

2024.11.20.(수) 증권사리포트

HPSP

호실적에도 신규 수주 둔화는 부담

[출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트

비메모리 매출 급증 영향으로 3Q24 호실적 기록

4Q24 매출액은 497억원(82%QoQ, 19%YoY), 영업이익은 262억원(117%QoQ, 21%YoY)을 기록, 컨센서스를 각각 5%, 2% 상회하였다. 작년 말 이후 메모리를 시작으로 해외 파운드리 업체들로부터 수주 실적이 좋았던 덕분이다. 상반기 매출 중에는 메모리 비중이 80% 가량을 차지하였으나 3Q24에는 70% 가량이 비메모리 매출인 것으로 파악된다. 신공장 가동 이후 비용증가에도 불구하고 매출 급증에 따라 3Q24 영업이익률 52.6%를 기록했다.

4Q24에도 비메모리 기여로 실적 성장, 다만 수주 흐름 둔화는 부담

해외 비메모리 수주 실적 기여가 이어지며 4Q24에도 매출액은 607억원(22%QoQ)으로 분기 최대치를 기록할 전망이다. 영업이익은 성과급 지급에도 불구하고 외형 성장 덕분에 305억원(16%QoQ, 151%YoY), OPM 50.2%가 예상된다. 다만 그동안 투자가 활발했던 인텔, 삼성전자의 내년 파운드리 투자가 불확실한 반면, TSMC의 투자는 다시 활발해질 것으로 보여 서로 상쇄되는 모습이다. 또한 메모리 업황도 한동안 부진이 불가피하고, 내년 하반기 1nm DRAM 투자가 활발해지면 동사 고압수소어닐링 장비에는 진입 기회가 있을 전망이다. 내년 실적 전망은 다소 보수적인 접근이 필요해 보인다.

목표주가 42,000원과 투자의견 '매수' 유지

하반기 호실적은 주가에 상당 부분 반영된 것으로 보이며, 최근 수주 둔화에 따라 1H25는 실적 감소가 예상된다. 지금은 긴 호흡의 관점에서 접근이 필요해 보인다. HPO 신장비 쉘 테스트가 4개 고객사로 확대된 상태고, 특허 소송 이슈도 일단 마무리된 상태이고, 고압수소어닐링 장비의 시장 수요처 및 고객 확대 기회는 계속 넓어질 전망이다.

Fig. 1: HPSP 별도재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	159	179	175	201	249
영업이익	85	95	89	102	132
세전이익	87	104	100	108	140
순이익[지배]	66	80	77	84	108
EPS(원)	903	989	927	1,007	1,302
증감률(%)	69.6	9.5	-6.3	8.6	29.3
PER(배)	14.8	44.3	35.4	32.6	25.2
PBR	5.6	12.9	7.8	6.3	5.0
EV/EBITDA	10.4	35.3	26.1	22.1	16.5
ROE(%)	53.2	34.0	24.6	21.5	22.3
배당수익률	1.1	0.3	0.4	0.4	0.4

자료: HPSP, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 별도





모두투어

중국 무비자의 직접적인 수혜

[출처] [하나증권 이기훈 애널리스트](#)

목표주가 상향

최근 실적이 연달아 부진하고, 단기 업황도 부진하다. 다만, 갑작스러운 중국 무비자 정책이 시행되면서 중국향 송객 수요가 내년 1분기부터 빠르게 회복할 것으로 예상된다. 연간 200억원 내외의 영업이익 체력을 회복할 것으로 예상하며, 2025년 실적 상향을 근거로 목표주가를 13,500원(+8%)으로 상향한다. 현재 주가는 2025년 예상 P/E 기준 10배에 불과해 상승 여력이 충분하다고 판단한다. 최근 공시를 통해 부진한 실적에도 전년 수준의 배당(주당 250원)도 결정했다.

3Q Review: OP 16억원(-46%)

3분기 매출액/영업이익은 각각 652억원(+21% YoY)/16억원(-46%)으로 컨센서스(30억원)를 하회했다. 송객 수는 22만명(+7% YoY), ASP는 118만원(-2%)을 기록했다. 난카이 대지진 경보 등으로 일본 수요가 위축되면서 별도 뿐만 아니라 모두투어 재팬이 적자전환(-2억원)하는 등 연결 자회사 단순 합산 이익은 1억원(-95%)으로 부진했다.

중국 무비자의 확실한 수혜

4분기 예약률이 마이너스 전환하면서 패키지 송객 수는 25만명(-3%)으로 부진할 것이고, 영업이익은 38억원(흑전)으로 작년 1회성 인건비 이슈에 따른 기저효과가 있을 것이다. 다만, 이미 중국 무비자 입국이 가능한 상황(내년 말까지 한시적)으로 중국 패키지 송객수가 2016년(연간 약 35만명)까지 성장한다는 가정 하에 연간 송객 수는 약 10만명 가까이 추가 성장 여력이 있다. 이를 감안한 연간 예상 매출액/영업이익은 각각 3,000억원(+17%)/193억원(+200%)이다. 최근 2023년 영업이익이 1회성 인건비 약 80억원을 제외하면 약 190억원 수준으로 당사 전망치는 충분히 상승 여력이 있다. 중국의 상해/청도 등은 비행시

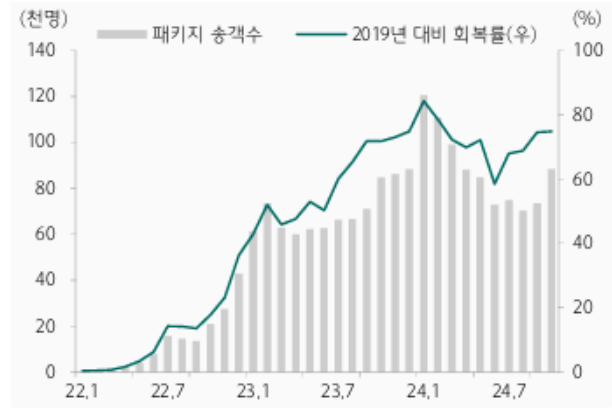
간 기준으로 1시간 반에서 2시간 거리이며, 골프 패키지 등의 인기가 많은 곳인데 내년 1분기 말부터 가파른 수요 회복이 확인될 것으로 예상된다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

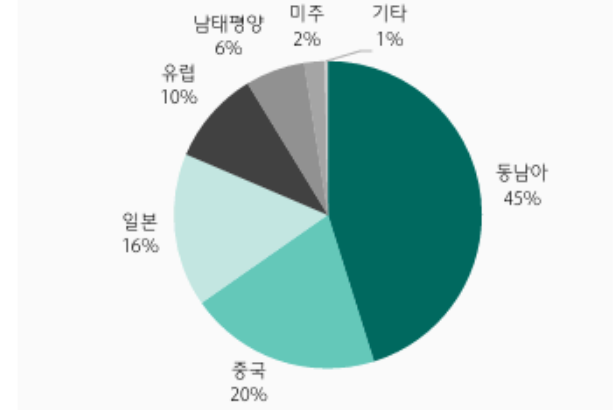
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	29.4	178.6	256.1	300.0
영업이익	(22.1)	11.6	6.4	19.3
세전이익	(25.4)	6.0	9.0	23.5
순이익	(16.2)	10.3	7.3	18.6
EPS	(856)	544	388	985
증감율	적전	흑전	(28.68)	153.87
PER	(19.92)	28.01	24.36	9.59
PBR	3.61	2.95	1.77	1.55
EV/EBITDA	(22.04)	15.91	15.03	6.01
ROE	(25.82)	16.28	10.17	23.00
BPS	4,717	5,167	5,333	6,104
DPS	0	250	250	300

도표 4. 월별 패키지 송객 수 추이



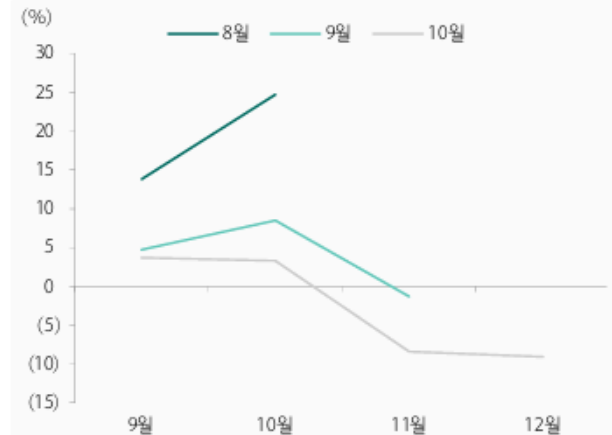
자료: 모두투어, 하나증권

도표 5. 지역별 패키지 여행 인원 비중(2024년 9월 기준)



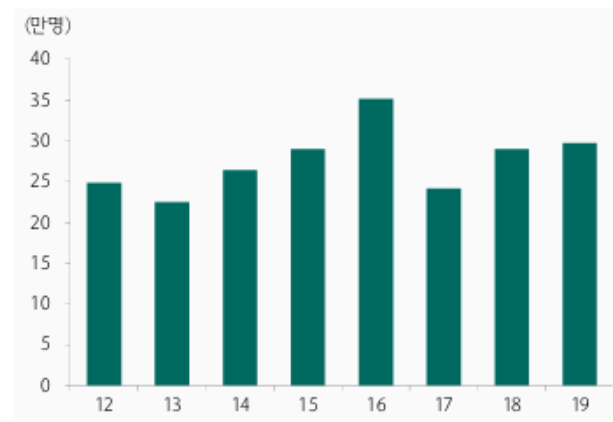
자료: 모두투어, 하나증권

도표 6. 2024년 모두투어 예약률 추이



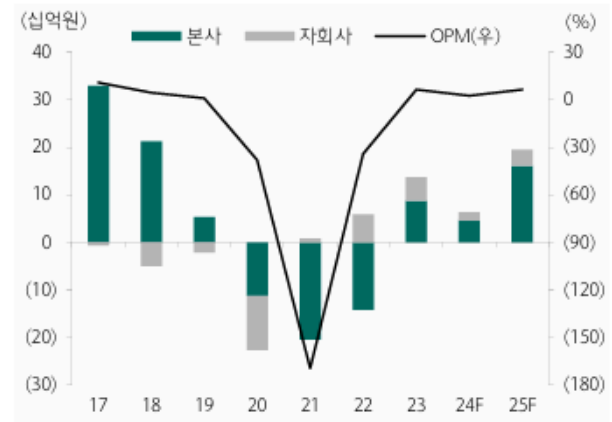
자료: 모두투어, 하나증권

도표 7. 모두투어 중국 연간 송객 수 추이



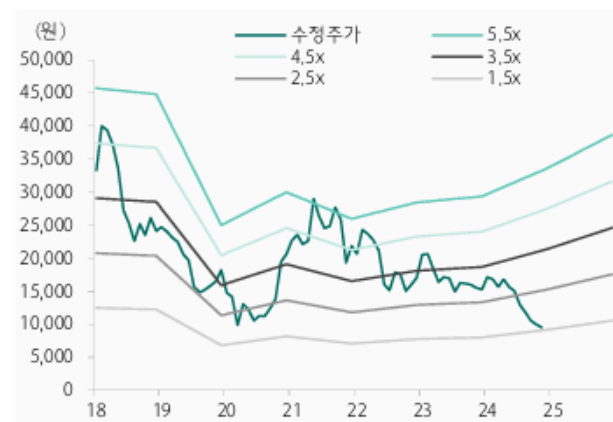
자료: 모두투어, 하나증권

도표 8. 모두투어 부문별 영업이익



자료: 모두투어, 하나증권

도표 9. 모두투어 12MF P/B 밴드차트



자료: 모두투어, 하나증권



아이패밀리에스씨

품목 증가 + 글로벌 진출 국가 확대 = 성장 모멘텀 지속

[출처] 하나증권 박은정 애널리스트

[NDR 후기] 품목 증가 + 글로벌 진출 국가 확대 = 성장 모멘텀 지속

당사는 아이패밀리에스씨와 지난 14~15일 양일간 15개 국내 투자자 대상 NDR을 진행했으며, 목적은 3분기 실적 내용 공유, 사업 방향성을 확인하고자 함이다. 아래는 NDR에서 공유되었던 주요 질의 내용을 담았다. 질의의 내용은 두가지로 구분되는데 새로운 이슈 내용과 동사의 체질적인 부분이다. 결론적으로 품목 증가와 글로벌 진출 국가 확대로 성장 모멘텀은 지속되고 있다는 점이다.

새로운 이슈는 3가지이다. 1) 대표 제품의 성공적 리뉴얼이다. 동사의 매출 중 약 20% 정도 차지하는 제품이 쥘시래스팅틴트이다. 지난 11월 1일 리뉴얼 제품이 런칭되었으며, 지난해 7월 산리오 에디션으로 올리브영 월 100억원의 매출을 기록하며 기네스를 달성했는데, 이를 상회하는 성과 기록했다. 특히 과거 쥘시래스팅틴트의 매출 흐름을 보면, 국내에서 스테디셀러이면서, 베스트셀러이고 이를 바탕으로 해외 매출이 2022~2024년 성장 지속되었다. 이번의 성공적 리뉴얼은 매출 성장을 더할 수 있는 가능성이다. 2) 일본에서의 성장 여력 여전히 점이다. 동사는 올해 물틴트, 틴티드스틱 등 다양한 제품을 출시했는데, 일본에서도 반응이 견조하다. 또한 앤바롬(로손)의 성공적 런칭 이후, 다른 라인업도 요청해오는 상황이다. 누즈 또한 접점을 늘리고 있다. 3) 미국법인 설립을 통해 다른 성장 모멘텀도 그려가고자 한다. 우선은 틱톡커들과의 콜라보부터 시작할 전망이다.

체질적인 부분은 강점과 리스크 요인으로 구분할 수 있겠다. 동사의 강점은 1) 신제품을 베스트셀러, 스테디셀러로 만드는 점, 2) 효율적인 비용 구조(SNS/제품 중심 마케팅과 B2B 중심 유통)라 판단한다. 1)번의 경우 출시된 제품이 꾸준한 수요(참고 도표 6)로 더해지고 있다. 출시부터 소비자의 니즈 중심, 출시 과정에서도 소비자와의 소통을 통해서 관심을 끌고 있다. 이는 SNS/제품 중심 마케팅으로 비용 또한 효율적 집행하면서 얻어내는 성과다. B2B 중심이기 때문에 속도나, 비용구조 측면에서 유리한 부분이 있다. 리스크 요인은 1) 색조 카테고리의 치열함, 2) B2B 중심 유통 구조로 매출 일관성이 낮은 점으로 꼽는다. 리스크 요인 중에서 1)번은 그럼에도 베스트셀러, 스테디셀러를 만들어내고 있으며, 2) 예측성 측면에서는 핵심 B2B 벤더와의 재고 수준 시스템화를 통해서 개선시키고자 한다. 동사는 외형이 빠르게 증가하면서 발생한 리스크 요인을 차근차근 해소하고 있다. 동사의 주가는 2024년 변동이 컸는데, 1분기 히트 제품 매출 증가와 신규 채널 진출(일본, 돈키호테) 등이 더해지며 상반기 주가 강세 보였으나, 이후 안정화된 일본 매출(2Q24) 등으로 주가 약세 이어졌다. 동사의 실적이 들쭉날쭉해 보이나, 큰 틀에서 지속적인 신제품 출시 및 스테디셀러로 안착, 진출 국가 확대를 통해 매해 매출이 늘어날 수 있는 구조를 만들고 있다. 동사의 체질은 건전해지고 있으며, 현재 주가는 12MF P/E 밴드 하단을 뚫고 내려간 수준으로 중장기적으로 기업가치의 저점은 지나고 있다고 판단한다.

3Q24 Review: 낮아진 눈높이에 부합

아이패밀리에스씨의 3분기 실적은 매출 501억원(YoY+35%), 영업이익 91억원(YoY+37%, 영업이익률 18%)으로 당사 직전 추정치(영업이익 85억원)을 소폭 상회했다. 전반적으로 화장품 매출이 증가함에 따라 기대 대비 수익성이 좋았다. 비수기임에도 국내와 해외 매출이 전분기비 증가 추세 보였으며, 일본이 회복했으며, 동남아와 중화권 매출이 성장 더해준 점이 특징적이다.

화장품 부문은 매출 491억원(YoY+35%), 영업이익 95억원(YoY+35%, 영업이익률 19%) 기록했다. ①국내 매출 137억원(YoY+12%) 시현했다. 롬앤의 출시 품목 확대, 누즈 채널 확대 등이 나타나며 HB와 온라인에서 두루 성장하고 있다. HB/온라인 매출은 각각 80억원/58억원 기여했다. ②해외는 매출 354억원(YoY+47%) 달성했다. 일본/중화권/동남아/기타국가 기준 매출은 138억원/64억원/84억원/63억원 기록했으며, 전년동기비 지역별 매출 성장률(%YoY)은 +26%/+53%/+162%/+19% 이다. 일본은 채널 확장 및 신제품 효과 더해지며 성장했으며, 중화권은 신규 채널 입점 효과, 동남아의 성장이 가장 두드러지는데, 베트남이 가장 높은 성장을 하는 가운데 태국/대만 등 기타 동남아 국가향 매출이 전반적으로 증가한데 기인한다. 온라인뿐만 아니라 오프라인으로 채널 확장이 나타나고 있는 것으로 파악된다. 지속적으로 글로벌 확장에 주력 중이다. ③영업이익률은 전년동기와 유사한 19% 기록했는데, 신제품 출시 등에 따라 품목군이 다양해지면서 믹스가 다소 하락(매출총이익률 -0.8%p)했으나, 비용이 크게 늘지 않아 영업이익

률은 오히려 0.2%p 개선되었다. 주시래스팅틴트 등의 스테디셀러가 흥행함(리뉴얼 제품)에 따라 마진 구조는 다음 분기 개선 될 것으로 기대된다. ④참고로 동사의 재고자산이 급격하게 증가하여 시장에서는 우려를 가진 것도 사실이다(재고자산 추이 1Q24 299억원 2Q24 587억원 3Q24 737억원). 파악건대 2분기 재고자산의 절반 가까이는 판매되었고, 신제품 물량(틴티드스틱/더쥬시/싱글새도우 등) 대응으로 3분기 재고자산이 늘어났으며, 정상적으로 재고소진이 되고 있는 것으로 파악된다. ▶웨딩부문은 매출 10억원, 영업적자 4억원 기록했다.

점진적 회복세, 매력적인 밸류에이션 수준

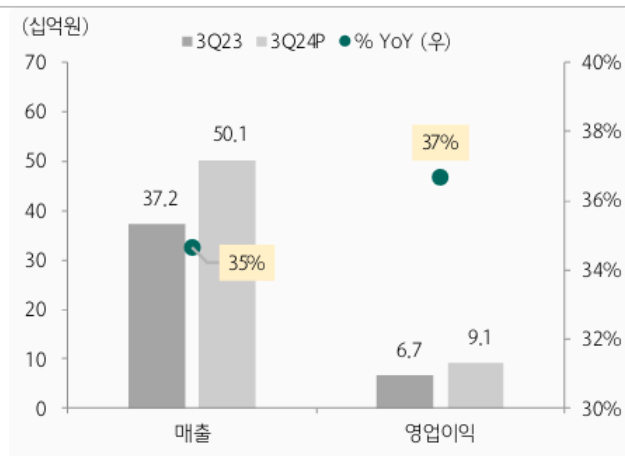
아이패밀리에스씨의 2025년 실적은 연결 매출 2.3천억원(YoY+10%), 영업이익 440억원(YoY+18%, 영업이익률 19%) 전망한다. 확장 가능성이 농후함에도 국내와 해외 모두 10%, 보수적인 성장률 반영했다. 동사의 신제품 기획 능력, 시장 안착 역량 등이 외형 성장을 견인할 것으로 기대하며, 이것이 레버리지되어 해외 확장도 더해질 것으로 기대한다. 보수적 성장 가정해도 현재 시가총액은 3천억원으로 12MF P/E 9 배 수준에 불과하다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

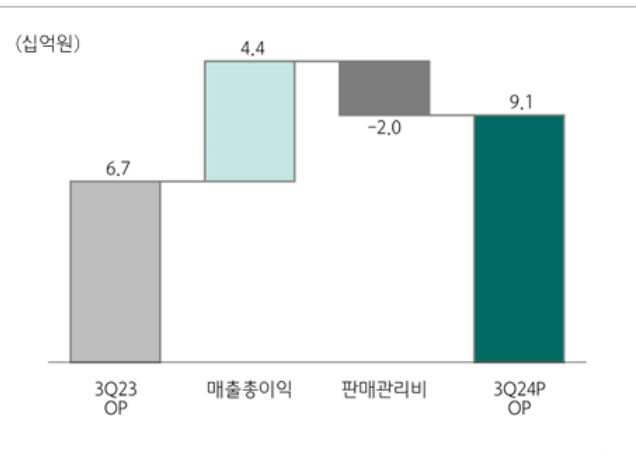
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	85.3	148.7	208.6	229.6
영업이익	9.5	24.0	37.3	44.0
세전이익	10.0	24.7	38.3	45.0
순이익	7.6	20.0	31.6	35.1
EPS	453	1,166	1,838	2,035
증감율	70.94	157.40	57.63	10.72
PER	13.75	11.28	9.69	8.75
PBR	2.11	3.28	3.09	2.31
EV/EBITDA	8.70	8.38	7.91	6.05
ROE	16.65	33.55	37.60	30.22
BPS	2,953	4,011	5,757	7,714
DPS	32	79	79	79

도표 2. 아이패밀리레스씨 3Q24P 개별 실적 요약



자료: 하나증권

도표 3. 아이패밀리레스씨의 3Q24P 손익 변동 (YoY)



주: 판매관리비 3Q23 73억원 → 3Q24P 92억원 (+20억원)

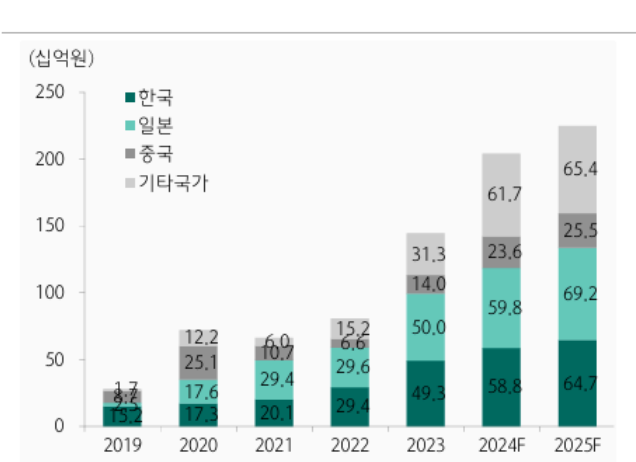
자료: 하나증권

도표 4. 아이패밀리레스씨의 3Q24P 매출 변동 (YoY)
: 국내 +15억원, 일본 +28억원, 기타해외 +85억원 기여

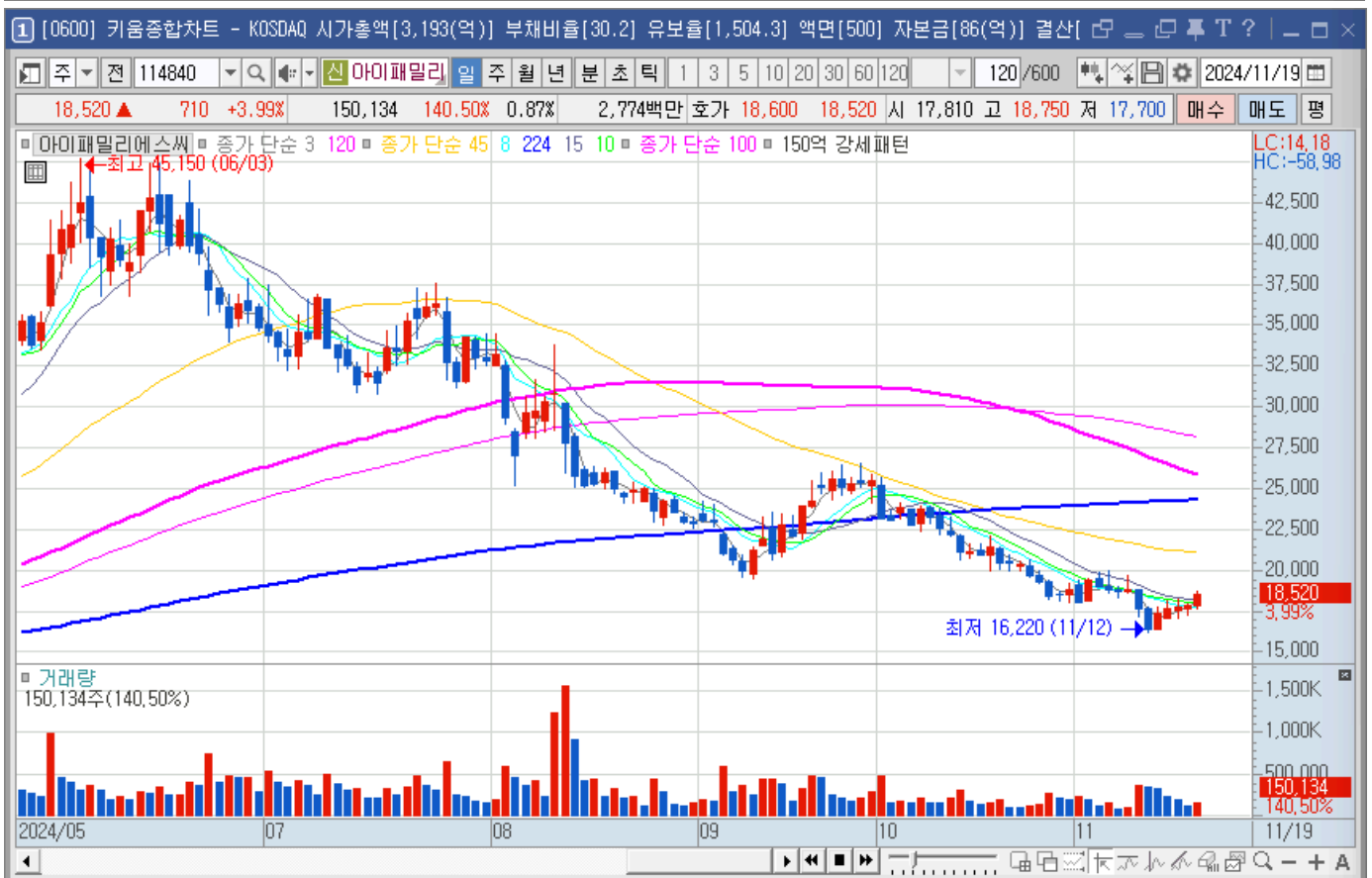


자료: 하나증권

도표 5. 아이패밀리레스씨의 국가별 매출 추이 및 전망



자료: 하나증권



신세계푸드
 체질 개선 중
 [출처] IBK투자증권 남성현 애널리스트
 3분기 실적 Review

신세계푸드 3분기 실적 성장세는 지속되었다. 당사 추정치를 약 8% 하회했지만, 부진한 경기 상황을 감안하면 긍정적인 실적을 달성한 것으로 판단한다. 3분기 동사의 연결기준 매출액은 3,854억 원(전년동기 대비 -1.9%), 영업이익 85억 원(전년동기대비 +8.8%)을 달성하였다. 3분기 매출액은 다소 부진했는데, 이는 1) 저수익 단체급식 사업장 정리 및 일부 사업장 이탈에 따른 영향과, 2) 스타벅스향 성장률 둔화, 3) 그룹사 채널망 감소에 따른 효과, 4) 외식경기 둔화에 따른 영향이 작용하였기 때문이다. 그럼에도 불구하고 수익성은 개선되면서 영업이익은 전년대비 성장한 흐름이 나타났다. 단순 실적만 보면 매출액 감소를 우려할 수도 있다. 하지만, 당사에서 판단하기에 ▶ 매출액 감소 주요 원인이 저수익 단체급식 사이트 정리에 따른 효과라는 점과, ▶ 그룹내 주요 채널인 스타벅스 채널망 확대가 지속되고 있다는 점을 고려하면 부정적으로 해석할 필요는 없다는 분석이다.

체질 개선 중. 동 추세 이어질 전망

3분기는 체질 개선 효과를 보여준 실적으로 평가할 수 있다. 당사에서는 동 추세가 유지될 것으로 전망하는데, 그러한 이유는 1) 파베이크 공급 비중 확대를 통한 효율화를 구축할 것으로 보이고, 2) 고마진 채널 비중 확대에 따라 수익성 개선이 기대되며, 3) 스무디킹코리아 사업부 정리에 따른 효과, 4) 중장기적으로 그룹내 PB브랜드 확대 전략을 통해 외형과 수익성 개선을 이룰 수 있을 것으로 예상되기 때문이다. 현재 그룹사 효율화 작업이 이루어지는 과정에서 NB브랜드 강화 및 성장을 위한 정책적 노력이 이루어지고 있다. 이에 따라 동사의 식품제조 매출액은 증가할 가능성이 높다는 판단이다.

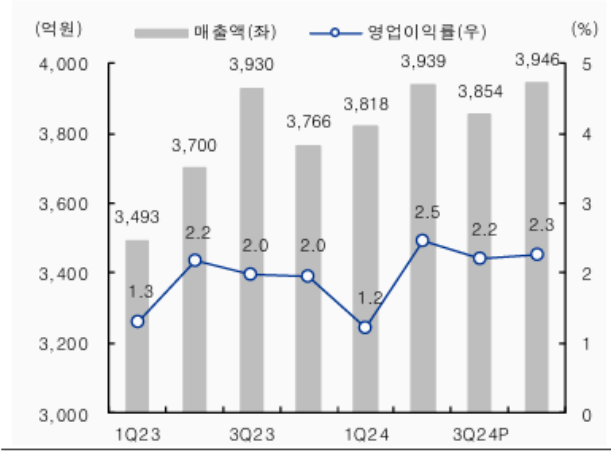
투자의견 매수, 목표주가 58,000원 유지

동사에 대한 투자의견 매수 및 목표주가 5.8만 원을 유지한다

(단위:십억원.배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,411	1,489	1,556	1,603	1,647
영업이익	21	26	32	35	38
세전이익	-5	15	25	29	34
지배주주순이익	-5	11	19	22	26
EPS(원)	-1,390	2,749	5,018	5,623	6,588
증가율(%)	-322.8	-297.7	82.6	12.0	17.2
영업이익률(%)	1.5	1.7	2.1	2.2	2.3
순이익률(%)	-0.4	0.7	1.2	1.4	1.6
ROE(%)	-1.9	3.7	6.5	6.9	7.6
PER	-34.6	14.4	6.4	5.7	4.8
PBR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.3	6.0	4.9	5.4	4.8

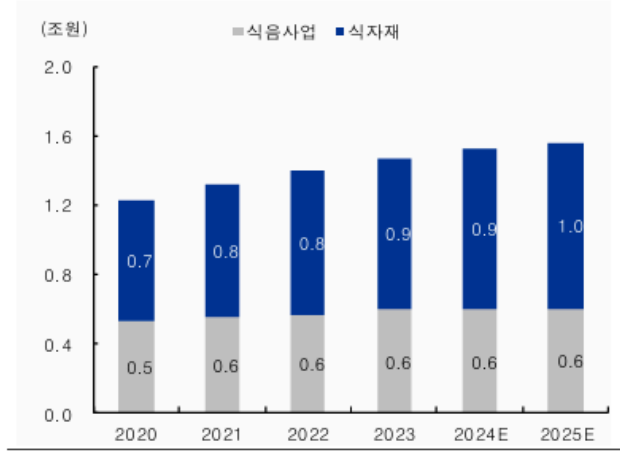
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 신세계푸드 영업실적 추이 및 전망



자료: 신세계푸드, IBK투자증권

그림 2. 신세계푸드 주요 사업부별 매출액 추이 및 전망



자료: 신세계푸드, IBK투자증권



원익QnC

내용면에서 양호한 실적, 저평가 상태

[출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트

3Q24 Review: EV 수요 둔화 영향으로 자회사 모멘티브 실적 감소

연결기준 3Q24 매출액과 영업이익은 각각 2,251억원(-3%QoQ, 26%YoY), 299억원(-18%QoQ, 126%YoY)을 기록, 컨센서스 대비 3%, 19% 하회했다. 상반기 실적 호조를 이끌었던 자회사 모멘티브의 매출액(외부발표 기준)이 1,153억원(-12%QoQ, 18%YoY)으로 감소하였고 영업이익률도 10.4%(-5%pt QoQ)로 하락한 탓이다. EV 수요 둔화 영향으로 세라믹파우더 매출이 감소한 영향이다. 그러나 퀵츠웨어, 세정, 세라믹 등 본사 제품들은 모두 예상보다

매출 실적이 좋았다. 특히 퀵츠웨어는 주요 고객 내 점유율 상승과 일부 반도체 고객 수요 증가로 인해, 매출액 832억원을 기록, 지난 4Q22 이후 분기 최고치를 기록했다.

4Q24 Preview: 성과급 제외하면 전분기와 비슷한 실적 예상

비수기 영향으로 연결기준 4Q24 매출액은 2,229억원(-1%QoQ)으로 소폭 감소 예상되며, 영업이익은 197억원, OPM 8.9%로 전망된다. 수익성 하락은 매년 연말 지급되는 성과급 영향이며, 이를 제외하면 전분기와 비슷한 영업이익이 예상된다. 자회사 모멘티브 실적도 전분기와 유사한 수준을 보일 것으로 전망된다. 한편 대만법인의 경우 파운드리 고객사의 꾸준한 수요 증가로 인해, 올해 매출이 5백억원 중반대를 기록(전년 대비 20%대 성장)하고, 내년에는 6백억원 초반대로 성장할 전망이다.

목표주가 33,000원과 투자의견 '매수' 유지

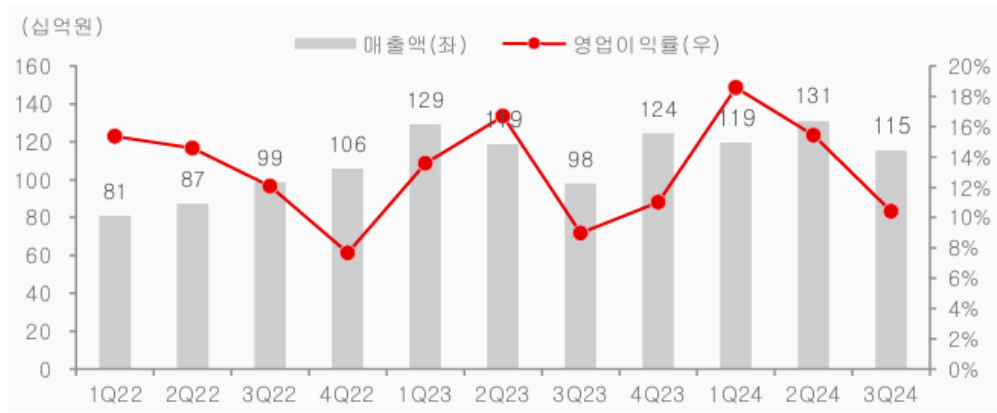
반도체 수요 둔화 우려로 동사 주가는 최근 P/B 1.1x까지 급락하여, 2020년 팬데믹 이전 최저치 수준까지 하락했었다. 양호한 실적 대비 과도한 저평가 상태로 판단된다. 장기 투자 관점에서 보면, 지금이 저가 매수 기회다.

Fig. 1: 원익QnC 연결재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	783	806	897	929	1,040
영업이익	115	83	118	120	143
세전이익	77	61	92	92	118
순이익[지배]	54	38	53	53	68
EPS(원)	2,048	1,451	2,009	2,007	2,579
증감률(%)	-8.4	-29.2	38.5	-0.1	28.5
PER(배)	11.4	19.8	9.9	9.9	7.7
PBR	1.6	1.9	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.0	9.7	6.0	5.6	4.6
ROE(%)	15.8	9.7	12.2	10.8	12.4
배당수익률	0.6	0.2	0.3	0.3	0.3

자료: 원익QnC, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

Fig. 2: 모멘티브 실적 추이 (외부발표 기준)





LG

CNS 상장 및 연말 밸류업 공시 기대

[출처] 하나증권 최정욱 애널리스트

3분기 실적은 컨센서스 거의 부합. 화학 계열 실적 악화에도 CNS 실적 호조 영향

LG에 대한 투자이견 매수와 목표주가 105,000원을 유지. 3분기 연결기준 영업이익은 YoY 6.5% 감소한 4,767억원으로 컨센서스에 거의 부합. LG화학 등 주요 계열사의 실적이 악화되며 지분법손익이 YoY 26.2% 감소했는데 특히 화학 계열 자회사들의 실적 악화가 두드러짐. 1) LG화학은 운임료 상승에 따른 판매비 증가 및 원료가 상승 영향으로 석유화학사업 부문이 2분기 흑자에서 다시 적자전환했고, 2) LG에너지솔루션 또한 유럽 전기차 판매 부진 지속으로 자동차전지 부문 매출이 YoY 17% 감소했음. 3) LG생활건강 또한 화장품 고마진 채널 매출 감소 및 생활용품사업 부문 또한 마케팅 확대와 고정비 부담 증가로 부진한 실적을 시현했음. 4) 다만 LG CNS는 계열사 ERP 구축 프로젝트와 클라우드 용역 증가로 YoY 17% 증가한 1,428억원의 영업이익을 시현해 성장세가 지속되었고, 5) 부진이 이어졌던 LG디스플레이가 신규 아이폰 패널 물동량 증가와 함께 OLED 제품군 비중 확대로 적자 폭이 축소되면서 화학 부문 실적 악화를 일부 상쇄

CNS 상장 가시화. 상장 직후 LG 매물 출회 부담 가능성 있지만 영향 제한적일 듯
지난 10월 4일 LG CNS는 한국거래소에 상장예비심사신청서를 제출. 심사결과는 12월에 발표 예정이고, 통상 심사통과 후 6개월내 상장이 이루어진다는 점을 고려하면 CNS 상장은 내년 상반기 중 예상. 최근 5년간의 자회사 상장과 모회사 주가 영향 사례를 보면, 상장일을 기준으로 6개월 이전부터 모회사 주가가 상승하다가 상장 이후에는 오히려 하락. 이는 모회사 비중축소, 자회사 신주 매수 경향 때문으로 추정 (오버행 이슈 발생시에는 자회사 주가 또한 같이 하락하는 경향). 다만 CNS 상장 직후 일시적으로 LG 주가가 하락하더라도 그 폭은 제한적일 것으로 예상되는데 과거 SK와 SK바이오팜의 사례에서 볼 수 있듯이 자회사 가치가 크게 재평가될 경우 모회사 순자산가치 상승 기대감이 결국 모회사 주가에 반영되기도 하기 때문. LG CNS의 3분기 영업이익은 YoY 60.1% 증가한 1,428억원을 기록하고 있으며, CNS의 가파른 성장세를 반영해 현재 장외에서 약 10조원 내외의 시가총액을 기록 중

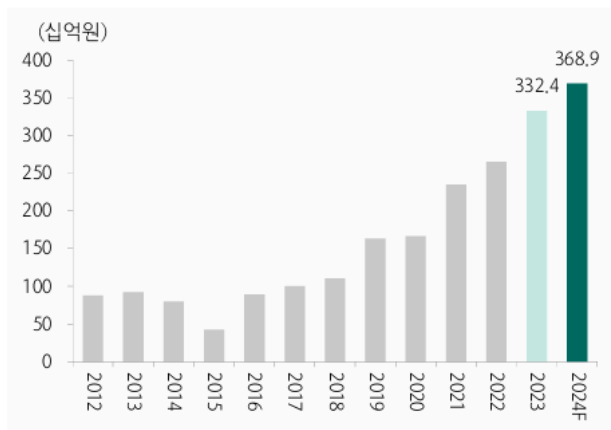
연내 밸류업 공시 발표 예정. 배당 여력 충분하고, 추가 자사주 매입 규모에 관심
LG는 늦어도 연내 밸류업 공시를 발표하겠다는 방침. 주요 자회사 실적 악화로 내년도 배당재원에 대한 우려가 있었지만 상표권/임대수익까지 배당재원으로 활용시 배당여력은 충분한데다 지난 8월말에 주요 상장자회사 추가 지분 취득을 공시하면서 배당재원과 관련한 우려는 다소 해소(운영자금 제외 순현금 약 1.1조원 중 LG전자 2,000억원, LG화학 3,000억원 장내 매수 예정). 시장의 관심은 밸류업 공시에서 발표할 추가 자사주 매입 규모에 쏠릴 수 밖에 없는데 자회사 추가 지분 취득분 5,000억원과 운영자금 4,000억원을 제외해도 약 6,000억원 가량의 순현금이 남아있고, 내년 상반기 CNS 상장시 발생할 비경상이익까지 고려하면 지난번 수준 이상의 추가 자사주 매입 결의가 충분히 가능할 수 있다고 판단

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

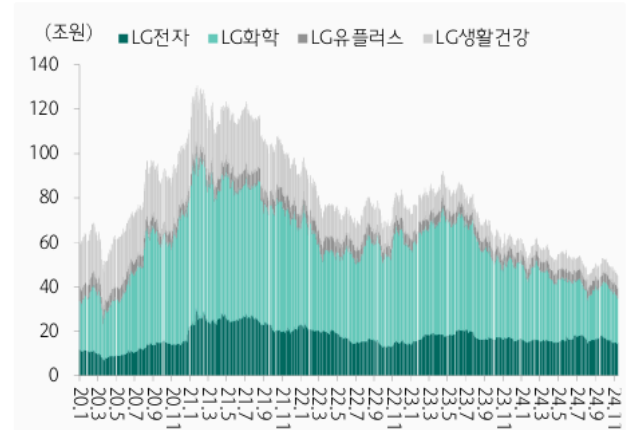
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	7,186.0	7,445.3	7,654.0	7,902.8
영업이익	1,941.4	1,589.0	1,329.3	2,057.3
세전이익	2,045.6	1,618.4	1,375.6	2,154.3
순이익	1,979.6	1,261.2	1,054.8	1,747.9
EPS	12,347	7,867	6,579	10,902
증감율	(20.34)	(36.28)	(16.37)	65.71
PER	6.33	10.92	10.85	6.55
PBR	0.49	0.52	0.41	0.40
EV/EBITDA	5.27	7.02	6.86	4.24
ROE	8.48	4.89	3.96	6.30
BPS	159,842	165,188	172,175	179,999
DPS	3,000	3,100	3,200	3,300

도표 5. LG CNS 연도별 순이익 추이 및 전망



자료: 하나증권

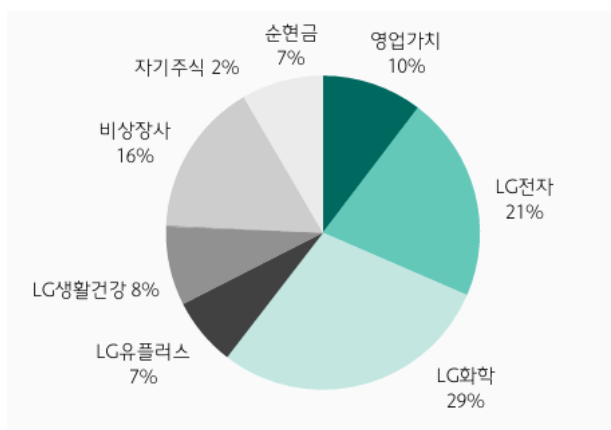
도표 6. LG 주요 상장계열사 시가총액 추이



주: 상장회사 주가는 2024년 11월 15일 기준

자료: 하나증권

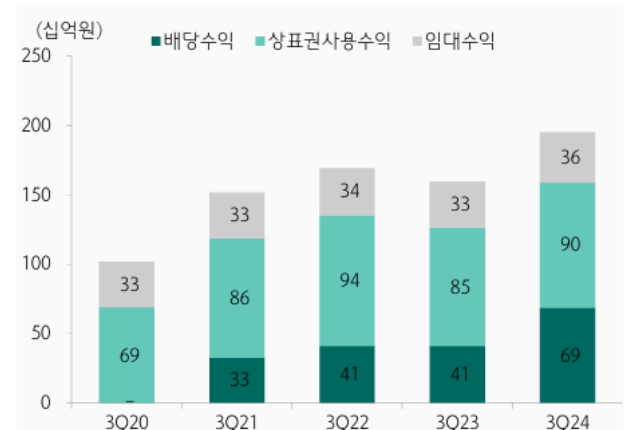
도표 7. LG NAV 구성요소



주: 상장회사 주가는 2024년 11월 15일 기준

자료: 하나증권

도표 8. LG 별도부문 3분기 영업수익 추이



자료: 하나증권



풀무원

불항에 더욱 돋보인 포트폴리오

[출처] DS투자증권 장지혜 애널리스트

3Q24Re: 국내 식품 제조와 서비스 유통 활약으로 실적 서프라이즈

풀무원의 3분기 실적은 연결기준 매출액 8,337억원(+12% YoY), 영업이익 333억원(+52% YoY, OPM 4%)으로 시장 기대치(OP 244억원)를 상회했다. 국내 식품 제조유통과 서비스유통 부문의 실적 호조가 수익성 개선을 견인했다. 1)국내식품제조유통(OP 246억원)으로 B2C는 온라인 채널 성장, B2B는 대형 고객사 및 학교 등 고수익 채널 집중으로 수익성 개선이 나타났다. 2)해외식품제조유통(-28억원)은 미국과 중국은 각각 매출액이 전년비 +33%, +9% 증가하며 외형성장이 나타났으나 미국 해상운임 부담 증가와 일본 매출 감소(-14%)에 따른 고정비 부담으로 적자 규모는 전년 수준을 유지했다. 3)식품서비스유통(104억원)은 성수기 효과 및 신규 대형 급식 업장 수주 따른 외형 성장 및 수익성 개선이 나타났다. 4)건강케어제조유통(-36억원)은 건강생활의 초기 마케팅 비용 반영과 녹즙 및 F 사업 매출과 수익 부진이 전분기에 이어 실적 부담으로 작용했다.

미국을 중심으로 해외 사업 성장 지속 중

풀무원의 해외 실적은 미국을 중심으로 외형 성장이 나타나고 있다. 풀무원 미국 사업 3분기 누적 매출액은 3,291억원(+21% YoY)을 기록했는데 상반기는 두부류, 3분기는 주요 회원제 유통채널 행사 참여에 따라 아시안 푸드 매출 성장이 +57% YoY로 두드러졌다. 23년 10월부터 가동을 시작한 길로이 공장의 아시안 누들 라인을 통해 적극적인 시장 대응과 SKU 확대 효과로 분석된다. 미국 현지의 K-Food에 대한 관심이 이어지고 있고 4분기는 계절적 성수기 진입과 해상 물류비 프리미엄 완화로 BEP 달성이 기대된다. 풀무원의 해외 사업 매출 비중은 19년 15%→22년 19%→24년 20%로 확대되고 있다.

투자의견 매수, 목표주가 1.7만원 유지

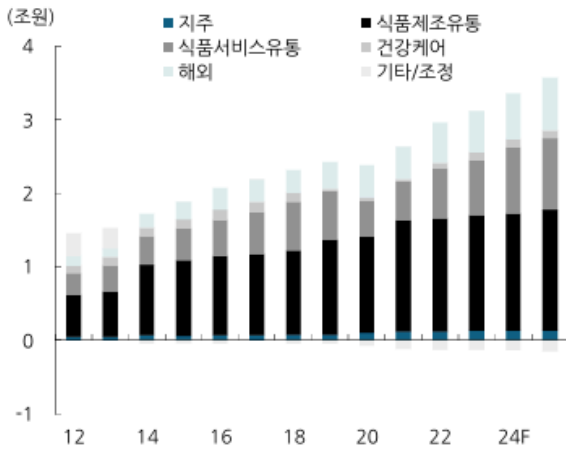
풀무원의 목표주가는 12M Fwd EPS에 목표배수 12배를 적용했다. 동사의 해외 매출 비중은 24년 20% 수준이나 식물성 단백질 식품과 K-Food라는 제품 포트폴리오로 소비 트렌드에 적극적으로 대응하며 장기 성장이 기대되고 수익성 개선도 나타나고 있다. 향후 재무구조 개선에 따른 레버리지 효과도 기대된다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,519	2,838	2,993	3,214	3,403
영업이익	39	26	62	86	112
영업이익률(%)	1.5	0.9	2.1	2.7	3.3
세전이익	14	-18	14	33	64
지배주주지분순이익	13	-19	20	31	51
EPS(원)	314	-506	531	852	1,393
증감률(%)	-19.6	적전	흑전	60.5	63.5
ROE(%)	2.9	-4.2	5.2	9.1	13.4
PER(배)	55.2	-22.1	19.8	13.4	8.2
PBR(배)	1.6	1.1	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	9.1	8.4	7.1	5.9	5.2

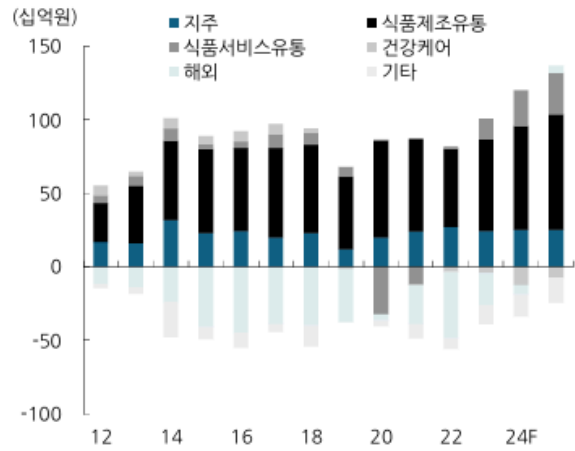
자료: 풀무원, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

그림1 풀무원 사업부별 매출액 추이 및 전망



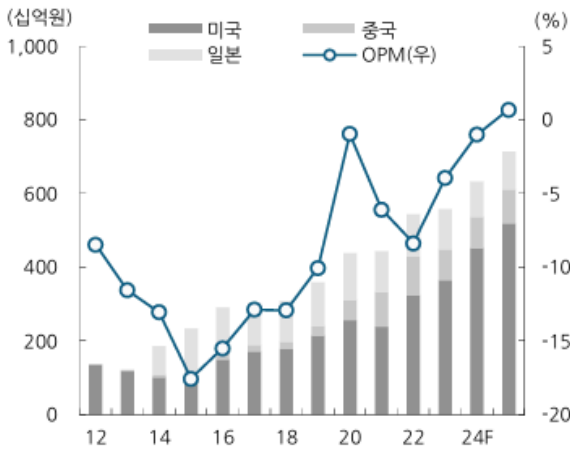
자료: 풀무원, DS투자증권 리서치센터

그림2 풀무원 사업부별 영업이익 추이 및 전망



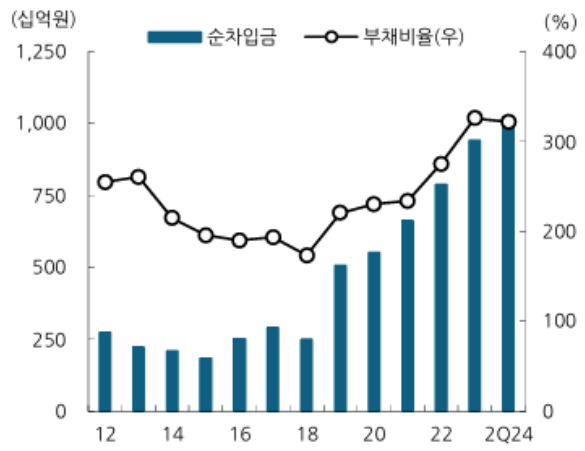
자료: 풀무원, DS투자증권 리서치센터

그림3 풀무원 해외 국가별 매출과 합산 이익률 추이



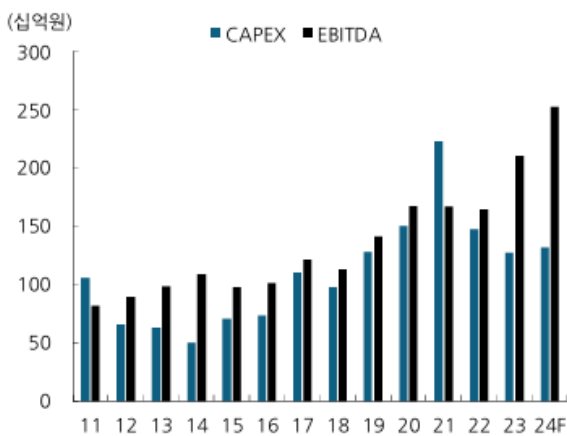
자료: 풀무원, DS투자증권 리서치센터

그림4 풀무원 순차입금 및 부채비율 추이



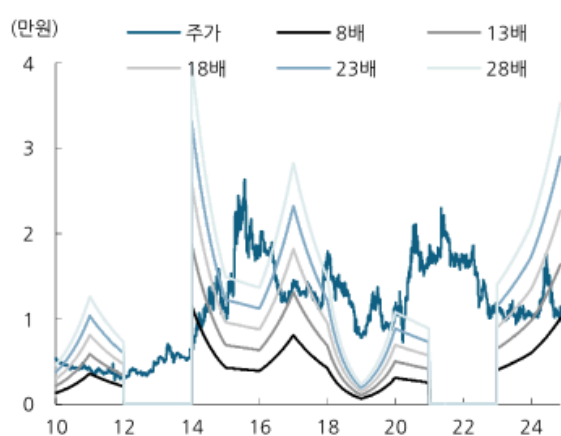
자료: 풀무원, DS투자증권 리서치센터

그림5 풀무원 CAPEX 투자 금액과 EBITDA 추이



자료: 풀무원, DS투자증권 리서치센터

그림6 풀무원 PER 밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

