

오리온 (271560)

4분기부터 회복될 매출에 주목

2024년 9월 25일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	128,000 원 (유지)
✓ 상승여력	39.0%	✓ 현재주가 (9월 24일)	92,100 원

신한생각 소외된 K-푸드 대장, 4분기부터 반등 가능

오리온은 높은 해외 비중(매출 64%, 영업이익 67%)으로 과거 K-푸드 대장 역할을 했으나 상반기 사이클에서는 소외. 이는 낮아진 매출 성장률과 본업과 무관한 투자 때문. 3분기 외형 성장은 여전히 주춤하겠지만, 4분기부터 제품 및 채널 경쟁력 강화에 따른 매출 성장률 및 주가 회복 기대

8월 실적, 여전히 아쉬운 매출

8월 국가별 전년대비 매출증감률은 한국 -1.5%, 중국 -3.5%, 베트남 +2.9%, 러시아 +27.9% 기록하며 대체로 부진. 전반적인 원가 부담 완화 속 영업이익은 중국을 제외하면 전 지역에서 선방(한국 +3.4%, 중국 -23.9%, 베트남 +9.8%, 러시아 +33.3%)한 모습

중국 위안화 기준 매출은 7% 감소. 일부 채널 경소상 간접 판매 전환에 따른 매출 공백(70억) 때문. 원재료 단가 하락에도 불구하고 전반적인 생산량 감소로 매출원가율이 1%p 상승했고, 일회성 인건비 및 판촉비 증가로 영업이익률은 5.3%p 하락. 경소상 전환의 경우 온라인 및 벌크 채널은 100% 완료, 할인점 채널은 90% 이상 완료. 4분기 채널 공백 축소 및 신제품 분포 확대 전략으로 점진적 매출 회복 계획

Valuation & Risk

목표주가 128,000원(동종업계 주가수익비율 평균 20% 할인) 유지. 12개월 선행 주가수익비율은 9배로 과도한 저평가 국면. 향후 신제품 출시와 채널 확장에 따른 점유율 상승, 카테고리 확장(견과바, 육포 등), 지역 확장(인도&미국 법인, 러시아 3공장 등) 가시화 시 프리미엄 구간 진입 가능

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	2,873.2	466.7	392.4	12.9	16.5	2.0	6.8	0.7
2023	2,912.4	492.4	376.6	12.2	13.9	1.6	5.5	1.1
2024F	3,110.9	554.3	387.0	9.6	12.7	1.1	3.4	1.3
2025F	3,274.7	587.4	412.1	9.0	12.1	1.0	2.9	1.3
2026F	3,519.4	637.0	446.2	8.3	11.8	0.9	2.9	1.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[음식료]

조상훈 연구위원

✉ sanghoonpure.cho@shinhan.com

김태훈 연구원

✉ taehoon.kim@shinhan.com

Revision

실적추정치	유지
Valuation	유지

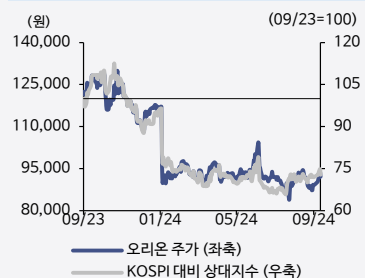
시가총액	3,641.3십억원
발행주식수(유동비율)	39.5백만주(56.2%)
52주 최고가/최저가	130,000 원/83,900 원
일평균 거래액 (60 일)	15,427 백만원
외국인 지분율	27.2%

주요주주 (%)

오리온홀딩스 외 7 인	43.8
국민연금공단	9.1

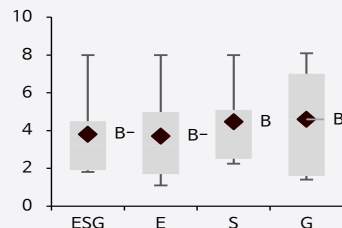
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	0.5	0.3	(26.0)	(21.2)
상대	3.2	5.4	(29.4)	(20.1)

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



오리온 실적 추정치 변경 비교표

(십억원, %)	3Q24F			2024F			2025F		
	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액	797	797	0.0	3,111	3,111	0.0	3,275	3,275	0.0
영업이익	149	147	(1.3)	558	552	(1.0)	577	585	1.5
순이익	107	105	(1.3)	436	432	(0.9)	412	418	1.5
영업이익률	18.7	18.5		17.9	17.8		17.6	17.9	
순이익률	13.4	13.2		14.0	13.9		12.6	12.8	

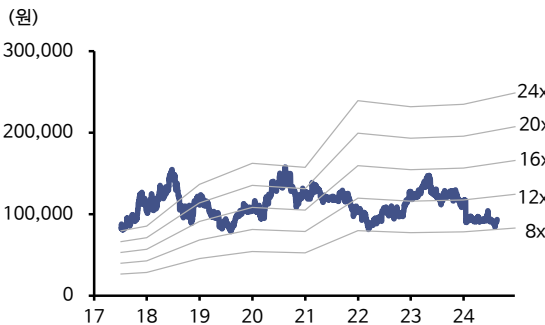
자료: 신한투자증권

오리온 월별 실적

(십억원)	24년 8월	24년 7월	23년 8월	(전월대비, %)	(전년대비, %)
매출액 총계	265.2	248.4	264.6	6.8	0.2
한국	90.5	92.0	91.9	(1.6)	(1.5)
중국	109.7	99.5	113.7	10.3	(3.5)
베트남	43.0	39.3	41.8	9.4	2.9
러시아	22.0	17.1	17.2	28.7	27.9
영업이익 총계	49.1	41.6	53.8	18.0	(8.7)
한국	15.2	15.1	14.7	0.7	3.4
중국	21.7	16.9	28.5	28.4	(23.9)
베트남	9.0	7.3	8.2	23.3	9.8
러시아	3.2	2.3	2.4	39.1	33.3

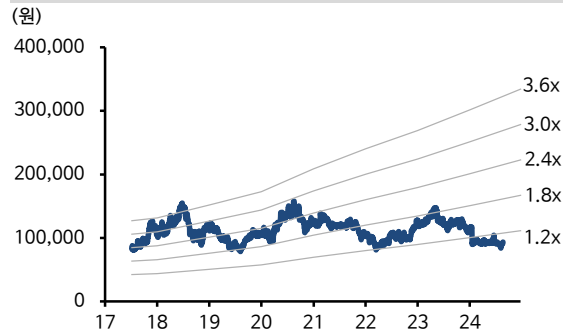
자료: 회사 자료, 신한투자증권

오리온 PER 밴드차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권

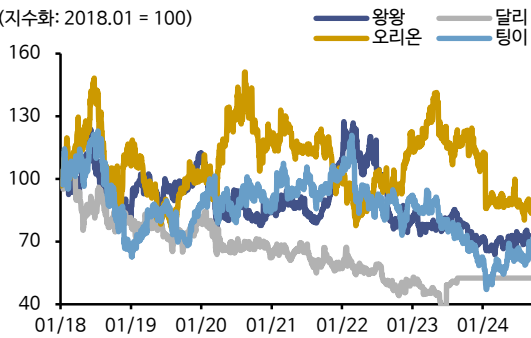
오리온 PBR 밴드차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권

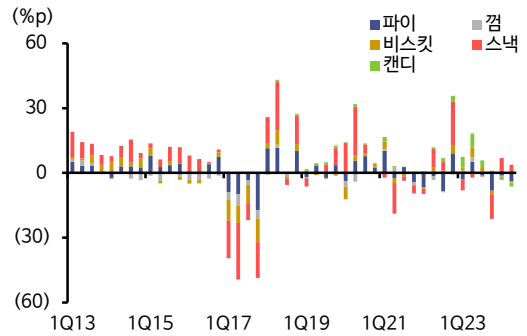
오리온 및 중국 PEER 주가 추이

(지수화: 2018.01 = 100)



자료: Bloomberg, 신한투자증권

오리온 제품 카테고리별 중국 매출



자료: 회사 자료, 신한투자증권

오리온 목표주가 산정 내역

구분	비고
24F 지배주주 순이익 (십억원)	387
25F 지배주주 순이익 (십억원)	411
발행주식 수 (천 주)	39,536
24F-25F 수정 EPS (원)	10,238
Target PER (배)	12.5
목표주가 (원)	128,000
현재주가 (원)	92,100
Upside (%)	39.0

자료: 신한투자증권

오리온 분기 및 연간 실적 전망											
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	664	714	766	768	748	719	797	846	2,912	3,111	3,275
국내	248	273	272	277	272	278	277	285	1,070	1,112	1,167
중국	264	297	330	288	306	296	336	326	1,179	1,264	1,306
베트남	105	96	118	157	118	98	127	176	475	519	555
러시아	48	52	48	52	51	49	57	60	200	216	247
기타 및 조정	(2)	(4)	(1)	(5)	2	(2)	0	0	(12)	(0)	0
전년대비 (%)	1.6	13.8	3.4	(9.8)	12.7	0.8	4.0	10.1	1.4	6.8	5.3
국내	12.9	19.8	15.3	8.4	9.5	1.6	2.0	3.0	13.9	3.9	5.0
중국	(13.4)	13.0	(1.8)	(22.4)	16.0	(0.5)	2.1	13.1	(7.5)	7.2	3.3
베트남	2.8	2.6	4.0	(4.4)	12.2	2.8	7.7	12.3	0.5	9.2	6.8
러시아	59.2	6.4	(22.2)	(24.3)	4.8	(4.9)	16.6	14.5	(4.5)	7.7	14.3
영업이익	99	112	141	140	125	122	147	158	492	552	585
국내	37	44	43	44	44	47	45	46	169	182	189
중국	38	51	73	59	54	56	71	62	221	243	255
베트남	16	14	22	36	19	15	23	39	87	97	102
러시아	8	8	7	9	8	7	8	11	32	33	39
기타 및 조정	(1)	(4)	(4)	(8)	(0)	(3)	0	0	(17)	(3)	0
영업이익률 (%)	14.9	15.7	18.4	18.3	16.7	16.9	18.5	18.7	16.9	17.8	17.9
국내	15.1	16.2	15.8	15.9	16.1	16.9	16.3	16.3	15.8	16.4	16.2
중국	14.5	17.2	22.1	20.4	17.7	18.9	21.1	19.1	18.7	19.2	19.5
베트남	15.6	14.1	18.7	22.7	16.5	15.6	18.3	22.1	18.4	18.7	18.4
러시아	17.2	14.9	13.8	18.3	15.5	13.6	13.9	18.3	16.1	15.4	15.9
세전이익	104	120	149	147	134	107	150	161	520	552	597
세전이익률 (%)	15.7	16.8	19.5	19.1	17.9	14.9	18.8	19.1	17.9	17.8	18.2
법인세	(60)	42	66	37	20	7	45	48	86	120	179
순이익	163	78	83	110	114	100	105	113	434	432	418
순이익률 (%)	24.6	10.9	10.9	14.3	15.2	13.9	13.2	13.3	14.9	13.9	12.8

자료: 신한투자증권

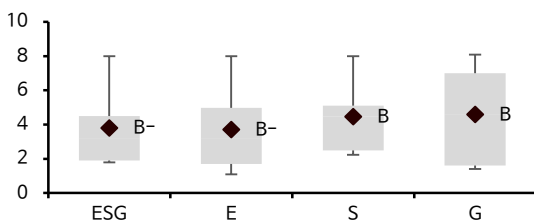
ESG Insight

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
- ◆ 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

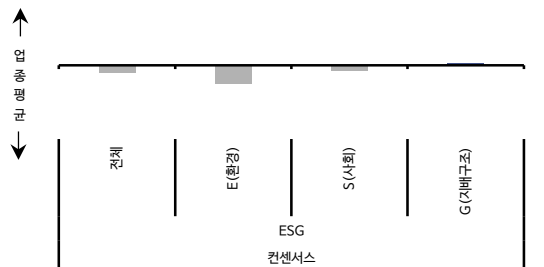
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

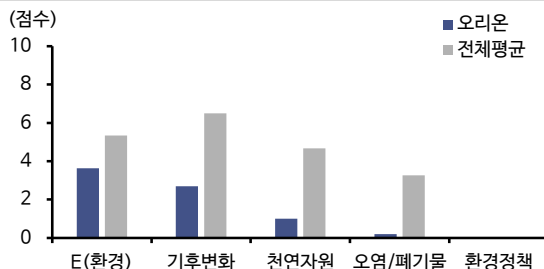
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

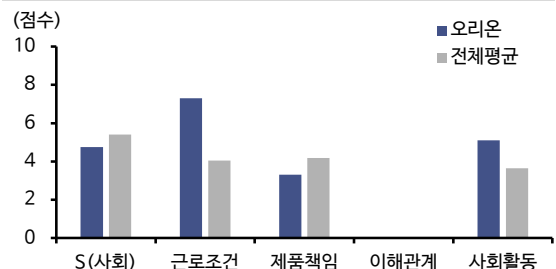
Key Chart

환경 세부 점수 및 전체평균



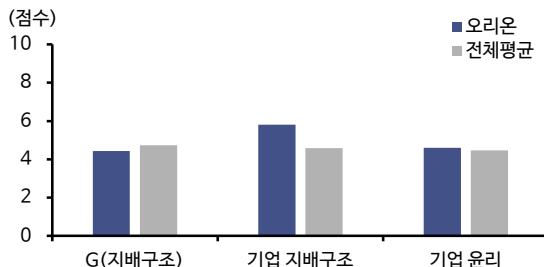
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

사회 세부 점수 및 전체평균



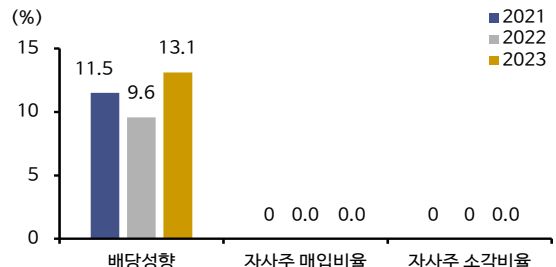
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

지배구조 세부 점수 및 전체평균



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

주주환원: 배당성향



자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	3,371.7	3,521.4	3,896.4	4,269.4	4,687.1
유동자산	1,470.4	1,628.2	1,894.9	2,167.1	2,443.7
현금및현금성자산	609.7	365.8	586.4	804.2	1,017.4
매출채권	203.1	191.0	203.4	220.1	232.5
재고자산	234.9	259.7	269.0	281.0	306.7
비유동자산	1,901.3	1,893.2	2,001.5	2,102.3	2,243.3
유형자산	1,667.6	1,658.4	1,665.2	1,668.2	1,685.7
무형자산	55.0	53.8	54.6	55.4	56.0
투자자산	53.1	38.5	34.8	36.5	38.3
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	732.5	565.9	583.1	586.0	598.8
유동부채	556.2	398.9	415.4	417.6	429.6
단기차입금	23.9	3.8	4.0	4.2	4.4
매입채무	150.0	122.7	128.1	133.7	142.9
유동성장기부채	70.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	176.3	167.0	167.6	168.4	169.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	13.8	14.3	15.0	15.8	16.5
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,639.2	2,955.5	3,313.3	3,683.5	4,088.3
자본금	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8
자본잉여금	598.2	598.2	598.2	598.2	598.2
기타자본	621.8	621.8	621.8	621.8	621.8
기타포괄이익누계액	95.8	62.5	62.5	62.5	62.5
이익잉여금	1,218.3	1,560.2	1,918.0	2,288.2	2,693.0
지배주주지분	2,553.8	2,862.4	3,220.2	3,590.4	3,995.2
비지배주주지분	85.4	93.1	93.1	93.1	93.1
*총차입금	118.0	28.6	29.5	30.5	31.5
*순차입금(순현금)	(877.3)	(1,104.1)	(1,345.6)	(1,585.1)	(1,468.6)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	546.2	437.0	508.9	518.9	549.5
당기순이익	398.3	385.0	395.4	419.6	454.3
유형자산상각비	157.1	153.7	161.4	167.2	174.0
무형자산상각비	4.5	3.4	4.0	4.0	3.8
외화환산손실(이익)	(0.2)	(0.8)	(0.7)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	3.2	8.2	2.6	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(0.6)	(0.6)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	15.5	(107.8)	(18.9)	(26.3)	(31.0)
(법인세납부)	(128.8)	(150.9)	(153.3)	(179.9)	(191.8)
기타	97.2	146.8	118.4	134.3	140.2
투자활동으로인한현금흐름	(292.1)	(540.5)	(199.3)	(201.9)	(223.7)
유형자산의증가(CAPEX)	(85.3)	(166.5)	(173.1)	(175.0)	(196.0)
유형자산의감소	10.4	1.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(1.4)	(1.8)	(0.8)	(0.8)	(0.7)
투자자산의감소(증가)	42.9	9.6	(25.3)	(26.2)	(27.0)
기타	(258.7)	(383.0)	(0.1)	0.1	0.0
FCF	506.3	266.8	382.5	377.6	399.3
재무활동으로인한현금흐름	(177.1)	(138.0)	(89.0)	(99.2)	(112.6)
차입금의 증가(감소)	(136.2)	(89.1)	0.2	0.2	0.2
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(29.6)	(37.6)	(49.4)	(49.4)	(49.4)
기타	(11.3)	(11.3)	(39.8)	(50.0)	(63.4)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(17.6)	(2.3)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	59.3	(243.9)	220.5	217.8	213.2
기초현금	550.4	609.7	365.8	586.4	804.2
기말현금	609.7	365.8	586.4	804.2	1,017.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,873.2	2,912.4	3,110.9	3,274.7	3,519.4
증감률 (%)	22.0	1.4	6.8	5.3	7.5
매출원가	1,782.1	1,784.9	1,865.9	1,941.4	2,078.4
매출총이익	1,091.2	1,127.4	1,245.0	1,333.3	1,441.0
매출총이익률 (%)	38.0	38.7	40.0	40.7	40.9
판매관리비	624.5	635.0	690.7	745.9	804.0
영업이익	466.7	492.4	554.3	587.4	637.0
증감률 (%)	25.1	5.5	12.6	6.0	8.4
영업이익률 (%)	16.2	16.9	17.8	17.9	18.1
영업외손익	20.1	27.6	(0.0)	12.0	12.0
금융손익	23.2	34.2	35.3	42.5	44.3
기타영업외손익	(3.7)	(7.1)	(33.7)	(30.5)	(32.3)
증상 및 관계기업관련손익	0.6	0.6	(1.7)	0.0	0.0
세전계속사업이익	486.7	520.0	554.3	599.4	649.0
법인세비용	88.4	135.0	158.9	179.8	194.7
계속사업이익	398.3	385.0	395.4	419.6	454.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	398.3	385.0	395.4	419.6	454.3
증감률 (%)	51.1	(3.3)	2.7	6.1	8.3
순이익률 (%)	13.9	13.2	12.7	12.8	12.9
(지배주주)당기순이익	392.4	376.6	387.0	412.1	446.2
(비지배주주)당기순이익	6.0	8.3	8.3	7.5	8.1
총포괄이익	376.6	353.8	415.6	438.4	483.9
(지배주주)총포괄이익	372.6	346.2	407.1	431.7	476.2
(비지배주주)총포괄이익	4.0	7.6	8.5	6.7	7.6
EBITDA	628.3	649.6	719.8	758.7	814.8
증감률 (%)	20.2	3.4	10.8	5.4	7.4
EBITDA 이익률 (%)	21.9	22.3	23.1	23.2	23.2

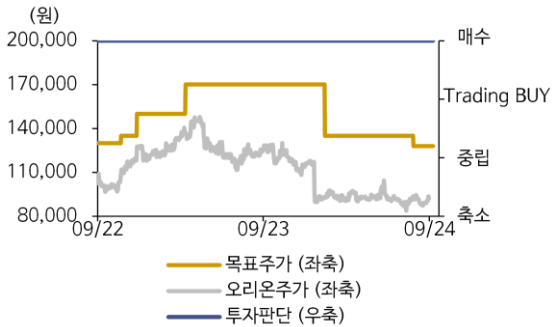
주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	10,075	9,737	10,000	10,613	11,490
EPS (지배순이익, 원)	9,924	9,527	9,790	10,422	11,286
BPS (자본총계, 원)	66,755	74,754	83,804	93,167	103,407
BPS (지배지분, 원)	64,594	72,400	81,450	90,813	101,053
DPS (원)	950	1,250	1,250	1,250	1,250
PER (당기순이익, 배)	12.7	11.9	9.4	8.8	8.1
PER (지배순이익, 배)	12.9	12.2	9.6	9.0	8.3
PBR (자본총계, 배)	1.9	1.6	1.1	1.0	0.9
PBR (지배지분, 배)	2.0	1.6	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (배)	6.8	5.5	3.4	2.9	2.9
배당성향 (%)	9.6	13.1	12.8	12.0	11.1
배당수익률 (%)	0.7	1.1	1.3	1.3	1.3
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	21.9	22.3	23.1	23.2	23.2
영업이익률 (%)	16.2	16.9	17.8	17.9	18.1
순이익률 (%)	13.9	13.2	12.7	12.8	12.9
ROA (%)	12.3	11.2	10.7	10.3	10.1
ROE (지배순이익, %)	16.5	13.9	12.7	12.1	11.8
ROIC (%)	17.8	19.8	21.6	22.2	23.5
안정성					
부채비율 (%)	27.8	19.1	17.6	15.9	14.6
순차입금비율 (%)	(33.2)	(37.4)	(40.6)	(43.0)	(35.9)
현금비율 (%)	109.6	91.7	141.1	192.6	236.8
이자보상배율 (배)	106.2	136.8	(98.6)	(49.0)	(53.1)
활동성					
순운전자본회전율 (회)	58.5	42.0	26.8	24.5	21.6
재고자산회수기간 (일)	28.2	31.0	31.0	30.7	30.5
매출채권회수기간 (일)	24.1	24.7	23.1	23.6	23.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

오리온(271560)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
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		6개월경과	(33.4)	(23.5)
2024년 02월 08일	매수	135,000	(31.2)	(22.7)
2024년 08월 09일		6개월경과	(32.4)	(30.7)
2024년 08월 21일	매수	128,000	-	-

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, 김태훈)
- ◆ 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 09월 23일 기준)

매수 (매수)	93.85%	Trading BUY (중립)	4.23%	중립 (중립)	1.92%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------