

2025.05.07.(수) 증권사리포트

❖ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

삼성전자

비용 감소 효과 제외하면 부진한 1Q25 실적

[출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트

1Q25 Review: 비용 감소 효과(-2.8조원) 제외하면 부진

1Q25 실적에서 주목할 부분은 비용 감소다. 작년 하반기 급격히 증가하던 감가상각비와 연구개발비가 각각 1.5조원, 1.3조원 QoQ 감소하였다. 비용 감소 효과를 제외하면 실제 영업이익은 당초 예상했던 4.7조원에 S25 판매 호조로 MX 실적에서 상회한 부분을 더한 것과 비슷하다. 여전히 아쉬운 실적이다.

2Q25 영업이익은 7.19조원, 하반기는 실적 눈높이를 낮출 필요

OEM들 재고 정상화 이후, 상호관세 부과로 인한 Pull-in 효과가 더해져 본격적인 Restocking 수요가 예상된다. 2Q25 영업이익은 7.19조원(DS 3조원(Memory 5.1, System LSI -2.1조원), SDC 0.76조원, DX 3.07조원, 하만 0.34조원)으로 추정된다. 메모리 실적 개선과 비메모리 가동률 개선에 따른 적자 축소가 실적 개선 주요 이유다. 그러나 최종 수요 전망은 여전히 불투명하며, 경쟁 심화를 이겨낼 만한 고부가제품 차별화 전략도 아직 성과가 미흡함은 아쉬운 부분이다. 상호관세 부과 이후 하반기에는 최종 수요 감소 위험이 크기 때문에, 하반기 실적 눈높이는 낮출 필요가 있다.

수요 전망 불투명에도 주가는 저평가 영역, 투자의견 '매수' 유지

작년 말 이후 수요 흐름 개선으로 상반기 실적은 양호하나, 하반기 및 내년 수요 전망은 불투명하다. 이미 Valuation 측면에서 주가는 저평가 영역에 있어 하락 위험은 제한적이지만, 한동안 제한적인 박스권 주가 흐름이 예상된다. 긴 호흡의 관점에서 접근할 필요가 있다. 목표주가 72,000원을 유지한다.

Fig. 1: 삼성전자 연결재무제표 요약

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	258,935	300,871	315,279	327,609	301,400
영업이익	6,567	32,726	31,069	34,060	24,766
세전이익	11,006	37,530	36,049	40,387	32,037
순이익[지배]	14,473	33,621	31,663	34,684	27,513
EPS(원)	2,131	4,950	4,695	5,149	4,085
증감률(%)	-73.6	132.3	-5.2	9.7	-20.7
PER(배)	36.8	10.7	11.8	10.8	13.6
PBR	1.5	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	10.0	3.6	3.5	2.9	3.2
ROE(%)	4.1	9.0	7.8	7.9	5.9
배당수익률	1.8	2.7	2.6	2.6	2.6

자료: 삼성전자, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결



산일전기

고성장 모멘텀 지속

[출처] IBK투자증권 김태현 애널리스트

우호적 사업환경 이어져, 매 분기 실적 확대 전망

기존 매수 의견과 목표주가 9만원을 유지한다. 1분기 영업이익이 시장 기대치를 약 7% 상회했다. 미국 중심의 우호적인 사업환경이 이어지는 가운데, 2공장 가동에 따른 증설 효과를 고려하면 하반기로 갈수

록 실적 확대가 기대된다.

1분기 영업이익, 시장 기대치 7% 상회

매출액과 영업이익이 각각 988억원(+39.9% yoy, -8.8% qoq), 375억원(+61.4% yoy, +11.4% qoq)을 기록, 컨센서스(1,049억원/351억원)와 IBKS추정치(1,002억원/329억원) 대비 매출은 소폭 하회했고, 영업이익은 상회했다. 전분기 대비 매출 감소는 일시적인 선적 지연에 따른 것으로, 우려 요인은 아니다. 전방 산업별로, 송배전 전력망용 변압기 매출이 450억원(+98.1% yoy), 신재생에너지 발전용 변압기 매출은 500억원(+24.2% yoy)으로 증가했다. 수출비중도 95.7%(+11.1%p yoy, +2.9%p qoq)로 확대됐다. 신규 수주는 1,693억원(+103.2% yoy, +40.3% qoq), 수주 잔고는 4,597억원(+53.9% yoy, +18.1% qoq)을 기록했다. 외형 성장에 따른 레버리지 효과와 고마진 지상 변압기 판매 비중 확대, 일부 원자재 매입처 다각화 등으로 영업이익률이 38.0%(+5.1% yoy, +6.9%p qoq)로 개선됐다.

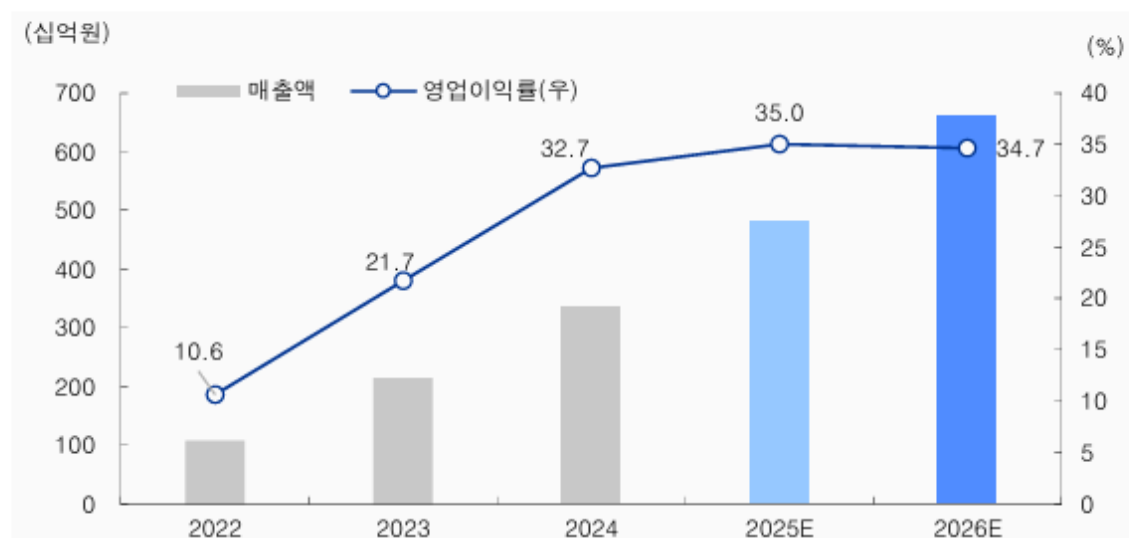
연간 가이드نس, 무난히 달성 가능할 듯

연간 기준으로 매출 4,811억원(+44.0% yoy), 영업이익 1,685억원(+54.2% yoy)을 예상하며, 2공장(CAPA: 3,000억원)의 매출 기여는 1,000억원, 관련 감가비는 40억원으로 추정된다. 사측 가이드نس(매출액 4,340억원, 수주 5,200억원)는 무리 없는 수준이며, 상호 관세 부과 이슈도 주요 고객과의 협의, 원자재 소싱 다변화, 제품 설계 고도화 등을 통해 대응 가능할 전망이다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	215	334	481	660	877
영업이익	47	109	168	229	302
세전이익	48	105	167	223	297
당기순이익	39	84	134	176	234
EPS(원)	8,807	3,214	4,395	5,766	7,671
증가율(%)	5,268.8	-63.5	36.8	31.2	33.0
영업이익률(%)	21.9	32.6	34.9	34.7	34.4
순이익률(%)	18.1	25.1	27.9	26.7	26.7
ROE(%)	47.0	29.9	20.9	21.4	21.6
PER	0.0	21.3	12.7	9.7	7.3
PBR	0.0	4.8	3.1	2.4	1.9
EV/EBITDA	0.0	17.6	9.1	6.6	4.9

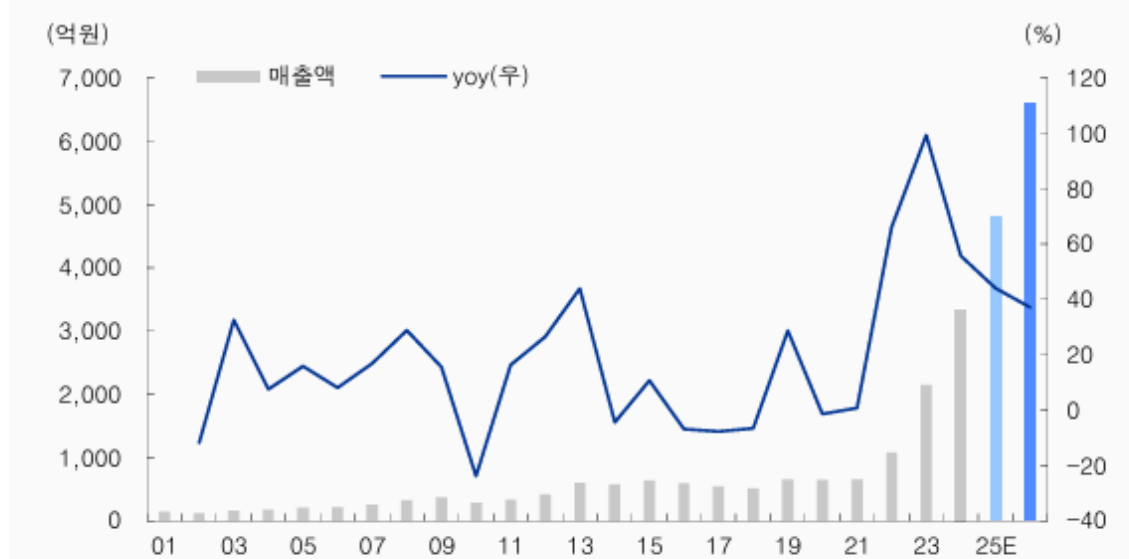
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 실적 추이 및 전망



자료: 산일전기, IBK투자증권

그림 2. 장기 매출 추이 및 전망



자료: 산일전기, IBK투자증권



LG에너지솔루션

시총 70조원대 지지 전망

[출처] 하나증권 김현수 애널리스트

1Q25 Review : 소형 전지 부문 출하 증가 긍정적

1분기 실적은 매출 6.3조원(YoY +2%, QoQ -3%), 영업이익 3,747억원(YoY +138%, QoQ 흑자전환, OPM 6.0%, QoQ +9.5p)을 기록했다. 미국 생산 보조금(AMPC) 효과 제외한 영업이익률은 -1.3%(QoQ +8.0%p). 1) 중대형 자동차 전지 부문(매출 비중 65%) 매출은 YoY +6%, QoQ -4%로 큰 변화 없었다.

AMPC가 QoQ +21% 증가했으므로 2분기 북미 판매는 증가한 것으로 추정되나, 유럽 시장 부진 지속(1분기 유럽 배터리 출하 YoY -13% 감소, 유럽 시장 내 점유율 20.8%로 YoY -10.3%p 하락)되며 부문 전체 매출은 QoQ 감소했다. 다만, 주요 고객사들로부터 수취한 보상금 힘입어 AMPC 제외한 수익성은 개선됐다(OPM -3.5%, QoQ +9.8%p). 미국 생산 보조금(AMPC) 반영한 영업이익률 역시 7.8%로, QoQ +12.1%p 상승했다. 2) 소형전지 부문(매출 비중 26%)은 전방 수요 부진으로 부문 매출 YoY -22% 감소했지만, 신차 출시 앞두고 QoQ +6% 증가했다. 부문 영업이익률은 가동률 상승에 따른 고정비 부담 완화로 흑자 전환했다(5.1%, QoQ +6.2%p).

2분기 실적 : AMPC 제외 적자 지속 전망

2분기 실적은 매출 5.5조원(YoY -11%, QoQ -12%), 영업이익 3,186억원(YoY +63%, QoQ -15%)으로 매출 및 이익의 QoQ 감소가 불가피할 전망이다. 소형전지 부문 신차 출시 효과 지속될 것으로 예상되지만 중대형전지 부문의 북미 및 유럽 출하 모두 감소하면서 전사 실적은 QoQ 감소할 전망이다. AMPC 역시 전분기 대비 약 -5% 감소할 전망이다. AMPC를 포함한 전사 영업이익률은 5.8%(QoQ -0.2%p)로 흑자 유지 전망되나, AMPC 제외한 전사 영업이익률은 -2.1%(-0.8%p)로 적자 지속될 전망이다.

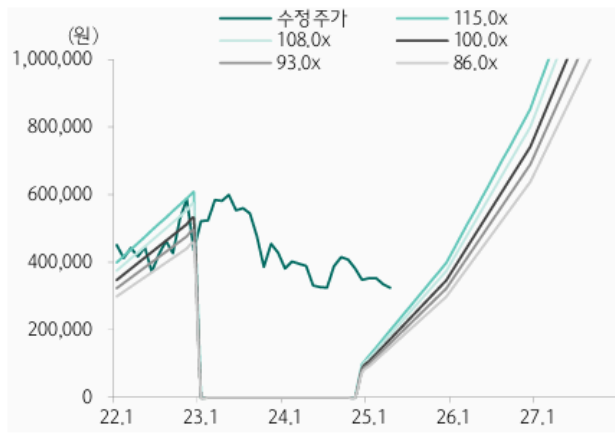
투자의견 중립 유지

2분기 매출이 다시 전분기 대비 감소 전환하고 연간 매출 성장률이 연초 공시했던 수준(+5% ~ +10%) 수준을 달성하지 못할 가능성이 높아짐에 따라, 단기적으로 주가 하락 불가피할 전망이다. 다만, 미국과 유럽의 정책 불확실성 불구 전기차 판매 증가가 지속되고 있고, 공급망 내 중국 의존도 완화 기조 역시 확고한 상황에서 2026년부터 3년간 연평균 +15%의 매출 성장 및 가동률 상승에 따른 이익 레버리지 효과 확대가 가능하다고 판단한다. 이를 가정한 2027년 예상 지배주주순이익 및 최근 3년 평균 24M Fwd P/E 45배 적용 시 도출되는 적정 시총은 79조원이다. 이에 따라 목표주가 336,000원, 투자의견 중립을 유지한다. 물론, 점진적 De-rating 진행 중인 상황에서 P/E 30~40배를 바로 적용할 경우 시총 60조원까지의 하락 가능성 배제할 수 없다. 다만, 구조적 성장 산업 내 주요 기업으로써, 미래 예상 CAPA(500GWh)의 실적 가시성 높다고 판단하며, 이를 기준으로 P/E 20배 적용 시 도출되는 시총 70조원 논리가 주가의 하단을 막아줄 것으로 판단한다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

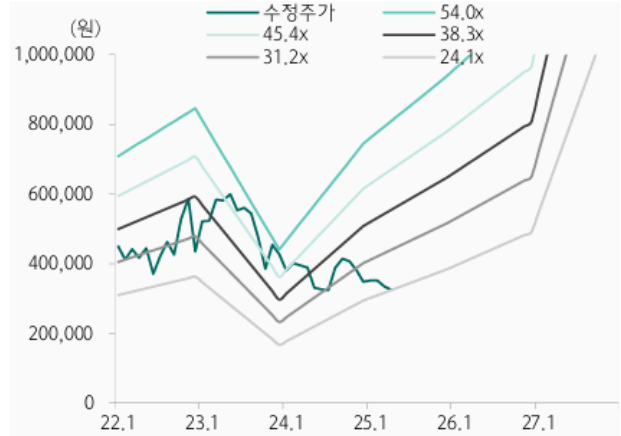
투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	33,745.5	25,619.6	25,310.2	29,196.4
영업이익	2,163.2	575.4	1,360.9	2,491.8
세전이익	2,043.5	348.9	823.0	1,789.5
순이익	1,237.2	(1,018.7)	198.7	809.6
EPS	5,287	(4,354)	849	3,460
증감율	59.97	적전	흑전	307.54
PER	80.86	(79.93)	382.21	93.79
PBR	4.95	3.86	3.56	3.43
EV/EBITDA	29.17	48.47	28.98	23.33
ROE	6.36	(4.93)	0.94	3.73
BPS	86,328	90,240	91,089	94,549
DPS	0	0	0	0

도표 2. LG에너지솔루션 12M Fwd P/E



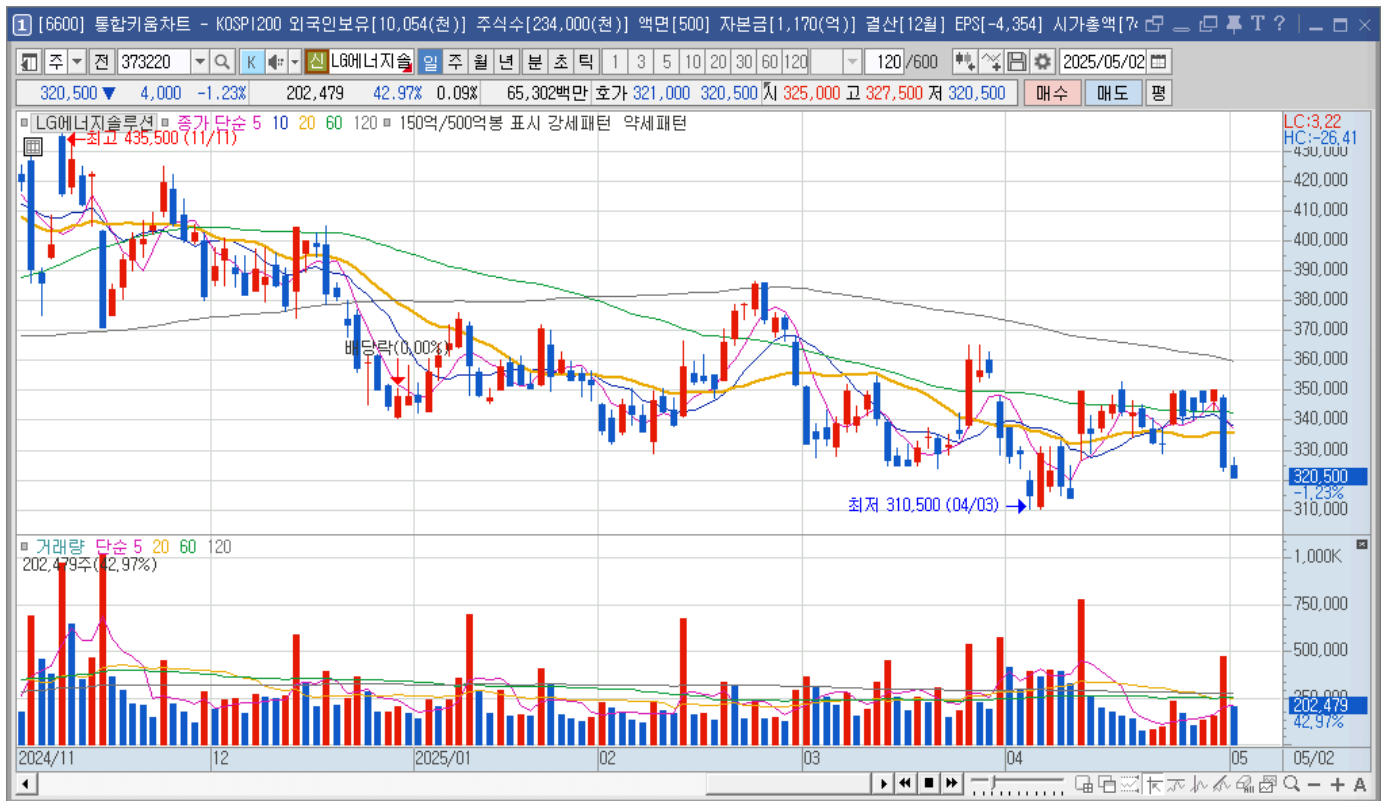
자료: 하나증권

도표 3. LG에너지솔루션 12M Fwd EV/EBITDA



자료: 하나증권





두산

Next Level에 들어서다

[출처] DS투자증권 김수현 애널리스트

전자 BG 멀티플 대폭 낮춰도 적정주가 50만원으로 상승

전자 BG에 대한 25F Target Multiple을 기존 22배에서 15배로 대폭 하향 조정한다. 그럼에도 25F 순이익 전망치가 크게 증가하여 목표주가는 기존 45만원에서 50만원으로 상향 조정된다. 25년 전자 BG 순이익 전망치는 기존 1,570억원에서 3,510억원 (영업이익 4,850억원)으로 상향 조정했다. 이 경우 전자 BG의 가치는 5.3조원이다.

Target 멀티플 15배는 경쟁사 대만 EMC 25F P/E 13배에 10% 할증된 수준이다. 10% 할증은 과도하지 않다. 25년 EMC의 OP 마진이 20%, 두산 전자의 마진은 30%에 육박한다. 멀티플 하향은 1)관세에 따른 경기 침체 우려와 시장 멀티플 하락, 2) 전방 고객사의 멀티플 하락, 3) 경쟁사의 멀티플 하락을 반영했다. 전자 BG의 가치 산정에 기존 25~26년 평균 순이익 전망치 대신 25년 순이익만 반영했다. 26년 실적까지 포함할 경우 목표주가가 57만원을 상회하고 이 경우 현재 주가 대비 괴리율이 80%를 초과하여 당사 목표가 산정 정책에 위배된다.

25년 전자 BG 는 Next Level에 들어섰다

1분기 전자 BG 매출액은 4,029억원 (+116% YoY)으로 우리 추정치 3,550억원을 넘어섰다. 추정 OP마진은 28.8% (영업이익 1,161억원)로 우리의 기존 추정OP마진 15%를 크게 넘어섰으며 이는 동사의 분기 경상 OP마진 10% 초반 대비 3배 수준이다. 이번 분기 N사 B제품향 매출은 1,600억원으로 추정된다. 역산하면 N사향 제품의 OP 마진은 45%를 초과하는 것으로 추정된다.

25년 전자 BG 실적 전망치 대폭 수정 + 알파 요인

2분기 매출과 마진도 유사한 흐름을 유지하겠다. 올해 전자 BG 실적 전망치를 대폭 수정한다. 25F 매출 기존 1.39조 → 1.63조 / 25F 영업이익 기존 2,100억원 → 4,680억원 (OPM 28.7%)이다. 이 뿐만 아니라 1) GB200, 300 스위치 트레이 탑재 (현재 동시에 쉼 진행 중), 2) 하반기 ASIC 매출 본격화 등은 알파 요

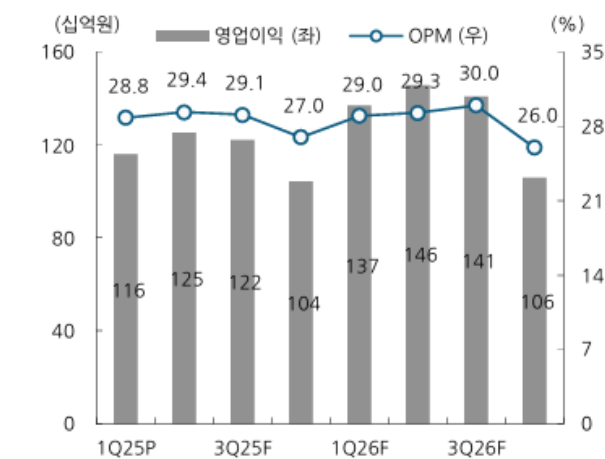
인이다. N사 차세대 R 모델 쉘 통과도 하반기에 대기 중이다. 이 역시 이익 전망치 추가 상향의 트리거 요인이 되겠다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	16,996	19,130	18,133	18,952	19,811
영업이익	1,126	1,436	1,004	1,159	1,290
영업이익률(%)	6.6	7.5	5.5	6.1	6.5
세전이익	-286	451	593	711	743
지배주주지분순이익	-696	-388	-226	167	155
EPS(원)	-42,673	-24,026	-14,215	11,701	10,632
증감률(%)	적전	적지	적지	흑전	-9.1
ROE(%)	-36.0	-22.7	-14.6	10.8	9.3
PER(배)	-1.9	-3.9	-17.9	25.9	28.5
PBR(배)	1.0	1.2	3.7	4.0	3.8
EV/EBITDA(배)	4.0	2.7	5.6	4.6	4.1

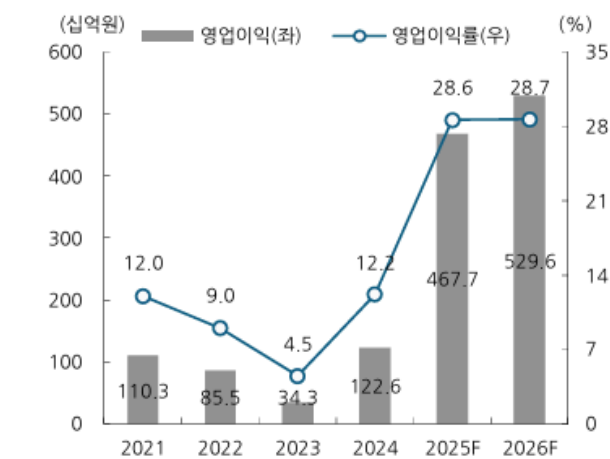
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림1 두산 전자 BG 분기별 영업이익 및 영업이익률 추정



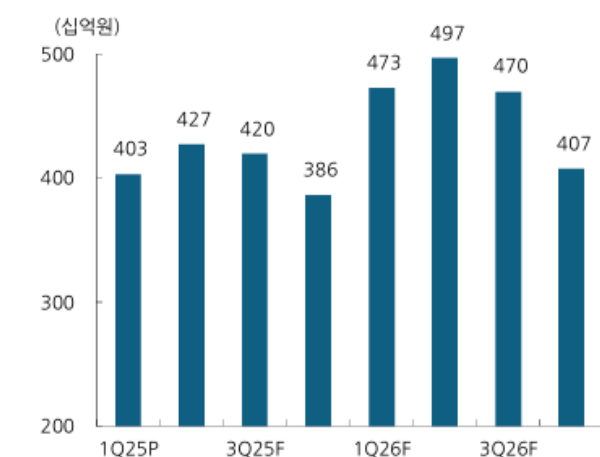
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 두산 전자 BG 연간 영업이익 및 영업이익률 추정



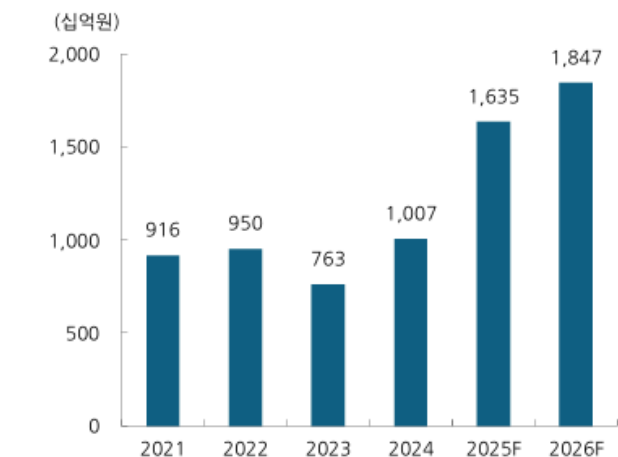
자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 두산 전자 BG 분기별 매출액 전망



자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 두산 전자 BG 연간 매출액 전망



자료: 두산, DS투자증권 리서치센터 추정

주택에서는 도급증액에 따른 정산 이익이 반영(약 300억원)됐다. 이를 제외시 건축주택은 GPM 8% 수준이다. 인프라는 준공 예정인 싱가포르 2개 현장에서의 협의 과정에서 이익 반영이 있었다. 신사업은 영국 엘리멘츠(철골모듈회사)에서의 약 400억원(추정)의 비용 반영이 있었다. 플랜트 부문은 매출액에 기여하고 있는 3개 현장이 실행예산 확정 전이라 원가율 100%로 결산되고 있는 영향이다. 2분기부터 현장별로 실행예산이 확정될 때 정상적인 마진을 보일 수 있다. 판관비에서는 미수채권 증가에 따른 집합대손 설정액 증가와 도시정비 수주 마케팅비 증가 등의 비용이 반영됐다. 영업외에서는 환손실 270억원, 금융순비용 370억원이 있었다. 1Q25 분양세대수는 865세대다. 1Q25 수주는 4.7조원이며, 수주잔고는 63.5조원이다.

2Q25 추정: 매출액 3.3조원, 영업이익 1,260억원(OPM 3.9%)

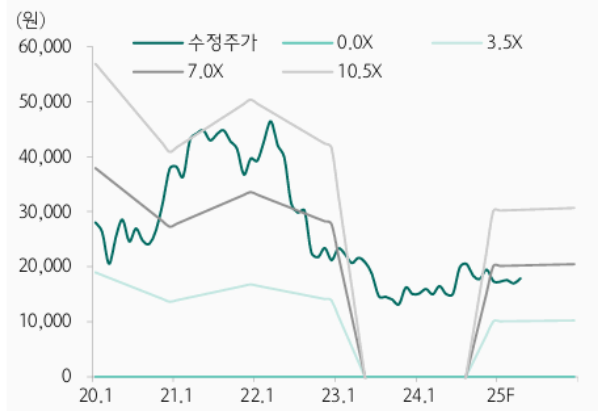
GS건설 2Q25 매출액 3.3조원(-1.1%yoy), 영업이익 1,260억원(+33.5%yoy)으로 추정한다. GPM 추정을 건축주택 10.0%, 신사업 11.0%, 인프라 7.0%, 플랜트 8.0%로 했다. 건축주택은 2분기에도 도급증액(철산, 서초)에 따른 정산이익이 반영될 것으로 보인다. 신사업의 경우 영국 엘리멘츠의 경영진단 결과가 나온 후 추가적인 비용이 일부 발생할 수 있을 것으로 전망했다. 다만 이니마 매각 여부에 따라 추정치는 크게 변동될 수 있다. 이니마는 지분 100% 매각하는 방향으로 협상에 진행 중이다. 1분기 이니마의 매출액은 2,200억원, 영업이익은 400억원이었다.

투자의견 Buy, 목표주가 24,000원 유지

GS건설 투자의견 Buy, 목표주가 24,000원을 유지한다. 목표주가는 25년 EPS 추정치에 Target P/E 8.5배를 적용했다. 투자의견과 목표주가는 마진 개선의 폭, 부동산 업황의 개선, 이자비용의 감소 여부에 따라 상향의 여지가 있다. 그리고 2025~2027년 실적 추정치는 이니마 매각에 따라 바뀔 수 있다.

Financial Data		(십억원, %, 배, 원)			
투자지표	2023	2024	2025F	2026F	
매출액	13,436.7	12,863.8	12,692.4	13,471.6	
영업이익	(387.9)	286.0	435.4	653.8	
세전이익	(517.5)	441.5	361.6	595.4	
순이익	(481.9)	245.6	243.2	401.4	
EPS	(5,631)	2,869	2,842	4,690	
증감율	적전	흑전	(0.94)	65.02	
PER	(2.67)	6.05	6.28	3.81	
PBR	0.30	0.33	0.33	0.30	
EV/EBITDA	(22.43)	11.23	8.03	5.72	
ROE	(10.54)	5.63	5.38	8.33	
BPS	50,839	52,003	54,548	58,940	
DPS	0	300	300	300	

도표 3. PER Band



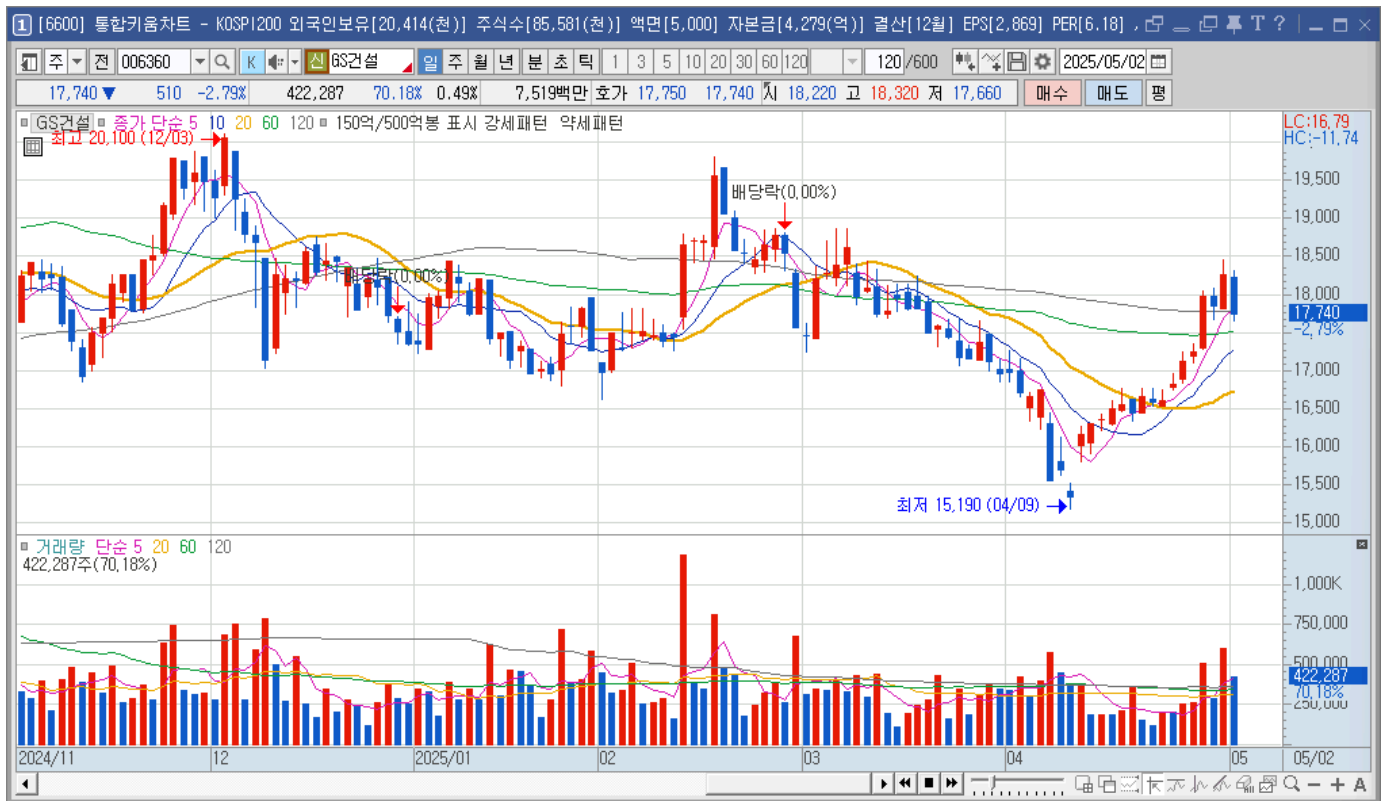
자료: Quantwise, 하나증권

도표 4. PBR Band



자료: Quantwise, 하나증권





이수페타시스

성장 또 성장

[출처] 상상인증권 정민규 애널리스트

투자의견 Buy 유지, 목표주가 55,000원 하향

이수페타시스에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 55,000원으로 하향한다. 목표주가는 유상증자 신주 상장 이후 예상 12M Fwd. EPS 2,229원에 최근 2개년 평균 PER 22.4배를 적용한 후, 10% 프리미엄을 부여해 산출했다. 지속되는 증설에 따른 일회성 비용과 수율 안정화 및 매출 인식 리드타임을 고려하고, 빅테크 고객사들의 AI Capex 피크아웃에 대한 우려를 반영해 목표주가를 하향조정한다. 다만, AI 산업 성장에 따른 고다층/다중적층 MLB 수요 급증은 기술 우위를 가진 동사에게 차별적인 P, Q 상승 효과를 일으키고 있으며, 영업레버리지 효과가 연내 지속될 것으로 전망됨에 따라 투자의견 Buy를 유지한다.

1분기 실적은 컨센서스를 상회할 전망

1분기 매출액과 영업이익은 2,471억원(+23.8% YoY, +9.3% QoQ), 406억원(+76.8% YoY, +59.5% QoQ)으로 컨센서스(Fnguide 4/29일 기준 영업이익 363억원)를 상회할 전망이다. 본사 생산 공장(대구 달성군) PCB 수출입 데이터를 확인했을 때, 수출액 및 중량당 ASP 증가추세는 지속되고 있다. 또한, 우호적 환율과 고부가 제품 비중 확대 수출 의존도가 높은('24년 기준 97.7%) 동사 실적 개선에 기여했을 것으로 판단된다.

영업레버리지 효과를 톡톡히 누릴 2025년

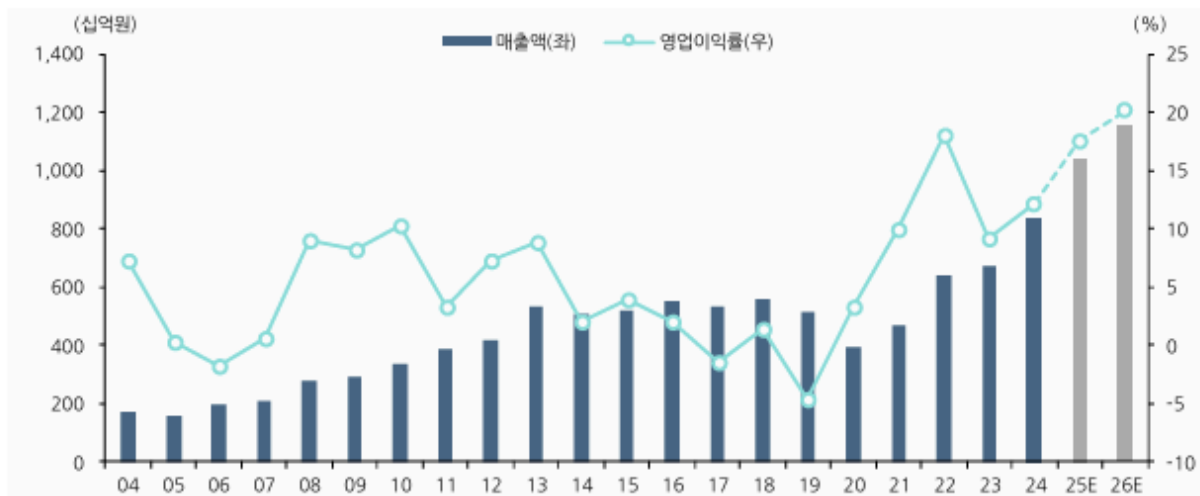
네트워크 고객사향 800Gbps 스위치/라우터 양산이 본격화되면서, 외형 성장과 이익률 개선이 지속될 전망이다. 계속되는 증설에도 공급 Capa 이상의 수요가 지속될 것으로 예상되며 고다층/다중적층 MLB 및 네트워크향 mix 증가로 영업레버리지 효과가 뚜렷할 전망이다. 2025년 매출액과 영업이익은 1조 430억원(+24.6% YoY), 1,832억원(+79.8% YoY)으로 전망한다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	675	62	48	719	39.8	26.4	6.8	19.5	0.3
2024	837	102	74	1,116	23.8	15.1	5.1	24.9	0.5
2025E	1,043	183	149	2,350	14.5	12.0	4.6	37.4	0.4
2026E	1,157	234	194	3,061	11.1	9.1	3.3	34.6	0.4
2027E	1,264	272	230	3,639	9.3	7.4	2.5	30.2	0.4

자료 : K-IFRS연결기준,상상인증권

그림 1. 이수페타시스 매출액 및 영업이익률 장기 전망



자료: 상상인증권





대양전기공업

센서 사업, 조선 호황을 뛰어넘는 성장 축

[출처] IBK투자증권 이건재 애널리스트

고개를 들어 센서 사업을 보라

2007년부터 개발을 시작해 18년 만에 신규 성장동력으로 발전시킨 대양전기공업의 끈기와 집념이 올해 숫자로 투자자들을 만족시킬 것으로 판단됨. 동사가 공급하는 ESC 센서는 미국 Sensata Technologies가 글로벌 시장을 독점하던 부품으로, 현재 동사가 독점 구조를 깨고 유일한 글로벌 경쟁사로 자리매김해 나가고 있음. 동사가 제작 납품하고 있는 ESC 센서는 국내 자동차 메이커, 북미 T사 그리고 글로벌 시장으로 공급되기 시작함. 센서 매출은 지난 6년간 CAGR +38.8%로 빠르게 성장했고 올해도 전년 대비 +47% 성장한 346억 원의 매출을 달성할 것으로 예상됨.

조선, 방산도 탄탄

동사가 영위하는 사업의 근본이라 할 수 있는 선박용 조명사업은 전방 산업이 역사적 최대 호황에 진입하면서 안정적인 상승세를 나타내고 있음. 글로벌 조선 산업에서 '중국 배제' 움직임이 본격화되는 초기 단계지만, 양적 성장에 이어 질적 성장까지 확인되고 있어 이익률 개선이 1분기부터 나타날 것으로 전망됨. 방산 사업은 4Q24부터 다시 수주와 실적이 개선되고 있음을 이미 숫자로 확인했기때문에 상장 이후 처음으로 3개 사업부 모두 호실적 또는 역사적 신고가 달성이 유력함

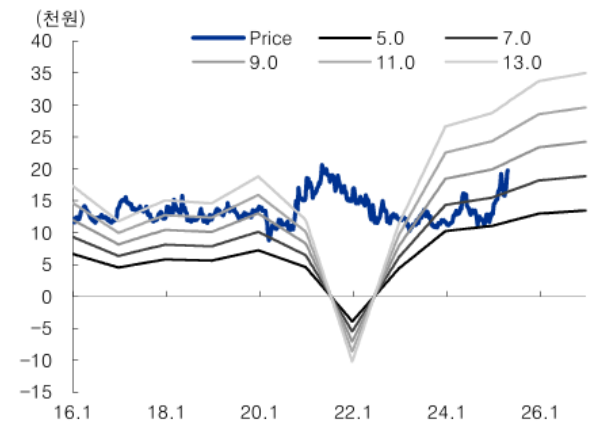
투자의견 매수, 목표주가 29,000원 유지

상장 이후 보수적인 IR 활동과 조선업 불황으로 투자 기회를 찾기 어려웠지만 지난해 말부터 센서 사업부의 유의미한 성장세가 확인되고 조선과 방산 사업부 성장이 확실시되며 과거와 달리 적극적인 IR 활동이 나타나고 있음.

(단위: 억원, 배)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,304	1,543	1,963	2,357	2,673
영업이익	-99	37	157	229	266
세전이익	-113	98	242	265	312
지배주주순이익	-75	84	196	212	248
EPS(원)	-784	876	2,049	2,211	2,596
증가율(%)	-184.8	-211.8	133.9	7.9	17.4
영업이익률(%)	-7.6	2.4	8.0	9.7	10.0
순이익률(%)	-5.8	5.4	10.0	9.0	9.3
ROE(%)	-3.4	3.8	8.3	8.3	9.0
PER	-15.3	13.4	6.3	8.9	7.6
PBR	0.5	0.5	0.5	0.7	0.7
EV/EBITDA	-9.9	5.2	2.7	3.9	2.9

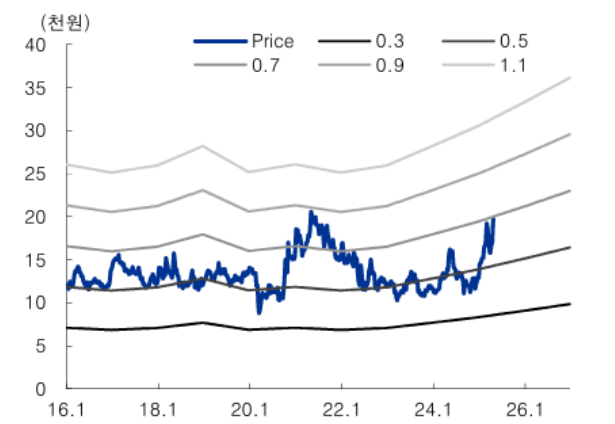
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. Forward PER Band



자료: Quantwise, IB투자증권

그림 2. Forward PBR Band



자료: Quantwise, IB투자증권

