

오리온(271560)

아직, 해볼 만하다

중국의 작은 춘절 효과 및 일회성 비용으로 컨센서스 하회
베트남 등 타지역 실적은 신제품과 extension 전략으로 예상보다 성장 빨라
2019년 1분기 중국 실적 회복하면 시장 불신 축소될 것

Facts : 중국 실적 일시적 이유들로 기대보다 저조

4분기 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 15.5%, 246.5% 증가해 영업이익 기준으로 우리 예상률 7.4%, 컨센서스를 11.0% 하회했다. 사드 이슈로 부진했던 전년동기에 비해서는 실적이 개선되었다. 하지만 중국 실적이 2019년 춘절과 연관된 가수요가 크지 않고, 격려금 등 인건비가 늘어 기대에 못 미쳤다. 반면 베트남을 비롯한, 한국, 러시아의 실적은 모두 기대를 웃돌았다. 한국은 가장 높은 신제품 성공률을 보이며 점유율이 상승 중이고, 베트남도 시장 성장에 카테고리 확장 효과를 톡톡히 누리고 있는 것으로 보인다. 한편 영업외수지에서는 이천 공장 화재 보험금 86억원이 발생했다.

Pros & cons : 중국은 회복의 시그널이, 타 지역은 단기 악재 물러가

12월 중국 매출액은 768억원(전월 666억원)으로 이른 춘절 효과가 우려보다 더 작았다. 춘절 전 가수요가 작아진 이유는 회자된 바대로 2018년보다는 2019년에 생산된 제품, 즉 좀 더 신선한 제품에 대한 구매가 더 많았던 탓이다. 신제품 판매가 부진하다거나 기존 제품의 회전이 예상보다 부진하다는 판단은 아직 이르다. 12월 판매는 부진했지만 2019년 1월 판매는 1,500억원에 달했던 전년동월과 큰 차이가 없는 것으로 파악되기 때문이다. 2월 판매까지 전년동기(400억원대)보다 많다면, 12월 부진의 의미는 퇴색될 것이다. 춘절 기간 차이로 인한 월별 가수요의 등락을 제외한 합산 중국 매출액은 증가하는 것이기 때문이다. 중국법인의 영업이익률도 일회성 비용(일회성 인건비 52억원)을 제거할 경우 12월에도 16.4%를 기록해 전년동기대비 현격히 개선되었다. 이밖에 한국은 로컬 매출액이 5% 이상 증가하며 점유율 상승을 이어갔다. 베트남도 내수 매출액 증가율이 26%이면 춘절 효과 외에도 점유율이 오른 것이 확실하고, 러시아도 도매상 구조조정 이후 실적이 안정화되었다.

Action : 1분기 중국 실적 개선되면 주가 지표 향상 전망

12월보다는 1, 2월까지의 합산 중국 매출액 동향을 확인하고 주가는 방향성을 잡을 것으로 전망된다. 예상대로 중국 제과시장은 경기 둔화 우려와는 달리 한자릿

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 150,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(2/14)	2,226
주가(2/14)	116,000
시가총액(십억원)	4,586
발행주식수(백만)	40
52주 최고/최저가(원)	155,000/88,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	15,217
유동주식비율/외국인지분율(%)	56.2/37.9
주요주주(%)	이화경 외 5 인 43.8
	국민연금 7.1

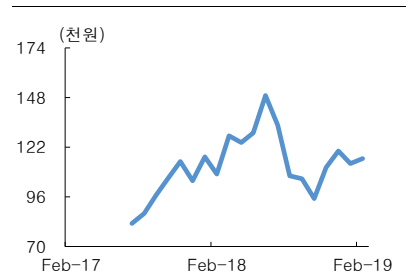
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	54.7	25.7	20.5
PBR(x)	3.2	3.1	2.8
ROE(%)	5.8	12.9	14.3
DY(%)	0.6	0.5	0.7
EV/EBITDA(x)	35.7	13.1	11.7
EPS(원)	1,912	4,509	5,657
BPS(원)	33,107	37,014	41,871

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.1)	(1.7)	11.0
KOSPI 대비(%p)	(11.9)	(0.2)	19.1

주가추이



자료: FnGuide

이경주

kjlee@truefriend.com

김지윤

jyoon.kim@truefriend.com

수대의 성장률을 유지하고 있고 이를 반영해 중국 피어의 주가도 반등했다. 동사의 2019년 중국 매출액 증가율은 경쟁력 있는 신제품 출시, 판매망/영업력 개선 효과를 감안 시 10%로 시장 평균보다 높을 것으로 예상된다. 피어의 주가 반등보다도 더 빠르게 주가가 상승할 것으로 예상하는 이유다. 특히 구조조정을 끝낸 한국과 같이 중국의 수익성이 향상되는 모습도 지속된다면 중국 피어 대비 40% 높았던 주가 지표 프리미엄이 다시 형성될 수도 있다.

〈표 1〉 4분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	426.9	516.3	423.8	493.8	493.2	(0.1)	15.5	510.4
영업이익	20.3	93.6	39.6	78.7	70.3	(10.6)	246.5	79.0
영업이익률(%)	4.8	18.1	9.3	15.9	14.3			15.5
세전이익	17.7	87.5	35.9	77.4	74.5	(3.7)	321.0	73.3
순이익	11.2	65.9	27.4	32.6	51.7	58.3	359.8	52.4

자료: Dataguide, 한국투자증권

〈표 2〉 Peer 그룹 PER 비교

(단위: 원, 배)

		2017	2018F	2019F	2020F
오리온	EPS	1,912	4,509	5,657	6,441
	PER(A)	54.7	25.7	20.5	18.0
중국 제과	PER(B)	18.8	19.7	18.5	17.0
세계 제과(중국 제외)	PER(C)	21.5	19.6	18.6	17.6
	PER(B와 C 평균)	20.2	19.7	18.5	17.3
PER 프리미엄	A/B-1		30.6%	11.1%	5.7%
	A/C-1		31.1%	10.1%	2.5%

주: 1. 중국 제과는 Want Want, Tingyi, 세계 제과는 Pepsi, Wrigley, Hershey, MEIJI, Ezaki, Kraft 등, 2. 2월 14일 종가 기준

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 오리온 지역별 월간 실적

(단위: 십억원, %)

	Oct-17	Nov-17	Dec-17	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dec-18
매출액							
한국	57.9	57.3	57	60.7	64.6	60.4	58.8
중국	68.1	66.5	43.2	95.0	76.7	66.6	76.8
베트남	17.5	19.8	23.3	17.9	17.0	21.5	31.3
러시아	7.5	7.0	6.4	6.4	7.6	7.7	6.8
영업이익							
한국	7.0	7.7	5.9	8.2	9.9	7.8	6.6
중국	4.6	5.6	(18.7)	19.1	15.9	9.7	7.4
베트남	3.0	3.0	2.3	2.8	3.0	4.6	6.0
러시아	1.4	1.5	(0.8)	1.1	1.4	1.5	0.4
% YoY							
매출액							
한국					11.6	5.4	3.2
중국					12.6	0.2	77.8
베트남					(2.9)	8.6	34.3
러시아					1.3	10.0	6.3
영업이익							
한국					41.4	1.3	11.9
중국					245.7	73.2	흑전
베트남					0.0	53.3	160.9
러시아					0.0	0.0	흑전
영업이익률							
한국	12.1	13.4	10.4	13.5	15.3	12.9	11.2
중국	6.8	8.4	(43.3)	20.1	20.7	14.6	9.6
베트남	17.1	15.2	9.9	15.6	17.6	21.4	19.2
러시아	18.7	21.4	(12.5)	17.2	18.4	19.5	5.9

자료: 오리온, 한국투자증권

〈표 4〉 지역별 실적 전망

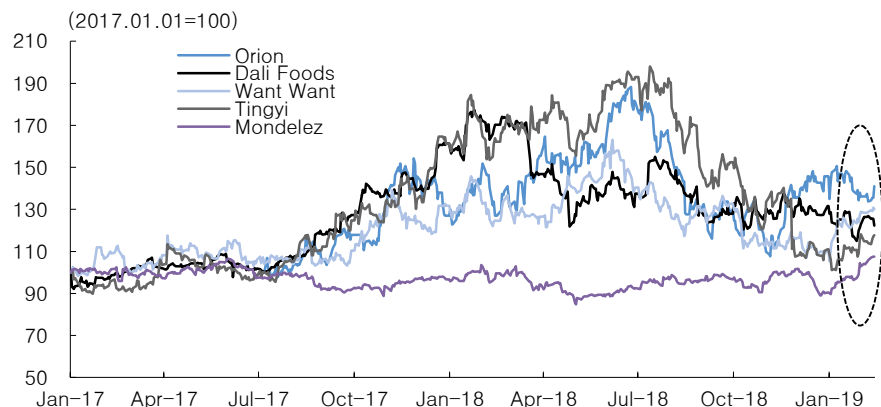
(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	4Q18F	차이	2017	2018P	2019F	2020F
[매출액]														
한국	153.9	155.1	154.6	161.6	164.0	162.3	159.7	167.4	162.9	2.7	621.3	653.4	688.9	720.6
중국	212.4	129.2	278.7	188.1	266.3	191.5	255.2	220.1	243.9	(9.7)	794.8	933.0	1,032.7	1,127.9
러시아	17.7	18.8	19.8	20.9	10.8	14.9	17.0	22.1	23.0	(3.9)	77.3	64.9	76.3	82.4
베트남	54.7	40.2	43.2	55.5	62.7	41.9	47.3	67.7	64.9	4.3	192.7	219.6	252.4	290.4
연결계	453.9	359.6	522.1	451.0	516.3	423.8	493.7	493.2	510.7	(3.4)	1,747.1	1,926.9	2,108.7	2,281.9
[영업이익]														
한국	18.4	23.1	20.7	20.3	24.0	23.2	20.7	24.3	23.7	2.7	81.5	92.2	100.2	107.5
중국	(4.9)	(14.1)	46.8	(8.5)	48.9	10.7	49.1	32.9	47.7	(31.0)	19.2	141.6	170.8	190.6
러시아	4.1	4.0	4.0	2.1	0.4	2.1	2.2	3.3	2.8	17.3	14.3	8.0	11.4	12.8
베트남	12.0	6.6	9.1	8.6	17.1	3.9	6.5	13.6	10.0	36.2	36.0	41.0	44.4	52.6
연결계	29.7	20.3	78.7	20.3	93.6	39.6	78.7	70.3	75.9	(7.4)	149.0	282.2	315.0	351.0
(%, YoY)														
[매출액]														
한국	(0.6)	1.8	6.1	1.0	6.6	4.6	4.0	5.5			1.4	5.2	5.4	4.6
중국	(43.9)	(52.5)	(20.0)	(45.8)	25.3	48.2	(7.3)	23.8			(41.0)	17.4	10.7	9.2
러시아	29.5	34.9	28.0	15.5	(38.7)	(21.0)	(14.1)	5.5			26.3	(16.1)	17.6	8.0
베트남	5.2	27.2	19.3	9.0	14.6	4.2	10.3	23.3			12.9	14.0	15.0	15.0
연결계	(26.2)	(25.4)	(6.4)	(23.9)	13.7	17.8	(2.5)	15.5			(22.3)	10.3	9.4	8.2
[영업이익]														
한국	(23.0)	39.2	71.1	(22.5)	30.4	0.4	6.7	18.0			3.4	13.1	8.7	7.2
중국	(107.2)	(300.0)	(33.9)	(116.2)	1,098.6	175.6	4.9	485.4			(90.3)	638.3	20.6	11.6
러시아	208.8	227.0	80.4	(29.0)	(89.5)	(46.9)	(44.8)	53.6			84.9	(43.6)	42.2	11.6
베트남	6.2	90.0	59.8	42.2	42.0	(40.9)	(28.7)	64.2			35.6	14.1	8.1	18.5
연결계	(71.6)	(28.4)	(13.3)	(76.9)	215.3	95.3	(0.0)	246.3			(52.2)	89.4	11.6	11.4
(%, 영업이익률)														
한국	12.0	14.9	13.4	12.6	14.6	14.3	13.0	14.5			13.1	14.1	14.5	14.9
중국	(2.3)	(10.9)	16.8	(4.5)	18.4	5.6	19.2	14.9			2.4	15.2	16.5	16.9
러시아	23.2	21.2	20.3	9.9	4.0	14.3	13.1	14.8			18.5	12.4	15.0	15.5
베트남	22.0	16.3	21.1	15.4	27.3	9.3	13.7	20.0			18.7	18.7	17.6	18.1
연결계	6.5	5.6	15.1	4.5	18.1	9.3	15.9	14.3			8.5	14.6	14.9	15.4

주: 로컬 매출액 기준. 2017년 실적은 12개월 영업기준. 2017년 실적도 2018년 도입된 IFRS 15 기준으로 회계 기준 변경을 추정해 산출

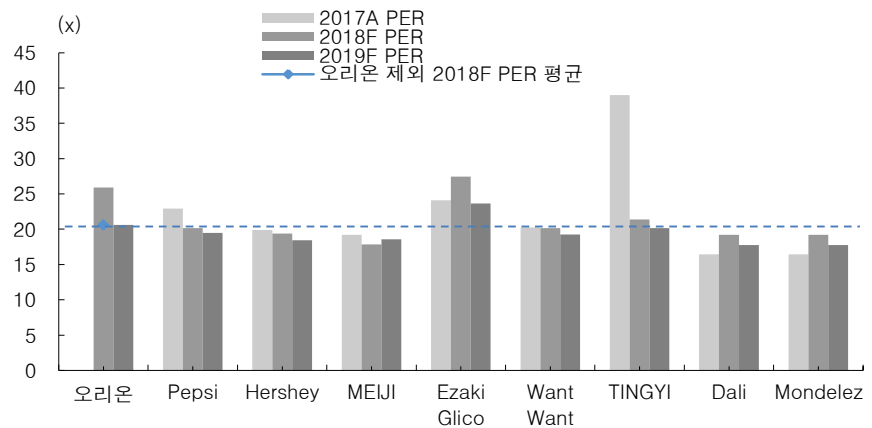
자료: 한국투자증권

[그림 1] 중국 peer 주가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] Global peer와의 PER 비교



주: 1. 2017년은 분할 이후 7개월 실적 기준임, 2. 2월 14일 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	2018F	2019F	2020F
유동자산	457	534	685	810
현금성자산	102	168	211	251
매출채권및기타채권	131	135	169	183
재고자산	151	154	158	171
비유동자산	1,801	1,780	1,765	1,778
투자자산	24	29	42	46
유형자산	1,673	1,628	1,589	1,587
무형자산	52	58	63	68
자산총계	2,258	2,314	2,451	2,588
유동부채	523	454	421	364
매입채무및기타채무	192	173	190	228
단기차입금및단기사채	104	84	64	44
유동성장기부채	166	136	106	36
비유동부채	390	357	333	308
사채	329	299	269	239
장기차입금및금융부채	0	0	0	0
부채총계	913	812	754	672
지배주주지분	1,308	1,463	1,655	1,870
자본금	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598
기타자본	624	624	624	624
이익잉여금	76	231	423	638
비지배주주지분	37	39	43	46
자본총계	1,345	1,502	1,697	1,916

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	193	231	301	356
당기순이익	77	181	227	258
유형자산감가상각비	64	92	88	83
무형자산상각비	2	2	2	3
자산부채변동	28	(47)	(20)	8
기타	22	3	4	4
투자활동현금흐름	(17)	(59)	(143)	(153)
유형자산투자	(90)	(48)	(49)	(81)
유형자산매각	15	0	0	0
투자자산순증	55	(5)	(14)	(4)
무형자산순증	(1)	(8)	(8)	(8)
기타	4	2	(72)	(60)
재무활동현금흐름	(155)	(107)	(115)	(163)
자본의증가	0	0	0	0
차입금의순증	(154)	(80)	(80)	(120)
배당금지급	0	(24)	(24)	(32)
기타	(1)	(3)	(11)	(11)
기타현금흐름	(3)	0	0	0
현금의증가	18	66	43	40

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

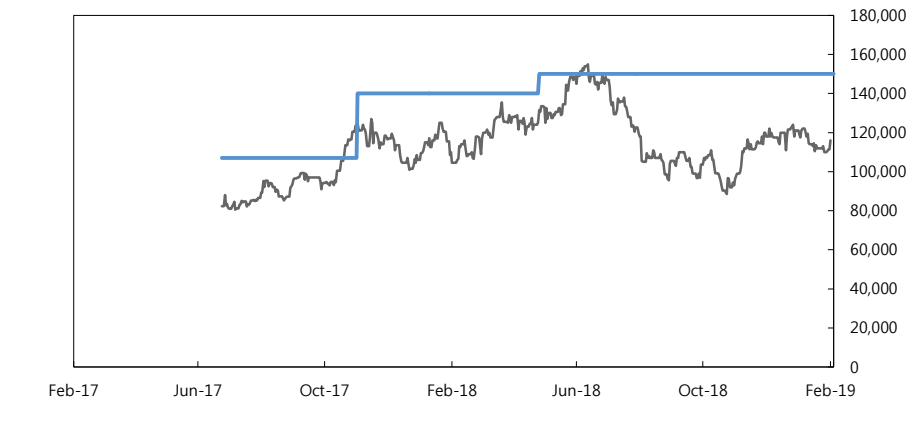
	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,073	1,927	2,109	2,282
매출원가	593	1,051	1,126	1,210
매출총이익	480	876	982	1,072
판매관리비	416	594	667	721
영업이익	63	282	315	351
금융수익	10	7	11	15
이자수익	4	7	10	15
금융비용	13	17	15	12
이자비용	12	17	14	11
기타영업외손익	1	4	1	1
관계기업관련손익	(0)	(0)	(0)	(1)
세전계속사업이익	105	275	311	354
법인세비용	28	94	84	96
연결당기순이익	77	181	227	258
지배주주지분순이익	76	178	224	255
기타포괄이익	(9)	0	0	0
총포괄이익	68	181	227	258
지배주주지분포괄이익	66	178	224	255
EBITDA	129	377	405	437

주요투자지표

	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)				
EPS	1,912	4,509	5,657	6,441
BPS	33,107	37,014	41,871	47,310
DPS	600	600	800	1,000
성장성(% YoY)				
매출증가율	NM	79.5	9.4	8.2
영업이익증가율	NM	344.4	11.6	11.4
순이익증가율	NM	135.8	25.5	13.8
EPS증가율	NM	135.8	25.5	13.8
EBITDA증가율	NM	191.3	7.7	7.7
수익성(%)				
영업이익률	5.9	14.6	14.9	15.4
순이익률	7.0	9.2	10.6	11.2
EBITDA Margin	12.0	19.5	19.2	19.1
ROA	3.4	7.9	9.5	10.3
ROE	5.8	12.9	14.3	14.4
배당수익률	0.6	0.5	0.7	0.9
배당성향	31.4	13.3	14.1	15.5
안정성				
순차입금(십억원)	447	313	123	(91)
차입금/자본총계비율(%)	44.6	34.6	25.9	16.7
Valuation(X)				
PER	54.7	25.7	20.5	18.0
PBR	3.2	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	35.7	13.1	11.7	10.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				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	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 2월 14일 현재 오리온 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 (2018. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	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 높이 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.