

Morning Meeting Brief

Strategy

[다음주 시장은?] 최악의 상황을 선반영한 KOSPI와 삼성전자

- 삼성전자 업황/실적 불안 완화 + 트럼프 우려 정점통과 = KOSPI 정상화
- 삼성전자 시장 도태 우려까지 선반영한 수준. 21일 엔비디아 실적발표 기대
- KOSPI는 극심한 저평가 영역에 위치. 불안심리 완화만으로도 반등 가능

이경민, kyoungmin.lee@daishin.com

Global Strategy

[글로벌 마켓 레이다 / 11월 3째주 전략] 미국 증시, 눈치 볼 게 사라져 가고 있다

- 美 4/4분기 주요 이벤트는 대선, 3/4분기 어닝시즌, 연말 쇼핑시즌, 12월 FOMC(17~18일), 연방정부 셋다운 리스크(12.20일)
- 트럼프 당선, 시장 시각 변화 초래(Risk-On 강화). 자칫 부정적으로 해석할 수 있는 변수를 시장이 덜 민감해 할 수 있는 분위기 조성
- 연말까지 미국 증시가 더 이상 눈치 볼 요인 없이 상승 흐름을 이어갈 수 있는 여건을 만들어 줄 전망

문남중, namjoong.moon@daishin.com

Macro

[글로벌 지표맛집] 기다리다 지쳤어요, 중국

- 상무위에 이어 광군제 소비 부진 소식으로 중국 실망감 확대, 경기 눈높이 조절에 있어 금일 실물지표 결과 확인 필요
- 중국 실물지표로 실망감이 더 확대되거나, 미국 금리 높은 수준 유지한다면 고환율 환경에서 빠르게 벗어나기는 어려울 가능성
- 미국은 소비심리도 견조한 가운데 금일 소매판매까지 서프라이즈 기록할 경우 금리 추가 상승으로 이어지지 않을지 모니터링 필요

이주원, joowon.lee2@daishin.com

산업 및 종목 분석

[3Q24 Review] 코리아씨키트: 시간 필요하나 2025년 반도체 PCB로 전환

- 3Q24 매출(3,413억원) / 영업이익(-96억원)은 부진, 추정 하회
- 반도체 PCB(패키지) 매출 부진으로 고정비 부담 증가, 적자 확대
- 2025년 하반기 턴어라운드 예상, 중장기적 관점 유효

박강호, kangho.park@daishin.com

[3Q24 Review] 티엘비: 3Q 흑자전환! CXL 수혜~

- 3Q24 매출(465억원)과 영업이익(28억원)은 호조, 추정을 상회
- 고부가 제품인 서버향 R-DIMM 및 eSSD 모듈 매출 확대, 수익성 개선
- 2025년 매출 6.6%(yoy), 영업이익 149%(yoy) 증가 추정

박강호, kangho.park@daishin.com

[3Q24 Review] 인터플렉스: 3Q 부진하나 25년 성장

- 3Q24 매출(1,157억원)과 영업이익(75억원)은 부진, 추정 하회
- 갤럭시링 관련한 신규 매출은 긍정적, 폴더블폰향 PCB는 부진
- 2025년 삼성전자의 신규 IT기기 라인 업 확대의 수혜

박강호, kangho.park@daishin.com

[3Q24 Review] 티에스이: 3Q24: 프로브카드와 디스플레이 장비의 성장

- 3Q24 연결 매출액 1,107억원(QoQ +46%), 영업이익 206억원(QoQ +137%)
- 실적 서프라이즈: 1) 프로브카드 매출 성장, 2) OLED 검사장비 매출 인식
- 4Q24 계절적 영향, 제품군 공급 타임라인 지연에 따른 실적 감소 예상

신석환, Seokhwan.shin@daishin.com

[3Q24 Review] 한세실업: 4분기부터 매출 회복 전망되나 마진 눈높이는 낮출 필요

- 3분기 원가율 상승하며 마진 하락
- 4분기부터 수주 회복 시작, 매출 증가 전환 예상
- 미국 새정부 출점 후 정책 변화에 따른 소비 전망 확인 후 접근 필요

유정현, junghyun.yu@daishin.com

[3Q24 Review] 화승엔터프라이즈: 4분기 실적 개선 강도 더 강해진다

- 3분기는 비수기임에도 불구하고 호실적 기록
- 4분기 성수기에 ASP 높은 제품 비중 더 상승하며 개선 강도 강해질 전망
- 2025년은 코로나 이전 수준으로 완벽하게 회복 예상

유정현, junghyun.yu@daishin.com

[3Q24 Review] 영원무역: OEM 부문 매출 20% 성장하며 본격 회복

- 3분기 OEM 사업부 매출 달러 기준 20% 성장
- Scott 3분기에 대규모 적자, 재고 부담도 한층 낮아
- 본업의 본격 턴어라운드, Scott 부진 연내 마무리로 주가 회복 전망

유정현, junghyun.yu@daishin.com

[3Q24 Review] 에스엘: 수주 받고, 1H25으로 갑니다

- 1) 건조한 수주, 2) 1H25 실적, 3) 저평가된 밸류 감안 시, 투자 매력 ↑
- 3Q 1) GM파업, 2) 임협 비용, 3) 계절성, 4) 품질비용 이슈로 OP 부진
- 3Q24 YTD 수주 1.5조원으로 연간 목표 이미 초과달성한 점 긍정적

김귀연, Gwiyeon.kim@daishin.com

[3Q24 Review] 텐센트(700 HK): 위챗 슈퍼 생태계 구축 주목

- 매출 8% 성장, 조정 영업이익 19% 성장, 컨센 소폭 하회
- 국내 게임 성장 가속화, 광고 성장 견조, 핀테크(지급결제) 부진
- 게임, 광고 부문 경쟁력 지속 강화, 중장기 위챗 생태계 구축 주목

박초화, chuhua.piao@daishin.com

[3Q24 Review] LG: 지분법 부진으로 예상을 하회

- 2024년 3분기 실적 당사 추정치 하회, 시장 기대치에는 부합
- 별도 및 LGCNS의 실적 개선에도 지분법 손익이 감소
- 11월 LG전자와 LG화학 지분 취득 중이며, 25년 1분기 추가 취득 예정

양지환, Jihwan.yang@daishin.com

[탐방노트] 우듬지팜: 한국형 스마트팜의 선두주자

- 한국형 반밀폐 유리온실 개발 . 유리온실 통해 자체 브랜드 토마고 판매
- 유러피안 채소용 유리온실 증축 . 내년 3분기부터 실적 기여 기대
- 충남서산 스마트팜 단지 조성 통해 매출액 도약 준비 중

박장욱. Jangwook.park@daishin.com

[탐방노트] 슈어소프트테크: 전방산업 호조로 성장 지속 예상

- 미션 크리티컬 분야 소프트웨어 검증 토탈 솔루션 선도 기업
- 자회사 수익성 부진으로 3분기까지는 부진, 4분기 실적 집중
- 전방 산업의 성장과 정부 정책에 따른 외형 성장 기회 확대

한송협.songhyeop.han@daishin.com

[3Q24 Review] 농심: 나아질 25년을 바라보자

- 매출액 8,504억원, 영업이익 376억원 기록하며 컨센서스 하회
- 3분기 매출 부진과 국내외 비용 확대로 부진한 실적
- 4분기부터 미국 매출 회복세 전망하나 수익성 눈높이는 낮춰야 할 것

정한솔. Hansol.jung@daishin.com

[3Q24 Review] 삼양식품: 성장 모범생

- 영업이익 873억원(YoY 101%, OPM 19.9%) 기록하며 컨센서스 부합
- CAPA 부족과 비우호적인 환율에도 전략 국가 집중하며 매출 QoQ 성장
- 25년 증설 이후 돋보일 성장성, Top-pick 유지

정한솔. Hansol.jung@daishin.com

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

Quant Strategist 조재운
jaeun.jo@daishin.com

[다음주 시장은?] 최악의 상황을 선반영한 KOSPI와 삼성전자

- 삼성전자 업황/실적 불안 완화 + 트럼프 우려 정점통과 = KOSPI 정상화
- 삼성전자 시장 도태 우려까지 선반영한 수준. 21일 엔비디아 실적발표 기대
- KOSPI는 극심한 저평가 영역에 위치. 불안심리 완화만으로도 반등 가능

이번주 KOSPI 지수는 중국 부양책에 대한 실망감과 트럼프 무역정책의 피해우려, 수출 성장을 둔화 우려가 동시 다발적으로 유입. 이는 투자심리 악화. 외국인 투자자들의 시장 이탈로 이어져 KOSPI 2,400선 초반으로 레벨다운. 글로벌 증시와 차별적인 약세는 투자심리 위축과 수급, 반도체 급락의 영향으로 판단

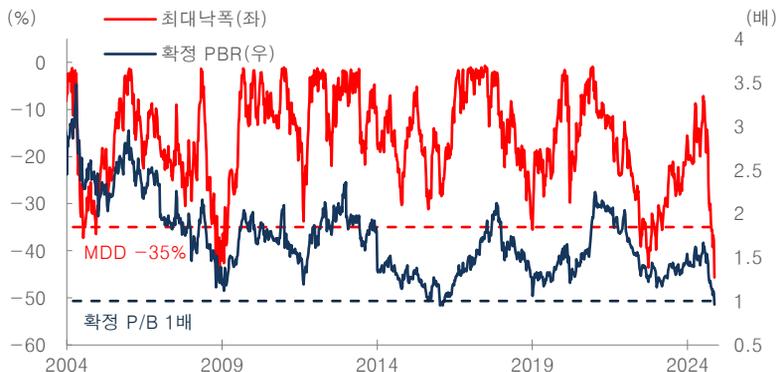
KOSPI 밸류에이션 관점에서 2,400대는 낙폭과대 영역. 올해 8월 경기침체 공포와 엔캐리 트레이드가 나타났던 저점과. 2018년 10월 미중 무역분쟁 격화 속 반도체 사이클 하락, 미국 경기우려 전개되었던 당시 저점의 확정실적 PBR은 공통적으로 0.85배 수준. 현재 KOSPI 밸류 기준 2,425p에 해당

코스피 레벨다운의 중심에 삼성전자가 위치. 11월 코스피 외국인 순매도 -1.8조원 규모인데 반해 삼성전자만 -2.8조원을 매도 중. 즉 삼성전자를 제외한다면 외국인 KOSPI 순매수. 삼성전자 주가는 24년 고점대비 -42.7% 하락하며 5만원선 붕괴. 금융위기 수준의 하락을 기록 중. 밸류에이션 또한 PBR 확정실적 기준 0.96배, 12개월 선행 0.83배로 하락하며 2016년 2월 이후 최저점 수준. 그러나 해당 낙폭은 과거 경쟁력 악화 수준을 넘어 시장 도태 우려까지 선반영한 수준으로 생각.

다음주 21일 엔비디아의 실적발표 주목. 최근 미국 반도체 기술주의 트럼프 2.0시대에 업황 둔화 우려가 국내 시장으로 전이되며 반도체 업종에 악영향을 일정부분 미친 것으로 생각. 실적과 가이던스에서 시 반도체 시장의 성장성을 다시 한번 확인할 수 있다면 반도체 업황/실적 우려 완화의 계기. 추가로 최근 삼성전자에서 HBM 공급 시작 언급에 대해 엔비디아가 공급 다변화에 대한 코멘트를 해준다면 천군만마 한편 이번주 15일 국내 증시 종료 이후 중국의 소매판매 지표가 발표될 예정. 소매 판매는 기저효과에도 불구하고 전년대비 3.8% 성장예상. 이 경우 소비개선 기대심리를 자극할 수 있을 것. 20일 발표될 중국의 LPR금리는 동결 예상. 올해만 3차례 인하한 바 있는 기준금리에 대해 기대치가 낮은 상황에서 서프라이즈 인하 또는 가이던스가 나온다면 국내 증시에 훈풍유입 가능

현재 KOSPI는 극심한 저평가 영역에 위치. 불안심리 완화만으로도 반등이 가능한 지수대. 트럼프 정책에 대한 불확실성, 실적과 수급 불안이 정점을 통과하면서 기술적 반등 예상. 단기 낙폭 과대인 반도체, 삼성전자, 2차전지와 성장주인 인터넷, 제약/바이오 반등 여부와 탄력이 KOSPI 향배를 결정지를 전망

삼성전자 낙폭 과대, 전 회계연도 청산가치에도 도달하지 못하는 수준



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

Global Strategy

Global Strategist 문남중
namjoong.moon@daishin.com

미국 증시, 눈치 볼 게 사라져 가고 있다

- 트럼프 당선이 시장 시각에 변화 초래(Risk-On 강화)
 - 부정적으로 해석할 수 있는 변수, 시장이 덜 민감해 할 수 있는 분위기 조성
 - 연말까지 미국 증시가 눈치 볼 요인 없이 상승 흐름 이어갈 수 있는 여건
- 11.11일 S&P500 지수는 6,000선에 도달했다. 올해 2월, 5,000선에 진입한지 9개월 만에 마디지수를 한 해에 2번 경신하는 기염을 토해내고 있다. 그 이후, 미국 증시는 13일 10월 CPI 결과를 확인하고자하는 경계감, 트럼프 2기 행정부 주요직 인선이 공화당 내부 결속과 트럼프 정책 입안에 속도를 낼 수 있도록 구성되면서 트럼프 리스크를 반영하며 숨을 고르는 중이다.
 - 美 4/4분기 주요 이벤트는 대선(11.5일), 3/4분기 어닝시즌, 연말 쇼핑시즌(11.29일~), 12월 FOMC(17~18일), 연방정부 섀다운 리스크(12.20일)로 트럼프 당선이 나머지 이벤트를 바라보는 시장 시각에 변화를 가져옴에 따라 미국 증시는 연말까지 우상향하는 흐름이 기대된다. 이는 트럼프 당선이 불확실성 확대 요인보다 1기 행정부 고려 시, 감세와 규제완화 환경을 제공해 기업 실적 증가와 증시에 도움이 됐다는 평가가 이어지며 Risk-On 심리를 강화시켜주고 있다. 이에 따라 자칫하면 부정적으로 해석할 수 있는 나머지 변수에 대해 시장이 덜 민감해 할 수 있는 분위기 조성을 해줬다.
 - 3/4분기보다 4/4분기 더 개선될 기업 실적, 올해 3% 중반 대 연말 쇼핑 시즌 매출 증가율에 대한 양호한 해석, 12월 25bp 금리 인하를 기대하는 시장 기대감, 앞서 내년 3월까지 임시 예산안 연장을 준비하는 미국 의회 상황이 진행 중이다. 이는 연말까지 미국 증시가 더 이상 눈치 볼 요인 없이 상승 흐름을 이어갈 수 있는 여건을 만들어 줄 것이다. US와 Non US간 디커플링이 더욱 뚜렷해지는 시기이다.

표 1. 다음 주 중요 경제지표 및 이벤트 (24.11.18~11.24)

경제지표 & 이벤트명	국가	일정	전기치	예상치	방향성	내용 및 시사점
10월 CPI/근원(확정)	유럽	11.19	1.7 / 2.7% YoY	2.0 / 2.7% YoY	▲ / -	예비치 해석대로 빅컷 가능성 하락, 금리 인하에 신중을 가하는 계기
LPR(1년, 5년)	중국	11.20	3.1 / 3.6%	3.1 / 3.6%	- / -	미-중 금리차 축소, 인민은행의 연속적 통화정책 여지를 높일 전망
11월 제조업/서비스업PMI	미국	11.22	48.5 / 55.0%	- / -	- / -	팬데믹 이후 미국 경제를 견인해 왔던 주축은 서비스업. 상기 필요

일자	국가/지역	주요 지표	기간	단위	전기치	예상치	대비
11.19	미국	NAHB 주택시장지수	11월	P	43	44	▲
	유럽	CPI / 근원(확정)	10월	% YoY	1.7 / 2.7	2.0 / 2.7	▲ / -
	미국	주택착공 / 건축허가	10월	% MoM	-0.5 / -3.1	-1.0 / 0.5	▼ / ▲
11.20	한국	PPI	10월	% YoY	1.0	-	-
	일본	수출 / 수입	10월	% YoY	-1.7 / 1.8	0.7 / -0.7	▲ / ▼
	중국	LPR(1년, 5년)	11월	%	3.1 / 3.6	3.1 / 3.6	- / -
11.22	미국	기준주택판매	10월	% MoM	-1.0	1.0	▲
	일본	CPI / 근원	10월	% YoY	2.5 / 2.4	2.3 / 2.2	▼ / ▼
	유럽	제조업 / 서비스업 PMI	11월	%	46.0 / 51.6	- / -	- / -
	미국	제조업 / 서비스업 PMI	11월	%	48.5 / 55.0	- / -	- / -

기다리다 지쳤어요, 중국

G2 실물지표, 중국 금리결정

구체적인 내수 진작 방안이 부재했던 중국 상무위에 이어 광군제 소비도 부진했다는 소식이 전해져 실망감으로 이어졌다. 10월 CPI도 상승폭을 축소하며 내수 회복에 대한 기대치가 다시 낮아졌다. 금일 실물지표가 발표될 예정인데, 소비가 우려대비 양호했는지 여부가 중국 경기에 대한 눈높이 조절에 중요하게 작용할 것으로 보인다. 다음 주는 인민은행 금리결정도 예정되어 있어, 훼손된 투자심리 개선에 기여할 수 있을지 확인이 필요하다. 중국 자산 투자심리가 회복되어 위안화 강세로 이어진다면 방향성 측면에서 달러원 환율에도 하락 요인이다.

그러나 중국 실물지표가 예상보다 부진하여 실망감이 확대되거나, 미국 금리가 높은 수준을 지속한다면 고환율 환경에서 빠르게 벗어나기는 어려울 것이다. 이번 주 발표된 미 10월 CPI 상승률이 예상치에 부합하여 12월 금리 동결 베팅이 하락했음에도 불구하고, 트럼프 트레이드가 이어지고 연준 위원들의 발언을 소화하는 과정에서 금리 상방압력이 쉽게 완화되지 못하는 모습이다. 카시카리 총재는 미국 생산성 증가로 중립금리가 상향될 수 있음을 시사했다. 슈미드 총재는 금리를 얼마나 더 인하하여 어디에 정착할지는 알 수 없다며 terminal rate 관련 언급을 남긴 바 있어, 인플레이션 고착화 우려는 여전한 상황이다.

미국 경기가 서비스업 중심으로 양호한 확장세를 지속하는 가운데, 이번 주 공개된 뉴욕 연은의 보고서에서도 3분기 부채 증가에도 소득 증가가 이를 상쇄했다는 내용이 포함되었다. 최근 소비심리도 견조한 흐름을 보이는 상황에서, 금일 밤 발표될 10월 미 소매판매까지 서프라이즈 기록할 경우 금리 및 환율 상방압력을 추가로 확대하지는 않을지 또한 모니터링해야 할 변수다.

다음 주 주목할 매크로 지표 및 이벤트

일자	국가	지표 프리뷰	예상치	이전치
11/15	중국	10월 소매판매 YoY	3.8	3.2
		10월 산업생산 YoY	5.6	5.4
		10월 고정자산투자 YoY	3.5	3.4
	미국	10월 소매판매 MoM	0.3	0.4
		10월 산업생산 MoM	-0.3	-0.3
11/19	미국	10월 건축허가 MoM	0.5	-3.1
		10월 주택착공 MoM	-1.0	-0.5
11/20	중국	11월 PBoC 금리결정	-	-
	미국	10월 기준주택판매 MoM	-0.3	-1.0
11/22	유로존	S&P 글로벌 제조업 PMI	-	46.0
		S&P 글로벌 서비스업 PMI	-	51.6
	미국	S&P 글로벌 제조업 PMI	-	48.5
		S&P 글로벌 서비스업 PMI	-	55.0

자료: 대신증권 Research Center

코리아써킷트 (007810)

박강호

kangho.park@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

13,000

하향

현재주가

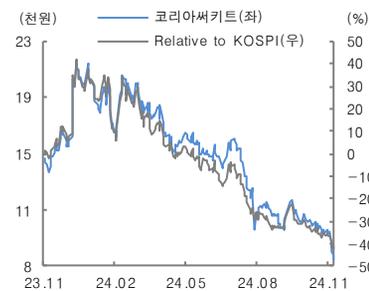
(24.11.14)

8,090

가전 및 전자부품업종

KOSPI	2418.86
시가총액	210십억원
시가총액비중	0.01%
자본금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	21,550원 / 8,090원
120일 평균거래대금	22억원
외국인지분율	2.27%
주요주주	영풍 외 5 인 51.50%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-25.2	-31.2	-50.7	-44.2
상대수익률	-18.8	-24.8	-44.4	-43.9



시간 필요하나 2025년 반도체 PCB로 전환

- 3Q24 매출(3,413억원) / 영업이익(-96억원)은 부진, 추정 하회
- 반도체 PCB(패키지) 매출 부진으로 고정비 부담 증가, 적자 확대
- 2025년 하반기 턴어라운드 예상, 중장기적 관점 유효

투자의견 매수(BUY) 유지. 목표주가 13,000원 하향(27.8%)

연결, 2024년 3Q 매출(3,413.5억원 -2.6% yoy/-9.1% qoq)/영업이익(-96.3억원 적자지속 yoy/qoq)은 종전 추정(매출 3,721억원/영업이익 20억원)하회. 별도 3Q 실적(매출 1,837억원 / 영업이익 -99억원)도 종전 추정대비 부진. 신규 투자한 반도체 PCB(FC BGA) 부문의 낮은 가동률 지속 및 감가상각비 부담이 수익성 개선 지연에 배경으로 판단, 메모리향 반도체PCB도 고객사의 재고조정으로 매출이 부진하여 적자확대로 연결. 주기판(HDI)은 애플향 아이패드에 신규 공급으로 매출 성장은 긍정적이거나 종전의 스마트폰향은 고객사의 판매 둔화로 부진한 가동률, 실적 시현. 2025년 실적 개선에 초점을 둔 중장기 관점에서 비중 확대 유지. 목표주가 (2024년 주당순자산(BPS)에 목표 P/B 0.9배 적용)는 13,000원으로 하향(27.8%), 투자의견은 매수(BUY) 유지

2025년 하반기에 턴어라운드 전망

투자포인트는 1) 2025년 연결 기준으로 실적 개선 전망은 유효, 인터플렉스의 안정적인 수익성 기여로 2025년 밸류에이션 매력은 상존 2) 코리아써킷트의 포트폴리오는 고부가 중심으로 전환 중 판단, 반도체 PCB중 FC BGA/FC CSP 부문에 설비투자, 고부가 제품 중심으로 매출 확대. 신규 투자의 결과가 예상대비 늦어지나 2026년 매출 확대로 연결 전망 3) 주기판(HDI)는 삼성전자와 애플을 고객을 확보하여 적정 수준의 매출, 이익 확보가 예상. 연결, 2025년 매출은 1.43조원(2.5% yoy), 영업이익은 223억원(흑자전환 yoy)추정

(단위: 십억원 %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24			4Q24				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ Consensus	당사추정	YoY	QoQ	
매출액	350	375	372	341	-2.6	-9.1	390	323	3.4	-5.3
영업이익	-1	-5	2	-10	적지	적지	6	-4	적지	적지
순이익	-2	-5	4	-7	적지	적지	4	-2	적지	적지

자료: 코리아써킷트, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,597	1,332	1,395	1,430	1,512
영업이익	99	-32	-28	22	83
세전순이익	100	-26	-18	23	83
총당기순이익	86	-28	-17	19	67
지배지분순이익	69	-37	-24	15	53
EPS	2,508	-1,338	-864	541	1,944
PER	4.8	NA	NA	15.3	4.3
BPS	17,437	15,784	14,913	15,448	17,385
PBR	0.7	1.3	0.5	0.5	0.5
ROE	15.5	-8.1	-5.6	3.6	11.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 코리아써킷트, 대신증권 Research Center

티엘비 (356860)

박강호

kangho.park@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

19,500

하향

현재주가

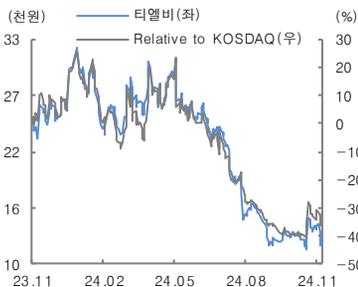
12,110

(24.11.14)

가전 및 전자부품업종

KOSDAQ	681.56
시가총액	119십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	32,100원 / 11,510원
120일 평균거래대금	29억원
외국인지분율	0.82%
주요주주	백성현 외 9 인 30.60%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.1	-24.6	-53.9	-52.3
상대수익률	5.0	-14.1	-41.6	-44.4



3Q 흑자전환! CXL 수혜~

- 3Q24 매출(465억원)과 영업이익(28억원)은 호조, 추정을 상회
- 고부가 제품인 서버향 R-DIMM 및 eSSD 모듈 매출 확대, 수익성 개선
- 2025년 매출 6.6%(yoy), 영업이익 149%(yoy) 증가 추정

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 19,500원 하향(27.8%)

2024년 3Q 매출 464.5억원(17.6% qoq/18.1% yoy)과 영업이익 27.7억원(흑자 전환 yoy/qoq)은 각각 증전 추정(매출 441억원, 영업이익 20억원)을 상회. 다만 지배당기순이익은 자본법 손실(6.9억원, 해외법인) 반영으로 7.9억원, 추정(19억원)을 하회. 3Q 실적 반영하여 2024년, 2025년 주당순이익(EPS)을 증전대비 49%, 10%씩 하향, 목표주가를 19,500원(2025년 목표 P/B 1.6배 적용, 역사적 평균 하단)으로 하향. 투자의견은 매수(BUY) 유지. CXL 시장 확대, 서버향 SSD(eSSD) 모듈과 메모리 모듈(R-DIMM, DDR5) 비중 증가로 2025년 성장을 전망. 중장기관점에서 비중 확대 유지

삼성전자와 SK하이닉스의 디램과 낸드 재고조정 영향은 상존, 다만 마이크론향 매출(RDIMM, eSSD 모듈)이 증가하여 다른 PCB 업체대비 3Q24 실적은 추정을 상회, 영업이익은 2개 분기만에 흑자전환. 4Q24에 양호 및 차별화된 실적을 예상. 2025년 CXL 관련한 메모리 모듈 매출 시작, 경쟁사대비 삼성전자와 SK하이닉스 내 높은 점유율로 수혜 예상

24년 3Q 매출(465억원)/영업이익(28억원)은 17.6%(qoq), 흑전(qoq) 시현

2024년 3Q 매출 464.5억원(17.6% qoq/18.1% yoy)과 영업이익 27.7억원(흑자 전환 qoq/yoy). 지배당기순이익은 7.9억원(-29.8% qoq/흑전 yoy) 시현. 범용 메모리 관련한 모듈 매출은 부진하였으나 서버향 모듈(DDR5) 및 eSSD 모듈의 공급 증가로 기대 이상의 성장을 기록. 포트폴리오내 마진율이 높은 R-DIMM(DDR5), e-SSD(enterprise & Data Center SSD모듈 PCB) 비중 증가로 영업이익률은 6%, 전분기(-0.2%)대비 큰 폭 개선

(단위: 십억원 %)

구분	3Q23	2Q24	직전추정	잠정치	3Q24			4Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	39	39	44	46	18.1	17.6	45	46	-5.2	-1.8
영업이익	-1	0	2	3	흑전	흑전	2	2	79.8	-25.5
순이익	-1	1	2	1	흑전	-30.1	2	1	5.4	-31.4

자료: 티엘비, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	222	171	176	187	198
영업이익	38	3	5	11	12
세전순이익	38	3	4	10	11
총당기순이익	31	3	3	8	9
자배지분순이익	31	3	3	8	9
EPS	3,108	256	273	832	915
PER	6.0	119.5	45.6	15.0	13.6
BPS	11,424	11,213	11,287	11,921	12,638
PBR	1.6	2.7	1.1	1.0	1.0
ROE	31.3	2.3	2.4	7.2	7.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

인터플렉스 (051370)

박강호

kangho.park@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

14,000

하향

현재주가

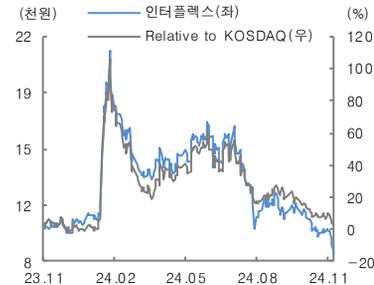
8,700

(24.11.14)

가전 및 전자부품업종

KOSDAQ	681.56
시가총액	203십억원
시가총액비중	0.05%
지분금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	21,200원 / 8,700원
120일 평균거래대금	36억원
외국인지분율	4.44%
주요주주	코리아씨커트 외 4 인 47.72%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-19.4	-24.4	-44.3	-15.3
상대수익률	-9.0	-13.8	-29.5	-1.3



Result Comment

3Q 부진하나 25년 성장

- 3Q24 매출(1,157억원)과 영업이익(75억원)은 부진, 추정 하회
- 갤럭시링 관련한 신규 매출은 긍정적, 폴더블폰용 PCB는 부진
- 2025년 삼성전자의 신규 IT기기 라인 업 확대의 수혜

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 14,000원 하향(26.3%)

2024년 3Q 매출(1,157억원)과 영업이익(75.1억원)은 종전 추정(매출 1,329억원 / 영업이익 100억원) 하회. 4Q 매출 1,069원/영업이익은 95억원으로 추정, 예상 대비 부진 전망. 2024년, 2025년 주당순이익(EPS)을 종전대비 각각 30.4%, 22.1% 씩 하향, 목표주가를 14,000원(2024년 주당순이익 X 목표 P/E 9.5배 적용<성장기 평균>)으로 하향(26.3%), 투자의견은 매수(BUY) 유지. 중장기 관점이 필요. 투자포인트는

1) 2025년 삼성전자의 폴더블폰 라인업 확대(2개 모델에서 1~2개 추가) 전망, 또한 AI 기능을 프리미엄 및 중저가 모델에 적용, 금리인하 효과 및 AI 적용에 따른 교체 수요를 기대 2) 삼성전자의 새로운 IT기기 출시로 인터플렉스가 반사이익을 예상. 2024년 갤럭시링 출시 및 2025년 후속 모델, 또한 XR기기를 출시 전망. 갤럭시링과 XR기기의 메인 기판(양면 PCB)을 공급으로 수익성 개선에 기여

2024년 3Q 갤럭시 링 관련한 매출 반영, 수익성 개선 기여

2024년 3Q 매출은 1,156.5억원(-20.3% qoq/-1.1% yoy), 영업이익은 75.1억원(-21.2% qoq/-6.9% yoy), 지배순이익 3.4억원(-98% qoq/-96.9% yoy) 시현. 삼성전자의 갤럭시링Z폴드6/플립6 판매가 부진하여 양면 PCB(연성) 매출은 전분기 대비 감소, 갤럭시링 관련한 매출은 전체 성장보다 수익성 개선에 기여. 전체 매출은 전분기 대비 20.3% 감소 대비 영업이익률은 6.5%로 0.1%p(qoq) 하락에 그침

(단위: 십억원 %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24			4Q24				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	117	145	133	116	-1.1	-20.3	136	107	10.3	-7.6
영업이익	8	10	10	8	-6.9	-21.2	10	10	-3.4	27.1
순이익	11	17	11	0	-96.9	-98.0	9	6	83.4	1,720.9

자료: 인터플렉스, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	443	438	501	523	536
영업이익	26	22	35	37	40
세전순이익	21	26	40	43	46
총당기순이익	15	27	37	35	37
지배지분순이익	15	27	37	35	37
EPS	656	1,171	1,576	1,488	1,583
PER	13.9	9.1	5.6	5.9	5.6
BPS	8,480	9,452	11,035	12,530	14,120
PBR	1.1	1.1	0.8	0.7	0.6
ROE	8.1	13.1	15.4	12.6	11.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 인터플렉스, 대신증권 Research Center

티에스이 (131290)

신석환

seokhwan.shin@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

88,000

유지

현재주가

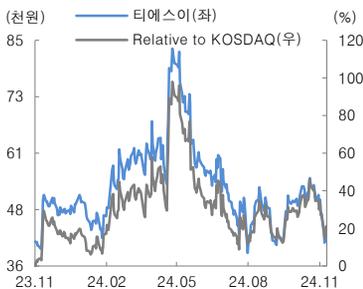
42,250

(24.11.14)

반도체업종

KOSDAQ	681.56
시가총액	467십억원
시가총액비중	0.12%
자본금(보통주)	6십억원
52주 최고/최저	83,200원 / 38,800원
120일 평균거래대금	70억원
외국인지분율	7.88%
주요주주	관상준 외 30 인 61.33%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-20.7	-13.6	-40.9	4.8
상대수익률	-10.4	-1.5	-25.3	22.2



3Q24: 프로브카드와 디스플레이 장비의 성장

- 3Q24 연결 매출액 1,107억원(QoQ +46%), 영업이익 206억원(QoQ +137%)
- 실적 서프라이즈: 1) 프로브카드 매출 성장, 2) OLED 검사장비 매출 인식
- 4Q24 계절적 영향, 제품군 공급 타임라인 지연에 따른 실적 감소 예상

투자 의견 매수(BUY), 목표주가 88,000원 유지

목표주가는 12MF EPS에 Target P/E 22배(Peer Group 평균 P/E)를 적용하여 산출. 3Q24 연결 매출액 1,107억원(QoQ +46%), 영업이익 206억원(QoQ +137%, OPM 19%)로 추정치와 컨센서스를 크게 상회하는 실적 발표, 실적 서프라이즈 배경은 1) 프로브카드 매출 상승, 2) OLED 검사 장비 매출 대규모 인식, 3) 자회사(메가터치, 타이거일렉) 흑자전환에 따른 매출 성장 및 영업이익 증가에 기인함

3Q24: 프로브카드 디스플레이가 성장 견인

3Q24 별도 매출액 721억원(QoQ +63%), 영업이익 165억원(QoQ +133%, OPM 23%)를 기록하였으며, 이중 프로브카드와 디스플레이 장비는 각각 284억원, 155억원으로 전분기대비 2배 이상 확대되며 이익률 증가, 중화권 및 국내 고객사의 프로브카드 수주가 증가가 두드러짐. 3Q24 기준, 수주잔고는 568억원(프로브카드 333억원, 인터페이스보드/테스트소켓 157억원)으로 전분기 대비 증가함(vs. 2Q24 수주잔고 354억원)

4Q24 연결 매출액 858억원(QoQ -23%), 영업이익 105억원(QoQ -49%)로 감소 추정. 4분기 실적 둔화 이유는 계절적 비수기 영향, 일부 제품군의 공급 타임라인 소폭 지연에 따른 영향으로 판단함

25년 DRAM용 프로브카드로 확장

동사의 주요 제품인 프로브카드는 Nand → Dram까지 적용처를 확대되고 있음. DRAM용 프로브카드는 공정 난이도가 높아 공급 단가가 높으며, 25년 공급 확대되며 이익률 개선에 기여할 것으로 전망함. 25년 매출액 3,503억원(YoY +6%), 영업이익 552억원(YoY +50%) 증가 추정

(단위: 십억원 %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24				4Q24			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	77	76	91	111	43.8	45.5	98	86	22.1	-22.5
영업이익	7	9	14	21	204.4	136.5	14	11	1,049.0	-48.8
순이익	6	8	9	13	107.5	61.1	11	5	517.4	-63.8

자료: 티에스이, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	339	249	331	350	419
영업이익	57	-2	37	55	76
세전순이익	65	-3	34	58	75
총당기순이익	53	-2	27	47	60
자비자분순이익	50	0	25	44	56
EPS	4,504	11	2,261	3,974	5,060
PER	8.2	4,523.9	21.1	12.0	9.4
BPS	26,205	26,517	29,281	34,030	40,284
PBR	1.4	1.9	1.4	1.2	1.0
ROE	18.8	0.0	8.1	12.6	13.6

주: EPS와 BPS, ROE는 자비자분 기준으로 산출
자료: 티에스이, 대신증권 Research Center

한세실업 (105630)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

24,000

하향

현재주가

13,620

(24.11.13)

섬유의복업종

4분기부터 매출 회복 전망되나 마진 눈높이는 낮출 필요

- 3분기 원가율 상승하며 마진 하락
- 4분기부터 수주 회복 시작, 매출 증가 전환 예상
- 미국 새정부 출범 후 정책 변화에 따른 소비 전망 확인 후 접근 필요

투자의견 BUY를 유지하며 목표주가를 24,000원으로 하향(-14%)

투자의견 BUY를 유지하며 목표주가를 24,000원(2025년 예상 P/E 7배)으로 하향. 목표주가 하향은 25년 실적 하향 조정에 따른 것

4분기부터 매출 성장 시작 전망. 단가 하락이 멈추고, 4분기는 수량이 다시 증가하면서 달러 기준 7% 성장할 것으로 예상. 4분기 수주를 예측해 볼 수 있는 3분기말 재고자산은 2,503억원으로 yoy 13% 증가. 매출 회복 시기 지연과 회복 강도 약화에도 불구하고, 회복 흐름은 기존 전망대로 4분기부터 시작 예상

다만 미국 트럼프 행정부 출범 후 정책 변화가 예상됨에 따라 고객사의 발주 흐름과 마진에 대해 다소 보수적 분위기 견지됨. 주가는 향후 이러한 변화를 확인하며 방향이 결정될 것으로 판단

3Q24 Review: 원가율 상승으로 이익이 예상 보다 크게 감소

3분기 매출액과 영업이익은 각각 5,339억원(+4%, yoy), 452억원(-25%, yoy) 기록. 달러 기준 매출액 yoy +1% 성장. 3분기 오더가 수량과 가격 모두 전년 수준으로 매출 성장이 없었던 것으로 추정. 다만 원/달러 환율이 yoy 4% 상승함에 따라 원화 기준 매출 증가. GAP과 Aero Postale, Carhartt 수주가 두 자리 수 이상 증가. 그러나 이 외 고객사 수주액이 감소하면서 전체 성장률은 flat에 그친 것으로 파악. 수주 단가의 경우 cost plus 구조로 책정되는데 상반기에 주요 원부자재 평균 가격 하락에 수주 단가가 동반 하락하던 것이 3분기부터 진정

영업이익률은 지난 해 3분기 11.8%보다 337bps 낮은 8.5% 기록. 원료가격이 전년동기대비 높은 상황에서 수주 단가로 가격 전가가 100% 이뤄지지 않아서 원가율 246bps 상승, 판관비율도 소폭 상승하며 영업이익률 하락

(단위: 십억원, %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24		4Q24					
			직전추정	확정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	512	448	530	534	4.3	19.2	532	389	9.4	-27.1
영업이익	61	43	58	45	-25.4	6.3	58	30	11.0	-32.9
순이익	40	22	61	32	-19.8	44.7	37	46	144.1	44.5

자료: 한세실업, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

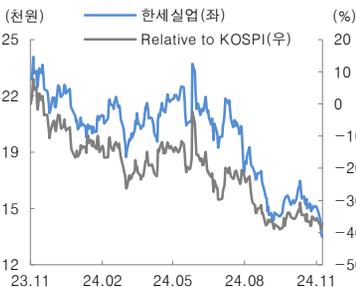
(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,205	1,709	1,783	1,916	2,033
영업이익	180	168	156	170	185
세전순이익	130	141	151	178	194
총당기순이익	86	112	118	139	151
지배지분순이익	86	112	118	139	152
EPS	2,141	2,801	2,956	3,486	3,793
PER	7.2	7.9	5.3	4.5	4.1
BPS	13,427	16,092	18,523	21,422	24,623
PBR	1.1	1.3	0.7	0.6	0.6
ROE	17.1	19.0	17.1	17.5	16.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

KOSPI	2417.08
시가총액	545십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	20십억원
52주 최고/최저	23,600원 / 13,620원
120일 평균거래대금	26억원
외국인지분율	4.96%
주요주주	한세에스24홀딩스 외 8 인 64.68% 국민연금공단 10.70%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.8	-25.3	-36.7	-41.3
상대수익률	-7.4	-19.0	-28.5	-41.6



화승 엔터프라이즈 (241590)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

14,000

유지

현재주가

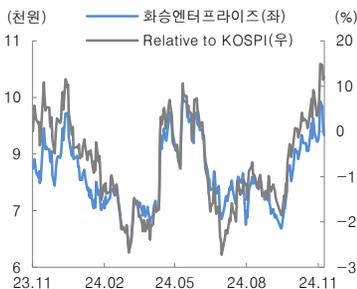
9,000

(24.11.13)

섬유의복업종

KOSPI	2417.08
시가총액	545십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	30십억원
52주 최고/최저	10,000원 / 6,660원
120일 평균거래대금	34억원
외국인지분율	5.67%
주요주주	화승인더스트리 외 3 인 68.65%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.0	10.8	7.8	11.1
상대수익률	13.9	20.2	21.6	10.5



4분기 실적 개선 강도 더 강해진다

- 3분기는 비수기임에도 불구하고 호실적 기록
- 4분기 성수기에 ASP 높은 제품 비중 더 상승하며 개선 강도 강해질 전망
- 2025년은 코로나 이전 수준으로 완벽하게 회복 예상

투자의견 BUY와 목표주가 14,000원 유지

투자의견 BUY와 목표주가 14,000원(2025년 예상 P/E 기준 9.5배) 유지

4분기 영업이익은 295억원(+270%, yoy)으로 전년동기의 80억원 대비 270% 증가할 것으로 전망. 영업이익 295억원은 코로나 이전인 2019년 4분기 339억원의 87% 수준으로 공장의 정상 가동을 고려하면 과도한 수준이 아님. 글로벌 스니커즈 시장의 회복, 그리고 동사 고객사의 전략적 성공 등을 고려할 때 올해 하반기 뿐 아니라 2025년에도 기초적인 실적 개선 흐름이 이어질 것으로 전망

3Q24 Review: 비수기에도 호실적 기록

3분기 매출액과 영업이익은 각각 3,861억원(+48%, yoy), 191억원(흑전, yoy) 기록. 아디다스의 판매량 증가로 생산 계획을 늘리면서 동사의 공장 가동이 정상 수준(가동률 98%)에서 안정화. 생산 안정화로 원가율이 yoy 80bps 하락했고, 판관비율도 yoy 480bps 대폭 하락. 3분기는 전통적으로 비수기이나 올해 생산량이 분기별로 계속 증가하는 상황으로 3분기 영업이익은 2분기 보다 소폭 더 증가(2Q24 영업이익 188억원)

4분기 실적 개선 강도 더 강해진다

4분기는 아디다스 오리지널 제품들(삼바, 가젤, 캠퍼스 등) 생산이 더 크게 증가할 것으로 전망. 이들 시리즈 제품들은 주수 단가가 \$18~20 수준으로 전체 ASP와 마진 회복에 기여할 전망이다(사업 보고서 기준 2023년 ASP \$16.5). 지금 고객사는 부스트 제품과 같은 고단가 제품도 생산을 늘리지만 좀 더 대중적인 오리지널 제품들 판매를 많이 늘리고 있는 것으로 보이며 이에 따라 동사의 생산 제품 mix가 당분간 오리지널 제품 비중 중심으로 상승할 것으로 추정

(단위: 십억원, %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24			4Q24				
			직전추정	확정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	261	392	392	386	47.8	-1.4	376	410	26.2	6.3
영업이익	-2	19	20	19	흑전	1.8	20	30	269.7	54.6
순이익	-17	6	14	8	흑전	28.7	12	31	흑전	295.0

자료: 화승엔터, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,654	1,214	1,534	1,900	1,974
영업이익	53	13	73	109	128
세전순이익	6	-19	56	115	134
총당기순이익	-8	-25	44	90	104
지배지분순이익	-10	-26	44	89	103
EPS	-165	-434	720	1,464	1,706
PER	-	-	11.4	5.6	4.8
BPS	8,871	8,485	9,297	10,903	12,819
PBR	1.0	1.0	1.0	0.8	0.7
ROE	-1.9	-5.0	8.1	14.5	14.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 화승엔터, 대신증권 Research Center

영원무역 (111770)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

56,000

유지

현재주가

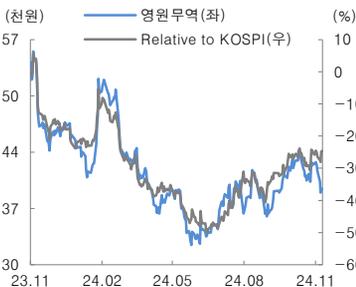
39,100

(24.11.14)

섬유의복업종

KOSPI	2418.86
시가총액	1,733십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	22십억원
52주 최고/최저	52,300원 / 32,350원
120일 평균거래대금	38억원
외국인지분율	28.69%
주요주주	영원무역홀딩스 외 7 인 50.74% 국민연금공단 10.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.0	2.9	0.1	-24.5
상대수익률	-0.2	12.5	13.0	-24.1



OEM 부문 매출 20% 성장하며 본격 회복

- 3분기 OEM 사업부 매출 달러 기준 20% 성장
- Scott 3분기에 대규모 적자, 재고 부담도 한층 낮아짐
- 본업의 본격 턴어라운드, Scott 부진 연내 마무리로 주가 회복 전망

투자 의견 BUY와 목표주가 56,000원 유지

투자 의견 BUY와 목표주가 56,000원(2025년 예상 P/E 6배) 유지

OEM 사업부 매출은 예상대로 3분기부터 완전한 회복 시작. 4분기 성장률은 달러 기준 5% 수준으로 전망. 경기 둔화 우려 불구, 기능성 의류 시장의 구조적 성장으로 고객사의 재고 re-stocking이 예상됨에 따라 매출 증가 전망

Scott 사업부의 부진은 4분기에도 지속될 전망. 자전거 수요가 본격적으로 회복하는데 시간이 걸리겠지만 회사측이 올해 안에 상당 부분 고연차 재고를 소진할 가능성을 언급하고 있어 2025년 실적 개선 예상됨. 본업이 본격적으로 턴어라운드하고 있고, Scott 부진도 끝이 보인다는 점에서 주가는 회복세 전망

3Q24 Review: OEM 부문 달러 기준 매출 성장율 20% 기록하며 회복

3분기 매출액과 영업이익은 각각 1조 685억원(yoy +7%), 1,045억원(yoy -42%) 기록

[OEM] 달러 기준 매출액 yoy 약 20% 증가 기록. 3분기부터 매출이 증가세로 전환되었는데 올해 분기당 반영되고 있는 방글라데시 현지 법인 최저 임금 상승분이 3분기에 320억원이나 반영되면서 영업이익률은 상반기 평균 24.5% 보다 낮은 22.5%를 기록. 그러나 3분기 매출이 20% 가까이 성장한 것은 매우 고무적. 동사의 건조한 성장세, 업계내 경쟁력이 입증된 성장률이라고 판단

[Scott] 과잉 재고와 수요 부진으로 할인 판매가 지속되면서 매출은 17% 감소했고 영업적자 680억원을 기록함. 영업적자 680억원은 1-2분기 평균 180억원 적자에 비하며 다소 큰 규모. 그러나 대규모 적자 덕에 3분기 Scott 재고액은 6,300억원 수준으로 전분기말 7,200억원에 비해 크게 감소

(단위: 십억원 %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24				4Q24			
			직전추정	확정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	999	893	1,002	1,068	7.0	19.7	976	739	-2.4	30.8
영업이익	180	166	139	105	-41.9	-37.2	132	44	-44.4	57.7
순이익	158	179	64	90	-43.3	-50.1	118	38	-43.2	57.1

자료: 영원무역, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	3,911	3,604	3,410	3,623	3,953
영업이익	823	637	386	567	672
세전순이익	882	682	401	559	657
총당기순이익	743	533	314	437	514
지배지분순이익	675	516	392	416	462
EPS	15,222	11,644	8,857	9,380	10,437
PER	3.1	3.9	5.3	4.2	3.7
BPS	63,517	73,269	81,796	90,887	101,071
PBR	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4

에스엘 (005850)

김귀연

gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

54,000

하향

현재주가

29,400

(24.11.14)

자동차업종

수주 받고, 1H25으로 갑니다

- 1) 견조한 수주, 2) 1H25 실적, 3) 저평가된 밸류 감안 시, 투자 매력 ↑
- 3Q 1) GM파업, 2) 임협 비용, 3) 계절성, 4) 품질비용 이슈로 OP 부진
- 3Q24 YTD 수주 1.5조원으로 연간 목표 이미 초과달성한 점 긍정적

투자의견 매수 유지, 목표주가 54,000원 하향(-8%)

TP 5.4만원은 2024년 EPS 7,873원에 Target PER 6.9배(이익안정기인 2013~17년 밸류) 적용. R&D인력 및 인건비 증가에 따른 실적 추정 하향으로 목표주가 5.9 => 5.4만원으로 하향. 하반기 실적 모멘텀 제한됨에 따라, 2H24 동사 주가 -35% 하락. 동기간 코스피 -13%/자동차 업종 -22% 하락 대비 Underperform. 1) 견조한 수주 성과 지속(3Q24 YTD 연간 목표 달성률 104%), 2) 2H24 => 1H25로가며 실적 모멘텀 확대, 3) 저평가된 밸류에이션(2025년 Implied PER 4.3배)로 감안 시, 1H25 가며 주가 매력도 재차 부각될 것

3Q24 매출 1.2조(YoY +1%, 이하 YoY), OP 677억(-18%), OPM 5.7%

3Q24 OP 컨션(1,053억)/당사 추정(1,014억) 하회하는 부진한 실적 기록. 1) 한 국GM 파업(7~8월)에 따른 가동률 하락, 2) 임금협상분 반영(임금 인상/성과급 지급), 3) 현대기아 국내 생산 하락, 4) 북미 품질비용 반영 영향. 지역별 매출액은 YoY 한국 -15%/북미 +26%/중국 -19%/인도 +14%/기타 -23%로 북미/인도 중심 매출 견인 지속

3Q24 YTD 누적 수주 1.5조원, 연간 수주 목표 대비 101% 달성

동사의 3Q24 손익 다소 부진했으나, 3Q24 누적 수주 연간 목표(1.48조) 대비 101.4% 달성. HMG/램프 중심 수주 바탕으로 안정적인 견조한 성장 지속해 나갈 것으로 예상. 2025년 1) 2023년 수주분 매출 인식 본격화, 2) 현대 팰리세이드 신차 라인업 감안 시, 국내 부품주 내 동사의 성장 프리미엄 유효

(단위: 십억원, %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24		4Q24					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,183	1,298	1,238	1,192	0.8	-8.2	1,227	1,230	3.3	3.2
영업이익	83	148	101	68	-18.2	-54.2	105	86	31.2	26.7
순이익	61	119	72	56	-8.3	-52.9	83	56	-	-0.5

자료: 에스엘, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

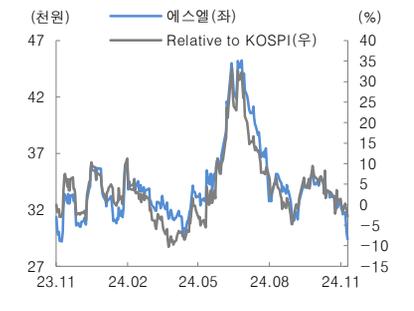
(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,175	4,839	4,966	5,464	5,770
영업이익	198	386	440	487	517
세전순이익	216	429	470	521	554
총당기순이익	166	349	360	398	424
지배지분순이익	155	336	347	384	409
EPS	3,290	7,223	7,470	8,275	8,811
PER	7.0	4.9	4.7	4.3	4.0
BPS	34,756	41,518	48,092	55,472	63,388
PBR	0.7	0.9	0.6	0.5	0.5
ROE	9.9	18.8	16.7	16.0	14.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 에스엘, 대신증권 Research Center

KOSPI	2418.86
시가총액	1,366십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	23십억원
52주 최고/최저	45,250원 / 29,400원
120일 평균거래대금	68억원
외국인지분율	16.82%
주요주주	이성업 외 10 인 62.97% 국민연금공단 8.26%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-14.7	-16.5	-10.4	-2.2
상대수익률	-7.4	-8.7	1.2	-1.6



텐센트 (700 HK)

박초화

chuhua.piao@daishin.com

투자 의견

(펙트셋 평균)

BUY

*(1.1)

목표주가(HKD)

(펙트셋 평균)

495.2

현재주가(HKD)

(24.11.13)

403.8

커뮤니케이션 서비스

Tencent 腾讯

기업명	Tencent Holdings Ltd
한글명	텐센트
홈페이지	http://www.tencent.com
결산월	12월
국가	중국
상장 거래소	홍콩
시가총액(십억달러)	441.5
시가총액(조원)	600.8
발행주식수(백만주)	9,342.4
52주최고가/최저가	397.0 / 262.2
주요주주	Prosus NV 25.5%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.0	7.7	8.8	33.4
상대수익률	-1.5	-10.5	2.8	12.6



위챗 슈퍼 생태계 구축 주목

- 매출 8% 성장, 조정 영업이익 19% 성장, 컨센 소폭 하회
- 국내 게임 성장 가속화, 광고 성장 견조, 핀테크(지급결제) 부진
- 게임, 광고 부문 경쟁력 지속 강화, 중장기 위챗 생태계 구축 주목

3Q24 Review: 국내 게임 성장 가속화, 광고 부문 성장 견조

매출액 1,672억 위안, 8% YoY. 조정 영업이익 613억 위안, 19% YoY, 컨센 소폭 하회. 조정 순이익 598억 위안, 33% YoY, 컨센 10% 상회. 순이익이 컨센을 상회한 이유는 투자 기업의 이익 증가에 기인

1) 국내 게임 매출 14% YoY, 해외 게임 9% YoY(환영향 제외 11%). HoK, VALORANT, DnF모바일 등 게임 대작 기여로 국내 게임 전 분기 9% 성장에서 가속화. 2) 광고 17% YoY, 숏폼 영상 광고 매출 60%+ YoY, 위챗 검색 광고 매출 2배 증가, 미니프로그램, 숏폼 등 위챗 에코시스템 시너지와 AI 알고리즘 강화로 광고 성장 지속 견조. 3) 핀테크&비즈니스 2% YoY, 핀테크 매출은 전년과 유사, 자산관리 매출이 성장하면서 소비 부진으로 인한 지급결제 역성장 상쇄. 클라우드는 이커머스 기술서비스 수수료 성장으로 소폭 성장 유지

GPM 53.1%(4.1%p YoY, -0.2%p QoQ), OPM 36.6%(3.2%p YoY, 0.3%p QoQ), 광고부문 GPM은 올림픽 콘텐츠 비용 증가로 전분기 대비 2.6%p 하락

게임, 광고 부문 경쟁력 지속 강화, 중장기 위챗 생태계 구축 주목

국내 게임 성장이 본격화되면서 VAS 부문 10% 대 성장 회복 전망. 수익성이 가장 높은 부문으로 전사 믹스 개선에도 긍정적. 광고는 AI 기반 효율성 지속 향상 중이며, 3분기에 숏폼 영상의 광고 로드를 늘렸음에도 광고 로드 비율이 3~4%로 산업 평균 10~20% 대비 성장 여력 큼. 경기 상황, 라이브 커머스 수요, 숏폼 플랫폼 성장을 고려하여 광고 로드 추가 속도를 조절할 것으로 예상하며, 점유율 상승 전망. 핀테크 부문 성장은 중국 소비 개선이 관건, 자산관리 부문에서 MMF 외 주식형 ETF 등 라인업을 늘릴 계획으로 지급결제의 성장 둔화 일부 상쇄 전망

AI의 광고 매출 성장 견인은 계속되고 있으나, AI 클라우드의 IaaS 매출 비중은 10%대에 불과. 미국과 비교 시 AI 기업이 적고, SaaS 보급률도 낮아 기업들이 AI 모델을 SaaS에 접목하는 수요가 더디게 성장. AI 클라우드 실적 기여는 이른 시점 텐센트에 중장기적으로 주목해야 할 포인트는 위챗의 슈퍼 생태계 구축. 위챗은 현재 숏폼, 채팅, 미니프로그램, 미니샵, 공식계정 등 다수 기능을 접목, 미니샵, 미니프로그램을 중심으로 이커머스 생태계를 구축할 계획 및 검색 기능 강화를 통해 검색 광고 시장과 이커머스 시장 모두 침투 전망. 유저수 13억 명인 위챗 생태계의 시너지 주목

수익성 개선폭이 점차 줄어들면서 실적 성장의 레벨업 여부는 중국 경기 개선이 관건. 경기 영향을 제외하면 기업 차원의 경쟁력은 계속 강화 중이며, 주주환원도 지속. 12mf P/E 15.5배로 밸류에이션 부담 낮음, 긍정적 전망 유지

* 투자 의견: 애널리스트의 컨센서스를 구간별로(1- Strong Buy, 2- Buy, 3- Hold, 4- Sell, 5- Strong Sell) 수치화. 1에 근접할수록 긍정적인 투자 의견

3분기 실적 지표(Non-IFRS)

(단위: 십억위안, 위안, %)

구분	발표치	3Q24			4Q24E			
		컨센	차이	YoY	QoQ	컨센	YoY	QoQ
매출액	167.2	167.9	-0.4	8.1	3.8	170.4	9.8	1.9
영업이익	61.3	61.8	-0.8	18.6	4.8	60.3	22.7	-1.6
순이익	59.8	54.4	10.0	33.2	4.4	52.9	24.0	-11.5

자료: 텐센트, 블룸버그, 대신증권 Research Center

LG (003550)

양지환 jhwan.yang@daishin.com
이지니 jini.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

95,000

유지

현재주가

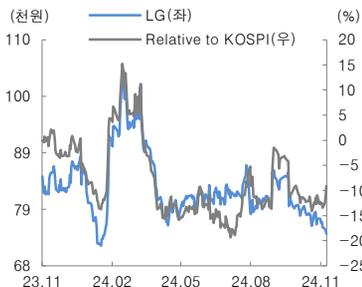
73,900

(24.11.14)

지주업종

KOSPI	2417.08
시가총액	11,814십억원
시가총액비중	0.55%
자본금(보통주)	787십억원
52주 최고/최저	103,500원 / 71,700원
120일 평균거래대금	132억원
외국인지분율	35.18%
주요주주	구광모 외 29 인 41.70% 국민연금공단 8.03%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.4	-6.6	-8.6	-9.5
상대수익률	1.7	1.3	3.1	-10.0



지분법 부진으로 예상을 하회

- 2024년 3분기 실적 당사 추정치 하회, 시장 기대치에는 부합
- 별도 및 LGCNS의 실적 개선에도 지분법 손익이 감소
- 11월 LG전자와 LG화학 지분 취득 중이며, 25년 1분기 추가 취득 예정

투자 의견 매수, 목표주가 95,000원 유지

목표주가는 영업가치 7.1조원, 자회사 지분가치 19.1조원, 현금 약 1.7조원을 합산한 SOTP 방식으로 산출. 동사의 NAV 약 28조원에 Target 할인을 50%를 적용

2024년 3분기 동사의 실적은 당사 추정을 하회하였지만 시장 컨센서스에 부합하였음. 별도 및 주요 연결자회사인 LGCNS의 실적은 견고한 성장세 시현하였지만, 화학계열사의 실적 부진으로 지분법 손익이 감소하였음. 2024년 3분기 배당금 수익은 687억원으로 2024년 누적 수취배당금은 4,321억원(전년대비 -1,068억원)을 기록함

주요 연결 대상 자회사인 LGCNS는 10월 4일 상장예비심사 신청서를 제출하여 2025년 상반기 중 상장할 것으로 예상됨. LG전자와 LG화학 지분은 11월 중 1차적으로 각각 1천억원, 1.5천억원을 취득하고 있으며, 2차분은 2025년 1분기중 취득 예정. 올해 안에 기 취득 자사주 처리 방안 및 기업가치 제고 계획 공시할 예정

24년 3분기 실적은 연결기준 매출액 1.9조원, 영업이익 4,767억원 시현

LG의 2024년 3분기 실적은 연결기준 매출액 1조 9,442억원(+4.4% yoy), 영업이익 4,767억원(-6.5% yoy)으로 시장 기대치 부합

별도 실적은 매출액 1,948억원(+22.1% yoy), 영업이익 1,254억원(+43.6% yoy)로 개선되었으며, 주요 연결자회사인 LGCNS의 실적도 매출액 1조 4,384억원(+0.4% yoy), 영업이익 1,428억원(+60.6% yoy)을 기록. 반면 전자와 화학 등 계열사로부터의 지분법 이익은 2,615억원(-26.2% yoy)으로 감소함

(단위: 십억원 %)

구분	3Q23	2Q24	직전추정	집중치	3Q24			4Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,862	1,824	2,174	1,944	4.4	6.6	1,880	2,659	30.7	36.8
영업이익	510	309	564	477	-6.5	54.1	485	192	60.8	-59.7
순이익	424	251	438	370	-12.7	47.3	377	170	흑전	-54.1

자료: LG, FrnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,186	7,445	8,051	8,619	8,947
영업이익	1,941	1,589	1,401	1,469	2,217
세전순이익	2,046	1,618	1,445	1,454	2,201
총당기순이익	2,116	1,414	1,263	1,270	1,923
자비지분순이익	1,980	1,261	1,136	1,143	1,731
EPS	12,347	7,867	7,088	7,131	10,797
PER	6.3	10.9	10.4	10.4	6.9
BPS	158,757	162,977	168,218	173,323	182,076
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
ROE	8.5	4.9	4.3	4.2	6.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: LG, 대신증권 Research Center

우듬지팜 (403490)

박장욱 Jangwook.Park@dashin.com

투자 의견 **N.R**

6개월 목표주가 **N.R**

현재주가 **1,730**

(24.11.14) **스몰캡 업종**

한국형 스마트팜의 선두주자

- 한국형 반밀폐 유리온실 개발. 유리온실 통해 자체 브랜드 토마고 판매
- 유러피안 채소용 유리온실 증축. 내년 3분기부터 실적 기여 기대
- 충남서산 스마트팜 단지 조성 통해 매출액 도약 준비 중

한국형 반밀폐 유리온실을 통한 스마트팜 사업의 선두주자

우듬지팜은 한국형 반밀폐 유리온실을 개발하여 스마트팜 설계 및 운영 사업을 영위 중. 자회사인 우듬 E&C는 스마트팜 EPC(설계, 조달, 시공) 사업을 담당하며, 우듬지팜은 반밀폐 유리온실에서 재배한 토마토나 인근 농가에서 매입한 토마토를 스테비아를 사용한 자체 브랜드인 '토망고'로 이마트24, 롯데마트, 쿠팡 등 다양한 유통 채널을 통해 판매하는 사업을 운영 중에 있음

신규 유리온실 건설 중. 이제는 유러피안 채소

샐러드 등 건강에 대한 관심이 증가함에 따라, 본사 주변에 루꼴라, 비트, 케일 등 유러피안 채소를 재배하는 새로운 반밀폐 유리 온실을 건설 중. 이 온실은 내년 3분기부터 매출에 기여할 것으로 기대되며, 월간 예상 매출액은 7~8억 원임. 특히 유러피안 채소의 성수기가 3분기이므로, 계절적으로 비수기를 겪는 회사의 실적 변동성을 완화하는 데 도움이 될 것으로 예상됨

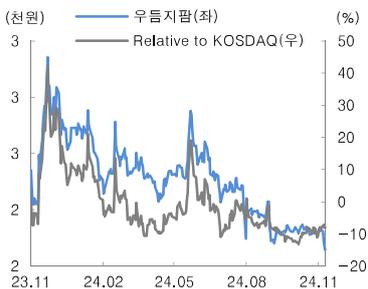
충남 서산 스마트팜 단지 조성 및 확장 추진

충남 서산 간척지의 농산업 융합복합단지 내 스마트팜 단지 조성이 준비 중. 4만 평 부지를 매입하여 총 4개 동의 건설을 계획하고 있으며, 내년 9월부터 순차적으로 준공하는 것을 목표 중. 4만 평이 완공될 경우 예상되는 연간 매출액은 약 500억 원. 총 투자금액은 3,000억 원으로, 당사는 SPC 형태로 약 400억 원을 투자해야함. 4만 평 부지 매입 후에도 순차적으로 7만 평 매입에 대해서도 검토 중.

KOSDAQ	681.56
시가총액	782억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	14억원
52주 최고/최저	3,270원 / 1,730원
120일 평균거래대금	28억원
외국인지분율	0.22%
주요주주	김호연 외 3인 39.69%

인커스트라이던트어그테크사모투자합자 회사 14.27%

주기수익률(%)	1W	2W	3W	4W
절대수익률	-9.6	-14.8	-27.6	-18.0
상대수익률	2.1	-2.9	-8.4	-4.5



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	-	-	467	449	566
영업이익	-	-	87	38	34
세전순이익	-	-	52	45	18
총당기순이익	-	-	32	40	14
지배지분순이익	-	-	32	40	15
EPS	-	-	124	91	33
PER	-	-	-	-	82.7
BPS	-	-	908	629	845
PBR	-	-	1.9	2.7	2.0
ROE	-	-	27.3	15.6	4.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 우듬지팜, 대신증권 Research Center

슈어 소프트테크 (298830)

한승협 songhyeop.han@dashin.com

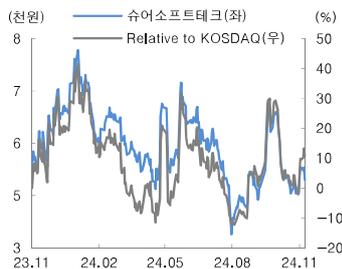
투자이견 **N.R**

6개월 목표주가 **N.R**

현재주가 **4,660**
(24.11.14)
스몰캡 업종

KOSDAQ	689.65
시가총액	2,557억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	43억원
52주 최고/최저	7,650원 / 3,690원
120일 평균거래대금	212억원
외국인지분율	0.06%
주요주주	배현섭 외 7 인 40.00% 현대자동차 7.32%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.1	14.1	-3.2	-4.3
상대수익률	3.9	26.5	19.9	7.4



Company Visit Report

전방산업 호조로 성장 지속 예상

- 미션 크리티컬 분야 소프트웨어 검증 토탈 솔루션 선도 기업
- 자회사 수익성 부진으로 3분기까지는 부진, 4분기 실적 집중 예상
- 전방 산업의 성장과 정부 정책에 따른 외형 성장 기회 확대

미션 크리티컬 분야 소프트웨어 검증 토탈 솔루션 선도 기업

2002년 설립, 2023년 4월 코스닥 SPAC 상장. 자동차, 국방, 원자력 등 작은 오류가 큰 위험으로 이어질 수 있는 미션 크리티컬(Mission Critical) 분야의 소프트웨어를 검증하는 것이 주요 사업

전세계에서 거의 유일하게 자동차, 국방, 원자력 산업 전반과 모델검증, 코드검증, 시스템검증을 아우르는 토탈 솔루션을 보유한 점이 진입장벽으로 작용. 최근 인수한 모비젠을 통해 AI/빅데이터 사업에도 본격적으로 진출하여 자동차, 국방 등 전방산업을 대상으로 데이터 솔루션 사업 추진 중

자회사 수익성 부진으로 3분기까지는 부진하나 4분기 실적 회복 기대

3Q24 누적 매출액 597억원(YoY+73%), 영업이익 3억원 기록. 작년 4분기부터 모비젠을 연결 대상에 포함함에 따라 YoY 매출액 비교는 무의미

2024년 연결 매출액 913억원(YoY+44%), 영업이익 118억원(YoY+3%, OPM 13%) 전망. 최근 영익 부진은 최근 인수한 자회사 모비젠의 수익성에 기인, 별도 기준 및 모비젠 모두 연간 실적이 4분기 실적에 좌우. 4Q24 매출액 316억원(YoY+15%), 영업이익 115억원(OPM 36%) 기대

전방 산업 성장과 정부 정책에 따른 외형 성장 기회 확대

전방 산업의 성장세에 따른 수혜 기대. 국방 분야의 꾸준한 기술개발, 정부의 신규 원전 재개와 우주항공 투자 확대는 동사의 검증 수요 증가로 이어질 전망. 최근 관심이 증대되고 있는 SMR 관련해서도 동사는 두산에 너빌리티와 함께 NuScale 관련 프로젝트를 수행한 바 있음

현재는 수주할 프로젝트를 수행할 인력이 부족할 정도. 향후 인력 확보가 진행된다면 추가 매출 달성 여력은 충분. 전방시장의 성장세와 진입장벽으로 인해 2025년 이후에도 꾸준한 성장이 가능할 것으로 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액	317	369	434	633	913
영업이익	45	67	97	115	118
세전순이익	44	83	104	67	113
총당기순이익	43	80	95	58	102
지배지분순이익	43	80	94	51	102
EPS	101	177	191	98	194
PER	NA	NA	NA	71.1	25.0
BPS	817	997	1,142	1,577	1,641
PBR	0.0	4.9	4.3	3.1	3.0
ROE	16.3	20.0	18.6	7.3	10.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 슈어소프트테크, 대신증권 Research Center

농심 (004370)

정한솔

hansoljung@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

480,000

하향

현재주가

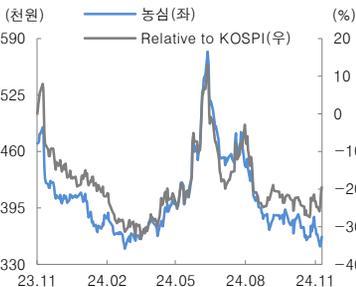
362,000

(24.11.14)

음식료업종

KOSPI	2418.86
시가총액	2,202십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	30십억원
52주 최고/최저	575,000원 / 348,000원
120일 평균거래대금	137억원
외국인지분율	19.11%
주요주주	농심홀딩스 외 5 인 44.25% 국민연금공단 11.24%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.6	-16.8	-14.7	-25.4
상대수익률	1.3	-9.0	-3.7	-24.9



나아질 25년을 바라보자

- 매출액 8,504억원, 영업이익 376억원 기록하며 컨센서스 하회
- 3분기 매출 부진과 국내외 비용 확대로 부진한 실적
- 4분기부터 미국 매출 회복세 전망하나 수익성 눈높이는 낮춰야 할 것

투자 의견 BUY 유지하나 목표주가 480,000원으로 하향(-10%)

예상보다 더딘 중국 매출 회복과 미국 판촉 비용 확대를 고려하여 25년 해외 법인 실적을 하향 조정함에 따라 목표주가 하향

4분기 국내 라면 수요는 QoQ 회복 예상. 미국은 신규 라인 가동과 월마트 매대 이동을 시작으로 주요 유통채널 프로모션 행사와 신제품 출시가 예정되어 있어 매출 성장률 회복 전망. 다만 판촉비용 증가로 수익성에 대한 눈높이는 낮춰야 할 것. 중국은 유베이와 협력을 통해 온라인 채널 정상화에 주력할 예정이나 중국법인 개선은 위해서는 중국 소비 개선이 선행되어야 한다는 판단

3Q24 Review: 나아질 25년을 바라보자

3Q24 연결 매출액 8,504억원(YoY -1%), 영업이익 376억원(YoY -32%, OPM 4.4%)를 기록하며 컨센서스를 하회

[별도] 별도 매출액 YoY 2% 증가한 6,675억원 기록. 내수 소비 위축으로 신제품 호조에도 내수 라면 YoY -1%, 스낵 YoY -7% 역성장. 라면 수출은 유럽 및 동남아를 중심으로 고성장을 지속하며 1,066억원(YoY 37%) 기록. 3분기 원가 부담 완화에도 판촉비, 물류비, 인건비 등 경영 비용 증가로 수익성 훼손되며 영업이익 170억원(YoY -50%, OPM 2.5%) 기록 [해외] 법인별 매출 성장률은 중국 YoY -21%, 미국 1%, 캐나다 -12%, 일본 20%, 호주 15%, 베트남 20% 기록. 중국은 유베이와의 거래 정상화가 지연되고 중국 소비 부진으로 매출 감소폭 확대. 매출 감소는 고정비 부담으로 이어지며 수익성 하락(OPM 3Q24 8.4% vs 1H24 13.2%). 미국은 주요 브랜드 중심 매출 증가했으나 판촉 프로모션 관련 마케팅 비용 증가로 수익성 하락. 4분기 신규 라인 가동과 월마트 입점 매대 확대로 매출 성장 기조 이어갈 전망. 기타 해외 법인은 한국 라면 수요 확대로 견조한 성장세 지속

(단위: 십억원, %)

구분	3Q23	2Q24	직전추정	잠정치	3Q24			4Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	856	861	884	850	-0.7	-1.2	877	879	2.6	3.3
영업이익	56	44	54	38	-32.4	-13.9	53	41	6.0	9.7
순이익	50	43	42	37	-26.2	-13.7	46	19	-15.7	-48.6

자료: 농심, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	3,129	3,411	3,462	3,625	3,816
영업이익	112	212	184	200	223
세전순이익	159	231	206	220	243
총당기순이익	116	171	152	162	179
지배지분순이익	116	172	152	163	180
EPS	20,081	29,728	26,286	28,106	31,069
PER	17.8	13.7	13.8	12.9	11.7
BPS	378,810	399,535	421,203	444,895	471,757
PBR	0.9	1.0	0.9	0.8	0.8
ROE	5.2	7.3	6.1	6.2	6.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 농심, 대신증권 Research Center

삼양식품 (003230)

정한솔
hansoljung@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월
목표주가

780,000

상향

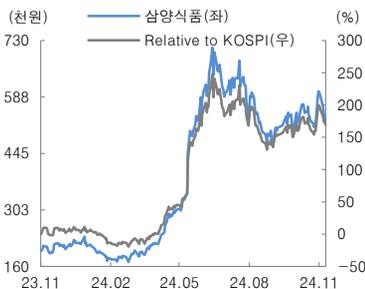
현재주가
(24.11.14)

529,000

음식료업종

KOSPI	2418.86
시가총액	3,985십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	38십억원
52주 최고/최저	712,000원 / 170,900원
120일 평균거래대금	720억원
외국인지분율	14.00%
주요주주	삼양내츄럴스 외 7 인 44.98% 국민연금공단 9.43%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.9	-2.9	57.7	151.9
상대수익률	1.0	6.1	78.0	153.4



성장 모범생

- 영업이익 873억원(YoY 101%, OPM 19.9%) 기록하며 컨센서스 부합
- CAPA 부족과 비우호적인 환율에도 전략 국가 집중하며 매출 QoQ 성장
- 25년 증설 이후 돌보일 성장성. Top-pick 유지

투자의견 BUY 유지, 목표주가 780,000원(4%)으로 상향

전략 국가(중국/미국/유럽)에 집중하며 매출 성장세가 유지되고 있으나, 25년 밀양 2공장 가동 전까지 제한적인 생산여력으로 실적 모멘텀 약화. 현재 주가는 이를 기반연한 수준이라 판단. 25년 하반기 2공장 가동 시 동사 CAPA는 기존 18억개에서 25억개로 확대 전망. 중국/미국 수요는 여전히 견조하며 유럽 향 수출이 크게 증가하면서 3분기 네덜란드 법인 설립 완료, 네덜란드 법인은 2공장 가동전까지 유럽 내 입점 채널 확보에 주력할 것으로 예상. 25년 유럽은 동사 신성장 동력으로 자리 잡을 것으로 기대. 밀양 2공장은 1공장 가동 경험을 토대로 초기 가동률이 빠르게 올라갈 것으로 예상됨에 따라 25년 하반기부터 큰 폭의 외형성장 가능할 전망. 최근 주가 조정으로 밸류에이션 부담도 낮아진 상황으로 업종 내 Top-pick 유지

3Q24 Review: 성장 모범생

3Q24 연결 매출액 4,390억원(YoY 31%), 영업이익 873억원(YoY 101%, OPM 19.9%) 기록하며 컨센서스 부합. 제한적인 CAPA와 비우호적인 환율에도 고 ASP 지역에 집중하며 해외 면/스낵 매출 YoY 42% 증가한 3,328억원 기록. 전분기 대비로도 3% 성장하며 고ASP 전략 국가에 집중하며 매출 확대 지속. 국가별로는 1) 중국은 오프라인 간식 채널에 집중하며 YoY 45%, QoQ 25% 증가 2) 미국은 YoY 97% 증가했으나 물량 부족으로 미국 수요에 집중하며 캐나다/멕시코 수출을 제한하면서 QoQ 성장은 제한적. 미국 메인스트림 매출(비중 47%)은 성장을 이어가며 미국 내 수요는 여전히 견조한 것으로 파악. 영업 레버리지 효과로 영업이익률은 YoY 6.9%p 개선된 19.9% 기록. 다만 공급 물량 확대를 위해 공장을 추가 가동하며 관련 비용 증가와 해외 사업 확장 과정에서 물류비, 광고비 등 제반 비용이 증가하면서 QoQ 1.2%p 하락

(단위: 십억원, %)

구분	3Q23	2Q24	직전추정	잠정치	3Q24			4Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	335	424	427	439	30.9	3.4	428	426	30.3	-3.0
영업이익	43	89	87	87	101.0	-2.4	86	77	113.7	-11.5
순이익	38	71	67	59	55.9	-16.5	68	70	122.9	18.5

자료: 삼양식품, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	909	1,193	1,675	1,931	2,333
영업이익	90	148	334	412	554
세전순이익	102	156	337	418	561
총당기순이익	80	127	266	330	443
지배지분순이익	80	126	266	329	442
EPS	10,699	16,929	35,635	44,145	59,231
PER	11.9	12.8	14.8	12.0	8.9
BPS	60,129	74,979	108,148	149,124	204,299
PBR	2.1	2.9	4.9	3.5	2.6
ROE	18.9	24.8	38.5	34.0	33.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 삼양식품, 대신증권 Research Center

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.