

2024.12.17.(화) 증권사리포트

효성티앤씨

스판덱스의 투자포인트 여전히 유효

[출처] NH투자증권 최영광 애널리스트

2025년에도 스판덱스 중심의 실적 개선 이어갈 전망

투자의견 Buy 유지. 목표주가는 기존 420,000원에서 350,000원으로 17% 하향. 목표주가 하향의 주요인은 특수가스 사업 양수 과정에서의 재무구조 악화를 반영한데 기인. 특수가스 사업부 영업가치(5,279억 원)를 반영했으나, 양수가액(9,200억원) 지불을 위한 현금 지출, 차입 확대 등을 고려해 순차입금 추정치를 기존 1.1조원에서 1.8조원으로 상향

효성티앤씨의 투자포인트는 여전히 스판덱스. 효성티앤씨는 2025년 초 5.4만톤 스판덱스 증설 통해 연간 실적 개선을 이어갈 전망. 2025년에도 글로벌 스판덱스 수급 밸런스는 견조한 수준을 이어갈 것으로 예상되는 가운데, 중국 원단 업체들의 재고일수가 낮아 재고비축 수요 기대감도 유효. 원재료 BDO는 생산기업들의 수익성 부진 및 낮은 가동률 지속되며 가격 하락세 멈출 전망. 단기적 스프레드 축소는 아쉬우나, 스판덱스 가격은 비수기인 2024년 4분기~2025년 1분기 중 바닥을 다치고, 계절적 성수기인 2025년 2~3분기에는 반등 기대

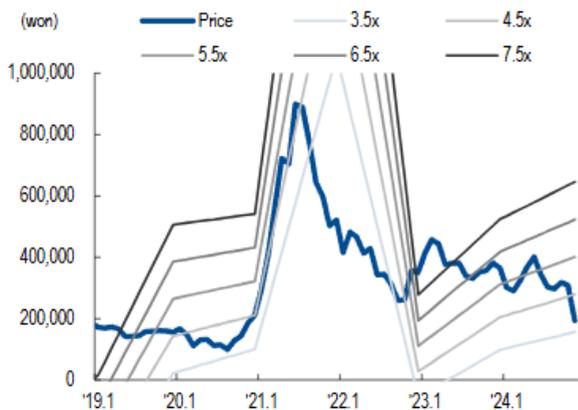
4Q24 Preview: 컨센서스 하회 예상

영업이익 590억원(-12.4% q-q, 영업이익률 3.2%)으로 시장 컨센서스 소폭 하회할 전망. 섬유 부문 영업이익의 개선 기대했으나, 4분기 영업이익은 402억원(-1.5% q-q, 영업이익률 5.1%) 기록할 전망. 11월 BDO 가격은 가동률 하향 조정 영향으로 소폭 반등했고, 이에 따라 스판덱스 스프레드는 전분기 대비 소폭 감소한 영향. 무역/기타 부문 영업이익도 계절적 비수기 영향으로 감소 예상

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	7,527	7,641	7,863	8,154
증감률	-15.3	1.5	2.9	3.7
영업이익	213	288	328	359
증감률	72.7	34.7	14.1	9.5
영업이익률	2.8	3.8	4.2	4.4
(지배지분)순이익	93	123	141	163
EPS	21,535	28,460	32,594	37,710
증감률	704.0	32.2	14.5	15.7
PER	16.9	8.5	7.4	6.4
PBR	1.2	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	6.6	4.7	5.3	5.0
ROE	7.5	9.4	10.0	10.8
부채비율	159.5	157.8	185.3	168.2
순차입금	1,190	1,176	1,823	1,704

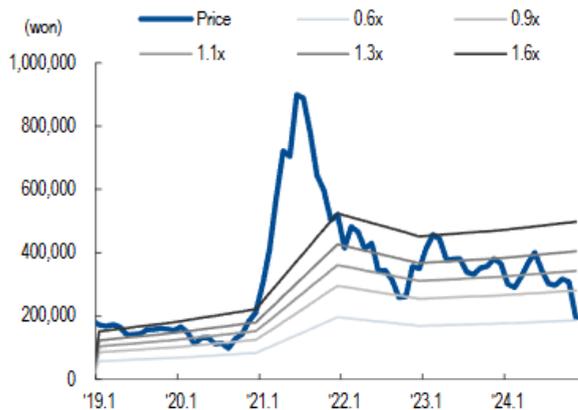
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 효성티앤씨 12M Trailing EV/EBITDA Band



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

그림2. 효성티앤씨 12M Trailing PBR Band



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부





CJ프레시웨이

점진적 회복 구간, 저평가 매력 부각

[출처] IBK투자증권 남성현 애널리스트

4분기 이익 성장으로 전환 예상

CJ프레시웨이 4분기 실적은 성장세로 전환될 것으로 예상된다. 부진한 경기 여파로 동 폭은 크지 않을 것으로 전망하지만, 이익 성장세로 전환할 가능성이 높다. 그렇게 전망하는 근거는 1) 그룹내 물량 증가에 따라 원료 사업부 성장세가 지속될 것으로 보이고, 2) 외식경기 둔화에도 프랜차이즈향 매출 비중 확대가 이어지고 있으며, 3) 고정비 효율화를 통한 수익성 개선과, 4) 병원급식 둔화 및 일부 컨세션 업황 부진에도 불구하고 지난해 수주한 물량으로 단체급식 성장세가 이어질 것으로 예상하기 때문이다. 4분기 매출액과 영업이익은 각각 8,276억 원(전년동기대비 +5.0%), 영업이익 256억 원(전년동기대비 +5.1%)을 달성할 것으로 추정한다. 점진적인 매출 회복과 더불어 인건비 및 물류비 효율화가 본격화되면서 수익성 개선 속도는 더욱 가파르게 나타날 것으로 예상된다.

2025년 소비경기 둔화에도 기저효과는 기대되는 부분

2025년 업황이 근본적으로 개선될 것으로 보기는 어렵다. 그럼에도 불구하고 올해 외식경기 둔화와 병원급식 여파에 따른 기저를 감안하면 영업실적 개선 가능성을 높게 점치고 있다. 특히, 올 4분기부터 프레스플러스 Capa 확대에 따른 재가동과 프랜차이즈향 매출 비중이 증가하고 있다는 점은 성장의 요소로 자리매김할 가능성이 높다. 여기에 온라인을 통한 B2B 식자재 구매도 증가하는 과정에서 동사의 점유율 확대가 빠르게 이루어지고 있어 긍정적이라 판단한다. 2025년은 1분기를 저점으로 업황 회복 가능성을 기대한다. 여기에 기저를 감안하면 긍정적인 시각을 제시한다.

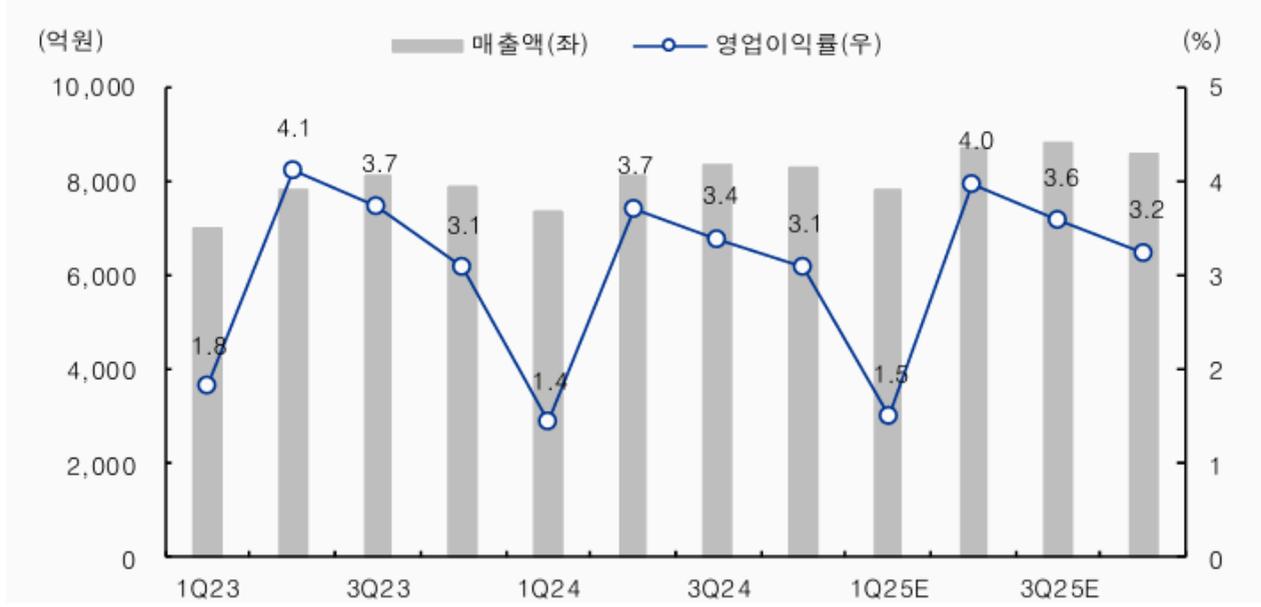
저평가 매력 부각

동사는 점진적으로 실적 개선이 이루어지는 구간에 진입했다는 판단이 든다. 현재 이익 창출 능력(2024년 EBITDA 1,666억 원)을 감안할 경우 저평가 매력은 부각될 전망이다. 투자의견 매수, 목표주가 48,000 원을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,748	3,074	3,202	3,387	3,560
영업이익	98	99	94	106	114
세전이익	69	73	63	115	126
지배주주순이익	49	54	40	90	99
EPS(원)	4,136	4,589	3,370	7,592	8,303
증가율(%)	84.2	11.0	-26.5	125.3	9.4
영업이익률(%)	3.6	3.2	2.9	3.1	3.2
순이익률(%)	1.9	2.0	1.3	2.6	2.7
ROE(%)	17.7	18.2	13.0	24.6	21.6
PER	7.7	5.2	5.1	2.2	2.1
PBR	1.2	1.0	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	4.9	3.7	3.1	2.2	1.6

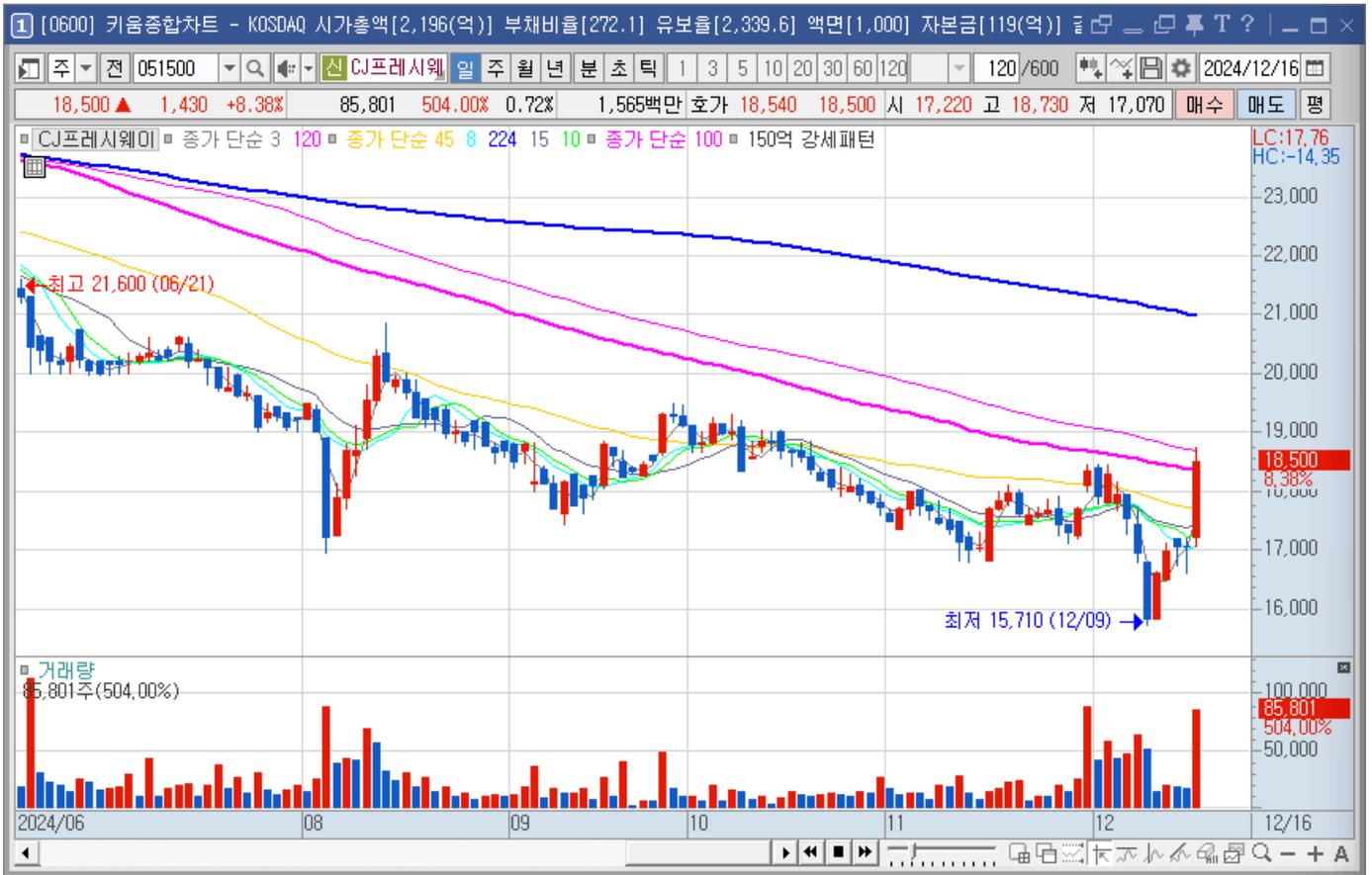
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. CJ프레시웨이 분기별 영업실적 추이 및 전망



자료: CJ프레시웨이, IBK투자증권





덕산네오룩스

내년에는 호재가 많다

[출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트

고객사 신모델 출시에 따른 수요 확대와 고객 다변화에 주목

글로벌 스마트폰 공급망 재고조정 영향으로, 올해 하반기 동사 YoY 실적 성장은 둔화되고 주가도 크게 하락하였다. 그러나 스마트폰 OEM들의 재고조정이 마무리 국면에 있고, 향후 실적 성장을 기대케 하는 많은 호재가 대기하고 있다. 우선 내년 초 북미 스마트폰 고객사가 2026년 폴더블폰 신모델 출시를 앞두고 공급망을 확정 지을 것으로 예상되며, 양과 ASP 측면에서 동사 수혜가 클 것으로 예상된다. 또한 내년 북미 고객의 스마트폰 신모델에는 기본형까지 동사 Green Prime 소재가 추가 탑재될 전망이다. 그리고 고객 다변화 측면에서도 그동안 납품실적이 부진했던 중국 최대 디스플레이 고객사에 2H25부터 다시 소재 공급이 의미 있는 수준으로 증가한다는 점과, 동사 블랙PDL이 중국 스마트폰업체들 폴더블 외에 일반 모델까지 확대되어 내년부터 매출 기여가 예상된다는 점이다.

목표주가 4만원으로 상향조정, 투자의견 '매수' 유지

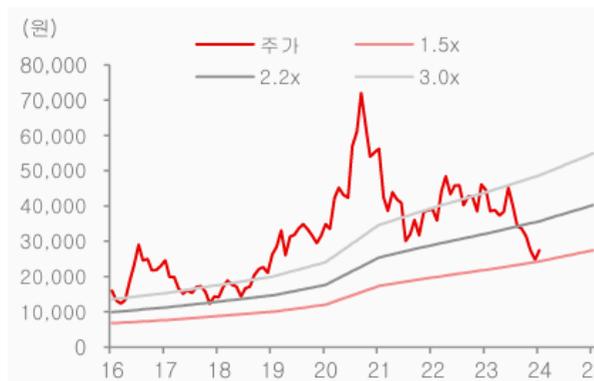
향후 업황 개선과 고객 다변화 효과를 고려하여, 내년 매출액과 영업이익을 각각 11%, 17% 상향수정한다. 목표주가를 4만원(2024년 평균 P/B 2.2x를 2025E BVPS에 적용하여 산정)으로 상향조정하며, 투자의견 '매수'를 유지한다. 과거 동사 주가는 북미 고객사 스마트폰, 테블릿의 OLED 신모델 출시에 앞서, 공급망 구축에 나설 때부터 선행하며 상승한 바 있음을 참조할 필요가 있다. 한편 최근 인수 결정된 현대중공업터보기계(주)는 2Q25부터 연결 편입될 것으로 예상되는데, 연결 실적 반영 시점에 목표주가 산정을 다시 고려할 계획이다.

Fig. 1: 덕산네오룩스 연결재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	177	164	210	236	281
영업이익	45	33	46	58	71
세전이익	45	42	48	61	75
순이익[지배]	39	36	40	52	63
EPS(원)	1,567	1,442	1,600	2,078	2,538
증감률(%)	-19.4	-8.0	11.0	29.9	22.1
PER(배)	24.9	30.9	17.2	13.3	10.9
PBR	3.0	3.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	16.0	25.8	11.8	9.2	7.3
ROE(%)	12.8	10.6	10.7	12.3	13.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

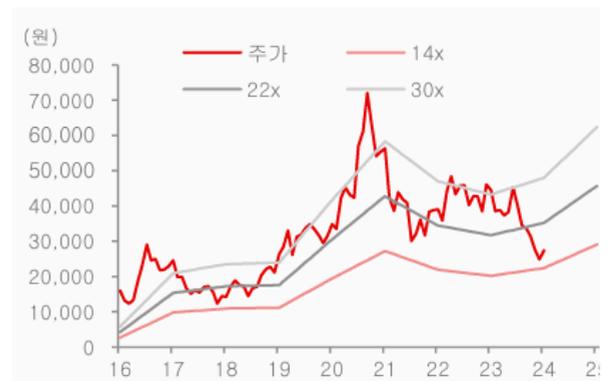
자료: 덕산네오룩스, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

Fig. 2: 덕산네오룩스 P/B 밴드 차트

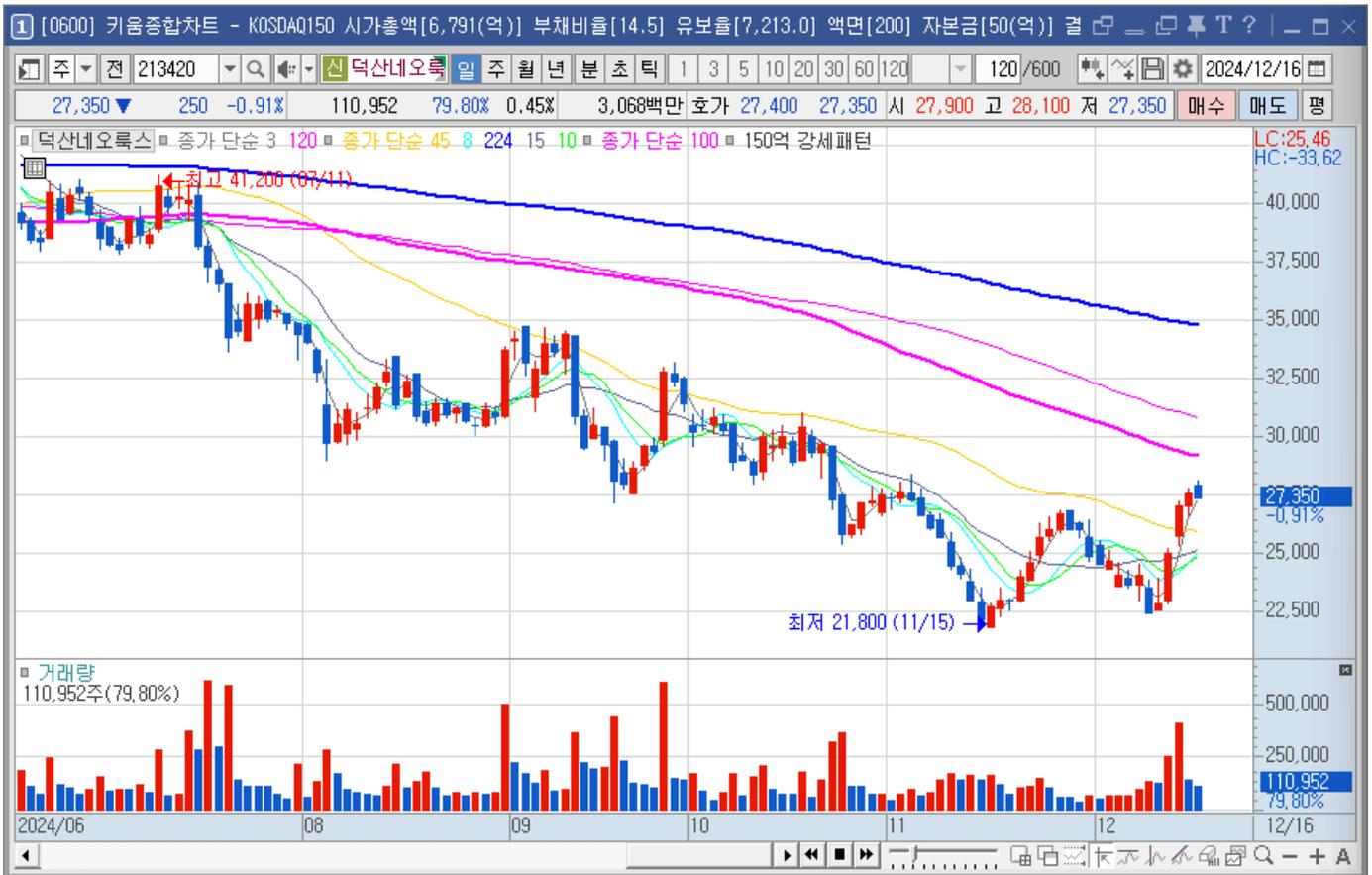


자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 3: 덕산네오룩스 P/E 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권



포스뱅크

해외 진출 다변화 기대

[출처] 하나증권 김성호 애널리스트

전방산업 및 비용 이슈로 인해 부진했던 3분기

포스뱅크는 2003년 설립된 POS 단말기/키오스크 전문 제조 업체로 매출액 기준 국내 1위를 확보하고 있다. Aures, Partech 등 글로벌 ODM 파트너사를 통한 수출 확대를 진행 중이며 주요 프랜차이즈 소매 사업장에 공급되는 사업 구조이다. 제품별 매출 비중은 3Q24 기준 POS 68.3%, 키오스크 7.3%, 기타 24.4%로 POS 사업이 Cash cow 역할을 하며 비교적 ASP가 높은 키오스크 비중 확대 시 추가적인 실적 성장 가능하다. POS의 경우 3분기 평균 ASP는 내수 기준 약 54만원 수준인데 반해 키오스크는 126만원으로 가격이 형성되어 있으며 제품별 OPM은 큰 차이는 없는 것으로 파악되지만 키오스크 비중 상승 시 전사 수익성 향상에 긍정적일 것으로 판단된다. 포스뱅크의 3Q24 연결 실적은 매출액 139억원(YoY -34.4%), 영업적자 -13억원(YoY 적자전환)으로 전년 동기 대비 부진한 실적을 시현했다. 신규 매장 확대 추이가 기대 대비 저조함에 따라 매출액의 감소로 이어졌으며 상장 관련 비용 및 인원 채용에 따른 인건비 확대로 영업이익 적자 전환되었다. 또한 원재료 중 주된 비중을 차지하는 메인보드 또한 2023년 평균 매입가격이 약 11만원에서 3Q24 14만원으로 증가함에 따라 원가 부담으로 이어졌다.

CAPA 증설, 해외 진출 지속 진행 중

향후 신규 매장 진출 추이에 따른 변동성은 존재하지만 POS 단말기/키오스크에 대한 수요는 유지될 전망이다. 이를 감안하여 당사는 지속적인 CAPA 증설을 진행해왔다. 2021년 161,955대 → 2022년 174,594대 → 2023년 227,500대로 CAPA를 확보하였으며 지난 10월 공시된 신규시설투자 관련 공시에 따르면, 49억원을 투자하여 신규 공장 증축 추진 중으로 타임라인을 고려할 때 2025년 하반기 추가적인 CAPA 확보가 가능할 전망이다. 한편 포스뱅크는 지난 9월 오케이포스 향 100억원 규모의 ODM/OEM 공급 계약을 체결한 바 있다. 연간 약 3만대 규모의 제품을 납품할 것으로 예상되며 2025년부터 고객사 향 발주가 순차적으로 진행 예정임에 따라 포스뱅크의 실적에 순차적으로 인식될 전망이다. 해당 계약을 통해 포스뱅크의 국내 시장 점유율 확대가 기대된다. 해외 수출도 진출 국가 다변화가 진행 중이다. 기존에도 해외 향 매출 비중이 높은 편이었으며 3Q24 기준 해외 매출 비중은 약 81%이다. 국가별 매출 비중은 미국 38%, 국내 19%, 이탈리아 12%, 일본 4% 순으로 구분되는데 최근 중국, 말레이시아 등으로 국가 다변화를 진행 중임에 따라 기존 미국, 이탈리아 향 의존도를 점진적으로 낮춰갈 것으로 예상된다. 또한 포스뱅크는 자체 OTA 클라우드 기반 안드로이드 제품군 출시를 통해 중동, 인도 등 개발도상국 및 국내외 고객사 향 중저가 제품을 공급할 예정이다. 해당 제품은 2025년 상반기 출시될 것으로 보이며 포트폴리오 다변화를 통한 매출 성장이 기대된다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2020	2021	2022	2023
매출액	0	91	91	79
영업이익	0	9	12	8
세전이익	0	10	10	9
순이익	0	9	7	8
EPS	0	1,181	904	978
증감률	N/A	N/A	(23.5)	8.2
PER	0.0	0.0	0.0	0.0
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	0.0	50.5	21.5	18.8
BPS	0	2,242	4,174	5,245
DPS	0	0	0	0





PI첨단소재

바닥 탈출의 조짐

[출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트

4Q24 실적은 예상보다 더 악화

4Q24 매출액과 영업이익은 558억원(-21%QoQ, 5%YoY), 49억원(-59%QoQ, 348%YoY)으로 예상, 각각 컨센서스 대비 -4%, -14% 수준이다. 모바일 공급망 재고조정 영향으로 FPCB 매출은 262억원(-8%QoQ), 방열시트용 매출은 160억원(-40%QoQ)로 예상되며, 첨단산업용은 이차전지 수요 부진으로 136억원(-12%QoQ) 매출이 전망된다. 매출 감소로 영업이익률은 8.8%(-8.3pt QoQ)로 예상된다.

공급망 내 재고 바닥 수준, Rush Order 움직임

스마트폰 OEM들의 재고조정이 마무리 국면에 있는 가운데, 경기 부양과 더불어 중국 스마트폰 수요가 가장 먼저 회복할 전망이다. 동사 방열시트용 필름의 경우 공급망 내 재고가 소진된 것으로 파악되며, 비수기인 연말에 Rush Order 움직임들이 보이고 있다. 한편 내년 전사 매출은 14% 성장을 예상하는데, 방열시트는 18% 성장하고, FPCB(13% 성장)의 경우는 북미 고객의 슬림 스마트폰 신모델 향 초극박 매출이 ASP 상승과 더불어 매출 성장을 견인할 것이며, 첨단산업용(10% 성장)은 중국 반도체 고객 향 QFN 테이프(패키지 공정 Backside 테이프로서 가성비를 내세워 일본 제품들을 대체 기대)가 매출 성장을 이끌 전망이다.

지금 바닥, 투자의견 '매수'로 상향

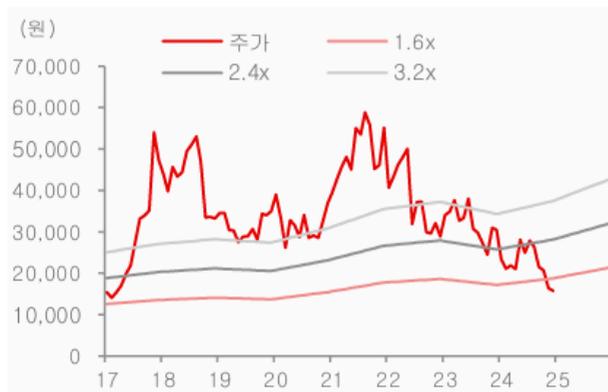
내년 영업이익 추정치를 39% 상향수정하고, 목표주가를 27,000원(2025E P/B 2x)으로 상향조정한다. 지금이 주가 바닥이고 좋은 진입 시점이라고 판단하여 투자의견을 '매수'로 상향조정한다.

Fig. 1: PI첨단소재 별도재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	276	218	252	286	321
영업이익	52	-4	37	58	71
세전이익	54	-7	34	56	69
순이익[지배]	46	-2	29	47	57
EPS(원)	1,557	-61	989	1,614	1,952
증감률(%)	-28.6	적자전환	흑자전환	63.2	20.9
PER(배)	18.6	-	15.9	9.7	8.0
PBR	2.5	2.8	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	12.0	39.3	8.0	5.5	4.6
ROE(%)	13.7	-0.5	8.8	12.9	14.0
배당수익률	2.7	0.0	0.0	0.0	0.0

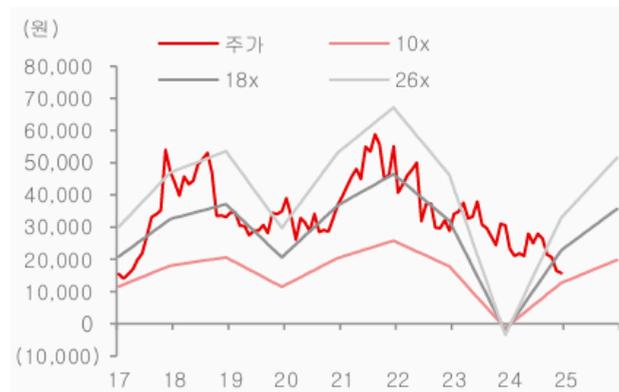
자료: PI첨단소재, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 별도

Fig. 2: PI첨단소재 P/B 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 3: PI첨단소재 P/EBIT 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권



메가스터디교육

실적 저점 통과

[출처] NH투자증권 정지윤 애널리스트

2024년 주주환원을 74%, 2025년 실적 턴어라운드 예상

목표주가를 60,000원(기존 68,000원)으로 하향. Target Multiple을 최근 2년 PER 밴드 평균 7.5배로 조정
 한 것이 주요인. 2024년 현재까지 400억원 자사주 매입, 해당 자사주는 연말 연초 전량 소각 계획. 현재
 주가(12/12, 42,150원)는 기취득 자사주 소각분(발행주식 수의 약 4%) 미반영에도 2025F PER 5.3배,
 2024E 배당수익률 4.5% 감안해 투자의견 Buy 유지. 2025년 고등 사업부문 증익(고3 인구 +10% y-y 증
 가)과 성인 사업부문 이익 창출(편입 정원 수 +10% y-y 증가)로 전사 실적 턴어라운드 전망하며, 별도기
 준 당기순이익의 60% 이상을 배당, 자사주 매입 및 전량 소각 등 주주환원 강화 이어갈 것

4Q24 Preview: 컨센서스 부합 전망

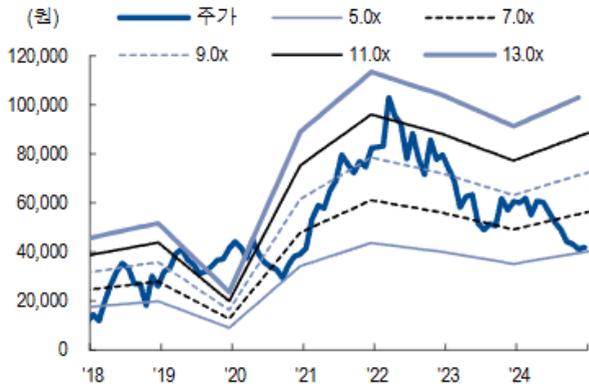
4분기 연결기준 매출액 2,064억원(-1% y-y), 영업이익 26억원(+73% y-y)으로 컨센서스 부합하는 실적
 전망. 통상 4분기는 고등 사업 부문의 비수기로 이익 규모가 작지만, 성인 사업 부문의 실적 턴어라운드
 로 전년비 나은 수익성을 기대

유초중등 매출액 515억원(-1% y-y), 영업이익 23억원(+1% y-y) 추정. EBS 강의 무료 전환('23년 7월)에
 따른 기저효과로 중등 온라인 결제액 증가. 고등 매출액 1,169억원(-4% y-y), 영업적자 24억원(적자확대
 y-y) 추정. 오프라인 사업 효율화를 위한 일부 학원(강남 재수종합반/안성기숙) 축소로 매출 감소 예상되
 나, 2026학년도 메가패스 결제액은 현재 전년비 높은 한 자릿수 신장. 성인 378억원(+7% y-y), 영업이익
 25억원(+1,116% y-y) 추정. 아이비김영 편입 부문 선전과 뷰티/컴퓨터 부문 손익 개선, 공무원 부문 적자
 축소로 흑자 기조

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	935	926	964	991
증감률	11.9	-1.0	4.1	2.8
영업이익	127	109	122	133
증감률	-5.9	-14.2	11.7	9.2
영업이익률	13.6	11.8	12.7	13.5
(지배지분)순이익	95	81	92	101
EPS	8,006	7,025	8,006	8,773
증감률	-8.3	-12.3	14.0	9.6
PER	7.6	6.0	5.3	4.8
PBR	1.5	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.7	2.3	1.8	1.3
ROE	21.1	16.0	16.1	15.7
부채비율	94.4	80.5	71.4	63.8
순차입금	40	-47	-135	-236

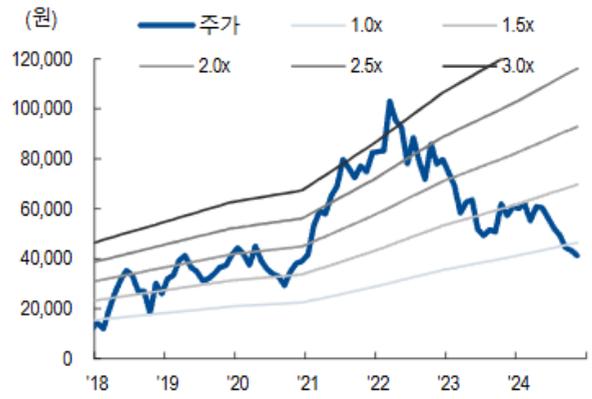
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 메가스터디교육 12M Fwd PER Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. 메가스터디교육 12M Trailing PBR Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부





씨에스윈드

대형화되는 타워, 높아지는 진입 장벽

[출처] NH투자증권 정연승 애널리스트

씨에스윈드의 풍력 타워 핵심은 베트남

당사에서는 12월 9~11일까지 씨에스윈드, 씨에스베어링 베트남 현지 공장 투어를 실시. 풍력 타워 수요를 확인하고, 베트남 법인의 역할, 중장기 경쟁구조 점검

2022년 11월, 글로벌 풍력 터빈 기업인 Siemens-Gamesa와 계약한 풍력 타워 공급 계약(24년 5월부터 30년 12월까지, 베트남, 포르투갈 법인에서 해상풍력 타워 공급 계약)에 따라 해상풍력용 타워를 본격 생산 중. 글로벌 전역의 해상풍력 타워를 공급하며, 최근 터빈 대형화 과정에서 지름이 8m 이상 타워를 생산, 납품 중. 불확실성에도 25년 생산 물량은 이미 충분히 확보. 풍력 타워가 커지면서, 뒤틀림 없이 타워를 제조하기가 까다로워졌으며, 필요한 설비와 부지도 대형화 요구. 제작 난이도가 높아지면서 진입 장벽이 높아지고 있음

베트남 법인은 장기 근속의 숙련공 비중이 높아, 프로젝트마다 변화하는 신규 Spec의 타워를 생산하기에 최적화. 기업 내 R&D도 베트남에서 집중 수행. 베트남 외 다른 법인으로 숙련 인력을 파견하여, 생산성 개선에도 기여

해상풍력 수주는 계속. 진입 장벽 상승으로 가격협상력 제고 기대

글로벌 디벨로퍼(개발 기업)들의 해상풍력 사업 축소 등은 중장기 리스크 요인이거나, 고객사인 풍력 터빈 기업들의 해상풍력 터빈 수주는 여전히 진행 중. 미국 육상풍력은 26년부터 타워 공급 부족 가능성 존재. 주요 부품 기업으로써 가격 협상력이 높아질 수 있다고 판단. 대형화에 따른 신규 기업 진입 제한도 기회

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	1,520	3,151	2,758	3,313
증감률	10.6	107.3	-12.5	20.1
영업이익	105	285	246	331
증감률	148.5	171.9	-13.6	34.6
영업이익률	6.9	9.0	8.9	10.0
(지배지분)순이익	20	166	158	225
EPS	471	3,928	3,743	5,344
증감률	942.0	733.5	-4.7	42.8
PER	149.0	10.5	11.0	7.7
PBR	3.3	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	20.1	6.7	7.0	5.1
ROE	2.2	17.0	14.1	17.5
부채비율	199.9	203.4	163.8	136.8
순차입금	587	768	632	539

단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 풍력 타워 아적장



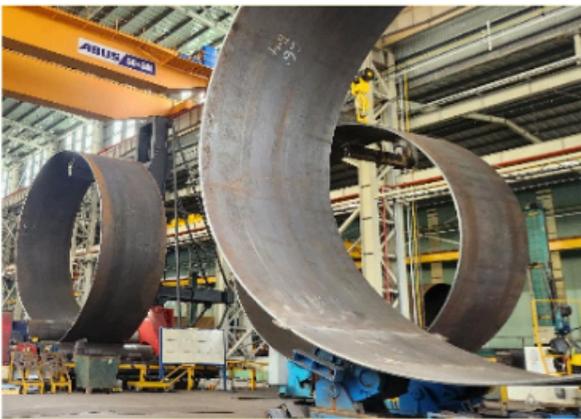
자료: 씨에스윈드, NH투자증권 리서치본부

그림2. 해상풍력용 대형 타워



자료: 씨에스윈드, NH투자증권 리서치본부

그림3. 타워 대형화로 뒤틀림 발생 빈도 증가



자료: 씨에스윈드, NH투자증권 리서치본부

그림4. 타워 내 부가 설비 증가



자료: 씨에스윈드, NH투자증권 리서치본부

그림5. 타워 제작 모습



자료: 씨에스윈드, NH투자증권 리서치본부

그림6. 베트남 해상풍력 공장 증설 준공식 - 24년 3월



자료: 씨에스윈드, NH투자증권 리서치본부

