



# 오리온 (271560)

## 춘절 이벤트 끝

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

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 130,000원

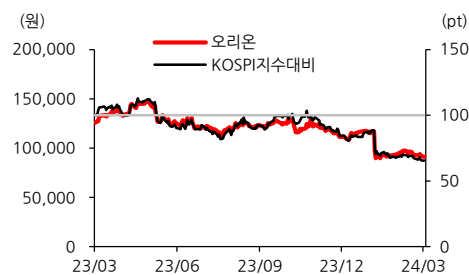
현재 주가(3/12)	90,900 원
상승여력	43.0%
시가총액	35,938 억원
발행주식수	39,536 천주
52 주 최고가 / 최저가	147,800 / 89,700 원
90 일 일평균 거래대금	254.77 억원
외국인 지분율	34.0%
주주 구성	
오리온홀딩스 (외 8 인)	43.8%
국민연금공단 (외 1 인)	8.0%
WestwoodGlobalInvestmentsLLC (외 1 인)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.3	-19.1	-25.6	-27.5
상대수익률(KOSPI)	-4.6	-24.8	-31.3	-39.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	2,873	2,912	3,213	3,479
영업이익	467	492	554	606
EBITDA	628	654	723	781
지배주주순이익	392	371	410	438
EPS	9,924	9,390	10,373	11,088
순차입금	-877	-1,189	-921	-1,253
PER	12.9	14.7	8.8	8.2
PBR	2.0	1.9	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.7	6.6	3.7	3.0
배당수익률	0.7	0.9	1.7	1.8
ROE	16.5	13.6	13.3	12.7

### 주가 추이



중국, 베트남의 명절 연휴 시점 차이에 따른 실적 변동이 최대치로 영향을 미치는 2 월 실적이 공시되었습니다. 중국 실적은 예상보다 하락 폭이 컸지만 중국 외 지역의 실적은 견조했습니다. Forward PER 이 10 배 미만으로 하락한 오리온의 주가 반등을 위해서는 3 월부터의 실적 추세가 더욱 중요해 보입니다.

### 잘 나가는 한국/베트남/러시아, 예상보다도 더딘 중국

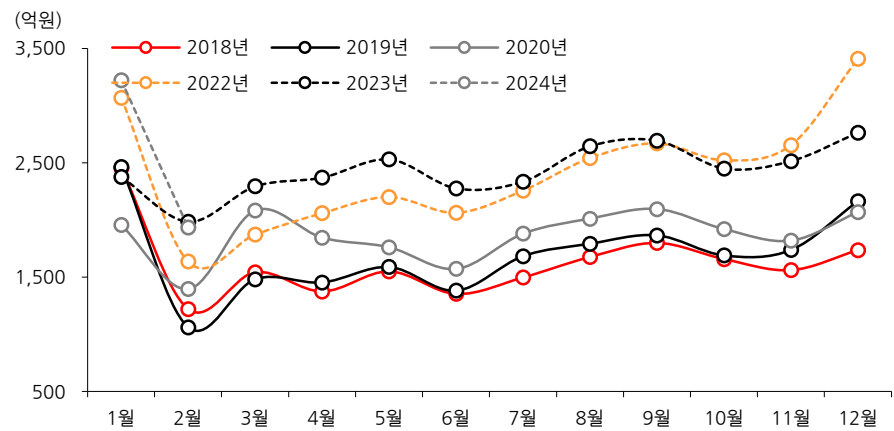
전일(3/12) 공시된 오리온의 2024년 2월 법인별 합산 매출액은 1,935 억원(-2.5% YoY), 영업이익은 241억원(-15.7% YoY)을 기록했다. 1) MT채널 중심의 외형 성장세 지속으로 한국 매출액은 +9.0% YoY, 2) 루블화 약세에도 증설 효과, 제품 포트폴리오 및 거래처 확대 효과가 반영되며 현지 통화 기준 러시아 매출액은 +34.5% YoY 성장했고, 3) 공격적 신제품 출고로 명절 연휴 시점 차 영향이 축소된 베트남의 현지 통화 기준 매출액은 +14.9% YoY 성장했다. 반면 4) 명절 연휴 시점 차이로 지난 1월 기획제품 출고가 집중되었던 영향에 2023년 11월부터 수익성 제고를 위한 일부 할인점과의 거래 중단이 지속된 영향이 겹치며 중국의 현지 통화 기준 매출액은 -24.9% YoY로 예상보다도 매출 하락 폭이 확대되었다.

명절 연휴 시점 차이 영향을 제거한 최근 실적 추이를 비교해보자면 2023년 11월~2024년 2월 누적 법인별 합산 매출액은 1조 440억원으로 전년 수준에 그쳤다. 한국 매출액은 3,630억원(+8.9% YoY)으로 2023년 12월 전년 기저 부담에도 +HSD~+10% 초반대의 매출 성장세를 견조하게 이어왔다. 반면 루블화 약세 영향으로 현지 통화 기준 매출액은 46억 루블(+13.8% YoY)을 기록하였으나 원화 기준 러시아 매출액은 672억원(-10.8% YoY)에 그쳤다. 중국, 베트남의 현지 통화 기준 매출액은 각각 22억 위안(-4.7% YoY), 3.8조 동(+3.4% YoY)으로 유의미한 수준의 외형 성장은 확인되지 않았다.

### 조삼모사의 시기는 지나가고

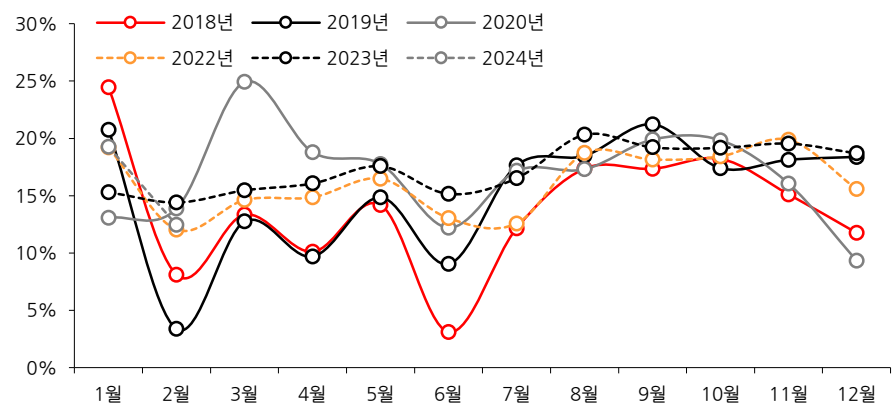
수년간 이어온 신제품 및 신규 카테고리 확대 전략에 더해 2024년 2월, 3월부터 중국, 베트남에서 기존 Big Brand의 증량(+8~10%) 및 리뉴얼 제품 출시가 이어질 예정이다. 캘린더 이슈가 사라지는 오는 3월 실적부터 본업에서의 순성장을 증명해보일 때다.

[그림1] 오리온의 월별 법인 합산 매출액



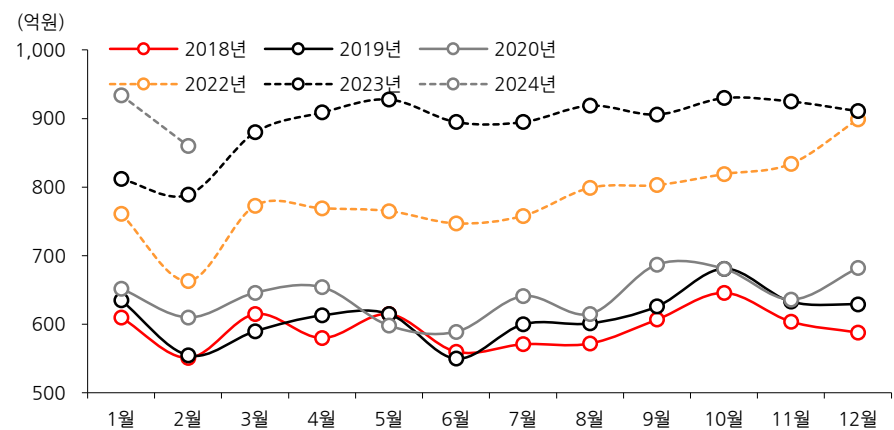
자료: 오리온, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 오리온의 월별 법인 합산 영업이익률



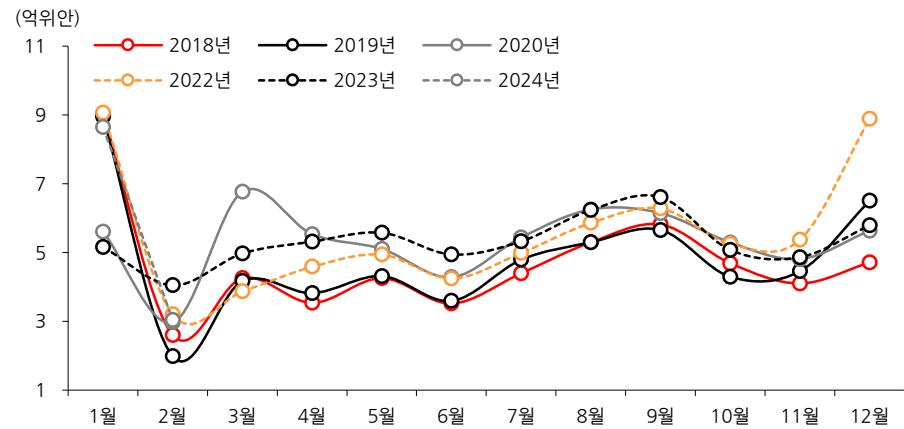
자료: 오리온, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 오리온의 월별 한국 법인 매출액



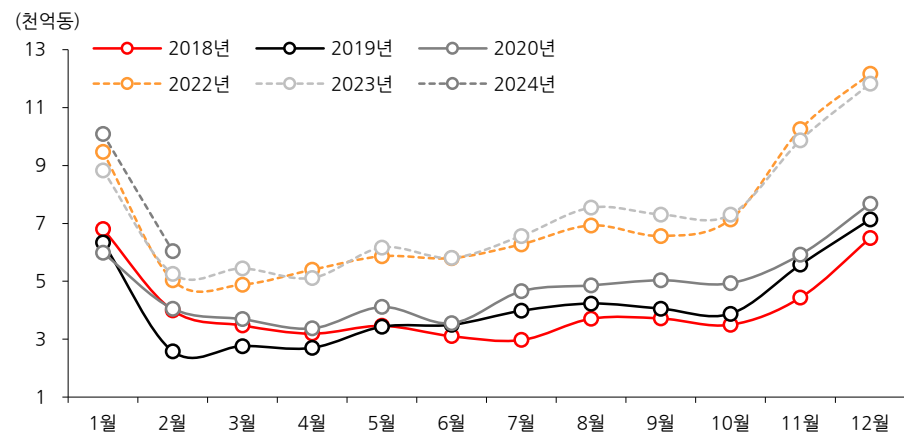
자료: 오리온, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 오리온의 월별 중국 법인 매출액(현지 통화 기준)



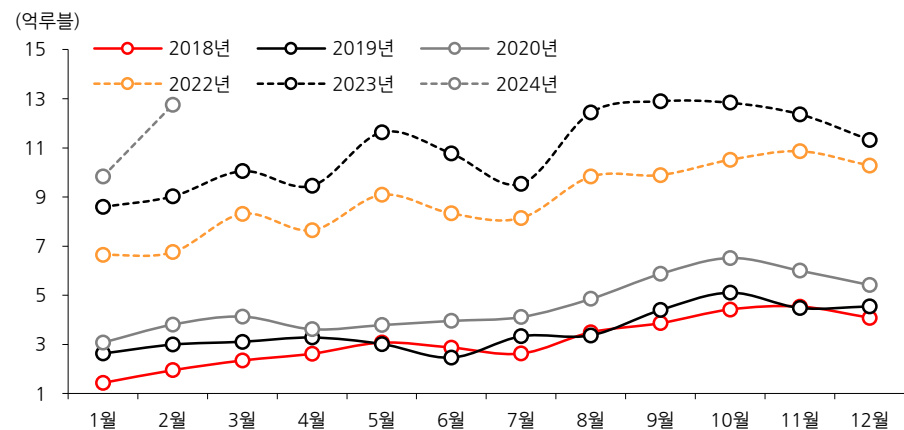
자료: 오리온, 한화투자증권 리서치센터

[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 월별 잠정 실적 공시

(단위: 억 원)

	2023년												2024년	
	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	1월	2월
<b>매출액</b>	2,378	1,985	2,295	2,371	2,531	2,277	2,336	2,646	2,695	2,451	2,516	2,765	3,224	1,935
한국	812	789	880	909	928	895	895	919	906	930	925	911	934	860
중국	945	755	942	1,020	1,059	895	950	1,137	1,209	939	881	1,057	1,598	562
베트남	468	284	301	288	349	320	356	418	402	403	531	635	546	328
러시아	153	157	172	154	195	167	135	172	178	179	179	162	146	185
<b>원화 YoY (%)</b>	-22.5	21.3	22.5	15.1	14.9	10.3	3.5	4.1	0.9	-2.9	-5.2	-18.9	35.6	-2.5
한국	6.7	19.0	13.8	18.2	21.3	19.8	18.1	15.0	12.8	13.6	10.9	1.3	15.0	9.0
중국	-44.6	24.8	26.4	15.8	13.1	10.4	-2.0	-0.1	-3.3	-9.9	-13.5	-35.9	69.1	-25.6
베트남	-6.2	7.2	15.3	-1.0	8.4	0.3	1.4	6.9	3.6	-3.8	-5.3	-4.1	16.7	15.5
러시아	47.1	51.0	81.1	29.4	8.9	-10.7	-25.0	-19.6	-22.6	-26.3	-26.0	-19.4	-4.6	17.8
<b>현지 통화 YoY (%)</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
한국	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
중국	-42.0	15.0	28.0	15.9	12.4	15.6	6.1	5.9	4.8	-3.0	-8.9	-34.4	68.2	-24.9
베트남	-6.8	-1.7	11.7	-5.5	5.5	-0.1	4.5	8.7	10.4	2.2	-3.3	-2.8	14.6	14.9
러시아	33.3	48.6	32.2	24.7	22.6	20.1	10.5	16.9	17.5	13.3	9.1	7.4	12.0	34.5
<b>영업이익</b>	364	286	355	381	445	345	386	538	518	470	492	517	621	241
한국	129	108	138	149	161	136	139	147	143	164	159	118	162	128
중국	111	115	157	176	195	141	169	285	273	191	175	222	333	39
베트남	99	34	31	31	58	47	61	82	76	82	125	149	104	45
러시아	25	29	29	25	31	21	17	24	26	33	33	28	22	29
<b>YoY (%)</b>	-38.3	45.2	29.6	24.5	22.6	28.3	35.9	13.0	6.8	1.1	-6.8	-2.6	70.6	-15.7
한국	-5.1	30.1	13.1	18.3	25.8	29.5	44.8	25.6	19.2	13.9	13.6	31.1	25.6	18.5
중국	-66.9	117.0	46.7	50.4	29.1	58.4	67.3	15.9	9.6	0.5	-16.7	-17.2	200.0	-66.1
베트남	-5.7	-29.2	-6.1	-26.2	7.4	-4.1	5.2	9.3	-1.3	0.0	-3.1	2.1	5.1	32.4
러시아	78.6	123.1	141.7	19.0	3.3	-19.2	-41.4	-36.8	-33.3	-32.7	-32.7	3.7	-12.0	0.0
<b>영업이익률 (%)</b>	15.3	14.4	15.5	16.1	17.6	15.2	16.5	20.3	19.2	19.2	19.6	18.7	19.3	12.5
한국	15.9	13.7	15.7	16.4	17.3	15.2	15.5	16.0	15.8	17.6	17.2	13.0	17.3	14.9
중국	11.7	15.2	16.7	17.3	18.4	15.8	17.8	25.1	22.6	20.3	19.9	21.0	20.8	6.9
베트남	21.2	12.0	10.3	10.8	16.6	14.7	17.1	19.6	18.9	20.3	23.5	23.5	19.0	13.7
러시아	16.3	18.5	16.9	16.2	15.9	12.6	12.6	14.0	14.6	18.4	18.4	17.3	15.1	15.7

주: 환율은 블룸버그 월평균 환율 적용

자료: 오리온, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 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>764</b>	<b>759</b>	<b>829</b>	<b>862</b>	<b>2,912</b>	<b>3,213</b>	<b>3,479</b>
한국	248	273	272	277	276	298	292	298	1,070	1,164	1,225
중국	264	297	330	288	315	310	355	328	1,179	1,307	1,426
베트남	105	96	118	157	122	101	126	181	476	531	584
러시아	48	52	48	52	53	53	57	61	200	225	259
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>15.0</b>	<b>6.3</b>	<b>8.1</b>	<b>12.2</b>	<b>1.4</b>	<b>10.3</b>	<b>8.3</b>
한국	12.9	19.8	15.3	8.4	11.3	9.1	7.2	7.6	13.9	8.8	5.2
중국	-13.5	13.1	-1.8	-22.4	19.2	4.3	7.6	13.9	-7.5	10.9	9.1
베트남	2.8	2.6	4.0	-4.4	15.8	6.1	7.4	15.5	0.6	11.6	10.1
러시아	59.2	6.4	-22.2	-24.2	9.9	3.2	18.3	17.6	-4.5	12.2	15.1
<b>현지통화 기준 YoY(%)</b>											
중국	-12.4	15.3	5.5	-18.9	20.6	6.0	5.5	12.4	-3.9	10.7	9.1
베트남	0.5	0.4	7.7	-2.1	15.5	9.5	8.9	15.3	1.3	12.7	10.1
러시아	28.4	21.9	19.3	12.2	31.0	15.1	14.7	15.0	19.6	18.3	15.1
<b>영업이익</b>	<b>99</b>	<b>112</b>	<b>141</b>	<b>140</b>	<b>123</b>	<b>123</b>	<b>153</b>	<b>156</b>	<b>492</b>	<b>554</b>	<b>606</b>
한국	37	44	43	44	44	50	46	48	169	188	199
중국	38	51	73	59	54	54	78	63	221	250	273
베트남	16	14	22	36	18	15	24	42	88	98	110
러시아	8	8	7	9	8	8	8	11	32	37	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>24.0</b>	<b>9.4</b>	<b>8.6</b>	<b>11.2</b>	<b>5.5</b>	<b>12.6</b>	<b>9.4</b>
한국	9.7	25.0	29.3	17.3	18.1	13.2	7.2	8.8	20.2	11.6	5.9
중국	-22.6	44.8	22.0	-12.3	40.3	6.3	7.8	8.3	4.5	13.2	9.4
베트남	-11.7	-6.9	4.6	-0.1	9.8	8.4	8.7	16.8	-2.5	12.2	12.5
러시아	112.3	-0.2	-36.6	-25.0	1.8	8.5	26.5	19.9	-7.7	13.9	18.2
<b>현지통화 기준 YoY(%)</b>											
중국	-21.4	47.0	29.2	-8.7	41.8	8.1	5.6	6.7	8.1	13.0	9.4
베트남	-14.0	-9.1	8.3	2.2	9.5	11.9	10.2	16.7	-1.8	13.2	12.5
러시아	81.5	15.3	4.9	11.4	22.9	20.4	22.9	17.3	16.5	20.0	18.2
<b>영업이익률(%)</b>	<b>14.9</b>	<b>15.7</b>	<b>18.4</b>	<b>18.3</b>	<b>16.1</b>	<b>16.2</b>	<b>18.4</b>	<b>18.1</b>	<b>16.9</b>	<b>17.3</b>	<b>17.4</b>
한국	15.1	16.2	15.8	15.9	16.0	16.8	15.8	16.0	15.8	16.2	16.3
중국	14.5	17.2	22.1	20.4	17.1	17.5	22.1	19.3	18.7	19.1	19.2
베트남	15.6	14.1	18.7	22.7	14.8	14.4	18.9	23.0	18.4	18.5	18.9
러시아	17.2	14.9	13.8	18.1	15.9	15.7	14.8	18.5	16.0	16.3	16.7

자료: 오리온, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	2,355	2,873	2,912	3,213	3,479
매출총이익	946	1,091	1,134	1,272	1,386
영업이익	373	467	492	554	606
EBITDA	523	628	654	723	781
순이자손익	8	21	43	58	62
외화관련손익	1	2	1	2	2
지분법손익	0	1	0	0	0
세전계속사업손익	379	487	520	606	658
당기순이익	264	398	380	443	482
지배주주순이익	258	392	371	410	438
증가율(%)					
매출액	5.6	22.0	1.4	10.3	8.3
영업이익	-0.9	25.1	5.5	12.6	9.4
EBITDA	1.5	20.2	4.1	10.5	8.0
순이익	-4.0	51.1	-4.6	16.6	8.7
이익률(%)					
매출총이익률	40.2	38.0	38.9	39.6	39.9
영업이익률	15.8	16.2	16.9	17.3	17.4
EBITDA 이익률	22.2	21.9	22.5	22.5	22.4
세전이익률	16.1	16.9	17.9	18.9	18.9
순이익률	11.2	13.9	13.0	13.8	13.8

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업현금흐름	405	546	548	577	616
당기순이익	264	398	380	443	482
자산상각비	150	162	162	168	175
운전자본증감	-59	16	8	-8	-4
매출채권 감소(증가)	-12	-32	32	-23	-15
재고자산 감소(증가)	-14	-30	22	-26	-17
매입채무 증가(감소)	3	35	-50	38	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	620
(-)운전자본증감(감소)	89	-87	-8	8	4
(-)설비투자	142	85	190	250	225
(+)자산매각	0	9	-3	-3	-3
Free Cash Flow	307	657	355	324	388
(-)기타투자	16	330	5	555	6
잉여현금	292	327	350	-231	382
NOPLAT	259	382	360	405	444
(+) Dep	150	162	162	168	175
(-)운전자본투자	89	-87	-8	8	4
(-)Capex	142	85	190	250	225
OpFCF	178	545	340	316	389

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
유동자산	1,146	1,470	1,750	1,472	1,780
현금성자산	685	995	1,329	1,001	1,277
매출채권	191	224	192	215	230
재고자산	208	235	212	238	255
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	4,050	4,417
유동부채	522	556	530	514	488
매입채무	268	361	311	350	374
유동성이자부채	171	104	124	66	12
비유동부채	306	176	185	190	195
비유동이자부채	83	14	16	14	12
부채총계	828	732	715	704	683
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598	598
이익잉여금	847	1,218	1,552	1,924	2,313
자본조정	746	718	718	718	718
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	2,293	2,639	2,973	3,345	3,734

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
주당지표					
EPS	6,518	9,924	9,390	10,373	11,088
BPS	55,925	64,594	73,032	82,454	92,290
DPS	750	950	1,250	1,500	1,600
CFPS	13,610	16,350	13,646	14,804	15,680
ROA(%)	8.9	12.1	10.5	10.6	10.4
ROE(%)	12.8	16.5	13.6	13.3	12.7
ROIC(%)	14.9	21.7	20.9	22.8	24.0
Multiples(x, %)					
PER	15.9	12.9	14.7	8.8	8.2
PBR	1.9	2.0	1.9	1.1	1.0
PSR	1.7	1.8	1.9	1.1	1.0
PCR	7.6	7.8	10.1	6.1	5.8
EV/EBITDA	7.0	6.7	6.6	3.7	3.0
배당수익률	0.7	0.7	0.9	1.7	1.8
안정성(%)					
부채비율	36.1	27.8	24.0	21.1	18.3
Net debt/Equity	-18.8	-33.2	-40.0	-27.5	-33.6
Net debt/EBITDA	-82.4	-139.6	-181.9	-127.3	-160.5
유동비율	219.6	264.4	330.5	286.2	364.8
이자보상배율(배)	58.4	106.2	105.2	128.1	292.9
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 ]

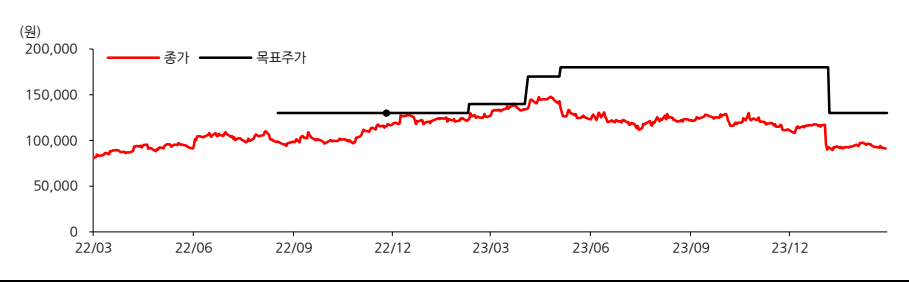
(공표일: 2024년 3월 13일)

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.

[ 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
일시	2024.02.07	2024.03.13				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	130,000	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	-32.91	-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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

## [ 산업 투자 의견 ]

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%