

2025.01.31.(금) 증권사리포트

SK하이닉스

1분기 계절성을 추가 매수 기회로

[출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트

기대치 부합한 4Q24 사상 최대 실적

레거시 메모리 시황 악화에도 불구하고, HBM 성수기와 AI 서버용 고용량 메모리의 상대적 수요 강세로, 동사 4Q24 실적은 시장 기대치에 부합하였다. 매출액은 19.77조원(12%QoQ, 75%YoY), 영업이익은 8.08조원(15%QoQ, 2,236%YoY)를 기록, 사상 최대 분기 실적을 달성했다. DRAM ASP(10%QoQ)와 Bit Growth(6%QoQ)가 예상보다 좋았던 게 실적 호조 요인이다. DRAM과 NAND OPM은 각각 53%(3%pt QoQ), 7%(-12%pt QoQ)로 추정한다.

수요흐름은 이미 바닥을 지난 상황, 2Q25부터 실적 개선에 주목

HBM 비수기 영향과 일반 DRAM 및 NAND 추가 재고조정 영향으로, 동사 1Q25 DRAM과 NAND Bit Growth는 각각 11%QoQ, 15%QoQ 감소할 전망이다. 또한 ASP도 각각 6%QoQ, 10%QoQ 하락 예상되기 때문에, 1Q25 영업이익은 5.42조원으로 감소 예상된다. 그러나 작년 말 이후 OEM들의 주요 응용제품 재고조정이 일단락된 상태이고, 나머지 일반 제품의 추가 재고조정만 더 진행되는 상황이라서, 수요 흐름은 이미 바닥을 지난 것으로 보인다. 따라서 1Q25 실적 감소는 일시적이며, 2Q25부터의 수요 회복과 실적 개선에 더 주목할 필요가 있다.

투자의견 '매수' 및 목표주가 31만원 유지

시장 기대치를 하회하는 1Q25 실적 가이드선으로 주가 단기 조정이 있겠지만, 수요 흐름이 이미 바닥을 지난 상태여서 조정 기간은 짧을 전망이다. 조정을 추가 매수 기회로 활용할 것을 권유하며, 투자의견 '매수'를 유지한다.

Fig. 1: SK하이닉스 연결재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	44,622	32,766	66,193	77,690	94,779
영업이익	6,809	-7,730	23,467	30,881	38,752
세전이익	4,003	-11,658	23,901	30,023	38,540
순이익[지배]	2,230	-9,112	19,756	24,851	31,900
EPS(원)	3,063	-12,517	27,137	34,135	43,819
증감률(%)	-76.8	적자전환	흑자전환	25.8	28.4
PER(배)	24.5	-	6.4	6.4	5.0
PBR	0.8	1.8	1.7	1.6	1.2
EV/EBITDA	3.5	21.5	3.8	3.5	2.5
ROE(%)	3.6	-15.6	31.2	29.0	28.0
배당수익률	1.6	0.8	1.3	1.1	1.1

자료: SK하이닉스, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결





삼성E&A

4Q24 Review : 올해 포인트는 화공 수주

[출처] IBK투자증권 조정현 애널리스트

4Q24 Review: 영업실적 컨센서스 상회

삼성E&A의 4분기 영업실적은 매출액 2.6조 원 (YoY -8.8%), 영업이익 2,958억 원 (YoY +9.6%)를 기록하였다. 영업이익은 시장 컨센서스 1,870억 원과 당사 추정치 1,700억 원을 크게 상회하는 수치다. 실적 서프라이즈의 배경은 화공 부문의 준공 단계 프로젝트 정산, 원가개선, 환 영향 등으로 일회성 수익 1,800억 원(일회성 제외 시 화공 GPM 10.4%)과 비화공 부문에서 일부 정산 이익이 발생한 영향이다.

2025년 가이드런스: 신규 수주 11.5조 원, 매출 9.5조 원, 영업이익 7000억 원

동사는 2025년 가이드نس를 신규 수주 11.5조 원, 매출 9.5조 원, 영업이익 7,000억 원 제시하였다. 당사에서는 주요 수주 파이프라인 중 UAE Taziz Methanol 15억 불, 사우디 SAN6 Blue ammonia 30억 불, 카타르 NGL 30억 불 등을 고려한다면, 수주 목표는 무난히 달성할 수 있을 것으로 판단한다. 또한, 영업이익 가이드نس는 화공 GPM 12.4%, 비화공 GPM 13.1%로 가정한다면 달성 가능한 수준으로 판단한다.

한편, 동사는 올해도 준공정산이익이 발생할 수 있다고 판단한다. 그렇게 생각한 이유는 올해 준공을 앞둔 주요 프로젝트가 자프라 Phase1(25.08)과 TOP UJV Oil(25.08)등이 있고, 이 중 TOP UJV는 22억 불 사업비 증액에 대해 사업주와 프로젝트 협상 진행 예정이기 때문이다.

투자의견 매수 및 목표주가 30,000원 유지

당사는 삼성E&A에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 30,000원을 유지한다. 동사는 올해 지배주주 순이익 기준 약 17%를 현금 배당하기로 결정하였고, 동시에 24~26년 주주 환원 정책을 지배주주 순이익 기준 15~20%로 제시하였다. 다만, 올해는 2023년 화공 수주 부진으로 전년 동기 대비 탑라인과 영업이익 감소가 예상되는 만큼, 주가 상승을 위해서는 올해도 대규모 화공 수주가 필요하다는 판단이다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	10,054	10,625	9,967	9,426	10,557
영업이익	703	993	972	698	782
세전이익	716	933	904	771	870
지배주주순이익	665	754	757	606	683
EPS(원)	3,392	3,846	3,862	3,089	3,482
증가율(%)	78.6	13.4	0.4	-20.0	12.7
영업이익률(%)	7.0	9.3	9.8	7.4	7.4
순이익률(%)	5.9	6.6	6.4	5.8	5.8
ROE(%)	28.3	24.4	19.6	13.5	13.6
PER	6.6	7.5	4.3	6.0	5.3
PBR	1.6	1.6	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.3	3.9	1.0	1.1	0.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 2. 삼성E&A 파이프라인

프로젝트 명	예산 금액(억 불)	발주 예상 시기	입찰 진행 진행사항				비고
			FEED	PQ	Bid	수주	
말레이시아 SAF	10	4Q24					
카타르 RFP	5	4Q24					
UAE Taziz Methanol	15	1H25					기존 10억 불에서 증액
자프라 Phase 4	25	1H25					삼성E&A, JGC, L&T, TR/Sinopec 참여
카타르 NGL	30	2H25					
사우디 Horizon(Blue Ammonia)	30	1H25					
말레이시아 Shell OGP 2	15	1H25					

FEED 수행 안건

말레이시아 H2bcsus	20	-					
사우디 Alujain PDH/PP	20	2H25					경쟁입찰로 전환
텍사스 LNG 플랜트	30	-					HOLD
미국 SAF		2025					
유럽 SAF		2025					

자료:삼성E&A, 언론보도, IBK투자증권



신성에스티
 확대되는 수주 & 공격적인 투자
 [출처] 유안타증권 권명준 애널리스트
 미국법인

신성에스티는 전기차, ESS배터리 부품 등의 사업을 주력으로 영위하며, Busbar, Battery Module Case 등 전기차 부품을 주력으로 하고 있다. 하지만 미국공장 투자를 통해 ESS로 변화될 것으로 기대된다. 작년 7월 미국 컨터키주에 2차전지 부품 생산공장을 설립할 예정이라고 밝혔다. 400억원이 넘는 규모의 투자금이 집행될 것으로 예상되며, ESS용 열관리제품인 쿨링 플레이트가 주력이 될 것으로 기대된다. 연내 초도 매출이 발생될 것으로 기대된다. 추가적인 CAPEX 투자가 이어질 계획이며, 해당 투자를 통해서도 ESS컨테이너 완제품을 제조 및 판매할 예정이다. 26년부터 매출발생이 기대된다. 위 2가지 매출품목 확대를 통해 계단식 매출성장이 예상된다.

매출처 확대

동사는 지속적인 매출처 확대를 위한 노력을 이어가고 있다. 13년 LG화학(LG엔솔) 1차 벤더에 등록을 시작으로 22년 SK온 1차벤더와 T사 전기차부품, 23년 VW B2B 업체등록, 24년은 스텔란티스, 테슬라 한국 벤더 등록을 진행했다. 주력제품은 2차전지 배터리 관련 부품이지만 차량부품 관련 전기차 카메라 모듈과 자동차 열관리 부품 관련 매출도 전체 매출액의 15% 내외를 차지하고 있으며, 자동차의 전장화 추세가 이어지고 있는 상황이라는 점을 감안시 향후 관련 매출이 확대될 것으로 기대된다.

확대되는 수주

동사의 수주는 5조원이 넘는 것으로 알려져 있으며, 고객사와 추가적인 수주 역시 논의되고 있는 것으로 파악된다. 이와 관련하여 동사의 R&D추이를 살펴볼 필요가 있다. 22년 10.9억, 23년 31.5억, 24년에는 40억원을 상회할 것으로 예상된다. 동사의 지속적인 연구개발 투자로 인해 수주 증가라는 선순환 사이클을 보이고 있다는 점에서 주목할 필요가 있는 기업이다.

Forecasts and valuations (K-IFRS)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	426	425	452	503
영업이익	16	26	32	8
지배순이익	42	68	93	91
PER	0.0	0.0	0.0	20.3
PBR	0.0	0.0	0.0	2.3
EV/EBITDA	5.4	3.9	3.4	69.8
ROE	23.2	28.6	28.9	13.6

자료: 유이타증권



LS ELECTRIC

눈에 띄는 미국 자회사 실적

[출처] 하나증권 유재선 애널리스트

목표주가 280,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

LS ELECTRIC의 목표주가를 280,000원으로 기존대비 16.7% 상향하며 투자의견 매수를 유지한다. 2026년 예상 EPS에 PER 21배를 적용했다. 4분기 실적은 시장 기대치를 상회했다. 북미 판매법인 실적이 크게 개선된 점이 이번 성장의 주요 원인이다. 전력기기, 전력인프라 모두 강한 수요로 양호한 실적을 지속 중이며 자회사도 신규 인수 법인의 연결 인식으로 증익이 확인되었다. 수주잔고는 3.4조원으로 전분기대비 0.5조원 늘어났으며 HVDC 관련한 부분을 감안해도 유의미한 증가 추세가 지속되고 있다. 2025년 기준 PER 19.0배, PBR 3.0배다.

4Q24 영업이익 1,199억원(YoY +76.1%)으로 컨센서스 상회

4분기 매출액은 13,595억원을 기록하며 전년대비 31.9% 증가했다. 전반적으로 환율 약세 흐름이 우호적인 영향을 나타낸 가운데 전력인프라와 자회사 외형 성장이 유의미했다. 전력기기는 국내 매출이 다소 부진했으나 미국향 수출이 증가했다. 전력인프라는 해외 배전반 실적이 감소했으나 국내 수요 증가로 만회했으며 신규 수주에서 북미 비중이 확대되었다. 자회사는 KOC전기 연결 인식과 미국 판매법인 매출 증가로 외형이 성장했다. 영업이익은 1,199억원을 기록하며 전년대비 76.1% 증가했다. 전력기기와 전력인프라 모두 두 자리 수 양호한 마진을 기록했고 자회사 실적이 유의미하게 성장했다. 자회사 4분기 영업이익이 396억원을 기록했는데 미국 자회사에서 실적이 전년대비 40배 개선된 영향이다. 자동화는 해외 매출이 감소하며 적자가 확대되었고 신재생은 ESS 부문 비용 절감으로 적자폭이 축소되었다.

앞으로도 성장은 송전과 배전 모두 미국에서부터

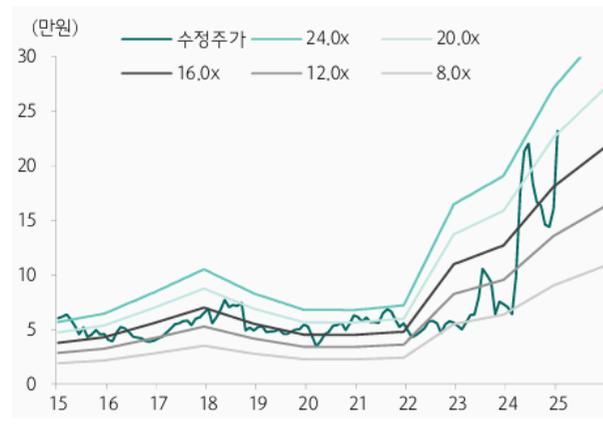
앞으로는 미국 자회사 실적 추이에 관심을 가질 필요가 있다. 전력기기 수출과 관련한 연결 조정을 감안하더라도 주목할만한 개선세를 보였기 때문이다. 과거부터 누적된 북미 현지의 좋은 평가가 새로운 성장 동력으로 이어지고 있어 북미 배전 시장 진출은 상당히 긍정적인 지점으로 평가된다. 기존 전력인프라 성장 동력이었던 해외 배전반 매출이 둔화되고 있으나 국내 수요는 여전히 견조하며 연내 국내 공기업 수주도 기대된다. 초고압 제품 판매도 빠른 성장을 보이고 있으며 연내 생산설비 증설이 완료되는 시점에 앞서 대규모 수주를 예상해볼 수 있는 시점으로 간주된다. 글로벌 공급 부족 현상은 여전히 유효하며 빠른 납기의 슬롯은 희소하기 때문이다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

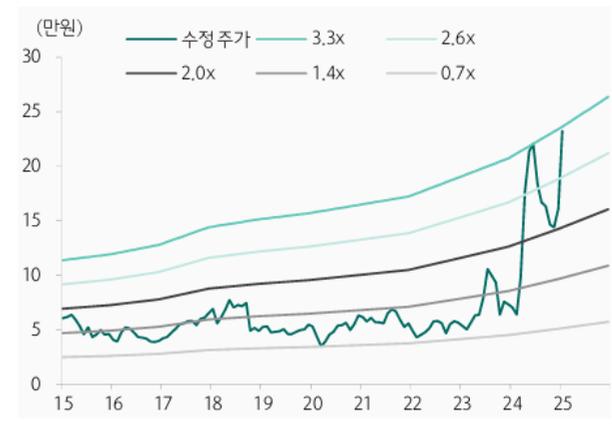
투자지표	2022	2023	2024P	2025F
매출액	3,377.1	4,230.5	4,551.8	5,208.6
영업이익	187.5	324.9	389.7	469.4
세전이익	127.0	264.1	333.4	452.5
순이익	90.3	206.0	238.7	339.4
EPS	3,010	6,865	7,957	11,312
증감율	6.55	128.07	15.91	42.16
PER	18.74	10.66	20.21	18.96
PBR	1.07	1.26	2.54	3.00
EV/EBITDA	6.89	6.01	10.71	9.81
ROE	5.95	12.61	13.27	16.90
BPS	52,595	57,905	63,305	71,449
DPS	1,100	2,800	3,200	4,500

도표 2. LS ELECTRIC 12M Fwd PER 추이



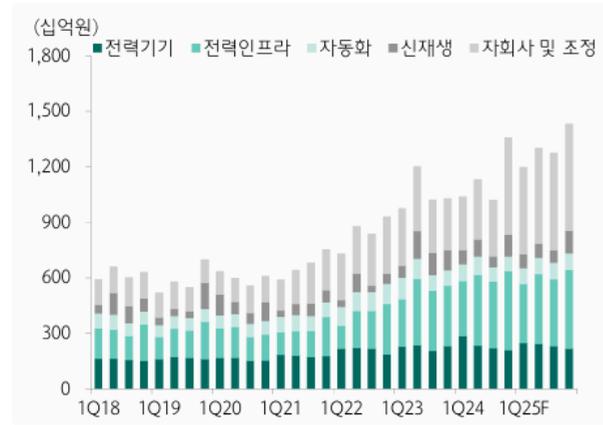
자료: LS ELECTRIC, 하나증권

도표 3. LS ELECTRIC 12M Fwd PBR 추이



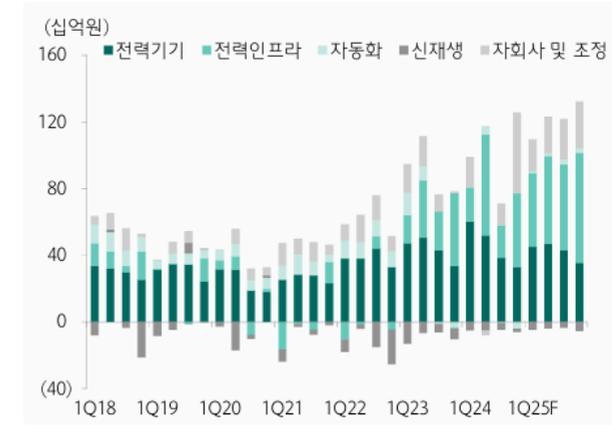
자료: LS ELECTRIC, 하나증권

도표 4. 분기별 매출액 추이 및 전망



자료: LS ELECTRIC, 하나증권

도표 5. 분기별 영업이익 추이 및 전망



자료: LS ELECTRIC, 하나증권



오리온홀딩스
 견조한 실적, 견조한 배당
 [출처] IBK투자증권 남성현 애널리스트
 4분기 영업실적 개선 이어질 전망

4분기 오리온홀딩스 영업실적 개선 추세는 이어질 것으로 전망한다. 4분기 연결기준 매출액은 8조 9,198억 원(전년동기대비 +58.4%), 영업이익 1,450억 원(전년동기대비 +27.7%)을 기록할 것으로 추정한다. 소비경기 둔화에도 불구하고 제과사업부 실적 개선이 전체 성장을 이끌 것으로 판단한다. 제과사업부 매출액은 약 8,700억 원으로 전년동기대비 약 +13%, 영업이익은 1570억 원으로 +12.2% 증가할 것으로 전망한다. 다만, 4분기의 경우 상반기 실적 성장에 기여했던 영상사업부 실적이 다소 부진할 것으로 판단한다. 하반기는 파묘 관련 수익 비중이 낮아졌기 때문이다.

2025년 1분기부터 실적 모멘텀 확대

2025년 펀더멘탈은 더욱 강화될 것으로 예상한다. 특히, 오리온제과 주주환원을 확대에 따른 배당금수익 증가가 기대된다. 1분기 별도기준 배당수익은 약 370억 원으로 추정되는데, 이는 전년대비 약 99.7% 증가한 수치이다. 이외에도 연결기준 실적 성장도 기대한다. 오리온제과는 2025년에도 안정적인 성장을 이룰 것으로 예상하는데, 그러한 이유는 1) 국내의 경우 가격 인상 효과가 반영될 가능성이 높고, 2) 중국은 채널포트폴리오 변경에 따른 외형 성장과 마진을 확대, 3) 러시아는 공급이 수요를 따라가지 못하고 있는 상황이기 때문이다. 지난해는 중국쪽 성장률이 낮았지만, 올해에는 동 부문에서 의미 있는 성장을 이룰 수 있다는 판단이다. 동사는 높아진 배당금과 주요 종속회사의 펀더멘탈이 강해짐에 따라 향후 주주환원율도 상승할 것으로 기대한다.

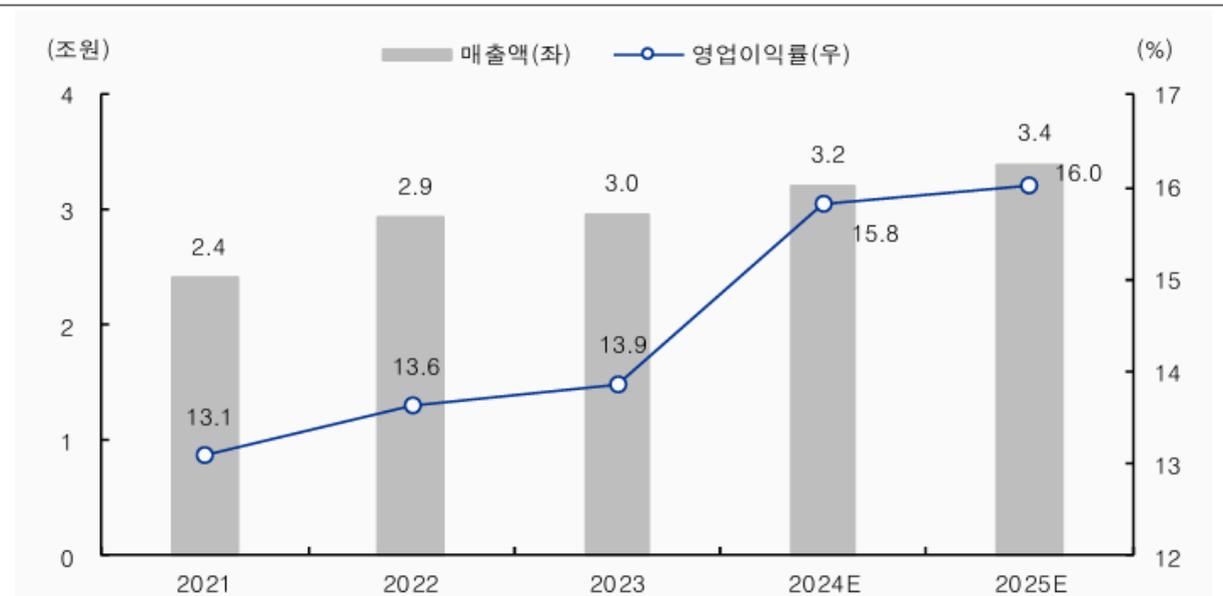
투자의견 매수, 목표주가 21,000원 유지

오리온홀딩스의 투자의견 매수 및 목표주가 21,000원을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,935	2,954	3,218	3,405	3,563
영업이익	400	405	509	546	581
세전이익	421	427	506	573	616
지배주주순이익	103	86	121	134	138
EPS(원)	1,644	1,367	1,939	2,138	2,203
증가율(%)	19.7	-16.8	41.9	10.3	3.0
영업이익률(%)	13.6	13.7	15.8	16.0	16.3
순이익률(%)	11.0	9.8	11.1	11.7	11.6
ROE(%)	4.8	3.9	5.4	5.7	5.7
PER	9.3	10.7	7.8	7.0	6.8
PBR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	3.1	3.0	3.3	3.2	3.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 오리온홀딩스 영업실적 추이



자료: 오리온홀딩스, IBK투자증권



현대건설
 터널의 끝자락
 [출처] 유안타증권 장윤석 애널리스트
 4Q24 영업이익, -1.7조원(YoY 및 QoQ 적자전환) 기록

4Q24 매출액 7.3조원(YoY -12%), 영업적자 -1.7조원(YoY 적자전환)으로 어닝쇼크 기록. 자회사 현대엔지니어링(이하 HEC)의 인도네시아 발리파판 현장과 일부 사우디 플랜트 프로젝트에서 발생한 공정축진, 인건비 및 자재비 상승분 등을 반영한 원가율 현실화 영향으로 공사 공정률이 일시적으로 후퇴해 매출액은 컨센서스를 -11% 하회. 추가 원가 반영과 회수 불가 판단 미청구공사금에 대한 대손처리 등으로 현대건설(별도)과 HEC는 각각 -3,646억원, -1.4조원 규모 영업손실을 기록

시장의 시선은 4Q24가 아닌 2025년

23년만의 적자전환 영업실적 공시 이후 현대건설 주가는 전일대비 +9% 상승 마감. 시장의 시선은 다양한 비용 반영으로 대규모 쇼크를 기록한 지난 4Q24가 아닌 다가오는 '25년으로 금번 원가 점검은 4Q24를 저점으로 이익이 개선될 수 있다는 방향성을 제시했다고 판단. 원가율 현실화 자체가 회사 본연의 펀더멘털을 개선시키는 요인은 아니지만 누적 손실과 잠재적 부실요인 제거를 통해 앞으로의 실적 안정성과 신뢰성을 제고할 수 있을 것. '25년 매출 믹스 개선에 따라 QoQ 성장하는 실적이 확인된다면 시행 및 시공 이익 확보가 가능한 준자체 사업, 투자개발사업, 원전 등 그간 원가율 불확실성에 가려져왔던 기대 요인들이 부각될 수 있을 것

터널의 끝자락

동사 연간 매출액은 '16년 18.7조원에서 '24년 32.7조원으로 성장. 반면, 영업실적은 '16년 1.1조원에서 '24년 -1.2조원으로 감소. 예상치 못했던 손익 악화 요인의 반복으로 장기적 하향 국면이었던 이익 흐름의 전환 가능성이 포착되기 시작했으며 이에 따라 현대건설을 유안타증권 차선호주로 제시

	4Q24P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	7,271	-15.4	-11.9	8,193	-11.3
영업이익	-1,733	적전	적전	61	-2,949.3
세전계속사업이익	-1,578	적전	적전	185	-955.0
지배순이익	-495	적전	적전	110	-549.1
영업이익률 (%)	-23.8	적전	적전	0.7	-24.5 %pt
지배순이익률 (%)	-6.8	적전	적전	1.3	-8.1 %pt

자료: 유안타증권

결산 (12월)	2022A	2023A	2024P	2025F
매출액	21,239	29,651	32,694	31,099
영업이익	575	785	-1,221	898
지배순이익	409	536	-139	266
PER	11.4	7.7	-20.3	11.9
PBR	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	4.6	3.9	-3.1	3.6
ROE	5.5	6.8	-1.7	3.5

자료: 유안타증권



삼성바이오로직스
 매년 바뀌는 매출액 앞자리
 [출처] 유안타증권 하현수 애널리스트

4Q24Re: 25년에도 성장은 이어갈 전망

연결 기준 매출액 1조 2,564억원(+17.0%YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 3,257억원(-6.9%, OPM 25.9%)로 컨센서스를 상회하는 실적 기록. 1~3공장 풀가동이 지속과 4공장 18만 리터 시설의 매출 기여도가 높아지며 실적 성장 견인. 4공장 초기 가동 제품의 매출 반영에 따른 바이오로직스 이익율 하락은 원료 구입과 제품 매출 발생 시점 간 환율 차이 영향으로 예상보다 감소.

25년 연결 기준 매출액 5조 5,318억원(+21.7%), 영업이익 1조 4,624억원(+10.8%, OPM 26.4%)을 기록할 것으로 전망. 25년에도 4공장의 가동률 증가가 동사 성장을 견인할 것으로 보이며 4공장의 완전 가동 시점은 2H25로 예상. 바이오에피스는 25년 시밀러 매출 성장이 예상되나 24년 오프비즈(아일리아 시밀러), 피즈치바(스텔라라 시밀러) 허가 마일스톤과 같은 대규모 마일스톤 유입 부재로 매출액은 1조 5,034억원(-2.2%)로 예상. 영업이익은 마일스톤 부재 영향으로 31.9% 하락한 2,965억원으로 추정.

성장을 위한 투자는 계속

동사는 JPMHC에서 27년까지 ADC DP 전용라인과 PFS DP 생산 시설을 구축할 계획을 밝히면서 DP 시설 투자 확대 예정. 동사는 기존 ADC용 항체 생산을 해오고 있으며 지난해말 완공된 ADC 전용 접합 시설을 완공. ADC 전용 시설은 2월부터 가동 예정으로 향후 ADC 항체부터 DP까지 ADC 생산 전 공정 서비스 제공이 가능할 것으로 기대.

GLP-1 기전 비만 치료제 수요 증가와 TLSP, TL1A 등 다양한 항체 치료제들이 등장하며 PFS 제형에 대한 수요는 증가 예상. 동사는 27년 PFS 시설에 대한 GMP 획득을 목표로 하고 있으며, 아시아 시장을 시작으로 PFS CMO 수주 확대할 계획.

투자 의견 Buy, 목표주가 130만원 유지

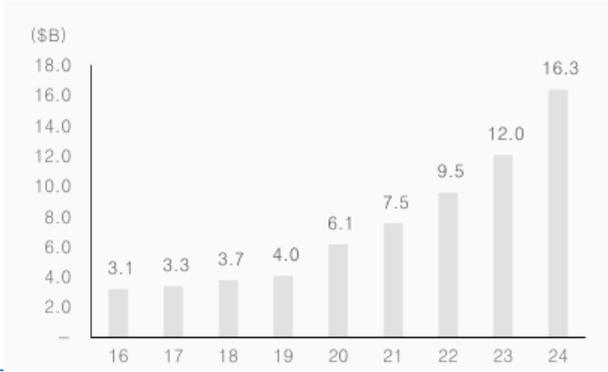
	4Q24P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,256	17.0	5.8	1,220	3.0
영업이익	326	-6.9	-3.8	290	12.4
세전계속사업이익	374	5.2	28.6	273	37.2
지배순이익	322	10.7	21.7	223	44.5
영업이익률 (%)	25.9	-6.7 %pt	-2.6 %pt	23.7	+2.2 %pt
지배순이익률 (%)	25.6	-1.5 %pt	+3.3 %pt	18.2	+7.4 %pt

자료: 유안타증권

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	3,001	3,695	4,547	5,532
영업이익	984	1,114	1,320	1,462
지배순이익	798	858	1,084	1,304
PER	72.2	63.2	62.3	55.4
PBR	6.5	5.5	6.2	5.9
EV/EBITDA	44.0	33.7	34.6	33.7
ROE	11.4	9.1	10.4	11.3

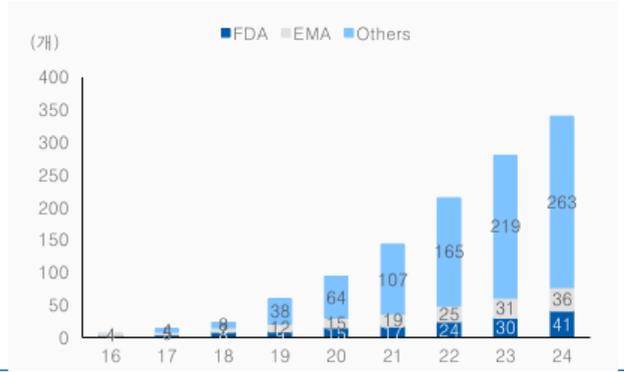
자료: 유안타증권

삼성바이오로직스 수주 현황(누적)



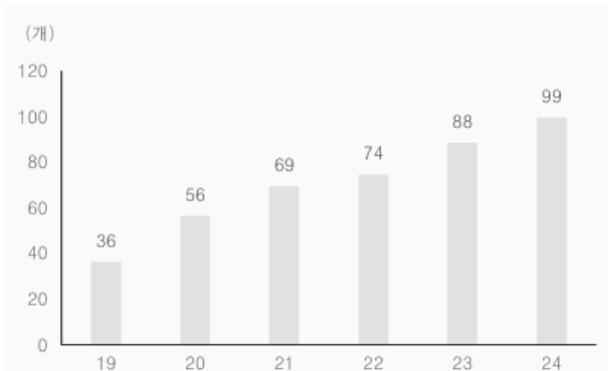
자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

지역별 CMO 승인 현황(누적)



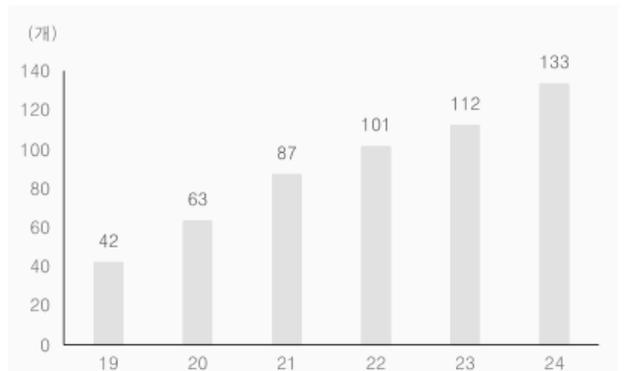
자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

CMO 제품 수(DS/DP)



자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

CDO 제품 수



자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터



