

## 오리온 271560

## 예견됐던 부진. 앞날을 기약하며

## 23년 11월: 국내 호조 속 명절 시점차이로 인한 주요 국가 부진

오리온의 11월 주요 법인별 합산실적은 매출액 2,516억원(-5% YoY), 영업이익 492억원(-7% YoY, OPM 19.6%)을 기록했다. 각 법인별 매출은 국내 +11% YoY, 중국 -13.5%(로컬 -9%), 베트남 -5%(-3%), 러시아 -26%(+14%) 성장했다. 명절 시점 차이와 중국의 일부 채널 경소상 전환에 따른 매출 공백으로 외형 성장은 부진했으나 국내가 두 자릿수 매출 성장을 이어갔고 전 법인 원가 부담 완화와 판촉비 효율화 노력으로 수익성을 방어했다. 중국은 전년비 매출액이 -137억원 감소했는데 이 중 34%는 환율 하락, 40%는 춘절 시점차이, 26%는 경소상 전환 영향으로 파악된다. 국내는 신제품과 채널별 전략을 통해 견조한 외형 성장을 이어갔고 미국과 중국 주요 유통 채널향 수출 성장으로 물량 성장을 통한 레버리지가 나타나고 있다. 러시아는 현지통화 기준으로는 제품 카테고리 확대와 수출 증가로 두 자릿수 매출 성장을 이어가고 있다.

## 24년은 긍정적 명절 효과와 CAPA, SKU를 확대하며 성장 전망

23년은 중국과 베트남의 소비 둔화 속 명절 시점차이로 더욱 부진한 실적을 기록했다. 반면 24년은 명절 시점차이가 긍정적으로 작용할 것이며 이외에도 주요 카테고리별 CAPA확대와 신제품 출시를 통해 두 자릿수 외형 성장을 시현할 전망이다. 중국은 11월 젤리 생산 라인을 증설했으며 신규 성장 채널(간식점)향 제품 확대, 비건 육포 등 카테고리 확대가 기대된다. 베트남은 3분기 출시한 유음료의 분포 지역 확대와 CAPA 증설을 통한 성장이 기대된다. 러시아는 4분기 젤리와 파이 라인 증설을 완료해 성장을 이어갈 것이다.

## 투자의견 매수, 목표주가 18만원 유지

오리온의 목표주가는 24년 EPS에 목표배수 18배를 적용해 산출했다. 목표배수는 음식료 기업 평균 12배 대비 높은 해외 비중을 감안해 프리미엄을 적용했다. 글로벌 제과업체의 23년 PER 평균 20배 대비 10% 할인한 수준이다. 명절 시점 차이로 인한 4분기 예견된 실적 부진을 감안해도 오리온의 최근 주가하락은 과도한 수준으로 중국과 베트남 성장에 따른 주가 반등이 기대된다.

## Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	2,230	2,355	2,873	2,977	3,299
영업이익	376	373	467	498	559
영업이익률(%)	16.9	15.8	16.2	16.7	16.9
세전이익	397	379	487	527	579
지배주주지분순이익	268	258	392	378	415
EPS(원)	6,768	6,518	9,926	9,556	10,504
증감률(%)	24.1	-3.7	52.3	-3.7	9.9
ROE(%)	15.5	12.8	16.5	13.8	13.4
PER(배)	18.3	15.9	12.9	11.6	10.5
PBR(배)	2.7	1.9	2.0	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	9.2	7.0	6.7	5.0	4.1

자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

장지혜 음식료·미디어  
02-709-2336  
jihye.j@ds-sec.co.kr

2023.12.20

## 매수(유지)

목표주가(유지)	180,000원
현재주가(12/19)	110,700원
상승여력	62.6%

## Stock Data

KOSPI	2,568.6pt
시가총액(보통주)	4,377십억원
발행주식수	39,536천주
액면가	500원
자본금	20십억원
60일 평균거래량	76천주
60일 평균거래대금	9,123백만원
외국인 지분율	41.6%
52주 최고가	148,100원
52주 최저가	107,600원
주요주주	
오리온홀딩스(외 8인)	43.8%
국민연금공단(외 1인)	8.0%

## 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-8.2	-12.2
3M	-11.9	-12.2
6M	-9.6	-8.1

## 주가차트

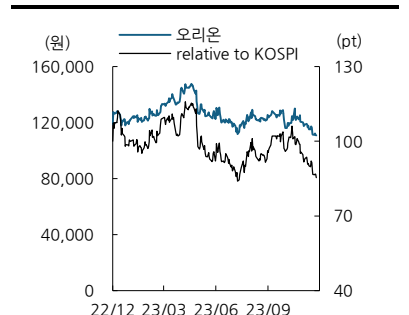
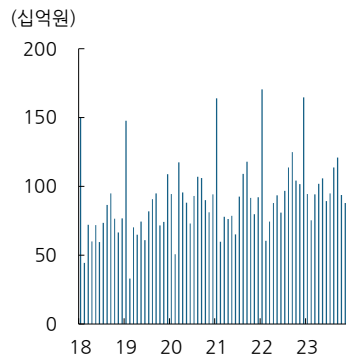
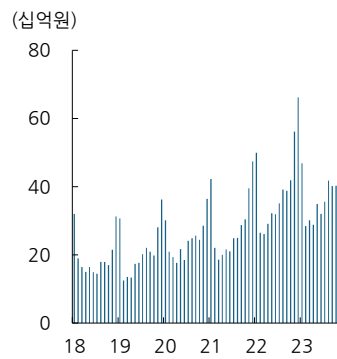


그림1 중국 월매출 추이



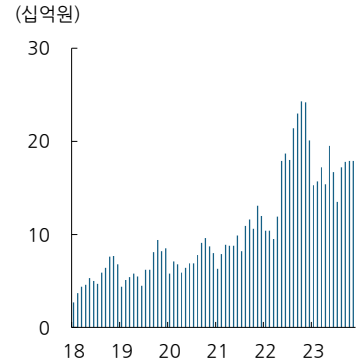
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림2 베트남 월매출 추이



자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림3 러시아 월매출 추이



자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

표1 오리온 월별 실적 추이

당월(십억원)	22/11	22/12	23/01	23/02	23/03	23/04	23/05	23/06	23/07	23/08	23/09	23/10	23/11
매출액													
한국(오리온)	83.4	89.9	81.2	78.9	88.0	90.9	92.8	89.5	89.5	91.9	90.6	93.0	92.5
중국(OFC)	101.8	164.8	94.5	75.5	94.2	102.0	105.9	89.5	95.0	113.7	120.9	93.9	88.1
베트남(OVF)	56.1	66.2	46.8	28.4	30.1	28.8	34.9	32.0	35.6	41.8	40.2	40.3	53.1
러시아(OIE)	24.2	20.1	15.3	15.7	17.2	15.4	19.5	16.7	13.5	17.2	17.8	17.9	17.9
합산	265.5	341.0	237.8	198.5	229.5	237.1	253.1	227.7	233.6	264.6	269.5	245.1	251.6
YoY													
한국(오리온)	25.2%	20.5%	6.7%	19.0%	13.8%	18.2%	21.3%	19.8%	18.1%	15.0%	12.8%	13.6%	10.9%
중국(OFC)	27.6%	78.9%	-44.6%	24.8%	26.4%	15.8%	13.1%	10.4%	-2.0%	-0.1%	-3.3%	-9.9%	-13.5%
베트남(OVF)	42.0%	39.7%	-6.2%	7.2%	15.3%	-1.0%	8.4%	0.3%	1.4%	6.9%	3.6%	-3.8%	-5.3%
러시아(OIE)	84.7%	67.5%	47.1%	51.0%	81.1%	29.4%	8.9%	-10.7%	-25.0%	-19.6%	-22.6%	-26.3%	-26.0%
합산	33.4%	50.8%	-22.5%	21.3%	22.5%	15.1%	14.9%	10.3%	3.5%	4.1%	0.9%	-2.9%	-5.2%
YoY(현지통화)													
한국(오리온)	25.2%	20.5%	6.7%	19.0%	13.8%	18.2%	21.3%	19.8%	18.1%	15.0%	12.8%	13.6%	10.9%
중국(OFC)	24.6%	79.2%	-43.2%	26.7%	28.5%	15.9%	12.4%	16.3%	6.6%	6.5%	5.3%	-3.2%	-9.3%
베트남(OVF)	35.0%	32.5%	-7.1%	5.0%	11.4%	-5.3%	5.3%	0.0%	4.4%	9.0%	11.2%	2.3%	-3.4%
러시아(OIE)	34.7%	36.1%	29.1%	34.1%	20.3%	21.5%	26.2%	28.1%	17.1%	25.8%	29.1%	21.9%	14.0%
합산													
영업이익													
한국(오리온)	14.0	9.0	12.9	10.8	13.8	14.9	16.1	13.6	13.9	14.7	14.3	16.4	15.9
중국(OFC)	21.0	26.8	11.1	11.5	15.7	17.6	19.5	14.1	16.9	28.5	27.3	19.1	17.5
베트남(OVF)	12.9	14.6	9.9	3.4	3.1	3.1	5.8	4.7	6.1	8.2	7.6	8.2	12.5
러시아(OIE)	4.9	2.7	2.5	2.9	2.9	2.5	3.1	2.1	1.7	2.4	2.6	3.3	3.3
합산	52.8	53.1	36.4	28.6	35.5	38.1	44.5	34.5	38.6	53.8	51.8	47.0	49.2
YoY													
한국(오리온)	26.1%	-18.9%	-5.1%	30.1%	13.1%	18.3%	25.8%	29.5%	44.8%	25.6%	19.2%	13.9%	13.6%
중국(OFC)	125.8%	114%	-66.9%	117%	46.7%	50.4%	29.1%	58.4%	67.3%	15.9%	9.6%	0.5%	-16.7%
베트남(OVF)	27.7%	24.8%	-5.7%	-29.2%	-6.1%	-26.2%	7.4%	-4.1%	5.2%	9.3%	-1.3%	0.0%	-3.1%
러시아(OIE)	145.0%	68.8%	78.6%	123%	142%	19.0%	3.3%	-19.2%	-41.4%	-36.8%	-33.3%	-32.7%	-32.7%
합산	62.5%	43.9%	-38.3%	45.2%	29.6%	24.5%	22.6%	28.3%	35.9%	13.0%	6.8%	1.1%	-6.8%
영업이익률													
한국(오리온)	16.8%	10.0%	15.9%	13.7%	15.7%	16.4%	17.3%	15.2%	15.5%	16.0%	15.8%	17.6%	17.2%
중국(OFC)	20.6%	16.3%	11.7%	15.2%	16.7%	17.3%	18.4%	15.8%	17.8%	25.1%	22.6%	20.3%	19.9%
베트남(OVF)	23.0%	22.1%	21.2%	12.0%	10.3%	10.8%	16.6%	14.7%	17.1%	19.6%	18.9%	20.3%	23.5%
러시아(OIE)	20.2%	13.4%	16.3%	18.5%	16.9%	16.2%	15.9%	12.6%	12.6%	14.0%	14.6%	18.4%	18.4%
합산	19.9%	15.6%	15.3%	14.4%	15.5%	16.1%	17.6%	15.2%	16.5%	20.3%	19.2%	19.2%	19.6%

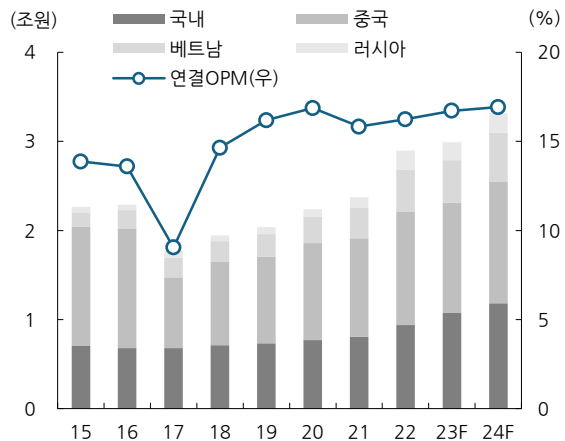
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

표2 오리온 실적 테이블

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2021	2022	2023F	2024F
매출액	653.2	627.4	741.1	851.6	663.8	713.9	766.3	832.8	2,355.5	2,873.2	2,976.8	3,299.2
YoY	8.5%	25.0%	18.5%	35.9%	1.6%	13.8%	3.4%	-2.2%	5.6%	22.0%	3.6%	10.8%
1. 국내	219.7	228.2	236.0	255.2	248.1	273.3	272.0	284.6	807.4	939.1	1,078.0	1,182.0
YoY	10.6%	17.0%	17.6%	19.9%	12.9%	19.8%	15.3%	11.5%	5.0%	16.3%	14.8%	9.6%
2. 중국	305.2	263.2	335.7	370.8	264.2	297.4	329.6	343.1	1,105.5	1,274.9	1,234.3	1,364.4
YoY	1.1%	19.6%	5.0%	40.5%	-13.4%	13.0%	-1.8%	-7.5%	1.3%	15.3%	-3.2%	10.5%
3. 베트남	102.5	93.2	113.0	164.2	105.3	95.7	117.6	158.4	341.4	472.9	477.0	552.0
YoY	23.7%	48.6%	44.0%	39.9%	2.8%	2.6%	4.0%	-3.5%	16.9%	38.5%	0.9%	15.7%
4. 러시아	30.3	48.6	62.3	68.7	48.2	51.6	48.5	53.8	117.0	209.8	202.1	220.8
YoY	30.9%	76.6%	103.4%	92.2%	59.2%	6.4%	-22.2%	-21.7%	31.4%	79.4%	-3.7%	9.2%
5. 기타/조정	-4.5	-5.8	-5.9	-7.3	-2.1	-4.1	-1.3	-7.0	-15.8	-23.5	-14.6	-20.0
영업이익	108.6	89.7	121.7	146.7	99.1	112.2	140.7	145.7	372.9	466.7	497.7	558.6
YoY	6.5%	62.9%	6.6%	44.2%	-8.7%	25.1%	15.6%	-0.7%	-0.9%	25.1%	6.7%	12.2%
영업이익률	16.6%	14.3%	16.4%	17.2%	14.9%	15.7%	18.4%	17.5%	15.8%	16.2%	16.7%	16.9%
1. 국내	34.1	35.5	33.2	37.4	37.5	44.6	42.9	42.7	131.0	140.2	167.7	184.4
YoY	-3.4%	15.2%	13.0%	5.3%	10.0%	25.7%	29.1%	14.2%	14.7%	7.0%	19.6%	10.0%
영업이익률	15.5%	15.6%	14.1%	14.6%	15.1%	16.3%	15.8%	15.0%	16.2%	14.9%	15.6%	15.6%
2. 중국	49.5	35.7	59.6	66.7	38.3	51.2	72.7	65.5	167.8	211.5	227.7	254.7
YoY	6.4%	170.3%	-14.3%	73.5%	-22.6%	43.4%	21.9%	-1.8%	-8.4%	26.1%	7.7%	11.8%
영업이익률	16.2%	13.6%	17.8%	18.0%	14.5%	17.2%	22.1%	19.1%	15.2%	16.6%	18.5%	18.7%
3. 베트남	18.6	14.5	21.0	35.7	16.4	13.6	21.9	35.3	64.1	89.8	87.3	102.8
YoY	18.6%	85.2%	64.3%	28.2%	-11.7%	-6.3%	4.4%	-1.1%	0.8%	40.0%	-2.8%	17.8%
영업이익률	18.2%	15.6%	18.6%	21.7%	15.6%	14.2%	18.6%	22.3%	18.8%	19.0%	18.3%	18.6%
4. 러시아	3.9	7.7	10.6	12.6	8.3	7.7	6.7	9.1	16.8	34.7	31.8	35.2
YoY	6.9%	98.1%	181.5%	128.4%	112.3%	-0.1%	-36.7%	-27.2%	-0.9%	106.9%	-8.4%	10.5%
영업이익률	12.9%	15.9%	17.0%	18.3%	17.2%	14.9%	13.8%	17.0%	14.4%	16.6%	15.7%	15.9%
5. 기타/조정	2.5	-3.7	-2.7	-5.7	-1.4	-4.9	-3.5	-7.0	-6.8	-9.6	-16.8	-18.5
순이익	77.2	70.9	86.7	163.5	77.7	83.5	109.7	113.4	263.7	398.3	384.2	422.3
YoY	7.7%	79.4%	12.7%	116.5%	0.6%	17.8%	26.5%	-30.6%	-4.0%	51.1%	-3.5%	9.9%
순이익률	11.8%	11.3%	11.7%	19.2%	11.7%	11.7%	14.3%	13.6%	11.2%	13.9%	12.9%	12.8%

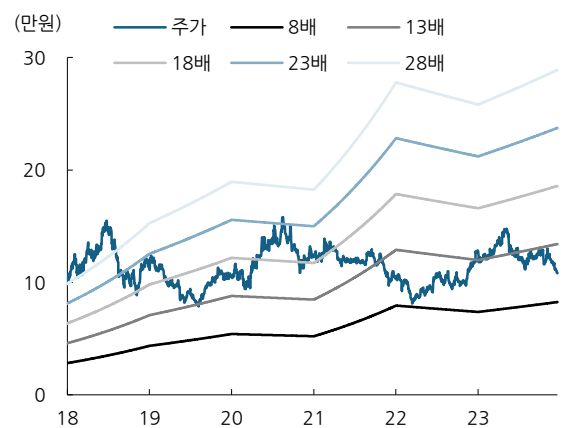
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 오리온 연결 실적 추이



자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터 추정

그림5 오리온 PER 밴드 차트



자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

## [ 오리온 271560 ]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	798	1,146	1,470	1,774	2,103	매출액	2,230	2,355	2,873	2,977	3,299
현금 및 현금성자산	367	550	610	477	708	매출원가	1,277	1,409	1,782	1,832	2,035
매출채권 및 기타채권	164	191	224	218	248	매출총이익	953	946	1,091	1,145	1,265
재고자산	180	208	235	254	288	판매비 및 관리비	577	573	625	647	706
기타	86	196	402	826	859	영업이익	376	373	467	498	559
비유동자산	1,868	1,974	1,901	1,930	2,034	(EBITDA)	515	523	628	656	726
관계기업투자등	49	48	53	39	41	금융손익	4	9	23	42	60
유형자산	1,663	1,774	1,668	1,705	1,800	이자비용	7	6	4	4	5
무형자산	55	57	55	55	56	관계기업등 투자손익	1	0	1	1	0
자산총계	2,665	3,120	3,372	3,705	4,136	기타영업외손익	17	-3	-4	-13	-40
유동부채	346	522	556	509	556	세전계속사업이익	397	379	487	527	579
매입채무 및 기타채무	264	268	361	327	371	계속사업법인세비용	123	115	88	143	156
단기금융부채	10	171	104	114	114	계속사업이익	275	264	398	384	422
기타유동부채	71	83	91	68	71	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	422	306	176	186	193	당기순이익	275	264	398	384	422
장기금융부채	246	83	14	16	16	지배주주	268	258	392	378	415
기타비유동부채	176	223	162	170	177	총포괄이익	239	420	398	384	422
부채총계	768	828	732	695	749	매출총이익률 (%)	42.7	40.2	38.0	38.5	38.3
지배주주지분	1,830	2,211	2,554	2,917	3,295	영업이익률 (%)	16.9	15.8	16.2	16.7	16.9
자본금	20	20	20	20	20	EBITDA마진률 (%)	23.1	22.2	21.9	22.0	22.0
자본잉여금	598	598	598	598	598	당기순이익률 (%)	12.3	11.2	13.9	12.9	12.8
이익잉여금	622	847	1,218	1,554	1,932	ROA (%)	10.5	8.9	12.1	10.7	10.6
비지배주주지분(연결)	68	82	85	93	93	ROE (%)	15.5	12.8	16.5	13.8	13.4
자본총계	1,898	2,293	2,639	3,010	3,388	ROIC (%)	15.5	14.9	21.7	20.4	21.3

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	461	405	546	492	570	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	275	264	398	384	422	P/E	18.3	15.9	12.9	11.6	10.5
비현금수익비용가감	287	274	248	115	167	P/B	2.7	1.9	2.0	1.5	1.3
유형자산감가상각비	135	146	157	155	166	P/S	2.2	1.7	1.8	1.5	1.3
무형자산감각비	4	4	5	3	2	EV/EBITDA	9.2	7.0	6.7	5.0	4.1
기타현금수익비용	148	125	77	-55	-1	P/CF	8.7	7.6	7.8	8.8	7.4
영업활동 자산부채변동	-35	-59	16	-8	-19	배당수익률 (%)	0.6	0.7	0.7	0.9	0.9
매출채권 감소(증가)	26	-12	-32	6	-30	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-36	-14	-30	-21	-34	매출액	10.2	5.6	22.0	3.6	10.8
매입채무 증가(감소)	15	3	35	-22	44	영업이익	14.8	-0.9	25.1	6.7	12.2
기타자산, 부채변동	-40	-36	43	28	1	세전이익	29.0	-4.6	28.4	8.4	9.7
투자활동 현금	-163	-227	-292	-588	-302	당기순이익	24.5	-4.0	51.1	-3.5	9.9
유형자산처분(취득)	-145	-139	-75	-218	-261	EPS	24.1	-3.7	52.3	-3.7	9.9
무형자산 감소(증가)	-5	-4	-1	-2	-3	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-1	-39	43	-361	-33	부채비율	40.5	36.1	27.8	23.1	22.1
기타투자활동	-12	-45	-259	-6	-5	유동비율	230.8	219.6	264.4	348.8	378.4
재무활동 현금	-86	-40	-177	-37	-38	순차입금/자기자본(x)	-9.7	-18.8	-33.2	-37.1	-40.7
차입금의 증가(감소)	-63	-10	-147	1	0	영업이익/금융비용(x)	51.1	58.4	106.2	114.1	115.5
자본의 증가(감소)	-24	-30	-30	-38	-38	총차입금 (십억원)	256	255	118	130	130
배당금의 지급	24	30	30	38	38	순차입금 (십억원)	-184	-431	-877	-1,117	-1,379
기타재무활동	0	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	202	183	59	-133	231	EPS	6,768	6,518	9,926	9,556	10,504
기초현금	165	367	550	610	477	BPS	46,286	55,925	64,594	73,788	83,340
기말현금	367	550	610	477	708	SPS	56,400	59,578	72,674	75,294	83,446
NOPLAT	260	259	382	363	408	CFPS	14,198	13,610	16,350	12,629	14,912
FCF	363	252	370	-96	269	DPS	750	750	950	950	1,050

자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

## 오리온 (271560) 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2022-03-02	담당자변경				
2022-03-02	매수	130,000	-26.0	-15.4	
2022-04-20	매수	130,000	-23.6	-15.4	
2022-05-25	매수	130,000	-22.0	-15.4	
2022-06-15	매수	130,000	-21.0	-15.4	
2022-08-03	매수	130,000	-22.1	-15.4	
2022-09-21	매수	140,000	-25.0	-16.1	
2022-10-19	매수	140,000	-23.9	-16.1	
2022-12-09	매수	160,000	-21.5	-12.3	
2022-12-21	매수	160,000	-21.0	-12.3	
2023-01-30	매수	160,000	-19.9	-12.3	
2023-03-08	매수	160,000	-16.8	-12.3	
2023-04-07	매수	180,000	-30.6	-17.9	
2023-05-17	매수	180,000	-32.3	-24.9	
2023-05-30	매수	180,000	-32.6	-27.3	
2023-06-21	매수	180,000	-32.8	-27.3	
2023-07-19	매수	180,000	-33.0	-27.8	
2023-08-21	매수	180,000	-32.7	-27.8	
2023-10-18	매수	180,000	-34.2	-27.8	
2023-11-20	매수	180,000	-36.1	-33.2	
2023-12-20	매수	180,000			

## 투자 의견 및 적용 기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업
매수	비중확대
중립	중립
매도	비중축소

업종별 투자 의견은 해당업종 투자 비중에 대한 의견

## 투자 의견 비율

기준일 2023.09.30

매수	중립	매도
100.0%	0.0%	0.0%

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.