

2025.01.24.(금) 증권사리포트

한화솔루션

4Q24 Preview : 작은 희망의 불씨

[출처] 상상인증권 백영찬 애널리스트

투자의견 BUY, 목표주가 31,000원

한화솔루션에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 31,000원을 제시하고 커버리지를 재개한다. 목표주가는 P/B-ROE모델을 통해 산출하였으며, 2025년 예상 실적 기준 Implied P/E 15.0배, P/B 0.79배 수준이다.

4분기 프리뷰 : 3개 분기 만에 흑자전환 예상

4분기 매출액과 영업이익은 3조 8650억원 (-0.1%YoY, +39.4%QoQ), 175억원 (-57.0%YoY, 흑전QoQ)으로 컨센서스 (Enguide 1/20기준 영업이익 201억원)에 부합할 전망이다. 신재생사업의 실적호전을 통해 3개 분기만에 흑자전환이 예상된다. 신재생에너지 외형과 영업이익은 2조 2445억원 (+94.8%QoQ), 753억원 (흑전QoQ)으로 전분기대비 큰 폭의 실적호전이 예상된다. 모듈판매량이 전분기대비 80%이상 증가하고, 개발자산 매각 관련 매출액도 1.2조원 내외로 추정된다. 4분기 케미칼 사업 영업손익은 제품가격 상승이 제한되면서 388억원의 적자가 예상된다.

2025년 상반기 미국내 모듈 재고 소진, 하반기 가격 상승

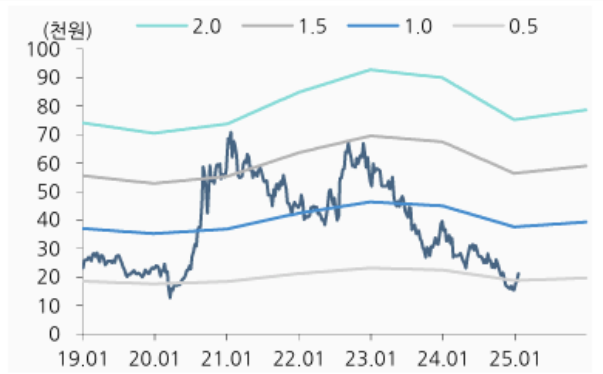
전년 11월 발표된 동남아산 태양광셀 반덤핑관세로 미국으로 수입되는 태양광모듈 물량은 추가적인 감소가 예상된다. 지난 11월 동남아 4개국으로부터 미국이 수입한 태양광모듈은 2.8GW로 고점 (2024년 4월)대비 50%이상 감소하였다. 2025년 미국의 태양광 설치 수요는 50GW로 예상되는데, 자국내 생산설비가 25GW 존재하고, 나머지는 수입에 의존한다. 현재 미국내 태양광모듈 재고는 20~30GW로 추정되는데 관세로 인한 수입물량 감소를 고려하면 하반기에는 미국 태양광모듈의 공급은 매우 타이트할 전망이다. 금년 하반기부터 미국 태양광 모듈의 가격 상승이 예상된다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	13,131	924	359	1,878	22.9	8.4	0.9	4.2	n/a
2023	13,289	605	-208	-1,216	-32.5	11.2	0.9	-2.5	0.8
2024E	11,696	-386	-1,427	-8,430	-2.3	50.4	0.5	-19.8	1.6
2025E	13,285	860	350	2,063	9.4	10.8	0.5	5.2	1.6
2026E	14,558	1,074	565	3,325	5.8	9.7	0.5	7.9	2.6

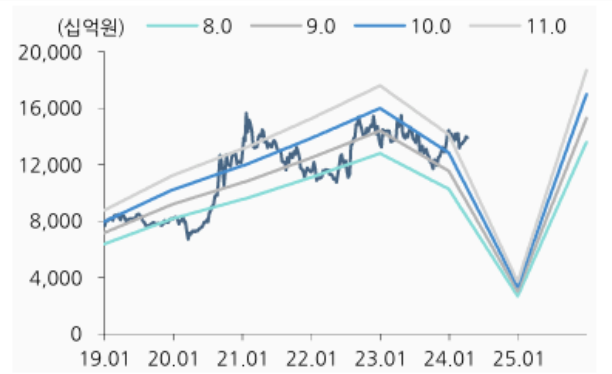
자료 : K-IFRS연결기준,상상인증권

그림 1. 한화솔루션 P/B Band



자료: 한화솔루션, 상상인증권

그림 2. 한화솔루션 EV/EBITDA Band



자료: 한화솔루션, 상상인증권



LG이노텍

어려운 상반기, 만희의 하반기

[출처] [하나증권 김록호 애널리스트](#)

4Q24 Review: 이익 쇼크

LG이노텍의 24년 4분기 매출액은 6조 6,268억원(YoY -12%, QoQ +17%), 영업이익은 2,479억원(YoY -49%, QoQ +90%)을 기록. 매출액은 하나증권의 기존 전망치에 부합했는데, 영업이익은 하향 조정된 수치를 하회. 광학솔루션 부문의 수익성이 경쟁 관계로 인해 예상보다 저조했던 것이 주요인으로 추정. 기판소재 부문은 반도체 기판이 당초 가이던스보다 매출액 증가폭이 제한되긴 했지만, 하나증권이 추정한 매출액을 상회하면서 수익성도 양호한 실적을 기록. FCBGA 부문의 매출액 증가로 인해 적자폭이 축소 중인 부분도 긍정적

2025년 실적은 전년대비 감익 불가피

2025년 매출액은 21.3조원으로 전년대비 1% 증가, 영업이익은 6,642억원으로 전년대비 6% 감소할 전망. 25년 상반기 광학솔루션 부문은 전년동기 iPhone 15의 뒤늦은 판매 호조에 의한 역기저가 있지만, SE4향 물량으로 인해 전년동기 수준의 매출액 시현은 가능할 것으로 추정. 다만, 카메라모듈 스펙이 낮은 편이기 때문에 수익성 측면에서는 전년동기대비 감소할 것으로 예상 하반기 신모델향 제품은 스펙 상향으로 인해 판가 인상 요인이 있긴 하지만, 점유율에 의한 변동성이 상존해 전년동기와 유사한 수준의 매출액으로 전망. 기판소재 부문의 연간 매출액이 전년대비 8% 증가하며 전사 외형 성장에 기여할 것으로 기대. 반도체 기판 매출액은 SiP 및 AiP, FCBGA, FCCSP 모두 기저 효과를 누리며 전년대비 10% 이상 증가할 전망. 다만, 디스플레이 솔루션 제품군은 전년 수준에 그칠 것으로 예상. 전장 부품은 전기차 및 차량 수요 둔화로 인해 상반기 실적은 저조할 것으로 추정

하반기 실적까지 인내가 필요

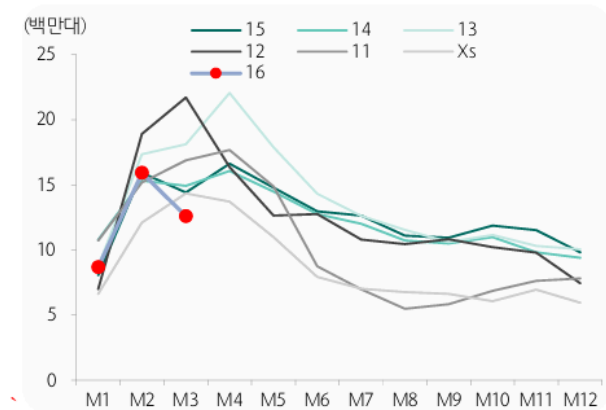
LG이노텍에 대한 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 225,000원으로 하향. 2025년 주력 사업부인 광학솔루션의 외형 성장이 제한될 것으로 전망되어 전년대비 이익 증가가 어려울 전망. 특히, 상반기는 전년동기 역기저로 인해 전년공기대비 감익폭이 4~50%대로 부진. 다만, 하반기에는 신모델향 카메라모듈 가격 상승과 견조한 패키지기판 부문의 외형 성장으로 전년동기대비 증가세로 전환될 전망. 신모델향 카메라모듈의 공급 물량 및 가격이 가시권으로 들어오는 2분기 중에 트레이딩 기회가 올 것으로 생각. 경쟁 관계에 대한 지속 관찰이 필요한 상황

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

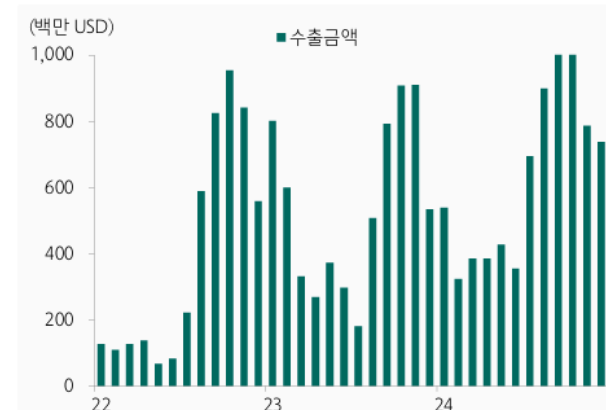
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	19,589.4	20,605.3	21,200.8	21,252.6
영업이익	1,271.8	830.8	706.0	664.0
세전이익	1,135.1	639.3	588.8	505.3
순이익	979.8	565.2	449.2	396.0
EPS	41,401	23,881	18,982	16,734
증감율	10.31	(42.32)	(20.51)	(11.84)
PER	6.10	10.03	8.53	9.63
PBR	1.40	1.20	0.75	0.70
EV/EBITDA	3.44	3.75	2.24	1.68
ROE	25.85	12.59	9.16	7.53
BPS	180,255	199,217	215,211	229,335
DPS	4,150	2,610	2,610	2,610

도표 4. iPhone 출시 후 월별 판매량 추이



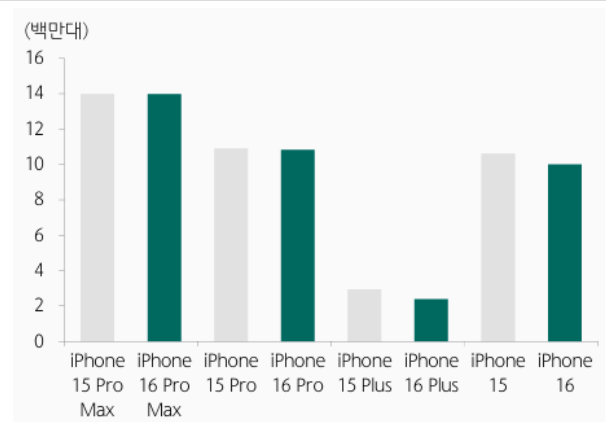
자료: Counterpoint, 하나증권

도표 5. 한국 카메라 모듈 수출 금액 추이



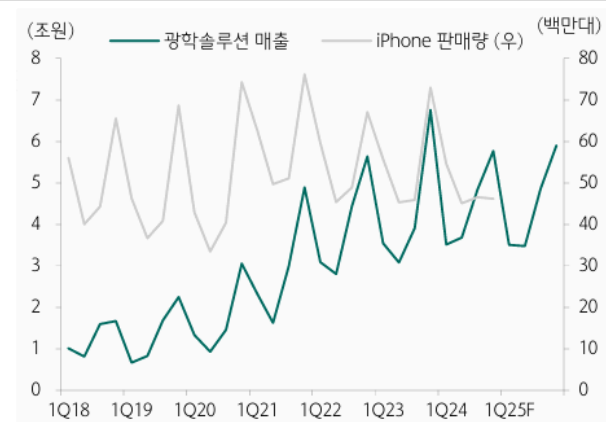
자료: 한국무역협회, 하나증권

도표 6. iPhone 모델별 출시 3개월 누적 판매량



자료: Counterpoint, 하나증권

도표 7. iPhone 판매량과 무관하게 광학솔루션 매출은 증가 추세



자료: Counterpoint, LCI노텍, 하나증권

주: 4Q24F 판매량은 10월~11월 누적



LG디스플레이

4분기 기대 이하, 2025년 흑자 전환

[출처] IBK투자증권 김운호 애널리스트

2024년 4분기 매출액 7조 8,330억원, 영업이익 830억원

LG디스플레이의 2024년 4분기 매출액은 2024년 3분기 대비 14.8% 증가한 7조 8,330억원이다. 이전 전망 대비 증가한 규모이다. TV, 모바일 관련 매출액이 예상보다 개선되었다. IT 매출액은 예상 수준이었다. 2024년 4분기 영업흑자는 830억원이다. 이전 전망 대비 크게 부진한 수준이다. 일회성 비용 규모가 예상보다 컸던 것이 가장 큰 원인으로 분석된다. TV의 수익성은 예상 수준을 상회했고, P OLED는 예상 수준이었다. IT OLED는 물량이 예상보다 부진했고 적자 규모 역시 예상 대비 크게 악화된 것으로 추정한다.

2025년 1분기 영업적자 1,040억원, 연간으로는 영업흑자

LG디스플레이의 2025년 1분기 실적은 영업적자로 전환할 전망이다. 다만 이전 전망 대비로는 적자 규모가 줄어들 것으로 추정한다. P OLED 물량이 지난 해 대비 큰 폭으로 증가한 점이 가장 큰 변화이다. IT LCD 역시 적자 규모는 소폭 감소할 것으로 기대한다. IT OLED는 물량 부진으로 수익성 개선이 쉽지 않을 전망이다. W OLED는 물량 감소로 수익성은 24년 4분기 대비 악화되겠지만, 24년 1분기 대비로는 개선된 수준일 것으로 기대한다. 2025년 연간으로는 영업흑자를 기대한다. 하반기 영업이익이 크게 개선될 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 16,000원 유지

LG디스플레이에 대한 투자의견은 매수를 유지한다. 이는 24년 이후 비용 구조가 크게 개선될 것으로 기대하고, 2025년 상반기 영업적자 규모는 지난 해 대비 크게 축소될 것으로 예상하고, P OLED의 경쟁력 개선 및 비용 구조 개선으로 2025년에도 증익이 가능할 것으로 기대하고, W OLED도 25년 하반기에는 감가상각이 마무리될 예정이어서 수익성 개선될 것으로 기대하기 때문이다. 목표주가는 16,000원을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	26,152	21,331	26,615	24,556	23,175
영업이익	-2,085	-2,510	-561	600	761
세전이익	-3,433	-3,339	-2,191	-214	-194
지배주주순이익	-3,072	-2,734	-2,433	-113	-153
EPS(원)	-7,758	-6,905	-5,163	-227	-306
증가율(%)	-358.9	-11.0	-25.2	-95.6	35.1
영업이익률(%)	-8.0	-11.8	-2.1	2.4	3.3
순이익률(%)	-12.2	-12.1	-9.1	-0.4	-0.6
ROE(%)	-26.7	-32.0	-36.3	-1.8	-2.6
PER	-1.5	-1.7	-1.8	-40.4	-29.9
PBR	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8
EV/EBITDA	7.0	11.4	3.8	4.2	4.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상



제이브이엠
 의료사태 영향 지속
 [출처] IBK투자증권 이건재 애널리스트
 4분기 실적 Preview

동사 4분기 예상 실적을 매출액 443억원(+1%, YoY), 영업이익 91억원(-8.1%, YoY)으로 전망함. 매출액은 컨센 427억원을 넘어설 것으로 예상되지만 영업이익은 컨센 95억원 대비 저조한 모습 나타낼 것으로 판단됨

25년 변화되는 두 가지

공정 자동화 투자 확대, 동사는 중소벤처기업부가 중소기업 스마트공장 구축을 위해 지원하는 <K-스마트 등대공장> 사업 대상에 선정되어 지난 2022년 1차적인 스마트 팩토리 구축을 진행한 이력이 있음. 스마트 공장 구축으로 효율성이 개선되어 판관비율은 기존 23%에서 → 21% 수준으로 하락, 수익성 개선이 나타났음. 제이브이엠은 글로벌 자동화 투자 확대 추세에 맞춰 2025년을 스마트 팩토리 고도화의 해로 선정 기존 보다 큰 CAPEX를 진행할 것으로 판단됨. 올해 공정 자동화에 투자한 효과는 2026년부터 반영될 것으로 예상되며 과거와 유사하게 약 2% 수준의 판관비율의 하락이 전망됨.

대형 바이알(Vial) 타입 장비 개발로 북미 시장 본격 진출, 동사는 북미 파트너사의 요청으로 대형 바이알 자동화 장비 개발을 진행했음. 최근 신규 장비의 테스트가 완료돼 2025년 2월부터 북미 시장을 타겟으로 판매가 시작될 것으로 예상됨. 동사는 2020년 캐나다 월마트향 소형 바이알 자동화 장비 공급을 시작으로 북미 바이알 타입 시장에 진출했으며 신규 장비 출시로 북미시장 침투율 상승할 것으로 기대됨.

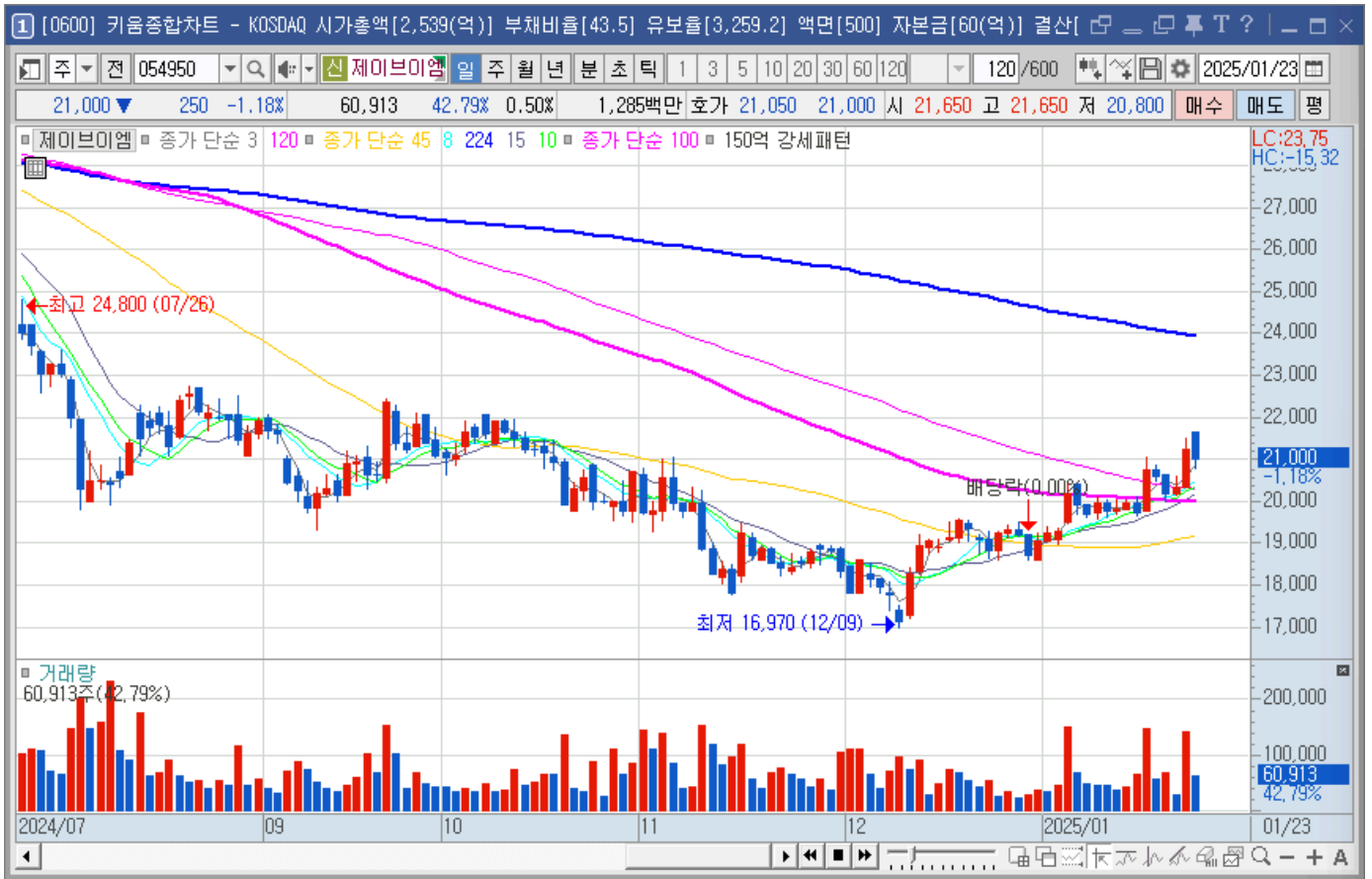
투자의견 매수, 목표주가 35,000원으로 하향

의료사태 이후 국내 매출 회복이 더더 전망치와 목표주가 하향을 결정하지만 현재 PER, PBR 고려시 저가 매수 구간 진입한 것으로 판단

(단위:억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,420	1,571	1,596	1,722	1,884
영업이익	220	298	307	342	397
세전이익	213	331	349	374	442
지배주주순이익	158	262	288	309	355
EPS(원)	1,303	2,171	2,381	2,552	2,935
증가율(%)	76.0	66.6	9.7	7.2	15.0
영업이익률(%)	15.5	19.0	19.2	19.9	21.1
순이익률(%)	11.1	16.7	18.0	17.9	18.8
ROE(%)	10.4	15.5	15.0	14.2	14.5
PER	15.7	12.2	8.0	8.3	7.2
PBR	1.6	1.8	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.8	7.6	4.2	4.0	2.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상





SK네트웍스

주요 사업부 실적 안정화 기조

[출처] [하나증권 유재선 애널리스트](#)

목표주가 7,000원, 투자의견 매수 유지

SK네트웍스 목표주가 7,000원, 투자의견 매수를 유지한다. 4분기 실적은 시장 컨센서스에 부합할 전망이다. 정보통신, SK매직, 엔코아의 실적이 안정화되면서 전년 대비 증익 흐름이 지속될 수 있다. 스피드메이트와 트레이딩 부문의 물적분할이 완료되어 일시적 비용 이슈가 해소된 가운데 기타 부문 적자폭도 줄어들 여지가 존재한다. 연내 AI 관련 신제품 출시가 계획되어 있으며 글로벌 전략으로 말레이시아 합작법인 설립도 추진 중이다. 2025년 기준 PER 16.6배, PBR 0.4배다.

4Q24 영업이익 311억원(YoY +45.4%) 컨센서스 부합 전망

4분기 매출액은 2.0조원으로 전년 대비 2.4% 감소할 전망이다. 2024년 단말기 신규 출시가 1개 분기 이른 시점에 이뤄지면서 발생한 기저효과로 인한 결과다. 다만 원/달러 환율 상승으로 인한 글로와이드(트레이딩) 외형 증가로 일부 만회가 기대된다. 영업이익은 311억원을 기록하면서 전년 대비 45.4% 증가할 전망이다. 정보통신은 신규 단말기 출시 부재로 외형이 감소하지만 마케팅 비용 절감으로 이익은 전년 대비 개선될 것으로 예상된다. 스피드메이트, 글로와이드는 물적분할 완료 이후 공통비용 부담이 반영되며 전년 대비 감익으로 추정된다. 워커힐은 핵심 고객 유치와 관련한 경쟁 강도가 점차 강화되고 있지만 양호한 실적 수준이 이어질 것으로 예상된다. 엔코아는 지난 분기에 이어 흑자 기조가 유지될 것으로 기대된다. SK매직은 재렌탈률 제고 노력으로 계정수 방어가 지속되는 가운데 비용 안정화로 두 자리 수 마진이 지속될 수 있을 전망이다.

2025년에도 비용 효율화 기조 지속될 것

SK렌터카 매각 완료 이후 부채비율이 173%까지 하락하며 재무 안정성이 제고되었고 이자비용도 상당 부분 줄어들며 순이익 개선에 기여하는 모습이다. 기존 주력 사업부의 한 축이 사라졌지만 SK매직이 비

용 안정화 기조 속에서 연간 1천억원 이익체력으로 성장하며 전사 실적을 견인할 전망이다. 2026년 목표 ROE 3.5% 달성을 위해 2025년에도 자산 효율화가 진행될 것으로 예상된다. 향후 기존 보유 자사주의 활용 방안에 대해서도 지속적인 관심이 필요하다.

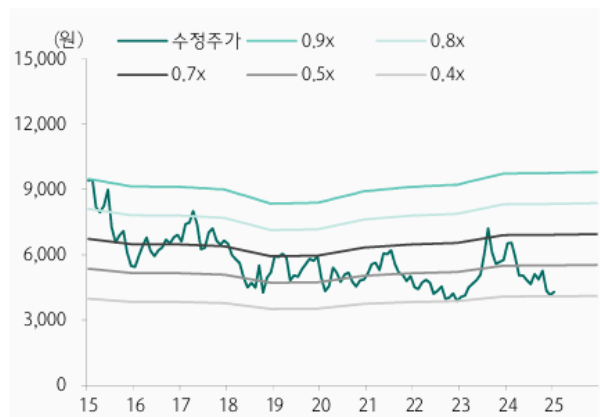
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	9,426.2	9,133.9	7,786.8	7,706.1
영업이익	177.6	237.3	108.3	117.9
세전이익	105.1	70.7	50.7	65.2
순이익	86.4	(0.7)	107.9	55.5
EPS	348	(3)	482	251
증감율	(12.34)	적전	흑전	(47.93)
PER	11.12(1,916.67)		8.61	16.75
PBR	0.40	0.58	0.40	0.40
EV/EBITDA	5.04	5.33	2.10	2.76
ROE	3.88	(0.03)	5.03	2.56
BPS	9,755	9,861	10,410	10,431
DPS	120	200	300	250

도표 2. SK네트웍스 12M Fwd PER 추이



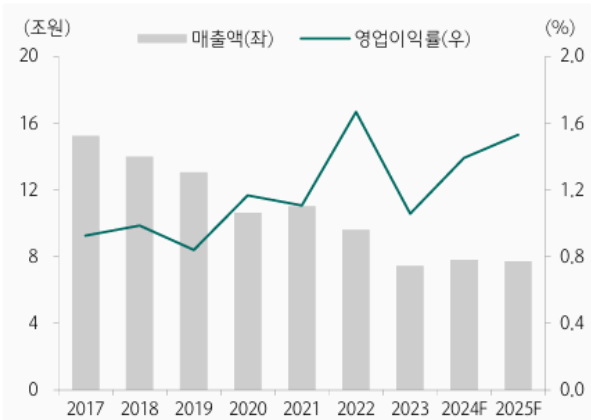
자료: SK네트웍스, 하나증권

도표 3. SK네트웍스 12M Fwd PBR 추이



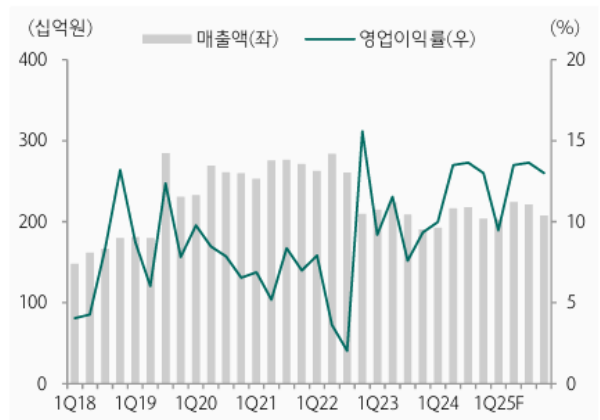
자료: SK네트웍스, 하나증권

도표 4. 연간 실적 추이 및 전망



자료: SK네트웍스, 하나증권

도표 4. 분기별 SK매직 실적 추이 및 전망



자료: SK네트웍스, 하나증권



티로보틱스
 막혔던 수주혈이 뚫히는 해
 [출처] NH투자증권 강경근 애널리스트
 디스플레이용 진공로봇 및 AMR 제조 기업

티로보틱스는 디스플레이용 진공로봇 및 AMR(Autonomous Mobile Robot) 전문 기업. 디스플레이용 진공로봇 주요 고객사는 삼성디스플레이, AMAT, BOE 등. 국내 AMR 기업 최초로 2차전지 대기업향 대규모 공급 이력 확보

신규 수주 및 후속 수주 확대 전망

디스플레이 분야는 중화권 기업들의 투자가 활발해지며 올해부터 매출 회복세 보일 전망. 현재 일본의 산교가 독점 중인 8.6세대 OLED 증착공정용 진공로봇 개발 완료 후 고객사와 테스트 진행 중
AMR 신규 및 후속 수주 확대 전망. 동사는 지난해 12월 북미 전기차 부품 자동화 공정에 투입되는 AMR 수주 발표. 국내 부품업체를 통해 납품되며 올해 후속 공급 이어질 전망. 기존 주요 고객사인 SK온 북미 공장에 작년 3분기말 기수주분 AMR 물량을 전량 공급. 이에 올해 중순 2개 라인(600억원 내외 규모) 후속 수주 예상. 추가적으로 동사의 북미 지역 내 레퍼런스 확대에 따른 북미 현지 소재 중국업체향 신규 수주도 기대 요인

2024년 실적은 매출액 580억원(-13.0% y-y), 영업적자 55억원(적지 y-y) 추정. 2025년 사업 계획에서 매출액 800억~1,000억원, 영업이익률 높은 한 자릿수~두 자릿수 초반, 영업이익 흑자전환 제시

	2021	2022	2023	2024E
매출액	44.1	56.7	66.7	58.0
증감률	-33.5	28.6	17.6	-13.0
영업이익	-6.6	-2.3	-8.2	-5.5
증감률	적전	적지	적지	적지
영업이익률	-14.9	-4.1	-12.3	-9.5
(지배지분)순이익	-11.0	-1.0	-50.0	-8.9
EPS	-802	-71	-3,138	-500
증감률	적지	적지	적지	적지
PER	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	5.7	3.7	10.4	6.1
EV/EBITDA	N/A	51.5	N/A	N/A
ROE	-37.9	-4.0	-177.6	-33.3
부채비율	246.3	262.6	333.2	427.0
순차입금	21.4	10.4	-2.9	3.5

단위: 십억원, %, 원, 배

그림 3. 8.6세대 OLED 증착공정용 진공로봇 개발



자료: 티로보틱스, NH투자증권 리서치본부



카카오게임즈

신작 경쟁력이 주요 변수

[출처] 키움증권 김진구 애널리스트

목표주가 1.9만원으로 하향

동사의 목표주가를 2만원에서 1.9만원으로 하향하고 투자 의견 Outperform을 유지한다. 신규 목표주가는 동사 주력 신작 성과가 반영될 25E 지배주주지분 714억원을 대상으로 라이온하트스튜디오 별도 이익 기준 지배주주지분 환산 412억원과 이를 제외한 302억원으로 구분하였다. 각각 이익 기준 타겟 PER은 25배를 동일하게 부여하되, 전자는 라이온하트스튜디오 IPO를 전제로 한 이중 상장에 따른 할인율 20%를 추가로 적용했다.

게임별 이슈 및 포인트 분석

패스 오브 엑자일 2 4Q24E 매출은 출시 초기 및 패키지 판매 집중 효과 등에 따라 104억원으로 추산하며, 유저 트래픽 하향 안정 및 인게임 BM의 상대적 저감 등을 반영해 25E 매출은 412억원으로 유지한다. 오딘과 아키에이지 위는 출시 권역별 자연감소 효과가 지속되는 가운데 당사가 올해 연중 출시를 가정하고 있는 서구권 지역에서 성과 여부를 주요 변수로 제시하며 출시 지연 등이 발생할 경우 어닝에 대한 일부의 하방 리스크가 존재할 것으로 판단한다. 또한 올해 콘솔 플랫폼에서의 경쟁력 확보 및 성과 발생 여부가 동사에 대한 중장기 투자포인트의 방향성 측면에서 중요할 것으로 판단하며, 동사가 현재 추정치에 미반영 중인 크로노 오디세이 경우 기존 대비 개선된 게임성 등을 통해 글로벌 대중적 유저 기반 관심도를 높여 판매고 등 성공 가능성을 높여나갈 필요성이 존재할 것으로 판단한다.

4Q24E 실적 및 주요 포인트

동사의 4Q24E 매출액과 영업이익은 각각 1,832억원과 -37억원을 기록하면서 제한적인 실적을 시현할 것으로 예상된다. PC게임 매출은 패스 오브 엑자일 2 신규 매출 증분이 발생했음에도 전분기 일회성 매출 등의 제거 효과로 전분기대비 5.3% 감소한 324억원을 예상된다. 모바일게임 매출은 오딘과 아케에이지 위 등 동사 주력 게임의 자연감소 효과가 나타나면서 전분기대비 4.9% 감소한 1,204억원을 전망한다. 현재로서 동사 올해 영업이익은 상저하고를 전망하는데 실적 개선의 본격적인 시점은 3Q25E를 전망하며 이는 가디스오더와 프로젝트 Q 신작 출시 효과를 반영하기 때문이며 게임별 해당 분기 일평균 매출 수준은 각각 5억원과 7.5억원을 추정치에 반영하고 있다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,147.7	1,025.1	761.9	992.5
영업이익	175.8	74.5	9.1	109.8
EBITDA	269.1	170.5	112.9	216.8
세전이익	-194.7	-365.1	-23.2	92.9
순이익	-196.1	-322.4	-25.7	71.5
지배주주지분순이익	-233.6	-228.7	-16.0	71.4
EPS(원)	-2,929	-2,774	-193	862
증감률(% YoY)	적전	적지	적지	흑전
PER(배)	-15.2	-9.3	-84.9	19.1
PBR(배)	2.18	1.53	1.00	0.97
EV/EBITDA(배)	16.6	16.8	18.4	9.6
영업이익률(%)	15.3	7.3	1.2	11.1
ROE(%)	-12.4	-14.9	-1.2	5.2
순차입금비율(%)	22.7	30.6	31.7	31.2

