

오리온 (271560)

한유정 yujung.han@daishin.com 노희재 heejae.roh@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

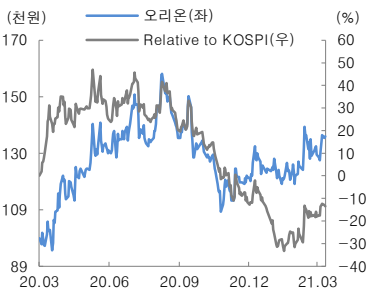
6개월 목표주가 **170,000**
유지

현재주가 **135,500**
(21.03.16)
음식료업종

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D
----------	---	----	---	----	---	---	---

KOSPI	3067.17
시가총액	5,357십억원
시가총액비중	0.28%
자본금(보통주)	20십억원
52주 최고/최저	158,000원 / 94,700원
120일 평균거래대금	183억원
외국인지분율	42.63%
주요주주	오리온홀딩스 외 6 인 43.80% 국민연금공단 7.05%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.0	6.7	-3.2	34.8
상대수익률	6.3	-3.6	-23.1	-24.6



지금까지는 순조롭다

투자의견 매수, 목표주가 170,000원 유지

- 2021년 3~5월 전년 기저 부담이 상당하나 지난해 코로나 확산 초기 수요 급증, 경쟁사의 공급 차질에 기인한 이례적 현상으로 전년 기저 부담에 대한 우려보다는 주요 국가에서의 점유율 확대 추세에 중점을 둘 필요
- 조정 시 매수 접근 유효

2021년 1~2월 실적 Review

- 2021년 1~2월 오리온의 국가별 법인 합산 매출액은 4,329억원(+29% yoy), 영업이익은 801억원(+78% yoy) 기록. 국가별로는 1) **[한국]** 매출액은 전년 동기 대비 3% 증가한 1,304억원(vs 2020년 1~2월 +6% yoy), 영업이익은 전년 동기 대비 20% 증가한 237억원(vs +18% yoy)을 기록하였으며 영업이익률은 +3%p yoy. 2) **[중국]** 매출액은 전년 동기 대비 54% 증가한 2,240억원(vs -20% yoy), 영업이익은 전년 동기 대비 273% 증가한 395억원(vs -65% yoy)을 기록하였으며 영업이익률은 +10%p yoy. 3) **[베트남]** 매출액은 전년 동기 대비 26% 증가한 643억원(vs +18% yoy), 영업이익은 전년 동기 대비 17% 증가한 146억원(vs +74% yoy)을 기록하였으며 영업이익률은 -2%p yoy. 동기간 베트남 환율은 전년 동기 대비 6% 평가 절하되어 현지 통화 기준 1~2월 매출 성장률은 +30% yoy 상회, 영업이익 증가율 역시 +20% yoy 상회. 4) **[러시아]** 매출액은 전년 동기 대비 10% 증가한 142억원(vs +36% yoy), 영업이익은 전년 동기 대비 5% 증가한 23억원(vs +144% yoy)을 기록하였으며 영업이익률은 -1%p yoy. 동기간 러시아 환율은 전년 동기 대비 20% 평가 절하되어 현지 통화 기준 1~2월 매출 성장률은 +30% yoy 상회, 영업이익 증가율은 +20% yoy 상회
- 2021년 중국, 베트남 명절 연휴 시점 차이로 관련 물량이 전년 대비 1~2월에 집중되며 실적 성장을 견인한 바 있으나 중국을 제외한 한국, 베트남, 러시아에서의 전년 기저가 상당하였음에도 괄목할만한 외형 성장세 시현

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	2,023	2,230	2,446	2,593	2,725
영업이익	328	376	425	449	406
세전순이익	308	397	425	452	409
총당기순이익	220	276	299	318	288
지배지분순이익	216	269	292	310	0
EPS	5,454	6,809	7,395	7,850	0
PER	19.3	18.2	18.3	17.3	#DIV/0!
BPS	41,042	43,435	50,079	57,128	56,278
PBR	2.6	2.9	2.7	2.4	2.4
ROE	14.2	16.1	15.8	14.6	0.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 오리온, 대신증권 Research Center

표 1. 오리온 분기/연간 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	540	515	597	578	622	537	644	644	1,927	2,023	2,230	2,446	2,593
한국	191	184	194	200	201	189	201	209	712	733	769	800	829
중국	263	257	306	265	318	262	332	305	933	974	1,092	1,216	1,276
베트남	70	58	75	89	86	66	87	102	234	253	292	341	391
러시아	20	19	24	26	22	22	26	32	65	77	89	102	111
연결조정	-4	-3	-2	-3	-5	-3	-2	-3	-17	-14	-11	-13	-13
YoY(%)	8.5	17.3	12.7	3.9	15.2	4.2	7.8	11.4	10.3	5.0	10.2	9.7	6.0
한국	7.2	3.5	6.4	2.9	5.2	2.9	3.6	4.4	4.9	2.9	5.0	4.0	3.6
중국	4.6	28.1	14.4	4.2	20.8	1.9	8.2	14.8	17.4	4.4	12.0	11.4	5.0
베트남	23.9	19.7	17.8	5.9	22.9	14.7	16.2	14.1	6.0	8.0	15.6	16.9	14.5
러시아	32.6	20.6	16.1	1.2	9.0	15.4	10.1	20.4	-16.0	19.1	15.2	14.1	9.7
매출액 비중 (%)													
한국	35.3	35.7	32.5	34.6	32.3	35.3	31.3	32.4	36.9	36.2	34.5	32.7	32.0
중국	48.7	49.9	51.3	45.9	51.1	48.8	51.5	47.3	48.4	48.2	48.9	49.7	49.2
베트남	13.0	11.2	12.5	15.4	13.9	12.4	13.5	15.8	12.1	12.5	13.1	13.9	15.1
러시아	3.7	3.7	4.0	4.6	3.5	4.1	4.1	4.9	3.4	3.8	4.0	4.2	4.3
영업이익	97	86	108	85	117	87	123	98	282	328	376	425	449
한국	30	29	29	36	33	30	33	40	92	108	124	135	141
중국	47	43	59	24	60	42	67	31	142	158	173	200	206
베트남	16	10	17	22	20	10	18	24	41	48	64	72	82
러시아	4	4	5	5	4	4	5	6	8	13	17	20	22
연결조정	0	1	-1	-2	0	1	-1	-2	-1	1	-2	-2	-2
YoY(%)	25.5	71.0	6.0	-13.8	20.6	1.0	13.9	16.4	86.6	16.1	14.7	13.2	5.6
한국	29.0	11.3	2.7	17.8	10.4	1.4	15.4	10.5	12.9	17.0	14.7	9.5	4.2
중국	16.4	140.2	2.0	-42.5	26.3	-1.4	13.9	28.6	640.5	11.8	9.4	15.6	3.0
베트남	98.4	121.6	22.0	-1.8	25.4	5.9	10.9	9.3	13.1	16.8	32.9	13.2	14.3
러시아	113.2	95.6	46.5	-20.7	8.9	12.0	13.1	27.4	-43.5	61.0	31.1	16.0	10.6
영업이익률(%)	18.0	16.7	18.1	14.6	18.8	16.2	19.1	15.3	14.6	16.2	16.8	17.4	17.3
한국	15.7	15.8	14.8	18.0	16.5	15.6	16.4	19.0	12.9	14.7	16.1	16.9	17.0
중국	18.0	16.7	19.1	9.2	18.8	16.2	20.1	10.3	15.2	16.3	15.9	16.5	16.2
베트남	22.6	16.6	22.3	24.1	23.1	15.3	21.3	23.1	17.5	19.0	21.8	21.1	21.1
러시아	18.3	19.5	20.2	18.2	18.3	18.9	20.8	19.2	12.4	16.7	19.0	19.4	19.5

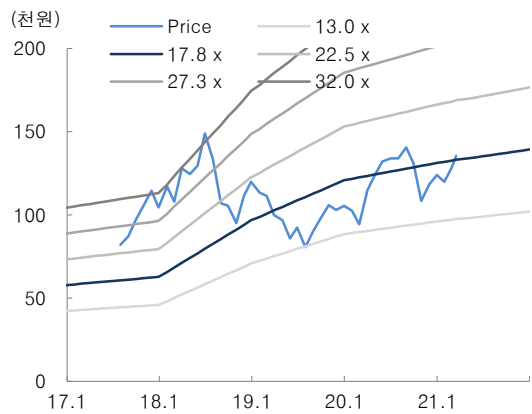
자료: 대신증권 Research Center

표 2. Global Peer

회사명 코드		오리온 271560 KS Equity	DALI FOODS 3799 HK Equity	WANT WANT 151 HK Equity	MONDELEZ MDLZ US Equity	PEPSICO PEP US Equity	CALBEE 2229 JP Equity
주가(2021.03.16 기준) (USD)		120	0.61	0.78	57	133	27
시가총액 (USDmn)		4,734	8,359	9,436	80,815	183,529	3,585
매출액 (USDmn)	19A	1,737	3,095	3,087	25,868	67,161	2,243
	20F	1,893	3,297	2,885	26,581	70,372	2,354
	21F	2,119	3,584	3,405	28,107	75,162	2,491
매출액 yoy (%)	19A	-0.9	-2.0	1.4	-0.3	3.9	-1.2
	20F	9.0	6.5	-6.5	2.8	4.8	5.0
	21F	11.9	8.7	18.0	5.7	6.8	5.8
영업이익 (USDmn)	19A	281	677	689	3,843	10,291	243
	20F	319	710	685	3,853	10,080	254
	21F	372	778	853	4,841	11,479	254
영업이익 yoy (%)	19A	9.6	2.0	11.6	16.0	1.8	0.4
	20F	13.6	5.0	-0.7	0.3	-2.1	4.6
	21F	16.6	9.5	24.5	25.6	13.9	-0.2
OPM (%)	19A	16.2	21.9	22.3	14.9	15.3	10.8
	20F	16.9	21.5	23.7	14.5	14.3	10.8
	21F	17.6	21.7	25.0	17.2	15.3	10.2
PER (배)	19A	19.3	18.4	20.0	22.4	24.9	20.5
	20A	18.3	14.1	17.5	16.8	26.2	22.3
	21F	17.5	12.8	15.0	20.0	22.0	22.6
PBR (배)	19A	2.6	4.3	4.5	2.9	12.9	2.6
	20F	2.7	3.2	4.2	3.0	14.9	2.4
	21F	2.5	2.9	3.9	2.8	11.3	2.3
EV/EBITDA (배)	19A	9.3	11.0	9.8	17.3	17.1	8.8
	20F	9.3	7.2	9.8	17.3	17.1	8.8
	21F	9.4	6.6	8.6	16.4	15.3	9.7
ROE (%)	19A	14.2	24.2	23.3	14.9	49.9	13.2
	20F	15.5	22.9	23.8	13.0	50.4	11.1
	21F	15.5	23.7	27.0	14.8	57.1	10.4
ROA (%)	19A	9.0	20.1	12.3	6.2	9.4	9.8
	20F	10.5	19.5	12.2	5.4	8.3	8.4
	21F	12.0	20.7	13.8	5.9	8.7	9.1
EPS (USD)	19A	4.7	0.041	0.042	2.7	5.2	1.3
	20F	5.7	0.043	0.042	2.5	5.1	1.2
	21F	6.8	0.048	0.052	2.9	6.0	1.2

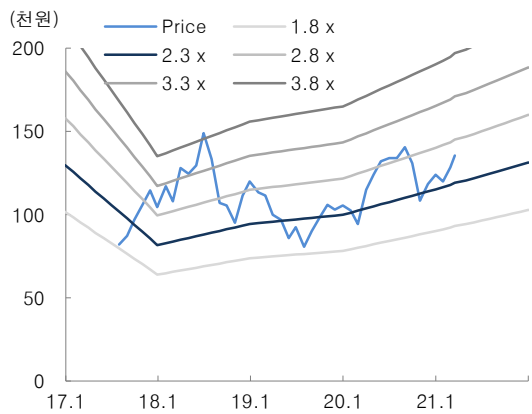
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 1. 오리온 PER Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

그림 2. 오리온 PBR Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

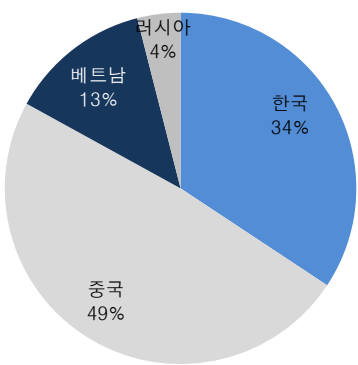
- 음식료 및 과자를 제조하는 업체로 (주)오리온홀딩스로부터 인적분할하여 설립된 산설회사. 2017년 6월 재상장하였음
- 주요 제품으로는 초코파이, 다이제, 고래밥, 꼬북칩 등이 있음
- 중국, 러시아, 베트남 등에서 해외사업을 병행하고 있음
- 자산 2조 4,523억원, 부채 7,848억원, 자본 1조 6,675억원
- 발행주식 수: 39,536,132주 / 자기주식수: 7,343

주가 변동요인

- 중국 제과시장 점유율 추이
- 중국, 베트남, 러시아 환율 변동
- 소맥, 팥유 등 주요 원재료 가격 변동

주: 주식의 수는 보통주와 우선주 모두 포함, 자산규모는 2019년 12월 기준
자료: 오리온, 대신증권 Research Center

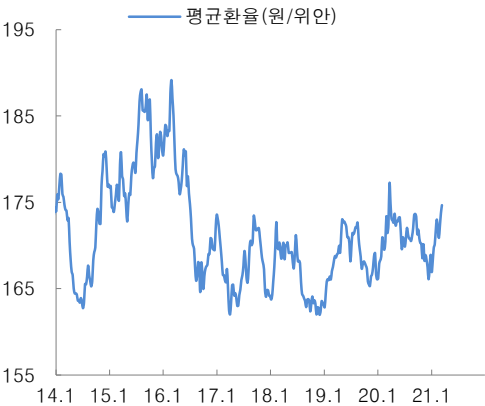
국가별 매출 비중 추이



주: 2020년 매출액 잠정치 기준, 원화 기준
자료: 오리온, 대신증권 Research Center

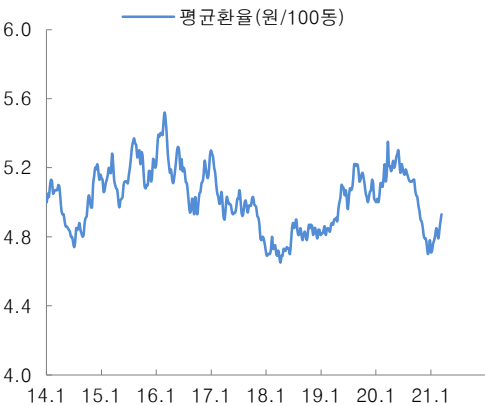
2. Earnings Driver

월별 중국 환율 추이



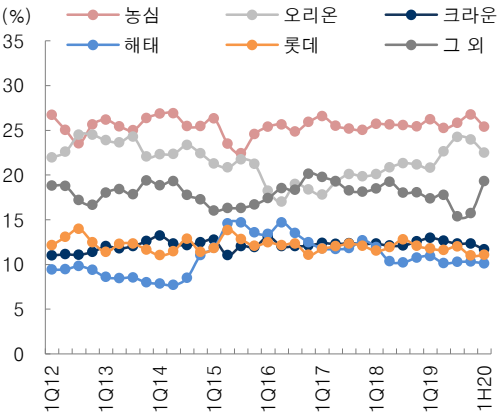
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

월별 베트남 환율 추이



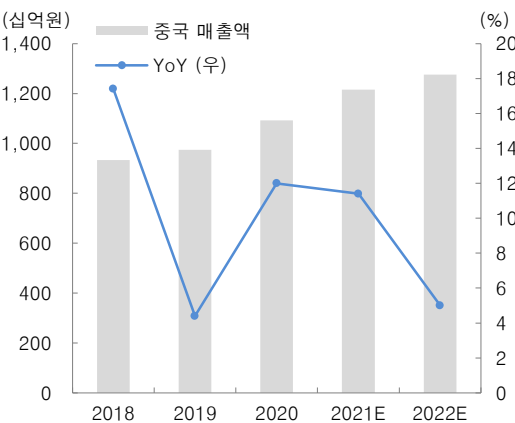
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

한국 제과 시장 점유율



자료: FS식품산업통계, 대신증권 Research Center

오리온 연간 중국 매출액 추이



자료: 오리온, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	2,023	2,230	2,446	2,593	2,725
매출원가	1,110	1,240	1,345	1,429	1,512
매출총이익	913	990	1,101	1,165	1,213
판매비와관리비	586	615	675	716	807
영업이익	328	376	425	449	406
영업이익률	16.2	16.8	17.4	17.3	14.9
EBITDA	460	501	551	573	529
영업외손익	-19	22	0	3	3
관계기업손익	0	1	1	1	1
금융수익	10	10	9	9	2
외환관련이익	1	1	1	1	1
금융비용	-12	-9	-9	-9	-1
외환관련손실	1	1	1	1	1
기타	-17	20	-1	1	1
법인세비용차감전순손익	308	397	425	452	409
법인세비용	-88	-122	-126	-134	-121
계속사업순손익	220	276	299	318	288
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	220	276	299	318	288
당기순이익률	10.9	12.4	12.2	12.3	10.6
비자배지분순이익	5	6	7	7	288
자배지분순이익	216	269	292	310	0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	3	0	0	0	0
포괄순이익	248	276	299	318	288
비자배지분포괄이익	6	7	7	8	288
자배지분포괄이익	242	269	292	310	0

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	5,454	6,809	7,395	7,850	0
PER	19.3	18.2	18.3	17.3	#DIV/0!
BPS	41,042	43,435	50,079	57,128	56,278
PBR	2.6	2.9	2.7	2.4	2.4
EBITDAPS	11,629	12,677	13,926	14,498	13,377
EV/EBITDA	9.3	9.9	9.4	8.5	9.3
SPS	51,176	56,414	61,864	65,597	68,921
PSR	2.1	2.2	2.2	2.1	2.0
CFPS	11,984	13,607	14,304	14,932	13,811
DPS	600	750	800	850	850

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	50	102	97	60	5.1
영업이익 증가율	161	147	132	56	-96
순이익 증가율	541	250	86	62	-94
수익성					
ROIC	125	136	155	163	147
ROA	136	150	158	151	130
ROE	142	161	158	146	0.0
안정성					
부채비율	47.1	44.5	39.0	34.7	35.7
순차입금비율	45	-0.2	-12.4	-23.1	-21.9
이자보상배율	30.0	43.5	52.3	55.9	0.0

자료: 오리온, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	596	691	964	1,269	1,252
현금및현금성자산	165	221	453	729	687
매출채권 및 기타채권	185	204	223	237	249
재고자산	148	163	178	189	199
기타유동자산	98	103	108	114	118
비유동자산	1,856	1,860	1,864	1,856	1,850
유형자산	1,656	1,656	1,656	1,644	1,634
관계기업투자금	32	35	38	41	44
기타비유동자산	168	169	170	171	173
자산총계	2,452	2,550	2,827	3,126	3,103
유동부채	464	478	498	515	532
매입채무 및 기타채무	258	267	276	283	289
차입금	7	2	2	2	2
유동성채무	120	126	132	139	146
기타유동부채	79	83	87	91	95
비유동부채	320	307	295	290	285
차입금	160	140	120	110	100
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	161	168	175	180	185
부채총계	785	786	793	804	816
자배지분	1,623	1,717	1,980	2,259	2,225
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598	598
이익잉여금	378	473	736	1,014	981
기타지분변동	626	626	626	626	626
비자배지분	45	48	55	63	62
자본총계	1,668	1,765	2,035	2,321	2,287
순차입금	75	-3	-253	-537	-501

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	348	370	393	418	389
당기순이익	220	276	299	318	288
비현금항목의 가감	253	262	266	273	258
감가상각비	132	126	125	124	123
외환손익	0	-2	-2	-2	-2
지분법평가손익	0	-1	-1	-1	-1
기타	121	140	144	151	138
자산부채의 증감	-28	-45	-46	-38	-36
기타현금흐름	-98	-123	-127	-135	-121
투자활동 현금흐름	-187	-148	-148	-135	-135
투자자산	-47	-3	-3	-3	-3
유형자산	-119	-123	-123	-110	-110
기타	-22	-22	-22	-22	-22
재무활동 현금흐름	-184	-51	-52	-44	-45
단기차입금	-102	-5	0	0	0
사채	0	-20	-20	-10	-10
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-24	-24	-30	-32	-34
기타	-59	-3	-2	-2	-2
현금의 증감	-20	56	233	276	-42
기초 현금	185	165	221	453	729
기말 현금	165	221	453	729	687
NOPLAT	234	261	299	316	286
FCF	237	256	295	323	292

[ESG 평가 등급체계]

* 대신지배구조연구소에서 ESG 등급을 평가하여 작성한 내용입니다

등급	구분	등급별 의미
Excellent (S)	양호	환경 및 사회, 지배구조의 리스크를 관리할 뿐만 아니라 이를 기회로 포착하고 수익을 창출할 수 있음
Very Good (A+)		환경, 사회, 지배구조 중 리스크 관리가 적절하지 않은 부문이 발생할 가능성이 있음. 그러나 전반적으로 ESG 이슈에 대한 관심을 가지고 지속적 개선 노력을 하고 있음
Good (A)		환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음. 그러나 ESG에 대한 사업기회를 가지고 있을 가능성 있음
Fair (B+,B)	보통	환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음
Laggard (C)	미흡	환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크를 지니고 있으며, ESG 이슈가 기업의 수익성에 영향을 미칠 가능성이 존재함
Poor (D)		이해관계자 관리가 미흡하며 정보공개가 부족한 경우 환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크 관리가 평균 이하로, ESG 이슈로 인하여 기업의 중장기 수익성에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있음

오리온 통합 ESG 등급

A

- 오리온은 대신지배구조연구소의 ESG 평가 결과 등급은 A, 전년 대비 등급이 동일합니다
- ESG 전체 영역 중 E 영역에서 점수가 상승하였습니다.
- ESG 전체 영역 중 S 영역에서 점수가 상승하였습니다.
- ESG 전체 영역 중 G 영역에서 점수가 상승하였습니다.

최근 2평가 기간

(최근 2평가 기간)

A

A

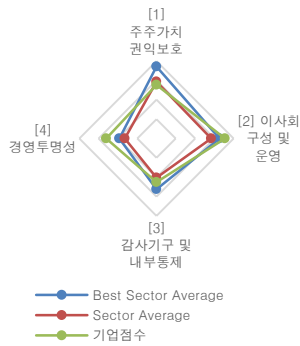
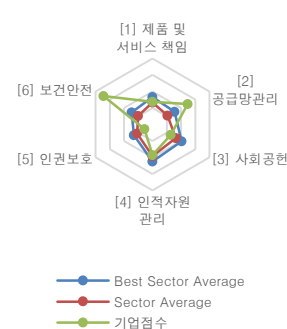
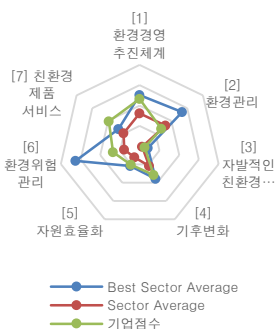
2019. 하

2020. 상

기준일: 2020.06.30

영역별 대분류 평가 결과

환경 (Environmental)		사회 (Social)		지배구조 (Governance)	
환경 대분류	평가기업 수준	사회 대분류	평가기업 수준	지배구조 대분류	평가기업 수준
환경경영 추진체계	■■■	제품 및 서비스 책임	■■	주주가치 권익보호	■■■
환경관리	■■	공급망관리	■■■■	이사회 구성 및 운영	■■■■
자발적인 친환경 활동	■■	사회공헌	■■	감사기구 및 내부통제	■■■■
기후변화	■■■	인적자원 관리	■■	경영투명성	■■■■
자원효율화	■■■	인권보호	■		
환경위험 관리	■■	보건의안전	■■■■■		
친환경 제품 서비스	■■■				



* 영역별 대분류 평가기업 수준은 대신지배구조연구소 평가 커버리지 내 상대적인 수준을 평가한 것으로 절대적인 수치가 아님.

해당 ESG 등급 및 평가는 대신지배구조연구소 고유의 평가모델에 기반한 것으로서 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 기업 제시자료 및 공시자료 등에 근거하고 있습니다. 본 ESG 정보는 무엇보다 기업 및 주주 가치 분석 등 투자 목적으로 작성되지 않았으며 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성에 적합한지 여부 등을 보장하지 않습니다. 따라서 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않으므로 본 자료를 이용하시는 경우 이와 관련한 투자의 최종 결정은 이용자의 판단으로 하며 그 활용으로 인한 모든 위험도 자신이 부담한다는 점을 명확히 합니다. 또한, 대신지배구조연구소에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 지적재산권은 대신지배구조연구소의 소유입니다. 따라서 대신지배구조연구소의 사전 서면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인용, 변형 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것 등을 엄격하게 금지합니다.

[Compliance Notice]

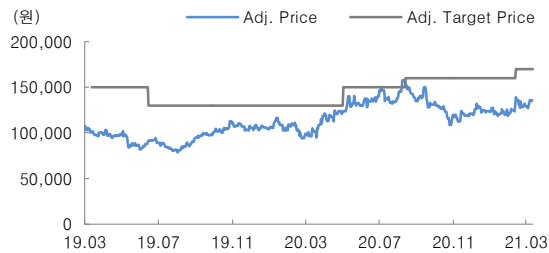
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:한유정)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

오리온(271560) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	21.03.17	21.02.17	20.10.16	20.08.18	20.05.07	19.06.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Marketperform	Buy	Buy
목표주가	170,000	170,000	160,000	160,000	150,000	130,000
과리율(평균.%)		(22.40)	(23.88)	(13.59)	(9.08)	(25.94)
과리율(최대/최소.%)		(20.00)	(13.13)	(4.69)	5.33	(13.08)
제시일자	19.03.17					
투자의견	Buy					
목표주가	150,000					
과리율(평균.%)	(37.27)					
과리율(최대/최소.%)	(31.00)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210314)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.3%	8.7%	1.0%

- 산업 투자의견
- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상