NH투자증권

오리온 (271560.KS)

국가별 희비교차

러시아 법인의 높은 성장 및 중국 법인 실적 개선은 고무적. 다만, 국내 법인이 참붕어빵 회수 관련 영향으로 손익이 부진한 점이 아쉬운 사안

Analyst 주영훈
02)2229-6221, jooyh@nhqv.com

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	**140,000원 (유지)**
현재가 (25/09/16)	**108,800원**

업종	**음식료품**
KOSPI / KOSDAQ	3,215.28 / 812.88
시가총액(보통주)	4,696.9십억원
발행주식수(보통주)	39.5백만주
52주 최고가('25/05/09)	126,900원
최저가('24/08/05)	83,900원
평균거래대금(60일)	17,169백만원
배당수익률(2025E)	1.01%
외국인지분율	30.5%
주요주주	
오리온홀딩스 외 7 인	43.8%
국민연금공단	10.0%

주가상승률	**3개월**	**6개월**	**12개월**
절대수익률 (%)	1.8	20.7	29.3
상대수익률 (%p)	-21.6	-6.2	15.0

	2024	**2025E**	**2026F**	**2027F**
매출액	3,104	3,345	3,569	3,797
증감률	*6.6*	*7.7*	*6.7*	*6.4*
영업이익	544	554	606	619
증감률	*10.4*	*1.8*	*9.5*	*2.1*
영업이익률	*17.5*	*16.5*	*17.0*	*16.3*
(지배지분)순이익	525	426	468	485
EPS	13,269	10,776	11,835	12,262
증감률	*39.3*	*-18.8*	*9.8*	*3.6*
PER	7.7	10.1	9.2	8.9
PBR	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.3	4.1	3.3	2.8
ROE	16.6	11.6	11.5	10.8
부채비율	20.5	18.6	17.0	15.6
순차입금	-1,108	-1,502	-1,894	-2,278

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

참붕어빵 회수 관련 영향 존재

중국 법인이 회복세를 보였으며 러시아 법인이 매출과 이익 모두 전년 대비 30% 이상 성장을 보인 점이 긍정적. 반면, 국내 법인이 참붕어빵 회수 관련 일시적 영향이 발생(총 손익 감소 54억원)한 점과 베트남 법인 매출이 감소한 점은 아쉬움. 참붕어빵 관련 영향을 제외 시 국내 매출과 영업이익이 전년 동기 대비 각각 4%, 10% 성장한 것으로 추정되며, 베트남 또한 지정학적 요인들이 완화되며 회복세를 보일 것으로 전망되는 만큼 연말로 갈수록 실적 정상화 가능성 높다고 판단하며 이에 오리온에 대한 투자의견 Buy 및 목표주가 14만원 유지

8월 영업(잠정)실적 요약

한국: 매출액 915억원(+1% y-y), 영업이익 117억원(-23% y-y) 기록. 주력 제품들의 성장이 이어지고 있으나 참붕어빵 회수 관련 일시적인 매출 차감으로 인해 영업이익 감소. 다만, 8월 2주차부터 정상 판매 시작된 만큼 9월 회복 기대

중국: 매출액 1,142억원(+4% y-y), 영업이익 245억원(+13% y-y) 기록. 시장 침체에도 불구하고 간식점 및 온라인 채널을 중심으로 매출 성장을 이루어냄

베트남: 매출액 409억원(-5% y-y), 영업이익 76억원(-16% y-y) 기록. 전년 동월 행사물량 기저 및 지정학적 불안에 따른 일부 출고 제한 영향으로 부진

러시아: 매출액 302억원(+37% y-y), 영업이익 42억원(+31% y-y) 기록. 8월 말 기준 공장 가동률이 120%를 기록할 정도로 판매 호조가 이어지고 있음

오리온 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E					4Q25F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	774.9	861.8	801.8	777.2	825.5	6.5	6.2	838.0	839.4	940.4
영업이익	137.1	159.7	131.4	121.5	136.4	-0.5	12.3	153.7	144.2	164.3
영업이익률	*17.7*	*18.5*	*16.4*	*15.6*	*16.5*			*18.3*	*17.2*	*17.5*
세전이익	141.0	310.4	145.0	103.5	143.4	1.7	38.6	160.7	151.6	186.6
(지배)순이익	99.7	253.1	104.3	69.8	106.6	6.9	52.6	122.1	113.3	145.3

자료: 오리온, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

오리온은 2017년 6월 인적분할로 설립되었으며 음식료품의 제조, 가공 및 판매 사업을 영위함. 주요 제품으로는 초코파이, 초코칩쿠키, 포카칩 등이 있음. 파이제품과 스낵제품으로 높은 시장 지배력 보유. 국내뿐 아니라, 중국과 베트남, 러시아 시장에서도 높은 점유율과 매출 성장을 나타내고 있음

Share price drivers/Earnings Momentum

- 중국 시장에서 사드(THAAD)로 빼앗겼던 점유율 회복 및 고성장 지속
- 국내 제과 시장에서 점유율 확대
- 베트남과 러시아 시장 고성장 등 밸류에이션 프리미엄 요인 유지

Downside Risk

- 중국 시장 성장률 둔화 등 밸류에이션 프리미엄 요인 소멸
- 신제품의 매출 부진으로 인한 마진 하락 및 비용 부담
- 신흥국 매출 감소로 인한 성장 동력 소멸
- 신규 사업 진출에 따른 기존 비즈니스 마진 하락

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
PEPSICO	17.5	16.5	9.7	8.6	57.9	54.4
MONDELEZ	20.4	18.5	3.1	2.9	15.0	16.6
WANT WANT	14.4	13.9	3.2	2.8	22.9	21.2
TINGYI	13.3	12.5	3.8	3.7	28.9	30.3

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024	2025E	2026F	2027F
PER	12.2	7.7	10.1	9.2	8.9
PBR	1.6	1.2	1.1	1.0	0.9
PSR	1.6	1.3	1.3	1.2	1.1
ROE	13.9	16.6	11.6	11.5	10.8
ROIC	19.4	23.5	22.4	24.4	24.5

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

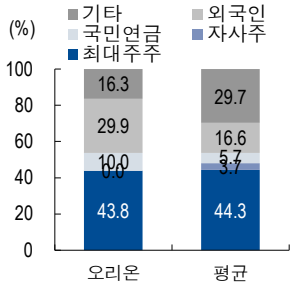
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	**N/A**	**1,073**	**1,927**	**2,023**	**2,230**	**2,355**	**2,873**	**2,912**	**3,104**
영업이익	N/A	107	282	328	376	373	467	492	544
영업이익률(%)	*N/A*	*10.0*	*14.6*	*16.2*	*16.9*	*15.8*	*16.2*	*16.9*	*17.5*
세전이익	N/A	105	275	308	397	379	487	520	692
순이익	**N/A**	**77**	**143**	**220**	**275**	**264**	**398**	**385**	**533**
지배지분순이익	**N/A**	**76**	**140**	**216**	**268**	**258**	**392**	**377**	**525**
EBITDA	N/A	173	400	460	515	523	628	650	704
CAPEX	N/A	90	131	126	152	142	85	166	107
Free Cash Flow	N/A	103	270	222	309	262	461	270	546
EPS(원)	N/A	3,261	3,538	5,453	6,768	6,518	9,924	9,527	13,269
BPS(원)	N/A	33,092	35,553	41,042	46,286	55,925	64,594	72,400	87,799
DPS(원)	N/A	600	600	600	750	750	950	1,250	2,500
순차입금	N/A	447	239	51	-208	-454	-901	-1,129	-1,108
ROE(%)	N/A	5.8	10.3	14.2	15.5	12.8	16.5	13.9	16.6
ROIC(%)	N/A	N/A	12.1	14.2	16.7	16.4	17.3	19.4	23.5
배당성향(%)	N/A	31.4	17.0	11.0	11.1	11.5	9.6	13.1	18.8
배당수익률(%)	N/A	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	1.1	2.4
순차입금 비율(%)	N/A	33.3	16.5	3.0	-11.0	-19.8	-34.2	-38.2	-31.0

자료: 오리온, NH투자증권 리서치본부

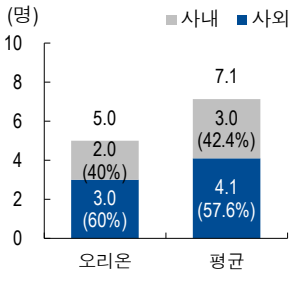
ESG Index & Event

G

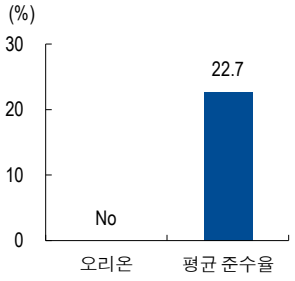
주주 구성



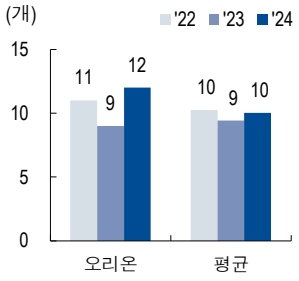
이사회 구성



사외이사가 이사회 의장인지 여부



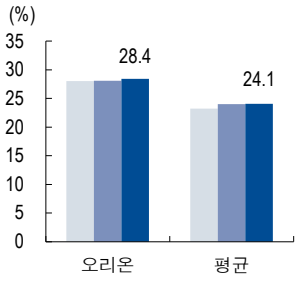
기업지배구조 핵심지표 준수



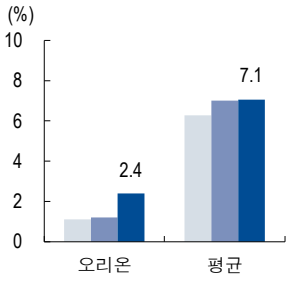
주1: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: 오리온, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

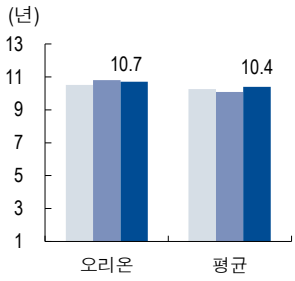
여성 임직원 비율



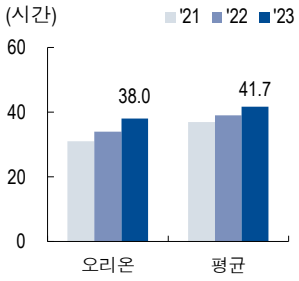
계약직 비율



근속연수



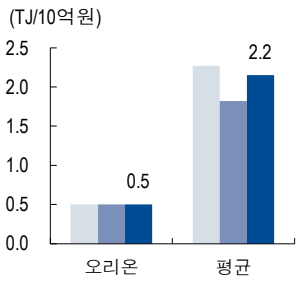
인당 교육시간



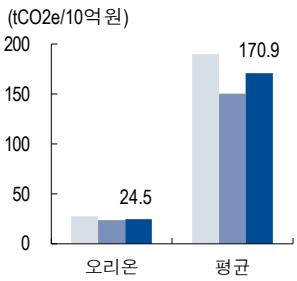
주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상
자료: 오리온, NH투자증권 리서치본부

E

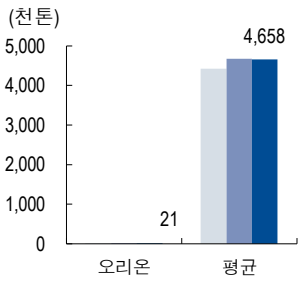
에너지 사용량



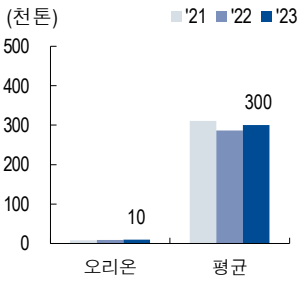
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상
자료: 오리온, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2020.01	- 착한 포장 프로젝트 진행, 2014년 총 21개 제품 포장재 규격 축소, 2019년 10개 브랜드 잉크 사용량 축소
	2018.09	- 제과업계 최초로 '녹색 인증' 획득. 온실가스 오염물질 배출을 최소화하는 기술로 친환경 포장재 적용
S	2019.12	- 제주도와 '용암해수' 제품의 국내 판매 갈등
	2018.10	- 관리자가 근로자에게 노조 활동에 대해 협박, 강요했다는 논란
G	2018.09	- 2008년부터 2014년까지 경기 양평군에 개인 별장을 짓는 과정에서 회삿돈 약 200억원을 공사비로 지출한 혐의
	2011.06	- 회장과 관계자들은 비자금 160억원을 포함, 300억원대의 회삿돈을 횡령, 배임한 혐의로 구속기소 돼 징역형 선고

자료: 오리온, NH투자증권 리서치본부

표1. 오리온 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2024	2025E	2026F	2027F
매출액	- 수정 후	3,104	3,345	3,569	3,797
	- 수정 전	-	3,358	3,582	3,811
	- 변동률	-	-0.4	-0.4	-0.4
영업이익	- 수정 후	544	554	606	619
	- 수정 전	-	579	620	632
	- 변동률	-	-4.4	-2.3	-2.1
영업이익률(수정 후)		17.5	16.5	17.0	16.3
EBITDA		704	717	763	771
(지배지분)순이익		525	426	468	485
EPS	- 수정 후	13,269	10,776	11,835	12,262
	- 수정 전	-	11,242	12,100	12,513
	- 변동률	-	-4.1	-2.2	-2.0
PER		7.7	10.3	9.4	9.1
PBR		1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA		4.3	4.2	3.4	2.9
ROE		16.6	11.6	11.5	10.8

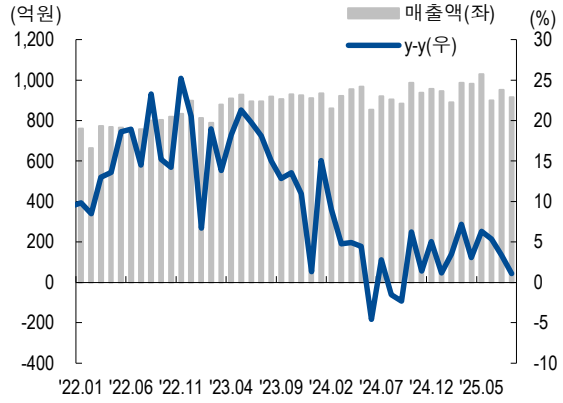
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 오리온 분기별 요약손익계산서 (IFRS 연결) (단위: 억원)

구 분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25F	2024	2025E
매출액	**7,484**	**7,193**	**7,749**	**8,618**	**8,018**	**7,772**	**8,255**	**9,404**	**31,044**	**33,449**
한국	2,716	2,778	2,711	2,771	2,824	2,913	2,750	2,911	10,976	11,397
중국	3,064	2,958	3,223	3,456	3,282	3,048	3,367	3,661	12,701	13,358
베트남	1,182	984	1,217	1,762	1,283	1,029	1,294	1,934	5,145	5,540
러시아	505	491	619	690	672	808	919	984	2,305	3,383
(y-y)	*13%*	*1%*	*1%*	*12%*	*7%*	*8%*	*7%*	*9%*	*7%*	*8%*
한국	*9%*	*2%*	*0%*	*0%*	*4%*	*5%*	*1%*	*5%*	*3%*	*4%*
중국	*16%*	*-1%*	*-2%*	*20%*	*7%*	*3%*	*4%*	*6%*	*8%*	*5%*
베트남	*12%*	*3%*	*3%*	*12%*	*9%*	*5%*	*6%*	*10%*	*8%*	*8%*
러시아	*5%*	*-5%*	*28%*	*33%*	*33%*	*65%*	*49%*	*43%*	*15%*	*47%*
영업이익	**1,251**	**1,217**	**1,371**	**1,597**	**1,314**	**1,215**	**1,364**	**1,643**	**5,436**	**5,534**
y-y	*26%*	*8%*	*-3%*	*14%*	*5%*	*0%*	*-1%*	*3%*	*10%*	*2%*
영업이익률	17%	17%	18%	19%	16%	16%	17%	17%	18%	17%

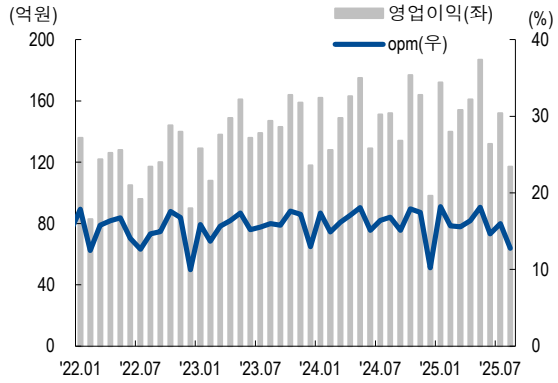
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 한국(오리온) 월별 매출 추이



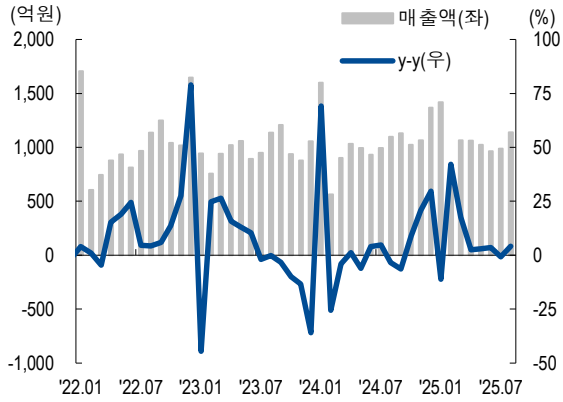
자료: 오리온, NH투자증권 리서치본부

그림2. 한국(오리온) 월별 영업이익 추이



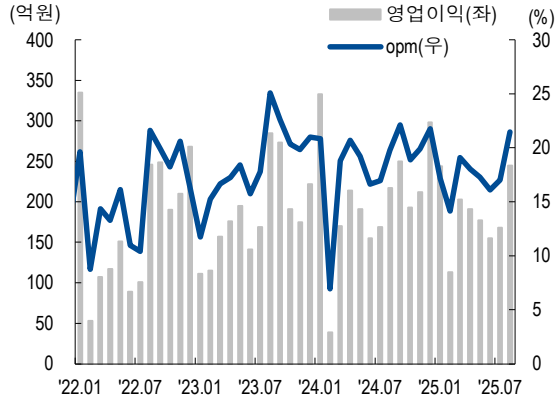
자료: 오리온, NH투자증권 리서치본부

그림3. 중국(OFC) 월별 매출 추이



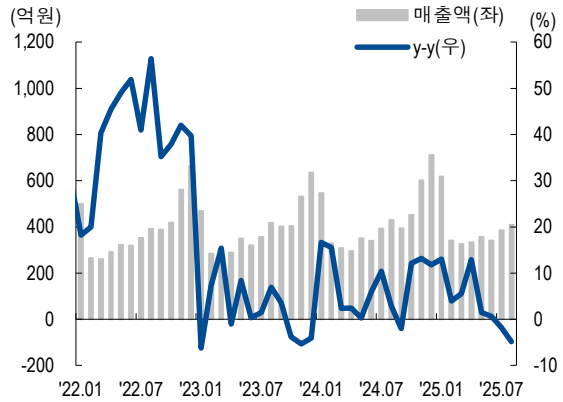
자료: 오리온, NH투자증권 리서치본부

그림4. 중국(OFC) 월별 영업이익 추이



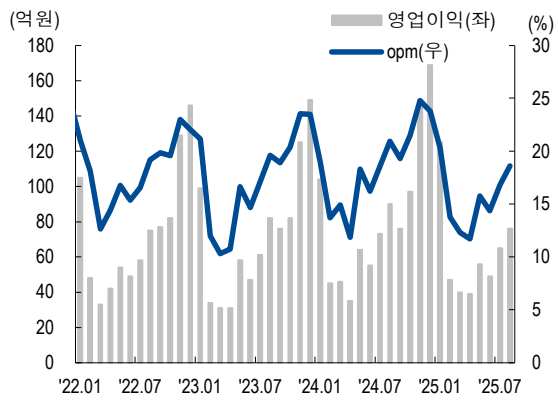
자료: 오리온, NH투자증권 리서치본부

그림5. 베트남(OFV) 월별 매출 추이



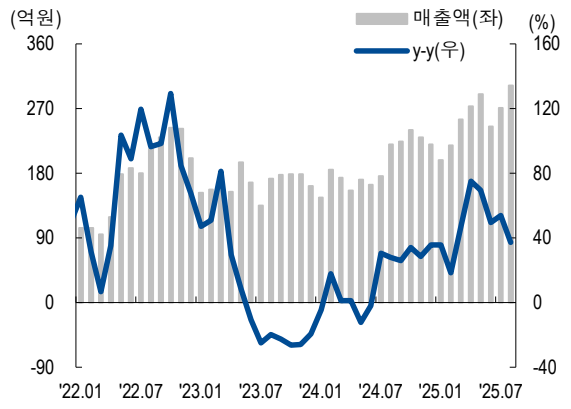
자료: 오리온, NH투자증권 리서치본부

그림6. 베트남(OFV) 월별 영업이익 추이



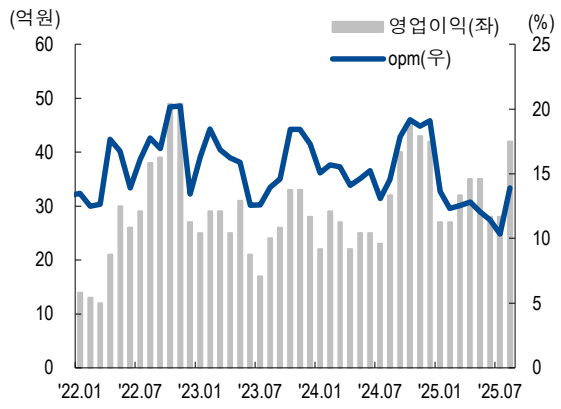
자료: 오리온, NH투자증권 리서치본부

그림7. 러시아(OIE) 월별 매출 추이



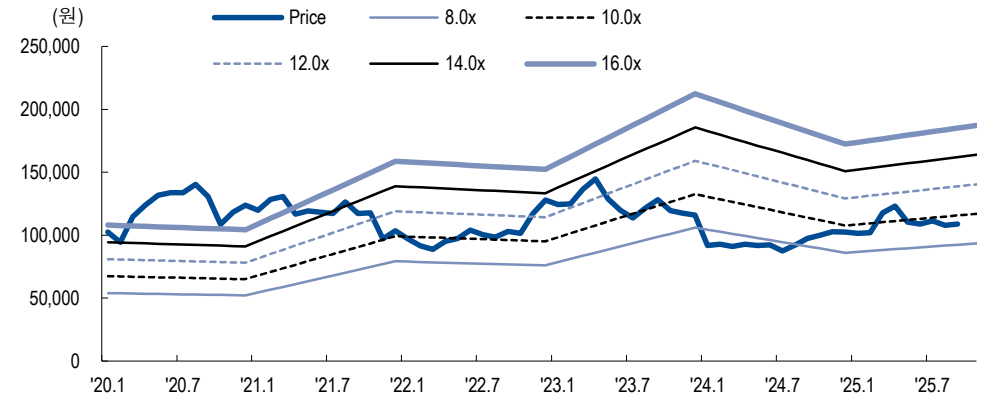
자료: 오리온, NH투자증권 리서치본부

그림8. 러시아(OIE) 월별 영업이익 추이



자료: 오리온, NH투자증권 리서치본부

그림9. 오리온 Forward PER Band



자료: 오리온, NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
매출액	**3,104**	**3,345**	**3,569**	**3,797**
증감률 (%)	6.6	7.7	6.7	6.4
매출원가	**1,908**	**2,089**	**2,211**	**2,358**
매출총이익	**1,196**	**1,256**	**1,358**	**1,439**
Gross 마진 (%)	38.5	37.5	38.1	37.9
판매비와 일반관리비	653	702	752	820
영업이익	**544**	**554**	**606**	**619**
증감률 (%)	10.4	1.8	9.5	2.1
OP 마진 (%)	17.5	16.5	17.0	16.3
EBITDA	**704**	**717**	**763**	**771**
영업외손익	**149**	**25**	**29**	**39**
금융수익(비용)	182	35	36	39
기타영업외손익	-29	-10	-10	-5
종속, 관계기업관련손익	-5	0	3	5
세전계속사업이익	**692**	**578**	**635**	**658**
법인세비용	**159**	**145**	**159**	**165**
계속사업이익	533	434	476	494
당기순이익	**533**	**434**	**476**	**494**
증감률 (%)	38.5	-18.6	9.8	3.6
Net 마진 (%)	17.2	13.0	13.4	13.0
지배주주지분 순이익	525	426	467.9	485
비지배주주지분 순이익	9	8	9	9
기타포괄이익	142	0	0	0
총포괄이익	675	434	476	494

Valuations/profitability/stability

	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
PER(배)	7.7	10.1	9.2	8.9
PBR(배)	1.2	1.1	1.0	0.9
PCR(배)	5.8	6.1	5.7	5.7
PSR(배)	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	4.3	4.1	3.3	2.8
EV/EBIT(배)	5.6	5.3	4.2	3.5
EPS(배)	13,269	10,776	11,835	12,262
BPS(배)	87,799	97,375	107,910	118,772
SPS(배)	78,519	84,604	90,265	96,041
자기자본이익률(ROE, %)	16.6	11.6	11.5	10.8
총자산이익률(ROA, %)	13.6	9.6	9.7	9.2
투하자본이익률 (ROIC, %)	23.5	22.4	24.4	24.5
배당수익률(%)	2.4	1.1	1.2	1.3
배당성향(%)	18.8	11.1	11.0	11.4
총현금배당금(십억원)	99	47	51	55
보통주 주당배당금(원)	2,500	1,200	1,300	1,400
순부채(현금)/자기자본(%)	-31.0	-37.9	-43.2	-47.2
총부채/자기자본(%)	20.5	18.6	17.0	15.6
이자발생부채	40	35	35	35
유동비율(%)	306.4	388.0	468.5	547.1
총발행주식수(백만주)	40	40	40	40
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	102,400	108,800	108,800	108,800
시가총액(십억원)	4,048	4,302	4,302	4,302

Statement of financial position

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
현금및현금성자산	451	826	1,198	1,561
매출채권	177	206	239	277
유동자산	**1,647**	**2,117**	**2,597**	**3,082**
유형자산	1,702	1,642	1,591	1,548
투자자산	737	745	752	759
비유동자산	**2,661**	**2,580**	**2,534**	**2,497**
자산총계	**4,308**	**4,698**	**5,131**	**5,579**
단기성부채	14	14	14	14
매입채무	163	171	180	189
유동부채	**538**	**546**	**554**	**563**
장기성부채	26	21	21	21
장기충당부채	0	0	0	0
비유동부채	**197**	**192**	**192**	**192**
부채총계	**734**	**737**	**746**	**755**
자본금	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598
이익잉여금	2,033	2,411	2,828	3,257
비지배주주지분	103	111	119	128
자본총계	**3,574**	**3,960**	**4,386**	**4,824**

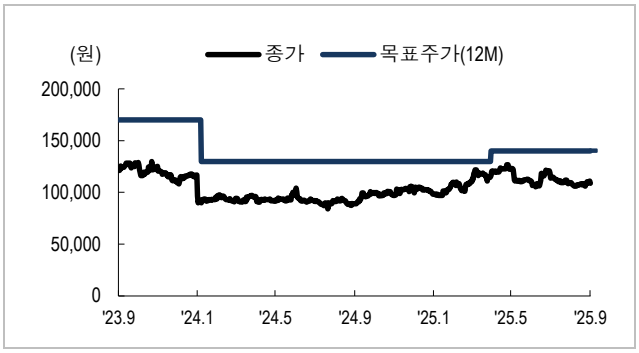
Cash flow statement

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
영업활동 현금흐름	**652**	**580**	**547**	**544**
당기순이익	533	434	476	494
+ 유/무형자산상각비	160	163	157	152
+ 종속, 관계기업관련손익	9	0	-3	-5
+ 외화환산손실(이익)	-3	0	0	0
Gross Cash Flow	698	702	748	761
- 운전자본의증가(감소)	69	-16	-83	-96
투자활동 현금흐름	**-505**	**-102**	**-128**	**-129**
+ 유형자산 감소	2	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-107	-101	-104	-107
+ 투자자산의매각(취득)	-700	-7	-4	-2
Free Cash Flow	545	479	443	437
Net Cash Flow	147	479	419	414
재무활동현금흐름	**-70**	**-104**	**-47**	**-51**
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-70	-104	-47	-51
현금의증가	85	375	372	363
기말현금 및 현금성자산	451	826	1,198	1,561
기말 순부채(순현금)	-1,108	-1,502	-1,894	-2,278

투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
			평균	최저/최고
2025.04.15	Buy	140,000원(12개월)	-	-
2025.01.21		1년경과	-15.9%	-6.2%
2024.01.23	Buy	130,000원(12개월)	-26.8%	-18.5%

오리온 (271560.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
   - Buy: 15% 초과
   - Hold: -15% ~ 15%
   - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2025년 6월 30일 기준)
   - 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
87.3 %	12.7%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '오리온'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.