

# 2024.08.23.(금) 증권사리포트

카카오게임즈

카카오게임즈를 사야하는 3가지 이유

[출처] IBK투자증권 이승훈 애널리스트

투자의견 매수로 상향, 지금 사야 하는 3가지 이유

카카오게임즈는 주가가 과도하게 하락하면서 PBR 1배를 밑도는 밸류에이션 구간에 진입함에 따라 투자 의견을 매수로 상향. 우선 조 단위 기업가치 잠재력을 가진 라이온하트(55%)와 엑스엘게임즈(53%) 이외 10개 이상의 투자한 게임 개발사들의 가치를 고려할 때 저평가 구간으로 판단

두번째 2025년에 대형 신작 3개 크로노 오디세이, 아키에이지2, Project Q가 출시. 크로노 오디세이는 그랑사가로 개발력을 인정받은 엔픽셀이 인적 분할한 크로노 스튜디오에서 PC와 콘솔로 글로벌 시장에 출시될 예정이며, 2025년 1분기 CBT 이후 3분기 출시를 목표. 엑스엘게임즈는 글로벌 인지도가 높은 아키에이지 IP를 활용한 대작 아키에이지2를 내년 하반기 CBT 이후 PC와 콘솔로 글로벌 시장에 출시할 예정. 마지막으로, 프로젝트 Q는 오딘의 세계관을 확장한 라이온하트의 차기작으로 모바일과 PC로 내년 3분기 이후 출시될 것으로 예상

경영진 교체 이후 게임과 시너지가 나지 않는 사업부를 재편할 것을 약속. 메타버스, 블록체인 조직을 축소 및 비게임 자회사들도 구조조정 대상. VX와 세나테크놀로지에서 적자 요소를 제거. 2025년부터 신작 출시로 인한 레버리지 효과 극대화 기대

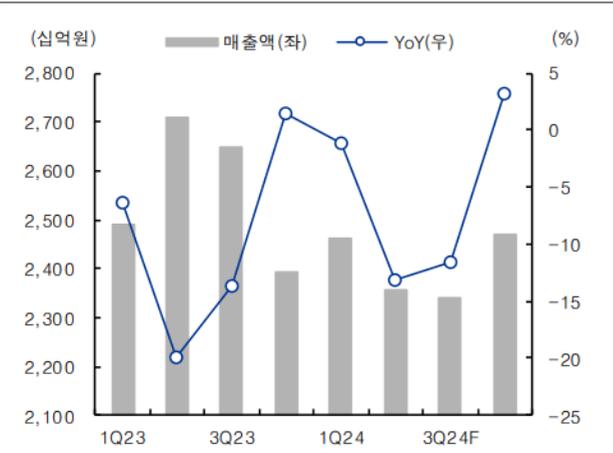
2분기 실적 컨센서스 하회

2분기 매출액은 2,356억 원(YoY +1.2%, QoQ -5.4%), 영업이익은 28억 원 (YoY -76.5%, QoQ -81.2%)을 기록. 컨센서스(매출액 2,503억 원, 영업이익 119억 원) 대비 모두 하회. 외형은 모바일 게임 매출이 전년 대비 -21.8% 감소하며 시장 기대치를 하회. 오딘과 신작 R.O.M의 성과 하락으로 전분기 대비 감소. PC 게임 매출은 성장세를 이어가며 전년 대비 +37.3% 증가. 기타 매출은 848억 원으로 전년 동기 대비 -2.9% 감소했으나 전분기 대비 +22.2% 증가. 영업이익은 마케팅비 증가와 카카오VX 등 자회사 관련 매출원가 증가로 인해 컨센서스를 하회

(단위: 억원, 배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	11,477	10,251	9,626	11,739	12,659
영업이익	1,758	745	233	922	1,178
세전이익	-1,947	-3,651	-113	775	1,117
지배주주순이익	-2,336	-2,287	-148	525	757
EPS(원)	-2,929	-2,774	-179	635	916
증가율(%)	-141.5	-5.3	-93.5	-454.8	44.2
영업이익률(%)	15.3	7.3	2.4	7.9	9.3
순이익률(%)	-17.1	-31.5	-2.0	5.1	6.8
ROE(%)	-12.4	-14.9	-1.0	3.6	5.0
PER	-15.2	-9.3	-96.0	27.0	18.8
PBR	2.2	1.5	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	16.5	14.0	21.0	12.7	10.7

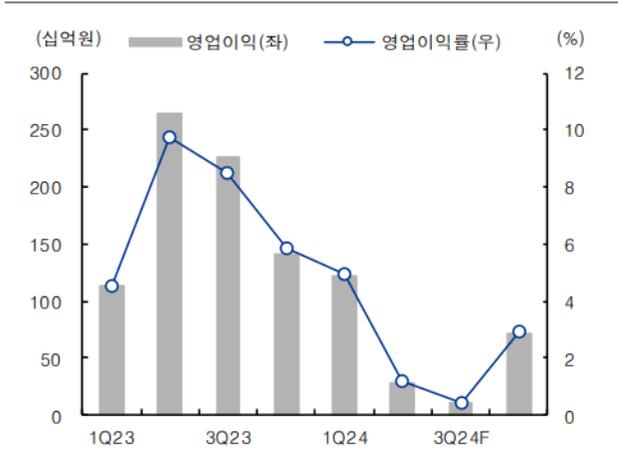
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 카카오게임즈의 매출액 및 YoY 추이



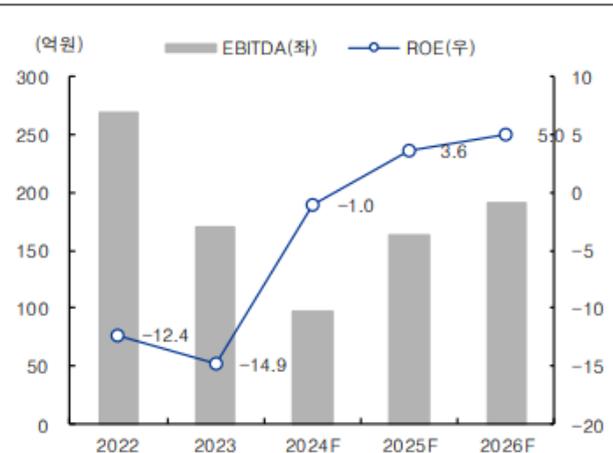
자료: 카카오게임즈, IBK투자증권 추정

그림 2. 카카오게임즈의 영업이익 및 영업이익률 추이



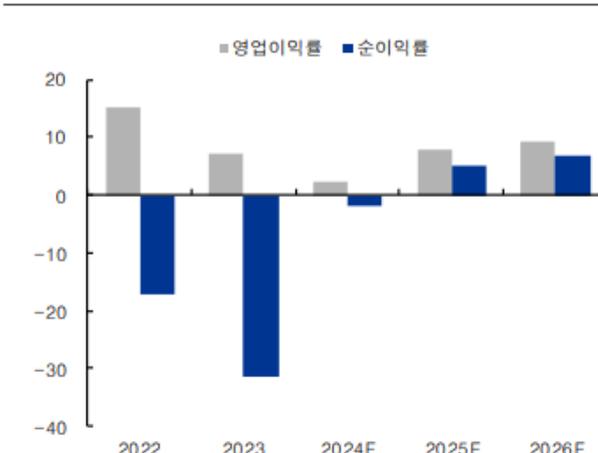
자료: 카카오게임즈, IBK투자증권 추정

그림 3. 카카오게임즈의 EBITDA 및 ROE 추이



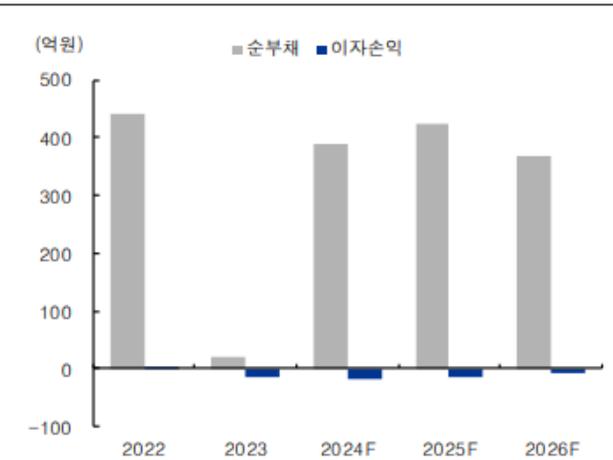
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 4. 카카오게임즈의 영업이익률 및 순이익률 추이



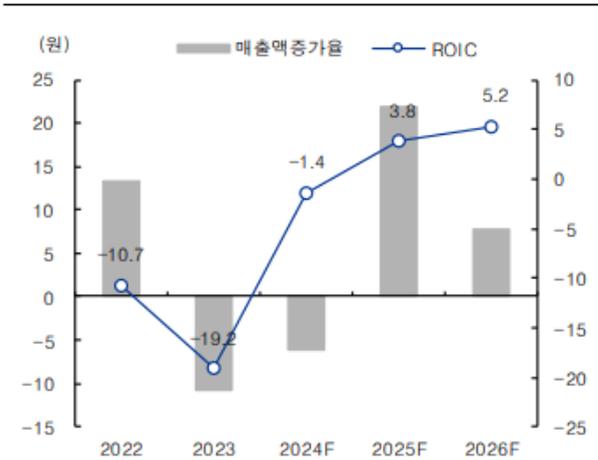
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 5. 카카오게임즈의 순부채 및 이자손익 추이



자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 6. 카카오게임즈의 매출성장률과 ROIC 추이



자료: Quantwise, IBK투자증권



유한양행

렉라자의 FDA승인과 전망

[출처] 하나증권 박재경 애널리스트

렉라자, 리브레반트 병용 요법 FDA 승인

8월 20일자로 렉라자의 파트너사 J&J는 렉라자, 리브레반트 병용요법이 EGFR변이 비소세포폐암 적응증으로 FDA 승인을 획득했다고 발표했다. 렉라자의 미국 제품명은 LAZCLUZE로, 상세 적응증은 EGFR 변이(exon19 deletion 또는 exon21 L858R)가 확인된, 전이성 비소세포폐암의 1차 치료로 금번 승인은 MARIPOSA의 결과(mPFS 23.7개월 vs 16.6개월로 30% 연장)를 근거로 이뤄졌다. Black Box Warning은 없었으며, 주의할 부작용으로는 VTE(Venous Thromboembolic Events, 정맥혈전증), ILD(Intestinal Lung Disease, 특발성 폐질환), 피부부작용, 안과 부작용 등이 기재됐다

앞으로 중요한 것은 시장 침투와 매출

향후 가장 중요한 부분은 렉라자의 시장 침투와 그에 따른 매출이다. 매출에 중요한 요소로 1) 약가, 2) NCCN 가이드라인에의 등재, 3) OS 데이터가 있다. 경쟁 약물인 타그리소가 주로 단독으로 사용되는 것에 비해, 렉라자는 이중항체 치료제인 리브레반트와 병용 요법으로 처방된다. 리브레반트의 약가는 2mg 기준 WAC 20.8달러, ASP 19.4달러로 용법 용량을 반영한 1년 약가는 약 30만달러 수준이다. 약가가 높아질 수 밖에 없는 상황에서 렉라자에 어떤 약가를 적용할지 귀추가 주목된다. 현재 EGFR 비소세포폐암의 1차 치료 NCCN 가이드라인에는 preferred로 타그리소 단독 요법만 등재되어 있다<도표6>.

FLAURA-2의 타그리소, 백금항암 병용 요법은 preferred로 등재되지 못했다. 렉라자, 리브레반트 병용 요법이 타그리소와 점유율 경쟁을 하기 위해서는 preferred에 등재가 필요하다. NCCN에 따르면, preferred 치료의 정의는 우수한 효능, 안전성 및 근거를 갖춰야 하며 필요한 경우에는 경제성이 요구된다. 가이드라인 업데이트는 상시 이뤄지며, FLAURA-2는 허가 약 1개월 후에 가이드라인에 반영된 바 있다. 마지막은 OS 데이터다. 2024 세계폐암학회(WCLC)에서 MARIPOSA의 추적 결과가 추가로 발표될 예정이다. 초록에 따르면 OS의 HR(Hazard Ratio)는 기존 2023 ESMO의 0.8에서 0.77로 소폭 더 낮아지며 대조군과의 격차가 벌어진 모습을 보이고 있어(osimertinib 37.9개월, p=0.019) 긍정적이다. 임상 시작일(20년 9월)과 타그리소의 mOS(38.6개월)을 고려한다면 내년 상반기 OS 중간값을 확인할 수 있을 것으로 추정된다. 향후 임상 결과에 주목하자.

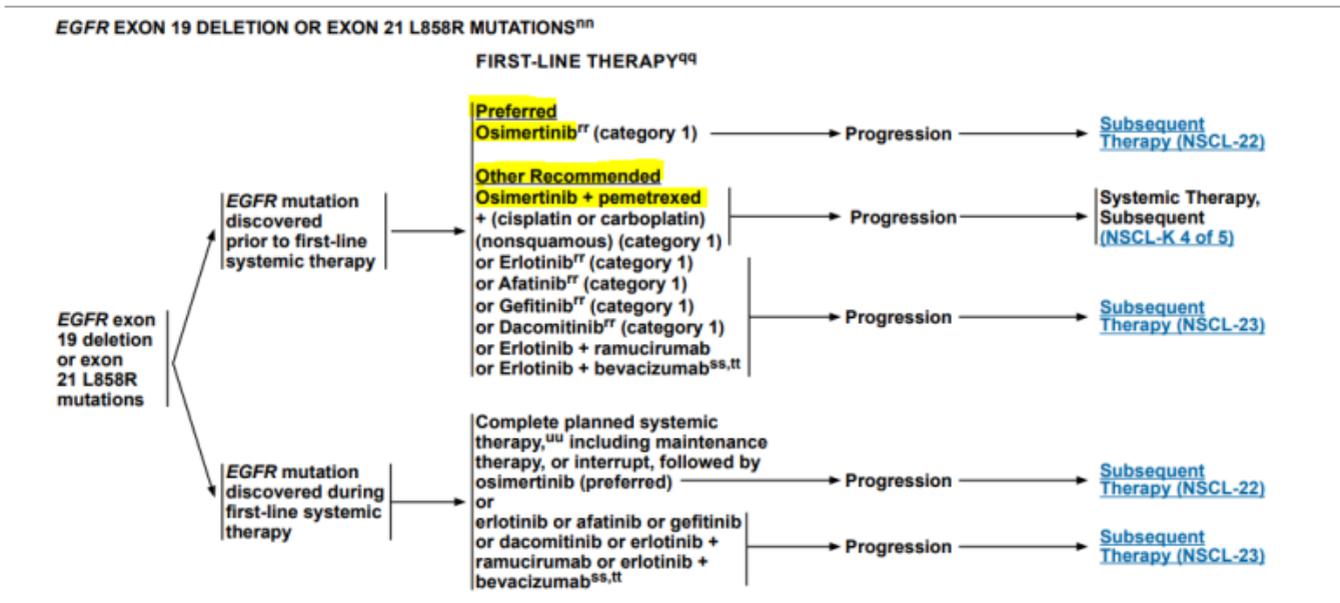
목표주가 110,000원으로 상향, 투자의견 Buy 유지

유한양행의 목표주가를 110,000원으로 상향하며, 투자의견 Buy를 유지한다. 2분기 실적에 따른 추정치 변경을 반영했고, 기존에 승인 확률을 고려한 할인을 제외해 렉라자의 파이프라인 가치를 기존의 2.5조원에서 2.65조원으로 상향 조정했다. 약가, NCCN 가이드라인, OS 데이터에 따라 렉라자의 점유율 가정을 추가 조정할 예정이다.

**Financial Data** (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,775.8	1,859.0	2,032.8	2,170.8
영업이익	36.0	56.8	117.4	195.2
세전이익	94.9	134.5	178.6	253.1
순이익	95.1	136.1	141.0	195.8
EPS	1,169	1,672	1,733	2,406
증감율	(7.22)	43.03	3.65	38.83
PER	46.83	41.15	54.41	39.19
PBR	2.03	2.47	3.24	3.03
EV/EBITDA	50.94	52.69	41.71	28.21
ROE	4.86	6.74	6.72	8.79
BPS	26,973	27,867	29,072	31,082
DPS	365	430	430	430

**도표 6. NCCN 가이드라인(EGFR 비소세포폐암 1차 치료)**



자료: NCCN, 하나증권



산일전기

남다른 변압기 업체

[출처] DS투자증권 안주원 애널리스트

미국 노후 전력망 교체 지속 + 특수 변압기에서의 높은 성장 예상

노후화된 전력망과 장비들의 교체 사이클은 최소 향후 5년 간은 지속될 전망이다. 동시에 올해 하반기부터는 대규모로 적체되어 있던 친환경 프로젝트들의 착공 시작이 예상된다. 단순 노후화된 전력망 교체에서 벗어나 신규 송전망을 건설하고 먼저 준비된 프로젝트들부터 계통연계를 승인함에 따라 대기 중인 친환경 프로젝트들에 속도가 날 것으로 보인다. 2023년 말 미국에서 대기 중인 프로젝트 규모는 2,598GW이며 태양광 515GW, ESS 503GW, 풍력 366GW로 53%를 차지하고 있다. 약 2년 간 전력계통 이슈로 묶여있던 프로젝트들이 풀리기 시작하고 2025년 이후에는 신재생 기자재들의 공급 속도가 더 빨라질 것으로 예상됨에 따라 동사의 2025년 이후 매출액도 특수 변압기를 중심으로 크게 성장할 전망이다.

#### 2025년에도 40% 이상 성장 전망

2025년 실적은 매출액 4,192억원(+43.7% YoY)과 영업이익 1,244억원(+41.7% YoY)으로 추정한다. 25년부터는 전력망 변압기뿐 아니라 신재생 발전소 향 특수변압기 성장률도 높아질 것으로 보인다. 전력망 변압기는 전년 대비 60% 늘어난 1,494억원, 특수 변압기는 44% 증가한 2,348억원으로 예상한다. 공급단가가 높은 특수 변압기 매출액의 성장이 커지면서 25년에도 영업이익률은 30% 수준을 유지할 것으로 예상한다.

#### 투자의견 매수, 목표주가 57,000원 제시

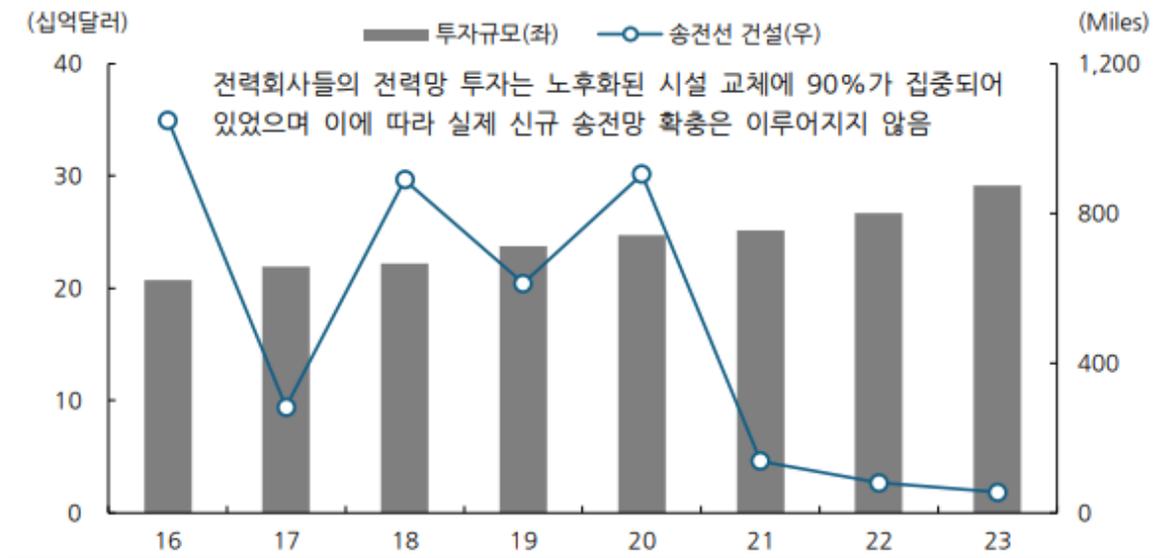
산일전기에 대해 투자의견 매수와 목표주가 57,000원을 제시한다. 목표주가는 2025년 예상 EPS에 Target PER 20배를 적용했다. 밸류에이션은 국내 동종업계 경쟁사 대비 50% 할증했으며 CAPA확장에 따른 성장 차별화를 근거로 했다. 현재 동사는 변압기 생산시설 증설 중이며 기존 3,000억원에 신규 7,000억원을 더해 총 1조원(연간 5.3만대)의 생산시설을 갖추게 된다. 제품 적용처가 다양하고 전방시장 성장성이 높아 밸류에이션 프리미엄이 합당하다 판단한다.

#### Financial Data

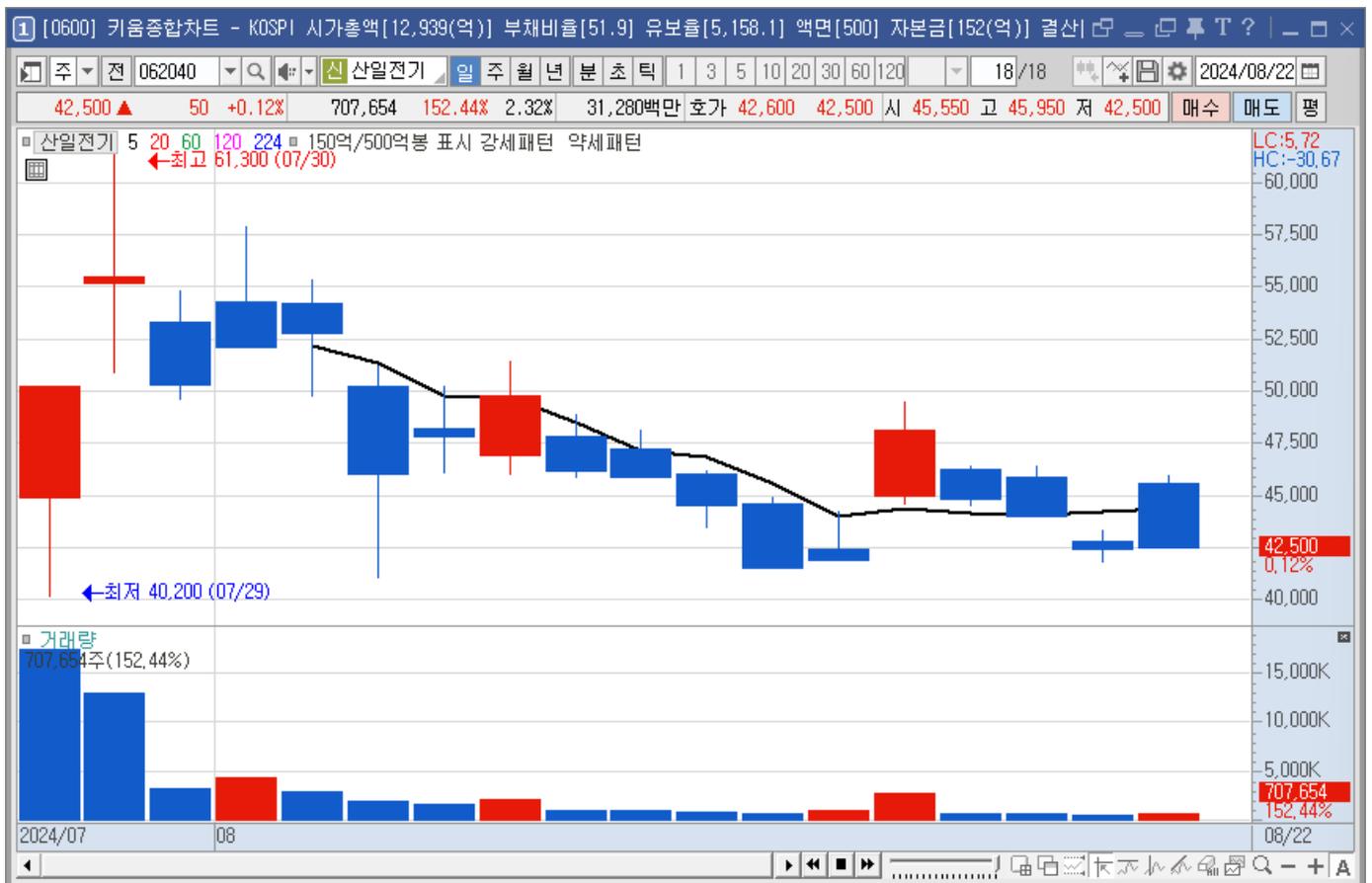
(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	65	118	215	292	419
영업이익	0	13	47	88	124
영업이익률(%)	0.7	11.0	21.7	30.1	29.7
세전이익	1	4	48	79	112
지배주주지분순이익	1	1	39	62	87
EPS(원)	268	164	8,154	2,022	2,871
증감률(%)	-20.0	-38.8	4,870.7	-75.2	42.0
ROE(%)	2.9	1.7	47.0	39.9	41.3
PER(배)	n/a	n/a	n/a	21.0	14.8
PBR(배)	n/a	n/a	n/a	7.1	5.4
EV/EBITDA(배)	13.0	2.4	-0.1	13.6	9.6

자료: 산일전기, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림3 미국 연도별 송전망 투자규모와 건설 추이



자료: EEI, DS투자증권 리서치센터 주: 송전선 건설은 고압 기준



TKG휴켄스

2024년 8월 말, MNB 증설 물량 판매 시작

[출처] 유안타증권 황규원 애널리스트

영업이익 2024년 △15% 감소 후, 2025년 33% 증익

안정 성장 화학기업이다. 2024년 예상 실적은 '매출액 1.2조원, 영업이익 1,036억원(영업이익률 8.7%), 지배주주 순이익 965억원' 등이다. 영업이익은 2023년 1,212억원 대비 △15% 감소하는 수치지만, 2025년 1,379억원으로 33% 증가할 수 있다. 2024년 8월 말부터 MNB 30만톤 증설 효과가 반영되기 시작하기 때문이다. 분기별로는 2분기 영업이익 215억원(전분기 315억원)으로 줄었는데, MNB증설 설비 완공으로

인한 감가상각비 부담 때문이었다. 이를 단기 바닥으로 3분기 229억원, 4분기 277억원 등으로 점차 증익 흐름이 예상된다.

**2024년 8월 말, 드디어 MNB 증설 설비 판매시작**

2024년 2분기 초, 주력제품인 MNB(용도 : 우레탄 원료인 MDI의 전단계 액체원료) 30만톤 설비가 완료되어, 연간 캐파를 72만톤으로 높였다. 2분기 ~ 8월 중순까지 테스트 가동 등으로 만족할 수준의 수율을 확보했다. 8월 말부터 주 거래처인 금호미쓰이(주) MDI 공장에 판매를 시작한다. 판매물량은 충분히 소화될 수 있다. MNB는 중합을 거쳐 경성폴리우레탄 형태로 LNG 보냉재 등에 사용되는데, 글로벌 LNG선박 호황기 덕택이다. 여기에, 전기차용 합성고무에 MDI를 첨가(정속도를 높이는 특징)하기 시작하면서, 새로운 수요가 생기고 있다. MNB 신규 설비가 풀 가동되면, 영업이익 350억원(영업이익률 10% 초 중반)이 추가될 수 있다.

**잉여현금 확대 속에 연말 배당수익률 5%**

2024년 말 주당 배당액은 1,000원(전년 1,000원)을 유지할 전망이다. 8월 말 주가 18,700원을 기준으로 5% 배당수익률을 기대할 수 있다. 최근 3년간 설비투자가 마무리되면서, 잉여현금 여력이 커지고 있다는 점에 주목해야 한다. Capex 규모는 2023년 1,141억원에서 2024년 약 600억원으로 감소한 후, 2025년 350억원으로 줄어든다. 반면, 영업을 통해 만들 수 있는 현금인 세후 EBITDA는 2024년 1,144억원, 2025년 1,387억원으로 늘어난다.

**Quarterly earning Forecasts** (억원, %)

	3Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,893	22.1	3.1	3,227	-10.4
영업이익	229	-24.9	6.5	303	-24.4
세전계속사업이익	281	-14.3	0.5		
지배순이익	213	-27.6	-0.7	247	-13.8
영업이익률 (%)	7.9	-5.0 %pt	+0.2 %pt	9.4	-1.5 %pt
지배순이익률 (%)	7.3	-5.1 %pt	-0.3 %pt	7.7	-0.4 %pt

자료: 유안타증권

**Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)** (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	12,358	10,527	11,869	10,652
영업이익	1,171	1,212	1,036	1,379
지배순이익	817	1,347	965	1,129
PER	10.2	6.5	7.9	6.8
PBR	1.1	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.6	4.3	4.1	2.7
ROE	12.0	17.0	11.1	12.1

자료: 유안타증권



## SK오션플랜트

한국에서도 본격화되는 해상풍력

[출처] [하나증권 유재선 애널리스트](#)

목표주가 23,000원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

SK오션플랜트 목표주가를 23,000원으로 제시하며 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2024년 예상 BPS에 PBR 1.9배를 적용하여 산출했다. 2023년 해상풍력 수주는 기존 목표치를 하회했지만 2024년 2분기부터 수주 증가 흐름이 확인되고 있다. 지연되어온 대만 해상풍력 수주가 재개되면서 앞으로 해상풍력 매출 비중은 우상향 흐름을 기록할 전망이다. 향후 대만뿐만 아니라 한국에서도 수주가 나타날 개연성이 높아지는 중이다. 2024년 기준 PER 24.9배, PBR 1.2배이다.

2024년 연간 매출액 8,862억원, 영업이익 714억원 전망

2024년 연간 매출액은 8,862억원으로 전년대비 4.3% 감소할 전망이다. 수주 지연에 따른 해상풍력 매출 지연이 주요 원인이다. 올해는 해상풍력 부진을 특수선에서 만회할 것으로 예상된다. 하반기로 진행되면서 해상풍력과 특수선 모두 우상향하는 흐름이 예상된다. 대만 업스코핑 물량이 인식되는 가운데 특수선에서 해경 경비정 공정 진행과 해군 함정 건조가 본격화되기 때문이다. 영업이익은 714억원으로 전년대비 5.6% 감소할 전망이다. 상반기는 수주 지연과 FPSO 매출 감소에 따른 기저효과가 컸지만 하반기로 비교하면 전년대비 해상풍력 및 특수선 모두 개선되는 흐름이 예상된다. 특수선 매출 비중이 빠르게 상승함에 따라 마진 안정성에 대한 우려가 제기될 수 있으나 Mix 변화 및 공법 개선 등의 노력을 고려할 때 상반기 8.0% 수준의 영업이익률은 유지될 수 있을 전망이다.

동북아 하부구조물 시장에서의 역량 확대 기대

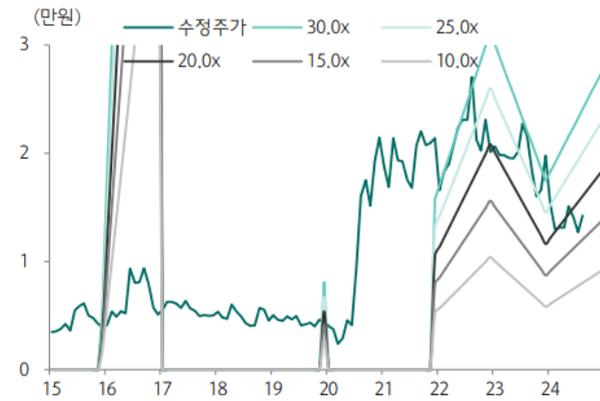
대만 Round 3.2 입찰 결과가 발표되었다. 5개 프로젝트가 선정되었고 목표치 3.0GW 대비 소폭 미달한 2.7GW 규모의 계약이 체결되었지만 Round 3.1 당시 2.3GW 대비로는 소폭 개선되었다. 아직 인플레이션에 대한 부담이 완전히 해소되지는 않은 상황이나 대만 정부의 입찰가능용량 상향, 민간 기업에 대한 보증/보험 제공 등의 노력을 통해 나아지는 모습이 확인된다. 한국도 해상풍력 로드맵을 발표함에 따라 중장기 물량 확보 가시성이 높아졌다. 2024년부터 2026년까지 진행되는 계획이며 고정식과 부유식을 구분한 점이 특징이다. 입찰평가의 1단계에서 가격지표가 제외된 반면 비가격지표의 산업경제효과와 거점/유지보수의 비중이 크게 상승한 점을 감안하면 국내 업체 중심 시장이 형성될 전망이다. 제작업체들의 제한된 생산능력을 감안하면 2027년부터 운영이 본격화될 신야드의 효율성이 극대화될 수 있을 것으로 간주된다.

## Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

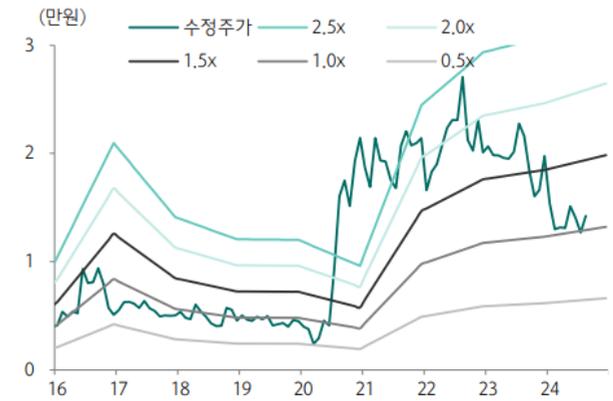
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	691.8	925.8	886.2	1,013.5
영업이익	71.9	75.6	71.4	89.5
세전이익	34.8	63.1	42.4	67.5
순이익	22.3	57.5	34.4	54.0
EPS	524	1,041	582	913
증감률	흑전	98.66	(44.09)	56.87
PER	38.36	18.99	24.86	15.85
PBR	2.05	1.68	1.17	1.09
EV/EBITDA	12.99	13.54	9.71	7.68
ROE	6.73	9.46	4.84	7.15
BPS	9,783	11,734	12,316	13,229
DPS	0	0	0	0

도표 2. SK오션플랜트 12M Fwd PER 추이



자료: SK오션플랜트, 하나증권

도표 3. SK오션플랜트 12M Fwd PBR 추이



자료: SK오션플랜트, 하나증권



로보티즈

나는 영업이익 흑자전환했다

[출처] 유안타증권 권명준 애널리스트

2분기 실적

2분기 매출액 80.9억원, 영업이익 0.9억원으로 각각 전년대비 25.2%, 흑자전환 했다. 매출원가율과 판관비율 하향에 기인한다. 대부분의 매출은 액츄에이터(다이나믹셀)이며, 23년 대비 이익률이 11.4%p 개선되었다. 제품 브랜드 인지도 상향과 원자재의 안정적인 공급 효과라고 판단된다. 신제품 다이나믹셀Y는 모듈화된 매뉴플레이터용 액츄에이터 제품으로 현재 다수의 기업과 논의 중이며, 연내 가시적인 성과가 나올 것으로 기대된다.

#### 하반기에는 자율주행로봇 판매 확대

자율주행로봇의 국내외 판매가 확대될 것으로 기대된다. LG전자로 제품 공급을 준비 중이며, 연내 30대 이상의 규모로 판매가 시작될 것으로 기대된다. 양천구내 공원, 아파트, 캠핑장, 커피 프랜차이즈, 골프장, 리조트 등 다양한 공간으로의 진출도 기대된다. 해외는 일본이다. 연초 일본 대학병원에서 자율주행로봇을 활용한 배송시스템 실증 테스트를 진행했으며, 일본 가나가와현에서 보조금 지원 대상 로봇으로 선정되었다. 일본내 호텔, 병원, 오피스 등에서 실제로 운영되고 있다는 점에서 하반기 판매량 확대가 기대된다. 23년말 기준 자율주행로봇 매출 비중은 0.4%에 불과했지만, 2분기는 5.3%로 큰 폭 증가했다. 하반기에도 비중이 확대될 것으로 기대된다.

#### 성장하기 좋은 여건

로봇산업이 성장하기 위한 좋은 조건은 사람을 로봇으로 대체함에 따라 비용이 절감되거나, 사람이 하기 어려운 업무를 수행하는 경우, 로봇을 통해 효율성이 높아지는 경우 등이 있다. 2025년 적용 최저임금은 시간당 10,030원으로 심리적 저항선이었던 1만원을 돌파했다. 로봇 적용 비용은 지속적으로 감소하고 있다. 비용절감 효과가 확대된다. 최근 코로나19 재확산 우려감, MZ세대들이 느끼는 콜포비아 증상 등도 로봇에 대한 수요를 자극할 수 있다.

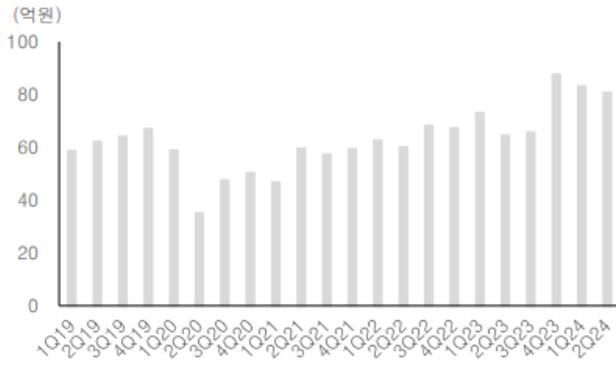
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	192	224	259	291
영업이익	-18	-9	-22	-53
지배순이익	-1	7	-3	-14
PER	-1,007.5	241.4	-1,076.7	-270.9
PBR	2.1	2.5	3.4	3.9
EV/EBITDA	1,272.5	127.1	6,468.2	-113.8
ROE	-0.2	1.1	-0.3	-1.5

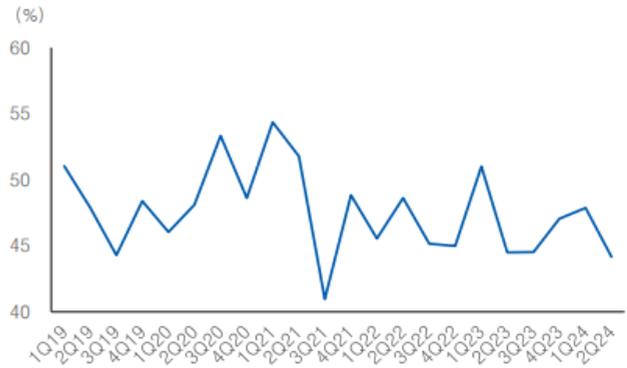
자료: 유안타증권

[그림1] 분기별 매출액 추이



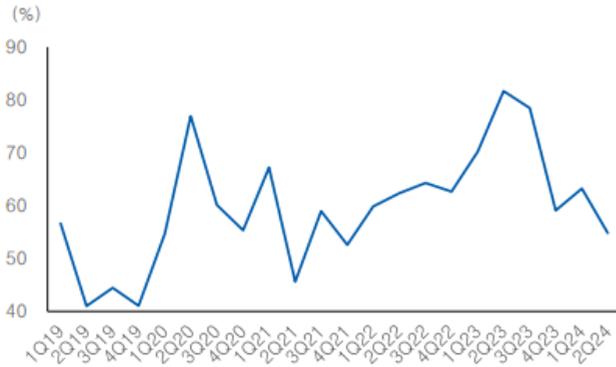
자료: 로보티즈, 유안타증권 리서치센터

[그림2] 분기별 매출원가율(매출원가/매출액) 추이



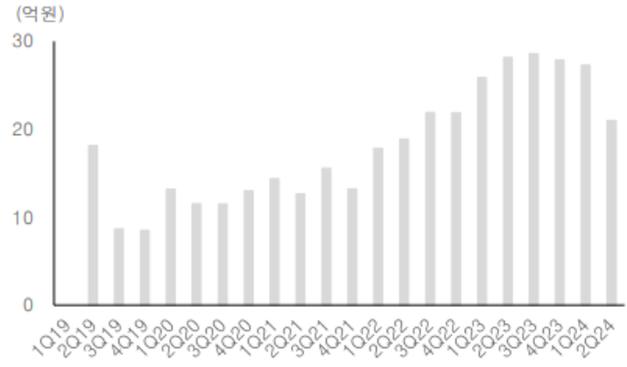
자료: 로보티즈, 유안타증권 리서치센터

[그림3] 분기별 판매비용(판매비/매출액) 추이



자료: 로보티즈, 유안타증권 리서치센터

[그림4] 분기별 연구개발비 추이



자료: 로보티즈, 유안타증권 리서치센터

[그림7] LG 전자로의 진출 기대



자료: 로보티즈, 유안타증권 리서치센터

[그림8] 아파트 배송 실증 사업



자료: 로보티즈, 유안타증권 리서치센터

[그림9] 실내외 음료 배송 서비스 정식 운영



자료: 로보티즈, 유안타증권 리서치센터

[그림10] 커피에 반하디와의 MOU



자료: 로보티즈, 유안타증권 리서치센터



오리온

판매량 확대 중심으로 매출 성장률 제고 전망

[출처] 키움증권 박상준 애널리스트

7월 4개국 합산 실적은 시장 기대치에 대체로 부합

오리온의 7월 4개국 합산 매출액은 2,484억원으로 YoY +6% 증가하였다. 중국 유통 채널 재정비에 따른 일시적 매출 공백에도 불구하고, 1) 베트남/러시아 중심의 판매량 성장, 2) 중국/러시아 현지통화 환율 강세 효과 등에 기인한다. 카테고리 별로는 파이가 한국/베트남/러시아에서 모두 +10% 이상의 매출 성장세를 달성하면서, 가장 좋은 모습을 보여주었다.

7월 4개국 합산 영업이익은 416억원으로 YoY +8% 증가하였다. 중국법인 일회성 퇴직금 및 광고선전비 지출에도 불구하고, 원재료 단가 하락과 판촉비축소 등에 힘입어, 전사 영업이익률이 YoY +0.2%p 개선되었다. 중국법인 일회성 비용 영향을 감안한다면, 3분기 영업이익 컨센서스 흐름에 대체로 부합하는 것으로 판단된다.

판매량 확대 중심으로 매출 성장률 제고 전망

하반기에는 중국/러시아 주요 채널 영업 정상화, 한국법인의 가성비 제품 출시 및 미국 수출 강화, 계절적 성수기 진입 효과 등에 힘입어, 판매량 확대를 중심으로 전사 매출 성장률이 제고될 것으로 기대된다. 중국은 할인점/온라인/별크 채널 등에 대한 경소상 전환 및 교체 작업이 완료되면서 판매활동이 점차 정상화 되고 있고, 러시아는 7월부터 주요 유통 채널 영업이 정상화되면서, 전월대비 매출 성장률이 크게 개선되었다. 한국법인은 내수 소비경기 둔화에 대응하기 위해, 가성비 스낵 제품 등의 출시를 강화하고, 꼬북칩/마이구미/참붕어빵 제품 등을 중심으로 올해 미국 수출 규모를 400억원 수준까지 확대할 계획이다.

투자의견 BUY, 목표주가 142,000원 유지

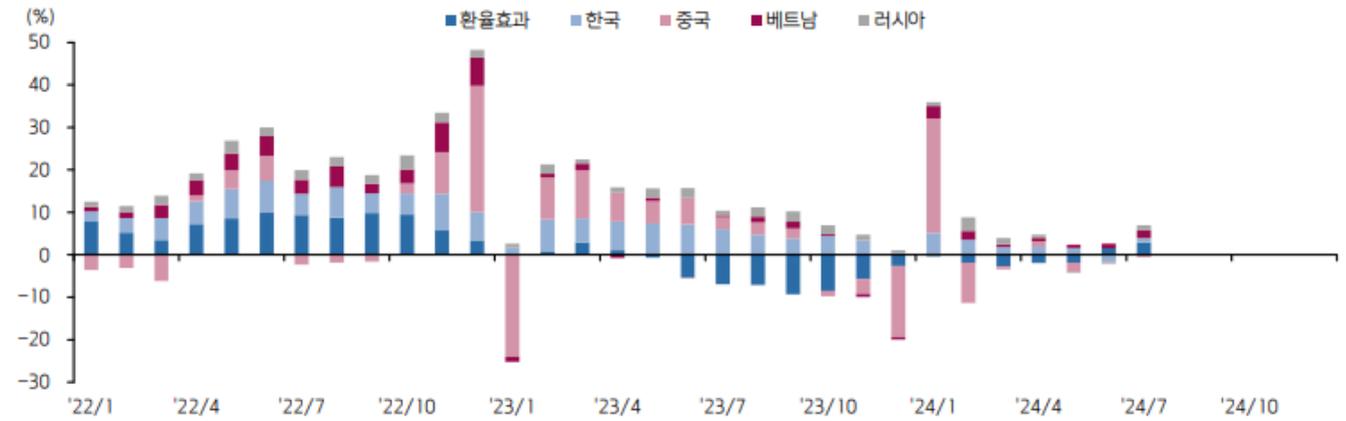
오리온에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 142,000원을 유지한다. 동사는 주요채널 영업 정상화, 가성비 제품 및 미국 수출 강화 등을 통해, 하반기 실적 개선 모멘텀이 상반기 대비 강화될 것으로 기대된다.

FW12M PER도 여전히 9배 이하 수준으로 판단되기 때문에, 업종 내 밸류에이션 매력도도 매우 높은편으로 판단된다.

## 투자지표

(억원, IFRS **)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,873.2	2,912.4	3,145.5	3,313.5
영업이익	466.7	492.4	551.5	592.7
EBITDA	628.3	649.6	722.3	774.5
세전이익	486.7	520.0	557.0	614.3
순이익	398.3	385.0	405.8	446.3
지배주주지분순이익	392.4	376.6	397.1	437.7
EPS(원)	9,924	9,527	10,045	11,072
증감률(%YoY)	52.2	-4.0	5.4	10.2
PER(배)	12.9	12.2	9.3	8.5
PBR(배)	1.98	1.60	1.16	1.04
EV/EBITDA(배)	6.8	5.5	4.1	3.3
영업이익률(%)	16.2	16.9	17.5	17.9
ROE(%)	16.5	13.9	13.1	12.9
순차입금비율(%)	-33.2	-37.4	-26.0	-35.0

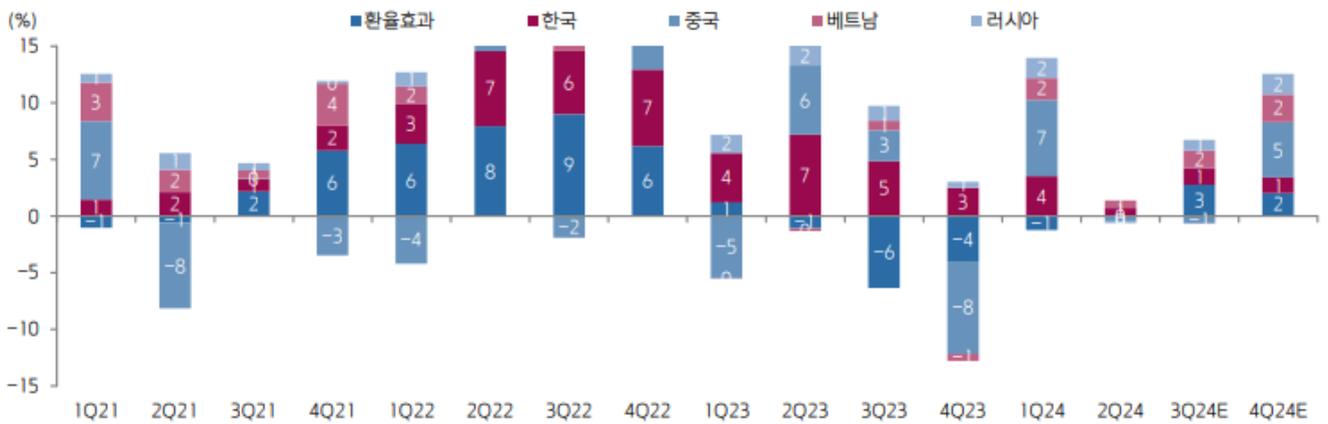
### 오리온 월별 매출 성장률 기여도 추이



자료: 오리온, 한국은행, 키움증권 리서치

주: 1) 환율효과는 연결기준 매출 성장률에서 주요 4개국의 현지 통화 기준 매출 성장 기여도를 차감한 수치임

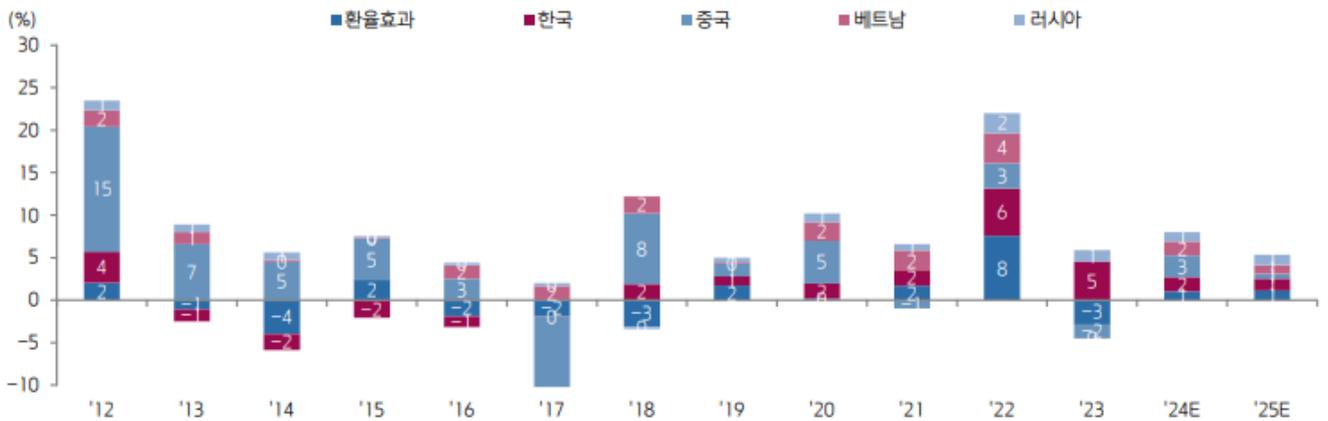
### 오리온 분기별 매출 성장률 기여도 추이 및 전망



자료: 오리온, 한국은행, 키움증권 리서치

주: 1) 환율효과는 연결기준 매출 성장률에서 주요 4개국의 현지 통화 기준 매출 성장 기여도를 차감한 수치임

### 오리온 연도별 매출 성장률 기여도 추이 및 전망



자료: 오리온, 한국은행, 키움증권 리서치

주: 1) 환율효과는 연결기준 매출 성장률에서 주요 4개국의 현지 통화 기준 매출 성장 기여도를 차감한 수치임

