



# 오리온 (271560)

부담 없을 2024년

▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7693 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 130,000원

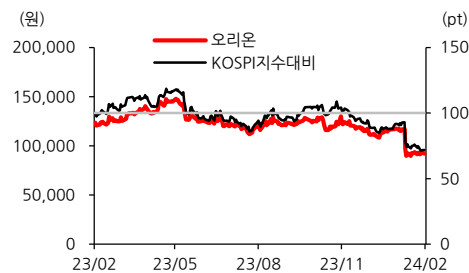
현재 주가(2/6)	92,200 원
상승여력	▲41.0%
시가총액	36,452 억원
발행주식수	39,536 천주
52 주 최고가 / 최저가	147,800 / 89,700 원
90 일 일평균 거래대금	181.86 억원
외국인 지분율	36.7%
주주 구성	
오리온홀딩스 (외 8 인)	43.8%
국민연금공단 (외 1 인)	8.0%
WestwoodGlobalInvestmentsLLC (외 1 인)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-21.7	-29.1	-22.5	-24.5
상대수익률(KOSPI)	-21.7	-32.0	-21.4	-30.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	2,873	2,912	3,185	3,448
영업이익	467	492	554	602
EBITDA	628	654	722	777
지배주주순이익	392	371	410	435
EPS	9,924	9,390	10,369	11,016
순차입금	-877	-1,189	-921	-1,251
PER	12.9	14.7	8.9	8.4
PBR	2.0	1.9	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.7	6.6	3.8	3.1
배당수익률	0.7	0.9	1.6	1.7
ROE	16.5	13.6	13.3	12.6

## 주가 추이



## 기대치에 부합한 4분기

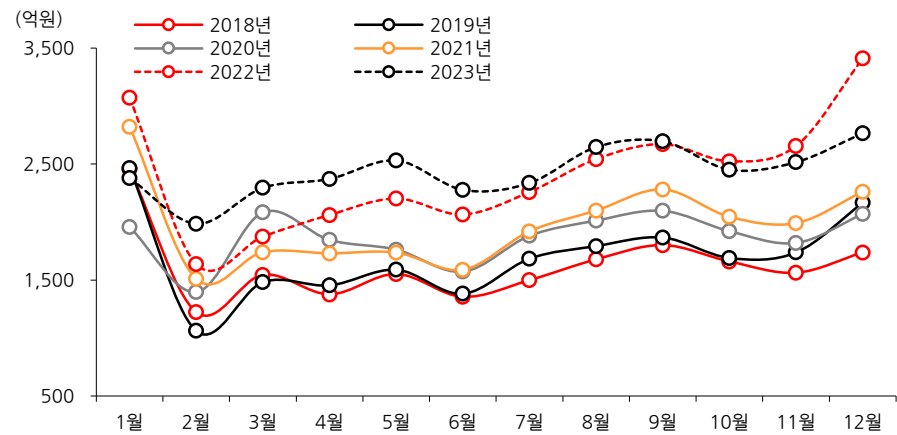
2023년 4분기 오리온의 연결 매출액은 7,684억원(-9.8% YoY, -3.1% QoQ), 영업이익은 1,403억원(-4.4% YoY, -0.3% QoQ)으로 종전 추정 영업이익 1,400억원, 컨센서스 영업이익 1,397억원에 부합했다.

법인간 내부거래 효과를 감안하지 않은 10~12월 월별 합산 실적 기준  
1) 2022년 이후 두 자릿대의 외형 성장세를 이어온 한국 법인 매출액은 전년 기저 부담 및 중국향 수출 감소로 +8.4% YoY를 기록했다. 원부재료 가격 하락으로 영업이익률은 +1.3%p YoY 개선되었다. 2) 춘절 시점 차이로 관련 매출액이 1분기로 이연된 영향, 직공급처의 간접 판매 전환으로 일시적 매출 차질이 발생한 영향으로 중국 매출액은 원화 기준 -22.4% YoY, 현지 통화 기준 -19.4% YoY를 기록했다. 지난 2022년 12월 까르푸의 중국 사업 철수에 따른 대손 반영(36억원) 기저 효과, 시장비 감소로 영업이익률은 +2.4%p YoY 개선되었다. 3) 베트남 역시 몇 연휴 시점 차이 영향이 있었으나 적극적인 신제품 출고 확대로 매출액은 원화 기준 -4.4% YoY, 현지 통화 기준 -1.9% YoY에 그쳤다. 4) 수출 확대 및 파이 기존 제품 판매 확대, 비스킷 출고 증가로 러시아 매출액은 원화 기준 -24.2% YoY, 현지 통화 기준 +15.4% YoY를 기록하였으나 환 영향으로 영업이익률은 -0.2%p YoY에 그쳤다.

## 투자의견 BUY, 목표주가 130,000원 유지

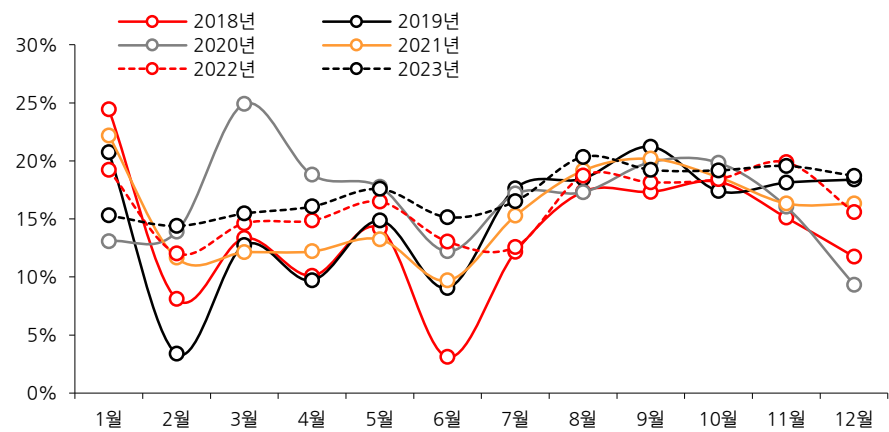
2024년 오리온의 연결 매출액은 3조 1,853억원(+9.4% YoY), 영업이익은 5,539억원(+12.5% YoY)으로 전망한다. 원부재료 가격이 하향 안정화되며 전체 법인의 제조 원가율 하락이 이어질 것으로 기대한다. 루블화 급등락 영향에 따른 러시아 현지 공장의 원재료 매입액 상승 부담 역시 2024년 하반기부터는 안정화될 것으로 예상한다. 중국 춘절은 2023년은 1월 22일이었고 2024년은 2월 10일, 2025년은 1월 29일이다. 춘절 연휴 3개월 전부터 출고가 시작되는 연휴 가수요 물량들이 2023년분은 대부분 2022년 4분기, 2024년분은 대부분 2024년 1분기에 반영되는 영향으로 2023년 1, 4분기 매출 공백이 상당했던 바 2024년은 상대적으로 편안한 베이스 효과가 이어질 전망이다.

[그림1] 오리온의 월별 법인 합산 매출액



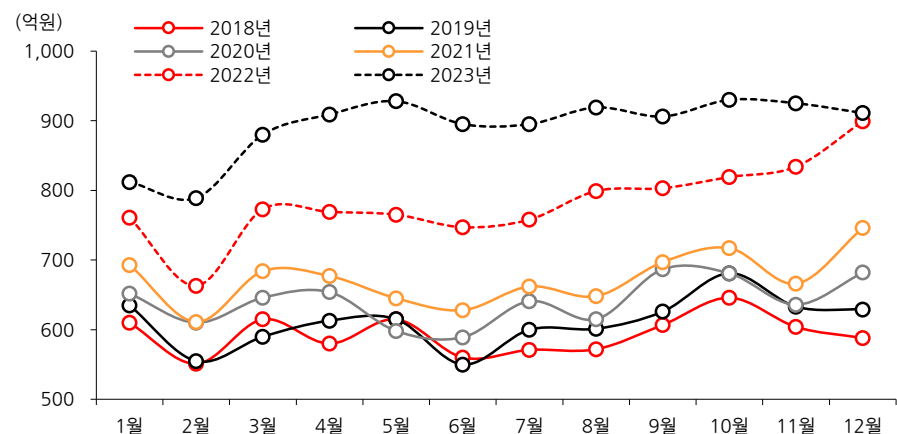
자료: 오리온, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 오리온의 월별 법인 합산 영업이익률



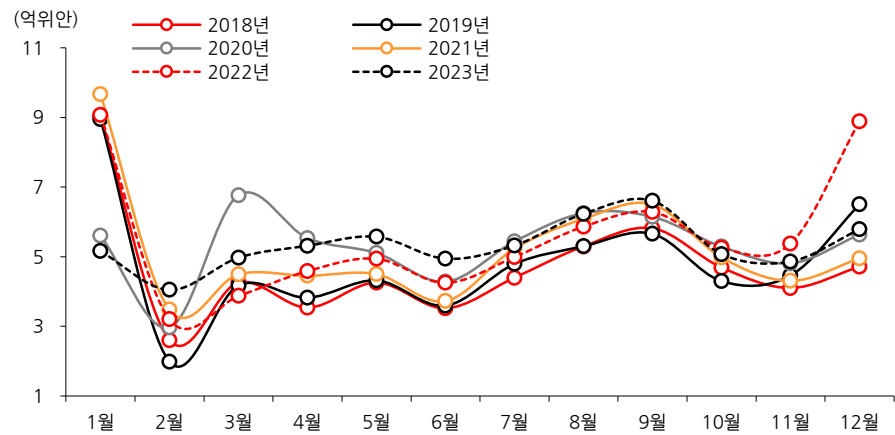
자료: 오리온, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 오리온의 월별 한국 법인 매출액



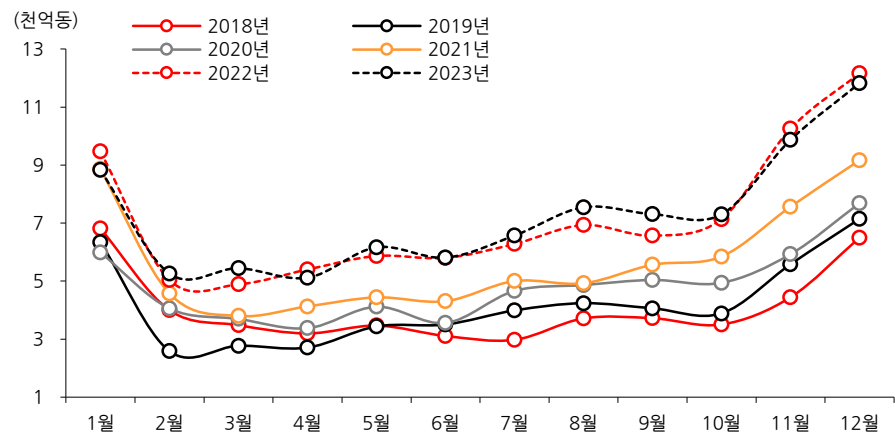
자료: 오리온, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 오리온의 월별 중국 법인 매출액(현지 통화 기준)



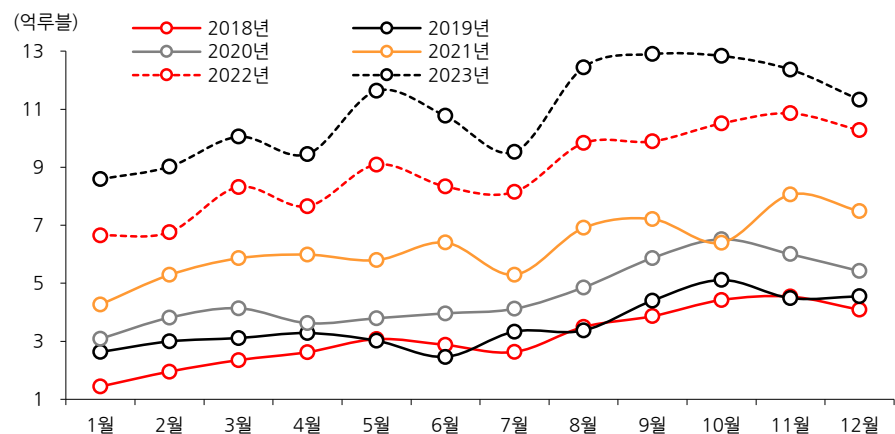
자료: 오리온, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 오리온의 월별 베트남 법인 매출액(현지 통화 기준)



자료: 오리온, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 오리온의 월별 러시아 법인 매출액(현지 통화 기준)



자료: 오리온, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 오리온 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023P	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>664</b>	<b>714</b>	<b>766</b>	<b>768</b>	<b>753</b>	<b>753</b>	<b>822</b>	<b>856</b>	<b>2,912</b>	<b>3,185</b>	<b>3,448</b>
한국	248	273	272	277	271	298	292	298	1,070	1,159	1,219
중국	264	297	330	288	313	306	350	323	1,179	1,292	1,409
베트남	105	96	118	157	125	101	126	181	476	533	587
러시아	48	52	48	52	47	52	56	60	200	215	248
연결조정	-2	-4	-1	-5	-2	-4	-1	-5	-12	-14	-15
<b>YoY(%)</b>	<b>1.6</b>	<b>13.8</b>	<b>3.4</b>	<b>-9.8</b>	<b>13.5</b>	<b>5.5</b>	<b>7.3</b>	<b>11.4</b>	<b>1.4</b>	<b>9.4</b>	<b>8.2</b>
한국	12.9	19.8	15.3	8.4	9.1	9.1	7.2	7.6	13.9	8.3	5.2
중국	-13.5	13.1	-1.8	-22.4	18.4	2.8	6.1	12.4	-7.5	9.6	9.1
베트남	2.8	2.6	4.0	-4.4	18.2	5.9	7.3	15.3	0.6	12.1	10.1
러시아	59.2	6.4	-22.2	-24.2	-1.5	0.9	15.7	15.0	-4.5	7.6	15.1
<b>현지통화 기준 YoY(%)</b>											
중국	-12.4	15.3	5.5	-18.9	21.6	6.0	5.5	12.4	-3.9	10.9	9.1
베트남	0.5	0.4	7.7	-2.1	18.1	9.5	8.9	15.3	1.3	13.2	10.1
러시아	28.4	21.9	19.3	12.2	20.1	15.1	14.7	15.0	19.6	16.0	15.1
<b>영업이익</b>	<b>99</b>	<b>112</b>	<b>141</b>	<b>140</b>	<b>126</b>	<b>122</b>	<b>152</b>	<b>155</b>	<b>492</b>	<b>554</b>	<b>602</b>
한국	37	44	43	44	41	50	46	48	169	185	196
중국	38	51	73	59	57	54	77	62	221	250	270
베트남	16	14	22	36	20	15	24	42	88	100	113
러시아	8	8	7	9	8	8	8	11	32	36	43
연결조정	-1	-4	-4	-7	-2	-5	-4	-8	-17	-18	-20
<b>YoY(%)</b>	<b>-8.7</b>	<b>25.1</b>	<b>15.6</b>	<b>-4.4</b>	<b>26.8</b>	<b>8.6</b>	<b>7.7</b>	<b>10.4</b>	<b>5.5</b>	<b>12.5</b>	<b>8.7</b>
한국	9.7	25.0	29.3	17.3	10.6	13.2	7.2	8.8	20.2	10.0	5.9
중국	-22.6	44.8	22.0	-12.3	48.9	4.8	6.3	6.7	4.5	13.4	8.0
베트남	-11.7	-6.9	4.6	-0.1	23.2	8.3	8.6	16.7	-2.5	14.6	12.2
러시아	112.3	-0.2	-36.6	-25.0	2.6	6.1	23.7	17.3	-7.7	12.1	18.1
<b>현지통화 기준 YoY(%)</b>											
중국	-21.4	47.0	29.2	-8.7	52.0	8.0	5.6	6.7	8.1	14.7	8.0
베트남	-14.0	-9.1	8.3	2.2	23.1	11.9	10.2	16.7	-1.8	15.7	12.2
러시아	81.5	15.3	4.9	11.4	24.2	20.3	22.7	17.3	16.5	20.6	18.1
<b>영업이익률(%)</b>	<b>14.9</b>	<b>15.7</b>	<b>18.4</b>	<b>18.3</b>	<b>16.7</b>	<b>16.2</b>	<b>18.4</b>	<b>18.1</b>	<b>16.9</b>	<b>17.4</b>	<b>17.5</b>
한국	15.1	16.2	15.8	15.9	15.3	16.8	15.8	16.0	15.8	16.0	16.1
중국	14.5	17.2	22.1	20.4	18.2	17.5	22.1	19.3	18.7	19.4	19.2
베트남	15.6	14.1	18.7	22.7	16.3	14.4	18.9	23.0	18.4	18.8	19.2
러시아	17.2	14.9	13.8	18.1	17.9	15.7	14.8	18.5	16.0	16.7	17.1

자료: 오리온, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	2,355	2,873	2,912	3,185	3,448
매출총이익	946	1,091	1,134	1,265	1,375
영업이익	373	467	492	554	602
EBITDA	523	628	654	722	777
순이자손익	8	21	43	58	62
외화관련손익	1	2	1	2	2
지분법손익	0	1	0	0	0
세전계속사업손익	379	487	520	606	654
당기순이익	264	398	380	443	479
지배주주순이익	258	392	371	410	435
증가율(%)					
매출액	5.6	22.0	1.4	9.4	8.2
영업이익	-0.9	25.1	5.5	12.5	8.7
EBITDA	1.5	20.2	4.1	10.4	7.5
순이익	-4.0	51.1	-4.6	16.5	8.0
이익률(%)					
매출총이익률	40.2	38.0	38.9	39.7	39.9
영업이익률	15.8	16.2	16.9	17.4	17.5
EBITDA 이익률	22.2	21.9	22.5	22.7	22.5
세전이익률	16.1	16.9	17.9	19.0	19.0
순이익률	11.2	13.9	13.0	13.9	13.9

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업현금흐름	405	546	548	578	613
당기순이익	264	398	380	443	479
자산상각비	150	162	162	168	175
운전자본증감	-59	16	8	-7	-4
매출채권 감소(증가)	-12	-32	32	-22	-15
재고자산 감소(증가)	-14	-30	22	-24	-16
매입채무 증가(감소)	3	35	-50	36	24
투자현금흐름	-227	-292	-582	-836	-266
유형자산처분(취득)	-139	-75	-190	-250	-225
무형자산 감소(증가)	-4	-1	-3	-3	-3
투자자산 감소(증가)	-39	43	-384	-28	-32
재무현금흐름	-40	-177	-16	-97	-106
차입금의 증가(감소)	-10	-147	21	-59	-57
자본의 증가(감소)	-30	-30	-38	-38	-49
배당금의 지급	-30	-30	-38	-38	-49
총현금흐름	538	646	540	585	617
(-)운전자본증감(감소)	89	-87	-8	7	4
(-)설비투자	142	85	190	250	225
(+)자산매각	0	9	-3	-3	-3
Free Cash Flow	307	657	355	324	385
(-)기타투자	16	330	5	555	6
잉여현금	292	327	350	-231	379
NOPLAT	259	382	360	405	440
(+) Dep	150	162	162	168	175
(-)운전자본투자	89	-87	-8	7	4
(-)Capex	142	85	190	250	225
OpFCF	178	545	340	316	386

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
유동자산	1,146	1,470	1,750	1,469	1,775
현금성자산	685	995	1,329	1,001	1,275
매출채권	191	224	192	214	229
재고자산	208	235	212	237	253
비유동자산	1,974	1,901	1,937	2,578	2,637
투자자산	143	179	184	739	745
유형자산	1,774	1,668	1,700	1,786	1,841
무형자산	57	55	54	52	51
자산총계	3,120	3,372	3,687	4,047	4,412
유동부채	522	556	530	512	485
매입채무	268	361	311	347	371
유동성이자부채	171	104	124	66	12
비유동부채	306	176	185	190	195
비유동이자부채	83	14	16	14	12
부채총계	828	732	715	702	680
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598	598
이익잉여금	847	1,218	1,552	1,924	2,310
자본조정	746	718	718	718	718
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	2,293	2,639	2,973	3,345	3,731

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
주당지표					
EPS	6,518	9,924	9,390	10,369	11,016
BPS	55,925	64,594	73,032	82,449	92,213
DPS	750	950	1,250	1,500	1,600
CFPS	13,610	16,350	13,646	14,800	15,608
ROA(%)	8.9	12.1	10.5	10.6	10.3
ROE(%)	12.8	16.5	13.6	13.3	12.6
ROIC(%)	14.9	21.7	20.9	22.8	23.8
Multiples(x, %)					
PER	15.9	12.9	14.7	8.9	8.4
PBR	1.9	2.0	1.9	1.1	1.0
PSR	1.7	1.8	1.9	1.1	1.1
PCR	7.6	7.8	10.1	6.2	5.9
EV/EBITDA	7.0	6.7	6.6	3.8	3.1
배당수익률	0.7	0.7	0.9	1.6	1.7
안정성(%)					
부채비율	36.1	27.8	24.0	21.0	18.2
Net debt/Equity	-18.8	-33.2	-40.0	-27.5	-33.5
Net debt/EBITDA	-82.4	-139.6	-181.9	-127.5	-161.1
유동비율	219.6	264.4	330.5	287.0	365.7
이자보상배율(배)	58.4	106.2	105.2	128.0	290.9
자산구조(%)					
투하자본	68.6	59.3	53.4	51.1	48.2
현금+투자자산	31.4	40.7	46.6	48.9	51.8
자본구조(%)					
차입금	10.0	4.3	4.5	2.3	0.6
자기자본	90.0	95.7	95.5	97.7	99.4

[ Compliance Notice ]

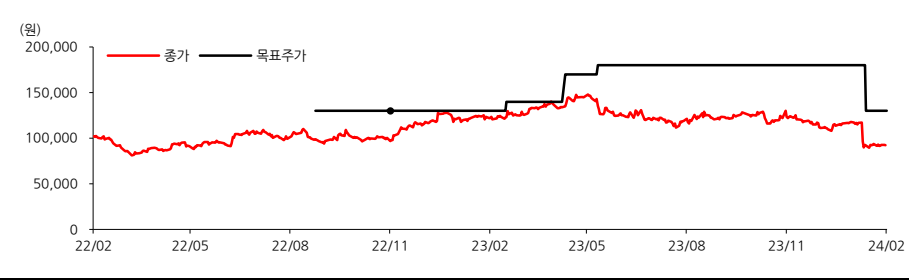
(공표일: 2024년 2월 7일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정, 이다연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 농심 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일시	2022.08.30	2022.08.30	2022.10.14	2022.11.16	2023.02.22	2023.04.17
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	한유정	130,000	130,000	130,000	140,000	170,000
일시	2023.04.19	2023.05.17	2023.06.21	2023.08.14	2023.10.18	2024.01.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	170,000	180,000	180,000	180,000	180,000	130,000
일시	2024.02.07					
투자의견	Buy					
목표가격	130,000					

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.08.30	Buy	130,000	-14.29	-1.54
2023.02.22	Buy	140,000	-6.03	0.29
2023.04.17	Buy	170,000	-15.59	-13.06
2023.05.17	Buy	180,000	-32.91	-24.89
2024.01.19	Buy	130,000		

## [ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

## [ 산업 투자 의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

## [ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2023년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%