

2025.04.08.(화) 증권사리포트

◆ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

시프트업

중국에 쏠린 눈

[출처] 하나증권 이준호 애널리스트

1Q25 Pre: 컨센서스 하회 전망

시프트업은 1분기 영업수익 413억원(+10.5%YoY, -30.3%QoQ), 영업이익 244억원(5.9%YoY, -42.0%QoQ, OPM 59.1%)으로 컨센서스를 하회하는 실적 기록할 전망이다. 1분기 모바일 매출은 325억원(-11.0%YoY, -26.1%QoQ)으로 추정한다. [승리의 여신: 니케]는 1월 신년 이벤트, 2월 에반게리온 2차 콜라보 진행했으나 전년 대비 큰 호응을 얻지 못한 것으로 파악된다. MAU의 소폭 감소를 반영했다. 1분기 콘솔 매출은 77억원(-46.5%QoQ)로 추정한다. [스텔라 블레이드]는 지난 2월 누적 판매량 200만장을 발표했다. 출시 1년이 가까워지고 있음에도 업데이트를 통해 지속적으로 매출 발생 중이다. 영업비용은 169억원(+47.7%YoY, -1.7%QoQ)로 예상한다. 인력 추가 채용, 1분기 상여금을 반영한 영향이다.

중국 성과가 중요하다

시프트업은 2025년 영업수익 2,948억원(+34.1%YoY), 영업이익 2,102억원(+41.5%YoY, OPM 71.3%)을 기록할 전망이다. 2분기 중국에서의 성과가 큰 분수령이다. 2025년 [승리의 여신: 니케] 글로벌 매출액은 1,497억원(-0.1%YoY)으로 추정한다. 글로벌은 지난 3개 분기 연속 하향 안정화 추이를 반영했다. 향후 [스텔라 블레이드] 콜라보, 외부 IP 콜라보 1종 계획되어 있다. 반등에 성공한다면 상향 조정 가능하다. [승리의 여신: 니케] 중국은 출시일을 5월 중순으로 조정하여 555억원으로 하향했다. 3/28~4/8 중국 CBT 진행하고 있으며 CBT 종료 후 4월 내로 시일 확정 예상한다. 중국 현지화 확인됐으며 미래시 문제를 해결하기 위해 1) 글로벌 버전 0.5주년 스토리인 '오버존' 부터 출시하고 2) 캐릭터 별 성능을 글로벌 버전과 상이하게 구성한 모습이다. 초기 성과 확인에 따라 추정치 변경 예정이다. [스텔라 블레이드]의 매출액은 844억원으로 전망한다. 2025년말까지 누적 판매량 PS5 약 250만장, PC 약 140만장으로 추정한다. 1) [승리의 여신: 니케] 콜라보 등 콘텐츠 업데이트, 2) [검은 신화: 오공] 이후 액션 RPG에 대한 수요 증가, 3) 핸드 헬드 기기 보급 확대에 달성 가능할 것이라 전망한다.

투자의견 Buy, 목표주가 95,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 95,000원, 게임 산업 대형주 Top Pick 유지하며 비중 확대 권고한다. 현재 주가는 12MF PER 15배 수준으로 5, 6월 기존 게임의 지역, 플랫폼 확장을 앞두고 있음에도 저조한 양상을 보이고 있다. [승리의 여신: 니케] 글로벌이 하향 안정화되고 있다는 점은 분명 장기적인 실적 리스크로 부각될 수 있으나 중국 니케, [스텔라 블레이드] PC로 성장성 확보 가능하다. 6월 자체 IP 2종의 양방향 콜라보 성과 기대한다. 2분기 이후에는 IP 확장 계획에 따라 현재 개발 중인 [스텔라 블레이드] 시퀀, [프로젝트 위치스]에 대한 정보 점차 가시화될 가능성이 높다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	168.6	224.1	294.8	256.8
영업이익	111.1	152.7	210.2	165.7
세전이익	114.3	178.8	229.9	189.9
순이익	106.7	148.0	188.5	155.8
EPS	2,132	2,717	3,225	2,663
증감율	흑전	27.44	18.70	(17.43)
PER	0.00	23.33	15.27	18.49
PBR	0.00	4.84	3.02	2.60
EV/EBITDA	(0.92)	19.48	9.90	11.63
ROE	99.16	31.30	21.96	15.11
BPS	3,568	13,104	16,294	18,957
DPS	0	0	0	0

도표 4. 승리의 여신: 니케 4월 캘린더(25일 표시)



자료: TapTap, 하나증권

도표 5. 스텔라 블레이드 X 승리의 여신: 니케 6월 출시 확정



자료: Sony, 하나증권

도표 6. 승리의 여신: 니케 중국 오버존(도로시 메인)



자료: Tencent, 하나증권

도표 7. 스텔라 블레이드 PC 트레일러



자료: Sony, 하나증권



카카오뱅크

컨센서스에 부합하는 양호한 순익 시현 예상

[출처] 하나증권 최정욱 애널리스트

1분기 실적 컨센서스 부합 예상. 수신경쟁력 재확인과 플랫폼수익 확대 긍정적일 듯

카카오뱅크에 대한 투자의견 매수와 목표주가 28,000원을 유지. 1분기 추정 순익은 1,300억원으로 YoY 10.1% 증가해 컨센서스에 부합할 것으로 예상. 1분기 실적의 특징은 독보적인 수신경쟁력이 재확인될 것이라는 점임. 1) 모임통장 확대 등으로 총수신이 전분기대비 약 5%나 늘어나는 가운데 저원가성예금은 더욱 증가해 저원가성예금 비중이 추가 상승할 것으로 예상되고, 2) 대출성장률은 2.5%로 예대율이 하락하면서 NIM은 전분기대비 5bp 하락 추정. 따라서 순이자이익이 크게 늘어나지는 않을 듯. 3) 다만 늘어난 수신을 대출 외에 MMF 등 유가증권으로 운용하면서 비이자이익이 증가해 총영업이익은 큰폭의 증가 추세가 유지될 전망. 4) 판관비는 1,260억원으로 YoY 10.6% 증가하지만 매체광고비 감소와 4분기 계절성 증가 요인 소멸로 QoQ 11.4% 감소 예상. 5) 대손비용은 연체율 상승 등으로 경상 대손비용은 소폭 늘어나겠지만 4분기의 추가 충당금 요인 260억원 소멸로 인해 QoQ 220억원 감소할 전망. 기존 전통 은행들과는 달리 수신이 급증하고 있는 점 외에도 광고수익과 대출비교수수료가 계속 커지면서 플랫폼 수익 확대에 대한 기대감도 계속 높아질 것으로 전망

가계대출 규제에도 불구하고 2025년 대출성장률 목표는 2024년 수준 유지 계획

카카오뱅크는 2024년 연간 총대출성장률이 11.7%를 기록했는데 최근의 가계대출 규제에도 불구하고 2025년에도 약 12% 내외의 대출성장률 목표. 이는 대형시중은행들보다 약 3배 정도의 높은 성장률인데 이러한 성장률 목표의 배경은 1) 1분기에도 개인사업자대출이 QoQ 약 15% 증가하는 등 잔액과 비중은 아직 크지 않지만 기업대출에서 계속 높은 성장을 기록하고 있는데다 하반기에는 신용대출 외 건당 대출규모가 큰 개인사업자 담보대출을 출시할 예정이며, 2) 보금자리론 등 정책금융 대출 또한 확대하겠다는 계획. 3) 여기에 대환대출의 경우는 가계부채 총량을 증가시키는 것이 아니므로 보다 적극적인 영업이 가능하고, 4) 지방부동산 활성화를 위해 지방부동산대출의 경우 규제 차등화가 예상되는 만큼 관련 대출 확대가 성장률에 기여할 수 있을 것으로 판단하는 듯. 우리는 수신 기반이 확고한 상황에서 상기 요인들이 가미될 경우 10% 초반대 대출성장률은 달성 가능할 것으로 판단

예대율 하락 및 유가증권 운용 증가로 시장리스크 관리의 중요성이 보다 커질 전망

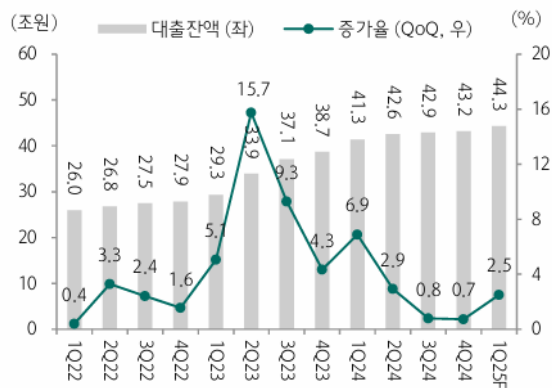
규제 이슈로 가계대출 성장에 상당부분 제약이 있는 상황에서 수신이 더 크게 늘고 있어 예대율은 하락하고 향후 유가증권 운용 비중은 더욱 확대될 수 밖에 없을 것으로 예상. 유가증권 수익률 제고를 위해서는 MMF와 국채 위주에서 운용 범위 또한 점차 넓어질 전망. 회사측은 자금운용 전문가 채용 등 관련 인력을 확충 중인데 이는 그동안 리스크 관리가 주로 여신 부문 신용리스크에 한정되었던 것이 유가증권 운용 관련 시장리스크로 확대되고, 중요성이 보다 커진다는 것을 의미. 마켓 변동성은 예측이 어렵다는 점에서 세심한 관리가 필요

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

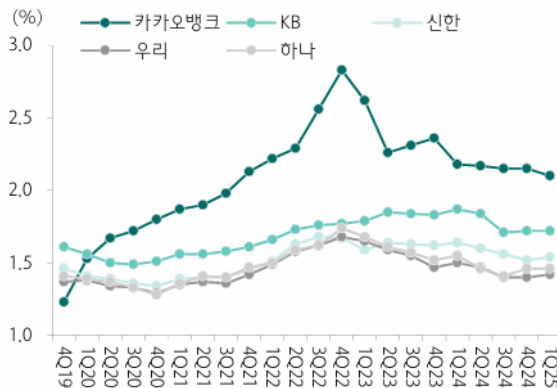
투자지표	2023	2024	2025F	2026F
총영업이익	1,162	1,371	1,513	1,636
세전이익	469	589	675	744
지배순이익	355	440	506	558
EPS	744	923	1,062	1,171
(증감율)	34.7	24.0	15.1	10.2
수정BPS	12,829	13,715	14,416	15,126
DPS	150	360	460	550
PER	38.3	22.8	20.6	18.7
PBR	2.2	1.5	1.5	1.4
ROE	6.0	7.0	7.6	7.9
ROA	0.8	0.8	0.8	0.8
배당수익률	0.5	1.7	2.1	2.5

도표 2. 카카오뱅크 대출잔액 및 증가율 추이와 전망



주: 전분기대비 성장률 기준

도표 3. 주요 시중은행 및 카카오뱅크 NIM 추이 및 전망



자료: 하나증권

2025년 연말까지 CD5 CAR-NK, 임상 1상 중간 데이터 발표 목표

첫째, 2025년말까지 자체 개발 Pipeline CD5 CAR-NK의 임상 1a상 중간결과 발표를 목표로 하고 있다. 둘째, 지씨셀이 관계사 아티바에 기술 이전해서 아바타 주도로 개발하는 Pipeline이 있다. 우선 제대혈 유래 NK세포치료제 AB101과 리톡시맙 병용임상으로 현재 림프종(혈액암) 환자 대상, 미국 임상 1/2a상이 진행 중이다. 2023년 2월 Fast Track 지정되었으며, 2023년 6월 ASCO에서 첫 임상데이터를 발표했다. 용량 10억 Cells셀/dose에서 객관적 반응률 ORR이 57.1%(7명 중에서 CR 3명, PR 1명)이며 5, 7, 9개월 동안 효과지속이 확인되었다. 향후 임상 1/2a상의 추가 최대 용량 40억 Cells/doses 병용임상에 대한 중간데이터를 학회 등을 통해서 발표할 예정이다.

이문셀-LC의 인도네시아 기술수출, 아세안 시장 확대 가능성

2024년 9월에 지씨셀은 인도네시아 줄기세포치료제 선도기업인 비파마와 이문셀LC 기술이전 계약을 체결했다. 2025년 하반기부터는 인도네시아 현지 생산 체제를 갖추고 매출이 발생할 것이며 지씨셀로서는 2025년 하반기에 10억원대의 마일스톤이 계상될 것으로 추정된다. 향후 인도네시아에서 매출규모가 커진다면 매출에 대한 런닝로열티 수입도 기대할 수 있다. 인도네시아에서 이문셀-LC 사업이 성공적으로 진행된다면 아세안시장으로 기술수출 지역을 확대할 수도 있을 것이다.

2025년 수익성 개선, 주가는 하반기에 상승 모멘텀 기대된다

동사의 주가는 2021년 코로나시기에 매출과 영업이익 증가를 기반으로 15만원대 고점을 기록한 후에, 지속적으로 하락하여 현재 2만원 내외에서 조정 중이다. 2024년 매출액이 1,745억원(YoY -7.0%), 영업이익자가 200억원(YoY 적자전환)이었다. 2025년에는 사업의 안정화가 진행되고 수익성이 개선될 전망이다. 2025년 매출액이 전년과 비슷한 수준인 1,763억원으로 전망되나, 영업적자는 100억원 내외로 축소될 것이다. 수익성 개선은 R&D 비용 효율화, 마일스톤/로열티 수입 계상, 인건비 등의 고정비 감소를 통해서 가능할 것이다. 동사는 2026년에는 매출확대를 통해서 흑자경영으로 전환한다는 계획이다.

표 1. 지씨셀 사업부별 매출액 및 요약 영업실적 추이

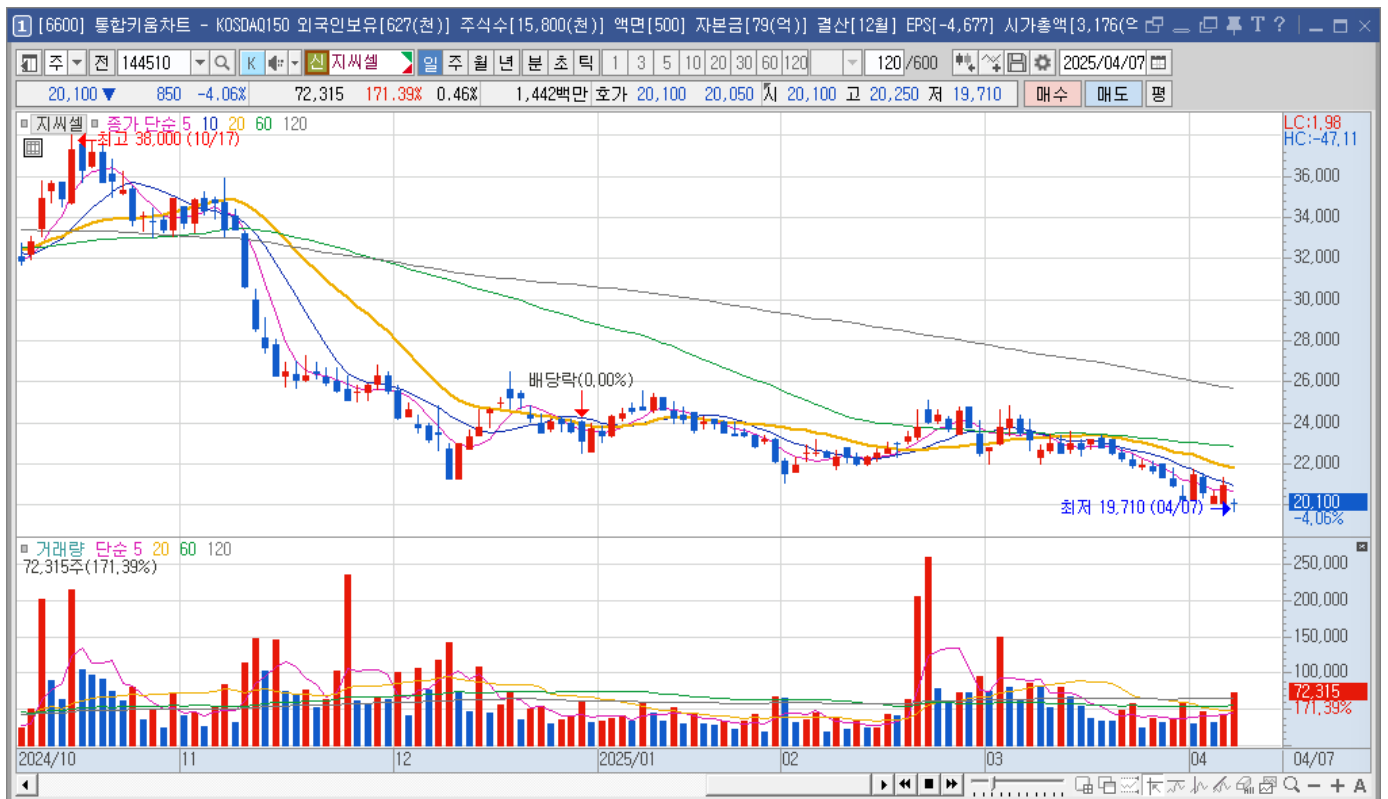
(단위: 억원)		2024							2025E					
구분	2021	2022	2023	1Q	2Q	3Q	4Q	2024	1QE	2QE	3QE	4QE	2025E	
세포치료제	156	450	544	111	102	125	107	445	110	107	122	113	485	
(증감률)		188.5%	20.9%	15.6%	-14.3%	4.2%	27.5%	-18.2%	-0.9%	4.9%	-2.4%	5.6%	9.1%	
이문셀	63	307	349	92	95	98	96	381	95	97	99	99	390	
CDMO	8	77	57	19	7	14	11	51	15	10	11	10	46	
기술이전 등	85	66	138	-	-	13	-	13	-	-	12	4	16	
검체검사 서비스	1,330	1,614	942	201	215	214	205	835	203	211	218	219	851	
도매	58	73	82	15	20	21	22	78	16	20	22	21	79	
제대혈	14	19	25	6	6	6	7	25	7	7	6	7	28	
배송/기타	125	205	282	78	111	88	85	362	81	91	90	91	353	
매출액 계	1,683	2,361	1,875	411	454	453	427	1,745	417	436	458	452	1,763	
(증감률)		40.3%	-20.6%	-2.1%	-4.6%	-0.2%	2.8%	-7.0%	1.5%	-3.9%	1.2%	5.8%	1.1%	
매출원가	996	1,392	1,324	329	350	356	379	1,414	334	340	358	352	1,363	
(매출원가율)	59.2%	59.0%	70.6%	80.0%	77.1%	78.6%	88.8%	81.0%	80.0%	78.0%	78.0%	78.0%	70.5%	
매출총이익	687	969	551	82	104	98	47	331	83	96	101	99	570	
(매출총이익률)	40.8%	41.0%	-43.1%	-35.4%	-19.4%	-10.1%	11.0%	-39.9%	1.7%	-7.7%	2.9%	111.4%	72.1%	
판매비	324	527	504	135	131	125	140	531	117	122	124	122	549	
(판매비율)	19.3%	22.3%	27.5%	32.8%	28.9%	27.6%	32.8%	30.4%	28.0%	28.0%	27.0%	27.0%	31.1%	
영업이익	363	443	41	53	27	27	93	200	33	26	23	23	105	
(영업이익률)	21.6%	18.8%	0.1%	적전	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	

자료: 지씨셀, 상삼인증권

표 2. 지씨셀 신약 Pipeline 현황

Classification	Product	Indication	Research	Preclinical	Phase I	Phase II	Phase III	BLA	Partner
자가유래	Immuncell-LC (CIK, CTL+NKT ³)	간세포암(HCC)	간암(HCC) 등록허가 ('07.08월)						
		췌장암	'20.12월 MFDS 임상 3상 IND 승인						
동종유래	NK(GCC4001, AB-101) + AFM13	재발성 또는 불응성 호지킨 림프종 (r/r Hodgkin Lymphoma)	임상 2상 진행 중 (ORR 86%, CR 55%)						artiva AFFIMED
	NK(GCC4001, AB-101) + CD20 항체	재발성 또는 불응성 비호지킨 B세포 림프종 (r/r B-cell Malignancy)	임상 1/2a상 진행 중 (ORR 71%, CR 57%)						artiva
		루프스 신장염 (Lupus Nephritis, Autoimmune)	'24.04월 첫 환자 투여 완료						
	HER2 CAR-NK (GCC2003, AB-201)	유방암, 위암 (HER2+)	'23.12월 임상 1상 승인						
	CD5 CAR-NK (GCC2005, AB-205)	T세포 림프종 (T cell Lymphoma)	'24.08월 임상 1상 승인						
	CD19 CAR-NK (GCC2004, AB-202)	B세포 림프종 (B cell Lymphoma)	공정개발 중						

자료: 지씨셀



한화솔루션

단기 실적보다 모멘텀 확보가 중요

[출처] DS투자증권 안주원 애널리스트

25.1Q Preview: 기대치 낮은 분기, 예견된 적자

1분기 영업적자 610억원으로 추정하며 케미칼의 부진한 시황이 지속되는 가운데 태양광 모듈 판매 및 발전 매출 감소가 적자의 주된 요인으로 작용할 전망이다. 태양광은 지난해 4분기에 모듈 판매가 집중적으로 이루어졌고 1분기 비수기로 전분기 대비 약 40%의 판매량 축소가 있을 것으로 예상된다. 발전 부문 매출액도 5,000억원 내외로 전분기 1.6조원 대비 대폭 줄어들 전망이다. 발전 사업의 경우 개발 자산

매각이 실적에 반영되는 분기가 좋아 편차가 존재하지만 사측이 제시한 2025년 매출액 가이드스는 4조 원으로 연간으로는 전년 대비 30% 이상 성장할 것으로 보인다. 따라서 1분기는 실적에 대한 기대치가 높지 않은 만큼 적자 시현에 따른 주가 영향은 없을 것으로 보인다.

2분기부터는 태양광 다시 흑자, 미국 모듈 가격 반등 예상

2분기 태양광 영업이익은 504억원으로 예상하며 이는 1) AMPC 2,000억원 상회, 2) 모듈 판매량 증가 (QoQ +15~20% 추정), 3)발전 부문 개발자산 매각 가정 등에 기인한다. 2025년 연간 AMPC는 9,000억원으로 전망하고 있어 분기평균 2,000억원은 상회할 것으로 보인다. 모듈은 판매량이 늘어나도 판가 상승이 없으면 적자일 것이나 중국 업체들의 감산과 모듈 가격 인상 정책으로 2분기 중 미국 판가도 반등할 것으로 보인다. 가격 상승 폭에 따라 적자 폭 축소도 충분히 가능하며 발전 부문은 일부 매각을 반영했다. (3/21 700Mwh BESS 사업권 매각)

주요 제품들의 가격 상승에 따른 모멘텀 형성이 주가를 견인할 것

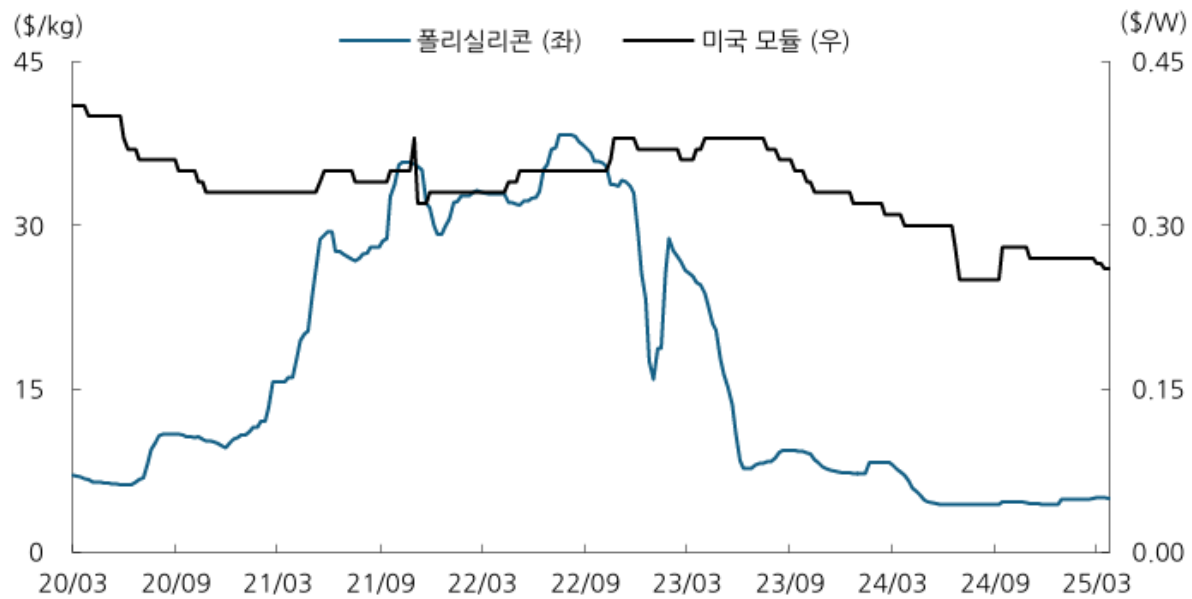
2025년 연간 실적은 매출액 13.6조원(+9.8% YoY)과 영업이익 5,154억원(흑자전환)을 전망한다. AMPC 9,000억원, 모듈 부문 흑자전환과 발전 부문 이익 증가를 예상한다. 이에 따라 연간 신재생 영업이익은 6,743억원으로 추정하며 향후 모듈 가격 흐름에 따라 이익 폭은 더 커질 수 있다. 케미칼도 전년 대비 나아진 시황을 기대하며 이 역시 주요 제품들의 판가에 따라 실적 변동 폭은 있을 전망이다. 이처럼 실적은 개선되는 가운데 향후 주가 상승이 이루어지기 위해서는 결국 주요 제품들의 가격 흐름이 가장 중요할 것이다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	13,131	13,079	12,394	13,608	15,718
영업이익	924	579	-300	515	655
영업이익률(%)	7.0	4.4	-2.4	3.8	4.2
세전이익	549	132	-1,424	106	231
지배주주지분순이익	359	-141	-1,404	114	222
EPS(원)	1,878	-826	-8,175	667	1,306
증감률(%)	-42.0	적전	적지	흑전	96.0
ROE(%)	4.2	-1.7	-16.0	1.2	2.5
PER(배)	22.9	-47.8	-2.0	31.5	16.1
PBR(배)	0.9	0.8	0.3	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	8.4	11.4	32.5	10.6	9.4

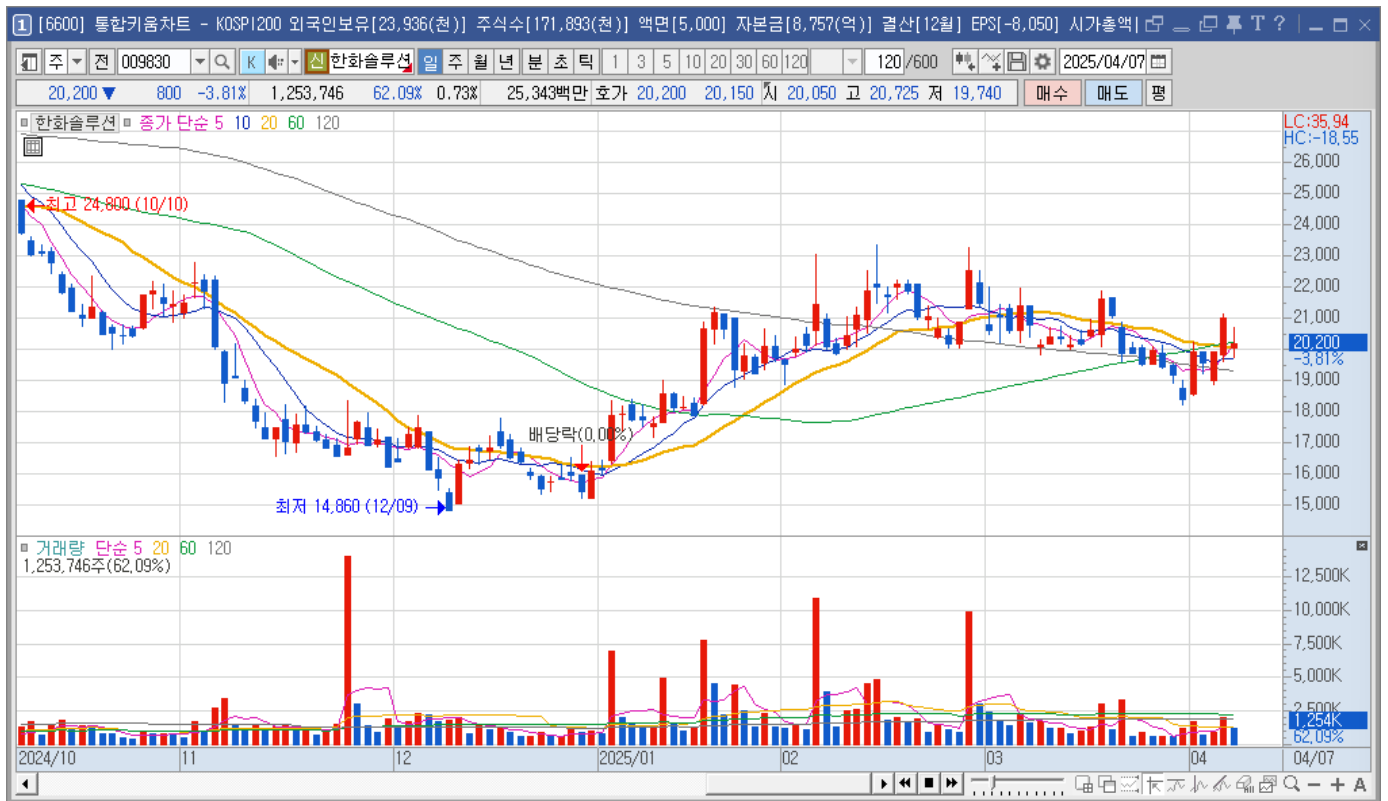
자료: 한화솔루션, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림1 미국 모듈과 폴리실리콘 가격 차이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터





SK텔레콤

불안할 땐 통신주

[출처] NH투자증권 안내민민 애널리스트

데이터센터 경쟁력 강화 기대

SK텔레콤에 대한 투자의견 Buy 및 목표주가 77,000원 유지. 높아진 5G 보급률로 인하여 무선 통신 시장의 안정적인 상황이 지속되고 있음. 안정적인 매출 성장과 마케팅 비용 및 감가상각비 절감 영향으로 인하여 통신사들의 이익은 양호하고, 이를 기반으로 주주환원에 집중하는 시기가 향후 2~3년간 이어질 전망

AI 시대를 맞이하여 통신사들은 데이터센터 확충을 통한 매출 성장을 꾀하고 있음. 현재 동사의 데이터센터는 약 100MWh 수준인데, 2030년까지 대규모 확장이 예상되며 이로 인한 매출 성장도 기대. 일부 투자자들은 조기 대선 및 취임 초기 가계 통신비 인하 가능성을 우려하고 있으나, 최근 요금 인하 규제는 저소득층이나 사회 약자들을 위한 핀셋 규제에 초점이 맞춰져 있다는 점에서 통신사의 이익을 크게 훼손하는 정책이 나오지 않을 것으로 예상

비용절감 효과로 양호한 1분기 실적 기대

SK텔레콤의 1분기 실적은 매출액 4.47조원(-0.1% y-y, -0.9% q-q), 영업이익 5,347억원(+7.3% y-y, +110.4% q-q)으로 영업이익은 시장 컨센서스 5,260억원을 충족할 전망. 지난해 연말 진행한 희망퇴직으로 인해 인건비가 절감되고, SK그룹 내 OI(Operation Improvement) 일환에 따라 비용 통제 기조가 지속되고 있음. 마케팅비용은 6,848억원(-1.9% y-y, -1.2% q-q)으로 플래그십 단말기 출시에도 불구하고 안정적 상황 유지 중

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	17,941	17,921	18,094	18,281
증감률	1.9	-0.1	1.0	1.0
영업이익	1,823	2,018	2,064	2,128
증감률	4.0	10.7	2.3	3.1
영업이익률	10.2	11.3	11.4	11.6
(지배지분)순이익	1,250	1,259	1,301	1,362
EPS	5,810	5,861	6,059	6,342
증감률	16.3	0.9	3.4	4.7
PER	9.5	9.6	9.3	8.8
PBR	1.0	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	3.4	3.3	3.2	3.1
ROE	10.8	11.0	11.8	12.6
부채비율	158.0	164.0	166.9	169.0
순차입금	6,962	6,302	5,759	5,322

단위: 십억원, %, 원, 배

완화될 것으로 기대되고, 2) 한국 정부의 수입산 AD 관세 조치로 향후 국내 시장 점유율이 향상되고 내수 가격도 인상할 것으로 전망되며, 3) 현재 P/B는 0.4배에 불과하여 역사적으로 밴드의 하단에 있기 때문. 목표주가 370,000원 유지

주요 이슈 및 실적전망

25년 1분기 매출액 18조 1,710억원, 영업이익 5,450억원, 세전이익 4,520억원으로 영업이익은 전년동기 대비 7% 감소, 전분기대비 474% 증가 예상. 자회사인 포스코의 영업이익은 3,390억원으로 전년동기 대비 15% 증가, 전분기대비 6% 증가 예상

지난 분기에 발생한 일회성 비용이 해소되면서 연결 이익은 전분기대비 크게 증가. 철강 시황을 고려하였을 때 포스코의 영업이익은 지난 분기와 유사한 수준으로 예상됨

국내외 철강 업황은 여전히 부진한 상황임. 중국 열연 내수가격은 계절적 성수기임에도 연초 수준인 500달러 중반에서 횡보. 부동산 경기 부진이 지속되고 있기 때문. 미국은 수입관세의 영향으로 열연강판 기준으로 2개월 동안 톤당 650달러에서 975달러로 50% 급등하였으나 수요가 뒷받침 되지 않는다면 6~7월 약세로 전환될 것으로 예상

하지만 글로벌 업황 부진이 4년 연속되면서 공급측면에서는 개선 요인들이 확인되고 있음. 중국은 작년 1.1억톤의 철강을 수출하면서 글로벌 공급과잉 부담을 확대시켰으나 중국 정부는 올해 감산의 필요성을 언급하여 향후 철강 수출이 감소할 것으로 기대

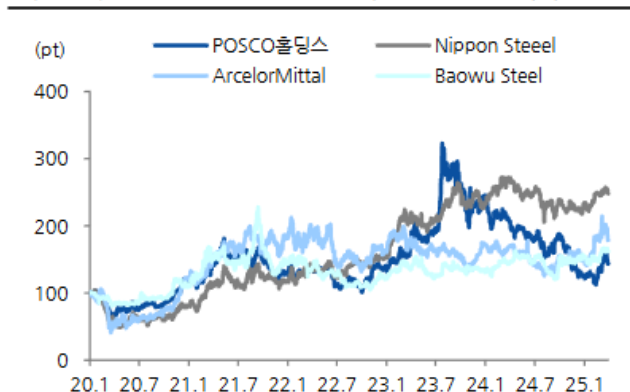
주가 전망 및 Valuation

주가는 미국의 관세 정책에 따른 글로벌 경기 둔화 우려로 주가는 30만원 초반에서 현재 20만원 후반으로 조정을 시현하였으나 향후 중국 공급과잉 우려 완화와 철강 내수가격 인상 기회 확대에 투자심리는 개선될 것으로 예상

요약 실적 및 Valuation

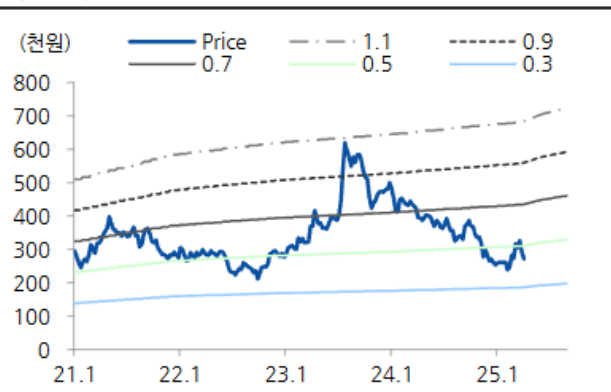
구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	77,127	3,531	1,698	7,376	20,079	-44.9	24.9	0.8	7.6	3.2	2.0
2024	72,688	2,174	1,095	6,158	13,073	-34.9	19.4	0.4	6.1	2.0	3.9
2025F	75,340	2,588	1,493	6,552	18,348	40.4	14.8	0.4	6.0	2.7	3.6
2026F	80,590	2,954	1,743	6,909	21,532	17.4	12.6	0.4	5.7	3.1	3.6
2027F	85,279	3,140	1,925	7,072	23,783	10.5	11.4	0.4	5.5	3.3	3.6

〈그림1〉 글로벌 철강업체 주가 (20년 1월 100pt)



자료: 현대차증권

〈그림2〉 POSCO홀딩스 P/B 밴드 추이



자료: 현대차증권





덴티움

무엇을 어떻게?

[출처] 다올투자증권 박종현 애널리스트

Issue

기업 현황 업데이트

Pitch

3/31일 얼라인파트너스 지분 7.17% 공시. ROE 개선 및 내재화 통한 이익률 개선 기대감에 따라 적정주가 10만원 상향

Rationale

3/31일 얼라인파트너스 7.17% 지분 취득, 보유 목적은 일반투자. 동사 ROE 개선은 자사주 소각 및 배당 성향 증가 가능. 동사 3년간(2023 ~ 2025년) 배당금 YoY +20% 계획. 2024년 DPS 600원 결정하였으나, 배당성향 7.1% 불과. 2023년 KOSPI 평균 배당 성향 30% 적용 시, 2025E DPS 2,400원(시가 배당률 3.3%). 동사 자사주 비중은 22.09%

2025.03.18일 이사회 결의를 통해 관계회사 제노스로부터 랩사업, 레진사업, 지르코니아 분말 사업 48.6 억원에 양수, 인공장기연구소의 교정용 장치 개발 사업 1.3억원에 양수. 내재화 통한 이익률 개선 가능. 동사는 2024년 수소 연료 전지 사업 목적 정관에 추가. 2024.06월 '고품위 지르코니아 기반 세라믹 원료 소재 상용화 및 고온수전해 세라믹 핵심부품 제조기술 개발' 과제 수행 기관으로 최종 선정. 동사가 사업 총괄로 참여하였으며 제노스는 '고품위 지르코니아 원료 소재와 40um급 초박판 전해질기판 개발'을 수행

개선 가능 본업은 1) 베트남 및 중국 설비 증설. 다낭과 상하이 각각 Fixture 기준 연간 11.9백만개와 4.5 백만개 설비 확보. 중국 VBP 저가 물량 및 동남아 수요 흡수 기대. 베트남 제조 법인 매출액 145억원으로 YoY +50% 증가. 2) 러시아 성장. 2024년 러시아 매출액 465억원으로 YoY +21% 성장. 종전 기대감과 함께 실적 개선 가능 국면. 다만, 중국 경기 부진은 여전히 실적 악화 요인. 경쟁사 오스템임플란트 또한 증

국 4개 법인 합산 매출액 3,437억원으로 YoY -2.3% 감소. ROE 개선 및 내재화 통한 이익률 개선 기대감에 따라 적정주가 10만원 상향

Earnings Forecasts		(단위: 십억원,%)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	393	408	435	472	505	534	561
영업이익	138	98	101	110	117	121	123
EBITDA	159	122	124	132	139	143	146
지배주주순이익	97	73	69	75	80	83	85
자산총계	774	894	943	1,015	1,091	1,168	1,245
자본총계	464	554	598	667	740	815	889
순차입금	120	146	103	65	22	(23)	(69)
매출증가율	10.5	3.7	6.7	8.4	6.9	5.9	5.0
영업이익률	35.2	24.2	23.3	23.3	23.1	22.7	22.0
지배순이익률	24.5	17.8	15.9	15.9	15.9	15.6	15.1
EPS증가율	12.2	(24.7)	(5.1)	9.1	6.6	3.9	1.8
ROE	23.0	14.2	12.0	11.9	11.4	10.7	10.0

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 3: 세라믹 핵심 소재 개발 국책 사업 수행기관



Source: 산업통상자원부, 다올투자증권

