

# 2024.12.04.(수) 증권사리포트

오리온

역대 최대 실적 전망

[출처] 키움증권 박상준 애널리스트

4분기 연결기준 영업이익 1,634억원 전망

오리온의 4분기 연결기준 영업이익은 1,634억원(+16% YoY)으로 시장 기대치를 소폭 상회할 것으로 전망된다. 1) 중국/러시아 주요 채널 영업 정상화, 2) 중국/베트남 춘절 물량 선출고, 3) 수출 판매 고성장에 힘입어, '분기' 와 '연간' 기준으로 모두 역대 최대 실적을 기록할 전망이다. 특히, 중국법인은 할인점 영업의 간접화 전환 이후, 간식점/편의점 중심으로 출고가 증가하고 있는 점이 긍정적이고, 러시아법인은 파이 판매 호조와 수출 증가로 추가적인 라인 증설이 필요한 상황으로 판단된다.

가격 인상과 판매량 증가로 실적 개선 흐름 지속 전망

동사는 1) 중국 내수 판매 회복, 2) 한국법인 가격 인상, 3) 러시아법인 및 수출 매출 고성장에 힘입어, 전사 실적 개선 흐름이 지속될 것으로 전망된다. 특히, 한국법인은 카카오 등 원재료 단가 급등을 방어하기 위해, 올해 12/1부터 초코송이 등 13개 제품의 가격을 평균 +10.6% 인상하였다. 만약, 가격 인상에 따른 판매량 감소 영향이 없다면, 한국법인은 매출액이 300억원 이상 증가하면서, 영업이익률이 개선될 것으로 기대된다(1Q25부터 가격인상 효과 본격화 전망).

또한, 한국/베트남/러시아 법인에서 각각 미국/동남아 및 중동/CIS 국가 중심으로 수출이 확대되고 있는 점도 긍정적이다. 전사 매출에서 수출이 차지하는 비중이 6% 수준으로 확대되었고, 미국을 중심으로 글로벌 확장성이 부여되고 있기 때문이다. 특히, 미국 시장은 전반적으로 가격 레벨이 높고, 다른 글로벌 시장에 영향력이 있는 마켓이기 때문에, 글로벌 성장률 제고 측면에서 주목할 필요가 있다.

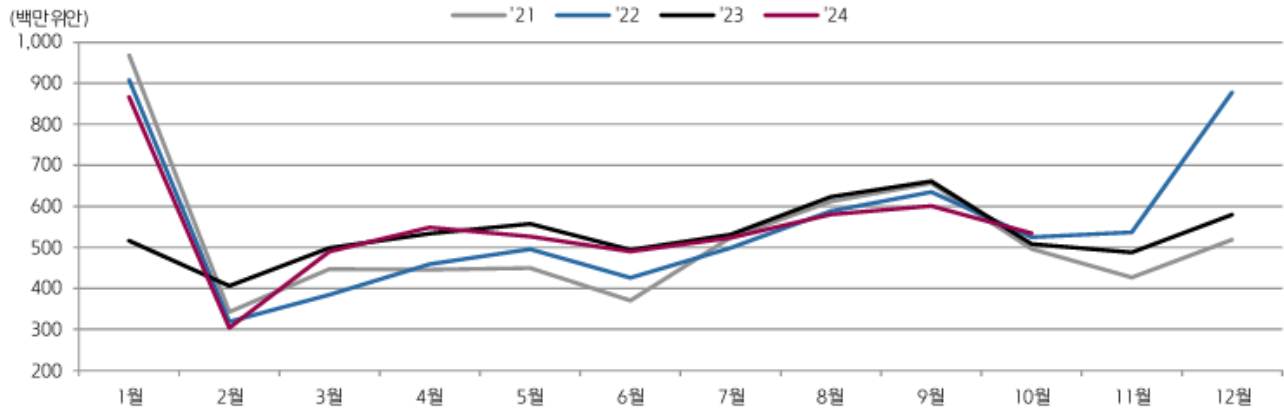
투자의견 BUY, 목표주가 142,000원 유지

오리온에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 142,000원을 유지한다. 동사는 중국 내수 판매 회복, 한국법인 가격 인상, 러시아법인 및 수출 매출 고성장에 힘입어, 전사 실적 개선 흐름이 지속될 것으로 전망된다. 또한, 양호한 현금흐름과 재무상태를 바탕으로 배당성향도 상향될 수 있기 때문에, 향후 주주가치 제고 여력도 높은 것으로 판단된다.

## 투자지표

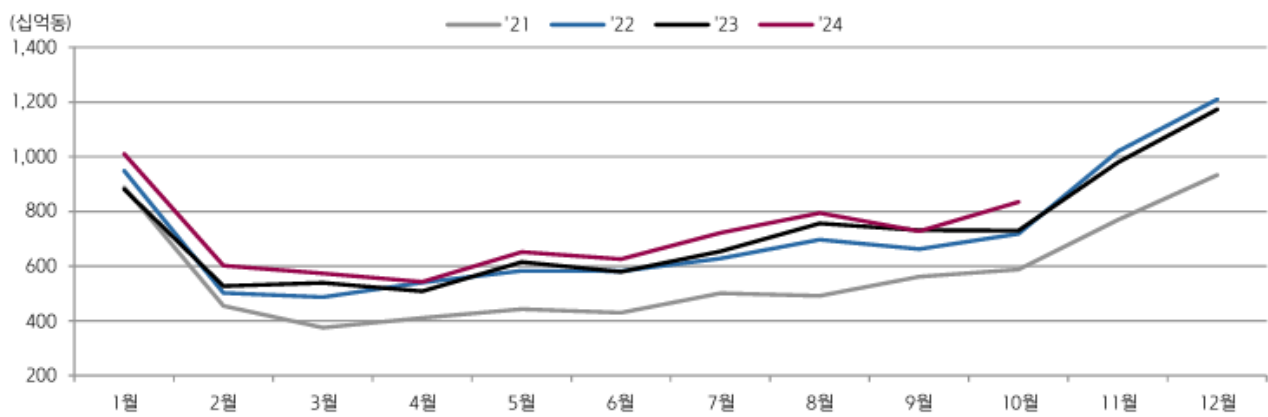
(억원, IFRS **)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,873.2	2,912.4	3,111.2	3,282.0
영업이익	466.7	492.4	547.3	591.3
EBITDA	628.3	649.6	718.2	766.9
세전이익	486.7	520.0	555.8	618.4
순이익	398.3	385.0	405.7	449.3
지배주주지분순이익	392.4	376.6	396.3	440.8
EPS(원)	9,924	9,527	10,025	11,150
증감률(%YoY)	52.2	-4.0	5.2	11.2
PER(배)	12.9	12.2	10.3	9.3
PBR(배)	1.98	1.60	1.29	1.16
EV/EBITDA(배)	6.8	5.5	4.6	3.8
영업이익률(%)	16.2	16.9	17.6	18.0
ROE(%)	16.5	13.9	13.1	13.1
순차입금비율(%)	-33.2	-37.4	-27.2	-35.6

### 오리온 중국법인 월별 매출액 추이



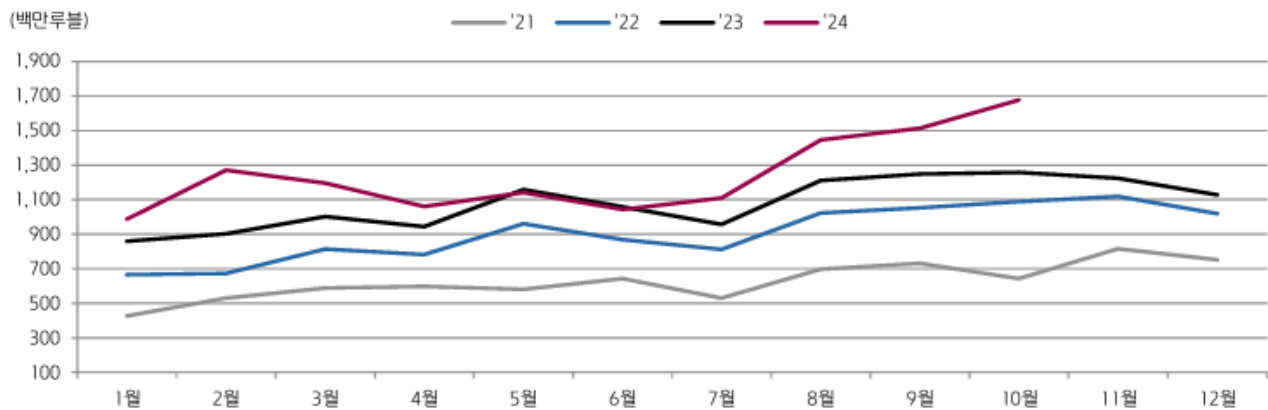
자료: 오리온, 한국은행, 키움증권 리서치

### 오리온 베트남법인 월별 매출액 추이



자료: 오리온, 한국은행, 키움증권 리서치

### 오리온 러시아법인 월별 매출액 추이



자료: 오리온, 한국은행, 키움증권 리서치



HPSP

성장은 이어진다

[출처] DS투자증권 이수림 애널리스트

3Q24 Review: 비메모리향 매출 반등

3분기 실적은 매출액 497억원(+82% QoQ, +19% YoY)과 영업이익 262억원(+117% QoQ, +21% YoY, OPM 53%)으로 2분기를 바닥으로 실적 반등에 성공하였다. 상반기 부재했던 비메모리향 매출이 기여하기 시작했다. 상반기까지는 주요 고객사 1b DRAM향 장비 매출이 큰 부분을 차지했다. 이에 따라 2024년 연간 매출에서 메모리가 차지하는 비중이 50% 이상으로 증가하였다. 해당 고객사는 2023년 3분기부터 DRAM 선단공정에 대한 투자를 본격화하고 있고 내년 상반기에도 공격적인 투자 기조를 유지할 것으로 판단한다.

#### 4Q24 Preview: 분기 최대 매출 달성 전망

4분기 실적은 매출액 603억원(+21% QoQ, +102% YoY)과 영업이익 308억원(+18% QoQ, +169% YoY, OPM 51%)으로 분기 최대 매출을 전망한다. 중국 파운드리 고객사향으로 매출이 시작되면서 비메모리향 매출 증가가 4분기에도 이어지기 때문이다. 종합적으로 주목할 만한 포인트를 두 가지 정도 확인하였다. 1) HPO 장비는 기존 주요 고객사 GAA공정으로 테스트를 진행할 뿐 아니라 최근 메모리 업체 포함 총 4개 회사로 테스트를 확대하였다. 2) 로직/파운드리 뿐 아니라 NAND향 신규 고객사 확장이 2H24부터 가시화되고 있다. NAND 신규 고객사향 공급은 이르면 내년 하반기에 이뤄질 가능성도 배제할 수 없다.

#### 업황 부진, 목표주가 42,000원 하향하나 투자의견 매수 유지

2025년 메모리 고객사들의 장비 Capex는 기존 예상보다 축소될 것으로 전망한다. 다만 선단공정과 궤를 같이 하며, 전방 및 고객사가 다변화 된 동사는 2025년 매출 성장이 가능할 것으로 전망한다. 그 동안 투자자들이 불안해하던 경쟁업체와의 특허 분쟁 리스크 역시 승소로 해소되었고 당분간 동사의 시장 지배력은 견고하게 유지될 것이다. 2025년 매출액은 2,078억원(+19% YoY)과 영업이익 1,073억원(+21% YoY, OPM 52%)으로 전망한다. 최근 전방 고객사들의 수주 둔화에 따라 1H25는 2H24 대비 매출이 둔화될 것이다. 2025년 실적 추정치 하향으로 인해 목표주가를 42,000원으로 하향하나 매수 의견은 유지한다.

#### Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	92	159	179	175	208
영업이익	45	85	95	89	107
영업이익률(%)	49.3	53.5	53.2	50.8	51.7
세전이익	47	87	104	99	109
지배주주지분순이익	35	66	80	76	86
EPS(원)	529	813	971	912	1,043
증감률(%)	67.5	53.8	19.4	-6.1	14.3
ROE(%)	81.4	53.2	34.0	24.2	22.2
PER(배)	n/a	16.4	45.2	27.8	24.4
PBR(배)	n/a	1.4	13.1	6.1	4.9
EV/EBITDA(배)	-1.1	10.4	35.3	18.7	14.7

자료: HPSP, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준



신세계

백화점과 면세점의 변신

[출처] 유안타증권 이승은 애널리스트

백화점 리뉴얼 통한 성장 기대

백화점 부문에서는 10월 총 매출이 전년 동기 대비 3% 감소했다. 구체적으로 카테고리별로 명품은 매출 변화가 없었으며, 패션은 7.5% 감소, 잡화는 8% 감소, 생활 부문은 6% 감소했다. 11월 관리 기준 매출은 1% 감소했으며, 카테고리별로 명품은 7% 성장한 반면, 패션/잡화는 하이 싱글 감소, 생활 부문은 4% 감소한 상황이다.

2025년 2~3월쯤 신세계백화점이 매입한 옛 SC제일은행 본점 건물에 샤넬의 전용 매장을 오픈하고, 강남점 식품관의 리뉴얼을 2025년 5월에 완료함으로써 영업 면적을 확장하고 매출 성장을 기대하고 있다. 또한 중국 소비자들을 유치하기 위한 전략을 추진하고 있다. FIT(개별 여행객)들이 올리브영을 방문하는 트렌드에 맞춰, 올리브영에서 인기있는 K-코스메틱을 백화점에 입점시켰다. 이와 함께 K-팝 콘텐츠와 팬사인회 같은 행사를 개최해 고객들을 끌어들이는 방안을 모색하고 있다.

### 면세점 적자 해소와 비용 절감 노력

면세점 부문에서는 10월 매출이 91억 원(공항 20억 원), 11월 매출이 80억 원(공항 17억 원)으로 집계되었다. 공항 면세점의 적자 문제는 계속되고 있으며, 올해 4분기에는 임차료 상승과 객수 증가로 인해 적자가 더 커질 것으로 예상하고 있다.

이를 해결하기 위해 2025년에 에르메스와 루이비통 같은 고객 단가가 높은 브랜드 매장을 오픈하여 매출 상승과 임차료 부담 완화를 기대하고 있다. 또한, 면세점 사업 비용 절감을 위해 희망퇴직을 진행하고 있다. 공항 면세점의 임차료 문제에 대해서는 합리적 조정을 위해 협상이 진행 중이며, 내년 그랜드 오픈 이후 추가 협상이 가능할 것으로 보인다. 면세점 운영 계약은 2023년 7월 시작해 10년 동안 이어질 예정이며, 미성년자 방문객에 대해 임차료 계산에서 제외를 요청하고 있는 상황이다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	78,128	63,571	64,892	68,000
영업이익	6,454	6,398	5,664	6,317
지배순이익	4,061	2,251	1,766	2,200
PER	5.7	8.7	7.3	5.9
PBR	0.6	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.5	7.0	6.3	5.3
ROE	10.3	5.4	4.1	5.0

자료: 유안타증권



한화오션

특수선 개선 반영, LNG 선에서 확인 필요

[출처] NH투자증권 정연승 애널리스트

특수선 매출 증가를 반영하여, 목표주가 8% 상향



투자의견 Buy 유지하고, 목표주가를 기존 38,000원에서 41,000원으로 8% 상향. 미국 군함 MRO 및 국내외 군함 신조선 수주를 통한 외형 성장 확대를 감안하여, 실적 추정치 소폭 상향. 25년, 26년 영업이익 추정치를 기존 추정치 대비 각각 5%, 3% 상향. 연간 4~5척 정도의 미국 군함 유지보수 사업 매출을 반영 특수선 부문에서 잠수함 건조 매출이 25년부터 증가하는 가운데, 군함 관련 유지보수 매출도 증가하면서 특수선 매출 증가를 기대. 유지보수의 경우, 수익성 측면에서 변수가 있으나, 수요자인 미국의 요청으로 진행된다는 점에서 예상보다 긍정적인 수익성 창출 가능. 특수선 수주 측면에서는 잠수함 해외 수출 기회가 계속 확대되고 있어, 장기적인 관점에서 수주 기회 다수

중장기 조선업 방향성은 양호하나 확인해야 되는 부분은 있다

2025년 국내 조선사 전반에 걸쳐, 높은 선가의 선박들이 건조되면서 매출 및 영업이익 모두 증가하는 사이클 진입. 한화오션은 상대적으로 경쟁사 대비 수익성 개선이 더디었는데, 이는 건조 지연 영향. 2025년에는 건조 지연 영향이 해소되면서 수익성이 개선될 전망이나, 투자자들에 수익성을 입증해야 할 필요가 있음

신조선가는 고점에서 소폭 조정. 국내 조선사의 주력 선종인 LNG선, LPG선을 포함한 가스선에서 약세. LNG선은 발주 증가 기대감이 있으나, 운임 및 용선료 하락으로 선가에 대한 부담 존재. 미국 LNG 개발 확대는 중장기 기회 요인이나, 신조선 발주까지 시차가 존재. 가스선 부문에서 운임 및 선가 상승이 확인돼야 함

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	7,408	10,568	11,756	13,228
증감률		52.4	42.6	11.2
영업이익	-196	158	531	1,000
증감률	적지	흑전	235.7	88.2
영업이익률	-2.7	1.5	4.5	7.6
(지배지분)순이익	160	53	406	880
EPS	757	172	1,324	2,871
증감률	흑전	-77.2	668.1	116.8
PER	33.1	192.6	25.1	11.6
PBR	1.8	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	N/A	26.9	12.8	7.8
ROE	6.3	1.2	8.9	17.1
부채비율	223.4	214.7	191.2	162.1
순차입금	59	160	86	-118

단위: 십억원, %, 원, 배

## LNG선, 가스선 신조선가 및 LNG선(174k) 운임 추이



자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부





## 노브랜드

편안한 성장이 주는 차별화

[출처] DS투자증권 안주원 애널리스트

국내 유일 의류 디자인 플랫폼 하우스

노브랜드(nobland)는 의류 ODM 전문 기업으로 약 60개 바이어들을 대상으로 사업을 영위하고 있다. 원단부터 제품 디자인, 생산까지의 단계에서 동사의 개발 역량을 적용해 고객들에게 제품 기획/디자인을 먼저 제안하며 입지를 높여가고 있다. 전체 매출액에서 디자인 플랫폼 비중이 25%를 차지하고 있으며 매년 비중을 늘려나갈 계획이다. 동사는 니트와 우븐 소재의 의류를 생산하고 있으며 주요 거래처는 GAP, Target, Kohl's, ARITZIA, F&F 등이며 2024년 3분기 누적 기준 미국 매출 비중이 75%로 가장 크다.

여성복에서 의료복, 아웃도어까지 다양한 라인업 확보

동사는 디자인 역량을 기반으로 다양한 바이어들을 확보해가고 있다. 유통채널, 프리미엄, 온라인 브랜드까지 커버하고 있으며 최근에는 프리미엄 브랜드 향 매출 비중이 올라오고 있다. 또한 올해에는 미국 의료복 브랜드인 FIGS도 새롭게 유입되면서 매출처가 다변화되는 중이다. 지난 10월에는 아웃도어 OEM 전문기업을 인수했다. 2023년 기준 연간 매출액 942억원과 영업이익 70억원의 실적을 기록했으며 베트남 CAPA 추가 확보를 통한 오더 증가 대응 및 카테고리 확장 효과가 있을 것으로 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 22,000원 제시

2025년 별도실적은 매출액 6,436억원(+19.5% YoY)과 영업이익 272억원(+34.8% YoY)으로 추정한다. 올해에 이어 GAP, Kohl's, 의료복 및 F&F 등 여러 바이어들로부터 주문을 많이 받으면서 실적 성장이 이루어질 것으로 보인다. 또한 아웃도어 인수효과가 실적에 본격적으로 반영되면 연결 순이익은 200억원 이상 나올 것으로 예상된다. 현재 주가는 2025년 예상 실적 기준 PER 8배에 거래 중이다. 국내 업계 평균 3.6배 대비 높게 형성되어 있으나 1)디자인 하우스 역할에 따른 안정적인 마진 확보, 2) 카테고리 영역

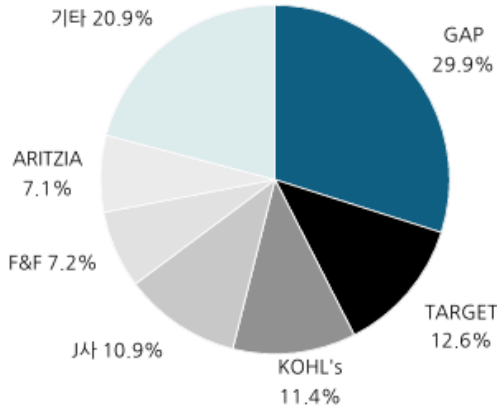
확대로 지속 성장이 가능하다. 바이어들과의 관계에서 동사의 입지를 견고하게 하는 전략을 취하며 경쟁력을 높이고 있으며 본업에 대한 집중도가 큰 부분도 차별화 포인트이다.

#### Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	468	556	453	539	644
영업이익	22	33	8	20	27
영업이익률(%)	4.8	6.0	1.7	3.8	4.2
세전이익	15	38	5	-5	25
지배주주지분순이익	11	29	1	-8	19
EPS(원)	1,669	4,551	108	-898	2,201
증감률(%)	흑전	172.6	-97.6	적전	흑전
ROE(%)	16.9	35.9	0.9	-8.1	18.7
PER(배)	n/a	n/a	n/a	-18.8	7.7
PBR(배)	n/a	n/a	n/a	1.7	1.4
EV/EBITDA(배)	4.8	2.7	11.8	11.8	8.4

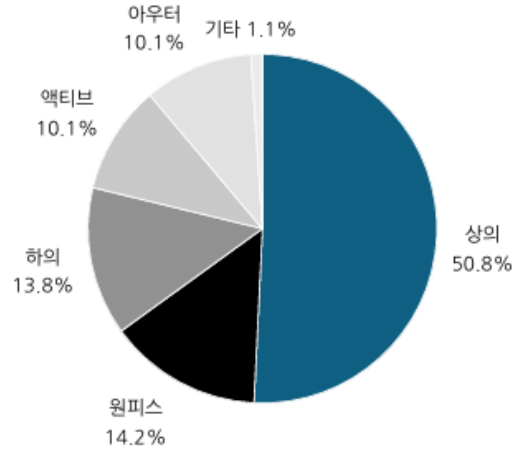
자료: 노브랜드, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

그림2 거래처별 매출 비중



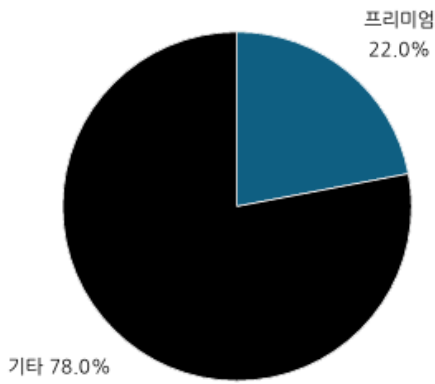
자료: 노브랜드, DS투자증권 리서치센터

그림3 제품별 매출 비중



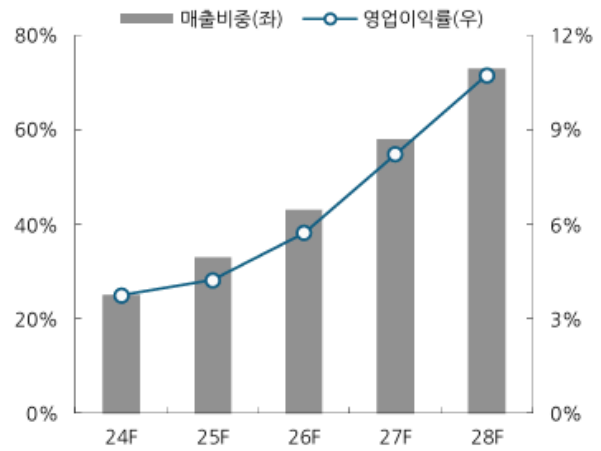
자료: 노브랜드, DS투자증권 리서치센터

그림4 프리미엄 매출 비중



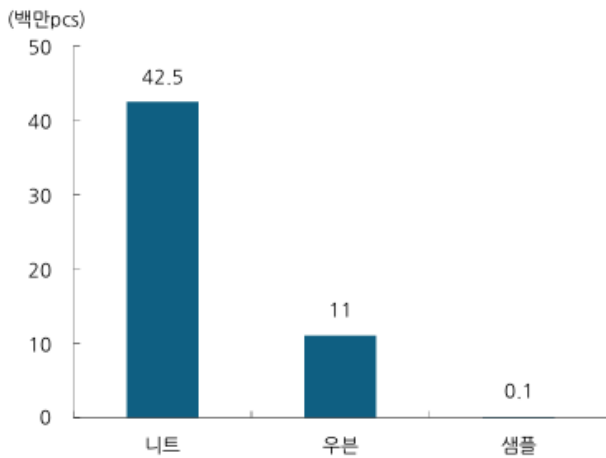
자료: 노브랜드, DS투자증권 리서치센터

그림5 디자인 플랫폼 중장기 매출 비중 목표



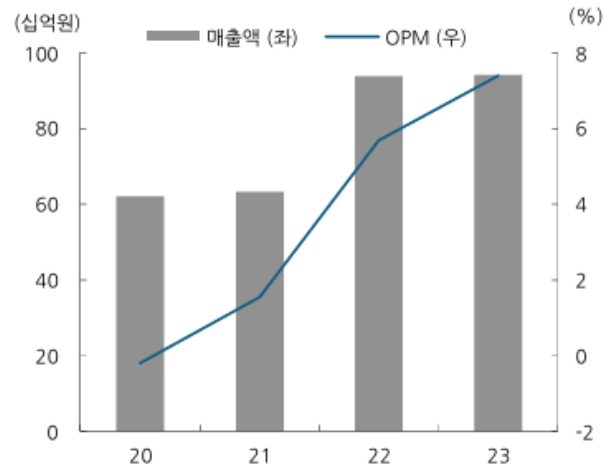
자료: 노브랜드, DS투자증권 리서치센터

그림6 제품별 CAPA



자료: 노브랜드, DS투자증권 리서치센터

그림7 아웃도어 연간 실적 추이



자료: 유니코글로벌아이앤씨, DS투자증권 리서치센터



## 펄텍코리아

### 비수기 해소

#### [출처] 유안타증권 이승은 애널리스트

#### 계절성 해소 가능성 보여준 실적

동사는 3Q24 연결 기준 매출액은 852억원(+20% YoY, -0.3% QoQ), 영업이익은 124억원(+34% YoY)을 기록했다. 화장품 산업이 가지고 있는 특징은 첫 번째는 계절성이 명확하다는 것, 두 번째는 트렌드가 상당히 빠르다는 것이다. 일반적으로 3분기는 비수기이지만, 이번 3분기 실적은 비수기 영향이 줄어든 것을 보여준다. 매출 수주 목표를 초과 달성하고 생산성을 높인 것이 주요 요인이다.

#### 증설과 아웃소싱이 이끈 매출 성장

동사는 예상을 초과하는 수주에 대응하기 위해 두 가지 주요 생산성 향상 전략을 도입했다. 첫 번째는 시설 장치를 연초부터 꾸준히 증설하여 생산 능력을 확대하는 것이었다. 두 번째는 야간 근무와 아웃소싱 인원 확대를 통한 생산성 강화다. 이로 인해 아웃소싱 비용이 23% 증가했지만, 매출과 영업이익이 이를 상쇄하며 성장세를 유지했다. 주요 고객사 중에서 한 대형 고객사의 신제품 출시가 매출을 견인하며, 단가가 높은 제품들의 매출이 증가하여 회사의 수익성에도 긍정적인 영향을 미쳤다. 또 다른 고객사의 경우 일부 제품의 매출 감소가 있었으나, 다른 브랜드의 성장이 이를 보완해 전반적인 안정세를 유지했다.

#### 해외 시장과 향후 전망

2024년 3분기 동사 해외 매출은 전년 대비 20% 성장하며, 매출 비중 역시 확대되었다. 특히 북미 시장에서 스틱 제품을 중심으로 한 주요 브랜드의 성장이 돋보였고, 싱가포르의 신규 고객사 리오더가 매출 증가에 큰 기여를 했다. 이외에도 스페인과 영국의 로컬 브랜드들이 꾸준히 성장하며 해외 매출을 견인했다. 동사는 글로벌 시장에서 직접 영업을 강화하기 위해 9월에 뉴욕 영업 사무소를 개소하여 글로벌 고객사와의 직거래를 확대하고 있다. 이러한 전략을 바탕으로 4분기에도 해외 매출이 성장할 것으로 예상

되며, 2025년에는 전체적으로 12% 성장을 목표로 하고 있다. 회사는 추가적인 시설 증설과 생산성 향상, 새로운 글로벌 고객 확보를 통해 안정적인 성장세를 지속해 나갈 계획이다.

**Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)**

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	2,366	2,845	3,327	3,750
영업이익	265	353	470	540
지배순이익	191	270	350	410
PER	10.9	9.9	12.0	10.3
PBR	1.0	1.1	1.6	1.4
EV/EBITDA	4.6	4.8	6.4	5.6
ROE	9.5	12.0	13.9	14.4

자료: 유안타증권



코스맥스

성장세 피크 없다

[출처] 유안타증권 이승은 애널리스트



#### 4분기에 이어 2025년에도 국내 & 동남아 법인 긍정적인 업황 지속

한국 법인은 1분기, 2분기, 3분기와 유사한 수주 상태를 유지하고 있으며, 고객사의 주문이 슬로우 다운 되는 모습이 전혀 보이지 않고 있다. 작년 4분기의 낮은 기준을 고려할 때, 이번 4분기에는 전년 대비 약 30% 이상의 성장을 달성할 것으로 예상된다. 2025년에는 수주 현황을 바탕으로 높은 성장 기조를 유지할 것으로 예상된다. 회사 내부적으로는 약 15-20%의 성장률을 목표로 설정하고 있다.

상해 법인은 온라인 고객사들의 광군절 판매 성과에 따라 영향을 받겠지만, 연말까지는 보수적인 전망이 유지될 것으로 보인다. 4분기에는 약 15-20% 정도 매출 역성장이 예상된다. 광저우 법인은 4분기에 역성장폭이 둔화될 것으로 예상된다. 2025년은 중국 시장의 상황에 따라 유동적이지만, 비용 절감과 구조 조정의 효과로 인해 일부 회복 가능성이 있을 것으로 예상된다.

미국 법인은 4분기에 역성장을 이어갈 것으로 예상된다. 현재 수주 상황을 고려했을 때, 내년 하반기에 수주가 매출로 가시화될 가능성이 있으며, 리드 타임이 약 10~12개월 정도 소요되기 때문에 2025년 상반기에는 큰 변화가 없을 것으로 보인다. 2025년 하반기부터는 수주가 매출로 이어지면서 성장세가 회복될 가능성이 있다.

동남아시아 지역은 2년 이상 고성장세를 이어가고 있으며, 4분기에 강한 성장세를 지속할 것으로 보인다. 특히 인도네시아와 태국은 높은 마진을 달성하고 있어 수익성 측면에서 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 탑라인 기준으로 인도네시아는 25% 이상, 태국은 40% 이상의 성장을 달성할 수 있을 것으로 보인다. 2025년 동남아시아 시장은 성장 기조를 유지할 것으로 예상되며, 특히 수익성 측면에서 중요한 기여를 지속할 것으로 보인다.

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	16,001	17,775	20,683	23,800
영업이익	531	1,157	1,722	2,000
지배순이익	208	571	869	1,180
PER	37.2	20.1	17.4	12.8
PBR	1.3	3.2	3.5	2.8
EV/EBITDA	9.5	8.9	8.1	6.8
ROE	3.6	12.1	21.8	24.2

자료: 유안타증권

