



오리온 (271560)

오랜만의 매수 추천

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 140,000원

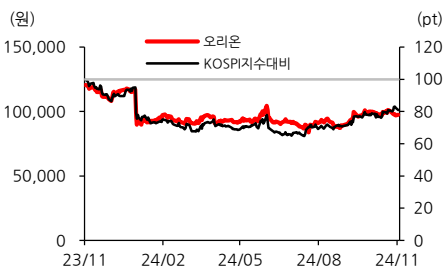
현재 주가(11/19)	97,800 원
상승여력	▲43.1%
시가총액	38,666 억원
발행주식수	39,536 천주
52 주 최고가 / 최저가	120,600 / 83,900 원
90 일 일평균 거래대금	150.65 억원
외국인 지분율	28.8%
주주 구성	
오리온홀딩스 (외 8 인)	43.8%
국민연금공단 (외 1 인)	9.1%
WestwoodGlobalInvestmentsLLC (외 1 인)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.1	6.3	6.4	-18.9
상대수익률(KOSPI)	2.6	13.9	15.7	-19.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,912	3,107	3,347	3,547
영업이익	492	541	581	622
EBITDA	650	701	741	777
지배주주순이익	377	396	440	466
EPS	9,528	10,008	11,127	11,800
순차입금	-1,104	-925	-1,354	-1,778
PER	12.2	9.8	8.8	8.3
PBR	1.6	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.4	4.2	3.4	2.7
배당수익률	1.1	2.1	2.4	2.5
ROE	13.9	13.0	12.8	12.2

주가 추이



성장하지 못한 3분기

2024년 3분기 오리온의 연결 매출액은 7,749억원(+1.1% YoY, +7.7% QoQ), 영업이익은 1,371억원(-2.6% YoY, +12.6% QoQ)으로 매출과 이익 모두 전년 대비 성장하지 못했다. 한국은 내수 소비 부진, 중국은 대형마트, 온라인, 벌크 채널 간접영업 전환, 베트남은 태풍 '야기' 영향으로 9월 판매 활동이 제한되었던 영향이다.

제도약을 꿈꾸는 2025년

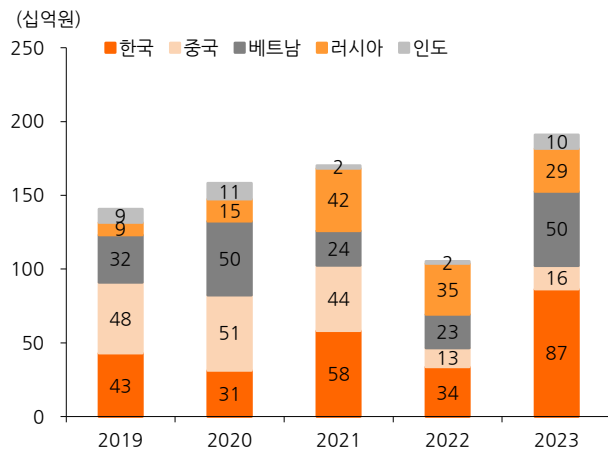
2024년 10월 오리온의 한/중/베/러 매출액은 각각 +6.2%/+8.8%/+12.2%/+34.1% YoY 성장했다. 환효과를 제거해도 중/베/러 매출액은 각각 +5.0%/+12.4%/+31.2% YoY 성장했다. 특히 러시아 매출액은 17억 루블로 역대 최대 월매출을 기록했다. 대형 체인점 X-5, 식품 전문 채널 K&B와의 거래 정상화 및 제품 포트폴리오 확대 영향이다.

[한국] 달라진 소비패턴에 맞춰 가성비 SKU를 확대하고 이커머스, 창고형 매장 등 성장 채널에서의 매대 확장으로 3분기를 저점으로 성장 전환이 예상된다. **[중국]** 2024년 보다 2025년 춘절이 약 12일 정도 빨라 2024년 11~12월, 2025년 1~2월 실적 변동성이 확대될 전망이다. 하지만 캘린더 이슈 제외 시 MT채널 간접 영업 전환이 대부분 마무리되어 출고 정상화가 예상되는 점, 1월을 제외하고는 전년 기저효과도 두드러질 수 있는 점이 긍정적이다. **[러시아]** 주요 할인점과의 거래 정상화 및 고성장 채널(디스카운트 매장, 주류 전문점, 이커머스)로의 입점 확대로 고성장이 기대된다. 3분기 누적 기준 러시아 Novo 기존 공장의 가동률은 127.2%, Tver 신공장의 가동률은 85.5%로 러시아 법인의 합산 가동률은 100.0%다. 향후 라인 증설 및 생산동 신·증축에 따른 추가 매출 성장이 기대된다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 140,000원으로 상향 조정(+8%)

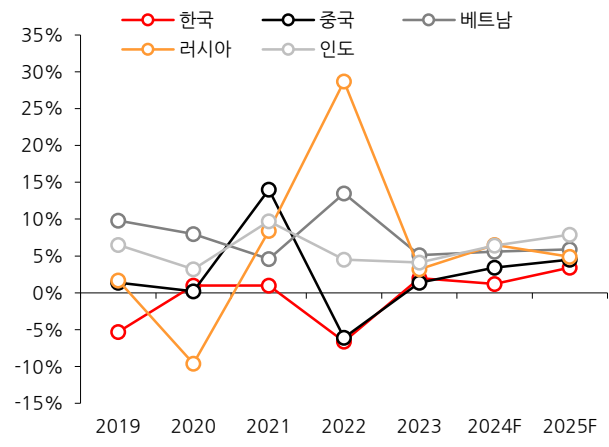
이익 추정치의 미미하지만 목표주가 산정 기준 시점을 2025년으로 변경함에 따라 목표주가를 상향 조정한다. 여러모로 잡음이 많았던 2024년이 마무리되어 간다. 재정비를 마치고 2024년 4분기 실적부터는 유의미한 성장이 기대된다.

[그림1] 국가별 투자금액 추이



자료: 오리온, 한화투자증권 리서치센터

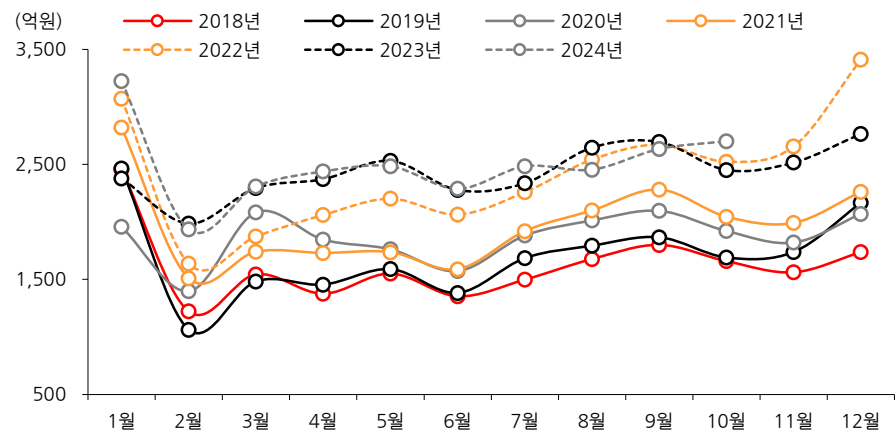
[그림2] 국가별 제과 시장 성장률



주: 한국은 KRW, 그 외 국가는 USD 기준

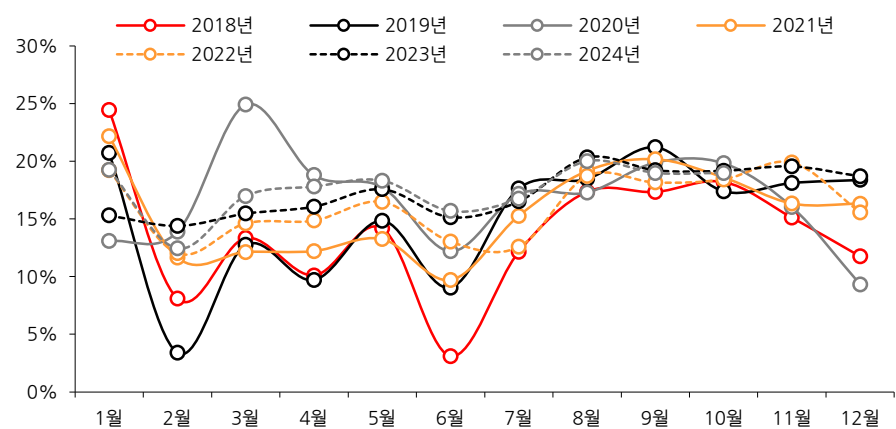
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 오리온의 월별 법인 합산 매출액



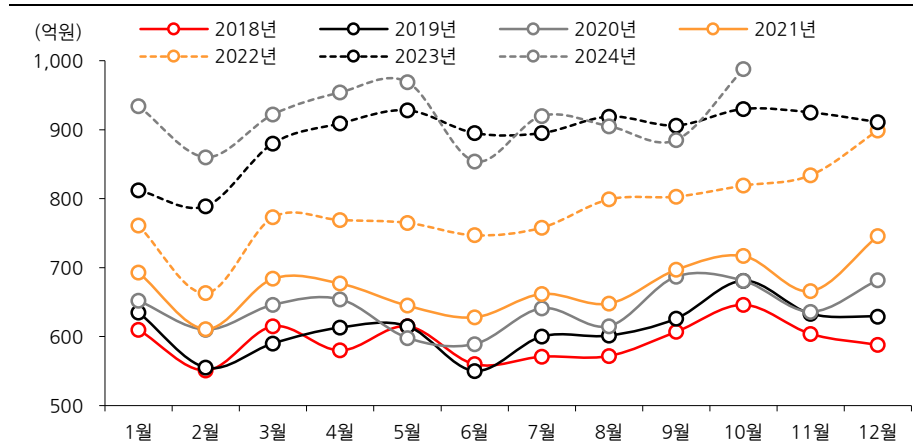
자료: 오리온, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 오리온의 월별 법인 합산 영업이익률



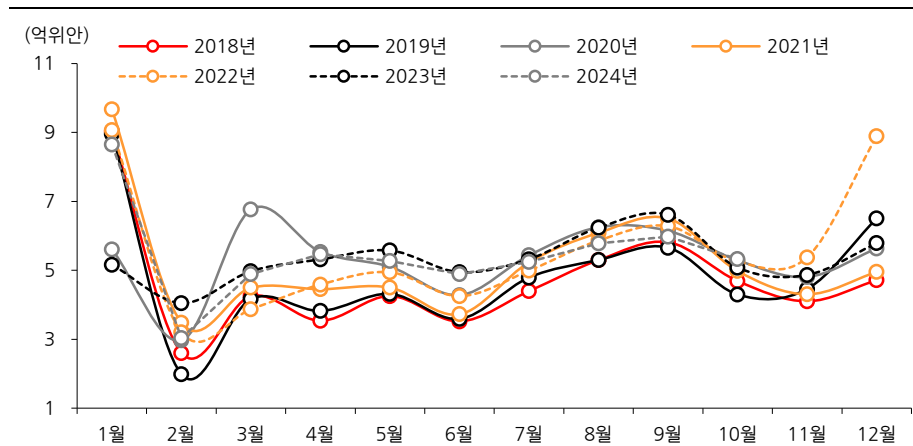
자료: 오리온, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 오리온의 월별 한국 법인 매출액



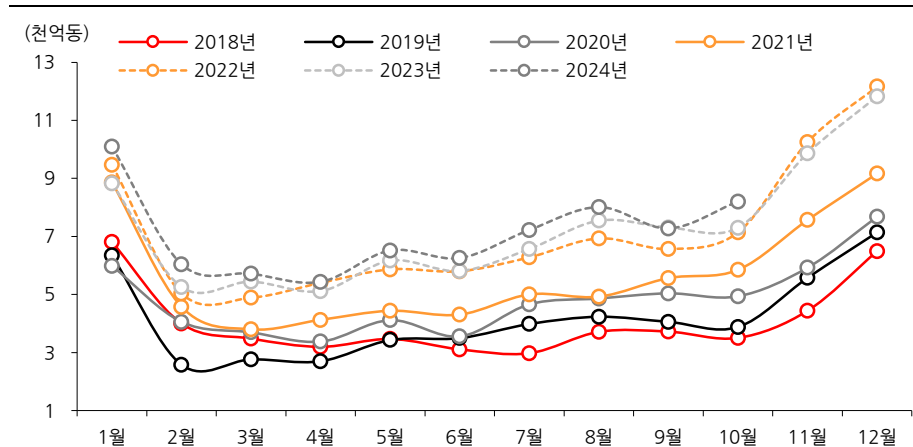
자료: 오리온, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 오리온의 월별 중국 법인 매출액(현지 통화 기준)



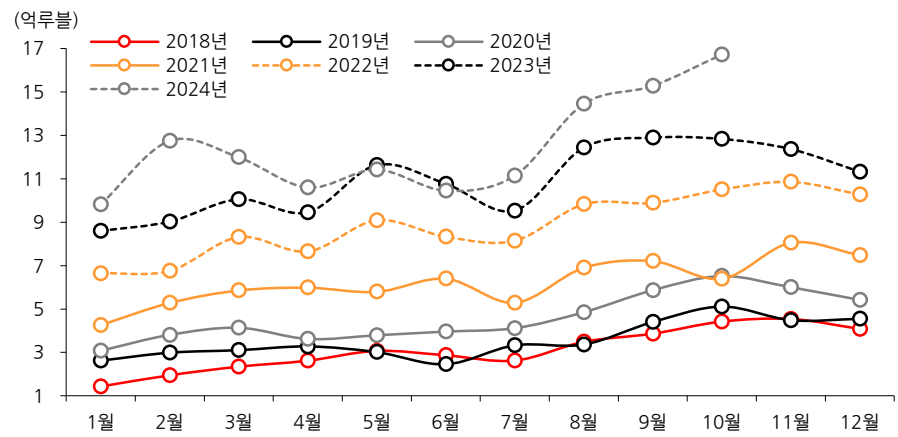
자료: 오리온, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 오리온의 월별 베트남 법인 매출액(현지 통화 기준)



자료: 오리온, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 오리온의 월별 러시아 법인 매출액(현지 통화 기준)



자료: 오리온, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 오리온 월별 잠정 실적 공시

(단위: 억 원)

	2023년			2024년									
	10월	11월	12월	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월
매출액	2,451	2,516	2,765	3,224	1,935	2,308	2,438	2,484	2,288	2,484	2,652	2,634	2,702
한국	930	925	911	934	860	922	954	969	854	920	905	885	988
중국	939	881	1,057	1,598	562	904	1,033	994	931	995	1,097	1,131	1,022
베트남	403	531	635	546	328	308	295	350	339	393	430	394	452
러시아	179	179	162	146	185	174	156	171	164	176	220	224	240
원화 YoY(%)	-2.9%	-5.2%	-18.9%	35.6%	-2.5%	0.6%	2.8%	-1.9%	0.5%	6.3%	0.2%	-2.3%	10.2%
한국	13.6%	10.9%	1.3%	15.0%	9.0%	4.8%	5.0%	4.4%	-4.6%	2.8%	-1.5%	-2.3%	6.2%
중국	-9.9%	-13.5%	-35.9%	69.1%	-25.6%	-4.0%	1.3%	-6.1%	4.0%	4.7%	-3.5%	-6.5%	8.8%
베트남	-3.8%	-5.3%	-4.1%	16.7%	15.5%	2.3%	2.4%	0.3%	5.9%	10.4%	2.9%	-2.0%	12.2%
러시아	-26.3%	-26.0%	-19.4%	-4.6%	17.8%	1.2%	1.3%	-12.3%	-1.8%	30.4%	27.9%	25.8%	34.1%
현지통화 YoY(%)													
한국													
중국	-3.0%	-8.9%	-34.4%	68.2%	-24.9%	-1.7%	2.7%	-5.3%	-1.1%	-1.6%	-7.5%	-10.0%	5.0%
베트남	2.2%	-3.3%	-2.8%	14.6%	14.9%	4.9%	6.0%	5.4%	7.6%	10.0%	6.0%	-0.5%	12.4%
러시아	13.3%	9.1%	7.4%	12.0%	34.5%	16.4%	11.0%	-1.6%	-2.9%	18.9%	17.8%	19.6%	31.2%
영업이익	470	492	517	621	241	392	434	455	359	416	491	500	513
한국	164	159	118	162	128	149	163	175	129	151	152	134	177
중국	191	175	222	333	39	170	214	191	155	169	217	250	193
베트남	82	125	149	104	45	46	35	64	55	73	90	76	97
러시아	33	33	28	22	29	27	22	25	20	23	32	40	46
YoY(%)	1.1%	-6.8%	-2.6%	70.6%	-15.7%	10.4%	13.9%	2.2%	4.1%	7.8%	-8.9%	-3.5%	9.1%
한국	13.9%	13.6%	31.1%	25.6%	18.5%	8.0%	9.4%	8.7%	-5.1%	8.6%	2.7%	-6.3%	7.9%
중국	0.5%	-16.7%	-17.2%	200.0%	-66.1%	8.3%	21.6%	-2.1%	9.9%	0.0%	-23.9%	-8.4%	1.0%
베트남	0.0%	-3.1%	2.1%	5.1%	32.4%	48.4%	12.9%	10.3%	17.0%	19.7%	9.8%	0.0%	18.3%
러시아	-32.7%	-32.7%	3.7%	-12.0%	0.0%	-6.9%	-12.0%	-19.4%	-4.8%	35.3%	33.3%	53.8%	39.4%
영업이익률(%)	19.2%	19.6%	18.7%	19.3%	12.5%	17.0%	17.8%	18.3%	15.7%	16.7%	18.5%	19.0%	19.0%
한국	17.6%	17.2%	13.0%	17.3%	14.9%	16.2%	17.1%	18.1%	15.1%	16.4%	16.8%	15.1%	17.9%
중국	20.3%	19.9%	21.0%	20.8%	6.9%	18.8%	20.7%	19.2%	16.6%	17.0%	19.8%	22.1%	18.9%
베트남	20.3%	23.5%	23.5%	19.0%	13.7%	14.9%	11.9%	18.3%	16.2%	18.6%	20.9%	19.3%	21.5%
러시아	18.4%	18.4%	17.3%	15.1%	15.7%	15.5%	14.1%	14.6%	12.2%	13.1%	14.5%	17.9%	19.2%

주: 환율은 블룸버그 월평균 환율 적용, 자료: 오리온, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 오리온 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	664	714	766	768	748	719	775	865	2,912	3,107	3,347
한국	248	273	272	277	272	278	271	289	1,070	1,109	1,164
중국	264	297	330	288	306	296	322	334	1,179	1,258	1,356
베트남	105	96	118	157	118	98	122	184	475	522	574
러시아	48	52	48	52	51	49	62	64	200	225	263
연결조정	-2	-4	-1	-5	2	-2	-2	-5	-12	-8	-8
YoY(%)	1.6	13.8	3.4	-9.8	12.7	0.8	1.1	12.6	1.4	6.7	7.7
한국	12.9	19.8	15.3	8.4	9.5	1.6	-0.4	4.5	13.9	3.7	4.9
중국	-13.5	13.1	-1.8	-22.4	16.0	-0.5	-2.2	16.0	-7.5	6.7	7.7
베트남	2.8	2.6	4.0	-4.4	12.2	2.8	3.5	17.3	0.5	9.8	9.8
러시아	59.2	6.4	-22.2	-24.3	4.8	-4.9	27.6	22.3	-4.5	12.4	16.7
현지통화 기준 YoY(%)											
중국	-11.8	15.9	5.5	-18.8	17.0	-1.4	-6.2	11.9	-3.7	4.6	7.1
베트남	0.5	0.4	7.7	3.5	12.2	6.5	5.2	10.9	3.2	8.9	9.7
러시아	28.4	21.9	19.3	11.2	24.8	2.6	18.5	15.4	19.3	15.1	15.2
영업이익	99	112	141	140	125	122	137	157	492	541	581
한국	37	44	43	44	44	47	44	47	169	181	194
중국	38	51	73	59	54	56	64	65	221	238	249
베트남	16	14	22	36	19	15	24	42	87	101	111
러시아	8	8	7	9	8	7	9	12	32	36	43
연결조정	-1	-4	-4	-8	0	-3	-3	-9	-17	-15	-16
YoY(%)	-8.7	25.1	15.6	-4.3	26.2	8.4	-2.6	11.6	5.5	9.8	7.4
한국	9.7	25.0	29.3	17.9	17.1	5.8	2.0	5.6	20.4	7.3	6.9
중국	-22.6	44.8	22.0	-11.9	41.5	9.3	-12.7	10.2	4.6	7.9	4.5
베트남	-11.7	-6.9	4.6	-0.3	18.2	13.6	8.5	17.9	-2.6	14.9	10.8
러시아	112.3	-0.2	-36.6	-24.4	-5.2	-12.9	37.5	25.5	-7.4	10.9	19.9
현지통화 기준 YoY(%)											
중국	-20.8	47.5	29.2	-8.3	42.5	8.4	-16.6	6.1	8.5	5.8	3.8
베트남	-14.0	-9.1	8.3	7.6	18.2	17.3	10.2	11.5	0.0	14.1	10.7
러시아	81.5	15.3	4.9	11.1	14.8	-5.4	28.3	18.5	16.4	13.6	18.4
영업이익률(%)	14.9	15.7	18.4	18.3	16.7	16.9	17.7	18.1	16.9	17.4	17.3
한국	15.1	16.2	15.8	15.9	16.1	16.9	16.2	16.1	15.8	16.3	16.6
중국	14.5	17.2	22.1	20.4	17.7	18.9	19.7	19.4	18.7	18.9	18.4
베트남	15.6	14.1	18.7	22.7	16.5	15.6	19.6	22.8	18.4	19.3	19.4
러시아	17.2	14.9	13.8	18.3	15.5	13.6	14.9	18.7	16.1	15.9	16.3

자료: 오리온, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,873	2,912	3,107	3,347	3,547
매출총이익	1,091	1,127	1,219	1,334	1,416
영업이익	467	492	541	581	622
EBITDA	628	650	701	741	777
순이자손익	21	34	31	35	37
외화관련손익	2	2	1	1	1
지분법손익	1	1	-2	0	0
세전계속사업손익	487	520	546	605	643
당기순이익	398	385	406	450	478
지배주주순이익	392	377	396	440	466
증가율(%)					
매출액	n/a	1.4	6.7	7.7	6.0
영업이익	n/a	5.5	9.8	7.4	7.1
EBITDA	n/a	3.4	8.0	5.6	5.0
순이익	n/a	-3.3	5.4	10.9	6.2
이익률(%)					
매출총이익률	38.0	38.7	39.2	39.8	39.9
영업이익률	16.2	16.9	17.4	17.3	17.5
EBITDA 이익률	21.9	22.3	22.6	22.1	21.9
세전이익률	16.9	17.9	17.6	18.1	18.1
순이익률	13.9	13.2	13.1	13.4	13.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	546	437	499	600	624
당기순이익	398	385	406	450	478
자산상각비	162	157	161	160	156
운전자본증감	16	-108	-10	-6	-5
매출채권 감소(증가)	-32	9	-14	-13	-12
재고자산 감소(증가)	-30	-30	-2	-16	-14
매입채무 증가(감소)	35	-24	78	23	20
투자현금흐름	-292	-541	-149	-133	-128
유형자산처분(취득)	-75	-165	-115	-105	-100
무형자산 감소(증가)	-1	-2	-11	-11	-11
투자자산 감소(증가)	-215	-372	517	-11	-12
재무현금흐름	-177	-138	-72	-106	-85
차입금의 증가(감소)	-147	-101	-35	-57	-2
자본의 증가(감소)	-30	-38	-38	-49	-83
배당금의 지급	-30	-38	-38	-49	-83
총현금흐름	646	663	509	606	629
(-)운전자본증감(감소)	-87	88	-29	6	5
(-)설비투자	85	166	117	105	100
(+)자산매각	9	-1	-10	-11	-11
Free Cash Flow	657	409	411	484	513
(-)기타투자	73	22	579	5	6
잉여현금	585	387	-168	479	507
NOPLAT	382	365	402	431	462
(+) Dep	162	157	161	160	156
(-)운전자본투자	-87	88	-29	6	5
(-)Capex	85	166	117	105	100
OpFCF	545	268	475	481	513

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,470	1,628	1,437	1,840	2,290
현금성자산	995	1,133	920	1,293	1,715
매출채권	224	212	220	233	245
재고자산	235	260	271	287	302
비유동자산	1,901	1,893	2,487	2,449	2,409
투자자산	179	181	740	746	751
유형자산	1,668	1,658	1,685	1,636	1,586
무형자산	55	54	62	68	73
자산총계	3,372	3,521	3,924	4,289	4,699
유동부채	556	399	420	391	413
매입채무	361	304	377	400	420
유동성이자부채	104	14	-15	-70	-70
비유동부채	176	167	160	164	168
비유동이자부채	14	14	10	8	6
부채총계	732	566	580	555	581
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598	598
이익잉여금	1,218	1,560	1,906	2,296	2,679
자본조정	718	684	718	718	718
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	2,639	2,955	3,344	3,734	4,118

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	9,924	9,528	10,008	11,127	11,800
BPS	64,594	72,400	81,979	91,854	101,552
DPS	950	1,250	2,100	2,300	2,400
CFPS	16,350	16,779	12,869	15,326	15,899
ROA(%)	12.1	10.9	10.6	10.7	10.4
ROE(%)	16.5	13.9	13.0	12.8	12.2
ROIC(%)	21.7	20.7	22.2	24.1	26.4
Multiples(x, %)					
PER	12.9	12.2	9.8	8.8	8.3
PBR	2.0	1.6	1.2	1.1	1.0
PSR	1.8	1.6	1.2	1.2	1.1
PCR	7.8	6.9	7.6	6.4	6.2
EV/EBITDA	6.7	5.4	4.2	3.4	2.7
배당수익률	0.7	1.1	2.1	2.4	2.5
안정성(%)					
부채비율	27.8	19.1	17.3	14.9	14.1
Net debt/Equity	-33.2	-37.4	-27.7	-36.3	-43.2
Net debt/EBITDA	-139.6	-170.0	-131.9	-182.9	-228.8
유동비율	264.4	408.2	342.0	471.1	554.2
이자보상배율(배)	106.2	136.8	1,024.5	584.3	325.1
자산구조(%)					
투하자본	59.3	58.0	52.2	46.5	41.3
현금+투자자산	40.7	42.0	47.8	53.5	58.7
자본구조(%)					
차입금	4.3	1.0	-0.1	-1.7	-1.6
자기자본	95.7	99.0	100.1	101.7	101.6

[Compliance Notice]

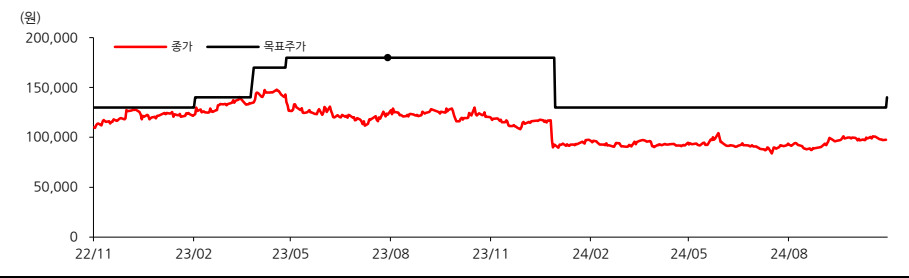
(공표일: 2024년 11월 20일)

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 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[오리온 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2023.02.22	2023.04.17	2023.04.19	2023.05.17	2023.06.21	2023.08.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	140,000	170,000	170,000	180,000	180,000	180,000

일시	2023.10.18	2024.01.19	2024.02.07	2024.03.13	2024.04.19	2024.11.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	180,000	130,000	130,000	130,000	130,000	140,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-28.01	-19.69
2024.11.20	Buy	140,000		

[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: 2024년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%