# Morning Meeting Notes

2024-03-14

내일의 차이 현대차증권

**What's Inside**

엔터/레저(OVERWEIGHT) K-POP 1분기 미리보기: 2분기도 쉽지 않은 성장 여건
오리온(BUY/130,000) 2월 잠정 실적 Review
[크레딧] Credit Weekly - 금리인하 기대는 유효, 크레딧 스프레드는 확대

**New Issue**

뉴욕증시, 반도체 약세 속 혼조 마감... 나스닥 0.54%↓
뉴욕채권, PPI, 소매판매 앞두고 경계... 美 국채가 하락
국제유가, 미 원유 재고 감소와 러시아 정유소 공격에 급등... WTI 2.78%↑

**New Publication**

[자동차/모빌리티] 한 권으로 끝내는 2024년 타이어 투자 가이드(2024-03-08)
[AI산업] MWC 2024 탐방후기: - AI, AI, AI -(2024-03-05)
[디스플레이] OLED, 꺼지지 않는 촛불(2024-02-29)
[스몰캡 산업] HBM & beyond HBM: The Era of Disaggregation(2024-02-27)
[투자전략] 3월증시: 깔딱고개(2024-02-26)
[자산배분] 'Reference Portfolio부터 성과평가'까지(2024-02-23)
[중국주식] 중국제조2025, Y-1 Review: 중국, 마켓에서 경쟁자로의 도약(2024-02-21)
[정유화학] 사우디의 추락과 정유업 반전의 기회(2024-02-20)
[퀀트] Something on your mind?(2024-02-02)
[금융] 시대의 요구에 부응할 수 있는 금융사(2024-01-31)
[투자전략] 2월증시: 변화, 누군가에게는 기회(2024-01-29)

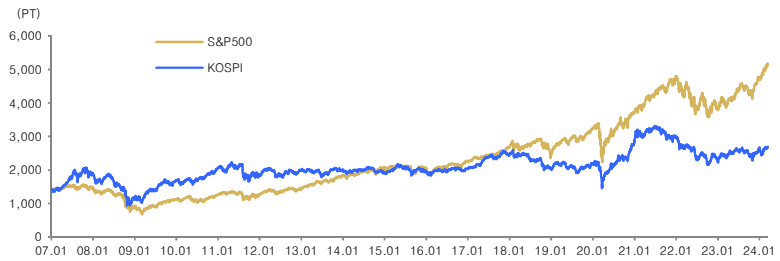
**Rating, Target Price Changes**

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 한국철강 | BUY | 8,600 원 ▷ | BUY | 9,200 원 | (2024-03-12) |
| 에스티아이 | BUY | 50,000 원 ▷ | BUY | 60,000 원 | (2024-03-11) |
| 코오롱글로벌 | BUY | 16,000 원 ▷ | BUY | 12,000 원 | (2024-03-08) |
| 컴투스 | M.PERFORM | 51,000 원 ▷ | M.PERFORM | 46,000 원 | (2024-03-07) |
| 테크윙 | BUY | 15,000 원 ▷ | BUY | 30,000 원 | (2024-03-05) |
| 현대차 | BUY | 300,000 원 | BUY | 360,000 원 | (2024-03-05) |
| 기아 | BUY | 130,000 원 | BUY | 165,000 원 | (2024-03-05) |
| 현대모비스 | BUY | 330,000 원 | BUY | 350,000 원 | (2024-03-05) |
| 한화손해보험 | BUY | 7,000 원 ▷ | BUY | 6,600 원 | (2024-03-04) |
| LG디스플레이 | 신규 커버리지 개시 | ▷ | BUY | 14,000 원 | (2024-02-29) |
| LX세미콘 | 신규 커버리지 개시 | ▷ | BUY | 115,000 원 | (2024-02-29) |
| 피엔에이치테크 | 신규 커버리지 개시 | ▷ | BUY | 29,000 원 | (2024-02-29) |
| 덕산네오룩스 | 신규 커버리지 개시 | ▷ | BUY | 61,000 원 | (2024-02-29) |
| CJ ENM | BUY | 90,000 원 ▷ | BUY | 110,000 원 | (2024-02-29) |

| 외국인 순매수 | | 국내기관 순매수 | |
|---|---|---|---|
| 순매수 | 금액(백만) | 순매수 | 금액(백만) |
| 삼성전자 | 244,738 | 삼성전자 | 137,500 |
| 현대차 | 76,501 | 신한지주 | 42,430 |
| KB금융 | 70,941 | 삼성SDI | 34,389 |
| HLB생명과학 | 38,741 | TIGER 미국필라델피아반도체 | 32,520 |
| HD현대일렉트릭 | 32,353 | NH투자증권 | 31,506 |

| 외국인 순매도 | | 국내기관 순매도 | |
|---|---|---|---|
| 순매도 | 금액(백만) | 순매도 | 금액(백만) |
| HLB | -72,975 | SK하이닉스 | -319,396 |
| NAVER | -38,590 | 현대차 | -59,554 |
| SK하이닉스 | -37,979 | KB금융 | -54,051 |
| 삼성SDI | -35,962 | NAVER | -53,438 |
| TIGER 미국필라델피아반도체나스 | -34,717 | 한화에어로스페이스 | -40,989 |

**KOSPI, S&P 추이**




| 국내시장 동향 | 종가 | D-1(%) | D-20(%) |
|---|---|---|---|
| KOSPI | 2,693.57 | +0.44 | +2.79 |
| 대형주 | 2,699.83 | +0.40 | +3.57 |
| 중형주 | 2,839.74 | +0.48 | +0.21 |
| 소형주 | 2,312.59 | +0.38 | -1.59 |
| KOSDAQ | 889.93 | +0.02 | +4.29 |

| 투자자별 매매동향 KOSPI | 개인 (억원) | 외국인 (억원) | 기관 (억원) |
|---|---|---|---|
| 순매수 | -2,517 | 3,348 | -1,103 |
| 누적순매수(D-20) | -24,315 | 26,426 | -4,326 |

| 거래대금(코스피+코스닥) | 금액 | D-1 | D-20 |
|---|---|---|---|
| (평균,단위 :억 원) | 240,418 | 211,561 | 212,801 |

| 업종별 지수 | 종가 | D-1(%) | D-20(%) |
|---|---|---|---|
| 건설 | 70.01 | -0.11 | -2.41 |
| 금융 | 455.99 | +2.02 | +5.79 |
| 운수장비 | 2,545.17 | +0.71 | +4.86 |
| 유통 | 399.19 | +0.65 | +2.45 |
| 음식료 | 3,312.52 | -0.81 | -3.80 |
| 의약품 | 13,995.03 | -1.27 | -0.23 |
| 전기전자 | 27,647.46 | +0.45 | +3.53 |
| 철강금속 | 5,553.25 | -0.69 | +0.33 |
| 화학 | 4,592.69 | -0.46 | +0.56 |
| 유틸리티 | 759.82 | +0.76 | +10.93 |
| 통신 | 400.31 | +0.35 | +1.33 |

| 해외시장 동향 | 종가 | D-1(%) | D-20(%) |
|---|---|---|---|
| S&P500 | 5,165.31 | -0.19 | +3.29 |
| NASDAQ | 16,177.77 | -0.54 | +2.01 |
| 일본 | 38,695.97 | -0.26 | +2.63 |
| 중국 | 3,043.84 | -0.40 | +6.21 |
| 독일 | 17,961.38 | -0.02 | +6.00 |

| 주요 금리 동향 | 종가 | D-1(bp) | D-20(bp) |
|---|---|---|---|
| 국고채 (3년) | 3.25 | -2.20 | -17.40 |
| 국고채 (10년) | 3.33 | -0.40 | -17.10 |
| 은행채AAA (3년) | 3.64 | -2.50 | -18.10 |
| 미국국채 (2년) | 4.64 | +4.70 | +6.19 |
| 미국국채 (10년) | 4.19 | +3.80 | -5.86 |

| 환율 동향 | 종가 | D-1(%) | D-20(%) |
|---|---|---|---|
| 원/달러 | 1,314.50 | +0.27 | -1.57 |
| 원/백 엔 | 889.61 | +0.22 | +0.31 |
| 원/위안 | 182.92 | +0.18 | -1.47 |
| 달러/유로 | 1.09 | +0.18 | +2.05 |
| 위안/달러 | 7.19 | +0.08 | -0.09 |
| 엔/달러 | 147.76 | +0.05 | -1.87 |
| Dollar Index | 102.81 | -0.11 | -1.82 |

| 상품시장 동향 | 종가 | D-1(%) | D-20(%) |
|---|---|---|---|
| WTI (usd/barrel) | 79.72 | +2.78 | +4.02 |
| 금 (usd/oz) | 2,180.80 | +0.68 | +8.81 |
| BDI | 2,315.00 | -2.61 | +46.06 |
| 천연가스(NYMEX) | 1.66 | -3.27 | +3.05 |

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Industry Note
2024. 03. 14

# 엔터/레져

OVERWEIGHT

## K-POP 1분기 미리 보기: 2분기도 쉽지 않은 성장 여건

**Analyst 김현용**
02) 3787-2671
hykim@hmsec.com

### 2월 음판 686만장(YoY +7%), 모객 106만명(YoY +47%) 기록

2월 K-POP 영업지표는 음판 686만장(YoY +7%), 모객 106만명(YoY +47%)을 기록하며 1월 대비로는 선전. 기획사별로는 음반에서 하이브(190만장)가, 공연에서 에스엠(36만명)이 각각 1위를 차지. 하이브는 르세라핌이 123만장으로 전사를 견인하고 세븐틴이 구보로만 30만장을 판매하며 뒷받침. 이어 JYP가 Twice 컴백 앨범만 117만장 판매. 그리고 에스엠이 NCT 솔로 활동 효과로 49만장, YG가 트레져 일본 앨범 효과로 11만장 기록. 공연은 에스엠이 NCT, 샤이니, SM TOWN 공연 등 앞세워 36만명 모객으로 선두를 마크했고, Twice 남미 공연의 JYP가 22만명, 트레져 일본 공연의 YG가 17만으로 뒤를 이음

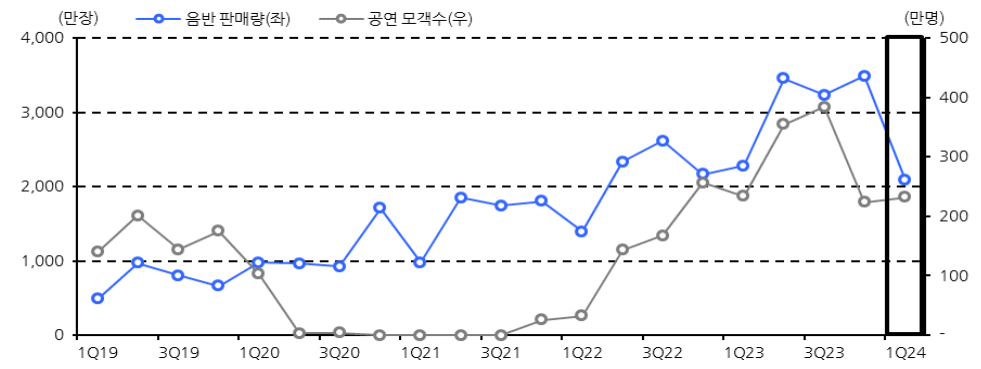
### 1분기 음판 2,075만장(YoY -9%), 모객 232만명(YoY -1%) 예상

1분기 K-POP 음판은 2,075만장(YoY -9%)으로 15개 분기 만에 시장 역신장을 경험할 가능성이 높다고 판단됨. 한편, 공연의 경우 232만명으로 전년동기 수준을 유지하며 전분기 YoY -13% 역신장했던 것과 비교시 양호한 지표 기대됨. 3월 주요 컴백 아티스트는 NCT드림, BTS제이홉, 더보이즈, 레드벨벳(웬디), 아일릿(데뷔) 등. 기획사별 음반 판매량은 하이브 426만장(YoY -52%), 에스엠 409만장(YoY +13%), JYP 300만장(YoY -16%), 카카오 163만장(YoY -9%) 순. 한편, 기획사별 공연 모객수는 에스엠 75만명(YoY +15%), JYP 33만명(YoY -25%), YG 33만명(YoY -47%), 하이브 27만명(YoY +20%) 순

### 1분기 엔터 4사 합산 매출 YoY -9% & 영업이익 YoY -20%대 감익 불가피: 2분기도 전년 역기저 부담

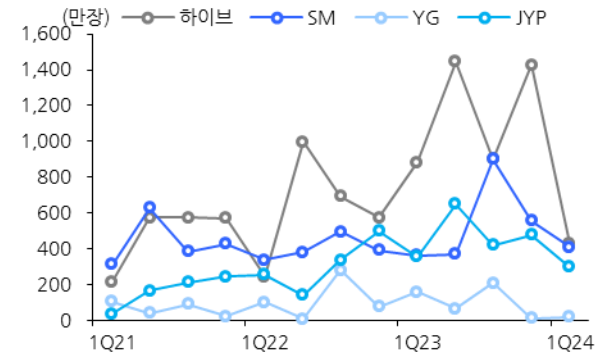
1분기 엔터 4사 합산 매출액은 8,100억원(YoY -9%), 합산 영업이익은 1,100억원(YoY -26%)으로 실적 역신장이 예상되고 있으며, 2분기도 전년도 역기저(2Q23 음판 3,455만장, 모객 355만명) 부담이 상존하고 있어 영업이익 성장(현 시점 추정치는 YoY -5%)이 쉽지 않을 것으로 전망. 엔터주의 실적 및 투자심리 회복을 위해서는 상반기 데뷔 신인(TWS, 아일릿, 캣츠아이, NCT WISH, 나이비스, NEXZ, 베이비몬스터 등)들의 성과 발현, 미국 음원시장 장기 차트인을 기반으로 하는 스트리밍 매출 고성장, 그리고 위버스를 비롯한 플랫폼들의 고도화 이벤트 및 영업지표 개선세 확인이 선행되어야 할 것

**K-POP 분기별 음반 판매량 & 공연 모객수 추이**



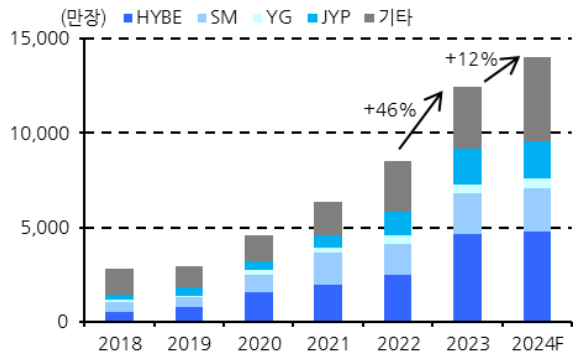

자료: 써클차트, 오리콘차트, 각 사, 현대차증권

<그림1> 주요 기획사별 분기별 음반 판매량 전망



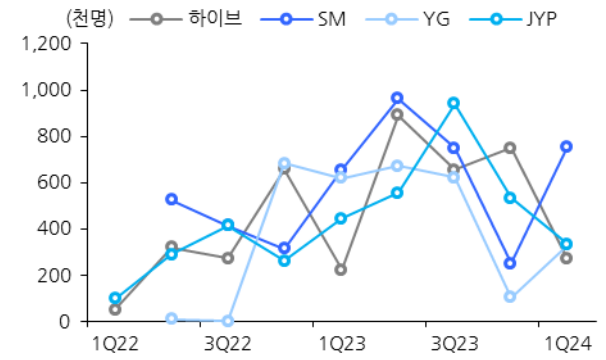

자료 : 써클차트, 오리콘차트, 각 사, 현대차증권

<그림2> K-POP 연간 음반 판매량 전망



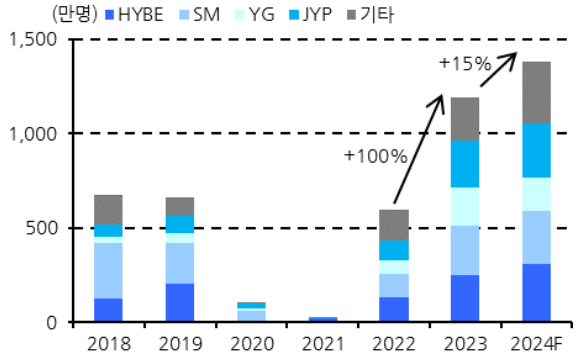

자료 : 써클차트, 오리콘차트, 각 사, 현대차증권

<그림3> 주요 기획사별 분기별 공연 모객수 전망



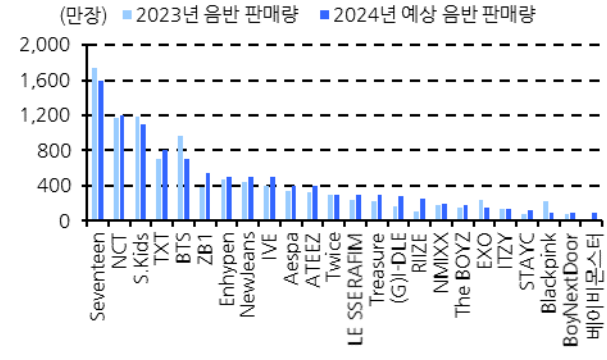

자료 : 각 사, 현대차증권

<그림4> K-POP 연간 공연 모객수 전망



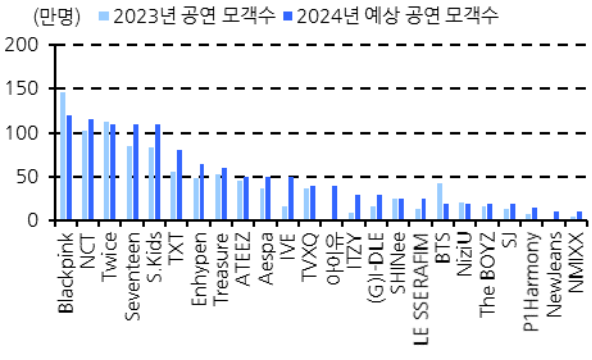

자료 : 각 사, 현대차증권

<그림5> 아티스트별 2024년 예상 음반 판매량




자료 : 써클차트, 오리콘차트, 현대차증권

<그림6> 아티스트별 2024년 예상 공연 모객수




자료 : 각 사, 현대차증권

<표1> K-POP 음반 판매량 및 공연 모객수 전망

(단위: 만장, 만명, %)

| | 23/10 | 23/11 | 23/12 | 24/01 | 24/02 | 24/03 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24F | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 음반 판매량 | 1,522 | 1,556 | 407 | 525 | 686 | 864 | 2,277 | 3,455 | 3,234 | 3,485 | 2,075 | 6,374 | 8,508 | 12,451 | 14,000 |
| YoY(%) | 57.9 | 202.4 | -40.6 | -34.5 | 6.7 | 3.7 | 63.1 | 48.0 | 23.7 | 61.1 | -8.9 | 39.4 | 33.5 | 46.3 | 12.4 |
| JYP | 39 | 423 | 14 | 148 | 127 | 25 | 358 | 651 | 420 | 477 | 300 | 664 | 1,233 | 1,905 | 1,950 |
| YoY(%) | -86.8 | 216.7 | -78.8 | 562.8 | 52.6 | -90.1 | 39.6 | 363.7 | 24.0 | -4.4 | -16.1 | 43.3 | 85.8 | 54.4 | 2.4 |
| Twice | - | - | - | - | 117 | 20 | 178 | 44 | 76 | - | 137 | 176 | 258 | 299 | 300 |
| Stray Kids | 15 | 419 | 13 | 17 | 7 | 5 | 87 | 564 | 83 | 447 | 30 | 279 | 585 | 1,180 | 1,100 |
| NMIXX | - | - | - | 75 | 1 | - | 68 | 28 | 92 | - | 77 | - | 105 | 187 | 200 |
| SM | 214 | 232 | 111 | 25 | 49 | 335 | 363 | 370 | 900 | 557 | 409 | 1,753 | 1,607 | 2,190 | 2,340 |
| YoY(%) | 180.7 | 506.8 | -59.9 | -88.4 | -51.3 | 611 | 6.8 | -2.6 | 81.4 | 42.6 | 12.8 | 90.8 | -8.4 | 36.3 | 6.8 |
| NCT | 178 | 48 | 80 | 14 | 42 | 300 | 195 | 129 | 540 | 306 | 356 | 1,045 | 843 | 1,170 | 1,200 |
| 에스파 | - | 122 | 4 | 2 | 2 | - | 5 | 210 | 4 | 126 | 4 | 57 | 197 | 346 | 400 |
| 라이즈 | - | - | - | - | - | - | - | - | 104 | - | - | - | - | 104 | 250 |
| YG | 5 | 3 | 6 | 6 | 11 | 3 | 160 | 65 | 208 | 14 | 20 | 259 | 467 | 447 | 500 |
| YoY(%) | -91.2 | 0.9 | -58.1 | -56.1 | 77.5 | -97.9 | 56.8 | 573.2 | -25.6 | -81.8 | -87.7 | -5.3 | 80.0 | -4.2 | 11.8 |
| 블랙핑크 | 3 | 2 | 4 | 6 | 2 | 3 | 130 | 58 | 24 | 10 | 11 | 187 | 287 | 221 | 100 |
| 트레져 | 1 | - | 2 | - | 9 | - | 31 | 7 | 184 | 3 | 9 | 35 | 156 | 225 | 300 |
| 베이비몬스터 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 300 |
| 하이브 | 856 | 522 | 48 | 88 | 190 | 148 | 882 | 1,445 | 900 | 1,427 | 426 | 1,939 | 2,512 | 4,654 | 4,800 |
| YoY(%) | 333.3 | 190.0 | -75.5 | -80.0 | 6.7 | -44.0 | 262.3 | 44.7 | 29.6 | 148.1 | -51.7 | 23.7 | 29.6 | 85.3 | 3.1 |
| 세븐틴 | 547 | 19 | 13 | 25 | 30 | 16 | 139 | 823 | 200 | 579 | 71 | 502 | 710 | 1,740 | 1,600 |
| TXT | 274 | - | 2 | 6 | 4 | 1 | 335 | 40 | 53 | 276 | 10 | 252 | 335 | 704 | 800 |
| BTS | 24 | 287 | 15 | 12 | 4 | 75 | 173 | 165 | 308 | 327 | 91 | 889 | 889 | 972 | 700 |
| 뉴진스 | 5 | 3 | 6 | 7 | 6 | 10 | 173 | 37 | 212 | 14 | 24 | - | 77 | 436 | 500 |
| 공연 모객수 | 59 | 69 | 95 | 63 | 106 | 62 | 234 | 355 | 384 | 224 | 232 | 26 | 599 | 1,196 | 1,380 |
| YoY(%) | -8.4 | -34.0 | 9.7 | -2.6 | 47.4 | -35.7 | 616.3 | 148.5 | 129.6 | -12.8 | -0.9 | -76.5 | 2221 | 99.7 | 15.4 |
| JYP | 21 | 8 | 25 | 2 | 22 | 9 | 45 | 56 | 94 | 53 | 33 | 2 | 106 | 247 | 285 |
| YoY(%) | | | | | | | 360 | 92.2 | 127.2 | 103.7 | -25.2 | -90.8 | 5206 | 133.2 | 15.2 |
| Twice | 4 | 5 | 23 | - | 20 | 6 | - | 47 | 34 | 32 | 26 | 2 | 28 | 113 | 110 |
| Stray Kids | 13 | - | - | - | - | - | 36 | 2 | 32 | 13 | - | - | 36 | 83 | 110 |
| NMIXX | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 4 | 10 |
| SM | 4 | 18 | 3 | 23 | 36 | 16 | 66 | 96 | 75 | 25 | 75 | - | 126 | 262 | 280 |
| YoY(%) | | | | | | | n/a | 83.0 | 80.5 | -20.2 | 15.0 | -100 | n/a | 108.5 | 6.9 |
| NCT | - | 13 | - | 19 | 14 | 11 | 36 | 24 | 30 | 13 | 45 | - | 54 | 103 | 115 |
| 에스파 | - | - | - | - | - | - | 6 | 8 | 22 | - | - | - | 5 | 36 | 50 |
| 라이즈 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| YG | 1 | 5 | 4 | 12 | 17 | 4 | 62 | 67 | 62 | 10 | 33 | - | 69 | 202 | 180 |
| YoY(%) | | | | | | | n/a | 7366.7 | n/a | -84.8 | -46.8 | -100 | n/a | 191.2 | -10.8 |
| 블랙핑크 | - | - | - | - | - | - | 42 | 58 | 46 | - | - | - | 47 | 145 | 120 |
| 트레져 | 1 | 5 | 4 | 12 | 17 | 4 | 21 | 10 | 16 | 10 | 33 | - | 23 | 56 | 60 |
| 베이비몬스터 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 20 | - |
| 하이브 | 13 | 11 | 50 | 15 | 4 | 8 | 22 | 89 | 66 | 75 | 27 | 24 | 131 | 252 | 310 |
| YoY(%) | | | | | | | 330.8 | 178.6 | 139.7 | 13.8 | 20.5 | 250.0 | 447.9 | 93.3 | 23.0 |
| 세븐틴 | - | 11 | 45 | 8 | - | 6 | 4 | 20 | 14 | 57 | 14 | - | 74 | 95 | 110 |
| TXT | - | - | 5 | - | - | 2 | 3 | 31 | 16 | 5 | 2 | - | 16 | 55 | 80 |
| BTS | - | - | - | - | - | - | - | 38 | 4 | - | - | 21 | 26 | 42 | 20 |
| 뉴진스 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 1 | 10 |

자료 : 서클차트, 오리콘차트, 각 사, 현대차증권

Company Note
2024. 03. 14

# 오리온 (271560)

BUY
TP 130,000원

## 2월 잠정 실적 Review


Analyst 하희지
02-3787-2574 1300691@hmsec.com

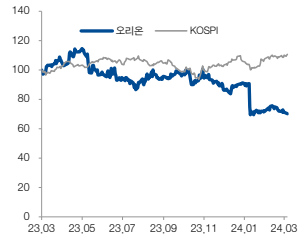

| | |
|---|---|
| 현재주가 (3/13) | 90,600원 |
| 상승여력 | 43.5% |
| 시가총액 | 3,582십억원 |
| 발행주식수 | 39,536천주 |
| 자본금/액면가 | 20십억원/500원 |
| 52주 최고가/최저가 | 147,800원/89,700원 |
| 일평균 거래대금 (60일) | 26십억원 |
| 외국인지분율 | 33.79% |
| 주요주주 | 오리온홀딩스 외 7 인 43.80% |

| 주가상승률 | 1M | 3M | 6M |
|---|---|---|---|
| 절대주가(%) | -5.2 | -18.5 | -25.7 |
| 상대주가(%p) | -6.8 | -24.0 | -30.1 |

* K-IFRS 연결 기준

| (단위: 원) | EPS(23F) | EPS(24F) | T/P |
|---|---|---|---|
| Before | 9,024 | 10,343 | 130,000 |
| After | 9,526 | 10,744 | 130,000 |
| Consensus | 9,359 | 10,421 | 142,727 |
| Cons. 차이 | 1.8% | 3.1% | -8.9% |

### 최근 12개월 주가수익률




자료: FnGuide, 현대차증권

### 투자포인트 및 결론

- 오리온 2월 잠정 법인별 합산 매출액은 1,935억원(-2.5%yoy), 영업이익은 241억원(-15.7%yoy, OPM 12.5%) 시현. 2월 중국 춘절 이후 일시적인 출고량 감소 영향 여실히 드러나며 실적 다소 감소하였으나, 베트남/러시아에서 견조한 성장 보이고 있다는 점 고무적
- 투자의견 BUY, 목표주가 130,000원 유지

### 주요이슈 및 실적전망

- 1)국내 법인: 매출 +9.0%yoy, 영업이익 +18.5%yoy. 한국 법인 MT 채널 +13%yoy(편의점 +14%yoy, 이커머스 +30%yoy), TT 채널 +6%yoy로 전채널 출고 증가하며 매출 성장. 이익 또한 파이/스낵 주원료 단가 하락으로 제조원가율 0.9%p 개선. 매출 차감, 프로모션비 영향으로 매출 원가는 2.3%p 감소했으나, 판매량 증가로 인한 물류비, 수출비로 판관비는 1.1%p 증가. 향후, 신제품 출시 및 전략 채널 공급 확대하며 견조한 성장 이어갈 것으로 전망
- 2) 중국 법인: 매출 -25.6%yoy, 영업이익 -66.1%yoy. 당월 중국 법인 매출 감소액은 -193억원(위안화 평가 절하 영향 -3억원, 춘절 시점 차이로 인한 시장 재고 영향 -140억원, 일부 할인점 경소상 간접 판매 전환 따른 매출 공백 영향 -50억원). 당월 춘절 이후 생산 감소로 인한 고정비 증가, 판촉비 증가 등으로 이익 큰 폭으로 감소. 향후, 춘절 시점 차이에 의한 시장 재고 영향은 회복되며 3월 매출 두 자릿수 성장할 것으로 전망하나, 경소상 간접 판매 전환에 따른 매출 공백 당분간 월 50억 규모 지속 발생할 것으로 판단. 다만, 이익측면에서는 적자 규모 일부 축소 긍정적
- 3) 베트남 법인: 매출 +15.5%yoy, 영업이익 +32.4%yoy. 파이 매출 일부 회복세(+5%yoy), 스낵 +9%yoy, 비스켓 +20%yoy 기록. 전월 재고로 인한 생산 감소로 제조원가율 0.9%p 상승하였으나, 매출 상승 및 광고비 절감으로 판관비 -1.7%p 감소하며 이익 개선. 향후 기존 주력 브랜드 출고 정상화 통한 성장 전망
- 4) 러시아 법인 : 매출 +17.8%yoy, 영업이익 +0%yoy. 러시아 루블화 약세에도 신규 라인 가동 통한 생산량 증가 및 지급거래처 수 확대하며 현지화 기준 +40%yoy 이상 성장 고무적. 후레쉬파이 2월 전채널 출고 분포 시작 향후, 파이, 젤리, 비스켓 견조한 성장 지속 전망

### 주가전망 및 Valuation

- 명절 영향이 제거된 3월부터의 성과가 중요해지는 시점. 특히, 중국 춘절 영향 제거한 4개월 합산 실적 -6.6%yoy 감소. 경소상 전환 영향 300억을 감안해도 다소 아쉬운 성과. 중국을 제외한 베트남, 러시아, 한국 법인 실적은 상대적으로 양호한 흐름. 향후, 기존 빅브랜드 및 신제품 분포 확대 및 증설 효과 가시화에 대한 기대감은 유효

### 요약 실적 및 Valuation

| 구분 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EBITDA (십억원) | EPS (원) | 증감율 (%) | P/E (배) | P/B (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 배당수익률 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021 | 2,355 | 373 | 258 | 523 | 6,518 | -3.7 | 15.9 | 1.9 | 7.1 | 12.8 | 0.7 |
| 2022 | 2,873 | 467 | 392 | 628 | 9,924 | 52.2 | 12.9 | 2.0 | 6.8 | 16.5 | 0.7 |
| 2023F | 2,912 | 492 | 377 | 649 | 9,526 | -4.0 | 12.2 | 1.6 | 5.3 | 13.9 | 0.8 |
| 2024F | 3,186 | 570 | 425 | 726 | 10,744 | 12.8 | 8.4 | 1.1 | 3.0 | 14.0 | 1.0 |
| 2025F | 3,358 | 607 | 449 | 765 | 11,369 | 5.8 | 8.0 | 1.0 | 2.3 | 13.1 | 1.0 |

* K-IFRS 연결 기준

<표1> 오리온 월별 실적 추이

| (KRW bn) | 23.02 | 23.03 | 23.04 | 23.05 | 23.06 | 23.07 | 23.08 | 23.09 | 23.10 | 23.11 | 23.12 | 24.01 | 24.02 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 198.50 | 229.50 | 237.10 | 253.10 | 227.7 | 233.60 | 264.6 | 269.5 | 245.10 | 251.60 | 276.5 | 322.4 | 193.5 |
| YoY(%) | 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 | 78.9 | 88 | 90.9 | 92.8 | 89.5 | 89.5 | 91.9 | 90.6 | 93 | 92.5 | 91.1 | 93.4 | 86.00 |
| YoY(%) | 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 | 75.5 | 94.2 | 102 | 105.9 | 89.5 | 95 | 113.7 | 120.9 | 93.9 | 88.1 | 105.7 | 159.8 | 56.2 |
| YoY(%) | 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 | 28.4 | 30.1 | 28.8 | 34.9 | 32.0 | 35.6 | 41.8 | 40.2 | 40.3 | 53.1 | 63.5 | 54.6 | 32.8 |
| YoY(%) | 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 | 15.7 | 17.2 | 15.4 | 19.5 | 16.7 | 13.5 | 17.2 | 17.8 | 17.9 | 17.9 | 16.2 | 14.6 | 18.5 |
| YoY(%) | 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% |
| 영업이익 | 28.6 | 35.5 | 38.1 | 44.5 | 34.5 | 38.6 | 53.8 | 51.8 | 47 | 49.2 | 51.7 | 62.1 | 24.1 |
| OPM(%) | 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% |
| YoY(%) | 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 | 10.8 | 13.8 | 14.9 | 16.1 | 13.6 | 13.9 | 14.7 | 14.3 | 16.4 | 15.9 | 11.8 | 16.2 | 12.8 |
| OPM(%) | 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% |
| YoY(%) | 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(OFC) | 11.5 | 15.7 | 17.6 | 19.5 | 14.1 | 16.9 | 28.5 | 27.3 | 19.1 | 17.5 | 22.2 | 33.3 | 3.9 |
| OPM(%) | 15.2% | 16.7% | 17.3% | 18.4% | 15.8% | 17.8% | 25.1% | 23% | 20.3% | 20% | 21.0% | 20.8% | 6.9% |
| YoY(%) | 117.0% | 46.7% | 50.4% | 29.1% | 58.4% | 67.3% | 15.9% | 9.6% | 0.5% | -17% | -17.2% | 200.0% | -66.1% |
| 베트남(OFV) | 3.4 | 3.1 | 3.1 | 5.8 | 4.7 | 6.1 | 8.2 | 7.6 | 8.2 | 12.5 | 14.9 | 10.4 | 4.5 |
| OPM(%) | 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% |
| YoY(%) | -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(OIE) | 2.9 | 2.9 | 2.5 | 3.1 | 2.1 | 1.7 | 2.4 | 2.6 | 3.3 | 3.3 | 2.8 | 2.2 | 2.9 |
| OPM(%) | 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% |
| YoY(%) | 123.1% | 141.7% | 19.0% | 3.3% | -19.2% | -41.4% | -36.8% | -33.3% | -32.7% | -33% | 3.7% | -12.0% | 0.0% |

자료: 오리온, 현대차증권

<표2> 오리온 중국, 베트남 법인 명절 영향 제거 실적 비교

| (십억 원) | 2022.11~2023.02 | 2023.11~2023.02 | YoY % |
|---|---|---|---|
| 중국 | 436.6 | 409.8 | *-6.1%* |
| 베트남 | 197.5 | 204.0 | *3.3%* |

자료: 오리온, 현대차증권

〈표3〉 실적 추이 및 전망

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24F | 2Q24F | 3Q24F | 4Q24F | 2022 | 2023 | 2024F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 663.8 | 713.9 | 766.3 | 768.4 | 760.2 | 763.5 | 814.2 | 848.1 | 2,873.2 | 2,912.4 | 3,186.1 |
| *YoY(%)* | *1.6%* | *13.8%* | *3.4%* | *-9.8%* | *14.5%* | *7.0%* | *6.2%* | *10.4%* | *22.0%* | *1.4%* | *9.4%* |
| 1. 한국 | 248.1 | 273.3 | 272.0 | 276.5 | 274.5 | 295.3 | 291.4 | 297.8 | 939.1 | 1070.0 | 1159.0 |
| *YoY(%)* | *12.9%* | *19.8%* | *15.3%* | *8.4%* | *10.6%* | *8.1%* | *7.1%* | *7.7%* | *16.3%* | *13.9%* | *8.3%* |
| 2. 중국 | 264.2 | 297.4 | 329.6 | 287.8 | 313.8 | 314.3 | 344.4 | 325.3 | 1274.9 | 1179.0 | 1297.7 |
| *YoY(%)* | *-13.4%* | *13.0%* | *-1.8%* | *-22.4%* | *18.8%* | *5.7%* | *4.5%* | *13.0%* | *14.9%* | *-7.5%* | *10.1%* |
| 3. 베트남 | 105.3 | 95.7 | 117.6 | 156.9 | 122.3 | 104.1 | 125.7 | 169.0 | 472.9 | 475.5 | 521.1 |
| *YoY(%)* | *2.8%* | *2.6%* | *4.0%* | *-4.4%* | *16.1%* | *8.8%* | *6.9%* | *7.7%* | *38.5%* | *0.5%* | *9.6%* |
| 4. 러시아 | 48.2 | 51.6 | 48.5 | 52.0 | 53.4 | 54.0 | 56.0 | 61.0 | 209.8 | 200.3 | 224.4 |
| *YoY(%)* | *59.2%* | *6.4%* | *-22.2%* | *-24.3%* | *10.8%* | *4.6%* | *15.5%* | *17.3%* | *79.4%* | *-4.5%* | *12.0%* |
| 영업이익 | 99.1 | 112.2 | 140.7 | 140.3 | 126.9 | 126.2 | 155.5 | 161.6 | 466.6 | 492.3 | 570.3 |
| *OPM(%)* | *14.9%* | *15.7%* | *18.4%* | *18.3%* | *16.7%* | *16.5%* | *19.1%* | *19.1%* | *16.2%* | *16.9%* | *17.9%* |
| *YoY(%)* | *-8.7%* | *25.1%* | *15.6%* | *-4.4%* | *28.0%* | *12.5%* | *10.6%* | *15.2%* | *25.1%* | *5.5%* | *15.8%* |
| 1. 한국 | 37.4 | 44.4 | 42.9 | 44.1 | 43.9 | 49.3 | 47.6 | 49.0 | 140.2 | 168.8 | 189.7 |
| *OPM(%)* | *15.1%* | *16.2%* | *15.8%* | *15.9%* | *16.0%* | *16.7%* | *16.3%* | *16.4%* | *14.9%* | *15.8%* | *16.4%* |
| *YoY(%)* | *9.7%* | *25.0%* | *29.2%* | *17.9%* | *17.1%* | *11.1%* | *10.9%* | *11.1%* | *7.1%* | *20.4%* | *12.4%* |
| 2. 중국 | 38.3 | 51.1 | 72.7 | 58.8 | 54.5 | 55.0 | 77.1 | 67.7 | 211.6 | 221.0 | 254.3 |
| *OPM(%)* | *14.5%* | *17.2%* | *22.1%* | *20.4%* | *17.4%* | *17.5%* | *22.4%* | *20.8%* | *16.6%* | *18.7%* | *19.6%* |
| *YoY(%)* | *-22.6%* | *43.2%* | *22.0%* | *-11.9%* | *42.2%* | *7.5%* | *6.1%* | *15.1%* | *26.1%* | *4.4%* | *15.1%* |
| 3. 베트남 | 16.4 | 13.5 | 21.9 | 35.6 | 19.8 | 15.6 | 24.0 | 39.0 | 89.8 | 87.5 | 98.5 |
| *OPM(%)* | *15.6%* | *14.1%* | *18.7%* | *22.7%* | *16.2%* | *15.0%* | *19.1%* | *23.1%* | *19.0%* | *18.4%* | *18.9%* |
| *YoY(%)* | *-11.6%* | *-6.9%* | *4.6%* | *-0.3%* | *20.4%* | *15.6%* | *9.4%* | *9.7%* | *40.2%* | *-2.6%* | *12.6%* |
| 4. 러시아 | 8.3 | 7.7 | 6.7 | 9.5 | 8.2 | 8.3 | 8.8 | 11.2 | 34.8 | 32.2 | 36.6 |
| *OPM(%)* | *17.2%* | *14.9%* | *13.8%* | *18.3%* | *15.4%* | *15.4%* | *15.8%* | *18.4%* | *16.6%* | *16.1%* | *16.3%* |
| *YoY(%)* | *112.2%* | *-0.2%* | *-36.6%* | *-24.4%* | *-0.6%* | *8.1%* | *31.9%* | *18.1%* | *106.9%* | *-7.4%* | *13.8%* |
| 세전이익 | 104.0 | 119.8 | 149.3 | 146.8 | 135.1 | 135.4 | 162.3 | 167.7 | 486.7 | 520.0 | 600.5 |
| *세전이익(%)* | *15.7%* | *16.8%* | *19.5%* | *19.1%* | *17.8%* | *17.7%* | *19.9%* | *19.8%* | *16.9%* | *17.9%* | *18.8%* |
| *YoY(%)* | *-7.6%* | *19.5%* | *17.4%* | *0.1%* | *29.9%* | *13.0%* | *8.7%* | *14.2%* | *28.4%* | *6.8%* | *15.5%* |
| 지배주주순이익 | 76.1 | 81.5 | 107.0 | 111.9 | 97.5 | 92.4 | 115.5 | 119.4 | 392.4 | 376.6 | 424.8 |
| *순이익(%)* | *11.5%* | *11.4%* | *14.0%* | *14.6%* | *12.8%* | *12.1%* | *14.2%* | *14.1%* | *13.7%* | *12.9%* | *13.3%* |
| *%YoY* | *-1.0%* | *19.9%* | *26.7%* | *-31.4%* | *28.1%* | *13.3%* | *7.9%* | *6.7%* | *52.2%* | *-4.0%* | *12.8%* |

자료: 오리온, 현대차증권

(단위:십억원)

| 포괄손익계산서 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 2,355 | 2,873 | 2,912 | 3,186 | 3,358 |
| 증가율 (%) | 5.6 | 22.0 | 1.4 | 9.4 | 5.4 |
| **매출원가** | 1,409 | 1,782 | 1,785 | 1,921 | 2,022 |
| 매출원가율 (%) | 59.8 | 62.0 | 61.3 | 60.3 | 60.2 |
| **매출총이익** | 946 | 1,091 | 1,127 | 1,265 | 1,336 |
| 매출이익률 (%) | 40.2 | 38.0 | 38.7 | 39.7 | 39.8 |
| 증가율 (%) | -0.7 | 15.3 | 3.3 | 12.2 | 5.6 |
| **판매관리비** | 573 | 625 | 635 | 695 | 729 |
| 판관비율(%) | 24.3 | 21.8 | 21.8 | 21.8 | 21.7 |
| **EBITDA** | 523 | 628 | 649 | 726 | 765 |
| EBITDA 이익률 (%) | 22.2 | 21.9 | 22.3 | 22.8 | 22.8 |
| 증가율 (%) | 1.6 | 20.1 | 3.3 | 11.9 | 5.4 |
| **영업이익** | 373 | 467 | 492 | 570 | 607 |
| 영업이익률 (%) | 15.8 | 16.3 | 16.9 | 17.9 | 18.1 |
| 증가율 (%) | -0.8 | 25.2 | 5.4 | 15.9 | 6.5 |
| **영업외손익** | 6 | 19 | 27 | 31 | 26 |
| 금융수익 | 16 | 30 | 45 | 47 | 53 |
| 금융비용 | 8 | 7 | 10 | 9 | 13 |
| 기타영업외손익 | -2 | -4 | -8 | -7 | -14 |
| 종속/관계기업관련손익 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| **세전계속사업이익** | 379 | 487 | 520 | 601 | 633 |
| 세전계속사업이익률 | 16.1 | 17.0 | 17.9 | 18.9 | 18.9 |
| 증가율 (%) | -4.5 | 28.5 | 6.8 | 15.6 | 5.3 |
| 법인세비용 | 115 | 88 | 135 | 165 | 172 |
| 계속사업이익 | 264 | 398 | 385 | 436 | 461 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | 264 | 398 | 385 | 436 | 461 |
| 당기순이익률 (%) | 11.2 | 13.9 | 13.2 | 13.7 | 13.7 |
| 증가율 (%) | -4.0 | 50.8 | -3.3 | 13.2 | 5.7 |
| 지배주주지분 순이익 | 258 | 392 | 377 | 425 | 449 |
| 비지배주주지분 순이익 | 6 | 6 | 8 | 11 | 12 |
| 기타포괄이익 | 162 | -22 | -38 | -10 | 0 |
| 총포괄이익 | 426 | 377 | 347 | 426 | 461 |

(단위:십억원)

| 재무상태표 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 1,146 | 1,470 | 1,891 | 2,228 | 2,661 |
| 현금성자산 | 550 | 610 | 978 | 1,201 | 1,583 |
| 단기투자자산 | 135 | 386 | 443 | 532 | 558 |
| 매출채권 | 176 | 203 | 206 | 208 | 218 |
| 재고자산 | 208 | 235 | 220 | 239 | 250 |
| 기타유동자산 | 37 | 37 | 43 | 49 | 51 |
| **비유동자산** | 1,974 | 1,901 | 1,892 | 1,921 | 1,946 |
| 유형자산 | 1,774 | 1,668 | 1,670 | 1,701 | 1,726 |
| 무형자산 | 57 | 55 | 53 | 50 | 48 |
| 투자자산 | 48 | 53 | 39 | 39 | 41 |
| 기타비유동자산 | 95 | 125 | 130 | 131 | 131 |
| **기타금융업자산** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **자산총계** | 3,120 | 3,372 | 3,783 | 4,149 | 4,607 |
| **유동부채** | 522 | 556 | 556 | 578 | 601 |
| 단기차입금 | 2 | 24 | 91 | 92 | 92 |
| 매입채무 | 117 | 150 | 131 | 147 | 154 |
| 유동성장기부채 | 160 | 70 | 20 | 21 | 21 |
| 기타유동부채 | 243 | 312 | 314 | 318 | 334 |
| **비유동부채** | 306 | 176 | 278 | 234 | 245 |
| 사채 | 70 | 0 | 60 | 10 | 10 |
| 장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기금융부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 236 | 176 | 218 | 224 | 235 |
| **기타금융업부채** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **부채총계** | 828 | 732 | 834 | 812 | 846 |
| **지배주주지분** | 2,211 | 2,554 | 2,854 | 3,231 | 3,643 |
| 자본금 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 자본잉여금 | 598 | 598 | 598 | 598 | 598 |
| 자본조정 등 | 622 | 622 | 622 | 622 | 622 |
| 기타포괄이익누계액 | 124 | 96 | 62 | 52 | 52 |
| 이익잉여금 | 847 | 1,218 | 1,553 | 1,940 | 2,352 |
| **비지배주주지분** | 82 | 85 | 95 | 106 | 117 |
| **자본총계** | 2,293 | 2,639 | 2,949 | 3,337 | 3,760 |

(단위:십억원)

| 현금흐름표 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동으로인한현금흐름** | 405 | 546 | 587 | 590 | 628 |
| **당기순이익** | 264 | 398 | 385 | 436 | 461 |
| 유형자산 상각비 | 146 | 157 | 153 | 152 | 155 |
| 무형자산 상각비 | 4 | 5 | 3 | 3 | 3 |
| 외환손익 | -0 | -0 | -3 | 0 | 0 |
| 운전자본의 감소(증가) | -59 | 16 | 49 | -1 | 9 |
| 기타 | 50 | -30 | 0 | 0 | 0 |
| **투자활동으로인한현금흐름** | -227 | -292 | -257 | -283 | -209 |
| 투자자산의 감소(증가) | 6 | 3 | 15 | -1 | -2 |
| 유형자산의 감소 | 3 | 10 | 1 | 0 | 0 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -142 | -85 | -182 | -184 | -180 |
| 기타 | -94 | -220 | -91 | -98 | -27 |
| **재무활동으로인한현금흐름** | -40 | -177 | 30 | -85 | -37 |
| 차입금의 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채의증가(감소) | -160 | -70 | 60 | -50 | 0 |
| 자본의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금 | -30 | -30 | -38 | -38 | -38 |
| 기타 | 150 | -77 | 8 | 3 | 1 |
| **기타현금흐름** | 45 | -18 | 8 | 0 | 0 |
| **현금의증가(감소)** | 183 | 59 | 369 | 222 | 382 |
| 기초현금 | 367 | 550 | 610 | 978 | 1,201 |
| 기말현금 | 550 | 610 | 978 | 1,201 | 1,583 |

(단위:원, 배, %)

| 주요투자지표 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS(당기순이익 기준) | 6,669 | 10,075 | 9,735 | 11,019 | 11,660 |
| EPS(지배순이익 기준) | 6,518 | 9,924 | 9,526 | 10,744 | 11,369 |
| BPS(자본총계 기준) | 57,986 | 66,755 | 74,584 | 84,401 | 95,111 |
| BPS(지배지분 기준) | 55,925 | 64,594 | 72,189 | 81,730 | 92,149 |
| DPS | 750 | 950 | 950 | 950 | 950 |
| P/E(당기순이익 기준) | 15.5 | 12.7 | 11.9 | 8.2 | 7.8 |
| P/E(지배순이익 기준) | 15.9 | 12.9 | 12.2 | 8.4 | 8.0 |
| P/B(자본총계 기준) | 1.8 | 1.9 | 1.6 | 1.1 | 1.0 |
| P/B(지배지분 기준) | 1.9 | 2.0 | 1.6 | 1.1 | 1.0 |
| EV/EBITDA(Reported) | 7.1 | 6.8 | 5.3 | 3.0 | 2.3 |
| 배당수익률 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 1.0 | 1.0 |
| **성장성 (%)** | | | | | |
| EPS(당기순이익 기준) | -4.0 | 51.1 | -3.4 | 13.2 | 5.8 |
| EPS(지배순이익 기준) | -3.7 | 52.2 | -4.0 | 12.8 | 5.8 |
| **수익성 (%)** | | | | | |
| ROE(당기순이익 기준) | 12.6 | 16.2 | 13.8 | 13.9 | 13.0 |
| ROE(지배순이익 기준) | 12.8 | 16.5 | 13.9 | 14.0 | 13.1 |
| ROA | 9.1 | 12.3 | 10.8 | 11.0 | 10.5 |
| **안정성 (%)** | | | | | |
| 부채비율 | 36.1 | 27.8 | 28.3 | 24.3 | 22.5 |
| 순차입금비율 | 순현금 | 순현금 | 순현금 | 순현금 | 순현금 |
| 이자보상배율 | 58.4 | 106.2 | 104.5 | 77.2 | 106.8 |

** K-IFRS 연결 기준*

Credit
2024.03.13

# Credit Plus

## 금리인하 기대는 유효, 크레딧 스프레드는 확대

**Credit 이화진**
02-3787-2343
hlee@hmsec.com

### 발행시장 – 수요예측 발행 감소와 크레딧 스프레드 확대

- 회사채 수요예측 규모가 감소함. 주간 발행기준으로 1월 4~5조원 발행을 기록했고, 2월에는 2~5조원 가까운 발행이 있었음. 3월 둘째 주까지 4조원 규모로 발행이 이어졌지만, 이번주 들어 감소하면서 연초 발행이 마무리되어감.

- 이번주 발표된 수요예측 결과 역시 기업별 온도차이는 더욱 뚜렷해지면서 미매각도 이어짐. CJ CGV(A-)는 BBB+ 등급으로 30년만기 2년 콜 조건의 신종자본증권 1,200억원 발행을 추진함. 240억원 수요가 응찰했고 낙찰금리는 7.30%에 결정됨. 미매각에도 불구하고 높은 금리와 실적 개선으로 리테일 수요에 대한 기대가 높은 것으로 알려짐.

- 두산(BBB0)은 두산로보틱스 상장과 핵심 자회사인 발전설비 업체 두산에너빌리티의 실적개선으로 신용등급 전망이 2월 상향됨. 회사채 수요예측은 2년/3년 총 500억원 발행에 2~6배 수요가 응찰. 낙찰 금리는 각각 -90/-120bp로 결정됨. 쌍용씨앤이(A0,N)는 최대주주 한앤코시멘트홀딩스의 잔여 주식 취득관련 자금소요와 주주환원 관련 자금지출 등에 대한 부담으로 등급전망이 조정됨.

### 크레딧 채권 전망 – CPI 지표 상승에도 6월 인하 기대감은 유효, FOMC 앞두고 약보합 흐름

- 미국 CPI / Core CPI 전월대비 0.4% 상승했고, 연간으로 각각 3.2%/3.8% 상승. 전달 3.1%/3.9%대비 Headline CPI는 소폭 상승했으나 Core CPI는 소폭 낮아짐. 예상치보다 높았지만 1월 0.6% 상승 대비 둔화로 해석되면서 6월 금리인하 기대는 유지됨. 파월 연준 의장의 8일 비둘기파적 발언으로 채권금리가 하락했고, 경제지표 발표 이후 약보합세를 나타냄. 미국채 금리 2년/10년 4.59%/4.14%, 국채금리는 3년/10년 3.27%/3.33%로 전주대비 하락함.

- 크레딧 채권 시장은 지표물 강세에도 발행 감소와 연초 효과가 마무리되어 가면서 강세 흐름이 꺾이는 모습임. 전주에 이어 A등급을 제외한 전 섹터에서 크레딧 스프레드는 단기 중심으로 확대됨. 미국 상업용부동산 발 중소은행의 스트레스 증가, 국내 PF 구조조정과 금융사의 충당금 부담 확대 등으로 리스크 요인이 부각됨. 차주에는 FOMC에 대한 경계감으로 약보합 흐름이 이어질 것으로 예상됨.

〈표 1〉 주간 금리 및 스프레드 변동(3/12일기준)

| 구분 | 금리(%) | | | | 크레딧 스프레드(bp) | | | | 전주대비스프레드변동(bp) | | | | 전월 대비 스프레드 변동(bp) | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1Y | 3Y | 5Y | 7Y | 1Y | 3Y | 5Y | 7Y | 1Y | 3Y | 5Y | 7Y | 1Y | 3Y | 5Y | 7Y |
| 국고채 | 3.35 | 3.27 | 3.28 | 3.39 | - | - | - | - | -10.7 | -8.2 | -11 | -6.9 | -6.6 | -7.7 | -10.5 | -9.1 |
| 특수채 AAA | 3.62 | 3.53 | 3.53 | 3.58 | 27.0 | 25.9 | 25.1 | 19.4 | 6.7 | -0.5 | 1.5 | -3.2 | 6.8 | -2.1 | -0.5 | -4.3 |
| 은행채 AAA | 3.65 | 3.66 | 3.79 | 3.95 | 29.9 | 39.1 | 50.5 | 56.2 | 6.2 | 0.0 | 2.5 | -0.9 | 7.0 | -2.2 | 0.2 | -3.3 |
| 여전채 AA+ | 3.72 | 3.79 | 3.92 | 4.31 | 36.5 | 51.7 | 63.9 | 91.9 | 8.7 | 2.4 | 3.5 | 0.3 | 8.4 | -4.1 | -0.3 | -2.2 |
| 여전채 AA- | 3.88 | 4.08 | 4.30 | 4.69 | 52.8 | 80.9 | 102.4 | 130.2 | 8.9 | 2.2 | 3.3 | 0.2 | 6.8 | -5.4 | -0.6 | -2.3 |
| 여전채 A+ | 4.83 | 5.08 | 5.35 | 5.54 | 147.7 | 181.4 | 207.4 | 215.5 | 9.0 | 1.1 | 2.7 | -0.2 | 7.2 | -3.7 | 0.0 | -1.8 |
| 회사채 AAA | 3.69 | 3.72 | 3.77 | 3.97 | 34.2 | 44.8 | 48.7 | 57.6 | 7.5 | 2.5 | 3.1 | -0.5 | 3.2 | -3.0 | -1.8 | -5.4 |
| 회사채 AA+ | 3.74 | 3.82 | 3.95 | 4.13 | 39.0 | 55.0 | 66.8 | 74.3 | 6.1 | 1.3 | 3.3 | -0.5 | -0.7 | -5.1 | -1.3 | -4.9 |
| 회사채 AA0 | 3.78 | 3.86 | 4.01 | 4.24 | 43.1 | 59.1 | 73.4 | 84.9 | 6.1 | 1.3 | 3.3 | -0.5 | -0.7 | -5.1 | -1.2 | -5.0 |
| 회사채 AA- | 3.82 | 3.92 | 4.12 | 4.44 | 47.0 | 65.1 | 84.0 | 104.8 | 6.2 | 1.3 | 3.3 | -0.5 | -0.6 | -5.4 | -1.5 | -5.0 |
| 회사채 A+ | 4.14 | 4.47 | 4.89 | 5.13 | 79.0 | 119.5 | 161.3 | 174.5 | 6.2 | 0.6 | 2.0 | -0.9 | -5.8 | -11.1 | -6.0 | -7.4 |
| 회사채 A0 | 4.31 | 4.73 | 5.32 | 5.58 | 95.8 | 145.9 | 203.7 | 218.6 | 5.4 | -0.7 | 1.5 | -1.1 | -6.5 | -11.6 | -6.5 | -7.6 |
| 회사채 A- | 4.58 | 5.17 | 5.91 | 6.11 | 122.6 | 190.0 | 263.1 | 272.4 | 5.4 | -0.7 | 1.6 | -1.2 | -6.7 | -11.7 | -6.5 | -7.6 |
| 회사채 BBB+ | 6.11 | 7.76 | 7.99 | 8.10 | 275.6 | 449.4 | 470.6 | 471.0 | 2.6 | -4.3 | -1.7 | -4.1 | -10.8 | -16.4 | -12.1 | -13.3 |

주: 민평4사 기준, 전월대비 스프레드 변동 중 국고채는 금리 변동
자료: Infomax, 현대차증권

〈표 2〉 적용신용등급 변경

| 회사명 | 변경일 | 평가기관 | 직전등급 | 변경등급 | 등급변동 | 적용등급 | 구분 | 변경 사유 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 지에스건설㈜ | 2024-02-01 | KIS, NICE | A+ | A | 하향 | A | 유지 | - 영업정지 처분에 따른 사업 및 재무적 변동성<br>- 검단 현장 사고 영향과 예정원가 조정으로 인한 대규모 손실 등 |
| 한국토지신탁 | 2024-02-06 | KIS | A | A- | 하향 | A- | 유지 | - 수주 실적 감소 등 시장 지배력 약화, 수익 감소 및 대손 증가로 이익창출력 저하 |
| 깨끗한나라 | 2024-02-05 | NICE | BBB | - | 소멸 | BBB+ | 상향 | - 나이스 신용등급 소멸, 한기평 등급(BBB+, 2022-07-20) 적용으로 등급 상향 |
| 에코프로 | 2024-02-14 | NICE | A- | A | 상향 | A- | 유지 | - 주요 자회사에 대한 양호한 지배력과 2차전지소재 자회사들의 우수한 실적 성장 |
| 롯데물산 | 2024-02-22 | NICE | - | AA- | 신규 | AA- | 상향 | - 우수한 입지 및 시설 경쟁력, 계열 기반으로 높은 사업안정성<br>- 안정적 임대수익과 보유자산에 기반한 우수한 재무구조 |

자료: 신평사, 현대차증권

〈표 3〉 신용등급 전망 변경

| 회사명 | 변경일 | 기관명 | 직전등급/아웃룩 | 변경등급/아웃룩 | 구분 | 비고 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 깨끗한나라 | 2024-02-07 | KR | BBB+/S | BBB+/N | 전망하향 | - 제지 업황 저하 등으로 부진한 영업실적 지속, 대규모 투자로 차입부담 확대 전망 |
| 한신공영 | 2024-02-07 | KR, NICE | BBB/S | BBB/N | 전망하향 | - 외형 성장에도 불구, 수익성 하락하며 재무부담 확대. 유동성 리스크 모니터링 예정 |
| 푸본현대생명보험(후순위) | 2024-02-21 | NICE | A+/S | A+/N | 전망하향 | - 보험이익창출력 개선 지연, 신제도 도입 후 지급여력비율 관리 부담이 업종평균 상회 |
| 두산 | 2024-02-28 | NICE | BBB/S | BBB/P | 전망상향 | - 두산로보틱스 상장, 자회사 실적 개선 등에 회사 재무기반 및 채무상환 능력 제고될 전망 |
| 쌍용씨앤이 | 2024-03-12 | KIS | A/S | A/N | 전망하향 | - 자사주 매입으로 인한 재무부담 확대, 배당금 정책을 포함한 지배주주 관련 변동성 고려 |

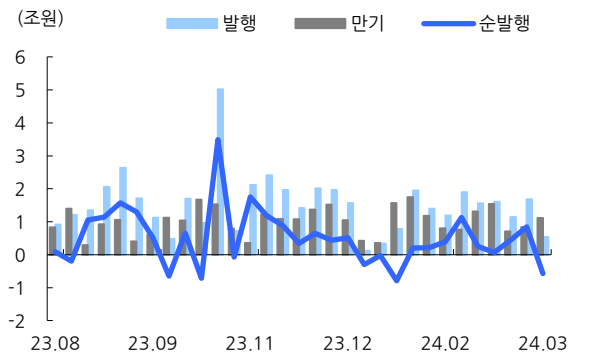
자료: 신평사, 현대차증권

〈표 4〉 수요예측

| 발행종목 | 수요 예측일 | 발행일 | 신용 등급 | 예측 금액 (억원) | 발행 금액 (억원) | 만기 (년) | 금리밴드(bp,%) | | | 낙찰 (bp,%) | 유효 수요 (억원) | 유효 경쟁률 (배) | 발행목적 | 개별민평 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | | 기준 | 하단 | 상단 | | | | | |
| 삼천리 | 2024-02-26 | 2024-03-05 | AA+ | 700 | 1,000 | 3 | 개별민평 | -30 | 30 | -9 | 8,200 | 11.71 | 차환자금 | 3.92% |
| 이랜드월드 | 2024-02-26 | 2024-03-06 | BBB0 | 300 | 450 | 2 | 개별민평 | -30 | 30 | 20 | 430 | 1.43 | 차환자금 | 7.72% |
| 에스케이온 | 2024-02-26 | 2024-03-07 | A+ | 700 | 1,400 | 2 | 개별민평 | -30 | 30 | -3 | 3,440 | 4.91 | ESG(녹색채권) | 4.68% |
| 에스케이온 | 2024-02-26 | 2024-03-07 | A+ | 800 | 1,600 | 3 | 개별민평 | -30 | 30 | -9 | 2,990 | 3.74 | ESG(녹색채권) | 4.85% |
| 넷마블 | 2024-02-26 | 2024-03-07 | A+ | 1,000 | 2,500 | 2 | 등급민평 | -50 | 50 | 50 | 1,080 | 1.08 | 차환자금 | - |
| 넷마블 | 2024-02-26 | 2024-03-07 | A+ | 1,000 | 1,500 | 3 | 등급민평 | -50 | 50 | 50 | 1,430 | 1.43 | 차환자금 | - |
| LG화학 | 2024-02-27 | 2024-03-06 | AA+ | 1,000 | 1,000 | 2 | 개별민평 | -30 | 30 | -1 | 7,950 | 8.00 | 차환자금 | 3.71% |
| LG화학 | 2024-02-27 | 2024-03-06 | AA+ | 2,000 | 3,200 | 3 | 개별민평 | -30 | 30 | -1 | 14,800 | 7.40 | 차환자금 | 3.75% |
| LG화학 | 2024-02-27 | 2024-03-06 | AA+ | 1,300 | 3,800 | 5 | 개별민평 | -30 | 30 | 0 | 7,700 | 5.90 | 차환자금 | 3.86% |
| LG화학 | 2024-02-27 | 2024-03-06 | AA+ | 700 | 2,000 | 7 | 개별민평 | -30 | 30 | -2 | 4,000 | 5.70 | 차환자금, 시설자금 | 4.04% |
| 롯데물산 | 2024-02-27 | 2024-03-07 | AA- | 600 | 1,400 | 2 | 개별민평 | -30 | 50 | 20 | 3,200 | 5.33 | 차환자금 | 4.18% |
| 롯데물산 | 2024-02-27 | 2024-03-07 | AA- | 400 | 450 | 3 | 개별민평 | -30 | 60 | 12 | 1,300 | 3.25 | 차환자금 | 4.33% |
| 세아홀딩스 | 2024-02-27 | 2024-03-08 | A0 | 500 | 840 | 2 | 개별민평 | -30 | 30 | -10 | 2,560 | 5.12 | 차환자금 | 4.43% |
| 대신에프앤아이 | 2024-02-27 | 2024-03-07 | A0 | 400 | 560 | 1.5 | 등급민평 | -50 | 50 | 47 | 360 | 0.90 | 차환자금 | 4.68% |
| 대신에프앤아이 | 2024-02-27 | 2024-03-07 | A0 | 400 | 880 | 2 | 등급민평 | -50 | 50 | 40 | 880 | 2.20 | 차환자금 | 4.81% |
| 한진칼 | 2024-02-27 | 2024-03-07 | BBB+ | 300 | 500 | 2 | 개별민평 | -50 | 0 | -191 | 1,210 | 4.03 | 차환자금 | 6.15% |
| 에코프로비엠 | 2024-02-28 | 2024-03-08 | A0 | 500 | 620 | 1.5 | 등급민평 | -30 | 30 | -10 | 2,420 | 4.84 | 차환자금, 운영자금 | - |
| 에코프로비엠 | 2024-02-28 | 2024-03-08 | A0 | 700 | 910 | 2 | 등급민평 | -30 | 30 | -2 | 1,780 | 2.54 | 차환자금 | - |
| 포스코이앤씨 | 2024-02-28 | 2024-03-08 | A+ | 700 | 1,250 | 2 | 개별민평 | -50 | 50 | 23 | 2,300 | 3.29 | 차환자금 | 4.32% |
| 포스코이앤씨 | 2024-02-28 | 2024-03-08 | A+ | 200 | 300 | 3 | 개별민평 | -50 | 50 | 30 | 450 | 2.25 | 차환자금 | 4.49% |
| HD현대인프라코어 | 2024-02-28 | 2024-03-08 | A0 | 200 | 230 | 2 | 개별민평 | -30 | 30 | -63 | 5,520 | 27.60 | 차환자금 | 4.70% |
| HD현대인프라코어 | 2024-02-28 | 2024-03-08 | A0 | 500 | 1,070 | 3 | 개별민평 | -30 | 30 | -52 | 5,590 | 11.18 | 차환자금 | 4.96% |
| HD현대인프라코어 | 2024-02-28 | 2024-03-08 | A0 | 100 | 200 | 5 | 개별민평 | -30 | 30 | -79 | 650 | 6.50 | 차환자금 | 5.57% |
| 여천NCC | 2024-03-04 | 2024-03-11 | A0 | 1,500 | 1,500 | 2 | 개별민평 | -50 | 50 | 50 | 250 | 0.17 | 차환자금 | 4.57% |
| 두산 | 2024-03-04 | 2024-03-12 | BBB0 | 400 | 400 | 2 | 개별민평 | -30 | 30 | -90 | 660 | 1.65 | 차환자금 | 5.32% |
| 두산 | 2024-03-04 | 2024-03-12 | BBB0 | 100 | 140 | 3 | 개별민평 | -30 | 30 | -120 | 560 | 5.60 | 차환자금 | 5.66% |
| CJ CGV(신종) | 2024-03-06 | 2024-03-15 | BBB+ | 1,200 | 1,200 | 30 | 절대금리 | 6.80% | 7.30% | 7.30% | 240 | 0.20 | 운영자금 | - |
| 예스코 | 2024-03-07 | 2024-03-15 | AA- | 800 | 800 | 3 | 개별민평 | -30 | 30 | 3 | 1,700 | 2.13 | 차환자금 | 3.89% |
| 푸본현대생명보험(후) | 2024-03-07 | 2024-03-15 | A0 | 500 | 500 | NC5 | 절대금리 | 6.00% | 6.80% | 6.90% | 10 | 0.02 | 운영자금 | - |
| 하이투자증권(후순위) | 2024-03-08 | 2024-03-08 | A0 | 1,000 | 1,000 | 6 | 절대금리 | - | - | 7.00% | - | - | 차환자금, 운영자금 | - |
| 현대케피코 | 2024-03-14 | 2024-03-22 | A+ | 500 | | 2 | 개별민평 | -50 | 30 | | | | 차환자금 | 4.29% |
| 현대케피코 | 2024-03-14 | 2024-03-22 | A+ | 500 | | 3 | 개별민평 | -50 | 30 | | | | 차환자금 | 4.46% |

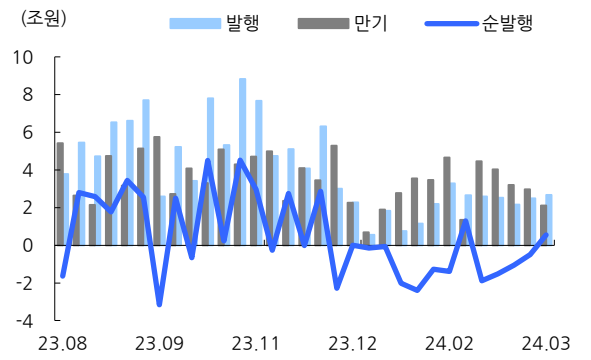
자료: 다트공시, 현대차증권

<그림 1> 공사채 발행, 만기, 순발행



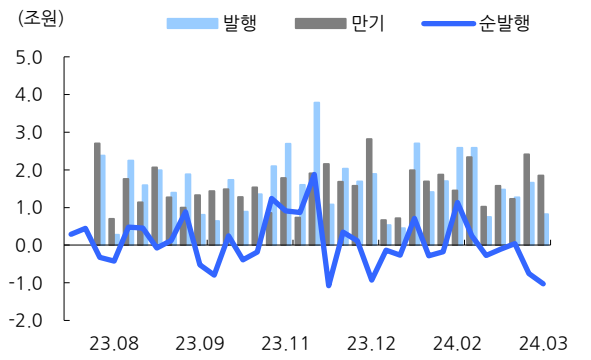

자료: Infomax, 현대차증권

<그림 2> 은행채 발행, 만기, 순발행



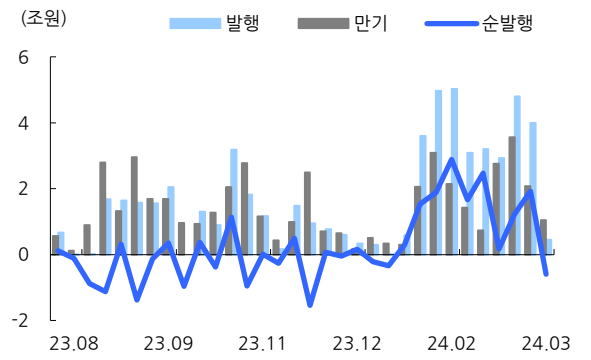

자료: Infomax, 현대차증권

<그림 3> 여전채 발행, 만기, 순발행



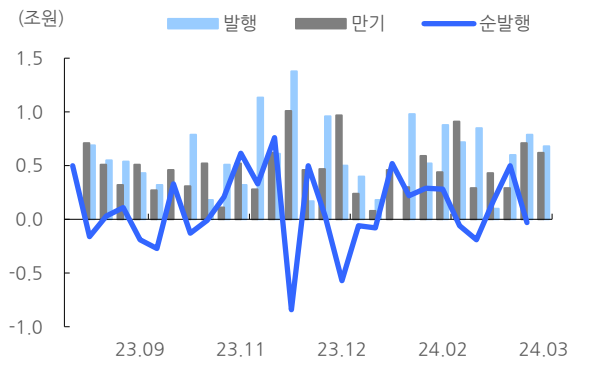

자료: Infomax, 현대차증권

<그림 4> 회사채 발행, 만기, 순발행



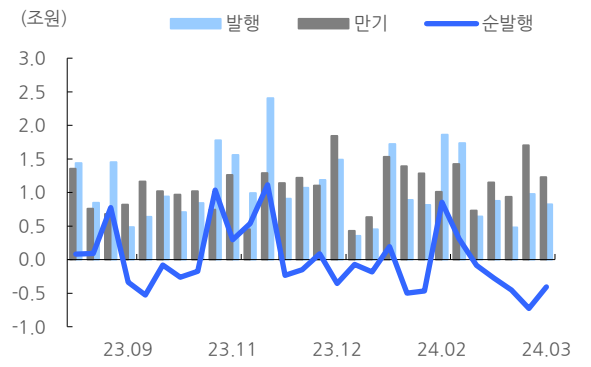

자료: Infomax, 현대차증권

<그림 5> 카드 발행, 만기, 순발행



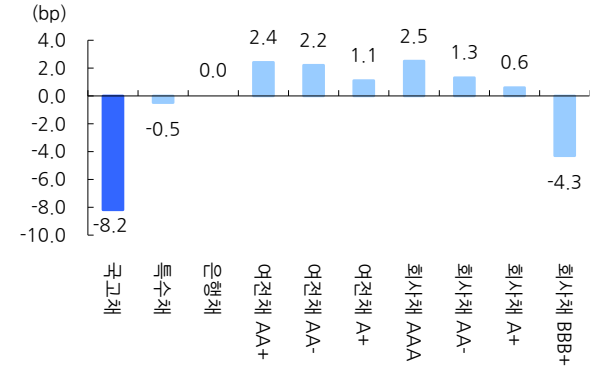

자료: Infomax, 현대차증권

<그림 6> 캐피탈 발행, 만기, 순발행



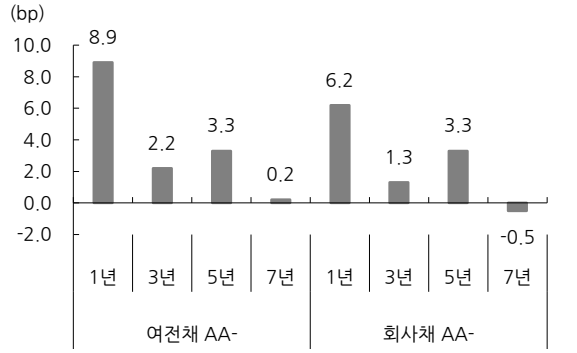

자료: Infomax, 현대차증권

<그림 7> 전주대비스프레드 변동(3년물)



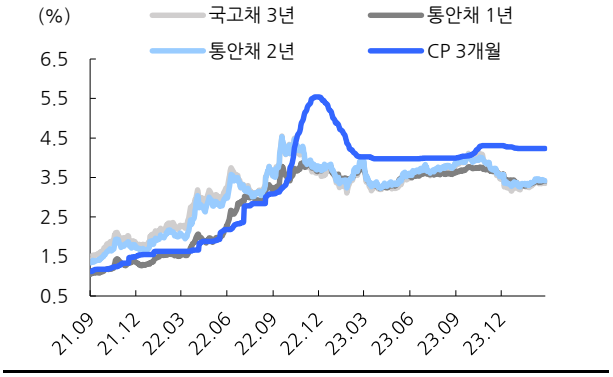

주: 민평4사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 8> 전주대비 여전채, 회사채 스프레드 변화



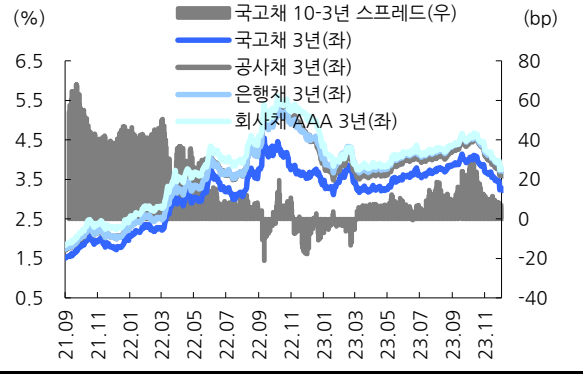

주: 민평4사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 9> 국고채3, 통안채 1,2년, CP 3개월 금리



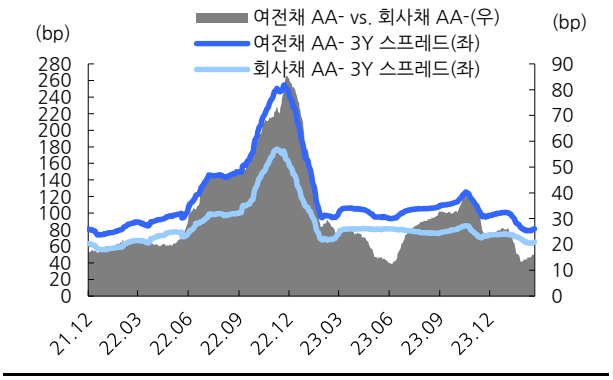

주: 민평4사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 10> 국고채, 공사채, 은행채, 회사채 AAA 3년



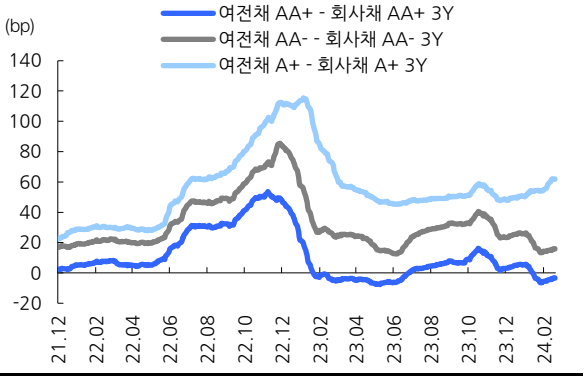

주: 민평4사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 11> 여전채 AA- vs. 회사채 AA-



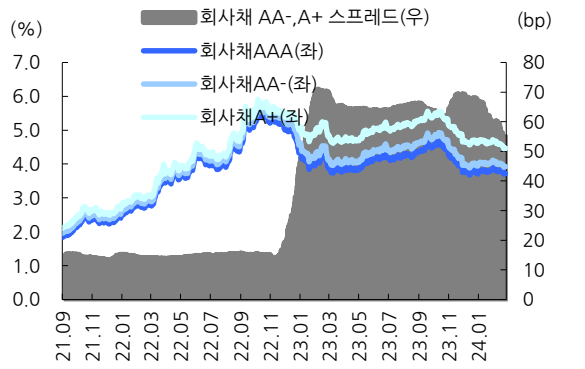

주: 3년물, 민평4사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 12> 여전채 vs. 회사채



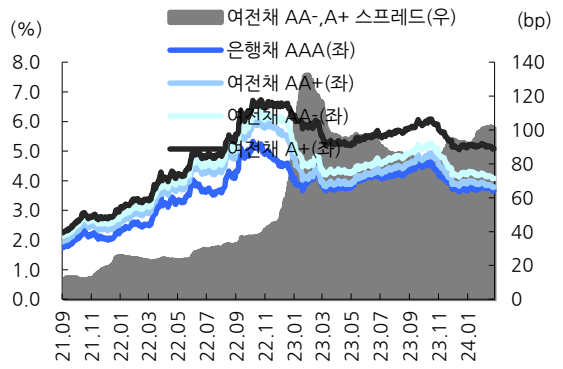

주: 3년물, 민평4사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 13> 회사채 AAA, AA-, A+ 금리



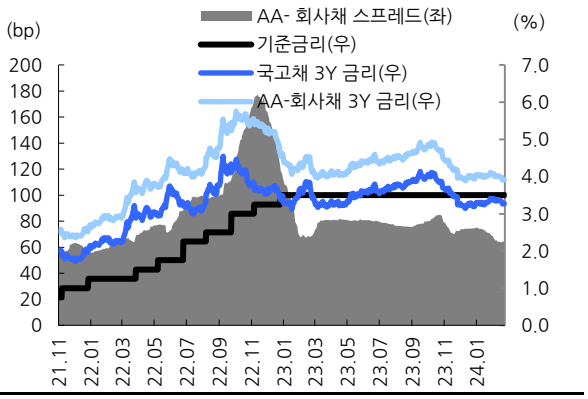

주: 3년물, 민평4사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 14> 은행채 AAA, 여전채 AA+, AA-, A+금리



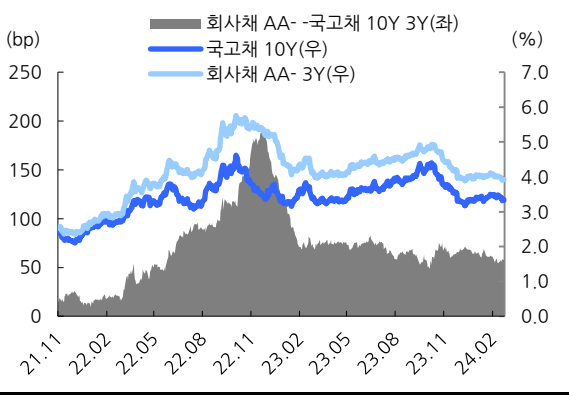

주: 3년물, 민평4사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 15> 회사채 AA- vs. 국고채




주: 3년물, 민평4사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 16> 회사채 3Y - 국고채 10Y

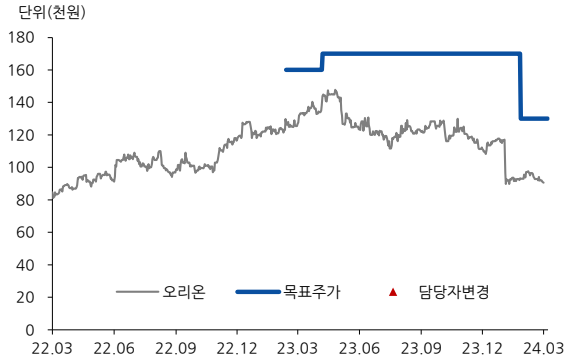



주: 3년물, 민평4사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

## ▶ 투자의견 및 목표주가 추이

| 일 자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율(%) | |
|---|---|---|---|---|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2023.02.24 | BUY | 160,000 | -17.34 | -12.25 |
| 2023.04.19 | BUY | 170,000 | -25.66 | -13.06 |
| 2023.10.19 | AFTER 6M | 170,000 | -34.16 | -23.53 |
| 2024.02.08 | BUY | 130,000 | -27.61 | -24.85 |
| 2024.03.14 | BUY | 130,000 | | |

## ▶ 최근 2년간 오리온 주가 및 목표주가




## ▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

## ▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

## ▶ 투자등급 통계 (2023.01.01~2023.12.31)

| 투자등급 | 건수 | 비율(%) |
|---|---|---|
| 매수 | 154건 | 91.1% |
| 보유 | 15건 | 8.9% |
| 매도 | 0건 | 0% |


- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.