

# 2024.05.08.(수) 증권사리포트

NAVER

1분기부터 이렇게 좋으면?

[출처] NH투자증권 안재민 애널리스트

Turnaround는 이제 시작

네이버에 대한 투자 의견 Buy 및 목표주가 285,000원, 업종 Top-pick 유지. 경기가 회복되고 있지 않음에도 불구하고 홈피드 개편으로 광고가 돌아서기 시작했고, 커머스는 브랜드스토어 및 도착보장 과금체계 도입에 따른 매출 성장 본격화. AI사업도 뉴로클라우드 매출 성과가 조금씩 나타남

무엇보다 광고와 커머스 사업의 경상이익이 사상 최대인 5,859억원을 기록했고, 2022년 인수한 포쉬마크의 영업이익도 흑자 전환하였다는 점은 상당히 고무적. 연중 가장 비수기인 1분기부터 양호한 영업이익 성과를 보였다는 점에서 2024년 실적은 걱정하지 않아도 될 것. 2024년 매출액 10.7조원(+11.0% y-y), 영업이익 1.84조원(+23.7% y-y) 전망

LY Corp 지분 매각은 오히려 주가에 긍정적일 것

최근 불거진 LY Corp 지분 매각 이슈는 한일 정부가 개입되며 문제가 커짐. 당사는 일부 지분 매각으로 네이버와 LY의 연결 고리는 유지한 채 2대 주주로 내려올 가능성이 높다고 판단. 이 경우 사업적 관계는 유지하면서 네이버가 몇 조원의 현금을 확보해 자사주 매입이나 배당, 추가 M&A를 추진한다면 주가는 오히려 긍정적일 전망. 현재 네이버가 보유한 지분 약 32.7%(8.3조원)를 소프트뱅크가 전부 인수하기에는 재무적 부담이 크고, 일본 이외에 대만, 태국 사업과 라인망가, 네이버제트 등 다양한 사업이 연결되어 있기 때문에 전체 매각은 쉽지 않을 것으로 판단

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	9,671	10,736	12,014	13,388
증감률	17.7	11.0	11.9	11.4
영업이익	1,489	1,842	2,099	2,412
증감률	14.1	23.7	14.0	14.9
영업이익률	15.4	17.2	17.5	18.0
(지배지분)순이익	1,012	1,603	1,654	1,898
EPS	6,180	9,873	10,184	11,688
증감률	33.4	59.8	3.2	14.8
PER	36.2	19.7	19.1	16.6
PBR	1.6	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	17.6	13.5	11.7	10.0
ROE	4.4	6.7	6.5	7.0
부채비율	47.4	48.0	49.2	50.2
순차입금	-977.7	-1,802	-2,606	-3,690

단위: 십억원, %, 원, 배





## 비에이치

무선충전모듈 수익성 호전과 FPCB 점유율 상승으로 실적 호전 기대

[출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트

1Q24 실적은 예상 수준이나, BH EVS의 수익성 호전에 주목

북미 고객 수요 감소로 1Q24 매출액은 2,989억원(-42%QoQ, -5%YoY)을 기록, 기대치를 6% 하회했다. 그러나 영업이익은 84억원(-45%QoQ, -6%YoY)으로 예상치에 부합했다. 이는 자회사 BH EVS(차량용 무선충전모듈사업 영위) 매출이 2H23부터 매분기 8~9백억원대를 계속 유지하는 수준으로 커진 점과 수익성이 빠르게 올라오고 있기 때문이다. 1Q24에는 BH EVS가 전사 영업이익의 대부분을 기여한 것으로 추정된다.

2Q24 영업이익 157억원(87%QoQ, 62%YoY)으로 대폭 호전 전망

2Q24 매출액과 영업이익은 각각 3,829억원(28%QoQ, 25%YoY), 157억원(87%QoQ, 62%YoY)로 대폭 호전될 전망이다. BH EVS의 실적 기여가 지속될 전망이고, 선재고조정을 거친 북미 스마트폰 고객사가 하반기 신모델 출시를 앞두고 조기 양산을 시작할 전망이다. 또한 디스플레이 공급망 내 동사 점유율의 추가 상승이 예상된다. 한편 OLED 아이패드 신모델 양산 시기가 늦춰짐에 따라 매출 기여는 하반기에 있을 전망이다.

성공적인 사업포트폴리오 다변화 긍정적, 목표가 28,000원으로 상향

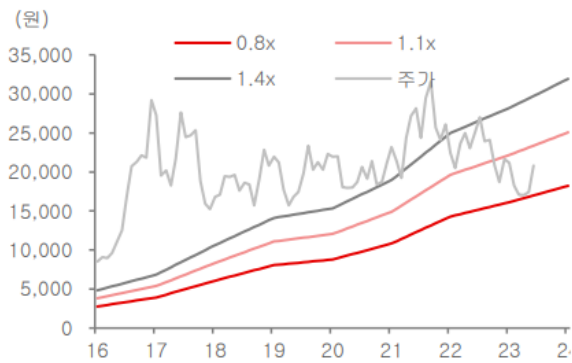
M&A를 통해 신규 진출한 차량무선충전모듈 사업이 외형 면에서 규모의 경제에 도달하면서, 안정된 수익 창출이 가능한 수준으로 커진 것 같다. 기존 디스플레이 FPCB도 공급망 내 점유율 상승과 IT 응용처로 수요 다변화를 통해 실적이 개선되고 있음이 긍정적이다. 성공적인 사업포트폴리오 다변화 효과로 장기적으로 리레이팅 가능성이 높다고 판단하며, 목표주가를 28,000원(P/B 1.2 -> 1.3x로 상향 적용)으로 상향 조정하고, 투자 의견 '매수'를 유지한다.

Fig. 1: 비에이치 연결재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	1,681	1,592	1,729	1,888	2,068
영업이익	131	85	104	125	145
세전이익	164	97	102	122	145
순이익[지배]	144	91	91	112	133
EPS(원)	4,206	2,631	2,646	3,243	3,848
증감률(%)	73.2	-37.4	0.6	22.6	18.7
PER(배)	5.3	8.0	7.8	6.4	5.4
PBR	1.3	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.8	5.8	4.2	3.2	2.4
ROE(%)	29.7	15.1	13.3	14.2	14.6
배당수익률	1.1	1.2	1.4	1.4	1.4

자료: 비에이치, BNK투자증권 / 주:K-IFRS 연결

Fig. 2: 비에이치 P/B 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 3: 비에이치 P/EBIT 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권



주성엔지니어링

2Q24에는 수주 관련 많은 호재가 기다리고 있다

[출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트

매출 인식 연기로 1Q24 실적은 기대치 크게 하회

1Q24 매출액과 영업이익은 각각 566억원(-42%QoQ, -18%YoY), 70억원(-65%QoQ, -39%YoY)를 기록, 시장 컨센서스를 25%, 54% 크게 하회하였다. 중국 고객 향 반도체 매출 인식이 다음 분기로 연기되었기 때문이다. 그리고 수주 측면에서도 작년말 국내 전략 고객으로부터 DRAM 1bnm 투자관련 수주가 있었던 이후 뚜렷한 후속 수주활동이 없고, 중국 기업들의 발주도 다소 소강 상태를 보였다.

2Q24에는 실적도 좋아지고 수주 관련 호재가 많다

전분기 이연된 매출 인식으로 인해 2Q24 매출액은 1,018억원(80%QoQ, 222%YoY), 영업이익은 245억원(249%QoQ, 흑전YoY), OPM 24.1%로 호전될 전망이다. 대기하고 있는 수주 활동 호재도 많은데, 퀵 테스트 진행 중인 비메모리 장비도, 북미 신규 메모리 고객 확보건도 2Q24말쯤 성과가 있을 것으로 예상된다. 또한 선단공정 위주로 HBM 생산 계획이 상향되면서, SK하이닉스 M16 fab 증설 규모가 올해 월 40k 까지 확대될 것으로 예상되는데, 관련 초기 발주가 작년말 이후 없었기 때문에 2Q24에는 후속 발주가 있을 것으로 전망한다. 한편 지진으로 지연되었던 모로코 태양광 수주건도 2Q24에는 가시화될 전망이다.

목표주가 43,000원으로 상향, 투자의견 '매수' 유지

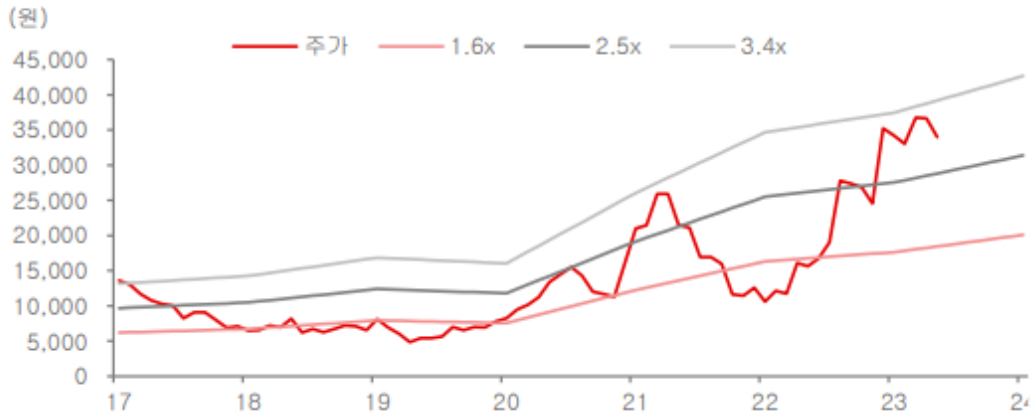
올해 예상 반도체 매출액을 상향 조정하면서, 연간 전사 매출액과 영업이익을 각각 7%, 3% 상향 조정한다. 또한 기간경과를 반영하여 목표주가를 38,000원에서 43,000원(P/B 3.4x)로 상향 수정한다. 신규 고객 확보와 비메모리로 사업 다각화가 가시화되는 시점에서 리레이팅 가능성이 높으며, 최근 주가 약세를 이용하여 저점 매수할 것을 권유한다

Fig. 1: 주성엔지니어링 연결재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	438	285	411	474	542
영업이익	124	29	92	119	140
세전이익	135	45	97	119	141
순이익[지배]	106	34	76	94	110
EPS(원)	2,200	705	1,582	1,945	2,278
증감률(%)	-27.0	-68.0	124.4	22.9	17.1
PER(배)	4.8	48.5	21.7	17.7	15.1
PBR	1.0	3.1	2.7	2.4	2.0
EV/EBITDA	3.1	32.8	13.5	10.2	8.0
ROE(%)	24.9	6.8	13.8	14.8	14.9
배당수익률	1.8	0.1	0.1	0.1	0.1

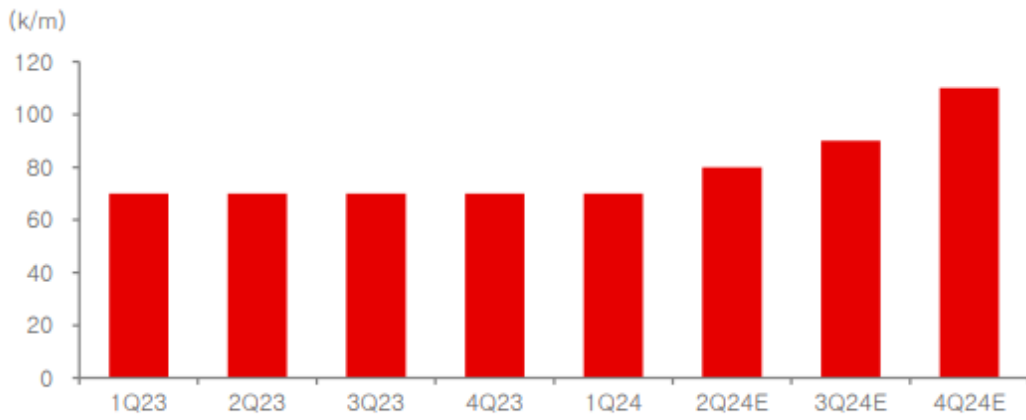
자료: 주성엔지니어링, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

Fig. 2: 주성엔지니어링 P/B 밴드 차트



자료: BNK투자증권

Fig. 3: SK하이닉스 M16 Fab의 Wafer Output 전망



자료: BNK투자증권



롯데유폴드



## ZERO 빙과 신제품 효과에 주목

### [출처] 키움증권 박상준 애널리스트

1분기 영업이익 373억원으로 시장 컨센서스 상회

롯데웰푸드의 1Q24 연결기준 영업이익은 373억원(+101% YoY)으로 시장 기대치를 상회하였다. 국내 유지 판매량 회복과 저사 원재료 투입단가 안정화등에 힘입어, 영업이익률이 당사 기대치를 상회한 것으로 판단된다.

국내 매출은 건과 판매량 증가에도 불구하고, 유지 판가 하락(-20% 이상)과 식자재 채널 사업 합리화 등의 영향으로 인해, YoY -2% 감소하였다. 해외 매출은 인도/러시아 법인의 초코파이 매출 고성장에 힘입어, YoY +3% 증가하였다. 다만, 인도 빙과와 카자흐스탄 법인은 각각 비우호적인 날씨와 러시아환율 약세에 따른 수출 감소 등의 영향으로 인해, 매출이 YoY 역신장 하였다.

연결기준 영업이익률은 3.9%로 YoY +2%p 개선되었다. 국내는 유지 판매량 회복과 원재료 투입단가 하락으로 YoY +1.9%p 개선되었고, 해외는 가격 인상 이후 원재료 투입단가 안정화와 인도 건과/러시아 법인 판매량 증가 등에 힘입어 YoY +2.6%p 개선되었다.

## 인도 법인 성장성과 국내 신제품 효과에 주목

코코아 가격 상승 부담이 지속되고 있으나, 전반적인 원재료 투입단가 안정화와 국내외 가격 인상에 힘입어, 전사 수익성 회복은 무난할 것으로 전망된다.

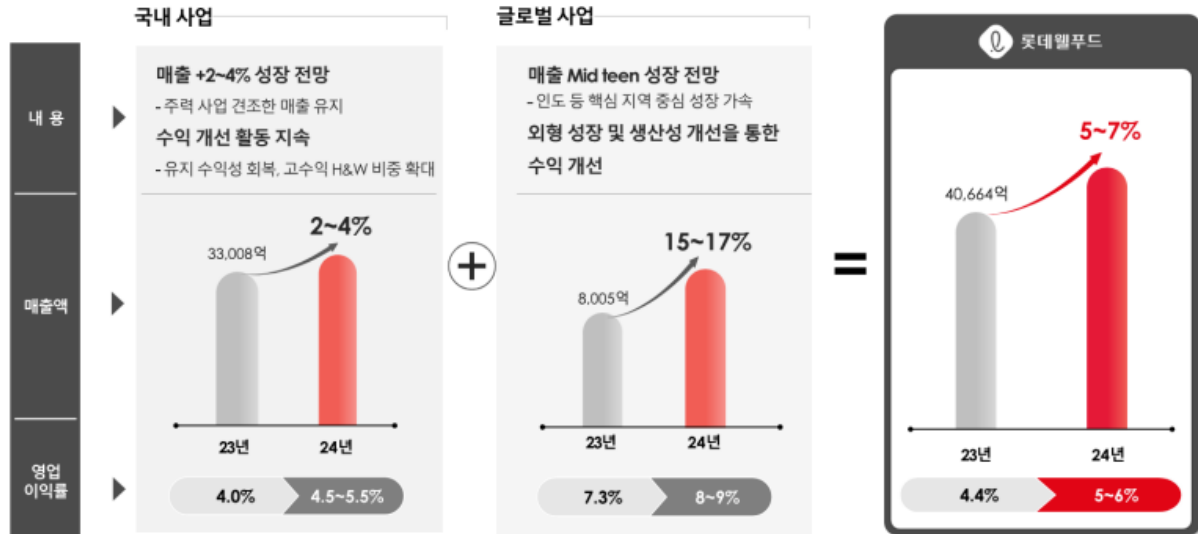
초코파이 매출은 인도와 러시아에서 고성장하고 있고, 기상 여건 개선으로 2분기 인도 빙과 매출 성장률도 1분기 대비 개선이 무난할 전망이다.

중기적으로는 국내 빙과 부문의 ZERO 제품 라인업 확대에 관심을 가질 필요가 있다. 동사는 4월에 ZERO 빙과 4종, 기존 브랜드의 제로 칼로리 익스텐션 제품 2종을 신제품으로 출시하였다. 국내 음료/건과 카테고리 등에서 나타난 소비 트렌드를 감안한다면, 빙과 ZERO 제품 라인업도 양호한 성과를 거둘 가능성이 높기 때문이다.

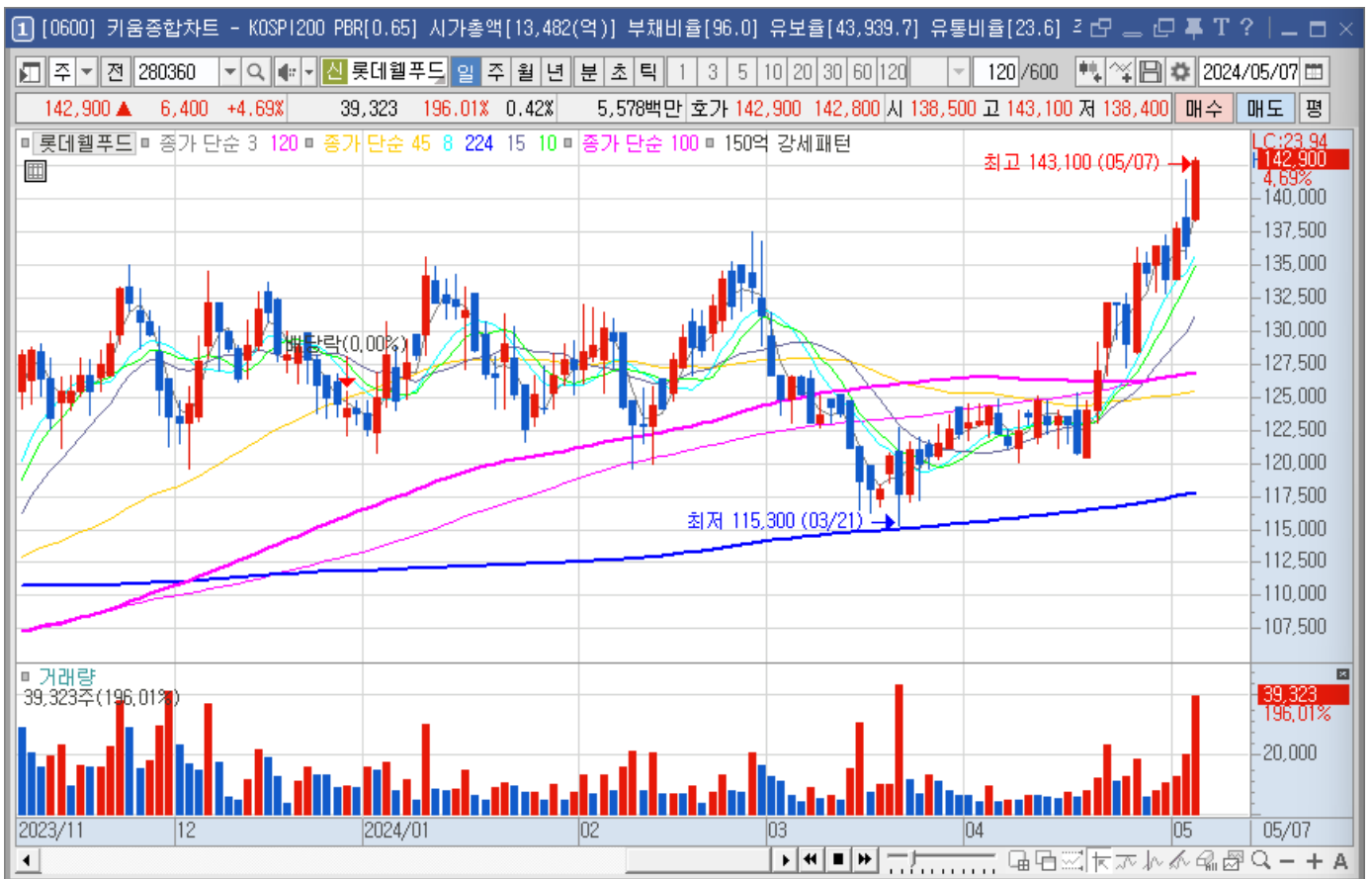
### 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	3,203.3	4,066.4	4,114.6	4,231.8
영업이익	112.4	177.0	222.5	237.3
EBITDA	266.0	367.7	406.6	448.8
세전이익	51.5	109.8	170.9	189.0
순이익	43.9	67.8	128.0	143.2
지배주주지분순이익	47.0	70.5	127.9	141.2
EPS(원)	5,931	7,476	13,561	14,971
증감률(% YoY)	9.1	26.0	81.4	10.4
PER(배)	20.7	16.6	10.1	9.1
PBR(배)	0.57	0.57	0.60	0.57
EV/EBITDA(배)	8.0	5.5	5.6	4.8
영업이익률(%)	3.5	4.4	5.4	5.6
ROE(%)	2.9	3.5	6.1	6.4
순차입금비율(%)	41.8	36.2	39.4	32.9

# 롯데웰푸드 24년 실적 가이드스



자료: 롯데웰푸드, 키움증권 리서치



현대코퍼레이션

분기 최대 이익 달성

[출처] 하나증권 유재선 애널리스트

목표주가 33,000원, 투자의견 매수 유지

현대코퍼레이션 목표주가 33,000원, 투자의견 매수 유지한다. 1분기 실적은 시장 기대치를 상회했다. 정확적 리스크로 인한 글로벌 공급망 변화가 실적에 유리한 방향으로 작용하는 모습이다. 북미 투자 증가 수혜와 함께 CIS 지역에서의 비즈니스 확대가 실적 우상향 요인으로 작용하고 있다. 중장기적으로 분쟁 종료 시 복구 사업 관련 수혜도 기대해볼 수 있다. 2024년 추정 실적 기준 PER 2.3배, PBR 0.3배로 ROE 대비 저평가다.

1Q24 영업이익 280억원(YoY +9.2%)으로 컨센서스 상회

1분기 매출액은 1.6조원으로 전년대비 8.9% 감소했다. 원자재 가격과 제품 가격 하락으로 매출 비중이 큰 승용부품, 석유화학, 철강 부문 외형이 감소했지만 전분기대비로는 개선된 것으로 보인다. 영업이익은 280억원을 기록하면서 전년대비 9.2% 증가했다. 분기 기준으로 최대 영업이익이며 이익률은 1.7%다. 수익성 레벨이 과거 1% 초반에서 벗어나 점차 개선되는 모습이 긍정적이다. 상용에너지는 북미향 소형 배전변압기 수요 증가의 수혜가 나타난 것으로 추정된다. 철강은 북미 수출 호조로 안정적 마진 흐름을 기록했을 것으로 보인다. 승용부품은 CIS 지역에서의 강점이 지속 발휘되면서 높은 이익률로 전사 실적을 견인하고 있는 것으로 판단된다. 석유화학은 광 전력청 향 발전용 경유 공급 계약이 연장됨에 따라 향후에도 안정적인 실적을 이어갈 수 있다. 세전이익은 유가 상승에 따른 자원개발 자산의 수익성 개선으로 전년대비 4.4% 증가한 376억원을 기록했다.

2024년 추가 성장 동력 확보 여부에 관심 필요

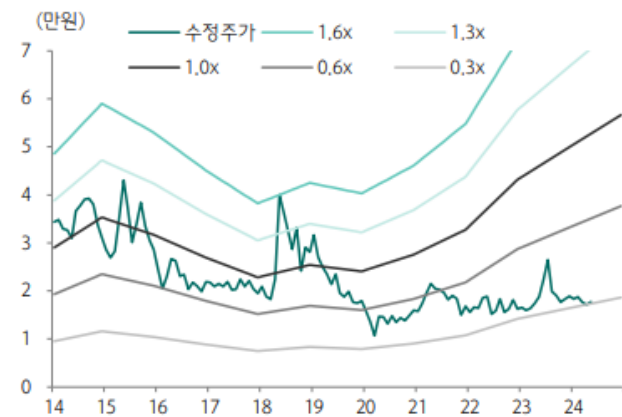
기존 사업에서 안정적인 수익을 창출하며 글로벌 팬데믹 이후 매년 두 자리 수 ROE를 기록했다. EBITDA가 연간 천억원대 규모로 증가하면서 부채비율이 꾸준히 개선되었고 신규 사업 투자 여력도 충분히 확보된 상황이다. 과거에도 자동차 부품 관련 MA를 적극적으로 검토했던 사례를 감안한다면 향후에도 기존 사업과 연계될 수 있는 영역으로의 확장을 예상해볼 수 있다.

## Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

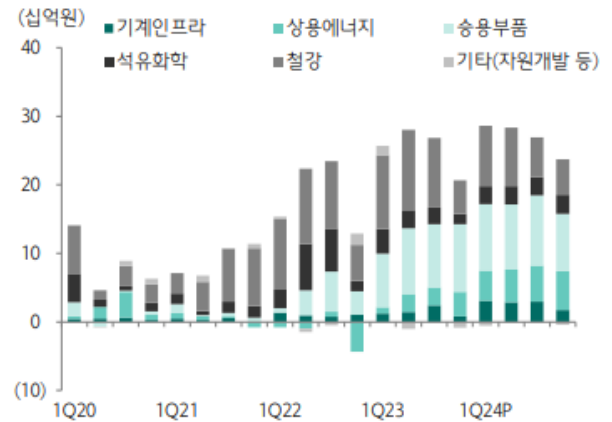
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	6,127.0	6,580.4	6,439.7	6,543.8
영업이익	66.8	99.3	106.5	107.9
세전이익	90.5	109.4	129.4	130.8
순이익	78.7	83.7	101.3	100.3
EPS	5,950	6,326	7,660	7,585
증감율	108.26	6.32	21.09	(0.98)
PER	2.72	2.98	2.31	2.33
PBR	0.47	0.42	0.34	0.30
EV/EBITDA	7.85	6.84	5.40	4.63
ROE	19.83	16.57	16.23	13.97
BPS	34,326	45,236	52,352	59,392
DPS	600	600	600	600

도표 2. 현대코퍼레이션 12MF PBR 추이



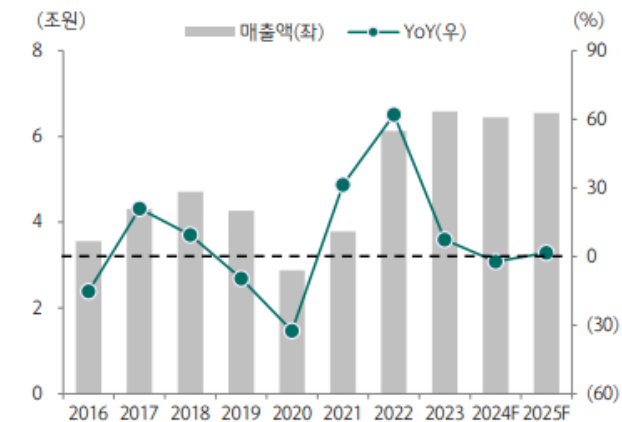
자료: 현대코퍼레이션, 하나증권

도표 3. 분기별 부문별 영업이익 추이 및 전망



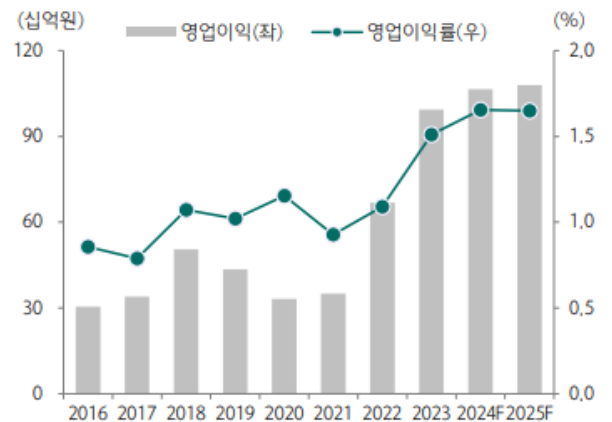
자료: 현대코퍼레이션, 하나증권

도표 4. 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 현대코퍼레이션, 하나증권

도표 5. 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: Thomson Reuters, 하나증권



롯데칠성

변수

[출처] IBK투자증권 김태현 애널리스트

음료 부문 부진, 영업이익이 시장 기대치 12% 하회

1분기 연결 매출액과 영업이익이 각각 9,369억원(+37.8% yoy), 424억원(-28.5% yoy)을 기록, 컨센서스(9,485억원 / 484억원)와 IBKS 추정치(9,549억원 / 637억원) 대비 매출액은 대체로 부합했으나 영업이익은 하회했다. 필리핀 법인(PCPPI) 실적이 반영되며 큰 폭의 매출 성장세 이어졌지만, 음료 원가 부담 및 가동률 하락, 필리핀법인 영업적자 등으로 수익성이 악화됐다.

부문별로, 음료(별도) 매출액은 4,313억원(+2.0% yoy), 영업이익은 239억원(-38.6% yoy)을 기록했다. 핫식스 더킹 판매 호조로 에너지 음료 매출이 31.3%(yoy) 늘었고, 북미·유럽·러시아 중심의 수출도 14.4%(yoy) 개선됐다. 반면 비우호적인 날씨 영향으로 생수와 탄산수 매출이 줄고, 탄산, 커피, 주스도 전년 수준에 그치며 부문 외형 성장이 제한됐다. 또 설탕과 오렌지농축액 등 주요 원재료 가격 상승 및 원·달러 환율 상승 여파로 이익 감소폭이 컸다.

주류(별도) 부문 매출액은 2,148억원(+3.4% yoy), 영업이익은 183억원(+4.7% yoy)을 기록했다. 청주, 와인, 위스키는 부진했다. 반면 새로 월 판매액이 120~130억원 수준으로 확대되며 소주 매출이 6.6%(yoy) 늘었다. 맥주도 25.7%(yoy) 증가했는데, 크러시 월 매출이 2월 캔맥주 출시 이후 50억원대로 확대 되었음에 기인한다. 업황이 어려운 가운데 소주와 맥주 판매 개선 및 시장 점유율 상승은 고무적이다.

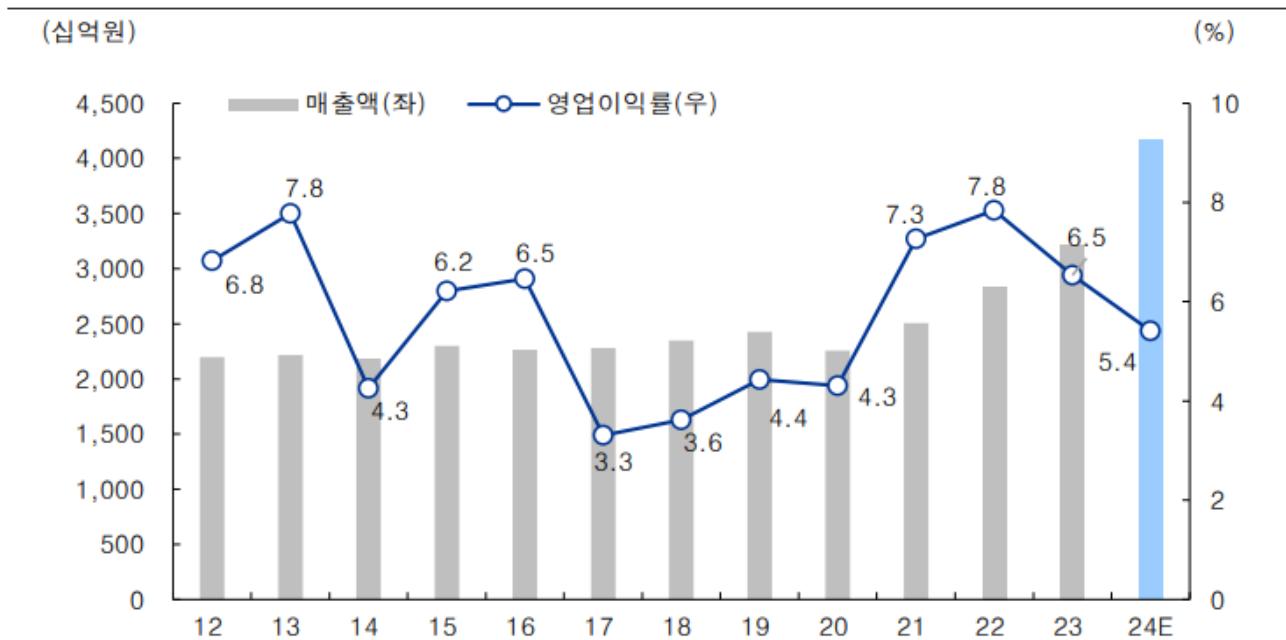
목표주가 하향하나 긍정적인 시각은 유지

음료 부문 원가 부담 및 고환율 상황이 당분간 이어질 것으로 예상됨에 따라 실적 추정치를 하향, 목표주가를 18만원(기존 20만원)으로 10% 하향한다. 다만 현 주가는 올해 예상 PER 7.8배로, 밸류에이션 부담이 크지 않다고 판단돼 매수 의견은 유지한다. 2분기부터 필리핀 법인 영업이익이 흑자 전환 기대감이 유효하고, 최근 새로 살구(리큐르) 출시로 소주 시장 점유율 확대 기조가 이어질 것으로 전망된다.

(단위:십억원배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,842	3,225	4,164	4,430	4,706
영업이익	223	211	225	274	334
세전이익	169	207	212	248	292
지배주주순이익	128	166	166	197	234
EPS(원)	12,772	16,499	16,480	19,641	23,235
증가율(%)	-6.7	29.2	-0.1	19.2	18.3
영업이익률(%)	7.8	6.5	5.4	6.2	7.1
순이익률(%)	4.6	5.2	4.0	4.5	5.0
ROE(%)	9.1	11.6	10.9	11.8	12.6
PER	13.8	8.9	7.8	6.5	5.5
PBR	1.3	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	7.5	7.4	7.5	6.8	5.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

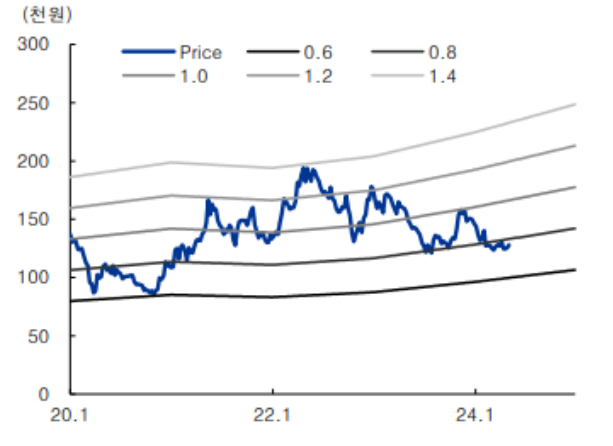
그림 1. 롯데칠성 연결 실적 추이 및 전망



자료: 롯데칠성, IBK투자증권

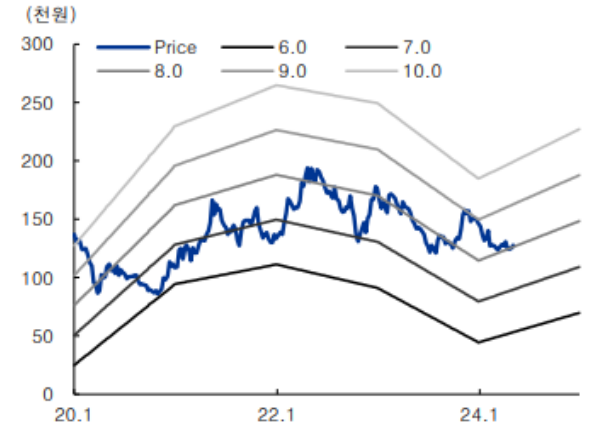


그림 2. 롯데칠성 Fwd PBR 밴드차트



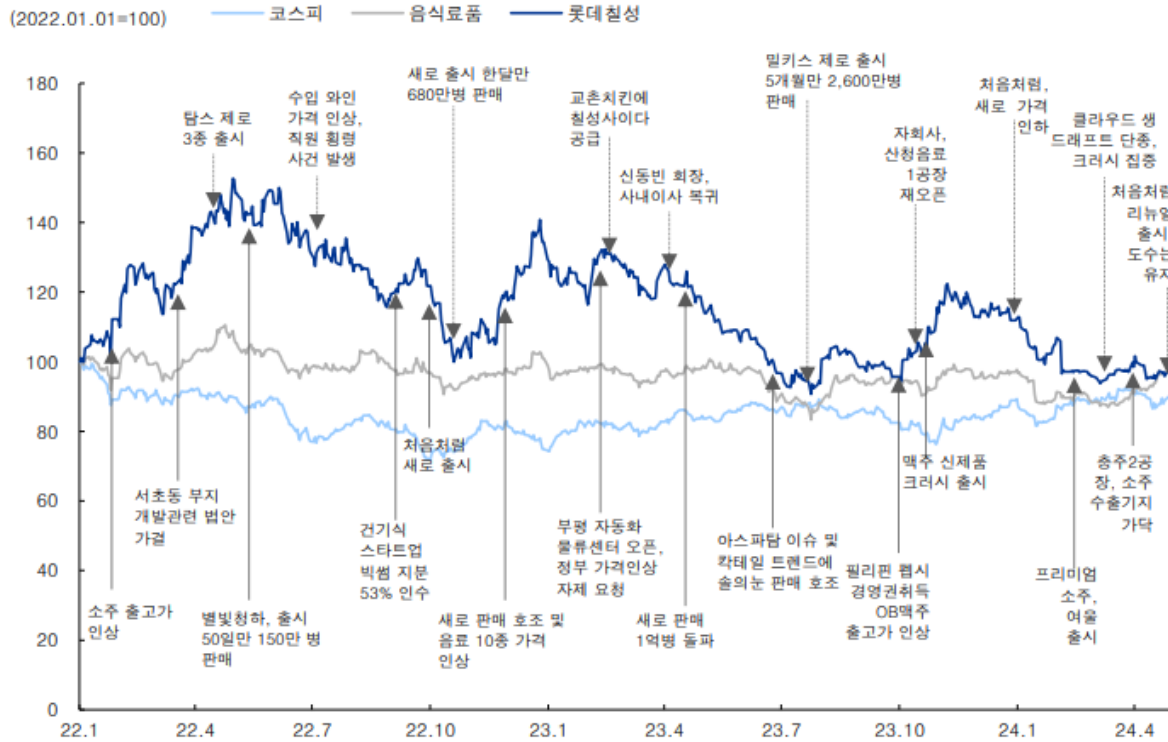
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 3. 롯데칠성 Fwd EV/EBITDA 밴드차트



자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 4. 롯데칠성 주가 추이 및 이벤트 정리



자료: 롯데칠성, 국내언론, IBK투자증권



한화  
 보다 '지주회사'적 변화 기대  
 [출처] NH투자증권 김동양 애널리스트

## 1분기 별도 영업이익 회복

한화의 1분기 별도 영업이익은 1,837억원(+178% y-y)으로 대폭 개선. 배당수입의 영업이익 인식 및 한화에어로스페이스의 배당지급 확대 및 한화생명, 한화솔루션의 배당 재개 등 영향(배당수입 1,500억원) 건설부문(영업이익 94억원, flat y-y)은 이라크 주택공사 재개로 전분기 부진에서 회복. 개발사업 중심 0.4조원 수주로 수주잔고 14.2조원. 글로벌부문(122억원, -32% y-y)은 트레이딩 매출 확대되었으나, 신사업 초기 비용 발생. 하반기 이후 질산 증설에 따른 점진적 수익성 개선 전망. 모멘텀부문(-82억원, 적지 y-y) 적자 지속

하반기 플랜트, 해상풍력, 태양광장비 사업 양도(현금 4,395억원 유입) 및 모멘텀부문 물적분할에 따라 자체사업 축소 및 자회사 가치의 NAV 기여 확대 예정. 현금유입과 지주회사 현금흐름 확대에 따른 주주 환원 강화도 기대

별도 영업이익 개선에도, 1분기 연결 실적은 한화솔루션 부진, 한화에어로스페이스 매출인식 지연 등에 따라 부진한 것으로 추정

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	53,135	53,796	57,611	59,824
증감률	4.4	1.2	7.1	3.8
영업이익	2,412	2,020	3,453	3,656
증감률	1.8	-16.2	70.9	5.9
영업이익률	4.5	3.8	6.0	6.1
(지배지분)순이익	380	-83	1,143	1,218
EPS	4,831	-1,348	14,975	15,946
증감률	-68.7	적전	흑전	6.5
PER	5.3	N/A	1.8	1.7
PBR	0.2	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	9.7	11.8	8.6	8.4
ROE	3.5	-0.8	10.2	9.9
부채비율	531.8	502.4	474.2	446.3
순차입금	13,968	15,083	13,983	12,678

단위: 십억원, %, 원, 배

