

2025.05.08.(목) 증권사리포트

🔴 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

삼성바이오로직스

ESG report, 탄소중립 바탕으로 수주 경쟁력 확보

[출처] DS투자증권 김민정 애널리스트

ESG 분야에서 앞장서는 삼성바이오로직스

삼성바이오로직스는 '25년 5월 2일 '2025 중앙 ESG 경영대상'에서 제약,바이오및 헬스케어 분야 우수기업으로 3년 연속 선정되었다. 한국ESG기준원 '24년 환경부문 A, 사회부문 A+, 지배구조부문 A로 통합 등급 A에 선정되었으며 CDP 수자원 관리부문 리더십 등급을 획득하는 등 ESG 분야에서 앞장서고 있다.

E(Envrionment): 탄소 중립을 바탕으로 수주 경쟁력 확보

특히 Environment 부문에서는 CDMO 사업을 영위하는 기업의 특성상 고객사의 온실가스 배출량 감축 목표 달성을 지원하기 위하여 공급망 차원에서부터 온실가스 배출량에 대한 책임을 함께 분담하고 있다. 실제로 글로벌 제약사는 생산 단계에서 탄소 배출량을 감축하기 위하여 CDMO 업체를 선정할 때 ESG 경쟁력을 비교 평가하여 관리하는 추세이다. 따라서 CDMO 기업의 ESG 경영 능력은 현재 수주 경쟁력 과도 직결되는 것으로 판단된다. 이에 탄소 중립 실현을 위한 세부 계획을 수립하여 2030년까지 Scope 1 및 2에 대하여 약 32%를 감축, Scope 3에 대하여 약 34%를 감축하여 2050년까지 100% 감축하는 목표를 밝혔다. 이에 ZEV 등으로 운송수단을 대체하거나 전기/수소 보일러 점진적 도입으로 에너지원을 전환하는 등 인프라에 친환경 기술 및 온실가스 저배출 기술을 적극 도입하여 고정적인 절감 효과를 도출하고 있다. 더불어 동사는 2022년 RE100에 가입하여 2050년까지 자사 운영의 모든 전력에너지를 100% 재생에너지로 전환하겠다고 선언하였다. 사업장 유희 부지 내 태양광 등의 발전 설비를 도입하며 신규/증설 시 재생에너지 발전 시설 도입 가능성을 우선적으로 검토하며 REC, PPA 등을 검토 및 추진할 예정이다.

국내 CDMO 기업 최초 PSCI 가입

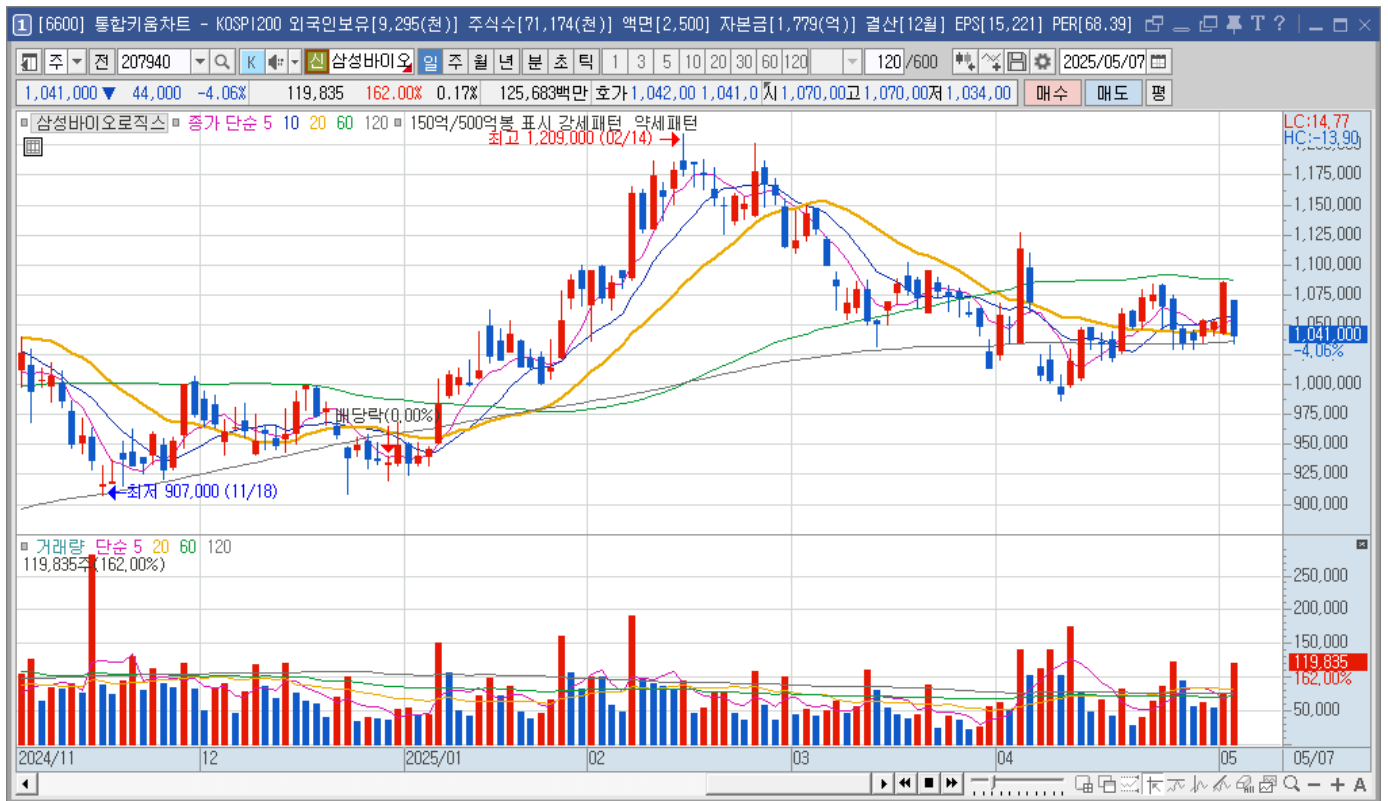
동사는 '24년 7월 국내 CDMO 기업 최초로 PSCI(Pharmaceutical Supply Chain Initiative)에 가입하였다. PSCI는 공급망 관리 표준 실천을 목표로 하는 비영리기관으로 환경, 인권노동, 안전보건, 윤리준법, 관리 시스템 등 850개 이상의 문항을 기반으로 엄격한 ESG 경영현황 사전 평가를 통과하여야 회원사가 될 수 있으며 전 세계 83개 기업이 가입해 있다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,437	2,939	3,497	4,285	4,448
영업이익	968	1,204	1,321	1,751	1,602
영업이익률(%)	39.7	41.0	37.8	40.9	36.0
세전이익	923	1,224	1,402	1,743	1,580
지배주주지분순이익	687	946	1,081	1,346	1,221
EPS(원)	9,649	13,290	15,187	18,914	17,156
증감률(%)	52.7	37.7	14.3	24.5	-9.3
ROE(%)	12.8	12.2	12.3	13.5	10.8
PER(배)	85.1	57.2	69.7	57.4	63.2
PBR(배)	8.0	6.6	8.1	7.2	6.5
EV/EBITDA(배)	49.8	36.6	45.3	35.7	37.1

자료: 삼성바이오로직스, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준





비에이치

2Q25는 흑자전환하나 더딘 회복 기초 예상

[출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트

수익성 하락으로 기대치 크게 하회한 1Q25 실적

1Q25 매출액은 3,324억원(-32%QoQ, 11%YoY)을 기록, 컨센서스를 5% 상회했으나, 영업이익은 -254억원으로 기대치(-15억원)를 크게 하회했다. 보급형 모델 아이폰16e 기여로 북미 고객향 FPCB 매출이 예상보다 더 높았으나, 수익성 면에서는 낮아지는 영향을 주었다. 또한 IT OLED 매출이 기대보다 저조한 반면 고정비 부담이 증가하며 대규모 영업적자를 기록했다. 긍정적인 점은 BH EVS(차량무선충전모듈) 매출이 894억원(8%QoQ)으로 예상보다 높았고 수익성도 양호했다.

2Q25 매출은 30%QoQ 증가, 영업이익 159억원 흑자 전망

2Q25에는 북미 스마트폰 고객사 신모델 출시에 대비한 생산 증가로 Display FPCB 매출이 QoQ 성장함과 BH EVS 매출이 940억원(5%QoQ)으로 추가 증가함, 그리고 IT OLED 적자폭 축소 덕분에 실적 개선이 예상된다. 2Q25 매출액은 4,320억원(30%QoQ, -8%YoY)로 예상되며, 영업이익은 159억원(흑전 QoQ), OPM 3.7%로 추정된다. 다만 스마트폰, 배터리 등 전방 수요가 상호관세 영향으로 상반기 Pull-in 효과가 어느 정도 인지, 하반기 최종 수요가 어떻게 변할지 예측하기 어려운 상황이어서 불확실성은 여전히 크다.

목표주가 18,000원으로 하향조정, 투자 의견 '매수' 유지

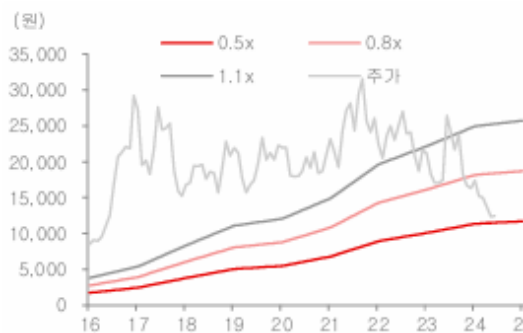
실적 하향 수정에 따라 목표주가를 18,000원(P/B 0.8x)으로 하향조정한다. 낮아진 수익성과 수요 불확실성에도 불구하고, 현재 주가는 역사적 Valuation과 비교하여 지나친 과매도 국면에 있다. 향후 수요 불확실성이 제거되고 북미 고객사 공급망이 다시 안정화되면 주가도 다시 정상적인 자리를 찾아갈 것으로 기대한다.

Fig. 1: 비에이치 연결재무제표 요약

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	1,592	1,754	1,717	1,803	1,969
영업이익	85	87	42	84	97
세전이익	97	105	34	77	91
순이익[지배]	91	67	24	54	62
EPS(원)	2,631	1,945	706	1,561	1,800
증감률(%)	-37.4	-26.1	-63.7	121.1	15.3
PER(배)	8.0	8.9	17.5	7.9	6.9
PBR	1.0	0.8	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.8	4.4	4.2	2.7	2.3
ROE(%)	15.1	9.9	3.3	7.0	7.5
배당수익률	1.2	1.4	2.0	2.0	2.0

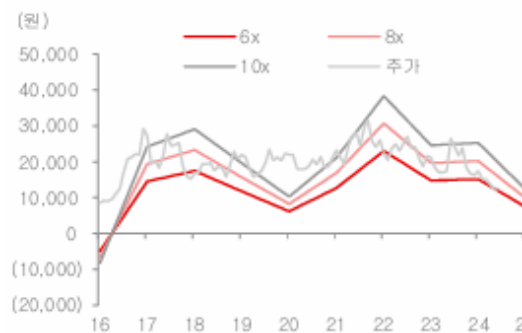
자료: 비에이치, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

Fig. 2: 비에이치 P/B 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 3: 비에이치 P/EBIT 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권





더블유씨피

점차 가시화될 신규 수주 모멘텀

[출처] 신한투자증권 이진명 애널리스트

신규 고객사 확보가 관건

전기차 수요 둔화 및 트럼프發 관세 우려로 업종 투자심리는 위축된 상황. 다만 악재가 대부분 반영된 상황에서 최악의 구간은 지났다는 판단. 단일 고객 비중이 95%(24년 기준)로 높은 상황에서 작년 대규모 적자를 기록했기 때문에 신규 고객사 확보가 중요. 향후 46파이 신규 고객사 확보(국내 및 해외) 등을 통해 26년부터 가시적인 성과 드러날 전망

1Q25 Review: 전방 수요 부진 및 저율 가동 영향으로 컨센서스 하회

1Q25 매출액 163억원(-7%, 이하 QoQ), 영업이익 -304억원(적자축소)으로 컨센서스(매출액 215억원, 영업이익 -434억원) 하회. 전방 수요 위축에 따른 주요 고객사(삼성SDI) 중심의 출하량 감소로 부진한 실적 기록. 1) 낮은 가동률(20% 중반)로 인한 높은 고정비 부담, 2) 신규 고객 유치 활동으로 인한 비용 증가 등으로 적자기조 지속

2분기 주요 고객사 미국향 판매 증가로 매출액 244억원(+49%), 영업이익 -199억원(적자축소) 예상. 하반기로 갈수록 유의미한 적자폭 축소가 나타날 전망이며 하반기 영업이익은 -105억원(vs. 상반기 -503억원) 추정

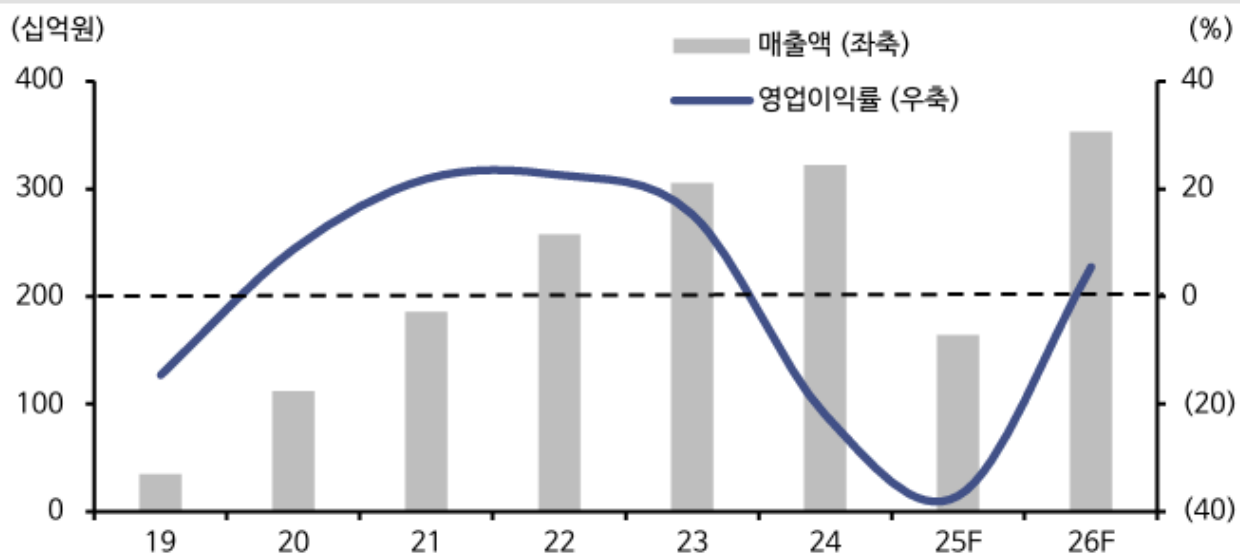
Valuation & Risk: 주가 하방 경직성은 견고

25년 기준 PBR(주가순자산비율)은 0.4배로 부진한 실적을 감안해도 저점을 통과한 상황이므로 추가 조정 가능성은 제한적이라는 판단. 작년 4분기를 기점으로 매분기 개선될 실적과 신규 고객사 수주를 통해 단일 고객사 비중이 높다는 단점도 보완 가능할 전망

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2023	305.0	46.4	53.6	28.0	5.5	1.5	17.2	-
2024	322.1	(70.9)	(72.2)	-	(7.3)	0.4	-	-
2025F	163.9	(60.8)	(73.5)	-	(7.9)	0.3	-	-
2026F	353.0	19.2	(6.3)	-	(0.7)	0.3	14.1	-
2027F	447.5	56.3	23.0	13.5	2.6	0.3	11.4	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

더블유씨피 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정



제이브이엠

유럽, 북미 등으로 수출증가 전망

[출처] 상상인증권 하태기 애널리스트

수출 중심으로 안정적 성장

동사는 한미사이언스 자회사로, 병원약국 또는 조제약국, 요양병원 등에서 환자의 처방전 정보를 입력, 약을 관리, 분류, 분배, 포장하며, 투약정보 인쇄, 유통기간 관리, 누계, 합산, 재고수량 관리를 가능하게 하는 약국 자동화 시스템(ATDPS)을 제공하고 있다. 국내 영업은 온라인팜(계열사)이 하고, 북미 수출에서

한미약품, 유럽에서 자회사에서, 중국에서 시노팜을 통해 하고 있다. 연간 R&D 비용은 98억원, 매출액의 6.2%를 지출하고 있다. 2024년 매출액은 1.5% 증가한 1,594억원, 영업이익은 3.0% 증가한 307억원이다. 이 중 수출은 3.7% 증가한 773억원이다. 2024년 제품별 매출 비중은 조제장비 46.9%, 소모품(MRO) 43.4%, 상품 9.7%)이고, 수출비중은 48.5%이다. 지역별 매출비중은 한국 51.5%, 유럽 23.7%, 북미 16.1%이다.

신제품 카운트메이트, 메니스 수출 전망 밝아, 소모품 매출도 안정 성장 중

2025년 1분기에는 매출액이 6.6% 증가한 428억원, 영업이익은 21.1% 증가한 89억원을 기록했다. 수출이 14.1% 증가한 218억원을 기록, 수출비중이 50.9%로 확대되며 전사 매출 성장을 견인했다, 북미 20.2%, 유럽 14.8%로 북미 수출이 크게 증가했다. 이는 바이알 방식 전자동 약품 카운팅 카운트메이트가 2025년에 한미약품의 파트너사 맥케슨을 통해 북미로 초도 물량이 나간 영향이다. 하반기 다시 매출이 발생할 예정이다. 다관절 협동로봇 팔의 로봇자동화 약품분류 포장시스템 메니스(MENTH)를 2023년에 출시, 판매대수가 2024년 9대, 2025년 1분기에 3대로 증가했다. 메니스는 향후 유럽, 캐나다, 호주 등으로 수출이 증가할 전망이다. 약국 자동화시스템 장비 매출 증가에 따라 파우치를 등과 같은 소모품(MRO) 매출도 안정적으로 증가하고 있다. 2024년에도 10.4% 증가한 692억원이며, 2025년에도 비슷한 성장세가 나타날 전망이다

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	157	30	26	2,171	12.2	7.5	1.8	15.5	1.5
2024	159	31	29	2,386	8.0	4.4	1.1	15.1	2.6
2025E	172	36	32	2,743	8.5	4.9	1.4	15.5	2.2
2026E	186	39	34	2,982	7.8	3.7	1.2	15.7	2.2
2027E	199	42	37	3,217	7.2	2.9	1.1	14.9	2.2

자료: K-IFRS연결기준, 상상인증권



해성디에스

실적 바닥은 확인했으나 최종 수요 불확실성 지속

[출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트

수요 감소로 기대치 크게 하회한 1Q25 실적

1Q25 매출액은 1,375억원(-5%QoQ, -11%YoY), 영업이익은 4억원(94%QoQ, -98%YoY)을 기록, 각각 컨센서스 대비 7%, 96% 하회했다. 리드프레임 매출이 전장용, IT용 모두 3%QoQ 감소했다. 전장용은 OSAT 고객 수요는 양호했는데도 IDM 수요 감소가 훨씬 컸기 때문이다. 패키지 매출은 메모리 감소 영향

으로 12%QoQ 감소했다. 고객사 DDR4 생산이 축소되는 반면, DDR5 매출은 아직 기여를 하지 못했기 때문이다. 리드프레임 수익성이 소폭 하락하고, 패키지 적자가 커짐에 따라 전사 OPM은 0.3%(-4%pt QoQ)로 하락했다.

2Q25부터 실적 개선되나, 의미있는 실적 회복에는 시간 필요

최근 IT 제품 Restocking 수요 증가 덕분에 OSAT 고객들 가동률 상승이 예상되고, 2Q25부터 전략 고객 향 DDR5 패키지 공급이 재개되는 점, 그리고 북미 신규 고객 향으로 리드프레임 매출이 본격 증가함에 따라 2Q25에는 실적 개선이 기대된다. 2Q25 매출액은 1,445억원(5%QoQ, -6%YoY)로 증가하고, 영업이익도 패키지 손실 축소 덕분에 62억원, OPM 4.3%로 개선 예상된다. 그러나 최종 수요 불확실성이 지속되고 있어 하반기 실적 예측이 어려운 상황이다. 보다 의미있는 실적 개선은 내년에 일어날 것으로 전망된다.

목표주가 33,000원으로 하향조정, 투자의견 '매수' 유지

기대치를 크게 하회한 실적을 반영하여, 목표주가를 33,000원(P/B 1x)으로 하향조정한다. 낮아진 실적 전망에도 역사적 P/B 밴드 기준으로는 주가 과매도 상태에 있는 것 같다. 실적흐름 방향성에 변화가 올 때까지 긴 호흡의 관점에서 접근할 필요가 있다.

Fig. 1: 해성디에스 연결재무제표 요약

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	672	603	576	635	708
영업이익	103	57	24	61	90
세전이익	106	67	28	61	92
순이익[지배]	84	59	24	52	78
EPS(원)	4,966	3,453	1,408	3,057	4,605
증감률(%)	-47.0	-30.5	-59.2	117.1	50.6
PER(배)	11.2	6.8	16.4	7.6	5.0
PBR	1.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.0	4.1	4.8	2.3	1.4
ROE(%)	17.5	11.0	4.2	8.6	11.7
배당수익률	1.6	3.4	3.5	3.5	3.5

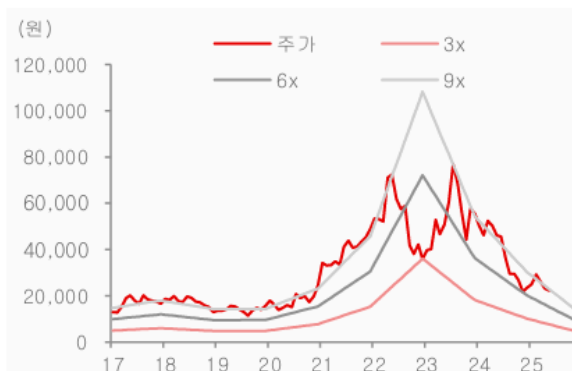
자료: 해성디에스, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

Fig. 2: 해성디에스 PER 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 3: 해성디에스 P/EBIT 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권



엘앤에프

Ni95 나가신다 길을 비켜라

[출처] DS투자증권 최태용 애널리스트

1Q25P: 출하량 개선세는 긍정적이나 재고자산평가 손실은 여전

1Q25P 매출액 3,648억원(-0.2% QoQ, -42.6% YoY), 영업이익 -1,403억원(적지 QoQ, 적지 YoY)로 컨센서스 -720억원을 하회했다. 재고자산평가손실 747억원 인식이 주요했다. Blended ASP는 -6% QoQ로 하이니켈 약 -8%, 미드니켈 약 -4% QoQ를 기록했다. 전체 출하량은 +5% QoQ로 미드니켈 부진(-13% QoQ)

을 하이니켈 호조세(+17% QoQ)가 지속되며 판매 성장을 견인했다. 특히 Model Y 주니퍼향 Ni95 신제품 출시로 하이니켈 중심의 믹스 확대 및 출하량 성장이 주요했다.

2025년 출하량 최대 +40% 제시, 흑자전환은 3분기

2025F 매출액 2.2조원(+15.4% YoY), 영업적자 695억원(적전 YoY)을 전망한다. 이전의 과도하게 높았던 출하량 추정치를 이번 가이드스(+40% YoY)에 맞춰 조정했다. 또한 올해 재고자산평가손실 환입이 기대되었던 것과는 달리 2분기에도 약 250억원의 평가손실 인식이 예상된다는 점도 주요했다. 그러나 연중 출하량 성장률은 각각 2분기 +70% QoQ, 3분기 +40% QoQ 수준으로 Ni95 중심의 하이니켈이 가동률 회복을 주도할 것으로 예상한다. 특히 연초 예상 대비 가이드스를 상향한 점은 경쟁사 대비 분명하게 부각되어야 할 요소다. 흑전 시점은 가동률 상승과 재고자산평가손실이 해소가 맞물리는 3Q25가 될 전망이다.

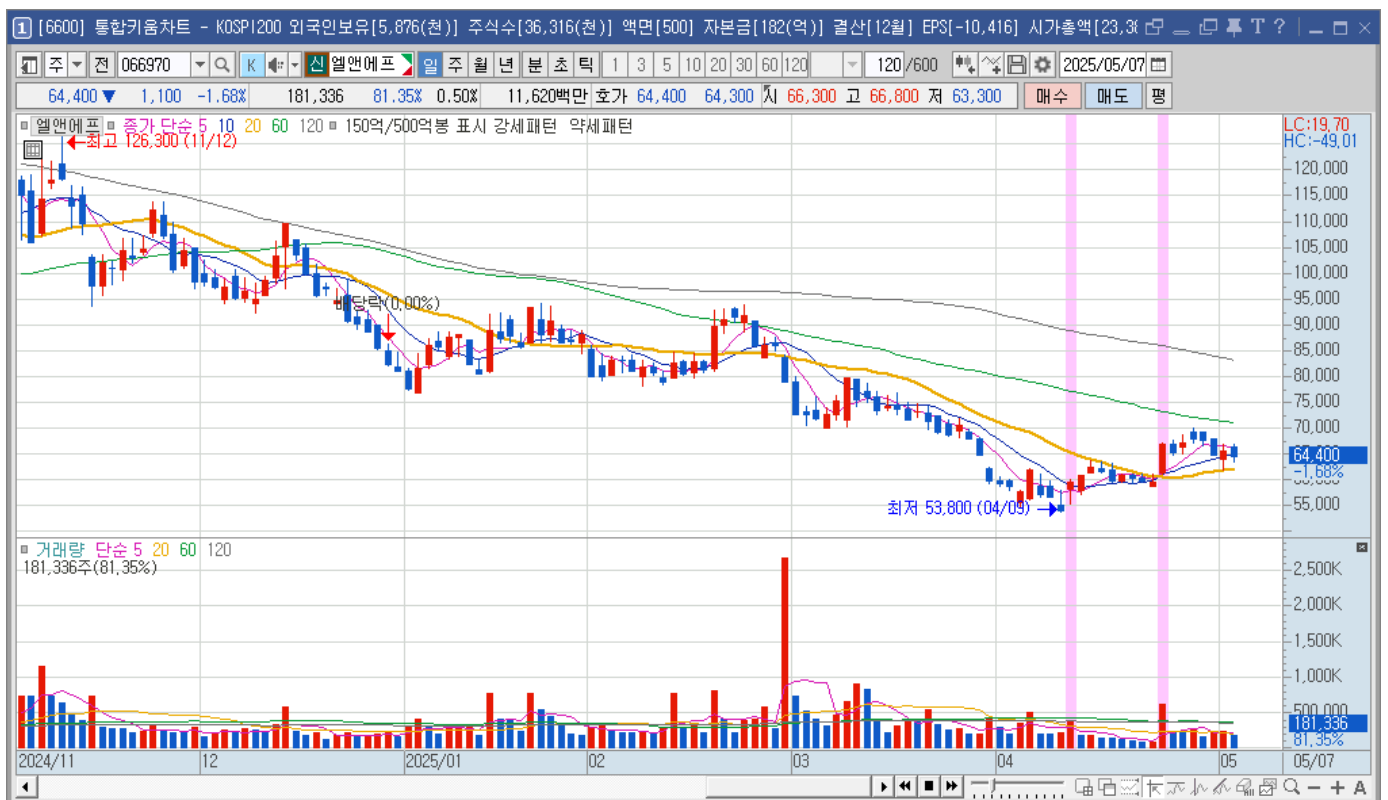
드래프트 1순위 LFP 양극재 유망주

LFP 양극재 사업에 대한 기대감은 유효하다. 2026년말 6만톤 규모 양산을 계획 중이다. 경쟁우위는 크게 2가지로 리쇼어링에 적합한 생산지와 기술력이다. 특히 후자의 경우 업계 최고 수준의 패킹 밀도 (2.5~2.6g/cm3)을 구현할 수 있는 단일 소성 방식과 FP/무전구체 기술을 확보한 만큼 중국으로부터의 기술적 독립까지 실현했다. 이는 탈중국 기조에 맞춰 미국 뿐만 아니라 유럽 고객사 수요까지 연결 가능하다. 고전압 미드니켈의 확산이 지연되는 상황에서 LFP 양극재에 대한 수요가 확대되는 만큼 수혜가 기대된다. 추정치 조정을 반영해 목표주가는 12만원으로 하향, 투자의견 '매수'를 유지한다

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,644	1,907	2,202	3,171	3,807
영업이익	-222	-559	-70	112	265
영업이익률(%)	-4.8	-29.3	-3.2	3.5	7.0
세전이익	-296	-520	-184	15	287
지배주주지분순이익	-194	-378	-139	30	161
EPS(원)	-5,361	-11,262	-4,143	883	4,786
증감률(%)	적전	적지	적지	흑전	441.8
ROE(%)	-16.4	-41.7	-21.6	5.0	23.5
PER (배)	-38.1	-7.2	-15.6	73.4	13.5
PBR (배)	6.7	4.1	4.1	3.9	3.1
EV/EBITDA (배)	-52.2	-9.1	620.3	20.4	11.2

자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준



삼성물산

안정적 실적 기반 유지

[출처] DS투자증권 김수현 애널리스트

1Q25 매출 9.74조 (-9.8% YoY), 영업이익 7,240억 (+1.7% YoY)

1Q25 연결 매출 9.74조원 (-9.8% YoY), 영업이익 7,240억원 (+1.7% YoY, 7.4% OPM)으로 시장 기대치를 충족했으며 안정적 이익 창출 능력을 보여줬다. 하이테크와 태양광 등의 주요 프로젝트 준공을 지속했으

며 1분기 미국 테일러 등 하이테크항 등의 2.3조원을 포함하여 총 3.4조원의 신규 수주 실적을 기록했다. 여기에 한남 4구역, 신판보 4차 등 3.1조원의 국내 주택 시공권도 확보하면서 향후 안정적 이익 기반을 다져나가는 중이다.

일회성 이익으로는 배당 수익 약 3,300억원으로 삼성생명 약 1,700억원, 삼성전자 1,100억원, SDS 380억원 등을 수취했다.

지속되는 바이오 부문 선전이 동사 기업 가치에 점진적 반영 전망

바이오로직스 매출 1.29조원 (+37.1% YoY), 영업이익 4,867억원 (+119.9% YoY)으로 높아진 시장 기대치마저 상회했다. 1~3공장 풀 가동, 4공장 Rampup과 강달러 영향이 지속되는 상황에서 실리며 판매량 확대로 실적 상승세는 지속되고 있다. 1월 유럽 제약사와 역대 최대인 2조원대 계약 체결로 전년 수주의 약 40%를 이미 달성했다. 4월부터는 5공장 가동이 개시되었으며 하반기 4공장의 18만리터동도 풀가동이 예상된다. 이러한 바이오 부문의 실적 개선세와 기업 가치 증가는 동사 기업 가치에 점진적으로 반영될 것으로 기대된다.

투자의견 '매수', 목표주가 19만원 유지

건설 부문에서 하이테크 신규 수주 감소에도 불구하고 전분기 대비 개선된 이익률을 유지한 점은 긍정적이다. 특히 바이오 부문의 실적 개선세가 심상치 않을 정도로 좋은데 향후 지배구조 변화와 관련이 있을지에 대해서도 주시가 필요하겠다. 상사, 패션, 레저 및 식음료 등의 실적 부진을 겪었지만 상사는 최악의 상황을 지나갔고 레저 또한 성수기로 진입한다.

기타 건설주 대비 YTD 언더퍼폼한 점은 다소 아쉬우나 향후 바이오 부문의 가치 반영과 주주가치 제고 정책 등이 검토될 수 있어 목표주가 19만원을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	43,162	41,896	42,103	41,784	44,009
영업이익	2,529	2,870	2,983	3,064	3,431
영업이익률(%)	5.9	6.9	7.1	7.3	7.8
세전이익	3,335	3,549	3,722	3,938	4,139
지배주주지분순이익	2,044	2,218	2,230	2,269	2,383
EPS(원)	10,919	11,932	12,523	13,967	14,672
증감률(%)	25.3	9.3	5.0	11.5	5.1
ROE(%)	7.2	7.3	6.8	7.2	7.3
PER(배)	10.4	10.9	9.2	8.8	8.3
PBR(배)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	6.7	6.6	5.1	5.1	4.6

자료: 삼성물산, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

