

2025.06.18.(수) 증권사리포트

◆ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

오리온

비용 부담을 매출 성장으로 상쇄 중

[출처] DS투자증권 장지혜 애널리스트

25년 5월: 국내와 러시아 중심 실적 성장

오리온의 5월 주요 법인 합산 실적은 매출액 2,699억원(+9% YoY), 영업이익 455억원(+0% YoY, OPM 16.9%)을 기록했다. 각 법인별 매출액 성장률은 한국 +6%(이하 YoY), 중국 +3%(현지 화폐 기준 +0.4%), 베트남 +1%(+1%), 러시아 +70%(+47%)를 기록했다. 코코아, 쇼트닝 등 주요 원재료 단가 상승과 신제품 출시에 따른 시장 비용 부담이 있었으나 출고 증가로 방어했다.

- 1)한국: 내수 소비 둔화 및 TT 거래처 수 감소에도 여름 시즌 제품 등 신제품 출시 및 미국향 수출 증가로 외형 성장이 나타났다.
- 2)중국: 4월부터 진행한 경쟁사의 명절 재고 처리를 위한 프로모션이 5월까지 이어지며 동사의 외형 성장도 정체됐다. 다만 동사는 24년 11월~25년 2월까지 2자리수 이상 물량 성장을 시현했고 6월 경쟁사의 프로모션 할인폭이 축소되고 있어 동사의 외형 성장률은 회복될 것으로 전망한다. 성장 중인 간식점 채널에 더해 이외 채널 성장률 회복에 따른 실적 성장이 기대된다.
- 3)베트남: 내수 일부 제품 출고 지연 및 이란향 수출 감소로 외형 성장이 둔화됐고 원부자재 단가 상승 및 가성비 증량 제품 출고로 수익성도 하락했다.
- 4)러시아: 파이와 비스킷 모두 견조한 성장률을 이어가며 공장 가동률은 120%를 상회하고 있으나 원재료 단가 상승과 시장비용 증가로 수익성은 하락했다.

투자의견 매수, 목표주가 16만원 유지

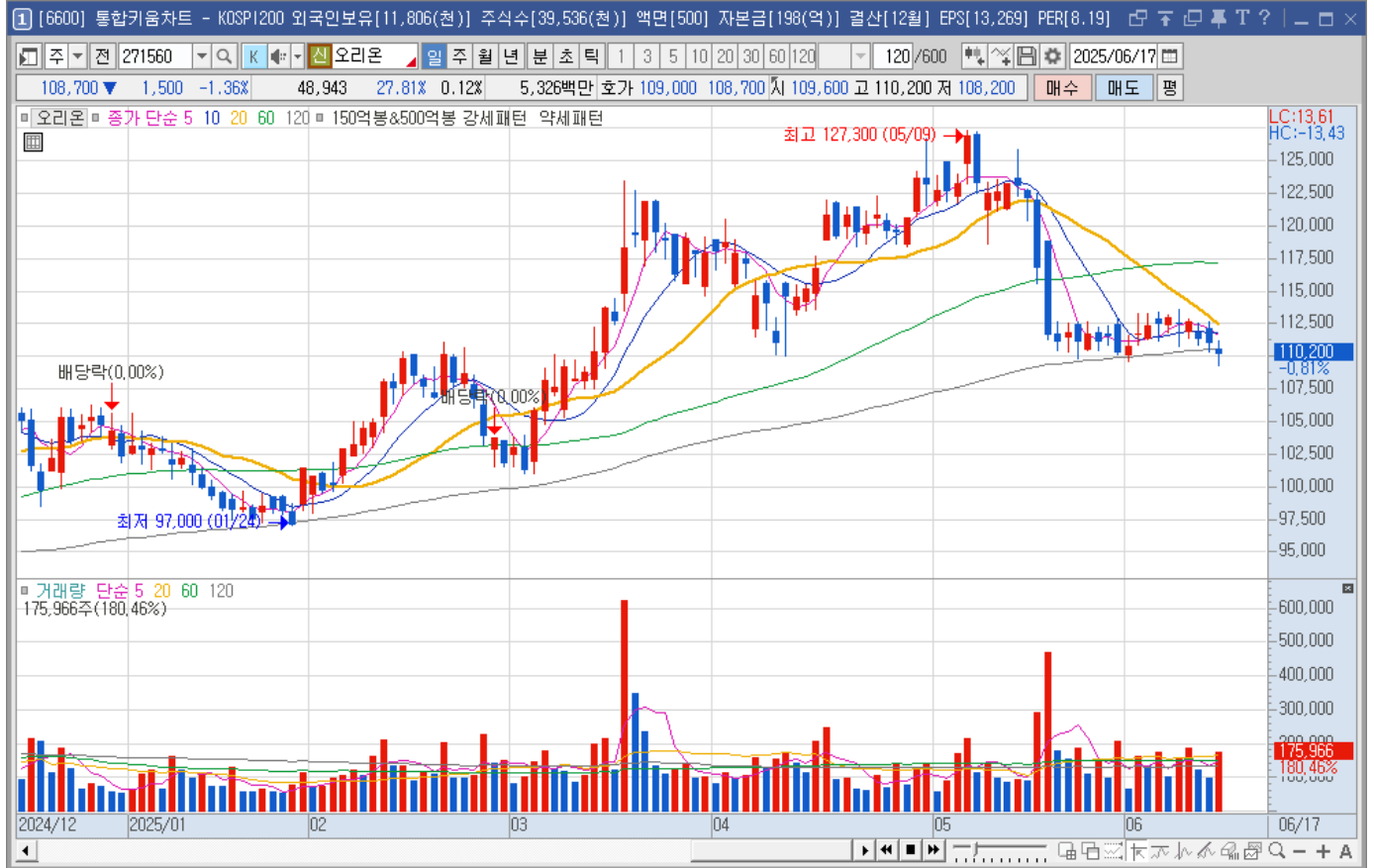
오리온에 대해 투자의견과 목표주가를 기존과 동일하게 유지한다. 목표주가는 12M Fwd EPS에 목표배수는 15배를 적용해 산출했다. 동사의 해외 매출 비중은 25년 실적기준 68%로 국내 음식료 업종 내 높은 경쟁력을 유지하고 있다.

비록 중국의 경쟁사 영향 성장률 둔화 및 베트남 부진 장기화는 아쉽지만 국내는 미국향 수출을 중심으로 성장률이 회복했고 러시아는 여전히 2자리수 이상 고성장을 이어가며 각각 중국과 베트남의 부진을 방어하고 있다. 향후 국내, 베트남, 러시아 CAPA확장을 통한 주변국으로 수출 증가에 따른 해외 실적 성장이 기대되며 주주 환원 확대도 긍정적이다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,873	2,912	3,104	3,323	3,536
영업이익	467	492	544	576	625
영업이익률(%)	16.2	16.9	17.5	17.3	17.7
세전이익	487	520	692	620	665
지배주주지분순이익	392	377	525	452	487
EPS(원)	9,924	9,527	13,271	11,433	12,324
증감률(%)	52.2	-4.0	39.3	-13.9	7.8
ROE(%)	16.5	13.9	16.6	12.6	12.6
PER(배)	12.9	12.2	7.7	9.6	8.9
PBR(배)	2.0	1.6	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	6.7	5.4	4.2	4.2	3.4

자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준





KH바텍

하노이에서 불어오는 변화의 바람

[출처] IBK투자증권 김운호 애널리스트

2025년 2분기는 예상 수준

2025년 2분기 매출액은 1분기 대비 2배 이상 증가한 1,330억원으로 예상한다. 이전 전망 대비 소폭 증가한 규모이다. 2분기 매출 증가는 힌지 매출 본격화가 원인이다. 국내 고객의 신제품 영향이다. 아직 물량이 확정적이지 않지만 가격 상승 영향으로 지난해 대비 매출액은 증가할 것으로 예상한다. 1분기에 10% 비중을 차지했던 전장 부품은 힌지 매출 증가로 비중은 낮아지겠지만 연간 250억원 규모에 이를 전망이다. 연내 End Plate 매출이 발생하겠지만 당분간은 PDU 등 소품 매출이 주력이 될 것으로 예상한다.

새로운 성장 동력, 전장 부품

전장 부품의 성장이 KH바텍의 실적 개선을 주도할 것으로 기대한다. 2025년 `1분기 말 기준 확보한 전장 부품 수주 금액은 1.4조원 규모이고, 연간 1,000억원 수준의 매출 발생을 기대한다. 플랫폼이 추가될 것으로 기대하고 있기 때문에 수주 및 연간 매출 규모는 안정적으로 성장할 전망이다. 2025년 1분기에 전장 매출액은 64억원이고, 2025년 연간으로는 250억원으로 전망한다. 그리고 2026년에는 667억원, 2027년에는 989억원, 2028년 1,801억원으로 전망한다.

투자의견 매수, 목표주가 20,000원 유지.

KH바텍에 대한 투자 의견은 매수를 유지한다. 이는 2025년 폴더블 스마트폰 사양 개선으로 ASP가 상승해서 물량 부진에 따른 실적 감소 리스크는 크게 낮아진 것으로 판단하고, 2025년에는 Hinge, IDC 그리고 전장 부품 매출 증가로 안정적인 성장 궤도 초입에 진입할 것으로 기대하고, 전장 부품은 Platform 비즈니스로 안정적이고 꾸준한 성장이 가능하기 때문에 충분한 새로운 성장 동력으로 충분한 가치가 있다고 판단하고, 이러한 점을 고려했을 때 현재 주가는 PBR 0.8배 수준으로 저평가 되어있기 때문이다. 목표 주가는 20,000원을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	364	311	391	481	530
영업이익	34	22	30	45	49
세전이익	44	27	34	43	45
지배주주순이익	31	21	29	36	37
EPS(원)	1,307	900	1,224	1,522	1,583
증가율(%)	24.7	-31.1	36.0	24.4	4.0
영업이익률(%)	9.3	7.1	7.7	9.4	9.2
순이익률(%)	8.5	6.8	7.4	7.5	7.0
ROE(%)	12.9	8.3	10.6	12.1	11.5
PER	11.2	9.0	8.3	6.7	6.4
PBR	1.4	0.7	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.2	4.6	4.0	2.6	1.9

자료: Company data, IBK투자증권





HD현대인프라코어

유럽의 회복, 견조한 엔진

[출처] 한화투자증권 배성조 애널리스트

2Q25 Preview: 영업이익 시장 기대치 상회 추정

HDI의 2분기 실적은 매출액 1조 1,329억원(YoY +2.2%, 이하 YoY), 영업이익 775억원(-5.0%, OPM 6.8%)으로 영업이익 기준 컨센서스를 소폭 상회할 것으로 추정한다. 시장 기대치 상회 추정의 근거는 1) 유럽 수출 회복 기대, 2) 기존 예상 대비 견조한 엔진 수익성 등이다.

건기: 유럽 수출 회복, 중국 가동률 상승

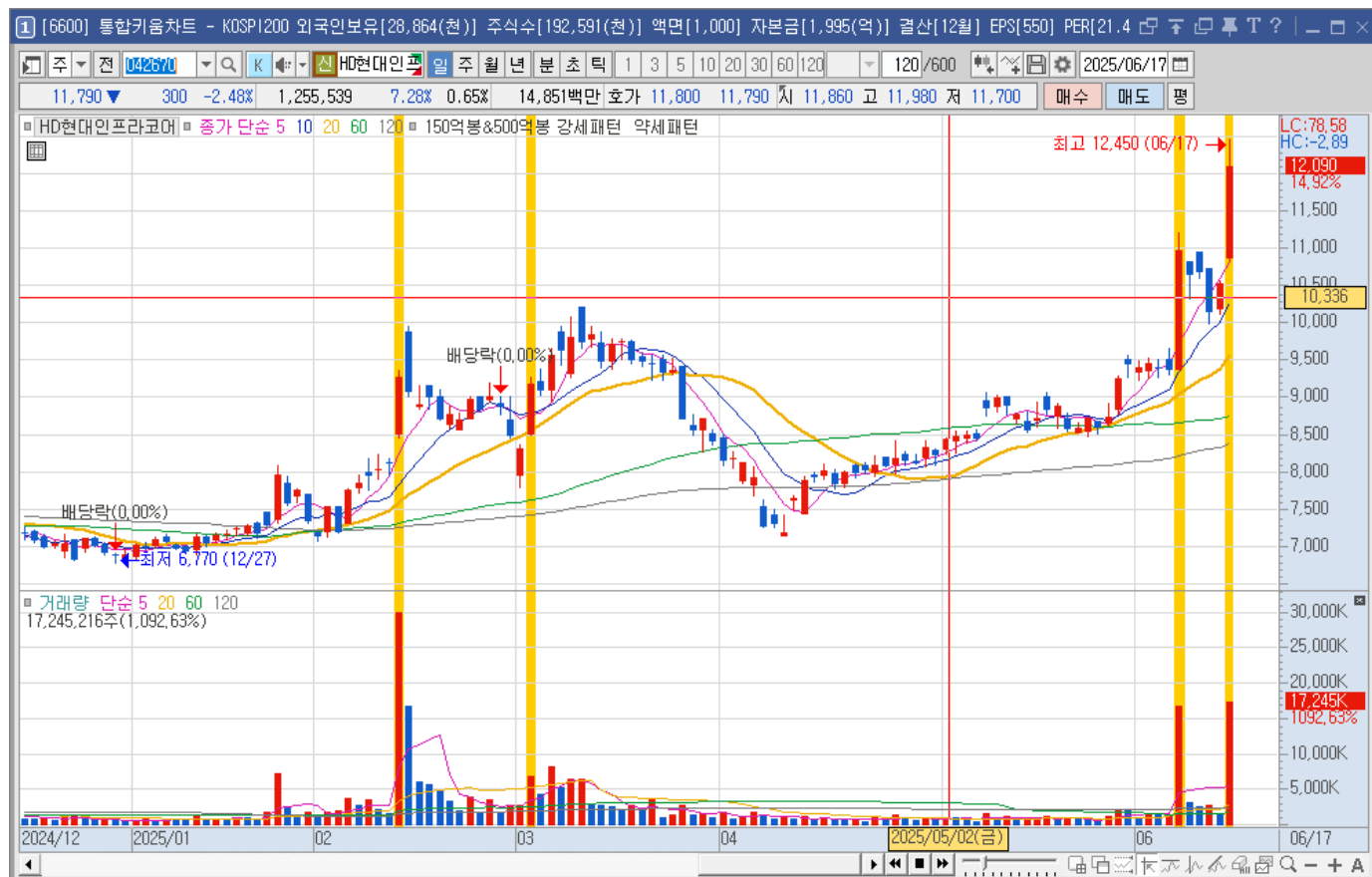
2분기 건설기계 부문 실적은 매출액 8,287억원(+5.4%), 영업이익 291억원(-5.5%, OPM 3.5%)으로 추정한다. 북미는 관세 불확실성이 상존하나 유럽은 연속된 ECB의 금리 인하 이후 수요가 반등하고 있는 것으로 판단한다. 실제로 4~5월 합산 국내 유럽향 굴착기 수출액은 YoY +64.1% 증가했다. 신흥 지역의 경우, 마이닝 수요가 견조한 아시아 및 아프리카 지역이 선방하면서 타 지역 부진을 만회했을 것으로 추정한다. 4~5월 합산 국내 아시아 및 아프리카향 굴착기 수출액은 각각 YoY +6.7%, +185.7% 증가했다. 2분기 중국 매출은 1,224억원(+63.2%)으로 추정한다. 중국 연태법인 통합(HDI+HCE) 생산으로 인한 매출 증가분을 2분기부터 추정치에 반영했다(연간 매출 약 +1,600억원, 굴착기/휠로더 +2,000대 수준). 공장 가동률 상승으로 인한 수익성 개선도 기대해 볼 수 있다. 4월 HDI의 중국 내 판매 실적은 312대(+29.5%)를 기록했다.

엔진: 고수익성 엔진 부문 견조할 것

2분기 엔진 부문 실적은 매출액 3,042억원(-5.5%), 영업이익 484억원 (-4.7%, OPM 15.9%)으로 추정한다. 인천 지역의 디젤/가스엔진(산업용 및 발전기용 등으로 추정) 4~5월 평균 월 수출액은 1분기 대비 +29% 증가했다. 4~5월 합산 수출액은 YoY -4% 감소했으나 고수익성 가스엔진 비중이 14%에서 31%로 증가한 점이 고무적이다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 15,000원으로 상향

투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 15,000원으로 상향한다. 특히, 발전기/방산용 엔진(엔진 내 비중 각각 30%, 10% 추정)의 비중 지속 확대(2H26 이후에는 군산공장 증설 효과도 기대) 가능성에 주목한다.





파크시스템스

사이클과 상관없는 꾸준한 성장세 지속

[출처] iM증권 송명섭 애널리스트

향후 분기 호실적 유지 예상

파크시스템스의 2Q25 매출과 영업이익은 전분기와 유사한 호실적을 기록할 것으로 예상된다. 당사의 현재 전망치는 매출액 517억원과 영업이익 125억원이다. 다만 2Q25 실적이 현재 당사 전망치 수준으로 나올 경우, 3Q25 실적은 대폭 개선될것으로 판단된다. 이는 동사 장비의 수주 후 매출 발생까지의 기간이 산업용 4~6개월, 연구용 2~3개월이며, 1Q25 기말 수주 잔고가 893억원에 달하고 2Q25 신규 수주는 400억원 수준일 것으로 전망되기 때문이다.

높은 이익률 지속

동사가 광학 기술력 강화를 목적으로 최근 100억원 규모로 인수한 스위스 자회사에 대한 실적 및 비용 반영이 2Q25부터 개시될 전망이다. 동 자회사의 기존 영업이익률은 BEP를 다소 상회하는 수준인 것으로 보인다. 다만 이에도 불구하고 동사 FY25 영업이익률은 전년의 22.0%를 상회하는 23.4%를 기록할 것으로 추정된다. 동사 1Q25 기말 수주 잔고 중 산업용 장비의 비중은 80%로 전분기의 76%에서 크게 상승했다. 또한 동사 올해 매출에서 산업용 장비의 비중은 전년의 70%에서 75%로상승할 전망이다. 연구용 장비 대비 상대적으로 이익률이 높은 산업용 장비의 매출 비중 상승은 동사 이익률에 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단된다.

신규 장비 성장 지속

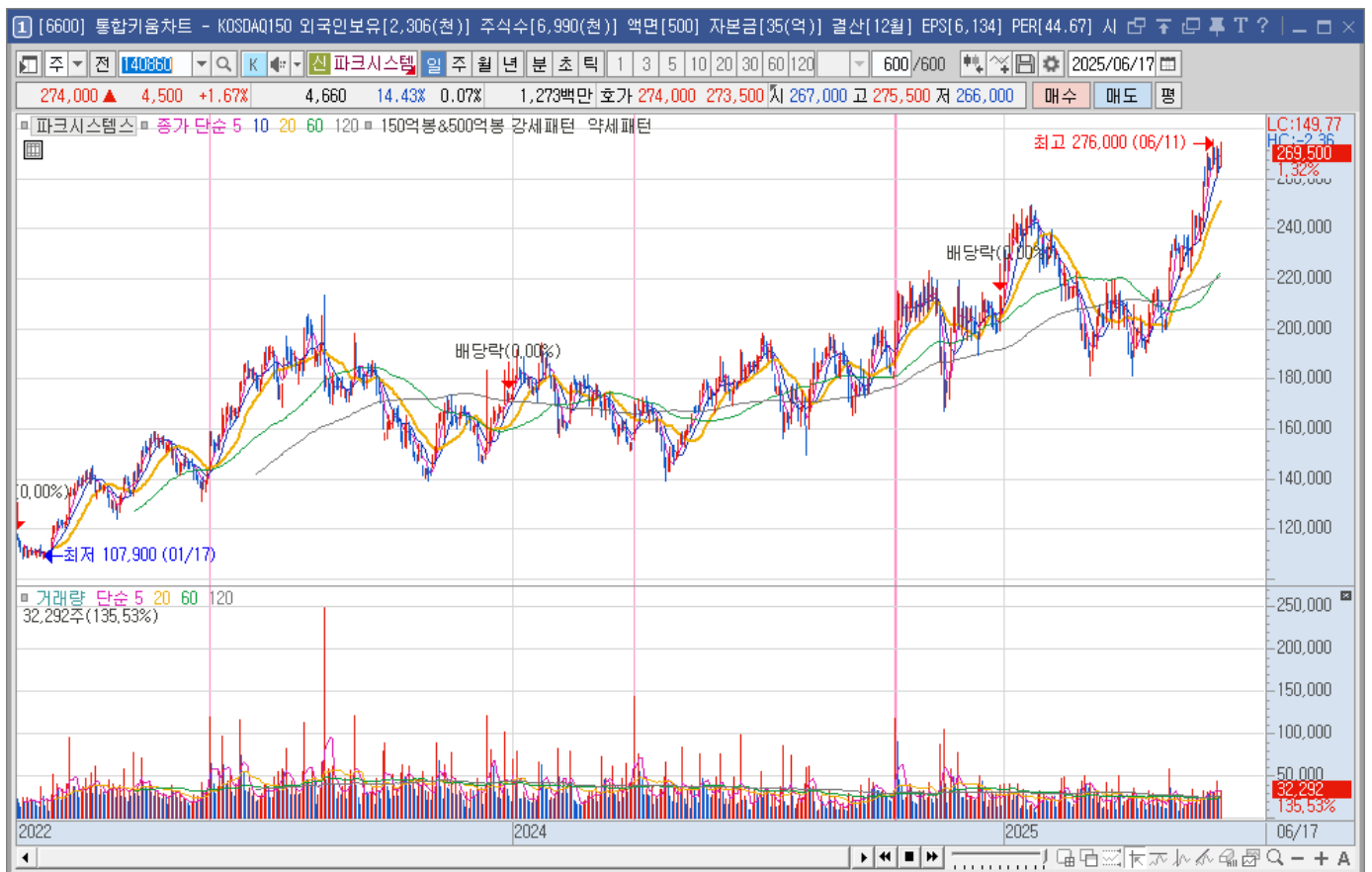
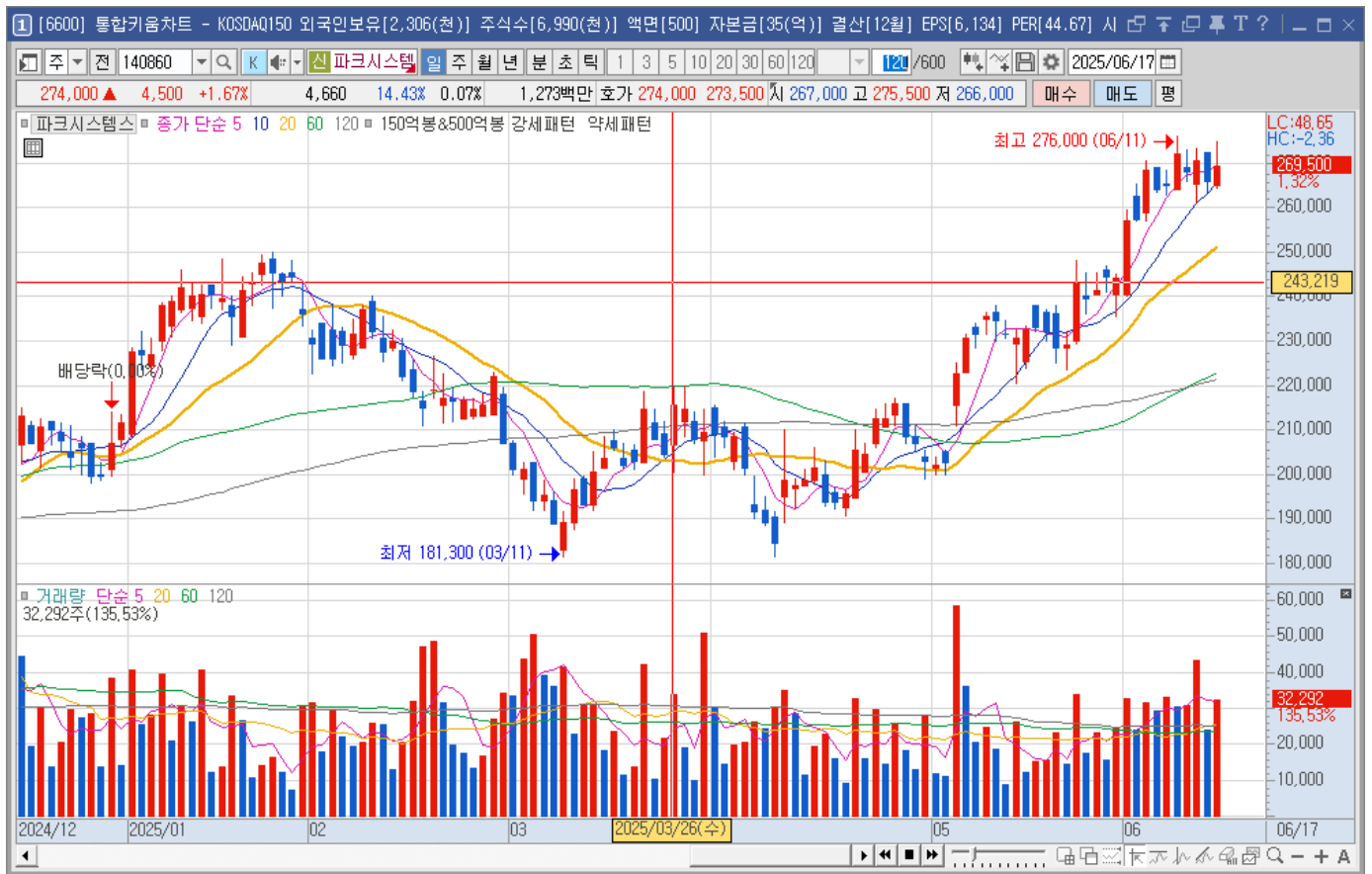
동사의 신규 장비들은 꾸준한 성장세를 기록 중인 것으로 보인다. 광원 변화에 따라 필요성이 점차 커지고 있는 마스크 리페어 장비의 수주는 꾸준히 증가 중이다. 특히 광학계 장비의 낮은 정밀도와 원자 현미경의 느린 속도를 모두 보완할 수 있는 하이브리드 장비의 경우, 고객사들의 테스트가 성공적으로 마무리되어 1Q25에 이미 여러 대의 매출이 발생하였고 수주도 증가 중인 상황이다. 또한 AI 반도체를 위한 Advanced Pkg.용으로 최대 파운드리 업체에게 동사가 샘플 장비를 출하한 바 있는 대형 시료 검사 장비는 인증이 성공적으로 진행되고 있는 것으로 보인다. 동 신규 장비들의 가격이 기존 주력 장비 (NX-Wafer) 대비 20~80% 높은 상황에서 산업용 장비 매출 중 신규 장비들이 차지하는 비중이 전년의 10% 수준에서 올해에는 20% 이상으로 증가할 전망이다. 따라서 이 역시 동사 이익률에 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단된다.

올해에도 사이클과 상관없는 꾸준한 성장세 전망

1H25에 발생 중인 관세 부과 전 반도체 선구매, Set 선생산의 부작용에 따라 2H에는 수요 절벽 현상에 따른 반도체 업황 재둔화 가능성이 높은 것으로 판단된다. 이 경우 전방 업체들의 투자 감소 및 장비 업체들의 실적 둔화가 불가피하다. 이러한 상황이 발생한다면 동사 실적에도 다소의 악영향이 나타날 수 있다. 단 동사의 최대 강점은 반도체 업황 및 사이클과 관계없이 꾸준한 성장이 가능하다는 점이다. 동사의 매출액은 FY15 이후 한번도 역성장하지 않았으며 이는 동사의 주력 제품인 원자 현미경이 미세공정 전환과 수율 향상에 필수적이기 때문이다. 업황이 나빠질수록 반도체 업체들은 설비 확장보다는 원가 절감을 위해 미세공정 전환과 수율 개선에 더욱 노력할 수밖에 없다. 동사의 올해 매출액과 영업이익은 2,098억 (+20%)과 491억원 (+27%)을 기록해 어려운 영업 환경에도 불구하고 지속적인 실적 개선세를 보일 것으로 전망된다.

목표주가를 32만원으로 상향

향후에도 지속적인 실적 개선이 예상되는 동사의 목표주가를 기존의 29만원에서 32만원으로 상향 조정한다. 신규 목표주가는 동사 연간 고점 P/B 배수들의 역사적 평균값인 9.5배를 올해 예상 BPS에 적용하여 도출한 것이다. 단기적인 부침에 불구하고 동사 주가가 장기간 우상향 추세를 보여온 것은, 동사 실적 역시 한 해도 빠짐없이 장기 상승해 왔기 때문이다. 이는 동사 주가에 상대적으로 높은 Valuation 배수 적용이 가능한 이유이다.



감성코퍼레이션

성장, 리레이팅, 환원의 삼위일체

[출처] 유진투자증권 하준서 애널리스트

픽아웃 우려는 해외진출로 불식

2025 년은 해외진출 확대의 원년

2021 년부터 가파르게 성장해온 국내 오 프라인 채널의 출점은 점차 둔화되고 있다. 올해 출점 목표는 200 개로 성장률은 전년 비 4%p 하락한 9%가 될 전망이다. 점포당 매출액은 꾸준히 성장하고 있지만 국내 시장의 성장한계는 명확해 보인다. 이를 불식시킬 수 있는 모멘텀은 해외진출이다. 지난해 3 분기에 본격적으로 시작된 해외수출은 올해 1 분기에 대만과 일본향으로 SS 시즌 물량을 보내며 큰폭으로 성장했다.

매출확대와 수익성 개선 두마리 토끼 다잡기

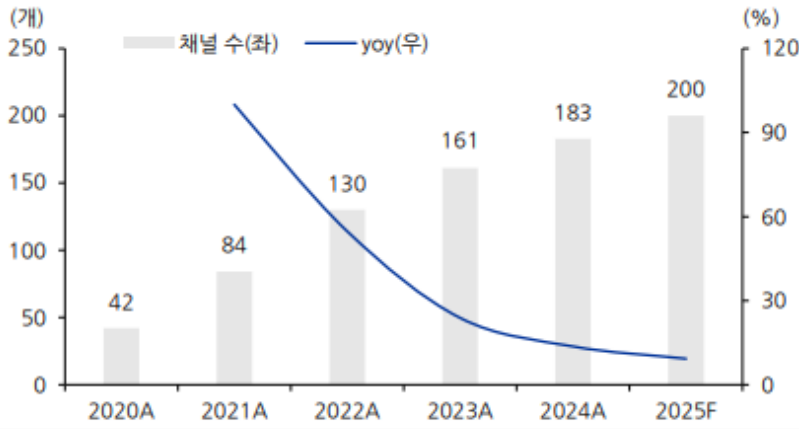
해외 매출은 국내 매출분보다 수익성이 높다. 한정된 시장규모를 확장시킨다는 장점을 제외하고도 긍정적인 부분이다. 국내에서 스노우피크 어패럴 제품을 판매할 때 감성코퍼레이션이 부담해야 하는 비용은 스노우피크 재팬에 지급하는 판매수수료(로열티)뿐만 아니라 국내 백화점 및 판매점등 유통채널에 지급하는 지급수수료 및 지급임차료 등 변동비성 비용이 있다. 해외매출분에는 유통채널에 지급하는 비용이 획기적으로 줄어들며 일본향 매출분은 로열티를 지급하는 Snow peak Japan 에게 주는 물량이라 판매수수료도 제거된다. 매장운영관련 임차료 등 고정비성 비용 및 변동비가 줄어든 수익성 높은 매출이 추가되면서 동사는 양적/질적 성장을 기대할 수 있다

2025 년 매출액 2,793 억원 영업이익 450 억원 전망

전사 매출액과 영업이익은 각각 26.7%, 24.8% 성장을 전망한다. 의류 부문만 별도로 29.8%의 성장세다. 동사는 매출원가율 30% 선에서 OEM 방식으로 제품을 사입하고 이외에도 판관비, 판매수수료, 지급수수료, 지급임차료 등 대부분 변동비성 비용을 부담한다. 다만 급여와 상각비등 고정비 존재하고 TV 광고 축소 등 고정비성 비용 절감할 사업계획을 고려했을 때 성장국면에서 수익성이 개선되는 레버리지효과가 기대된다.

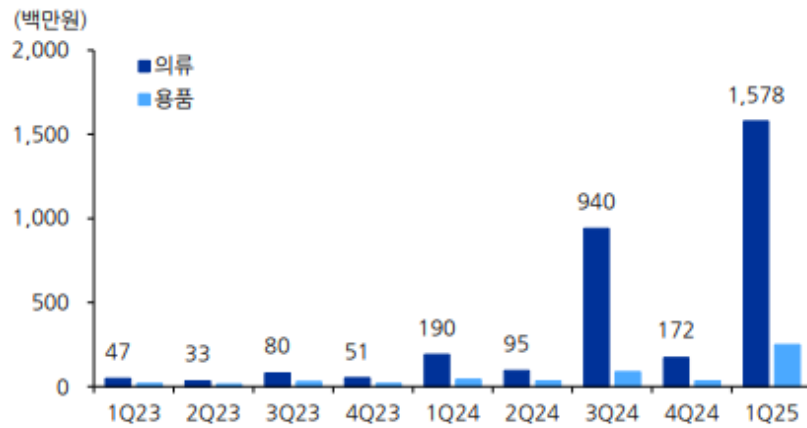
타인자본 및 기타 금융상품 등 영업외단에서도 별도 특이사항 없어 당기순이익 훼손도 크지 않은 재무구조다. 당기순이익이 중요한 이유는 후술할 기업가치재고계획의 주주환원재원 기준이 전년도 당기순이익의 50% 수준이기 때문이다. Snow peak 의 글로벌 구글 트렌드 추이도 견조하게 유지되고 있다. 지역별로 구분했을 때 기대감이 높은 홍콩, 대만 등 중화권의 트렌드가 강세다. 해외 수출분실적을 고려했을 때 연간 20%이상 성장은 무난하게 달성 가능할 것으로 전망한다.

도표 1. 오프라인 채널 수 둔화하는데 비해

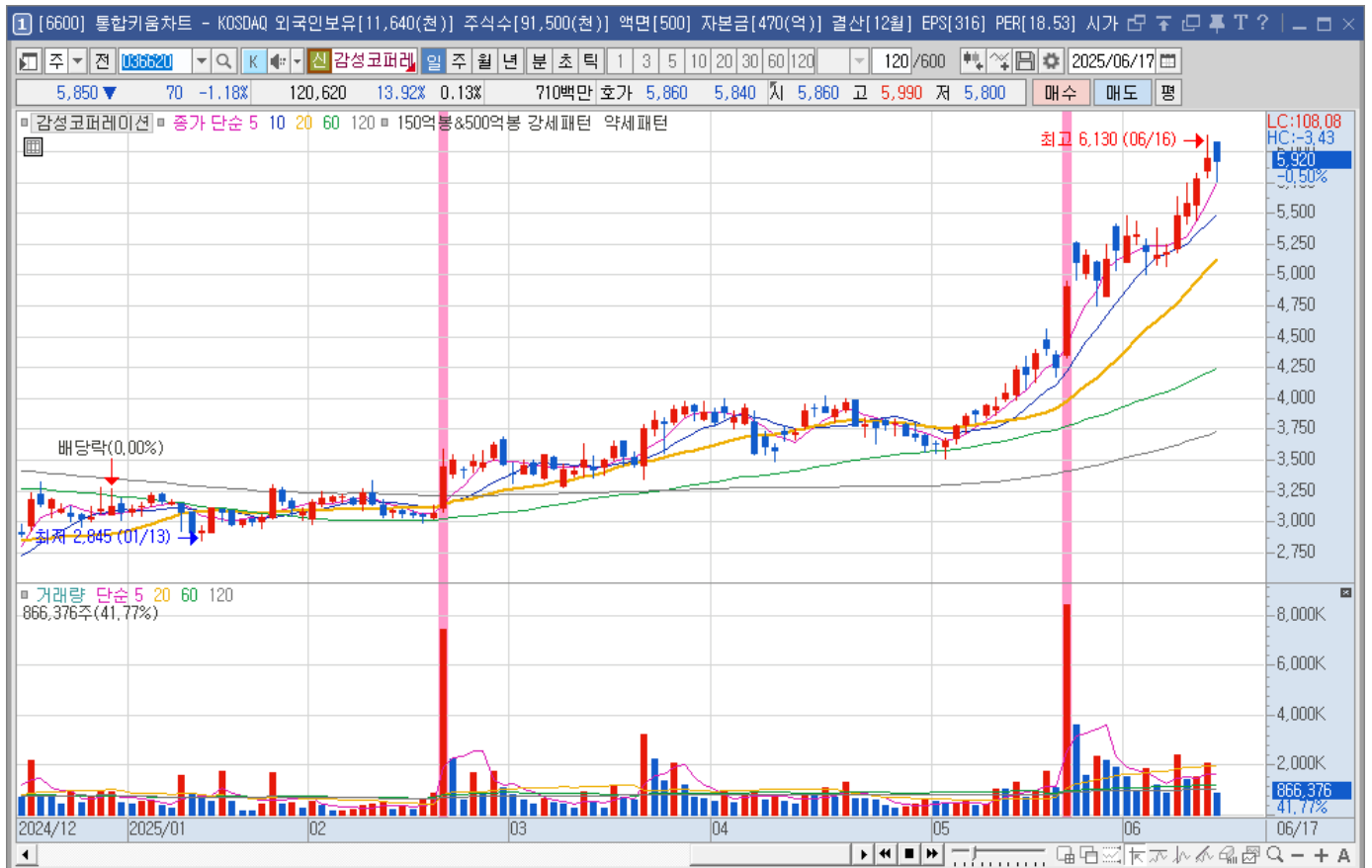


자료: 삼성코퍼레이션, 유진투자증권

도표 2. 해외수출 금액 큰폭의 성장 시작



자료: 삼성코퍼레이션, 유진투자증권





두산에너지빌리티

원전과 SMR 시장 확대의 최대 수혜주

[출처] KB증권 정혜정 애널리스트

목표주가 75,000원으로 70.5% 상향

두산에너지빌리티 목표주가를 75,000원으로 70.5% 대폭 상향 조정하고 투자의견 Buy를 유지한다. 목표주가 상향은 트럼프 행정부의 적극적인 원전정책에 따른 대형 원전시장 확대와 SMR 시장 성장 기대감 등을 반영해 두산에너지빌리티의 장기 실적 추정치를 상향 조정했기 때문이다. 두산에너지빌리티는 글로벌 원전 수요가 늘어나는 가운데, 대형 원전 및 SMR 주기기 공급과 관련한 핵심적인 역할을 맡고 있어 향후 시장 확대의 수혜가 예상된다.

미국에서도 대형원전 수요 늘어날 전망

지난 5월 트럼프 대통령은 2030년부터 대형 원전 10기 신규 증설을 시작해 2050년까지 원전 규모를 4배 확대하는 행정명령에 서명하는 등 에너지 안보 및 주도권 확보를 위해 원전 친화적인 정책을 펼치고 있다. 이에 웨스팅하우스 (Westinghouse)는 미국 내 신규 원전 수주를 준비하고 있으며, 유럽에서도 프로젝트 입찰에 참여하고 있어 수주잔고는 이미 확보한 14기 이상으로 확대될 수 있을 전망이다. 이는 웨스팅하우스에 원전 주기기를 공급하는 두산에너지빌리티에게도 긍정적이다. 한편 한국형 원전 또한 체코 두코바니 원전 최종 계약이 체결됨에 따라 이르면 내년부터 두산에너지빌리티의 매출 발생이 예상되는 가운데, 11차 전기본에서 확정된 국내 원전 2기를 비롯해 폴란드 원전, 체코 테몰린 원전 등의 추가 수주도 아직 기대해 볼 수 있다.

상용화 앞둔 SMR 시장의 성장 가속 기대

한편, SMR 시장은 미국 정부의 인허가 기간 축소 정책이 반영되면서 속도가 붙을 것으로 예상된다. 5월 美 원자력규제위원회 (NRC)는 뉴스케일 (NuScale)의 SMR 설계를 유일하게 승인했다. 현재 뉴스케일은 루마니아에 2030년 상업 가동을 목표로 프로젝트를 진행 중이며, 올해 중 추가 SMR 프로젝트 수주를 예상하고 있다. 뉴스케일향 SMR 주기기 소재를 이미 제작하고 있는 두산에너지빌리티는 조립 및 제작 관련 된 후속 수주를 기대 중인 가운데, 2030년까지 7,000억원 투자를 통해 SMR 모듈 capa 증설을 진행할 계획이다. 원전 파운드리인 두산에너지빌리티는 원전과 SMR 동시 수혜가 예상되어 중장기 주가 레벨업이 기대된다.

