

오리온(271560)

드라마틱하지는 않지만, 쇼크도 없다

4월 실적 기대보다 다소 부진

15일 공개된 4월 지역별 실적은 기대보다는 다소 저조했다. 중국과 베트남의 실적이 1분기 흐름보다는 나아진 모습을 보였지만 전년동기대비 개선 폭이 크지는 않았다. 중국은 증치세 이슈로 3월에 줄어든 매출액에 4월에 크게 반등할 것으로 기대했으나 스낵시장의 경쟁이 심해 전년동기대비 8.3%의 증가율을 기록하는데 그쳤다. 주력인 파이 매출액은 20% 이상 늘었지만, 스낵 로컬 경쟁사의 시장 진입 영향으로 4%의 낮은 증가율을 기록했다. 베트남 매출액은 1분기에도 있었던 춘절용 패키지 변경 영향이 계속 이어지며 전년동기대비 11.3% 감소했다. 2019년의 춘절을 겨냥한 특별 패키지 초코파이가 2018년 말 출시돼 당해 말 매출액은 크게 늘린 반면 2019년 현재까지의 매출액에는 부정적 영향을 주고 있다. 새로운 포장의 제품이 나오면서 기존 제품은 팔리지 않았고, 신포장 제품 조차 2018년 말에 수요보다 너무 많이 유통상에 팔았다. 유통 재고는 이제 상당히 소진돼 5월 중순 이후에는 판매가 개선될 것으로 보인다. 중국과 베트남 모두 5월에 의미 있는 신제품들이 론칭된다는 점도 고려할 만하다. 중국에는 오감자와 스윙칩의 체형과 플레이버가 변경/추가되며, 베트남에는 새로운 카테고리인 쌀과자와 양산빵이 출시된다.

중국 제과 메이저로서의 주가 프리미엄은 인정돼야

지난해 10월부터 공개된 월별 실적은 월간 편차가 매우 커 시장 투자자들을 혼란스럽게 했다. 이제는 이러한 계절성에 투자자들이 많이 익숙해지긴했지만, 고성장에 대한 기대 또한 다시 생각해볼 이슈라 판단된다. 동사는 중국에서 매출액 1조 원 수준의 메이저 제과업체로 과거 수년간 시장 성장을 앞지르는 실적을 보여왔지만, 2017년 사드 사태 이후로 이 성장세가 한풀 꺾인 모양새다. 이 기회를 틈타 로컬업체도 예상보다 빨리 성장했다. 다가올 위험이 사드 이슈로 좀더 빨리 닳았을 뿐일지도 모른다. 글로벌업체와의 경쟁이 상대적으로 약한 베트남에서는 이번 재고 이슈만 사라지면 다시 고성장할 것이다. 그러나 중국에서는 점유율 상승에 대한 눈높이는 조금 낮춰야한다. 시장이 너무 낙관적으로 기대했을 뿐이지 어쩌면

매수(유지)

목표주가: 150,000원(유지)

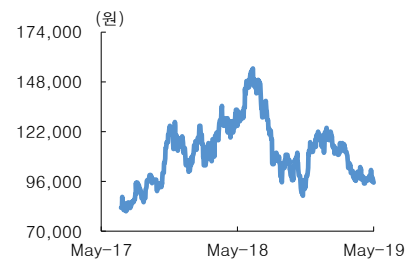
Stock Data

KOSPI(5/15)	2,093
주가(5/15)	95,400
시가총액(십억원)	3,772
발행주식수(백만)	40
52주 최고/최저(가원)	155,000/88,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	13,903
유동주식비율/외국인지분율(%)	56.2/37.2
주요주주(%)	이화경 외 6 인 43.8
국민연금	8.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.3)	(2.4)	(23.7)
KOSPI 대비(%p)	3.3	(2.6)	(8.8)

주가추이



자료: FnGuide

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	1,073	63	76	1,912	NM	129	54.7	35.7	3.2	5.8	0.6
2018A	1,927	282	140	3,538	85.0	400	33.9	12.5	3.4	10.3	0.5
2019F	2,054	316	219	5,537	56.5	435	17.2	9.0	2.4	14.6	0.8
2020F	2,189	351	247	6,257	13.0	470	15.2	8.0	2.1	14.6	1.3
2021F	2,318	377	269	6,808	8.8	497	14.0	7.4	1.9	14.2	1.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

이경주

kjlee@truefriend.com

오리온은 현재의 시장 상황에서 이미 잘하고 있을지도 모른다. 앞으로도 오리온은 중국 피어 대비 조금 더 높은 이익 성장률을 보일 것이다. 그러나 2019년과 2020년의 예상 PER은 이들 중국 peers보다 12~17%나 낮다. 고성장이 아니라는 이유로 급작스럽게 과도히 소외된 듯하다. 세계 최대 제과시장인 중국시장 내 선두 업체라는 타이틀만으로도 시장 평균 대비 주가지표 프리미엄이 가능할 전망이다. 왜냐하면 중국 제과시장은 앞으로도 수십년간 연평균 5~10% 성장할 수 있는, 보기 드문 안정성과 성장성을 갖춘 대형 시장이기 때문이다.

〈표 1〉 Peer 그룹 PER 비교

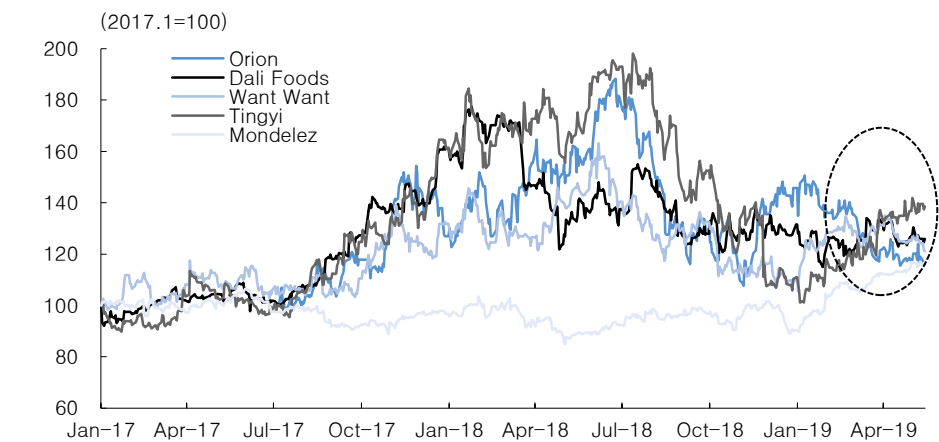
(단위: 원, 배)

		2017	2018	2019F	2020F
오리온	EPS	1,912	3,538	5,526	6,257
	PER(A)	54.7	33.9	17.3	15.2
중국 제과	PER(B)	19.4	19.3	19.7	18.4
세계 제과(중국 제외)	PER(C)	22.3	21.2	19.4	18.2
	PER(B와 C 평균)	20.9	20.2	19.5	18.3
PER 프리미엄	A/B-1		75.9%	(12.4%)	(17.2%)
	A/C-1		60.1%	(11.0%)	(16.1%)

주: 1. 중국 제과는 Want Want, Tingyi, 세계 제과는 Pepsi, Wrigley, Hershey, MEIJI, Ezaki, Kraft 등, 2. 5월 15일 종가 기준

자료: 오리온, Bloomberg, 한국투자증권

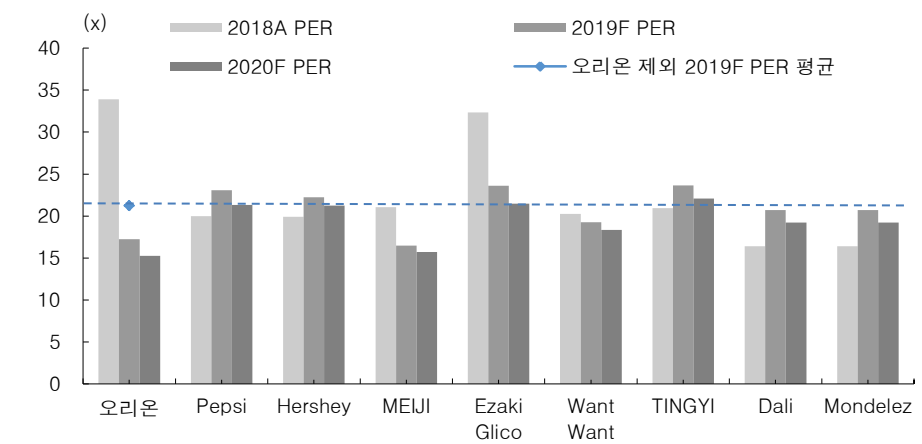
〔그림 1〕 중국 peer 주가 추이



주: 5월 15일 종가 기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] Global peer와의 PER 비교



주: 5월 14일 종가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 2〉 월별 실적 추이

(단위: 십억원)

	2018.1	2018.2	2018.3	2018.4		2019.1	2019.2	2019.3	2019.4		1Q18	2Q18	1Q19	2Q19F
	(A) (A/C, %)					(B) (B/D, %)					(C)		(D)	
매출액	245.5	122.2	136.1	137.6	32.5	246.4	106.2	129.6	145.4	31.9	516.3	423.8	497.6	456.0
한국	61.0	55.1	47.9	58.0	35.7	63.5	55.5	45.0	61.3	36.3	164.0	162.3	164.0	168.8
중국	149.8	44.4	72.1	60.0	31.3	147.8	33.1	70.3	65.0	30.9	266.3	191.5	251.2	210.6
베트남	32.0	19.0	11.7	15.0	35.8	30.7	12.5	8.9	13.3	30.7	62.7	41.9	52.1	43.4
러시아	2.7	3.7	4.4	4.6	30.9	4.4	5.1	5.4	5.8	32.4	10.8	14.9	14.9	17.9
기타											12.5	13.2	15.4	15.4
영업이익	60.0	9.9	20.6	13.9	35.1	51.1	3.6	18.9	14.1	26.9	93.6	39.6	77.3	52.4
한국	9.4	6.3	8.3	8.1	34.9	10.2	6.5	6.5	9.0	37.9	24.0	23.2	23.2	23.7
중국	40.2	(0.9)	9.6	3.3	30.8	32.5	(2.6)	10.8	4.2	20.9	48.9	10.7	40.7	20.1
베트남	10.3	4.2	2.6	1.8	46.4	7.9	(0.7)	0.8	0.2	2.9	17.1	3.9	8.0	6.9
러시아	0.1	0.3	0.0	0.7	32.9	0.5	0.4	0.8	0.7	24.1	0.4	2.1	1.7	2.9
기타											3.1	(0.3)	3.7	(1.2)
(% YoY)														
매출액						0.4	(13.1)	(4.7)	5.7		13.7	17.8	(3.6)	7.6
한국						4.1	0.7	(6.1)	5.7		6.6	4.6	0.0	4.0
중국						(1.3)	(25.5)	(2.4)	8.3		25.3	48.2	(5.6)	10.0
베트남						(4.1)	(34.2)	(23.9)	(11.3)		14.6	4.2	(16.9)	3.5
러시아						63.0	37.8	21.4	26.1		(38.7)	(21.0)	37.1	20.0
영업이익						(14.8)	(63.6)	(8.2)	1.4		215.3	95.0	(17.4)	32.5
한국						8.5	3.2	(21.7)	11.1		30.4	0.4	(3.3)	2.3
중국						(19.2)	(188.9)	12.0	27.3		1,098.6	175.6	(16.9)	87.6
베트남						(23.3)	(116.7)	(69.4)	(88.9)		42.0	(40.9)	(53.1)	78.6
러시아						400.0	33.3	2,518.8	0.0		(89.5)	(46.9)	287.5	36.8
(%)														
영업이익률	24.4	8.1	15.1	10.1		20.7	3.4	14.6	9.7		18.1	9.3	15.5	11.5
한국	15.4	11.4	17.3	14.0		16.1	11.7	14.4	14.7		14.6	14.3	14.1	14.1
중국	26.8	(2.0)	13.4	5.5		22.0	(7.9)	15.3	6.5		18.4	5.6	16.2	9.5
베트남	32.2	22.1	22.3	12.0		25.7	(5.6)	9.0	1.5		27.3	9.3	15.4	16.0
러시아	3.7	8.1	0.7	15.2		11.4	7.8	14.8	12.1		4.0	14.3	11.2	16.3

자료: 오리온, 한국투자증권

〈표 3〉 지역별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F	2021F
[매출액]																
한국	153.9	155.1	153.6	158.7	164.0	162.3	159.7	167.4	164.0	168.8	167.7	174.7	653.4	675.2	702.7	723.7
중국	212.4	129.2	275.3	177.8	266.3	191.5	255.2	220.1	251.2	210.6	294.2	250.2	933.0	1,006.2	1,089.5	1,175.8
러시아	17.7	18.8	19.8	20.9	10.8	14.9	17.0	22.1	14.9	17.9	18.7	25.1	64.9	76.5	84.2	90.9
베트남	54.7	40.2	42.9	54.9	62.7	41.9	47.3	67.7	52.1	43.4	56.5	85.9	219.6	237.9	251.6	264.9
연결계	453.9	359.6	506.6	427.0	516.3	423.8	493.7	493.2	497.6	456.0	550.5	550.0	1,926.9	2,054.2	2,188.6	2,318.3
[매출원가]																
한국	94.7	91.4	92.1	93.2	94.5	93.0	94.1	96.5	94.0	96.7	101.4	105.1	378.1	397.3	412.2	418.8
중국	134.4	84.9	145.1	110.7	148.0	112.7	130.8	110.9	139.8	122.2	145.6	122.6	502.5	530.3	569.6	609.8
러시아	10.6	11.6	12.4	14.2	7.5	9.7	11.4	14.8	10.2	11.3	11.8	16.5	43.3	49.7	53.9	58.6
베트남	33.4	28.3	26.7	33.5	36.1	28.3	29.0	37.3	32.6	28.4	32.4	47.9	130.7	141.3	146.5	153.9
연결계	257.8	212.0	274.2	252.1	280.3	242.1	264.4	263.1	272.8	256.3	291.8	293.0	1,050.0	1,113.8	1,177.2	1,236.0
[판매비]																
한국	57.8	58.2	55.7	58.4	59.1	59.3	60.2	63.0	60.7	62.1	61.6	62.5	241.6	246.8	252.9	267.6
중국	82.9	58.5	83.5	75.7	69.3	68.1	75.3	76.3	70.7	68.4	86.1	84.3	289.0	309.5	336.1	362.5
러시아	3.0	3.3	3.4	4.6	2.9	3.1	3.4	4.1	3.0	3.7	4.1	4.5	13.5	15.3	16.0	17.7
베트남	15.9	13.8	14.2	18.8	14.2	14.2	14.8	18.9	16.1	12.8	15.4	20.9	62.1	65.2	68.5	70.6
연결계	166.5	127.3	153.7	154.5	142.4	142.1	150.6	159.7	147.5	147.3	162.4	167.1	594.8	624.3	660.5	704.9
[영업이익]																
한국	18.4	23.1	19.4	20.6	24.0	23.2	20.7	24.3	23.2	23.7	20.8	23.8	92.2	91.5	100.5	102.1
중국	(4.9)	(14.1)	46.8	(8.5)	48.9	10.7	49.1	32.9	40.7	20.1	62.5	43.2	141.6	166.5	183.8	203.5
러시아	4.1	4.0	4.0	2.1	0.4	2.1	2.2	3.3	1.7	2.9	2.8	4.1	8.0	11.5	14.3	14.5
베트남	12.0	6.6	9.1	8.3	17.1	3.9	6.5	13.6	8.0	6.9	11.1	15.3	41.0	41.4	46.6	50.3
연결계	29.7	20.3	78.7	20.3	93.6	39.6	78.7	70.3	77.3	52.4	96.3	90.0	282.2	316.0	351.0	377.5
(%, YoY)																
[매출액]																
한국	(0.6)	1.8	5.4	(0.8)	6.6	4.6	4.0	5.5	0.0	4.0	5.0	4.4	5.2	3.3	4.1	3.0
중국	(43.9)	(52.5)	(21.0)	(48.8)	25.3	48.2	(7.3)	23.8	(5.6)	10.0	15.3	13.6	17.4	7.8	8.3	7.9
러시아	29.5	34.9	28.0	15.6	(38.7)	(21.0)	(14.1)	5.5	37.1	20.0	10.0	13.4	(16.1)	18.0	10.0	8.0
베트남	5.2	27.2	18.5	7.9	14.6	4.2	10.3	23.3	(16.9)	3.5	19.5	26.9	14.0	8.3	5.8	5.3
연결계	(26.2)	(25.4)	(9.2)	(27.9)	13.7	17.8	(2.5)	15.5	(3.6)	7.6	11.5	11.5	10.3	6.6	6.5	5.9
[영업이익]																
한국	(23.0)	39.2	60.3	(21.4)	30.4	0.4	6.7	18.0	(3.3)	2.3	0.3	(2.0)	13.1	(0.7)	9.8	1.6
중국	(107.2)	(300.0)	(33.9)	(116.2)	1,098.6	175.6	4.9	485.4	(16.9)	87.6	27.3	31.4	638.3	17.6	10.4	10.7
러시아	208.8	227.0	80.4	(27.4)	(89.5)	(46.9)	(44.8)	53.6	287.5	36.8	26.8	25.0	(43.6)	42.7	24.7	1.6
베트남	6.2	90.0	59.8	37.0	42.0	(40.9)	(28.7)	64.2	(53.1)	78.6	71.5	13.2	14.1	0.9	12.5	8.0
연결계	(71.6)	(28.4)	(13.3)	(76.9)	215.3	95.0	(0.0)	246.3	(17.4)	32.5	22.5	28.0	89.4	12.0	11.0	7.6
(%, 영업이익률)																
한국	12.0	14.9	12.6	13.0	14.6	14.3	13.0	14.5	14.1	14.1	12.4	13.6	14.1	13.6	14.3	14.1
중국	(2.3)	(10.9)	17.0	(4.8)	18.4	5.6	19.2	14.9	16.2	9.5	21.2	17.3	15.2	16.5	16.9	17.3
러시아	23.2	21.2	20.3	10.1	4.0	14.3	13.1	14.8	11.2	16.3	15.1	16.3	12.4	15.0	17.0	16.0
베트남	22.0	16.3	21.2	15.0	27.3	9.3	13.7	20.0	15.4	16.0	19.7	17.9	18.7	17.4	18.5	19.0
연결계	6.5	5.6	15.5	4.8	18.1	9.3	15.9	14.3	15.5	11.5	17.5	16.4	14.6	15.4	16.0	16.3

자료: 오리온, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	457	569	655	720	809
현금성자산	102	185	247	285	348
매출채권및기타채권	131	169	181	193	204
재고자산	151	157	164	175	185
비유동자산	1,801	1,782	1,801	1,842	1,900
투자자산	24	30	31	33	35
유형자산	1,673	1,646	1,657	1,689	1,739
무형자산	52	52	55	59	62
자산총계	2,258	2,351	2,456	2,562	2,710
유동부채	523	500	489	486	503
매입채무및기타채무	192	248	267	285	301
단기차입금및단기사채	104	105	85	65	65
유동성장기부채	166	50	40	40	40
비유동부채	390	406	364	277	201
사채	329	280	220	145	85
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	913	907	853	763	705
지배주주지분	1,308	1,406	1,593	1,793	2,003
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598	598
기타자본	624	624	624	624	624
이익잉여금	76	191	378	578	788
비지배주주지분	37	39	44	50	56
자본총계	1,345	1,445	1,637	1,842	2,058

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	193	401	329	358	378
당기순이익	77	143	224	253	275
유형자산감가상각비	64	115	116	116	116
무형자산상각비	2	3	3	3	3
자산부채변동	28	42	(20)	(21)	(24)
기타	22	98	6	7	8
투자활동현금흐름	(17)	(115)	(107)	(162)	(180)
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	29	(4)	(4)
재무활동현금흐름	(155)	(199)	(127)	(148)	(125)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(154)	(176)	(90)	(95)	(60)
배당금지급	0	(24)	(24)	(32)	(47)
기타	(1)	1	(13)	(21)	(18)
기타현금흐름	(3)	(3)	0	0	0
현금의증가	18	83	96	48	73

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

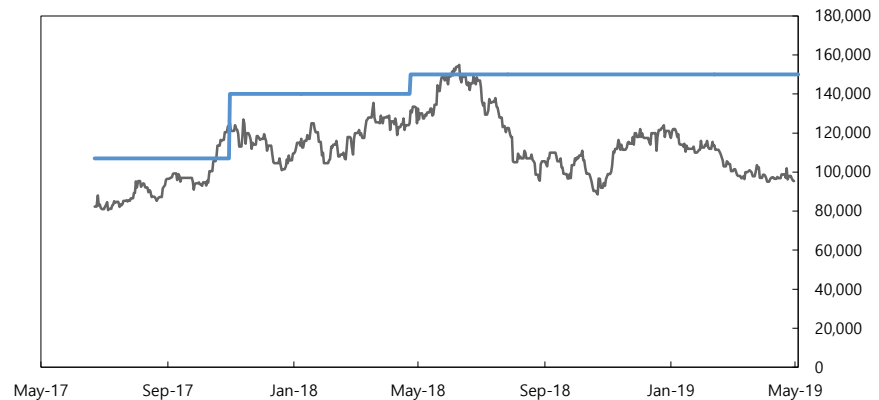
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,073	1,927	2,054	2,189	2,318
매출원가	593	1,050	1,114	1,177	1,236
매출총이익	480	877	940	1,011	1,082
판매관리비	416	595	624	660	705
영업이익	63	282	316	351	377
금융수익	10	9	10	11	13
이자수익	4	7	10	11	13
금융비용	13	21	13	9	7
이자비용	12	17	13	9	7
기타영업외손익	1	6	(5)	(5)	(6)
관계기업관련손익	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
세전계속사업이익	105	275	307	347	377
법인세비용	28	132	83	94	102
연결당기순이익	77	143	224	253	275
지배주주지분순이익	76	140	219	247	269
기타포괄이익	(9)	(20)	0	0	0
총포괄이익	68	123	224	253	275
지배주주지분포괄이익	66	121	219	247	269
EBITDA	129	400	435	470	497

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,912	3,538	5,537	6,257	6,808
BPS	33,107	35,568	40,303	45,359	50,666
DPS	600	600	800	1,200	1,500
성장성(% YoY)					
매출증가율	NM	79.5	6.6	6.5	5.9
영업이익증가율	NM	344.4	12.0	11.0	7.6
순이익증가율	NM	85.0	56.5	13.0	8.8
EPS증가율	NM	85.0	56.5	13.0	8.8
EBITDA증가율	NM	209.4	8.8	8.1	5.7
수익성(%)					
영업이익률	5.9	14.6	15.4	16.0	16.3
순이익률	7.0	7.3	10.7	11.3	11.6
EBITDA Margin	12.0	20.8	21.2	21.5	21.4
ROA	3.4	6.2	9.3	10.1	10.4
ROE	5.8	10.3	14.6	14.6	14.2
배당수익률	0.6	0.5	0.8	1.3	1.6
배당성향	31.4	17.0	14.4	19.2	22.0
안정성					
순차입금(십억원)	447	206	86	(48)	(172)
차입금/자본총계비율(%)	44.6	30.1	21.1	13.6	9.2
Valuation(X)					
PER	54.7	33.9	17.2	15.2	14.0
PBR	3.2	3.4	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	35.7	12.5	9.0	8.0	7.4

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		-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 5월 16일 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.