

## 오리온(271560)

## 고통 없이 점프할 수 없다

6월 중국 예상보다 부진, 한국/베트남 예상보다 호전  
중국의 공격적 마케팅 효과, 인내하며 기다릴 만  
베트남 개선 등 실타래들 하나하나 풀릴 것

## Facts : 2분기 영업이익 컨센서스 소폭 하회

2분기 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 3.7%, 27.3% 증가해 컨센서스를 3.5%, 5.6% 하회했다. 6월 중국의 실적이 신제품 론칭 리드타임 및 프로모션 강화(매출 차감 영향) 영향으로 예상보다 저조했다. 대신 한국은 인건비가 예상보다 적었고, 베트남은 판매가 더 호전됐다. 세전이익은 국내 영업소 매각 이익(24억원)이 발생해 43.4%의 큰 폭으로 증가했다.

## Pros &amp; cons : 베트남은 개선, 중국은 기대보다 저조

베트남 로컬 매출액은 6월에 15.2%로 급증했다. 5월까지 골머리를 앓던 춘절용 초코파이 유통 재고 문제가 해소된 것으로 보인다. 신제품인 쌀과자의 소비자 반응도 좋고 20% 증량을 늘린 스낵류도 인기다. 하지만 중국은 6월 매출액 증가율이 2.6%에 불과해 5월보다 개선 속도가 둔화된 모습이다. 5월말 출시한 스낵 신제품들이 매장에 깔리는 데 시간이 소요됐고, 전년동기의 높은 꼬북칩 매출액도 부담 요인이었다. 또 다소 공격적으로 마케팅 정책이 바뀌면서 장려금 집행도 늘어난 것으로 추정되는데, 이는 매출액 차감 항목이다.

## Action : 투자 없이는 성과도 없다

사드 이슈로 인해 중국 로컬 기업으로 인식돼 왔던 오리온의 “한국 DNA”가 많이 노출되었고, 이로 인해 중국 매출액 회복이 더뎠다고 판단된다. 하지만 이제는 시간도 흘렀고, 제품력과 시스템으로 중국 법인의 체질이 많이 개선되어 희망을 가질 필요가 있다. 중국 시장에서의 공격적 마케팅은 초기에 효과가 약할지 모른다. 하지만 이러한 마케팅은 화남지방처럼 침투율이 낮은 지역에 대한 투자의 성격도 강해 중장기적인 성장을 위해서는 어쩌면 필수불가결한 선택이다. 경쟁사 대비 제품력이 우수하며, 기존 브랜드의 인지도가 여전히 강하고, 또 중국 제과 소비가 차츰 개선되고 있어 희망을 접을 때는 아니라 판단된다. 2019년 예상 PER은 14.4배로 역사적 저점이며, peer에 비해서도 현격히 낮아 주식 매집을 권고한다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 130,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(8/7)	1,910
주가(8/7)	78,500
시가총액(십억원)	3,104
발행주식수(백만)	40
52주 최고/최저(원)	124,000/78,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	11,486
유동주식비율/외국인지분율(%)	56.2/37.8
주요주주(%)	오리온홀딩스 외 6 인 43.8
	국민연금공단 8.1

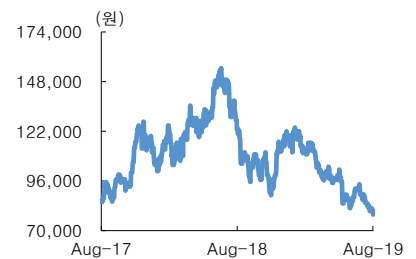
## Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	33.9	14.4	12.8
PBR(x)	3.4	2.0	1.7
ROE(%)	10.3	14.4	14.4
DY(%)	0.5	1.0	1.5
EV/EBITDA(x)	12.6	7.5	6.7
EPS(원)	3,538	5,464	6,150
BPS(원)	35,568	40,229	45,178

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(12.1)	(30.5)	(36.4)
KOSPI 대비(%p)	(2.6)	(17.2)	(19.5)

## 주가추이



자료: FnGuide

이경주

kjlee@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	423.8	493.8	493.2	497.6	439.3	(11.7)	3.7	455.4
영업이익	39.6	78.7	70.3	77.3	50.4	(34.8)	27.3	53.4
영업이익률(%)	9.3	15.9	14.3	15.5	11.5			11.7
세전이익	35.9	77.4	74.5	79.1	51.4	(35.0)	43.4	52.2
지배주주순이익	27.4	32.6	13.9	51.3	36.2	(29.3)	32.3	39.1

자료: 오리온, 한국투자증권

〈표 2〉 Peer 그룹 PER 비교

(단위: 원, 배)

		2017	2018	2019F	2020F
오리온	EPS	1,912	3,538	5,464	6,150
	PER(A)	54.7	33.9	14.4	12.8
중국 제과	PER(B)	19.4	21.4	20.9	19.1
세계 제과(중국 제외)	PER(C)	22.4	21.1	20.2	18.5
	PER(B 와 C 평균)	20.9	21.3	20.5	18.8
PER 프리미엄	A/B-1		58.6%	(31.2%)	(33.1%)
	A/C-1		60.5%	(28.7%)	(30.8%)

주: 1. 중국 제과는 Want Want, Tingyi, 세계 제과는 Pepsi, Wrigley, Hershey, MEIJ, Ezaki, Kraft 등, 2. 8월 7일 종가 기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 3〉 지역별 실적 전망

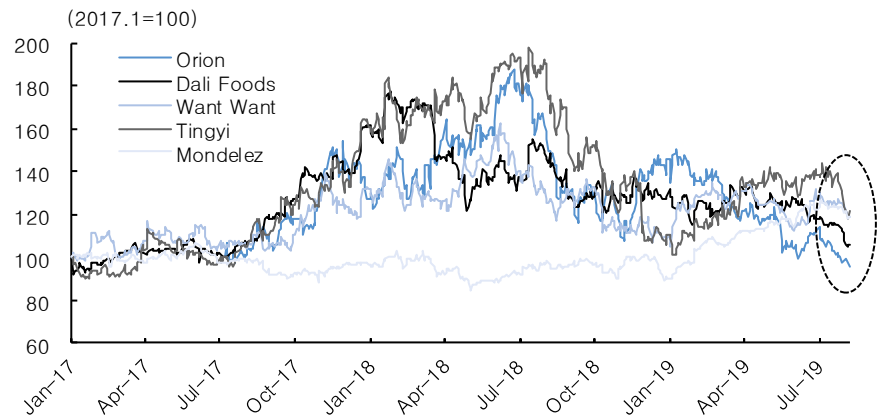
(단위: 십억원)

	2018.4	2018.5	2018.6	2019.4	2019.5	2019.6	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F
<b>매출액</b>	<b>137.6</b>	<b>155.1</b>	<b>131.1</b>	<b>145.4</b>	<b>158.9</b>	<b>135.0</b>	<b>497.6</b>	<b>439.3</b>	<b>520.4</b>	<b>559.6</b>
한국	58.0	61.5	42.8	61.3	61.5	42.2	164.0	165.0	161.3	170.1
중국	60.0	71.9	59.6	65.0	74.5	61.1	251.2	200.6	278.1	269.6
베트남	15.0	16.4	10.5	13.3	17.4	12.1	52.1	42.8	54.9	79.9
러시아	4.6	5.3	5.0	5.8	5.5	4.6	14.9	15.9	18.7	24.5
기타			13.2			15.0	15.4	15.0	7.3	15.5
<b>영업이익</b>	<b>13.9</b>	<b>22.0</b>	<b>3.7</b>	<b>14.1</b>	<b>23.6</b>	<b>12.7</b>	<b>77.3</b>	<b>50.4</b>	<b>81.7</b>	<b>103.0</b>
한국	8.1	10.0	5.1	9.0	9.7	7.5	23.2	26.2	23.9	25.0
중국	3.3	9.7	(2.3)	4.2	11.1	2.6	40.7	17.9	52.3	54.7
베트남	1.8	1.6	0.5	0.2	2.1	2.0	8.0	4.3	8.6	17.9
러시아	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.5	1.7	1.9	2.2	3.7
기타			(0.3)			0.2	3.7	0.2	(5.4)	1.8
(% YoY)										
<b>매출액</b>				<b>5.7</b>	<b>2.5</b>	<b>3.0</b>	<b>(3.6)</b>	<b>3.7</b>	<b>5.4</b>	<b>13.5</b>
한국				5.7	0.0	(1.4)	0.0	1.7	1.0	1.6
중국				8.3	3.6	2.6	(5.6)	4.8	9.0	22.5
베트남				(11.3)	6.1	15.2	(16.9)	2.1	16.0	18.1
러시아				26.1	3.8	(8.8)	37.1	6.4	10.0	10.8
<b>영업이익</b>				<b>1.4</b>	<b>7.3</b>	<b>244.0</b>	<b>(17.4)</b>	<b>27.3</b>	<b>3.8</b>	<b>46.6</b>
한국				11.1	(3.0)	46.2	(3.3)	12.7	15.3	2.9
중국				27.3	14.4	흑전	(16.9)	66.9	6.7	66.1
베트남				(88.9)	31.3	323.2	(53.2)	11.3	32.7	32.1
러시아				0.0	0.0	(30.2)	287.5	(10.3)	1.0	13.8
(%)										
<b>영업이익률</b>	<b>10.1</b>	<b>14.2</b>	<b>2.8</b>	<b>9.7</b>	<b>14.9</b>	<b>9.4</b>	<b>15.5</b>	<b>11.5</b>	<b>15.7</b>	<b>18.4</b>
한국	14.0	16.3	11.9	14.7	15.8	17.7	14.1	15.9	14.8	14.7
중국	5.5	13.5	(3.9)	6.5	14.9	4.2	16.2	8.9	18.8	20.3
베트남	12.0	9.8	4.5	1.5	12.1	16.7	15.4	10.1	15.7	22.4
러시아	15.2	13.2	14.5	12.1	12.7	11.1	11.2	12.0	12.0	15.2

주: 월별 매출액과 영업이익은 지역별 실적의 단순 합산이며 분기 최종 연결 실적은 기타 지역으로의 수출 및 내부거래 등의 조정 항목으로 다를 수 있음

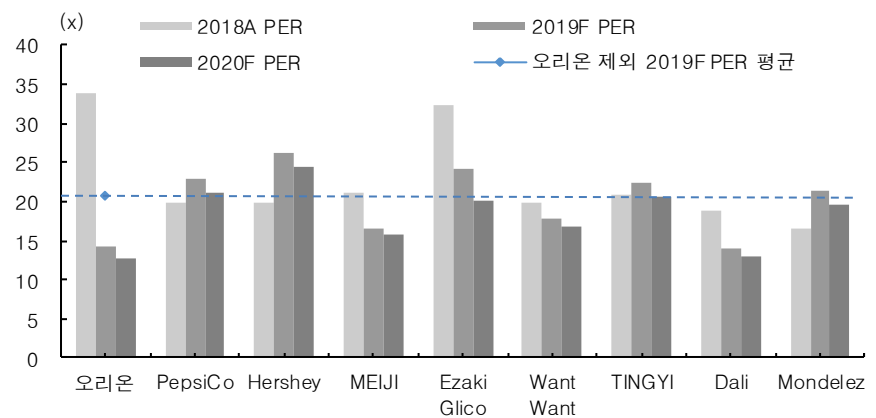
자료: 오리온, 한국투자증권

[그림 1] 중국 peer 주가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] Global peer와의 PER 비교

주: 8월 7일 종가 기준  
자료: Bloomberg, 한국투자증권

## 기업개요 및 용어해설

주식회사 오리온은 2017년 6월 분할 신설된 사업회사임. 오리온의 모체는 1956년 7월 25일에 설립되었음. 주요 사업 부문으로는 비스킷, 파이, 껌, 초콜릿 등 과자류를 생산하여 판매하고 있음. 특히 해외사업은 수출과 해외법인을 통한 생산, 판매를 병행하고 있는데 중국, 러시아, 베트남 등 이머징마켓에서 확고한 입지를 다져가고 있음.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	457	569	643	708	802
현금성자산	102	185	242	280	345
매출채권및기타채권	131	169	177	189	202
재고자산	151	157	161	172	184
비유동자산	1,801	1,782	1,807	1,873	1,959
투자자산	24	30	34	37	39
유형자산	1,673	1,646	1,662	1,719	1,794
무형자산	52	52	54	58	62
자산총계	2,258	2,351	2,450	2,582	2,760
유동부채	523	500	455	462	493
매입채무및기타채무	192	248	252	273	299
단기차입금및단기사채	104	105	85	75	75
유동성장기부채	166	50	25	25	25
비유동부채	390	406	362	285	210
사채	329	280	220	155	95
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	913	907	817	747	704
지배주주지분	1,308	1,406	1,590	1,786	2,001
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598	598
기타자본	624	624	624	624	624
이익잉여금	76	191	375	571	787
비지배주주지분	37	39	44	49	56
자본총계	1,345	1,445	1,634	1,835	2,057

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	193	401	313	355	400
당기순이익	77	143	221	249	281
유형자산감가상각비	64	115	117	118	119
무형자산상각비	2	3	3	3	3
자산부채변동	28	42	(1)	(21)	(11)
기타	22	98	6	7	8
투자활동현금흐름	(17)	(115)	(114)	(189)	(210)
유형자산투자	(90)	(131)	(133)	(175)	(194)
유형자산매각	15	11	0	0	0
투자자산순증	55	6	(5)	(4)	(4)
무형자산순증	(1)	(2)	(5)	(7)	(7)
기타	4	1	(3)	(4)	(5)
재무활동현금흐름	(155)	(199)	(142)	(128)	(126)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(154)	(176)	(105)	(75)	(60)
배당금지급	0	(24)	(24)	(32)	(47)
기타	(1)	0	(13)	(21)	(18)
기타현금흐름	(3)	(3)	0	0	0
현금의증가	18	83	58	38	65

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

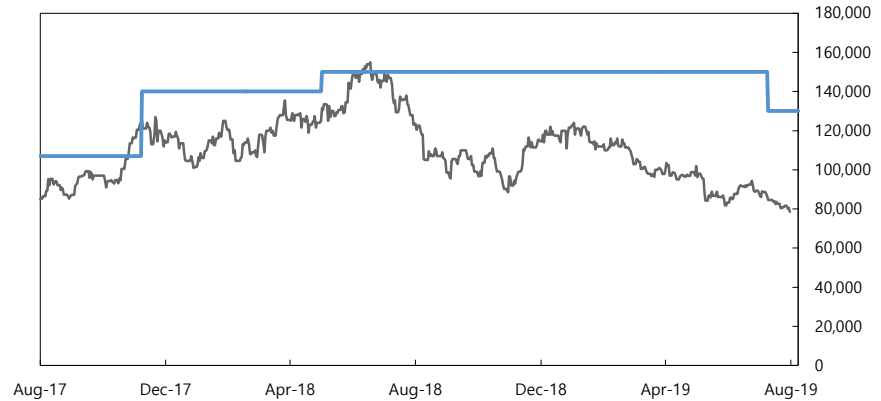
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,073	1,927	2,017	2,152	2,297
매출원가	593	1,050	1,083	1,150	1,213
매출총이익	480	877	934	1,003	1,084
판매관리비	416	595	621	658	698
영업이익	63	282	312	345	386
금융수익	10	9	9	11	13
이자수익	4	7	9	11	13
금융비용	13	21	13	9	7
이자비용	12	17	13	9	7
기타영업외손익	1	6	(5)	(5)	(6)
관계기업관련손익	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
세전계속사업이익	105	275	303	341	385
법인세비용	28	132	82	92	104
연결당기순이익	77	143	221	249	281
지배주주지분순이익	76	140	216	243	275
기타포괄이익	(9)	(20)	0	0	0
총포괄이익	68	123	221	249	281
지배주주지분포괄이익	66	121	216	243	275
EBITDA	129	400	432	466	508

## 주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,912	3,538	5,464	6,150	6,951
BPS	33,107	35,568	40,229	45,178	50,629
DPS	600	600	800	1,200	1,500
성장성(%, YoY)					
매출증가율	NM	79.5	4.7	6.7	6.7
영업이익증가율	NM	344.4	10.7	10.5	11.8
순이익증가율	NM	85.0	54.4	12.6	13.0
EPS증가율	NM	85.0	54.4	12.6	13.0
EBITDA증가율	NM	209.4	8.0	7.9	9.0
수익성(%)					
영업이익률	5.9	14.6	15.5	16.0	16.8
순이익률	7.0	7.3	10.7	11.3	12.0
EBITDA Margin	12.0	20.8	21.4	21.7	22.1
ROA	3.4	6.2	9.2	9.9	10.5
ROE	5.8	10.3	14.4	14.4	14.5
배당수익률	0.6	0.5	1.0	1.5	1.9
배당성향	31.4	17.0	14.6	19.5	21.6
안정성					
순차입금(십억원)	447	206	76	(38)	(163)
차입금/자본총계비율(%)	44.6	30.1	20.2	13.9	9.5
Valuation(X)					
PER	54.7	33.9	14.4	12.8	11.3
PBR	3.2	3.4	2.0	1.7	1.6
EV/EBITDA	35.7	12.6	7.5	6.7	5.9

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
오리온 (271560)	2017.07.07	매수	107,000원	-12.5	15.4
	2017.11.15	매수	140,000원	-16.2	-3.2
	2018.05.09	매수	150,000원	-23.2	3.3
	2019.05.09	1년경과		-40.7	-34.7
	2019.07.17	매수	130,000원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2019년 8월 8일 현재 오리온 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## ■ 투자등급 비율 (2019. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.