



오리온

| Bloomberg Code (271560 KS) | Reuters Code (271560.KS)

2024년 2월 8일

[음식료]

조상훈 연구위원

☎ 02-3772-2578

✉ sanghoonpure.cho@shinhan.com

낮아진 눈높이, 높아질 추정치



매수
(유지)



현재주가 (2월 7일)
93,300 원



목표주가
135,000 원 (하향)



상승여력
44.7%

- ◆ 명절 시점 차이로 인한 탑라인 부진 속 두 달 연속 감익
- ◆ 레고캠바이오 투자에 대한 우려는 지나치게 과도
- ◆ 목표주가 하향하지만, 점유율 상승과 카테고리 및 지역 확장에 주목

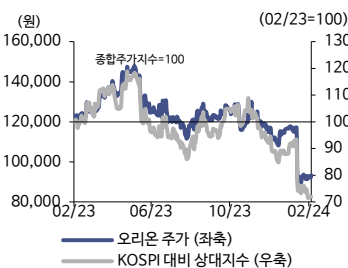


신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	3,688.7십억원
발행주식수	39.5백만주
유동주식수	22.2백만주(56.2%)
52 주 최고가/최저가	147,800 원/89,700 원
일평균 거래량 (60 일)	194,264 주
일평균 거래액 (60 일)	19,245 백만원
외국인 지분율	36.60%

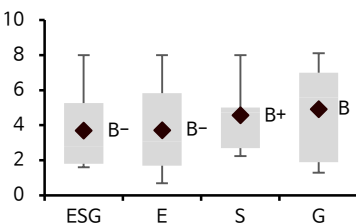
주요주주	
오리온홀딩스 외 7 인	43.80%
국민연금공단	8.04%
절대수익률	
3개월	-24.3%
6개월	-23.0%
12개월	-23.6%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	-29.1%
6개월	-23.9%
12개월	-28.2%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2021	2,355.5	372.9	257.7	6,518	55,925	15.9	7.1	1.9	12.8	(20.5)
2022	2,873.2	466.7	392.4	9,924	64,594	12.9	6.8	2.0	16.5	(33.2)
2023F	2,917.2	499.9	368.7	9,327	73,365	12.4	5.4	1.6	13.5	(36.1)
2024F	3,192.4	542.3	381.5	9,649	81,929	9.7	3.5	1.1	12.4	(37.9)
2025F	3,454.5	586.2	412.0	10,421	91,270	9.0	3.0	1.0	12.0	(39.4)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

명절 시점 차이로 인한 탑라인 부진 속 두 달 연속 감익

12월 국가별 전년대비 매출증감률은 명절 시점 차이 및 현지 통화 약세(중국 -1.7%, 베트남 -1.5%, 러시아 -27%)로 부진(한국 +1.3%, 중국 -35.9%, 베트남 -4.1%, 러시아 -19.4%)했다. 비용 효율화 노력과 원가 부담 완화에도 매출 감소로 인해 영업이익(한국 +31.1%, 중국 -17.2%, 베트남 +2.1%, 러시아 +3.7%)도 아쉬웠다.

중국은 위안화 기준 매출이 35.7% 감소했다. 이는 환율 효과(30억), 춘절 시점 차이(500억), 일부 채널 경소상 간접 판매 전환에 따른 일시적 매출 공백(50억) 영향이다. 다만 영업이익률은 21%를 기록하며 양호했다. 생산량 감소로 인한 고정비 부담 증가로 제조원가율은 0.4%p 상승했으나, 경소상 장려금 체계 변경 및 판매비 절감 노력에 따라 판매비율이 하락한 덕분이다.

레고캠바이오 투자에 대한 우려는 지나치게 과도

지난 1월 레고캠바이오 투자 발표(자회사 Pan Orion이 레고캠바이오 지분 25.7%를 5,485억원에 인수) 이후 주가는 20% 이상 하락했다. 본업과의 시너지가 제한적인 이중 산업간 M&A에 따른 변동성 확대, 지주회사와 사업회사간 투자 주체의 차이 등의 원인 때문이다. 하지만 우려는 과도하다고 판단한다. 레고캠바이오는 지분법으로 인식될 예정이라 전사 실적에 미치는 영향이 미미하다. 또한 기술이전 계약을 고려할 때 향후 지속적인 현금 유출 가능성 역시 제한적이다. 본업의 양호한 실적을 바탕으로 한 오리온의 현금 창출 능력에는 변함없다.

목표주가 하향하지만, 점유율 상승과 카테고리 및 지역 확장에 주목

목표주가를 135,000원으로 21% 하향한다. 기존 Target multiple에 20% 할인율(본업과의 시너지가 제한적인 M&A)을 적용해 산출했다. 다만 펀더멘털은 긍정적이다. 제품 경쟁력을 바탕으로 전 지역, 전 카테고리 실적 개선이 예상되고, 원가 부담 완화도 기대된다. 현재 밸류에이션은 12M FWD PER 9.6배로 지나친 저평가 국면이다. 향후 신제품 출시와 채널 확장에 따른 점유율 상승, 카테고리 확장(견과바, 육포, 생수, 양산빵, 유음료 등), 지역 확장(인도&미국 법인, 러시아 3공장 등)이 가시화된다면 과거와 같은 프리미엄 구간에 진입할 수 있다.

오리온 실적 추정치 변경 비교표

(십억원, %)	4Q23P			2023P			2024F		
	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액	816	773	(5.2)	2,960	2,917	(1.4)	3,256	3,192	(1.9)
영업이익	136	148	8.4	488	500	2.3	562	542	(3.6)
순이익	98	106	8.2	422	430	1.9	402	388	(3.5)
영업이익률	16.7	19.1		16.5	17.1		17.3	17.0	
순이익률	12.0	13.7		14.3	14.7		12.4	12.2	

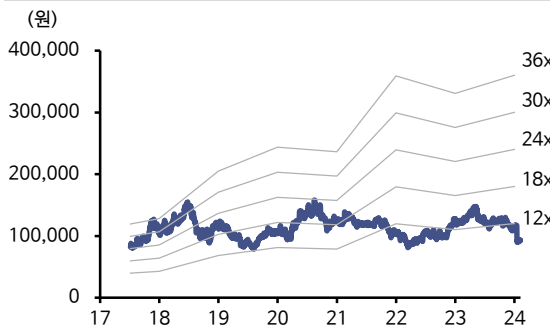
자료: 신한투자증권

오리온 월별 실적

(십억원)	23년 12월	23년 11월	22년 12월	(전월대비, %)	(전년대비, %)
매출액 총계	276.5	251.6	341.0	9.9	(18.9)
한국	91.1	92.5	89.9	(1.5)	1.3
중국	105.7	88.1	164.8	20.0	(35.9)
베트남	63.5	53.1	66.2	19.6	(4.1)
러시아	16.2	17.9	20.1	(9.5)	(19.4)
영업이익 총계	51.7	49.2	53.1	5.1	(2.6)
한국	11.8	15.9	9.0	(25.8)	31.1
중국	22.2	17.5	26.8	26.9	(17.2)
베트남	14.9	12.5	14.6	19.2	2.1
러시아	2.8	3.3	2.7	(15.2)	3.7

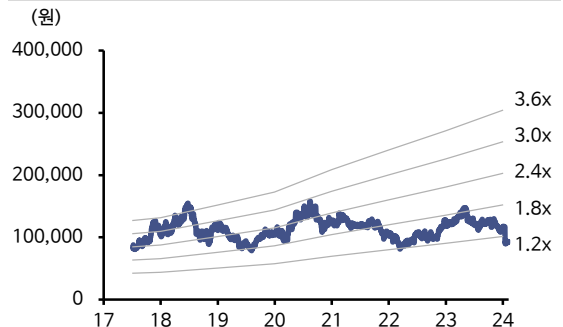
자료: 회사 자료, 신한투자증권

오리온 PER 밴드차트



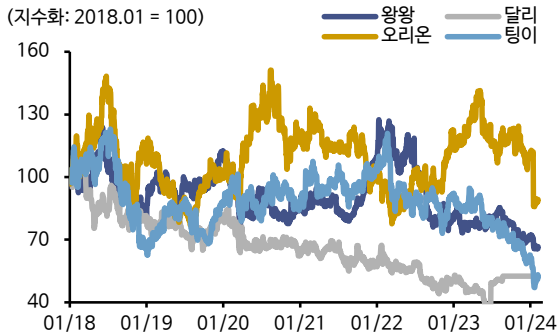
자료: QuantiWise, 신한투자증권

오리온 PBR 밴드차트



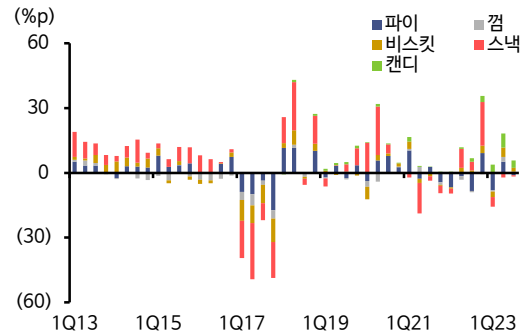
자료: QuantiWise, 신한투자증권

오리온 및 중국 PEER 주가 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

오리온 제품 카테고리별 중국 매출



자료: 회사 자료, 신한투자증권

오리온 목표주가 산정 내역

구분	비교
23F 지배주주 순이익 (십억원)	381
24F 지배주주 순이익 (십억원)	412
발행주식 수 (천 주)	39,536
23F-24F 수정 EPS (원)	9,746
Target PER (배)	13.6
목표주가 (원)	135,000
현재주가 (원)	93,300
Upside (%)	44.7%

자료: 신한투자증권

오리온 분기 및 연간 실적 전망											
(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2022	2023P	2024F
매출액	653	627	741	852	664	714	766	773	2,873	2,917	3,192
국내	220	228	236	255	248	273	272	277	939	1,070	1,156
중국	305	263	336	371	264	297	330	288	1,275	1,179	1,287
베트남	102	93	113	164	105	96	118	157	473	476	530
러시아	30	49	62	69	48	52	48	52	210	200	220
기타 및 조정	(5)	(6)	(6)	(7)	(2)	(4)	(1)	0	(24)	(8)	0
전년대비 (%)	8.5	25.0	18.5	35.9	1.6	13.8	3.4	(9.2)	22.0	1.5	9.4
국내	10.6	17.0	17.6	19.9	12.9	19.8	15.3	8.4	16.3	13.9	8.0
중국	1.1	19.6	5.0	40.5	(13.4)	13.0	(1.8)	(22.4)	15.3	(7.5)	9.2
베트남	23.7	48.6	44.0	39.9	2.8	2.6	4.0	(4.4)	38.5	0.6	11.4
러시아	30.9	76.6	103.4	92.2	59.2	6.4	(22.2)	(24.3)	79.4	(4.5)	9.9
영업이익	109	90	122	147	99	112	141	148	467	500	542
국내	34	35	33	37	37	44	43	44	140	169	191
중국	49	36	60	67	38	51	73	59	212	221	225
베트남	19	15	21	36	16	14	22	36	90	87	91
러시아	4	8	11	13	8	8	7	9	35	32	35
기타 및 조정	2	(4)	(3)	(6)	(1)	(4)	(4)	0	(10)	(9)	0
영업이익률 (%)	16.6	14.3	16.4	17.2	14.9	15.7	18.4	19.1	16.2	17.1	17.0
국내	15.5	15.6	14.1	14.6	15.1	16.2	15.8	15.9	14.9	15.8	16.5
중국	16.2	13.6	17.8	18.0	14.5	17.2	22.1	20.4	16.6	18.7	17.5
베트남	18.2	15.6	18.6	21.7	15.6	14.1	18.7	22.7	19.0	18.4	17.2
러시아	12.9	15.9	17.0	18.3	17.2	14.9	13.8	18.1	16.6	16.0	16.0
세전이익	113	100	127	147	147	104	120	151	487	521	554
세전이익률 (%)	17.2	16.0	17.2	17.2	22.1	14.6	15.6	19.5	16.9	17.9	17.4
법인세	35	29	41	(17)	(17)	26	36	45	88	91	166
순이익	77	71	87	163	163	78	83	106	398	430	388
순이익률 (%)	11.8	11.3	11.7	19.2	24.6	10.9	10.9	13.7	13.9	14.7	12.2

자료: 신한투자증권

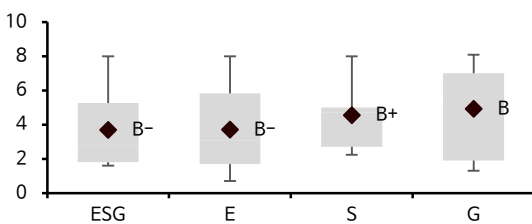
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 플라스틱 포장재를 줄이고 온실가스 배출량을 저감할 수 있는 친환경 생산설비 구축 계획
- ◆ 협력회사 상생협력 지원을 위한 전담 조직을 통해 동반성장 정책을 운영하는 등 활발한 사회공헌 활동 진행
- ◆ 과반 이상의 사외이사 비중, 경영진이 배제된 사외이사 중심 내부 위원회 수시 운영 등 이사회 및 감시기구 효율적 운영, 잉여현금흐름의 20~60%를 배당 정책으로 제시하며 주주가치 제고 강조

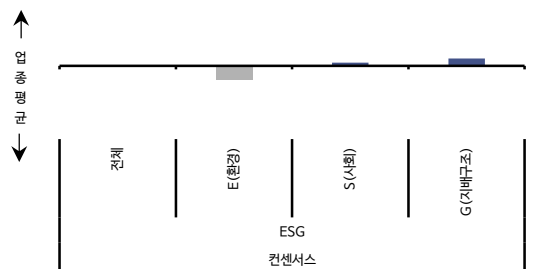
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

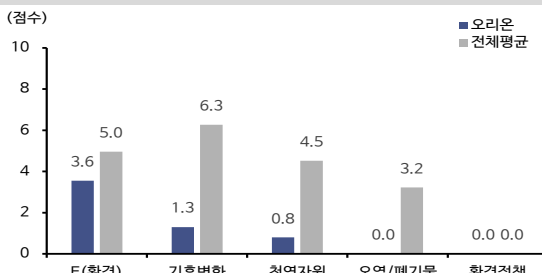
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

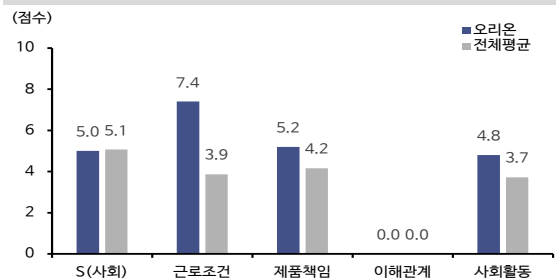
Key Chart

환경 세부 점수 및 전체평균



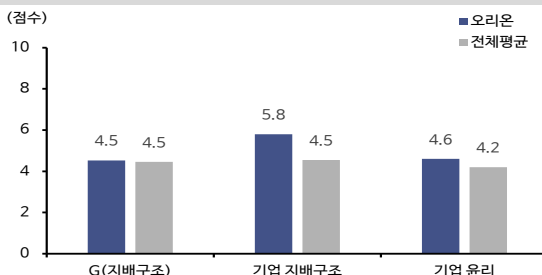
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

사회 세부 점수 및 전체평균



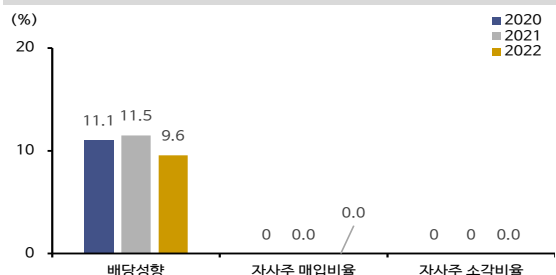
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

지배구조 세부 점수 및 전체평균



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

주주환원: 배당성향



자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	3,120.4	3,371.7	3,721.5	4,084.8	4,464.7
유동자산	1,146.2	1,470.4	1,686.2	1,922.9	2,155.8
현금및현금성자산	550.4	609.7	800.3	973.1	1,156.9
매출채권	176.4	203.1	207.6	230.6	246.5
재고자산	208.5	234.9	243.9	270.2	287.9
비유동자산	1,974.2	1,901.3	2,035.3	2,161.9	2,308.8
유형자산	1,773.7	1,667.6	1,664.8	1,665.2	1,665.2
무형자산	57.3	55.0	56.8	58.6	60.7
투자자산	48.3	53.1	34.1	35.8	37.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	827.9	732.5	735.5	760.2	770.7
유동부채	521.9	556.2	558.6	582.5	592.3
단기차입금	1.7	23.9	25.1	26.4	27.7
매입채무	117.1	150.0	155.1	170.7	182.2
유동성장기부채	160.0	70.0	70.0	70.0	70.0
비유동부채	306.0	176.3	176.9	177.7	178.4
사채	69.9	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	13.5	13.8	14.5	15.2	16.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,292.6	2,639.2	2,986.0	3,324.6	3,693.9
자본금	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8
자본잉여금	598.2	598.2	598.2	598.2	598.2
기타자본	622.0	621.8	621.8	621.8	621.8
기타포괄이익누계액	123.6	95.8	95.8	95.8	95.8
이익잉여금	847.4	1,218.3	1,565.0	1,903.6	2,272.9
지배주주지분	2,211.1	2,553.8	2,900.6	3,239.2	3,608.5
비지배주주지분	81.5	85.4	85.4	85.4	85.4
*충차입금	254.6	118.0	119.9	121.9	123.9
*순차입금(순현금)	(469.7)	(877.3)	(1,077.6)	(1,260.2)	(1,454.3)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	404.7	546.2	480.4	470.5	503.9
당기순이익	263.7	398.3	376.4	388.0	418.7
유형자산상각비	145.6	157.1	162.4	169.6	175.9
무형자산상각비	4.2	4.5	4.3	4.3	4.4
외화환산손실(이익)	(0.0)	(0.2)	(2.6)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	2.6	3.2	6.2	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(0.5)	(0.6)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(59.1)	15.5	(8.5)	(36.4)	(25.2)
(법인세납부)	(81.9)	(128.8)	(155.7)	(159.5)	(180.2)
기타	130.1	97.2	97.9	104.5	110.3
투자활동으로인한현금흐름	(226.7)	(292.1)	(182.5)	(193.5)	(200.3)
유형자산의증가(CAPEX)	(142.3)	(85.3)	(165.7)	(176.2)	(182.3)
유형자산의감소	3.5	10.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(3.6)	(1.4)	(1.8)	(1.8)	(2.0)
투자자산의감소(증가)	(42.6)	42.9	(15.0)	(15.5)	(16.0)
기타	(41.7)	(258.7)	(0.0)	(0.0)	0.0
FCF	218.3	506.3	349.6	348.0	380.1
재무활동으로인한현금흐름	(39.8)	(177.1)	(107.3)	(104.2)	(119.7)
차입금의 증가(감소)	(0.8)	(136.2)	1.2	1.3	1.3
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(29.6)	(29.6)	(49.4)	(49.4)	(49.4)
기타	(9.4)	(11.3)	(59.1)	(56.1)	(71.6)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	44.8	(17.6)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	183.0	59.3	190.6	172.7	183.9
기초현금	367.4	550.4	609.7	800.3	973.1
기말현금	550.4	609.7	800.3	973.1	1,156.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,355.5	2,873.2	2,917.2	3,192.4	3,454.5
증감률 (%)	5.6	22.0	1.5	9.4	8.2
매출원가	1,409.1	1,782.1	1,771.9	1,898.9	2,043.0
매출총이익	946.4	1,091.2	1,145.3	1,293.5	1,411.5
매출총이익률 (%)	40.2	38.0	39.3	40.5	40.9
판매관리비	573.5	624.5	645.5	751.2	825.3
영업이익	372.9	466.7	499.9	542.3	586.2
증감률 (%)	(0.9)	25.1	7.1	8.5	8.1
영업이익률 (%)	15.8	16.2	17.1	17.0	17.0
영업외손익	6.1	20.1	24.1	12.0	12.0
금융손익	7.6	23.2	36.0	36.4	39.7
기타영업외손익	(1.9)	(3.7)	(12.4)	(24.4)	(27.7)
중속 및 관계기업관련손익	0.5	0.6	0.5	0.0	0.0
세전계속사업이익	379.0	486.7	523.9	554.3	598.2
법인세비용	115.4	88.4	147.5	166.3	179.5
계속사업이익	263.7	398.3	376.4	388.0	418.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	263.7	398.3	376.4	388.0	418.7
증감률 (%)	(4.0)	51.1	(5.5)	3.1	7.9
순이익률 (%)	11.2	13.9	12.9	12.2	12.1
(지배주주)당기순이익	257.7	392.4	368.7	381.5	412.0
(비지배주주)당기순이익	6.0	6.0	7.7	6.5	6.7
총포괄이익	425.5	376.6	411.4	421.5	453.4
(지배주주)총포괄이익	411.5	372.6	403.0	412.7	446.3
(비지배주주)총포괄이익	14.0	4.0	8.4	8.8	7.0
EBITDA	522.7	628.3	666.6	716.3	766.4
증감률 (%)	1.5	20.2	6.1	7.5	7.0
EBITDA 이익률 (%)	22.2	21.9	22.9	22.4	22.2

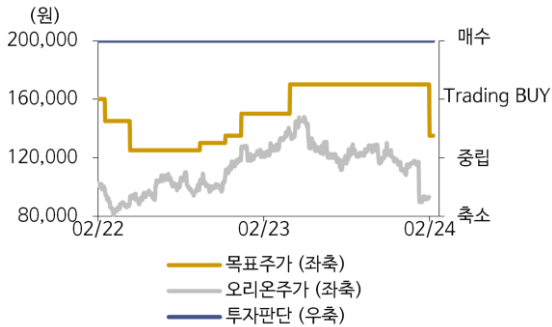
주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	6,669	10,075	9,521	9,814	10,591
EPS (지배순이익, 원)	6,518	9,924	9,327	9,649	10,421
BPS (자본총계, 원)	57,986	66,755	75,526	84,090	93,432
BPS (지배지분, 원)	55,925	64,594	73,365	81,929	91,270
DPS (원)	750	950	1,250	1,250	1,250
PER (당기순이익, 배)	15.5	12.7	12.2	9.5	8.8
PER (지배순이익, 배)	15.9	12.9	12.4	9.7	9.0
PBR (자본총계, 배)	1.8	1.9	1.5	1.1	1.0
PBR (지배지분, 배)	1.9	2.0	1.6	1.1	1.0
EV/EBITDA (배)	7.1	6.8	5.4	3.5	3.0
배당성향 (%)	11.5	9.6	13.4	13.0	12.0
배당수익률 (%)	0.7	0.7	1.1	1.3	1.3
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	22.2	21.9	22.9	22.4	22.2
영업이익률 (%)	15.8	16.2	17.1	17.0	17.0
순이익률 (%)	11.2	13.9	12.9	12.2	12.1
ROA (%)	9.1	12.3	10.6	9.9	9.8
ROE (지배순이익, %)	12.8	16.5	13.5	12.4	12.0
ROIC (%)	16.7	17.8	20.5	21.4	22.7
안정성					
부채비율 (%)	36.1	27.8	24.6	22.9	20.9
순차입금비율 (%)	(20.5)	(33.2)	(36.1)	(37.9)	(39.4)
현금비율 (%)	105.5	109.6	143.3	167.1	195.3
이자보상배율 (배)	58.4	106.2	3,275.4	(45.2)	(48.8)
활동성					
순운전자본회전을 (회)	48.2	58.5	96.1	63.4	43.7
재고자산회수기간 (일)	30.1	28.2	30.0	29.4	29.5
매출채권회수기간 (일)	25.4	24.1	25.7	25.1	25.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

오리온(271560)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 09월 15일	매수	160,000	(32.1)	(21.3)
2022년 02월 24일	매수	145,000	(39.9)	(34.9)
2022년 04월 20일	매수	125,000	(20.5)	(12.0)
2022년 09월 21일	매수	130,000	(22.2)	(16.2)
2022년 11월 16일	매수	135,000	(14.6)	(11.5)
2022년 12월 21일	매수	150,000	(15.7)	(6.4)
2023년 04월 07일	매수	170,000	(25.3)	(13.1)
2023년 10월 08일	매수	6개월경과	(33.4)	(23.5)
2024년 02월 08일	매수	135,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 조상훈)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 02월 06일 기준)

매수 (매수)	92.28%	Trading BUY (중립)	5.69%	중립 (중립)	2.03%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------