원)	764	2,626	2,433	4,999	5,261
증가율(%)	-71.5	243.6	-7.4	105.5	5.2
영업이익률(%)	3.5	4.7	4.6	8.5	8.5
순이익률(%)	1.5	4.1	3.7	6.8	6.9
ROE(%)	1.7	5.9	5.2	10.1	9.8
PER	13.1	5.6	7.4	3.5	3.3
PBR	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	15.7	9.5	10.7	5.4	4.9

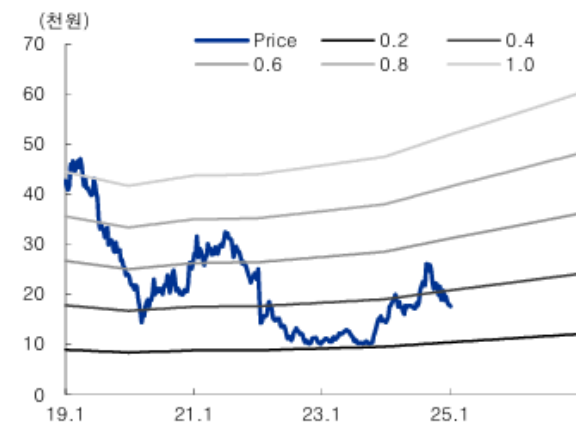
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. HDC현대산업개발 PER 밴드차트



자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 2. HDC현대산업개발 PBR 밴드차트



자료: Quantwise, IBK투자증권



롯데웰푸드

올해는 인도만 믿는다

[출처] IBK투자증권 김태현 애널리스트

비용 상승, 4Q24 실적 부진 전망

작년 4분기 연결 매출액과 영업이익이 각각 9,985억원(+1.9% yoy), 210억원(-28.2% yoy)으로 전망된다. 코코아 등 원가 부담이 이어졌고, 연말 인건비(퇴직충당금, 장기근속자 시상 등) 증가에 따라 IBKS 이전 추정치(9,971억원 / 269억원)와 컨센서스(9,980억원 / 262억원)를 하회할 것으로 예상된다.

전 사업부문 수익성 부진할 듯

부문별로, 건과 매출액은 5,825억원(+4.5% yoy), 영업이익은 402억원(-3.2% yoy)으로 추정된다. 내수 소비 위축 영향으로 국내 매출이 소폭 성장에 그치겠지만 해외 법인 성장에 기인, 외형 성장 흐름 이어지겠다. 카자흐스탄 매출이 10% 이상 회복되고, 인도 초코파이 판매 실적도 양호할 전망이다. 반면 코코아 가격 상승으로 소폭 감익이 예상된다. 실제로 4Q24 평균 코코아 선물 가격은 99.4%(yoy) 상승했다.

빙과 매출액과 영업이익은 각각 1,221억원(+1.0% yoy), 22억원 적자(적자지속 yoy)로 전망된다. 국내 매출 감소 예상되나, 인도는 비우호적 날씨(문순) 환경에서 벗어나 실적 정상화 가능할 전망이다. 유지식품은 팜유, 대두유 등 원재료 가격 상승분 만큼 판가 인상이 이뤄지지않아 수익성 하락이 예상된다. 육가공 부문은 기저효과로 인해 매출이 소폭 개선될 전망이나 영업 적자 기조는 유지되겠다.

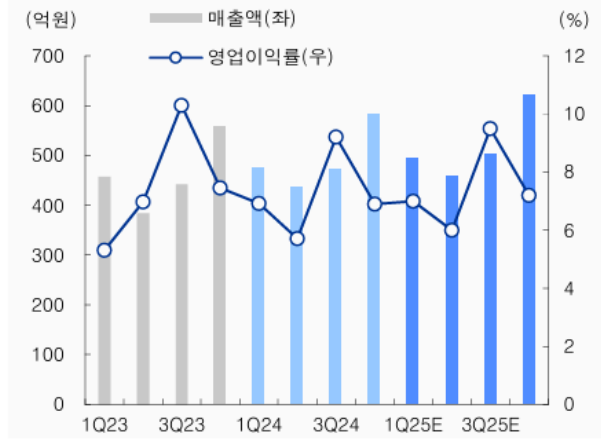
인도 모멘텀 여전하나, 내수 부진 장기화는 부담

인도 사업 확장 기대감이 여전해 매수 의견을 유지한다. 하브모어 푸네 신공장(cap: 1,500억원, 기존 대비 50% 증가)이 1분기에 가동되고, 상반기 중 롯데 인디아, 하브모어 합병이 완료될 전망이다. 빼빼로 신규 라인(cap: 400억원)과 초코파이 4라인(cap: 400억원)은 하반기 가동 예상된다. 중동 및 인접국가로 빼빼로 수출을 병행할 것으로 보이며 이에 따라 초기 가동률은 양호할 전망이다. 다만 내수 소비 둔화 등으로 낮아진 업종 밸류에이션을 반영해 Target PER을 12.0배(기존 14.4배)로 조정, 목표주가를 15만원(기존 18만원)으로 하향한다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	3,203	4,066	4,072	4,260	4,466
영업이익	112	177	198	204	222
세전이익	52	110	146	166	182
지배주주순이익	47	71	107	117	128
EPS(원)	5,931	7,476	11,347	12,419	13,598
증가율(%)	9.1	26.0	51.8	9.4	9.5
영업이익률(%)	3.5	4.4	4.9	4.8	5.0
순이익률(%)	1.4	1.7	2.6	2.7	2.8
ROE(%)	2.9	3.5	5.1	5.4	5.7
PER	20.7	16.6	9.8	8.6	7.8
PBR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	8.0	5.5	4.1	4.4	4.5

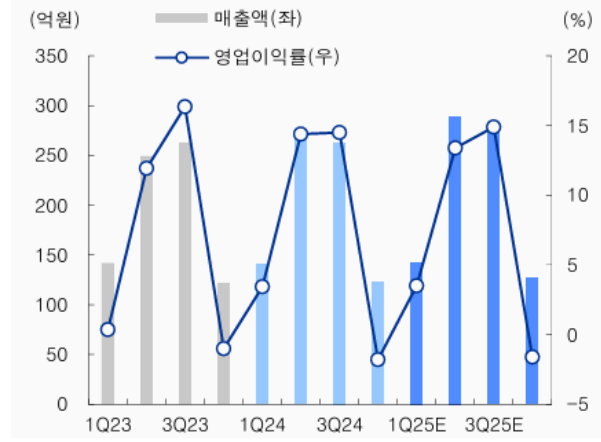
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 건과 실적 추이 및 전망



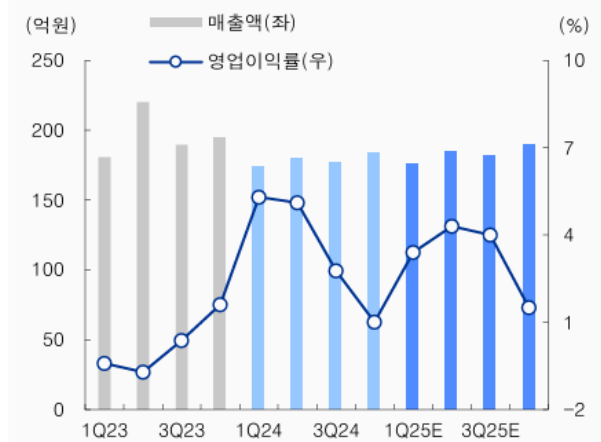
자료: 롯데웰푸드, IBK투자증권

그림 2. 빙과 실적 추이 및 전망



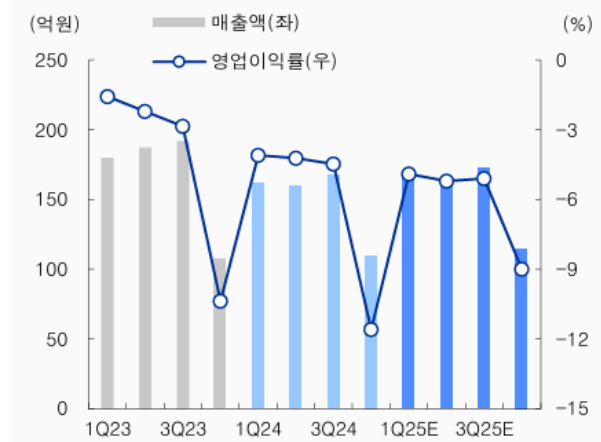
자료: 롯데웰푸드, IBK투자증권

그림 3. 유지식품 등 실적 추이 및 전망



자료: 롯데웰푸드, IBK투자증권

그림 4. 육가공 등 실적 추이 및 전망



자료: 롯데웰푸드, IBK투자증권



더블유에스아이
 의약품 유통 및 제조, 수술용 AI 로봇 기업
 [출처] 하나증권 최재호 애널리스트
 의약품 및 의료기기 유통 전문 기업

더블유에스아이는 2016년 설립되었으며 혈액대용제, 국소지혈제 등 의약품과 각종 의료 소모품, 그리고 척추관절 전문 의료기기에 특화된 경쟁력을 바탕으로 유착 방지제, 수용성 뼈 지혈제, 디스크 관찰 및 제거 내시경, 경추 인공디스크 등 의료기기를 국내 총판 계약을 통해 유통하는 기업이다. 매출 비중은 3Q24 누적 기준 의약품 67.9%, 의료기기 15.3%, 기타 16.8%이며, 의약품 중 국소지혈제가 65.0%로 가장 많은 비중을 차지한다. 작년부터는 국내 심혈관 중재시술 사업 부문 진출로 추가적인 포트폴리오를 마련한 상황이다. 1) 2024년 6월부터 혈관개통제품 및 의료용 패키지 전문 생산 기업인 영국의 '키말 (KIMAL)'과 협력을 통해 중심정맥카테터(CVC), 말초삽입 중심정맥카테터(PICC) 판매를 시작했고, 2) 중국의 구조적 심장질환 의료기기 기업 '선건테크(Lifetech Scientific)'와의 국내 총판 계약을 통해 美 FDA 혁신의료기기 승인을 받은 삼첨판막 치환술용 중재시술 의료기기 럭스 밸브(Lux-Valve)를 판매할 예정이며, 3) 중국의 심장관련 제품 종합 의료기기 기업 '러푸(Lepu Medical)'와 심혈관 질환 관련 사업 확대를 위한 MOU를 체결한 상황이다.

의약품 제조 기업 인수로 기존 유통 구조에서 제조 영역으로 확장

더블유에스아이는 기존 유통업 베이스의 사업 구조에서 탈피하고자 2024년 5월 의약품 제조 및 개발 기업 '인트로바이오파마' 지분 67.0%를 확보하면서 의약품 제조 분야로 사업 영역을 확대했다. 인트로바이오파마는 PIC/S GMP 적합 인증 시설을 보유하고 있으며, 의약품 CDMO를 통해 총 149개의 품목 허가 및 105개의 유통 품목을 보유하고 있다. 핵심 기술은 제형 개발 및 변경이다. 고혈압 복합제 텔미사르탄은 각기 다른 성분으로 이뤄진 이층정 구조로 장기 보관 시 형태가 변하는 단점이 존재하는데, 이를 개선시킨 단층정 형태의 제네릭 의약품을 개발 중이며, 올해 출시를 계획 중이다. 현재 낮은 생산 CAPA로 자체 생산 대비 위탁 생산 비중이 높은 편인데, 기존 CAPA의 약 3배 이상 자체 생산 능력을 갖추기 위해 자동화 신공장 구축을 추진 중이며, 2027년 완공을 목표로 하고 있다. 완공 이후 생산성 및 효율성 향상으로 수익성은 점진적으로 개선될 전망이다. 인트로바이오파마 실적은 매출액 2024년 약 200억원, 2025년 약 290억원, OPM 약 8%를 가이던스로 제시했다.

의료용 수술 AI 로봇 '유봇' 연내 상용화 목표

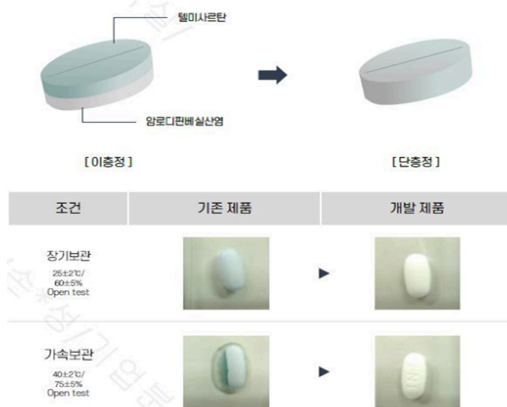
더블유에스아이의 또 다른 중장기 성장 동력은 의료용 AI 로봇 사업이다. 의료기기 연구 개발, 제조 및 판매를 위해 2021년 자회사 '이지메디봇'을 설립했으며, 산부인과 복강경 수술 및 약물 주입용 어시스트 로봇인 '유봇(U-BOT)'의 상용화를 목표로 하고 있다. 2023년 12월 국내 특허 등록 완료 및 미국, 유럽 국제 특허를 출원 중이며, 2023년 11월 서울대학교 병원 혁신 의료 기술 연구소로부터 3개 항목 중 작업 성공률 2개 항목 100%, 1개 항목 93%를 기록해 적합성 평가를 완료했다. 2024년 6월 협동 로봇 전문 기업 '두산로보틱스'와 의료 로봇 솔루션 MOU를 통해 공동 연구 개발 및 협동로봇 ARM을 공급 받으며, 2024년 7월에는 품질경영시스템 국제 표준 ISO 9001 인증을 획득했다. 시술용 장착부 핸들 및 인젝션, 구동 AI S/W가 동사의 핵심 기술이다. 3Q25 시제품 테스트 완료 □ 4Q25 식약처 제조 허가 신청 이후 빠르면 연내 제품 상용화를 목표로 하고 있다. 더블유에스아이의 연결 실적 가이던스는 2025년 매출액 약 600억원, 영업이익 약 60억원이다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2020	2021	2022	2023
매출액	26	28	27	31
영업이익	6	6	4	3
세전이익	(0)	9	6	4
순이익	(2)	7	4	3
EPS	(58)	245	145	96
증감율	적전	흑전	(40.8)	(33.8)
PER	(59.3)	9.9	12.9	23.1
PBR	4.0	2.2	1.5	1.7
EV/EBITDA	14.5	8.6	10.7	18.6
ROE	(6.6)	21.6	11.6	7.2
BPS	851	1,105	1,259	1,339
DPS	0	0	0	0

도표 1. 텔미사르탄 고혈압 복합제 제네릭 개발 중



자료: 더블유에스아이, 하나증권

도표 2. 산부인과 복강경수술 및 약물 주입 어시스트 로봇 유봇(U-BOT)



자료: 더블유에스아이, 하나증권



SKT

4Q 프리뷰 - 차라리 잘 되었다고 봅니다

[출처] [하나증권 김홍식 애널리스트](#)

매수/TP 7만원 유지, 4분기 실적 시즌이 SKT 매수 적기가 될 듯

SKT에 대한 투자 의견 매수, 12개월 목표가 7만원을 유지한다. 혹시라도 4분기 실적에 대한 실망 매물 출회로 SKT 주가가 하락한다면 적극적인 매수로 대응할 것을 권한다. 이러한 판단을 하는 이유는 1) 2024년 4분기 어닝 쇼크를 기록할 전망이지만 일회성 비용에 기인한 바가 크고, 2) 4분기 실적 부진에도 현금 흐름 개선으로 총 배당금은 증가할 가능성이 높으며, 3) 당초 우려와 달리 2025년에도 영업이익 성장을 기록할 전망이며, 4) 현재 기대배당수익률 6.9%에 달하는데 2025년 연말 5G Advanced 도입 가능성 및 시중 금리 인하 추세를 감안하면 투자 매력도가 높다고 판단되기 때문이다.

4분기 연결 영업이익 2,419억원으로 컨센서스 하회할 전망, 일회성 인건비 때문

SKT는 2024년 4분기에 연결 영업이익이 2,419억원(-19% YoY, -55% QoQ)으로 컨센서스(연결 영업이익 3,453억원)를 크게 하회하는 부진한 실적을 기록할 전망이다. 일회성 인건비 반영 때문이다. 지난해 11월까지만 해도 SKT의 희망퇴직비용 반영 가능성은 높지 않았다. 그런데 연말 이후 지난해 4분기 실적에 대규모 희망퇴직비용 반영이 유력해졌다. 만약 일회성비용이 없었다면 아마도 4Q 3천억원 이상의 연결 영업이익 달성이 무난했을 것이다. 하지만 일회성 인건비 반영으로 전년동기비 두 자릿수 영업이익 감소가 불가피해 보인다. 5G 순증 가입자 급감에도 이동전화매출액이 전년동기비 증가 추세를 유지할 전망이고 번호이동건수 증가에도 마케팅비용이 전년동기비 감소할 것이 유력하나 인건비 급증으로 4분기 실적 부진이 예상된다.

4Q 일회성비용 반영으로 2025년에도 영업이익 성장 전망, 투자 매력도 높아

하지만 투자 전략상론 SKT 4분기 어닝 쇼크를 긍정적으로 볼 것을 권한다. 2024년 영업이익 레벨이 낮아짐에 따라 2025년 이익 성장 가능성이 높아졌기 때문이다. 2024년 가을 이후 2024년 4분기 실적이 예상보다 양호할 것으로 추정됨에 따라 투자자들 사이에서 2025년 SKT 이익 감소 현실화 우려가 커졌던 것이 사실이다. 하지만 2024년 기저가 낮아짐에 따라 2025년 이익 감소 가능성은 사실상 희박해졌다. 그럼에도 불구하고 2024년 SKT 연간 영업이익이 감소는 아닐 것이며 2025년 영업이익이 나름 유의미한 수준의 성장을 나타낼 것이라 어찌 보면 주가 측면에선 최상의 결과 도출이 아닐까 싶다. 배당금 감소 가능성이 희박하고 시중 금리가 하락할 것으로 예상되는 가운데 SKT의 현재 기대배당수익률이 역대 최고 수준을 기록 중이다. 이익 흐름과 차세대 서비스 도입 시점을 감안하면 이해하기 어려운 수준이다. 4분기 어닝 시즌 SKT 매수를 추천한다. 수급을 감안해도 연초 주가가 현재보다 낮게 형성될 가능성은 낮다고 판단되어 장/단기 매수 유망하다고 평가한다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	17,305.0	17,608.5	17,956.0	18,021.6
영업이익	1,612.1	1,753.2	1,811.1	1,855.2
세전이익	1,236.2	1,488.2	1,440.5	1,555.2
순이익	912.4	1,093.6	1,071.1	1,151.5
EPS	4,169	4,997	4,978	5,361
증감율	(39.06)	19.86	(0.38)	7.69
PER	11.37	10.03	11.09	10.46
PBR	0.91	0.94	1.01	0.99
EV/EBITDA	3.84	3.87	3.76	3.43
ROE	7.97	9.63	9.29	9.72
BPS	51,889	53,424	54,802	56,396
DPS	3,320	3,540	3,800	3,800



HL만도

2025년 성장 가능성의 검증 무대

[출처] 키움증권 신윤철 애널리스트

4Q24 Preview: 연간 사업계획 달성 위한 막판 스퍼트

매출액 2.28조 원(+4.2% YoY, +5.1% QoQ), 영업이익 1,062억 원(+109.9% YoY, +28.7% QoQ)을 기록하며 영업실적은 시장 기대치(매출액 2.28조 원, 영업이익 1,026억 원)에 부합할 전망이다. 다만 당사의 지배주주순이익 추정치는 29억 원인 반면 시장 기대치는 574억 원에 형성되어 있어 괴리가 크다. HL클레무브가 투자한 중국 자율주행 스타트업 iMotion 지분 관련 금융자산은 iMotion이 23년 12월 홍콩 증시에 상장된 이후부터 분기 증가를 기준으로 매분기 재평가되고 있다. 이는 현재 HL만도의 영업외손익 변동성을 확대시키는 주 요인으로 꼽히고 있다. 지난 7월에 급락했던 iMotion 주가가 4분기 중 재차 급락하면서 HL만도에 대한 외국인 보유비중 축소 흐름이 지속되고 있다. 차별화된 중국법인 호실적(연간 매출액 2조 원 달성 전망)에 기인하여 4Q24에는 2016년 이후 처음으로 분기 연결 영업이익 1천억 대 탈환 기대로 최근 국내 기관의 유의미한 매수세가 확인되는 점이 긍정적이다. 다만 어닝 시즌에 HL만도의 주가 회복세가 더욱 탄력을 받기 위해서는 3Q24의 실적 부진을 만회하면서도 연간 사업계획(매출액 8.7조 원, 영업이익률 4%대 초반)에 부합 또는 상회할 수 있는 수준의 영업실적 기록이 필요할 것이며, 이는 동시에 25년 외형 성장성과 수익성 개선 가능성을 검증 받는 무대가 될 전망이다.

외국인 비중 턴어라운드: 주주환원정책, 당기순이익 가시성

2025년의 HL만도 외국인 지분을 회복은 주주환원정책 & 당기순이익 관련 가시성 확대에 달려있다고 판단한다. 특히 주주환원정책 가시성 확대는 '주주환원 규모 확대'와는 다른 의미다. 만약 HL만도가 수익성 높은 신규 프로젝트 확보로 인해 투자를 우선순위에 두고자 당분간 현실적으로 주주환원 규모를 확대하지 못한다고 판단할 경우, 해당 방향성에 대해 시장과 명확히 소통하는 행위 역시 가시성 확대의 일환이다. 물론 이 경우에는 구체적인 수익성 개선 타임라인 및 자금조달 관련 설득력 있는 소통이 수반되어야 할 것이다. 더 나아가서는 향후 어느 정도 수준까지 수익성이 안정화 됐을 때 비로소 주주환원 확대가 후행될 수 있을 지에 대한 HL만도의 입장까지 요구될 수도 있다. iMotion 지분 관련 금융자산 평가손익은 현금흐름을 동반하고 있지 않음에도 결국 당기순이익 변동성에 큰 영향을 주고 있는 만큼, 변동성 완화 및 당기순이익 추정 가시성 확대를 위한 경영진의 의사결정이 필요할 것으로 보인다

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	7,516.2	8,393.1	8,709.7	9,760.4
영업이익	248.1	279.3	353.9	490.7
EBITDA	586.9	601.1	695.8	852.4
세전이익	230.0	225.7	217.2	553.7
순이익	118.3	154.6	111.7	389.6
지배주주지분순이익	98.3	135.6	90.3	346.7
EPS(원)	2,093	2,887	1,924	7,384
증감률(% YoY)	-41.2	37.9	-33.4	283.9
PER(배)	19.3	13.6	21.1	5.7
PBR(배)	0.88	0.83	0.82	0.75
EV/EBITDA(배)	5.9	5.7	5.0	3.9
영업이익률(%)	3.3	3.3	4.1	5.0
ROE(%)	4.8	6.2	4.0	13.9
순차입금비율(%)	64.0	62.6	57.2	40.5



삼성SDI

ESS만 좋다

[출처] IBK투자증권 이현욱 애널리스트

24년 4분기, 1Q17 이후 처음 분기 적자 전망

삼성SDI의 4Q24 매출액은 3조 8,490억원(QoQ -2.2%), 영업이익 -1,740억원(QoQ 적전), OPM -4.5% (QoQ -7.8%p)로 영업이익 기준 컨센서스(매출액 4.1조원, 영업이익 580억원)를 큰 폭으로 하회할 것으로 전망한다. 중대형 EV 부문은 Starplus Energy(Stellantis-SDI JV)가 12월부터 양산 시작되었으나 유럽 OEM(BMW, VW) 수요 감소로 1.9조원(QoQ -4.7%)으로 예상한다. 소형 전지 부문은 Rivian향 원통형 납품 부진과 전동공구 수요 회복 지연으로 0.9조원(QoQ -7.5%)으로 예상한다. ESS를 제외한 전 사업부 부진할 것으로 전망하며, 재고 평가 및 품질 총당 비용 발생이 적자 전환의 주요 요인일 것으로 예상한다.

2025년 US EV Credits 대상 45종에서 25종으로

EPA는 2025년 1월 1일부터 EV Tax Credit을 수령 가능한 차종을 공개했다. EV Credit을 수령 가능한 리스트는 2024년 8개 그룹, 11개 메이커, 40개 차종에서 2025년 6개 그룹, 10개 메이커, 25개 차종으로 감소했다. 제외된 리스트의 경우, VW그룹은 VW와 Audi를 포함해 10종, Rivian 7종, Nissan 1종이 제외되었다. 수령 차종 변경으로 인한 기업별 공급 차종 수는 LGES 8종, SKon 8종, Panasonic 6종, Tesla 2종을 기록했다. SDI의 경우 2024년 12월부터 Stellantis JV 1공장(33GWh) 4개 라인 중 1개 라인 가동이 시작되어, 2025년 내 Stellantis 차량 4종이 추가될 것으로 전망된다.

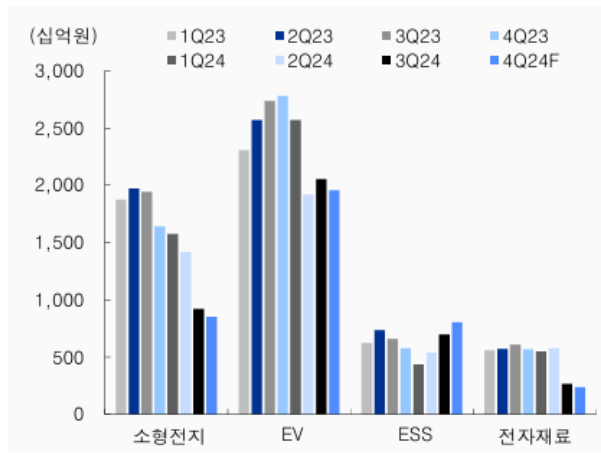
투자의견 매수 유지, 목표주가 400,000원 하향

삼성SDI에 대한 투자의견은 매수 유지, 목표주가는 400,000원으로 하향한다. 2024년에 이어 2025년에도 실적 회복 모멘텀은 제한적이라 판단되며, 소형전지 부문의 부진이 상당 기간 지속 및 중대형 부문의 수요 회복도 지연될 것으로 판단되어 당분간 ESS 부문을 제외한 전 사업부 부진이 전망된다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	20,124	22,708	17,365	18,024	20,814
영업이익	1,808	1,633	504	1,160	2,250
세전이익	2,652	2,486	1,121	1,325	2,294
지배주주순이익	1,952	2,009	865	963	1,620
EPS(원)	27,736	28,547	12,294	13,687	23,019
증가율(%)	66.9	2.9	-56.9	11.3	68.2
영업이익률(%)	9.0	7.2	2.9	6.4	10.8
순이익률(%)	10.1	9.1	5.2	5.8	8.7
ROE(%)	12.5	11.5	4.6	4.8	7.6
PER	21.3	16.5	20.1	18.0	10.7
PBR	2.5	1.8	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	13.4	11.3	9.3	6.8	5.0

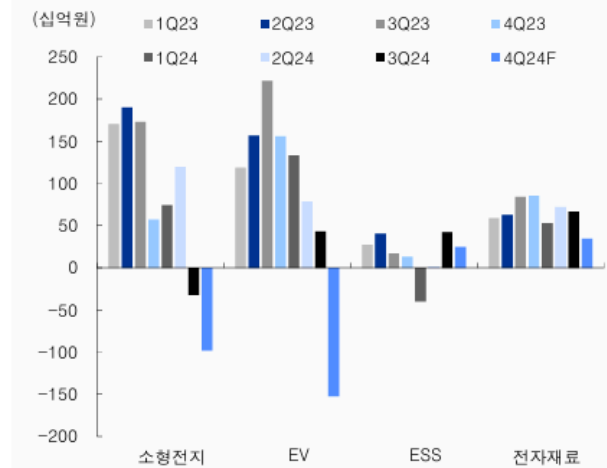
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 삼성SDI 부문별 매출액 추이



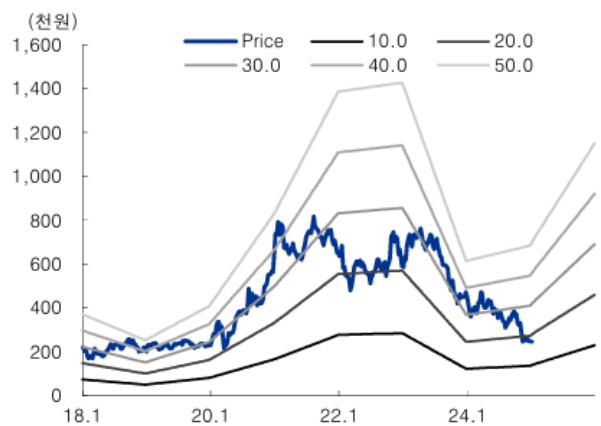
자료: 삼성SDI, IBK투자증권

그림 2. 삼성SDI 부문별 영업이익 추이



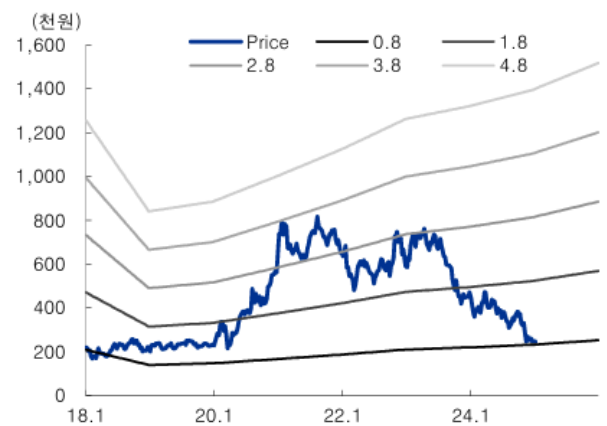
자료: 삼성SDI, IBK투자증권

그림 3. 삼성SDI 12MF PER 밴드



자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 4. 삼성SDI 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, IBK투자증권

