

2025.04.22.(화) 증권사리포트

◆ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

NAVER

컬리 제휴 시나리오 및 영향 점검

[출처] 하나증권 이준호 애널리스트

컬리와 전략적 제휴 발표

4월 18일 네이버-컬리가 전략적 제휴를 공식화했다. 네이버가 컬리 지분 10% 인수를 검토하고 있다는 보도가 나온 지 1주일 만이다. 연내 네이버플러스 스토어에 컬리의 서비스를 제공할 예정으로 구체적인 방안은 아직 공개되지 않았다. 경쟁사 쿠팡 대비 네이버의 약점으로 꼽혔던 신선식품, 반복 구매성 생활용품 라인업을 강화하기 위한 제휴로 보인다. 2024년 국내 온라인 커머스 거래액 성장률은 +7.1%이고 이를 상회하는 성장을 보이는 상품군(10조 이상)은 음·식료품(+14.2%YoY), 농축수산물(+17.2%YoY), 생활용품(+8.5%YoY), 여행 및 교통 서비스(+10.5%YoY), 음식서비스(+14.3%YoY)다. 네이버의 2024년 GMV는 50.2조원이며 신선식품의 비중은 5% 미만으로 추정된다. 컬리의 2024년 GMV는 3.1조원(+12.2%YoY)이며 마켓컬리(신선식품, 생활용품)의 GMV는 2.7조원(+11.0%YoY)이다. 컬리 제휴로 음·식료품, 농축수산물, 생활용품 부문 라인업 확보를 통한 GMV 증가 기대할 수 있으며, 직접적인 효과 외에도 약점 보완을 통한 커머스 경험 향상 가능할 전망이다.

제휴 시나리오와 영향 점검

네이버-컬리 제휴의 구체적 방안과 시기는 확정되지 않았다. 예상 가능한 시나리오는 2가지다. 바로 1) 제휴물, 2) 브랜드 스토어/컬리 스토어다. 1) 제휴물 형태라면 네이버를 통한 컬리의 매출은 제휴물 GMV로 인식, 2%p 미만의 수수료로 실적에 기여하게 된다. 현재 네이버의 장보기 서비스에는 이마트물, 홈플러스, GS 등이 이미 입점되어있다. 이러한 형태의 제휴라면 다만 이전 사례들과 크게 다르지 않으며 높은 시너지를 기대하기는 어렵다. 2) 브랜드 스토어/컬리 스토어를 통해 컬리가 제휴물이 아닌 온 플랫폼으로 입점하게 된다면 네이버를 통한 컬리의 매출은 약 4%p의 거래액 수수료로 실적에 기여하게 된다. 물론 별도 계약으로 수수료는 상이할 수 있다. 네이버는 마케팅을 집행하여 기존 컬리 플랫폼 대비 할인된 가격을 통해 공격적으로 GMV를 확보할 것이고, 컬리는 다수의 사용자에게 노출할 수 있기에 양사 모두에 긍정적이다. 컬리 측에서 '네이버플러스 스토어에 단순 입점과 다른 차별화된 구현을 하려고 한다'고 밝힌 만큼 2) 브랜드 스토어/컬리 스토어와 같은 방식으로 제휴가 진행될 가능성이 높다. 네이버-컬리의 제휴 방안과 시기 확정에 따라 추정치 반영할 예정으로 네이버 커머스에 신선식품, 반복 구매성 생활용품 라인업 갖춘다는 점에서 제휴 형태와 관계없이 제휴 자체는 긍정적이라 판단한다.

컬리 지분 투자 혹은 인수

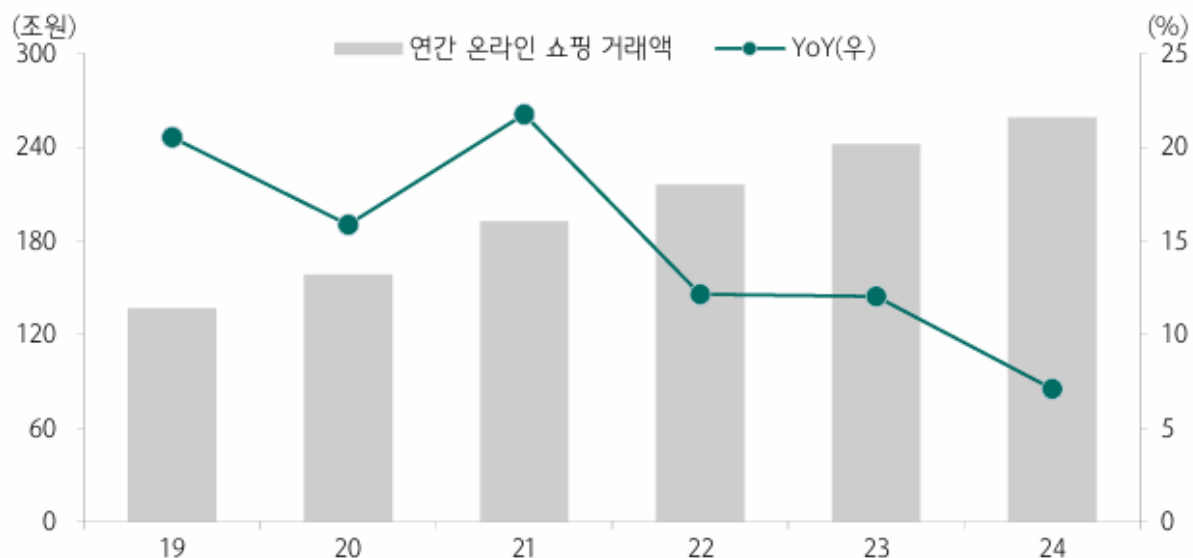
10% 지분 투자를 검토하고 있다고 알려져 있으나 더 큰 규모의 인수가 진행될 가능성도 배제할 수 없다. 중요한 건 가격이다. 컬리는 지난 3월 장외 시장에서 총 150억원 규모의 자사주를 매입했다. 해당 가치를 역산하면 컬리의 기업 가치는 6,335억원으로 부담스럽지 않은 수준이다. 다만 기존 투자자들의 Post value와 괴리가 너무 크다. 최대 주주 앵커PE(13.5%)의 2022년 최초 투자 당시 Post value는 3.8조원이고 이후 유상 증자, 리픽싱을 거쳐 현재 2.8조원 수준이다. 이외에도 2대주주 힐하우스캐피탈(9.9%)을 포함

한 DST글로벌(8.5%), HSG Growth V(8.5%) 등이 2021년 시리즈F에 참여했으며 당시 Post value는 2.5조 원이었다. 기존 투자자들이 1/4 수준인 가격에 동의할 가능성은 적어 보인다. 네이버가 지분 투자 혹은 인수를 진행한다면, 현재 기업 가치 대비 프리미엄 지불은 불가피하다. 네이버는 이미 2020년 이후 지분 교환, 소수 지분 투자를 통해 커머스 생태계 확장을 도모한 바 있다. 카페24(14.99%), CJ대한통운(7.85%), 신세계인터내셔널(6.92%), 이마트(2.96%) 등이다. 2025년 이러한 움직임이 재개된다면 단순 지분 투자 이상의 구체적인 시너지를 확인해야 투자자들이 긍정적으로 받아들일 수 있을 것이라 판단한다. 소수 지분을 넘어 인수로 이어진다면 계산서는 더욱 복잡해진다. 컬리의 2024년 매출액은 2조 1,956억원(+5.7%YoY), 영업손실은 183억원(+1,253억원YoY)으로 연결 되더라도 실적 기여는 제한적이다. 인수로 이어진다면 컬리가 가진 물류 인프라, 스토어, 고객들을 단번에 내재화 할 수 있는 큰 장점이 있으나 기존 네이버의 커머스 사업 구조와 연계하여 활성화하기까지는 시간이 필요할 것으로 예상된다. 1) 자체적으로 신선식품 라인업 및 인프라를 구축하는 것 대비 합리적인 가격으로 지분 인수, 2) 컬리를 활용한 구체적인 로드맵이 제시되어야 밸류에이션 리레이팅으로 이어질 수 있다고 전망한다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

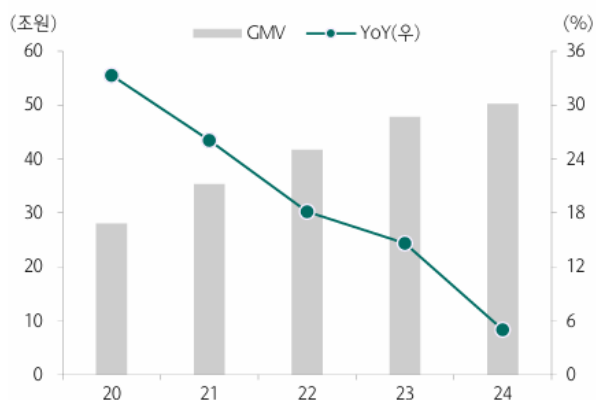
투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	9,670.6	10,737.7	11,861.7	12,870.2
영업이익	1,488.8	1,979.3	2,415.5	2,796.9
세전이익	1,481.4	2,322.2	2,592.4	2,778.3
순이익	1,012.3	1,923.2	1,985.0	2,127.4
EPS	6,180	11,913	12,529	13,427
증감률	33.36	92.77	5.17	7.17
PER	36.25	16.70	14.97	13.96
PBR	1.51	1.20	1.06	0.99
EV/EBITDA	17.96	11.27	6.45	6.85
ROE	4.41	7.90	7.53	7.53
BPS	148,137	166,221	177,687	190,050
DPS	1,205	1,130	1,130	1,130

도표 1. 국내 온라인 쇼핑 거래액 추이



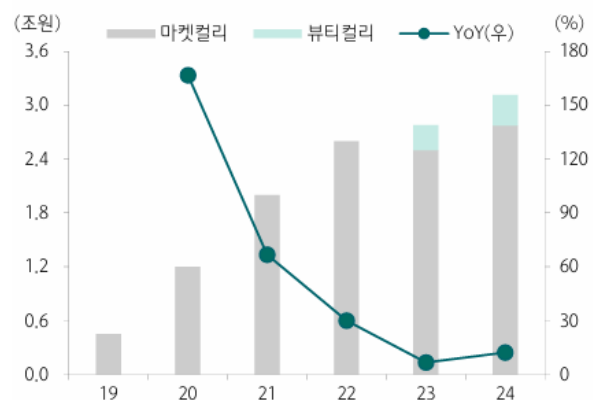
자료: 통계청, 하나증권

도표 4. 네이버 커머스 거래액 추이



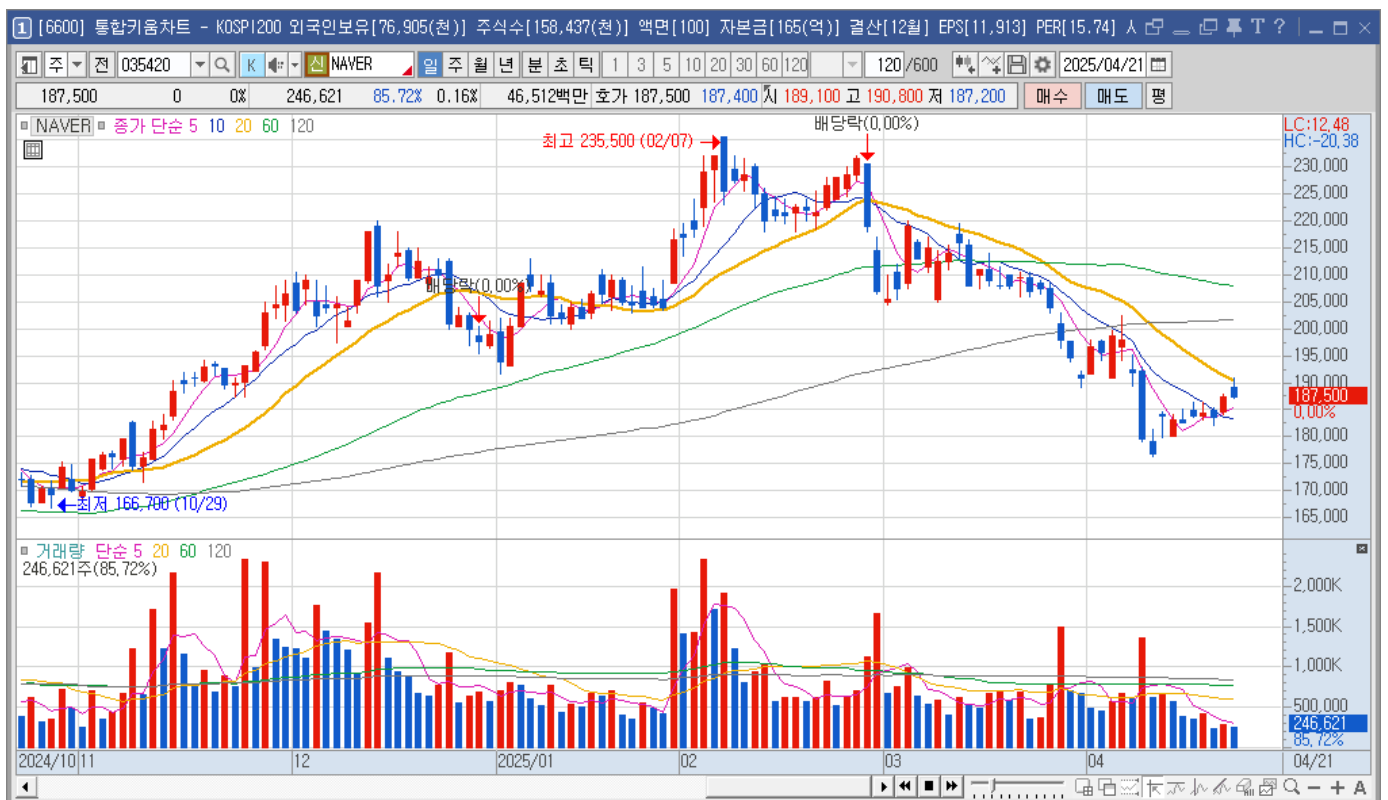
자료: NAVER, 하나증권

도표 5. 쿠팡 커머스 거래액 추이



주: 쿠팡 발표치 바탕으로 추정. 실제와 상이할 수 있음

자료: 쿠팡, 하나증권



오리온홀딩스

오리온그룹 레벨업!

[출처] IBK투자증권 남성현 애널리스트

Capex 8,300억 원 투자의 함의!

오리온그룹은 지난 15일 글로벌 투자를 추가적으로 집행할 것을 밝혔다. 총 8,300억원을 투자해 주요 판매 국가 및 국내에 생산Capa를 확대하고, 이를 통해 2030년 매출액 5조 원, 영업이익 1조 원을 달성한다

는 계획이다. 국내는 충북 진천에 통합센터(14.9만㎡)를 구축하고, 베트남 하노이, 러시아 트베리 등에 신 공장을 설립한다는 계획이다. 세부적으로 보면, 국내 4,600억 원, 러시아 2,400억 원, 베트남 하노이 1,300억 원 수준으로, 러시아 생산 규모는 연간 7,500억 원, 베트남은 연간 9,000억 원 수준으로 확대하는 것이다.

당사에서는 동 결정이 향후 그룹의 가치를 올리는 계기로 작용할 수 있다는 판단이다. 그렇게 생각하는 이유는 1) 러시아, 베트남 등의 성장세가 당초 기대치를 넘어서면서 예상 대비 빠른 투자를 결정하였다는 점과, 2) 베트남 성공을 기반으로 인도네시아 및 기타 동남아시아 시장 확대 가능성이 높으며, 3) 국내 통합센터 구축 이후 생산기지 및 물류망 효율화를 통해 국내 사업부 수익성 개선도 기대할 수 있기 때문이다.

그룹 기업가치 반영으로 이어질 전망

관련 투자 집행이 마무리 될 경우 제과사업부 성장에 따라 지주사의 기업가치 상승도 동시에 이루어질 것으로 예상된다. 그렇게 보는 근거는 1) 주요 종속회사 실적 성장에 따라 배당수익 및 로열티 수익이 증가할 가능성이 높고, 2) 이외 바이오사업부에 대한 적극적 액션이 이루어지고 있으며, 3) 글로벌 수익 비중이 높아짐에 따라 밸류에이션 상향 가능성이 높다고 판단하기 때문이다.

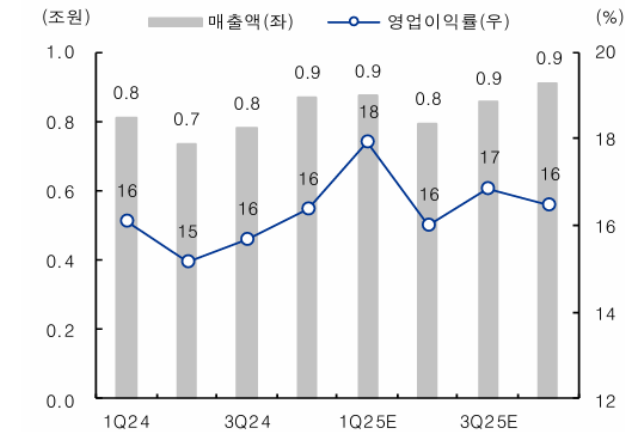
투자의견 매수, 목표주가 21,000원 유지

오리온홀딩스의 투자의견 매수 및 목표주가 21,000원을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,954	3,195	3,433	3,595	3,771
영업이익	405	506	577	626	669
세전이익	427	644	596	661	747
지배주주순이익	86	161	155	173	195
EPS(원)	1,367	2,564	2,479	2,758	3,111
증가율(%)	-16.8	87.6	-3.3	11.3	12.8
영업이익률(%)	13.7	15.8	16.8	17.4	17.7
순이익률(%)	9.8	15.0	13.5	14.2	15.4
ROE(%)	3.9	7.0	6.4	6.8	7.3
PER	10.7	5.9	6.7	6.0	5.3
PBR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	3.0	3.3	2.9	2.7	2.4

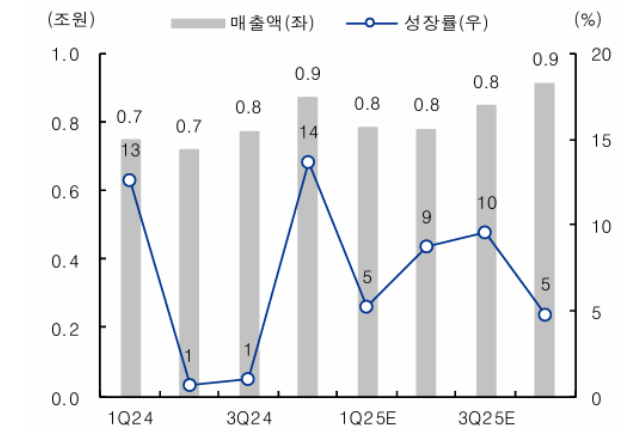
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 오리온홀딩스 실적 추이 및 전망

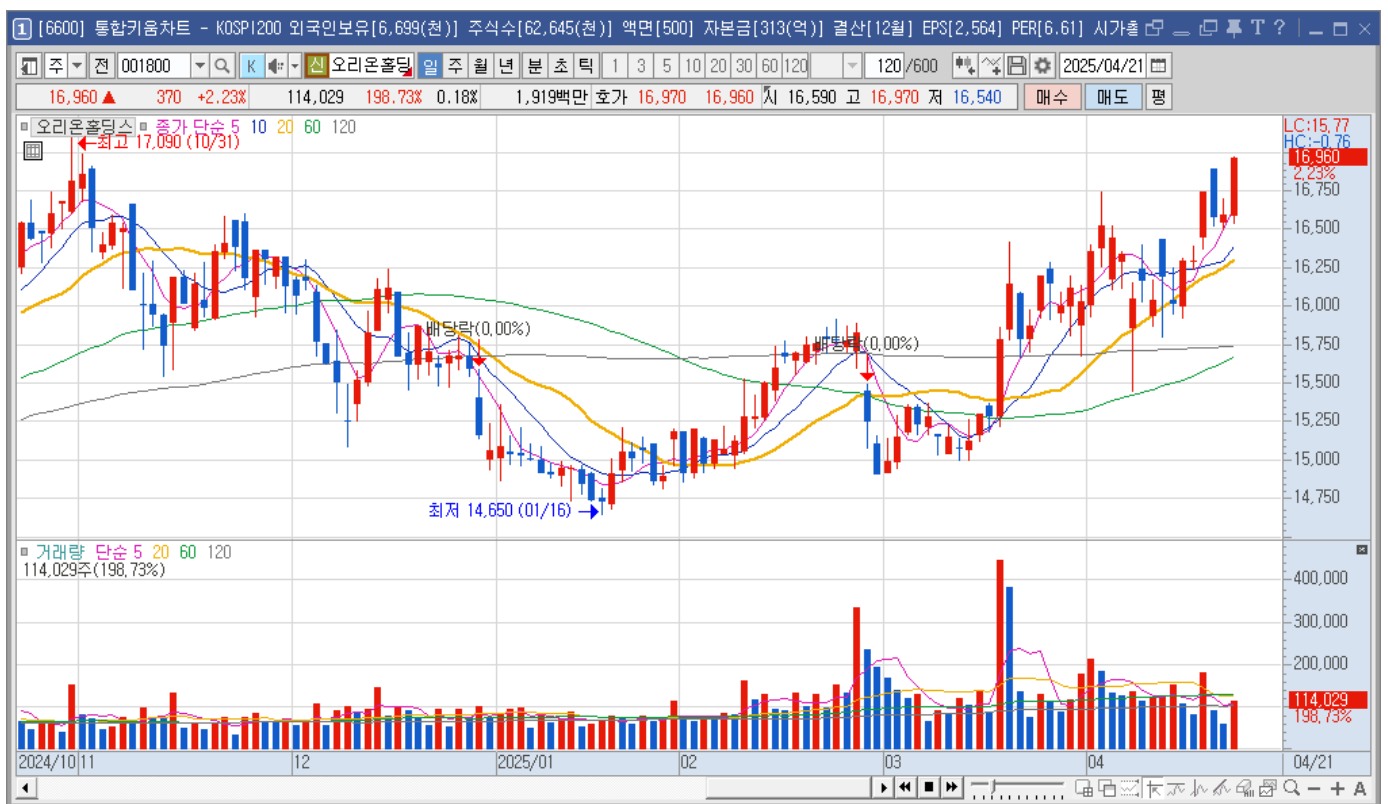


자료: 오리온홀딩스, IBK투자증권

그림 2. 오리온(제과사업부) 실적 추이 및 전망



자료: 오리온홀딩스, IBK투자증권



바이오플러스

필러수출, 화장품 매출 성장 전망

[출처] 상상인증권 하태기 애널리스트

2024년 필러 매출 증가

동사는 히알루론산(HA) 기반, 필러, 유착 방지제, 관절용/ 방광용 조직 수복제, 그리고 화장품을 주 사업으로 하고 있다(표1). 2024년 전사 연결 매출액은 664억원, 영업이익 237억원이었다. 유통구조 개편에 따라 필러 수출이 증가하고, 화장품 자회사 연결 실적 편입에 따라 전사 매출액이 증가하고 있다. 2025년 영업실적도 대폭 성장할 전망이다.

구조적인 영업실적 개선, 2025년 성장에 대한 기대도 크다

주요 제품별 영업 현황은 다음과 같다.

첫째, 필러(HA 기반) 수출이 빠르게 성장 중이다. 동사의 HA 필러는 2024년 상반기에 유통구조를 저가 ODM업체 영업에서 탈피하고 직수출, 대형 거래처 ODM 위주로 전환했다. 그 결과 유럽, 남미, CIS, 중동

등으로 2024년 4분기 HA 필터 수출이 171억원으로 전년 동기 대비 106.0% 증가했다. 2025년 1분기에는 필터 수출이 156억원으로 추정된다. 2025년 1분기에 전체 필터 매출액은 전년동기 대비로는 130.6% 증가, 전분기 대비로는 7.3% 감소한 166억원으로 추정된다.

이러한 추세로 2025년 필터 매출은 65.4% 증가한 714억원으로 전망된다.

둘째, 메디컬 디바이스는 안정적으로 성장 중이다. 2024년 매출액은 7.7% 증가한 84억원이며, 2025년에도 내수 중심으로 안정적인 성장을 보일 전망이다. 셋째, 화장품 고성장이 기대된다. 화장품 자회사 코트리가 2024년 하반기부터 연결로 계상, 2025년에는 130억원 내외의 매출이 인식될 가능성이 있다. 향후 화장품 원료사업을 키우고, 중국향 화장품 매출도 확대한다는 전략이다.

따라서 2025년에는 필터수출과 화장품 매출증가로 연결 매출액은 61.8% 증가한 1,074억원, 영업이익은 75.7% 증가한 416억원으로 전망된다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	65	28	26	438	15.7	11.7	3.3	21.2	1.0
2024	66	24	14	241	30.3	18.1	3.3	10.8	0.7
2025E	107	42	31	553	14.3	11.2	3.2	22.0	0.6
2026E	129	50	36	637	12.4	8.9	2.6	21.5	0.6
2027E	153	62	44	782	10.1	6.8	2.1	21.5	0.6

자료: K-IFRS연결기준, 상상인증권





동방메디컬

K-에스테틱의 다크호스

[출처] 키움증권 오현진 애널리스트

미용기기로 확장 성공한 한방 의료기기 업체

동사는 국내 한방의료기기 시장 점유율 선두 업체로, 일회용 한방침 및 일회용 부항컵, 체내 약물 주입용 등의 Needle류를 주로 생산 및 판매한다. 한방의료기기 기술력을 바탕으로 12년 국내 최초로 흡수성 리프팅실(생분해성 봉합사, 주름 개선 및 안면거상 등에 사용)을 개발 및 출시하였으며, 그 이후 HA 필러(18년 출시) 등을 통해 미용기기 사업부문을 확장하며 동사 성장을 견인했다. 특히 필러 부문 성장을 주목하는데, 23년 매출액 157억원(YoY 104%)에 이어 24년 매출액 234억원(YoY 49%)을 기록했다. 24년 기준 매출액 비중은 필러 및 흡수성 봉합사 등의 미용기기가 59%, 한방침 및 부항컵 등의 한방의료기기가 41%를 차지한다.

해외 성과를 통한 성장 주목

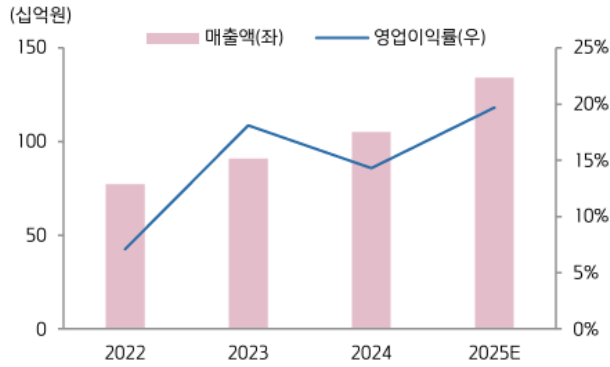
동사 성장의 주요 요인인 필러 등의 미용기기는 경쟁 심화로 성장이 제한되는 국내보다 중국 및 브라질 등의 해외 시장 성과를 통해 본격적인 성장이 예상된다. 해외 시장은 바디필러 등을 통한 수요 증가 외에도, 미용기기 불법 유통에 대한 규제 강화로 인해 인증을 완료한 제품에 대한 경쟁 우위가 강화되고 있는 것으로 파악된다. 동사의 필러는 22년 중국 인허가 획득 후 주요 파트너사 신양그룹을 통해 장기 계약을 체결하였으며, 24년 브라질 B-GMP 인증 완료 후 ANVISA(식품의약품 감시국) 승인을 대기 중이다. 글로벌 2위 에스테틱 시장 브라질은 최근 필러 수요가 빠르게 증가하고 있으며, 승인 이후 주요 파트너사 PHD를 통해 HA 및 바디 필러 등을 유통한다. 기존 체결한 선 계약을 통해 상반기 내 승인 시, 하반기 본격적인 매출 발생을 전망한다.

필러와 독신 등 글로벌 미용 시술 수요가 증가하면서, 보완재로 리프팅실 시장 또한 빠르게 성장 중이다. 동사가 기술 경쟁력을 보유한 리프팅실은 인증을 완료한 미국과 브라질 시장을 통한 성장을 주목한다. 동사의 25년 실적은 매출액 1,342억원(YoY 28%), 영업이익 264억원(YoY 76%)을 전망한다. 미용기기 부문의 매출이 856억원(YoY 37%)으로, 하반기부터 반영될 브라질향 매출을 포함한 해외 부문 성과를 반영

했다. 그 외에 글로벌 판매법인 설립 및 생산 기지 확대를 통한 성장은 26년 이후 본격화됨을 감안 시, 동사의 기업가치 재평가가 필요한 시점으로 판단된다.

투자지표				
(십억원, IFRS)	2022	2023	2024	2025F
매출액	77.3	90.9	105.1	134.2
영업이익	5.5	16.5	15.0	26.4
EBITDA	11.1	21.9	21.2	34.4
세전이익	15.9	12.5	6.8	23.5
순이익	13.1	9.7	3.1	20.2
지배주주지분순이익	13.0	9.8	2.9	18.8
EPS(원)	789	559	167	1,075
증감률(%YoY)	NA	-29.2	-70.2	545.6
PER(배)	0.0	0.0	0.0	10.3
PBR(배)	0.00	0.00	0.00	1.96
EV/EBITDA(배)				7.4
영업이익률(%)	7.1	18.2	14.3	19.7
ROE(%)	23.3	19.1	4.6	21.1
순차입금비율(%)	24.5	46.3	32.5	25.0
자료: 키움증권				

동방메디컬 실적 추이 및 전망



자료: 동방메디컬, 키움증권

동방메디컬 주요 파트너사

So-Young International Inc.
"2,500만명 이상의 회원을 보유한 중국 최대 규모의 온라인 의료, 미용 서비스 업체"

PHD Do Brasil
"27개 도시 3만개 이상의 유통망을 통해 3,000억 이상의 매출을 시현하는 브라질 미용의료기업"

IMEIK
중국 미용의료부문 1위 업체(매출 6,000억원) 영업사원 800명, 거래처 8,000개소 확보 회사

자료: 동방메디컬, 키움증권

주요 사업 영역 및 제품

의료미용 및 기타 의료기기	한방의료기기
생체 바이오 HA Filler 조직수복용생체 재료로서 주름 또는 함몰된 피부조직을 수복하는 의료기기	일회용 한방침 한의학이론에 근거, 인체의 특정부위(경혈)에 자입하여 질병을 예방·치료하는 의료기기
생체 바이오 흡수성 리프팅실 체내에 흡수되는 생분해성 봉합사로서 주름개선, 안면거상 등에 사용하는 의료기기	일회용 부항컵 부항요법에 사용되어 피를 뽑거나 울혈을 일으켜 질병을 예방·치료하는 의료기기
캐뉼러 & Needle류 체내로 약물을 주입하거나 체액을 뽑아내기 위해 사용하는 의료기기	

자료: 동방메디컬, 키움증권



SK아이이테크놀로지

단기 실적 부진 지속되나, 신규 고객 확보는 긍정적

[출처] 키움증권 권준수 애널리스트

1Q25 영업이익 -664억원, 시장 컨센서스 소폭 하회 전망

SK아이이테크놀로지 1Q25 실적은 매출액 604억원(+2%QoQ, +31%YoY), 영업이익 -664억원(적자지속 QoQ, 적자지속 YoY)으로, 시장 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 전망한다(영업이익 컨센서스 -602억원). 1분기 판매량의 경우 소폭 증가한 것으로 보이나, 제품 믹스 변화에 따른 ASP 하락 등으로 매출은 전분기와 유사할 것으로 전망한다. 한편 전분기에 이어 동사는 자체적으로 높은 전략 재고 수준을 조절하며 1분기에도 낮은 가동률을 보인 것으로 추정되고(가동률 한국 30~40%, 폴란드 10% 이하, 중국 30~40% 추정), 그로 인한 고정비 상승 및 높은 원가의 재고 반영으로 적자가 지속될 것으로 전망한다.

2025년 영업이익 -1,254억원(적자지속 YoY) 전망

2025년 실적은 매출액 3,947억원(+81%YoY), 영업이익 -1,254억원(적자지속 YoY)을 기록할 전망이다. 분리막 사업의 경우 원가의 고정비 비중이 약 80%로 높은 만큼 가동률 상승이 수익성 개선의 핵심이며, 이를 위해서는 재고 소진 및 판매량 증대가 동시에 이루어져야 한다. 분기 기준으로는 4Q25에 흑자전환이 가능할 것으로 예상된다. 지난해 Captive 고객사가 재고조정을 큰 폭으로 진행한 만큼 올해 하반기로 갈수록 Restocking 수요가 발생할 것으로 보이며, 북미 신규 공장 가동에 따른 초도 물량 증가도 기대되기 때문이다. 또한, 2분기부터는 원단 고객사향 출하가 시작된 것으로 파악됨에 따라(LG화학 통한 LGES-Stellantis/LGES-Honda JV 향으로 출하 추정), 그동안 40%에 국한된 증평 공장의 가동률이 25년 50~60%까지 상승할 것으로 예상된다. 그 외 올해 북미 OEM사향 판매량 증가도 실적 개선에 기여할 전망이다.

실적 회복 속도는 더디나, 신규 고객 확보는 고무적

분리막 소재의 경우 그동안 상대적으로 타 소재 대비 많이 소외되어 왔으며 그 배경에는, 1) 높은 중국 점유율, 2) 상대적으로 기술 차별화가 낮다는 시장 인식, 3) IRA 최종안 내 분리막 수혜가 기대치 하회, 4) 전고체 전지 개발에 따른 중장기 산업 성장성 훼손이 있었다. 그러나 미국의 대중국 관세에 따른 반사 수

해가 기대되는 가운데, 최근 Non-captive 고객사 확보 움직임 확대로 높은 단일 고객 비중도 점차 낮아질 것으로 기대된다. 여전히 산업 내 대외 변수 상존하나, 실적이 바닥을 지나가고 있는 만큼 하반기 이차전지 섹터 주가 반등 시 영업 레버리지지가 높은 동사에 대한 주목이 필요하다고 판단한다. 투자 의견은 'Outperform'을 유지하나, 실적 전망치 조정을 반영하여 목표주가는 26,000원으로 하향 조정한다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024	2025F
매출액	585.8	648.3	217.9	394.7
영업이익	-52.3	50.1	-291.0	-125.4
EBITDA	103.6	205.0	-134.6	57.1
세전이익	-34.6	116.9	-313.3	-144.8
순이익	-29.7	82.2	-246.6	-119.6
지배주주지분순이익	-29.7	82.2	-246.6	-119.6
EPS(원)	-416	1,152	-3,459	-1,677
증감률(%YoY)	적전	흑전	적전	적지
PER(배)	-127.3	68.5	-6.5	-13.3
PBR(배)	1.74	2.33	0.69	0.67
EV/EBITDA(배)	41.1	31.6	-22.4	54.5
영업이익률(%)	-8.9	7.7	-133.5	-31.8
ROE(%)	-1.4	3.6	-10.4	-5.1
순부채비율(%)	22.2	35.7	60.5	64.6

자료: 키움증권 리서치센터





하이프

골고루 안정적

[출처] NH투자증권 이화정 애널리스트

딱히 빠지는 게 없다

목표주가 330,000원으로 투자의견 Buy 및 Top-pick 유지. 고연차부터 저연차까지, 아티스트 전반의 안정적인 글로벌 입지가 매력인 사업자. BTS 완전체 복귀가 목전인 가운데, 중국 공연 재개 기대감까지 높아지며 리레이팅 가능성도 상승. 저연차 수익화, MD 다변화, 위버스 유료화가 가져올 실적 성장성도 긍정적

일본 현지 탐방을 통해 아티스트 전반의 안정적 입지를 확인. 특히 &TEAM, 보이넥스트도어, 르세라핌 등 저연차 입지 확대가 눈에 띄었음. 현지화 보이그룹도데뷔를 앞두고 있음. K팝 팬덤 외 소비자층이 타깃. 추가적인 외연 확장 시도

1Q24 Preview: 큰 도약 전 휴식기

1분기 연결 매출액 5,140억(+42% y-y) 및 영업이익 285억원(+98% y-y)으로 컨센서스 하회할 것. 아티스트 활동이 적은 계절적 비수기 영향

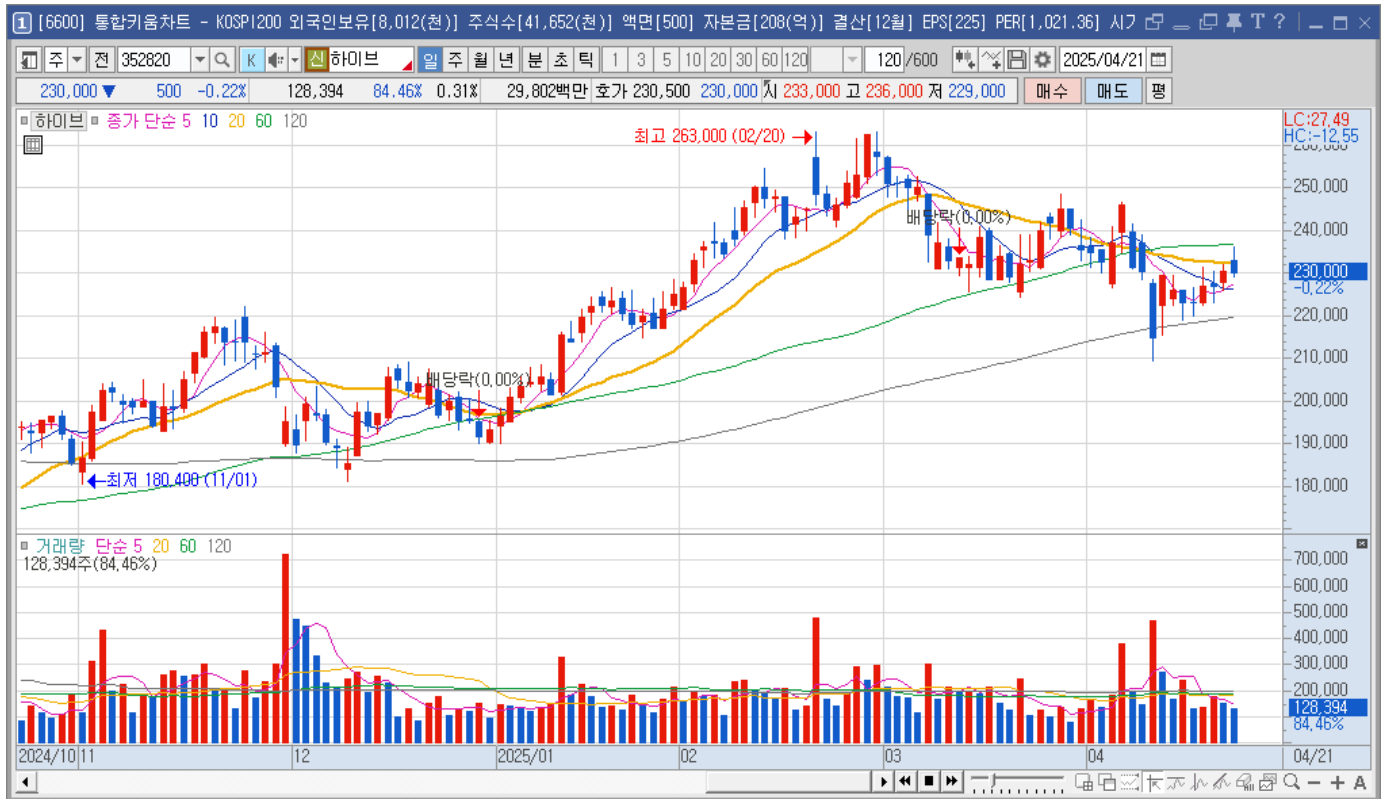
신보의 경우 르세라핌(68만장), 부석순(70만장), BEAM(37만장)으로 앨범당 수익성 제한적. 투어의 경우 세븐틴(8회, 5만명/회), 엔하이픈(3회, 3만명/회)을 제외한 나머지 공연들의 회당 관객이 작아 수익성이 다소 불리했으나, 유의미한 투어MD 매출 발생한 만큼 MD 수익은 좋을 것. 매니지먼트 및 콘텐츠 부문 역시비수기 영향(해외 아티스트 활동 부재, 신규 콘텐츠 부재)로 더딘 흐름 불가피

2분기는 사뭇 다를 것. 세븐틴, 엔하이픈, 보이넥스트도어, TWS, 아일릿 및 진(BTS)의 신보 발매 예정된 가운데, 엔하이픈, TXT 및 르세라핌 월드투어 예정.엔하이픈의 경우 성공적인 코첼라 공연 성료로 서구권 팬덤 유입 활성화 기대

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	2,256	2,698	3,089	3,161
증감률	3.6	19.6	14.5	2.3
영업이익	184.0	329.2	468.6	541.0
증감률	-37.7	78.9	42.4	15.4
영업이익률	8.2	12.2	15.2	17.1
(지배지분)순이익	9.4	268.5	349.0	402.4
EPS	225.2	6,447	8,379	9,660
증감률	-95.0	2,763	30.0	15.3
PER	858.8	35.2	27.1	23.5
PBR	2.5	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	24.2	22.1	15.2	12.5
ROE	0.3	7.3	8.2	8.7
부채비율	55.9	53.4	52.0	48.5
순차입금	-373.8	-734.2	-1,526	-2,115

단위: 십억원, %, 원, 배





HD현대미포

미포의 MGC 2척 수주, 미국의 LPG수출은 계속된다

[출처] IBK투자증권 오지훈 애널리스트

HD현대미포 멕시코-네덜란드 JV 니에토 트레이딩으로부터 MGC 2척 수주

4/17 HD현대미포는 45K CBM급 MGC(Middle Gas Carrier, 중형 가스선) 2척을 유럽 소재 선사로부터 척당 8,100만달러(1,153억원)에 수주 공시. 해당 선박은 2027년 7월까지 인도 예정. TW에 따르면 발주사는 Nieto Trading으로, 멕시코 LPG 미드~다운스트림 회사 Grupo Nieto의 네덜란드 JV 자회사임. 니에토사는 LPG 해운업을 시작하며, 2019년 HD현대미포에 처음으로 38K-CBM급 LPG 1척을 5,200만달러에 발주한 이력이 있음. 니에토사는 현재 보유 중인 1척의 MGC를 미국산 LPG 수입에 활용 중인데, 미국산 LPG 수입을 확대하기 위해 MGC 2척을 추가로 발주한 것으로 판단

이번 수주로 HD현대미포는 2025년 총 12.5억 달러(LNG BV 4척, LPGc 2척, 컨테이너선 14척)의 선박을 수주하며 연간 수주목표 38억달러의 33% 달성

미국의 LPG 수출은 계속된다

미국의 LPG 수출 확대에 따른 LPGc 발주 증가 전망 유지

1) 전방 시장: 미국의 LPG 수출 터미널 용량은 2028년 현재 대비 60% 증가(그림 3). LPG 수출에서 MGC를 활용한 증가세가 가장 가파르는데(그림 4), VLGC 대비 운용 유연성 등 때문. 또한 유럽은 러시아산 LPG를 미국산 LPG로 대체하며 2023년부터 MGC 발주 증가 중(그림 5)

2) 선가: LPG선은 대형선과 중형선에서 모두 선가 상승률이 가장 높은 선종임(그림 2). 40K CBM급 MGC는 2020년 1월 대비 선가 48% 상승. 게다가 LPGc는 대부분 D/F 사양으로 발주되어 선가가 더 높음.

MGC 신조선가는 6,950만달러인 반면, 최근 수주한 선박은 척당 8,100~8,300만달러 수준

3) M/S: 미국의 중국 조선업 제재 최종안이 발표되며 한국의 MGC M/S 회복 전망. 2023년 이후 MGC 발주 증가했으나, 중국 조선소의 신규 진입으로 HD현대미포 M/S 하락(그림 6). 일본은 MGC 건조 능력이 거의 없고, 한국은 HD현대미포만이 MGC를 건조 중이기 때문에 향후 HD현대미포의 MGC 수주 증가 전망

4) 기자재: LPG 탱크 제작 업체인 세진중공업과 엔진 업체들의 수혜 전망

(1) 세진중공업은 2024년 고수익성 제품인 LPG 탱크를 9척 인도했음에도 불구하고 영업이익률 10.2% 기록. 2025년 20척, 2026년 30척의 LPG 탱크를 인도 예정이며, 고수익성 탱크 비중이 증가하며 수익성 개선 전망

(2) LPGc는 대부분 D/F 사양으로 발주됨. D/F 엔진은 일반 엔진 대비 단가, 수익성이 높다고 추정. 엔진 업체들의 수혜 전망

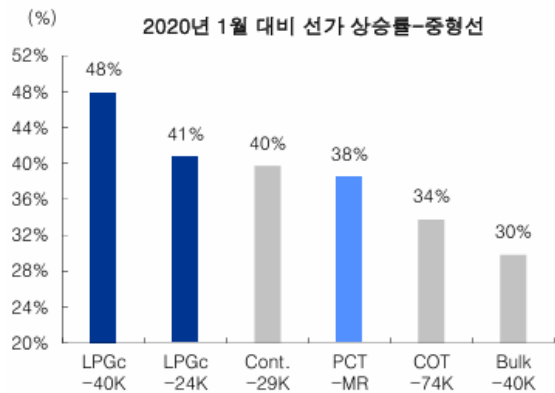
그림 1. 니에토사의 첫번째 LPG선 Legacy의 실시간 항해 정보:

미국-멕시코 항로의 LPG 수입에 사용됨

VOYAGE DATA	
Destination	Freeport, United States (USA)
ETA: Apr 18, 06:00 (in 18 hours)	
Predicted ETA	
Distance / Time	
Course / Speed	15.8° / 12.9 kn
Current draught	7.4 m
Navigation Status	Under way
Position received	1 hour ago
IMO / MMSI	9893656 / 215896000
Callsign	9HA5357
AIS Type	Tanker
AIS Flag	Malta
Length / Beam	180 / 28 m
Last Port	Tuxpan, Mexico
ATD: Apr 16, 16:46 UTC (19 hours ago)	

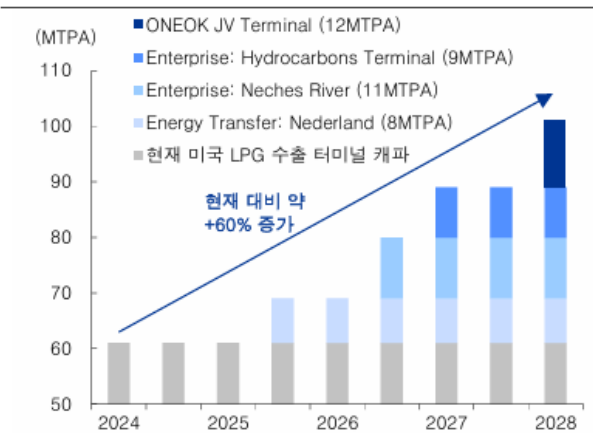
자료: AIS Data, IBK투자증권

그림 2. 중형선 선가 상승률 추이: LPG선 선가 상승률이 가장 높음



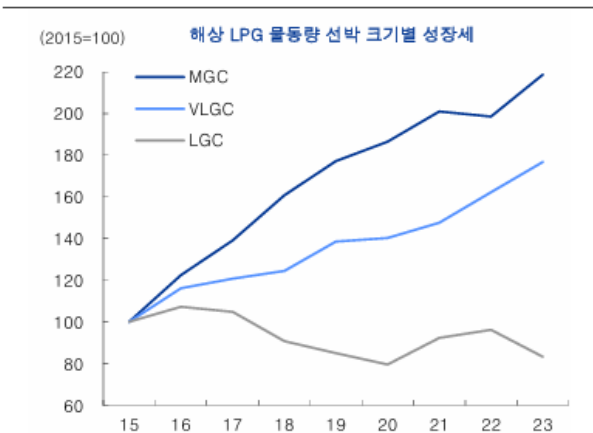
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 3. 미국 신규 LPG 수출 터미널 용량: 현재 대비 60% 증가



자료: Aviance Gas, IBK투자증권

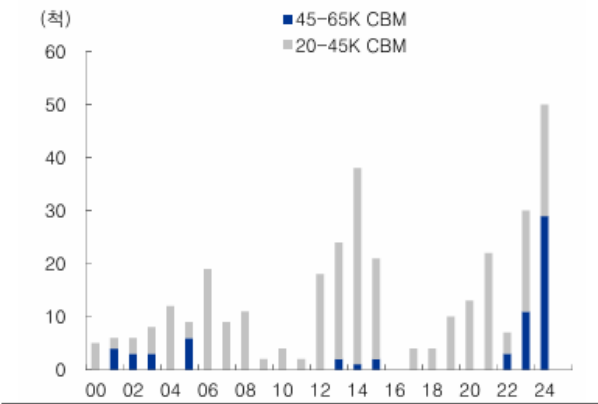
그림 4. LPG 수출에서 MGC를 활용한 증가세가 가장 가파름



자료: Kpler, Aviance Gas, IBK투자증권

그림 5. 연도별 중소형 LPG선 발주 추이:

2023년 이후부터 40K CBM급 LPG선 수요 증가

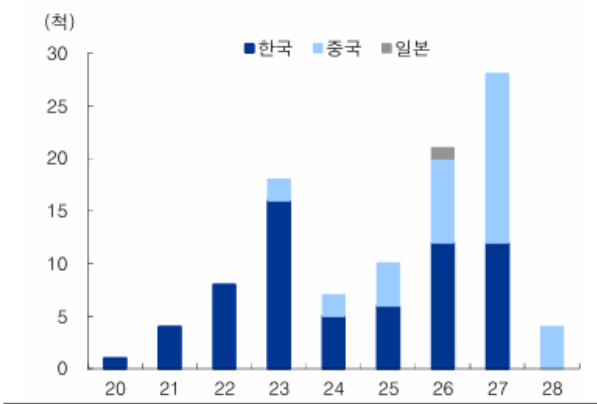


자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 6. 조선사별 MGC 인도 예정:

중국 조선사 수주 증가 중이지만 미국의 중국 조선업

제재안 발표 이후, HD현대미포 이외 발주 대안 거의 없음



자료: Clarksons, IBK투자증권



