

2024.12.05.(목) 증권사리포트

삼양식품

40% 증설로는 부족할지도

[출처] IBK투자증권 김태현 애널리스트

밀양2공장 공사 순조, 추가 증설 검토 중

현재 건설중인 밀양2공장이 내년 6월, 늦어도 7월에는 상업 생산에 들어갈 것으로 예상되는 가운데, 해외 생산 공장 설립 가능성도 열어두고 추가적인 증설을 검토중인 것으로 파악된다. 밀양2공장이 준공되면 생산 능력이 기존 대비 약 40%(기존 18억개+신규 7억개) 증가하지만, 미국과 유럽, 중국 등 핵심 지역에서 여전히 높은 소비자 수요와 유통망 확대 여지를 고려하면 초기 가동률이 예상보다 빠르게 오를 가능성이 적지 않아 보인다. 과거 밀양1공장은 준공 이후 인력수급(숙련공 원주→밀양 재배치) 등의 이슈로 정상화에 약 1년반의 기간이 소요됐지만, 밀양2공장은 1공장 인근에 위치해 생산 안정화 과정이 수월할 것으로 예상된다. 밀양2공장 가동 초기에는 봉지면 위주로 ASP가 높은 미국과 유럽 시장 공급에 주력할 전망이다.

수요 대비 공급 많이 부족해

미국 수출 확대 기대감은 여전히 높아 보인다. 미국 법인 매출에서 비중이 가장 큰 월마트(3Q24 비중: 19.4%)의 경우 전 매장에서 불닭볶음면이 판매되고 있지만, 매대 물량을 온전히 채우지 못하고 있는 상황이다. 두번째로 큰 코스트코(7.8%)의 입점률은 아직 50% 수준이다. 또 9월부터 타겟에 신규 입점했으며, 크로거 입점률도 확대하고 있어 향후 공급이 원활해진다면 주력 유통 채널로 부상할 전망이다. 지역 슈퍼마켓 신규 진출 기대감도 유효하다. 유럽도 네덜란드와 독일, 폴란드 메인스트림 채널 중심으로 확장 중이며, 밀양2공장 가동 이후 유럽 판매법인을 통한 판매망 확대에 속도가 붙을 전망이다. 중국도 아직 2선 도시로의 판로 확장이 온전히 이뤄지지않아 추가 성장 여력이 높다.

높은 영업 마진율 유지될 듯

연말 성과급 지급 관련, 영업이익의 일정비율 총당금을 쌓아왔기에 4분기 일회성 비용 발생 우려는 제한적이다. 내년 미국 보편관세 정책이 현실화되더라도, 채널믹스로 헷지 가능할 것으로 예상된다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	909	1,193	1,656	2,045	2,610
영업이익	90	148	319	361	440
세전이익	102	156	326	369	458
지배주주순이익	80	126	254	288	356
EPS(원)	10,593	16,761	33,734	38,251	47,228
증가율(%)	41.6	58.2	101.3	13.4	23.5
영업이익률(%)	9.9	12.4	19.3	17.7	16.9
순이익률(%)	8.8	10.6	15.3	14.1	13.6
ROE(%)	18.9	24.8	37.2	31.1	29.4
PER	12.0	12.9	17.3	15.2	12.3
PBR	2.1	2.9	5.5	4.2	3.2
EV/EBITDA	9.8	9.6	12.5	11.0	9.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상





리노공업

변하지 않은 중장기 방향성

[출처] 키움증권 박유악 애널리스트

예상보다 부진한 하반기 실적

리노공업의 하반기 실적이 '기대보다 부진한 AI 스마트폰 출시'와 '컨슈머 기기 수요 부진', '대형 고객사의 재고 조정' 영향이 반영되며, 당사의 기존 전망치를 하회할 것으로 보인다. 특히 지난 3Q24에는 유통 시장 내 스마트폰의 재고(9월 6.4주)가 코로나19 시기의 최고 수준(3Q20 6.3주)까지 급증해, 리노공업 등 관련 서플라이 체인에 대한 강도 높은 재고 조정의 빌미로 작용한 것으로 판단된다. 다만 최근 들어 재고 조정의 강도가 완화되고 있고, 일부 스마트폰 업체들의 경우 신제품 출시를 위한 재고 build-up에 나서고 있는 것으로도 파악되기 때문에, 리노공업의 단기 실적에 긍정적일 것으로 보인다.

4Q24 영업이익 318억원 전망

리노공업의 4Q24 실적은 매출액 703억원(+2%QoQ, +21%YoY)과 영업이익 318억원(+4%QoQ, +5%YoY)으로, 전 분기 및 전년 동기 대비 성장할 전망이다. 대형 고객사의 재고 조정 강도가 완화되며 리노공업의 판매량이 전 분기 대비 회복될 것으로 예상되고, AI와 HBM 등의 고부가가치 신사업들의 실적도 호조를 보일 것으로 판단하기 때문이다. 사업 부문별 매출액은 Leeno Pin 174억원(-6%QoQ, +3%YoY), IC Test Socket 448억원(+4%QoQ, +34%YoY), Others 81억원(+13%QoQ, +7%YoY)을 각각 기록할 전망이다.

1Q25 실적은 매출액 578억원(-18%QoQ, +5%YoY)과 영업이익 243억원 (-24%QoQ, +4%YoY)으로 전 분기 대비 감소할 전망이지만, 이를 지나면 on-device AI 스마트폰과 PC 출시, CSPs의 자체 AI chip 출시, 이차전지 업황 턴어라운드 등으로 인해 분기 실적 성장세에 진입할 것으로 판단한다.

투자의견 'BUY' 유지. 목표주가는 21만원으로 하향 조정

리노공업의 주가는 전방 수요 부진과 반도체 업종의 투자 심리 위축 등으로 인해, 지난 5월 이후 지속된 조정을 보이고 있다. 1Q25 실적 부진 등을 이유로 주가 약세가 당분간 이어질 수는 있겠지만, AI 및 자율주행, 이차전지 산업을 중심으로 한 리노공업의 성장 스토리는 여전히 유효하다는 점도 간과해서는 안될

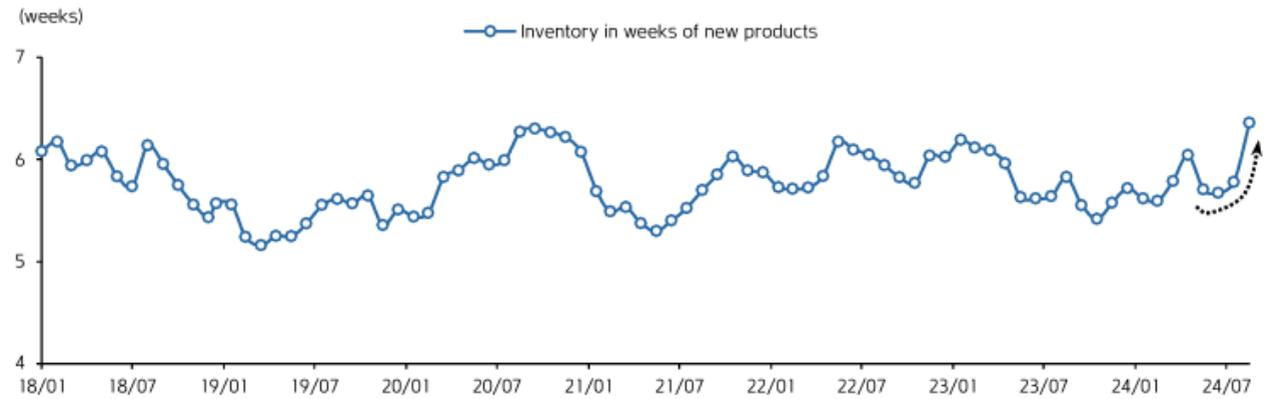
것이다. 수요 부진에 따른 '24년~'26년 실적 전망치 조정을 반영하여 목표주가를 21만원으로 하향 조정 하지만, 투자의견은 주가 괴리율을 감안하여 'BUY'를 유지한다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	322.4	255.6	265.1	282.4
영업이익	136.6	114.4	119.0	125.9
EBITDA	150.7	128.2	132.8	136.3
세전이익	154.1	142.2	132.9	142.3
순이익	114.4	110.9	102.4	109.9
지배주주지분순이익	114.4	110.9	102.4	109.9
EPS(원)	7,503	7,277	6,718	7,208
증감률(%YoY)	10.2	-3.0	-7.7	7.3
PER(배)	20.7	27.8	23.4	21.8
PBR(배)	4.81	5.54	3.91	3.55
EV/EBITDA(배)	13.6	21.5	30.0	28.9
영업이익률(%)	42.4	44.8	44.9	44.6
ROE(%)	25.1	21.1	17.5	17.1
순부채비율(%)	-64.3	-58.0	-60.5	-61.9

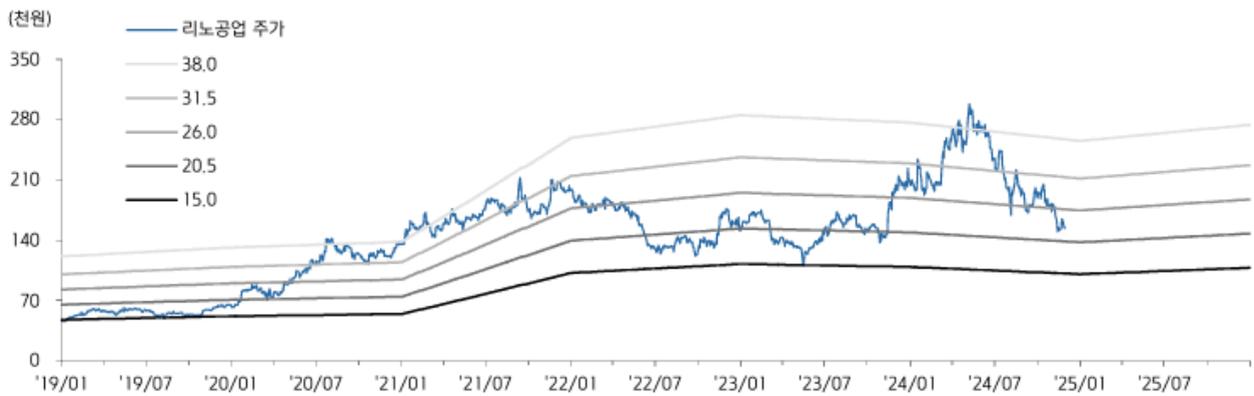
자료: 키움증권 리서치센터

스마트폰 시장의 Inventory in week of new products



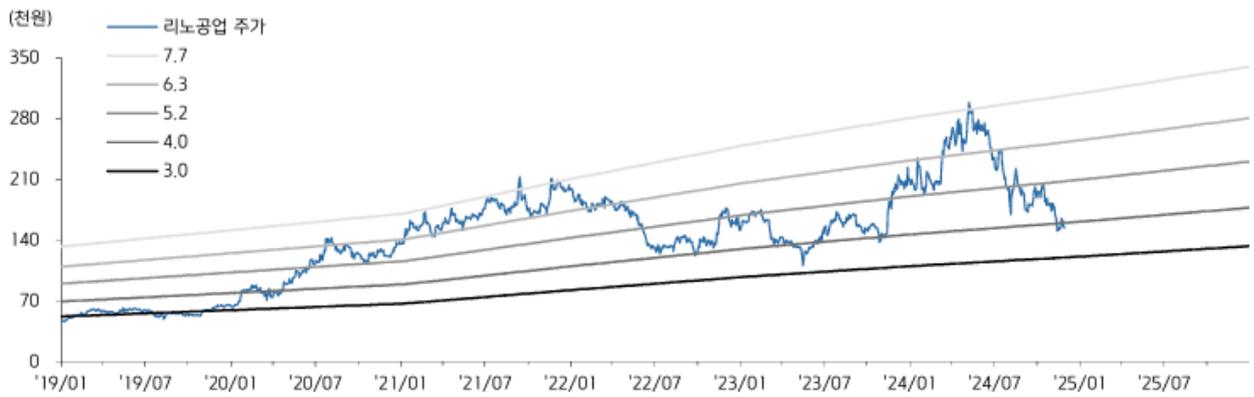
주: 신제품들의 재고 수준. 판매 시기가 지난 과거 제품들 제외
 자료: Counterpoint, 키움증권 리서치센터

리노공업 12개월 Trailing P/E Chart



자료: 키움증권 리서치센터

리노공업 12개월 Trailing P/B Chart



자료: 키움증권 리서치센터



CJ제일제당

선택과 집중 긍정적 + 가격 매력

[출처] 하나증권 심은주 애널리스트

바이오 매각 뉴스

언론보도에 따르면, CJ제일제당이 바이오 부문 매각을 결정한 것으로 보인다. 불확실한 영업환경이 이어지면서 선택과 집중을 위한 결정으로 해석된다. 중장기 매각 대금은 글로벌 식품시장에서의 보폭 확대를 위한 시설투자나 MA 재원 및 재무 구조 개선을 위해 사용될 공산이 커 보인다. 바이오 부문은, ① 생산 거점 다변화, ② 스페셜티 등 제품 포트폴리오 다각화, ③ 생산 기술력(발효 공법)을 통해 과거 대비 이익 가시성이 큰 폭 개선되었다. 분기 OP 800억원, EBITDA 6천억원 내외의 안정적인 손익 기여가 가능한 체력으로 판단한다.

중장기 측면에서 바라보면 사업 개편 긍정적

바이오 부문의 이익 가시성이 과거 대비 현저히 개선되었음에도 불구하고, ① 중국 업체와의 경쟁, ② 식품 부문과의 제한적인 시너지로 인한 ③ 불가피한 자원 할당은 기업 밸류에이션 디스카운트 요인으로 작용해 왔다. 바이오 부문 매각 규모가 수조원에 달할 것으로 추산되는 만큼, 사업 개편은 중장기 측면에서 바라볼 필요가 있겠다. K-Food에 대한 견조한 글로벌 수요 및 비비고 브랜드 경쟁력 감안시, 중장기 측면에서 기업 가치 제고가 가능할 것으로 판단한다. 식품 부문 가치만 감안하더라도 현 주가 레벨은 충분히 매력적이다.

밸류에이션 매력적 + 단기 영업환경 소폭 개선 전망

현 주가는 12개월 Fwd PER 7배에 거래 중으로 매력적인 밸류에이션을 보유하고 있다. 4분기 영업환경은 3분기 대비 소폭 개선될 것으로 전망한다. 국내 소비경기 부진 및 북미 경쟁 강도는 다소 부담이나, ① 쿠팡과의 거래 재개 효과, ② 해외 가공 신제품 라인업 확대, ③ FC의 기저효과가 이어질 것으로 예상된다. 참고로 사측은, 4Q 대통 제외 연결 매출 성장 YoY low to mid single, 이익률 5~6% 수준을 전망했다.

Financial Data		(십억원, %, 배, 원)			
투자지표	2022	2023	2024F	2025F	
매출액	30,079.5	29,023.5	29,406.0	30,323.3	
영업이익	1,664.7	1,291.6	1,594.9	1,762.1	
세전이익	1,245.5	732.0	983.4	1,200.3	
순이익	595.9	385.9	509.5	627.2	
EPS	36,378	23,559	31,101	38,289	
증감율	(2.77)	(35.24)	32.01	23.11	
PER	10.46	13.75	8.47	6.88	
PBR	0.91	0.73	0.56	0.53	
EV/EBITDA	6.67	6.77	5.65	5.17	
ROE	9.26	5.55	6.92	8.00	
BPS	418,518	442,682	468,399	501,304	
DPS	5,500	5,500	5,500	5,500	



기아

25~27년 총주주환원율 35% 제시

[출처] BNK투자증권 이상현 애널리스트

그룹 방향과 어깨를 나란히

기아는 지난 4월 CID를 통해 배당성향 20~35%, 중장기 5년동안 연간 5천억원 자사주 매입과 50% 소각, 그리고 3분기 누계 재무목표 달성시 나머지 50%도 소각하는 방안을 제시한 바 있다. 전일 추가된 기업 가치 제고계획 내용은 지난 8월 현대차가 CID에서 발표한 총주주환원율 35%+ 이상에 맞춰 기아도 어깨를 나란히 하는 정책을 발표한 것으로 볼 수 있다.

'24~27년 매출 CAGR 10%+, 영업이익률 10%+ 제시

기아는 중장기 성장목표로 '24~27년 연평균 매출성장률 10%+ 이상, 영업이익률 10%+ 이상을 제시했다. 판매목표는 '24년 320만대, '27년 400만대, '30년 430만대를 제시한 가운데 친환경차 중심의 판매확대, 상품 부가가치 확대에 따른 ASP 상향, PBV 신사업 및 SDV 기반 사업영역 확대 등을 통해 차별화된 고수익성을 유지하겠다는 계획이다. 이를 바탕으로 중장기 목표 ROE 15%+ 이상을 지속해 '25~27년 총주주환원율(TSR) 35% 계획을 제시했다.

투자의견 매수, 목표주가 150,000원

기아에 대한 투자의견 매수와 목표주가 150,000원을 유지한다. TSR은 '24년 30~35%, '25~27년 35%를 제시함에 따라 총주주환원액은 '24년 3.1조원에서 '25~27년 각각 3.8/4.1/4.4조원으로 확대될 전망이다. 배당성향 하단을 20%에서 25%로 상향했고, 자사주매입도 최대 10% 수준으로 제시함에 따라 주당배당금은 '24년 6,700원에서 '25~27년 각각 7,000/7,500/8,200원 수준으로 전망되며, 자사주 매입소각은 '24년 5,000억원 규모에서 '25~27년 1.0/1.1/1.2조원 규모로 확대될 전망이다.

Fig. 1: 기아 연결재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	86,559	99,808	107,146	111,217	114,671
영업이익	7,233	11,608	12,960	13,111	13,642
세전이익	7,502	12,677	14,493	15,141	16,076
순이익[지배]	5,409	8,777	10,451	10,814	11,462
EPS(원)	13,345	21,770	26,107	27,194	28,822
증감률(%)	13.6	63.1	19.9	4.2	6.0
PER(배)	4.4	4.6	3.8	3.6	3.4
PBR	0.6	0.9	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	1.3	1.7	1.2	0.7	0.3
ROE(%)	14.6	20.4	20.6	18.4	17.0
배당수익률	5.9	5.6	7.1	7.4	8.0

자료: 기아, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결



이노와이어리스

4Q에 이어 25년에도 실적 좋을것, 과도한 저평가 상황

[출처] 하나증권 김홍식 애널리스트

투자의견 매수/12개월 목표가 47,000원 유지, 지속 비중확대 추천

이노와이어리스에 대해 매수 투자 의견 및 12개월 목표가 47,000원을 유지한다. 추천 사유는 1) 2024년에도 흑자 기록이 유력함에도 불구하고 현재 PBR 0.8배 수준에서 거래되고 있어 과도한 저평가 상황이고, 2) 2024년 3분기 어닝 서프라이즈에 이어 4분기 실적도 양호할 전망이다, 3) 자동차 사업 초기 인수 비용 지출 완료, 스몰셀 매출처 확대 및 재개, 방산 관련 매출 증대로 2025년엔 유의미한 실적 호전이 예상되고, 4) 2025년 하반기 한국/미국을 중심으로 신규 주파수 경매 및 네트워크 투자, 새로운 요금제 출시 기대감이 높아질 것임을 감안하면 2025년 하반기부터 빅사이클 진입 가능성이 존재하기 때문이다. 단기 실적 흐름 양호한 데다가 주가 오름 폭이 크지 않아 지속 비중 확대에 나설 것을 추천한다.

3분기 어닝 서프라이즈, 매출 이연 효과로 4분기 실적도 우수할 전망

3분기에 이노와이어리스는 연결 매출액 496억원(+92% YoY, +20% QoQ), 영업이익 45억원(+150% YoY, 흑전 QoQ)을 기록하였다. 당초 예상보다 실적이 훨씬 더 좋은 어닝 서프라이즈였다. 빅데이터 장비 등 시험장비 매출 회복이 결정적이었다. 2024년 4분기에는 3분기보다도 더 우수한 실적 달성이 예상된다. 연결 매출액이 719억원(+16% YoY, +45% QoQ), 영업이익이 77억원(-6% YoY, +71% QoQ)에 달할 전망이다. 물론 수익성 측면에서 본다면 과거와 같은 모습을 나타내긴 어려울 것이다. 제품별 매출 비중으로 보면 그렇다. 그럼에도 불구하고 3분기보다도 더 높은 이익 달성이 예상된다. 매출액이 역대급이기 때문이다. 통신부문을 포함한 각 사업부 매출이 하반기로 이월된 부분이 많아 4분기 연결 매출액은 지난 3분기는 물론 작년 4분기보다도 많을 것으로 추정된다. 이에 따라 2024년에도 이노와이어리스의 흑자 기조 유지가 유력해 보인다. 2017년도 이후 8년간 흑자 기조가 올해에도 유지될 것이란 판단이다.

2025년엔 더 좋다. 실적 흐름 감안하면 주가 너무 오르지 못했다

2025년에는 괄목할만한 실적 호전이 예상된다. 수익성이 예전만 못하지만 매출이 급증할 것이기 때문이다. 통신장비 부문에선 일본, 북미 지역을 비롯한 스몰셀 매출 확대, LIG 그룹 편입 이후 방산 매출 증가, 명성 라이픽스 인수 이후 자동차 전장 매출 증가 등이 주된 매출 증대 요인이 될 전망이다. 그렇다고 보면 이노와이어리스 주가는 너무 오르지 못했다. 2025년 하반기에는 국내/미국을 중심으로 주파수 경매가 재개될 것이며 이에 따른 2026년 매출 급증 기대감이 주가에 반영될 전망이다. 향후 1년을 내다본다면 현재 PBR 0.8배에서 이노와이어리스를 매수할 수 있다는 것은 어찌 보면 행운이 아닐까 싶다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	132.9	137.4	203.2	235.3
영업이익	14.3	10.3	3.6	29.5
세전이익	14.6	13.3	5.6	31.3
순이익	13.5	10.8	3.8	27.5
EPS	1,996	1,430	497	3,622
증감율	(11.29)	(28.36)	(65.24)	628.77
PER	17.03	18.46	36.48	5.01
PBR	1.75	1.21	0.82	0.71
EV/EBITDA	8.89	7.60	8.62	1.66
ROE	10.78	7.30	2.26	15.27
BPS	19,430	21,824	22,085	25,357
DPS	350	350	350	350





현대백화점

부진 속 빛나는 전략

[출처] 유안타증권 이승은 애널리스트

4분기 백화점 부진, 지누스 도약

4분기 들어 백화점 사업은 늦더위와 주말 일수 감소의 영향을 받아 의류 매출이 부진했다. 특히 10월 매출은 전년 대비 14.4% 감소하며 전체적으로 약세를 보였다. 카테고리별로는 명품(+3%), 워치/주얼리(+13%), 식품(+3%)이 성장을 기록한 반면, 남성·여성 패션(-12%), 영 패션(-9%), 스포츠(-4%), 리빙(-7%) 등 주요 의류 및 생활용품 카테고리는 역신장을 보였다.

11월 들어서는 의류 매출이 점차 회복세를 보이며 현재까지 전체적으로 +1% 신장세를 나타냈다. 카테고리별로는 명품(+9%), 워치·주얼리(+24%), 리빙(+4%) 등이 견조한 성장세를 이어가고 있으며, 의류 부문도 하락 폭을 줄이고 있다. 다만, 남성·여성 패션(-4%), 영 패션(-4%), 스포츠(-3%)는 여전히 부진한 상황이다.

지누스는 4분기에도 생산 공장 통합 이전, 비효율 SKU 지급 축소, 그리고 스몰 박스 판매 확대를 통해 실적 개선을 이어갈 계획이다. 추가적으로, 인도네시아 반덤핑 관세율 0% 재판정이 인용될 경우, 관련 환급금을 회계 처리해 추가적인 재무 개선 효과를 기대하고 있다.

밸류업 계획: 수익성 강화와 주주 가치 증대

동사는 향후 3년 동안 사업 경쟁력 강화를 통해 수익성을 개선하고, 적극적인 주주 환원 정책을 추진할 계획이다. 구체적으로, 백화점 부문에서는 현대 광주 및 부산 프리미엄 아울렛 등의 신규 출점과 기존 점포의 수익성 강화를 통해 매출과 이익을 확대할 방침이다. 면세점 부문은 공항점을 중심으로 한 고수익 구조 강화와 시내 면세점의 운영 효율화에 초점을 맞춰 수익성을 개선해 나갈 예정이다. 또한, 지누스는 글로벌 시장 확대와 채널 다각화를 통해 성장을 도모할 계획이다.

주주 환원 측면에서는 연내 자사주 3.3%를 소각하고, 기존 결산 배당을 점진적으로 상향 조정해 2025년부터 최소 100억 원 이상의 반기 배당을 실시할 계획이다. 이를 통해 2027년까지 연간 배당 지급 총액을

500억 원 수준으로 확대해 나가겠다는 방침이다. 이러한 전략을 통해 ROE 6% 이상, PBR 0.4배 이상의 목표를 달성하고 주주 가치를 극대화하겠다는 비전을 제시하고 있다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	50,141	42,075	41,924	44,500
영업이익	3,209	3,035	2,752	3,346
지배순이익	1,441	-798	20	1,901
PER	11.0	-16.4	527.5	5.4
PBR	0.3	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	7.8	6.4	6.1	5.2
ROE	3.2	-1.8	0.0	4.2

자료: 유안타증권



HD현대중공업

수익성 상향 조정

[출처] NH투자증권 정연승 애널리스트

생산성 개선, 원가 안정화, 엔진 수익성 개선을 감안하여, 목표가 상향

투자의견 Buy 유지, 목표주가는 25만원으로 14% 상향 조정. 25~27년까지 영업이익률 추정치를 각각 5~7% 상향 조정. 건조 공정 안정화 및 생산성 개선으로 수익성이 예상보다 소폭 개선되는 가운데, 글로벌 선박 엔진 Shortage 가능성을 감안하여, 엔진 부문 단가 상승 및 수익성 개선이 반영한 결과 원가 측면에서, 후판가가 안정화되고, 임금 협상 마무리로 파업 리스크 해소. 인건비 상승 부담도 약화되면서 주요 비용인 인건비, 외주비 및 원재료비 모두가 안정화되고 있음. 생산성 개선이 누적될 경우, 단납기 신규 추가 확보 가능성 존재. 엔진 부문에서는 중국의 LNG DF(이중연료) 컨테이너선 수주 확대로 인해 엔진가격 상승 및 수익성 개선 확대 예상

추가 밸류에이션 확장을 위해서는

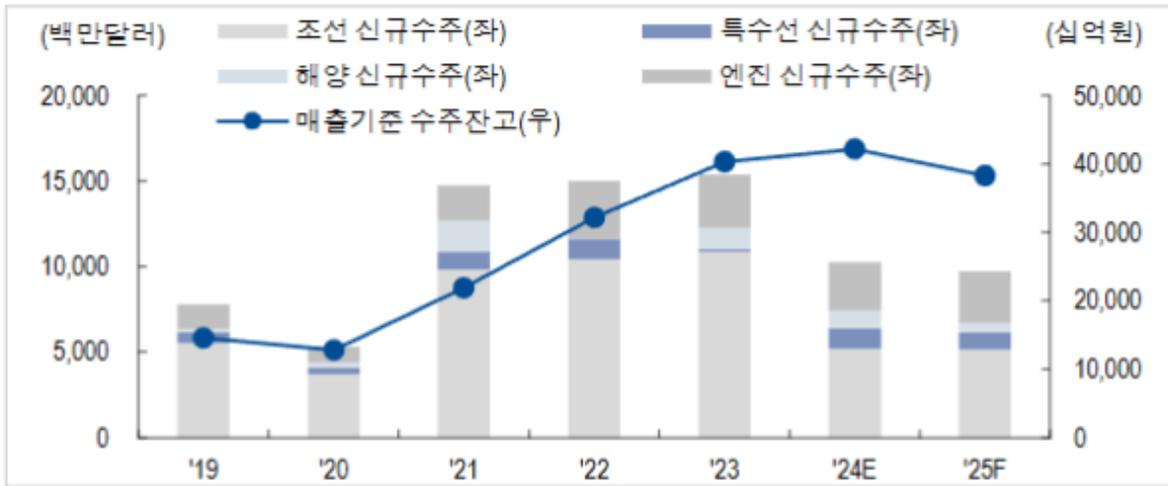
HD현대중공업은 글로벌 1위 대형 조선사로서 신조선가 상승을 주도. 메탄올 추진 컨테이너선, 암모니아 운반선 등의 신규 선종을 가장 선제적으로 수주한 바 있음. 당분간 수주 전략도 물량 확보보다 가격 상승에 집중할 전망

추가 밸류에이션 확장을 위해서는 1) 가스선 신조선가 상승, 2) 특수선 수출프로젝트 수주, 3) 해양 수주를 통한 추가 일감 확보 필요. 최근 한국 조선사들이 강점을 보이는 가스선(LNG, LPG선)에서 신조선가가 소폭 하락하였기 때문에, 미국 LNG 개발 프로젝트 개발에 따른 LNG선 발주 규모가 가장 중요한 변수로 판단

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	11,964	14,426	16,594	18,348
증감률	32.3	20.6	15.0	10.6
영업이익	179	653	1,127.8	1,508
증감률	흑전	265.5	72.7	33.7
영업이익률	1.5	4.5	6.8	8.2
(지배지분)순이익	25	463	903.9	1,238
EPS	278	5,216	10,182	13,949
증감률	흑전	1,775.6	95.2	37.0
PER	463.9	40.5	20.7	15.1
PBR	2.2	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	28.9	20.8	13.5	10.4
ROE	0.5	8.5	15.0	17.8
부채비율	229.0	196.1	165.7	136.7
순차입금	1,766	1,293	871	237

단위: 십억원, %, 원, 배

HD현대중공업 연도별 수주 및 매출기준 수주잔고 비교



자료: HD현대중공업, NH투자증권 리서치본부 전망

