

# 2025.01.03.(금) 증권사리포트

## HD현대중공업

생산성 개선, 더 길어질 수 있는 수주 사이클

[출처] NH투자증권 정연승 애널리스트

역사상 가장 길 수주 사이클, 생산성 개선, 밸류에이션 상향 조정

투자의견 Buy 유지하고, 목표주가를 340,000원으로 36% 상향. 25~27년까지영업이익 추정치를 평균 5% 상향. 조선 부문 생산성 개선 및 환율 추정치 조정. 선박용 대형 엔진의 타이트한 수급을 고려하여, 엔진 부문 수익성 상향에 기인

목표주가는 2027년 예상 BPS에 Target PBR 3.6배를 적용(시간가치를 고려하여, 자본비용 7.1%로 할인). 목표주가는 27년 예상 실적 기준 PER 20.1배로 과거 조선업 호황기였던 2007년의 PER 상단인 21배 적용. 과거 초호황기 대비 사이클 대비 발주 강도는 낮을 수 있으나, 21년부터 시작된 수주 사이클이 25년에도 이어지면서, 과거 발주 사이클 중 사이클의 길이가 가장 길다는 데 주목

LNG선이 받치고, 컨테이너 재차 발주 강세 가능성

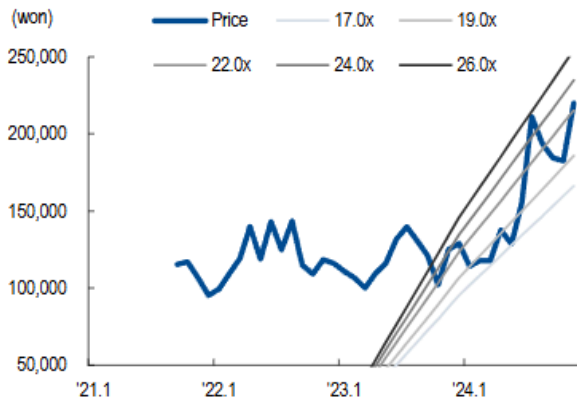
24년 수주 가이드는 95.3억달러이며, 목표 초과 달성. 25년 수주 목표도 90~100억달러로 24년과 유사할 전망. 미국 중심으로 LNG 개발 확대에 따른 LNG선 발주 강세가 기대되는 가운데, 컨테이너선 발주가 예상치를 상회할 전망. 예상보다 양호한 운임을 기반으로 충분한 재무 여력, 환경규제 대응, 시장점유율 확대를 위한 컨테이너선 선사들이 발주가 재차 진행될 전망

2024년 4분기 실적은 매출액 4.12조원(+20.8% y-y) 영업이익 2,746억원(+98.0% y-y, 영업이익률 6.7%)을 기록하면서 시장컨센서스를 상회할 전망. 4분기 영업일수 증가 및 환율 상승으로 매출이 증가하고, 건조 선가 상승, 원가 억제로 수익성 개선 예상. 후판 가격 하락에 따른 일회성 비용 환입도 예상됨

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	11,964	14,603	16,714	18,440
증감률	32.3	22.1	14.5	10.3
영업이익	179	698	1,176.9	1,557
증감률	흑전	290.5	68.7	32.3
영업이익률	1.5	4.8	7.0	8.4
(지배지분)순이익	25	497	902.4	1,273
EPS	278	5,598	10,165	14,340
증감률	흑전	1,913.2	81.6	41.1
PER	463.9	51.4	28.3	20.0
PBR	2.2	4.5	4.0	3.5
EV/EBITDA	28.9	26.6	17.7	13.8
ROE	0.5	9.2	15.0	18.6
부채비율	229.0	195.8	167.8	140.0
순차입금	1,766	1,290	952	414

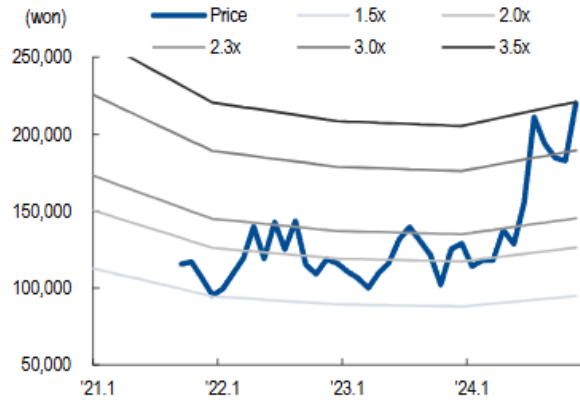
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. PER Band Chart



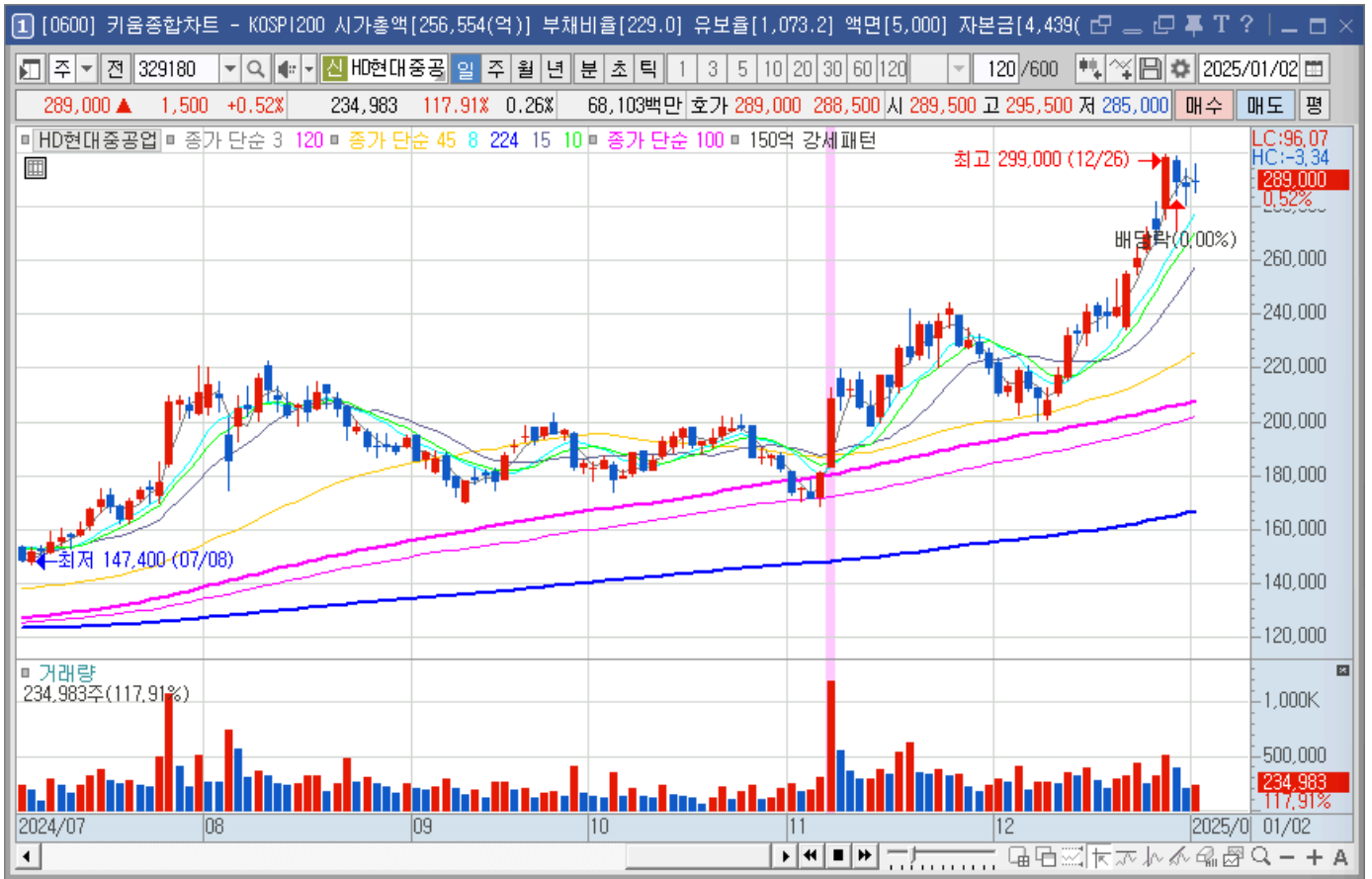
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

그림2. PBR Band Chart



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부





GS리테일

저가 매수 기회

[출처] 키움증권 박상준 애널리스트

분할 이후 과도한 저평가 구간

GS리테일의 주가가 분할 이후 과도한 저평가 상태에 놓여 있는 것으로 판단된다. 올해 예상 PER은 7.9배 수준으로 밸류에이션 하단에 위치해 있고, 목표 배당성향 40%를 가정한 배당수익률도 거의 5%에 육박하는 상황이다.

단기적으로 4분기 영업이익은 전년동기 편의점 부문의 실적 역기저 부담으로 인해, YoY 증가율이 +8% 수준에 그칠 것으로 판단된다. 다만, 4Q24 편의점 동일점 매출 증가율이 양호할 것으로 전망되고 (+1.8%), 연간 슈퍼 점포 순증도 가이던스 100점을 달성할 가능성이 높기 때문에, 올해 실적 개선 모멘텀은 작년 대비 개선될 것으로 전망된다.

편의점/수퍼 실적 Level-up 기회 충분

올해 편의점 점포 순증은 산업 성장률이 둔화되면서, 작년대비 축소될 가능성이 높다('25E 순증 600점 전망). 다만, 3위 이하 업체들의 영업적자와 점포 구조조정이 지속되고 있기 때문에, 동사를 포함한 상위 2개 업체의 점유율이 상승하고, 전환점 유치를 위한 경쟁 비용이 축소될 것으로 기대된다. 따라서, 편의점 수익성의 구조적 상승세가 점차 가시화될 전망이다.

또한, 수퍼 부문의 점포 순증세도 지속될 전망이다. 수도권 지역에서 가맹점 중심으로 출점을 지속하면서, 경쟁사와의 시장 점유율 차이가 확대될 전망이다. 만약, 올해도 작년처럼 점포 순증이 100점을 달성한다면, 올해 말 예상 점포수는 630점에 육박할 전망이다. 2위 이하 업체들의 점포 수가 300점 내외인 점을 감안한다면, 경쟁사 대비 규모가 2배 수준으로 확대될 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 26,000원 제시

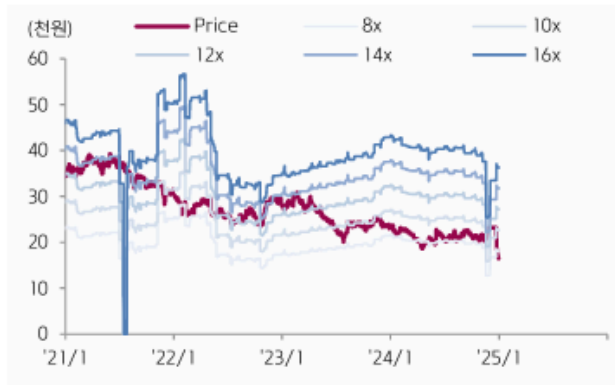
GS리테일에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 26,000원을 제시한다('25~'26년 평균 EPS에 Target PER 12배 적용). 과거 대비 편의점 산업의 성장세는 둔화될 것으로 전망되나, 편의점/수퍼 부문의 MS 확대로 수익

성이 점차 Level-up 될 것으로 기대된다.

## 투자지표

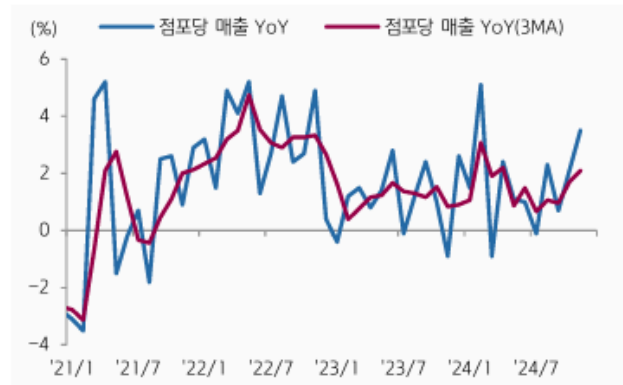
(십억원, IFRS 연결)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	11,612.5	11,627.3	12,122.2	12,525.5
영업이익	394.0	269.4	305.3	332.9
EBITDA	652.4	544.8	617.4	673.2
세전이익	148.0	73.2	228.2	254.9
순이익	22.1	19.7	173.0	193.2
지배주주지분순이익	17.7	26.4	177.0	197.2
EPS(원)	169	256	2,085	2,323
증감률(% YoY)	-56.3	51.7	714.2	11.4
PER(배)	136.5	64.4	7.9	7.1
PBR(배)	0.59	0.43	0.42	0.40
EV/EBITDA(배)	5.1	4.6	4.2	3.9
영업이익률(%)	3.4	2.3	2.5	2.7
ROE(%)	0.4	0.7	5.3	5.7
순차입금비율(%)	11.7	20.7	22.9	23.6

### GS리테일 FW12M PER 밴드 추이



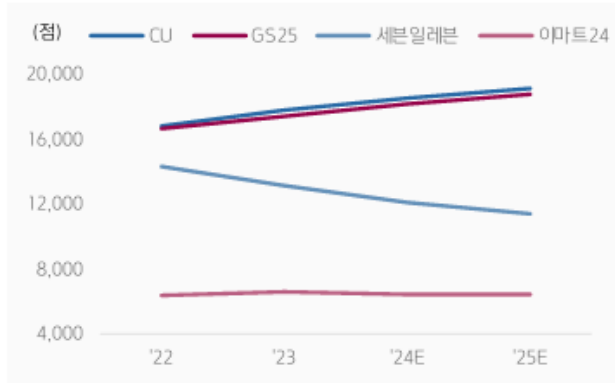
자료: Fn Guide

### 편의점 점포당 매출 YoY 증가율 추이



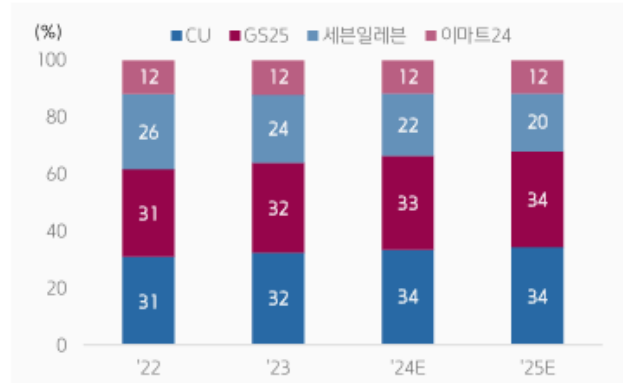
자료: 산업통상자원부

### 편의점 점포 수 추이 및 전망(연말기준)



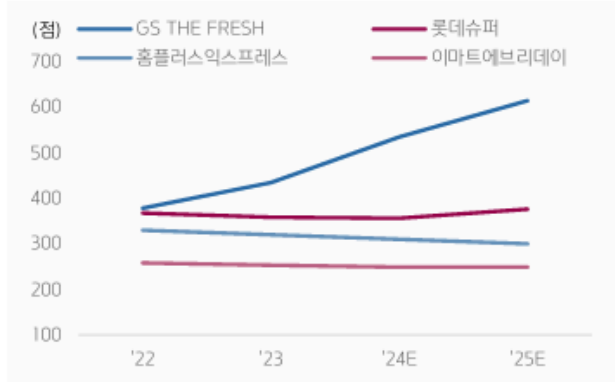
자료: 각 사 자료, 언론보도, 키움증권 리서치

### 편의점 점포 수 MS 추이 및 전망(연말기준)



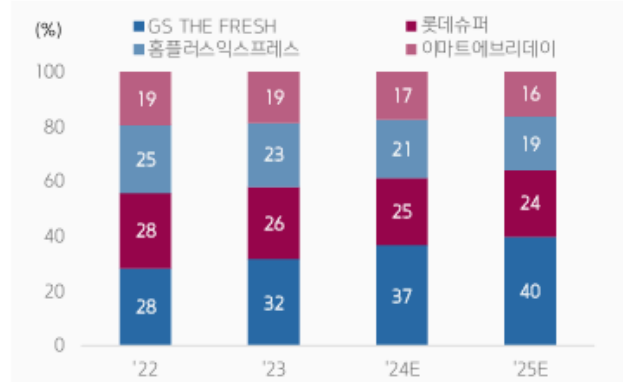
자료: 각 사 자료, 언론보도, 키움증권 리서치

### SSM 점포 수 추이 및 전망(연말기준)



자료: 각 사 자료, 언론보도, 키움증권 리서치

### SSM 점포 수 MS 추이 및 전망(연말기준)



자료: 각 사 자료, 언론보도, 키움증권 리서치



롯데케미칼

아직은 보이지 않는 회복 시그널

[출처] NH투자증권 최영광 애널리스트

업황 개선 가시성은 여전히 낮음

투자의견 Hold 유지. 목표주가는 86,000원에서 65,000원으로 24% 하향. 비교기업 주가 하락을 반영한 타깃 멀티플 하향(0.25배→0.19배)에 기인. 현재 주가는 2025년 PBR 0.2배 수준으로 하락했으나, 음(-)의 영업이익, 순이익, ROE 등 저조한 수익성의 장기화 고려하면 저평가 상태로 판단하기는 어려움. 주가 반등 시점은 석유화학 업황 개선 시그널이 나타나기 시작하는 시점이 될 것

업황 개선 가시성 향상 조건은 큰 폭의 유가 하락 내지는 가파른 수급 개선(가동률 회복)으로 판단하나 단기간 내 현실화 가능성은 낮음. 2025년 유가(납사 가격) 하락폭은 가파르기보다는 완만할 것. 제품 수급 상황을 고려하면 완만한 원료 가격 하락이 스프레드 개선으로 이어지기는 어려움. 2022년 고점 대비 유가가 크게 낮아졌음에도 3년간 박스권에서 횡보 중인 스프레드가 이를 방증. 글로벌 설비 가동률은 과거 평균치 대비 크게 낮아져 있는 가운데, 2025~2027년 신증설 규모도 커 누적된 공급 과잉 해소에는 오랜 시간이 필요할 전망

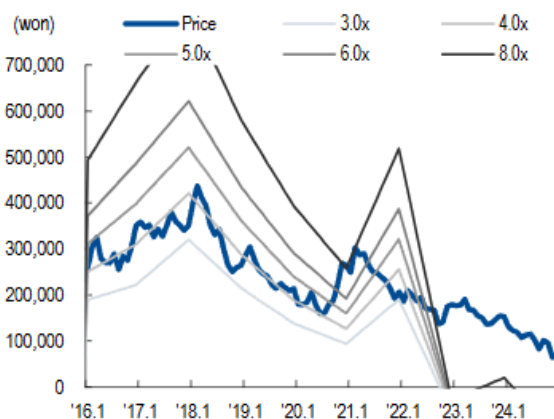
4Q24 Preview: 컨센서스 하회 예상

매출액 5.0조원(-3.6% q-q), 영업적자 2,050억원(적자 지속 q-q, 영업이익률 -4.1%)으로 시장 컨센서스(영업적자 1,480억원)를 하회할 전망. 계절적 비수기지만 3분기 발생했던 LC USA 설비보수에 따른 기회 손실 약 900억원과 재고평가손실 160억원 등의 소멸로 전분기 대비 적자폭은 축소될 것. 다만, 화학제품 전반의 저조한 스프레드는 지속되는 등 업황 부진은 여전한 상황

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	19,946	20,547	20,097	20,208
증감률	-10.5	3.0	-2.2	0.5
영업이익	-348	-865	-314	-173
증감률	적지	적지	적지	적지
영업이익률	-1.7	-4.2	-1.6	-0.9
(지배지분)순이익	-50	-876	-291	-153
EPS	-1,194	-20,475	-6,804	-3,570
증감률	적전	적지	적지	적지
PER	-	-	-	-
PBR	0.4	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	20.6	37.4	14.3	12.4
ROE	-0.3	-5.8	-2.0	-1.0
부채비율	65.5	78.4	82.2	85.9
순차입금	5,759	7,689	8,080	8,539

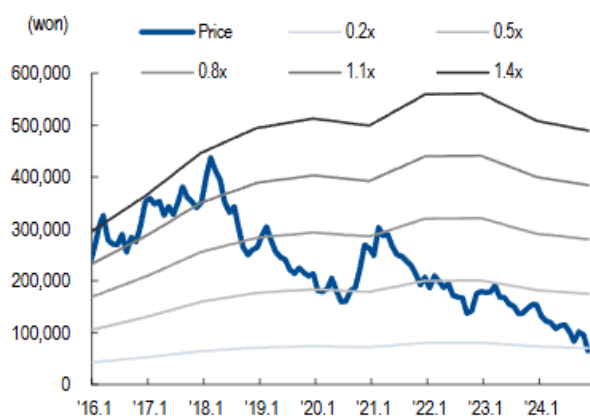
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 롯데케미칼 12M Trailing EV/EBITDA Band

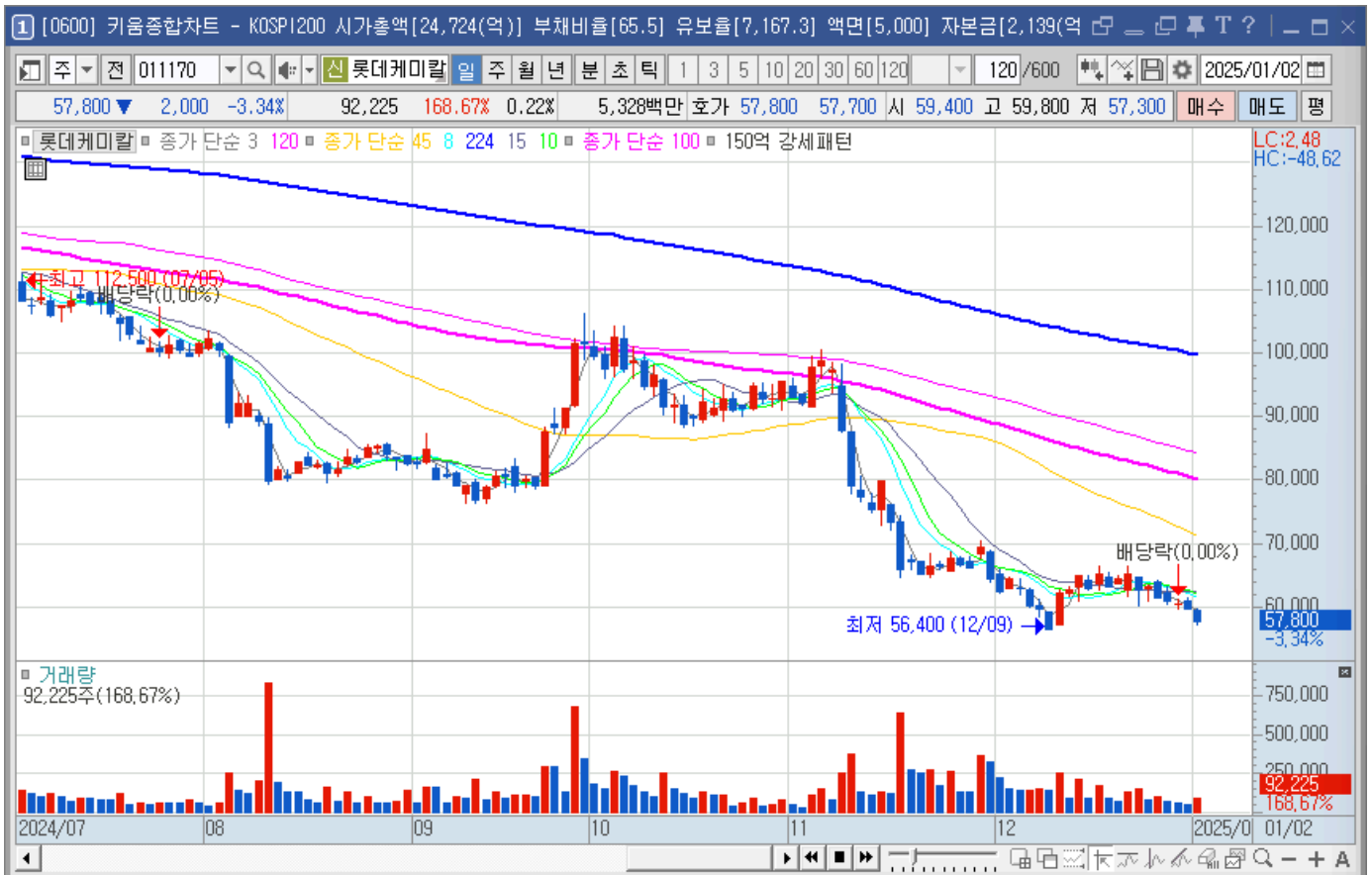


자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

그림2. 롯데케미칼 12M Trailing PBR Band



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망





## [출처] 메리츠증권 양승수 애널리스트

4Q24 Preview: 아쉬운 2024년 마무리

4Q24 연결 영업이익(2,885억원)은 시장 컨센서스를 -13.7% 하회할 전망이다. 4분기 긍정적인 환율효과가 기대되었으나, 실제 영향은 제한적인 것으로 파악된다. 이는 올해 고객사의 요청에 따른 선제적인 풀인 영향으로 인해 평년 대비 12월 물동량이 감소했기 때문이다. 더불어, 기관소재 사업부의 디스플레이 제품군에서 재고 조정이 지속되면서 2024년의 마무리는 다소 아쉬울 것으로 예상된다.

## 2025년 동상이몽

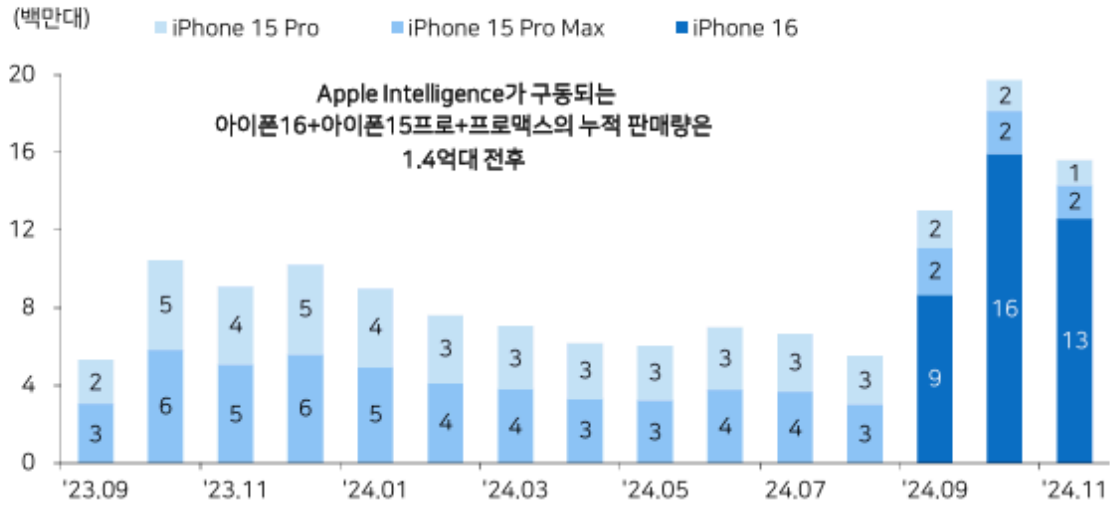
당사는 애플의 Apple Intelligence 기반 업그레이드 사이클을 긍정적으로 전망하고 있다. 킬러앱이 부재하다는 점은 단점으로 지적되지만, 현재의 Apple Intelligence가 AI Agent 로 발전하는 과정에서 1) Apple만의 강력한 락인 생태계가 존재하고 2) 아이폰 15 프로 이상 모델에서만 AI 기능을 지원한다는 점이 강력한 교체 수요를 이끌어낼 것으로 기대된다. 상반기 출시 예정인 SE4까지 고려하면, 2025년 아이폰 출하량은 안정적인 성장 기조가 유지될 것으로 예상된다.

문제는 2024년 아이폰 출하량이 2023년 대비 소폭 성장했음에도 불구하고, 동사의 영업이익이 10.1% 감소했으며, 주가는 YTD 기준으로 -32.4% 하락했다는 점이다. 이는 고객사 내 경쟁 심화로 인해 동사의 점유율과 판가가 축소되고 있음을 시사한다. 또한, AI 도입으로 인해 필연적으로 재료비가 상승하고, 이 과정에서 하드웨어 마진 방어를 위해 다수의 부품에 대한 판가 인하 압박이 심화되고 있다. 이러한 요인을 종합적으로 고려할 때, 주 고객사의 출하량 성장에도 불구하고 2025년 동사의 영업이익 전망치를 -23.7% 하향 조정한다.

적정주가는 '25E BPS 243,797원에 '17년 ~ '19년 저점 평균 P/B 평균인 0.92배를 부여, 22만원으로 하향한다. 다만 동사 주가가 역사적 저점에 위치(그림7~9)함을 반영하여 투자의견 Buy를 유지한다.

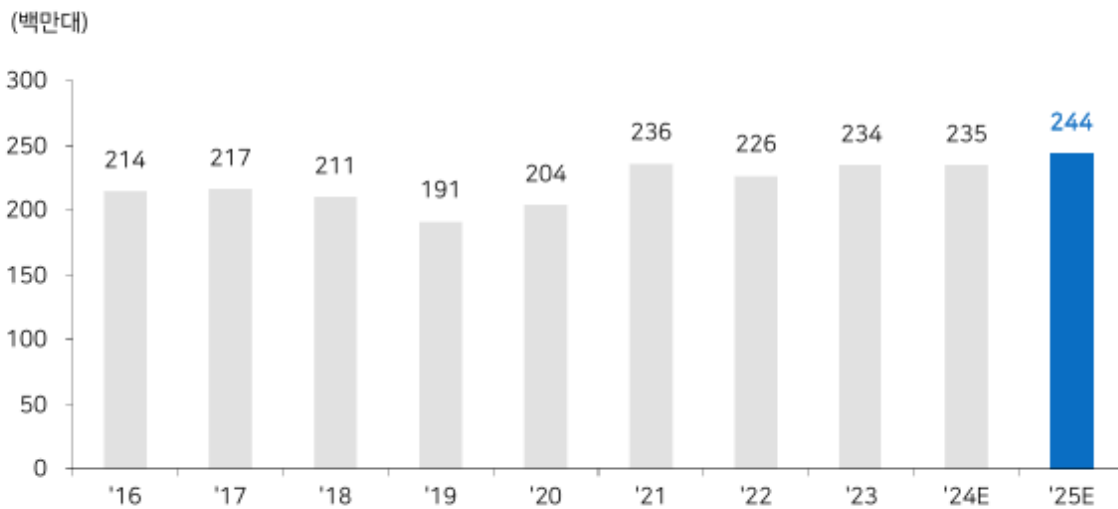
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	19,589.4	1,271.8	979.9	41,401	10.3	180,241	6.1	1.4	3.4	25.9	129.6
2023	20,605.3	830.8	565.2	23,881	-42.3	199,204	10.0	1.2	3.8	12.6	137.7
2024E	21,071.7	746.7	604.5	25,541	6.9	222,134	6.3	0.7	2.0	12.1	119.8
2025E	20,790.4	673.4	574.4	24,272	-5.0	243,797	6.7	0.7	1.8	10.4	106.2
2026E	20,948.4	802.9	703.3	29,714	22.4	270,901	5.5	0.6	1.4	11.5	93.4

그림4 글로벌 Apple Intelligence 구동 가능한 아이폰(16+15프로/프로맥스 판매량 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 연도별 아이폰 출하량 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터



더블유게임즈

팍시게임즈 인수로 성장성을 더한다

[출처] 유진투자증권 정의훈 애널리스트

12/26, 터키 모바일 캐주얼 게임 개발사 '팍시게임즈' 인수 계약 체결 공시. 현금(2,250만달러) 및 자사주(450만달러)로 지분 60%를 2,700만달러(약 394억원)에 취득. 실적이 연결로 반영되는 시점은 내년 3월 중순 이후로 예상

팍시게임즈는 21년 8월에 설립돼 이듬해 3월 주력 게임인 '머지스튜디오(Merge Studio)'를 출시했고 현재 총 3개의 머지 게임 장르를 서비스 중. 11월 월매출은 200만달러(약 30억원)를 기록했고 이를 연간으로 환산한 연매출(2400만달러)을 적용한 밸류에이션은 PSR 기준으로 약 1.87배 수준

더블유게임즈의 4분기 실적은 기존 소셜카지노 부문의 매출 성장과 함께 3분기 주춤했던 슈퍼네이션의 매출 반등 효과까지 더해질 것으로 전망. 이외에도 최근 원달러 환율 급등으로 인한 영업외이익이 크게 반영될 예정

동사의 2025년 추정 매출액은 7,044억원(+10%yoy), 영업이익 2,607억원(+4%yoy)으로 슈퍼네이션과 팍시게임즈로 인한 외형성장이 두드러질 전망. 이익률 또한 시간이 지남에 따라 개선될 것으로 기대됨

현재 동사의 2025년 기준 PER은 6.3배 수준으로 주가 상승에도 불구하고 낮은 수준. 안정적인 영업이익에 성장성이 더해지고 있음을 감안하면 여전히 매수가 부담스럽지 않음

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	617	582	643	704
영업이익	184	213	252	261
세전순익	-292	244	311	292
당기순이익	-221	193	237	229
EPS(원)	-6,090	6,935	8,397	8,321
증감률(%)	적전	흑전	21.1	-0.9
PER(배)	na	5.8	6.3	6.4
ROE(%)	-16.8	18.6	19.9	17.5
PBR(배)	1.0	0.8	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	2.7	2.4	2.8	2.2

자료: 유진투자증권



삼성전자

절체절명(絶體絶命) 2024 호시우보(虎視牛步) 2025

[출처] 유진투자증권 이승우 애널리스트

4분기 실적은 매출 76.3조원, 영업이익 7.9조원에 그칠 것으로 예상. 부문별 영업이익(괄호는 전분기)는 DS 3.7조원(3.9조원), SDC 1.3조원(1.5조원), MX/NW 2.2조원(2.8조원), VD/CE/하만 0.6조원(0.9조원) 추정. 스마트폰과 PC 수요 부진, 그리고 트럼프 행정부 출범에 따른 지경학적 불확실성으로 반도체 재고조정이 지속되어 4분기 빛그로스는 마이너스를 기록하고, 비메모리 사업부의 큰 폭 적자도 유지될 것으로 예상.

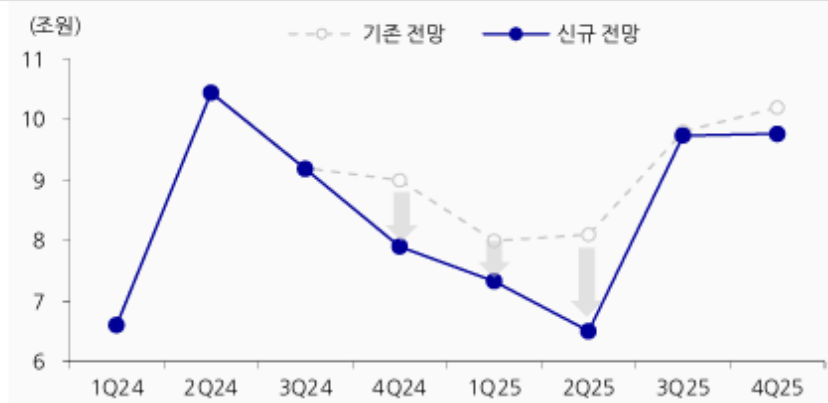
2025년 DRAM 시장은 한자리 성장, NAND 시장은 한자리 감소가 예상되는 상황. 이에 삼성전자의 25년 영업이익도 33.3조원 수준에 그쳐 이익 성장이 쉽지 않을 것으로 추정됨. 실적 추정치 하향으로 타겟 P/B를 1.25로 낮추고 목표가를 75,000원으로 조정. 다만, 현 주가는 P/B 0.9배 수준이고, 자사주 매입이 진행 중이라는 점에서 주가의 하방은 막혀있고, 하반기 업황 회복 기대는 가능할 것으로 판단되어 투자 의견은 'BUY'를 유지.

24년 메모리 시장 규모는 1,622억 달러로 역대 최고였던 2018년을 상회할 것으로 보이나, 삼성 DS 영업이익은 당시 수준에 크게 못 미칠 전망. 삼성전자에게 24년은 그야말로 절체절명의 시기였다. 25년 상황도 그리 만만해 보이지는 않는다. 호랑이의 눈으로 상황을 면밀히 살피고, 우직한 노력을 통해 과거와 같은 강한 삼성의 모습을 재현할 수 있느냐가 주가 회복에는 더 중요한 변수가 될 것이다.

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	302,231	258,935	301,431	307,025
영업이익	43,377	6,567	34,095	33,338
세전순익	46,440	11,006	38,545	39,228
당기순이익	55,654	15,487	34,404	33,623
EPS(원)	9,168	2,424	5,628	5,509
증감률(%)	39.5	-73.6	132.1	-2.1
PER(배)	6.0	32.4	9.5	9.7
ROE(%)	17.1	4.1	9.1	8.3
PBR(배)	1.1	1.5	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	3.2	9.7	3.4	3.2

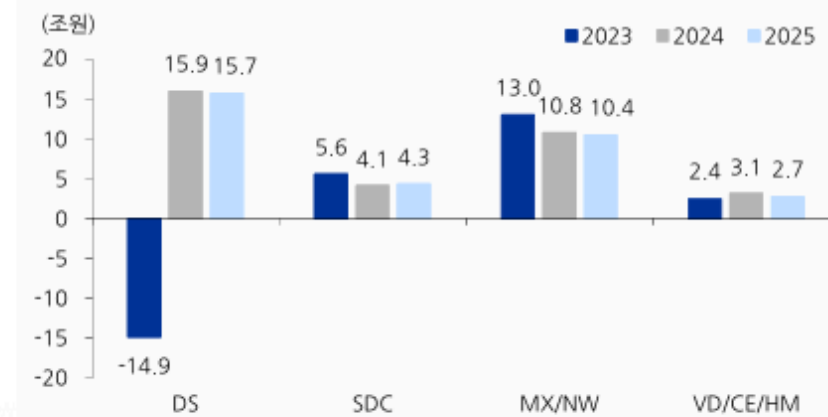
자료: 유진투자증권

도표 2. 분기별 이익 추정치 변화



자료: 유진투자증권

도표 3. 2023, 2024, 2025년 부문별 영업이익



자료: 유진투자증권

