

오리온(271560)

중국의 체질 개선에 주목

1분기 실적 개선에는 중국이 가장 크게 기여할 것

1분기 매출액과 영업이익은 전년동기대비 13.4%, 194.0% 증가한 5,430억원, 872억원을 기록해 컨센서스를 상회할 것으로 예상된다. 러시아를 제외한 모든 지역의 실적이 개선되나, 무엇보다 중국의 이익 증가가 가장 크게 기여할 것이다. 중국 매출액은 1~2월은 춘절 시점 차이의 긍정적 효과로 사드 여파 이전인 전년 동월과 유사했고, 3월은 사드 타격이 시작된 전년동월대비 2배 이상 신장한 것으로 추정된다. 사실 3월 매출액은 지난해 하반기 월간 수치와 유사해 아직 사드 여파가 크게 개선되고 있는 것은 아니다. 하지만 중국의 영업이익률은 17.2%로 2016년 1분기의 18.0%에 근접하게 향상될 것이라는 점은 긍정적이다. 구조조정으로 고정비 부담이 줄고 광고/프로모션 비용이 계속 컨트롤되고 있기 때문이다.

중국은 고정비 줄이는 구조조정 중

중국의 인력은 지난해 초 12,800명에서 연말 10,700명 수준으로 축소됐고, 올해 다시 700여명이 줄어들 것으로 예상된다. 지난해 말부터 전통채널쪽 경소상에게 제품 운반 이외에 소매점 마케팅을 맡기고, 현대채널쪽 경소상은 대형화하며 통합하는 작업도 진행 중이다. 이로 인한 영업이익률 개선 효과는 최소 1%p 이상으로 추정된다. 이러한 변화는 소매점 마케팅 인력 부담을 줄이고 규모의 경제를 확대하는 효과가 있다. 대신 브랜드 관리가 종전대비 약해질 개연성은 있다. 그러나 동사는 스테디 셀러가 많아 소매가격 변동은 크지 않을 전망이다. 이러한 경소상 구조조정은 하반기까지 진행되며 전체 수익구조를 점차 향상시킬 것이다.

다시 매대 회복하는 것은 어렵지만, 불가능하지는 않아

사실 주가 상승을 위해서는 외형 성장을 회복하는 것이 가장 중요하다. 지금은 사드 여파가 완화될 소지가 있어 중국 매출액의 하방은 확보한 상황에서 2016년대비 30% 정도 줄어든 매대를 어떻게 다시 확보하느냐가 관건이다. 회사는 올해 예년보다 훨씬 공격적으로 25개 정도의 신제품을 중국시장에 출시할 계획이다. 이중 flavor를 변경한 extension 제품을 제외한 새로운 브랜드는 8~9개에 달할 것이다. 우리는 상대적으로 선진시장인 한국시장에서 동사가 지난 수년간 보여준 제품 개발력과 마케팅력을 고려할때, 1/3 정도의 성공 가능성은 예상할 만하다고 본다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	1,117	107	76	1,912	NM	173	54.7	26.7	3.2	5.8	0.6
2018F	2,145	297	192	4,862	154.3	392	25.7	13.6	3.4	13.9	0.7
2019F	2,301	340	226	5,724	17.7	430	21.8	12.0	3.0	14.5	0.9
2020F	2,458	378	259	6,557	14.5	465	19.1	10.6	2.7	14.8	1.0

주: 2017년 6월 분할 신설된 사업회사임. 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 150,000원(상향)

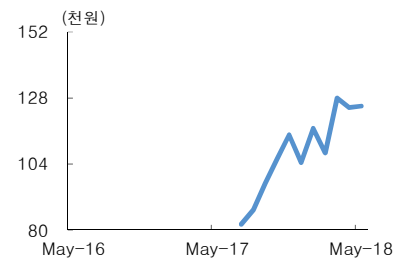
Stock Data

KOSPI(5/8)	2,450
주가(5/8)	125,000
시가총액(십억원)	4,942
발행주식수(백만)	40
52주 최고/최저가(원)	135,500/80,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	11,048
유동주식비율/외국인지분율(%)	54.7/40.6
주요주주(%)	이화경 외 5 인 45.3
국민연금	7.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.4)	7.3	0.0
KOSPI 대비(%p)	(1.2)	11.3	0.0

주가추이



자료: WISEfn

이경주

kjlee@truefriend.com

특히 한국에서 인기가 증명된 꼬북칩과 글로벌 브랜드인 썬칩과 유사한 혼다칩이 5월부터 본격적으로 판매되고 있어 이들의 판매 동향을 예의 주시할 필요가 있다. 이외 마이구미와 큐빅껌도 새로 출시되며, 6월에는 초코파이의 중량 증가를 동반한 가격 인상이 단행될 것으로 보인다. 또 빠르게 성장하는 견과류제품도 신규 출시할 예정이다.

우리는 올해 중국 매출액이 지난해대비 2천여억원 증가하는 것으로 가정했는데, 이 중 1천여원은 연초와 연말에 있는 춘절 기간 차이로 인한 가수요 효과이고 나머지는 1천여원은 신제품의 매출액 기여와 초코파이 가격 인상 효과이다. 예를 들어 현재 한국에서 꼬북칩의 월간 매출액이 50억원을 넘었는데, 한국의 1.5배 이상인 중국의 매출액 기반을 감안할 때 우리의 실적 전망은 보수적이라 하겠다.

한국 및 베트남 호조, 러시아는 달러 교체 중

1분기에 한국(수출 제외)도 꼬북칩의 인기 등에 힘입어 외형과 영업이익이 전년 동기대비 각각 6.7%, 30.6% 증가할 전망이다. 한국은 구조조정이 선행해 진행된 바 수익구조가 개선돼 있고, 하반기 농협과의 합작 제품 출시 등으로 연간 매출액은 11.9%, 영업이익은 14.2% 증가할 것이다. 베트남은 1분기에도 매출액과 영업이익이 전년동기대비 17.7%, 32.9% 증가하면서 2년간 이어진 실적 개선세가 유지되는 모습을 보일 것이다. 초코파이 이외에 투니스와 오감자의 인기가 확대되고 있다. 러시아는 서부쪽 달러 교체 작업과 지난해 말 밀어내기의 부작용으로 매출액이 27.6% 감소하고, 영업이익도 12억원에 불과할 전망이다.

중국 이익 개선 반영해 목표주가 15만원으로 상향

중국 구조조정의 효과와 베트남의 실적 호조세를 반영해 순이익 전망치를 6~8% 상향하며 목표주가를 기존 14만원에서 15만원으로 높인다. 지난해 4분기 중국 제과시장은 4% 성장해 회복세를 보였고, 중국 식품사 중 프리미엄 및 건강 선택 컨셉에 잘 부응한 텡이 같은 회사는 높은 주가 상승률을 보였다. 동사는 중국에서 오랜 사업 노하우와 강한 브랜드를 기반으로 경소상 구조조정의 피해보다는 효과가 클 것으로 예상되며, 다양한 고품질 신제품 출시로 매출액도 회복해나갈 것으로 기대된다. 올해 이익은 전년대비 실제로는 배증할 것으로 예상돼 peer 그룹 대비 가장 영업모멘텀이 강한 회사로 여전히 주가지표 프리미엄이 가능할 전망이다.

〈표 1〉 1분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18F	1Q17 (분할 전)	YoY	1Q17 (분할 후)	YoY	4Q17	QoQ	컨센서스	차이
매출액	543.0	490.7	10.7	479.0	13.4	451.0	20.4	560.9	(3.2)
매출총이익	238.4	224.1	6.4			202.2	17.9		
판매비	174.6	188.3	(7.2)			181.9	(4.0)		
영업이익	87.2	35.8	143.5	29.7	194.0	20.3	329.8	80.9	7.7
세전이익	83.2	33.3	149.4			17.7	369.9	70.9	17.2
순이익	60.7	24.6	146.7			10.7	468.2	53.2	14.1
매출원가율	56.1	54.3				55.2			
판매비율	32.2	38.4				40.3			
영업이익률	16.1	7.3		6.2		4.5		14.4	
세전이익률	15.3	6.8				3.9		12.6	
지배주주순이익률	11.2	5.0				2.4		9.5	

주: 2017년 6월 분할 신설된 사업회사임

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 변경 내역

(단위: 십억원)

	2018F			2019F		
	변경 전	변경 후	변경률	변경 전	변경 후	변경률
매출액	2,147.6	2,144.9	(0.1)%	2,292.9	2,300.7	0.3%
영업이익	270.2	296.9	9.9%	315.5	339.6	7.6%
당기순이익	177.5	192.2	8.3%	213.3	226.3	6.1%

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 Peer 그룹 PER 비교

(단위: 원, 배)

		2017	2018F	2019F	2020F
오리온	EPS	1,912	4,862	5,724	6,557
	PER(A)	54.7	25.7	21.8	19.1
중국 제과	PER(B)	27.5	26.3	23.5	20.8
세계 제과(중국 제외)	PER(C)	21.5	21.6	18.8	17.4
	PER(B와C 평균)	24.5	24.0	21.1	19.1
PER 프리미엄	A/B-1	98.5%	(2.3)%	(6.9)%	(8.6)%
	A/C-1	153.8%	19.1%	16.0%	9.7%

주: 1. 중국 제과는 Want Want, Tingyi, 세계 제과는 Pepsi, Wrigley, Hershey, MEIJI, Ezaki, Kraft 등. 2. 5월 8일 종가기준

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 PER valuation

(단위: 원, 배)

	2018F	2019F	2020F
중국 및 세계 제과 peers PER	24.0	21.1	19.1
할증율	30%	30%	30%
목표 PER	31.1	27.5	24.8
목표주가	151,396	157,365	142,230

주: 5월 8일 종가 기준

자료: 한국투자증권

〈표 5〉 지역별 실적 전망

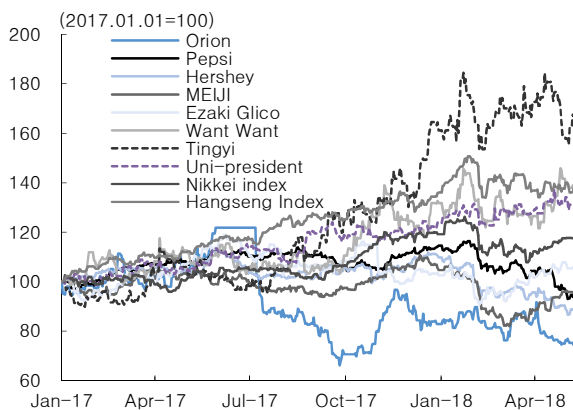
(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F	2020F
[매출액]													
한국	156.4	157.5	155.6	161.6	166.9	170.1	178.9	190.5	612.9	631.1	706.4	739.9	760.9
중국	234.9	141.5	288.7	198.1	282.5	213.2	309.1	261.2	1,346.0	863.2	1,066.0	1,147.3	1,245.9
러시아	17.7	18.9	19.8	20.9	12.8	15.8	16.4	20.7	61.2	77.4	65.8	76.3	82.4
베트남	55.2	40.9	43.2	55.5	64.9	46.5	48.9	83.1	170.7	194.8	243.5	276.2	310.1
연결계	479.0	373.5	522.1	451.0	543.0	461.1	569.3	571.5	2,247.4	1,825.6	2,144.9	2,300.7	2,458.2
[영업이익]													
한국	18.4	23.1	20.7	20.3	24.0	24.1	22.4	23.6	78.8	82.5	94.2	101.0	106.7
중국	(4.9)	(14.1)	46.8	(8.5)	48.5	20.8	53.1	28.8	198.6	19.2	151.2	176.1	202.3
러시아	4.1	4.0	4.0	2.1	1.2	1.1	1.6	2.0	7.7	14.2	5.9	11.4	12.8
베트남	12.0	6.6	9.1	8.6	16.0	7.0	9.4	9.4	26.5	36.3	41.8	48.4	56.0
연결계	29.7	19.5	78.7	20.3	87.2	50.4	84.1	61.4	311.6	148.2	296.9	339.6	378.5
(%, YoY)													
[매출액]													
한국	1.0	3.4	6.8	1.0	6.7	8.0	15.0	17.9	(5.6)	3.0	11.9	4.7	2.8
중국	(37.9)	(48.0)	(17.1)	(43.0)	20.3	50.6	7.1	31.9	1.0	(35.9)	23.5	7.6	8.6
러시아	29.6	35.3	28.0	15.5	(27.6)	(16.5)	(17.1)	(1.0)	5.4	26.4	(15.0)	16.0	8.0
베트남	6.2	29.4	19.3	9.0	17.7	13.8	13.3	49.7	22.1	14.1	25.0	13.4	12.3
연결계	(22.1)	(22.5)	(6.4)	(23.9)	13.4	23.5	9.0	26.7	3.1	(18.8)	17.5	7.3	6.8
[영업이익]													
한국	(23.0)	39.2	71.1	(22.5)	30.6	4.3	8.4	16.4	(17.1)	4.7	14.2	7.2	5.6
중국	(107.2)	(300.0)	(33.9)	(116.2)	1,089.9	246.8	13.6	438.0	(0.9)	(90.3)	688.2	16.5	14.9
러시아	208.8	227.0	80.4	(29.0)	(71.9)	(72.4)	(59.2)	(3.1)	68.2	84.3	(58.4)	93.3	11.6
베트남	6.2	90.0	59.8	42.2	32.9	6.3	3.4	10.2	99.9	36.8	15.3	15.6	15.8
연결계	(71.7)	(31.1)	(13.3)	(76.9)	194.0	158.3	6.9	202.7	4.1	(52.5)	100.4	14.4	11.4
(%, 영업이익률)													
한국	11.8	14.7	13.3	12.6	14.4	14.2	12.5	12.4	12.9	13.1	13.3	13.6	14.0
중국	(2.1)	(10.0)	16.2	(4.3)	17.2	9.7	17.2	11.0	14.8	2.2	14.2	15.4	16.2
러시아	23.2	21.2	20.3	9.9	9.0	7.0	10.0	9.7	12.6	18.4	9.0	15.0	15.5
베트남	21.8	16.0	21.1	15.4	24.6	15.0	19.2	11.4	15.5	18.6	17.2	17.5	18.1
연결계	6.2	5.2	15.1	4.5	16.1	10.9	14.8	10.7	13.9	8.1	13.8	14.8	15.4

주: 1. 로컬 매출액 기준. 2. 1Q17과 2Q17 실적은 분할 후 기준으로 한투증권이 추정한 실적

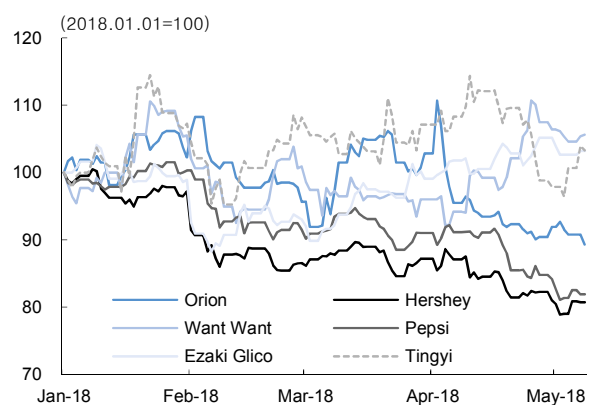
자료: 한국투자증권

[그림 1] Peer 그룹 주가(2017년 이후)



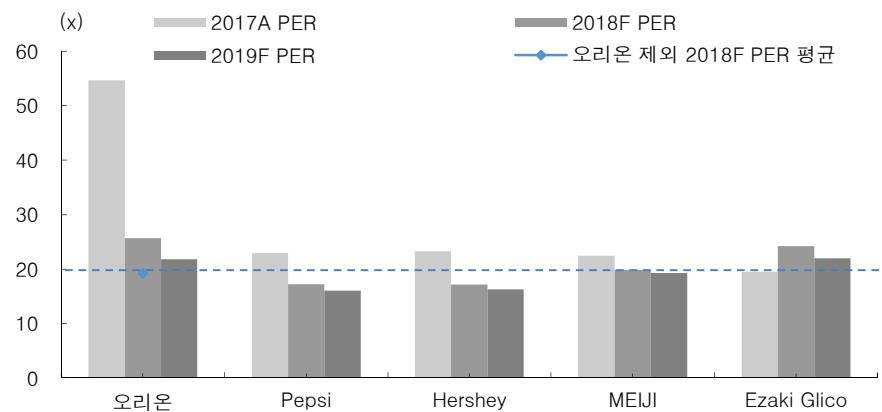
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] Peer 그룹 주가(2018년)



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3] Global peer와의 PER 비교



주: 1. 2017년은 분할 이후 7개월 실적 기준임. 2. 5월 8일 종가 기준
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

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

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	457	536	679	799
현금성자산	102	129	161	197
매출채권및기타채권	131	150	184	197
재고자산	151	172	173	184
비유동자산	1,801	1,797	1,781	1,792
투자자산	24	32	46	49
유형자산	1,673	1,628	1,589	1,587
무형자산	52	64	69	74
자산총계	2,258	2,333	2,460	2,591
유동부채	523	465	431	372
매입채무및기타채무	192	193	207	246
단기차입금및단기사채	104	84	64	44
유동성장기부채	166	136	106	36
비유동부채	390	364	339	313
사채	329	299	269	239
장기차입금및금융부채	0	0	0	0
부채총계	913	829	770	686
지배주주지분	1,308	1,465	1,648	1,859
자본금	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598
기타자본	624	624	624	624
이익잉여금	76	233	416	627
비지배주주지분	37	39	43	47
자본총계	1,345	1,504	1,690	1,906

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	193	225	307	361
당기순이익	77	195	230	263
유형자산감가상각비	64	92	88	83
무형자산상각비	2	3	3	3
자산부채변동	28	(67)	(18)	8
기타	22	2	4	4
투자활동현금흐름	(17)	(80)	(147)	(154)
유형자산투자	(90)	(48)	(49)	(81)
유형자산매각	15	0	0	0
투자자산순증	55	(9)	(14)	(4)
무형자산순증	(1)	(14)	(7)	(8)
기타	4	(9)	(77)	(61)
재무활동현금흐름	(155)	(119)	(127)	(171)
자본의증가	0	0	0	0
차입금의순증	(154)	(80)	(80)	(120)
배당금지급	0	(24)	(36)	(43)
기타	(1)	(15)	(11)	(8)
기타현금흐름	(3)	0	0	0
현금의증가	18	27	32	36

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

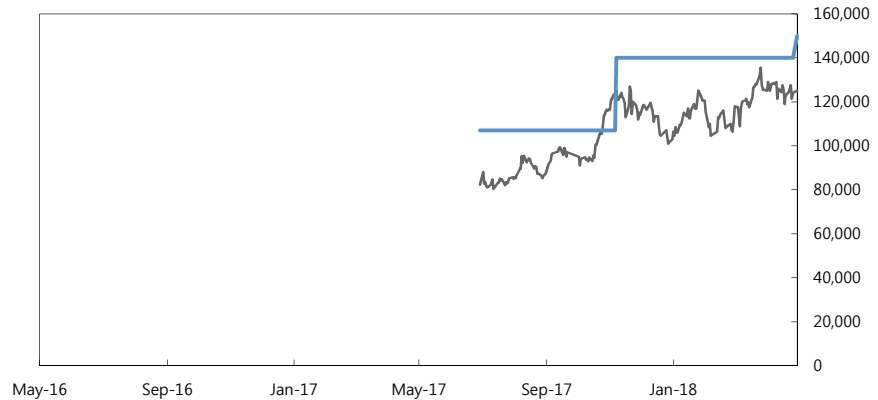
	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,117	2,145	2,301	2,458
매출원가	593	1,141	1,205	1,274
매출총이익	524	1,004	1,096	1,184
판매관리비	416	707	756	806
영업이익	107	297	340	378
금융수익	10	7	9	13
이자수익	4	6	9	13
금융비용	13	23	20	16
이자비용	12	22	19	15
기타영업외손익	1	(13)	(14)	(15)
관계기업관련손익	(0)	(0)	(1)	(1)
세전계속사업이익	105	267	314	360
법인세비용	28	72	85	97
연결당기순이익	77	195	230	263
지배주주지분순이익	76	192	226	259
기타포괄이익	(9)	0	0	0
총포괄이익	68	195	230	263
지배주주지분포괄이익	66	192	226	259
EBITDA	173	392	430	465

주요투자지표

	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)				
EPS	1,912	4,862	5,724	6,557
BPS	33,107	37,068	41,692	47,047
DPS	600	900	1,100	1,200
성장성(%, YoY)				
매출증가율	0.0	92.0	7.3	6.8
영업이익증가율	NM	176.3	14.4	11.4
순이익증가율	NM	154.3	17.7	14.5
EPS증가율	NM	154.3	17.7	14.5
EBITDA증가율	NM	126.1	9.9	7.9
수익성(%)				
영업이익률	9.6	13.8	14.8	15.4
순이익률	6.8	9.0	9.8	10.5
EBITDA Margin	15.5	18.3	18.7	18.9
ROA	3.4	8.5	9.6	10.4
ROE	5.8	13.9	14.5	14.8
배당수익률	0.6	0.7	0.9	1.0
배당성향	31.4	18.5	19.2	18.3
안정성				
순차입금(십억원)	447	348	164	(49)
차입금/자본총계비율(%)	44.6	34.5	26.0	16.8
Valuation(X)				
PER	54.7	25.7	21.8	19.1
PBR	3.2	3.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	26.7	13.6	12.0	10.6

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
	2018.05.08	매수	150,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 8일 현재 오리온 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

* 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.