



오리온 (271560)

실적으로 증명하는 수 밖에

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 130,000원

현재 주가(1/18)	92,700 원
상승여력	▲40.2%
시가총액	36,650 억원
발행주식수	39,536 천주
52 주 최고가 / 최저가	147,800 / 89,800 원
90 일 일평균 거래대금	137.02 억원
외국인 지분율	38.8%

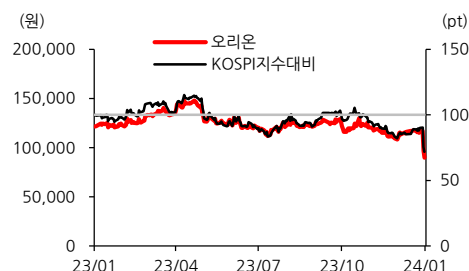
주주 구성	
오리온홀딩스 (외 8 인)	43.8%
국민연금공단 (외 1 인)	8.0%
WestwoodGlobalInvestmentsLLC (외 1 인)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-14.3	-24.0	-22.9	-23.7
상대수익률(KOSPI)	-9.4	-23.1	-16.5	-26.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	2,873	2,985	3,291	3,565
영업이익	467	494	558	612
EBITDA	628	654	718	772
지배주주순이익	392	383	418	450
EPS	9,924	9,678	10,578	11,381
순차입금	-877	-1,222	-1,050	-1,462
PER	12.9	14.3	8.8	8.1
PBR	2.0	1.9	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.7	6.5	3.6	2.9
배당수익률	0.7	0.9	1.6	1.7
ROE	16.5	14.0	13.5	12.9

주가 추이



레고캠바이오 투자가 갖는 의미

2024년 1월 15일, 오리온은 구주인수와 제 3자 배정 유상증자를 통한 신주 취득으로 레고캠바이오의 지분 25.73%를 5,485억원에 취득하기로 했다. 이로써 오리온은 레고캠바이오의 최대주주가 된다. 향후 실적에는 지분법으로 인식될 예정으로 오리온의 실적에 미치는 영향은 제한적이다. 하지만 손익계산서에 미치는 영향을 떠나 2017년 지주사 전환 이후 오리온홀딩스가 비식품 사업, 오리온이 식품에 대한 투자를 이어왔던 바 있다. 이번 지분 투자를 사업회사인 오리온이 하게 되면서 향후 오리온의 비식품 사업 투자의 가능성을 배제할 수 없게 되었다.

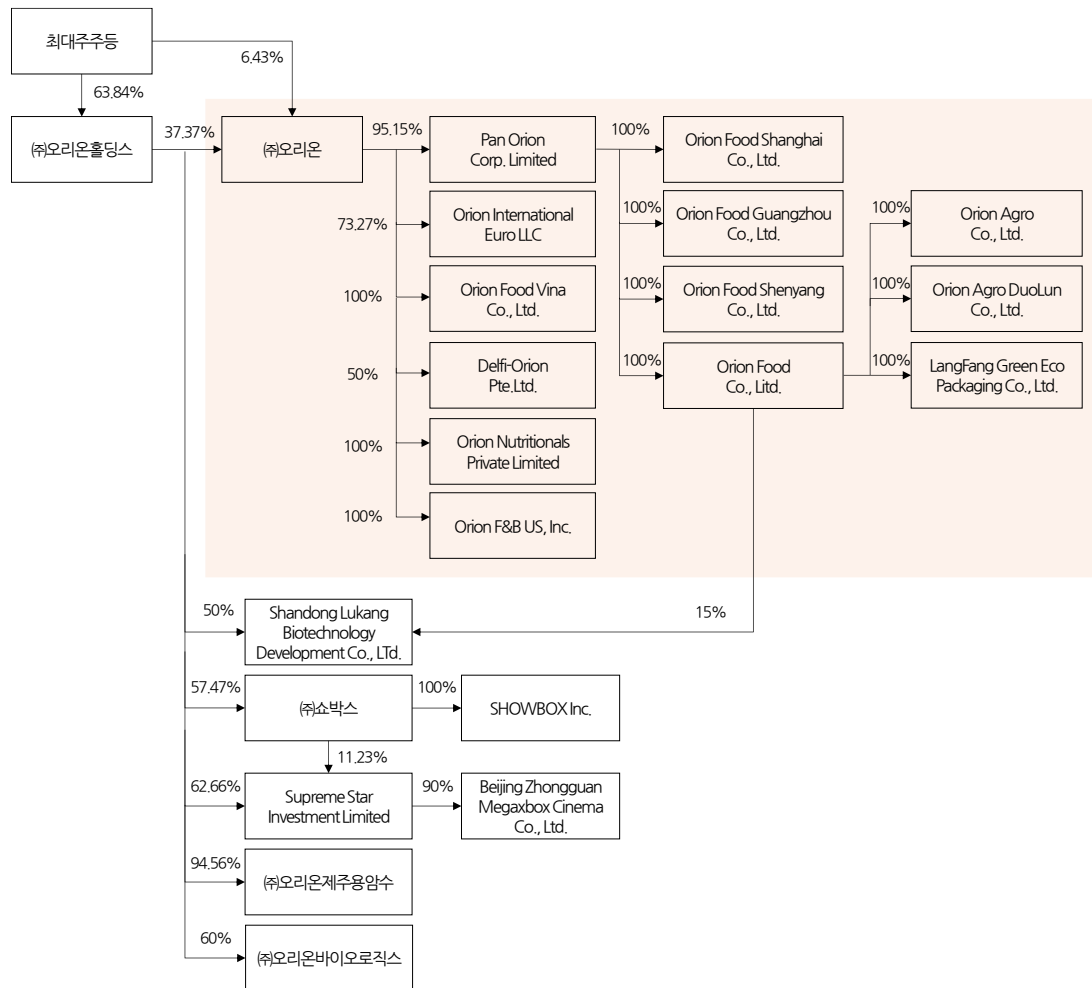
실적으로 증명하는 수 밖에

시장조사기관 Euromonitor에 따르면 2022~2025년 중국의 제과 시장 연평균 성장률은 3.1%로 전망된다. 오리온이 고성장이던 2010년 초 (2011~2014년 CAGR 9.2%) 대비 시장 성장이 둔화될 것으로 예상되고 있다. 비우호적인 시장 상황과 달리 젤리 MS 확대, 스낵/파이 신제품 매출 확대, 경소상 간접 판매 전환 및 채널 확대로 2022~2025년 오리온의 연평균 중국 매출액 성장률은 6.1%로 추정한다. 시장 성장 둔화에 근거한 우려를 불식시키기 위해서는 실적으로 증명해보이는 수 밖에 없다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 130,000원으로 하향 조정(-28%)

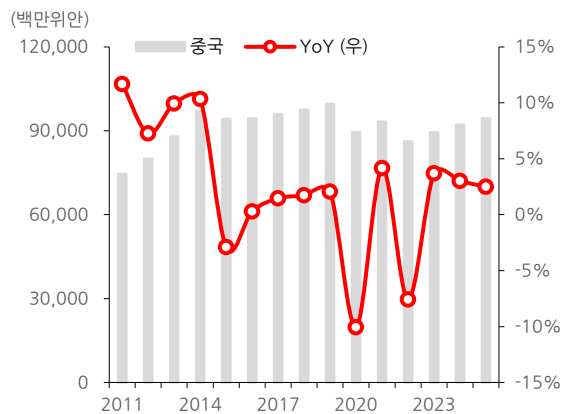
종전 목표주가 산정 시 글로벌 식품 시장에서 오리온의 성장 잠재력을 감안해 Peer Group을 해외 Peer(Dali, Tingyi, Wantwant, Mondelez, Pepsi, Calbee)로 산정해 Target Multiple을 17.6배로 적용하였다. 하지만 글로벌 식품 기업 대비 식품 산업에 보수적인 투자 가능성을 감안해 Peer Group을 국내 음식료 업종으로 변경하였다. 중국, 베트남, 러시아 시장에서의 오리온의 입지와 뛰어난 수익성을 고려해 국내 음식료 업종 평균에 20% 프리미엄을 적용한 12.4배를 Target Multiple로 변경 적용하면서 목표주가를 하향했다. 연초부터 예상치 못한 대규모 투자가 이뤄졌으나 오리온의 배당 확대 기조는 유지될 전망이다(2023년 DPS 1,300원 추정)이다. 향후 본업에서의 유의미한 외형 및 점유율 확대 확인 시 실적 추정치와 Target Multiple의 동반 상승이 가능할 전망이다.

[그림1] 오리온그룹 지배구조



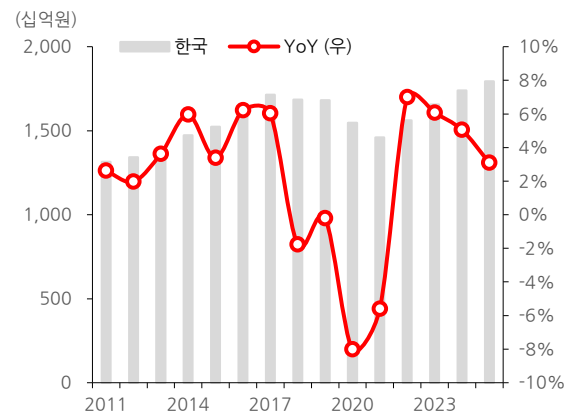
주: 2022년 12월 31일 기준, 자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 중국 제과 시장 전망



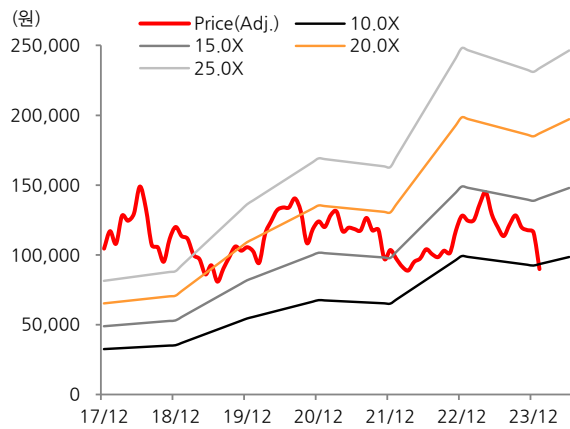
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한국 제과 시장 전망



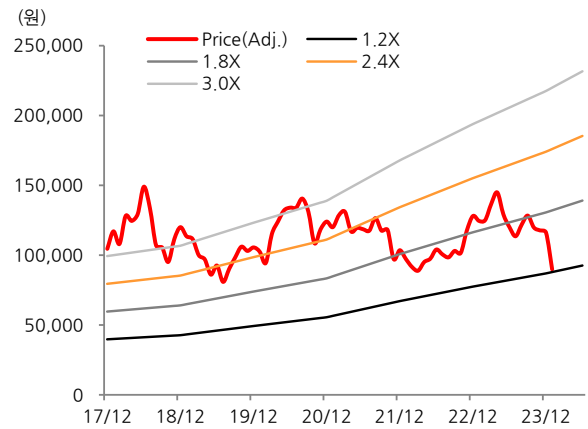
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 오리온 PER Band Chart



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 오리온 PBR Band Chart



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 오리온 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	664	712	762	848	749	765	835	943	2,985	3,291	3,565
한국	248	273	272	282	271	298	292	304	1,076	1,165	1,226
중국	264	297	330	358	309	318	367	402	1,249	1,396	1,521
베트남	105	96	118	164	124	104	128	186	483	542	597
러시아	48	52	48	50	47	51	55	58	199	212	247
연결조정	-2	-6	-6	-7	-2	-7	-7	-8	-22	-24	-26
YoY(%)	1.6	13.5	2.8	-0.4	12.8	7.4	9.6	11.2	3.9	10.3	8.3
한국	12.9	19.8	15.3	10.7	9.1	9.1	7.2	7.6	14.6	8.3	5.2
중국	-13.5	13.1	-1.8	-3.4	16.9	6.9	11.3	12.3	-2.0	11.7	9.0
베트남	2.8	2.6	4.0	-0.1	18.1	8.5	8.5	13.5	2.1	12.3	10.1
러시아	59.2	6.4	-22.2	-26.8	-2.8	-0.3	14.2	16.3	-5.4	6.8	16.3
현지통화 기준 YoY(%)											
중국	-12.4	15.3	5.5	-0.3	18.5	8.7	9.2	12.3	1.5	11.9	9.0
베트남	0.5	0.4	7.7	-0.8	18.1	9.5	8.9	13.5	1.7	12.6	10.1
러시아	28.4	21.9	19.3	11.1	21.5	16.6	16.1	16.3	19.3	17.4	16.3
영업이익	99	113	142	140	125	117	155	162	494	558	612
한국	37	44	43	47	41	50	46	51	172	189	200
중국	38	51	73	55	56	48	81	67	217	252	275
베트남	16	14	22	34	20	15	24	40	86	98	111
러시아	8	8	7	9	8	8	8	11	32	35	42
연결조정	-1	-4	-3	-6	-2	-4	-3	-6	-14	-15	-16
YoY(%)	-8.7	25.9	16.3	-4.6	25.9	3.3	9.7	15.6	5.8	13.1	9.7
한국	9.7	25.0	29.3	25.2	10.6	13.2	7.2	8.8	22.3	9.9	5.9
중국	-22.6	44.8	22.0	-17.4	46.9	-6.0	10.8	21.0	2.9	15.8	9.5
베트남	-11.7	-6.9	4.6	-3.6	23.1	7.6	7.7	15.7	-3.9	13.8	13.4
러시아	112.3	-0.2	-36.6	-26.0	1.3	2.8	19.7	14.8	-8.0	9.4	20.4
현지통화 기준 YoY(%)											
중국	-21.4	47.0	29.2	-14.3	48.4	-4.2	8.7	21.0	6.4	16.0	9.5
베트남	-14.0	-9.1	8.3	-4.3	23.1	8.6	8.1	15.7	-4.3	14.1	13.4
러시아	81.5	15.3	4.9	11.9	25.5	19.7	21.5	14.8	16.6	20.0	20.4
영업이익률(%)	14.9	15.9	18.6	16.5	16.7	15.3	18.6	17.2	16.5	17.0	17.2
한국	15.1	16.2	15.8	16.6	15.3	16.8	15.8	16.7	15.9	16.2	16.3
중국	14.5	17.2	22.1	15.4	18.2	15.1	22.0	16.6	17.4	18.0	18.1
베트남	15.6	14.1	18.7	21.0	16.3	14.0	18.5	21.4	17.9	18.1	18.7
러시아	17.2	14.9	13.8	18.5	17.9	15.4	14.5	18.3	16.1	16.5	17.1

자료: 오리온, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	2,355	2,873	2,985	3,291	3,565
매출총이익	946	1,091	1,165	1,311	1,423
영업이익	373	467	494	558	612
EBITDA	523	628	654	718	772
순이자손익	8	21	43	58	63
외화관련손익	1	2	1	2	2
지분법손익	0	1	0	0	0
세전계속사업손익	379	487	535	617	675
당기순이익	264	398	392	452	494
지배주주순이익	258	392	383	418	450
증가율(%)					
매출액	5.6	22.0	3.9	10.3	8.3
영업이익	-0.9	25.1	5.8	13.1	9.7
EBITDA	1.5	20.2	4.0	9.9	7.4
순이익	-4.0	51.1	-1.7	15.4	9.4
이익률(%)					
매출총이익률	40.2	38.0	39.0	39.8	39.9
영업이익률	15.8	16.2	16.5	17.0	17.2
EBITDA 이익률	22.2	21.9	21.9	21.8	21.6
세전이익률	16.1	16.9	17.9	18.8	18.9
순이익률	11.2	13.9	13.1	13.7	13.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금흐름	405	546	548	577	612
당기순이익	264	398	392	452	494
자산상각비	150	162	160	160	159
운전자본증감	-59	16	-1	-8	-5
매출채권 감소(증가)	-12	-32	13	-24	-16
재고자산 감소(증가)	-14	-30	0	-26	-18
매입채무 증가(감소)	3	35	-17	39	27
투자현금흐름	-227	-292	-550	-743	-181
유형자산처분(취득)	-139	-75	-157	-153	-140
무형자산 감소(증가)	-4	-1	-3	-3	-3
투자자산 감소(증가)	-39	43	-384	-31	-33
재무현금흐름	-40	-177	-16	-97	-108
차입금의 증가(감소)	-10	-147	21	-59	-57
자본의 증가(감소)	-30	-30	-38	-38	-51
배당금의 지급	-30	-30	-38	-38	-51
총현금흐름	538	646	549	585	616
(-)운전자본증감(감소)	89	-87	1	8	5
(-)설비투자	142	85	157	153	140
(+)자산매각	0	9	-3	-3	-3
Free Cash Flow	307	657	388	421	468
(-)기타투자	16	330	5	555	6
잉여현금	292	327	383	-135	463
NOPLAT	259	382	361	409	448
(+) Dep	150	162	160	160	159
(-)운전자본투자	89	-87	1	8	5
(-)Capex	142	85	157	153	140
OpFCF	178	545	363	408	463

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,146	1,470	1,825	1,644	2,034
현금성자산	685	995	1,362	1,130	1,485
매출채권	191	224	212	235	252
재고자산	208	235	234	261	279
비유동자산	1,974	1,901	1,906	2,458	2,447
투자자산	143	179	184	739	745
유형자산	1,774	1,668	1,669	1,666	1,652
무형자산	57	55	54	52	51
자산총계	3,120	3,372	3,731	4,102	4,481
유동부채	522	556	562	547	523
매입채무	268	361	344	382	409
유동성이자부채	171	104	124	66	12
비유동부채	306	176	185	190	195
비유동이자부채	83	14	16	14	12
부채총계	828	732	747	737	718
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598	598
이익잉여금	847	1,218	1,563	1,944	2,342
자본조정	746	718	718	718	718
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	2,293	2,639	2,984	3,365	3,763

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표					
EPS	6,518	9,924	9,678	10,578	11,381
BPS	55,925	64,594	73,320	82,947	93,026
DPS	750	950	1,300	1,500	1,600
CFPS	13,610	16,350	13,889	14,798	15,586
ROA(%)	8.9	12.1	10.8	10.7	10.5
ROE(%)	12.8	16.5	14.0	13.5	12.9
ROIC(%)	14.9	21.7	21.1	23.9	26.3
Multiples(x, %)					
PER	15.9	12.9	14.3	8.8	8.1
PBR	1.9	2.0	1.9	1.1	1.0
PSR	1.7	1.8	1.8	1.1	1.0
PCR	7.6	7.8	10.0	6.3	5.9
EV/EBITDA	7.0	6.7	6.5	3.6	2.9
배당수익률	0.7	0.7	0.9	1.6	1.7
안정성(%)					
부채비율	36.1	27.8	25.0	21.9	19.1
Net debt/Equity	-18.8	-33.2	-41.0	-31.2	-38.8
Net debt/EBITDA	-82.4	-139.6	-187.0	-146.1	-189.4
유동비율	219.6	264.4	324.8	300.5	389.0
이자보상배율(배)	58.4	106.2	105.4	129.0	295.8
자산구조(%)					
투하자본	68.6	59.3	52.5	47.8	43.2
현금+투자자산	31.4	40.7	47.5	52.2	56.8
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]

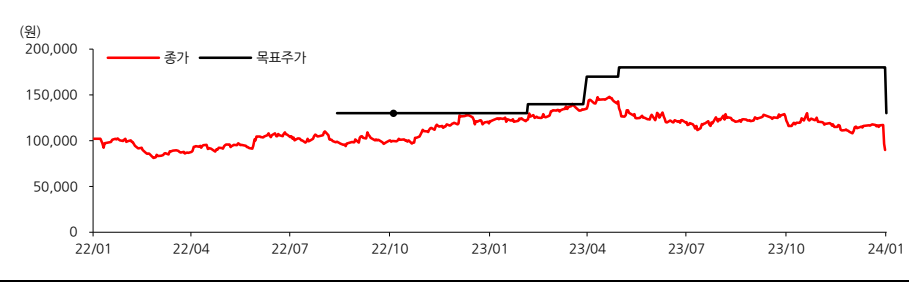
(공표일: 2024년 1월 19일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 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 다른 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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[오리온 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

[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	-32.82	-24.89
2024.01.19	Buy	130,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +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 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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%