

오리온(271560)

4월 잠정 실적 Review: 원가 부담 해소 지속 전망

원가 개선과 비용 지출 효율화의 성과

2024년 4월 법인별 합산 실적은 매출액 2,438억원(+2.8% YoY), 영업이익 434억원(+13.9%, OPM 17.8%)을 기록했다. 원재료 가격 하락으로 제조원가가 감소했으며 판매량 증가, 비용 지출 효율화 등을 통해 영업이익률이 전년동기대비 1.7%p 상승했다. 중국 경소상 교체가 이어지며 매출액 성장률이 둔화되고 있다는 점은 아쉽지만 비용 지출 효율화를 통해 수익성 개선이 빠르게 이루어지고 있다는 점을 긍정적으로 평가한다. 투자의견 매수와 목표주가 13만원(12MF PER 13.0배)을 유지한다.

한국: 가격 인상 없이도 성장 중

매출액 994억원(+5.0% YoY), 영업이익 163억원(+9.4% YoY, OPM 17.1%)을 기록했다. MT 출고량이 10.0% 증가했으며 TT 채널 출고량은 보합세를 보이며 0.9% 감소를 기록했다. 초코파이, 붕어빵 등 파이 카테고리가 성장세를 이어갔으나 닥터유 마켓오/네이처는 시장 경쟁 심화로 인해 출고량이 감소했다. 오리온은 닥터유가 타겟하고 있는 단백질/에너지바와 프로틴 음료 시장에서 향후 품질 경쟁력을 기반으로 가격 경쟁력까지 확보해 시장 경쟁력을 높일 계획이다.

중국: 탑라인 성장 둔화는 아쉽지만

매출액 1,033억원(+1.3% YoY), 영업이익 170억원(+21.6% YoY, OPM 20.7%)을 기록했다. 대형 유통 업체와 온라인/별크 채널 거대 중단 영향으로 인한 매출 공백이 존재했지만 스낵, 비스킷 출고 성장으로 매출액 감소 방어에 성공했다. 제조원가 개선 및 비용 집행 효율화로 영업이익률은 전년동기대비 3.5%p 상승했다. 한편 오리온은 이익 확보를 위해 대형 유통 업체에 이어 온라인/별크 채널 또한 경소상 교체를 진행 중이다. 매출 공백은 상반기 동안 지속적으로 존재할 전망이다. 오리온은 매출 공백 축소를 위해 4월에는 젤리 신제품 2종을 출시하였으며 5월 중 오트 쿠키와 비건 육포를 출시할 계획이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2022A	2,873	467	392	9,926	52.3	628	12.9	6.8	2.0	16.5	0.7
2023A	2,912	492	377	9,528	(4.0)	650	12.2	5.5	1.6	13.9	1.1
2024F	3,118	543	405	10,257	7.7	694	9.0	3.5	1.2	13.4	2.3
2025F	3,363	589	444	11,226	9.4	750	8.3	2.9	1.0	13.2	2.5
2026F	3,629	641	488	12,351	10.0	811	7.5	2.4	0.9	13.1	2.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 130,000원(유지)

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
NA	NA	NA	NA

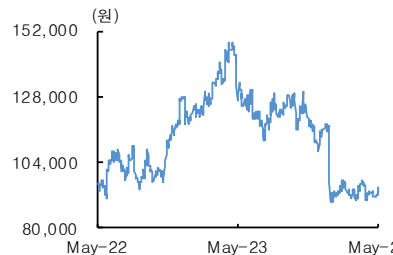
Stock Data

KOSPI(5/21)	2,724
주가(5/21)	92,700
시가총액(십억원)	3,665
발행주식수(백만)	40
52주 최고/최저(원)	133,100/89,700
일평균거래대금(6개월, 백만원)	22,571
유동주식비율/외국인지분율(%)	56.2/31.1
주요주주(%)	오리온홀딩스 외 7인 43.8
	국민연금공단 8.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.7	(22.6)	(26.8)
KOSPI 대비(%p)	(2.4)	(31.1)	(34.2)

주가추이



자료: FnGuide

강은지

eunji.kang@koreainvestment.com

베트남: 수익성 개선 지속

매출액 295억원(+2.4% YoY), 영업이익 35억원(+12.9% YoY, OPM 11.9%)을 기록했다. 스낵은 전년동기 스낵 중심 판매 전략으로 기저가 높았던 탓에 출고량이 6.0% 하락했지만 비스킷 출고량은 37.0% 증가했다. 카스타드 판매량 회복과 함께 초코파이 증량 제품의 판매 호조로 파이 카테고리 출고량 또한 11.0% 증가했다. 원·부재료 가격 하락과 제품 믹스 개선으로 인한 제조원가 하락이 이어지고 있으며 마케팅 비용, 운반비 등 비용 효율화 또한 순조롭게 이뤄지며 수익성이 개선됐다는 점 또한 긍정적이다.

러시아: 신규 라인 생산량 증가 중

매출액 156억원(+1.3% YoY), 영업이익 22억원(-12.0% YoY, OPM 14.1%)을 기록했다. 신규 라인 생산량 증가와 신규 거래처 확보로 현지 화폐 기준으로는 두 자릿수의 매출액 성장을 이어갔다. 파이 출고량은 초코파이, 후레시베리 생산 증가로 전년동기대비 5.0% 증가했으며 비스킷 또한 초코송이, 고소미 매출 증가로 출고량이 10.0% 증가했다. 계속되는 루블화 약세 영향으로 수익성이 악화되고 있다는 점은 아쉽지만 향후 매출 증가에 따른 수익성 개선을 기대한다.

〈표 1〉 손익 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2023				2024F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	2022	2023	2024F	2025F
매출액	664	714	766	768	748	737	801	831	2,873	2,912	3,118	3,363
한국	248	273	272	277	272	292	290	293	939	1,070	1,147	1,237
중국	264	297	330	288	307	301	340	315	1,275	1,179	1,263	1,350
베트남	105	96	118	157	118	94	120	163	473	475	494	544
러시아	48	52	48	52	50	53	53	63	210	200	219	239
매출액 증가율	1.6	13.8	3.4	(9.8)	12.7	3.2	4.6	8.2	22.0	1.4	7.1	7.9
한국	12.9	19.8	15.3	8.4	9.5	6.8	6.7	6.1	16.3	13.9	7.2	7.9
중국	(13.5)	13.1	(1.8)	(22.4)	16.2	1.2	3.3	9.3	14.9	(7.5)	7.1	6.9
베트남	2.8	2.6	4.0	(4.4)	12.2	(2.2)	1.8	3.7	38.5	0.5	3.9	10.0
러시아	59.2	6.4	(22.2)	(24.3)	4.7	2.0	9.2	21.4	79.4	(4.5)	9.4	9.2
영업이익	99	112	141	140	125	119	146	153	467	492	543	589
한국	37	44	43	44	44	47	46	47	140	169	184	200
중국	38	51	72	59	54	53	74	63	212	221	244	264
베트남	16	14	22	36	19	14	22	36	90	87	92	102
러시아	8	8	7	9	8	8	7	11	35	32	34	38
영업이익 증가율	(8.7)	25.1	15.6	(4.3)	26.2	6.0	3.5	9.0	25.1	5.5	10.2	8.5
한국	9.7	25.0	29.2	17.9	17.1	6.8	7.3	6.7	7.1	20.4	9.2	8.5
중국	(22.6)	43.2	21.5	(11.9)	41.8	4.2	1.7	6.5	26.1	4.3	10.5	8.1
베트남	(11.7)	(6.9)	4.6	(0.3)	18.2	3.9	2.4	2.3	40.3	(2.6)	5.6	10.9
러시아	112.3	(0.2)	(36.6)	(24.4)	(5.3)	1.2	9.5	18.5	106.9	(7.4)	6.3	10.3
영업이익률	14.9	15.7	18.4	18.3	16.7	16.1	18.2	18.4	16.2	16.9	17.4	17.5
한국	15.1	16.2	15.8	15.9	16.1	16.2	15.9	16.0	14.9	15.8	16.1	16.2
중국	14.5	17.2	22.0	20.4	17.7	17.7	21.7	19.9	16.6	18.7	19.3	19.5
베트남	15.6	14.1	18.7	22.7	16.5	15.0	18.8	22.4	19.0	18.4	18.7	18.8
러시아	17.2	14.9	13.8	18.3	15.5	14.8	13.9	17.8	16.6	16.1	15.6	15.8
세전이익	104	120	149	147	134	123	150	158	487	520	560	616
지배주주순이익	76	82	107	112	94	88	109	115	392	377	405	444
증가율	(1.0)	19.9	26.7	(31.4)	23.3	7.8	1.7	2.6	52.2	(4.0)	7.6	9.4

자료: 오리온, 한국투자증권

〈표 2〉 월별 실적 추이

(단위: 십억원, %, % YoY)

	Mar-23	Apr-23	May-23	Jun-23	Jul-23	Aug-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	Dec-23	Jan-24	Feb-24	Mar-24	Apr-24
매출액	229.5	237.1	253.1	227.7	233.6	264.6	269.5	245.1	251.6	276.5	322.4	193.5	230.8	243.8
한국	88.0	90.9	92.8	89.5	89.5	91.9	90.6	93.0	92.5	91.1	93.4	86.0	92.2	95.4
중국	94.2	102.0	105.9	89.5	95.0	113.7	120.9	93.9	88.1	105.7	159.8	56.2	90.4	103.3
베트남	30.1	28.8	34.9	32.0	35.6	41.8	40.2	40.3	53.1	63.5	54.6	32.8	30.8	29.5
러시아	17.2	15.4	19.5	16.7	13.5	17.2	17.8	17.9	17.9	16.2	14.6	18.5	17.4	15.6
영업이익	35.5	38.1	44.5	34.5	38.6	53.8	51.8	47.0	49.2	51.7	62.1	24.1	39.2	43.4
한국	13.8	14.9	16.1	13.6	13.9	14.7	14.3	16.4	15.9	11.8	16.2	12.8	14.9	16.3
중국	15.7	17.6	19.5	14.1	16.9	28.5	27.3	19.1	17.5	22.2	33.3	3.9	17.0	21.4
베트남	3.1	3.1	5.8	4.7	6.1	8.2	7.6	8.2	12.5	14.9	10.4	4.5	4.6	3.5
러시아	2.9	2.5	3.1	2.1	1.7	2.4	2.6	3.3	3.3	2.8	2.2	2.9	2.7	2.2
영업이익률	15.5	16.1	17.6	15.2	16.5	20.3	19.2	19.2	19.6	18.7	19.3	12.5	17.0	17.8
한국	15.7	16.4	17.3	15.2	15.5	16.0	15.8	17.6	17.2	13.0	17.3	14.9	16.2	17.1
중국	16.7	17.3	18.4	15.8	17.8	25.1	22.6	20.3	19.9	21.0	20.8	6.9	18.8	20.7
베트남	10.3	10.8	16.6	14.7	17.1	19.6	18.9	20.3	23.5	23.5	19.0	13.7	14.9	11.9
러시아	16.9	16.2	15.9	12.6	12.6	14.0	14.6	18.4	18.4	17.3	15.1	15.7	15.5	14.1
% YoY														
매출액	22.5	15.1	14.9	10.3	3.5	4.1	0.9	(2.9)	(5.2)	(18.9)	35.6	(2.5)	0.6	2.8
한국	13.8	18.2	21.3	19.8	18.1	15.0	12.8	13.6	10.9	1.3	15.0	9.0	4.8	5.0
중국	26.4	15.8	13.1	10.4	(2.0)	(0.1)	(3.3)	(9.9)	(13.5)	(35.9)	69.1	(25.6)	(4.0)	1.3
베트남	15.3	(1.0)	8.4	0.3	1.4	6.9	3.6	(3.8)	(5.3)	(4.1)	16.7	15.5	2.3	2.4
러시아	81.1	29.4	8.9	(10.7)	(25.0)	(19.6)	(22.6)	(26.3)	(26.0)	(19.4)	(4.6)	17.8	1.2	1.3
영업이익	29.6	24.5	22.6	28.3	35.9	13.0	6.8	1.1	(6.8)	(2.6)	70.6	(15.7)	10.4	13.9
한국	13.1	18.3	25.8	29.5	44.8	25.6	19.2	13.9	13.6	31.1	25.6	18.5	8.0	9.4
중국	46.7	50.4	29.1	58.4	67.3	15.9	9.6	0.5	(16.7)	(17.2)	200.0	(66.1)	8.3	21.6
베트남	(6.1)	(26.2)	7.4	(4.1)	5.2	9.3	(1.3)	0.0	(3.1)	2.1	5.1	32.4	48.4	12.9
러시아	141.7	19.0	3.3	(19.2)	(41.4)	(36.8)	(33.3)	(32.7)	(32.7)	3.7	(12.0)	0.0	(6.9)	(12.0)
영업이익률	0.8	1.2	1.1	2.1	3.9	1.6	1.1	0.7	(0.3)	3.1	4.0	(2.0)	1.5	1.7
한국	(0.1)	0.0	0.6	1.1	2.9	1.4	0.8	0.1	0.4	2.9	1.5	1.2	0.5	0.7
중국	2.3	4.0	2.3	4.8	7.4	3.4	2.7	2.1	(0.8)	4.7	9.1	(8.3)	2.1	3.5
베트남	(2.3)	(3.7)	(0.2)	(0.7)	0.6	0.4	(0.9)	0.8	0.5	1.4	(2.1)	1.7	4.6	1.1
러시아	4.2	(1.4)	(0.9)	(1.3)	(3.5)	(3.8)	(2.3)	(1.7)	(1.8)	3.9	(1.3)	(2.8)	(1.3)	(2.1)

주: 내부거래 연결조정 등으로 인해 연결실적과 차이 존재
 자료: 오리온, 한국투자증권

기업개요

오리온은 1956년 설립된 오리온 홀딩스로부터 인적 분할되어 2017년에 설립된 글로벌 제과 업체다. 국내 시장 파이 부문 1위, 스낵 부문 2위 사업자이며 보유 중인 주요 브랜드로는 초코파이, 껌, 마켓오 등이 있다. 진출 중인 주요 국가는 중국, 베트남, 러시아, 인도 등이 있다.

손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,873	2,912	3,118	3,363	3,629
매출원가	1,782	1,785	1,897	2,043	2,204
매출총이익	1,091	1,127	1,221	1,320	1,425
판매관리비	625	635	678	731	784
영업이익	467	492	543	589	641
영업이익률(%)	16.2	16.9	17.4	17.5	17.7
EBITDA	628	650	694	750	811
EBITDA Margin(%)	21.9	22.3	22.3	22.3	22.4
영업외수익	20	28	17	27	37
금융수익	30	41	44	54	63
금융비용	7	7	1	1	1
기타영업외손익	(4)	(7)	(5)	(5)	(5)
관계기업관련손익	1	1	(20)	(20)	(20)
세전계속사업이익	487	520	560	616	678
법인세비용	88	135	143	156	171
연결당기순이익	398	385	417	461	507
지배주주지분순이익	392	377	405	444	488
지배주주순이익률(%)	13.7	12.9	13.0	13.2	13.5
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	22.0	1.4	7.1	7.9	7.9
영업이익 증가율	25.1	5.5	10.2	8.5	8.8
지배주주순이익 증가율	52.2	(4.0)	7.6	9.4	10.0
EPS 증가율	52.3	(4.0)	7.7	9.4	10.0
EBITDA 증가율	20.2	3.4	6.9	8.0	8.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동현금흐름	546	437	630	650	693
당기순이익	398	385	417	461	507
유형자산감가상각비	157	154	147	156	165
무형자산상각비	5	3	5	5	5
자산부채변동	16	(108)	31	(8)	(23)
기타	(30)	3	30	36	39
투자활동현금흐름	(292)	(541)	(353)	(363)	(392)
유형자산투자	(85)	(166)	(252)	(256)	(265)
유형자산매각	10	1	0	0	0
투자자산순증	(215)	(372)	(23)	(23)	(24)
무형자산순증	(1)	(2)	(15)	(6)	(11)
기타	(1)	(2)	(63)	(78)	(92)
재무활동현금흐름	(177)	(138)	(96)	(109)	(119)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(147)	(101)	(1)	(1)	(1)
배당금지급	(30)	(38)	(49)	(83)	(91)
기타	0	1	(46)	(25)	(27)
기타현금흐름	(18)	(2)	0	0	0
현금의증가	59	(244)	182	178	182
FCF	418	242	315	325	345

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

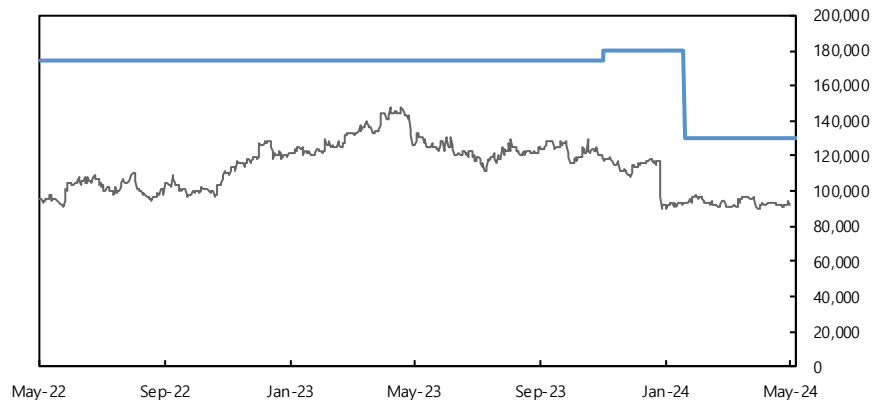
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	3,372	3,521	3,918	4,328	4,753
유동자산	1,470	1,628	1,897	2,190	2,493
현금성자산	610	366	548	725	907
매출채권및기타채권	224	212	238	259	276
재고자산	235	260	265	290	310
비유동자산	1,901	1,893	2,022	2,138	2,260
투자자산	53	39	41	44	48
유형자산	1,668	1,658	1,763	1,863	1,963
무형자산	55	54	64	65	71
부채총계	732	566	629	669	686
유동부채	556	399	452	480	487
매입채무및기타채무	361	304	360	386	418
단기차입금및단기사채	24	4	4	4	4
유동성장기부채	70	0	0	0	0
비유동부채	176	167	177	189	199
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	14	14	14	13	12
자본총계	2,639	2,955	3,289	3,659	4,067
지배주주지분	2,554	2,862	3,185	3,538	3,927
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598	598
기타자본	622	622	622	622	622
이익잉여금	1,218	1,560	1,883	2,235	2,625
비지배주주지분	85	93	104	121	140
순차입금	(877)	(1,104)	(1,341)	(1,588)	(1,853)

주요 투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	9,926	9,528	10,257	11,226	12,351
BPS	64,609	72,415	80,570	89,494	99,343
DPS	950	1,250	2,100	2,300	2,500
수익성(%)					
ROA	12.3	11.2	11.2	11.2	11.2
ROE	16.5	13.9	13.4	13.2	13.1
배당수익률	0.7	1.1	2.3	2.5	2.7
배당성향	9.6	13.1	20.5	20.5	20.2
안정성					
부채비율(x)	27.8	19.1	19.1	18.3	16.9
차입금/자본총계비율(%)	4.5	1.0	0.8	0.7	0.6
이자보상배율(x)	106.2	136.8	388.9	419.2	481.7
순차입금/EBITDA(x)	(1.4)	(1.7)	(1.9)	(2.1)	(2.3)
Valuation(x)					
PER	12.9	12.2	9.0	8.3	7.5
최고	13.0	15.5	11.6	10.6	9.6
최저	8.1	11.3	8.7	7.9	7.2
PBR	2.0	1.6	1.2	1.0	0.9
최고	2.0	2.0	1.5	1.3	1.2
최저	1.2	1.5	1.1	1.0	0.9
PSR	1.8	1.6	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.8	5.5	3.5	2.9	2.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
오리온 (271560)	2021.06.17	매수	175,000원	-39.4	-26.0
	2022.06.17	1년경과		-33.2	-15.5
	2023.06.17	1년경과		-30.2	-25.3
	2023.11.22	매수	180,000원	-40.2	-33.8
	2024.02.08	매수	130,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2024년 5월 22일 현재 오리온 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 오리온 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2024. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
84.7%	15.3%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.