

Company Analysis

오리온 271560

Mar 18, 2024

2024년 전 법인 고른 성장 전망

BUY

신규

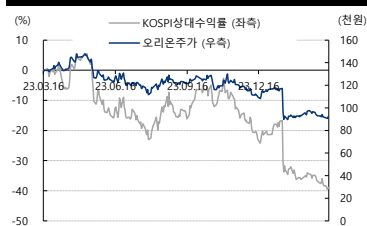
TP 130,000 원

신규

Company Data

현재가(03/15)	94,300 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	147,800 원
52 주 최저가(보통주)	89,700 원
KOSPI (03/15)	2,666.84p
KOSDAQ (03/15)	880.46p
자본금	198 억원
시가총액	37,283 억원
발행주식수(보통주)	3,954 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	28.7 만주
평균거래대금(60 일)	270 억원
외국인지분(보통주)	33.81%
주요주주	
오리온홀딩스 외 7 인	43.80%
국민연금공단	8.04%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.5	-22.3	-28.6
상대주가	-1.5	-24.2	-36.3

2024년 Preview: 전 법인 고른 성장 전망

2024년 매출 및 영업이익을 각각 3조 2,000억원(YoY 9.9%), 5,616억원(YoY 14.1%)으로 전망. 올해 명절 시점 차이로 인해 중국 실적 편만한 가운데, 한국/베트남/러시아 법인 고성장 전망. 참고로 사측은 24년 연간 매출 YoY 한국 10%, 중국 10%, 베트남 15%, 러시아 15% 성장을 가이던스로 제시(로컬 기준). 손익도 작년 하반기부터 주요 법인들 원가 부담 완화 모습. 올해도 원가 개선 흐름 지속 가능 전망. ① 올해 한국 매출은 YoY 8.7% 증가 전망. 신제품 및 기존 브랜드 물량 중심 성장이 이어질 것으로 전망. 가격인상 효과 없이 1월, 2월 매출 각각 YoY 15%, 9% 증가 시현. 미국/호주/일본 등 수출도 고성장을 이어 나가고 있는 점도 긍정적. ② 중국 매출은 YoY 7.6% 증가 전망. 명절 시점 차이 기인해 기저 부담이 낮을 전망. 다만, 적자 대형마트 채널 출고 중단에 따른 매출 공백 영향(월 50억)으로 탑라인 성장 예상보다 더디지만, 수익성에는 오히려 긍정적일 전망. 거래 재개시 추가 매출 확대 여력 존재. ③ 베트남 매출은 YoY 12.3% 증가 전망. 초코파이 10% 증량 제품, 카스타드 식사 대용 제품 등을 통해 기존 브랜드 출고 정상화 주력 예정. 유음료 SKU 확대 등을 통해 매출 확대 지속 전망. ④ 러시아 매출은 YoY 23.4% 성장 전망. 작년 11~12월 젤리/파이 CAPA 증설 및 거래처수 확대(약 6,000개)에 따른 고성장 전망. 기존 가동률 120%를 상회했던 점 감안시 공급 정상화로 외형 확장 전망. 2~3분기부터 루블화 기저 낮아져 부정적 환율 효과 축소 전망.

투자의견 BUY, 목표주가 130,000원 제시

오리온에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 130,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 12개월 Fwd EPS 10,825원에 Target PER 12배(글로벌 제과 Peer 2024F 평균 P/E 30% 할인)를 적용해 산출. 최근 레고캠바이오 인수 발표 후 주가 큰 폭 조정. 지분법 손익 처리 시 오리온 실적에 미치는 영향은 순이익 -5% 하락에 불과. 견조한 본업 감안시 주가 낙폭 과대 국면이라는 판단.

Forecast earnings & Valuation

	2021.12	2022.12	2023.12P	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	2,355	2,873	2,912	3,200	3,424
YoY(%)	5.6	22.0	1.4	9.9	7.0
영업이익(십억원)	373	467	492	562	615
OP 마진(%)	15.8	16.3	16.9	17.6	18.0
순이익(십억원)	264	398	385	424	461
EPS(원)	6,518	9,924	9,526	10,596	11,515
YoY(%)	-3.7	52.2	-4.0	11.2	8.7
PER(배)	15.9	12.9	12.2	8.7	8.0
PCR(배)	7.7	7.9	7.0	4.9	4.6
PBR(배)	1.9	2.0	1.6	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	7.1	6.8	5.5	3.9	3.2
ROE(%)	12.8	16.5	13.8	13.6	13.1



음식료/화장품 권우정

3771-9082

20240006@iprovest.com

2024년 전 법인 고른 성장 전망

[한국]

24년 한국 법인 매출은 YoY 8.7% 증가할 것으로 추정한다. 가격 인상 효과 없이 기존 브랜드의 판매 호조 및 신제품 효과로 견조한 성장을 전망한다. 참고로, 올해 1월/2월도 물량 중심 성장으로 매출은 각각 YoY 15%/ 9% 증가했다. 작년 하반기부터 원부재료 투입 원가 하락이 가시화 되고 있다. 최근 한국 법인 제조원가율은 23.11/23.12/24.1월/24.2월 YoY -4%p/ -1.1%p/-2.5%p/-0.9%p 하락했다. 최근 곡물가 추이 및 환율 하락 효과 감안시, 올해 원가 측면 부담은 제한적일 것이라고 판단한다. 출고량 증가에 따른 영업 레버리지 효과도 기대된다.

[중국]

24년 중국 법인 매출은 YoY 7.6% 증가할 것으로 추정한다. 올해는 연초/ 연말 춘절 효과로 편만한 실적이 예상된다. 최근 RT마트, 용호이 등 대형마트 경소상 간접 판매 전환 협상 지연으로 월 50억원 매출 공백이 발생하고 있는 점은 아쉽다. 다만, 해당 채널 수익성이 적지었던 점을 감안시, 협상 가시화시 매출 공백 회복과 더불어 수익성 개선에도 긍정적인 것으로 판단한다. 또한, 최근 양호한 춘절 소비 지표 등을 감안시, 올해 중국 내수 시장 회복이 가시화된다면 추가적인 매출 확대 여력도 열려있다.

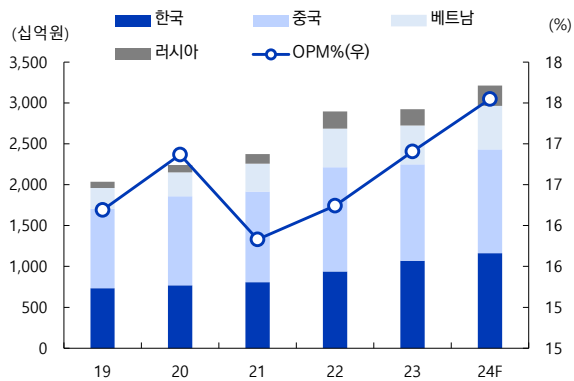
[베트남]

24년 베트남 법인 매출은 YoY 12.3% 증가할 것으로 추정한다. 중국과 마찬가지로 명절 시점 차이 효과가 존재한다. 팻 명절 이후 초코파이/ 감자스낵 등 기존 빅브랜드 제품 리뉴얼로 물량 성장에 집중할 예정이다. 이외에도 유음료/ 봉어빵/ 젤리 등 신제품으로 매출 확대에 집중할 예정이다. 전지분유, 필름, 박스 등 주요 원부재료 하락 추세에 따른 마진 개선도 기대된다.

[러시아]

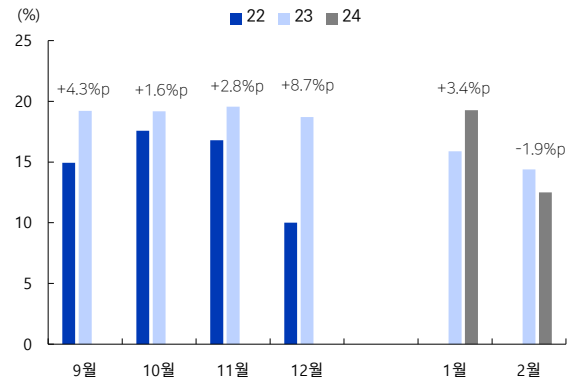
24년 러시아 법인 매출은 YoY 23.4% 증가할 것으로 추정한다. 작년 11~12월 젤리/파이 라인 증설에 따른 고성장이 기대된다. 작년 러시아 공장 가동률이 120% 였던 점을 감안하면, 물량 공급을 통한 매출 확대가 기대된다. 참고로 1,2월 파이 매출은 각각 YoY 25%/ 40% 증가했다. 2~3분기에는 루블화 환율 기저 부담도 낮아진다. 러시아도 유지, 전지분유 등 주요 원재료 투입 단가가 하락하고 있는 점이 긍정적이다. 루블화가 정상화 된다면 추가 이익 개선 여지를 열어둘 수 있겠다.

[도표 138] 오리온 연결 실적 추이



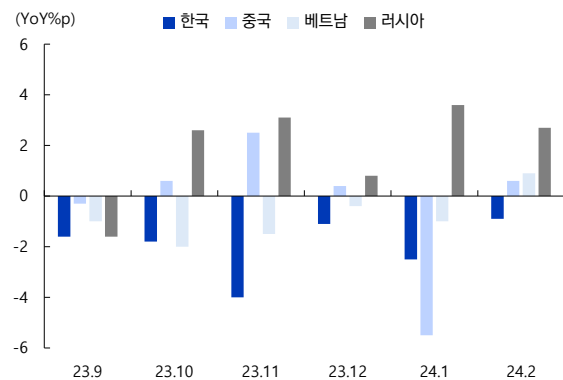
자료: 오리온, 교보증권 리서치센터

[도표 139] 오리온 월별 OPM 추이



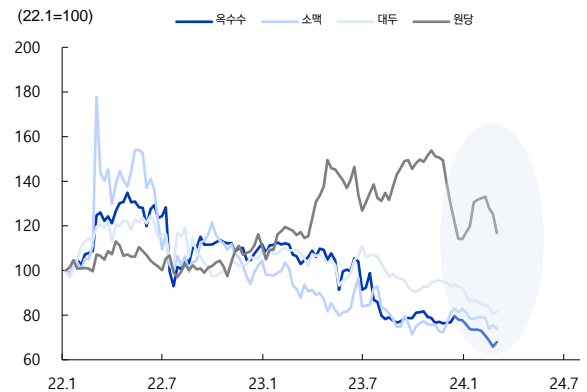
자료: 오리온, 교보증권 리서치센터

[도표 140] 오리온 월별 제조원가율 추이



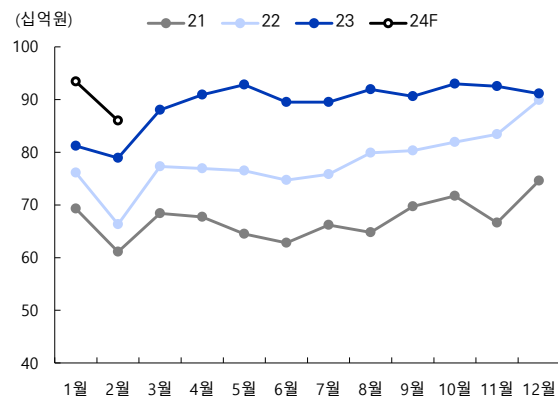
자료: 오리온, 교보증권 리서치센터

[도표 141] 주요 곡물가 추이



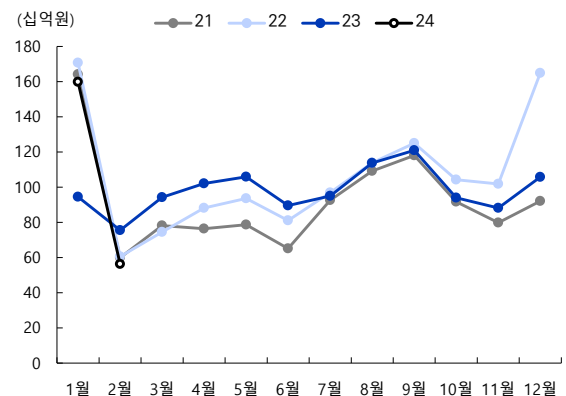
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 142] 오리온 한국 법인 월별 매출 추이



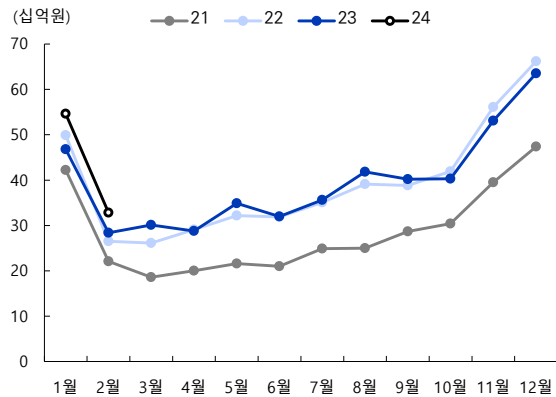
자료: 오리온, 교보증권 리서치센터

[도표 143] 오리온 중국 법인 월별 매출 추이



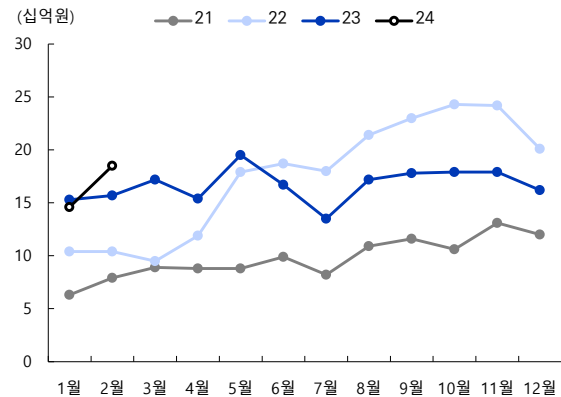
자료: 오리온, 교보증권 리서치센터

[도표 144] 오리온 베트남 법인 월별 매출 추이



자료: 오리온, 교보증권 리서치센터

[도표 145] 오리온 러시아 법인 월별 매출 추이



자료: 오리온, 교보증권 리서치센터

[도표 146] 오리온 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	22	23	24F
매출액	663.8	713.9	766.3	768.4	760.7	758.1	825.6	855.6	2,873.2	2,912.4	3,200.0
한국	248.1	273.3	272.0	276.5	275.3	295.1	293.8	298.7	939.1	1,069.9	1,162.9
중국	264.2	297.4	329.6	287.8	313.0	298.7	343.0	314.1	1,274.9	1,179.0	1,268.9
베트남	105.3	95.7	117.6	156.9	122.0	102.3	127.8	181.9	472.9	475.5	534.0
러시아	48.2	51.6	48.5	52.0	52.4	66.3	62.4	66.1	209.8	200.3	247.1
YoY	1.6%	13.8%	3.4%	-9.8%	14.6%	6.2%	7.7%	11.4%	22.0%	1.4%	9.9%
한국	12.9%	19.8%	15.3%	8.4%	11.0%	8.0%	8.0%	8.0%	16.3%	13.9%	8.7%
중국	-13.4%	13.0%	-1.8%	-22.4%	18.5%	0.4%	4.1%	9.2%	14.9%	-7.5%	7.6%
베트남	2.8%	2.6%	4.0%	-4.4%	15.8%	6.9%	8.7%	15.9%	38.5%	0.5%	12.3%
러시아	59.2%	6.4%	-22.2%	-24.3%	8.8%	28.4%	28.6%	27.1%	79.4%	-4.5%	23.4%
영업이익	99.1	112.2	140.7	140.3	123.8	123.1	154.1	160.5	466.7	492.4	561.6
한국	37.4	44.4	42.9	44.1	45.0	49.6	48.5	49.3	140.2	168.8	192.3
중국	38.3	51.1	72.7	58.8	53.4	52.3	75.5	65.7	211.5	221.0	246.9
베트남	16.4	13.5	21.9	35.6	18.8	14.9	24.5	41.3	89.8	87.5	99.5
러시아	8.3	7.7	6.7	9.5	8.1	10.3	9.7	12.2	34.7	32.2	40.3
YoY	-8.7%	25.1%	15.6%	-4.3%	24.9%	9.7%	9.6%	14.4%	25.1%	5.5%	14.1%
한국	9.7%	25.0%	29.2%	17.9%	20.2%	11.8%	12.9%	11.8%	7.1%	20.4%	13.9%
중국	-22.6%	43.3%	22.0%	-11.9%	39.4%	2.2%	3.8%	11.8%	26.1%	4.5%	11.7%
베트남	-11.7%	-6.9%	4.6%	-0.3%	14.4%	10.7%	11.6%	16.0%	40.2%	-2.6%	13.8%
러시아	112.9%	-0.2%	-36.6%	-24.4%	-2.1%	33.6%	44.1%	28.6%	106.4%	-7.3%	25.1%
OPM	14.9%	15.7%	18.4%	18.3%	16.3%	16.2%	18.7%	18.8%	16.2%	16.9%	17.5%
한국	15.1%	16.2%	15.8%	15.9%	16.3%	16.8%	16.5%	16.5%	14.9%	15.8%	16.5%
중국	14.5%	17.2%	22.1%	20.4%	17.1%	17.5%	22.0%	20.9%	16.6%	18.7%	19.5%
베트남	15.6%	14.1%	18.7%	22.7%	15.4%	14.6%	19.2%	22.7%	19.0%	18.4%	18.6%
러시아	17.2%	14.9%	13.8%	18.3%	15.5%	15.5%	15.5%	18.5%	16.6%	16.1%	16.3%
세전이익	104.0	119.8	149.3	146.9	128.6	130.4	161.4	168.8	486.7	520.0	590.6
YoY	-7.6%	19.5%	17.4%	0.1%	23.8%	8.8%	8.1%	14.9%	28.4%	6.8%	13.6%
(지배)순이익	76.1	81.5	107.0	112.0	89.7	89.1	109.8	128.5	392.4	376.6	419.2
YoY	17.2%	14.9%	13.8%	18.3%	15.5%	15.5%	15.5%	18.5%	16.6%	16.1%	16.3%
NPM	11.5%	11.4%	14.0%	14.6%	11.8%	11.8%	13.3%	15.0%	13.7%	12.9%	13.1%

자료: 교보증권 리서치센터

투자의견 BUY, 목표주가 130,000원 커버리지 개시

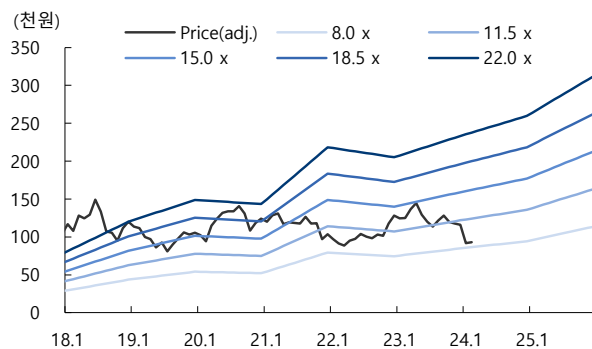
오리온에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 130,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 Fwd EPS 10,825원에 Target PER 12배를 적용해 산출했다. Target P/E는 글로벌 제과 Peer 2024년 예상 평균 P/E 16.5배에 30% 할인한 값이다. 밸류에이션 할인 요소로 글로벌 경쟁사 대비 높은 중국 노출도, 규모 측면을 감안하였다. 또한, 12배는 역사적 밴드 중하단에 위치해 밸류에이션 부담도 제한적이다. 그동안 오리온은 음식료 업종 내에서도 뛰어난 수익성과 해외 매출 성장을 바탕으로 높은 음식료 업종 내에서 밸류에이션 프리미엄을 받아왔다. 최근 레고캠바이오 인수 발표 후 주가 큰 폭 조정 받았다. 지분법 손익 처리시 오리온 실적에 미치는 영향은 순이익 -5% 하락에 불과하다. 견조한 본업 감안시 주가 낙폭 과대 국면이라고 판단한다. 오리온의 10%대 중후반의 영업이익률은 글로벌 Peer 대비해서도 견조하다. 현 주가는 12개월 Fwd P/E 8배로 역사적 밴드 하단에 위치해 밸류에이션이 매력적이다.

[도표 147] 오리온 Valuation table

구분	내용	비고
12MF EPS(원)	10,825	
비교 P/E(X)	16.5	글로벌 제과 Peer 2024년 예상 P/E 평균
할인률(%)	30%	
Target P/E(X)	12.0	
적정주가(원)	129,900	
목표주가(원)	130,000	
현재주가(원)	94,300	2024.03.15 기준
상승여력	37.9%	

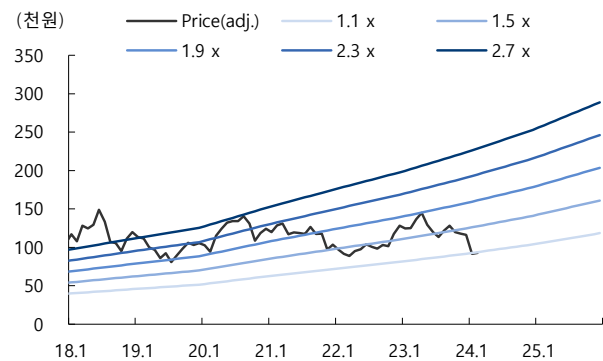
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 148] 오리온 12개월 Fwd P/E Band chart



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 149] 오리온 12개월 Fwd P/B Band chart



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 150] 오리온 글로벌 Peer 실적 및 Valuation 테이블

기업	연도	매출액	영업이익	순이익	OPM	NPM	P/E	P/B	EV/ EBITDA	ROE
		(bil local)	(bil local)	(bil local)	%	%	(X)	(X)	(X)	%
Want Want (CNY)	2023	22.9	4.8	3.4	21.1	14.7	13.2	3.2	8.7	25.0
	2024F	23.9	5.5	3.9	23.0	16.2	11.9	2.8	6.3	24.9
	2025F	25.0	5.9	4.2	23.5	16.7	11.0	1.6	5.8	24.6
Tingyi (CNY)	2023	78.7	3.8	2.6	4.9	3.3	15.0	3.7	11.0	21.7
	2024F	82.8	5.1	3.3	6.1	4.0	13.7	3.6	6.6	25.3
	2025F	87.1	5.8	3.9	6.7	4.5	11.8	3.2	4.6	29.3
Uni-President (CNY)	2023	28.6	1.5	1.7	5.2	5.8	11.7	1.5	10.3	11.8
	2024F	31.2	2.0	1.6	6.5	5.2	11.9	1.5	5.2	12.4
	2025F	33.0	2.3	1.9	7.0	5.6	10.5	1.4	4.6	14.0
Mondelezz (USD)	2023	36.0	5.5	5.0	15.3	13.8	21.6	3.4	16.3	18.0
	2024F	37.2	6.2	4.7	16.6	12.7	20.1	3.3	15.3	16.7
	2025F	38.8	6.6	5.0	17.0	13.0	18.6	3.2	14.4	17.5
Hershey (USD)	2023	11.2	2.6	1.9	22.9	16.7	18.1	9.4	13.5	50.3
	2024F	11.5	2.6	2.0	23.0	17.0	19.5	7.4	13.9	45.2
	2025F	11.8	2.8	2.1	23.5	17.4	18.4	7.4	13.2	45.0
NESTLE (CHF)	2023	93.4	14.1	11.2	15.1	12.0	21.9	6.8	15.8	28.8
	2024F	94.2	16.2	13.0	17.2	13.8	18.4	6.7	15.1	34.2
	2025F	98.5	17.4	13.9	17.7	14.1	17.1	6.0	14.1	34.9
PEPSICO (USD)	2023	91.5	12.0	9.1	13.1	9.9	21.2	12.0	15.5	50.9
	2024F	94.9	14.8	11.2	15.6	11.8	19.9	10.5	14.2	55.4
	2025F	99.3	15.9	12.0	16.0	12.1	18.4	9.0	13.2	51.6

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[오리온 271560]

포괄손익계산서

단위: 십억원

	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
매출액	2,355	2,873	2,912	3,200	3,424
매출원가	1,409	1,782	1,783	1,959	2,106
매출총이익	946	1,091	1,129	1,241	1,318
매출총이익률 (%)	40.2	38.0	38.8	38.8	38.5
판매비와관리비	573	625	635	679	703
영업이익	373	467	492	562	615
영업이익률 (%)	15.8	16.2	16.9	17.5	18.0
EBITDA	523	628	644	724	779
EBITDA Margin (%)	22.2	21.9	22.1	22.6	22.8
영업외손익	6	20	28	29	26
관계기업손익	0	1	1	1	1
금융수익	16	30	26	28	37
금융비용	-8	-7	-3	-3	-3
기타	-2	-4	4	2	-9
법인세비용차감전순이익	379	487	520	590	641
법인세비용	115	88	135	166	181
계속사업순이익	264	398	385	424	461
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	264	398	385	424	461
당기순이익률 (%)	11.2	13.9	13.2	13.2	13.5
비지배자분순이익	6	6	8	5	6
지배자분순이익	258	392	377	419	455
지배자순이익률 (%)	10.9	13.7	12.9	13.1	13.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	162	-22	-29	-29	-29
포괄순이익	426	377	356	395	432
비지배자분포괄이익	14	4	4	4	5
지배자분포괄이익	411	373	353	391	428

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	405	546	554	630	658
당기순이익	264	398	385	424	461
비현금항목의 가감	274	248	280	319	326
감가상각비	146	157	148	159	161
외환손익	0	0	-2	-2	-2
자본법평가손익	0	-1	-1	-1	-1
기타	129	92	134	163	168
자산부채의 증감	-59	16	3	30	19
기타현금흐름	-74	-116	-114	-143	-149
투자활동 현금흐름	-227	-292	-565	-488	-260
투자자산	-43	43	0	-548	0
유형자산	-142	-85	-186	-195	-205
기타	-42	-250	-379	255	-55
재무활동 현금흐름	-40	-177	-139	-49	-49
단기차입금	-1	24	-20	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-30	-30	-38	-38	-38
기타	-9	-171	-81	-11	-11
현금의 증감	183	59	-143	94	345
기초 현금	367	550	610	466	560
기말 현금	550	610	466	560	905
NOPLAT	259	382	365	403	442
FCF	208	474	334	400	420

자료: 오리온, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
유동자산	1,146	1,470	1,657	1,498	1,897
현금및현금성자산	550	610	466	560	905
매출채권 및 기타채권	191	224	221	253	287
재고자산	208	235	259	285	305
기타유동자산	196	402	710	400	400
비유동자산	1,974	1,901	1,938	2,523	2,568
유형자산	1,774	1,668	1,705	1,742	1,786
관계기업투자금	32	32	33	582	582
기타금융자산	17	21	21	21	21
기타비유동자산	152	181	179	179	179
자산총계	3,120	3,372	3,595	4,022	4,465
유동부채	522	556	439	471	483
매입채무 및 기타채무	268	361	333	365	375
차입금	2	24	4	4	4
유동성채무	160	70	0	0	0
기타유동부채	92	101	102	103	104
비유동부채	306	176	166	166	167
차입금	0	0	0	0	0
사채	70	0	0	0	0
기타비유동부채	236	176	166	166	167
부채총계	828	732	605	638	650
지배자분	2,211	2,554	2,893	3,274	3,692
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598	598
이익잉여금	847	1,218	1,557	1,939	2,356
기타자본변동	622	622	622	622	622
비지배자분	82	85	97	110	124
자본총계	2,293	2,639	2,990	3,384	3,815
총차입금	245	108	18	18	19

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
EPS	6,518	9,924	9,526	10,596	11,515
PER	15.9	12.9	12.2	8.7	8.0
BPS	55,925	64,594	73,170	82,816	93,381
PBR	1.9	2.0	1.6	1.1	1.0
EBITDAPS	13,220	15,892	16,299	18,300	19,707
EV/EBITDA	7.1	6.8	5.5	3.9	3.2
SPS	59,578	72,674	73,663	80,938	86,604
PSR	1.7	1.8	1.6	1.1	1.1
CFPS	5,255	11,982	8,444	10,114	10,622
DPS	750	950	950	950	950

재무비율

단위: %

12월결산(십억원)	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	5.6	22.0	1.4	9.9	7.0
영업이익 증가율	-0.9	25.1	5.5	14.1	9.5
순이익 증가율	-4.0	51.1	-3.4	10.1	8.7
수익성					
ROIC	14.2	20.9	20.5	21.9	23.1
ROA	8.9	12.1	10.8	11.0	10.7
ROE	12.8	16.5	13.8	13.6	13.1
안정성					
부채비율	36.1	27.8	20.2	18.9	17.0
순차입금비율	7.9	3.2	0.5	0.5	0.4
이자보상배율	58.4	106.2	686.2	782.6	857.3