

2025.01.17.(금) 증권사리포트

카카오뱅크

4분기 다소 아쉽지만 연간 증익 폭은 22% 상회할 듯

[출처] 하나증권 최정욱 애널리스트

4분기 실적은 비용 부담 증가로 컨센서스 하회 예상. 플랫폼수익 확대는 긍정적

카카오뱅크에 대한 투자의견 매수와 목표주가 28,000원을 유지. 4분기 추정 순익은 780억원으로 YoY 2.9% 증가에 그쳐 컨센서스를 다소 하회할 것으로 예상(2024년 연간 증익 폭은 22% 상회). 실적이 컨센서스를 하회하는 이유는 계절성 증가 외에도 매체광고선전비 등 판관비가 꽤 증가하는데다 대손비용도 크게 확대될 것으로 전망되는 등 비용 부담이 상당히 늘어나기 때문. 4분기 대출성장률은 약 1% 내외로 3분기에 이어 4분기에도 1% 내외의 낮은 성장률 예상. 개인사업자 대출이 QoQ 17%, YoY 105% 내외 증가할 것으로 추정되지만 잔액이 아직 2조원 수준으로 전체 성장률에 미치는 영향은 미미할 전망. NIM은 약 1~2bp 하락하는데 그쳐 순이자이익 증가세가 지속될 것으로 예상되며, 광고수익과 대출비교수수료 등 플랫폼수익이 늘어나면서 top-line은 비교적 양호할 공산이 큼. 광고수익은 지면 확대 및 단가상승 효과가 커지고 있으며, 대출비교서비스 수수료는 신용대출 외에도 올해 상반기 중 주택담보대출로까지 상품 확대가 예정되어 있어 지속적인 증가가 가능할 것으로 기대

대손비용 증가는 건전성 악화보다는 대출포트폴리오 영향 및 PD값 조정 때문

4분기 대손비용이 약 1,000억원으로 QoQ 65%, YoY 55% 가량 증가할 것으로 예상하는 이유는 건전성 악화에 기인한 것이라기 보다는 대출포트폴리오 영향과 PD값 조정 때문. 대출포트폴리오내 전월세대출 비중이 줄고 신용대출 비중이 늘어나면서 총당금이 다소 증가하는 효과가 있고, 보수적인 기초의 미래 경기전망을 반영한 PD값 상향으로 약 300~400억원 내외의 추가 총당금이 적립될 것으로 전망(2023년 4분기에도 PD값 변경으로 약 100억원 내외의 총당금을 추가 적립한 바 있음). 연말 연체율과 NPL비율이 3분기에 비해 크게 상승하지는 않을 것으로 예상된다. 점에서 4분기 중 급증한 대손비용은 2025년 1분기에는 다시 큰폭 감소할 가능성이 높다고 판단

배당성향 30%대로 상향 예상. 큰폭의 추가 확대 가능성은 좀더 지켜봐야 할 듯

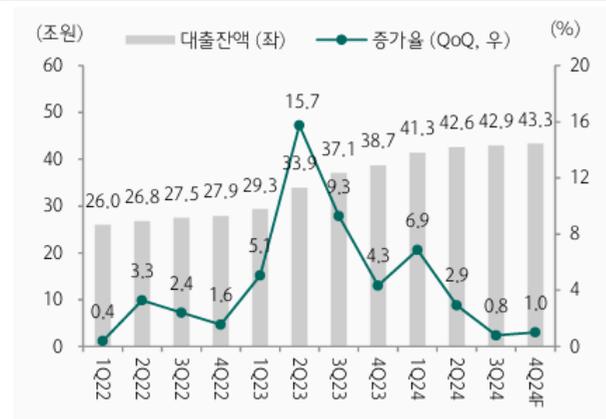
동사는 지난해 11월 밸류업 공시에서 향후 3년간 BIS비율이 주요 시중은행 평균을 상회할 경우주주환원율을 2026년까지 50%로 확대하겠다고 발표. 3분기말 BIS비율이 28.5%로 은행지주사 평균인 15.6%를 크게 상회하고 있다는 점에서 향후 유가증권 투자 확대에 따라 RWA 증가가 예상되는 점을 감안하더라도 조건은 계속 충족될 전망. 다만 동사의 현 PBR이 1.55배로 1.0배를 크게 상회하고 있어 자사주 매입·소각이 주가부양 목적 외에 기업가치를 제고하기는 어렵다는 점에서 배당 확대만을 통해 주주환원율을 상향시킬 것으로 예상. 따라서 결산 추정 DPS는 280원으로 배당성향이 2023년의 20%에서 2024년 30.8%로 크게 확대될 것으로 예상(현 주가 기준 기대 배당수익률은 약 1.3%). 향후에도 이익 증가가 지속될 것이고, 자본비율 요건도 충족된다면 주주환원율을 추가 상향시키지 못할 이유는 없지만 과연 배당만으로 2026년까지 50%를 달성할 수 있을지에 대해서는 좀더 지켜볼 필요가 있음

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

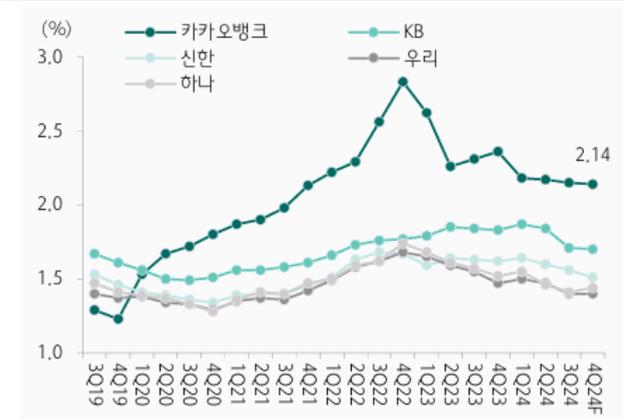
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
총영업이익	920	1,162	1,359	1,490
세전이익	352	469	578	670
지배순이익	263	355	433	502
EPS	553	744	909	1,053
(증감율)	19.5	34.7	22.1	15.9
수정BPS	11,988	12,829	13,588	14,361
DPS	80	150	280	400
PER	44.0	38.3	23.2	20.0
PBR	2.0	2.2	1.5	1.5
ROE	4.7	6.0	6.9	7.5
ROA	0.7	0.8	0.7	0.8
배당수익률	0.3	0.5	1.3	1.9

도표 2. 카카오뱅크 대출잔액 및 증가율 추이와 전망



주: 전년기대비 성장률 기준

도표 3. 주요 시중은행 및 카카오뱅크 NIM 추이 및 전망



자료: 하나증권



휴젤

특신 신대륙 상륙 작전

[출처] 키움증권 신민수 애널리스트

미국은 다음 기회에, 필러 회복세와 화장품 확장세 돌입

4Q24 실적은 매출액 999억(YoY +12.3%, QoQ -5.0%; 컨센서스 대비 -6.9% 하회, 키움 기준 추정치 대비 -7.6% 하회), 영업이익 466억(YoY +26.9%, QoQ -12.6%, OPM 46.7%; 컨센서스 대비 -10.2% 하회, 키움 기준 추정치 대비 10.0% 하회)으로 추정한다.

특신: 4Q24 매출액 528억(YoY +8.2%)으로 추정한다. 국내 212억(YoY +5.2%), 수출 316억(YoY +10.3%)으로 분류된다. 동사 실적을 바라보는 시장의 눈높이가 낮아지고 있는 이유는 특신 미국향 수출이 3Q24에는 있었고, 4Q24에는 없었기 때문이다. 외형과 더불어 마진의 주요 상승 요인이었던 미국의 부재로 4Q24 단기 실적 모멘텀은 약화된 상태이다.

필러: 4Q24 매출액은 347억(YoY +15.5%)으로 추정한다. '24년 7월 국내 가격 인상으로 2Q24에 수요가 몰렸던 필러는 3Q24의 부진을 딛고 4Q24 회복세에 들어서며 외형 성장을 주도했다.

화장품: 4Q24 매출액은 99억(YoY +25.3%)으로 추정한다. 4Q24부터 한국코스트코에 입점하여 채널 다각화와 Q 성장을 도모하고 있다. 해외로는 미국 Amazon, 중국 T-mall 등 다양한 온라인 유통 경로를 확장하고 있다.

'25년: 매출액 4,574억(YoY +22.1%), 영업이익 2,149억(YoY +29.2%, OPM 47.0%)으로 전망한다. '17년 이후 최고의 YoY 성장률을 기록할 것으로 예상하는 이유는 다음과 같다. 1) 미국 특신 1Q24 정식 런칭 이후 2Q24, 4Q24 추가 선적되어 외형과 마진 성장, 2) 원활한 중국 특신 물량 출하, 3) '25년 초부터 가동되는 특신 3공장 CAPA, 4) 한국코스트코 화장품 입점을 통한 해외 코스트코 채널 확장 가능성.

미국과 CAPA 가동이 기대돼요, 목표주가 36만 원 유지

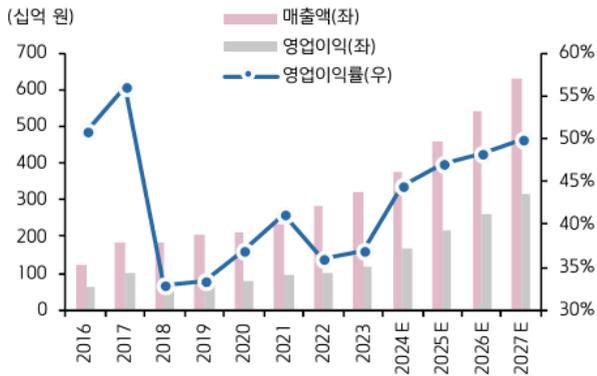
'25년 EPS 전망치 14,228원에 목표 PER 25배를 적용하여 목표주가 360,000원을 유지한다. 미국 ITC 항소가 진행 중이나 동사는 이전과는 다르게 간접적인 형태로 참여하여 관련 비용이 줄어들 것이다. 또한, 신규 CAPA 가동을 통해 특신의 unit을 늘려서 수요에 대응할 필요 없이 출하 vial 수를 증가시켜서 출하할 수 있게 되었다. 일반적으로 unit보다 vial을 늘렸을 때 평가에서 유리하므로 실적 개선에 도움이 될 전망이다.

투자지표

(십억 원)	2022	2023	2024E	2025E
매출액	281.7	319.7	374.7	457.4
영업이익	101.4	117.8	166.4	214.9
EBITDA	115.4	131.6	182.0	236.6
세전이익	73.1	133.3	177.6	232.9
순이익	60.7	97.7	136.7	179.3
지배주주지분순이익	57.3	93.1	136.7	179.3
EPS(원)	4,629	7,517	10,849	14,228
증감률(% YoY)	0.1	62.4	44.3	31.1
PER(배)	29.1	19.9	25.9	18.4
PBR(배)	2.11	2.40	4.00	3.10
EV/EBITDA(배)	11.4	11.4	16.7	11.0
영업이익률(%)	36.0	36.8	44.4	47.0
ROE(%)	7.3	12.1	16.8	18.4
순차입금비율(%)	-48.4	-49.8	-58.0	-65.5

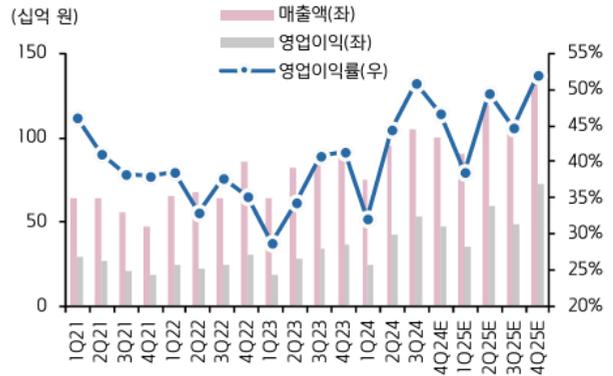
자료: 키움증권

휴젤 연간 실적 추이 및 전망



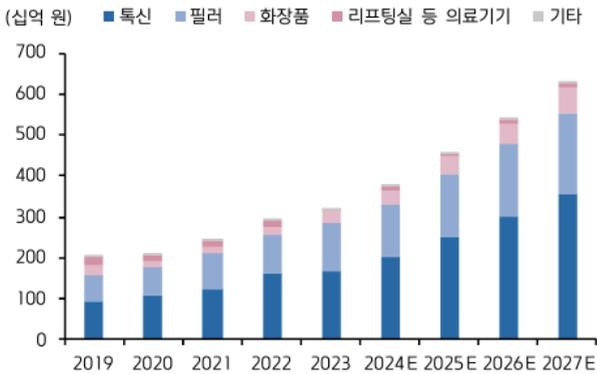
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

휴젤 분기 실적 추이 및 전망



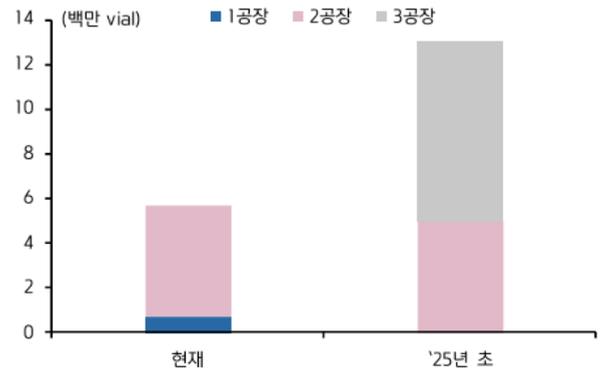
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

휴젤 사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 휴젤, 키움증권 리서치센터

휴젤 특신 CAPA 증설



자료: 휴젤, 키움증권 리서치센터





클래시스

2025년과 그 이후가 기대된다

[출처] 키움증권 신민수 애널리스트

이루다 분기 실적(매출액 100억, 영업이익 27억) 반영 시작

4Q24 실적은 매출액 722억(YoY +53.6%, QoQ +21.5%; 클래식스 622억 + 이루다 100억), 영업이익 339억(YoY +54.8%, QoQ +17.2%, OPM 47.0%; 클래식스 312억 + 이루다 27억)으로 추정한다.

이루다의 합병이 완료되고 4Q24 10~12월의 이루다 실적이 온전히 연결재무제표에 반영될 예정이다. 클래식스 별도로 매출액 YoY +32.3%, 영업이익 YoY +42.5% 고성장세를 기록할 것으로 추정한다.

3Q24부터 지속된 해외 '볼뉴머' 장비 판매세가 꾸준하다. 이에 반해 광고선전비 등 마케팅 관련 비용은 3Q24에 집중되었기에 4Q24에 QoQ 8억 원 감소하며 이익 성장에 기여할 것이다.

미국: '25년 연간 300대 이상의 '볼뉴머(미국 브랜드명 'EVERESSE')의 판매고를 목표로 삼고 있다. 국내에서도 월간 30대 이상의 볼뉴머 장비 판매 호조세를 기록하고 있고, 브라질에서도 임상 근거가 쌓이며 많은 이들이 찾고 있다.

유럽: 2Q25 '슈링크 유니버스(해외 브랜드명 '울트라포머 MPT')와 '볼뉴머'의 EU MDR 인증 획득을 전망한다. 현재는 튀르키예, 스페인, 폴란드에서 판매가 진행되고 있으나, 인증을 얻고 나서는 다른 EU 국가로의 진출이 가능해진다.

'25년: 매출액 3,486억(YoY +44.8%), 영업이익 1,671억(YoY +38.6%, OPM 47.9%)을 전망한다. 견조한 성장세 유지를 생각하는 이유는 다음과 같다. 1) 브라질, 미국, 태국 등 주요 국가 성장, 2) 미국 'EVERESSE' 판매 시작, 3) 유럽 EU MDR 기반 확장, 4) 이루다 합병 비유기적 성장 효과 발현.

비유기적 성장의 효과, 목표주가 6.5만 원으로 상향

'25년 EPS 전망치 2,168원에 목표 PER 30배를 적용하여 목표주가 65,000원으로 유지(기존 60,000원 대비 +8.3% 상향)한다. 작년 5월 투자의견 하향 이후 처음으로 매수 의견을 다시 제시한다. 이익률 하락으로 단기 실적 매력도는 낮지만, 국내 의료기기 상장사로서는 드물게 M&A를 통해 기업의 체급을 키우는 작업을 성공적으로 마무리했다. 투자자로서 중장기적인 비전을 만들어가는 기업을 믿고 투자하는 데에

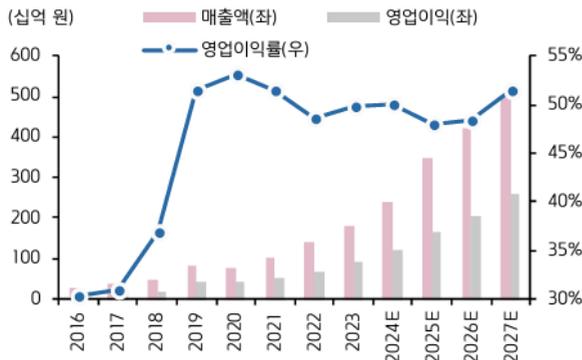
좋은 시점이 왔다고 판단한다. 다만 한 가지 변수는 매각과 관련된 이슈다. 매각이 실제로 진행될지, 어느 매수자가 바통을 이어받아 회사를 운영하는 지배구조를 확립할지가 가장 중요하겠다.

투자지표

(십억 원)	2022	2023	2024E	2025E
매출액	141.8	180.1	240.7	348.6
영업이익	68.9	89.6	120.6	167.1
EBITDA	72.8	93.9	125.6	171.6
세전이익	96.8	93.8	122.9	177.5
순이익	75.4	74.2	98.3	142.0
지배주주지분순이익	75.4	74.2	98.3	142.0
EPS(원)	1,164	1,146	1,502	2,168
증감률(% YoY)	71.9	-1.5	31.0	44.4
PER(배)	15.8	32.9	31.7	23.3
PBR(배)	5.19	8.63	8.46	6.66
EV/EBITDA(배)	15.8	25.3	23.5	17.6
영업이익률(%)	48.6	49.8	50.1	47.9
ROE(%)	38.3	28.9	30.1	32.8
순차입금비율(%)	-19.7	-25.5	-46.6	-58.2

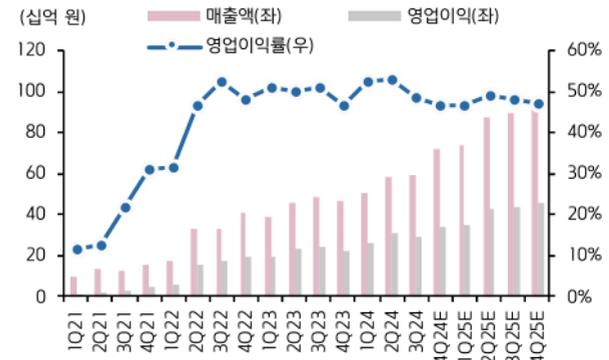
자료: 키움증권

클래시스 연간 실적 추이 및 전망



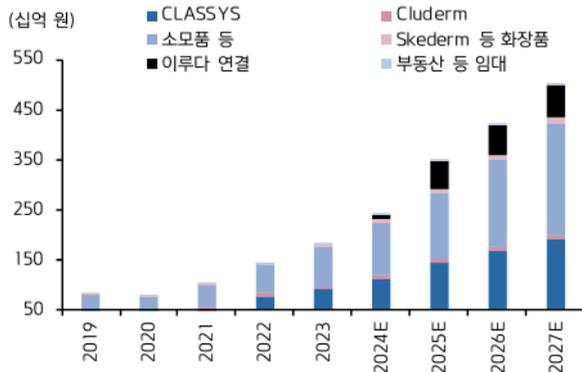
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

클래시스 분기 실적 추이 및 전망



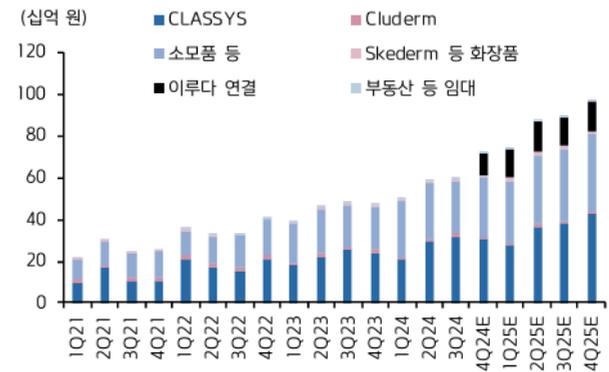
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

클래시스 사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 클래시스, 키움증권 리서치센터

클래시스 사업부별 분기 매출액 추이 및 전망



자료: 클래시스, 키움증권 리서치센터



종근당

4Q24 Pre : 수익성 악화는 불가피

[출처] DS투자증권 김민정 애널리스트

4Q24 Preview; 수익성 악화는 불가피 할 것

종근당 별도기준 4Q24 매출액은 4,089억원(-18.5% YoY), 영업이익 93억원(91.9% YoY, OPM 2.3%)로 컨센서스 매출액 4,087억원 및 영업이익 202억원 대비 영업이익이 하회할 것으로 전망한다. 4Q23 CKD-510 기술이전에 따른 계약금 약 8천만 달러가 일시 반영되어 기저효과로 작용하였으며 고마진 품목 케이캡 공동판매 계약 만료 이후 고텍스 및 펙수클루를 도입하여 매출액 방어에 성공하였으나 이익 감소가 불가피하였다.

2025년은 케이캡 기저효과에서 벗어나는 한 해로 매출액 1,726억원(+11.0% YoY) 및 영업이익 983억원(+9.6% YoY, OPM 5.7%)로 성장이 재개될 것으로 기대한다. 고텍스, 펙수클루 등의 도입 품목이 온기에 반영되어 실적 성장을 이끌 것으로 기대한다.

CKD-510의 개발 계획 공개 기대

2023년 11월 노바티스에게 라이선스 아웃한 CKD-510의 개발 계획이 약 1년여간 공개되지 않으며 시장의 불안감을 키웠다. 늦어도 1H25 내 CKD-510에 대한 개발 방향이 공개될 것으로 기대하며 이를 통해 파이프라인 가치 산정이 가능할 것으로 기대한다.

투자의견 매수, 목표주가 130,000원으로 하향

종근당에 대하여 투자의견 매수를 유지하며 목표주가를 130,000원으로 하향한다. 원가율 상승으로 인한 이익 감소를 감안하여 2025년 실적 추정치를 하향하였다. 2025년은 R&D 모멘텀에 집중할 것을 제안한다. Synaffix로부터 도입한 CKD-703(c-MET ADC) 임상 1상이 연 내 시작될 것으로 전망하며 CKD702(EGFRxMET 이중항체) 임상 1상 결과를 확인할 수 있을 것으로 전망한다. 특히 작년 노바티스로 L/O 하였던 CKD-510에 대한 임상 개발 방향성의 윤곽을 확인할 수 있는 해로 종근당의 R&D 저력을 확인할 것으로 기대한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,334	1,472	1,650	1,556	1,726
영업이익	94	107	241	90	98
영업이익률(%)	7.1	7.3	14.6	5.8	5.7
세전이익	77	100	237	108	98
지배주주지분순이익	39	83	209	115	94
EPS(원)	2,856	6,092	15,340	9,250	7,572
증감률(%)	-55.6	113.3	151.8	-39.7	-18.1
ROE(%)	7.1	14.1	29.3	13.3	9.8
PER(배)	33.8	12.3	8.2	10.0	12.2
PBR(배)	2.0	1.5	1.9	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	11.4	7.2	5.2	7.5	6.7

자료: 증권당, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준





SK가스

기다려온 울산 GPS 상업운전

[출처] [하나증권 유재선 애널리스트](#)

목표주가 270,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

SK가스 목표주가를 270,000원으로 기존대비 12.5% 상향하며 투자의견 매수를 유지한다. 2025년 예상 BPS에 목표 PBR 0.8배를 적용했다. 4분기 영업이익은 시장 기대치를 상회할 전망이다. 울산GPS가 상업운전을 시작한 것은 12월이지만 시운전 기간 동안 발생한 실적도 매출로 반영되기 때문이다. 이번 분기 파생상품 영향은 크지 않을 것으로 예상되며 2025년 발전사업 실적 온기 반영으로 기존 LPG 비즈니스 변동성이 크게 축소될 것으로 기대된다. 2025년 기준 PER 4.7, PBR 0.7배다.

4Q24 영업이익 622억원(흑자전환) 컨센서스 상회 전망

4분기 매출액은 2.1조원으로 전년대비 31.0% 증가할 전망이다. LPG 가격이 전년대비 상승했으며 판매량도 전년대비 두 자리 수 성장이 예상되기 때문이다. 연간 기준으로 산업체량 수요는 여전히 둔화가 예상되나 석유화학량 물량이 소폭 개선되면서 만회 가능할 것으로 보인다. 영업이익은 622억원으로 전년 대비 흑자로 전환될 전망이다. 3분기까지 발생한 LPG 파생상품 이익이 실물손실로 반영될 것으로 보이거나 울산GPS 연결 인식으로 실적은 성장이 예상된다. 세전이익은 496억원으로 전년 대비 10.2% 감소할 것으로 추정된다. 유가 대비 LPG 상대가격이 분기 말보다 높아졌지만 이미 누적된 파생상품 이익이 시차를 두고 손실로 반영되며 대부분 상쇄될 전망이다. 지분법에서 SK어드밴스드는 PDH 시황 부진으로 적자를 지속하고 있으나 고성그린파워는 흑자 기조로 전환되면서 향후 세전이익 안정성에 기여할 수 있을 전망이다.

발전사업 기여도 확인 필요. 배당 정책에 기반한 2025년 DPS 상향 기대

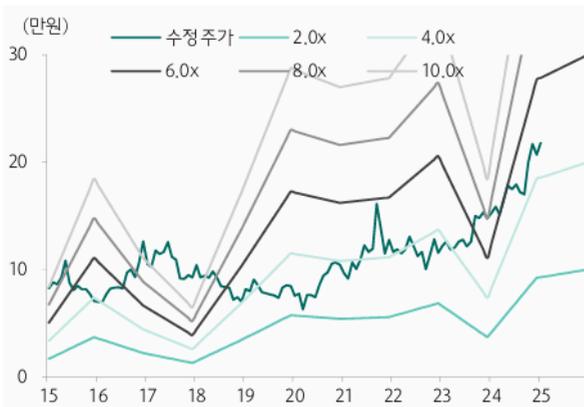
울산GPS 상업운전이 12월 시작되었으나 10~11월 시운전 당시 이용률은 30% 수준에 그친 것으로 보인다. 현재 환율 약세, 유가 상승 기조가 지속될수록 전력판매단가는 높은 수준이 유지될 전망이며 상대적으로 국내 공기업 대비 원재료 단가 측면에서 우위를 점할 수 있어 긍정적이다. 신형 설비, 입지 우위 등을 감안하면 높은 이용률이 지속될 것으로 예상된다. 연간 기준 세전이익은 전년대비 감소가 불가피하지만 배당 정책 변경으로 배당성향 최대치 제한이 사라졌기 때문에 기말 배당은 6,000원으로 연간 DPS는 8,000원 수준이 유지될 전망이다. 국내 발전시장 규제 환경 변화 여부에 따라 소폭 달라질 가능성이 있으나 2025년은 울산GPS 이익 반영에 따른 목표 ROE 상회와 그로 인한 DPS 상향이 기대된다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	8,066.2	6,992.3	7,243.8	9,211.6
영업이익	390.5	303.6	226.7	548.7
세전이익	304.7	438.0	231.8	560.0
순이익	257.1	316.3	170.1	425.6
EPS	27,852	34,267	18,431	46,109
증감율	3.14	23.03	(46.21)	150.17
PER	4.15	4.32	11.23	4.67
PBR	0.45	0.53	0.71	0.65
EV/EBITDA	6.19	7.86	11.33	6.25
ROE	11.53	12.85	6.45	14.83
BPS	254,415	280,436	292,483	330,813
DPS	6,500	8,000	8,000	12,000

도표 2. SK가스 12M Fwd PER 추이



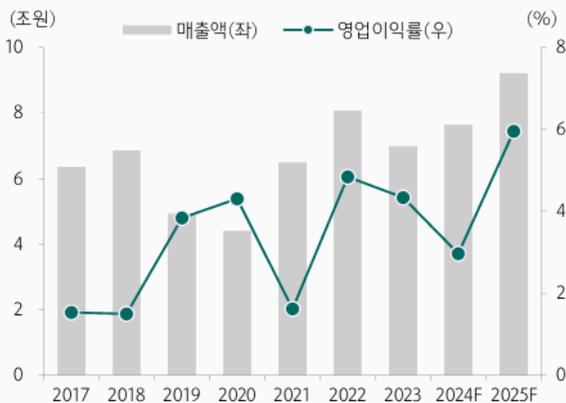
자료: SK가스, 하나증권

도표 3. SK가스 12M Fwd PBR 추이



자료: SK가스, 하나증권

도표 4. SK가스 영업실적 추이 및 전망



자료: SK가스, 하나증권

도표 5. LPG 판매실적 추이 및 전망



자료: SK가스, 하나증권



KT&G

주주환원과 실적 모두 좋다

[출처] NH투자증권 주영훈 애널리스트

ROE 상승 추세 지속 전망

동사는 지난해 기업가치 제고 계획을 공개했으며 '24~'27년 약 3.7조원(배당 2.4조원, 자사주 1.3조원)을 주주환원 재원으로 설정. 또한 비핵심 자산 유동화를 통해 1조원 규모의 현금을 창출한 뒤 이를 활용한 추가 주주환원도 진행 예정. 총 주주환원을 100%를 상회하는 국내 최고 수준의 정책을 긍정적으로 평가 주주환원 뿐 아니라 3대 핵심사업(해외궤련, NGP, 건기식)을 중심으로 실적 개선 추세가 이루어지고 있음에 주목해야 함. 자산 효율화와 더불어 수익성 향상이 이루어지고 있는 만큼 ROE 상승 추세('27년 ROE 목표 15%)가 지속될 전망

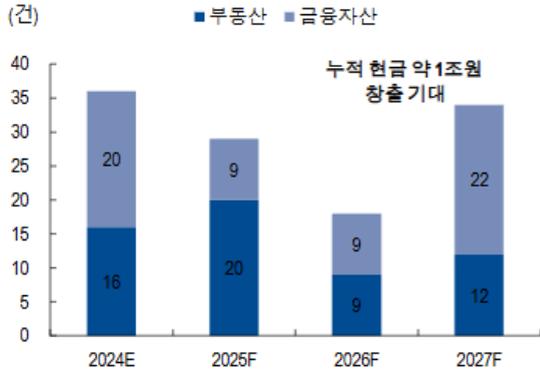
4분기, 담배 사업 호실적 전망

4분기 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 1조4,534억원(+1% y-y), 2,312억원(+17% y-y)으로 시장 눈높이를 소폭 하회할 전망. 부동산 사업부문에서 수원 기반공사 관련 비용이 발생할 것으로 예상되기 때문. 다만, 본업인 담배 사업부문의 성과가 좋은 만큼 4분기 동사 주가에 미치는 부정적 영향은 크지 않을 것 국내 궤련은 총수요 감소 추세가 지속되고 있으나 동사의 시장 점유율 상승 효과로 상대적 방어가 가능할 전망. 해외 궤련은 가격인상 효과 및 물량 증가가 동시에 나타나며 두 자릿수 성장을 이어갈 것으로 기대. 국내 NGP의 경우 침투율이 확대되고 있는 가운데 동사 시장점유율 46.0%(+0.4%p y-y)도 지속적으로 상승할 것으로 기대. 건기식사업부문은 국내 매출이 다소 아쉬운 모습을 보이겠지만, 중국을 중심으로 해외사업 성과 개선으로 흑자 구조 이어갈 전망

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	5,863	5,806	6,174	6,554
증감률	0.2	-1.0	6.3	6.2
영업이익	1,167	1,208	1,304	1,430
증감률	-7.9	3.4	8.0	9.7
영업이익률	19.9	20.8	21.1	21.8
(지배지분)순이익	903	1,051	1,110	1,217
EPS	6,615	8,091	8,853	9,707
증감률	-10.6	22.3	9.4	9.6
PER	13.1	13.2	12.3	11.2
PBR	1.3	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.8	8.3	7.9	7.2
ROE	9.8	11.4	11.9	12.7
부채비율	37.4	32.2	31.5	30.6
순차입금	-815	-1,174	-1,327	-1,556

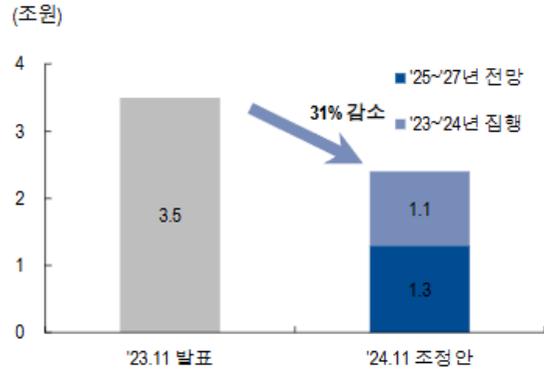
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 기업가치 제고 관련 자산구조개편 대상



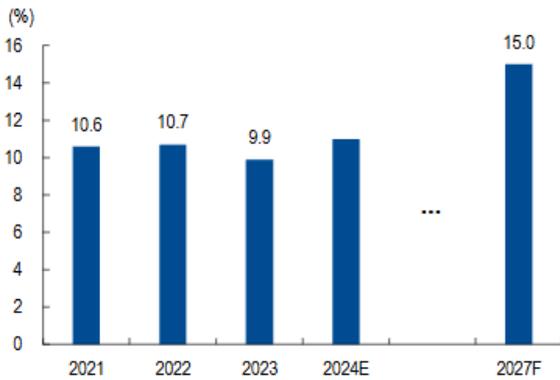
자료: KT&G, NH투자증권 리서치본부

그림2. KT&G 5개년('23~'27년) 투자계획 변화



자료: KT&G, NH투자증권 리서치본부

그림3. KT&G ROE 추이 및 목표치



주: 2024년 예상치 11% 이상, 2027년은 목표치
 자료: KT&G, NH투자증권 리서치본부

그림4. KT&G 자사주 소각 현황



주: 2023년말 발행주식총수 기준
 자료: KT&G, NH투자증권 리서치본부

멀티플 프리미엄 재차 확대 예상

투자의견 Buy 유지하고, 목표주가 130,000원으로 8% 상향. 2차전지 평균 멀티플 상승(24배→26배)을 반영한 결과. 동사는 지난 2년간 2차전지 평균 12MF EV/EBITDA 대비 평균 60%의 멀티플 프리미엄을 받아옴. 현재는 2025년 실적 기준 14%의 프리미엄에 불과. 2024년 대부분의 2차전지 업체들이 감익을 기록하며 멀티플 수준이 올라갔지만, 동사는 큰 폭의 증익으로 오히려 멀티플이 낮아진 영향. 2025년에도 지속될 실리콘음극재(SiOx)의 고성장 외에도 2026년 산화물계 전고체소재 상용화, 그리고 그 이후 퓨어실리콘, CNT도전재(파우더) 상용화까지 멀티플 프리미엄을 지지할 끊이지 않는 성장 잠재력이 대기하고 있음. 멀티플 프리미엄의 재차 확대를 예상함

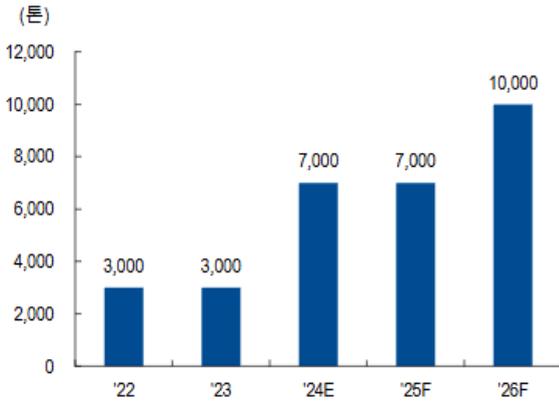
2025년 최소 5개 모델 추가 예상

2025년 SiOx 매출액은 902억원(+79% y-y)을 예상. 기존 모델들(E-tron GT, Tyacan, EV9, EV3, 캐스퍼EV)의 견조한 판매속에 신규 모델 5종(아이오닉3, 아이오닉9 스텔란티스 2종, 테슬라 1종)이 더해질 것으로 봄. 테슬라 신규 모델은 Panasonic(미국)과 LG에너지솔루션(중국, 한국)을 통해 공급 추정. 2024년 동사가 판매한 SiOx를 배터리 용량으로 환산하면 약 21GWh에 불과해 향후 확대 가능성 크게 열려있음. SiOx 영업이익 기여도 역시 2025년 28%에서 2026년 40%, 2027년 60%로 가파르게 늘어날 전망

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	185	217	276	363
증감률	6.3	17.6	26.7	31.9
영업이익	6	30	45	62
증감률	-48.1	376.2	53.6	35.4
영업이익률	3.4	13.6	16.5	16.9
(지배지분)순이익	1	21	29	39
EPS	45	1,369	1,851	2,532
증감률	-30.4	2949.0	35.2	36.8
PER	1924.3	54.6	51.3	37.5
PBR	8.6	6.4	7.1	5.9
EV/EBITDA	100.0	34.8	30.1	23.1
ROE	0.5	13.0	15.4	17.7
부채비율	163.5	200.6	213.4	194.4
순차입금	182	208	255	275

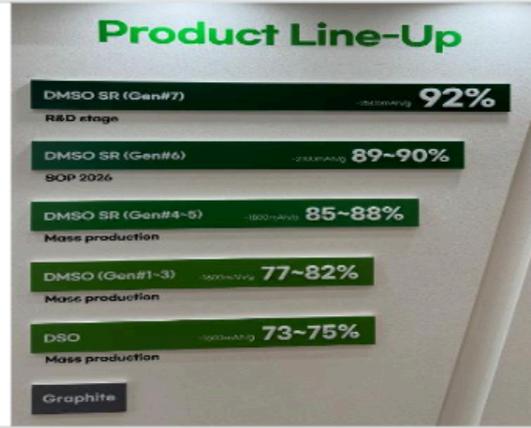
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. SiOx 생산능력 전망



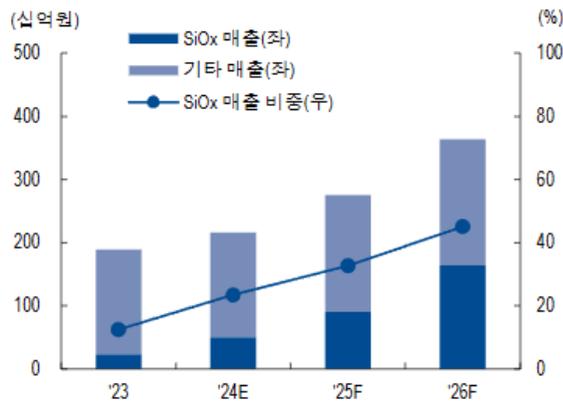
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림2. 대주전자재료 SiOx 기술 로드맵



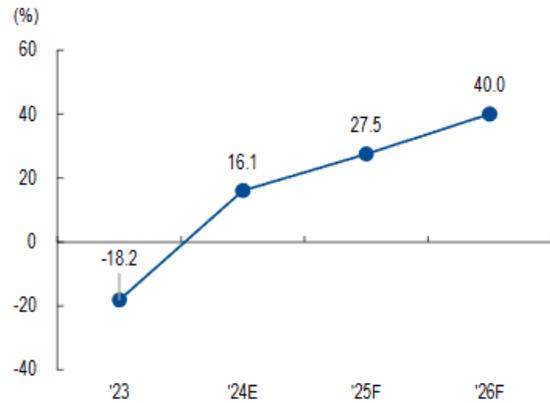
자료: 대주전자재료, NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. SiOx 매출 비중



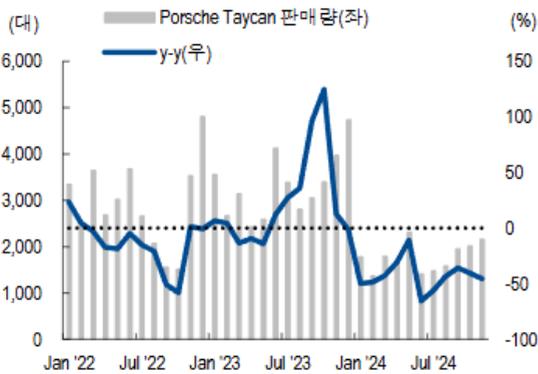
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림4. SiOx 영업이익 비중



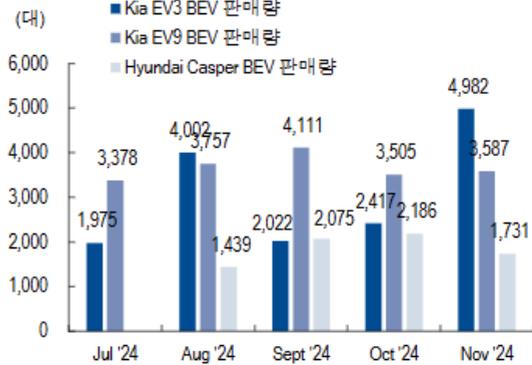
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림5. 포르쉐 Taycan 판매량 추이



자료: EV volumes, NH투자증권 리서치본부

그림6. EV3, EV9, 캐스퍼EV 판매량 추이



자료: EV volumes, NH투자증권 리서치본부

