

2025.02.13.(목) 증권사리포트

에코프로비엠

이제는 더 이상 물러날 곳이 없다

[출처] IBK투자증권 이현욱 애널리스트

24년 4분기, 바닥을 찍은 것 같기도 한데

에코프로비엠의 4Q24 매출액은 4,649억원(QoQ -10.9%), 영업이익 -96억원(QoQ 적자지속), OPM -2.1% (QoQ +7.4%p)로 컨센서스(매출액 5,450조원, 영업이익 -140억원) 대비 매출액과 영업이익 모두 하회한 실적을 기록했다. 부문별 매출액은 Non-IT 697억원(QoQ -4.6%), xEV 2,882억원(QoQ +4.2%), ESS 등 1,069억원(QoQ -37.9%)를 기록했다. EV와 PT항 양극재 출하는 반등하였으나 ESS 출하 감소로 전체 양극재 출하량은 QoQ -5% 감소했으며 양극재 ASP는 -6% 하락하며 전분기 대비 역성장을 기록했다. 수익성은 재고평가충당금 129억원이 환입되었으나, 낮은 가동률에 따른 고정비 부담으로 적자를 기록했다.

2025년 수요도 불확실한 것으로 추정되어

에코프로비엠의 양극재 CAPA는 2024년 20만톤에서 2025년 21.8만톤, 2026년 25.4만톤으로 증가할 예정이며 양극재 출하량은 2024년 6.8만톤(출하 비중 34%), 2025년 9.5만톤(출하 비중 44%), 2026년 14만톤(출하 비중 55%)으로 예상된다. 헝가리 EA1의 CAPA는 5.4만톤으로 3개 라인 중 1개라인(1.8만톤)이 4Q25에 가동, 나머지 2개 라인(3.6만톤)은 2026년에 가동될 예정이며 추후 헝가리 EA2의 가동도 예정되어 있다. 2025년 양극재 출하량 가이드스를 YoY +40%를 제시했으며 주요 고객사 중에서 SKon향 중심으로 물량이 증가할 것으로 기대된다.

투자의견 중립 유지, 목표주가 115,000원 하향

에코프로비엠에 대한 투자의견은 중립 유지, 이익 추정치 하향조정으로 목표주가는 115,000원으로 하향한다. 현재 양극재 판가는 kg당 26달러(2월 수출입 통계치) 수준을 기록하고 있으며 가격이 지속적으로 우하향 추세인 만큼 출하량 증가가 중요하다. 전기차 수요 둔화는 2025년에도 지속될 것으로 전망되며 업황 턴어라운드의 시점은 연기되고 있지만, 최악의 구간을 지나고 있는 것은 확실하다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	5,358	6,901	2,767	3,313	4,561
영업이익	381	156	-40	80	251
세전이익	323	78	-109	-3	151
지배주주순이익	232	-9	-58	-55	147
EPS(원)	2,433	-89	-593	-559	1,504
증가율(%)	112.5	-103.7	564.2	-5.8	-369.1
영업이익률(%)	7.1	2.3	-1.4	2.4	5.5
순이익률(%)	5.1	0.8	-3.4	-0.1	2.5
ROE(%)	24.3	-0.6	-4.3	-4.2	10.8
PER	37.9	-3,224.7	-185.3	-216.1	80.3
PBR	6.6	20.5	8.0	9.2	8.3
EV/EBITDA	21.8	119.4	151.3	62.0	33.9

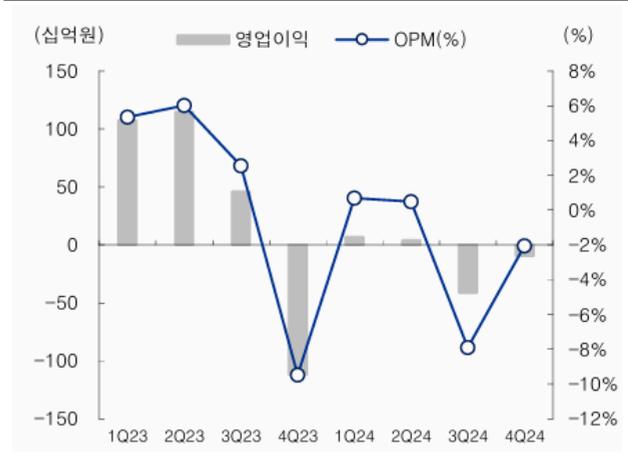
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 에코프로비엠 분기별 매출액 및 YoY 추이



자료: 에코프로비엠, IBK투자증권

그림 2. 에코프로비엠 분기별 영업이익 및 OPM 추이



자료: 에코프로비엠, IBK투자증권



크라프트

퀀컴 점프를 위한 통 큰 투자 결정

[출처] 유안타증권 이창영 애널리스트

4Q24 Review

매출액 6,176억원(YoY +15.5%, QoQ -14.1%), 영업이익 2,155억원(YoY +31.1%, QoQ -33.6%), 지배순이익 4,921억원. 시장기대치 하회. PC게임은 23년 12월 론도(Rondo) 맵 출시 이후 높아진 트래픽 유지하며 최고 동접 80만명 기록. 블랙마켓 상점 오픈으로 성장형 무기 스킨 판매 호조를 보이며 2,326억원(YoY +39.2%, QoQ -15.2%), 모바일게임은 신형시장 확대, BGMI 최고 분기매출 경신, 고부가가치 상품의 정교한 수익화 등으로 3,622억원 (YoY +5.7%, QoQ -14.8%)기록. PGC 개최 등 지급수수료(YoY +58.1%, QoQ +21.7%) 증가 등으로 영업이익 시장기대치 하회

2025년 1분기 및 연간 전망

높아진 트래픽, 1분기 성수기 효과 대비하여 4분기 아껴 둔 콘텐츠의 출시, 중국 '화평정영' 춘절 효과, 론도 맵 등 PC 콘텐츠의 모바일 이전효과 등으로 1분기 큰 폭의 실적 개선 전망. 2025년 연간 성장률은 기존 PUBG의 견조한 실적 위에 신작 4개의 흥행 여부에 크게 의존. 라이프 시뮬레이션 게임 '인조이'는 NPC에게 특정 페르소나(ex: 깔끔한 성격, 정크푸드를 좋아하는, 규칙적인 등)를 부여하는 프롬프트 입력 가능한 AI 기능으로 게임성 증가 및 캐릭터 비주얼, 자유도 확대로 기존 '심즈' 시리즈와 다른 경험을 제공하는 IP로 진화될 전망. 이밖에 Extraction(탈출) RPG '다크앤다커'의 글로벌 흥행 가능성, 심해 수중 게임 '서브노티카2'는 기존 1천만 유저의 확장 여부, 개척 생활 시뮬레이션 게임 '딩컴'의 PC/닌텐도 스위치 출시 등 PUBG 매출에 추가될 자체 개발 신작 흥행 기대

Big 프랜차이즈 IP 확보를 위한 공격적인 투자 계획

동사는 PUBG와 같은 글로벌 IP 게임의 추가적인 확보를 위해 향후 5년간 신작 개발비를 연간 약 3천억원 규모로 증대(2024년 1,400억원)할 것을 발표. 흥행산업 특성상 ROI 불확실성이 크지만, PUBG 매출이 안정적인 상황에서 쿼텀 점프를 위해 불가피한 선택이라는 판단임

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q24P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	6,176	15.5	-14.1	6,723	-8.1
영업이익	2,155	31.1	-33.6	2,630	-18.1
세전계속사업이익	6,026	2,193.2	206.3	2,617	130.3
지배순이익	4,921	흑전	303.1	1,568	213.7
영업이익률 (%)	34.9	+4.2 %pt	-10.2 %pt	39.1	-4.2 %pt
지배순이익률 (%)	79.7	흑전	+62.7 %pt	23.3	+56.4 %pt

자료: 유인타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

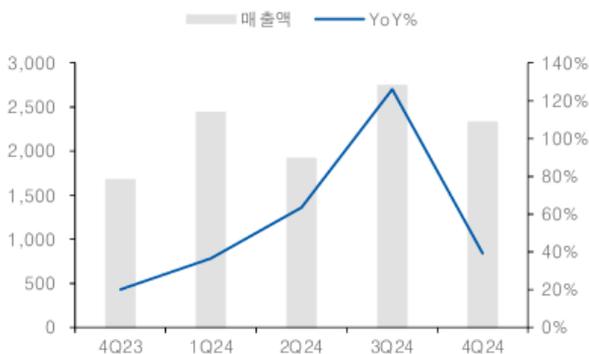
(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	18,540	19,106	27,098	34,757
영업이익	7,516	7,680	11,825	16,170
지배순이익	5,002	5,954	13,061	13,220
PER	24.4	14.7	11.5	13.6
PBR	2.3	1.5	2.0	1.9
EV/EBITDA	10.9	6.7	8.5	7.3
ROE	10.3	11.2	20.7	16.7

자료: 유인타증권

PC 게임 매출액 & YoY 성장률 (4Q23~4Q24)

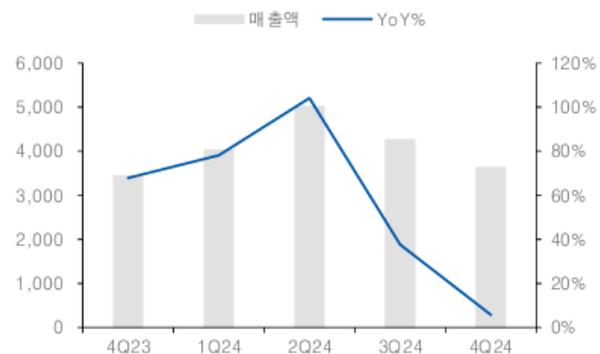
(단위: 억원)



자료: 크래프톤, 유인타증권 리서치센터

모바일 게임 매출액 & YoY 성장률 (4Q23~4Q24)

(단위: 억원)



자료: 크래프톤, 유인타증권 리서치센터



유니드
 동사를 선호하는 이유
 [출처] IBK투자증권 이동욱 애널리스트

유니드에 대해 긍정적인 시각을 유지하며, 섹터내 중형주 중 최선호한다.

1) 물량의 증가가 예상된다. 동사는 중국 호북성 이창에 위치한 8.8만톤의 가성칼륨 신규 플랜트를 1월부터 시운전에 들어갔다. 동사의 누적된 신증설 프로젝트 경험을 고려할 경우 3월부터는 풀 가동에 진입할 것으로 전망된다. 또한 경질 탄산칼륨의 동반 증설로 추가적인 매출 확대도 예상된다.

2) 운임의 하락에 따른 원가 감소가 전망된다. 작년 12월에는 일시적으로 해상 운임이 강세를 기록하였으나, 지난 2월 8일 글로벌 해운 운임 지수인 SCFI는 1,896.65를 기록하며 10개월만에 처음으로 2,000선이 붕괴되었다. 신규 선박 투입 지속, 미국 동부 항만 파업 철회, 일부 글로벌 해운사들의 홍해 항로 운항 재개 및 미국/중국 관세 부과 등으로 인한 중국발 물량 감소 전망에 기인한다. 이에 작년 70% 수준이 증가한 동사의 물류비 또한 올해 급감할 전망이다.

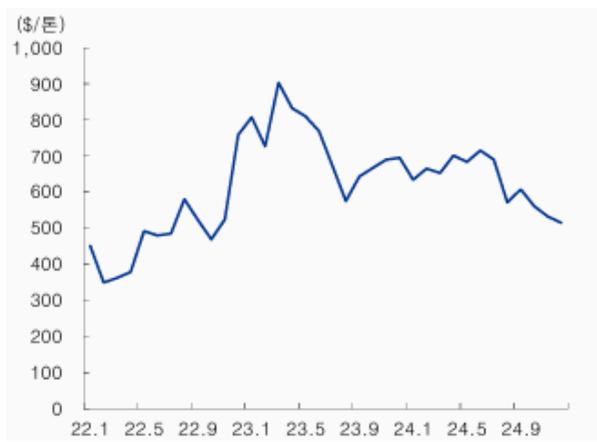
3) 작년 가동한 CPs 플랜트의 적자 감소가 예상된다. 작년 신규 가동에 따른 일회성 비용 발생, 중국 PVC 업황 둔화 등으로 동사 CPs 플랜트의 경우 작년 약 70~80억원 수준의 영업적자가 발생하였다. 다만 올해 1분기 동사 CPs 플랜트 가동률은 전 분기 대비 20%p 이상 증가할 전망이며, 하반기에는 흑자전환이 예상된다. 또한 밸런스 산업의 특성을 고려할 경우 CPs 가동률 개선 시 동사 중국 법인 가성칼륨 생산 안정화에도 긍정적인 영향을 미친다.

4) 판가/스프레드의 개선이 전망된다. 동사는 작년 인상된 전력비를 올해부터 판가에 연동할 계획이고, 수출주에 우호적인 환율 효과로 원화 환산 스프레드가 견고한 수준을 지속하고 있으며, 작년 대비 세계 염화칼륨 수급 개선으로 염화칼륨 가격이 반등하며 판가에 긍정적으로 작용할 것으로 예상되기 때문이다.

(단위: 십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,405	1,134	1,112	1,213	1,267
영업이익	148	32	93	106	135
세전이익	141	23	93	106	139
지배주주순이익	124	16	80	83	108
EPS(원)	14,550	2,403	11,864	12,237	16,025
증가율(%)	-29.1	-83.5	393.6	3.1	31.0
영업이익률(%)	10.5	2.8	8.4	8.7	10.7
순이익률(%)	9.0	1.4	7.2	6.8	8.5
ROE(%)	13.1	1.8	8.5	8.1	9.8
PER	5.6	28.2	6.1	5.6	4.3
PBR	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	4.1	6.4	4.4	3.9	3.1

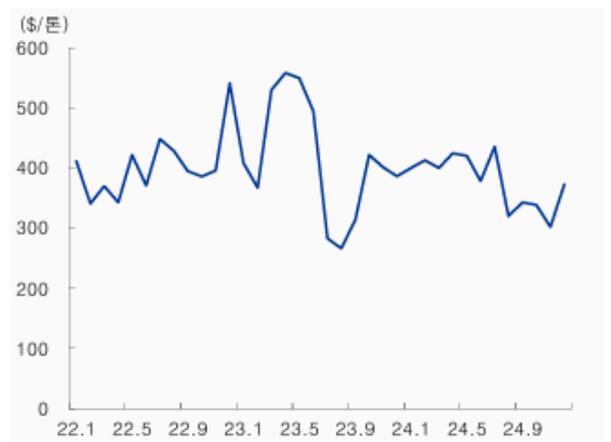
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 국내 탄산칼륨 스프레드 추이



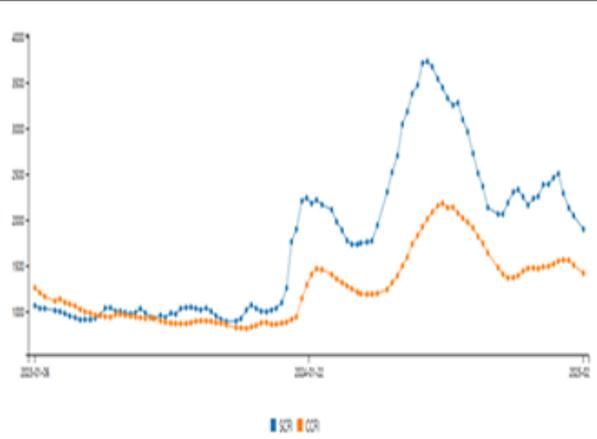
자료: KITA, IBK투자증권

그림 2. 국내 가성칼륨 스프레드 추이



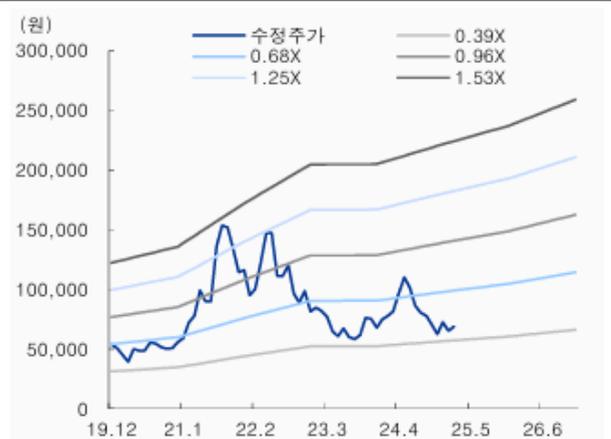
자료: KITA, IBK투자증권

그림 3. 해외 해상운임 지수



자료: KCLA, IBK투자증권

그림 4. 유니드 PBR 밴드



자료: Fnguide, IBK투자증권



SNT다이내믹스

실적과 주주의 함의

[출처] 하나증권 김성호 애널리스트

연간 최대 실적

SNT다이내믹스의 2024년 연결 기준 매출액 6,145억원(YoY +26.4%), 영업이익 1,105억원(YoY +165.7%)로 연간 최대 실적을 시현하였다. 2Q24 일회성 효과로 작용했던 총당부채 환입 효과 425억원 제외 시 연간 영업이익 680억원(YoY +63.5%)이다. 실적 성장의 주요 요인은 방산 수주 물량의 실적 인식에 기인한 것으로 판단된다. 기존에는 전장 운수장비 향 매출 비중이 높은 편이었으나 한화에어로스페이스 K9, 방위사업청 무기체계 향 변속기 수주를 지속적으로 확보하면서 인도 진행률에 따른 방산 매출액 비중이 전장 대비 높아지고 있는 상황으로 파악된다. 상대적 고마진인 방산 비중이 상승하면서 2023년 OPM 8.6% → 2024년 OPM 11.1%(2Q 일회성 요인 제외)로 개선되었다. 방산 수주잔고 매출 인식이 지속될 예정이며, 신규 수주 확보 기대감이 유효하기에 2024년 수준의 수익성은 유지할 가능성이 높다고 판단한다. 방산 매출 증가에 따라 기술 투자 비용이 필연적으로 발생되지만, 매출 볼륨 증가에 따른 레버리지 효과로 우려할 수준 아니라고 판단한다. SNT다이내믹스는 지난 2월 '국산변속기 조립체(K2전차용) 1,337억원 규모의 단일판매 공급계약'을 공시하였다. 판매공급지역이 국내인 것으로 미루어보아 K2 4차 양산 관련 수주로 파악된다. K2 4차 물량의 전체 계약 금액이 1.8~2.0조원 규모로 형성될 것으로 예상되는데 통상적으로 서비스 매출이 포함되기에 K2 실제 가격만 고려하면 1.5~1.8조원 수준이다. 평균값인 1.65조원 가정 시, 금번 1,337억원 수주는 약 8%로 변속기는 K2 국내 ASP 기준 10% 수준(향후 발생 가능한 서비스 매출 포함)으로 산출된다. 현재 K2의 해외 향 인도 물량에 대해서는 국내 변속기가 적용되지 않는 것으로 파악되지만, 방위사업청의 국산화 기조에 따라 기대감으로 작용할 전망이다. 국내 대비 해외 향 무기체계 ASP가 통상적으로 높다는 점을 감안할 때 해외 수주 증가 시 실적에 긍정적으로 작용 가능하다.

연도별 안정적인 방산 매출 지속 기대

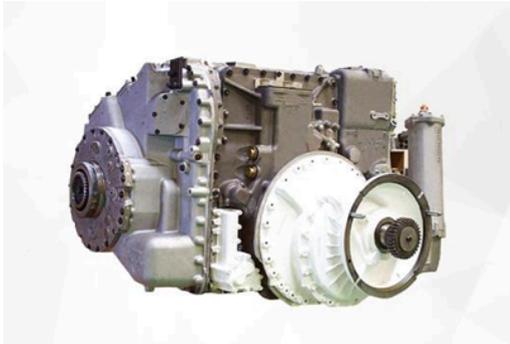
K9에 이어 현대로템 K2 향 변속기 납품을 확정지며 국내 고객사 향 포지셔닝은 안정화 되었다고 판단한다. 향후 무기체계 납품 일정에 따라 신규 수주를 유추해볼 수 있다. K9은 루마니아를 포함한 신규 국가 진출이 지속되고 있으며 이집트, 인도 등이 기대 모멘텀이다. K9 수출물량 관련 변속기의 일정 M/S를 SNT다이내믹스가 납품 중으로 전방 시장 확대는 지속될 전망이다. 현대로템 K2는 국내 양산 물량 향으로만 납품 중인 것으로 파악되지만 국산화 기조를 고려 시 폴란드 2차 납품 등의 해외 수주도 중장기적으로 기대해볼 수 있다. 2025년 매출액 7,416억원(YoY +20.7%), 영업이익 868억원(YoY -21.5%)로 예상하며 2024년 일회성 요인 제거 시, 영업이익 성장률은 YoY +27.6%로 추정한다. 최근 10개년 공시된 수주 중 종료일 이전 수주 내역은 총 1.2조원이며, 기간별 인도 추이 동일하다는 가정 하에 2025년 실적 인식 가능한 금액은 최소 3,300억원(2024년 연간 매출액의 54%)으로 추정된다. 인도 속도에 따른 변동성 있으나 연 3,300억원 이상의 방산 향 매출 확보 가능하며 방산업체 특성상 공시되지 않은 수주 내역 존재 가능성 높기에 방산 매출 증가와 수익성 확보 가능하다고 판단한다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2020	2021	2022	2023
매출액	302	336	408	486
영업이익	14	21	26	42
세전이익	13	81	29	58
순이익	8	59	23	50
EPS	251	1,774	692	1,489
증감률	(49.9)	606.8	(61.0)	115.2
PER	23.5	5.1	13.5	9.7
PBR	0.3	0.4	0.4	0.6
EV/EBITDA	0.0	0.0	1.3	2.4
ROE	1.4	9.0	3.5	7.1
BPS	20,182	22,173	22,356	23,609
DPS	300	400	500	700

도표 1. X1100-5A3(K9자주포, K10 탄약운반장갑차 적용)



자료: SNT다이내믹스, 하나증권

도표 2. 한화에어로스페이스 K9 자주포



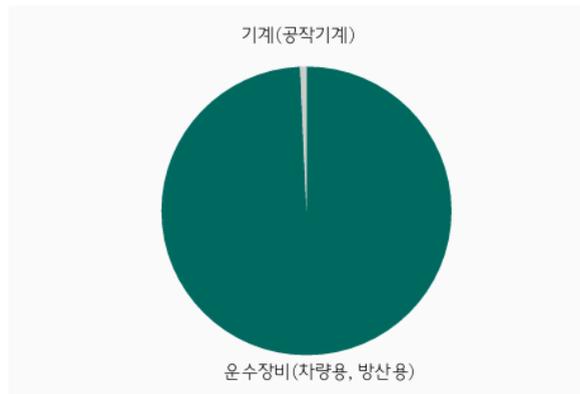
자료: 한화그룹, 하나증권

도표 3. 현대로템 K2 전차



자료: 현대로템, 하나증권

도표 4. 3Q24 누적 기준 사업별 매출 비중



자료: Dart, 하나증권



CJ제일제당

4Q24 Re : 악재 모두 반영

[출처] 하나증권 심은주 애널리스트

4Q24 Re: 일회성 감안시, 손익 시장 기대 부합

4분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 7조 4,902억원(YoY 2.8%), 3,773억원(YoY 26.5%)을 시현했다. 물류 부문 제외한 연결 매출액 및 영업이익은 각각 4조 4,750억원(YoY 2.0%), 2,199억원(YoY 39.3%)을 기록했다. 일회성비용 약 200억원 반영 감안시, 손익은 시장 기대에 부합했다. 다만, 세전 및 순이익은 자회사 손상차손(약 2,550억원)이 반영되면서 전년대비 적자전환했다. ① 국내 가공 매출은 YoY -1.4% 감소했다. 수익 구조 개선 위한 연결 법인 일부 사업 중단 영향 제거시, YoY 2% 내외 증가한 것으로 추산된다. 설날 선물세트 반영 및 쿠팡 거래 재개 효과에 기인한다. 국내 소재는 유지 시황 개선 기인해 매출 감소 폭이 큰 폭 둔화 되었다. ② 해외 가공 매출은 YoY 6.6% 증가했다. 중국 지상취 매각 이후 베이스 정상화 및 유럽/일본에서 판매 호조에 기인한다. 미국 매출은 YoY 6.3% 증가했는데 우호적인 환율에 기인한다. 실질 달러 기준 매출은 전년 수준에 그쳤는데, 토네이도 영향 기인해 일부 라인 생산 차질이 있었던 것으로 파악된다. ③ 바이오 손익은 584억원을 시현했다. 셀렉타 호실적에도 불구하고, 일회성 비용 및 일시적 라이신 판가 하락이 손익에 부정적 영향을 미쳤다. ④ 생물자원(FeedCare)은 예상대로 흑자기조가 이어졌다.

2025년 가이드스: 대통 제외 매출 성장 low single, OPM 6% 내외 제시

사측은 2025년 연결 매출 성장 YoY low single, 영업마진 6% 내외(물류 제외)를 제시했다. 4Q24에 예기치 못한 비우호적 요인들이 있었다. 우선, ① 국내 가공은 4Q24 수익 구조 개선 위한 연결 법인 일부 사업 중단 영향이 반영되었다. 작년 상반기 관련 매출 규모가 미미했던 것으로 파악되며, 쿠팡 직거래 재개 이후 온라인 채널 향 매출이 빠르게 증가하고 있어 긍정적이다. ② 미주는 토네이도 영향 기인해 일부 라인(디저트) 가동에 차질을 빚었다. 1분기까지는 소폭의 매출 차감이 불가피 하겠으나, 상반기 중으로 라인 보수가 완료될 예정이다. ③ EU의 중국산 라이신 제품 반덤핑 관세 부과를 앞두고 중국 업체들의 물량 공세 기인한 일시적 판가 하락이 불가피했던 것으로 파악된다. 연초 판가는 QoQ 30% 내외 인상된 수준에서 형성 중이다. 미국의 보편 관세까지 가시화될 경우, 생산기지가 다변화 되어있는 CJ제일제당이 중국 업체 대비 수혜를 받을 것으로 전망한다. 라이신 시황 개선은 메치오닌 등 일부 아미노산 수익성 하락을 상쇄해 줄 것이며 하반기 관련 실적 상향 조정 가능성도 열어놓을 수 있겠다. 하나증권은 물류 부문 제외한 연결 매출액 및 영업이익은 각각 18조 1,834억원(YoY 1.7%), 1조 1,502억원(YoY 11.4%, OPM 6.3%)으로 예상한다. 셀렉타 실적은 상반기만 반영했다. 분기별 이익 성장은 1Q YoY 4.2%, 2Q 1.3%, 3Q 15.2%, 4Q 27.8%로 상저하고 흐름을 예상한다. 목표주가는 실적 및 멀티플 조정으로 기존 48만원에서 42만원으로 하향하나, 투자 의견 BUY를 유지한다. 현 주가는 12개월 Fwd PER 7배에 거래 중으로 악재는 모두 반영 되었다고 판단한다. 저가 매수 유효하다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	30,079.5	29,023.5	29,359.1	30,043.9
영업이익	1,664.7	1,291.6	1,553.0	1,680.2
세전이익	1,245.5	732.0	610.5	999.3
순이익	595.9	385.9	148.2	522.2
EPS	36,378	23,559	9,044	31,876
증감율	(2.77)	(35.24)	(61.61)	252.45
PER	10.46	13.75	28.25	7.84
PBR	0.91	0.73	0.57	0.53
EV/EBITDA	6.67	6.77	5.80	5.36
ROE	9.26	5.55	2.06	7.03
BPS	418,518	442,682	446,342	472,835
DPS	5,500	5,500	5,500	5,500





에이피알

25년 매출 목표치 1조원 제시

[출처] 키움증권 조소정 애널리스트

4Q: 해외 확장 지속

에이피알의 4분기 매출액은 2,442억원 (+61% YoY), 영업이익은 396억원 (+15% YoY, OPM 16.2%)으로 시장예상치에 부합했다. 해외 채널이 성장을 이끌었다. 다만 수익성은 해외 판로 확대 영향으로 비용이 (수수료/운송비 등) 증가하면서 전년대비 축소되었다. (4Q23 OPM 22.6%)

디바이스: 디바이스 사업 매출은 1,034억원 (+47% YoY)을 기록, 해외 채널이 성장을 견인했다. 미국 (+90%), 일본(+46%), 홍콩, 글로벌 B2B 채널이 아웃퍼폼했고, 특히 미국은 블랙프라이데이 행사 효과로 성장을 견인했다.

화장품/뷰티: 화장품/뷰티 사업 매출은 1,163억원 (+103% YoY)을 기록, 그중 화장품은 1,118억원 (+105% YoY), 건기식은 45억원 (+61% YoY)을 기록했다. 브랜드 메디큐브와 에이프릴 스킨이 성장을 이끌었고, 지역에서는 해외 지역의 성장이 우수했다. (미국 +182%, 일본 +343%)

25년에도 수출에 집중할 계획

동사는 올해 목표치로 매출 1조원 (+39% YoY), 영업이익 1,700-1,800억원 (+39%~47% YoY, OPM 17~18%)를 제시했다. 국내 보다는 해외 시장 공략에 집중할 계획이며, 미국, 일본 등 해외 주요 채널들에 대한 직접적인 공략 외에도 B2B 유통 채널들과의 협력도 중요해질 것으로 예상된다. 미국은 기존 자사몰, 아마존, 틱톡샵 내 경쟁력 확대뿐 아니라, 타 온오프라인 채널 확장을 통해 성장을 이어나갈 예정이며, 일본은 오프라인 채널 확장을 통해 성장을 계획하고 있다. 주요 국가 내 동사의 영향력이 닿지 않는 채널이나 신규 국가의 경우에는 해외 B2B 채널을 통해 접근할 계획이다.

동사의 1조 매출 달성과 해외 확장 전략에 대해서 긍정적이거나, 수익성에 대해서는 보수적인 관점이 필요하다고 판단한다. 올해 실적을 비춰보았을 때, 동사에게 있어서 상반기는 해외 진출을 준비하는 시기였다면, 하반기는 그 준비의 성과를 거두는 시기였다. 이에 동사의 해외 매출 비중은 상반기 47%→61%로 확대되었고, 반면 OPM은 상반기 18.3%→16.0%으로 축소되었다. 수익성이 축소된 원인은 대부분 해외

성장을 위한 투자에 기인한 것으로 판단된다. (수수료, 운송비 등) 다만 수익성을 보수적으로 보더라도 해외 확장으로 매출 1조원을 달성한다면, 올해 이익 성장세는 기존 당사 예상치보다 상회할 것으로 예상된다. 이에 추정치와 목표주가를 상향조정한다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024E	2025E
매출액	397.7	523.8	722.8	994.5
영업이익	39.2	104.2	122.7	158.8
EBITDA	50.0	118.1	140.7	149.9
세전이익	38.9	105.8	133.3	160.5
순이익	30.0	81.5	106.2	128.4
지배주주지분순이익	30.0	81.5	106.2	128.4
EPS(원)	845	2,249	2,785	3,367
증감률(% YoY)	157.3	166.3	23.9	20.9
PER(배)	0.0	0.0	18.0	14.4
PBR(배)	0.00	0.00	6.29	4.27
EV/EBITDA(배)			12.0	10.0
영업이익률(%)	9.9	19.9	17.0	16.0
ROE(%)	36.0	54.9	42.5	34.9
순차입금비율(%)	-23.1	-55.9	-69.4	-68.7





두산밥캣

북미 시장에서 강한 경쟁력 보유

[출처] 키움증권 이한결 애널리스트

4분기 영업이익 1,802억원, 컨센서스 상회

4분기 매출액 2조 1,423억원(yoy -7.5%), 영업이익 1,802억원(yoy -29.6%, OPM 8.4%)으로 시장 기대치를 상회하였다. 글로벌 건기 시장의 수요 부진 장기화에도 불구하고 북미 지역에서 선제적인 재고 조정의 효과로 4분기 홀세일 매출이 회복된 부분이 호실적의 주요인으로 파악된다. 북미 지역 이외에 EMEA, ALAO 지역의 부진은 여전히 지속되고 있는 것으로 추정한다. 또한, 4분기 달러 강세의 영향으로 달러 매출 대비 원화 매출의 하락 폭이 상대적으로 감소하였다. 비용 측면에서 여전히 재고 조정이 지속되고 있어 생산량 감소에 따른 고정비 부담 증가로 이익 개선 폭 둔화 흐름이 이어지고 있다.

25년에도 역성장 불가피하나 시장 환경은 점차 개선 전망

동사는 25년 가이드نس로 매출 8.4조원, 영업이익 7,920억원을 제시하였다. 이는 달러 기준 매출 64백만 달러, 영업이익 6백만달러에 원/달러 환율 1,320원을 적용한 결과이다. 올해도 여전히 고금리 환경 및 매크로 불확실성이 지속되는 가운데, 글로벌 건기 수요는 지난해 대비 소폭 감소할 것으로 전망된다. 다만, 동사의 주력 시장인 북미 지역의 경우 트럼프 2기 행정부 출범 이후 인프라 투자 재개 및 북미 내 시설 투자 확대 등으로 점진적인 수요 개선이 기대된다. 유럽 시장은 부진한 흐름이 지속될 것으로 보이고 신흥 지역 내에서 인도, 중국, 남미 등 일부 시장에서 수요 개선이 나타날 것으로 판단한다. 전반적인 업황 부진에 생산량 조정, 제품 믹스 악화 등의 영향으로 수익성 개선 속도는 다소 더딜 것으로 전망한다.

투자의견 BUY, 목표주가 63,000원으로 상향

2025년 매출액 8조 6,439억원(yoy +1.1%), 영업이익 8,173억원(yoy -6.2%, OPM 9.5%)을 전망한다. 최근, 관세 이슈가 주목을 받고 있는 상황에서 글로벌 건기 수요의 한 축을 담당하는 북미 시장의 불확실성

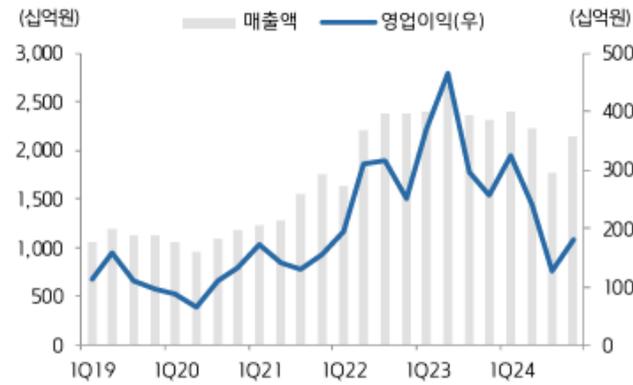
이 확대되고 있다. 동사는 핵심 제품인 콤팩트 장비의 약 67%를 미국에서 생산하고 있어 국내나 일본 등 경쟁업체 대비 관세 이슈에서 상대적인 수혜가 예상된다. 또한, 트럼프 정부의 법인세 인하 정책도 긍정적이다. 투자의견 BUY를 유지하고 25F EPS 5,808원에 Target PER 10.8배를 적용하여 목표주가는 63,000원으로 상향한다.

투자지표

(십억원, IFRS)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	8,621.9	9,758.9	8,551.2	8,643.9
영업이익	1,071.6	1,389.9	871.4	817.3
EBITDA	1,294.3	1,635.1	1,138.9	1,099.8
세전이익	886.3	1,257.3	798.5	789.5
순이익	644.1	921.5	563.4	560.5
지배주주지분순이익	644.1	921.5	563.4	560.5
EPS(원)	6,425	9,192	5,620	5,808
증감률(% YoY)	66.9	43.1	-38.9	3.3
PER(배)	5.4	5.5	7.5	8.1
PBR(배)	0.69	0.85	0.65	0.65
EV/EBITDA(배)	3.3	3.1	3.1	2.9
영업이익률(%)	12.4	14.2	10.2	9.5
ROE(%)	13.8	16.8	9.1	8.4
순차입금비율(%)	16.0	0.2	-10.0	-22.5

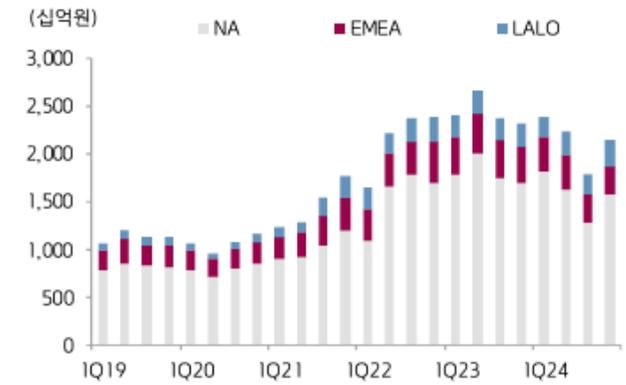
자료: 키움증권 리서치센터

두산밥캣 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



자료: 두산밥캣, 키움증권 리서치센터

두산밥캣 부문별 매출 추이 및 전망



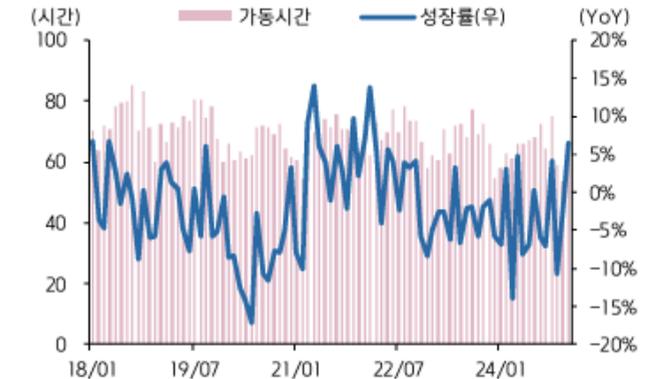
자료: 두산밥캣, 키움증권 리서치센터

미국 NAHB 주택시장지수 및 모기지 금리 추이



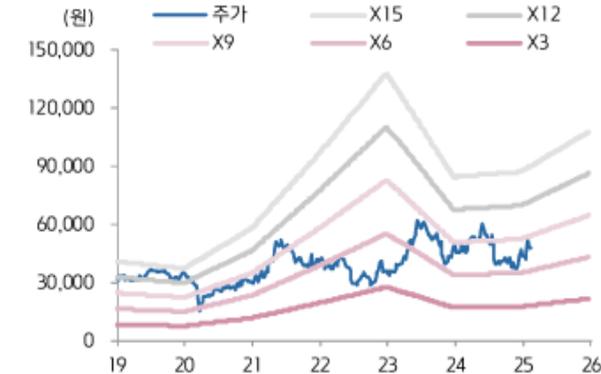
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

북미 굴삭기 월간 평균 가동시간



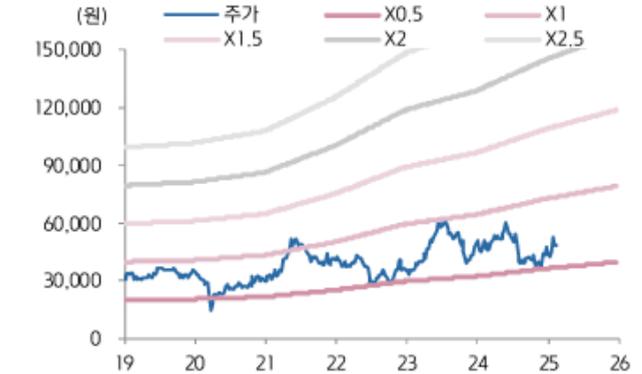
자료: Komatsu, 키움증권 리서치센터

두산밥캣 12M Forward P/E 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

두산밥캣 12M Forward P/B 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

