

# 2025.01.23.(목) 증권사리포트

오로스테크놀로지

4Q24 Preview : 업황을 타지 않는 견조한 장비 라인업

[출처] 유진투자증권 임소정 애널리스트

4분기 실적은 매출 247억(YoY +31%, QoQ +48%), 영업이익 54억(YoY +31%, QoQ +48%)을 기록할 것으로 전망. 신규 국내 고객사향 후공정 장비 매출 비중이 늘어나는 가운데 새로이 개발한 전공정 장비가 기존 고객사에 견조하게 납품되는 흐름 지속.

2025년 실적은 매출 692억원(YoY +21%), 영업이익 165억원(OPM 24%)으로 이전 추정치 대비 상향. 레거시 메모리향 투자가 올해 적극적이지는 않을 것으로 전망, 이에 따라 전공정 장비 일부 모델 출하가 더딜 수 있으나 하이엔드 제품 제조에 쓰이는 장비 모델의 견조한 매출이 이를 상쇄할 것. 뿐만 아니라 HBM 제조에 쓰이는 후공정 장비의 신규 고객사 확보 기대감 확대.

차세대 주력 장비로 개발해왔던 Thin Film 장비가 올해 하반기 기존 고객사향으로 쉐 테스트 예정, 새로운 매출처 기대감 유효. 미국과 국내 이외의 글로벌 고객사 확보를 통한 성장이 기대되는 한 해. 투자의견 BUY 유지 및 목표주가 32,000원으로 상향(12M Fwd EPS에 Peer M/I 장비사 P/E 20% 할인)

도표 1. 오로스테크놀로지 세부 실적 추정

| (십억원, %)      | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24  | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24F | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|---------------|------|------|------|------|-------|------|------|-------|------|------|-------|-------|
| <b>매출액</b>    | 7    | 7    | 13   | 19   | 4     | 12   | 17   | 25    | 35   | 46   | 57    | 69    |
| YoY           | -30% | 36%  | 86%  | 40%  | -45%  | 70%  | 31%  | 31%   | -10% | 29%  | 26%   | 21%   |
| QoQ           | -48% | 2%   | 80%  | 48%  | -80%  | 214% | 38%  | 48%   |      |      |       |       |
| <b>영업이익</b>   | -2   | -3   | 3    | 5    | -6    | -1   | 2    | 5     | -3   | 2    | 1     | 17    |
| OPM           | -30% | -40% | 22%  | 24%  | -157% | -4%  | 15%  | 22%   | -9%  | 5%   | 2%    | 24%   |
| YoY           | -30% | 36%  | 86%  | 40%  | 적지    | 흑전   | 31%  | 31%   | 적전   | 흑전   | -41%  | 1090% |
| QoQ           | -48% | 2%   | 흑전   | 48%  | 적전    | 흑전   | 38%  | 48%   |      |      |       |       |
| <b>영업외손익</b>  | 0    | 1    | 1    | 0    | 1     | 0    | 0    | 0     | 0    | 1    | 1     | -4    |
| <b>순이익</b>    | -2   | -2   | 3    | 4    | -5    | 0    | 3    | 5     | -3   | 3    | 2     | 13    |
| NPM           | -27% | -31% | 26%  | 22%  | -140% | -3%  | 17%  | 21%   | -8%  | 7%   | 4%    | 19%   |
| YoY           | 39%  | -34% | 흑전   | 98%  | 적지    | 적지   | -15% | 23%   | 적전   | 흑전   | -34%  | 475%  |
| QoQ           | 적전   | 적지   | 흑전   | 25%  | 적전    | 적지   | 흑전   | 79%   |      |      |       |       |
| <b>EPS(원)</b> |      |      |      |      |       |      |      |       | -318 | 361  | 238   | 1,368 |
| YoY           |      |      |      |      |       |      |      |       | 적전   | 흑전   | -34%  | 475%  |

자료: 오로스테크놀로지, 유진투자증권



카카오

신작 경쟁력이 주요 변수

[출처] 키움증권 김진구 애널리스트

동사 목표주가에 대한 하향

동사 목표주가를 기존 4.7만원에서 4.5만원으로 하향한다. 동 목표주가 산출은 밸류에이션 기준을 25E로 이전하여 본사 및 기타 사업부문 적정가치 3.7조원, 커머스 사업부문의 적정가치 5.6조원,페이 지분가치 1.3조원, 은행 지분가치 1.4조원, 모빌리티 지분가치 3.0조원, 엔터테인먼트 지분가치 3.8조원, Kakao Piccoma 지분가치 0.9조원 및 게임즈 지분가치 0.5조원을 합산했다. 커머스 사업부문의 성장성 둔화를 감안하여 타겟 멀티플을 기존 20배에서 17.5배로 조정했고 카카오엔터테인먼트 유료 콘텐츠 사업부문의 확장성 부족을 감안해 타겟 멀티플을 기존 30배에서 25배로 조정해 적정 사업가치를 산정하였다.

### 세그먼트별 이슈 및 포인트

동사는 다수 세그먼트별 비즈니스 영위를 통해 수년간 성장성을 확보해 왔지만 이젠 그로스가 노멀라이즈되는 모습을 보이고 있으며 주요 캐시카우인 광고와 커머스 사업부문의 그로스 저하도 확인되고 있다. 이제 본질적으로 기업가치를 높이고 중장기 재무적 실적을 동인하기 위해서는 경쟁력이 높은 신규 버티컬 서비스에 대한 진입이 요구되며 이를 통한 유저 트래픽과 인게이지먼트 강화로 광고와 구독경제를 포함한 포괄적 사업적 기회 창출을 가시화해야 할 것이다. 카카오 픽코마 경우도 최근 일본시장에서 경쟁강도 강화에 따른 마진을 회복을 도모해야 하는 과제가 존재하며 이와 함께 탑라인에 대한 지속 증가도 필요한 상황이다. 또한 글로벌 빅테크가 AGI를 타겟하는 추론과 예측 기반의 LLM 및 서비스 준비를 시도해 관련 구독경제가 확산될 수 있는 상황은 AI 비즈니스에 대한 동사 경쟁 입지를 약화시킬 수 있는 변수로 작용할 수 있음을 부연 제시한다.

### 4분기 실적 및 주요 포인트

동사 4Q24E 매출액과 영업이익은 각각 1조 9,705억원과 1,283억원으로 영업이익률 6.5%를 기록하면서 제한적인 실적을 기록할 것으로 예상된다. 광고와 커머스에서 계절적 성수기 효과로 톱비즈 사업부문 매출은 전분기대비 10.3% 증가하여 플랫폼부문 매출 성장을 견인할 것으로 예상되나 콘텐츠부문 매출이 전분기대비 3.1% 감소하는 등 세그먼트 믹스 변수로 탑라인 성장이 제한적인 모습을 보일 것으로 관측된다.

### 투자지표

| (십억원, IFRS 연결) | 2022    | 2023     | 2024F   | 2025F   |
|----------------|---------|----------|---------|---------|
| 매출액            | 6,798.7 | 7,557.0  | 7,885.1 | 8,600.0 |
| 영업이익           | 569.4   | 460.9    | 513.1   | 705.0   |
| EBITDA         | 1,150.8 | 1,221.5  | 1,372.0 | 1,560.1 |
| 세전이익           | 1,268.9 | -1,648.2 | 572.7   | 815.5   |
| 순이익            | 1,067.0 | -1,816.7 | 332.4   | 610.1   |
| 지배주주지분순이익      | 1,358.0 | -1,012.6 | 401.1   | 556.1   |
| EPS(원)         | 3,049   | -2,276   | 904     | 1,254   |
| 증감률(% YoY)     | -2.3    | 적전       | 흑전      | 38.6    |
| PER(배)         | 17.4    | -23.9    | 42.2    | 29.1    |
| PBR(배)         | 2.37    | 2.47     | 1.66    | 1.49    |
| EV/EBITDA(배)   | 21.5    | 20.9     | 13.1    | 10.8    |
| 영업이익률(%)       | 8.4     | 6.1      | 6.5     | 8.2     |
| ROE(%)         | 13.6    | -10.3    | 4.0     | 5.3     |
| 순차입금비율(%)      | -17.9   | -19.2    | -20.8   | -23.0   |



답노이드

단기는 보안/IT, 장기는 의료에서 비전 제시

[출처] 상상인증권 하태기 애널리스트

주요 포트폴리오가 의료AI, 보안AI, IT검사로 안정적이다

딥노이드는 AI기반 영상판독 솔루션 기술로 의료(병원), 보안(공항/항만), IT제조업 검사장비 솔루션을 주요 사업으로 하고 있다. 사업포트폴리오가 다변화되어 있어 기업 안정성이 높다. 2024년 매출액은 110억 원으로 전년대비 458% 증가한 것으로 추정된다. 2024년 기준 매출비중은 의료AI 4%, 보안AI 9%, 검사장비솔루션 73% 등이다. 2025년에는 의료AI와 보안AI 등이 고성장하면서 전체 매출이 79.1% 증가한 197억 원으로 전망된다.

의료AI에 대한 장기성장 기대가 크다

의료AI 매출이 아직 규모는 작지만 미래 성장잠재력에 대한 기대가 크다. 주요 제품/서비스로는 뇌동맥류 진단보조 AI 솔루션 딥뉴로(DEEP: NEURO), 흉부 XRay 영상 진단 보조 딥체스트(DEEP: CHEST), 저선량 흉부 CT 관련 솔루션 딥렁(DEEP: LUNG) 등이 있다. 이미 딥뉴로는 비급여로 매출이 발생(소액)하고 있고, 딥체스트는 식약처허가로 병원에 판매 중이다. 딥렁은 대형 검진센터에 테스트를 마치는 대로 매출이 발생할 전망이다. 2025년내에 거대언어모델(LLM) 기반 자동판독문 생성 솔루션(M4CXR)를 출시, 매출을 증가시킨다는 계획이다. 판독문 서비스의 성장 잠재력을 크게 보고 있는 상황이다

국내외 보안AI, IT 제조검사 매출도 급성장 중이다

의료AI 이외에도 국내, 동남아 공항의 보안AI 서비스(딥시큐리티)와 AI기반 IT제조검사 장비 솔루션(딥팩토리), 두 사업 등에서 2024년에 매출이 90억 원 내외로 추정되고, 2025년에는 130억 내외로 성장할 전망이다. Cash Cow 역할이 기대된다.

Financial Data

|       | 매출액<br>(십억원) | 영업이익<br>(십억원) | 순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | PER<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | PBR<br>(배) | ROE<br>(%) | 배당수익률<br>(%) |
|-------|--------------|---------------|--------------|------------|------------|------------------|------------|------------|--------------|
| 2022  | 3            | -6            | -5           | -270       | -10.2      | -7.8             | 2.6        | -45.0      | n/a          |
| 2023  | 2            | -7            | -7           | -305       | -35.4      | -34.7            | 4.4        | -36.3      | n/a          |
| 2024E | 11           | -10           | -9           | -840       | -7.2       | -25.9            | 3.7        | -41.3      | n/a          |
| 2025E | 20           | -2            | -1           | -121       | -49.5      | 14.3             | 4.1        | -7.8       | n/a          |
| 2026E | 29           | 5             | 6            | 543        | 11.1       | 5.5              | 3.0        | 30.8       | n/a          |

자료: KIFRS연결기준, 상상인증권

표 1 생성형 AI 판독 솔루션 국내외 시장

국내 연간 진단 시장 현황 (비급여 제외) 판독료 기준 연간 5천억시장



미국 연간 뇌질환 진단 시장 현황

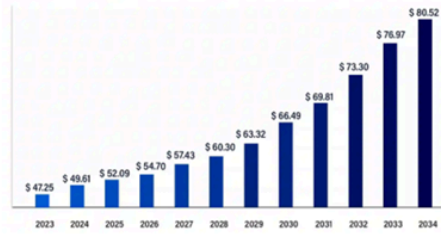


출처: Precedence Research 2024

자료: 딥노이드

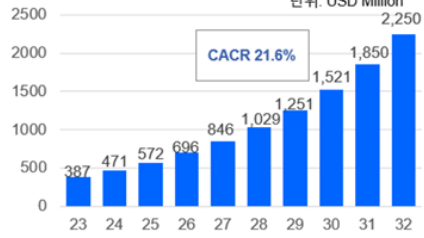
글로벌 의료영상이미징 시장 규모

단위: USD Billion



글로벌 AI 기반 X-ray 이미징 솔루션 시장 규모

단위: USD Million





하나금융

4분기 실적 컨센서스 상회 예상. 밸류업 우려도 약화될 것

[출처] 하나증권 최정욱 애널리스트

4분기 순익 컨센서스 상회 예상. 주목해볼만한 시기가 됐다. 업종내 최선호주 유지

하나금융에 대한 투자 의견 매수와 목표주가 82,000원을 유지. 4분기 추정 순익은 약 5,760억원으로 YoY 30% 증가해 컨센서스를 상회할 것으로 전망. 원/달러 환율 상승에 따른 외화환산손실이 세전 약 1,400억원, CRE 및 PF 추가 총당금도 약 1,500~2,000억원 정도 발생이 예상되면서 실적이 컨센서스를 하회할 것이라는 우려가 크지만 시중금리 하락에 따른 유가증권관련익이 상당폭 발생해 이를 대부분 상쇄할 것으로 추정되기 때문. 4분기에도 3분기에 이어 원화대출이 -1.5% 역성장 예상. 그러나 NIM은 QoQ 3bp 상승해 은행 중에서 4분기 NIM이 가장 양호할 것으로 전망. 4분기 NIM 호조에는 일부 일회성 요인도 작용했지만 정기예금 롤오버에 따른 수신금리 하락 영향이 상당부분 기여하고 있는 것으로 추정됨. 하나금융은 업종내 대표적인 환율민감주로 인식되고 있으며, 4분기 중 큰폭의 원/달러 환율 상승으로 인해 주주환원 추가 확대 여부에 대한 의구심이 커지며 주가가 약세를 보여 왔음. 그러나 실적이 양호한데다 CET 1 비율도 주주환원 확대에 필요한 13% 수준을 유지할 수 있을 것으로 예상되며, 한동안 고공행진을 보여 왔던 환율도 트럼프 취임 이후 점차 안정화될 것으로 기대된다는 점에서 주목해볼만한 시기가 됐다고 판단. 업종내 최선호주로 계속 유지

예단하기 어렵지만 연말 CET 1 비율 13% 유지 전망. 주주환원 추가 확대 기대

동사의 3분기말 CET 1 비율은 13.17%로 원/달러 환율 상승과 자사주 매입 등에 따른 하락 요인, 여기에 예상 기말배당까지 감안할 경우 연말 CET 1 비율이 밸류업 공시상 주주환원 확대에 필요한 13.0%를 상회하지 못할 수도 있다는 우려가 큰 상황. 다만 1) 금융당국이 해외법인 출자금의 경우 환율 변동에 따른 시장리스크 증가분을 RWA에서 제외하기로 하면서 환율에 따른 자본비율 하락 영향이 다소 축소될 것으로 예상되는데다 2) 4분기 대출 역성장 및 위험가중치가 높은 자산의 매각 등 적극적인 RWA 관리 노력이 예상되며, 3) 시중금리 하락으로 FV-OCI 분류 유가증권의 기타포괄손익누계액 증가 등이 기대된다는 점에서 예단하기는 어렵지만 주주환원 확대에 필요한 CET 1 13%를 유지할 수 있을 것으로 전망. 따라서 결산 실적에서 발표할 자사주 매입/소각 규모도 전년동기 3,000억원보다 더 늘어나는 약 3,500~4,000억원 수준이 될 수 있을 것으로 추정. 우리는 동사의 2025년 총주주환원율을 43.3%(총 자사주 매입/소각 규모 6,500억원), 2026년은 47.2%로 상승할 것으로 기대

환율 우려가 외국인들에 더 큰 영향. 우려 완화시 외국인 매수세 빠르게 재유입될 듯

비상계엄 사태 이후 외국인 대량 매도의 직격탄을 맞았던 KB금융은 1월 이후 외국인이 순매수로 전환된 상태인 반면 같은 밸류업 선도주였던 하나금융은 1월에도 600억원 이상 순매도 중. 환율 우려가 국내 기관보다는 외국인들에 더 크게 영향을 미치고 있는 것으로 보임. 따라서 환율이 안정화될 경우에는 외국인 매수세도 빠르게 재유입될 것으로 기대. 2대주주인 캐피탈그룹은センチ멘트가 크게 위축된 12월에도 동사 지분을 1.12%p 늘린 바 있음

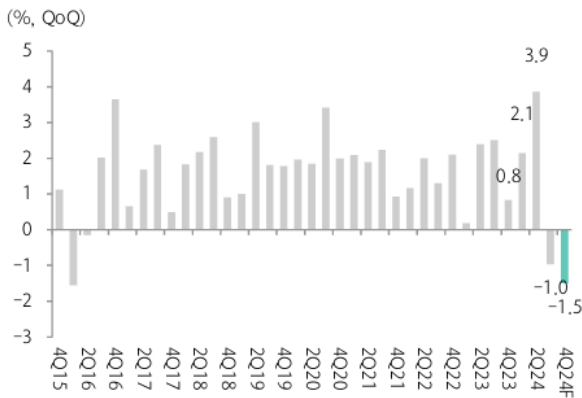


## Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

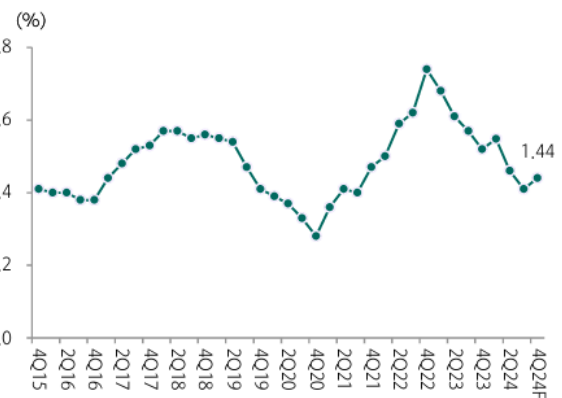
| 투자지표  | 2022    | 2023    | 2024F   | 2025F   |
|-------|---------|---------|---------|---------|
| 총영업이익 | 10,160  | 10,816  | 10,826  | 11,023  |
| 세전이익  | 4,943   | 4,681   | 5,145   | 5,250   |
| 지배순이익 | 3,571   | 3,422   | 3,802   | 3,927   |
| EPS   | 12,067  | 11,704  | 13,406  | 13,846  |
| (증감율) | 2.7     | -3.0    | 14.5    | 3.3     |
| 수정BPS | 123,609 | 135,138 | 150,221 | 164,067 |
| DPS   | 3,350   | 3,400   | 3,500   | 3,650   |
| PER   | 3.5     | 3.7     | 4.2     | 4.2     |
| PBR   | 0.34    | 0.32    | 0.38    | 0.36    |
| ROE   | 10.1    | 9.0     | 9.3     | 8.9     |
| ROA   | 0.7     | 0.6     | 0.6     | 0.6     |
| 배당수익률 | 8.0     | 7.8     | 6.2     | 6.3     |

도표 2. 하나은행 대출성장을 추이 및 전망



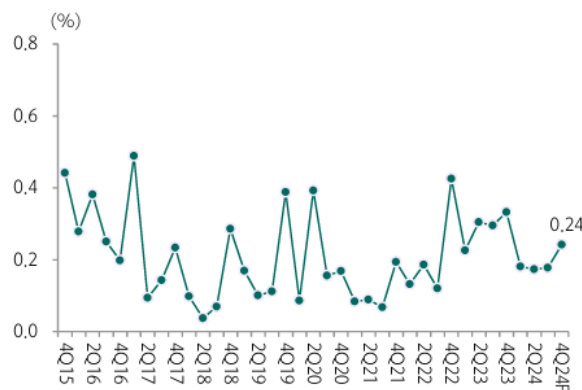
주: 전분기 대비 증가율  
자료: 하나증권

도표 3. 하나은행 NIM 추이 및 전망



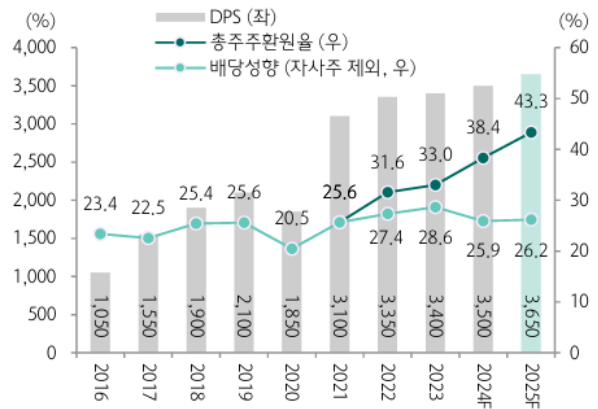
주: 분기 NIM 기준  
자료: 하나증권

도표 4. 하나금융 총자산대비 대손비용률 추이 및 전망

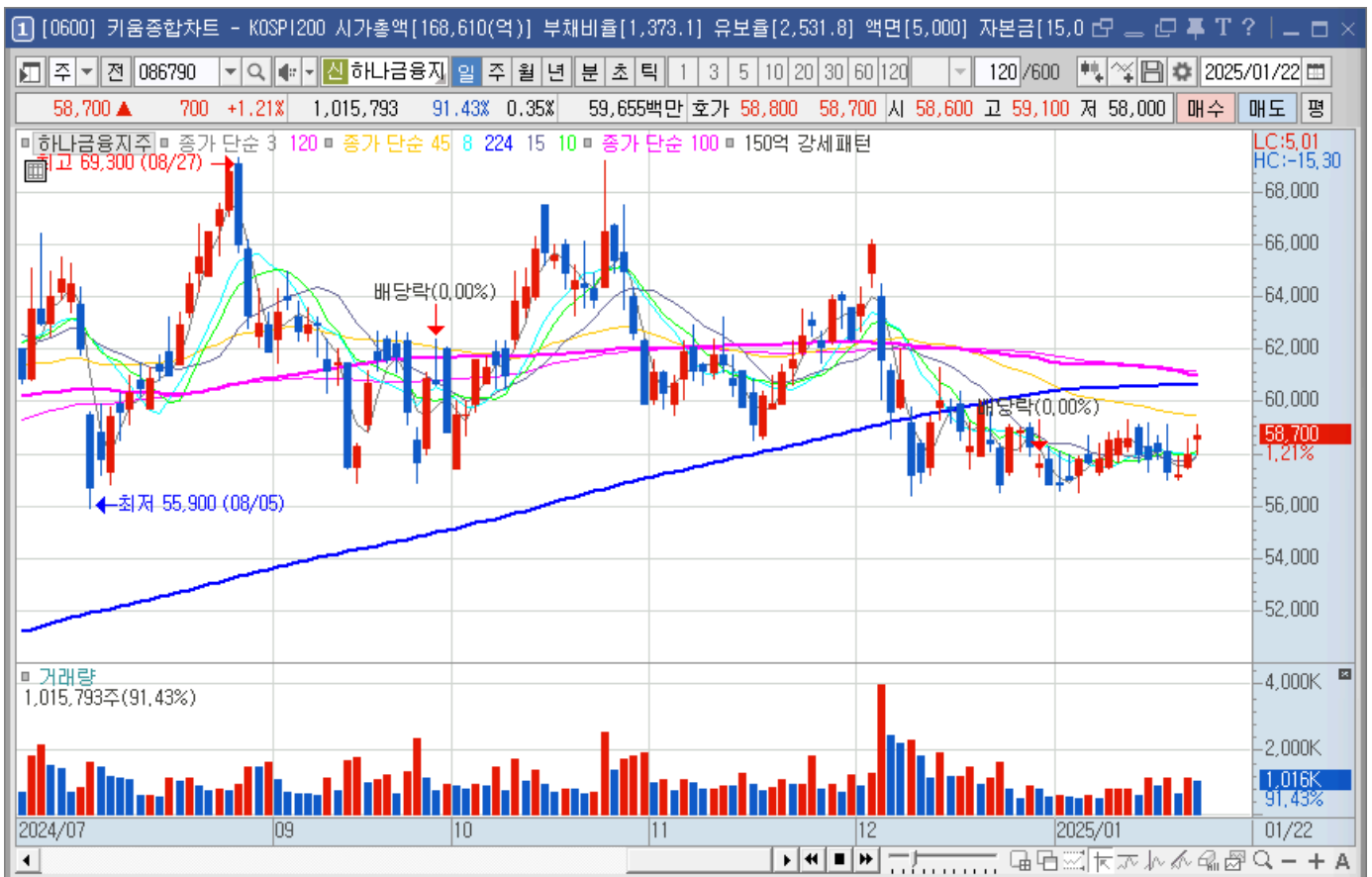


주: 총자산대비, 분기 기준, 분기 연율화 기준  
자료: 하나증권

도표 5. 하나금융 총주주환원율 추이 및 전망



주: 2025F 총주주환원율은 6,500억원의 자사주 매입·소각 가정  
자료: 하나증권



삼영  
 2025년 신공장 효과에 주목할 시점  
 [출처] 하나증권 김성호 애널리스트  
 2025년 초 신공장 가동 예정

삼영의 기대 모멘텀인 신공장 가동이 1월 말부터 본격화될 것으로 기대된다. 일반전자기기용 6 $\mu$ m을 메인으로 생산했던 구공장 CAPA는 매출액 기준 연간 430억원 규모이며 신공장은 약 250억원 규모로 예상된다. 해당 CAPA는 전체 제품 ASP 기준 산출된 수치로 실제 추가되는 증설 효과는 더욱 클 것으로 판단된다. 이유는 6 $\mu$ m 커패시터 필름(3Q24 기준 평균 ASP 5,842원/KG) 대비 3.5, 2.3 $\mu$ m 필름은 높은 기술력 및 쇼티지 현상으로 2~3배 수준의 높은 판가 적용이 예상되기 때문이다. 1월 말부터 생산라인 가동이 시작된다면 수율 및 업체 테스트 기간 고려 시 늦어도 연내 하반기부터는 신공장 효과가 실적에 반영 가능하다. 사업 구조는 기존과 동일하게 국내외 증착업체, 콘덴서 업체 향 납품될 것으로 예상되며 End-User 기준 다수의 국내외 완성차 업체 향 커패시터 필름 공급이 이루어질 전망이다. 신공장의 경우 3.5, 2.3 $\mu$ m 필름을 메인으로 생산할 예정이지만 본격 생산은 고객사 향 납품이 가시화될 것으로 예상되는 연내 하반기이기에 그 전까지 6 $\mu$ m 필름을 추가 생산할 수 있는 여력이 존재한다. 쇼티지 현상이 지속되고 있는 6 $\mu$ m CAPA 대응이 가능하며 신제품 믹스 효과로 높은 판가와 고수익성 시현이 예상되는 신공장 가동 타임라인이 기대되는 이유이다.

하방에 대한 우려보다는 상방에 대한 기대 포인트 체크 필요

커패시터 필름의 수익성 개선 효과는 2024년 실적에서 확인 가능하다. 3Q24 누적 실적 매출액 940억원, 영업이익 71억원을 시현하였는데 영업이익단에서 YoY +46.5%의 성장을 시현했다. 기존 적자 사업부인 PE랩, 우유팩 사업부 실적이 포함된 3Q23 누적 영업이익이 28억원이었다는 점을 감안하면 실제로는 YoY +153.6%로 큰 폭의 성장이 나타났다. 2025년에는 연결 사업부의 개선 및 하이브리드용 커패시터 필름 실적의 반영으로 EPS의 상승이 예상된다. 기존 OPP 사업부의 경우 연간 20억원 수준의 감가상각비 발생이 지속되었으나 2025년은 관련 비용이 유의미하게 발생하지 않을 전망으로 영업이익 확대 효과가 가능하다. 또한 커패시터 필름 생산 사업부인 PPC의 경우 3Q24 기준 수출 비중이 80% 이상으로 기존 대비 상승한 환율 효과도 긍정적으로 반영 예상된다. 현재 북미 전기차 시장 정책 관련 변동성이 존재하지만, 삼영은 일반전자기기 향 6 $\mu$ m만으로도 실적 개선을 시현하고 있으며 현재 순수/하이브리드 전기차 필름 물량은 Pilot 수준으로 전체 CAPA의 1% 미만 수준으로 추정된다. 이에 따라 신공장 하이브리드 물량의 실적 반영은 전기차/하이브리드 전방 시장의 하방에 대한 우려보다는 전사 실적에 상방으로 작용할 가능성이 높다는 판단이다. 삼영의 2025년 연결 실적은 매출액 1,534억원(YoY +15.3%), 영업이익 167억원(YoY +72.2%)로 예상한다. 신공장 라인 수율의 점진적 개선 감안하였으며 고객사 향 납품이 기대 대비 빠르게 이루어진다면 추가적인 실적 개선 가능할 전망이다. 6 $\mu$ m 커패시터 필름의 글로벌 쇼티지 현상은 단기간 해소가 어려울 것으로 보이기에 타 사업부의 본업 회복과 함께 외형 확대 유지를 예상하며 커패시터 필름 사업의 비중 상승과 신공장 효과로 OPM 성장 기대한다.

## Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

| 투자지표      | 2020  | 2021    | 2022   | 2023  |
|-----------|-------|---------|--------|-------|
| 매출액       | 118   | 133     | 135    | 123   |
| 영업이익      | 1     | 3       | 3      | 6     |
| 세전이익      | 1     | 3       | 3      | 13    |
| 순이익       | 0     | 3       | 3      | 19    |
| EPS       | 6     | 102     | 79     | 548   |
| 증감률       | 흑전    | 1,600.0 | (22.5) | 593.7 |
| PER       | 432.5 | 29.4    | 30.5   | 8.2   |
| PBR       | 2.0   | 2.1     | 1.6    | 2.2   |
| EV/EBITDA | 14.5  | 14.6    | 13.0   | 14.8  |
| ROE       | 0.5   | 7.1     | 5.2    | 27.9  |
| BPS       | 1,298 | 1,434   | 1,525  | 2,051 |
| DPS       | 0     | 0       | 0      | 20    |





## 코스맥스

올해도 고성장 구가 전망

[출처] NH투자증권 정지윤 애널리스트

아직 중국의 회복은 반영하기도 전

투자의견 Buy 유지하고, 목표주가를 21만원(기존 20만원)으로 상향. 코스맥스의 2025년 연결기준 매출액 2조4,236억원(+14% y-y), 영업이익 2,180억원(+25% y-y) 전망. 중국 법인의 회복이 밋밋하다고 가정해도 국내, 동남아의 고성장으로 현재 밸류에이션 부담 크지 않다고 판단. 2분기부터 중국 회복이 추가 실적 상향 요소로 작용할 수 있겠으며, 중국 로컬 브랜드를 생산하는 만큼 내수 진작에 더해 가성비를 내세운 C-뷰티 브랜드의 인접국 수출 확대도 기대 요인

## 4Q24 Preview: 컨센서스 부합 예상

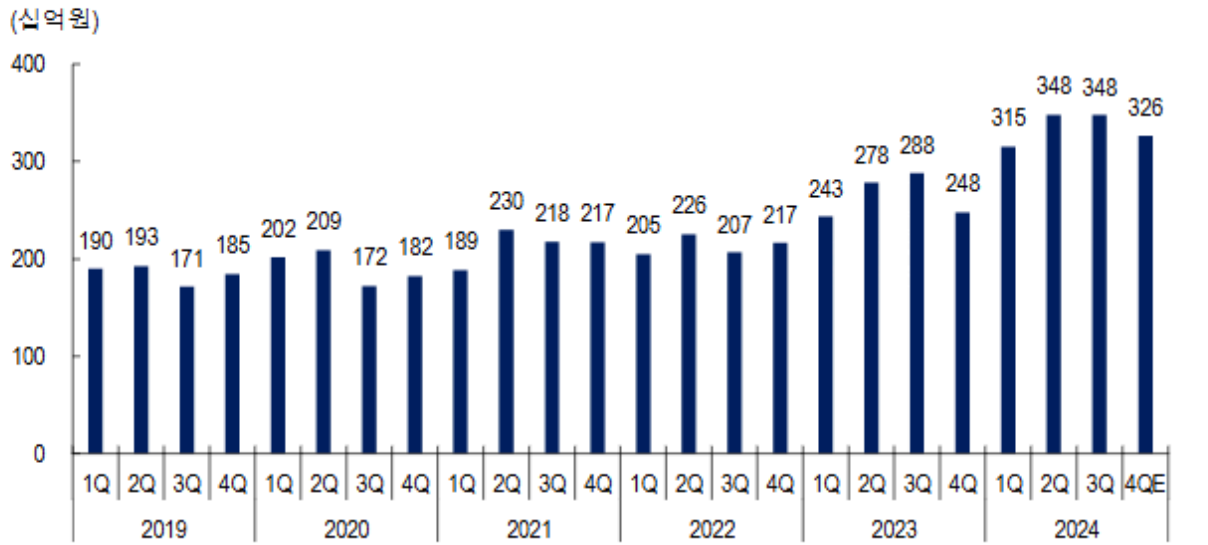
4분기 연결기준 매출액 5,169억원(+18% y-y), 영업이익 394억원(+75% y-y)으로 컨센서스 부합하는 실적 예상. 한국(별도) 매출액 3,264억원(+32% y-y), 영업이익 328억원(+87% y-y) 추정. Top 10 브랜드 매출 비중은 50%로 그 외 다수 브랜드를 포함해 수출 물량 증대 기반 양적/질적 외형 성장 기록 중. 4분기 수주 또한 q-q 유지되는 분위기이며, 별도기준 CAPA는 7.8억개→10억개로 순차적으로 늘어나며 2025년 분기를 거둬들일수록 고성장 구가할 전망

해외 ①중국 매출액 1,433억원(-3% y-y)으로 상해 -11%, 광저우 +31% 추정. 중국은 3분기를 저점으로 개선되는 모습이나, 이자비용 증가로 순적자 28억원(적자전환 y-y) 추정. ②미국 매출액 284억원(-25% y-y), 순적자 97억원(적자축소 y-y) 추정. LA사무소는 현지 브랜드 타깃으로 정상 영업 중이나, 리드 타임을 고려해 2025년 하반기 유의미한 매출 규모(분기 400억원) 확보 가능할 것. ③인니/태국 매출액 각각 275억원(+25% y-y), 102억원(+45% y-y) 추정. 쿠션, 에센스 등 다수 제품군을 기반으로 안정적인 마진 시현 예상

|           | 2023  | 2024E | 2025F  | 2026F  |
|-----------|-------|-------|--------|--------|
| 매출액       | 1,777 | 2,125 | 2,424  | 2,632  |
| 증감률       | 11.1  | 19.6  | 14.1   | 8.6    |
| 영업이익      | 116   | 175   | 218    | 240    |
| 증감률       | 117.9 | 51.2  | 24.6   | 10.1   |
| 영업이익률     | 6.5   | 8.2   | 9.0    | 9.1    |
| (지배지분)순이익 | 57    | 88    | 130    | 147    |
| EPS       | 5,034 | 7,753 | 11,425 | 12,965 |
| 증감률       | 174.1 | 54.0  | 47.4   | 13.5   |
| PER       | 25.1  | 19.2  | 14.7   | 13.0   |
| PBR       | 4.0   | 3.8   | 3.4    | 2.7    |
| EV/EBITDA | 9.7   | 8.8   | 7.9    | 6.9    |
| ROE       | 12.1  | 21.8  | 25.6   | 23.1   |
| 부채비율      | 334.3 | 260.4 | 210.2  | 173.9  |
| 순차입금      | 273   | 406   | 341    | 232    |

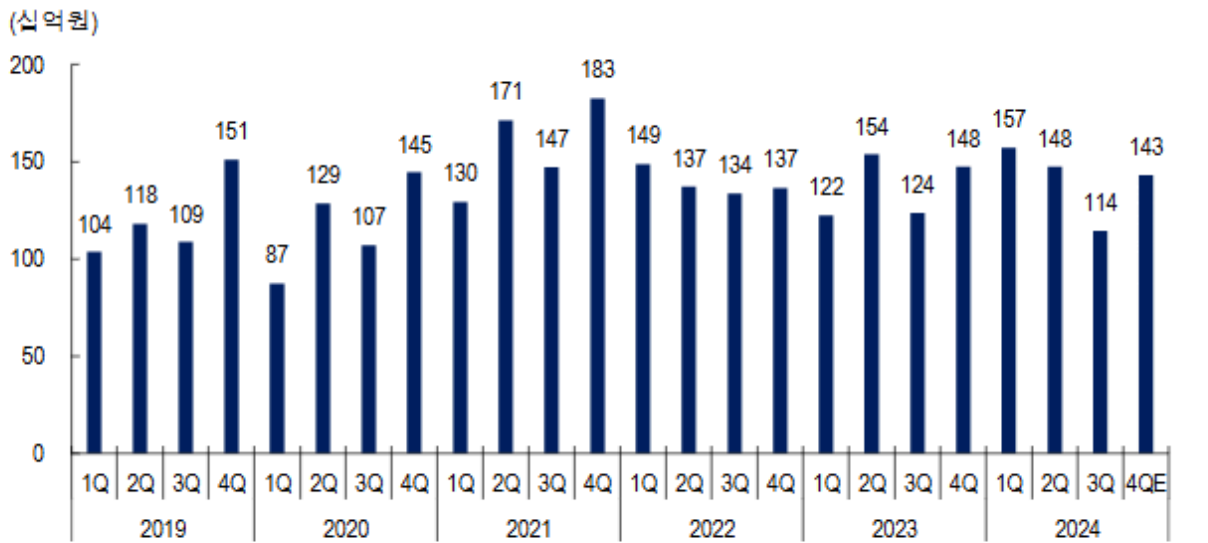
단위: 십억원, %, 원, 배

그림3. 코스맥스 별도 법인 매출액 추이 및 전망치



자료: 코스맥스, NH투자증권 리서치본부 전망

그림4. 코스맥스 중국 법인 매출액 추이 및 전망치



자료: 코스맥스, NH투자증권 리서치본부 전망



삼성중공업  
 가격 메리트 부각과 FLNG 입지 강화  
 [출처] NH투자증권 정연승 애널리스트



가격메리트와 FLNG 부문에서 중국 조선소 제재 반사 수혜 기대

투자의견 Buy 유지하고, 목표주가 17,200원으로 9% 상향. 목표주가는 수주잔고가 확보된 27년 기준으로 Target PBR 2.8배 적용. PER 기준으로는 2027년 예상 실적 기준, 15.3배 수준. 국내 경쟁 대형조선사와는 다르게, 한미 협력이 기대되는 특수선 사업부가 없다는 점은 밸류에이션 측면에서는 아쉬운 요소이나, 경쟁사와 밸류에이션 격차(HD현대중공업, 한화오션의 27년 기준, PER은 각각 18.4배, 16.2배 vs 삼성중공업 11.5배)가 크게 벌어지면서, 가격 메리트 존재

중국 조선소 제재로 FLNG(부유식천연가스생산설비)에서 입지가 강화되면서 밸류에이션 격차 축소 기회 생김. FLNG 신규 수주 증가로 입지가 강화되던 중국 조선사인 Zhoushan Wison Offshore가 1월 10일, 미국의 러시아 제재 과정에서 LNG 모듈 납품 경력으로 인해 제재 대상으로 선정됨. 사실상 신조 FLNG는 삼성중공업 외에 다른 대안이 없음. 미국에서 진행될 FLNG 프로젝트에서 삼성중공업의 중요성이 높아질 전망. 해양 수주 사이클이 장기화될 수 있는 요인

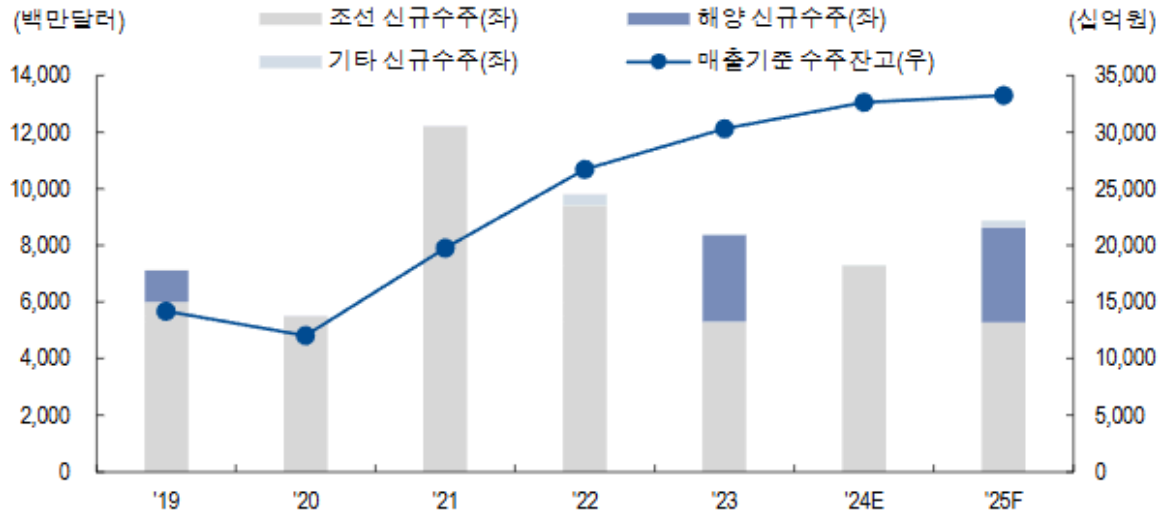
4분기: 계속되는 수익성 개선, 분기 실적 레벨업은 25년 하반기부터

4분기 실적은 매출액 2.6조원(+6.9% y-y, +12.0% q-q), 영업이익 1,426억원(+80.5% y-y, OPM 5.5%)을 기록하면서, 시장컨센서스에 부합 예상. 건조량 증가와 선가 상승으로 수익성 개선 지속 전망. 분기 실적 레벨업은 신규 FLNG 건조가 본격화되는 25년 하반기부터로 판단. FLNG의 수익성이 현재 건조 중인 상선보다 높아, 전체 영업이익률 개선에 직접적인 역할을 할 전망

|           | 2023  | 2024E | 2025F  | 2026F  |
|-----------|-------|-------|--------|--------|
| 매출액       | 8,009 | 9,804 | 10,930 | 12,111 |
| 증감률       | 34.7  | 22.4  | 11.5   | 10.8   |
| 영업이익      | 233   | 471   | 815    | 1,180  |
| 증감률       | 흑전    | 101.9 | 73.1   | 44.8   |
| 영업이익률     | 2.9   | 4.8   | 7.5    | 9.7    |
| (지배지분)순이익 | -148  | 264   | 689    | 947    |
| EPS       | -168  | 300   | 782    | 1,076  |
| 증감률       | 적지    | 흑전    | 161.2  | 37.5   |
| PER       | N/A   | 37.7  | 17.2   | 12.5   |
| PBR       | 2.0   | 2.7   | 2.7    | 2.2    |
| EV/EBITDA | 17.3  | 15.2  | 11.9   | 8.5    |
| ROE       | -4.2  | 7.4   | 17.0   | 19.5   |
| 부채비율      | 357.4 | 334.9 | 264.2  | 201.9  |
| 순차입금      | 1,422 | 1,121 | 815    | 250    |

단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 삼성중공업 연도별 수주 및 매출기준 수주잔고 전망



자료: 삼성중공업, NH투자증권 리서치본부 전망

