

2025.03.25 (화) 증권사리포트

▶ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

대한항공

1Q25 Pre : 통합 대한항공 구경하기

[출처] 하나증권 안도현 애널리스트

1분기 연결 영업이익 5,870억원(영업이익률 9.1%) 전망

2025년 1분기는 대한항공 연결 실적에 아시아나항공이 처음 반영되는 분기이다. 기존 대한항공(자회사 포함) 매출액은 4% (YoY) 증가한 4.45조원, 영업이익은 5,250억원(-2% (YoY), 영업이익률 11.8%)을 예상한다. 연료비 감소에도 불구하고 인건비/감가상각비/공항관련비 등이 전반적으로 상승하며 영업비용은 전년 대비 소폭 상승할 것으로 전망한다. 아시아나항공(자회사 포함) 1분기 매출액은 1% (YoY) 증가한 2.04조원, 영업이익은 40% 증가한 870억원(영업이익률 4.3%)로 예상한다. 아시아나항공의 차입금 축소와 고금리 대출 대한 등으로 이자비용은 전년 대비 30% 감소할 것으로 예상되고, HDC현대산업개발과의 계약금 반환 소송에서 승소하여 충당부채(2,500억원)이 수익에 반영되는 점을 감안하면, 1분기 당기순이익은 940억원(당기순이익률 4.6%)에 달할 것으로 전망한다. 대한항공이 아시아나항공 인수 당시 인식한 영업권은 1.4조원 규모이고, 이 중 고객관련 무형자산은 8,567억원이며 해당 무형자산은 17년간 정액 상각 예정이므로 연간 상각비는 500억원 수준에 불과하다. 향후 시스템 통합 등 통합 비용이 추가로 발생할 예정이나, 규모는 크지 않을 것이다. 2025년 1분기 연결 매출액은 6.5조원, 영업이익은 5,870억원(영업이익률 9.1%)로 예상한다.

공정위 기업결합 시정조치로 인한 운임 하락은 제한적

대한항공과 아시아나항공의 기업결합 이후, 공정위는 시정조치를 통해 경쟁제한 우려가 있는 40개 노선에 대해 향후 10년간 2019년 대비 물가상승분 이상의 운임 인상을 금지하고 있다. 다만 이는 경쟁제한 노선에 한정된 조치이기 때문에, 현재는 미주 일부 노선을 제외하면 운임 영향은 크지 않고, 하반기에는 운임 제한은 거의 없어질 것으로 예상한다.

2025년 전망: 매출액 25.9조원, 영업이익 2.2조원

2025년 대한항공 연결 실적은 매출액 25.9조원, 영업이익 2.2조원(영업이익률 8.6%), 당기순이익 1.6조원(당기순이익률 6.3%)으로 추정한다. 아시아나항공의 화물사업부(2024년 매출액 1.7조원)가 2025년 하반기에는 에어인천으로 이관될 예정이다. 2024년 말 연결 대한항공의 부채비율은 329%까지 상승했으나, 막강한 현금창출력을 기반으로 2025년 말에는 280%대로 내려올 것으로 예상한다. 대한항공에 대한 목표 P/E 9배와 P/B 1배를 유지하고, 2025년~2026년 평균 EPS 3,671원, 평균 BPS 33,017원에 각각 적용하여 목표주가인 33,000원, 투자의견 BUY를 유지한다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	16,111.8	17,870.7	25,854.9	26,349.9
영업이익	1,790.1	2,110.2	2,227.9	2,173.7
세전이익	1,575.7	1,836.2	2,187.4	1,619.1
순이익	1,061.2	1,317.3	1,561.8	1,150.0
EPS	2,873	3,567	4,229	3,114
증감율	(40.12)	24.16	18.56	(26.37)
PER	8.32	6.34	5.30	7.19
PBR	0.93	0.80	0.70	0.66
EV/EBITDA	3.94	5.48	4.59	4.46
ROE	11.46	13.17	14.05	9.43
BPS	25,793	28,356	31,835	34,198
DPS	750	750	750	750





BGF리테일

앞서가는 성장률 그리고 숨은 의도

[출처] IBK투자증권 남성현 애널리스트

소비경기 부진 지속

BGF리테일 2025년 1분기 영업실적은 다소 부진할 것으로 예상된다. 1분기 연결기준 매출액은 약 2조 256억 원(전년동기대비 +3.7%), 영업이익 308억 원(전년동기대비 -5.6%)에 달할 전망이다. 기존점은 전년 대비 역 성장할 가능성이 높으며, 약 0.5% 수준으로 추정한다. 1분기 성장률이 부진할 것으로 예상되는 이유는 1) 영업일수가 전년 대비 하루 적고, 2) 1~2월 늦은 추위 여파에 따른 집객력 하락과, 3) 소비경기 악화로 인한 구매력 감소가 작용할 것으로 분석되기 때문이다. 1월 산업활동동향을 보면 소매판매는 전년 대비 0.6% 감소하였다. 휴일영업일수 증가와 설연휴에도 불구하고 부진한 경기 여파가 작용한 것으로 판단한다. 2월에도 영업일수 감소가 있다는 점에서 기존점 성장은 쉽지 않았을 것으로 보인다. 그러나, 동사의 경우 본부임차 비중 및 감가상각비 감소로 영업이익 감소폭은 제한적일 것으로 판단한다.

차별적인 출점 전략에 주목

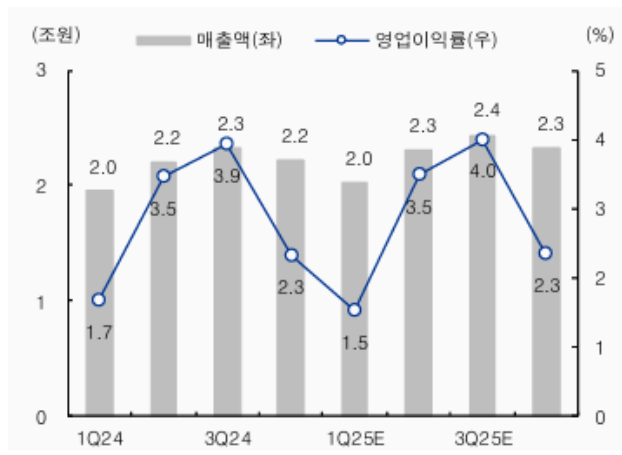
1분기 실적과 더불어 주목해야 하는 부분은 출점 전략이 경쟁사와는 상이하다는 점이다. 동사는 올해 연간 700여개에 달하는 점포 수 순증을 제시하였고, 1분기 동 흐름에 부합할 것으로 파악된다. 다만, 경쟁사는 이와 상이한 흐름이 나타나고 있어 차별적이다. 동사가 경쟁사 대비 공격적인 출점을 전개하는 이유는 중대형 점포 비중을 확대해 점포당 매출액을 상승시키려는 포석으로 해석한다. 올해 점포 순증 중 약 40% 수준을 중대형 점포 출점 목표로 하고 있고, 이는 상품군 확대에 따라 영업면적 확장을 위한 전략으로 보인다. 동 전략의 결과물은 빠르면 하반기, 늦으면 2~3년 정도 후에 볼 수 있겠지만, 오프라인 채널 간 경계가 무너지는 상황에서 SKU 확대를 통한 대응 전략은 합리적이라 생각한다.

투자의견 매수, 목표주가 16만원 유지

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	8,195	8,699	9,094	9,450	9,889
영업이익	253	252	263	274	291
세전이익	248	245	290	317	344
지배주주순이익	196	195	226	244	265
EPS(원)	11,331	11,295	13,077	14,124	15,307
증가율(%)	1.2	-0.3	15.8	8.0	8.4
영업이익률(%)	3.1	2.9	2.9	2.9	2.9
순이익률(%)	2.4	2.2	2.5	2.6	2.7
ROE(%)	19.2	17.3	17.9	17.1	16.5
PER	11.6	9.1	8.4	7.8	7.2
PBR	2.1	1.5	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	2.6	1.8	1.9	1.8	1.6

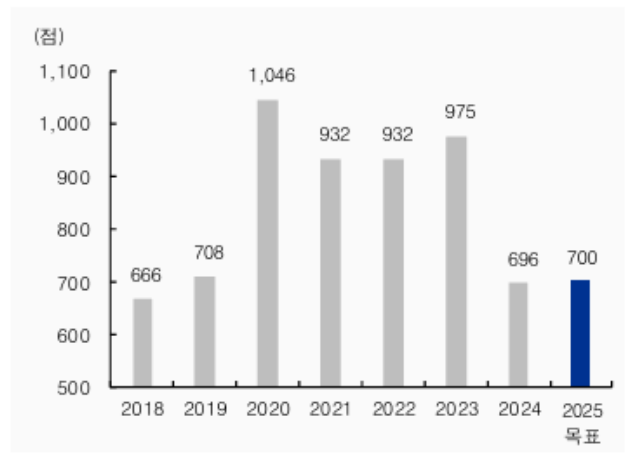
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. BGF리테일 분기별 영업실적 추이 및 전망



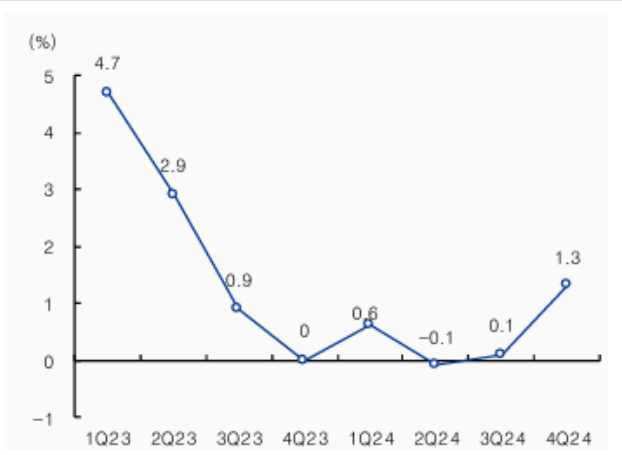
자료: BGF리테일, IBK투자증권

그림 2. BGF리테일 국내 점포 순증 추이 및 전망



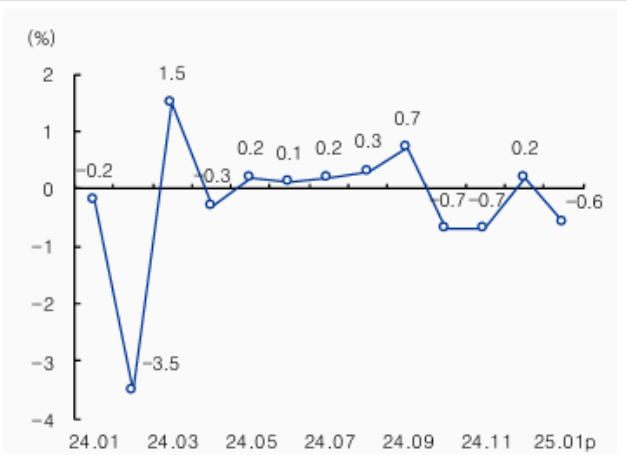
자료: BGF리테일, IBK투자증권

그림 3. BGF리테일 기존점 성장률 추이



자료: BGF리테일, IBK투자증권

그림 4. 소매판매증감률 추이



자료: 통계청, IBK투자증권



원익머트리얼즈
 저평가된 주가, 높아질 회복 기대감

레거시 재고 소진 가속화, 업황 회복 기대감 지속될 전망

1Q25 중국 내 세트 수요 강세로 우려 대비 빠른 재고 소진 진행 중인 것으로 파악. 메모리 공급사들은 1H25 중 재고 조정 마무리될 것으로 언급.
 2H25 본격적인 업황 회복을 가정하면 역사적 밴드 하단 부근 위치한 현 주가는 분할 매수 접근이 유효한 구간으로 판단

4Q24 Review: 외형 축소 불가피했으나 원가 절감으로 수익성은 개선

[4Q24 실적] 매출액 795억원(-14%, 이하 전년대비), 영업이익 126억원(+81%) 기록. 위축된 메모리 업황에 따라 주요 고객사들의 가동률 조정 결정. 구매 수요 둔화 영향 반영되며 전년대비 외형 축소. 2023년 지정학적 이슈로 높아졌던 원가 부담 → 대부분 정상화. 원가 절감, 비용 축소로 영업이익률은 전분기대비 개선(3Q: 15% → 4Q: 16%)

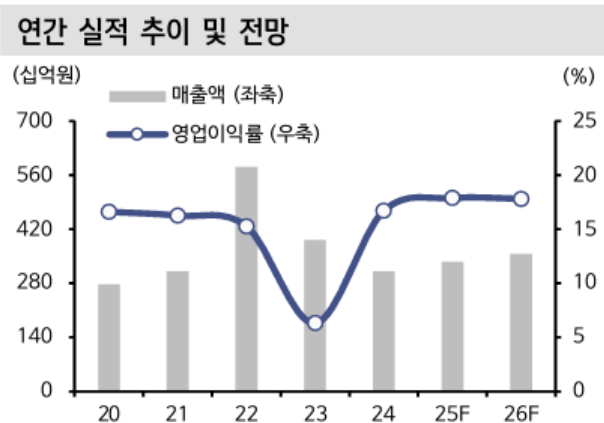
1Q25 이구환신 효과에 따른 전방 수요 개선으로 메모리 현물가격 일제히 반등. 이에 따라 조기 가동률 회복 기대감 높아진 것으로 파악. 그러나 유통재고 안정화 이후 공급사 재고 소진에도 시간 소요 → 보수적 메모리 Capa 운용 방침 2Q25까지 유지될 가능성. 전환투자 완료 → 선단노드 양산으로 본격적인 실적 개선 확인될 2H25부터 메모리 밸류체인 전반의 투자심리 개선을 기대. 올해 실적의 바닥 구간으로 판단되는 1Q25 실적발표 전후 반도체 산업 전반의 연간 이익추정치 상향 기조 확인될 것으로 예상

Valuation & Risk: 과거 회복 구간의 밸류에이션 반영 가능한 시점

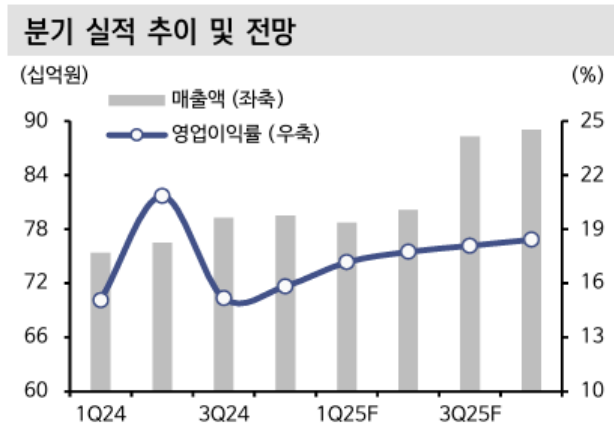
1H25 고객사 가동률 조정 영향 반영해 실적 추정치 조정. 2025년 예상 주당순이익(EPS) 3,267원, 목표 주가수익비율(PER) 11.0배(2020~2022년 업황 회복 구간 평균 밴드 상단) 적용. 목표주가 35,000원으로 18.6% 하향. 현 주가는 12개월 선행 PER 6.8배 수준으로 저평가. 투자의견 매수 유지

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	581.3	88.8	57.7	6.2	13.8	0.8	3.2	2.8
2023	391.7	24.7	13.8	27.4	3.1	0.8	6.3	0.5
2024	310.7	51.9	31.8	6.8	6.8	0.5	2.0	2.0
2025F	336.2	60.1	41.2	6.7	8.3	0.5	2.5	2.3
2026F	355.6	63.3	42.3	6.6	7.9	0.5	2.2	2.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권



자료: FnGuide, 신한투자증권 추정



자료: FnGuide, 신한투자증권 추정



오스테오닉

인체 임플란트 소재 성장 잠재력 크다

[출처] 상상인증권 하태기 애널리스트

정형외과 뼈 관련된 임플란트 Pull Line up 갖춰, 수출 중심으로 고성장 중

동사는 정형외과용 임플란트 전문기업이다. 인체를 지지하는 206개의 뼈 중에서 고관절 등을 제외한 대부분의 뼈의 접합(Fixation), 대체(Replacement) 및 조정(Adjustment)과 관련된 금속소재(스테인레스스틸 및 티타늄), 또는 생체재료 (Peek, Biocomposite) 제품(Pull line up)을 생산한다.

2024년 연결 매출액은 전년대비 23.1% 증가한 342억원, 영업이익은 42.2% 증가한 69억원이다. 2024년 기준 매출액 비중을 보면 금속소재에서 CMF(두개/구강악안면) 27.7%, Trauma & Extremities(외상/상하지) 35.5%이며, 생체소재에서 CMF 5.7%, Sport Medicine(관절보존) 29.4% 등이다. 한국에서는 국내 83개 대리점에 공급하고 있다. 2024년 수출은 28.6% 증가한 147억원으로 수출 중심으로 성장하고 있다. 전체 매출에서 차지하는 수출비중은 43.1%이다. 글로벌 정형외과 임플란트 제조업체인 짐머바이오테트사와 비브라운을 포함한 국내외 대리점을 통하여 제품을 판매하고 있다. 주요 수출 국가는 독일, 멕시코, 싱가포르, 칠레, 태국, 대만 등 67개국 114대리점이다. 남미, 유럽, 아시아 수출비중이 높다.

2025년 CMF, Sports Medicine 등에서 매출 성장을 이끈다

동사의 주력 제품별 영업 현황을 보면 다음과 같다.

첫째, 두개/구강악안면(CMF) 제품이 있다. 두개골·구강악안면(CMF)이란 머리, 턱을 포함하는 얼굴 전체를 의미하며, 신경외과, 구강외과, 성형외과 안과 등에서 금속 또는 생체재료로 이루어진 임플란트 (Implant) 제품이다. 정밀도를 요하는 제품들이어서 기업간 경쟁은 적은 편이다. 2024년 CMF 매출액은 금속소재에서 29.8% 증가한 95억원이며, 생체재료(대부분 리프트실)에서 4.9% 증가한 20억원이다. 2025년에도 비슷한 성장세가 이어질 전망이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	20	3	1	48	66.0	11.7	1.5	n/a	n/a
2023	28	5	4	177	27.2	13.2	1.9	8.3	n/a
2024E	34	7	6	281	25.1	14.1	2.6	10.2	n/a
2025E	44	10	7	357	19.8	10.6	2.3	11.7	n/a
2026E	54	13	9	467	15.1	8.6	2.0	13.4	n/a

자료: K-IFRS연결기준, 상상인증권



CJ제일제당

1Q25 Pre : 올해는 상저하고

[출처] 하나증권 심은주 애널리스트

1Q25 Pre: 전년 높은 베이스 부담

1분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 7조 3,979억원(YoY 2.5%), 3,647억원(YoY -3.0%)으로 추정한다. 물류 제외한 연결 매출액 및 영업이익은 각각 4조 5,540억원(YoY 2.5%), 2,547억원(YoY -4.6%)으로 추정한다. 시장 기대를 소폭 하회할 것으로 예상된다. 4분기 실적의 부담 요인이었던 국내 내수 소비 부진 및 미국 토네이도에 따른 일부 라인(디저트) 가동 차질 영향이 1분기까지 이어질 것으로 전망된다. 연간 실적은 상저하고 흐름이 예상된다. ① 국내 가공 매출은 YoY low single~Flat이 예상된다. 설날 선물세트 반영 시점 차이에 따른 베이스 부담이 존재한다. 쿠팡 거래 재개 기인해 온라인 채널은 견조한 성장을 실현 중인 것으로 파악되나, 오프라인 채널에서의 전반적인 소비 침체가 이를 상쇄할 것으로 판단된다. ② 해외 가공 매출은 YoY 5% 내외 증가할 것으로 전망한다. 미주 매출은 디저트 라인 가동 차질 영향이 이어지고 있다. 미국 이외 지역은 전년대비 순성장이 예상된다. ③ 바이오 사업부는 800억원 내외 이익 기여가 전망된다. 유럽의 중국산 라이신 반덤핑 과세 부과 기인해 라이신 판가는 강보합 흐름을 보이고 있으나, 하반기 갈수록 실적에 긍정적 영향을 미칠 것으로 사료된다. ④ 생물자원(FeedCare)은 흑자기조가 이어지겠다. 베트남 돈가 회복에 기인한다.

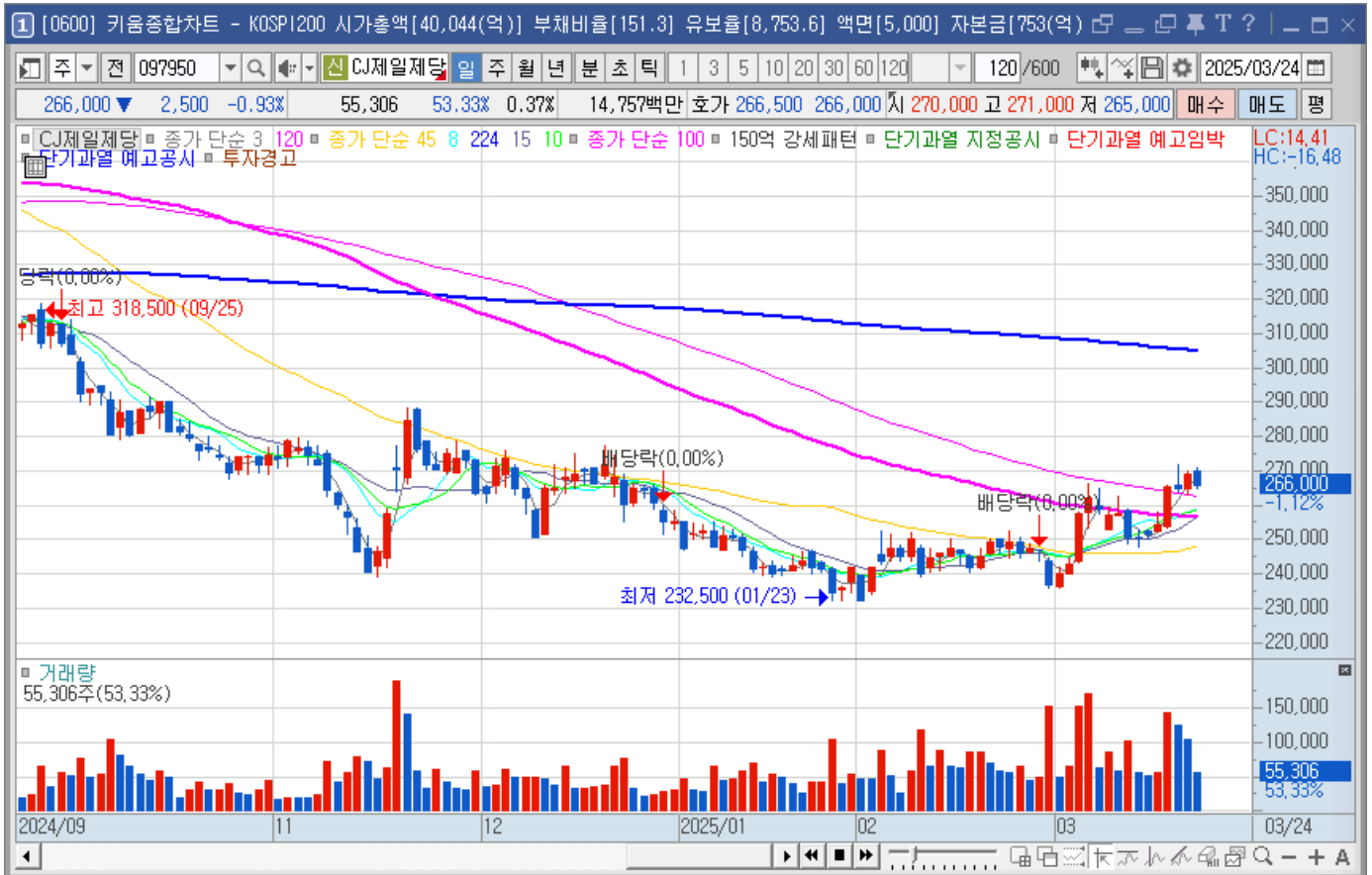
연간으로는 시장 기대 부합 전망

연간 실적은 시장 기대에 부합할 것으로 예상된다. 상저하고 흐름을 예상한다. 하반기 갈수록 우호적인 영업환경이 전망되기 때문이다. ① 연초 들어서도 곡물가가 안정적 흐름을 보이는 가운데, ② 국내 가공은 쿠팡 거래 재개 효과가 점진적으로 반영되고 있으며, ③ 미주는 토네이도 영향을 받았던 디저트 라인 보수가 상반기 중으로 완료될 예정이다. ④ 바이오 영업환경은 우호적이다. EU의 중국산 라이신 제품 반덤핑 관세 부과 기인해 생산기지가 다변화되어 있는 CJ제일제당의 반사수혜가 기대되기 때문이다.

밸류에이션 매력적

현 주가는 12개월 Fwd PER 8배로 역사적 하단에 위치한다. 중장기 측면에서 식품으로의 사업 개편 의지 감안시 저가 매수가 유효해 보인다. 식품으로의 집중 투자는 재무구조 개선 및 중장기 그룹 내 시너지 측면에서도 긍정적이다.

Financial Data	(십억원, %, 배, 원)			
투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	29,023.5	29,359.1	30,028.0	31,229.2
영업이익	1,291.6	1,553.0	1,655.9	1,914.3
세전이익	732.0	610.5	897.8	1,219.1
순이익	385.9	148.2	469.2	623.1
EPS	23,559	9,046	28,641	38,037
증감율	(35.24)	(61.60)	216.62	32.81
PER	13.75	28.24	9.27	6.98
PBR	0.73	0.53	0.52	0.49
EV/EBITDA	6.77	5.98	5.20	4.60
ROE	5.55	1.97	5.83	7.33
BPS	442,682	486,140	508,908	541,072
DPS	5,500	6,000	6,000	6,000



SK스퀘어

주주가치 중심으로 신뢰 구축

[출처] BNK투자증권 이선희 애널리스트

자본배분의 필요성과 결단

투자자산가치에서 상장사가 차지하는 비중이 87%이며, SK하이닉스가 상장사가치의 전체라고 봐도 무방할 정도다. 반도체와 AI 영역을 신규 투자 대상으로 삼는 것은 내재화된 경쟁력을 활용하는 당연한 결정이라고 본다. 자산 효율화를 위해 비핵심자산을 유동화한다. SK실더스에 이어 11번가와 콘텐츠웨이브를 추진 중이고, 다른 자회사도 사업 개편 등 효율화 작업을 진행 중에 있는 것으로 알고 있다. 구조조정은 축소만이 아닌 그룹내 시너지를 활용해 확장하는 기업도 있다. 물류업을 하는 FSK L&S는 SK온과 포드가 합작한 법인의 풀필먼트센터 운영사업을 수주했다. 자산은 효율화로 최적화가 어느 정도 가능하나, 신규 투자없이 극대화는 어렵다. 지금까지 보여준 기업가치 제고가 더 발전하기 위해 투자가 중요한 시점이 됐다.

일관되고 예측가능한 주주환원 정책

SK하이닉스의 영향력은 배당수익에서도 절대적이다. SK하이닉스 4분기 배당이 지난해 연간 배당액보다 많아 금년 배당수익은 작년에 두 배 가까이 될 전망이다. 7월 이후에는 SK실더스 매각 잔여 자금이 유입될 예정으로 지금까지 주주환원 정책을 감안하면 주주환원이 늘어날 것으로 예상된다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 135,000원 상향

경영진 핵심 KPI에 순자산가치 할인율을 포함한 것은 자산 재분배에 의지가 명확하다는 것을 의미한다. 자산 재분배는 기업가치 제고에 이어 주주가치에도 긍정적인 선순환효과가 기대된다. 당사가 제시한 할인율이 SK스퀘어 목표보다 높아 경영활동 결과에 가치가 올라갈 여지가 있다.



코스맥스

All Time High

[출처] NH투자증권 정지윤 애널리스트

분기 매출 우상향 추세 지속 전망

2025년 별도법인 CAPA는 30% 증가할 전망이다, 2분기부터 분기 매출 4,000억원 이상 출하될 것으로 추정하며 분기 거듭할 수록 최대 매출 경신 가능할 것. 1분기 현재 태국법인의 선전이 압도적인데, 최근 중국 브랜드사까지 가성비비를 내세운 C-뷰티를 인접 동남아 국가 수출을 확대하면서 동남아 자체 생산 기회도 커지는 상황. 2026년 10월부터는 인도네시아 할랄제품보장법이 발효됨에 따라 향후 1~2년간 동남아 시장 선점을 통해 중국 법인의 이익 규모와 비등한 수준까지 향상될 전망이다. 이에 2025E/2026F EPS 추정치를 +3%, +5% 조정하며, 목표주가를 225,000원으로 상향. 투자의견 Buy 및 ODM 업종 Top-pick 유지

1Q25 Preview: 한국과 태국 법인의 선전

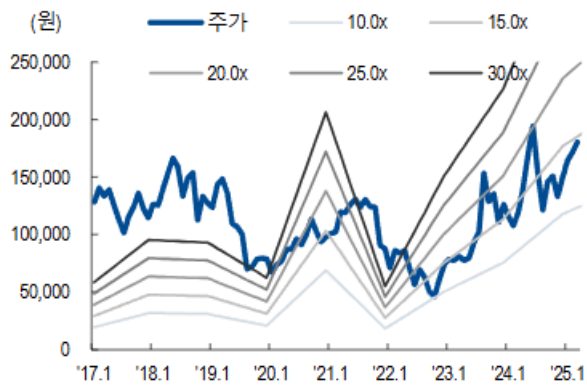
1분기 연결기준 매출액 5,750억원(+9% y-y), 영업이익 478억원(+5% y-y)의 실적 전망. 전년 1분기 중국과 미국의 높은 실적 기저 영향 감안할 필요. 한국 매출액 3,660억원(+16% y-y), 영업이익 370억원(+23% y-y), 영업이익률 10%(+0.6%p y-y) 추정. 일부 브랜드 제품의 중국 공장 생산 이관에도 2월부터 직/간접 수출 물량 증대, 기초/색조의 고른 포트폴리오, TOP 10 신규 진입하는 브랜드들의 약진과 엄격한 대손관리 기조를 통해 안정적인 수익성 시현할 것

해외 ①중국 매출액 1,488원(-5% y-y)으로 상해 -6%, 광저우 +2% 추정. 전년 1분기 상해 온라인/인디 브랜드 주문량이 급증. 관련 높은 매출 기저 제외하면 q-q 개선 흐름 유지, 순이익 소폭 흑자 전망. ②미국 매출액 291억원(-25% y-y)으로 뚜렷한 매출 반등은 부재하나, 고정비 감축으로 적자 축소 예상. ③인니/태국 매출액 각각 277억원(+16% y-y), 194억원(+105% y-y) 추정. 태국의 경우 OTC 제품 오더가 급증하면서 동남아 수요를 빠르게 흡수하는 중

	2023	2024P	2025E	2026F
매출액	1,777	2,166	2,503	2,733
증감률	11.1	21.9	15.5	9.2
영업이익	116	175	220	251
증감률	117.9	51.6	25.7	13.6
영업이익률	6.5	8.1	8.8	9.2
(지배지분)순이익	57	86	134	159
EPS	5,034	7,560	11,786	13,993
증감률	174.1	50.2	55.9	18.7
PER	25.1	19.7	15.3	12.9
PBR	4.0	3.8	3.6	2.8
EV/EBITDA	9.7	8.4	8.0	6.8
ROE	12.1	21.3	26.5	24.6
부채비율	334.3	316.2	253.1	205.8
순차입금	273	340	305	207

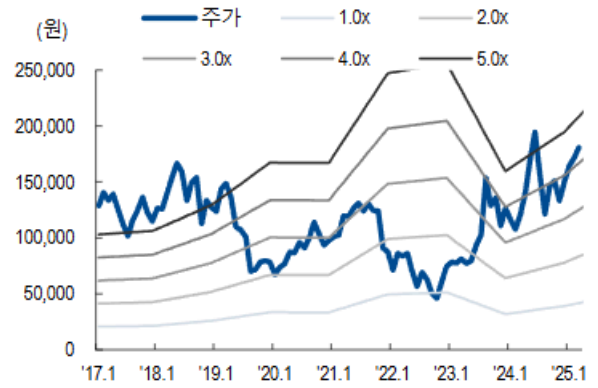
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 코스맥스 12M Fwd PER Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. 코스맥스 12M Trailing PBR Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부

