

2024.09.25.(수) 증권사리포트

삼성전자

레거시 수요 부진과 일회성 비용 반영

[출처] DS투자증권 이수림 애널리스트

3Q24 Preview: OP 10.3조원 전망

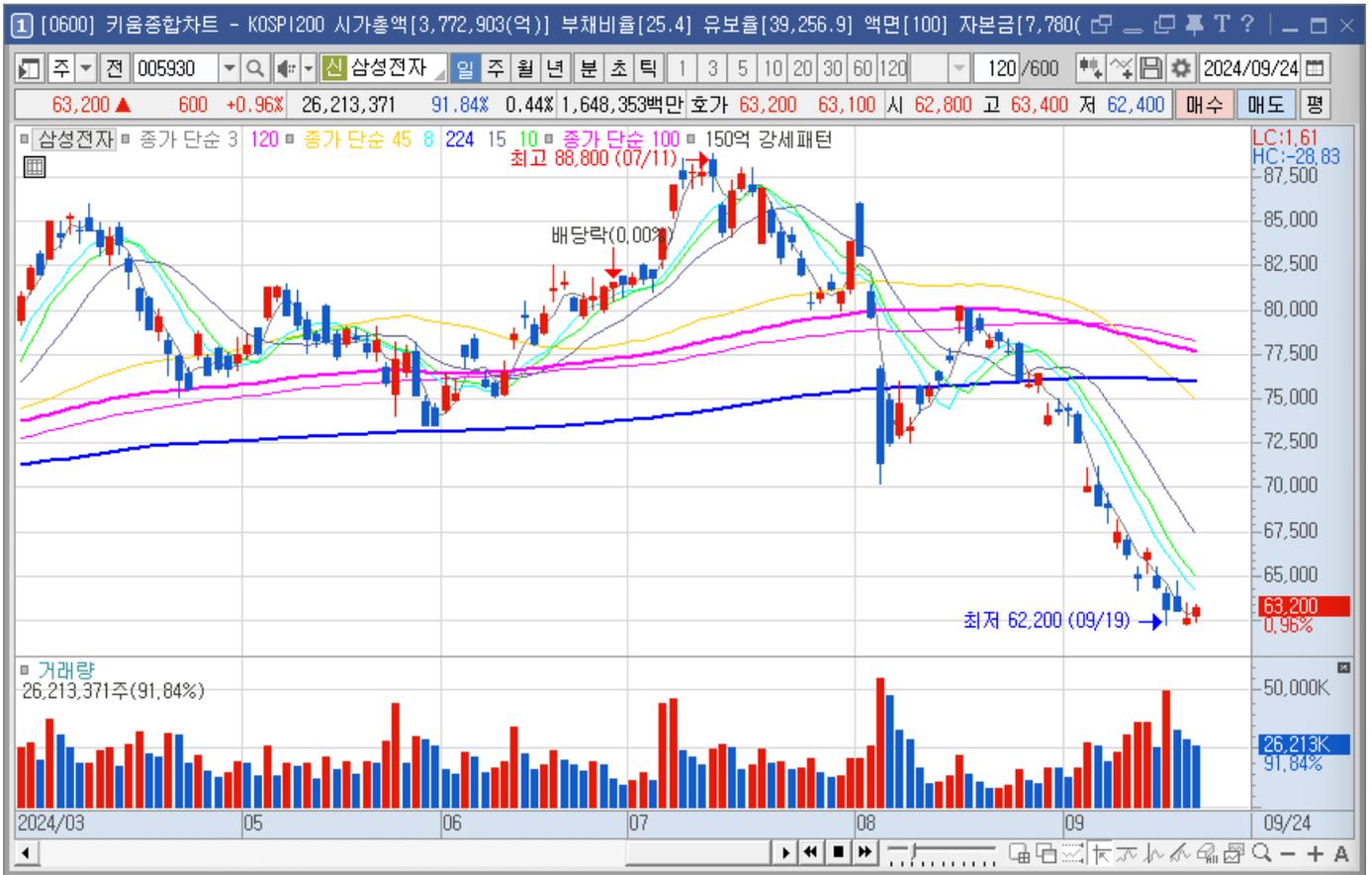
삼성전자 3Q24 매출액 79.9조원(+7.8% QoQ, +18.5% YoY), 영업이익 10.3조원(-1.1% QoQ, +324.4% YoY)으로 전망한다. 3분기 실적에 대한 당사 기존 추정치를 매출액과 영업이익 각각 -4%, -20% 하향 조정하며 시장 컨센서스 11.7조원 역시 하회할 것으로 전망한다. 매출액 대비 영업이익을 큰 폭으로 하향 조정하는 이유는 1) 3분기 PS(성과급) 약 1.5조원이 일회성으로 반영되며, 2) 재고평가손실 총당금 환입 규모가 2분기 대비 줄어들 것으로 전망하기 때문이다. DRAM B/G는 3분기 전분기 대비 -1%, ASP는 9% 증가할 것으로 추정하며 NAND는 B/G -4%와 ASP 6% 증가할 것으로 추정한다. 사업부별 영업이익은 DS 5.6조원, DX 3.1조원, SDC 1.3조원, Harman 0.3조원으로 세부 추정하였다.

레거시 수요 약세에 따른 영향 불가피, 파운드리 가동률 하락도 염두해야

8월 이후 스마트폰, PC 고객사들의 재고축적 수요가 감소하며 단기적인 DRAM 가격 정체가 도래했다. 세트 수요의 급격한 부진이 동반되지 않는다면, 즉 중국의 End-Demand가 살아나면 재고를 소화하는 대로 다시 업사이클로 전환될 것으로 전망하나 단기적인 상황을 놓고 봤을 때 레거시 DRAM 비중이 경쟁사 대비 높은 동사의 실적 부진은 불가피하다. LSI/Foundry 역시 2분기 실적발표를 통해 연내 분기 흑자 전환에 대한 기대감을 심어주는 듯 했으나 3분기 가동률 하락으로 다시 적자폭이 확대될 것으로 전망한다. SDC와 MX/NW 역시 기존 전망 대비 부진할 것으로 보인다. SDC는 OLED 경쟁 심화로 인한 단가와 출하량 모두 영향이 존재하며 스마트폰 출하량 역시 기존 전망치를 하회할 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 93,000원 하향

2024년과 2025년 영업이익 추정치를 각각 -14%, -17% 하향하며 삼성전자에 대한 목표주가를 93,000원으로 하향한다. 목표주가는 2025년 추정 BPS 61,681원에 Target P/B 1.5배를 적용하여 산출하였다. 3분기 대내외적인 영업 환경이 동사에게 비우호적임은 사실이다. 레거시 수요 반등을 간절하게 기다려야 할 시점이다. 다만 현재 주가는 과거 저점 레벨이었던 PBR 1.1배 수준까지 하락해 추가적인 다운사이드 리스크는 제한적이라는 판단으로 매수 의견을 유지한다



LG디스플레이

3분기 부진, 4분기 비용 개선 효과 기대

[출처] IBK투자증권 김유희 애널리스트

2024년 3분기 매출액 6조 9,190억원, 영업적자 3,510억원으로 예상

LG디스플레이의 2024년 3분기 매출액은 2024년 2분기 대비 3.1% 증가한 6조 9,190억원으로 예상된다. 이전 전망 대비 감소한 규모이다. 제품별로는 모바일은 큰 변화가 없는 반면 TV, IT 관련 매출액은 이전 전망치를 하회할 것으로 예상된다. 기대했던 IT OLED는 2분기 물량 중 상당 부분이 재고로 쌓여 있어서 3분기 출하는 예상에 비해서 크게 부진할 전망이다. 연간 예상 판매 규모도 이전 전망 대비 하향 조정해야 할 것으로 판단한다. 2024년 3분기 영업이익은 2분기 대비 적자 규모가 커질 전망이다. 이유는 이전 전망 대비 영업 상황이 악화되어 IT OLED가 영업적자 전환하고, 원/달러 환율 약세 전환으로 수익성이 이전 전망 대비 부진할 것으로 예상하고, 구조조정 비용이 추가로 발생할 것으로 예상하기 때문이다.

2024년 4분기부터 비용 구조 개선 효과 기대

LG디스플레이의 비용 구조가 2024년 4분기부터 크게 개선될 것으로 기대한다. 이미 예고한 대로 3분기 중 비용 개선 작업이 진행되고, 수익성 개선에 발목을 잡았던 P OLED 감가상각이 종료되고, W OLED도 2025년 하반기부터 감가상각이 종료될 예정이기 때문이다. 이로 인해 2024년 4분기부터 수익성이 크게 개선될 전망이다. 또한, P OLED의 연간 수익성이 크게 개선되고, W OLED도 2025년에는 BEP까지 개선될 것으로 기대한다.

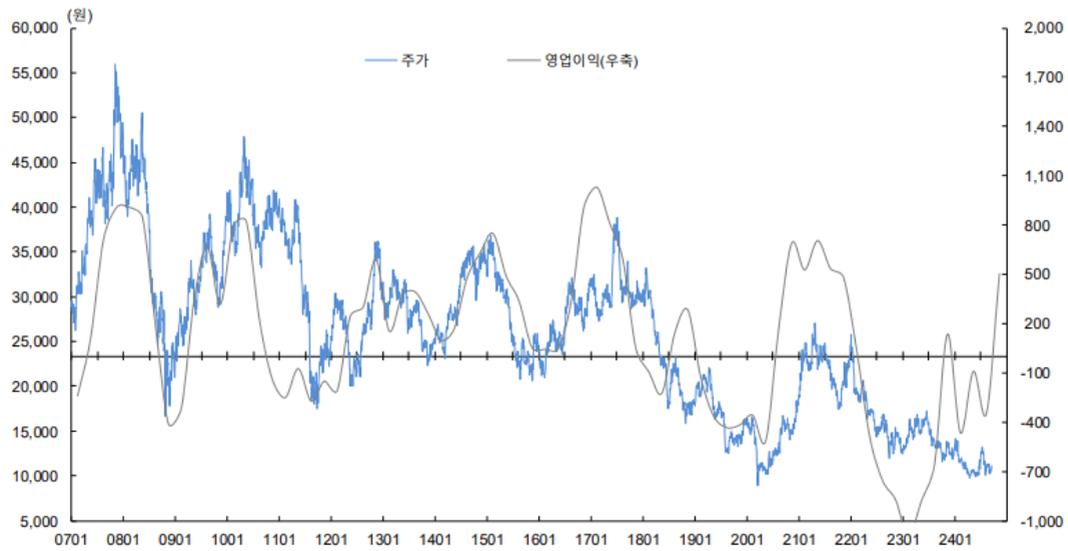
투자의견 매수, 목표주가 16,000원 유지

LG디스플레이에 대한 투자의견은 매수로 유지한다. 이는 24년 3분기 이후 비용 구조가 크게 개선될 것으로 기대하고, P OLED의 경쟁력 개선 및 비용 구조 개선으로 연간 영업흑자를 기대하고, 유휴 자산 매각을 통한 현금 확보로 당장의 자금난에서는 벗어날 수 있을 것으로 기대하기 때문이다. 목표주가는 16,000원을 유지한다.

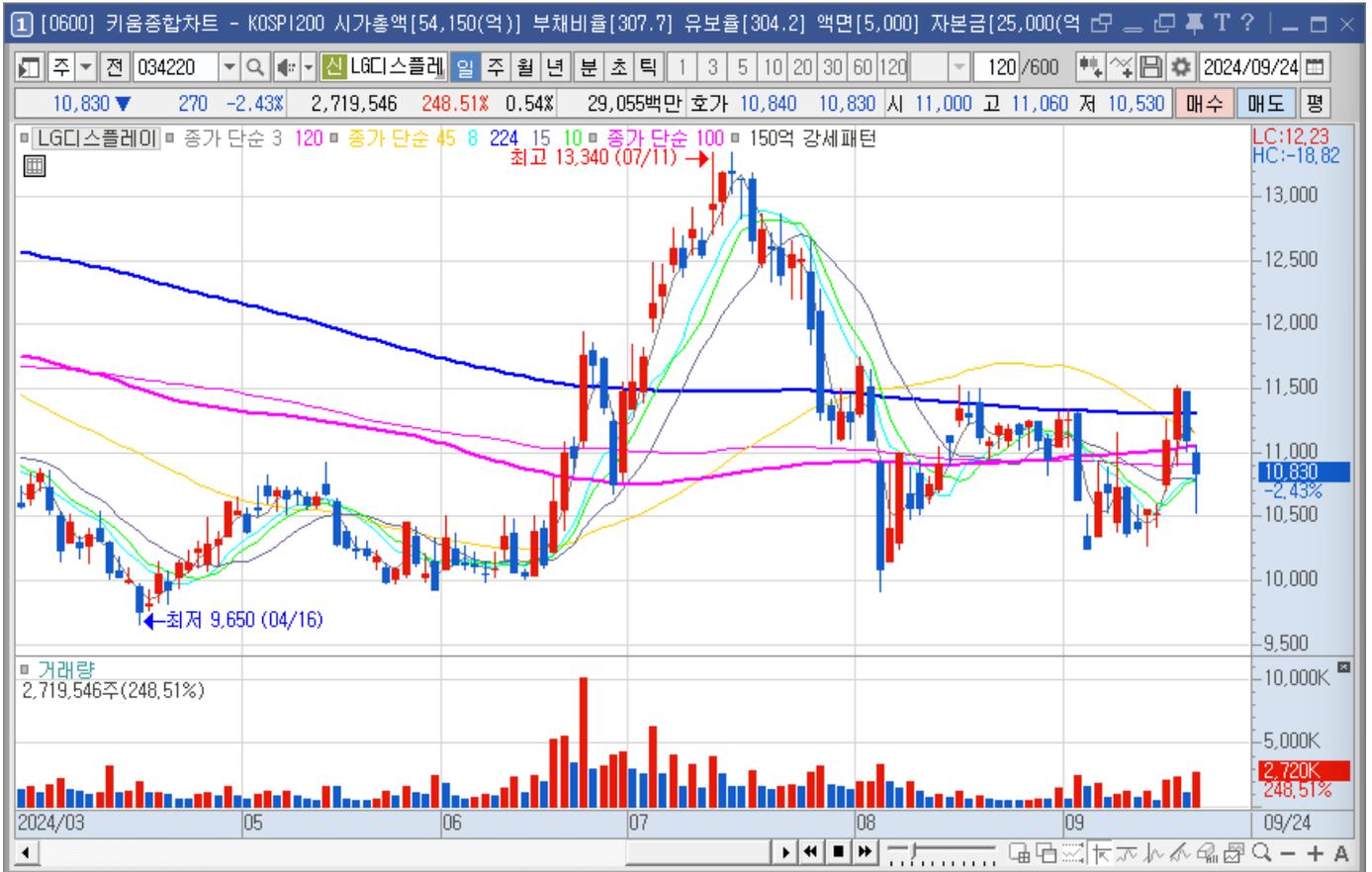
(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	26,152	21,331	27,133	25,310	23,446
영업이익	-2,085	-2,510	-443	207	207
세전이익	-3,433	-3,339	-2,541	-685	-873
지배주주순이익	-3,072	-2,734	-1,960	-603	-754
EPS(원)	-7,758	-6,905	-4,158	-1,205	-1,509
증가율(%)	-358.9	-11.0	-39.8	-71.0	25.2
영업이익률(%)	-8.0	-11.8	-1.6	0.8	0.9
순이익률(%)	-12.2	-12.1	-7.2	-2.1	-2.9
ROE(%)	-26.7	-32.0	-28.0	-9.3	-13.0
PER	-1.5	-1.7	-2.8	-9.5	-7.6
PBR	0.5	0.6	0.9	0.9	1.1
EV/EBITDA	7.0	11.4	4.4	4.4	4.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 2. LGD 영업이익 및 주가 추이



자료: IBK투자증권



인텔리안테크

고객사들의 투자 가속화 단계 진입

[출처] NH투자증권 심의섭 애널리스트

게이트웨이용 안테나 추가 수주 공시

전일 동사는 약 890억원 규모 Ground Gateway Antenna 공급계약을 공시. 계약 상대방은 비밀유지 요청으로 인해 공개되지 않았으나 지난 4월 24일 및 2023년 8월 17일 공시한 계약 상대방과의 추가 양산물량 공급에 관한 건으로 Company A 향 추가 공급 건으로 추정

금번 공급 계약까지 세차례 수주 공시를 통해 고객사의 투자 속도가 가속화되고 있음을 확인. 특히 금번 공시의 경우 수주 규모가 크게 증가하였을 뿐만 아니라 공급시기 또한 앞당겨지며 2025년 실적 가시성 확대

시장 개화를 앞두고 고객사들의 투자가 확대되는 구간

게이트웨이용 안테나 매출은 2024E 약 300억원에서 2025F 1,000억원 이상으로 증가 전망. 기존 중·정지궤도 위성통신 사업자들의 저궤도 시장 진출도 확대되며 동사 평판형 안테나 및 게이트웨이용 안테나 고객사 지속 확대 기대. 이에 저궤도 안테나에 이어 게이트웨이용 안테나 시장에서도 주요 사업자로 성장할 전망

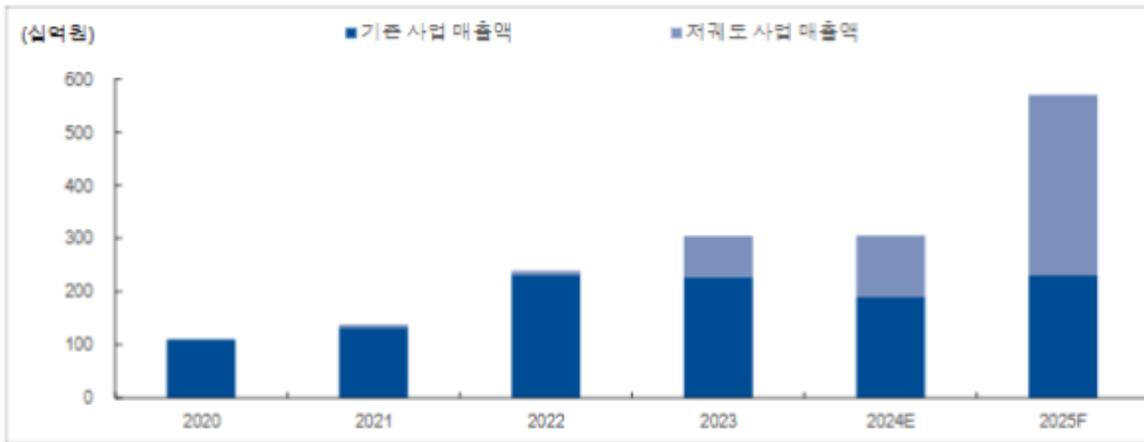
금번 수주와 더불어 6월부터 본격적으로 양산을 시작한 평판형 안테나 매출 또한 크게 증가할 것으로 기대되어 2025년 저궤도 관련 사업 매출은 기존 사업 매출을 큰 폭 상회할 전망. 연내 개발 예정인 GMDSS 매출 또한 내년도 실적 기여 기대

2025F 매출액 5,700억원, 영업이익 700억원으로 그간 투자 성과가 실적으로 드러나며 시장 기대치 큰 폭 상회할 전망. 저궤도 위성통신 시장 개화를 앞두고 사업자들의 투자가 확대되는 구간에서 동사 수혜 및 기업 가치 re-rating 기대

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	305.0	305.6	570.0	800.0
증감률	27.4	0.2	86.5	40.4
영업이익	10.7	10.0	70.0	109.0
증감률	-30.1	-6.7	599.3	55.7
영업이익률	3.5	3.3	12.3	13.6
(지배지분)순이익	5.5	13.7	56.4	93.0
EPS	550	1,272	5,252	8,660
증감률	-67.4	131.2	312.9	64.9
PER	131.8	41.6	10.1	6.1
PBR	2.8	2.0	1.7	1.3
EV/EBITDA	25.8	17.8	5.7	3.3
ROE	2.4	4.9	17.9	23.9
부채비율	65.0	73.7	72.5	68.0
순차입금	-10.9	-21.4	-75.5	-160.0

단위: 십억원, %, 원, 배

인텔리안테크 기존 사업 및 저궤도 사업 매출액 추이 및 전망



자료: 인텔리안테크, NH투자증권 리서치본부 전망



BGF리테일
 상대적으로 안정적이거나.. 다소 아쉬운
 [출처] IBK투자증권 남성현 애널리스트
 3분기도 녹록치 않은 업황

3분기도 편의점 업황은 다소 주춤한 것으로 판단한다. 7월 강우와 무더위로 예상치를 하회하는 집객력을 기록하였고, 8월에도 계절성 제품 판매 호조에도 불구하고 의미 있는 성장률을 달성하지는 못하고 있는 것으로 파악한다. 9월 실적이 중요 변수가 되겠지만, 7~8월 누적 기존점 성장률 회복이 더디게 나타나고 있다는 점을 고려하면 3분기 기존점 성장률은 상반기 추세에서 크게 벗어나기는 쉽지 않을 것으로 전망한다. 다만, 9월 개선 가능성을 기대하는 부분 중 하나는 1) 8월 기저가 높았음에도 불구하고 오히려 성장세로 전환되었다는 점과, 2) 병과 및 주류 등 매출 호조가 9월에도 이어질 가능성이 높기 때문이다.

낮은 외형 성장에도 이익 증가는 기대

3분기 기존점 성장률 둔화에도 불구하고 영업이익은 소폭 개선될 것으로 전망한다. 그렇게 생각하는 이유는 1) 본부임차 비중 증가에 따라 가맹수수료율이 상승하고 있고, 2) 계절성 제품 판매에 따른 마진율 개선과, 3) BGF네트웍스 편입에 따른 이익 기여도 확대가 예상되기 때문이다. 또한, 4) 지난해 기저에 따른 효과도 작용할 가능성이 높다. 다만, 이익 증가 폭은 낮은 기존점 성장률로 인해 크지 않을 것으로 판단한다.

하반기 접어들면서 소비시장은 더욱 위축되고 있는 것으로 파악된다. 주요 채널 성장률이 감소하고 있고, 뚜렷한 경기 회복 요인이 보이지 않아 편의점 산업에도 영향이 미치고 있다. 그러나 동사는 구조적으로 본부임차 비중을 증가시켜 수익성을 방어하고 있는 것으로 판단한다.

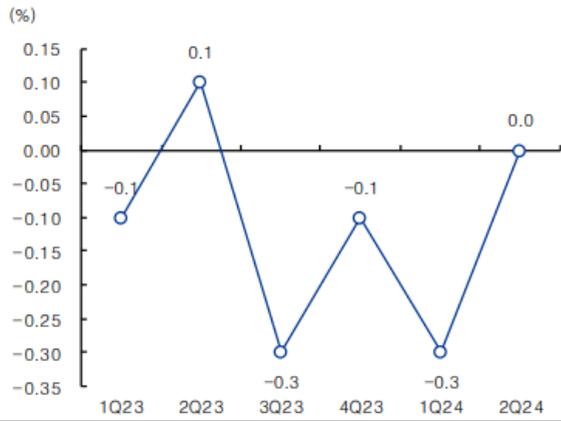
투자의견 매수, 목표주가 16만원 제시

동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 16만원을 유지한다.

(단위:십억원배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	7,616	8,195	8,661	9,118	9,507
영업이익	252	253	253	267	280
세전이익	254	248	270	311	338
지배주주순이익	194	196	211	239	260
EPS(원)	11,198	11,331	12,187	13,856	15,043
증가율(%)	31.1	1.2	7.6	13.7	8.6
영업이익률(%)	3.3	3.1	2.9	2.9	2.9
순이익률(%)	2.5	2.4	2.4	2.6	2.7
ROE(%)	21.8	19.2	18.4	18.5	17.7
PER	18.8	11.6	9.8	8.6	7.9
PBR	3.8	2.1	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	5.8	3.5	2.2	1.9	1.1

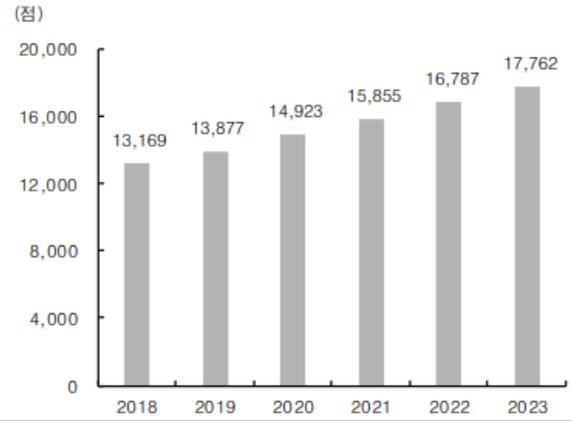
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 2. BGF리테일 분기별 YoY 상품이익률



자료: BGF리테일, IBK투자증권

그림 3. BGF리테일 연도별 국내 점포 수



자료: BGF리테일, IBK투자증권

SK하이닉스 3Q24 매출액 17.8조원(+8% QoQ, +96% YoY), 영업이익 6.5조원(+19% QoQ, 흑자전환 YoY)으로 전망한다. 3분기 실적에 대한 당사 기존 추정치는 유지하나 시장 컨센서스 6.9조원을 소폭 하회할 것으로 전망한다. DRAM B/G는 3분기 전분기 대비 2%, ASP는 10% 증가할 것으로 추정하며 NAND는 B/G -4%와 ASP 8% 증가할 것으로 추정한다. 3Q24 Bit 출하량은 DRAM과 NAND 모두 2분기 대비 감소할 전망이다. 전방 IT 세트 수요에 대한 불확실성이 증가할수록 HBM과 서버용 DDR5 위주 포트폴리오를 구축한 당사 실적이 비교적 견조할 것이라는 의견을 유지한다.

레거시 수요 약세와 별개로 HBM 실적은 견조할 것

HBM 매출은 2024년 12.5조원(매출비중 19%), 2025년 23조원(매출비중 26%), 영업이익은 2024년 5.9조원, 2025년 11.5조원으로 추정한다. 1) 경쟁업체들의 공급량 증가가 뚜렷하게 나타나지 않고 있다는 점, 2) HBM3e 12단, HBM4로 세대 수가 올라가면서 수율은 더욱 낮아질 수 밖에 없다는 점, 3) 주요 고객사 신제품 본격 출시 및 추론용 AI 시장 성장에 따른 고객사 확장 등이 HBM 공급과잉에 대한 우려를 해소시킬 것이다. HBM3e 12단은 4분기부터 주요 고객사 공급을 개시하여 Blackwell에 본격적으로 탑재될 것이다. 2025년 신제품 출시효과로 가격 프리미엄이 반영되며 HBM 가격은 견고하게 유지될 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 290,000원 유지

SK하이닉스에 대한 투자의견과 목표주가 29만원을 유지한다. SK하이닉스의 영업이익은 2024년 23조원, 2025년 35조원으로 전망한다. 7월 말부터 시장은 경기침체와 AI 수익화에 대한 우려를 지속하고 있고 이에 따른 빅테크 Capex 축소와 HBM 공급과잉 우려, 범용 DRAM 수요 부진 등 우려를 주가에 반영하고 있다. 하지만 HBM 공급과잉 신호는 발견되지 않고 있으며, 범용 DRAM의 수요 약세 역시 장기화될 가능성은 낮다는 판단이다. 현재 주가는 2025년 영업이익 추정치 하향을 감안하더라도 12M Fwd 기준 1.3배 수준으로 과매도 상황임을 감안할 때 비중 확대 의견을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	42,998	44,622	32,766	66,148	89,391
영업이익	12,410	6,809	-7,730	23,074	34,817
영업이익률(%)	28.9	15.3	-23.6	34.9	38.9
세전이익	13,416	4,003	-11,658	21,247	32,656
지배주주지분순이익	9,602	2,230	-9,112	16,702	25,059
EPS(원)	13,190	3,063	-12,517	22,943	34,422
증감률(%)	101.9	-76.8	적전	흑전	50.0
ROE(%)	16.8	3.6	-15.6	27.2	30.8
PER(배)	9.9	24.5	-11.3	7.1	4.7
PBR(배)	1.5	0.9	1.9	1.7	1.3
EV/EBITDA(배)	4.7	3.5	21.7	3.2	2.0

자료: SK하이닉스, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준





신세계인터내셔널

약하진 이익 체력

[출처] NH투자증권 정지윤 애널리스트

야속하게 흘러간 회복의 시간, 내년을 보자

목표주가를 17,000원으로 19% 하향. 예상 보다 장기화되는 소비 부진과 더딘 실적 회복으로

2024E/2025F EPS 추정치를 각각 -15%, -19% 조정한 데 기인. 소비 위축으로 명품 수요가 줄면서 고가의 수입 브랜드 포트폴리오를 보유한 패션 사업 부문의 빠른 이익 턴어라운드 기대하기 어려움. 단, 화장품은 여전히 기회가 열려 있다고 판단. 4분기부터 미국 법인을 통한 자체 화장품 브랜드 진출, 어뮤즈 연결 편입 등 실적 반등의 소재는 유효하기 때문에 투자의견 Buy 유지

3Q24 Preview: 매출 감소세 지속

3분기 연결기준 매출액 3,075억원(-3% y-y), 영업이익 59억원(-3% y-y)으로 영업이익 컨센서스 38% 하회하는 실적 전망

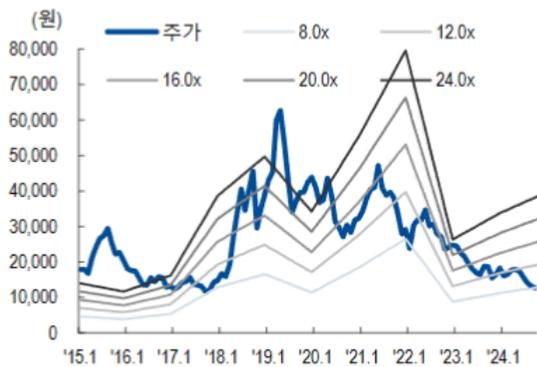
패션(별도) 매출액 976억원(-20% y-y), 영업이익 16억원(-45% y-y) 추정. 수입/자체 브랜드 매출 성장률(y-y) 각각 -9%, -55% 추산. 톰보이 매출액 448억원(+60% y-y), 영업이익 5억원(+67% y-y) 추정. 국내 소비심리 악화, 비우호적 날씨 등으로 패션 매출 타격 불가피. 자사몰 거래액도 전년비 감소세
코스메틱(별도) 매출액 998억원(+8% y-y), 영업이익 42억원(-12% y-y) 추정. 수입/자체 브랜드 매출 성장률(y-y) 각각 +5%, +22% 추산. 비디비치 면세 매출 증가와 기타 자체 브랜드 올리브영 입점을 통해 매출 신장 지속

라이프스타일(JAJU) 매출액 634억원(-12% y-y), 손익분기점 수준의 영업이익 추정. 할인 행사 지양 등 수익성 위주 정책 도모

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	1,354	1,324	1,369	1,399
증감률	-12.8	-2.2	3.4	2.2
영업이익	49	48	60	69
증감률	-57.7	-2.2	26.1	14.7
영업이익률	3.6	3.6	4.4	4.9
(지배지분)순이익	39	50	60	68
EPS	1,098	1,405	1,671	1,900
증감률	-66.8	27.9	18.9	13.7
PER	16.7	9.1	7.6	6.7
PBR	0.8	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.4	4.2	3.4	2.8
ROE	4.7	5.8	6.6	7.1
부채비율	55.5	54.9	53.2	50.9
순차입금	38	-14	-61	-117

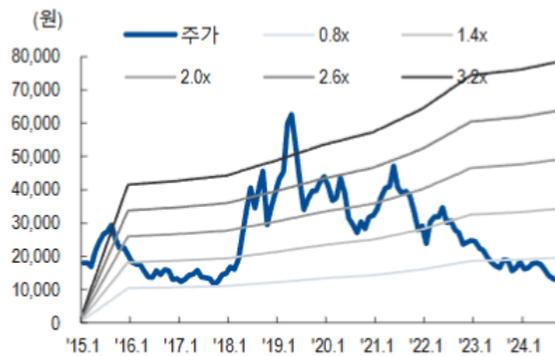
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 신세계인테리어셔널 12M Fwd PER Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. 신세계인테리어셔널 12M Trailing PBR Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부



효성첨단소재

내년을 보자

[출처] NH투자증권 최영광 애널리스트

중국 저가 제품 영향으로 이익 모멘텀 둔화

투자의견 Buy 유지. 목표주가는 기존 440,000원에서 380,000원으로 14% 하향. 밸류에이션 적용 시점을 2025년으로 변경한 가운데 탄소섬유와 스판덱스 가격 약세 반영해 2025년 영업이익 전망치를 기존 대비 13% 하향

중국의 저가 제품 공급 확대 영향으로 탄소섬유 가격 하락 지속. kg당 탄소섬유 수출 가격은 2분기 20달러를 상회했으나, 3분기(7~8월) 평균 가격 18.5달러로 하락. 기존 3분기 가동 예상했던 신규 탄소섬유 설비(2,500톤)는 아직 가동을 시작하지 못한 상황으로 파악. 타이어코드와 스판덱스도 중국 저가 제품 영향으로 가격 약세인 가운데 타이어코드 비수기 진입하며 하반기 이익 모멘텀은 둔화

탄소섬유 증설('24E 16,500톤 → '25F 21,500톤)로 2025년 이익 개선 흐름 유효. 밸류에이션은 최근 4년래 최저치('24E PBR 1.7배). 투자의견 Buy 유지

3Q24 Preview: 컨센서스 하회 전망

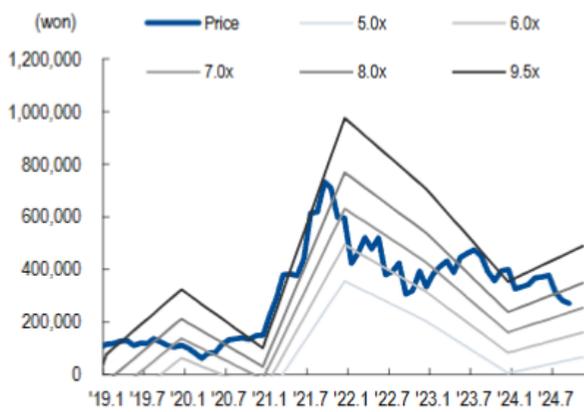
영업이익 515억원(-21.8% q-q, 영업이익률 6.4%)으로 컨센서스 하회할 전망

[산업자재] 영업이익 503억원(-24.4% q-q, 영업이익률 7.3%) 전망. 중국 저가 물량 유입에 따른 판가 및 판매량 감소 영향으로 타이어코드와 탄소섬유 영업이익률은 각각 전분기 대비 둔화한 10%(-2%p), 7%(-1.4%p) 전망. 아라미드는 적자 폭 확대 예상. [기타] 영업이익 12억원(영업이익률 1.0%) 전망. 필름, 원사 영업적자 폭 축소하겠으나 스판덱스 영업이익은 전분기 대비 감소 예상

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	3,202	3,261	3,386	3,471
증감률	-16.6	1.8	3.8	2.5
영업이익	172	229	253	284
증감률	-45.3	33.1	10.1	12.4
영업이익률	5.4	7.0	7.5	8.2
(지배지분)순이익	36	69	91	115
EPS	7,936	15,433	20,260	25,583
증감률	-71.6	94.5	31.3	26.3
PER	50.3	17.6	13.4	10.6
PBR	2.6	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	10.3	7.3	6.9	6.3
ROE	5.1	10.0	12.4	14.5
부채비율	304.5	311.2	286.6	252.4
순차입금	1,703	1,806	1,789	1,745

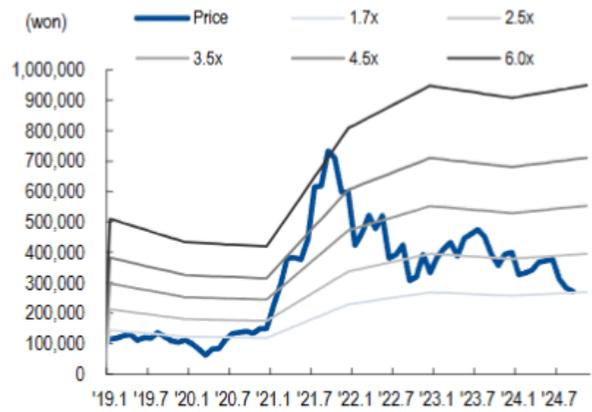
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 효성첨단소재 Trailing EV/EBITDA Band



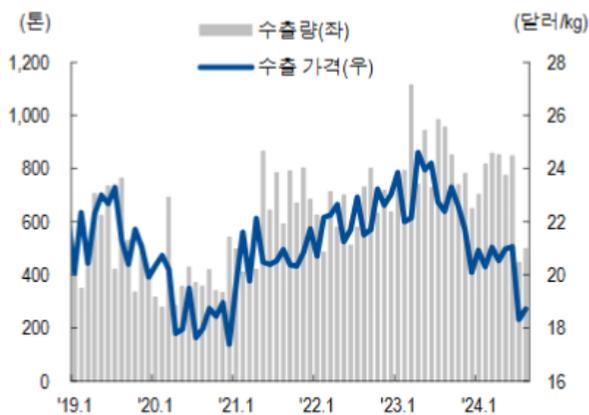
자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. 효성첨단소재 Trailing PBR Band



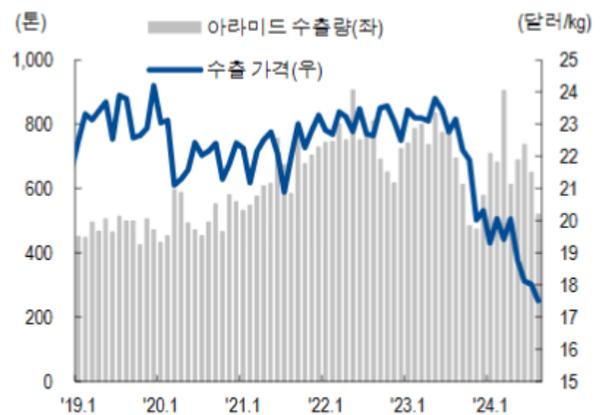
자료: NH투자증권 리서치본부

그림3. 탄소섬유 수출량 및 가격 추이



자료: KITA, NH투자증권 리서치본부

그림4. 아라미드 수출 중량 및 가격 추이



자료: KITA, NH투자증권 리서치본부

