

230317(금) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-03-17 오전 3:21

수정한 날짜: 2023-03-17 오전 10:14

230317(금) 증권사리포트

넷마블

중국판호 + 턴어라운드 + Rock Bottom

[\[출처\] 유안타증권 이창영 애널리스트](#)

투자의견 BUY, 목표주가 82,000원으로 분석 재개

동사는 국내 상장 게임사 중 가장 높은 수익 창출력을 보유. 하지만, (1) 기 진행한 M&A의 낮은 시너지, 이로 발생한 (2) 약 2.7 조원의 순차입금 및 이자, (3) 영업권 상각에 따른 영업손실로 PSR 1.6배 기록 (엔씨소프트 3.6배, 크래프톤 4.5배). 그러나, 지난해 판호 획득한 4종의 게임이 올해 하반기부터 중국에서 서비스될 예정이며, 올해 이미 흥행이 검증되었거나, 충성도 높은 유명 IP기반의 총 9종의 자체개발 신규 게임이 출시될 예정,

하반기 턴어라운드 가능성이 높은 상황. 목표주가 82,000원은 하반기부터 중국 출시 게임이 본격화될 것을 반영했으며, 24년 동사 추정 EBITDA에 국내외 게임회사 23년 평균EV/EBITDA를 10% 할인한 11.3배를 적용한 값과, 동사의 높은 수익 창출력(해외매출 85%)을 밸류에이션에 반영, 국내외 게임회사 23년 평균 PSR 2.7배를 동사 23년 예상 매출액에 적용한 값의 평균값으로 산출

중국 STORY

2022년 중국 게임시장 매출은 10년 만에 처음 마이너스 성장(-10%) 기록. 시진핑 집권 3기 내수 진작, 고용 창출을 위해 게임 산업을 육성하고, 빅테크 기업 지원책이 활발하게 펼쳐질 전망. 특히, 2023년 9월 항저우 아시안게임에서 처음으로 e스포츠가 정식종목으로 채택되어,

이제까지의 게임규제 일변도에서 게임 육성/지원정책으로 바뀔 것으로 예상

신작 Line-Up

23년 상반기: '모두의마블2'-전세계 2억명 유저의 IP, 누적 매출 8,000억원, 메타버스 게임. '신의탑'-누적조회수 45억회 웹툰 IP. 23년 하반기: '나혼자만레벨업'-전세계 누적 조회수 142억회 웹툰 IP. 중국 서비스 게임: 'A3'-누적 매출 1,500억원 배틀로얄 MMORPG, '샵타이탄'-중국 사전테스트 호평. '제2의나라'-한국, 대만, 일본, 홍콩, 마카오 1위 기록 IP, 누적 매출 3,900억원, 텐센트 현지화 및 퍼블리싱, 가장 큰 기대작. '신석기시대'-중국 개발사 및 퍼블리셔가 개발/서비스. 23년 신작게임 출시수는 게임사 중 가장 많음

Turn Around

23년 주총에서 CFO를 (각자)대표이사로 신규 선임(예정), 비용 효율화에 박차. 전체 비용 중 28%의 인건비 상승률이 47% (3Q22누적)에서, 4분기 9%로 급격히 둔화. 23년 신작 9종 모두 자체개발 게임이기에 매출액 대비 지급수수료의 비중도 지속 하락 전망. 비용효율화의 지속과 신작 9종, 중국에서 서비스되는 4종의 게임 매출이 더해지는 하반기에는 실적 턴어라운드가 가능할 것으로 전망

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	6,419	1.6	-6.6	6,541	-1.9
영업이익	-140	적지	적지	-162	13.7
세전계속사업이익	214	흑전	흑전	-339	163.2
지배순이익	160	흑전	흑전	-295	154.1
영업이익률 (%)	-2.2	적지	적지	-2.5	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	2.5	흑전	흑전	-4.5	+7.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

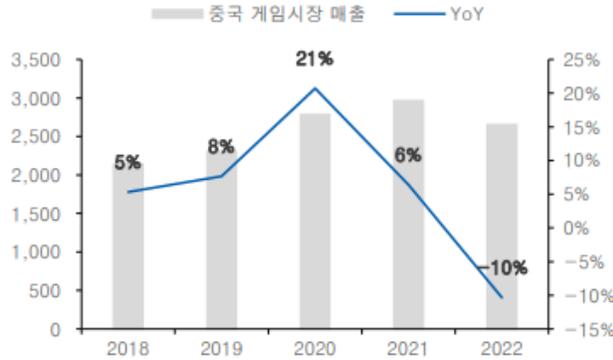
(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	25,069	26,734	29,954	32,118
영업이익	1,510	-1,044	260	1,946
지배순이익	2,402	-8,170	583	1,863
PER	46.3	-6.4	83.0	26.0
PBR	1.8	0.9	1.0	1.0
EV/EBITDA	41.8	55.7	23.1	12.6
ROE	4.3	-14.6	1.2	4.0

자료: 유안타증권

2018~2022년 중국 게임시장 매출액 & YoY

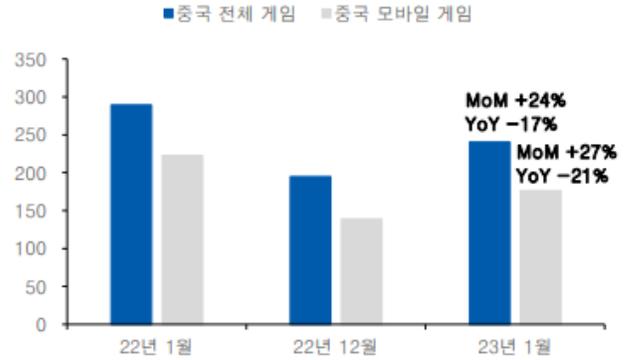
(단위: 억 위안)



자료: 중국영상디지털출판협회, 중국게임산업연구원, 한국콘텐츠진흥원 재인용

2023년 1월 중국 전체 게임, 모바일 게임시장 매출 YoY & MoM

(단위: 억 위안)



자료: Gammadata, 유안타증권 리서치센터

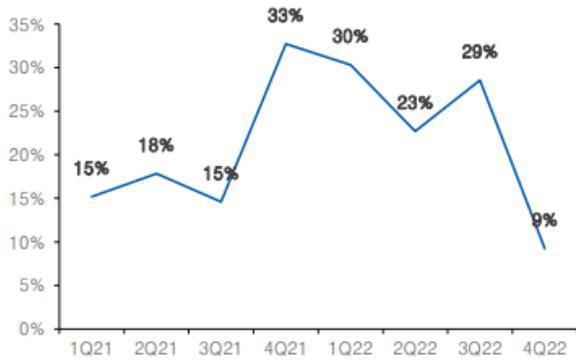
신작 Line-Up

넷마블 신작 라인업

출시 일정	게임명	장르	플랫폼	개발사(지분율)	출시지역
1H23	모두의마블2: 메타월드	캐주얼	PC/모바일	넷마블엔투(86.78%)	글로벌
	그랜드크로스 W	전략	PC/모바일	넷마블에프앤씨(82.12%)	글로벌
	신의 탑: 새로운 세계	수집형 RPG	모바일	넷마블엔투(86.78%)	글로벌
2H23	아스달 연대기	MMORPG	PC/모바일	넷마블에프앤씨(82.12%)	글로벌
	나 혼자만 레벨업:ARISE	액션 RPG	PC/모바일	넷마블네오(78.5%)	글로벌
	원탁의 기사	전략 MMORPG	모바일	Kabam(100%)	글로벌
	세븐나이츠 핑거 (가제)	방치형 RPG	모바일	넷마블넥서스(99.93%)	글로벌
2023	파라곤: 디 오버프라이м	TPS MOBA	PC/콘솔	넷마블에프앤씨(82.12%)	글로벌
	하이프스쿼드	액션 배틀	PC	넷마블엔투(86.78%)	글로벌
	A3: Still Alive	배틀로얄 MMORPG	모바일	넷마블엔투(86.78%)	중국
	삼타이탄	시뮬레이션 RPG	PC	Kabam(100%)	중국
	제2의나라 : 크로스월드	RPG	모바일	넷마블네오(78.5%) 텐센트 현지화&퍼블리싱	중국
신석기시대	미공개	미공개	중국 개발사&퍼블리싱	중국	

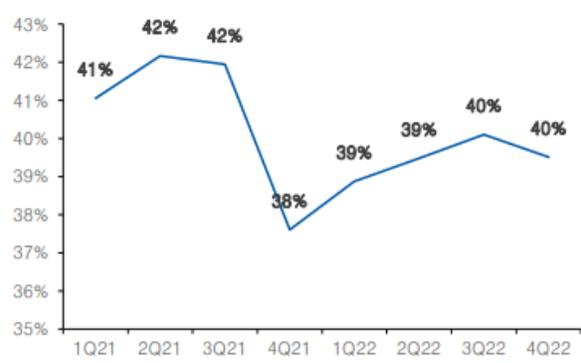
자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

1Q21~4Q22 넷마블 인건비 YoY 증가율



자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

1Q21~4Q22 넷마블 매출액 대비 지급수수료 비율



자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터





레이크머티리얼즈
반도체 사이에 피어난 전고체
[\[출처\] 하나증권 변윤지 애널리스트](#)

2022 Review: 반도체와 태양광 소재가 견인한 호실적

반도체 증착공정에 사용되는 전구체를 납품하는 레이크머티리얼즈의 2022년 매출액은 1,315억원(YoY+61%), 영업이익은 354억원(YoY+71%)으로 컨센서스를 상회했고, 매출은 처음으로 1,000억원을 돌파했다. 매출 호조 원인은 반도체 소재와 태양광 매출 성장 덕분이다. 반도체 소재가 전체 매출에서 차지하는 비중은 19년 26.5%, 22년 61.1%(추정)로 점차 확대되고 있다. 22년 매출 호조는 DRAM 미세화 공정으로 선풍이 좁아지면서 선간의 누설전류를 막는 Barrier Metal 공정에 사용되는 전구체 사용량이 확대된 것으로 추정된다. 태양광 소재 매출 호조는 중국 태양광 고객사 중심으로 수요가 증가한 덕분이다.

2023년 Preview: High-K 수요와 석유화학 촉매 양산 기대

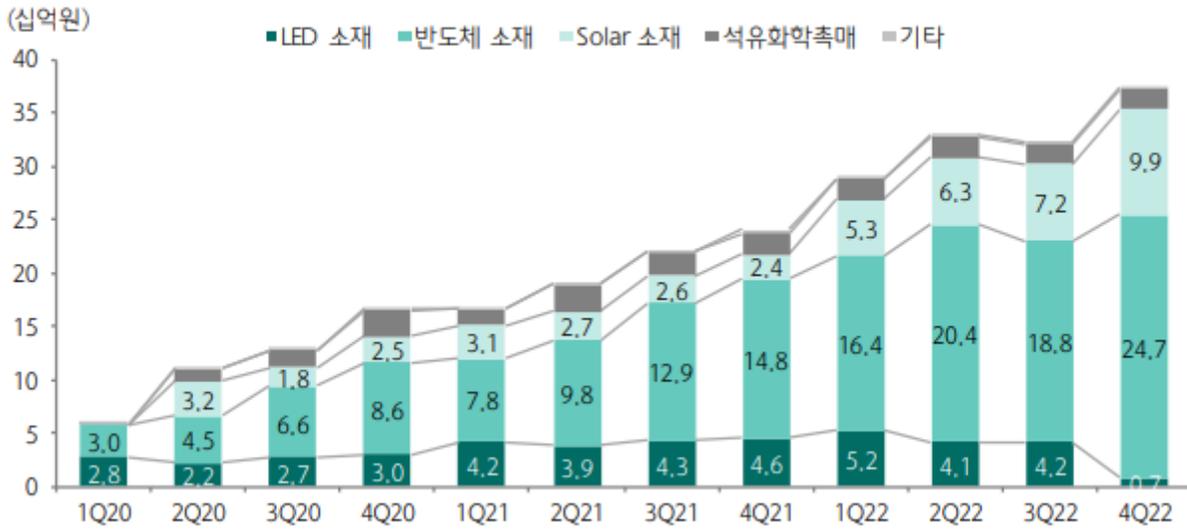
2023년 매출액은 1,598억원(YoY+22%), 영업이익은 392억원(YoY +11%)으로 전망한다. 반도체 소재와 석유화학 촉매 부문의 성장이 기대된다. 반도체 소재는 선단 공정에서 사용되는 High-K 전구체 수요가 견조할 것으로 예상된다. 또한, 23년 9월 30일까지 세종 2공장에 140억원을 투자해 High-K 전구체 시설투자를 진행한다. 증설 후 연간 200억원 정도의 매출 상승 여력도 존재한다. 이외에도 성장이 기대되는 사업부는 석유화학 촉매 부문이다. 레이크머티리얼즈는 PP와 PE 등의 수지류를 가공할 때 활용되는 촉매 중 하나인 메탈로센 촉매를 생산한다. MAO(메탈로센 촉매)를 만들 때 TMA(트리메틸알루미늄)가 필요한데, 레이크머티리얼즈는 국내 유일 TMA 기술을 보유한 업체이다. 2023년부터 신규 고객사향으로 양산용 매출이 반영될 것으로 기대된다.

전구체와 전고체 소재를 공급하는 기업으로 성장

3월 15일 기준 레이크머티리얼즈의 주가는 8.8% 이상 급등했다. 급등한 이유는 자회사인 레이크테크놀로지(지분율 70.59%)의 전고체 사업 진출에 대한 기대감 때문으로 추정된다. 레이크머티리얼즈의 자회사 레이크테크놀로지는 전고체 배터리 전해질 핵심 원료인 황화리튬(Li₂S) 관련 기술 및 공정 개발이 원활히 진행되고 있으며 2023년 말 양산설비를 준공할 계획이다.

Financial Data						
투자지표	단위	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	십억원	38	35	35	46	82
영업이익	십억원	7	4	3	5	21
세전이익	십억원	5	2	2	2	20
순이익	십억원	9	2	2	2	18
EPS	원	132	33	27	30	275
증감율	%	흑전	(75.0)	(18.2)	11.1	816.7
PER	배	14.8	62.0	74.8	92.0	19.9
PBR	배	5.3	5.0	4.7	4.5	6.2
EV/EBITDA	배	0.2	0.3	0.4	0.2	0.1
ROE	%	35.6	8.2	6.3	4.9	31.1
BPS	원	371	405	430	614	884
DPS	원	0	0	0	0	0

그림 1. 주요제품 핵심 소재 및 신규제품



주 : 4Q22 사업부별 매출액은 추정치
 자료: 레이크머티리얼즈, 하나증권

그림 2. 주요 고객사 현황



자료: 레이크머티리얼즈, 하나증권



이마트

4분기 실적에 대한 해석

[출처] IBK투자증권 남성현 애널리스트

4분기 영업실적 부진과 해석

이마트 4분기 연결기준 매출액은 7조 4,753억 원(전년동기대비 +9.0%), 영업이익 223억 원(전년동기대비 -71.2%)을 기록하였다. 별도기준은 4조 1,859억 원(전년동기대비 +4.0%), 영업이익 813억 원(전년동기대비 +92.7%)으로 긍정적 실적을 기록 하였음에도 불구하고 시장 기대치를 하회한 이유는 1) SCK 실적 부진에 따른 기여도 감소와, 2) PPA 온기 반영에 따른 부담, 3) 신세계라이브쇼핑 연결 손익 제외, 4) 온라인 적자폭 축소가 시장 기대치에 미치지 못했기 때문이다.

4분기 실적에서 주의해야 할 부분은 GP마진 개선과 판관비의 효율적 통제이다. 4분기 할인점 기준점 성장률은 7.8%를 기록하면서 절대적인 수익은 약 605억 원이 증가하였다. 동시에 연결조정 효과를 제외하면 판관비는 전년과 거의 유사한 수준으로 분석한다. 할인점 상품마진율이 개선된 이유는 ▶ 트래픽 증가에 따른 매출액 증가, ▶ 판관비 감소는 PP센터 비중 감소 및 효율적 비용 관리 때문이다. 하지만, 중요한 것은 동사의 수익성 개선이 가능한 부분은 PP센터 비중 감소에 따른 판관비 효율성이라는 점이다. 4분기는 이례적으로 기준점 성장률이 높았고, 실제 이익 기여도도 상품 마진율 개선에서 이루어졌다. 즉, 1분기 기준점 성장률이 부진할 것으로 보이는 현시점에서 수익성 개선의 폭은 제한될 가능성이 높다.

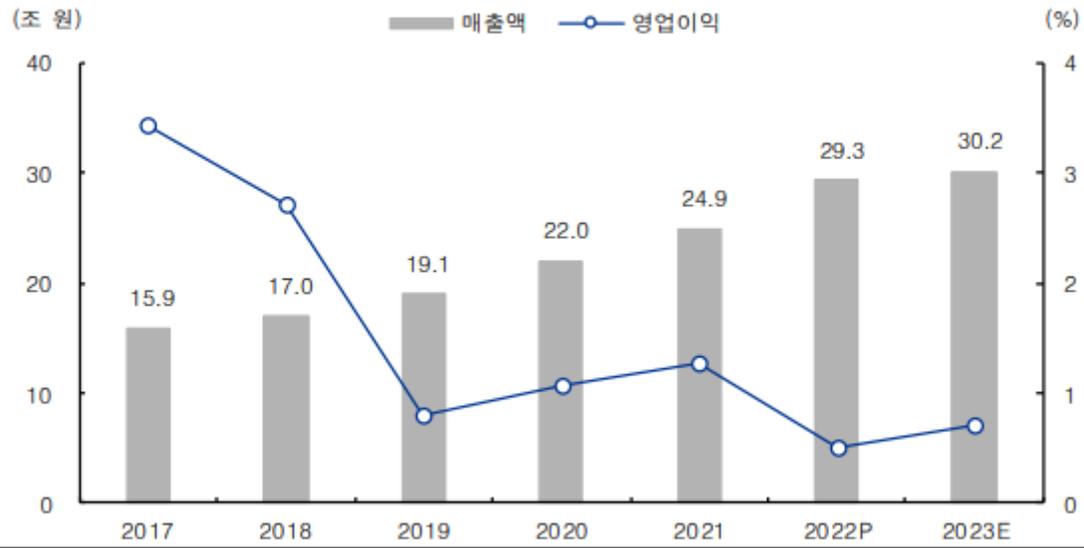
투자의견 중립, 목표주가 98,000원 제시

동사에 대한 투자의견 중립과 목표주가 9.8만 원을 유지한다. 2023년 실적 개선 가능성은 높은 것이 사실이나, 1) 불확실한 소비 환경, 2) 기준점과 상품마진율의 관계, 3) 금융비용의 뚜렷한 증가, 4) 일부 자회사 불확실성을 고려하면 보수적인 관점에서 접근할 것을 권고한다.

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022P	2023F	2024F
매출액	22,033	24,933	29,334	30,160	31,265
영업이익	237	317	145	212	260
세전이익	622	2,114	1,263	89	151
지배주주순이익	362	1,571	911	64	110
EPS(원)	12,979	56,348	32,687	2,295	3,945
증가율(%)	54.7	334.2	-42.0	-93.0	71.9
영업이익률(%)	1.1	1.3	0.5	0.7	0.8
순이익률(%)	1.6	6.4	3.1	0.2	0.4
ROE(%)	4.0	16.2	8.6	0.6	1.0
PER	11.7	2.7	3.0	48.1	28.0
PBR	0.5	0.4	0.2	0.3	0.3
EV/EBITDA	8.5	10.5	7.3	7.1	6.7

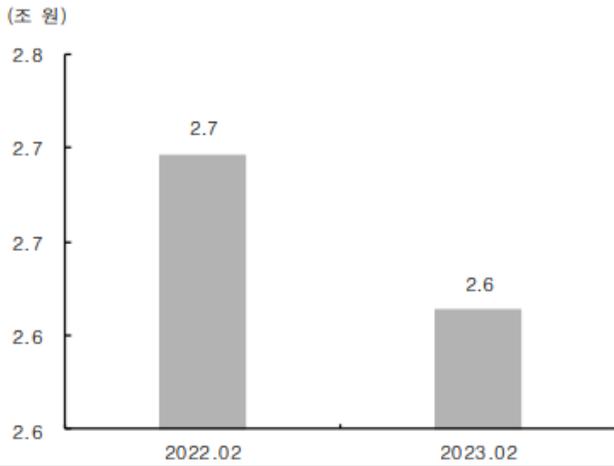
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 이마트 실적 추이 및 전망



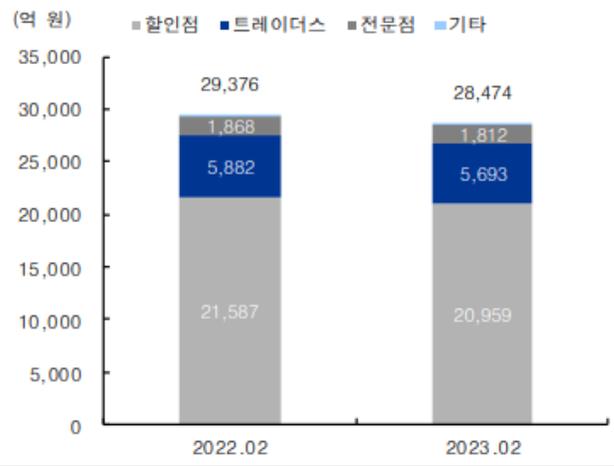
자료: 이마트, IBK투자증권

그림 2. 23년 2월 누적 매출액 전년동기 비교(별도)



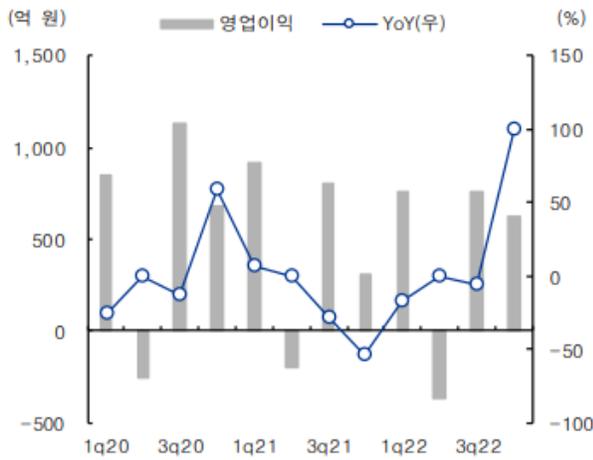
자료: 전자공시시스템, IBK투자증권

그림 3. 23년 2월 누적 총매출액 전년동기 비교(별도)



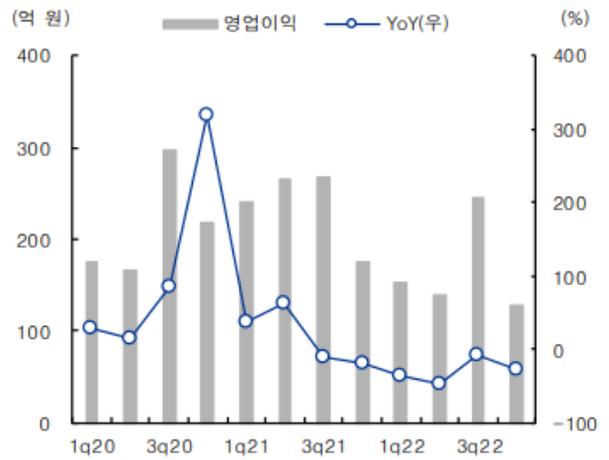
자료: 전자공시시스템, IBK투자증권

그림 4. 이마트 할인점 분기별 영업이익 추이



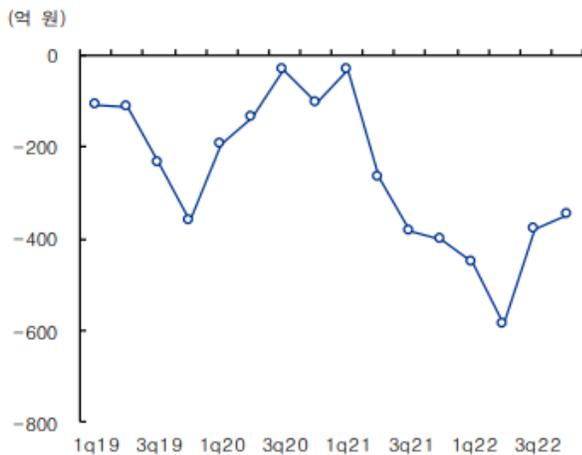
자료: 이마트, IBK투자증권

그림 5. 이마트 트레이더스 분기별 영업이익 추이



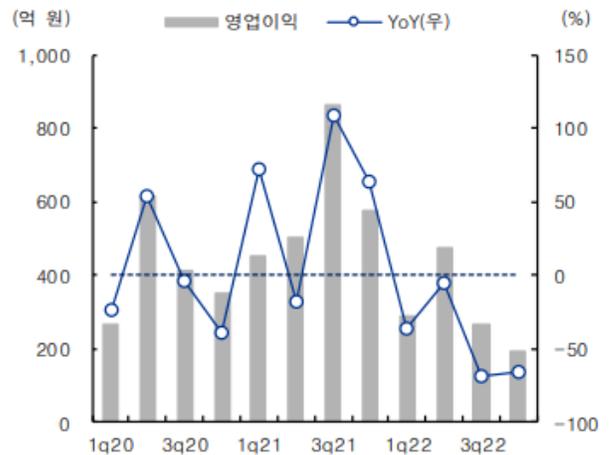
자료: 이마트, IBK투자증권

그림 6. 이마트 온라인 사업부 분기별 영업이익 추이



자료: 이마트, IBK투자증권
 주: 온라인은 SSG.COM과 지마켓글로벌 합산

그림 7. SCK(스타벅스코리아) 분기별 영업이익 추이



자료: 이마트, IBK투자증권



핵토이노베이션

4Q22 Review - 사업 다변화로 분기, 연간 최고 매출 달성. Valuation 매력 보유

[\[출처\] 유진투자증권 박종선 애널리스트](#)

4Q22 Review: 4 분기 최고 매출 및 연간 최대 매출을 달성하며 안정적 성장 지속

전일(3/15)에 발표한 2022 년 4 분기 잠정실적(연결 기준)은 매출액 688 억원, 영업이익 113억원으로 전년동기 대비 매출액은 15.6% 증가하면서 분기 최고 매출액을 달성하였으며, 영업이익도 54.9% 증가하면서 높은 수익성을 유지하였음.

2022 년 연간 잠정실적(연결 기준)은 매출액 2,630 억원, 영업이익 357 억원으로 전년 대비 매출액은 19.0% 증가하며 최대 매출액을 달성하였음. 최대 매출액을 달성한 이유는 ① 핵토이노베이션 별도 매출액이 생활서비스 부문, 주식정보서비스 등이 고성장세를 보이며 전년대비 16.5% 증가하였고, ② 핵토파이낸셜 매출이 간편현금결제서비스 및 PG 서비스의 성장으로 전년대비 17.1% 증가하며 안정적인 실적 성장세를 보인 가운데 ③ 자회사 핵토헬스케어의 매출액이 구독형 정기배송 서비스 성장 등으로 전년대비 25.6% 증가하였기 때문임.

다만, 영업이익은 4.6% 감소하며 수익성이 소폭 하락하였는데, 이는 3 개 회사 모두 신규 플랫폼 사업 관련 인건비 및 마케팅 비용이 증가하였기 때문임.

1Q23 Preview: 매출액 +12.3%yoy, 영업이익 +26.0%yoy. 안정적 실적 성장 전망

당사 추정 2023 년 1 분기 예상 실적(연결기준)은 매출액 693 억원, 영업이익은 78 억원으로 전년동기대비 각각 12.3%, 26.0% 증가하면서 안정적인 실적 성장을 지속할 것으로 예상함. 매출 성장을 지속할 것으로 예상하는 이유는 ① 핵토이노베이션 본사의 생활정보서비스(건강지킴이, 세이프캐시, 내정보지킴이 등) 및 주식정보 서비스(주식투자노트, 슈퍼스타, 알파스타 등) 관련 매출이 안정적 성장을 지속하고 있고 ② 핵토파이낸셜의 데이터사업 매출 시장 등으로 성장세를 유지할 것으로 예상되고, ③ 핵토헬스케어의 구독형 정기배송 서비스의 성장 등으로 높은 성장세를 보이고 있기 때문임.

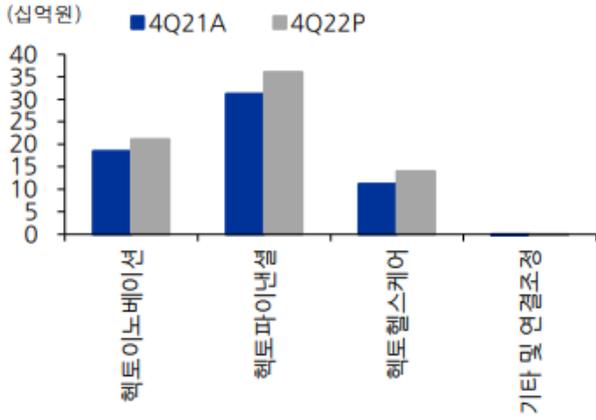
목표주가 19,000 원, 투자의견 BUY 유지함. Valuation 매력 보유

목표주가는 기존 19,000원과 투자의견 BUY를 유지함. 현재 주가는 동사의 2023년 예상 실적 기준 PER 5.3 배로 국내 유사 업체(더존비즈온, 웹캐시, 한글과컴퓨터, 핵토파이낸셜, 노바렉스)의 평균 PER 14.4 배 대비 큰 폭으로 할인되어 거래 중

(단위: 십억원, %,%p)	4Q22P					1Q23E			2021A	2022P		2023E	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	68.8	70.1	-1.8	-	-	69.3	0.6	12.3	221.0	263.0	19.0	297.2	13.0
영업이익	11.3	8.9	27.3	-	-	7.8	-30.6	26.0	37.5	35.7	-4.6	41.2	15.3
세전이익	11.9	9.4	26.4	-	-	8.1	-32.0	11.4	42.0	39.4	-6.2	42.3	7.5
순이익	11.0	7.3	51.5	-	-	6.4	-42.0	9.3	32.5	33.7	3.9	34.5	2.3
자배 순이익	8.7	5.0	73.0	-	-	5.0	-42.8	-23.9	21.1	29.4	39.6	30.9	4.8
영업이익률	16.4	12.6	3.7	-	-	11.3	-5.1	1.2	17.0	13.6	-3.4	13.9	0.3
순이익률	16.1	10.4	5.6	-	-	9.3	-6.8	-0.3	14.7	12.8	-1.9	11.6	-1.2
EPS(원)	2,633	1,522	73.0	-	-	1,506	-42.8	-23.9	1,591	2,221	39.6	2,329	4.8
BPS(원)	10,044	10,290	-2.4	-	-	10,031	-0.1	-1.8	10,272	10,044	-2.2	11,983	19.3
ROE(%)	26.2	14.8	11.4	-	-	15.0	-11.2	-4.4	15.9	21.9	6.0	21.1	-0.7
PER(X)	4.7	8.1	-	--	--	8.2	-	-	12.6	5.5	-	5.3	-
PBR(X)	1.2	1.2	-	--	--	1.2	-	-	2.0	1.2	-	1.0	-

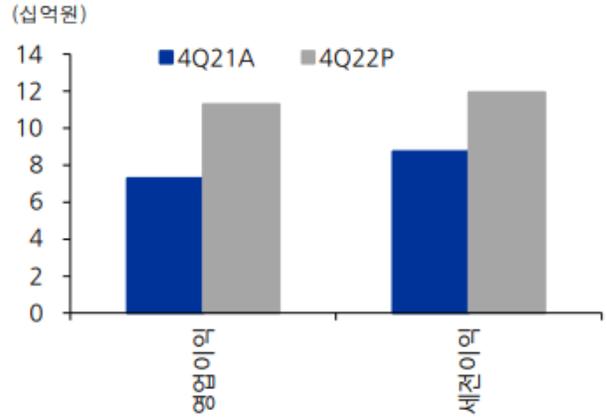
자료: 핵토이노베이션, 유진투자증권
 주:EPS는 annualized 기준

도표2. 사회사별 영업수익 증감 현황



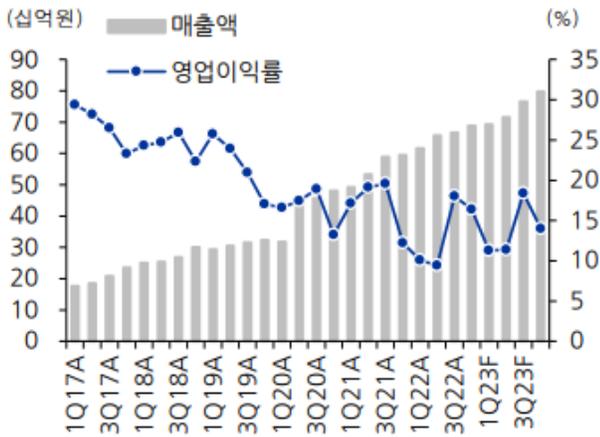
자료: 유진투자증권

도표3. 수익성 증감 현황



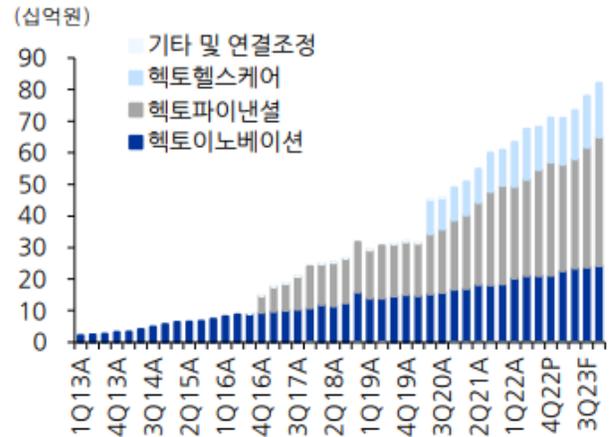
자료: 유진투자증권

도표5. 분기별 영업수익, 영업이익률 추이 및 전망



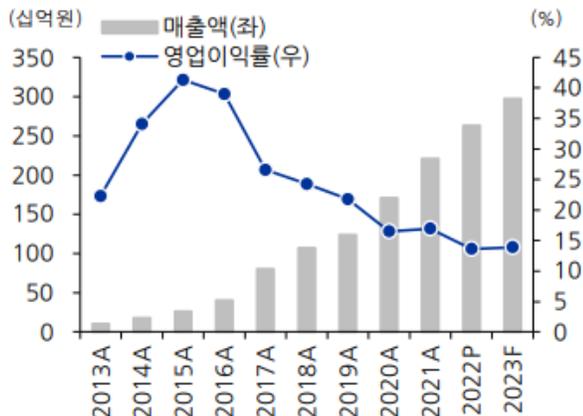
자료: 유진투자증권

도표6. 주요 사업별 영업수익 추이 및 전망



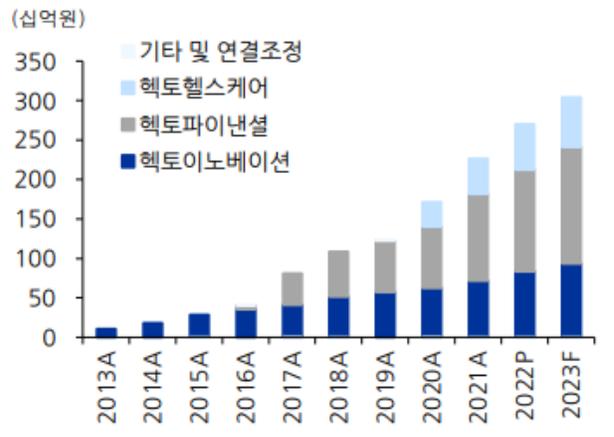
자료: 유진투자증권

도표8. 연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표9. 주요 사업별 매출액 추이 및 전망



자료: 유진투자증권



비즈니스은

4Q22 Review - 지속적 M&A를 통해 연간 최대 실적 지속 전망

[\[출처\] 유진투자증권 박종선 애널리스트](#)

4Q22 Review: 높은 분기 실적 성장 지속으로 연간 최대 실적을 달성함

전일(3/15) 발표한 2022년 4분기 잠정실적(연결기준)은 매출액 115억원, 영업이익 30억원으로 전년동기대비 각각 33.4%, 67.4% 증가하면서 높은 실적 성장을 지속하고 있음. 당사 추정치 매출액 119 억원, 영업이익 25 억원) 대비 영업이익이 상회하였음.

2022년 연간 잠정실적(연결기준)은 매출액 439억원, 영업이익 121억원으로 전년대비 각각 31.0%, 34.1% 증가하면서 연간 최대 실적을 달성하였음. 연간 실적이 높은 실적 성장세를 지속하고 있고, 최대 영업이익을 달성한 것은 긍정적임. ① ㈜넷지파트너즈(지분 80.0%, 인수금액 102 억원, 일자 2021.2.5) 및 시프티(Shiftee)(지분 66.7%, 인수금액 280 억원, 2022.2.4)를 인수에 따라 스마트빌 매출(매출비중 49.9%)은 전년대비 35.3% 증가하며 실적 성장을 견인함. ② 또한, 플랫폼 인수 이후 본격적인 사업이 확대된 빅데이터 사업 매출(매출비중 38.4%)도 전년대비 20.8% 증가하였음. ③ 이외에도 전자계약 관련 매출(매출비중 8.7%)도 전년대비 66.2% 증가하며 큰 폭의 실적 증가세를 보였음.

1Q23 Preview: 전년동기대비 안정적 실적 성장 지속과 함께 최고 매출 달성 전망

당사 추정 2023 년 1 분기 예상실적(연결기준)은 매출액 124 억원, 영업이익 35 억원으로 전년동기대비 각각 18.0%, 18.0% 증가하며 실적 성장세를 이어갈 것으로 전망함. 분기별 매출 성장과 함께, 연간 실적도 매출액 516 억원, 영업이익 144 억원으로 전년대비 각각 17.4%, 19.2% 증가하면서 연간 최대 실적을 경신할 것으로 예상함.

현재주가는 2023년 기준 PER 15.5배, 동종업계 대비 할인되어 거래 중

당사 추정 2023 년 예상 실적 기준, PER 은 15.5 배 수준으로 국내 유사업체(쿠콘, 더존비즈온, 헥토파이낸셜) 평균 PER 19.7 배 대비 소폭 할인되어 거래 중임.

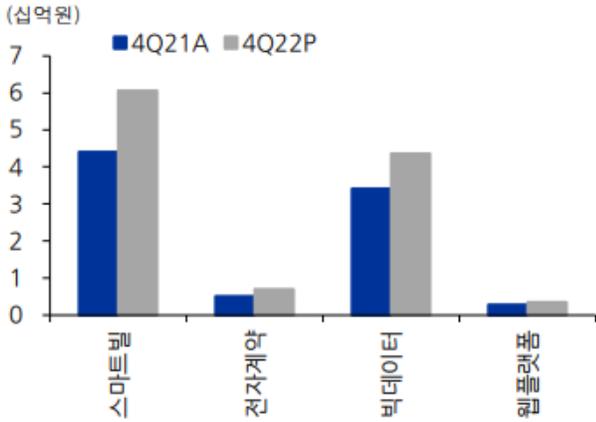
여유자금을 통한 지속적인 M&A 추진으로 인한 실적 성장 기대감으로 주가 하락은 제한적이며 M&A 추진 및 실적 성장과 함께 주가는 상승세 지속이 가능할 것으로 예상함.

(단위: 십억원, %,%p)	4Q22P					1Q23E			2021A	2022P		2023E	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	11.5	11.9	-3.5	-	-	12.4	8.2	18.0	33.5	43.9	31.0	51.6	17.4
영업이익	3.0	2.5	18.4	-	-	3.5	15.5	18.0	9.0	12.1	34.1	14.4	19.2
세전이익	3.1	2.5	24.3	-	-	3.4	8.3	17.4	9.3	11.5	23.9	13.8	20.0
순이익	5.1	1.8	184.8	-	-	3.4	-32.3	117.4	6.3	11.8	88.4	14.1	20.0
지배순이익	4.8	1.9	157.2	-	-	3.2	-32.4	108.9	6.2	11.0	76.7	13.2	19.3
영업이익률	26.3	21.5	4.9	-	-	28.1	1.8	0.0	26.8	27.5	0.6	27.9	0.4
순이익률	44.4	15.0	29.3	-	-	27.7	-16.6	12.7	18.6	26.8	8.2	27.4	0.6
EPS(원)	846	329	157.2	-	-	572	-32.4	108.9	277	489	76.7	583	19.3
BPS(원)	2,892	3,000	-3.6	-	-	2,835	-2.0	2.2	2,805	2,892	3.1	3,275	13.2
ROE(%)	29.3	11.0	18.3	-	-	20.2	-9.1	10.3	10.0	17.2	7.1	18.9	1.8
PER(X)	10.7	27.5	-	-	-	15.8	-	-	53.5	18.5	-	15.5	-
PBR(X)	3.1	3.0	-	-	-	3.2	-	-	5.3	3.1	-	2.8	-

자료: 비즈니스은, 유진투자증권

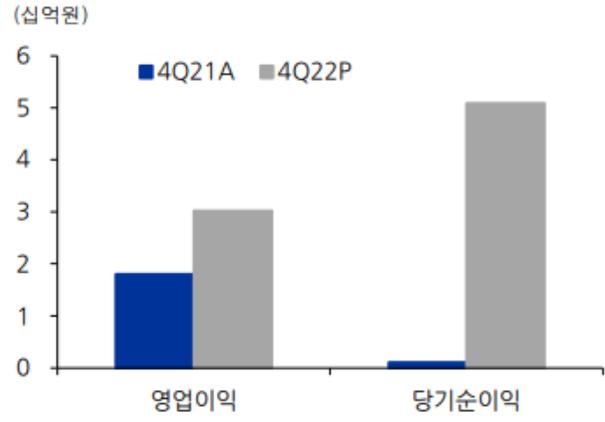
주: EPS는 annualized 기준

도표2. 부문별 영업수익 증감 현황



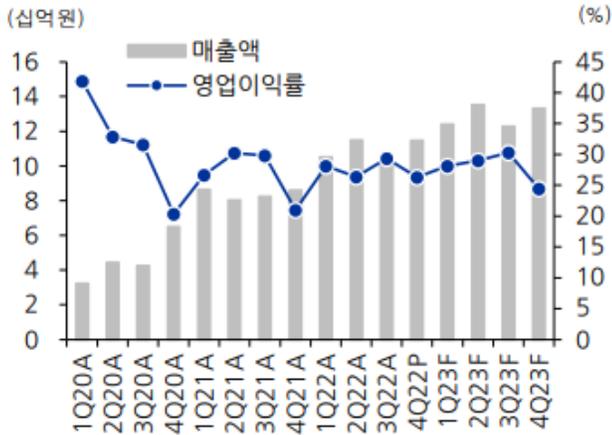
자료: 유진투자증권

도표3. 수익성 증감 현황



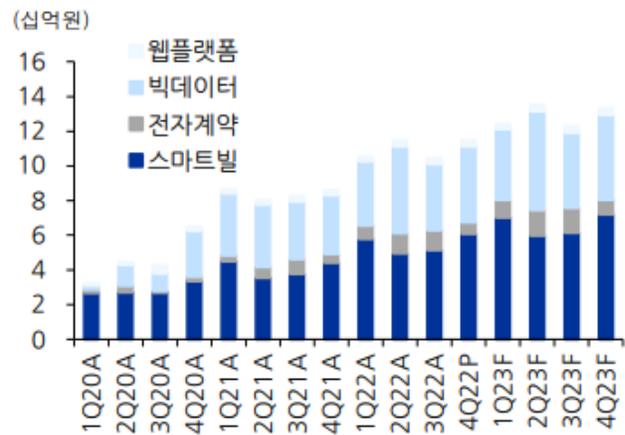
자료: 유진투자증권

도표5. 분기별 매출, 영업이익률 추이 및 전망



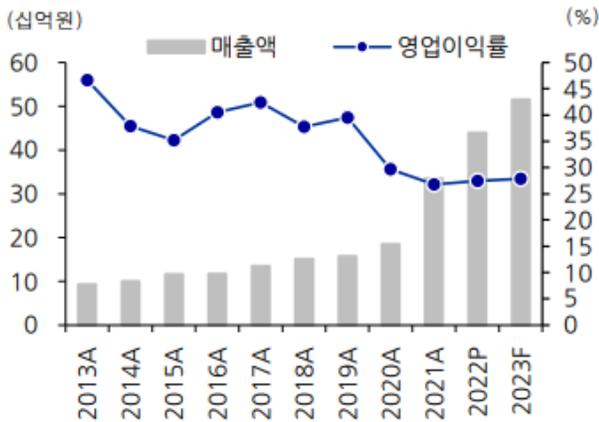
자료: 유진투자증권

도표6. 분기별 부문별 매출액 추이 및 전망



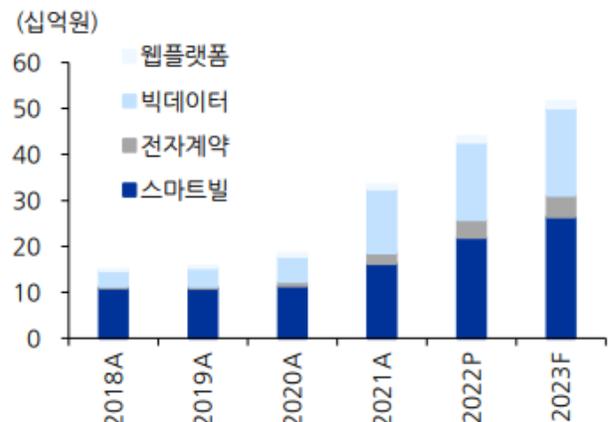
자료: 유진투자증권

도표8. 연간 매출, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표9. 연간 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 유진투자증권



오리온

2월 잠정 실적 Review

[\[출처\] 이베스트투자증권 오지우 애널리스트](#)

제조원가 상승 흐름 둔화 중

오리온의 2023년 2월 잠정 실적은 매출액 1,985억원(+21.3% YoY), 영업이익 286억원(+45.2% YoY, OPM 14.4%)을 달성했다. 명절 출고 이후 정상화가 이루어진 달이다. 원가 상황도 점진적으로 나아지고 있다. 2H23E부터 낮아진 원재료 가격이 투입원가로 반영되면서 원가율 개선 및 추가적인 실적 업사이드를 기대할 수 있다.

[한국(오리온)] 매출 789억원(+19.0%), 영업이익 108억원(+30.1%, OPM 13.7%)을 달성했다. 전 채널(MT +21%, 편의점 +31%, 온라인 +27%, TT +16%)에서 두 자릿수 고성장했다. 품목별로는 비스킷 +25%, 파이 +21% 성장했으며, 당월 신제품 비중은 8.5% 수준이다. 제조원가율은 +1.5%p 상승했으나, 가격 인상 반영 등으로 상쇄했다.

[중국(OFC)] 매출 755억원(+24.8%), 영업이익 115억원(+117.0%, OPM 15.2%)을 달성했다. 높은 성장률의 이유는 춘절 시점 차이로 인해 영업일수가 증가했기 때문이다. 품목별로는 스낵 +21%, 비스킷 +32%, 젤리 +180% 성장했으며, 신제품 비중은 5.2% 수준이다. 이익단에서는 원재료 부담 상쇄 노력으로 제조원가율이 -1%p 개선되었다.

[베트남(OFV)] 매출 284억원(+7.2%), 영업이익 34억원(-29.2%, OPM 12.0%)을 달성했다. 단기적인 소비 둔화와 제조원가율 상승(+2.7%p)으로 실적이 다소 타격을 받았다. 명절 물량을 소진하면서 3월 출고 정상화에 힘쓰고 있으며, 기존 브랜드 출고 증가, 채널확대, 신제품 출시(당월 신제품 비중 16%), 라인 증설 등 상황은 긍정적이다.

[러시아(OIE)] 매출 157억원(+51.0%), 영업이익 29억원(+123.1%, OPM 18.5%)을 달성했다. 제품 포트폴리오 확대를 통한 물량 증가, 가격 인상 반영 등으로 레버리지 효과를 받았다. 품목별로는 파이 +39%(초코파이 +20%), 비스킷 +15% 성장했다.

투자의견 BUY, 목표주가 150,000원 유지

오리온에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 150,000원을 유지한다(Target P/E 15배 동일). 1)중국: 2월 이후 내수 소비 개선이 가시화되고 있으며, 3월 두 자릿수 매출 성장이 기대된다. 리오프닝 흐름에 발맞추어 3월부터 신제품(스낵, 젤리) 출시를 본격화하고, 감자칩 등 기존에 좋은 반응을 얻었던 제품을 전국구로 확대하겠다는 전략이다.

2)인도: 작년 초코파이 1개 라인 가동 시작 후, 월평균 매출액 15~20억원 수준(비명절)으로 파악된다. 증설된 스낵 라인에서 3월부터 꼬북칩(5개 플레이버) 생산이 시작되며, 2H23E 파이 라인 증설도 예정되어 있다

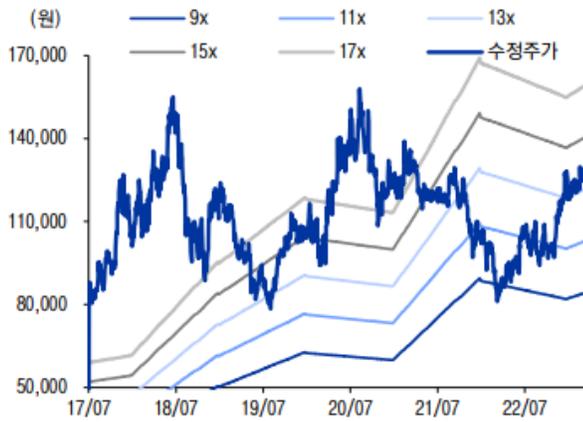
Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	2,230	2,355	2,873	3,077	3,338
영업이익	376	373	467	513	578
순이익	275	264	399	369	415
EPS (원)	6,769	6,519	9,844	9,121	10,257
증감률 (%)	24.1	-3.7	51.0	-7.4	12.5
PER (x)	18.3	15.9	13.0	14.0	12.4
PBR (x)	2.7	1.9	2.0	1.7	1.5
영업이익률 (%)	16.9	15.8	16.2	16.7	17.3
EBITDA 마진 (%)	23.1	22.2	21.9	22.1	22.4
ROE (%)	15.5	12.8	16.3	13.1	13.1

주: IFRS 연결 기준

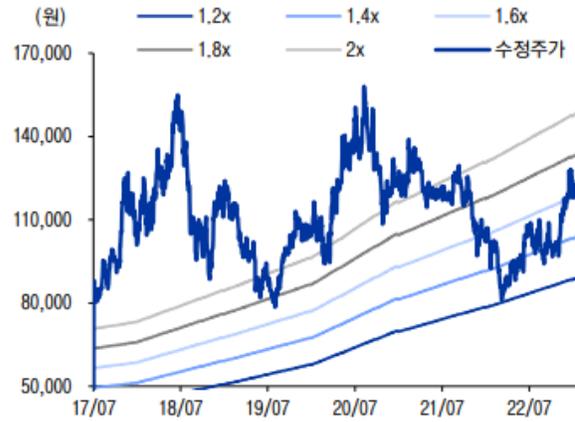
자료: 오리온, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 오리온 PER 밴드 차트



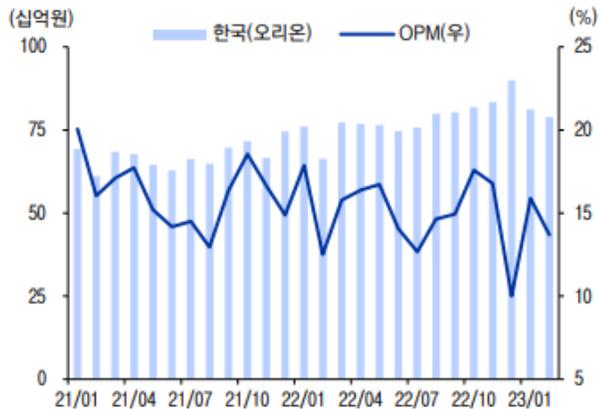
자료: 오리온, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 오리온 PBR 밴드 차트



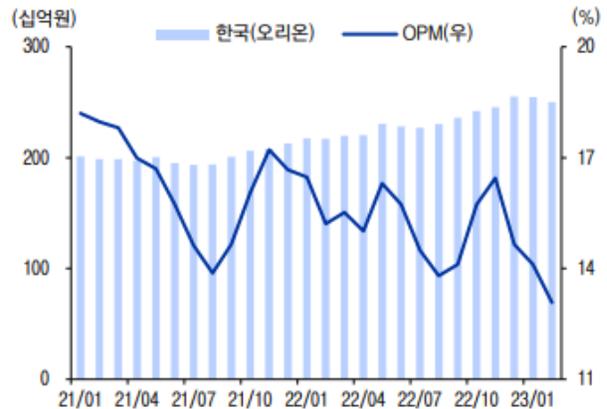
자료: 오리온, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 한국 월별 매출액 및 영업이익률 추이



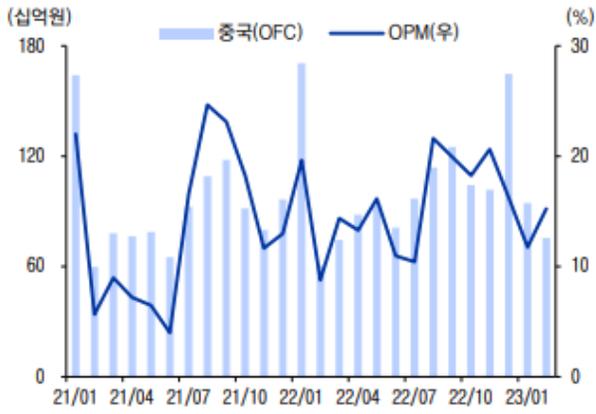
자료: 오리온, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 한국 월별 매출액 및 영업이익률 추이(3개월 누적)



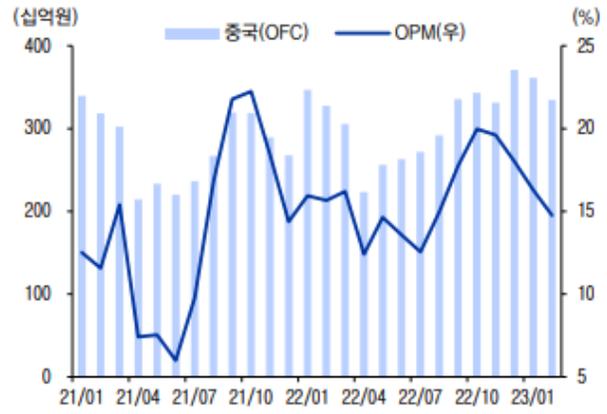
자료: 오리온, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 중국 월별 매출액 및 영업이익률 추이



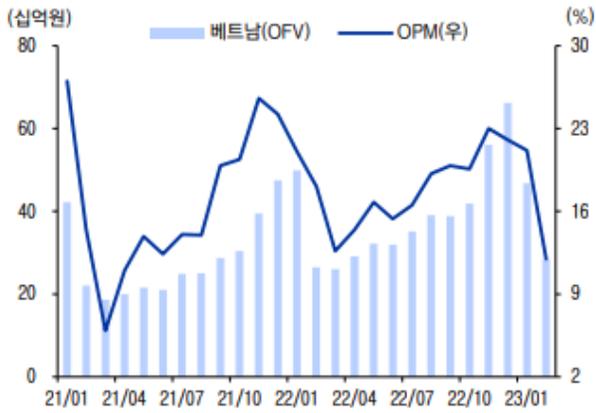
자료: 오리온, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 중국 월별 매출액 및 영업이익률 추이(3개월 누적)



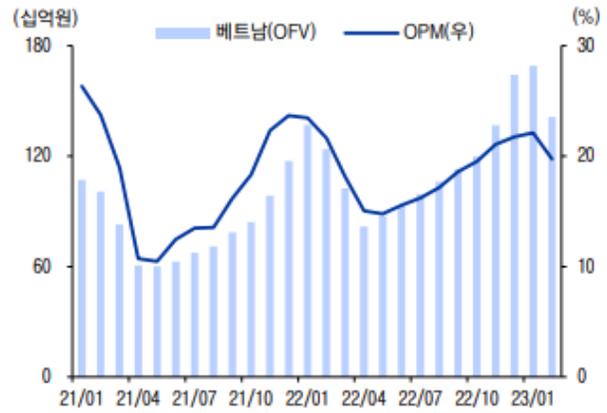
자료: 오리온, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 베트남 월별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 오리온, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 베트남 월별 매출액 및 영업이익률 추이(3개월 누적)



자료: 오리온, 이베스트투자증권 리서치센터



쌍용정보통신

4Q22 Review : 클라우드 사업 본격화로 연간 최대 실적 달성. Valuation 매력 보유

[\[출처\] 유진투자증권 박종선 애널리스트](#)

4Q22 Review: 역대 분기 최대 실적은 물론 역대 연간 최대 실적 갱신에 성공

전일(3/14) 발표한 2022년 4분기 잠정실적(연결기준)은 매출액 1,487억원, 영업이익 119억원을 달성하면서 전년동기대비 각각 46.2%, 14.4% 증가하며 분기 최대실적을 달성함.

2022년 연간 잠정실적(연결기준)은 매출액 3,252억원, 영업이익 97억원으로 전년 대비 각각 34.1%, +51.1% 증가하며 연간 최대 매출액과 최고 영업이익률을 달성하였음. 2022년 연간 실적에서 긍정적인 것은 역대 최대 실적을 달성했다는 것임. ① 클라우드 부문 매출이 전년 대비 83.8% 증가하면서 성장을 견인하였고, 기타 부문 매출도 증가세를 보였음. ② 특히, 수익성이 양호한 클라우드 부문의 성장으로 인하여 최고 영업이익률인 3.0%를 기록함.

1Q23 & 2023 Preview: 클라우드 사업 본격 성장으로 연간 최대 실적 경신 전망

당사 추정 2023년 1분기 예상실적(연결기준)은 매출액 788억원, 영업이익 11억원으로 전년동기 대비 매출액은 39.7% 증가하고, 영업이익은 흑자전환하며 큰 폭의 실적성장을 예상.

2023년 연간 예상실적(연결기준)은 매출액 4,407억원, 영업이익 182억원으로 전년 대비 각각 35.5%, 88.1% 증가하며 지난해에 이어 최대 실적을 경신할 것으로 전망함.

큰 폭의 실적 성장을 지속할 것으로 예상하는 이유는 2021년 클라우드 사업 부문을 신설, 본격적인 사업을 추진하면서 본격적인 실적 성장을 견인하고 있기 때문임. IT 서비스의 40년 업력, 대규모 클라우드 역량, 약 2,000여명의 클라우드 전문가를 기반으로 고수익 CSP(Cloud Service Provider) 사업을 선도하고 있음.LG히다찌 인수 효과 및 클라우드 기술 전문기업 클로잇 추가 효과를 기대함. 클라우드 부문 매출액이 2020년 124억원(매출비중 10.3%), 2021년 812억원(매출비중 33.5%)에서, 2022년 약 1,492억원(매출비중 45.9%, 잠정실적)을 달성하며 큰 폭의 실적 성장을 지속하고 있음.

현재주가는 2023년 기준 PER 4.3배, 동종업계 16.2배 대비 크게 할인되어 거래 중

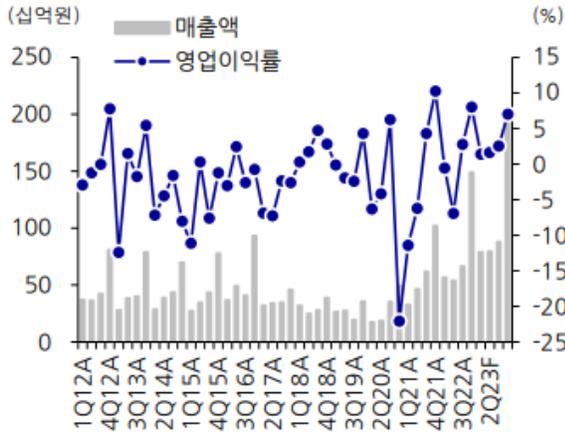
현재 주가는 당사 추정 2023년 실적 기준, PER 4.3 배 수준으로 국내 동종 및 유사업체(삼성SDS, 포스코ICT, 롯데정보통신, 현대오트모버) 평균 PER 16.2배 대비 크게 할인되어 거래 중.

[단위: 십억원, (% , %p)]	4Q22P					1Q23E			2021A	2022P		2023E	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	148.7	119.9	24.0	-	-	78.8	-47.0	39.7	242.6	325.2	34.1	440.7	35.5
영업이익	11.9	13.1	-8.9	-	-	1.1	-91.0	흑전	6.4	9.7	51.1	18.2	88.1
세전이익	14.0	12.3	14.0	-	-	1.1	-92.5	흑전	-0.4	12.7	흑전	17.6	38.9
순이익	13.3	9.2	43.9	-	-	0.9	-93.2	흑전	-1.1	12.2	흑전	15.2	23.8
지배순이익	12.2	7.8	56.2	-	-	0.9	-92.8	흑전	-1.8	11.0	흑전	14.4	31.3
영업이익률	8.0	10.9	-2.9	-	-	1.4	-6.7	1.9	2.6	3.0	0.3	4.1	1.2
순이익률	8.9	7.7	1.2	-	-	1.2	-7.8	1.4	-0.5	3.8	4.2	3.4	-0.3
EPS(원)	762	488	56.2	-	-	55	-92.8	흑전	-28	171	흑전	225	31.3
BPS(원)	914	883	3.5	-	-	928	1.5	33.9	699	914	30.8	1,139	24.6
ROE(%)	83.4	55.3	28.1	-	-	5.9	-77.4	7.5	-5.0	21.2	26.2	21.9	0.7
PER(X)	1.3	2.0	-	-	-	17.4	-	-	na	5.6	-	4.3	-
PBR(X)	1.0	1.1	-	-	-	1.0	-	-	1.4	1.0	-	0.8	-

자료: 쌍용정보통신, 유진투자증권

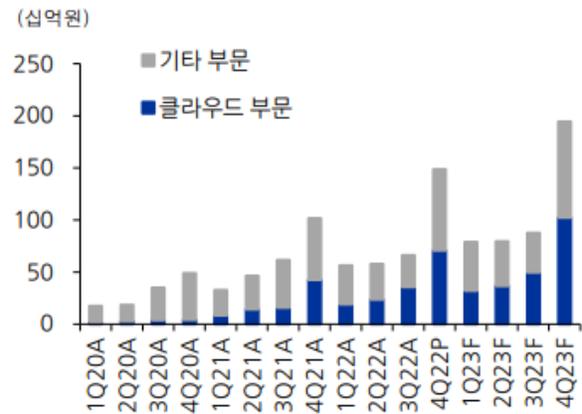
주: EPS는 annualized 기준

도표2. 분기별 매출, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표3. 분기별 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표12. 중장기 성장 지향점, 클라우드 전문 IT 서비스 기업

	CLOUD Strategy	Portfolio	OUR GOAL										
2021 클라우드 사업 진입	<table border="1"> <tr><td>공공</td><td>(legacy 시스템 기반) 전환·구축</td></tr> <tr><td>Ent.</td><td>전환·구축, Public Cloud(MSP) 사이트 확대</td></tr> </table> <p>기존 비즈니스 모델 기반 클라우드 사업 진입 및 안착</p>	공공	(legacy 시스템 기반) 전환·구축	Ent.	전환·구축, Public Cloud(MSP) 사이트 확대	<p>20% 클라우드, 80% 전통 IT</p>	<table border="1"> <tr><th>Positioning</th><th>BM</th></tr> <tr><td>전통 IT 전문가</td><td>입찰형</td></tr> </table>	Positioning	BM	전통 IT 전문가	입찰형		
공공	(legacy 시스템 기반) 전환·구축												
Ent.	전환·구축, Public Cloud(MSP) 사이트 확대												
Positioning	BM												
전통 IT 전문가	입찰형												
2023 협업 클라우드 생태계 구축	<table border="1"> <tr><td>공공</td><td>(MSA기반) 전환·구축 + MSP</td></tr> <tr><td>Ent.</td><td>전환·구축 + MSP + SaaS</td></tr> </table> <p>Public & Private Cloud 사업 확대 & SaaS 영역 진출</p>	공공	(MSA기반) 전환·구축 + MSP	Ent.	전환·구축 + MSP + SaaS	<p>45% 클라우드, 55% 전통 IT</p>	<table border="1"> <tr><th>Positioning</th><th>BM</th></tr> <tr><td>Cloud 전문가</td><td></td></tr> </table>	Positioning	BM	Cloud 전문가			
공공	(MSA기반) 전환·구축 + MSP												
Ent.	전환·구축 + MSP + SaaS												
Positioning	BM												
Cloud 전문가													
2025 종합 클라우드 사업자로 전환	<table border="1"> <tr><td>공공</td><td></td></tr> <tr><td>Ent.</td><td>전환·구축 + MSP + SaaS + SaaS Solution</td></tr> <tr><td>금융</td><td></td></tr> </table> <p>자체 클라우드 솔루션 개발로 SaaS 영역 확대</p>	공공		Ent.	전환·구축 + MSP + SaaS + SaaS Solution	금융		<p>70% 클라우드, 30% 전통 IT</p>	<table border="1"> <tr><th>Positioning</th><th>BM</th></tr> <tr><td>Multi Cloud 전문가</td><td>구독형</td></tr> </table> <p>국내 클라우드 시장의 주도권 확보</p>	Positioning	BM	Multi Cloud 전문가	구독형
공공													
Ent.	전환·구축 + MSP + SaaS + SaaS Solution												
금융													
Positioning	BM												
Multi Cloud 전문가	구독형												

자료: IRBook, 유진투자증권

