

오리온

BUY(유지)

271560 기업분석 | 음식료

목표주가(상향)	150,000원	현재주가(12/17)	105,000원	Up/Downside	+42.9%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2019. 12. 18

물보다, 진한 펀더멘탈 개선에 주목

▶ 탐방 Comment

최근 영업 상황 점검, 긍정적 성장 지속중: 중국 11월 중순이후 춘절 물량 매출 증가가 시작됐으며 11월부터 타오케노이(태국 김과자) 매출 인식되기 시작했다(12월 매출 100억원 기대). 회사측에서는 중국에서 타오케노이의 매출 기여는 연간 1,000억원 낮은 판매비 부담으로 상품 매출이익률은 15%수준일 것으로 기대하고 있다. 향후 중국에서 김교복칩 등을 출시한 후 태국으로 타오케노이를 통해 역수출도 추진할 예정이며, 러시아, 베트남으로 확대할 예정이다. 2020년 중국에서 춘절차이로 인한 매출 감소 영향은(-400억원 추정), 타오케노이 매출로 충분히 상쇄될 수 있다. 오징어땅콩, 썬칩, 치킨팝 등 국내 스낵 파워 브랜드를 중국에서 공격적으로 출시할 예정이다. 베트남 생산 쌀과자를 중국 화남 시장으로 수출을 계획중이며 인도네시아 델리사의 초코렛도 수입 판매할 예정이다. 결국 시장의 우려와 달리 중국 매출은 2020년에도 두자릿수 성장도 가능하며 비용 구조를 개선해 놓은 상황이므로 영업이익률은 19년 대비 추가적으로 개선될 여지가 있다. **베트남**에서 쌀과자 월매출이 10억 가량 발생하고 있고, 라인증설후 추가 성장이 예상된다. 양산 빵 매출도 월 8~9억원 발생하고 있고 오감자, 포카칩 등 출시로 20%이상 성장이 가능할 것으로 기대하고 있다.

국내 제과 시장에서는 롯데, 해태, 크라운 등 경쟁사의 시장점유율이 하락하고 오리온만 상승하는 현상이 지속중이며, 경쟁사 대비 높은 영업이익률 수준도 계속 유지중이다(4Q19 OP% 16.8%추정). 2019년 국내에서 사상 최대 매출과 영업이익 수준을 기록할 것으로 추정한다. 강력한 브랜드력과 제품력, 신제품 출시 능력 등을 감안시 경쟁사를 압도하는 현상이 당분간 지속될 가능성이 높고, 한국에서 성공한 제품으로 글로벌에서도 성과를 내는 구조가 더 안정화될 것으로 추정한다. 회사측에서는 4Q19 연결 영업이익은 1,000억원 ~ 1,100억원, 2020년 매출은 하이싱글 성장, 영업이익은 매출 성장의 두배 수준으로 개선될 것으로 기대하고 있다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원 배, %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	1,073	1,927	1,989	2,166	2,286
(증가율)	NA	79.5	3.2	8.9	5.6
영업이익	107	282	335	364	395
(증가율)	NA	162.7	18.6	8.7	8.5
지배주주순이익	76	140	236	259	280
EPS	3,261	3,538	5,962	6,540	7,085
PER (H/L)	39.7/23.2	45.2/23.8	17.9	16.3	15.0
PBR (H/L)	3.9/2.3	4.5/2.4	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA (H/L)	31.8/21.2	15.9/9.4	9.3	8.4	7.5
영업이익률	10.0	14.6	16.8	16.8	17.3
ROE	5.8	10.3	15.6	14.9	14.1

Stock Data

52주 최저/최고	78,500/124,000원
KOSDAQ /KOSPI	651/2,196pt
시가총액	41,513억원
60일-평균거래량	82,075
외국인지분율	40.7%
60일-외국인지분율변동추이	+2.1%p
주요주주	오리온홀딩스 외 7인 43.8%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-5.0	7.4	-13.9
상대기준	-6.4	0.8	-18.8

● Action

실적 추정치와 목표주가 상향, Top Pick유지: 4Q19 실적 추정치 상향과 2020년 중국 시장에서의 신제품 출시 성공 가능성, 국내 제과 시장에서의 시장 지배력 강화, 베트남/러시아 지역의 실적 안정화 등을 감안하여 19~20년 추정 EPS를 각각 4.6%, 6.4%상향 조정한다. 실적 추정치 상향을 반영하여 목표주가를 기존 140,000원에 150,000원으로 상향 조정하고 업종 Top pick의견을 유지한다. 최근 제주도 용암수 관련 악재로 주가 조정중이다. 원만히 해결될 경우 개선되는 펀더멘탈이 주가에 더 긍정적으로 작용할 수 있다.

도표 1. 오리온 분기별 연결 실적 전망

(단위: 억원 %)

		4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
국내	매출액	1,838	1,780	1,778	1,827	1,944	1,799	1,814	1,850	2,068	7,119	7,329	7,531	7,735
	영업이익	243	232	262	279	326	250	278	294	353	918	1,099	1,175	1,245
	OP%	13.2	13.1	14.7	15.3	16.8	13.9	15.3	15.9	17.1	12.9	15.0	15.6	16.1
중국	매출액	2,201	2,512	2,006	2,677	2,515	2,650	2,490	3,020	2,795	9,330	9,710	10,955	11,613
	영업이익	329	407	179	576	490	398	311	661	459	1,416	1,651	1,830	1,986
	OP%	14.9	16.2	8.9	21.5	19.5	15.0	12.5	21.9	16.4	15.2	17.0	16.7	17.1
베트남	매출액	698	521	428	567	823	584	479	607	903	2,107	2,339	2,573	2,830
	영업이익	136	80	43	135	174	108	62	142	172	411	433	485	542
	OP%	19.4	15.4	10.1	23.9	21.2	18.5	13.0	23.4	19.1	19.5	18.5	18.8	19.2
러시아	매출액	221	149	159	205	270	164	182	221	350	648	782	917	1,039
	영업이익	33	17	19	33	55	19	23	37	70	80	124	150	173
	OP%	14.8	11.2	12.0	16.1	20.3	11.8	12.8	16.5	20.1	12.4	15.8	16.3	16.7
연결기준	매출액	4,932	4,976	4,393	5,300	5,684	5,205	4,975	5,761	6,217	19,269	19,893	21,655	22,864
	영업이익	703	773	504	1,018	1,052	772	676	1,128	1,063	2,822	3,346	3,639	3,947
	OP%	14.3	15.5	11.5	19.2	18.5	14.8	13.6	19.6	17.1	14.6	16.8	16.8	17.3
	세전이익	745	791	514	1,022	1,067	790	686	1,133	1,062	2,752	3,394	3,671	3,977
	당기순이익	148	529	368	697	799	576	501	827	720	1,430	2,393	2,625	2,844
	지배순이익	139	513	362	677	805	568	493	814	710	1,399	2,357	2,585	2,801

자료: DB금융투자, 공정공시

도표 2. 오리온 실적 추정치 상향 내역

(단위: 억원 %)

	2019E			2020E		
	수정후	수정전	%차이	수정후	수정전	%차이
매출액	19,893	19,967	-0.4	21,655	21,107	2.6
영업이익	3,346	3,229	3.6	3,639	3,379	7.7
세전이익	3,394	3,164	7.3	3,671	3,322	10.5
지배주주순이익	2,357	2,253	4.6	2,585	2,422	6.74

자료: DB금융투자

도표 3. 오리온 4Q19 월별 실적 전망

(단위: 억원 %)

2018	10월	11월	12월	4Q18
매출액	1,659	1,562	1,737	4,958
한국	646	604	588	1,838
중국	767	666	768	2,201
베트남	170	215	313	698
러시아	76	77	68	221
영업이익	302	236	204	742
한국	99	78	66	243
중국	159	97	74	330
베트남	30	46	60	136
러시아	14	15	4	33
2019	10월	11월	12월E	4Q19E
매출액	1,690	1,738	2,195	5,623
한국	681	633	630	1,944
중국	717	742	1,056	2,515
베트남	198	281	415	894
러시아	94	82	94	270
영업이익	294	315	443	1,052
한국	127	103	96	326
중국	108	116	266	490
베트남	38	76	60	174
러시아	21	20	14	55
%YoY	10월	11월	12월E	4Q19E
영업이익	-2.6	33.5	117.0	41.7
한국	28.3	32.1	45.2	34.1
중국	-32.1	19.6	259.0	48.4
베트남	26.7	65.2	0.1	28.0
러시아	50.0	33.3	246.9	66.3

자료: DB금융투자, 공정공시

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	457	569	746	956	1,187
현금및현금성자산	102	185	322	503	713
매출채권및기타채권	131	169	178	193	203
재고자산	151	157	161	175	185
비유동자산	1,801	1,782	1,803	1,833	1,862
유형자산	1,673	1,646	1,670	1,703	1,733
무형자산	52	52	49	46	44
투자자산	24	30	30	30	30
자산총계	2,258	2,351	2,565	2,805	3,064
유동부채	523	500	502	507	510
매입채무및기타채무	192	248	253	262	269
단기차입금및단기차입금	104	105	103	102	100
유동상장기부채	166	50	49	46	44
비유동부채	390	406	402	398	394
사채및장기차입금	329	280	276	272	268
부채총계	913	907	905	906	905
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598	598
이익잉여금	76	191	403	638	894
비지배주주지분	37	39	43	47	51
자본총계	1,345	1,445	1,660	1,899	2,160

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	193	401	364	377	405
당기순이익	77	143	239	262	284
현금유출이없는비용및수익	103	275	236	240	249
유형및무형자산상각비	66	118	129	130	131
영업관련자산부채변동	28	42	-11	-21	-15
매출채권및기타채권의감소	-4	-35	-9	-15	-10
재고자산의감소	-53	-7	-5	-14	-10
매입채무및기타채무의증가	20	15	5	9	7
투자활동현금흐름	-17	-115	-134	-150	-151
CAPEX	-90	-131	-150	-160	-160
투자자산의순증	-24	-7	0	0	0
재무활동현금흐름	-155	-199	-45	-45	-45
사채및장기차입금의 증가	600	-165	-7	-8	-8
자본금및자본잉여금의증가	618	0	0	0	0
배당금지급	0	-24	-24	-24	-24
기타현금흐름	-3	-3	-48	0	0
현금의증가	18	83	137	181	210
기초현금	83	102	185	322	503
기말현금	102	185	322	503	713

자료: 오리온, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,073	1,927	1,989	2,166	2,286
매출원가	609	1,050	1,100	1,161	1,221
매출총이익	465	877	889	1,005	1,065
판매비	357	595	555	641	671
영업이익	107	282	335	364	395
EBITDA	173	400	464	494	526
영업외손익	-2	-7	4	3	3
금융손익	-3	-12	-5	-6	-6
투자손익	0	-1	0	0	0
기타영업외손익	1	6	9	9	9
세전이익	105	275	339	367	398
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	77	143	239	262	284
지배주주지분순이익	76	140	236	259	280
비지배주주지분순이익	1	3	4	4	4
총포괄이익	68	123	239	262	284
증감률(%YoY)					
매출액	NA	79.5	3.2	8.9	5.6
영업이익	NA	162.7	18.6	8.7	8.5
EPS	NA	8.5	68.5	9.7	8.3

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당이익(원)					
EPS	3,261	3,538	5,962	6,540	7,085
BPS	33,092	35,553	40,913	46,853	53,338
DPS	600	600	600	600	600
Multiple(배)					
P/E	32.0	33.9	17.9	16.3	15.0
P/B	3.2	3.4	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	26.6	12.5	9.3	8.4	7.5
수익성(%)					
영업이익률	10.0	14.6	16.8	16.8	17.3
EBITDA마진	16.1	20.8	23.3	22.8	23.0
순이익률	7.1	7.4	12.0	12.1	12.4
ROE	5.8	10.3	15.6	14.9	14.1
ROA	3.4	6.2	9.7	9.8	9.7
ROIC	4.3	8.2	13.2	14.2	15.0
안정성및기타					
부채비율(%)	67.9	62.8	54.5	47.7	41.9
이자보상배율(배)	9.3	16.8	24.2	26.8	29.7
배당성향(배)	30.9	16.6	9.9	9.0	8.3

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이익률 (2019-10-02 기준) - 매수(83.8%) 중립(16.2%) 매도(0.0%)

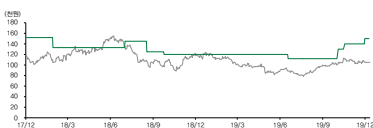
가입 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

오리온 현재가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이익률 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
17/11/30	Buy	152,000	-25.4 -17.8	19/11/04	Buy	140,000	-23.7 -20.7
18/02/14	Buy	133,000	-2.1 16.5	19/12/17	Buy	150,000	-
18/07/19	Hold	145,000	-17.3 -4.8				
18/09/04	Hold	125,000	-17.6 -12.0				
18/10/11	Buy	120,000	-13.9 3.3				
19/07/05	Buy	112,000	-19.0 -6.7				
19/10/21	Buy	130,000	-18.7 -13.1				

주: *표는 담당자 변경