

2023.11.23(목) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-11-23 오전 8:16

수정한 날짜: 2023-11-23 오전 8:40

2023.11.23(목) 증권사리포트

솔루엠

24년에도 꺾이지 않는 성장

[\[출처\] 키움증권 오현진 애널리스트](#)

23년 영업이익 1,582억원(YoY 109%) 전망

동사의 3분기 누적 영업이익은 1,396억원으로 전년 대비 137%로 크게 성장했다. 상반기 실적 성장을 이끈 ESL 부문 외에도 생산 자동화 및 비용 관리를 통한 전자 부품 부문 수익성도 3분기 개선된 것으로 파악된다.

동사 4분기 실적은 매출액 4,612억원(YoY 11%), 영업이익 186억원(YoY 12%)을 전망한다. 주요 제품군 ESL의 납품 일정과 통상적인 연말 비용 발생을 반영한 보수적 추정이다. 이에 단기 실적 모멘텀은 부재하나, 견조한 ESL부문 수주 잔고(3분기 말 기준 약 1조 6,000억원)와 전 사업부문 수익성 개선세에 따른 24년 성장에 주목이 필요하다는 판단이다.

24년, ESL 성장 지속 & 파워모듈 적용처 확대 본격화

23년 가파른 ESL 부문 성장으로 Peak-out에 대한 우려가 있으나, 여전히 낮은 리테일 시장 내 ESL 침투율과 ESL 시장 내에 높아지고 있는 동사의 입지에 주목한다. 1H24 다양한 리테일 업체들의 ESL 투자가 예정되어 있으며, 대형 리테일 업체들의 적극적인 도입이 중소형 리테일 업체의 ESL 채택율을 높일 것으로 기대한다. 동사는 직접 제조 등을 통한 안정적인 제품 경쟁력으로 시장 내 점유율이 증가 추세다.

파워 모듈 부문은 서버용 파워 모듈과 EV 고속 충전기 파워 모듈을 통한 성장이 본격화될 전망이다. 서버용 파워 모듈은 매출 볼륨이 크지 않지만 데이터 센터 증설에 따른 고성장이 예상된다. EV 충전기 파워 모듈은 30kW와 50kW를 순차적으로 양산할 계획이며, 1H24부터 본격적인 실적 기여를 전망한다.

투자의견 Buy, 목표주가 42,000원으로 상향

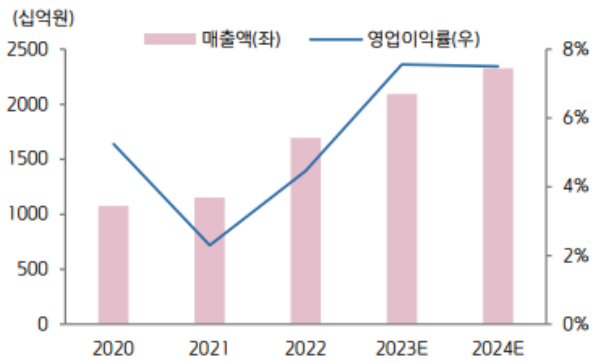
동사의 실적은 23년 영업이익 1,582억원(YoY 109%), 24년 영업이익 1,746억원(YoY 10%)을 전망한다. 납품 일정에 따른 단기 실적 모멘텀 부재 등의 영향으로, 동사 주가는 견조한 실적 추이에도 불구하고 고점 대비 10% 이상 하락했다. 현재 24년 기준 PER 10배 미만으로, 본격화되는 파워 모듈의 전방산업 확대와 ESL 부문의 성장성을 감안할 시 저평가 국면에 위치해 있다고 판단한다. 이에 투자의견 Buy를 유지하며, 이익 전망치 상향에 따라 목표주가를 42,000원으로 상향한다.

투자지표

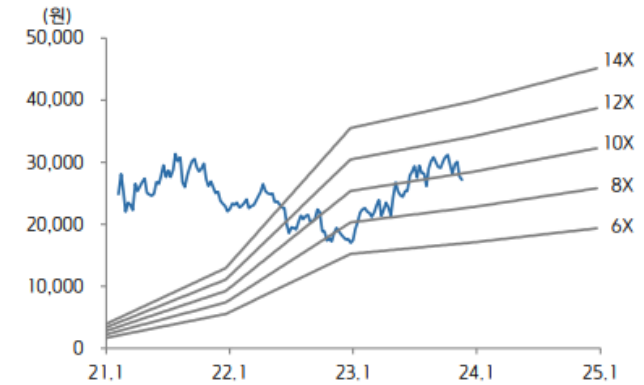
| (십억원, IFRS) | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 1,153.3 | 1,694.5 | 2,093.4 | 2,326.8 |
| 영업이익 | 26.5 | 75.6 | 158.2 | 174.6 |
| EBITDA | 53.8 | 112.6 | 194.3 | 211.9 |
| 세전이익 | 25.7 | 50.0 | 141.7 | 159.1 |
| 순이익 | 13.3 | 45.4 | 126.9 | 142.4 |
| 지배주주지분순이익 | 13.3 | 47.3 | 126.9 | 142.4 |
| EPS(원) | 273 | 946 | 2,537 | 2,848 |
| 증감률(%YoY) | -72.2 | 246.9 | 168.1 | 12.3 |
| PER(배) | 82.3 | 18.4 | 11.0 | 9.8 |
| PBR(배) | 4.19 | 2.99 | 3.36 | 2.52 |
| EV/EBITDA(배) | 24.7 | 10.0 | 8.7 | 7.8 |
| 영업이익률(%) | 2.3 | 4.5 | 7.6 | 7.5 |
| ROE(%) | 6.9 | 16.9 | 36.0 | 29.4 |
| 순차입금비율(%) | 76.3 | 87.1 | 73.3 | 48.2 |

자료: 키움증권

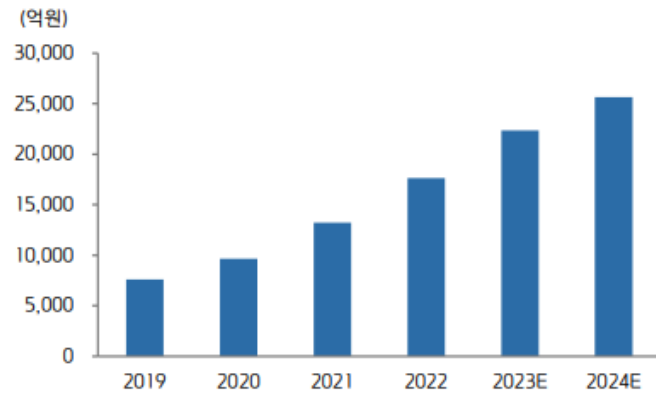
솔루엠 실적 추이 및 전망



솔루엠 12mf PER 밴드



ESL 시장 추이 및 전망



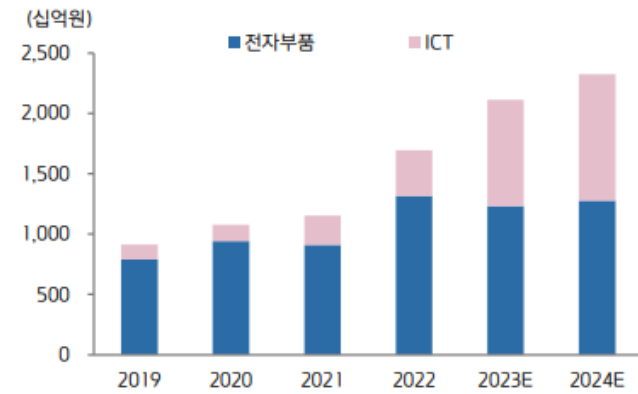
자료: 솔루엠, 키움증권

솔루엠 ESL 제품 라인업



자료: 솔루엠, 키움증권

솔루엠 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 솔루엠, 키움증권

솔루엠 전자부품 내 주요 제품



자료: 솔루엠, 키움증권



휠라홀딩스

브랜드력이 모든 걸 가르다

[\[출처\] 하나증권 서현정 애널리스트](#)

3분기 영업이익 926억원(YoY -24%) 기록

3분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 8%, 24% 감소한 9,902억원과 926억원을 기록했다. 휠라 그룹 매출은 35% 감소, 영업적자 63억원을 기록하면서 부진했다. 휠라 순수 국내 매출이 39% 감소했고, 중국 디자인수수료도 -5%로 역성장 전환했다. 휠라 미국 사업 부문 매출은 47% 감소했고, 로열티 부문도 14% 감소했다. 반면 자회사의 Acushnet 매출이 6% 증가(달러 기준)하며 전체 실적을 견인했다. Acushnet 호조에도 불구하고 국내와 미국 부문에서 적자를 기록하면서 전체 연결 영업이익률은 9.3%(YoY -1.9%p)로 하락했다.

Acushnet 견조 vs. 휠라 브랜드 부진

3분기 기준 Acushnet가 연결 실적에서 차지하는 매출 비중은 79%, 영업이익 기준 100%를 넘어선다. 반면, 휠라 사업부문의 영업손실은 63억원을 기록하며 2개 분기 연속 적자를 지속하고 있다. 국내 사업은 공격적인 채널 구조조정으로 미국 사업은 재고 소진에 집중하면서 매출과 이익 모두 큰 폭의 감소가 나타나고 있다. 내년까지도 이러한 사업 구조조정 전략들이 유지되면서 휠라 그룹 매출이 성장할 수 있을지 불확실하다. 단순 기저효과로 40% 이상 증익이 되는 점은 위안이다. 다만, 지금 휠라홀딩스는 수익성 개선이 아니라 브랜드 인지도 제고가 관건이다. 즉, 이익보다는 매출이 우선이다. 내년에는 휠라 본업(국내 + 미국 부문)의 매출 성장률 회복이 나타나야 중장기 성장 가시성이 확보될 것이다. 4분기 영업적자 80억원을 추산한다. 재고 소진과 글로벌 마케팅/리뉴얼 작업이 이어질 것으로 예상되기 때문이다.

투자의견 BUY, 목표주가 45,000원 유지

실적 추정치 하향 조정에도 밸류에이션 시점이 변경된 영향 목표주가 45,000원을 유지한다. Acushnet 지분가치 상승은 고무적이지만, 휠라 본업(국내+미국)의 브랜드력 저하에 따른 추가적인 실적 저하 우려까지 감안하면 밸류에이션 부담이 커질 수 있는 상황이다. 현재 주가 12MF PER 12배로 브랜드 경쟁력 강화와 국내와 미국 부문의 의미 있는 실적 가시성 확보 전까지 주가 모멘텀은 제한적이다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

| 투자지표 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 3,794.0 | 4,221.8 | 4,066.2 | 4,107.7 |
| 영업이익 | 492.9 | 435.1 | 336.9 | 501.5 |
| 세전이익 | 512.8 | 453.1 | 343.2 | 524.9 |
| 순이익 | 235.2 | 343.7 | 87.1 | 200.8 |
| EPS | 3,872 | 5,658 | 1,433 | 3,306 |
| 증감율 | 69.38 | 46.13 | (74.67) | 130.70 |
| PER | 9.26 | 5.88 | 27.39 | 11.87 |
| PBR | 1.34 | 1.07 | 1.26 | 1.20 |
| EV/EBITDA | 5.05 | 6.56 | 8.38 | 5.89 |
| ROE | 16.20 | 19.71 | 4.65 | 10.45 |
| BPS | 26,845 | 31,217 | 31,087 | 32,830 |
| DPS | 1,000 | 1,580 | 1,580 | 1,580 |





엔비티

경기 침체에도 독보적인 성장, 글로벌 진출 본격화

[\[출처\] 하나증권 최재호 애널리스트](#)

대부분의 광고 기업들 실적 역성장한 반면, 엔비티는 창립 사상 최대 실적

경기 침체 국면에는 전방 고객사들의 비용 집행 축소로 탐라인 성장이 녹록치 않다. 따라서 꾸준한 탐라인 성장을 기록하고 있는 기업을 주목할 필요가 있는데, 광고 기업 중에서는 독보적으로 성장하고 있는 엔비티를 주목해야한다. 국내 광고업황 부진에 따라 대부분의 광고 기업들이 올해 3분기 누적 매출액 YoY 역 성장을 기록한 반면, 엔비티는 올해 3분기 누적 매출액 781억원(+1.2% YoY)을 기록하며 창립 사상 역대 최대 실적을 기록했다. 주력 제품인 '애디슨 오퍼월'의 지속적인 신규 고객사 유입과 함께 기존 고객사의 해외 서비스를 단독으로 진행하고 있어 활성 유저수 MAU가 지속적으로 증가(22년 1,000만명 à 23년 1,200만명 예상)하고 있기 때문이다. 애디슨 오퍼월의 3분기 누적 매출액은 677억원(+12.1% YoY)이다. 다만, 영업이익의 경우 애디슨 오퍼월 대비 상대적으로 수익성이 높은 캐시슬라이드의 매출 비중 축소로 현재 적자를 기록하고 있지만 올해 초대형 신규 고객사(카카오톡) 확보와 글로벌 시장 진출(네이버웹툰)로 내년부터 가파른 탐라인 성장이 예상되기 때문에 고정비 레버리지 효과에 따라 큰 폭의 영업이익 달성이 예상된다. 지금부터 주목이 필요한 이유다.

네이버웹툰 북미에 이어 인도네시아, 태국, 대만까지 단독으로 서비스 개시

엔비티의 애디슨 오퍼월은 올해 초대형 고객사를 대거 확보했다. 지난 6월 카카오톡(MAU 약 4.4천만명)을 단독 고객사로 확보한데 이어 지난 7월에는 네이버웹툰 글로벌(MAU 약 1억 8천만명) 서비스를 시작했다. 네이버웹툰 북미 시장 서비스를 시작으로 지난 10월에는 인도네시아, 태국, 대만까지 단독으로 서비스를 개시한 상황이다. 글로벌 시장 진출이 본격화되고 있다는 의미다. 기존에는 네이버웹툰 국내 서비스(모바일 기준 MAU 약 800만명)가 애디슨 오퍼월의 가장 많은 매출 비중을 차지했다. 앞으로는 판도가 달라진다. 네이버웹툰 북미의 경우 MAU 약 1,500만명이며 인도네시아, 태국, 대만의 경우 MAU 약 1,300만명이다. 올해부터 개시한 카카오톡, 네이버웹툰 글로벌 서비스 MAU(합산 시 네이버웹툰 국내MAU의 9배)를 감안했을 때 매우 폭발적인 성장이 나올 수 있다는 뜻이다.

내년부터 매우 가파른 성장 예상, 지금부터 주목이 필요한 시점

엔비티가 단독으로 서비스하고 있는 네이버웹툰 국내 서비스의 경우 2018년 10월 말부터 서비스를 개시했는데, 매출액 추이를 살펴보면 2018년 2달동안 19억원 → 2019년 154억원으로 서비스 개시 다음해부터 매우 가파르게 성장했으며, 2022년에는 357억원을 기록했다. 따라서 올해 고객사로 확보한 카카오톡, 네이버웹툰 글로벌 역시 서비스 안정화 이후 내년 상반기부터는 가파른 성장을 기록할 것으로 기대된다. 추가적으로 국내 최대 음식 딜리버리 플랫폼(MAU 약 2,000만명)도 태핑 중인 것으로 파악되어 업사이드가 더 열릴 수 있다

| Financial Data | | (십억원, %, 배, 원) | | | |
|----------------|-------|----------------|--------|---------|--|
| 투자지표 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | |
| 매출액 | 45 | 44 | 82 | 108 | |
| 영업이익 | 2 | (1) | 3 | 2 | |
| 세전이익 | 1 | 2 | 3 | (1) | |
| 순이익 | 1 | 2 | 2 | (0) | |
| EPS | 74 | 168 | 101 | (28) | |
| 증감율 | 흑전 | 127.0 | (39.9) | 적전 | |
| PER | 0.0 | 0.0 | 141.8 | (195.0) | |
| PBR | 0.0 | 0.0 | 5.9 | 2.3 | |
| EV/EBITDA | 0.0 | 0.0 | 59.7 | 29.3 | |
| ROE | (8.4) | 11.0 | 4.1 | (1.3) | |
| BPS | (880) | 1,286 | 2,424 | 2,397 | |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | |



피에스케이

시황은 여전히 불투명하지만, 내년 신장비 모멘텀 기대

[\[출처\] BNK투자증권 이민희 애널리스트](#)

상반기 이연된 매출 인식 영향, 하반기 개선된 실적 흐름

3Q23 매출액은 940억원(43%QoQ, -34%YoY), 영업이익은 255억원(1,630%QoQ, -44%YoY), OPM 27.1%를 기록, 우리 예상치를 각각 19%, 152% 상회했다. 올해 SK하이닉스, 마이크론의 설비투자가 급감한 반면, 삼성전자, 인텔의 설비투자는 상대적으로 안정된 흐름을 보이고 있다. 상반기에는 장비 입고 및 매출 인식 지연 이슈가 있었으나, 3Q23에는 전분기로부터 이연된 매출이 인식되면서 매출 실적이 예상보다 컸다. 4Q23에도 이같은 흐름은 지속되어 매출액 789억원(-16%QoQ)이 예상된다. 다만 4Q23 영업이익률은 12.8%를 예상하는데, 과거보다 성과급 지급 동기가 줄기는 했지만, 올해도 연말 비용 증가 요소들이 있을 것 같다.

고객 설비투자 전망은 여전히 불투명하나, 내년 신장비 모멘텀 기대

최종 수요 개선이 더딘 가운데, 고객사 DDR4, NAND 재고조정 기간도 길어질 것으로 보이고, 한동안 선단 공정 위주로만 설비투자가 진행될 전망이다. 그래도 최악의 업황은 지난 것으로 보이며, 내년에는 부분 에칭을 담당할 차세대 장비 출시 예정이고, 기존 신장비 Bevel Etch 수주도 본격 증가할 것으로 기대된다. Bevel Etch에 대해 LAM의 특허 침해 소송과 동사의 특허무효심판 제기가 진행되어 오다, 최근 2심 결과 총 6건의 소송건 중 양사가 절반씩 승소를 했는데, 고객사와 수주 활동이 활발해진 점을 고려하면 사실상 소송 이슈는 일단락 되었다는 판단이다.

긴 호흡에서 접근, 투자 의견 '매수' 및 목표주가 24,000원 유지

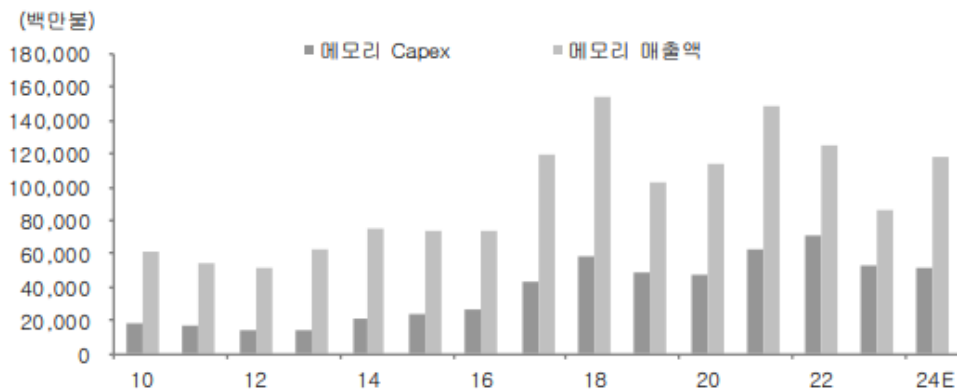
전방 수요가 여전히 불투명하지만, Valuation 바닥은 확인한 것으로 보인다. 내년 신장비 모멘텀도 있고, 긴 호흡의 관점에서 접근할 필요가 있다. 목표주가 24,000원(mid-cycle P/B 1.8x)을 유지한다.

Fig. 1: 피에스케이 연결재무제표 요약

| | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액(십억원) | 446 | 461 | 322 | 354 | 438 |
| 영업이익 | 94 | 92 | 48 | 65 | 86 |
| 세전이익 | 100 | 100 | 56 | 72 | 96 |
| 순이익[지배] | 77 | 77 | 41 | 54 | 73 |
| EPS(원) | 2,598 | 2,647 | 1,429 | 1,879 | 2,506 |
| 증감률(%) | 244.7 | 1.9 | -46.0 | 31.5 | 33.4 |
| PER(배) | 10.2 | 5.8 | 14.6 | 11.1 | 8.3 |
| PBR | 2.7 | 1.3 | 1.6 | 1.4 | 1.2 |
| EV/EBITDA | 6.2 | 2.6 | 6.7 | 4.4 | 2.7 |
| ROE(%) | 30.3 | 24.1 | 11.2 | 13.3 | 15.3 |
| 배당수익률 | 2.3 | 2.6 | 2.2 | 2.2 | 2.2 |

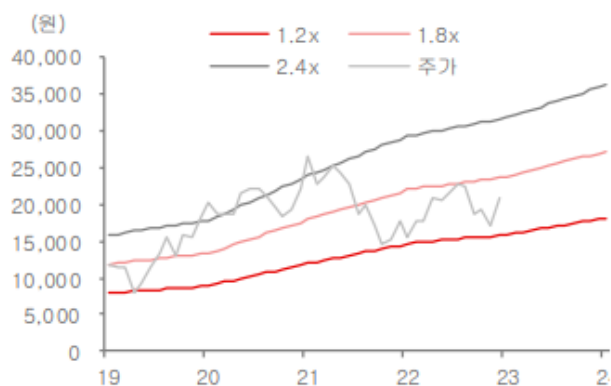
자료: 피에스케이, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

Fig. 3: Global 메모리 반도체 매출액 및 설비투자 전망



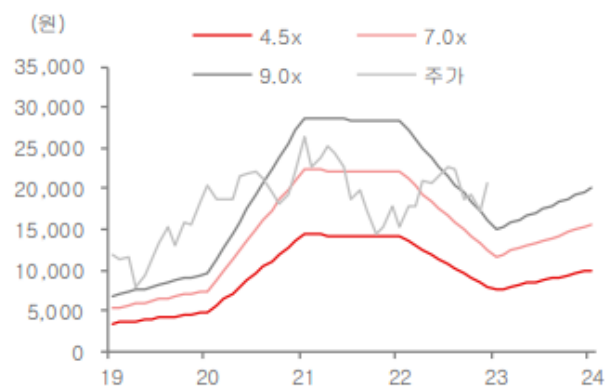
자료: 옴디아, BNK투자증권

Fig. 4: 피에스케이 P/B 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 5: 피에스케이 P/EBIT 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권



RFHIC

예상외로 4분기 실적은 좋을 것 같습니다

[\[출처\] 하나증권 김홍식 애널리스트](#)

매수/목표가 4만원 유지, 이벤트 발생 시점 예측하면 지금이 매수 적기라 판단

RFHIC에 대한 투자의견 매수/12개월 목표주가 4만원을 유지한다. 추천 사유는 1) 비록 방산 부문에 의한 것이긴 하지만 2023년 4분기엔 괄목할만한 실적 호전 양상을 기록할 전망이고, 2) 트래픽 상황과 네트워크 투자 주기로 볼 때 2025년 통신장비 호황기 진입 가능성이 높은 상황에서 2024년 화웨이 5G Advanced 장기 출시 선언은 통신장비 업종 반등의 트리거 역할을 수행할 가능성이 높고, 3) 삼성전자가 2024년 하반기 이후 극심한 통신장비 부진 양상에서 벗어난다고 보면 가장 큰 수혜를 받을 업체는 RFHIC가 될 가능성이 높기 때문이다.

2023년 4분기 실적 우려보다 양호할 듯, 방산 부문이 효자 역할 수행할 전망

RFHIC는 2023년 4분기에 연결 매출액 374억원(+18% YoY, +87% QoQ), 영업이익 66억원(+450% YoY, 흑전 QoQ)이 예상된다. 전분기 및 전년동기대비 크게 호전된 실적이며 당초 우려보다는 양호한 실적을 달성할 전망이다. 실적 호전 사유는 방산 부문 실적 호전 때문이다. 특히 해외 방산은 계절적 효과를 감안해도 분기 단위로는 역대급 실적을 기록할 전망이다. 사실상 4분기 연결 영업이익은 모두 방산 부문에 의해 창출되었다고 봐도 과언이 아닐 것으로 보인다. 통신부문은 아직도 부진한 양상이 지속되고 있지만 방산 부문 실적 호전으로 4분기 실적은 어닝 서프라이즈가 예상된다.

5G Advanced 상용화 이슈화될 때 발표 실적 좋아 주가 상승 기대감 커질 듯

RFHIC 주가가 지난 10월에 사실상 장/단기 저점을 기록했다고 판단하며 이제 점진적 우상향 기조를 나타낼 것으로 예상된다. 향후 네트워크 진화 기대감 및 장/단기 실적 기대감을 감안할 때 그러하다. 중국 화웨이가 2024년 5G Advanced 장비 출시를 예고한 데 이어 차이나유니콤이 2025년 5G Advanced 상용화를 선언하였다. 국내는 물론 미국도 긴장할 만한 민감한 사안이며 국내의 경우 결국 제 4 이동통신사업자 선정이 실패로 끝난다고 보면 2024년 통신 3사에 대한 주파수 경매를 서두를 것으로 보인다. 2024년 상반기 신규 주파수에 대한 할당 공고가 나올 가능성이 높고 6G 표준 발표와 더불어 주파수 할당 공고는 5G/6G 혼용장비 출시 기대감을 높여주면서 업종 대표주인 RFHIC의 주가 상승을 이끌 것이다. 5G 상용화 이후 미국과 인도에서 큰 수주 성과를 냈지만 실제 매출 규모가 크지 않았던 삼성전자가 2024년 하반기 이후 5G 장비 시장 공략에 적극 나설 방침인 점도 RFHIC에겐 긍정적이다. 5G Advanced 상용화 기대감이 커질 2024년 1월 말 발표될 2023년 4분기 실적이 어닝 서프라이즈일 것이란 점도 주가 상승에 힘을 보탤 것이다. 장기 통신부문 실적 호전 기대감이 팽창하는 시점에서 발표될 분기 실적이 방산 부문 때문이라는 하지만 큰 폭의 실적 호전 양상을 나타낼 전망이다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

| 투자지표 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|-----------|--------|---------|--------|--------|
| 매출액 | 101.6 | 108.0 | 112.5 | 146.3 |
| 영업이익 | 4.4 | 0.8 | (1.6) | 20.7 |
| 세전이익 | 5.4 | 4.0 | 4.7 | 22.7 |
| 순이익 | 6.0 | 2.8 | 4.2 | 18.8 |
| EPS | 237 | 104 | 158 | 710 |
| 증감율 | 185.54 | (56.12) | 51.92 | 349.37 |
| PER | 150.42 | 215.87 | 99.75 | 22.20 |
| PBR | 3.24 | 2.04 | 1.41 | 1.33 |
| EV/EBITDA | 78.14 | 67.04 | 63.24 | 13.21 |
| ROE | 2.53 | 1.01 | 1.55 | 6.65 |
| BPS | 11,014 | 10,979 | 11,217 | 11,830 |
| DPS | 150 | 100 | 100 | 100 |





천보
 어려운 시기, 기회는 있다
[\[출처\] 신한투자증권 오강호 애널리스트](#)

3Q23 실적 부진 지속, 4Q23 점진적 회복 전망

3Q23 영업이익 8억원(-95% YoY, 이하)을 기록했다. 1Q23 영업이익 16억원(-91%), 2Q23 10억원(-91%) 이후 부진이 지속되고 있다. 실적 부진의 이유는 상반기와 마찬가지로 ① 판가 인하 → 가격(P) 감소, ② 수요 둔화로 수량(Q) 감소가 주요 원인이다. 주요 제품 매출감소에 따라 3Q23 영업이익률은 1.7%(-16.4%p YoY)를 기록했다.

4Q23 일부 회복을 기대해 볼 만하다. 배터리 소재 수요 개선으로 상반기 대비 실적 개선이 예상되기 때문이다. 4Q23 매출액 502억원(-40%), 영업이익 26억원(-77% YoY, +225% QoQ)이 예상된다.

2024년 회복을 기대하는 이유

2023년 실적 부진이 지속되며 주가 하향도 지속되고 있다. 연초대비주가 수익률은 -53%를 기록했다. 특히 가격(P)의 경우 2차전지 원재료 가격 하락에 따른 판매 가격 하락이 나타났다. 2차전지 제품 판매가격(평균) 변동 추이를 살펴보면 2022년 81,835원(+32% YoY) → 1Q23 61,402원 → 3Q23 62,232원을 기록했다. 1Q23 이후 하향 추세는 안정화 된 점이 특징적이다. 특히, 2차전지 수요 개선과 더불어 가격 안정화시 실적 개속 속도는 가속화 될 수 밖에 없다.

2024년은 본격적인 증설 효과가 반영되는 시점이다. CAPA 규모는 2022년 0.5만톤에서 2024년 2.5만톤 수준으로 예상된다. 2024년은 증설과 동시에 ① 가격 안정화, ② 수요 개선을 기대해 볼 만하다. 지난 보고서에서 작성한 시나리오 분석을 기반으로 가동률 상승시 2024년 실적 회복 가능성은 더욱 높아질 수 밖에 없다. 2024년 매출액 3,106억원(+60% YoY), 영업이익 230억원(+290% YoY)이 전망된다.

투자의견 '매수' 목표주가 150,000원

목표주가를 150,000원으로 하향한다. 2025년 예상 EPS 3,271원, Target P/E 45.9배(2019~2022 P/E Avg 3% 할인)를 적용했다. 하향 이유는 실적 추정치(EPS) 조정이다. 2024년 1) 제품 포트폴리오, 2) 지역별 매출 비중 다변화로 점진적 실적 성장 기대되는 시기다. 단기 실적보다 중장기 성장 모멘텀에 주목하자. 투자의견 '매수'를 유지한다.

| 12월 결산 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 자배순이익 (십억원) | EPS (원) | BPS (원) | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) | 순차입금비율 (%) |
|--------|--------------|---------------|----------------|------------|------------|------------|------------------|------------|------------|---------------|
| 2021 | 271.6 | 50.6 | 43.8 | 4,377 | 28,479 | 79.6 | 52.7 | 12.2 | 17.2 | 3.7 |
| 2022 | 328.9 | 56.5 | 37.4 | 3,736 | 34,308 | 58.4 | 31.2 | 6.4 | 11.9 | 30.1 |
| 2023F | 193.6 | 5.9 | (34.9) | (3,493) | 30,318 | (29.5) | 40.5 | 3.4 | (10.8) | 56.5 |
| 2024F | 310.6 | 23.0 | 1.7 | 167 | 29,988 | 616.5 | 26.0 | 3.4 | 0.6 | 70.1 |
| 2025F | 386.1 | 58.9 | 32.7 | 3,271 | 32,560 | 31.5 | 15.0 | 3.2 | 10.5 | 71.9 |

자료: 회사 자료, 신한투자증권





한화생명

4분기는 금리 하락이 반갑다

[\[출처\] NH투자증권 정준섭 애널리스트](#)

원활한 배당을 위해 금리 하락이 필요한 상황

한화생명은 실적발표 컨퍼런스 콜에서 경쟁 생명보험사 수준의 배당성향을 시행하겠다고 밝힘. 삼성생명, 동양생명이 30% 이상의 배당성향을 예상하는 만큼, 한화생명도 여건이 된다면 30%에 가까운 배당성향이 예상됨. 비록 3분기 실적이 부진한 만큼 '23년 연간 이익 눈높이는 이전보다 낮아졌지만, 예상 DPS는 250원(배당수익률 9.31%)으로 여전히 고배당 기대감은 유효

다만 원활한 배당 이행을 위해서는 4분기 금리 하락이 필요한 상황. 1) 운용자산에서 FVPL 비중이 큰 탓에 금리가 상승할수록 투자손익 부진 부담이 큰데다 2) 금리 상승 시 상계 범위를 넘어서는 보험부채 미실현이익 증가는 배당가능이익에도 부담을 주기 때문. 특히 3분기에 이러한 모습이 두드러지게 나타났는데, 투자손익 부진으로 분기 당기순손실을 기록했으며 보험부채 미실현이익(배당가능이익 차감항목)은 2분기보다 1.6조원 증가했음

다행인 점은 최근 11월 들어 시장금리가 하락하고 있다는 점임. 11/17일 기준 국고 10년물 금리는 9월 말보다 23bp 하락. 3분기 배당가능이익은 수 천억원 수준으로 추정되나, 금리 약세 지속 시 4분기에는 다시 회복될 전망

3Q23 별도 순이익 -408억원(소급 적용 후)

한화생명은 3분기 408억원 당기순손실 기록. IFRS17 G/L 일부 소급 적용 영향이 있었으나 이를 제외해도 투자부문 중심으로 실적 부진. 금리 상승 및 주식시장 악화 영향으로 유가증권 400억원, 대체투자 1천억원 평가손실 발생. 다만 신계약 CSM

이 6,916억원(잔액의 6.8%)을 기록하는 등 영업 경쟁력은 지속됨

| | 2022 | 2023E | 2024F | 2025F |
|---------|------|-------|-------|-------|
| 보험손익 | - | 732 | 760 | 884 |
| 장기 | - | 732 | 760 | 884 |
| 일반, 자동차 | - | 0 | 0 | 0 |
| 투자손익 | - | 60 | 168 | 121 |
| 당기순이익 | - | 677 | 712 | 771 |
| 증감률 | - | - | 5.2 | 8.3 |
| EPS | - | 901 | 948 | 1,026 |
| PER | - | 3.0 | 2.9 | 2.7 |
| PBR | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| ROA | - | 0.6 | 0.6 | 0.7 |
| ROE | - | 4.8 | 5.5 | 5.7 |
| DPS | 0 | 250 | 270 | 290 |
| 배당성향 | - | 27.8 | 28.5 | 28.3 |

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 별도 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



2,790 ▲ 55 +2.01% 2,324,749 209.32% 0.27% 6,505백만 호가 2,795 2,790 시 2,715 고 2,870 저 2,715 매수 매도 평

