

오리온(271560)

다운사이클이 끝나간다

1분기 실적 중국과 베트남 부진으로 기대치 하회
 중국은 4월부터 증치세 하락의 긍정적 효과 발회 예상
 2분기부터 실적 본격적으로 개선될 전망으로 저가 매집 권고

Facts : 우려대로 악화

1분기 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 3.6%, 17.4% 감소해 컨센서스를 하회했다. 그러나 이는 최근 낮아지고 있던 시장 추정치에는 근접한 실적이다. 실적 부진은 중국과 베트남에 기인한다. 중국은 이른 춘절로 가수요가 지난해 말에 집중되는데다 올해 4월의 증치세 인하가 부정적이었다. 베트남은 춘절 이슈 외에도 프로모션비 배분, 패키징 교체로 인한 유통 재고 감소 등의 문제로 저조했다. 러시아는 달러 구조조정으로 인한 낮은 기저 효과로 무분화 약세에도 불구하고 실적이 크게 개선되었다.

Pros & cons : 중국과 베트남 부진에서 벗어날 전망

중국의 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 5.6%, 16.9% 감소했다. 춘절 기간 차이 이외에도 지난해는 5월에 1%p 하락했던 증치세가 이번에는 예상보다 빠른 4월에 3%p나 인하되면서 3월 판매가 급감했다. 중국의 수익성은 매출액 감소 영향 정도로 악화됐는데, 구체적으로 신제품 출시 증가 영향으로 광고선전비는 증가했지만 일회적인 프로모션비는 줄이면서 균형을 이뤘다. 올해 4월 매출액은 600억원대 초반에 불과했던 전년동월에 비해서는 10% 이상 증가할 것으로 추정된다. 지난해 2분기에는 비수기로 매출액도 작았지만 매대 재 확보 비용이 집중돼 수익성도 매우 저조했다. 하지만 올해 2분기에는 이러한 비용 부담이 작을 전망이다. 베트남은 1분기에 매출액과 영업이익이 전년동기대비 각각 15.8%, 53.2% 감소했다. 중국과 마찬가지로 춘절 시점 차이가 부정적이었고, 지난해에는 2분기에 집중됐던 프로모션 비용이 올해는 연초부터 배분(매출액 차감 항목)된 것으로 보인다. 또 포장을 변경하면서 예전 포장 제품의 재고 부담이 커졌는데, 다행히 최근 이 부담은 줄어들고 있다. 이러한 일시적 요인이 완화되고 양산빵 등 신제품 출시 효과가 더해지며 베트남 역시 2분기 이후 개선세가 예상된다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 150,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(5/7)	2,177
주가(5/7)	97,000
시가총액(십억원)	3,835
발행주식수(백만)	40
52주 최고/최저(원)	155,000/88,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	13,845
유동주식비율/외국인지분율(%)	56.2/37.2
주요주주(%)	이화경 외 6 인 43.8
	국민연금 8.1

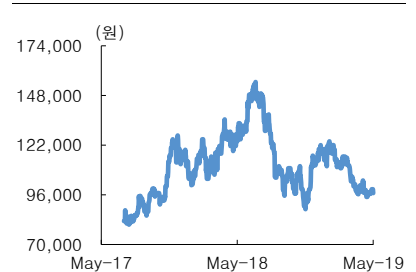
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	33.9	18.0	15.8
PBR(x)	3.4	2.4	2.2
ROE(%)	10.3	14.2	14.4
DY(%)	0.5	0.8	1.2
EV/EBITDA(x)	12.6	9.3	8.3
EPS(원)	3,538	5,392	6,131
BPS(원)	35,568	40,158	45,087

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.9)	0.3	(21.8)
KOSPI 대비(%p)	0.6	(4.4)	(10.2)

주가추이



자료: FnGuide

이경주

kjlee@truefriend.com

Action : 2분기 이후 실적 개선 본격화

2분기 매출액과 영업이익은 중국과 베트남의 개선으로 전년동기대비 각각 7.9%, 40.9% 증가해 뚜렷한 회복세를 보일 전망이다. 회사가 제시한 2019년 중국 매출액 증가율 가이드라인인 8%는 달성 가능한 숫자다. 중국의 이번 춘절 전 60일간 매출액의 전년동기대비 증가율은 7.7%이고, 2018년 11월에서 2019년 2월까지 매출액의 전년동기대비 증가율은 8.2%였다. 중국 스낵시장의 경쟁이 심화되고 있다. 그러나 동사의 스낵 플레이버가 펩시코 대비 확장 여력이 크고, 제품의 질적인 측면에서 로컬 경쟁사에 비해서는 우위가 강하다는 점을 상기할 필요가 있다. 최근 중국의 매출액 증가율은 시장 기대치에는 다소 못 미쳤지만 올해 예상 PER은 이미 18.0배로 하락했다는 점에 주목한다. 이는 과거 동사보다 30% 이상 할인 거래되던 중국 피어 평균(20.1배)보다도 낮다. 주가가 이미 대부분의 악재를 크게 반영하고 있다고 판단되며, 실적이 개선 구간에 진입하므로 주식 매집을 늘릴 것을 권고한다.

〈표 1〉 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	516.3	423.8	493.7	493.2	497.6	0.9	(3.6)	522.2
영업이익	93.6	39.6	78.7	70.3	77.3	10.0	(17.4)	86.0
영업이익률(%)	18.1	9.3	15.9	14.3	15.5	1.3	(2.6)	16.5
세전이익	87.5	35.9	77.4	74.5	79.1	6.1	(9.7)	79.7
순이익	65.9	27.4	32.6	13.9	51.3	286.6	(22.2)	61.7

주: IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주지분순이익

자료: 오리온, 한국투자증권

〈표 2〉 Peer 그룹 PER 비교

(단위: 원, 배)

		2017	2018	2019F	2020F
오리온	EPS	1,912	3,538	5,392	6,131
	PER(A)	54.7	33.9	18.0	15.8
중국 제과	PER(B)	19.4	18.8	20.1	18.8
세계 제과(중국 제외)	PER(C)	22.0	19.2	20.5	19.3
	PER(B와 C 평균)	20.7	19.0	20.3	19.0
PER 프리미엄	A/B-1		80.4%	(10.6%)	(15.8%)
	A/C-1		77.1%	(12.2%)	(18.0%)

주: 1. 중국 제과는 Want Want, Tingyi, 세계 제과는 Pepsi, Wrigley, Hershey, MEIJ, Ezaki, Kraft 등, 2. 5월 7일 종가 기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 3〉 지역별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2017	2018	2019F	2020F
[매출액]													
한국	153.9	155.1	153.6	158.7	164.0	162.3	159.7	167.4	164.0	621.3	653.4	661.8	688.7
중국	212.4	129.2	275.3	177.8	266.3	191.5	255.2	220.1	251.2	794.8	933.0	1,006.2	1,089.5
러시아	17.7	18.8	19.8	20.9	10.8	14.9	17.0	22.1	14.9	77.3	64.9	76.5	84.2
베트남	54.7	40.2	42.9	54.9	62.7	41.9	47.3	67.7	52.1	192.7	219.6	247.3	270.9
연결계	453.9	359.6	506.6	427.0	516.3	423.8	493.7	493.2	497.6	1,747.1	1,926.9	2,050.2	2,194.0
[영업이익]													
한국	18.4	23.1	19.4	20.6	24.0	23.2	20.7	24.3	23.2	81.5	92.2	91.5	100.5
중국	(4.9)	(14.1)	46.8	(8.5)	48.9	10.7	49.1	32.9	40.7	19.2	141.6	166.5	183.8
러시아	4.1	4.0	4.0	2.1	0.4	2.1	2.2	3.3	1.7	14.3	8.0	11.5	14.3
베트남	12.0	6.6	9.1	8.3	17.1	3.9	6.5	13.6	8.0	36.0	41.0	48.1	54.2
연결계	29.7	20.3	78.7	20.3	93.6	39.6	78.7	70.3	77.3	149.0	282.2	308.7	344.0
(%, YoY)													
[매출액]													
한국	(0.6)	1.8	5.4	(0.8)	6.6	4.6	4.0	5.5	0.0	1.4	5.2	1.3	4.1
중국	(43.9)	(52.5)	(21.0)	(48.8)	25.3	48.2	(7.3)	23.8	(5.6)	(41.0)	17.4	7.8	8.3
러시아	29.5	34.9	28.0	15.6	(38.7)	(21.0)	(14.1)	5.5	37.1	26.3	(16.1)	18.0	10.0
베트남	5.2	27.2	18.5	7.9	14.6	4.2	10.3	23.3	(16.9)	12.9	14.0	12.6	9.6
연결계	(26.2)	(25.4)	(9.2)	(27.9)	13.7	17.8	(2.5)	15.5	(3.6)	(22.3)	10.3	6.4	7.0
[영업이익]													
한국	(23.0)	39.2	60.3	(21.4)	30.4	0.4	6.7	18.0	(3.3)	3.4	13.1	(0.7)	9.8
중국	(107.2)	(300.0)	(33.9)	(116.2)	1,098.6	175.6	4.9	485.4	(16.9)	(90.3)	638.3	17.6	10.4
러시아	208.8	227.0	80.4	(27.4)	(89.5)	(46.9)	(44.8)	53.6	287.5	84.9	(43.6)	42.7	24.7
베트남	6.2	90.0	59.8	37.0	42.0	(40.9)	(28.7)	64.2	(53.1)	35.6	14.1	17.3	12.7
연결계	(71.6)	(28.4)	(13.3)	(76.9)	215.3	95.0	(0.0)	246.3	(17.4)	(52.2)	89.4	9.4	11.4
(%, 영업이익률)													
한국	12.0	14.9	12.6	13.0	14.6	14.3	13.0	14.5	14.1	13.1	14.1	13.8	14.6
중국	(2.3)	(10.9)	17.0	(4.8)	18.4	5.6	19.2	14.9	16.2	2.4	15.2	16.5	16.9
러시아	23.2	21.2	20.3	10.1	4.0	14.3	13.1	14.8	11.2	18.5	12.4	15.0	17.0
베트남	22.0	16.3	21.2	15.0	27.3	9.3	13.7	20.0	15.4	18.7	18.7	19.5	20.0
연결계	6.5	5.6	15.5	4.8	18.1	9.3	15.9	14.3	15.5	8.5	14.6	15.1	15.7

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

자료: 오리온, 한국투자증권

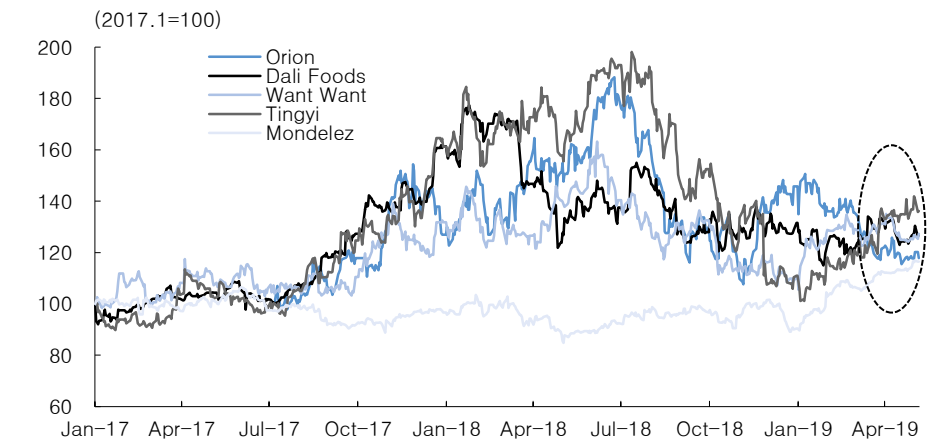
〈표 4〉 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	516.3	423.8	493.7	493.2	497.6	457.2	535.1	560.3
매출원가	280.3	242.1	264.4	263.1	272.8	256.0	286.6	298.6
매출총이익	236.0	181.6	229.3	230.0	224.8	201.2	248.5	261.6
판매비와 관리비	142.4	142.1	150.6	159.7	147.5	145.4	163.3	171.3
영업이익	93.6	39.6	78.7	70.3	77.3	55.8	85.3	90.3
세전계속사업이익	87.5	35.9	77.4	74.5	79.1	55.1	86.2	80.1
당기순이익	67.5	27.6	33.1	14.8	52.9	40.2	63.0	63.8
(%, YoY)								
매출액	5.2	17.8	(2.5)	15.5	(3.6)	7.9	8.4	13.6
매출원가	5.1	24.7	(3.6)	4.4	(2.7)	5.7	8.4	13.5
매출총이익	5.3	9.8	(1.3)	31.6	(4.7)	10.7	8.4	13.7
판매비와 관리비	(24.4)	(8.1)	(2.0)	3.4	3.6	2.3	8.4	7.2
영업이익	161.5	267.0	(0.0)	246.3	(17.4)	40.9	8.4	28.5
세전계속사업이익	162.5	648.8	(2.9)	320.9	(9.6)	53.6	11.5	7.5
당기순이익	174.4	680.2	(45.5)	38.6	(21.7)	45.4	90.4	331.1
(%, 매출액대비)								
매출원가	54.3	57.1	53.6	53.4	54.8	56.0	53.6	53.3
판매비	27.6	33.5	30.5	32.4	29.6	31.8	30.5	30.6
영업이익	18.1	9.3	15.9	14.3	15.5	12.2	15.9	16.1
순이익	13.1	6.5	6.7	3.0	10.6	8.8	11.8	11.4

자료: 오리온, 한국투자증권

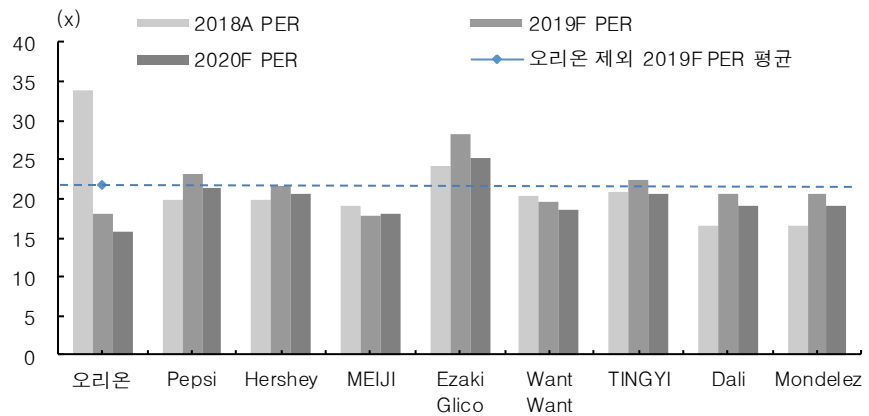
[그림 1] 중국 peer 주가 추이



주: 5월 7일 종가 기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] Global peer와의 PER 비교



주: 5월 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	654	722	814
현금성자산	102	185	246	285	350
매출채권및기타채권	131	169	180	193	205
재고자산	151	157	164	176	187
비유동자산	1,801	1,782	1,800	1,842	1,902
투자자산	24	30	31	33	35
유형자산	1,673	1,646	1,657	1,689	1,739
무형자산	52	52	55	59	63
자산총계	2,258	2,351	2,454	2,564	2,716
유동부채	523	500	488	487	505
매입채무및기타채무	192	248	267	285	303
단기차입금및단기사채	104	105	85	65	65
유동성장기부채	166	50	40	40	40
비유동부채	390	406	364	277	202
사채	329	280	220	145	85
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	913	907	852	764	707
지배주주지분	1,308	1,406	1,587	1,782	1,988
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598	598
기타자본	624	624	624	624	624
이익잉여금	76	191	373	568	774
비지배주주지분	37	39	44	49	55
자본총계	1,345	1,445	1,631	1,831	2,044

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	193	401	356	353	374
당기순이익	77	143	218	248	272
유형자산감가상각비	64	115	116	116	116
무형자산상각비	2	3	3	3	3
자산부채변동	28	42	13	(21)	(24)
기타	23	98	6	7	7
투자활동현금흐름	(17)	(115)	(139)	(163)	(181)
유형자산투자	(90)	(131)	(128)	(148)	(166)
유형자산매각	15	11	0	0	0
투자자산순증	55	6	(2)	(3)	(3)
무형자산순증	(1)	(2)	(6)	(7)	(7)
기타	4	1	(4)	(5)	(4)
재무활동현금흐름	(155)	(199)	(126)	(148)	(125)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(154)	(176)	(90)	(95)	(60)
배당금지급	0	(24)	(24)	(32)	(47)
기타	(1)	0	(13)	(21)	(18)
기타현금흐름	(3)	(3)	0	0	0
현금의증가	18	83	90	42	68

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,073	1,927	2,050	2,194	2,334
매출원가	593	1,050	1,114	1,184	1,248
매출총이익	480	877	936	1,010	1,086
판매관리비	416	595	627	666	713
영업이익	63	282	309	344	372
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	299	340	372
법인세비용	28	132	81	92	100
연결당기순이익	77	143	218	248	272
지배주주지분순이익	76	140	213	242	266
기타포괄이익	(9)	(20)	0	0	0
총포괄이익	68	123	218	248	272
지배주주지분포괄이익	66	121	213	242	266
EBITDA	129	400	428	463	492

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,912	3,538	5,392	6,131	6,717
BPS	33,107	35,568	40,158	45,087	50,303
DPS	600	600	800	1,200	1,500
성장성(%, YoY)					
매출증가율	NM	79.5	6.4	7.0	6.4
영업이익증가율	NM	344.4	9.4	11.4	8.3
순이익증가율	NM	85.0	52.4	13.7	9.6
EPS증가율	NM	85.0	52.4	13.7	9.6
EBITDA증가율	NM	209.4	6.9	8.3	6.2
수익성(%)					
영업이익률	5.9	14.6	15.1	15.7	16.0
순이익률	7.0	7.3	10.4	11.0	11.4
EBITDA Margin	12.0	20.8	20.9	21.1	21.1
ROA	3.4	6.2	9.1	9.9	10.3
ROE	5.8	10.3	14.2	14.4	14.1
배당수익률	0.6	0.5	0.8	1.2	1.5
배당성향	31.4	17.0	14.8	19.6	22.3
안정성					
순차입금(십억원)	447	239	87	(48)	(174)
차입금/자본총계비율(%)	44.6	30.1	21.2	13.7	9.3
Valuation(X)					
PER	54.7	33.9	18.0	15.8	14.4
PBR	3.2	3.4	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	35.7	12.6	9.3	8.3	7.6

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	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 5월 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 추가등락 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. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	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.