

2025.02.04.(화) 증권사리포트

삼성전자

1Q25 실적도 급감하지만, 바닥을 지나는 중

[출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트

1Q25 영업이익도 4.6조원으로 급감 예상, 반도체가 주요인

4Q24 실적 악화 이후, 1Q25 역시 수요 악화와 늘어난 비용 부담이 지속되며 기존의 시장 기대치를 하회하는 실적 부진이 예상된다. 1Q25 매출액은 74.8조원, 영업이익은 4.6조원(DS 0.22조원, SDC 0.24조원, DX 3.89조원(MX 3.45조원, VD 0.31조원), 하만 0.25조원)으로 전망된다. DRAM은 지난 4Q24에 미국의 중국 수출금지를 앞두고 밀어내기를 한 덕분에 HBM 매출이 90%QoQ 증가하고 실적이 선방하였으나, 1Q25에는 일반 DRAM 가격 하락과 HBM 비중 급감으로 실적 악화가 예상된다. 비메모리는 파운드리 가동률 추가 하락으로 적자폭이 좀 더 커질 전망이다. 스마트폰 사업부만 성수기를 맞아 QoQ 실적 개선이 예상된다.

반도체 채널 재고조정 완료되는 2Q25부터 수요 개선 전망

글로벌 스마트폰 OEM들의 모바일 부품 재고조정이 1Q25에 완료될 예정이고, PC/서버도 상반기 재고조정이 완료될 것으로 본다. 최근 중국 스마트폰 OEM들 재고조정이 완료된 것과 DDR5 서버DRAM 재고조정이 일단락되며 업황 바닥 기대가 높아졌으나, 여전히 End Demand는 약한 상태다. 중국의 경기 부양과 선진국 금리 인하 효과가 하반기 실제 소비경기 회복으로 이어질 지를 계속 주시할 필요가 있다.

수요흐름 개선되는 중, 투자 의견 '매수' 및 목표주가 72,000원 유지

반도체, 디스플레이가 주도하며 1Q25에도 추가 실적 악화가 불가피하나, 작년 말 이후 채널 재고 측면에서 업황 바닥 접근 기대가 높아지고 있음을 고려할 때, 지금 주가는 바닥을 다지고 있는 상태로 판단된다. 사업경쟁력 저하 우려는 지속되는 상황이나, 저점 매수 전략을 유지할 필요가 있다.

Fig. 1: 삼성전자 연결재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	302,231	258,935	300,883	315,411	348,244
영업이익	43,377	6,567	32,733	27,878	38,822
세전이익	46,440	11,006	37,500	32,829	45,034
순이익[지배]	54,730	14,473	33,565	28,807	39,518
EPS(원)	8,057	2,131	4,941	4,241	5,818
증감률(%)	39.5	-73.6	131.9	-14.2	37.2
PER(배)	6.9	36.8	10.8	12.4	9.0
PBR	1.1	1.5	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.4	10.0	3.6	3.2	2.5
ROE(%)	17.1	4.1	9.2	7.4	9.3
배당수익률	2.6	1.8	2.7	2.7	2.7

자료: 삼성전자, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결





바이넥스

상업용 바이오 CMO 수주 증가 기대

[출처] 상상인증권 하태기 애널리스트

2025년 상업용 CMO 기업으로 도약

바이넥스는 2023년까지 주로 바이오의약품 임상시료를 생산(CMO)해 왔다. 그러나 많은 준비를 거쳐 2024년 하반기에는 송도공장에서 유통 재고 공급용 준 상업생산을 시작했다. 2025년부터는 송도공장에서 상업 생산이 본격 시작되었고, 2026년부터는 오송공장에서도 본격 상업 생산이 시작될 전망이다. 장기적으로는 중간 규모 물량의 해외 바이오의약품 CMO도 수주하는 업체로 도약할 수 있을 것이다.

2025년부터 본격적으로 상업용 바이오 CMO 매출 발생 전망

바이넥스의 바이오 CMO 사업 변화를 세 가지로 살펴볼 수 있다.

첫째, 송도공장에서 2024년 4분기부터 상업용 바이오 CMO 공장 가동을 시작하고, 2025년에 생산물량이 안정적으로 발생하게 된다. 즉, 셀트리온형 악템라 바이오 시밀러가 미국 FDA허가를 받기 이전인 2024년 4분기에 유통 재고용(2025년 분)으로 생산, 매출이 발생한 것으로 추정된다. 2025년 1월 31일에 셀트리온은 악템라 바이오시밀러 앵토즈마 FDA 품목 허가를 공시했다. 2025년에는 본격적으로 바이넥스의 상업용 매출이 발생, 증가하게 되었다.

둘째, 2025년에 오송공장에서도 상업용 가동이 시작된다. 송도공장에서 2024년 9월에 수주한 PPQ 물량 174억원(사이트 체인지 물량 추정)과 11월에 수주한 158억원을 2025년에 생산하게 될 것이다. 2025년 하반기에 FDA 공장 실사를 거쳐서 2026년부터 상업용 생산을 하게 될 수 있다.

셋째, 장기적으로는 해외 CMO 수주 가능성도 높아질 것이다. 향후 오송공장에 FDA 승인이 이루어지고, 2024~2025년에 셀트리온 등 대형사 CMO 상업생산 레코드가 쌓이면 품질과 납기, 가격 등의 경쟁력을 평가받을 것이다. 그렇게 되면 오송공장 증설을 통해 2026년부터 미국/유럽/일본 등 해외 수주 가능성도 높아질 것이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	157	17	12	392	29.5	15.5	1.9	6.7	n/a
2023	155	1	5	147	60.9	30.1	1.6	2.5	n/a
2024E	131	-25	-29	-952	-20.8	-53.3	4.2	-17.8	n/a
2025E	184	16	13	419	47.2	28.2	3.9	8.3	n/a
2026E	215	38	31	989	20.0	14.7	3.3	17.3	n/a

자료 : K-IFRS연결기준,상상인증권





S-Oil

컨센 12% 상회, 중국 Teapot 가동률 5년래 최저

[출처] 하나증권 윤재성 애널리스트

4Q24 영업이익 컨센 12% 상회

4Q24 영업이익은 2,608억원(QoQ 흑전, YoY 흑전)으로 최근 상향 조정된 컨센(2,335억원)을 12% 상회했다. 유가 상승에 따른 재고관련이익이 +680억원 반영된 가운데, 정제마진/환율 상승과 긍정적 래깅 효과에 따른 정유 부문 흑자 영향이 컸다. 정유 영업이익은 1,729억원(QoQ +7,466억원)을 기록했으며, 10월 흑자전환 이후 흑자폭이 확대된 점이 긍정적이다. 석유화학은 벤젠/PX 마진 축소 영향으로 영업이익 -281억원(QoQ -331억원)을 기록했다. 윤활기유는 비수기 영향으로 영업이익 1,159억원(QoQ -25%)으로 감익되었다.

1Q25 영업이익 QoQ +31% 개선 전망

1Q25 영업이익은 3,411억원(QoQ +31%, YoY -25%)으로 전분기 대비 개선을 예상한다. 계절적 비수기와 단기 유가 급등에 따른 최근 정제마진 약세는 점진적으로 해소될 것으로 판단한다. 중국 Teapot 가동률이 5년래 최저치로 저하된 가운데, 중국 중심의 부양책과 성수기 효과 등이 결합되기 때문이다. 유가 QoQ +5\$/bbl, 정제마진 QoQ -0.5\$/bbl을 가정하여 정유 영업이익 2,235억원(QoQ +29%)을 추정한다. 석유화학은 전분기 대비 소폭 개선, 윤활기유는 전분기와 유사한 이익을 추정한다.

샤힌PJ와 GTG 완공으로 자가발전 비중 10%에서 45%까지 상향 전망

BUY, TP 9.5만원을 유지한다. 2025~27년 업황 개선과 외형/배당 성장 가능성, 역사적 하단까지 하락한 PBR 0.76배를 감안하면 적극 매수가 가능한 시점이다. 2025년부터 한국 정유업체의 상대적 원가 열위 국면 탈피와 중국의 구조조정에 따른 업황 개선을 기대한다. 실제, 중국 산동성 Teapot 가동률은 최근

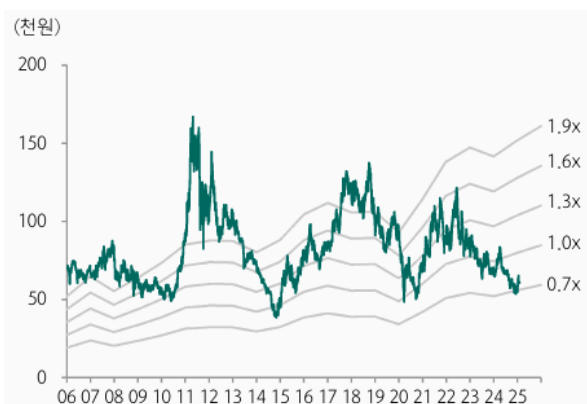
46.5%를 기록하며 2020년 3월 이후 약 5년 래 최저치다. 이는 ① 미국의 Dark Fleet에 대한 제재로 이란/러시아의 저렴한 원유 조달에 차질 발생 ② 산둥성 정부의 Teapot의 탈루/탈세에 대한 조사 강화 ③ 2024년 11월 수출증치세 환급율 13%9%로 인하 등 영향이다. 중국 전체 설비 1,950만b/d 중 산둥성 Teapot의 규모는 약 320만b/d로 전체의 16%에 해당한다. 2026년 하반기 가동이 예정된 샤힌 프로젝트는 현재 공정률 51.8%로 계획대로 진행 중이며, Capex는 2025년 3.48조원/2026년 1.5조원이다. 이와 별개로, 회사는 2024년 11월 국내 전기료 상승과 샤힌 준공 이후 자체 소비전력 증가 대응을 위해 2026년 말 완공을 목표로 가스터빈 열병합 GTG(Gas Turbine Generator) PJ에 대한 최종투자의사결정(Capex 2.6천억원)을 내렸다. GTG 완공, 샤힌 내 자가발전 시스템 감안 시 전사 자가발전 비중은 현재 10%에서 2027년 45%로 크게 증가해 중장기 원가 절감 요인으로 작용할 전망이다. 샤힌 프로젝트의 상대적 원가 우위 부각, 2027년 Full 가동에 따른 본격적인 외형 성장과 배당 확대, 밸류에이션 재평가를 예상한다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

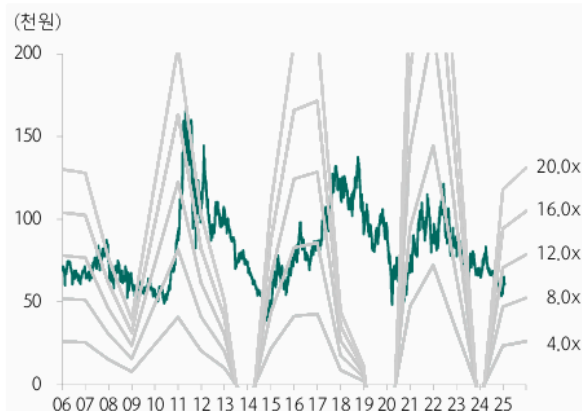
투자지표	2022	2023	2024P	2025F
매출액	42,446.0	35,726.7	36,637.0	37,060.9
영업이익	3,405.2	1,354.6	460.6	1,441.3
세전이익	2,898.5	1,131.7	(294.1)	905.4
순이익	2,104.4	948.8	(163.4)	688.1
EPS	18,047	8,137	(1,401)	5,901
증감율	52.66	(54.91)	적전	흑전
PER	4.62	8.55	(39.11)	10.29
PBR	1.15	0.90	0.74	0.76
EV/EBITDA	3.29	5.73	9.96	6.59
ROE	27.20	10.83	(1.84)	7.64
BPS	72,770	77,522	74,498	79,940
DPS	5,500	1,700	325	1,750

도표 3. S-Oil 12M Fwd PBR 밴드차트

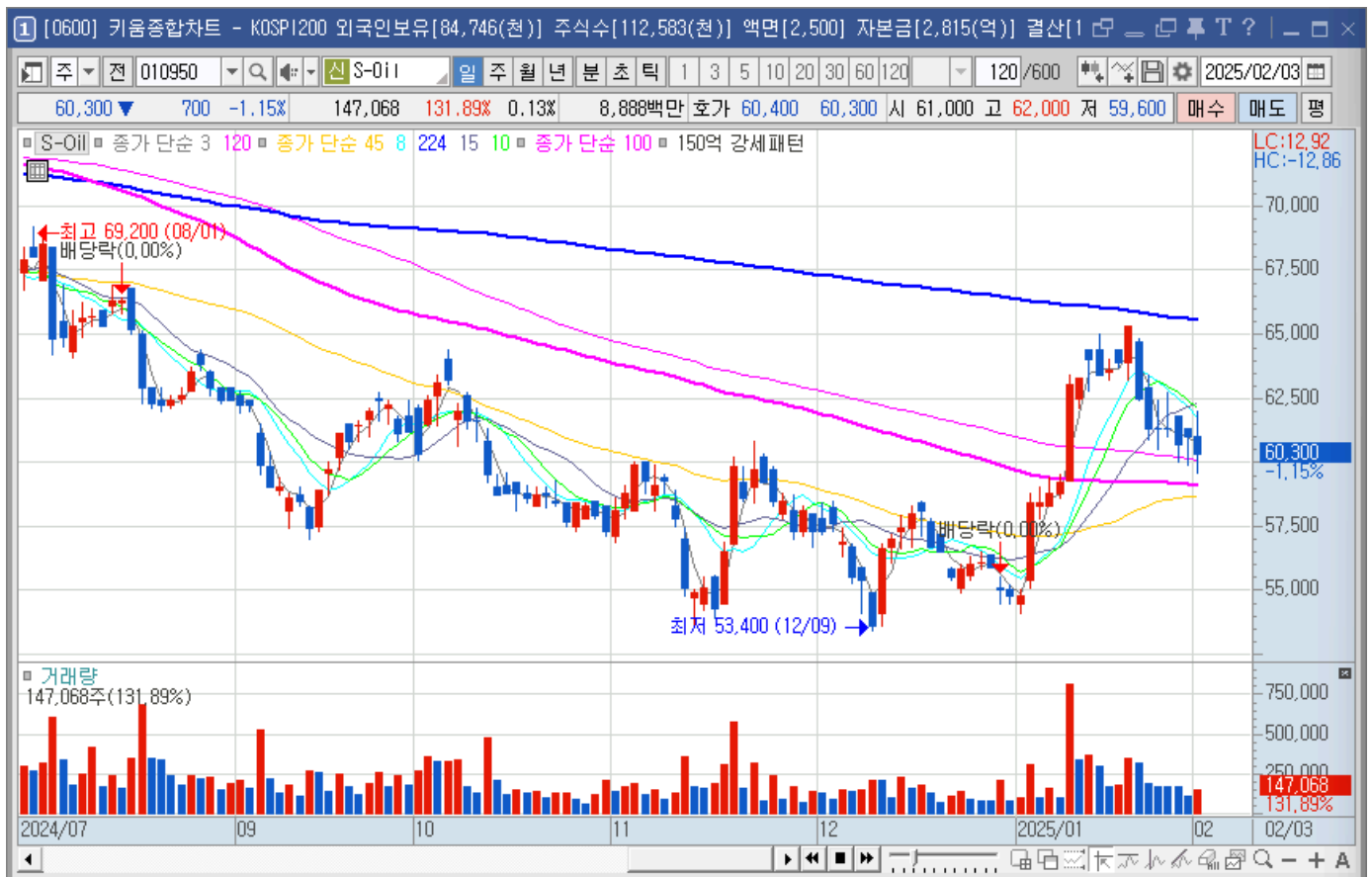


자료: 하나증권

도표 4. S-Oil 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나증권



이스트소프트

신규AI S/W 주목 받을 시점

[출처] 하나증권 최재호 애널리스트

신규 AI S/W 서비스를 통해 성장을 도모하는 기업

이스트소프트는 1993년 설립되었으며 AI S/W, 포털, 커머스, 자산운용, 게임 사업 등을 영위하는 기업이다. 주목할 포인트는 신규 AI S/W인 '앨런(Alan)'과 'PERSO.ai'다. 1) 앨런은 대화형 LLM 기술, 포털 검색 서비스 줌(Zoom)의 10여년간 쌓은 검색 노하우를 결합한 AI 검색 엔진이다. 한국어 LLM 모델 성능을 평가하는 Open-Ko-LLM 리더보드에서 국내 1위, 글로벌 3위를 기록한 레퍼런스를 보유하고 있다. 2) PERSO.ai는 생성형 AI 콘텐츠 제작 종합 S/W로 AI Studio, AI Video Translator 등을 제공한다. ① AI Studio는 TTS 기반의 AI 휴먼 영상 제작 서비스로 고객사 니즈에 따라 독점 AI 휴먼 서비스를 제공한다. 현재 마이크로소프트 MS Teams와 MS 주요 어플리케이션에 탑재를 논의 중인 것으로 파악된다. ② AI Video Translator는 영상 콘텐츠 발화자의 음성을 추출하고 번역하여 해외 언어로 자동 더빙시켜주는 서비스다. 총 29개 이상의 언어로 번역 및 음성 복제가 가능하며, 콘텐츠 제작의 시간과 비용을 절감할 수 있다. B2C는 결제 금액에 따라 크레딧을 제공하는 과금 구조를 형성하고 있으며, 기업 고객은 커스터마이징에 따른 맞춤형 서비스를 제공한다. 3Q24 기준 사업 부문별 매출 비중은 AI S/W 47.9%, 게임 23.2%, 커머스 9.1%, 포털 5.4%, 자산운용 14.4%다.

글로벌 Peer 사례를 볼 때 PERSO.ai 잠재 가치에 주목이 필요

PERSO.ai 잠재 가치에 주목이 필요하다고 판단한다. PERSO.ai와 같은 Video translator 해외 스타트업 기업들이 빠르게 매출을 실현하며, 기업 가치가 상승 중이기 때문이다. 1) 미국의 'Heygen'은 2022년 7월 제품 출시 이후, ARR(연간 반복 매출)이 2022년 40만달러에서 2024년 5월 2,200만달러로 가파르게 성장했다. 이로 인해 2023년 시리즈 A 투자 유치에서 기업가치 5억달러를 인정받았다. 2) 2017년 설립된 영국의 'Synthesia'는 ARR이 2024년 약 7,000만달러의 매출이 발생한 것으로 추정된다. 2023년 시리즈 C 투자 유치 당시 기업가치 10억 달러 수준에서 올해 1월 시리즈 D 투자에서 21억 달러로 평가받았다. 마지막으로 3) 미국의 'Elevenlabs'는 ARR이 2023년말 2,500만달러에서, 2024E 8,000만달러 규모까지 성장했다. 이에 2023년 시리즈 A 1억달러 → 2024년 1월 시리즈 B 11억달러 → 2024년 10월 기업가치 30억달러로 추가 투자 유치를 시작했다. 한편, PERSO.ai는 작년 6월 오픈 후 6개월동안 누적 회원수 2만명 확보 → 올해 1월 4만명으로 가파른 성장 중이다. 또한 60% 이상이 해외 고객으로 빠르게 성장이 기대되는 바 Valuation Re-rating을 기대한다.

퍼플렉시티의 국내 대항마 '앨런(Alan)' 시장 침투율 확대 기대

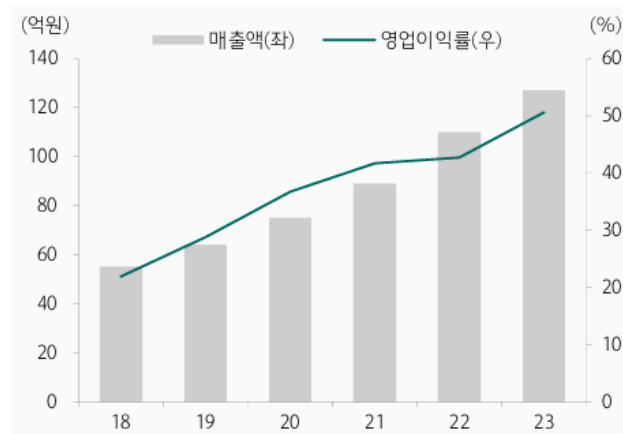
국내 시장에 안착한 퍼플렉시티의 사례를 볼 때 동사의 앨런 역시 가파른 성장이 기대된다. SKT는 2024년 6월 퍼플렉시티에 137억원을 투자했으며, 9월부터 퍼플렉시티 프로(월 20달러) 1년 무료 서비스를 제공하고 있다. 이로 인해 퍼플렉시티 MAU는 2024년 5월 약 1만명에서 11월 약 29만명으로 6개월만에 약 29배 성장했다. Alan 역시 MAU 확대를 위한 통신사 기업과의 협업을 기획 중인 것으로 파악된다. 이 외에 Alan은 동사의 대표 S/W인 알툴즈와 결합해 마케팅 및 B2C 판매를 개시할 예정인 것으로 파악된다. 알툴즈는 2.6천만건 이상 다운로드 된 S/W로 순 이용자수는 약 1.6천만명 이상인 것으로 파악된다. 20년 넘게 서비스 중인 국내 대표 S/W를 통해 앨런의 시장 침투율 확대가 가파를 것으로 기대한다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

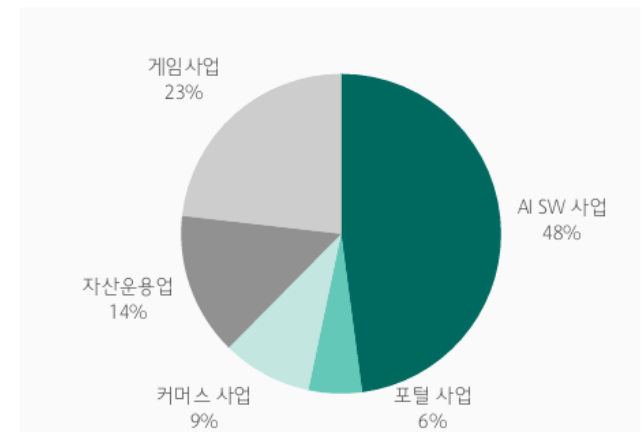
투자지표	2020	2021	2022	2023
매출액	84	90	89	92
영업이익	7	10	(6)	(9)
세전이익	9	7	(7)	(11)
순이익	6	5	(6)	(6)
EPS	619	429	(536)	(542)
증감율	흑전	(30.7)	적전	적지
PER	14.5	42.2	(16.4)	(27.3)
PBR	1.8	2.8	1.6	2.0
EV/EBITDA	10.8	15.1	0.0	0.0
ROE	15.2	7.6	(11.9)	(8.7)
BPS	4,882	6,364	5,627	7,458
DPS	0	0	0	0

도표 1. 이스트소프트 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



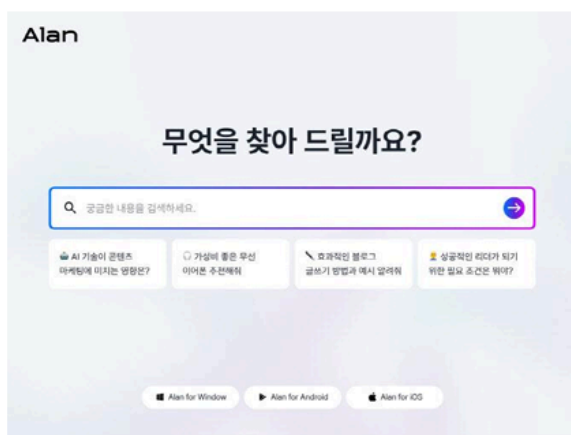
자료: 이스트소프트, 하나증권

도표 2. 3Q24 기준 이스트소프트 매출 비중



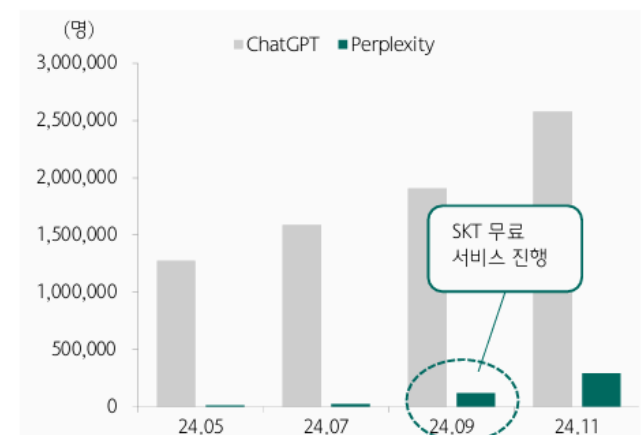
자료: 이스트소프트, 하나증권

도표 3. 이스트소프트 '앨런' 사용 예시

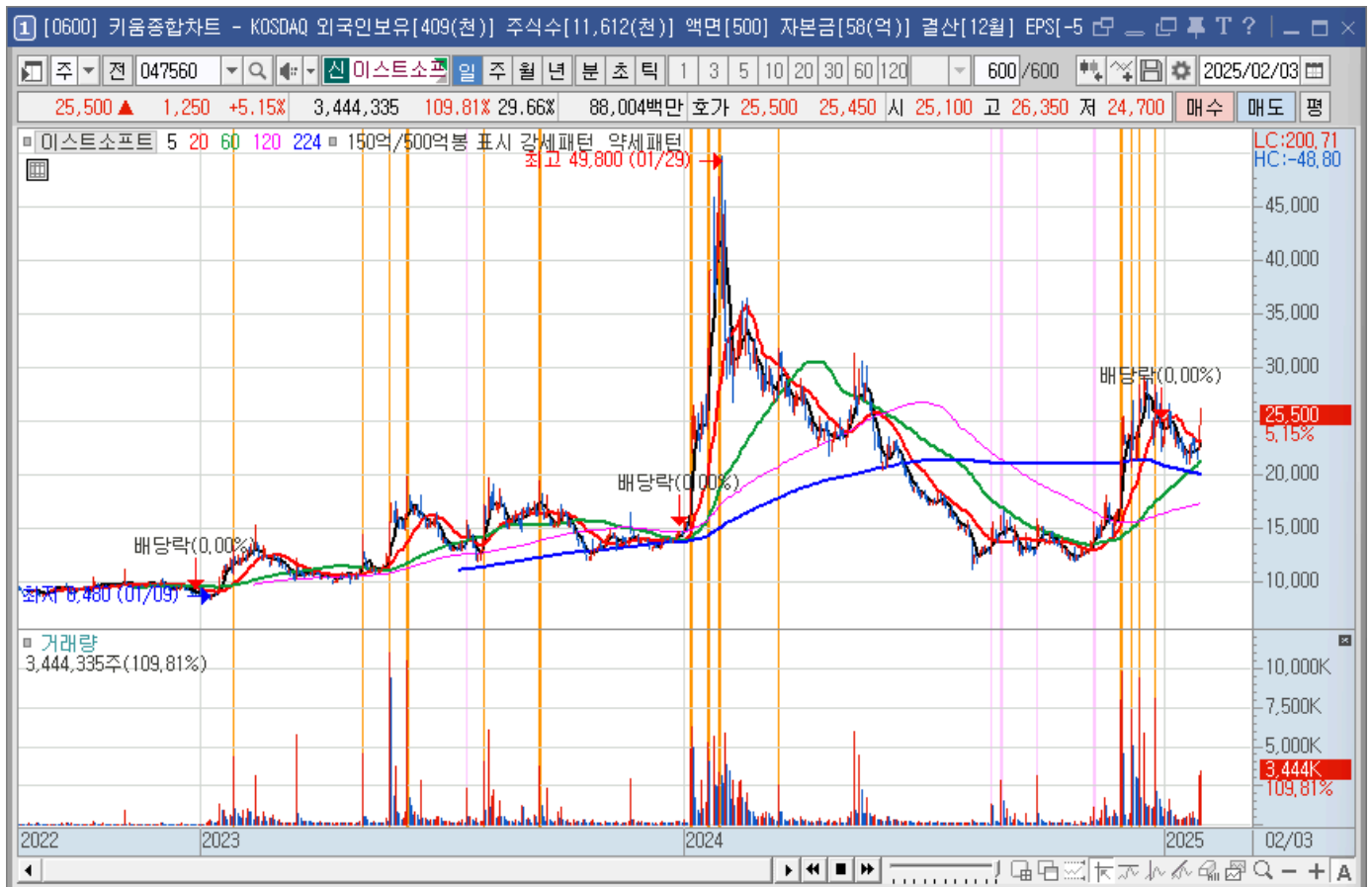


자료: 이스트소프트, 하나증권

도표 4. Perplexity 및 ChatGPT 국내 월간 활성 사용자수



자료: 모바일인덱스, 하나증권



현대모비스

25년 마진 추가 개선 기대, 최선호주 유지

[출처] 키움증권 신윤철 애널리스트

4Q24 Review: 컨센서스 상단이었던 당사 기대치까지 상회

매출액 14.7조 원(+0.3% YoY, +5.1% QoQ), 영업이익 9,861억 원(+88.5% YoY, +8.5% QoQ)을 기록하며 시장 기대치(매출액 14.6조 원, 영업이익 7,945억 원) 및 당사 추정치(매출액 14.6조 원, 영업이익 8,622억 원)를 수익성에서 상회했다. ICCU 3차 리콜 관련 추가 품질비용 우려가 있었으나 지난 1,2차 리콜 당시 반영된 판매보증비가 일부 환입되면서 ICCU 관련 순비용 추가 반영은 640억 원에 그쳤다. 품질비용 및 미국 신공장 초기 가동비용 발생을 상쇄할 만한 뚜렷한 일회성 이익이 발생하지 않았음에도 불구하고 모듈 및 핵심부품은 흑자를 유지하며 경상적 이익 체력을 시장에 증명한 셈이다. 물론 이번 어닝 서프라이즈는 원화 약세의 수혜를 적극 반영하는 사업 구조를 갖춘 A/S 부문이 2개 분기 연속 26%대 영업이익률을 기록하며 견인한 것이 사실이다. 반면 현대모비스의 본업인 모듈 및 핵심부품 부문의 흑자 전환이 이끄는 수익성 개선을 기다려 온 투자자 역시 많다. 따라서 지금과 같은 비용통제 기조가 지속될 수 있다면 향후 2025년 원화 강세 전환 가능성을 감안하여 A/S 부문 실적 눈높이가 낮아지는 경우에도 여전히 모듈 및 핵심부품 부문 중심의 연결 기준 마진 추가 개선을 기대할 수 있을 전망이다.

목표주가 상향: 중장기 실적 가이던스 상향 조정 기대

현대모비스는 2024 CEO Investor Day를 통해 2027년까지 달성하고자 하는 실적 목표치를 크게 3가지로 제시한 바 있다(①매출액 CAGR 8%+@, ②OPM 5-6%, ③ROE 10%+@). 아직 2025년 CEO Investor Day 개최 여부는 확인되지 않고 있으나 만약 개최될 경우 2024년에 제시했던 목표치들에 대한 상향 조정이 있을 것으로 당사는 기대한다. 현대모비스는 특히 2025년 조기에 OPM 5-6% 밴드 상단에 도달할 수 있을 것으로 판단하며, 이는 TSR 30%+@

와 기보유 자사주 소각 등의 주주환원 정책과 함께 어우러지며 가파른 EPS 성장으로 귀결될 전망이다. 당사는 현대모비스에 대해 24년 10월 두 차례 투자 의견을 상향한 바 있으며, 11월부터는 자동차 섹터 최 선호주로 제시해오고 있다. 현대차, 기아의 4Q24 실적발표가 마무리된 현 시점에도 여전히 현대모비스를 완성차 대비 매력도가 높은 대형주로 판단하는 의견에 변함이 없다. 대규모 non-captive 전동화 수주 관련 기대감 역시 아직 주가에 본격 반영되지 않은 구간으로 보인다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024P	2025F
매출액	51,906.3	59,254.4	57,237.0	59,432.4
영업이익	2,026.5	2,295.3	3,073.5	3,517.3
EBITDA	2,924.6	3,221.3	4,072.2	4,669.2
세전이익	3,362.6	4,444.9	5,264.5	5,678.5
순이익	2,487.2	3,423.3	4,060.2	4,372.4
지배주주지분순이익	2,485.3	3,422.6	4,055.6	4,362.4
EPS(원)	26,301	36,340	43,609	48,668
증감률(% YoY)	6.0	38.2	20.0	11.6
PER(배)	7.6	6.5	5.4	5.4
PBR(배)	0.50	0.55	0.49	0.49
EV/EBITDA(배)	4.4	4.9	3.9	3.8
영업이익률(%)	3.9	3.9	5.4	5.9
ROE(%)	6.8	8.7	9.5	9.4
순차입금비용(%)	-16.3	-16.0	-13.5	-14.1





한전기술

1월은 모든 날이 좋았다

[출처] IBK투자증권 김태현 애널리스트

4Q24 실적, 시장 기대치 부합 전망

투자의견 매수, 목표주가 94,000원을 유지한다. 작년 4분기 실적이 신한울 3, 4호기와 신고리 5, 6호기 등 대형원전 중심의 설계·O&M 증가세 이어지며 시장 기대치에 부합할 전망이다. 마진율이 낮은 EPC 매출 비중이 확대돼 부진했던 4Q23 실적을 고려하면 기저효과가 클 것으로 보인다.

2분기부터 체코 원전 사업 관련 실적 반영될 듯

세계적인 원전 활용 확대 흐름과 맞물려 장기간 수혜를 볼 것이라는 긍정적인 시각을 유지한다. 미 웨스팅하우스와 한수원 간의 체코 원전 사업 관련 지식재산권 분쟁이 해결됨에 따라, 예정대로 3월 체코 원전 사업의 수주 본계약이 체결될 것으로 전망한다. 이에 이르면 2분기부터 관련 설계 실적이 반영될 전망이다. 설계 계약 기간에 따라 2037년까지 관련 매출이 발생하는 가운데, 시기상 2029~31년 매출 인식이 가장 클 것으로 보인다. 또 체코뿐 아니라 폴란드, 네덜란드 등 다수의 국가들이 신규 원전 건설을 추진함에 따른 해외 수주 기대감도 유효하다.

올해도 당기순이익 대폭 증가 전망

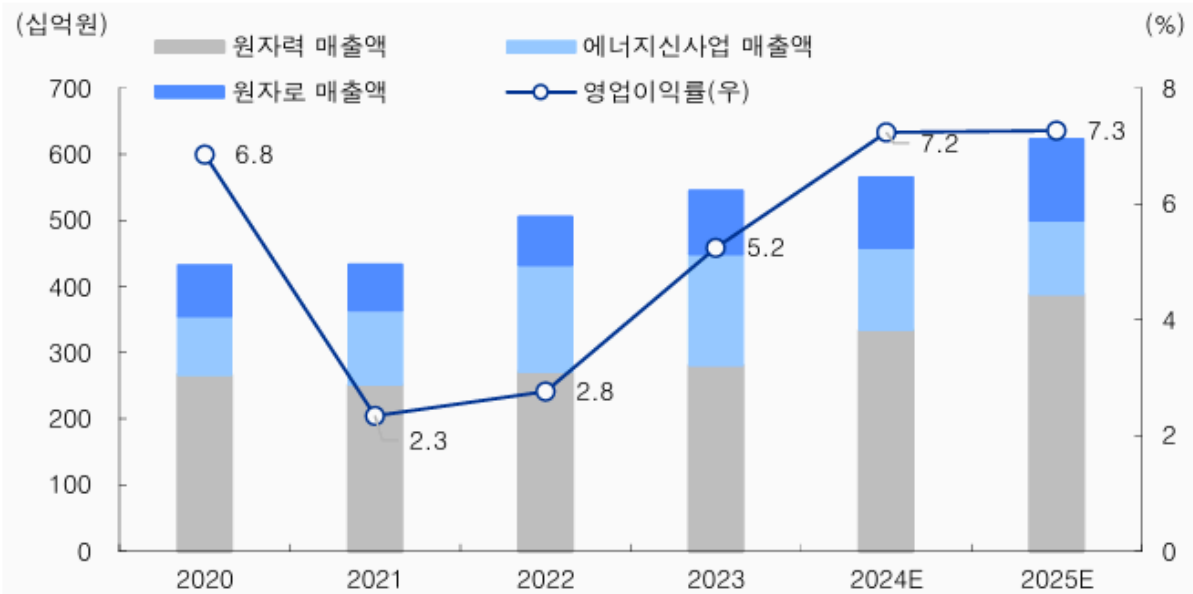
정국 불안으로 제11차 전력수급기본계획(전기본) 확정이 미뤄지고, 국내 신규 원전 건설에 대한 불확실성이 높아진 부분은 다소 아쉽다. 다만 올해부터 i-SMR홀딩스(SPC)가 설립돼 SMR 기술 개발 등 사업 추진에 속도를 낼 것으로 예상되는 바, SMR 투자 축소 우려는 제한적이다.

작년 2분기(24.05~2027)부터 혁신형 SMR 기술개발 연구과제 관련 기타수익이 발생하는 가운데, 지난 22년 매각한 용인 구사옥에 대한 양도 절차가 이르면 1분기 중 마무리될 경우 잔금(약 150억원)이 유형 자산 처분이익으로 반영돼 당기순이익이 크게 증가할 전망이다. 또 중장기적으로 원전 설계뿐 아니라 원전 해체 등 사후관리 사업 영역을 확대해 나갈 것으로 기대된다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	505	545	565	622	704
영업이익	14	29	41	45	53
세전이익	26	44	60	88	80
지배주주순이익	18	33	46	67	61
EPS(원)	470	854	1,193	1,765	1,586
증가율(%)	9.1	81.9	39.6	48.0	-10.1
영업이익률(%)	2.8	5.2	7.2	7.3	7.5
순이익률(%)	3.6	6.1	8.1	10.8	8.7
ROE(%)	3.4	6.0	8.2	11.5	9.8
PER	116.2	72.7	44.4	38.5	42.9
PBR	3.8	4.3	3.6	4.3	4.1
EV/EBITDA	55.1	46.1	31.6	39.8	36.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 연결 실적 추이 및 전망



자료: 한전기술, IBK투자증권



LG에너지솔루션

2025년 매출 반등 전망, 가격 부담은 여전

[출처] 하나증권 김현수 애널리스트

4Q24 Review : 수익성 크게 악화

4분기 실적은 매출 6.5조원(YoY -19%, QoQ -6%), 영업손실 2,255억원(YoY 적자전환, QoQ 적자전환, OPM -3.5%, QoQ -10.0%p)을 기록했다. 1) 중대형 자동차 전지 부문(매출 비중 65%)은, 지난 한해 동안 미국과 유럽의 전기차 판매량이 예상치 대비 크게 부진한 상황에서 주요 고객사들이 4분기에는 잔여 재고 소진에 집중함에 따라 신규 주문이 감소, 부문 매출이 YoY -10%, QoQ -6% 감소했다. 부문 수익성은 고객사 재고 조정 과정에서 LG에너지솔루션 역시 불용 재고를 손실 처리하고, 가동률 하락에 따른 고정비 부담이 증가하며 전분기 대비 악화됐다(OPM -13.34%, QoQ -15.0%p). 미국 생산 보조금(AMPC) 효과 반영한 영업이익률 역시 -4.3%로, QoQ -13.0%p 하락 추정된다. 북미 배터리 생산량이 감소하면서 AMPC 발생 금액도 QoQ -19% 감소했다. 2) 소형전지 부문(매출 비중 25%)은 테슬라형 원형 전지 출하가 감소한 가운데 3분기 초까지 이어졌던 메탈가격 하락에 대한 평가 반영으로 부문 매출 YoY -13%, QoQ -6% 감소했다. 부문 영업이익률은 고정비 부담 증가로 적자전환 추정된다(-1.1%, QoQ -4.5%p).

1분기 실적 : AMPC 제외시 적자 지속 불가피

1분기 실적은 매출 6.1조원(YoY -1%, QoQ -6%), 영업이익 511억원(YoY -68%, QoQ 흑자전환)으로 부진할 전망이다. 중대형 자동차 전지 부문은 GM의 재고 조정 지속되며 전분기 대비 출하량이 -10% 가까이 감소 예상되며, 소형전지 부문은 테슬라 신차 출시 효과로 전분기 대비 출하량 +10% 증가가 예상된다. 평가의 경우 두 부문 모두 전분기 대비 하락하며 전사 매출은 전분기 대비 감소 불가피할 전망이다. AMPC 역시 전분기 대비 약 -9% 감소할 전망이다. 다만 4분기에 발생했던 재고 불용 손실 등의 1회성 비용이 사라지며 1분기에는 AMPC를 포함한 전사 영업이익률이 0.8%로 소폭 흑자 전환 예상된다(QoQ +4.3%p). AMPC 제외한 전사 영업이익률은 -4.9%(+4.4%p)로 적자 지속될 전망이다.

아직 추세적 반등 기대하기에는 실적과 가격 부담 여전

2025년 매출 성장 컨센서스는 3개월 전 +30%에서, 최근 2주 사이 +14%로, 그리고 이번 실적 발표 이후 +5% ~ +10% 수준으로 낮아질 전망이다. 2024년과 달리 메탈 가격 급락 가능성 낮다는 점에서 2025년 매출 가이드는 지켜질 가능성이 높다. 하지만, 가격은 여전히 부담이다. 버블이 남긴 상흔을 아직 소화해야 한다. 지난 18개월간의 주가 하락 불구, 여전히 12M Fwd P/E는 82배로 상장 이후 최고 수준이다. 상장 이후 3년 평균 P/E 62배보다도 높다. 전방 수요 회복의 강도가 완만하게 진행되는 가운데 배터리 판가는 지속 하락함에 따라 2026년 지배주주순익 예상치를 기존 1.9조원에서 1.3조원으로 약 -33% 하향 조정하였다. 투자의견 중립을 유지하고 목표주가는 336,000원으로 하향한다. 이는 현 주가 수준에서 크게 멀지 않다는 점에서 주가 하방 압력은 제한적이라고 판단하나, 여전히 +30% 이상의 상승 여력을 기대하기에는 무리가 있다. 다만, 3월 이후 미국과 유럽의 전기차 판매 증가율이 YoY +20% 이상 확인되고, 이에 따라 2분기부터 확실한 실적 개선 시그널이 포착될 경우에는 시가 총액 80조원 미만에서의 매수를 권고한다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	25,598.6	33,745.5	25,619.6	26,730.5
영업이익	1,213.7	2,163.2	575.5	1,186.0
세전이익	995.3	2,043.5	348.8	356.1
순이익	767.2	1,237.2	(436.6)	197.2
EPS	3,305	5,287	(1,866)	843
증감율	(16.60)	59.97	적전	흑전
PER	131.77	80.86	(186.50)	419.34
PBR	5.44	4.95	4.05	4.07
EV/EBITDA	34.66	29.17	48.76	32.27
ROE	5.75	6.36	(2.17)	0.98
BPS	80,052	86,328	85,980	86,823
DPS	0	0	0	0



