

# 오리온 (271560 ks)

Opinion

## Buy

목표 주가	177,100
현재 주가	92,400
상승 여력	91.67%

Price trend



Stock indicator

시가총액(원)	3.71조
발행주식수(주)	39,536,132
52주 최고(원)	131,000
52주 최저(원)	89,200
주요주주지분율(%)	56.89
23년 배당수익률(%)	1.08

Team 3

방준식	최예훈
박현성	안채은
원승재	장지웅
정정환	최아현

- 제과류를 국내외 공장에서 생산하여 판매하는 기업
- 1Q24 매출 7,467억원(YoY +12.2%), 영업이익 1,254억(YoY +24.8%)
- 해외 매출 비중 65%, 해외 생산설비 증설로 인한 매출증가 예상
- 곡물가격 인하, 제과시장 연평균 성장률 3.75로 꾸준한 성장 예상
- 2024.7.8 증가 92,400원, 91.67%의 upside, 목표주가 177,100원 제시

### Signal 1: 세계 제과 시장 성장으로 인한 기회

세계 제과시장은 연평균 성장률 4.5%로 성장하여 2032년 327.46억 규모를 달성할 전망이다. 특히 아시아 태평양 시장은 연평균 6.99%로 가장 빠르게 성장중이며 오리온 매출의65%가 해외매출인 만큼 해외 시장의 성장은 오리온의 향후 매출확대를 이끌 것이다. (중국) 유통채널 합리화와 기존 제품 리뉴얼 계획 (베트남) 현재 66%의 점유율을 차지하고 있으며 2023년 공장 증설, 2027년까지 연 8500억 규모의 생산능력을 갖출 것으로 확인됨 (러시아) 2023년 트베르 공장 가동 시작, 젤리/파이부문 CAPA 증설 (인도) 현지 제조업체 만 벤처스와 위탁생산관리 계약, 제품의 현지화 노력이 지속되고 있다.

### Signal 2: 경쟁사 대비 높은 영업이익률 및 우수한 재무 건전성

약 5%의 영업이익률을 보유 중인 필수 소비재 산업에서 오리온은 16~17%의 영업이익률을 기록하고 있다. 반면 동종업계 경쟁사인 롯데웰푸드와 크라운 제과는 각각 4%, 6%대의 영업이익률을 기록, 수익성 측면에서 오리온이 타 기업 대비 뛰어나다. 또한 낮은 부채비율을 가지고 있어 고금리 기조 속 이자비용을 낮춰 순이익률을 높일 수 있다. 이러한 이익을 바탕으로 밸류업 프로그램을 통한 주주환원정책에 대해 기대해볼 수 있다.

### Signal 3: POS 데이터를 활용한 효율적 경영 및 급변하는 소비 트렌드의 파악

2014년부터 포스데이터 구축에 투자해 판매된 상품에 대한 실시간 데이터 수집이 가능해졌다. 이는 반품률을 크게 낮췄을 뿐만 아니라 급변하는 소비자 기호도를 빠르게 파악해 매출액 증진을 이끌었다. 업계평균인 3%의 반품률에 비해 오리온은 0.5%의 반품률을 기록, 연간100억원 이상 절감하였다. 뿐만 아니라 시장 반응이 좋은 제품의 경우 실시간으로 정보를 파악하여 생산량을 늘렸고 이는 매출증대와 비용감소로 이어질 것이다.

# CONTENTS

---

기업개요	.....	3
제시했던 투자포인트	.....	4
당시 밸류에이션	.....	7
발표 후 주가 흐름	.....	8
투자 포인트 점검	.....	11
밸류에이션 점검과 Buy, Sell, Hold 추천	.....	14

## I. 개요: 간단한 사업 내용

2017년 6월 1일 분할존속회사인 (주)오리온홀딩스(구 오리온)에서 인적분할하여 설립된 신설법인인 동사는 비스킷, 파이, 껌, 초콜릿, 스낵 등을 익산, 청주 공장 등에서 생산하여 국내외 판매를 영위한다. 해외 사업의 경우 수출과 현지 해외법인을 통한 생산, 판매를 병행하고 있으며 현재 중국, 러시아, 베트남 시장 등에 집중하고 있으며 가장 큰 성장은 달성한 곳은 중국 시장이다. 현재 동사는 작년 2조 9천억원 가량을 벌어들이며 매출기준 국내 제과업계 1위, 국제 제과업계 12위를 차지했다. 동사의 경쟁자인 롯데제과는 27위, 해태 크라운은 60위에 위치하고 있다. 매출액 또한 3년 이상 우상향하는 것으로 나타나고 있어 앞으로도 국내 제과업계에서 오리온의 왕좌는 굳건할 것으로 예상된다.

동사의 주요 품목으로는 파이와 스낵, 비스킷이 전체 제품의 85%를 차지하며 각 카테고리의 주요 제품은 초코파이, 포카칩, 예감, 고소미 등이 있다. 상기 주요 제품 이외에도 마켓오 네이처, 닥터유 시리즈 제품을 출시하여 해외 시장 개척 전략을 바탕으로 국내를 비롯하여 해외 시장에서도 높은 브랜드 인지도를 쌓아왔다. 동사의 유형별, 품목별 매출 구성은 제품이 86%, 상품 10.8%, 기타 3.2%로 대부분의 매출이 제품에서 발생한다. 제품과 상품은 모두 비스킷, 파이, 스낵, 기타로 구성되어 있으며 제품 중 스낵부문이 31.9%로 가장 높고 그 다음은 비스킷 25.9%, 파이 18.2%로 이어진다.

그림 1) 카테고리별 주요 상표



자료: 오리온 홈페이지

그림 2) 2023년 스낵 과자 제조사별 점유율

1위	2위	3위	4위	5위
<b>오리온</b>	<b>농심</b>	<b>롯데웰푸드</b>	<b>크라운제과</b>	<b>해태제과</b>
점유율 23.5%	점유율 23.1%	점유율 9.1%	점유율 9%	점유율 7.5%
시가총액: 3조5978억	시가총액: 2조 2415억	시가총액: 1조 1529억	시가총액: 1036억	시가총액: 1566억
포카칩, 오감자	새우깡, 바나나킥	빼빼로, 몽쉘	조리퐁, 콘칩	오에스, 훌런볼

자료: 각 사, Buysignal

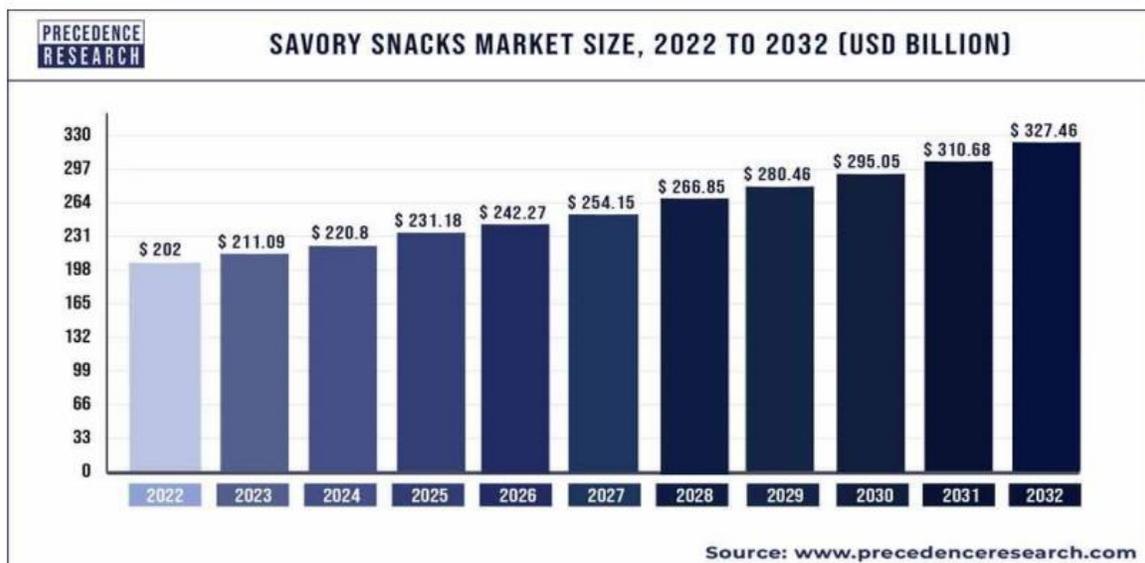
## Ⅱ. 제시했던 투자포인트

### 1) 세계 제과 시장 성장으로 인한 기회

2022 년 세계 제과 식품 시장의 규모는 202억 USD 로 한화 약 271조에 달했으며 연평균 성장률 (CAGR)약 4.5%로 성장하여 2032 년까지 327.46억 USD 로 성장할 것으로 예상된다. 특히 주목해야 할 시장은 아시아 · 태평양 시장으로 2020년 기준 전세계 스낵 시장 중 39.7%로 규모 면에서도 가장 큰 비중을 차지하며 연평균 6.99% 수준으로 무섭게 성장하는 시장에 해당한다. 동사의 4Q23 기준 전체 매출의 약 65%가 해외 매출의 해당하며 이는 경쟁사 대비 매우 높은 수준에 해당한다. 매출 비중은 국가별로 중국(40%), 베트남(17%), 러시아(7%), 인도(1%) 순이다.

가장 높은 매출 비중을 차지하는 중국에서 동사는 최근 유통채널 합리화, 기존제품증량 및 리뉴얼을 진행하며 변화를 꾀하고 있다. 유통채널의 경우 적자가 발생하는 채널 유통을 중단, 경소상을 통해 유통하는 간접영업체제로 전환하여 실적 상승을 달성할 것으로 보이며 제품 증량 통해 고정비 효율 성과 매출 증대 또한 취할 예정이다. 베트남 시장에서 동사는 베트남 파이 시장의 66%에 해당하는 점유율 1위의 선두업체이다. 해당 시장에서는 신제품 및 유음료 제품 출시 및 공장 증설을 통해 현재의 선두 위치를 공고히 할 예정이다. 러시아 시장에서는 높은 공장 가동률을 보이고 있는 것이 특징이다. 2024년 러시아 공장의 가동률은 140.75%로 높은 가동률을 기록하고 있으며 작년엔 새로 증설한 트베르 공장의 가동 및 젤리/파이 부문 CAPA 증설 및 약 6000여개의 거래처 수 확대에 의해 24년 고성장이 전망된다.

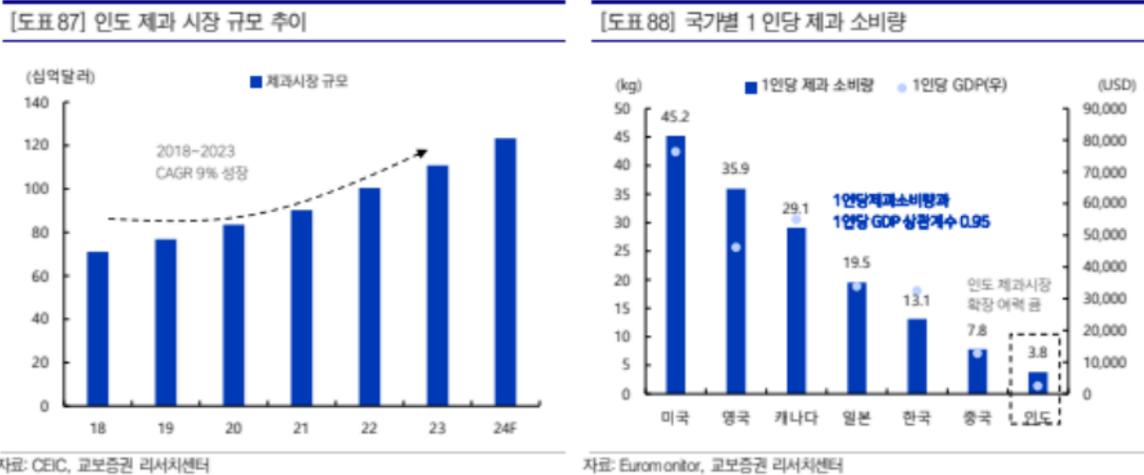
그림 3) 글로벌 제과시장 전망



자료: precedence research

향후 기대되는 시장은 인도 시장이다. 세계 인구 1위의 국가이며 이러한 인구수를 바탕으로 향후 제과시장의 성장 잠재력이 존재한다. 동사의 현재 매출은 약 1%에 해당하지만 향후 매출 비중 확대의 여지가 있다. 오리온은 인도 시장의 특성을 고려해 현지 제조업체인 만 벤처스(Mann Ventures)와 위탁생산 관리 계약을 맺은 후 2021년 3월부터 초코파이를 생산, 판매를 시작하였다. 뿐만 아니라 지난 상반기에는 스낵 생산라인을 신규로 구축해 교복칩 멕시칸 라임맛 등을 현지에 선보였다. 이러한 제품의 현지화 노력 등을 통해 시장을 공략하고 있기 때문에 추후 인도 법인의 지속적인 성장을 전망한다.

그림 4) 인도 제과시장 규모 추이 및 국가별 1인당 제과 소비량



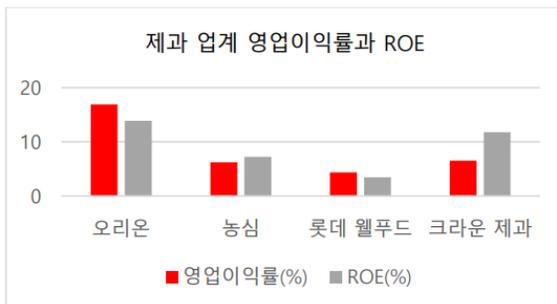
자료: 교보증권

2) 경쟁사 대비 높은 영업이익률 및 우수한 재무 건전성

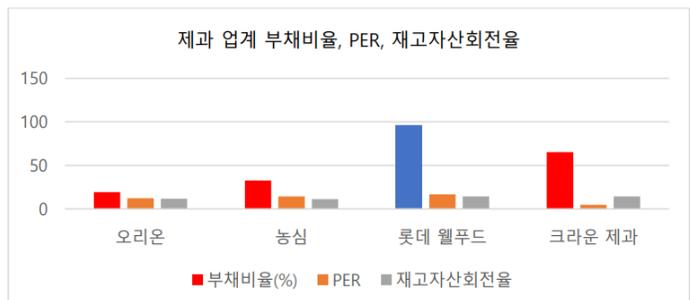
제과 산업의 경우 산업 특성상 약 5%정도의 낮은 영업이익률을 기록하는 것이 평균이지만 동사의 경우 Peer 대비 약 3배가량 높은 16~17%의 영업이익률을 기록하고 있다. 또한, 제과업계 Top 4 경쟁사들과 비교하였을 때 동사의 영업이익 및 ROE가 높다. 이는 원 부자재의 가격 상승에도 글로벌 통합구매를 통해 평단가 하향을 실현했기 때문이다.

그림 5)

그림 6)



자료: 네이버 증권, Buysignal

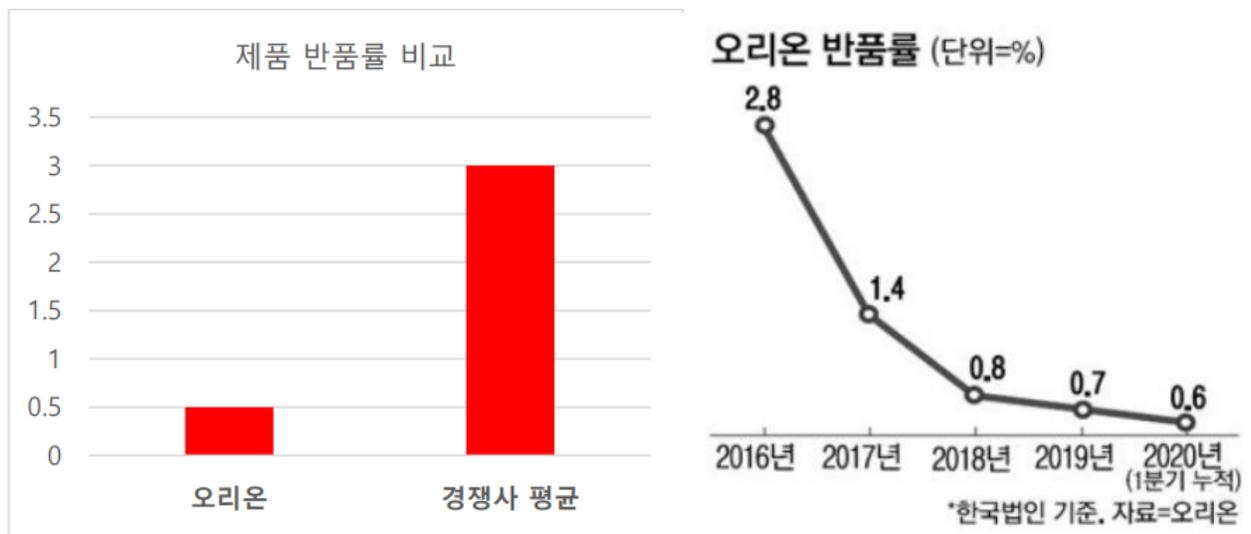


자료: 네이버 증권, Buysignal

### 3) POS 데이터를 활용한 효율적인 경영 및 급변하는 소비 트렌드의 파악

동사는 2014년부터 포스(POS) 데이터 구축에 상당한 투자를 통해 구축에 공들여 왔다. 이를 통해 식품업계 내에서도 가장 뛰어난 포스 데이터 수집·분석·활용 시스템을 구축했다는 평가를 받는다. 시스템을 통해 반품률을 크게 낮추었고, 급변하는 소비자 기호도의 빠른 파악으로 매출액 증진을 달성하는 결과를 낳았다. 소비 데이터를 생산 계획에 실시간 반영, 제품 군마다의 생산량을 조절하였고 이는 업계 최저 수준의 반품률인 0.3%를 기록할 수 있게 되었다. 이를 통해 절약하는 비용은 한 해 100억원으로 알려져 있으며 이러한 데이터 활용 경영 방법은 추후 당사의 주가 상승에 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단된다.

그림 7) 오리온 반품률



자료: 오리온

### Ⅲ. 당시 밸류에이션

#### 1) 추정 EBIT

오리온		Historical			Projected		
항목	Average	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액		2,355	2,873	2,912	3,172	3,454	3,762
% of growth	8.9%	6.0%	22.0%	1.4%	8.9%	8.9%	8.9%
(-) 매출원가		-1,409	-1,782	-1,785	-1,936	-2,108	-2,296
% of Revenue	61.0%	59.8%	62.0%	61.3%	61.0%	61.0%	61.0%
매출총이익		946	1,091	1,127	1,236	1,346	1,465
% margin	39.0%	40.2%	38.0%	38.7%	39.0%	39.0%	39.0%
(-) 판매비		-573	-625	-635	-718	-782	-851
% of Revenue	22.6%	24.3%	21.7%	21.8%	22.6%	22.6%	22.6%
EBIT		373	467	492	518	564	614
% Revenue	16.3%	15.8%	16.2%	16.9%	16.3%	16.3%	16.3%

(단위: 십억 원)

첫 밸류에이션 당시 최근 5개년 법인별 매출액 기준 연평균 성장률 8.9%를 적용하여 향후 3개년 매출액을 추정하였다. 매출원가 및 판매비 또한 과거 3개년 평균값인 61%, 22.6%를 적용하여 EBIT을 추정하였다.

#### 2) 추정 CAPEX, 감가상각비, 순운전자본증감

CAPEX는 유형자산순취득액과 무형자산순취득액의 합으로 계산하였으며, 매출액 대비 CAPEX 비율의 3개년 평균값 4.8%를 산출하였다. 또한 24년부터 시행중인 인도와 러시아 공장 증설계획을 반영하여 0.5%p의 증가분을 반영하였다. 감가상각비 또한 3개년 매출액대비 감가상각비 평균비율 5.8%를 산출하였고, 매년 감가상각비 추가 증가분 0.2%p를 반영하였다. 순운전자본 역시 3개년 평균 매출채권, 재고자산, 매입채무 회전비율을 구한 후 예상치에 반영해 추정하였다.

#### 3) 추정 WACC

동사의 자기자본은 보통주 100%로 구성되어 우선주가 존재하지 않으며, 차입금과 리스부채만 존재한다. 4Q23 700억 규모의 차입금을 상환했으며 단기 차입금은 각 종류별 가중평균, 리스부채는 리스 이자비용으로 역산하여 각각 이자율을 산출하였다. 법인세율은 23년 한계법인세율 24%를 적용하였다. 자기자본비용은 CAPM모델을 사용하였으며, 무위험이자율(Rf)은 국고채 10년물 금리 3.376%, 시장이자율(Rm)은 코스피의 1년 평균 수익률 10.89%를 적용하였다. Beta는 리가켄바이오 인수건으로 인한 단기적 급락, 52주 베타에 왜곡이 존재한다고 판단하여 과거 3개년 베타를 평균인 0.69976을 적용해 8.64%의 WACC를 산출하였다.

#### 4) 목표주가 설정

성숙기인 음식료품 산업의 특성 반영, 영구성장률 1%를 적용해 Terminal Value를 산출하였으며 추정된 FCF와 Terminal Value의 순현가를 합산해 8조 3,080억 원의 EV 도출, 보유중인 현금 및 현금성 자산 3,660억 원을 합산했으며 지난 1월 진행된 리가캠바이오의 지분인수비용 5,500억 원은 제하였다. 이를 발행주식수 39,536,132로 나눈 적정주가 176,204원을 도출하였다.

#### IV. 발표 후 주가 흐름



4월 6일 발표 이후 4월 17일 91,100원으로 급감, 6월 7일부터 증가세를 보이며 104,400원까지 증가 후, 18일부터 다시 하락하여 7월 5일 91,400원을 기록하였다.

##### 1) 4월 17일 5% 하락

1분기 잠정실적이 발표되며 매출액은 7,467억원(YoY +12.2%), 영업이익은 1,254억(YoY +24.8%)로 시장 컨센서스에 부합했지만 매출의 가장 큰 비중을 차지하는 중국에서 춘절효과에서 벗어나며 3월 중국매출 -4.0% YoY, 영업이익 +8.3% YoY로 중국 전년 동월대비 -38억원 감소하였다.

또한 리가캠바이오에 대한 우려도 이어지고 있어 위축된 투자심리를 회복할 대안으로 올해부터 2026년까지 3년동안 배당성향을 20% 이상으로 올린다고 공시하였지만 주가는 반등하지 못하였다.

2) 6월 7일부터 6월 17일의 증가세

- 음식료 업종 밸류에이션 상승

글로벌 'K-Food' 인지도 확대가 업체 실적에 반영되며 음식료 업종인 삼양식품은 1분기 수출 YoY 82.9%, 농심 YoY 26.6%, CJ제일제당 북미 매출 YoY 9% 증가하였다. 코로나 이후 지난 3년간 가공식품 수출액은 연평균 9% 증가했으며 미국향 수출액은 12%로 두드러졌다.

그림 8) 해태제과 주가



그림 9) 롯데제과 주가



출처: 네이버 주식

한국농수산식품유통공사는 미국향 수출액 증가가 건강으로의 이미지 확장, 뛰어난 맛과 품질, 한류를 기반으로 한 k-food 관심 증대로 분석하였다. 1Q24 외식산업경기동향지수 또한 증가세를 보여 오리온이 수출이 확대되는 국내 음식료 산업의 상승세에 편승했음을 보여준다

그림 10) 외식산업 경기지수: 1Q24 전분기대비 개선



자료: aT, 하이투자증권 리서치본부

### 5월 베트남, 인도 적극적 투자

오리온은 베트남 기업 VNTT와 스마트공장 설립관련 협력계약을 체결했으며, 26년 완공목표로 미폭 제2산업단기에 조성을 계획했으며 공정 최적화 및 생산비용 절약 등을 기대한다. 또한 1Q24 인도법인에 64억원을 출자하였고 24년4월 투자 및 운전자본 확보 목적으로 82억원을 추가 출자하는 등 적극적인 투자를 이어갔다.

### 원가개선 지속

대두, 소맥, 옥수수 선물가격은 러시아, 우크라이나의 지정학적 이슈관련 급등을 보였던 1H22이후 하락세를 유지중이며 원당의 경우 엘니뇨 영향 관련 2H23 고점을 보였으나 이후 하향조정 되었다. 따라서 대부분의 원재료에서 안정적인 부담축소 흐름이 이어지며 투입가격 하락에 따라 원재료 매입액의 매출액 대비 비중이 축소되고 있다.

### 3) 6월 18일 이후 하락세

#### 제한적 가격전가

2022년 9월 초코파이를 포함한 16개 제품 가격을 평균 15.8% 인상한 후, 올해 가격인상은 없을 것이라 발표하며 출고량 중심의 성장 전략에 초점을 맞춘다. 코코아 가격 상승에 따라 가격을 인상한 롯데웰푸드와 달리 가격인상효과를 얻지 못할 것이다. 따라서 낮은 매출성장률을 높일 만한 유인에 대한 우려가 주가에 반영된 것이라 예상된다.

### 5월실적, 아쉬운 매출

5월 국가별 전년대비 매출증감률은 한국 +4.4%, 중국 -6.1%, 베트남 +0.3%, 러시아 -12.3%. 채널 구조조정이 단행된 중국과 러시아 매출 감소하였다. 중국의 경우 위안화 관련 환율효과 -8억, 채널 경소상 간접판매 전환에 따른 매출공백 -85억이 발생하였다.

[도표 5] 오리온 5월 실적 Review

(단위:십억원,%)

구분	매출액			영업이익			OPM%		
	2405	2305	YoY%	2405	2305	YoY%	2405	2305	YoY%p
국내	96.9	92.8	4.4	17.5	16.1	8.7	18.1%	17.3%	0.7%
중국	99.4	105.9	-6.1	19.1	19.5	-2.1	19.2%	18.4%	0.8%
베트남	35	34.9	0.3	6.4	5.8	10.3	18.3%	16.6%	1.7%
러시아	17.1	19.5	-12.3	2.5	3.1	-19.4	14.6%	15.9%	-1.3%
합계	248.4	253.1	-1.9	45.5	44.5	2.2	18.3%	17.6%	0.7%

자료: 교보증권 리서치센터

### 음식료 업종의 상승 사이클에서 소외

낮아진 매출 성장률과 본업과 무관한 리가켄바이오 투자로 상승세를 기록하는 음식료 업종 사이클에서 소외되어 음식료 업종 PER 12.3 대비 9.16으로 여전히 낮은 PER을 유지하고 있다. 리가켄바이오에 대한 투자심리 악화가 지속되고 있음을 그 이유로 판단할 수 있다.

## V. 투자 포인트 점검

### 1) 내용 점검

#### 1)-1 세계 제과 시장 성장으로 인한 기회

동사의 경우 해외 매출 비중이 전체 매출의 65% 정도로 타사 대비 높은 해외 매출 비중을 가지고 있는 기업이다. 이것이 바로 첫번째 투자 포인트의 근거이다. 기존 보고서에서도 언급 했었지만 국내 제과 시장은 이미 포화 상태에 이르렀다. 상위 4개 업체가 독식하는 현 상황에서 주요 소비층인 유아·청소년 층의 인구 감소, PB 상품의 등장, 외식 산업 시장의 규모 확대 등으로 인하여 국내에선 매출 성장에 대한 한계가 명확해 보였고 이에 따라 동사의 경우 일찌감치 중국을 필두로 한 해외 시장에 진출을 하였다. 결국 세계 제과 시장의 성장 유무가 동사에게 있어서 가장 중요한 투자포인트라고 생각했다. 실제로 세계 제과 식품 시장의 경우 연평균 4.5% 성장할 것으로 예상되고 있고 동사 매출의 58%를 차지하는 아시아. 태평양 시장의 경우 39.7%로 가장 큰 비중과 시장 중 가장 높은 연평균 성장률(6.99%)을 기록할 것으로 전망되고 있기 때문에 이는 동사를 투자하는 데 있어서 가장 매력적인 포인트라고 생각하였고 이에 대한 생각은 변함이 없다.

그림 10) 대륙별 스낵 시장 규모 및 전망

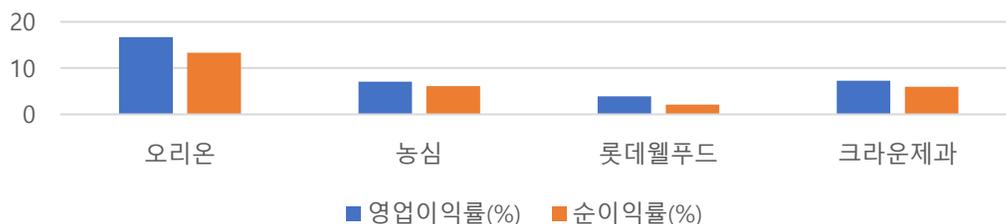


자료: FIS 식품산업통계정보, 오리온

#### 1)-2 경쟁사 대비 높은 영업이익률 및 재무 건전성

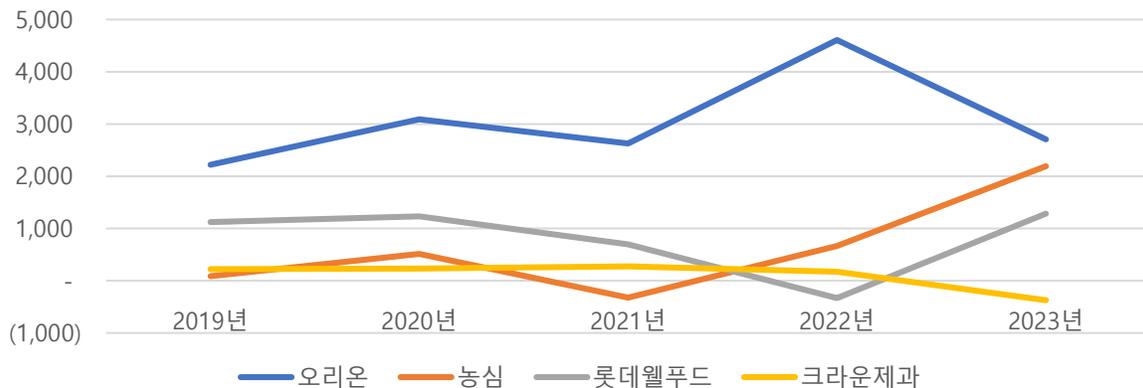
기존 보고서에서 언급했지만 동사의 경우 효율적인 경영방식으로 인하여 높은 영업이익률을 기록하고 있다.

#### 24년 1분기 영업이익률 및 순이익률 비교



동사는 현금 전환율도 굉장히 높은 편에 속한다. 동사의 매출채권회전일수는 24일로 30~40일인 타사 대비 현금을 빠르게 회수하고 있다. 높은 영업이익률과 현금 전환율은 동사로 하여금 안정적인 현금 창출능력을 가능케 하였고 충분한 영업현금흐름으로 인하여 최근 5년간 잉여현금흐름이 음수가 되지 않은 기업은 동사가 유일하다.

잉여현금흐름의 비교



지속적인 양의 잉여현금흐름은 기업이 주주 가치를 극대화할 수 있는 중요한 자원이다. 지난 4월 최고경영자 간담회를 통해 중장기적으로 배당성향을 25% 수준으로 유지한다고 밝힌 만큼 동사는 주주 환원에도 관심이 많기 때문에 충분한 잉여현금으로 자사주 매입까지 고려할 수도 있다. 이렇듯 압도적인 영업이익률을 바탕으로 한 재무 건전성은 동사의 가장 큰 무기 중 하나라고 생각한다.

### 1)-3 POS 데이터를 활용한 효율적인 경영 및 급변하는 소비 트렌드의 파악

당시 동사가 오랫동안 구축해온 포스데이터(POS)시스템에 대하여 투자포인트로 제시했었다. 1)남들보다 한발 앞서간 시스템 구축 2)업계 평균 대비 매우 낮은 반품률 3) 급변하는 소비자의 기호도의 빠른 파악 등 포스데이터 활용은 지속적인 영업이익률 상승 및 매출원가, 판관비 절감에 도움이 되었고 이는 24년 1분기 실적에도 어느정도 반영이 된 것으로 보인다. 2024년 1분기 매출총이익률은 38.52%로 23년 1분기 매출총이익률 37.71%에 비해 0.81%pt 향상되었고, 판관비율은 24년 1분기 21.8%로 23년 1분기 22.77%보다 0.97%pt 감소하여 원재료가 안정과 더불어 판관비 차원의 원가 절감까지 꾸준히 잘 이뤄지고 있음을 확인할 수 있다.

## 2) 새로운 투자 포인트

### 2)-1 미국 시장으로의 진출

미국 시장의 경우 인도와 비슷하게 매출액의 1~2%밖에 못 미치는 시장이지만 성장성은 다분하다. K-pop, 불닭의 필두로 한 k-FOOD의 인기는 고스란히 동사에게 영향을 미치게 되었다. 현재 동사의 대표적인 상품 중 하나인 '꼬북칩'의 경우 17년에 6천만원의 매출액을 올렸었지만 작년엔 120억원의 매출을 기록했다. 6년만에 200배 가까이 성장한 셈이다. 올 한해에는 북미에서만 200억원 정도의 매출

을 예상하고 있다. 꼬북칩의 경우 미국내에 최근 성장세가 가장 높은 유통채널인 '파이브 빌로우'와 미니소에 매장 입점을 완료하였다. 지난 3월부터 미국 전역의 파이브 빌로우 1598개 전 매장에 입점 판매 중이며 미니소 52개의 전 점포에서 판매되고 있다. 뿐만 아니라 4월 17일 최고경영자 간담회에서 동사의 올해 미국 수출액 400억정도 전망을 하고 있으며 단일 품목 매출 연 300~400억 상회 시 제조 공장 건설을 검토할 것이라고 밝혔다. 현재 매출의 60% 이상이 해외 매출인 동사는 해외 법인을 다수 거느리고 동사의 제품을 현지 시장에 알맞게 판매하는 것에 일가견이 있는 만큼(베트남과 자An, 중국의 마라맛 꼬북칩 등) 향후 미국 시장에서의 M/S 확보는 시간문제라고 생각한다.

### 3) 1분기 실적 분석

동사의 1분기 매출액은 7484억원(YOY + 12.7%)이고, 영업이익 1,251(YOY + 26.2%)억원을 기록했다. 이는 주요 법인에서의 명절 시점 차이로 전년동기 실적이 부진했던 영향 때문에 외형과 수익성이 크게 증가하였기 때문이다. 이러한 호실적에도 불구하고 이미 기저효과를 이미 예상했던 만큼 추가에는 긍정적인 영향을 주지 못하였다.

#### 3)-1. 5월 잠정실적 분석

5월 동사의 잠정 매출액 및 영업이익은 2,484억원(YOY -1.9%), 455억원(YOY 2.2%)이었다. 한국 법인 외에 해외 법인의 매출 성장률이 다소 둔화된 모습을 보여줬다. 중국법인의 경우 매출액 994억(YOY -6.1%), 영업이익 191억원(YOY -2.1%) 시현했는데 매출 감소는 환율 효과(-8억), 경소상 간접 판매 전환 매출 공백(-20억), 온라인/별크 채널 경소상 교체(-65억원)에 기인한 것으로 보인다. 베트남의 경우 어느정도 선방은 하였으나 매출액 350억원(YoY 0.3%) 영업이익 64억원(YoY 10.3%) 시현하였고 러시아의 경우 초코파이 분포 확대 및 거래처 수의 증가는 매우 희소식이었지만 식료품 전문 소매 채널인 K&B향 출고 중단의 영향으로 파이 매출이 -16%이상 떨어져 매출액 171억원(YOY -12.3%), 영업이익 25억원(YOY 19.4%)를 시현하였다. 중국, 베트남, 러시아 법인의 경우 1~5월까지의 잠정 매출성장률과 영업이익률이 다소 둔화된 흐름을 이어 왔었는데 하반기에는 경소상으로 인한 매출공백은 회복될 전망이다. 금리 인하의 가능성으로 인해 환율효과도 개선될 여지가 충분하다. 러시아 법인의 경우 현재 K&B와 거래 재개를 위한 협상도 진행중이다. 그렇기에 하반기에 대한 긍정적인 전망은 유효하다고 생각한다.

## VI. 밸류에이션 점검과 Buy, Sell, Hold 추천 그리고 논리와 근거 뒷받침

### 1) 모래주머니를 달아도 성장하는 매출

현재 오리온은 중국 시장에서의 유통 방식을 경소상으로 바꾸고 있어 기존 유통채널의 공백이 발생하고 있다. 러시아 시장에서도 5월 들어 소매 채널 중 하나였던 K&B향 출고가 중단되어 파이 매출이 -16% 감소해 러시아 시장 매출액이 원화기준 YoY -12.3% 감소하였다.

그러나 매출 감소분을 감안하더라도 상반기 누적 기준 매출 성장률은 꾸준히 양수를 유지하고 있다. 1Q24 매출액 성장률은 12.74%로 중국 춘절 켈린더 효과로 높은 성장률을 기록했다. 2분기에도 앞서 언급한 매출 감소 요소가 존재했지만 24년 4월 매출액은 2,438억 원으로 23년 4월 2,371억 원에 비해 2.83% 늘어났고, 24년 5월 매출액은 2,484억 원으로 2,531억 원을 기록했던 23년 1분기에 비해 -1.86% 역성장했지만 5월 누적 기준으로는 매출 성장률 7.17%로 견조한 성장을 이루고 있다. 여기에 더해 인도 시장에서 카스타드, 기존 제품 신규 플레이버 출시, 판매망 확대로 시장 개척이 진행될 것이며, 미국 시장에도 교복칩 위주의 수출 신장이 예상된다.

따라서 기존에 설정했던 매출 성장 추정치에서 중국 시장의 경소상 전환과 베트남 시장의 신제품 출시 지연, 러시아 시장에서 K&B향 출고 중단을 감안하여 2024년 매출액 성장률을 7%로 하향하되, 기존 매출 성장 곡선을 이탈하지 않았다고 판단하여 2025년, 2026년은 기존 추정치는 8.9%를 유지한다.

### 2) 매출이 안 늘면 영업이익을 늘리면 됩니다

코코아류, 국산 서류 등 일부 원재료의 가격이 불안정한 와중에도 수입 서류, 소맥 등 주요 원재료가 안정 추세와 오리온의 뛰어난 원가율 통제 능력이 빛을 발해 2024년 1분기 매출총이익률은 38.52%로 1Q23 37.71%에 비해 0.81%pt 향상되었다.

또한 중국에서의 간접판매 전환 등 판관비 절감 노력이 더해져 판관비율 역시 1Q24 21.8%로 1Q23 22.77%보다 0.97%pt 향상되었다. 이에 힘입어 1Q24 영업이익률은 16.72%로 작년 동기대비 1.78%pt 상승했다.

이처럼 매출 성장이 약화되어도 오리온 특유의 원가 통제 능력으로 영업이익 성장을 지속할 수 있다는 것은 신규 시장 개척 초기에 매출 성장률이 떨어질 수 있는 상황에서 위기를 돌파할 강점으로 작용할 것이다. 또한 4월 발표한 배당 정책이 기존 FCF 기준에서 영업이익 기준으로 변경되었고, 20% 이상의 배당성향을 제시하여 주주환원을 늘리는 추세가 되었는데, 여기에 영업이익률 향상이 힘을 보태게 될 것이다.



순운전자본증감 추정을 위한 매출채권, 재고자산, 매입채무 증감율은 2024년 매출 성장률 하향 조정을 감안한 소폭의 조정을 제외하곤 기존 추정을 유지하였다. 감가상각비와 CAPEX 역시 기존 추정을 유지하며, WACC 계산을 위한 무위험이자율로 쓰인 국고채 10년물 금리, 시장이자율로 쓰인 KOSPI 1년 수익률, 부채 내역을 업데이트했다. 추가적으로 현금 및 현금성 자산을 갱신했고, 2024년 3월 29일 리가캠바이오 주식 인수 대금을 납입하였으므로 이에 대한 가치 차감분을 제거하였다.

그렇게 도출된 적정주가는 **177,100원**이며, **Upside 91.67%**로 투자의견 **Buy**를 유지한다.