

2025.01.02.(목) 증권사리포트

LG에너지솔루션

비상경영 돌입

[출처] NH투자증권 주민우 애널리스트

수요 부진 장기화

투자의견 Buy 유지하고, 목표주가 44만원으로 12% 하향. 2025년 볼륨 성장률을 기존 +23% y-y에서 +13% y-y로 낮춘데 기인. 유럽향 판매와 GM향 판매를 하향

유럽은 1월 EU 집행위원장의 자동차 업계 간담회 이후 CO2 초과 배출에 대한 벌금을 완화할 것으로 예상. 배출 허용량은 예정대로 감소하나, 벌금 규정만 완화된다고 가정해 성장률 하향 반영. GM향 판매는 기존 40GWh(+33% y-y)에서 33GWh(+10% y-y)로 하향. GM의 EV기준 재고가 약 8만대(20만대 생산-12만대 판매 가정)에 육박할 것으로 보여 배터리 재고 확보에 속도조절이 필요한 상황. 다만 연초 테슬라 신차(모델Y F/L) 출시에 대한 수혜가 기대돼 1월 실적설명회 이후 눈높이 조정되면 매수 권고

4Q24 preview: 계절성 감안해도 약한 수요

4Q24 매출액은 6.7조원(-16% y-y, -3% q-q), 영업이익 -2,584억원(OPM -3.9%)으로 컨센서스(6.8조원/-1,180억원) 하회 예상. AMPC는 3,110억원(-33% q-q), AMPC를 제외한 영업이익은 -5,694억원(OPM -8.5%) 전망. 자동차 전지와 ESS 전지 모두 예상대비 약한 수요로 판매가 부진했고, 수익성이 좋은 GM향 판매(AMPC) 역시 전분기 대비 33% 둔화되며 마진 약화. 이외 재고 관련 일회성 비용도 반영될 것으로 추정

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	33,745	25,868	26,842	33,409
증감률	31.8	-23.3	3.8	24.5
영업이익	2,163	542	1,200	4,398
증감률	78.2	-74.9	121.1	266.6
영업이익률	6.4	2.1	4.5	13.2
(지배지분)순이익	1,237	-555	728	2,039
EPS	5,287	-2,373	3,111	8,713
증감률	60.0	적전	흑전	180.1
PER	80.9	N/A	111.9	39.9
PBR	5.0	4.0	3.7	3.1
EV/EBITDA	24.7	23.9	17.3	10.2
ROE	6.4	-2.8	3.5	8.5
부채비율	86.4	95.5	93.0	84.1
순차입금	5,701	10,018	12,659	9,973

단위: 십억원, %, 원, 배



이마트

알리와의 동행(反쿠팡 연대)

[출처] IBK투자증권 남성현 애널리스트

G마켓과 알리익스프레스 출자를 통해 사업 시너지 모색

지난 26일 이마트는 공시를 통해서 알리익스프레스와 지마켓의 지분 출자를 밝혔다. 본 구조는 아폴로 코리아(주)가 보유하고 있는 G마켓 지분 100%를 현물출자하고 알리익스프레스는 알리익스프레스 코리아 지분 현물출자와 이와 별도로 추가적인 현금성 자산을 출자해 50:50 지분을 구축한다는 계획이다. Post Value는 약 6조원, 향후 IPO를 통해서 투자금 회수를 논의하는 것으로 알려져 있다. 이번 출자를 통해서 알리익스프레스와 G마켓의 시너지를 극대화해 국내 이커머스 시장 지배력을 넓힌다는 계획이다.

반쿠팡 연대 구축 가속화

이번 JV 설립은 반쿠팡 연대 구축이 가속화되고 있음을 시사한다고 판단한다. 단순히 알리와 이마트의 사업적 시너지 모색이 아닌 물류 + 온라인에 대한 시너지 발현을 통해서 쿠팡이 독주하고 있는 시장을 견제한다는 방침이다. 이마트 입장에서 시너지는 크게 2가지 1) G마켓을 통해 유입되는 셀러의 해외 진출을 도와주면서 양질의 셀러들을 구축할 수 있고, 2) 해외직구 상품을 확대해 트래픽을 확보할 수 있을 것으로 보인다. 이는 G마켓이 약했던 Seller Lock-in 경쟁력을 강화시켜 상품군 강화를 모색할 수 있는 것이다. 알리의 경우 이마트의 물류와 라스트마일에서 CJ대한통운과의 연대를 강화할 수 있는 구조를 구축할 수 있다는 장점을 가진다. 여기에 신선식품 등 경쟁력이 약한 상품을 강화시킬 수 있을 것으로 보인다. 당사에서는 반쿠팡 연대가 더욱 확대될 것으로 예상하고 있다. 쿠팡이 수직계열화를 통해 구축한 경쟁력을 반쿠팡 연대는 세분화와 협업을 통해서 이를 통합 구축하는 것이다.

투자의견 매수, 목표주가 8.3만원 유지

동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 8.3만원을 유지한다. 본격적인 물류 효율화와 온라인 전략이 강화되고 있는 만큼 향후 성장성에 대한 의심이 완화될 것으로 전망한다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	29,332	29,472	29,419	30,859	31,651
영업이익	136	-47	192	265	292
세전이익	1,252	-212	-41	115	272
지배주주순이익	1,029	-89	-39	71	219
EPS(원)	36,924	-3,196	-1,394	2,540	7,856
증가율(%)	-34.5	-108.7	-56.4	-282.2	209.3
영업이익률(%)	0.5	-0.2	0.7	0.9	0.9
순이익률(%)	3.4	-0.6	-0.1	0.3	0.7
ROE(%)	9.6	-0.8	-0.4	0.7	2.0
PER	2.7	-24.0	-54.2	29.7	9.6
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	8.2	8.6	7.9	6.7	6.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상



현대제철

내년은 올해보다는 좋을 것

[출처] NH투자증권 이재광 애널리스트

업황 부진 지속되는 가운데 환율 급등까지 겹친 상황이나...

목표주가 32,000원으로 기존대비 20% 하향 조정. 트럼프의 관세 전쟁에 따른 철강 수요 악화 우려 속에 계엄령 발동으로 촉발된 국내 정치 불확실성이 심화되면서 달러/원 환율까지 급등하며 주가도 약세를 보이고 있어 향후 수익성 회복 폭이 당초 예상보다 낮아질 것으로 예상하기 때문

중국 정부 부양책에 철강 수요 개선 기대

하지만 향후 중국 경기부양에 따른 철강 수요 개선이 기대되기 때문에 투자 의견은 Buy 유지. 중국 철강 수요 개선된다면 중국의 철강 수출 감소로 이어질 것이고 이는 철강 가격 상승요인으로 작용할 것이기 때문. 물론 아직까지 중국의 철강 수요에 대한 강한 회복 신호는 나타나지 않고 있으나, 11월 중국 부동산 판매면적이 '21년 6월 이후 처음으로 전년비 상승(+3.2%)한 점은 주목할 만함

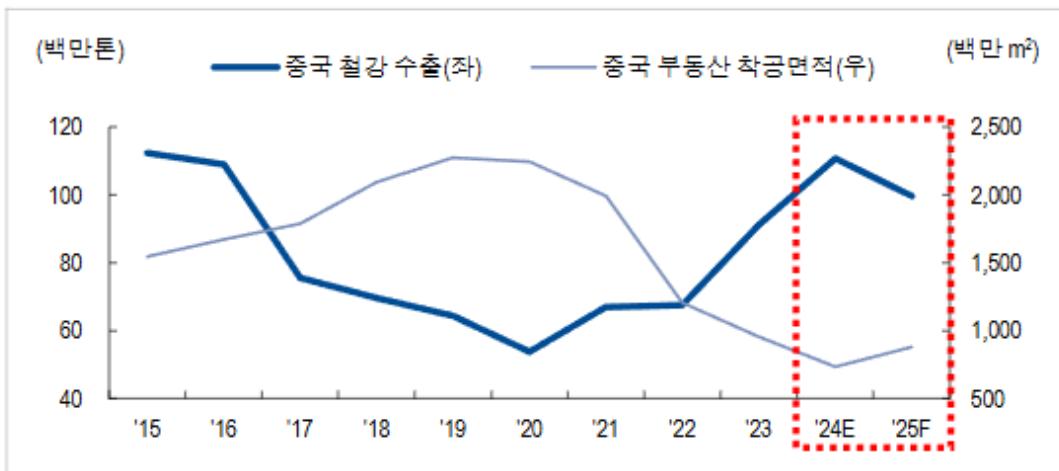
국내 건축착공면적 증가 전환으로 봉형강 수요 증가 기대

국내 건축착공면적이 증가하고 있는 점도 주목할 필요 있음. 국내 봉형강 수요 개선으로 이어질 수 있기 때문. 10월까지 국내 철근 및 H형강 수요는 약 20% 감소, 이는 주요 제강사들의 감산으로 이어졌음. 단, 10월까지 국내 건축착공면적이 전년비 +12.3%로 올해는 '21년 이후 처음으로 착공면적이 증가할 것

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	25,915	23,182	24,161	25,235
증감률	-5.2	-10.5	4.2	4.4
영업이익	798	267	533	798
증감률	-50.6	-66.6	99.6	49.8
영업이익률	3.1	1.2	2.2	3.2
(지배지분)순이익	461	-6	166	345
EPS	3,456	-45	1,245	2,584
증감률	-54.7	적전	흑전	107.6
PER	10.6	N/A	16.9	8.2
PBR	0.3	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA	5.2	5.3	4.7	4.1
ROE	2.4	0.0	0.9	1.8
부채비율	80.6	79.9	80.0	79.4
순차입금	7,485	6,916	7,046	6,507

단위: 십억원, %, 원, 배

'25년 중국 부동산 착공면적 증가로 중국 철강 수출 감소 전망



자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부 전망



현대바이오랜드

좋아질 일만 남은 편안한 구간

[출처] 신한투자증권 백지우 애널리스트

해소된 저평가 요인들

외형 성장과 수익성 개선이 동시에 이뤄지는 구간 진입, 1) 본격화 될 네슬레 건기식 유통 사업, 2) 의료 기기 Capa 증설에 따른 매출 증가, 3) 적자 자회사 매각으로 인한 수익성 개선 기대. 25년 기준 주가수익 비율은 6.8배로 상장 이래 최저 수준, 밸류에이션 매력 부각

안정적인 화장품 소재 사업, 브랜드 유통과 의료기기로 성장성 확보

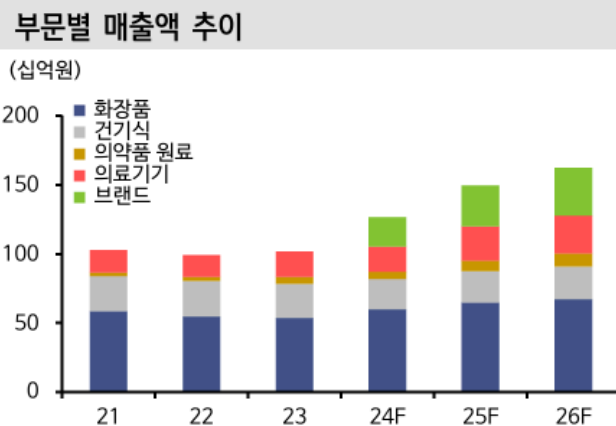
화장품 천연 소재 업계 시장 점유율 1위. 1) 소재 경쟁력 강화, 2) 인디브랜드 수요 대응, 3) 글로벌 마케팅 강화로 꾸준한 매출 성장 기대, 고분자 히알루론산 등 경쟁력 있는 소재 지속 확보 중. 가성비 소비 트렌드로 인디브랜드 화장품 수요 증가, 1,000여종 소재 라이브러리를 통해 인디브랜드 수요(아누아 여성 초 라인, 스킨푸드 당근 라인 등)에 대응, 연간 7,600톤 CAPA를 보유, 가동률 70%대로 안정적 수준 유지 '24년 1분기 네슬레 건기식 독점 유통 시작, 3분기 누적 매출액 153억원 달성. 현재 20개 이상의 백화점 식품관에서 판매, 사업 시작 첫해인 올해부터 연간 200억 내외의 매출 달성 추정. 의료기기 사업 20년 105억원 □ 23년 183억원 기록. 치과용 멤브레인 '오스가이드', 콜라겐류, 창상피복재 등 바이오생체 의료 기기 판매. 24년 기준 대비 Capa 2배 확장. 추가 모멘텀으로 발목관절 치료제 '카티스템' 품목허가 및 매출 가시화 시점에 주목

Valuation & Risk: 수익성 훼손의 끝, 외형 성장의 시작

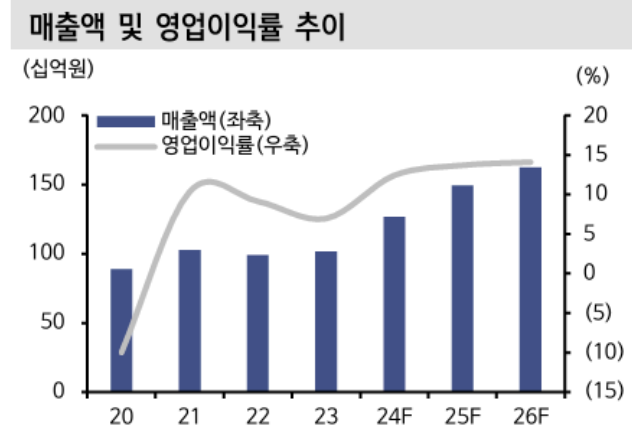
'25년 매출액 1,496억원(+18.2% YoY), 영업이익 203억원(+29.6% YoY)을 추정. 1) 브랜드 유통 사업 본격화, 2) 적자 자회사 매각에 따른 수익성 개선을 반영한 수치, 25년 예상 주가수익비율은 6.8배로 과도한 저평가 구간. 카티스템, 필러 등 의료기기 신사업 매출이 가시화 될시 주가 재평가 가능

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	99.2	9.1	4.8	42.3	3.7	1.6	13.9	0.5
2023	101.7	7.1	8.1	18.6	6.1	1.1	11.9	0.7
2024F	126.6	15.7	12.9	9.6	9.1	0.8	5.5	1.0
2025F	149.6	20.3	18.3	6.8	11.8	0.8	4.3	1.6
2026F	162.4	22.7	21.1	5.9	12.1	0.7	3.4	1.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정



한올바이오파마

기다림이 길었던 본 게임 이제 시작

[출처] 신한투자증권 엄민용 애널리스트

아제넥스의 현 주가 상승은 이뮤노반트의 미래

파트너사 이뮤노반트가 내년부터 총 5개 적응증 3상 개시하며 동종 계열 최초 적응증인 그레이브스병도 유효성 확인. 그러나 아제넥스는 최근 MN(막성신병증)에 대해 임상적 유효성 부족으로 임상 중단 결정 이 비브가르트SC의 ITP, 천포창 중단에 이어 지속

아제넥스는 적응증 또 철회, 우리는 추가 중

경쟁사 아제넥스는 비브가르트SC에서 천포창, ITP 임상 3상에 실패하였으나 당장의 승인된 적응증 MG, CIDP에서 전년동기 대비 74% 매출 성장 발표 및 2025년 4월 자가투여 가능한 PFS(사전 충전 주사기) 승인 기대감으로 시가총액이 50조원 수준까지 상승 중

아제넥스는 최근 MN(막성신병증)이 임상적 효과 없어 중단을 결정했고 겨우 일본 ITP 포함 MG, CIDP 3개 적응증 승인. 그에 비해 IMVT-1402는 아제넥스가 타깃하는 5만명 시장대비 최대 수십 배에 달하는 시장 타깃. 류마티스 관절염은 미국만 7~30만명, 갑상선 환자는 33만명 그레이브스병은 IMVT-1402의 임상 3상 1차 지표가 26주 뒤인 2025년 하반기면 결과가 확인 가능. 류마티스 관절염도 공개된 임상 프로토콜에 따라 1분기 임상 개시해 9-10개월이면 임상 종료 가능해 중간결과 기대 및 게임 체인저 결과 기대

Valuation & Risk

아제넥스의 실적과 그에 따르는 시가총액은 결국 이뮤노반트의 미래로 현재 10배에 달하는 시가총액 차이는 해소될 것. 아제넥스 비브가르트의 지속적인 임상 중단으로 Best-in-class 약물로써 입증은 지속. 내년 기대주로 추천하며 목표주가 62,000원, 투자의견 매수 유지

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	110.0	1.5	0.3	3,697.7	0.2	5.5	192.4	-
2023	134.9	2.2	3.5	659.6	2.0	12.4	413.9	-
2024F	150.6	37.1	41.6	42.1	20.1	7.7	40.9	-
2025F	196.8	67.8	75.0	23.4	28.3	5.8	22.4	-
2026F	266.6	130.4	124.3	14.1	34.0	4.1	11.0	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권



네오팜

4Q24 Preview : 판로 확장 중

[출처] 하나증권 박은정 애널리스트

4Q24 Preview: 판로 확장 중

네오팜의 4분기 실적은 연결 매출 305억원(YoY+12%), 영업이익 69억원(YoY flat%, 영업이익률 23%)을 예상하며, 컨센서스(76억원)을 소폭 하회할 전망이다. 더마비와 OEM 매출이 예상을 하회하면서 매출총이익률 측면에서는 유리했으나, 제로이드 HB 채널 런칭과 관련한 광고비, 아토팜/더마비 콜라보 진행 등 전반적인 마케팅 비용 확대로 영업이익은 전년동기와 유사할 전망이다. 올해까지는 OEM 매출이 추가되며 브랜드 매출 성장에도 원가 상승 부담이 연중 존재하나, 국내 성장 채널 진출 및 수출 지역/채널 확대 등의 판로 확장 진행되며 향후 성장 동력을 확보하고 있다.

브랜드별 4분기 전년동기비 성장률은 아토팜 +10%, 제로이드 +25%, 리얼베리어 +10%, 더마비 +3% 예상된다. ①아토팜은 수출/면세/온라인 중심으로 성장 예상된다. 양파콩야와 콜라보 등으로 관심도를 높였다. 수출은 30% 성장 예상되며, 미국은 아마존 판매에 집중하는 가운데, 싱가포르 오프라인 채널에 신규 진출한 것으로 파악된다. 면세는 60% 성장 추정하며, 소형 다이고 중심으로 확대되었다. ②리얼베리어는 HB 행사 참여 부재로 오프라인은 감소 예상되나, 수출이 전년동기비 100% 성장하며 전체 성장을 견인했다. 아시아/유럽권에서 견조하며, 특히 큐텐 메가와리 행사에서 자체 브랜드로 100% 이상 성장한 것으로 보인다. ③제로이드는 지난 분기에 이어 HB 채널 진출 본격화 되면서, 일반 라인 매출이 전년동기비 100% 성장하며 호조세다. 다만 의료기기라인은 전년동기와 유사한 것으로 파악된다. 올리브영은 현재 700개 미만 입점되어 있으며, 내년 1분기 보다 확장될 예정이다. 현재 수출은 5% 미만이다. ④더마비는 HB 행사 참여 시기가 해를 넘어가며 오프라인 매출이 전년동기비 역성장했으며, 수출은 아시아 지역 B2B 매출 증가로 40% 성장 예상된다. ⑤수익성은 OEM 매출로 원가 부담 여전하며(매출총이익률 62%, -2%p yoy), 이번 분기는 제로이드 HB 안착을 위한 마케팅 집행, 그 외 브랜드의 콜라보 진행으로 마케팅비가 30% 이상 증가되며 영업이익률은 전년동기비 2%p 하락 예상된다.

2025년 수출 성장 가속화 기대

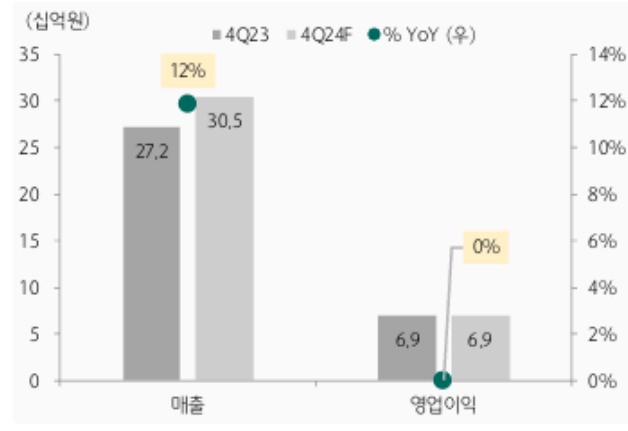
2025년 네오팜의 실적은 연결 매출 1.3천억원(YoY+12%), 영업이익 294억원(YoY+18%, 영업이익률 23%) 전망한다. 대부분 브랜드 매출을 통한 성장 가정했으며, 제로이드, 리얼베리어 중심으로 전사 브랜드가 두 자릿수 성장할 전망이다. 동사는 각 브랜드별로 수출 판로 확대에 주력하고 있는데(수출비중: 2022년 11% 2023년 14% 2024년F 17% 2025년F 18%, OEM 제외 비중), 2025년은 수출 판로 확대로 수출 비중 추가 확대 기대된다. 회사는 수출 확대를 바탕으로 2025년 매출 20% 중반 성장(1.4천억원), 영업이익 20% 중후반 성장(300억원 이상) 목표한다. 현재 시가총액은 1.9천억원으로 12MF P/E 8.5배 수준이며, 현금 1.1천억원 보유하고 있다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

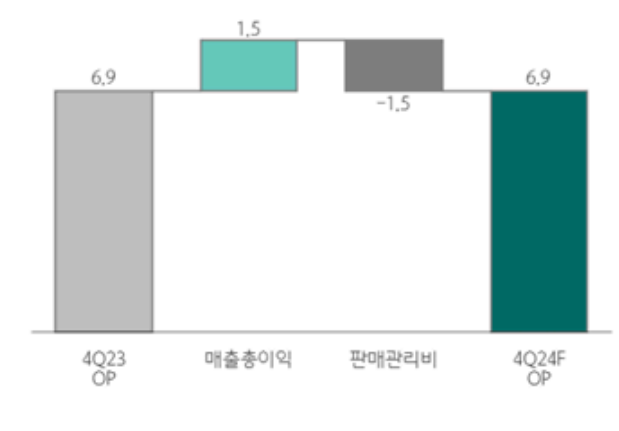
투자지표	2020	2021	2022	2023
매출액	82	88	85	97
영업이익	22	22	21	25
세전이익	23	24	23	29
순이익	18	18	17	23
EPS	1,131	1,105	1,062	1,448
증감율	(9.4)	(2.3)	(3.9)	36.3
PER	12.9	11.5	9.3	9.1
PBR	1.9	1.5	1.1	1.3
EV/EBITDA	6.1	4.1	1.9	3.8
ROE	15.4	13.6	12.0	14.5
BPS	7,512	8,297	9,040	10,151
DPS	650	700	700	750

도표 4. 네오팜 4Q24F 연결 실적 요약



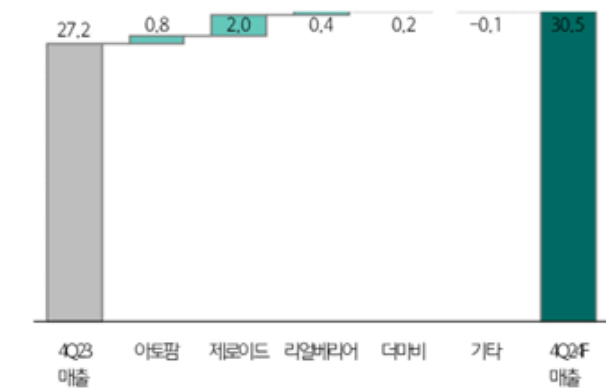
자료: 하나증권

도표 5. 네오팜 4Q24F 손익 변동 요약 (YoY)



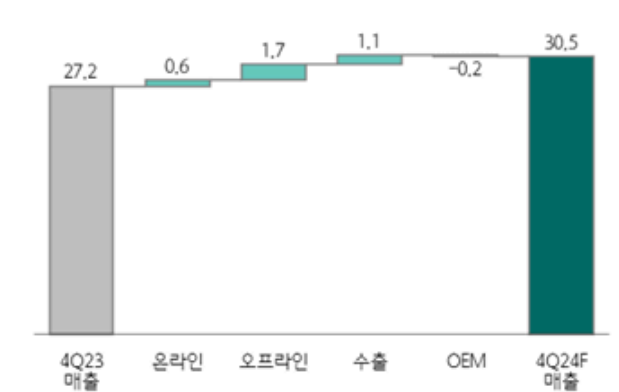
주: (단위) 십억원
 주: 판매관리비 4Q23 105억원 → 4Q24F 120억원 (+15억원)
 자료: 하나증권

도표 6. 네오팜의 4Q24F 브랜드별 매출 변동 (YoY)



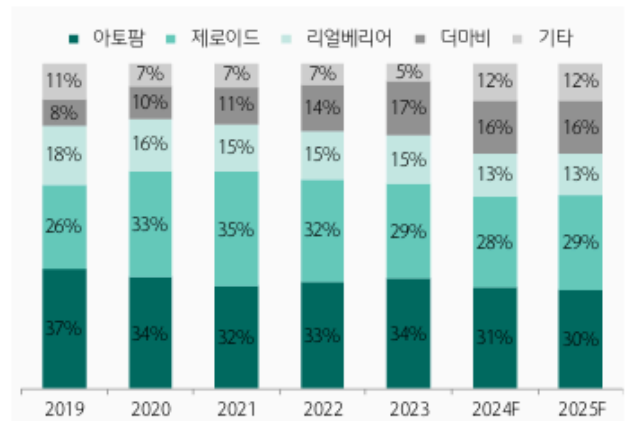
자료: 하나증권 (단위: 십억원)

도표 7. 네오팜의 4Q24F 채널별 매출 변동 (YoY)



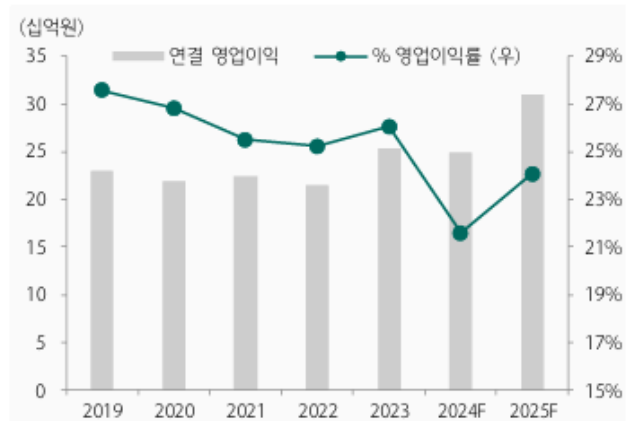
자료: 하나증권 (단위: 십억원)

도표 8. 네오팜의 브랜드별 매출비중 추이 및 전망



자료: 하나증권

도표 9. 네오팜의 영업이익 추이 및 전망



자료: 하나증권



에스티아이
 다시 성장할 2025년
 [출처] 한국IR협의회 박성순 애널리스트

반도체 CCSS 제조 업체

에스티아이는 1997년에 설립되어 2002년에 코스닥 시장에 상장한 반도체, 디스플레이 장비 업체. 주요 장비는 반도체 및 디스플레이용 CCSS와 디스플레이 Wet System, 반도체 Reflow, 반도체 세정장비 등.

2023년 매출액 기준 CCSS 87.3%, Wet System 8.7%, 기타 4.0% 차지

인프라 투자 확대 및 고객사 확대 기대

2025년 고객사의 반도체 인프라 투자 확대에 따른 CCSS 매출 증가 기대. 삼성전자 P4, SK하이닉스 M15X, Micron 싱가포르 인프라 투자 예정. P5와 용인 클러스터 등은 실적 업사이드 요소. Reflow를 중심으로 장비 다변화 지속될 전망. Reflow는 고객사 HBM 투자 지속과 고객사 확대로 매출 확대 전망. 디스플레이 Wet System은 중화권 8세대 OLED 팹 투자로 수요 증가 예상

실적 개선 강도 강할 2025년

2024F 매출액 3,102억 원(-2.9% YoY), 영업이익 187억 원(-22.0% YoY)을 전망. 4분기 고객사 투자 확대에도 1~3분기 매출 감소분을 상쇄하지 못하며 연간 CCSS 매출액은 전년대비 10.9% 감소할 것으로 예상.

2025년은 고객사 인프라 투자 확대와 CCSS 외 장비군 고객사 확대로 매출액 4,683억 원(+51.0% YoY), 영업이익 531억 원(+184.1% YoY)으로 사상최대 실적을 기대. 수익성 측면에서는 매출액 규모 확대와 상대적으로 수익성이 높은 장비의 매출액 증가로 2024년 대비 개선된 영업이익률 11.3%를 전망

Forecast earnings & Valuation

	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액(억원)	3,195	4,224	3,195	3,102	4,683
YoY(%)	18.7	32.2	-24.4	-2.9	51.0
영업이익(억원)	256	348	239	187	531
OP 마진(%)	8.0	8.2	7.5	6.0	11.3
지배주주순이익(억원)	232	298	241	180	473
EPS(원)	1,466	1,885	1,521	1,140	2,986
YoY(%)	112.6	28.7	-19.3	-25.1	162.0
PER(배)	14.5	6.3	19.4	14.8	5.6
PSR(배)	1.1	0.4	1.5	0.9	0.6
EV/EBITDA(배)	11.3	3.5	14.0	8.8	3.2
PBR(배)	1.7	0.9	2.0	1.1	0.9
ROE(%)	12.6	14.4	10.5	7.4	17.2
배당수익률(%)	0.9	2.1	0.7	1.2	1.2

자료: 한국R협의회 기업리서치센터



에스티아이 증가 단순 3 120 증가 단순 45 8 224 15 10 증가 단순 100 150억 강세패턴



거래량 175,615주 (52.94%)

