

2025.03.04.(월) 증권사리포트

▶ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

셀트리온

수익성 개선과 관세에 높은 관심

[출처] 키움증권 허혜민 애널리스트

'25년 원가율 점차 개선 기대

셀트리온의 4분기 연결 매출액은 1조 637억 원(YoY +178%, QoQ +21%), 영업이익은 1,964억 원(YoY +966%, QoQ -5%, OPM +19%)로 당사 추정 매출액 1조 137억 원, 영업이익 2,001억 원에 대체로 부합하였다.

3공장 관련 요인(FDA 감사 대응 및 운영 비용 등)을 제외하면, 4Q24 원가율이 49%보다 낮은 수준으로 1Q25에는 원가율이 45%(QoQ -4%p)로 낮아질 수 있을 것으로 보인다. 원가율은 시간이 지날수록 제품 믹스 개선과 셀트리온헬스케어 재고가 소진되며, 4Q25 30%대 초반이 전망된다.

판관비 역시 지난 4Q24 프랑스 정부 보조금(약 200억 원) 및 해외 인력 채용, 미국법인 광고비 발생 등으로 판관비율 33%를 기록하였으나 '25년 연간 판관비율은 약 30% 수준으로 운영될 것으로 보인다.

짐펜트라에 대한 시장의 기대치는 2,000~3,000억 원 수준으로 기대감이 높지 않은데, 올해 하반기부터는 번들링이 가능한 제품(스테키마, 짐펜트라, 인플렉트라 등)의 수 증가로 보험사(PBM)와의 협상력이 높아질 것으로 예상된다. 본격적인 매출 성장 탄력은 출시 3차인 '26년부터로 전망한다. 과거 인플렉트라와 램시마SC 역시 출시 3년차부터 본격 탄력 궤도에 진입한 바 있고, 다른 적응증 약물이지만 SK바이오팜의 엑스코프리 역시 출시 3년차부터 매출 성장 탄력이 붙은 바 있다. 이에 따라 보수적으로 '25년 연결 매출액 4조 3,447억 원(YoY +22%), 영업이익은 1조 3,523억 원(YoY +176%, OPM 31%)이 전망된다. 기저효과뿐만 아니라 비용 효율화 및 원가율 개선 등으로 '25년에는 영업이익 개선 폭이 높겠다.

관세와 미국 CDMO 향방 주목

관세 영향은 올해 판매할 미국향 물량 대부분을 미리 공급하였기에 '25년 미치는 영향은 제한적이다. 가격이 낮은 원료(DS)는 국내에서 생산하고, 완제(DP)를 미국 현지에서 생산하여 관세 영향력을 최소화하는 등의 다양한 검토를 하고 있다. CDMO 자회사 셀트리온바이오솔루션스의 공장 부지 지역이 조만간 결정이 되면, 올해 중 착공을 시작할 것으로 예상된다. 현재 자사주 약 2조 원, 현금 1조 원 규모로 총 3조 원 이상을 보유하고 있다. 미국 공장 건설은 장기적으로 비용과 수익성 등을 따져봐야 할 요소가 있으나, 시장에서는 단기적으로 관세의 불확실성 제거를 더욱 중요시하는 분위기이다.

투자의견 Buy, 목표주가 24만원 상향

투자지표

(십억 원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,284.0	2,176.4	3,554.7	4,344.7
영업이익	647.2	651.5	489.4	1,352.3
EBITDA	873.6	897.3	789.8	1,618.1
세전이익	626.2	671.1	576.0	1,383.7
순이익	542.6	539.7	419.3	1,093.1
지배주주지분순이익	537.8	535.6	422.7	1,101.8
EPS(원)	3,509	3,473	1,858	4,844
증감률(% YoY)	-7.3	-1.0	-46.5	160.7
PER(배)	43.7	55.4	100.9	37.7
PBR(배)	5.68	2.62	2.47	2.27
EV/EBITDA(배)	26.2	34.3	53.0	24.5
영업이익률(%)	28.3	29.9	13.8	31.1
ROE(%)	13.4	5.1	2.5	6.2
순차입금비율(%)	4.2	6.6	5.7	2.3

자료: 키움증권





SK이터닉스

매력적인 신성장 동력 확보

[출처] 키움증권 김학준 애널리스트

견조했던 4Q24

4Q24 매출액 1,541억원(-4%QoQ), 영업이익 251억원(+74%QoQ)을 기록하였다. 군위풍백 풍력 공사 매출액이 322억원, 금양 연료전지 매출액 923억원이 반영되며, 2개 분기 연속 견조한 매출 흐름이 지속되었다. 영업이익률이 16.3%(+7.3%P QoQ)로 크게 개선되었는데, 솔라닉스 1호(40MW) 개발용역 매출액 102억원이 반영되었기 때문이다.

발전 부문 신사업 매출 본격화

향후 태양광 발전 자원 구조화 사업을 통해, 개발용역 및 전력 판매/O&M 매출이 발생할 예정이다. 실적 측면에서의 기대 요인은 2가지다. 먼저 다년간 지속적으로 발생하는 전력 판매/O&M 매출이 더해지면서 실적 안정성이 강화될 수 있다. 또한 전사 수익성 개선에도 기여할 수 있다. 개발용역 매출은 원가가 거의 인식되지 않고, 전력 판매/O&M 이익률도 전사 이익률 대비 높은 두자릿수로 예상되기 때문이다. 올해는 솔라닉스 2, 3호(각각 40MW)가 추가될 전망이며, 동사는 앞으로 매년 약 100MW의 태양광 발전소 추가 매입을 목표하고 있다. 계획대로 진행될 시, 해당 사업으로 기대되는 매출액은 '25년 200억원, '26년 320억원에서 2030년 약 970억원까지 확대될 것으로 추정한다.

흔들림 없는 중장기 성장 동력

2025년 매출액 3,688억원(+11%YoY), 영업이익 514억원(+37%YoY)을 전망한다. 매출액 전망치는 직전 당사 전망치(4,828억원)보다 감소했는데, 신안우이 해상풍력 매출 발생 시점과 파주 연료전지(31MW) 인도 시점이 1개 분기씩 지연될 예정이기 때문이다. 영업이익률은 13.9%로 전년 대비 +2.6%P 개선될 전망이다. 이익률이 높은 개발용역 매출액 성장(+100%YoY) 효과가 가장 크다. 올해 동사 주가는 신안우이 해상풍력 착공, 신사업(태양광 발전 구조화) 성과 등이 견인할 것으로 판단한다.

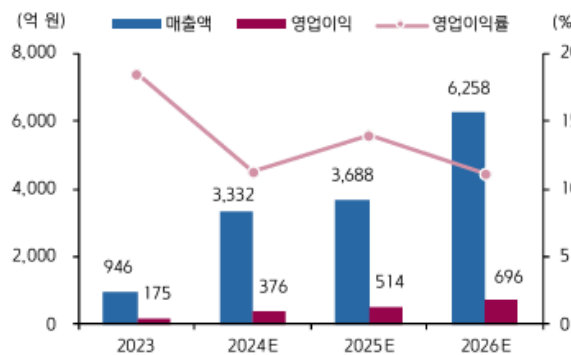
2026년 매출액 6,258억원(+70%YoY), 영업이익 696억원(+35%YoY)을 전망한다. 풍력 공사와 연료전지 매출액이 각각 +108%YoY, +74%YoY 성장할 전망이다. 신사업에서 전력 판매/O&M 매출도 추가될 예정이다. 실적 성장과 함께, 2H26에 예정된 인천 굴업도 해상풍력 1단계(240MW) 착공, 미국 ESS 추가 상업 운전 등의 이벤트들이 주가 상승의 모멘텀이 될 것으로 기대한다.

투자지표

(억 원, IFRS 연결)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	0	3,332	3,688	6,258
영업이익	0	376	514	696
EBITDA	0	553	706	889
세전이익	0	275	422	602
순이익	0	224	329	470
지배주주지분순이익	0	224	329	470
EPS(원)	0	666	977	1,394
증감률(% YoY)	N/A	N/A	46.8	42.6
PER(배)	N/A	18.1	15.5	10.8
PBR(배)	N/A	1.83	2.00	1.69
EV/EBITDA(배)	N/A	10.7	11.3	9.5
영업이익률(%)	0	11.3	13.9	11.1
ROE(%)	0	10.8	13.8	16.9
순차입금비율(%)	0	84.5	112.1	110.0

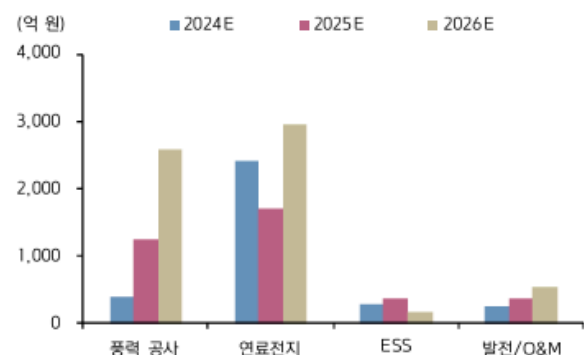
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

SK이터닉스 매출액, 영업이익, 영업이익률



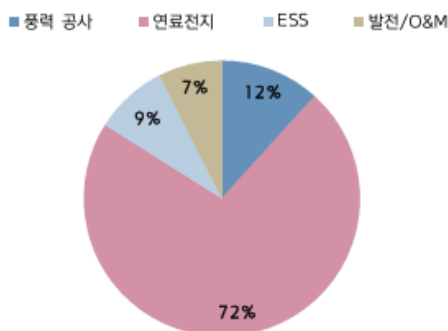
자료: SK이터닉스, 키움증권 리서치센터

사업부문별 매출액 전망



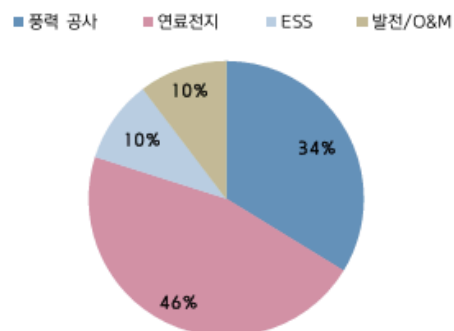
자료: SK이터닉스, 키움증권 리서치센터

부문별 매출 비중(2024E)



자료: SK이터닉스, 키움증권 리서치센터

부문별 매출 비중(2025E)



자료: SK이터닉스, 키움증권 리서치센터



에이릭스

로봇이 끌고 드론이 민다

[출처] NH투자증권 강경근 애널리스트

코딩 교육 의무화에 따른 로봇/에듀 사업 수혜 전망

코딩 교육 의무화에 따른 동사 로봇/에듀 사업 부문 수혜 전망. 동사는 70종 이상의 코딩 교육용 로봇 제품 납품. 판매 채널이 B2S(방과후교육), B2G(늘봄교육) 등으로 확대됨에 따라 제품 수요처가 2019년 200곳에서 2021년 2,000곳, 2024년에는 3,000곳으로 가파르게 증가. 올해부터 코딩 교육이 초등/중학교 정규 교과 과정에 편성됨에 따라 공교육과 사교육 분야에서 수요 확대될 전망. B2G향 매출 비중이 높은 바 향후 꾸준한 성장 및 안정적인 캐시카우 역할 기대

드론 북미 시장 수출 확대 기대

드론 사업은 향후 동사의 주요 성장 동력으로 작용할 것. 동사는 100g 이하의 경량 드론 생산. 드론의 핵심 기술인 FC(Flight Control, 비행 제어) 기술을 내재화하며 경쟁사 대비 무게/성능/가격 측면에서 경쟁력 확보

주요 타깃인 북미 드론 시장에서 중국산 드론 규제 가시화. 미 상무부는 연초부터 중국 드론의 안보 위협 가능성을 근거로 규제 검토 중. 드론 수출 비중은 2023년 2.5%에서 2024년 62.4%로 상승. 북미 홈 시큐리티 드론, 국내/북미 촬영용 드론 등 제품 라인업 확대 및 수요 대응을 위해 기존 10만대인 생산능력을 2025년까지 50만대로 확대한다는 목표

	2023	2024P	2025F	2026F
매출액	54.8	55.1	66.3	79.2
증감률	47.6	0.4	20.4	19.4
영업이익	5.0	3.1	7.6	10.9
증감률	309.2	-38.5	147.0	42.0
영업이익률	9.2	5.6	11.5	13.7
(지배지분)순이익	4.0	2.9	5.7	8.3
EPS	509	241	422	612
증감률	109.1	-52.8	75.4	45.1
PER	0.0	49.8	32.6	22.5
PBR	0.0	5.1	5.0	4.1
EV/EBITDA	-2.3	34.5	20.0	14.0
ROE	26.0	9.6	16.6	20.1
부채비율	29.3	30.0	29.6	28.2
순차입금	-15.2	-17.0	-22.3	-29.8

단위: 십억원, %, 원, 배

그림9. 국내 드론산업 구성

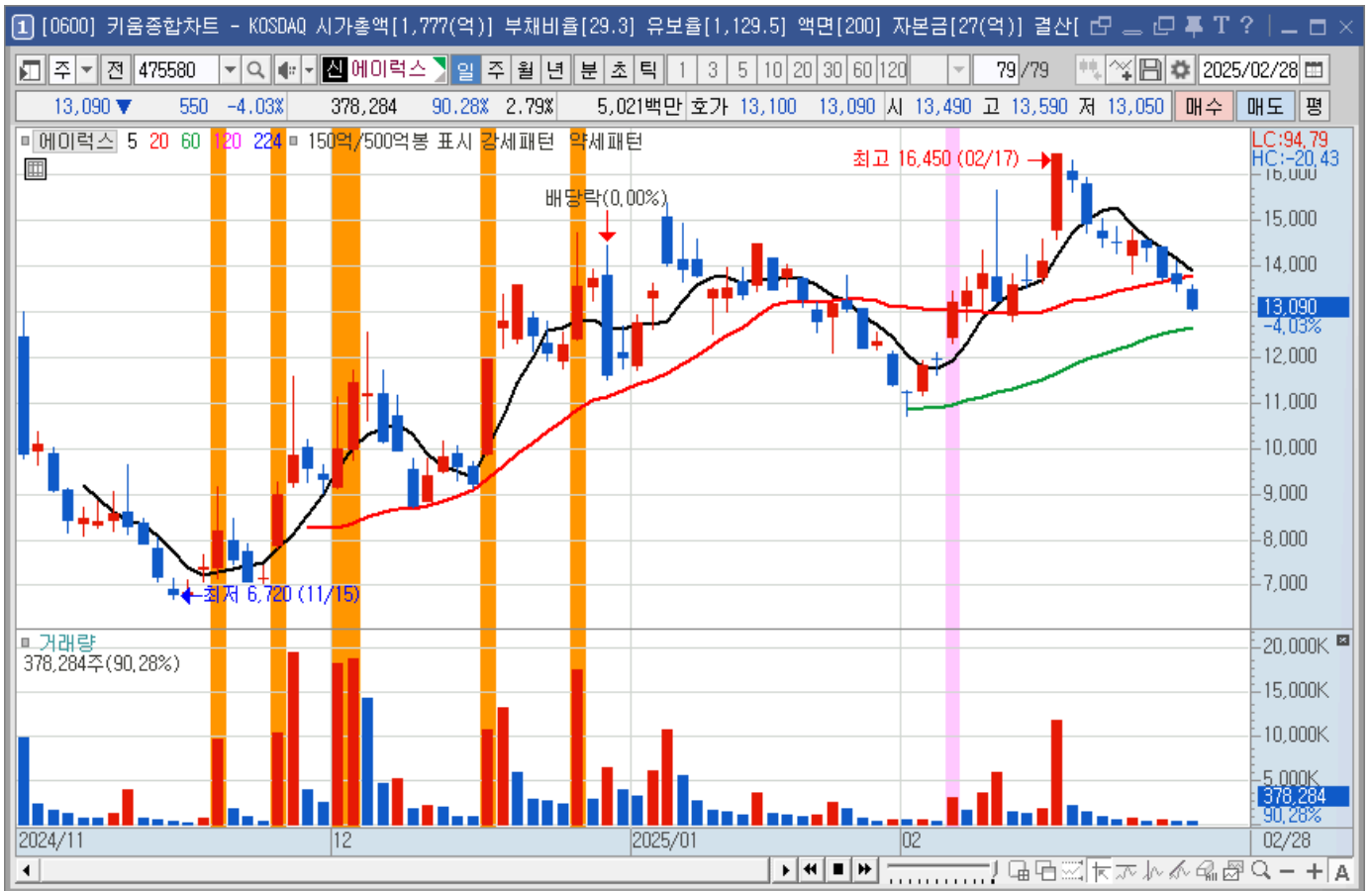


자료: 에이릭스, NH투자증권 리서치본부

그림10. 소형 드론 시장 성장



자료: 에이릭스, NH투자증권 리서치본부



솔루엠

올해는 뚜렷한 상저하고 실적

[출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트

1Q25 매출은 기대치 상회하나 수익성은 하회할 듯

1Q25 매출액은 4,036억원(18%QoQ, 5%YoY)로 예상, 컨센서스(3,855억원)를 상회할 전망이다, 영업이익은 149억원으로 기대치(212억원)를 하회할 전망이다. 수익성 낮은 파워모듈과 VS 매출이 당초 기대보다 더 증가하는 반면, 작년 해외법인 수 증가에 따른 인건비 상승 영향이 지속됨과 ESL 수익성이 예상보다 덜 올라오기 때문이다.

하반기로 갈수록 수익성 호전, ESL과 디지털사이니지가 실적 견인 동사 분기 실적은 느리지만 지난 4Q24를 바닥으로 개선되는 추세이다. 특히 3Q25부터 매출 규모 및 수익성이 크게 개선될 전망이다. 작년말 수주잔고 2.05조원(+0.4조원YoY)을 기록한 ESL의 경우, 3Q25부터 2천억원대 매출 규모로 증가하고 수익성 기여도 커질 전망이다. 올해는 4컬러 비중이 70%(vs. 작년 30%)로 증가하고, 고객사도 다변화되어 수익성 개선이 예상된다. 또한 VS 사업부 내 디지털사이니지 매출이 신규 고객사 확보 덕분에 3Q25부터 의미있게 증가하며 수익성 개선을 이끌 전망이다.

목표주가 29,000원과 투자의견 '매수' 유지

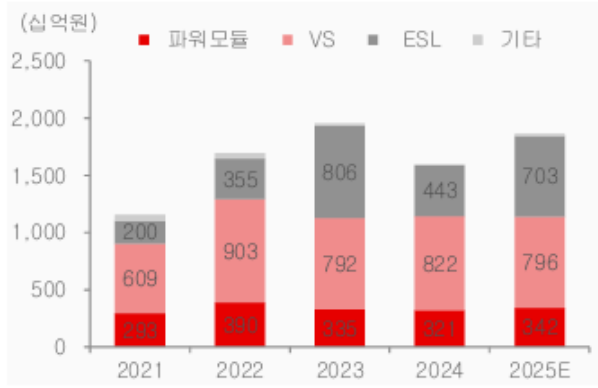
현재 동사 주가는 역사적 Valuation 바닥 수준에 머물러 있고, 실적도 바닥은 지난 상태다. 그러나 비용 증가 요인과 아직 고마진 사업부의 매출 규모가 기대만큼 올라오지 않아, 분기실적이 시장 기대를 계속 미달함에 따라 주가 움직임이 지지부진하다. 예상 실적 흐름이 맞다면, 향후 동사 주가는 점차 저점을 높여가며 상승할 것으로 예상된다. 투자의견 '매수'와 목표주가 29,000원을 유지한다.

Fig. 1: 솔루엠 연결재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	1,695	1,951	1,594	1,862	2,066
영업이익	76	155	69	122	149
세전이익	50	143	58	108	134
순이익[지배]	47	120	38	90	112
EPS(원)	946	2,407	759	1,806	2,240
증감률(%)	246.8	154.4	-68.5	137.9	24.0
PER(배)	18.4	11.3	25.3	10.0	8.1
PBR	2.8	3.2	2.1	1.6	1.4
EV/EBITDA	10.0	7.6	10.3	6.4	5.2
ROE(%)	16.9	34.8	9.1	18.7	19.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

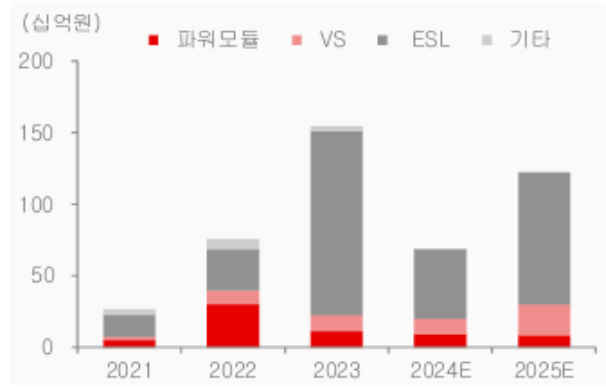
자료: 솔루엠, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

Fig. 2: 솔루엠 사업부별 매출액 추이



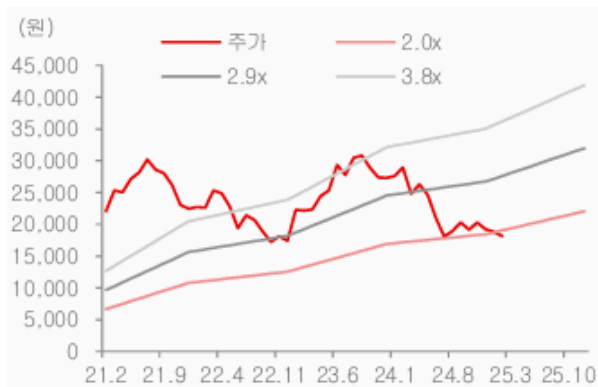
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 3: 솔루엠 사업부별 영업이익 추이



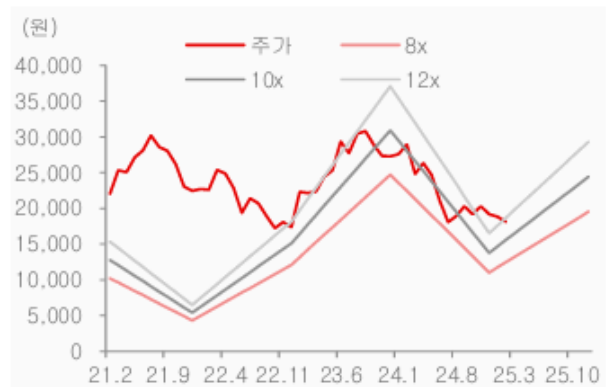
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 4: 솔루엠 P/B 밴드 차트



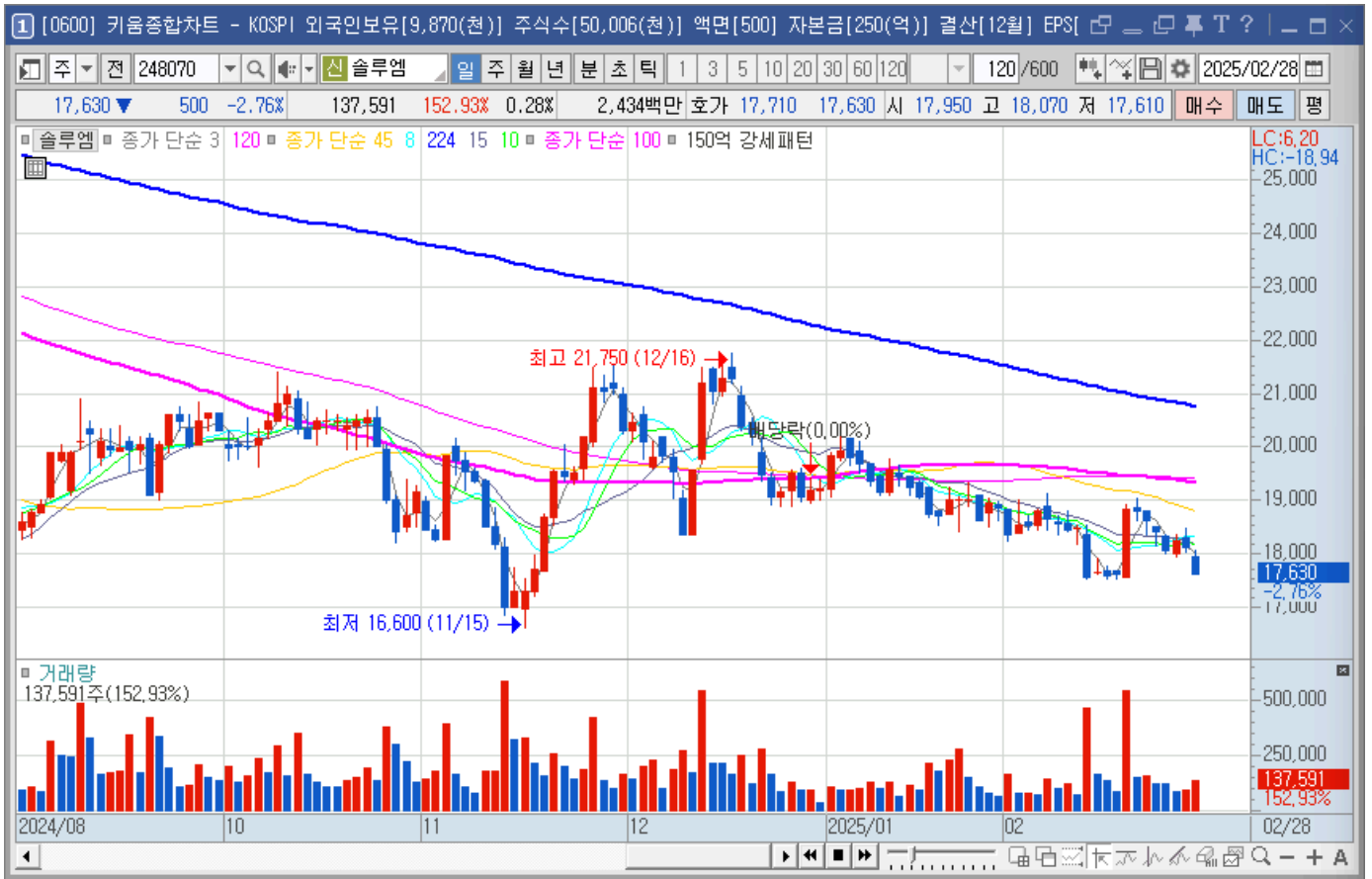
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 5: 솔루엠 P/EBIT 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권





원익IPS

바닥을 벗어나는 중

[출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트

기대치 하회한 4Q24 실적

4Q24 매출액은 2,949억원(60%QoQ, 31%YoY)으로 컨센서스에 부합하였으나, 영업이익은 성과급 등 비용증가 요인으로 260억원(80%QoQ, 116%YoY)로 기대치를 18% 하회했다. 반도체 매출 비중이 70%이었는데, 작년 상반기 주요 고객 NAND 장비 수주 받았던 것들이 매출로 반영되면서 실적 기여가 컸다.

수요 개선과 고객 전환투자 증가로 올해 실적 호전 전망

삼성전자 P4 가동이 늦어질 전망이고, SK하이닉스 M16 증설 규모도 줄일 것으로 예상된다. 그러나 모바일을 시작으로 수요는 개선되고 있는 상황이어서, 메모리 수급은 점차 호전될 전망이다. 고객사들의 신규 라인(삼성 P4, SK하이닉스 M15X, 삼성 테네시 파운드리공장) 투자를 배제하더라도, 올해는 고객사 전환 투자(DRAM 1b, 1cm와 NAND 고도화)만으로도 실적 개선이 예상된다. 신제품 투입 증가로 10k 당 DRAM, NAND 매출액 규모가 더 커질 것으로 예상되어, 올해 동사 반도체 매출액은 7,040억원(23%YoY)으로 증가할 전망이다. 1Q25에는 매출 감소로 수익성도 부진하겠지만, 2Q25부터는 의미있는 매출 증가와 수익성 개선이 예상된다.

목표주가 39,000원과 투자의견 '매수' 유지

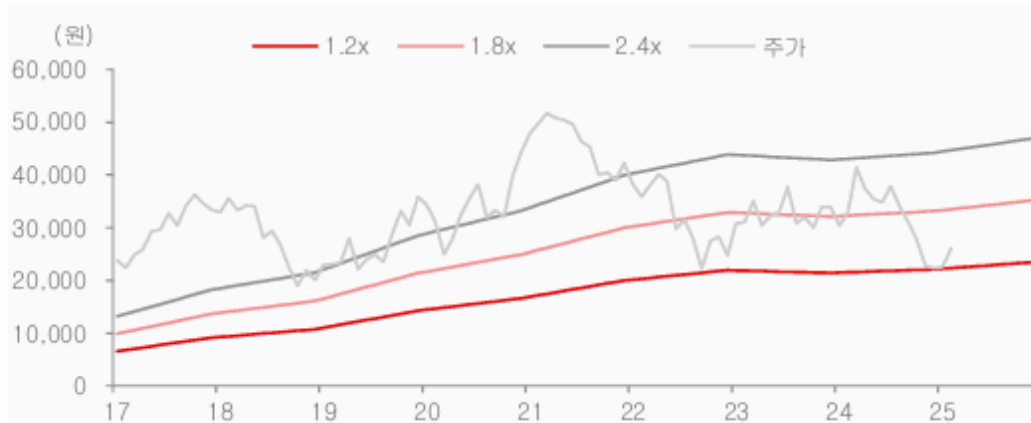
수요 흐름 및 주가 Valuation은 바닥을 벗어난 상태다. 여전히 글로벌 Macro 불확실성과 OEM들의 본격적인 Restocking 움직임이 없어, 주가 상승이 미적지근하지만, 2Q25부터 수요 모멘텀 개선이 기대되기 때문에 주가 재상승을 예상한다. 목표주가 39,000원(P/B 2x 적용)을 유지한다

Fig. 1: 원익IPS 연결재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	1,011	690	748	922	1,049
영업이익	98	-18	11	69	82
세전이익	117	-21	30	72	85
순이익[지배]	89	-14	28	58	68
EPS(원)	1,822	-275	565	1,178	1,379
증감률(%)	-38.4	적자전환	흑자전환	108.5	17.1
PER(배)	13.6	-	39.6	22.1	18.8
PBR	1.4	1.9	1.2	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.7	58.0	18.4	10.8	9.7
ROE(%)	10.7	-1.6	3.1	6.3	6.9
배당수익률	0.8	0.0	0.2	0.2	0.2

자료: 원익IPS, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

Fig. 2: 원익IPS P/B 밴드 차트



자료: BNK투자증권

Fig. 3: OECD 경기선행지수와 반도체 매출 성장률



자료: WSTS, BNK투자증권



제일기획

완벽한 방어주 No1

[출처] DS투자증권 장지혜 애널리스트

4Q24Re: 계절 중심 성장, 인건비 증가를 기타 비용 통제로 수익 방어

제일기획의 4분기 실적은 연결 매출총이익 4,549억원(+6% YoY), 영업이익 824억원(+8% YoY, OP/GP 18.1%)으로 시장 기대치에 부합했다. 1)본사는 리테일/디지털 중심으로 계열과 비계열 모두 성장했고 2) 연결 자회사는 유럽, 북미, 중남미, 중동 중심으로 성장하며 호실적을 기록했다. 비용 측면에서는 해외 성장 지역 인력과 디지털 중심 인력 투자로 인건비가 +10% YoY 증가했지만 기타 비용 효율화로 판관비는 +5% YoY 증가에 그치며 수익성 개선이 나타났다. 24년 연간으로 연결 매출총이익 1.7조원(+7% YoY), 영업이익 3,207억원(+4% YoY, OPM 18.6%)을 기록했다. 연간 계열사 및 BTL 광고 성장으로 외형 성장에도 인건비 투자로 수익성이 둔화됐다. 24년 연간 매출총이익에서 차지하는 비중은 해외 78%, 디지털 54%, 비계열 27%를 기록했다.

25년 사업 영역 확대하며 안정적 성장과 수익성 개선 전망

제일기획의 25년 실적은 연결 매출총이익 1.8조원(+5% YoY), 영업이익 3,434억원(+7% YoY, OP/GP 18.9%)으로 안정적 외형 성장 및 수익성 개선을 시현할 전망이다. 25년 국내 광고 시장 +2%, 글로벌 광고 시장 +6% 성장이 전망되는 가운데 디지털과 리테일 사업 영역을 확대하며 안정적인 계열 광고주향 실적에 더해 국내외 비계열 광고주 개발로 성장을 이어갈 전망이다. 비용 측면에서는 디지털 및 성장 지역 일부 인력 투자는 있겠지만 기타 비용 효율화로 수익성 개선에 집중할 계획이다. 해외 법인 중 아이리스는 추가 영업권 손상 발생 가능성이 낮고 턴어라운드에 따라 추가 수익성 개선이 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 2.5만원 유지

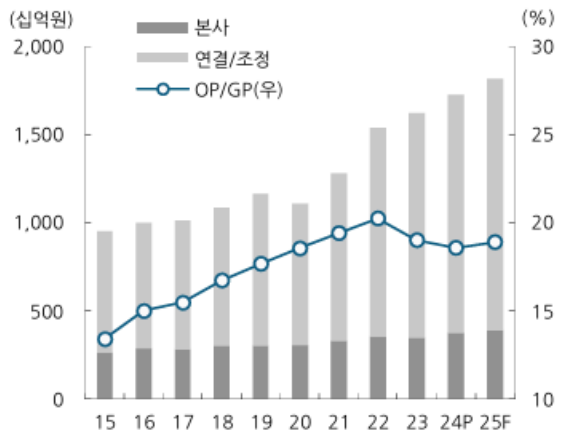
제일기획의 목표주가는 25년 EPS에 광고회사 평균 목표배수 12배를 적용해 산출했다. 25년에도 부진한 국내 경제 성장 전망은 아쉽지만 동사는 계열사 광고 영역 확대 효과로 안정적인 매출이 기대되고 수익성 개선을 통해 25년에도 DPS 증가가 기대되며 현주가 대비 배당수익률은 7% 수준이다. 안정적 실적 성장과 부담 없는 밸류에이션, 높은 배당수익률까지 완벽한 방어주로 추천한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024P	2025F	2026F
매출액	4,253	4,138	4,344	4,549	4,764
영업이익	311	308	321	343	365
영업이익률(%)	7.3	7.4	7.4	7.6	7.7
세전이익	300	285	313	337	359
지배주주지분순이익	194	187	208	229	244
EPS(원)	1,684	1,628	2,049	2,266	2,409
증감률(%)	17.1	-3.3	25.8	10.6	6.3
ROE(%)	16.6	15.0	15.6	16.0	15.8
PER(배)	13.7	11.7	8.9	8.0	7.5
PBR(배)	2.2	1.7	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	5.7	4.3	3.8	3.4	3.1

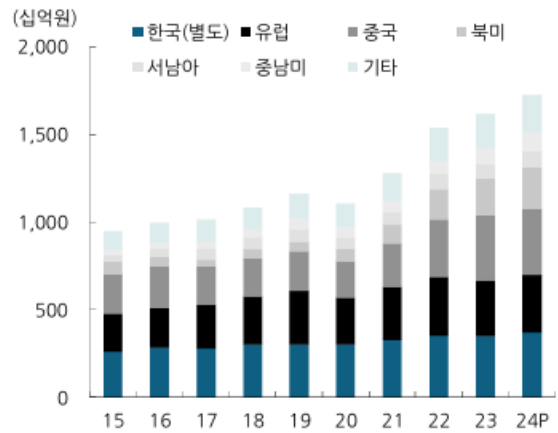
자료: 제일기획, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림17 제일기획 매출총이익 및 OP/GP 추이 및 전망



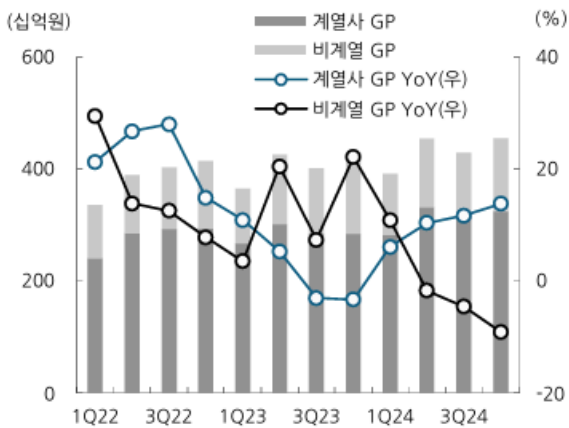
자료: 제일기획, DS투자증권 리서치센터 추정

그림18 제일기획 국가별 매출총이익 추이



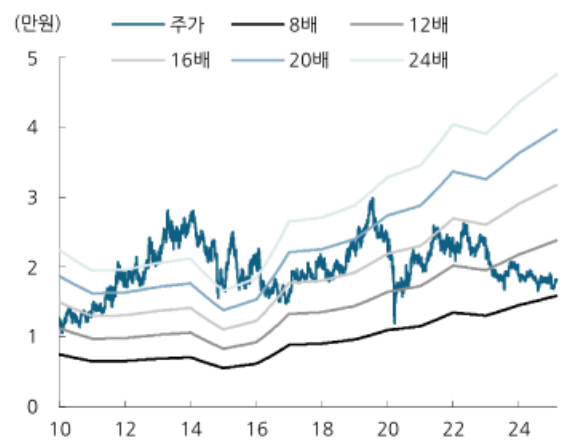
자료: 제일기획, DS투자증권 리서치센터 추정

그림19 제일기획 분기 고객사별 매출총이익 추이



자료: 제일기획, DS투자증권 리서치센터 추정

그림20 제일기획 PER 밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터



슈프리마
 다시봐 사상 최대 실적
 [출처] 유안타증권 권명준 애널리스트

사상 최대 실적

2024년 매출액 1,082억원, 영업이익 232.9억원으로 전년대비 각각 14.4%, 39.8% 증가하며 사상최대 실적을 기록했다. 코로나19로 인해 실적 역성장을 보인 20년을 제외하면 매출성장세가 이어지고 있다. 20~24년 매출성장세보다 이익개선폭이 더 크다. 즉, 이익률이 개선되고 있다. 이런 점들을 감안시 전일 (2/26일) 증가기준 PER 6.5배 이하인 현재의 밸류에이션은 저평가 국면이라고 판단된다.

2025년에도 매출 성장

동사의 2개 사업부의 동반 성장이 기대된다. 첫째, 통합보안시스템이다. 24년에 이어 올해도 성장세가 이어질 것으로 기대된다. ①미국: 24년도에는 국내 기업의 미국내 공장구축에 따른 동사의 통합보안시스템 매출이 확대되었다. 초기국면이라고 판단되며, 관계사/부품회사 등으로 매출처 확대가 이어질 것으로 기대된다. ②중동: 24년 중동국가들의 인프라건설 확대에 따른 매출성장을 보이고 있으며, 올해도 이어질 것으로 기대된다. 네옴시티의 본격화 시점에 따라 매출성장률이 상향될 가능성도 존재한다. ③인도: 미중관계 등의 이슈로 국내외 기업들이 인도로의 공장이전이 이어지고 있다. 이와 관련된 정부/지자체의 인프라 투자도 진행되고 있다. 인도 역시 24년에 이어 올해도 성장이 기대되는 사이트이다. 이 외에도 출입보안에서 통합보안으로 사업영역을 확대함에 따라 프로젝트별 ASP 증가, 데이터센터향으로의 매출 확대 역시 실적개선에 기여할 것으로 예상된다. 하반기 신제품 출시도 예정되어 있다.

둘째, 퀄컴과의 재계약을 통해 바이오인식 사업부 역시 24년 큰 폭의 성장세를 보였다. 25년도 성장세가 이어질 것으로 기대된다. 퀄컴을 통해 납품되는 고객사의 신제품 판매량이 전년대비 개선될 것으로 기대된다. 중국기업들의 스마트폰 프리미엄화 전략으로 동사의 초음파식 지문인식 알고리즘은 퀄컴을 통해 중국기업향으로 진출도 가능하다는 점 역시 긍정적인 요인이다.

사이버 보안 이슈 확대로 보안등급이 높은 제품에 대한 선호도가 확대될 것으로 예상된다는 점도 동사에게 긍정적인 요인으로 작용할 것이다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	578	726	894	946
영업이익	106	162	179	167
지배순이익	94	227	179	230
PER	25.2	8.4	9.7	6.9
PBR	1.6	1.1	0.9	0.7
EV/EBITDA	13.9	7.2	4.5	3.7
ROE	6.7	14.5	10.3	11.9

자료: 유이타증권

