

# 2025.04.28.(월) 증권사리포트

▶ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

## SK하이닉스

### 차별화된 수익성

[출처] IBK투자증권 김운호 애널리스트

#### 25년 1분기 실적, 기대 이상

SK하이닉스의 2025년 1분기 매출액은 2024년 4분기 대비 10.8% 감소한 17.6조원이다. 이전 전망 대비 증가한 규모이다. DRAM 매출액은 24년 4분기 대비 3.9% 감소하였다. B/G는 -7.4%, ASP는 0.0%로 추정한다. NAND 매출액은 24년 4분기 대비 33.5% 감소하였다. B/G는 -17.3%, ASP는 -20.0%로 추정한다. 2025년 1분기 영업이익은 24년 4분기 대비 7.9% 감소한 7.44조원이다. 이전 전망 대비 증가한 규모이다. DRAM 영업이익은 지난 분기 대비 1.9% 감소하였다. 영업이익률은 지난 분기 대비 소폭 개선된 것으로 추정한다. NAND 영업이익은 24년 4분기 대비 90% 가까이 감소한 810억원으로 추정한다.

#### 25년 2분기 HBM 중심으로 성장세 유지

SK하이닉스의 2025년 2분기 매출액은 25년 1분기 대비 17.7% 증가한 20.7조원으로 예상한다. 가격 하락은 크지 않을 것으로 예상하고 물량은 1분기 대비 증가할 것으로 예상한다. DRAM 매출액은 1분기 대비 16.5% 증가한 16.46조원으로 예상한다. 25년 2분기 NAND 매출액은 25년 1분기 대비 19.4% 증가할 것으로 예상한다. 컨슈머 관련 수요가 개선되면서 Bit Growth를 +25%로 전망한다. 2분기 영업이익은 8.75조원으로 예상한다.

#### 투자의견 매수 유지, 목표주가 300,000원 유지.

SK하이닉스에 대한 투자의견은 매수를 유지한다. 이는 High End 시장 성장에 따른 실적 차별화가 기대되고, AI 성장성에 대한 기대감은 유효하고, AI 추론형도 HBM에 대한 수요가 커지고 있고, ASIC의 HBM 수요량도 빠르게 증가하고 있고, SK하이닉스는 Bit Growth, ASP에 있어서 경쟁업체들과 차별화 되어 있고, 이러한 추세는 상당기간 지속될 것으로 기대하고, 실적 대비 주가는 저평가 국면에 있고 상승 여력이 충분하다고 판단하기 때문이다. 목표주가는 30만원을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	96,018	120,911	128,390
영업이익	-7,730	23,467	41,941	49,554	63,826
세전이익	-11,658	23,885	45,239	49,549	64,994
지배주주순이익	-9,112	19,789	37,971	40,811	53,548
EPS(원)	-12,517	27,182	52,157	56,059	73,555
증가율(%)	-508.7	-317.2	91.9	7.5	31.2
영업이익률(%)	-23.6	35.5	43.7	41.0	49.7
순이익률(%)	-27.9	29.9	39.6	33.8	41.7
ROE(%)	-15.6	31.1	41.4	31.6	30.8
PER	-11.3	6.4	3.5	3.2	2.5
PBR	1.9	1.7	1.2	0.9	0.7
EV/EBITDA	21.3	3.8	2.4	1.6	0.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상





## 포스코인터내셔널

### 불확실성에서도 안정적인 실적

[출처] 하나증권 유재선선 애널리스트

#### 목표주가 66,000원, 투자 의견 매수 유지

포스코인터내셔널 목표주가 66,000원, 투자 의견 매수 유지한다. 1분기 실적은 컨센서스에 부합했다. 철강 관세 등 대외 변수 불확실성에도 안정적인 실적을 기록했다. 물론 영향이 본격 반영되기 전이기 때문에 향후 추이를 지켜볼 필요가 있으나 부정적 영향은 제한적일 전망이다. 철강, 발전 등 주요 사업 부문 마진이 둔화되는 양상이나 미얀마 가스전과 Senex 등에서 호실적을 기록하며 전사적으로는 양호한 흐름을 지속하는 중이다. 2025년 기준 PER 11.9배, PBR 1.2배다.

#### 1Q25 영업이익 2,702억원(YoY +1.8%)으로 컨센서스 부합

1분기 매출액은 8.2조원을 기록하며 전년대비 5.1% 증가했다. 철강 시황 둔화 국면이지만 고부가가치 제품 판매 확대와 원/달러 환율 상승으로 무역법인 성장으로 외형이 성장했다. 소재바이오 부문은 발전용 탄과 호주, 동유럽향 복합비료 판매 개선으로 매출이 유지되었다. 발전은 비수기 SMP 하락과 이용률 감소로 매출이 부진했다. 터미널은 가동률이 하락했지만 6호 탱크 신설 영향으로 외형이 성장했다. 미얀마 가스전과 Senex는 환율과 판매량 증가로 개선되었다. 영업이익은 2,702억원을 기록하며 전년대비 1.8% 증가했다. 철강은 외형 성장에도 불구하고 시황 둔화로 인한 마진 하락으로 감익을 기록했다. 구동모터 코어는 해외 HEV 판매량 증가와 공정개선을 통한 원가 절감으로 흑자 전환했다. 투자법인은 인도네시아 팜오일 가격 강세로 이익 개선세가 유지되었다. 미얀마 가스전은 겨울철 성수기에 판매량 증가로 전년대비 이익이 크게 증가했다. Senex는 가스처리시설 1기 완공으로 공급량이 증가하면서 이익이 성장했다. 발전은 아시아 천연가스 현물 가격이 상대적으로 높게 형성됨에 따라 성수기임에도 마진 하락이 불가피했다.

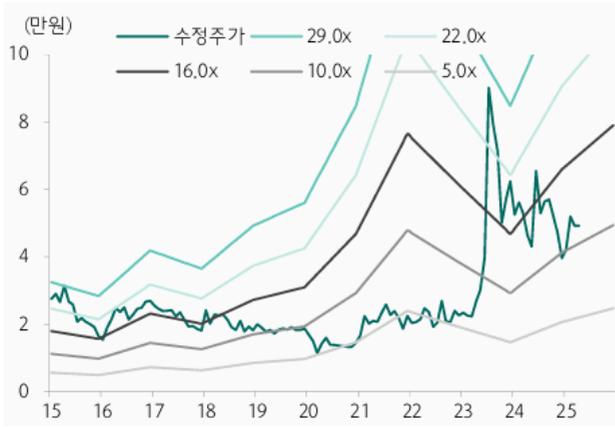
#### 에너지 부문 장기 증익 흐름에 지속적인 관심 필요

신규 투자 대부분 에너지 부문에 집중되고 있으며 성과도 가시화되는 과정에 있다. Senex는 가스처리시설 2호기와 3호기가 각각 3분기, 4분기에 순차 가동되어 연말 증산을 완료하는 계획이며 향후 연간 2천

억원 규모의 이익 기여도가 예상된다. LNG 밸류체인에서 미드-다운스트림과 연결될 수 있는 업스트림 자산에 대한 투자를 고민하는 모습이다. 북미에서 다수 비전통가스자산에 대한 협의가 진행 중인 것으로 파악된다. 현재 광양 제2터미널 추가 탱크 2기를 건설 중이며 광양국가산단에서 500MW 규모 구역전기 사업을 추진하고 있어 장기적으로 LNG 밸류체인 강화가 기대된다.

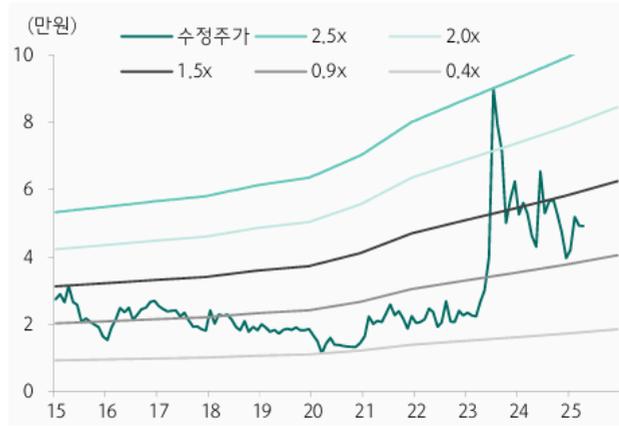
<b>Financial Data</b>		(십억원, %, 배, 원)			
<b>투자지표</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	
매출액	33,132.8	32,340.8	32,618.7	34,125.0	
영업이익	1,163.1	1,116.9	1,126.0	1,301.0	
세전이익	914.6	706.6	935.7	1,115.9	
순이익	673.9	514.6	724.8	868.9	
EPS	3,834	2,925	4,120	4,939	
증감율	(19.79)	(23.71)	40.85	19.88	
PER	16.28	13.56	11.94	9.96	
PBR	1.79	1.06	1.23	1.15	
EV/EBITDA	9.59	7.91	8.89	7.87	
ROE	13.36	8.14	10.70	11.96	
BPS	34,859	37,359	39,977	42,920	
DPS	1,000	1,550	2,060	2,470	

도표 2. 포스코인터내셔널 12M Fwd PER 추이



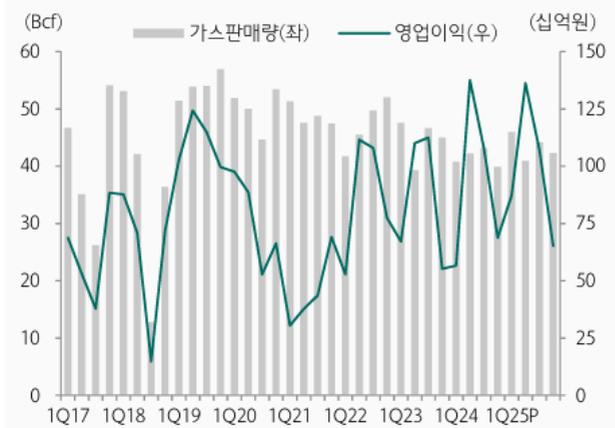
자료: 포스코인터내셔널, 하나증권

도표 3. 포스코인터내셔널 12M Fwd PBR 추이



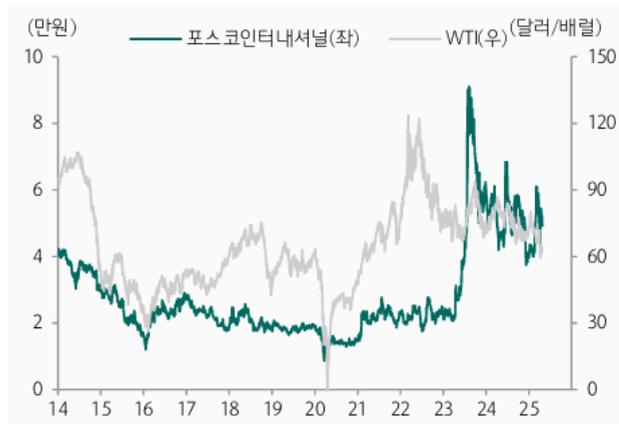
자료: 포스코인터내셔널, 하나증권

도표 4. 분기별 미안마 가스전 판매량과 영업이익 추이



자료: 포스코인터내셔널, 하나증권

도표 5. 포스코인터내셔널 주가와 국제유가 추이



자료: Thomson Reuters, 하나증권





## 삼성E&A

### 1Q25 Review : 불확실성은 매수 기회를 준다

[출처] IBK투자증권 조정현 애널리스트

#### 1Q25 Review: 컨센서스 하회

삼성E&A의 2025년 1분기 실적은 매출액 2.1조 원(YoY -12.0%), 영업이익 1,573억 원(YoY -24.8%)을 기록하였다. 영업이익은 컨센서스 1,795억 원 대비 12.4% 하회하였다. 매출총이익률은 화공 12.3%, 비화공 16.0%를 기록하였으나, 타절 프로젝트 정산 및 환율 효과 등 일회성을 제외할 경우 각각 10%, 12~13% 수준으로 추정된다.

1분기 신규 수주는 총 2.4조 원(YoY +70.9%)으로, 화공 부문 2.3조 원, 비화공 0.1조 원을 기록하였다. UAE Taziz 메탄올 프로젝트(17억 불) 수주가 실적을 견인하였으며, 연간 수주 가이드스 11.5조 원 대비 20.9%를 달성하였다. 비화공 수주는 그룹사 발주 축소로 감소했다. 다만, 하반기 삼성바이오로직스 6공장 착공이 이어진다면, 연간 비화공 수주가 4조 원을 상회할 것으로 기대한다.

#### EPC사는 수주 가시성이 중요하다!

동사는 올해 2분기 사우디 SAN-6 블루암모니아 프로젝트(30억 불) 수주가 기대되고 있다. MEED지에 따르면, 삼성E&A가 해당 프로젝트 수주 가능성이 높은 유력 후보로 지목되었기 때문이다. 해당 프로젝트가 수주로 이어진다면, 연간 가이드스 달성 가시성을 높여주는 핵심 이벤트가 될 것으로 판단한다.

이와 함께 하반기에는 카타르 NGL(30억 불), 미국 블루 암모니아(10억 불), KOC 가스(20억 불), Adonc Shah 가스(20억 불) 등의 프로젝트들이 연이어 발주를 앞두고 있어, 수주 흐름은 분기별로 지속될 가능성이 크다고 판단한다.

또한, 올해 하반기부터는 사우디 파드힐리 등 대형 화공 현장 매출 본격화가 예정되어 있어, 화공 부문의 실적 가속화가 전망된다. 다만, 그룹사 발주 축소로 비화공 부문의 단기 부진은 불가피하며, 신규 착공 예정인 삼성바이오로직스 6공장 등은 하반기 이후 반영될 가능성이 크다.

(단위: 십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	10,625	9,967	9,360	10,384	11,412
영업이익	993	972	674	886	998
세전이익	933	904	821	1,033	1,165
지배주주순이익	754	757	634	812	918
EPS(원)	3,846	3,862	3,236	4,144	4,686
증가율(%)	13.4	0.4	-16.2	28.1	13.1
영업이익률(%)	9.3	9.8	7.2	8.5	8.7
순이익률(%)	6.6	6.4	6.4	7.1	7.3
ROE(%)	24.4	19.6	14.1	16.0	15.8
PER	7.5	4.3	6.1	4.8	4.2
PBR	1.6	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	3.9	-0.1	0.2	-0.4	-0.9

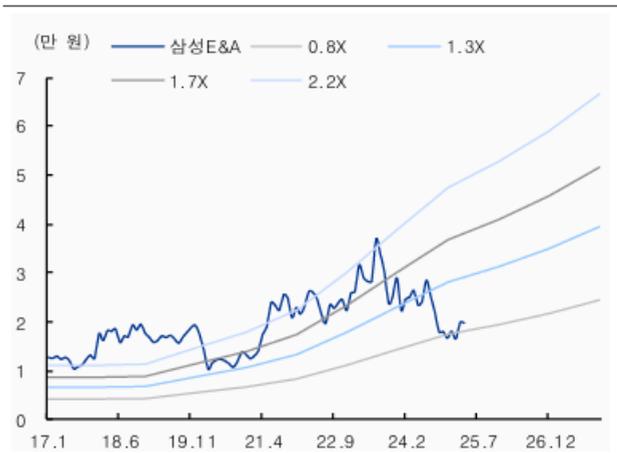
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 삼성E&A 12M. Fwd PER 밴드 차트

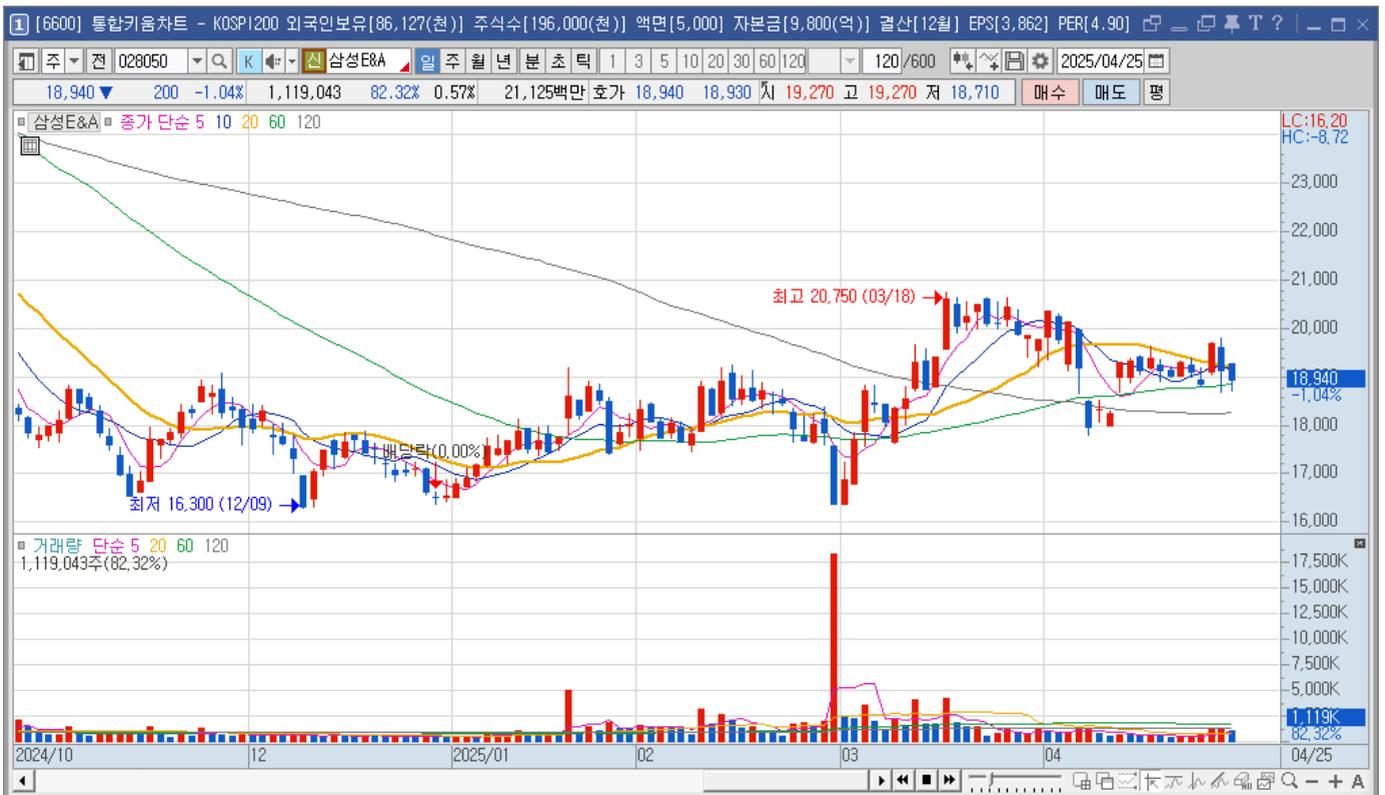


자료: 삼성E&A, Quantwise, IBK투자증권

그림 2. 삼성E&A 12M. Fwd PBR 밴드 차트



자료: 삼성E&A, Quantwise, IBK투자증권



## 한화솔루션

### 두 가지 호재, 약 2년 만에 투자의견 상향

[출처] 하나증권 윤재성 애널리스트

#### 1Q25 영업이익 컨센 대폭 상회. 주택용 에너지 사업의 이익 급증 영향

1Q25 영업이익은 303억원(QoQ -72%, YoY 흑전)으로 컨센(-607억원)을 대폭 상회했다. 석유화학의 적자 확대에도 불구하고, 신재생의 서프라이즈 덕분이다. 지배순이익은 -445억원으로 적자를 기록했다. 영업 외손실 약 1,247억원 반영 영향이다. 신재생 영업이익은 1,362억원(QoQ +125%)으로 대폭 증가했다. 주

택용 에너지 사업의 영업이익이 전분기 약 200억원 수준에서 이번 분기에 1,292억원(매출액 약 6천억원, OPM +22%)으로 대폭 개선된 덕분이다. 모듈의 영업적자 -1,351억원(OPM -23%)는 판매량 감소(QoQ -40%)로 인해 약 800억원 가량 줄어든 것으로 파악된다. AMPC는 1,839억원으로 전분기와 유사했고, 발전자산 매각/EPC 영업이익은 낮은 매출액 규모로 인해 -418억원으로 적자전환했다. 케미칼 영업이익은 -912억원(QoQ -370억원)을 기록하며 적자폭이 확대되었다. 대규모 정기보수에 따른 약 500억원의 기회손실과 전기료 상승에 따른 원가 부담 상승 영향이다.

## 2Q25 영업이익 QoQ 약 1천억원 개선 예상

2Q25 영업이익은 1,389억원(QoQ +358%, YoY 흑전)으로 대폭 개선을 전망한다. 석유화학의 적자폭 축소와 신재생의 추가 개선을 가정했다. 신재생 영업이익은 1,662억원(QoQ +22%)으로 개선을 전망한다. 주택용 에너지 사업의 영업이익이 전분기와 유사한 1,105억원 수준으로 유지되는 가운데, 모듈 사업에서의 적자폭 축소(QoQ +84억원)와 APMC 증가(QoQ +211억원)에 따른 영향이다. 2Q25 모듈 사업은 출하량이 QoQ +10% 내외로 증가하고 전분기에 이은 완만한 판가 상승도 기대된다. 케미칼 영업이익은 -208억원(QoQ +704억원)으로 적자폭 축소를 예상한다. 정기보수 효과 제거, PVC/가성소다 개선 영향이다.

## 두 가지 호재. 약 2년 만에 투자의견 상향

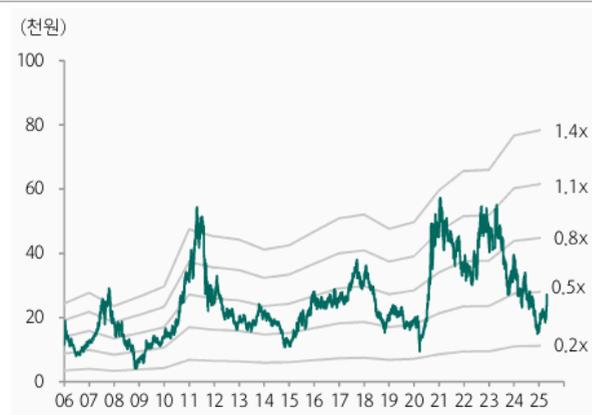
투자의견을 약 2년 만에 BUY로 상향하고, TP 또한 2.3만원에서 3.4만원으로 상향한다. 2025 ~26년 이익 추정치 대폭 상향 영향이다. 추정치 상향은 주택용 에너지 사업의 이익 가시성 확보와 모듈 판가 상승에 근거한다. 주택용 에너지 사업은 큐셀의 100% 미국 자회사 Enfin이 핵심이다. Enfin은 2023년 1월부터 TPO(Third Party Ownership) 및 ABS 유동화 사업을 시작했고, 2024년 TPO 상품 출시 이후 10월까지 6개 주에서 1만건 이상의 계약을 체결하는 등 빠르게 성장 중이다. 금리인하 등에 따른 가정용 태양광 시장의 회복(CAGR +8%)과 그보다 더 빠른 TPO 사업의 성장(CAGR +18%) 속에서 설치/운영 중심의 경쟁사 대비 제조설비까지 보유한 한화솔루션의 강점은 특히나 부각될 전망이다. 실제 회사는 ABS 유동화보다 TPO 수익이 더욱 빠르게 증가할 것으로 전망하고 있다. 동남아 4개국에 대한 AD/CVD 관세 부과, 내부 수요 성장을 감안하면 미국 태양광 모듈 재고 감소와 가격 반등은 필연적이다. 이미 회사는 1Q25부터 모듈 판가의 소폭 상승이 포착되고 있음을 언급했다. 향후 추가적인 실적 상향 가능성이 열려 있다는 점에서 섹터 Top Pick으로 제시한다.

## Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

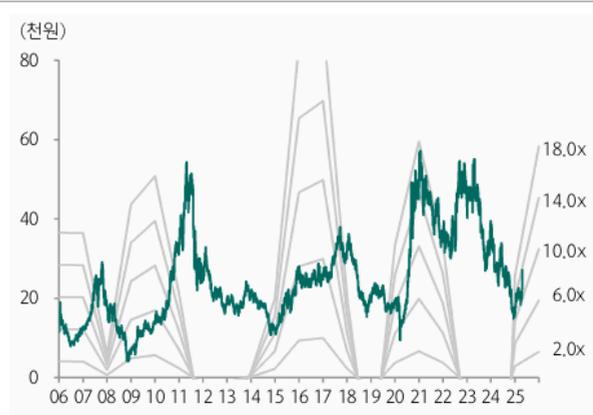
투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	13,078.5	12,394.0	14,990.3	15,214.9
영업이익	579.2	(300.2)	749.5	1,131.8
세전이익	132.1	(1,423.7)	343.3	783.5
순이익	(141.0)	(1,404.4)	247.9	565.7
EPS	(795)	(8,050)	1,421	3,242
증감율	적전	적지	흑전	128.15
PER	(49.69)	(2.00)	19.07	8.36
PBR	0.84	0.29	0.48	0.46
EV/EBITDA	12.33	35.32	9.68	7.23
ROE	(1.66)	(15.99)	2.60	5.71
BPS	47,157	54,793	55,917	58,863
DPS	300	300	300	300

도표 3. 한화솔루션 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나증권

도표 4. 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나증권



## 현대제철

### 바닥 확인은 끝났다

[출처] 유안타증권 이현수 애널리스트

**1Q25(P): 매출액 5.6조원, 영업이익 -190억원**

영업이익, 당사 추정(-1,040억원) 및 Consensus(-370억원) 상회

1) 별도: 파업 및 직장폐쇄, 공격적인 봉형강 감산 등으로 제품 판매량이 전년동기비 -10% 이상 감소할 것으로 전망했으나 재고를 활용한 판매로 -5% 감소에 그쳤으며 전분기비로는 -2% 감소하여 예상보다

높은 판매량 기록. 판재류와 봉형강류 모두 전분기비 제품 스프레드가 큰 변화가 없었던 것으로 추정되는 가운데 판매량 감소에도 불구하고 영업적자 규모는 전분기비 축소. 이는 4Q에 인식했던 일회성 요인들이 제거된 영향으로 파악. 2) 별도 외: 미국 종속회사에서 4Q 일회성 이익이 있었던 것으로 추정되어 1Q에는 종속회사 단순합산 영업이익 규모가 전분기비 축소된 것으로 관측되나 흑자 기초를 유지한 것으로 판단.

## 2Q는 영업흑자 전환, 하반기 영업이익 확대 기대

4Q24~1Q25, 2개 분기 연속 영업적자를 기록했으나 2Q는 영업흑자 전환 기대. 여전히 국내 부동산 관련 수요가 부진하며 일부 철근 공장에서도 섀다운을 이어가고 있으나 동사를 비롯한 관련 업계의 감산 노력으로 최근 유통가격이 반등. 부진한 업황이기는 하나 계절적 성수기 영향으로 봉형강 판매량은 전분기비 확대 전망. 판재류 역시 파업 등의 영향으로 1Q 고부가가치 제품인 차강판 판매량이 전분기비 -18% 감소했으나 2Q에는 판매가 회복되며 믹스 개선 효과가 있을 것으로 추정.

## 미국 투자, 같이 할 파트너가 많다

미국 전기로 투자비는 58억달러로 원화 기준 8조원이 넘어가는 대형 투자이지만 안으로는 현대차그룹 계열사가 밖으로는 포스코그룹 등 전략적 투자자가 같이 진행할 예정으로 동사에 대한 자금 부담은 예상보다 높지 않을 것으로 추정. 해당 투자가 동사에 부담을 줄 수 있다는 우려가 단기적으로 주가에 부정적인 영향을 미쳤으나 추후 구체적인 자본구조가 드러날 경우 그 우려는 감소할 수 있을 것으로 판단.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,564	-6.5	-0.9	5,494	1.3
영업이익	-19	적전	적지	-37	46.7
세전계속사업이익	-67	적전	적지	-91	27.0
지배순이익	-55	적전	적지	-76	27.5
영업이익률 (%)	-0.4	적전	적지	-0.7	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	-1.0	적전	적지	-1.4	+0.4 %pt

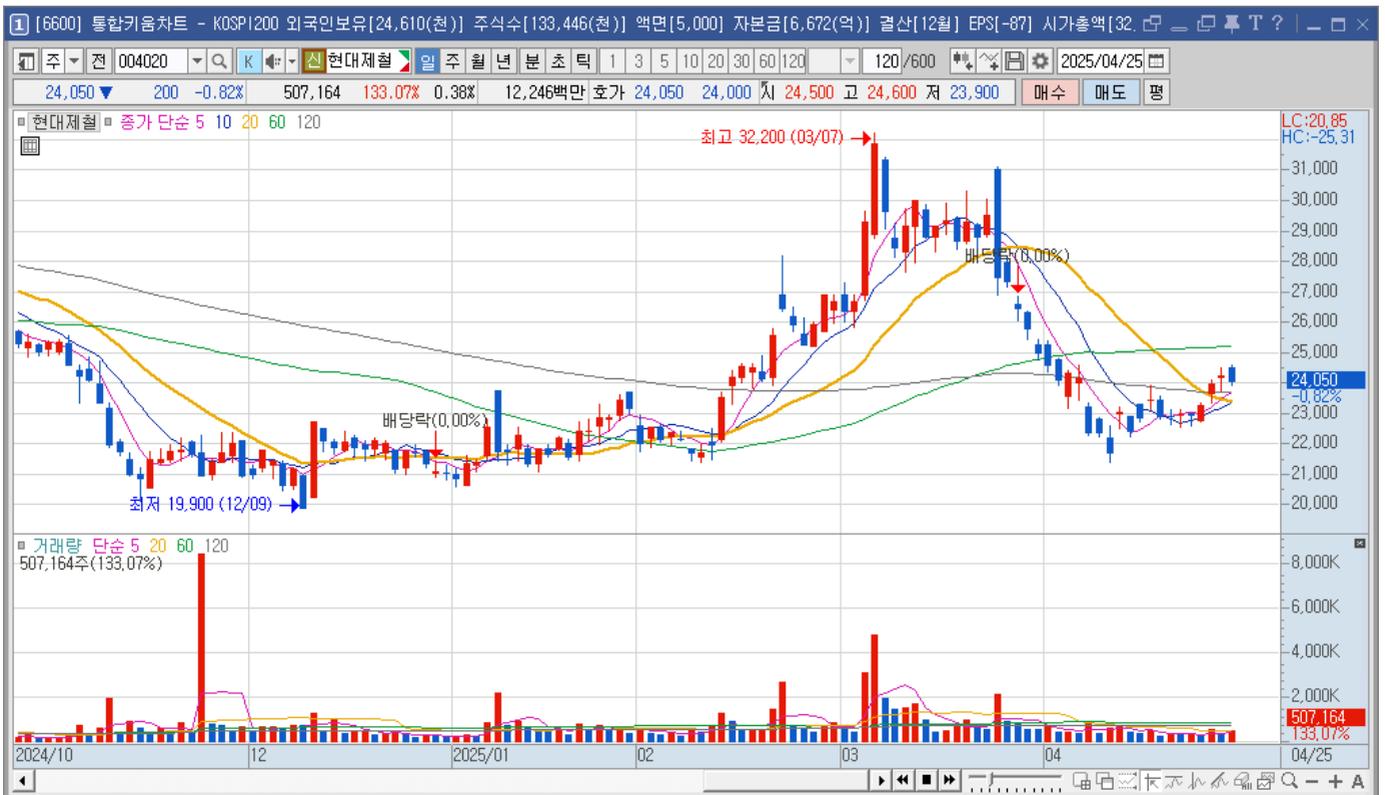
자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	25,915	23,226	23,229	24,110
영업이익	798	159	521	872
지배순이익	461	-12	243	519
PER	10.1	-329.8	13.3	6.2
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	5.4	6.7	5.1	4.3
ROE	2.4	-0.1	1.2	2.6

자료: 유안타증권



## 넥센타이어

### 기대 이상의 1분기, 하반기 불확실성은 여전

[출처] 키움증권 신윤철 애널리스트

#### 1Q25 Preview: 시장 기대치 소폭 상회 전망

매출액 7,533억 원(+11.1% YoY, +8.0% QoQ), 영업이익 392억 원(-5.7% YoY, +153.4% QoQ)을 기록하며 시장 기대치(매출액 7,206억 원, 영업이익 341억 원)를 수익성에서 상회할 전망이다. 원화 약세가 매출액 성장을 견인할 전망이며 비용 단에서는 직전 분기에 유럽향 제품 생산에 EUDR(European Union

Deforestation Regulation) 적용 천연고무가 원재료로 투입되며 상승했던 제조원가의 안정화가 일부 기대된다. 또한 글로벌 해상운임 하락 기조 속에서 넥센타이어 역시 하향 갱신된 유럽향 해상운임을 1Q25부터 반영하기 시작했으며 미국향 해상운임은 2분기 중 갱신을 앞두고 있다.

다만 2024년 하반기부터 재고자산, 매출채권이 급격히 증가하며 넥센타이어 순운전자본에 부담이 발생한 바 있으며 단기적으로는 부담 완화를 기대하기 어려울 전망이다. 선제적으로 확보했던 EUDR 적용 천연고무는 하반기부터 다시 제조에 투입될 예정이기에 당분간은 재고로 남아있어야 한다. 그리고 트럼프 행정부의 자동차 부품 품목관세 부과 대상에 PCLT 타이어가 포함된 반면 넥센타이어는 미국 내 생산기지를 보유하지 않고 있기 때문에 현재 미국으로 타이어를 최대한 선적하여 현지에서 재고를 확보하고 있을 것으로 판단한다.

또한 넥센타이어는 기존의 도매판매 중심의 북미 유통구조를 소매판매 중심으로 전환하는 과정에 있기에 매출채권 회전율은 낮아질 수밖에 없다. 체질 개선 관점에서는 긍정적이지만 품목관세로 인해 자동차 업계의 불확실성이 확대되고 있는 구간인 만큼 부담으로 작용하는 것이 사실이다.

### 미국 반덤핑관세 & 품목관세 이증고

미국 시장에서의 2022년 7월-2023년 6월 판매분에 대한 반덤핑관세 본 판정 결과는 4월 말-5월 초에 확인할 수 있을 것으로 예상된다. 반덤핑관세는 자동차 부품 품목관세와는 별개의 건이기에 중복 부과가 가능한 것으로 파악되며 만약 기존 예상보다 반덤핑관세율이 높게 판정될 경우 손익에 부담으로 작용할 전망이다. 다만 그 확률은 낮을 것으로 판단한다.

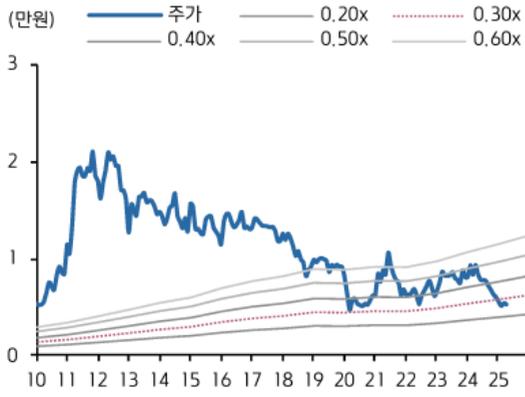
만약 백악관이 자동차 부품 품목관세 부과를 유예하지 않기로 결정할 경우 5월 3일부터 미국에 수입되는 모든 PCLT 타이어가 부과 대상이 될 예정이다. 2Q25까지는 미국 내 보유 재고로 수요 대응이 가능하겠으나 하반기부터의 미국향 수출 대응방안 관련 넥센타이어의 구체적 소통이 필요한 시점이다

### 투자지표

(십억원, IFRS)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,701.7	2,847.9	3,055.6	3,159.7
영업이익	187.0	172.1	186.9	205.6
EBITDA	383.4	407.4	423.8	429.8
세전이익	149.7	169.8	148.3	165.8
순이익	103.1	126.7	107.1	119.1
지배주주지분순이익	102.8	126.4	106.8	118.8
EPS(원)	987	1,213	1,025	1,141
증감률(% YoY)	흑전	22.9	-15.5	11.2
PER(배)	8.1	5.0	5.0	4.5
PBR(배)	0.49	0.34	0.27	0.25
EV/EBITDA(배)	5.9	4.9	4.6	4.0
영업이익률(%)	6.9	6.0	6.1	6.5
ROE(%)	6.3	7.1	5.5	5.7
순차입금비율(%)	84.9	74.3	70.0	53.7

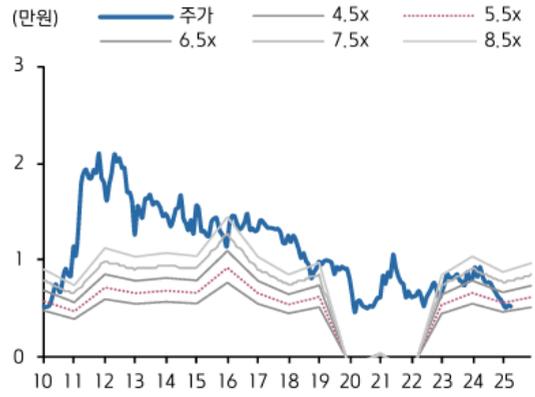
자료: 키움증권 리서치센터

### 넥센타이어 12M Fwd P/B Band Chart



자료: 키움증권 리서치

### 넥센타이어 12M Fwd P/E Band Chart



자료: 키움증권 리서치





## 제이브이엠

### 1분기 승리 요인은 수출

[출처] IBK투자증권 이건재 애널리스트

#### 1Q25 Preview

1분기 동사 실적을 매출액 428억원(+7%, YoY), 영업이익 86억원(+18.2%, YoY)으로 전망함. 매출액 대비 이익 성장이 두드러진 이유는 이익률이 좋은 수출 실적이 내수 보다 더 개선되었을 것으로 예상하기 때문. 4분기는 동사의 계절적 성수기로 최근 2년간 4분기 실적은 수출이 내수를 앞서며 이익률 개선세가 나타났음. 동사는 4분기를 제외하면 수출 실적이 내수를 넘어선 적이 없었으나, 올해 1분기에는 사상 처음으로 수출이 내수를 앞지를 것으로 전망됨. 1분기 수출 호조를 예상하는 근거는 지난해 말 출시한 신제품 COUNTMATE가 북미 시장에서 긍정적 반응을 얻고 있으며, 기 출시된 MENITH 또한 출시 3년 차에 접어들어 본격적인 성장 국면에 진입하고 있는 것으로 분석되기 때문.

#### 2Q25 실적은 더 개선될 것

동사는 4월 1일부로 국내 제품 가격 10% 인상을 발표함. 판매 가격 상승은 글로벌 원재료 가격 상승에 기인한 것으로 가격 인상 발표 이전에 국내 고객사들의 대규모 선(先)발주가 이뤄져 사전 주문 수량이 빠르게 증가하고 있는 것으로 판단됨. 동사의 올해 실적의 강도는 4Q > 2Q > 1Q > 3Q 순으로 나타날 가능성이 높으며 수출 실적 개선과 가격 상승에 따른 원가율 하락으로 이익률은 연간 20%가 넘어설 것으로 전망됨

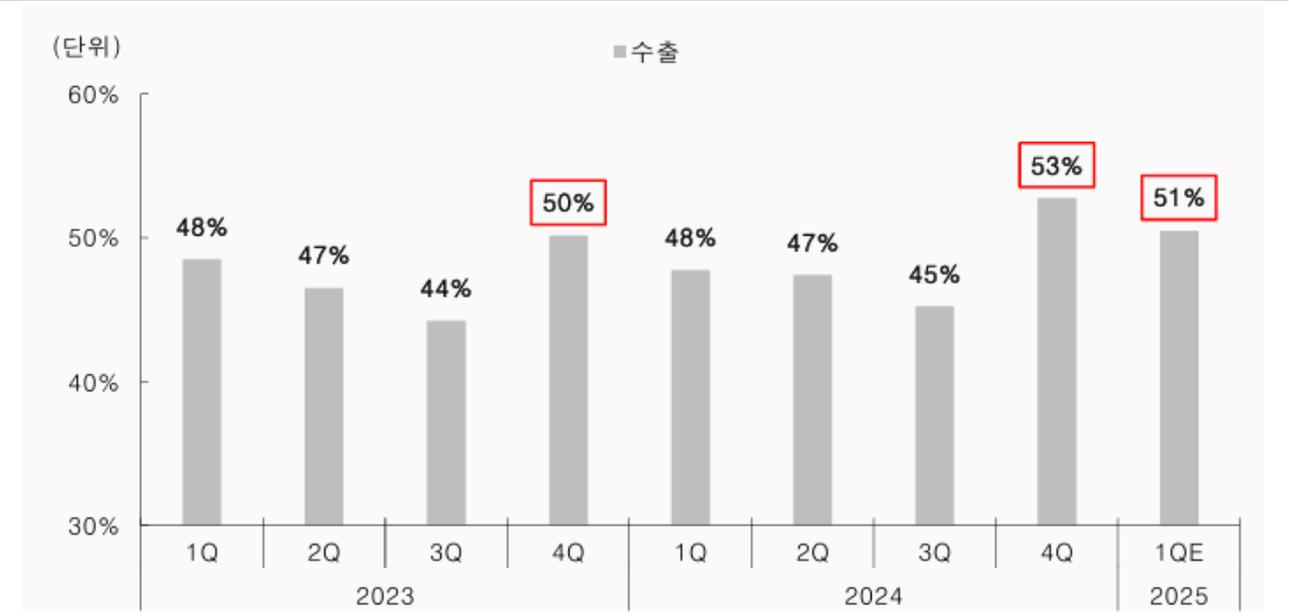
#### 투자의견 매수 목표주가 35,000원 유지

동사에 대한 투자의견 매수, 목표주가 35,000원을 유지함. 성장 속도가 시장 기대치보다 살짝 늦는 감은 있지만 매출과 영업이익 모두 확실히 우상향하고 있고 수출 실적도 지속적으로 증가하고 있어 충분한 투자 가치가 있는 기업인 것으로 판단됨.

(단위: 억원, 배)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,420	1,571	1,594	1,769	1,936
영업이익	220	298	307	358	408
세전이익	213	331	347	394	459
지배주주순이익	158	262	288	317	365
EPS(원)	1,303	2,171	2,386	2,625	3,020
증가율(%)	76.0	66.6	9.9	10.0	15.1
영업이익률(%)	15.5	19.0	19.3	20.2	21.1
순이익률(%)	11.1	16.7	18.1	17.9	18.9
ROE(%)	10.4	15.5	15.1	14.7	15.0
PER	15.7	12.2	8.0	8.7	7.5
PBR	1.6	1.8	1.1	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.8	7.6	4.4	3.9	2.8

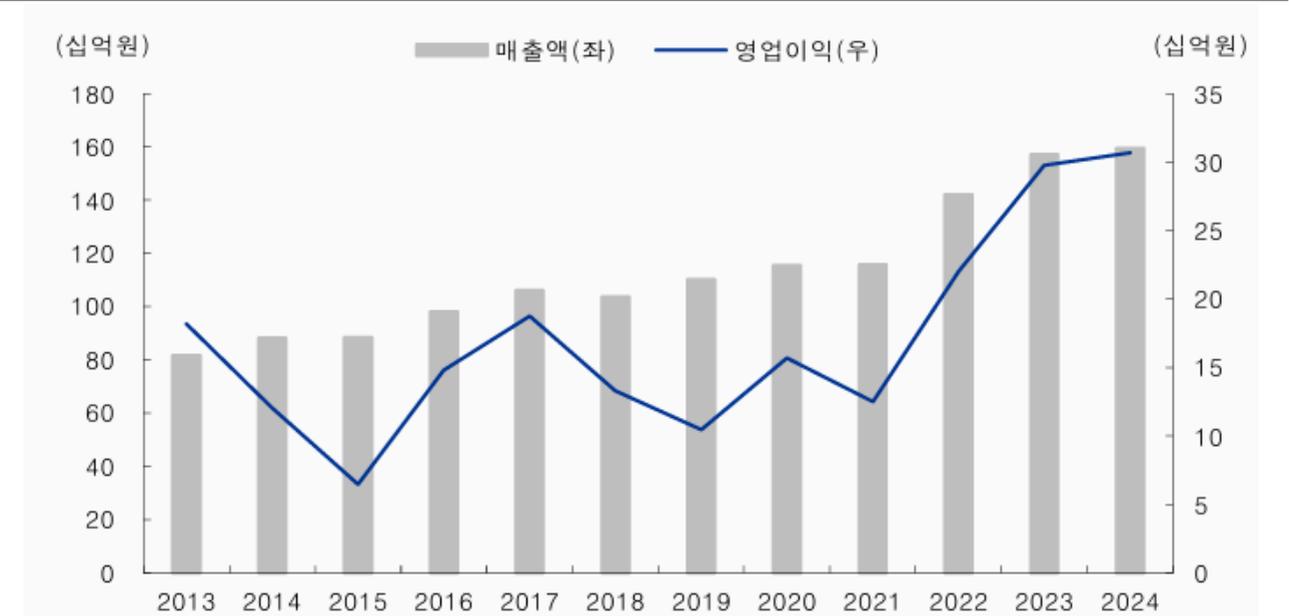
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 수출 비중 추이



자료: 제이브이엠, IBK투자증권

그림 2. 2013 ~ 2024 실적 추이



자료: Quantwise, IBK투자증권

