

2025.03.21.(금) 증권사리포트

◆ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

CJ

하방 리스크 제한적, 올리브영 가치는 계속 반영될 듯

[출처] 하나증권 최정욱 애널리스트

상장자회사 부진으로 4분기 실적은 컨센서스 하회. 올해는 실적 회복 추세 기대

CJ에 대한 투자 의견 매수를 유지하고, 목표주가를 180,000원으로 상향. 목표가 상향 배경은 향후 지배구조 개편시 올리브영을 IPO보다는 합병할 가능성이 높아졌다고 판단해 그동안 올리브영에 적용했던 할인율을 낮췄기 때문. CJ 4분기 연결기준 영업이익은 YoY 9.9% 증가한 6,301조원을 기록해 컨센서스를 하회. 이는 주요 상장자회사들의 실적이 예상보다 부진했기 때문. 1) 제일제당은 대한통운 포함 연결기준 영업이익이 전년대비 26.5% 증가했지만 해외 바이오자회사 손상차손으로 순이익이 적자로 전환했고, 2) ENM은 티빙 가입자 감소 및 제작비 증가로 영업이익이 410억원으로 YoY 30% 감소. 3) CGV는 올리브네트웍스 편입 효과로 매출이 YoY 급증했지만 영업이익은 170억원으로 정체되었고, 4) 다만 프레시웨이는 의료 파업에도 불구하고 신규 급식 수주로 영업이익이 YoY 3.6% 증가한 252억원을 시현해 선방했음. 올해는 작년 비용 선인식에 따른 기저효과(제일제당) 및 라이브시티 등 비경상 요인의 정상화에 따라 주요 자회사들이 실적 회복 추세에 진입할 수 있을 것으로 판단

비상장자회사 성장세 견조했지만 2025년 매출성장률과 영업이익률 다소 둔화 전망

주요 비상장자회사인 올리브영은 매출성장률이 YoY 19.2%로 다소 둔화되었고, 영업이익률은 11%대로 하락. 그러나 이는 인센티브 지급에 따른 계절성 때문으로 이를 제외한 영업이익률은 약 12.7~12.8% 내외로 추정. 오프라인매출은 YoY 16%, QoQ 0.4% 증가했는데 내국인매출은 QoQ 소폭 줄었으나 외국인 인바운드 매출이 YoY 98%, QoQ 11.4% 증가해 오프라인매출 성장을 견인. 온라인매출은 YoY 27% 증가했고, 이중 글로벌매출이 YoY 67% 성장 중. 2022년부터 2024년까지 3년간 연평균 매출성장률이 30%를 상회할 만큼 고성장을 보여온 만큼 올해 매출성장률은 10%대로 둔화될 것으로 예상. 한편 올리브영 4분기 영업이익이 1,400억원 내외로 추정되는 반면 순이익이 1,331억원으로 높았던 이유는 FI 콜옵션 관련 파생상품 평가의 발생 때문임. 푸드빌은 4분기 중에만 미국 점포수가 22개나 늘어났는데 마진율이 높은 미국 매장 수 확대에 힘입어 영업이익률이 약 6.8~6.9%대까지 상승한 것으로 보임. 지난해부터 시작된 조지아 생지 공장 완공이 2025년말로 예상되는데 따라서 2025년에는 비용 집행 등으로 인해 영업이익률이 일시적으로 둔화될 가능성이 높다고 판단

CJ의 올리브영 예상 지분 가치는 최소 3.0~3.5조원. 그러나 현 시가총액은 3.7조원

주요 언론에 따르면 올리브영이 신한SPC가 보유 중인 잔여지분 11.3%를 자사주 형태로 매입하기로 결정했다고 보도. 인수가격은 작년의 글렌우드PE로부터의 11.3% 지분 매입가 3,850억원(3.5조원 밸류)에서 크게 차이나지는 않는 듯. 이로써 결과적으로 외부 지분을 모두 회수하게 되는데 금번 지분 인수의 배경은 SPC에 대한 이자비용이 상당했고, 배당을 계속 지급할 이유가 없는 만큼 순현금이 자사주 매입에 필요한 수준에 도달하자마자 바로 인수에 나서는 것으로 추정(올리브영 지분 구조는 CJ 51.2%, 자사주 22.6%, 특수관계인 25.7%, 기타주주 0.6%로 변경). 우리는 향후 지배구조 개편 진행 과정에서 CJ가 올리

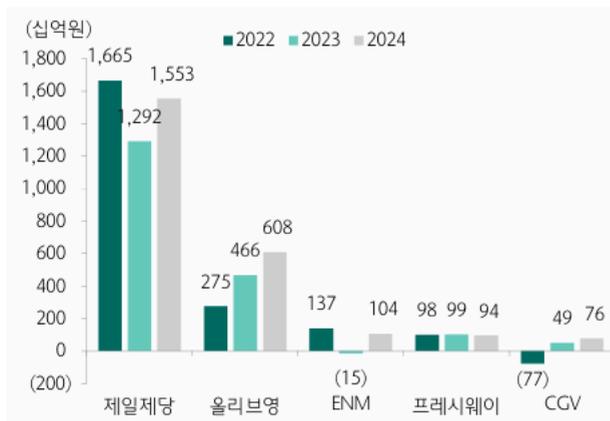
브영을 IPO하기보다는 합병 방식에 나설 가능성이 매우 높아졌다고 판단. 그 이유는 1) IPO를 염두에 뒀다면 외부 지분을 굳이 내부화할 이유가 적고, 2) 최근 주주가치 제고가 화두가 되면서 중복상장에 대한 비우호적인 사회 분위기가 커졌으며, 3) IPO시 지분 처분을 통한 투자자금 회수와 이후 CJ 매입 전략에는 오너 3세들의 세금 부담이 크게 수반될 수 밖에 없기 때문. IPO 가능성이 사라졌다면 CJ 주가의 하방 리스크는 제한적이라고 판단. 과거 중복 상장시 모회사에 할인 요인으로 작용하면서 모회사 주가가 부진했던 사례가 많았는데 이러한 가능성이 해소되었기 때문. 향후 합병 과정에서 합병비율 불확실성 등이 CJ에 일시적인 리스크 요인으로 작용할 수는 있겠지만 합병후에는 올리브영의 가치가 CJ에 온전히 반영되면서 CJ 주주가치가 크게 제고될 공산이 큼. 현재의 수익성을 감안시 올리브영의 기업가치는 최소 6~7조원 이상으로 추정되는데 51.2%를 보유 중인 CJ의 올리브영 지분 가치는 최소 3.0~3.5조원 이상으로 예상되는 반면 CJ의 현 시가총액은 약 3.7조원에 불과해 현재 반영되지 않고 있는 올리브영의 가치가 결국 CJ 주가에 반영될 수 밖에 없기 때문. 합병 작업을 위해서는 올리브영이 보유하게 되는 22.6%의 자사주가 모두 소각될 것으로 예상되고(피합병법인의 자사주 신주 배정 금지), 합병 후에는 올리브영의 배당재원이 모두 CJ의 배당재원으로 쓰인다는 점에서 배당매력도 부각될 여지가 높다고 판단. 결국 관건은 합병 등 지배구조 개편안이 수면 위로 떠오를 시기가 언제일 것이냐임. 우리는 그 시점은 올리브영의 본질가치가 극대화될 수 있고, CJ 주가 등까지 고려해 합병비율이 상대적으로 유리하고 소액주주들의 주식매수청구권 행사가 적어질 수 있는 때일 것으로 추정. 이는 결국 CJ 주가 상황과도 맞물릴 수 있다고 판단

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

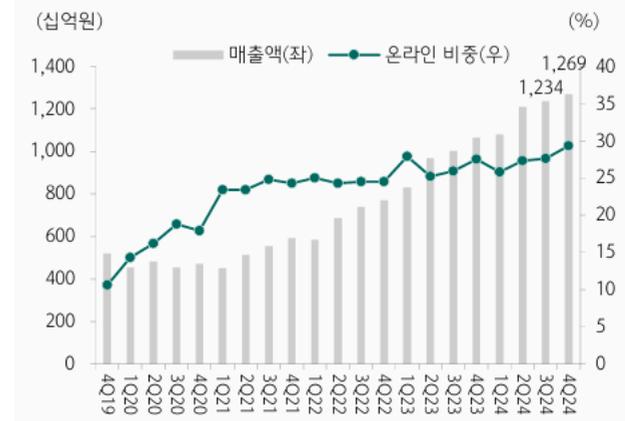
투자지표	2022	2023	2024	2025F
매출액	40,924.9	41,352.7	43,646.7	45,428.0
영업이익	2,154.2	2,039.1	2,547.5	2,931.5
세전이익	1,056.2	985.9	708.8	1,202.9
순이익	202.1	194.8	100.5	283.8
EPS	5,666	5,462	2,817	7,957
증감율	(26.51)	(3.60)	(48.43)	182.46
PER	14.84	17.28	35.18	16.00
PBR	0.56	0.59	0.63	0.73
EV/EBITDA	5.70	5.80	4.86	4.39
ROE	3.94	3.64	1.83	4.94
BPS	149,477	158,764	157,224	173,567
DPS	2,500	3,000	3,000	3,200

도표 5. CJ 주요 자회사 영업이익 추이



자료: 문화체육관광부, 하나증권

도표 6. CJ올리브영 분기별 매출액 및 온라인 비중 추이



자료: 하나증권



SK
기업가치 제고 의지는 확인, 실적도 점차 회복 예상
 [출처] 하나증권 최정욱 애널리스트

해외 자회사 부진으로 4분기 적자 전환. 다만 올해 SK이노베이션의 실적 회복 기대

SK에 대한 투자의견 매수와 목표주가 200,000원을 유지. 4분기 연결 실적은 매출액 29.8조원으로 YoY 8.9% 감소했고, 영업이익은 -4,500억원의 손실을 기록해 부진. 이는 배터리와 화학부문의 해외자회사 실적 악화로 지분법손익이 크게 감소했기 때문. 그러나 주요 상장자회사인 SK이노베이션과 SK스퀘어의 매출액과 영업이익이 QoQ 개선되면서 최악의 국면은 지나가고 있다고 판단. 1) SK이노베이션은 정유부문 수익성 개선이 배터리 및 석유화학 부문 적자폭을 상쇄해 1,599억원의 영업이익을 기록하며 흑자전환에 성공했고, 2) SK스퀘어는 SK하이닉스의 고부가가치 AI형 메모리반도체(HBM) 수요 강세로 지분법이익이 증가해 분기 최대 실적인 1.66조원의 영업이익을 시현. 3) 반면 SKT는 대규모 희망퇴직 비용 발생으로 연결 영업이익이 2,541억원으로 YoY 14% 감소했고, SKC는 2차전지 소재 부문 판관비 증가로 영업손실 826억원을 기록해 부진한 실적 기록. 다만 지난해 크게 부진했던 SK이노베이션이 올해부터는 E&S 편입 효과 및 SMP 가격 상승으로 에너지사업 수익성 개선이 예상되고, 배터리 부문에서도 현대차와 포드향 출하량 증가 등이 예상된다는 점에서 실적 회복을 기대

주요 비상장자회사들은 실적 개선 추세 지속. 2025년에도 실적 전망은 긍정적

주요 비상장자회사인 SK실트론은 300mm PW 중심 Si-Wafer 판매량 증가와 SiC Wafer 생산성 향상 효과로 YoY 89.7% 증가한 1,100억원의 영업이익을 기록해 4개분기 연속 영업이익 증가세를 이어가는 중. 머티리얼즈 CIC는 전방시장 회복 지연에도 고부가제품 위주의 포트폴리오 다변화로 생산성이 개선되면서 영업이익이 230억원으로 YoY 43.8% 증가. 팜테코는 CBM 연결 편입 및 CGT 사업 초기 손실 영향으로 부진한 실적이 지속됐지만 4분기에는 영업손실 규모를 YoY 약 250억원 축소했음. 2025년에도 비상장자회사들의 실적 개선세는 지속될 전망. 머티리얼즈 CIC는 고부가제품 포트폴리오 다변화가 지속되고 있고, 팜테코 또한 CGT 시장 수요 확대에 따른 선제적 설비 확보 및 운용 효율성 개선이 지속되고 있기 때문. SK실트론은 AI 수요 증가 및 신규 고객 확보 등으로 Si-Wafer 판매량 증가가 지속될 것으로 예상되어 2025년에도 전반적으로 비상장자회사들의 실적 전망은 긍정적인 상황

기업가치 제고 의지는 확인. 최소 현재 수준의 주주환원율은 유지 가능할 전망

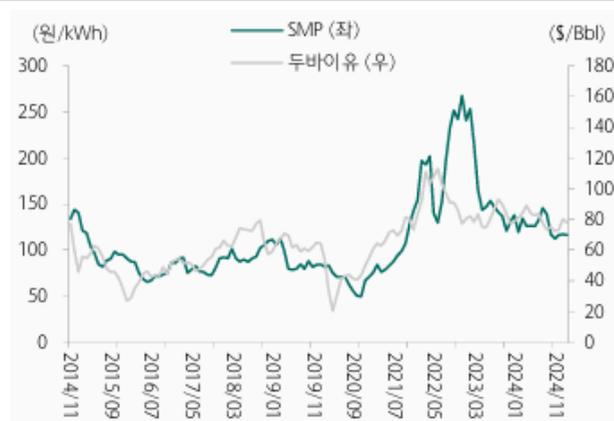
SK는 올해 6월 마무리될 것으로 예상되는 스페셜티사업 매각익을 올해 배당에 선반영해 전년대비 40% 증가한 주당 7,000원의 배당금을 결의. 자회사들의 실적 부진으로 주주환원에 대한 시장의 우려가 있었지만 기업가치 제고 계획대로 자산매각이익을 배당에 적극적으로 반영하면서 기업가치 제고 의지를 시장에 명확히 보여주고 있음. 자산 리밸런싱을 통해 부진했던 자회사들의 재무구조 개선이 기대되면서 별도 영업수익은 전년대비 20% 이상 증가할 것으로 예상되고, 지속적인 리밸런싱 과정에서 추가 일회성 매각익이 발생할 가능성도 상존. 최소한 현재 수준의 주주환원율은 계속 유지 가능할 것으로 판단

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	128,798.5	124,690.4	124,891.5	132,748.1
영업이익	4,754.0	2,355.3	4,715.8	5,017.4
세전이익	(853.6)	1,096.6	2,339.5	3,228.9
순이익	(776.8)	(1,292.7)	593.3	818.6
EPS	(10,496)	(17,618)	8,119	11,204
증감율	적전	적지	흑전	38.00
PER	(16.96)	(7.46)	17.05	12.35
PBR	0.58	0.36	0.37	0.37
EV/EBITDA	9.92	12.14	10.97	11.07
ROE	(3.67)	(5.64)	2.35	3.21
BPS	307,557	370,376	372,841	379,144
DPS	5,000	7,000	6,500	7,000

도표 3. SK이노베이션의 SK E&S 흡수합병 개요



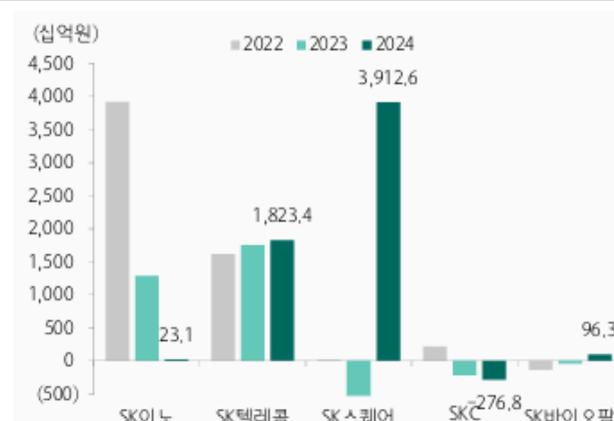
자료: 하나증권

도표 4. SK와 주요 자회사 주가지수 추이



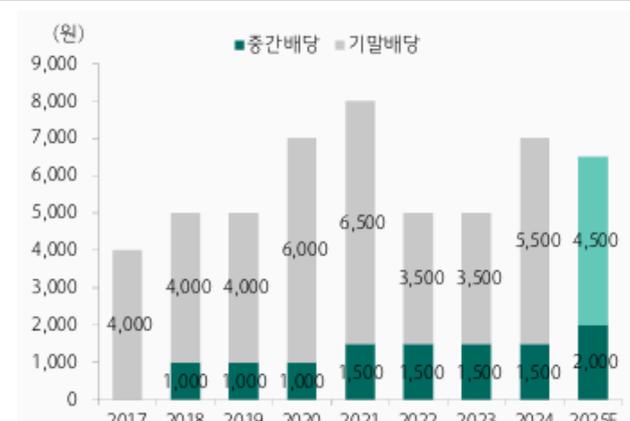
자료: Quantwise, 하나증권

도표 5. SK 주요 상장 계열사 연간 영업이익 추이

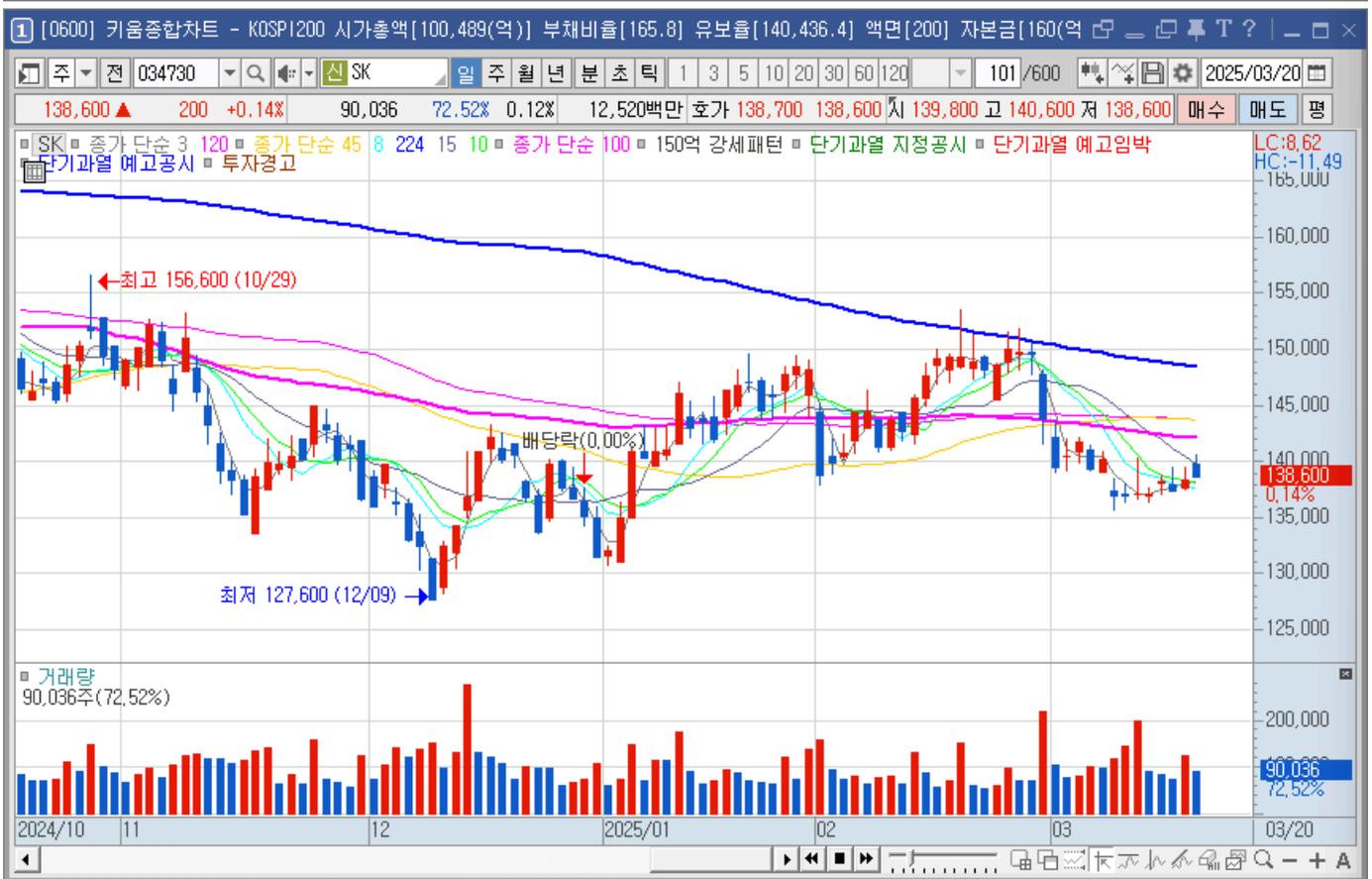


자료: 하나증권

도표 6. SK 중간배당 및 기말배당 추이 및 전망



자료: Quantwise, 하나증권



비에이치아이

4Q24 Re : 앞으로가 더 기대된다

[출처] 신한투자증권 최규현현 애널리스트

연초부터 시작된 수주 낭보로 더욱 단단해진 펀더멘털

천연가스, 원자력 관심 종목 유지. 연초부터 연속 신규 수주를 통해 실적 성장 기대감 재차 확대. 단기 조정 후 상승을 위한 기반을 다지는 중

4Q24 Re: 외형은 컨센서스 상회, 이익은 하회. 앞으로는 더 좋다!

[4분기 실적] 전사 매출액, 영업이익 각각 1,471억원(+81.5%, 이하 YoY), 77억원(-31.9%, OPM +5.2%) 기록. 전사 외형 성장은 3Q24부터 시작된 HRSG 외형 성장(1,091억원, +377.3%)이 이끌었음. 이는 1H24에 수주했던 다수 HRSG 프로젝트들의 매출 인식이 본격화된 것에 기인. 4Q24 중 급격한 환율 상승으로 연간 파생 상품 평가 손실(약 200억원)이 발생하며 연간 세전이익 적자전환. 법인세 비용 환급으로 연간 순이익은 흑자지속 [2025년 실적] 전사 매출액, 영업이익 각각 6,230억원(+53.9%), 344억원(+56.8%) 전망. 신규 수주 1조원(HRSG 0.7~1.0조원 + 원전 BOP 등 포함 기타) 이상 기대. 연초부터 HRSG 약 3천억원 및 신한울 3·4호기 BOP 약 1천억원 수주, 곧 계약이 예상되는 HSRG 제한 작업 착수 지시서 수령(약 1.5천억원) 및 신한울 3·4호기 BOP 낙찰(약 5백억원)을 반영해 직전 추정치 대비 외형, 이익 상향 조정. HRSG 및 BOP 외형 각각 4,676억원(+80.5%), 436억원(+204.9%) 기록하며 전사 외형 성장 이끌 전망 [특이사항] 체코 원전 BOP 및 해외 SMR 업체의 BOP 수주 가능성 有, 미국 법인을 통해 미국 내 복합 화력 발전 플랜트 시장 공략 본격화 중

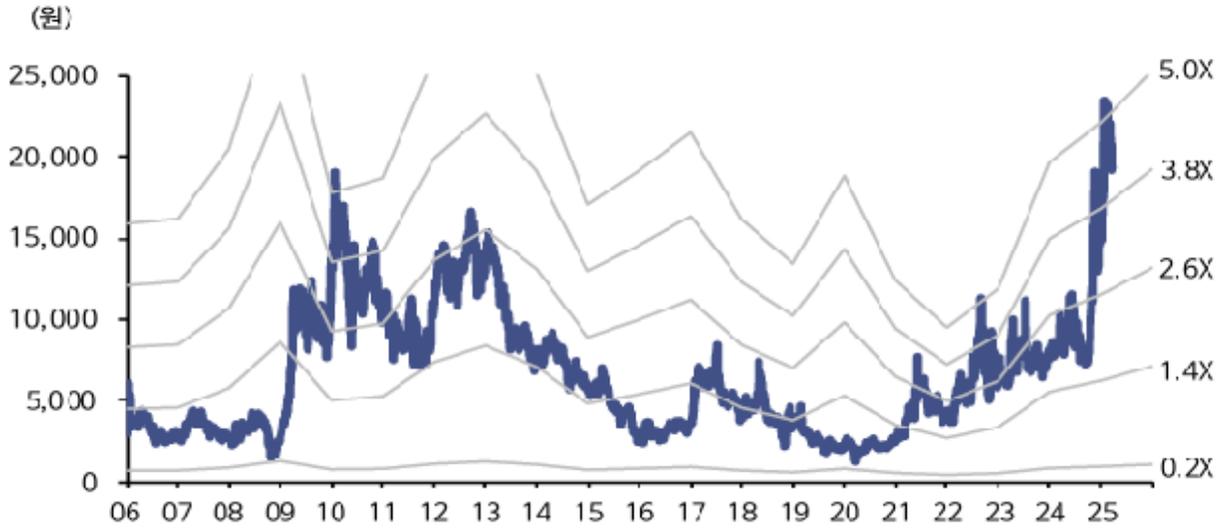
Valuation & Risk: 과거 대비 훨씬 개선된 업황을 만끽하는 중

투자의견 '매수' 유지, 목표주가(PBR 밸류에이션)는 멀티플, 추정치 조정 반영해 '2.7만원'으로 상향. 과거 대비 개선된 업황은 신규 수주를 통해 확인되고 있음. 이와 관련된 기대감이 주가에 충분히 반영돼야 한다고 판단

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	330.2	8.1	(19.1)	-	(33.6)	3.4	19.1	-
2023	367.4	15.1	7.5	30.4	12.2	3.4	14.9	-
2024	404.7	21.9	19.6	24.4	20.6	4.1	21.6	-
2025F	623.0	34.4	21.2	28.4	16.7	4.4	16.2	-
2026F	717.2	41.5	27.4	21.9	18.1	3.6	13.7	-

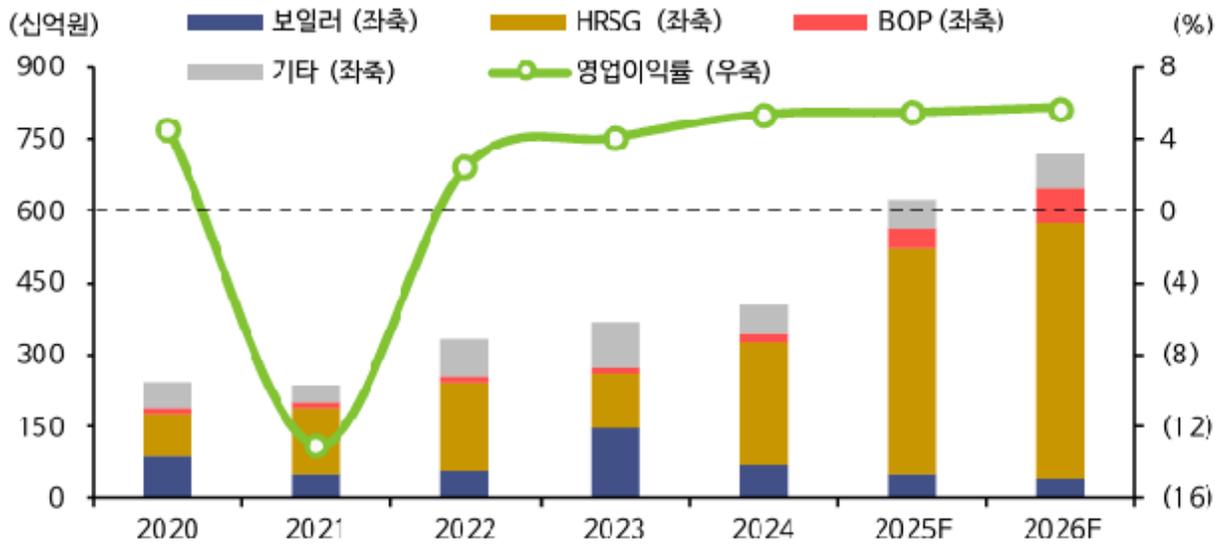
자료: 회사 자료, 신한투자증권

비에이치아이 12개월 선행 PBR 밴드



자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

비에이치아이 사업부별 매출액, 전사 기준 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정



하이트진로

어려운 시장에 비용 절감 지속

[출처] DS투자증권 장지혜 애널리스트

4Q24Re: 매출 성장률 둔화 및 기타 비용 증가로 수익성 둔화

하이트진로의 4분기 실적은 연결 매출액 6,271억원(+1% YoY), 영업이익 213억원(-28% YoY, OPM 3.4%)을 기록했다. 연결 기준 1)맥주는 매출 1,789억원(7% YoY), 영업적자 -44억원(적전, OPM -2.4%)으로 시장 부진 및 MS 축소가 이어졌고 2)소주는 매출 3,951억원(+5% YoY), 영업이익 330억원(+10% YoY, OPM 8.3%)으로 시장 부진에도 MS 상승하며 방어했다. 다만 광고 판촉비용 절감에도 매출 성장 둔화와 기타 판관비용 증가로 부진한 실적을 기록했다. 이에 따라 동사의 24년 연간 실적은 매출액 2조 5,992억원(+3%), 영업이익 2,081억원(+68% YoY, OPM 8%)으로 마감했다.

25년에도 강도 높은 비용 절감을 통해 수익성 개선 전망

하이트진로의 25년 실적은 연결 매출액 2조 6,392억원(+1.5% YoY), 영업이익 2,294억원(+10% YoY, OPM 8.7%)으로 전망한다. 주류 음용 문화 변화와 내수 소비 경기 부진으로 외형 성장은 제한적이거나 소주 중심 MS 확대, 판관비용 효율화와 전년도 발생한 일회성 비용 기저효과로 25년에도 수익성 개선이 기대된다. 한편 동사의 해외 소주 수출 성과는 견조한데 소주와 기타제재주 매출 중 수출 실적은 24년 1,534억원(+10% YoY)으로 성장했고 비중도 11%까지 확대됐다. 동사는 25년에도 일본을 비롯한 중국, 미국, 베트남 등 해외 주요 국가에 마케팅을 강화하며 해외 실적 성장을 이어갈 전망이다. 또한 베트남에 건립 중인 첫 해외 생산 공장은 26년 완공 후 27년 본격적인 가동을 시작하며 해외 실적 성장을 견인할 것이다.

투자의견 매수, 목표주가 2.8만원 유지

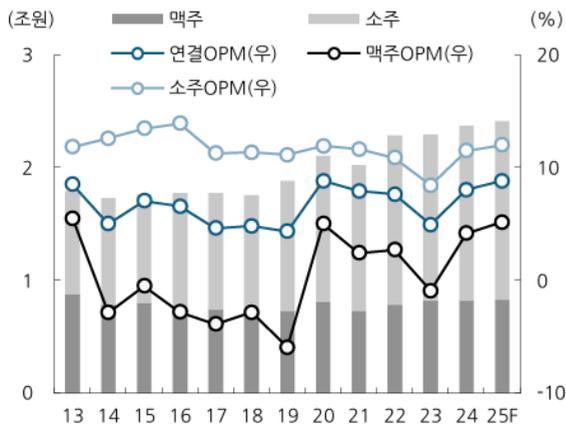
하이트진로에 대해 투자의견과 목표주가를 기존과 동일하게 유지한다. 목표주가는 동사의 25년 EPS에 목표배수 15배를 적용해 산출했다. 현재 주가는 25년 실적 대비 PER 10배 수준이다. 동사는 25~26년 지속적인 비용 효율화로 수익성 개선이 기대되고 27년 베트남 공장을 통해 본격적인 해외 실적 성장을 실현하며 주가 레벨업이 기대된다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,498	2,520	2,599	2,639	2,681
영업이익	191	124	208	229	236
영업이익률(%)	7.6	4.9	8.0	8.7	8.8
세전이익	121	68	127	179	186
지배주주지분순이익	87	36	96	134	138
EPS(원)	1,224	492	1,384	1,933	1,998
증감률(%)	21.3	-59.8	181.2	39.6	3.4
ROE(%)	7.7	3.2	8.6	11.5	11.1
PER(배)	20.9	45.7	14.0	10.1	9.7
PBR(배)	1.6	1.5	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	7.1	8.5	6.0	5.5	5.3

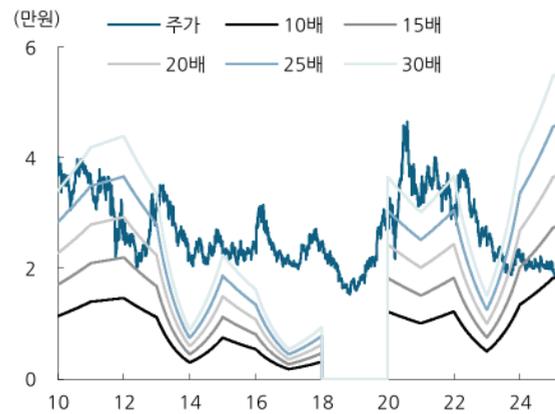
자료: 하이트진로, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림1 하이트진로 연결 실적 추이 및 전망



자료: 하이트진로, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 하이트진로 PER 밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터



CJ프레시웨이

1분기 이익 성장

[출처] IBK투자증권 남성현 애널리스트

1분기 이익 성장 전망

CJ프레시웨이 1분기 실적은 성장할 가능성이 높다는 판단이다. 연결기준 매출액은 7,803억 원(전년동기 대비 +6.7%), 영업이익 111억 원(전년동기대비 +5.7%)을 기록할 것으로 추정한다. 외식경기 부진에도 지난 4분기부터 성장세로 전환된 흐름을 이어갈 것으로 분석한다. 긍정적 실적을 예상하는 이유는 1) 그룹내 물량 증가에 따라 원료 사업부 성장세가 지속될 가능성이 높고, 2) 프랜차이즈향 매출 비중 확대 및 O2O 성장이 기여할 것으로 보이며, 3) 물류비 효율화에 따른 효과, 4) 병원급식 기저와 중급 병원 수주를 통한 대응, 5) 인천공항 컨세션 영업활동에 따른 효과가 기대되기 때문이다. 또한, 6) 지난해 수주한 단체급식 물량 증가와 주요 사업장 식수 증가가 긍정적으로 작용할 전망이다. 1분기는 통상적으로 고정비 비중이 높아 이익 성장률을 낮게 보고 있지만, 2분기 계절적 성수기 진입과 지난해 부진에 따른 기저효과를 고려할 경우 성장률은 재차 확대될 가능성이 높다. 이에 1분기 이익 성장이 주는 의미는 크다고 분석한다.

시장지배력 확대 중

부진한 업황에도 불구하고 동사의 시장 지배력은 오히려 확대되고 있다고 판단한다. 일반레스토랑 매출액은 부진하지만, 프랜차이즈향 수주는 지속적으로 증가하는 중이다. 이는 외식식자재 시장이 C&D 형태로 가속화되고 있음을 의미하고, 토탈솔루션(솔루션비즈)을 제공하는 동사의 시장 지배력은 높아질 수 있다는 판단이다. 올해 O2O 전략을 통한 점유율 확대도 기대되어 긍정적이다.

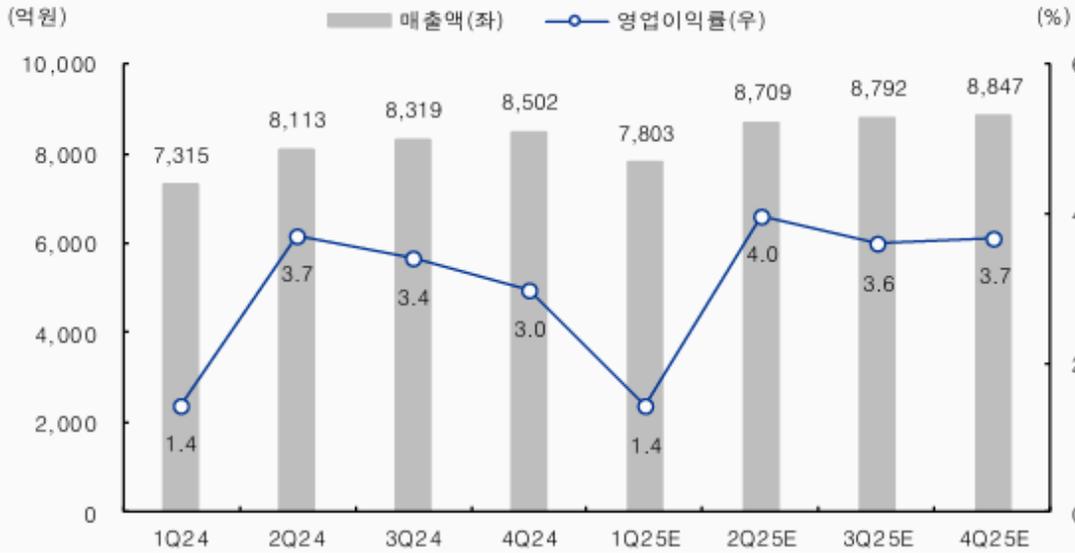
실적은 2024년 4분기부터 이익으로 전환. 주가도 상승세로 전환

동사의 실적 성장세는 2025년에 본격화될 가능성이 높다. 이익 성장이 본격화 될 것으로 기대되는 만큼 주가 상승도 이루어질 전망이다. 투자의견 매수, 목표주가 4.8만원을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,748	3,074	3,225	3,415	3,590
영업이익	98	99	94	110	122
세전이익	69	73	22	101	115
지배주주순이익	49	54	9	80	90
EPS(원)	4,136	4,589	761	6,706	7,612
증가율(%)	84.2	11.0	-83.4	781.0	13.5
영업이익률(%)	3.6	3.2	2.9	3.2	3.4
순이익률(%)	1.9	2.0	0.3	2.3	2.5
ROE(%)	17.7	18.2	3.1	24.1	22.0
PER	7.7	5.2	22.9	2.9	2.6
PBR	1.2	1.0	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	4.9	3.7	3.4	2.6	1.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. CJ프레시웨이 분기별 영업실적 추이 및 전망



자료: CJ프레시웨이, IBK투자증권





LS ELECTRIC

미국 데이터센터 수주, 이제 시작

[출처] DS투자증권 안주원 애널리스트

미국 빅테크 데이터센터향 배전시스템 공급계약 체결

LS일렉트릭은 미국 빅테크 데이터센터에 배전반과 전력기기를 공급한다. 공시된 공급규모는 1,625억원이며 본 계약과 관련해 동일한 프로젝트향으로 수주 받은물량(약 900억원)까지 더하면 2,500억원에 달한다. 올해 2~4분기에 걸쳐 매출액이 발생되며 영업이익률도 15% 이상인 것으로 파악된다. 현재 동사는 다양한 기업들을 대상으로 데이터센터에 들어가는 전력 시스템에 대한 수주 활동을 진행하고 있다. 배전반 뿐 아니라 초고압 변압기 공급도 추진하고 있는 만큼 올해추가 수주 건들이 유입될 것으로 예상하며 전일 공시를 시작으로 데이터센터에 대한 실질적인 성과를 보여줄 것으로 보인다.

GE Vernova와 협력 중인 HVDC(초고압직류송전)변압기 성과도 기대

글로벌 에너지 기업인 GE Vernova와의 협력으로 유럽, 동남아시아 등에서의 초고압 변압기 수주도 예상된다. 동사는 지난해 초고압 변압기 수요 증대에 대응하기 위해 부산공장 생산시설 증설을 발표했으며 KOC(변압기 제조사) 인수를 통해 기존 2,000억원이었던 CAPA는 8,000억원으로 대폭 증가한다. 공급 부족이 지속되고 있는 초고압 변압기 시장에서 CAPA 확대를 통해 생산 경쟁력을 갖춰가고 있으며 양사간의 협업이 올해 글로벌 시장에서 두각을 나타낼 전망이다.

2025년 매출액 5.1조원과 영업이익 4,674억원으로 전망

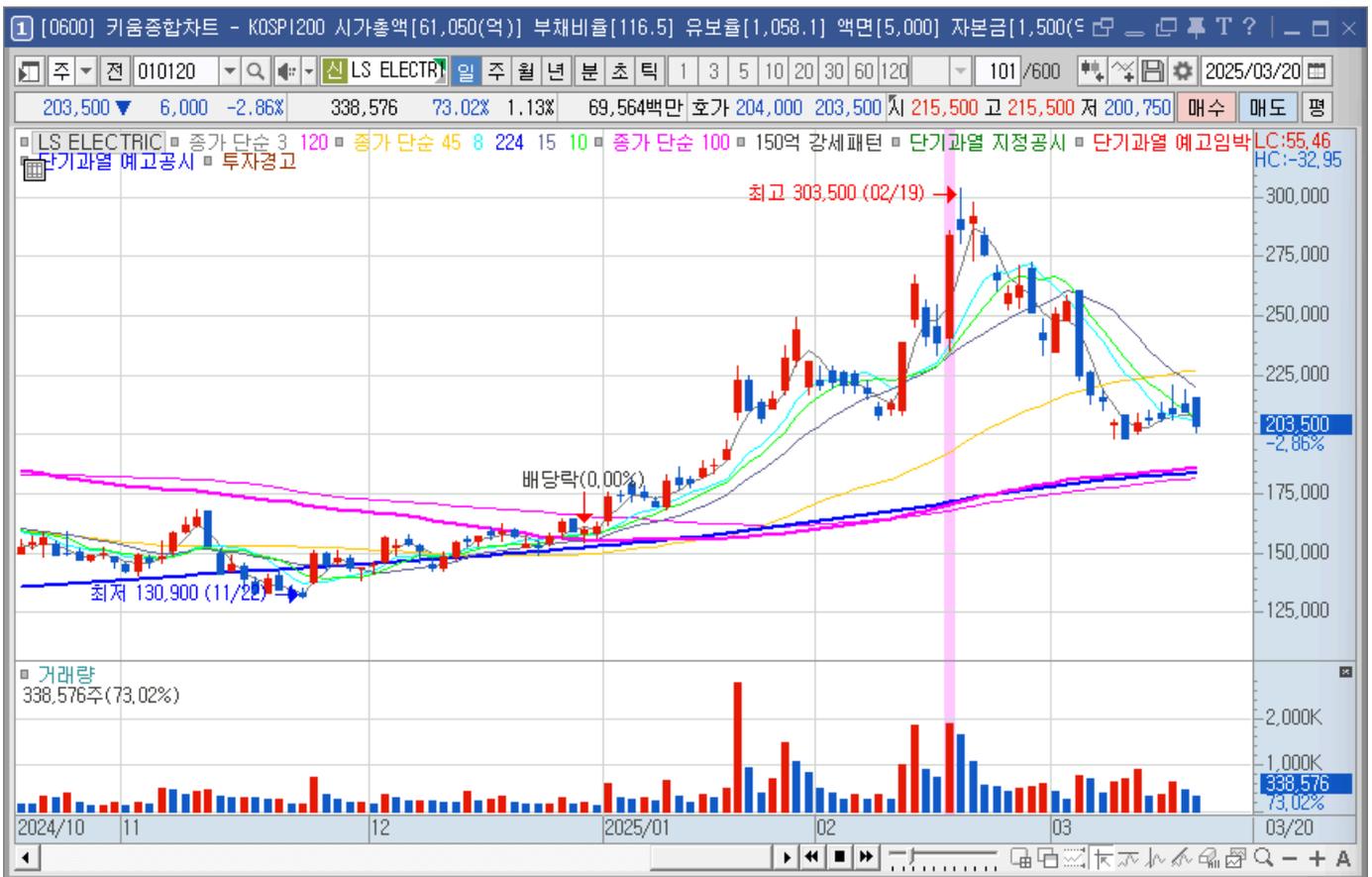
동사에 대해 투자의견 매수와 목표주가 270,000원을 유지한다. 올해 실적은 매출액 5.1조원(+11.6% YoY)과 영업이익 4,674억원(+19.9% YoY)으로 전망한다. 배전반부터 초고압 변압기의 실적이 반영되는 전력 인프라의 견고한 성장으로 외형과 이익 모두 레벨업 할 것으로 예상된다. 분기별로는 미국에서 발생할 신규 매출액이 반영되는 2분기부터 성장 폭이 커지고 하반기 CAPA 증설이 완료되면 한번 더 매출

액과 이익 규모가 높아질 전망이다. 최근 주가는 올해 2월고점 대비 29% 하락했다. AI모멘텀이 약해지고 기타 요인들로 내려왔으나 이번 데이터센터 계약 건이 반등의 계기가 될 것으로 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액	2,668	3,377	4,230	4,552	5,081
영업이익	155	188	325	390	467
영업이익률(%)	5.8	5.6	7.7	8.6	9.2
세전이익	111	127	264	333	402
지배주주지분순이익	85	90	206	239	304
EPS(원)	2,825	3,010	6,865	8,130	10,359
증감률(%)	-0.5	6.6	128.1	18.4	27.4
ROE(%)	5.9	6.0	12.6	13.3	15.2
PER(배)	19.8	18.7	10.7	25.7	20.2
PBR(배)	1.1	1.1	1.3	3.3	3.0
EV/EBITDA(배)	6.6	6.9	6.0	13.0	10.6

자료: LS ELECTRIC, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준



LG화학

올해 1분기 실적, 시장 기대치 크게 상회 전망

[출처] IBK투자증권 이동욱 애널리스트

올해 1분기 영업이익, 전 분기 대비 흑자전환 전망

LG화학의 올해 1분기 영업이익은 1,910억원으로 전 분기 대비 흑자전환하며, 시장 기대치(615억원)를 크게 상회할 전망이다. 주력 사업부문의 실적 개선에 기인한다. 1) 석유화학부문 영업이익은 -737억원으로 전 분기 대비 적자가 감소할 전망이다. 업황의 급격한 변동은 제한되었으나, SM/EO/EG 등 범용 제품에 대한 구조조정 효과가 발생하였고, 자동차용 ABS, SBR, 반도체용 IPA, 아크릴레이트/SAP 등 고부가 제품이 견고한 수익성을 유지하고 있기 때문이다. 또한 고무부문도 수급이 타이트한 가운데 부정적인 래깅 효과 제거로 견고한 수익성이 예상된다. 2) 첨단소재부문 영업이익은 1.255억원으로 전 분기 대비 161.4% 증가할 전망이다. 전 분기 발생한 일회성 비용이 제거되었고, 메탈가 역래깅 효과가 감소하였으며, 양극재 플랜트 가동률 최적화로 인한 고정비 감소 등에 기인한다. 3) 에너지솔루션 영업이익은 1,084억원으로 전 분기 대비 흑자전환할 전망이다. 메탈 가격 하향 안정화에 따른 스프레드 개선이 예상되고, 신규 2170 원통형 배터리 출하(모델Y 주니퍼)가 발생할 전망이며, 전 분기 발생한 약 3천억원 가량의 재고 관련 일회성 비용이 제거되기 때문이다.

올해 당기순이익, 작년 대비 120.9% 증가 예상

동사의 올해 당기순이익은 1조1,055억원으로 작년 대비 114.7% 증가할 것으로 보인다. 이자비용 증가에도 불구하고, 영업적인 측면에서는 ESS 수주 확대, 미국 JV 판매 증가로 인한 AMPC 증가 및 최근 메탈가 반등에 따라 배터리 판가의 추가적인 하락 제한으로 에너지솔루션의 실적 개선이 예상되며, 영업외적으로는 작년 발생한 분리막/아베오의 자산손상평가 등 일회성 비용이 제거될 것으로 전망되기 때문이다.

올해 하반기, 부진했던 PVC 개선 전망

PVC는 올해 하반기 인도의 BIS 규제 시행으로 동사의 주력 수출 시장인 인도에서의 매출 확대가 예상된다. 또한 범용 제품 축소 및 초고중합도(전기차용 충전 케이블) 등 고부가 제품 확대 등도 PVC 수익성 개선에 긍정적으로 작용할 전망이다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	55,250	48,916	55,179	61,003	68,028
영업이익	2,529	917	2,210	3,732	4,743
세전이익	2,498	-268	1,417	2,751	3,626
지배주주순이익	1,338	-691	940	1,824	2,404
EPS(원)	17,090	-8,825	12,004	23,302	30,709
증가율(%)	-27.5	-151.6	-236.0	94.1	31.8
영업이익률(%)	4.6	1.9	4.0	6.1	7.0
순이익률(%)	3.7	1.1	2.0	3.5	4.2
ROE(%)	4.2	-2.1	2.8	5.2	6.5
PER	29.2	-28.3	19.3	9.9	7.5
PBR	1.2	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	9.1	9.6	10.1	8.0	7.0

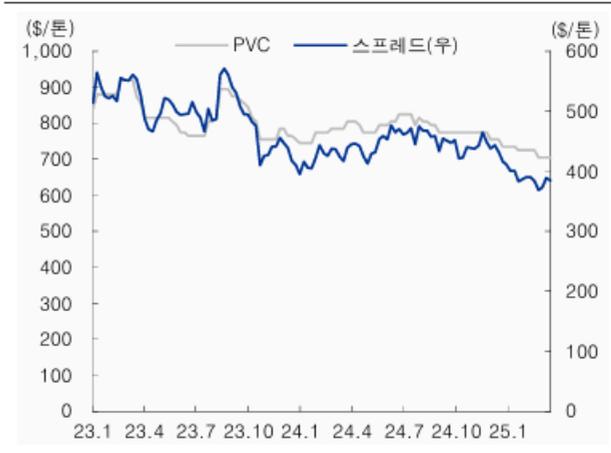
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 국내 ABS 가격 및 스프레드 추이



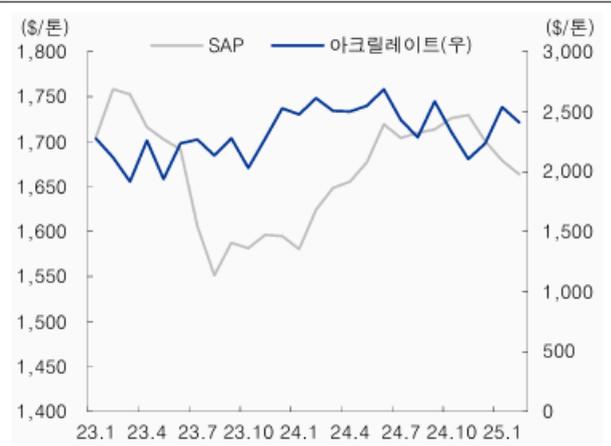
자료: 씨스캠, IBK투자증권

그림 2. 국내 PVC 가격 및 스프레드 추이



자료: 씨스캠, IBK투자증권

그림 3. 국내 SAP/아크릴레이트 가격 추이



자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 4. LG화학 양극재 생산능력 추이/전망



자료: LG화학, IBK투자증권

