



오리온

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

2023년 12월 20일

[음식료]

조상훈 연구위원

☎ 02-3772-2578

✉ sanghoonpure.cho@shinhan.com

조삼모사에 일희일비 금지



매수
(유지)



현재주가 (12월 19일)

110,700 원



목표주가

170,000 원 (유지)



상승여력

53.6%

- ◆ 명절 시점 차이로 인한 탑라인 부진 속 열 달 만에 감익
- ◆ 내년까지 해외 전 지역에서 공격적인 투자 예정
- ◆ 향후 점유율 상승, 카테고리 및 지역 확장 가시화가 Key



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	4,376.6십억원
발행주식수	39.5백만주
유동주식수	22.2백만주(56.2%)
52주 최고가/최저가	147,800 원/108,200 원
일평균 거래량 (60 일)	75,914주
일평균 거래액 (60 일)	9,123백만원
외국인 지분율	41.62%

주요주주

오리온홀딩스 외 7 인	43.80%
국민연금공단	8.04%

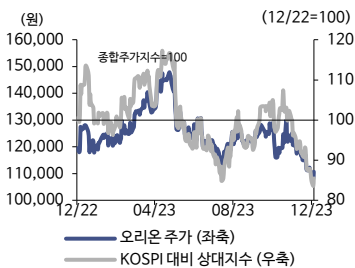
절대수익률

3개월	-11.9%
6개월	-9.6%
12개월	-6.2%

KOSPI 대비 상대수익률

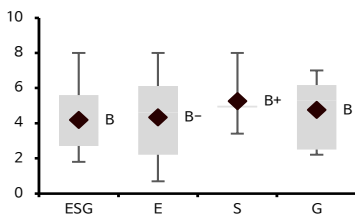
3개월	-12.2%
6개월	-8.2%
12개월	-14.1%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



명절 시점 차이로 인한 탑라인 부진 속 열 달 만에 감익

11월 국가별 전년대비 매출증감률은 명절 시점 차이 및 현지 통화 약세(중국 -4.6%, 베트남 -2%, 러시아 -35.1%)로 부진(한국 +10.9%, 중국 -13.5%, 베트남 -5.3%, 러시아 -26%)했다. 비용 효율화 노력과 원가 부담 완화에도 매출 감소로 인해 영업이익(한국 +13.6%, 중국 -16.7%, 베트남 -3.1%, 러시아 -32.7%)도 아쉬웠다.

중국을 위안화 기준 매출이 9% 감소했다. 이는 환율 효과(47억), 춘절 시점 차이(55억), 일부 채널 경소상 간접 판매 전환에 따른 일시적 매출 공백(40억) 영향이다. 다만 영업이익률은 19.9%를 기록하며 선방했다. 생산량 감소로 인한 고정비 부담 증가로 제조원가율은 2.5%p 상승했으나, 경소상 장려금 체계 변경 및 주요 판관비 절감 노력에 따라 판관비율이 2.3%p 하락한 덕분이다.

레버리지 효과로 높은 기저를 뚫는다

2Q, 3Q 중국 영업이익은 높은 기저를 뚫고 전년대비 43%, 22% 증가했다. 이는 신제품 효과에 따른 매출 증가와 원가 부담 완화, 비용 절감 노력이 더해진 결과이다. 중국 제과 시장은 과거처럼 성장률이 높지는 않겠으나, 동사는 공격적인 신제품 출시를 통해 점유율 경쟁에서 우위를 점하고 있다. 특히 경쟁업체들과는 다르게 가격 인상을 최소화하며 제품 경쟁력만으로 실적을 개선시키고 있는 점에 의미가 있다.

내년까지 해외 전 지역에서 공격적인 투자가 예정돼있다. 올해 CapEx 투자 규모는 전년대비 2배 이상 증가한 2,000억원 이상으로 예상된다. 이는 최악의 영업환경 속에서도 제품 경쟁력을 바탕으로 시장의 수요를 창출한 결과다. 이를 통해 미래 성장 동력을 확보하고자 한다.

점유율 상승, 카테고리 및 지역 확장 가시화가 Key

투자의견 ‘매수’, 목표주가 170,000원을 유지한다. 제품 경쟁력을 바탕으로 전 지역, 전 카테고리 실적 개선이 예상되는 가운데, 곡물 가격 하락에 따른 원가 부담 완화도 긍정적이다. 현재 밸류에이션은 12M FWD PER 11배로 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.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	자배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
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	2,959.9	488.4	360.7	9,123	73,162	11.9	5.0	1.5	13.2	(36.1)
2024F	3,255.6	562.4	395.5	10,004	82,331	10.8	4.2	1.3	12.9	(38.1)
2025F	3,530.1	609.7	428.5	10,837	92,339	10.0	3.6	1.2	12.4	(39.6)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

오리온 실적 추정치 변경 비교표

(십억원, %)	4Q23F			2023F			2024F		
	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액	816	816	0.0	2,960	2,960	0.0	3,256	3,256	0.0
영업이익	142	136	(4.1)	494	488	(1.2)	563	562	(0.1)
순이익	102	98	(4.0)	426	422	(1.0)	402	402	(0.1)
영업이익률	17.4	16.7		16.7	16.5		17.3	17.3	
순이익률	12.5	12.0		14.4	14.3		12.4	12.4	

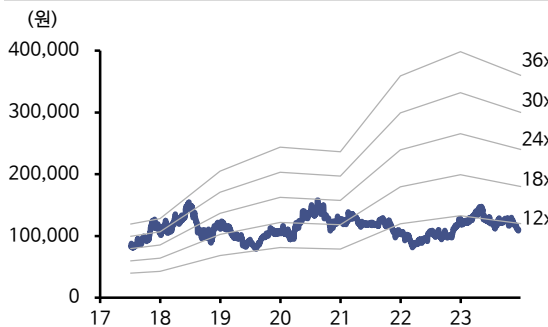
자료: 신한투자증권

오리온 월별 실적

(십억원)	23년 11월	23년 10월	22년 11월	(전월대비, %)	(전년대비, %)
매출액 총계	251.6	245.1	265.5	2.7	(5.2)
한국	92.5	93	83.4	(0.5)	10.9
중국	88.1	93.9	101.8	(6.2)	(13.5)
베트남	53.1	40.3	56.1	31.8	(5.3)
러시아	17.9	17.9	24.2	0.0	(26.0)
영업이익 총계	49.2	47.0	52.8	4.7	(6.8)
한국	15.9	16.4	14.0	(3.0)	13.6
중국	17.5	19.1	21.0	(8.4)	(16.7)
베트남	12.5	8.2	12.9	52.4	(3.1)
러시아	3.3	3.3	4.9	0.0	(32.7)

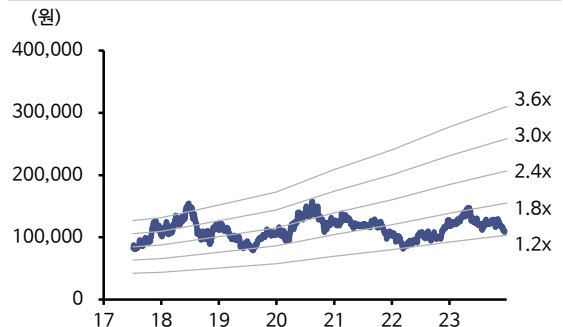
자료: 회사 자료, 신한투자증권

오리온 PER 밴드차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권

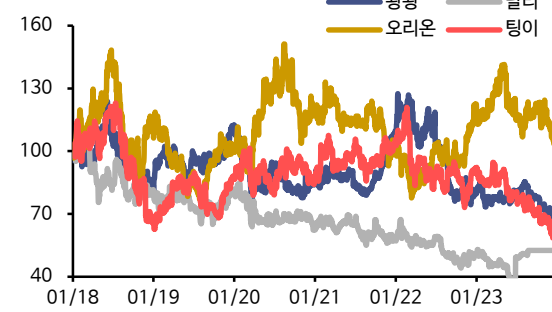
오리온 PBR 밴드차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권

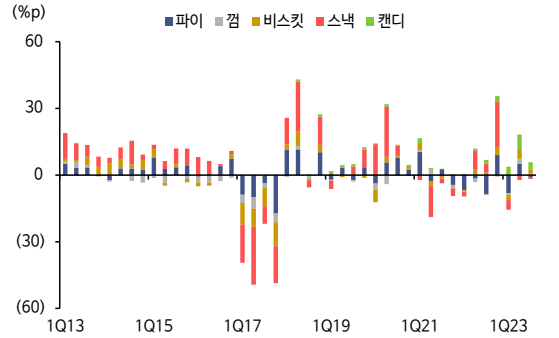
오리온 및 중국 PEER 주가 추이

(지수화: 2018.01 = 100)



자료: Bloomberg, 신한투자증권

오리온 제품 카테고리별 중국 매출



자료: 회사 자료, 신한투자증권

오리온 목표주가 산정 내역

구분	비고
23F 지배주주 순이익 (십억원)	363
24F 지배주주 순이익 (십억원)	396
발행주식 수 (천 주)	39,536
23F-24F 수정 EPS (원)	9,971
Target PER (배)	17.0
목표주가 (원)	170,000
현재주가 (원)	110,700
Upside (%)	53.6%

자료: 신한투자증권

오리온 분기 및 연간 실적 전망											
(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	653	627	741	852	664	714	766	816	2,873	2,960	3,256
국내	220	228	236	255	248	273	272	276	939	1,069	1,155
중국	305	263	336	371	264	297	330	318	1,275	1,209	1,332
베트남	102	93	113	164	105	96	118	165	473	484	542
러시아	30	49	62	69	48	52	48	57	210	205	227
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	(4.2)	22.0	3.0	10.0
국내	10.6	17.0	17.6	19.9	12.9	19.8	15.3	8.0	16.3	13.8	8.0
중국	1.1	19.6	5.0	40.5	(13.4)	13.0	(1.8)	(14.3)	15.3	(5.2)	10.1
베트남	23.7	48.6	44.0	39.9	2.8	2.6	4.0	0.8	38.5	2.4	12.0
러시아	30.9	76.6	103.4	92.2	59.2	6.4	(22.2)	(17.1)	79.4	(2.2)	10.7
영업이익	109	90	122	147	99	112	141	136	467	488	562
국내	34	35	33	37	37	44	43	46	140	171	192
중국	49	36	60	67	38	51	73	54	212	216	241
베트남	19	15	21	36	16	14	22	27	90	79	94
러시아	4	8	11	13	8	8	7	9	35	32	36
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	16.7	16.2	16.5	17.3
국내	15.5	15.6	14.1	14.6	15.1	16.2	15.8	16.8	14.9	16.0	16.6
중국	16.2	13.6	17.8	18.0	14.5	17.2	22.1	16.9	16.6	17.9	18.1
베트남	18.2	15.6	18.6	21.7	15.6	14.1	18.7	16.3	19.0	16.3	17.4
러시아	12.9	15.9	17.0	18.3	17.2	14.9	13.8	16.3	16.6	15.6	15.8
세전이익	113	100	127	147	147	104	120	139	487	510	574
세전이익률 (%)	17.2	16.0	17.2	17.2	22.1	14.6	15.6	17.1	16.9	17.2	17.6
법인세	35	29	41	(17)	(17)	26	36	42	88	88	172
순이익	77	71	87	163	163	78	83	98	398	422	402
순이익률 (%)	11.8	11.3	11.7	19.2	24.6	10.9	10.9	12.0	13.9	14.3	12.4

자료: 신한투자증권

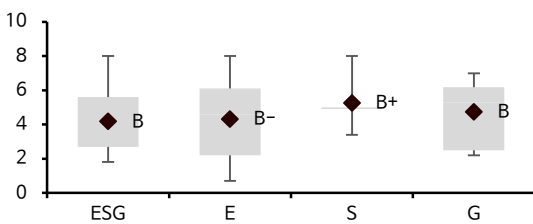
ESG Insight

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

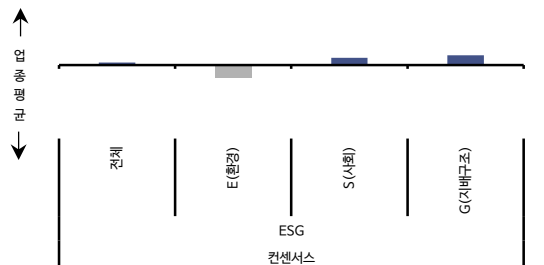
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

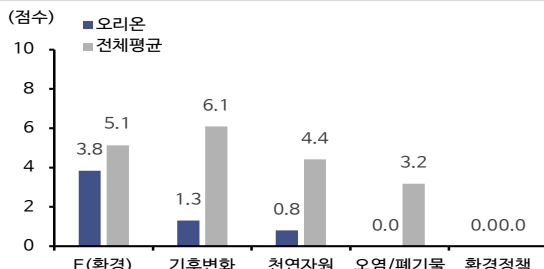
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

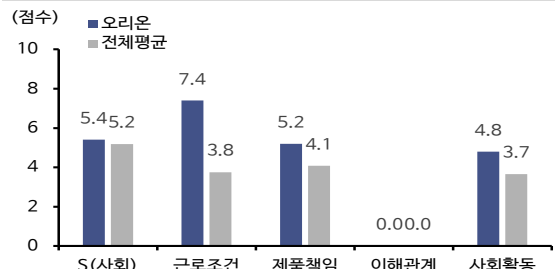
Key Chart

환경 세부 점수 및 전체평균



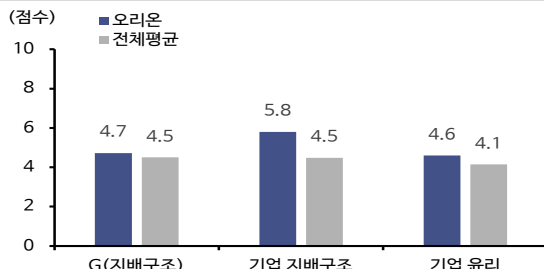
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

사회 세부 점수 및 전체평균



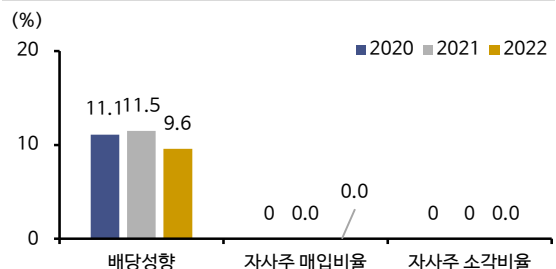
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

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	3,716.1	4,104.7	4,511.6
유동자산	1,146.2	1,470.4	1,691.8	1,944.7	2,194.4
현금및현금성자산	550.4	609.7	799.3	984.9	1,183.9
매출채권	176.4	203.1	210.6	235.2	251.9
재고자산	208.5	234.9	247.5	275.5	294.2
비유동자산	1,974.2	1,901.3	2,024.3	2,160.0	2,317.2
유형자산	1,773.7	1,667.6	1,667.1	1,670.6	1,673.8
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	738.1	764.2	775.5
유동부채	521.9	556.2	561.2	586.5	597.0
단기차입금	1.7	23.9	25.1	26.4	27.7
매입채무	117.1	150.0	157.7	174.7	187.0
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	2,978.0	3,340.5	3,736.2
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	1,557.0	1,919.5	2,315.2
지배주주지분	2,211.1	2,553.8	2,892.6	3,255.1	3,650.8
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)	(1,076.5)	(1,272.1)	(1,481.3)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	404.7	546.2	471.8	476.8	512.9
당기순이익	263.7	398.3	368.4	402.1	435.2
유형자산상각비	145.6	157.1	162.4	169.9	176.5
무형자산상각비	4.2	4.5	4.3	4.3	4.4
회화환산손실(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	(12.5)	(38.3)	(26.3)
(법인세납부)	(81.9)	(128.8)	(152.3)	(165.6)	(187.3)
기타	130.1	97.2	97.9	104.4	110.4
투자활동으로인한현금흐름	(226.7)	(292.1)	(184.8)	(196.9)	(204.2)
유형자산의증가(CAPEX)	(142.3)	(85.3)	(168.1)	(179.6)	(186.1)
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)	0.1	(0.0)	(0.1)
FCF	218.3	506.3	335.3	357.0	392.4
재무활동으로인한현금흐름	(39.8)	(177.1)	(97.5)	(94.3)	(109.8)
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)	(39.5)	(39.5)	(39.5)
기타	(9.4)	(11.3)	(59.2)	(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	189.6	185.6	199.0
기초현금	367.4	550.4	609.7	799.3	984.9
기말현금	550.4	609.7	799.3	984.9	1,183.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,355.5	2,873.2	2,959.9	3,255.6	3,530.1
증감률 (%)	5.6	22.0	3.0	10.0	8.4
매출원가	1,409.1	1,782.1	1,801.9	1,943.3	2,096.0
매출총이익	946.4	1,091.2	1,158.0	1,312.3	1,434.0
매출총이익률 (%)	40.2	38.0	39.1	40.3	40.6
판매관리비	573.5	624.5	669.6	749.9	824.3
영업이익	372.9	466.7	488.4	562.4	609.7
증감률 (%)	(0.9)	25.1	4.7	15.2	8.4
영업이익률 (%)	15.8	16.2	16.5	17.3	17.3
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)
종속 및 관계기업관련손익	0.5	0.6	0.5	0.0	0.0
세전계속사업이익	379.0	486.7	512.4	574.4	621.7
법인세비용	115.4	88.4	144.0	172.3	186.5
계속사업이익	263.7	398.3	368.4	402.1	435.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	263.7	398.3	368.4	402.1	435.2
증감률 (%)	(4.0)	51.1	(7.5)	9.1	8.2
순이익률 (%)	11.2	13.9	12.4	12.4	12.3
(지배주주)당기순이익	257.7	392.4	360.7	395.5	428.5
(비지배주주)당기순이익	6.0	6.0	7.7	6.5	6.7
총포괄이익	425.5	376.6	403.3	435.5	469.9
(지배주주)총포괄이익	411.5	372.6	395.0	426.7	462.8
(비지배주주)총포괄이익	14.0	4.0	8.4	8.8	7.0
EBITDA	522.7	628.3	655.1	736.6	790.6
증감률 (%)	1.5	20.2	4.3	12.4	7.3
EBITDA 이익률 (%)	22.2	21.9	22.1	22.6	22.4

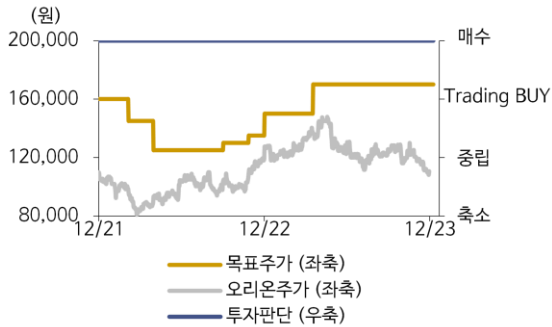
주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	6,669	10,075	9,318	10,170	11,008
EPS (지배순이익, 원)	6,518	9,924	9,123	10,004	10,837
BPS (자본총계, 원)	57,986	66,755	75,323	84,493	94,500
BPS (지배지분, 원)	55,925	64,594	73,162	82,331	92,339
DPS (원)	750	950	1,000	1,000	1,000
PER (당기순이익, 배)	15.5	12.7	11.6	10.6	9.8
PER (지배순이익, 배)	15.9	12.9	11.9	10.8	10.0
PBR (자본총계, 배)	1.8	1.9	1.4	1.3	1.1
PBR (지배지분, 배)	1.9	2.0	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA (배)	7.1	6.8	5.0	4.2	3.6
배당성향 (%)	11.5	9.6	11.0	10.0	9.2
배당수익률 (%)	0.7	0.7	0.9	0.9	0.9
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	22.2	21.9	22.1	22.6	22.4
영업이익률 (%)	15.8	16.2	16.5	17.3	17.3
순이익률 (%)	11.2	13.9	12.4	12.4	12.3
ROA (%)	9.1	12.3	10.4	10.3	10.1
ROE (지배순이익, %)	12.8	16.5	13.2	12.9	12.4
ROIC (%)	16.7	17.8	20.0	22.1	23.5
안정성					
부채비율 (%)	36.1	27.8	24.8	22.9	20.8
순차입금비율 (%)	(20.5)	(33.2)	(36.1)	(38.1)	(39.6)
현금비율 (%)	105.5	109.6	142.4	167.9	198.3
이자보상배율 (배)	58.4	106.2	3,200.3	(46.9)	(50.8)
활동성					
순운전자본회전율 (회)	48.2	58.5	91.5	58.9	41.3
재고자산회수기간 (일)	30.1	28.2	29.7	29.3	29.5
매출채권회수기간 (일)	25.4	24.1	25.5	25.0	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		6개월경과	-	-

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 (2023년 12월 18일 기준)

매수 (매수)	93.33%	Trading BUY (중립)	4.71%	중립 (중립)	1.96%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------