

## 오리온(271560)

## 2Q19 Preview: 다시 시작하는 마음으로

## 목표주가 130,000원으로 하향

오리온에 대한 목표주가를 기존 150,000원에서 130,000원으로 하향한다. 현 주가 대비 상승 여력이 크고, 하반기에는 중국 판매가 좀 더 활기를 띌 것으로 보여 매수 의견은 유지한다. 목표주가는 주로 중국의 매출액 증가 속도가 경쟁심화로 예상보다 느린 점을 반영해 peer 대비 PER 프리미엄율을 기존 30%에서 20%로 하향한 데 기인한다. 2019년 예상 PER은 15.8배로 중국과 세계 제과회사 대비 20% 이상 낮다. 수십년간 성장할 중국의 주요 제과회사치고 주가 지표가 낮다고 판단된다. 중국 로컬 제과사의 발전이 빠르지만, 동사는 아직 제품력과 마케팅력에서 우위가 있으며 장기적으로는 서부 내륙 등지로 판매 지역을 확장할 여력이 커 점유율이 계속 상승할 것이라는 점을 간과하지 말아야 한다.

## 2분기 영업이익의 기대치 부합하나

2분기 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 4.2%, 31.7% 증가할 것으로 예상된다. 영업이익은 컨센서스와 유사하나 매출액은 컨센서스를 3% 하회할 전망이다. 당초 기대보다 중국의 매출액 증가율이 다소 더딜 것으로 추산된다. 기대를 모았던 5월말에 출시된 스낵 신제품들의 분포가 한 달이 넘게 소요되고, 공격적으로 전환한 판매 정책에 따라 매출 차감 항목인 판매장려금도 증가해 6월 매출액이 기대보다는 약하게 나올 듯 하다. 한국도 경쟁사의 공격적인 프로모션으로 외형 성장에 부담이 있을 것으로 보인다. 반면 베트남은 초코파이 재고 조정이 끝나고 쌀과자 등 신제품의 판매가 호조를 보일 것이다. 연결 수익성은 매출액 증가에 비해 크게 개선될 것으로 예상된다. 중국의 6월 영업이익률은 판매장려금 정산 등의 영향으로 적자를 기록했던 전년동기대비 개선돼 지난 4월과 유사한 6%대를 기록할 전망이다.

## 중국 매출액 회복 속도가 관건

올해 중국에서는 지난해보다 2배 많은 신제품이 출시될 계획이다. 상반기 말 전후까지 2개의 브랜드와 7개의 SKU가 출시되고 하반기에는 5개의 브랜드, 7~8개의

## 매수(유지)

목표주가: 130,000원(하향)

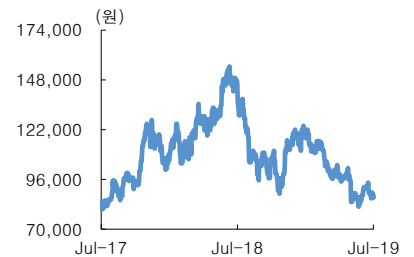
## Stock Data

KOSPI(7/16)	2,092
주가(7/16)	86,500
시가총액(십억원)	3,420
발행주식수(백만)	40
52주 최고/최저(원)	143,500/81,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	12,176
유동주식비율/외국인지분율(%)	56.2/37.5
주요주주(%)	이화경 외 6 인 43.8
	국민연금공단 8.1

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.4)	(26.4)	(39.7)
KOSPI 대비(%p)	(1.2)	(25.7)	(30.6)

## 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	2,017	312	216	5,464	54.4	432	15.8	8.2	2.1	14.4	0.9
2020F	2,152	345	243	6,150	12.6	466	14.1	7.4	1.9	14.4	1.4
2021F	2,297	386	275	6,951	13.0	508	12.4	6.5	1.7	14.5	1.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

이경주

kjlee@truefriend.com

SKU가 출시될 것이다. 동사의 1분기말 중국 브랜드 수는 약 20개, SKU 수는 약 60개로 경쟁사와 비교할 경우 매출액 대비 적다. 동사는 특히 중국에서 신제품 론칭에 매우 신중했으며, 실제로 지난해에 론칭한 제품의 수는 당초 계획의 절반에도 못 미쳤다. 하반기 중국 신제품의 개수는 과거 수년 대비 기간당 가장 많다. 회사가 동사 브랜드에 대한 소비자 반응이 개선되고 있다고 판단하고 있는 것으로 보이며 중국 제과시장도 플러스 성장세를 이어가고 있다. 신제품을 히트시키려면 제품력과 더불어 일시적으로는 마케팅 활동이 강화될 필요성이 있어 최근 다소 공격적으로 선회한 동사의 전략을 부정적으로 볼 필요는 없다. 5월말에 론칭한 flat cut 제형의 감자칩뿐만 아니라 파이류의 extension 제품들, 베이커리 형태의 비스킷류, 내추럴 칩 등의 제품도 출시 대기 상태다. 판매장려금이 느는 만큼 순매출액이 작아 보일 수는 있지만 영업이익의 증가로 판매 회복을 가능할 수 있다. 현재까지의 매출액 증가 속도는 느렸지만, 하반기는 신제품의 종류나 마케팅 방식 등을 감안할 때, 좀 더 기대를 가질 만하다.

### 베트남 매출액 증가 및 비용 구조 개선은 긍정적

6월 베트남 매출액은 전년동월대비 10% 이상 증가할 것으로 예상된다. 5월에 출시한 쌀과자와 양산빵의 월간 매출액이 10억원을 넘어설 것이다. 현지 제과시장은 스낵을 중심으로 빠른 성장세를 보이고 있으며, 올해 춘절용으로 과도하게 판매됐던 초코파이의 유통 재고가 다 소진돼 하반기는 매출액 증가율이 다시 두자릿수대를 기록할 전망이다. 한국, 중국 등 대부분의 지역에서 구조조정이 진행되며 수익구조가 탄탄해졌다는 점을 상기할 필요가 있다. 인건비등 고정비 부담이 줄었고, 마케팅비가 효과적으로 제어되고 있어 과거 대비 매출액 증가에 따라 이익은 더 크게 증가할 수 있다.

〈표 1〉 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	15.8	14.1
중국 제과	PER(B)	20.3	19.2	20.0	18.6
세계 제과(중국 제외)	PER(C)	22.4	21.1	20.4	18.7
	PER(B와 C평균)	21.3	20.1	20.2	18.6
PER 프리미엄	A/B-1		77.1%	(20.7%)	(24.3%)
	A/C-1		60.5%	(22.2%)	(24.8%)

주: 1. 2017년 오리온은 기업 분할, 중국 제과는 Want Want, Tingyi, 세계제과는 Pepsi, Hershey, Kraft 등

2. 2019년 7월 16일 종가 기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 2〉 PER valuation

(단위: 배, 원)

	2019F	2020F	평균
중국 및 세계 제과 peers PER	20.2	18.6	
할증률	20%	20%	
목표 PER	24.2	22.4	
목표주가	132,188	122,200	127,194

주: 7월 16일 종가 기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 3〉 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %)

	2019F			2020F		
	변경 전	변경 후	변경률	변경 전	변경 후	변경률
매출액	2,054.2	2,016.9	(1.8)	2,188.6	2,152.3	(1.7)
영업이익	316.0	312.4	(1.1)	351.0	345.1	(1.7)
지배주주 순이익	218.4	216.0	(1.1)	247.3	243.1	(1.7)

자료: 한국투자증권

〈표 4〉월별 실적 추이

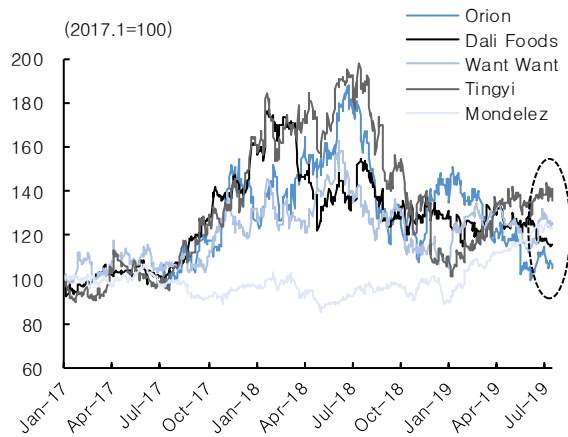
(단위: 십억원)

	2018.4 (A)	2018.5 (B) ((A+B)/E, %)	2018.6 (E-A-B)	2019.4 (C)	2019.5 (D) ((C+D)/F, %)	2019.6 (F-C-D)	1Q19	2Q19F (F)	3Q19F	4Q19F		
매출액	137.6	155.1	69.1	131.1	145.4	158.9	68.9	137.4	497.6	441.7	520.4	557.2
한국	58.0	61.5	73.6	42.8	61.3	61.5	74.2	42.7	164.0	165.5	161.3	169.6
중국	60.0	71.9	68.9	59.6	65.0	74.5	68.1	65.4	251.2	204.9	278.1	265.3
베트남	15.0	16.4	74.9	10.5	13.3	17.4	71.6	12.2	52.1	42.9	54.9	79.8
러시아	4.6	5.3	66.5	5.0	5.8	5.5	68.3	5.2	14.9	16.5	18.7	23.8
기타			13.2					11.8	15.4	11.8	7.3	18.7
영업이익	13.9	22.0	90.7	3.7	14.1	23.6	72.3	14.4	77.3	52.1	84.3	98.7
한국	8.1	10.0	78.0	5.1	9.0	9.7	77.4	5.5	23.2	24.2	23.9	27.0
중국	3.3	9.7	121.5	(2.3)	4.2	11.1	78.4	4.2	40.7	19.5	52.3	53.0
베트남	1.8	1.6	87.7	0.5	0.2	2.1	50.7	2.2	8.0	4.5	8.6	17.7
러시아	0.7	0.7	65.8	0.7	0.7	0.7	65.1	0.7	1.7	2.1	2.2	3.5
기타			(0.3)					1.7	3.7	1.7	(2.7)	(2.4)
(% YoY)												
매출액					5.7	2.5		4.8	(3.6)	4.2	5.4	13.0
한국					5.7	0.0		(0.1)	0.0	2.0	1.0	1.3
중국					8.3	3.6		9.7	(5.6)	7.0	9.0	20.5
베트남					(11.3)	6.1		16.2	(16.9)	2.4	16.0	17.9
러시아					26.1	3.8		4.8	37.1	11.0	10.0	7.7
영업이익					1.4	7.3		290.9	(17.4)	31.7	7.2	40.4
한국					11.1	(3.0)		7.2	(3.3)	4.2	15.3	11.1
중국					27.3	14.4		283.3	(16.9)	82.4	6.7	61.1
베트남					(88.9)	31.3		370.2	(53.1)	17.1	32.7	30.4
러시아					0.0	0.0		3.2	287.5	1.1	1.0	6.4
(%)												
영업이익률	10.1	14.2		2.8	9.7	14.9		10.5	15.5	11.8	16.2	17.7
한국	14.0	16.3		11.9	14.7	15.8		12.8	14.1	14.6	14.8	15.9
중국	5.5	13.5		(3.9)	6.5	14.9		6.5	16.2	9.5	18.8	20.0
베트남	12.0	9.8		4.5	1.5	12.1		18.4	15.4	10.6	15.7	22.1
러시아	15.2	13.2		14.5	12.1	12.7		14.3	11.2	13.0	12.0	14.6

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

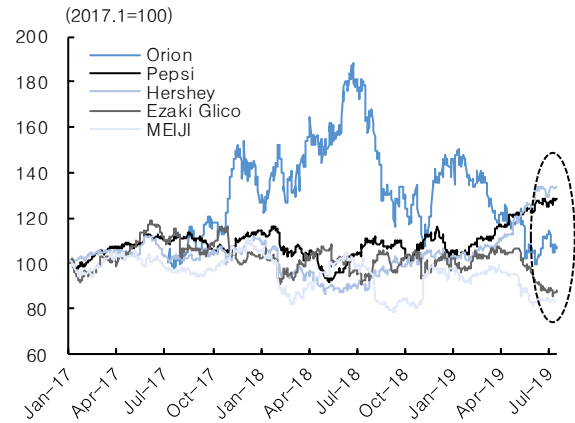
자료: 오리온, 한국투자증권

[그림 1] 중국 peer 주가 추이



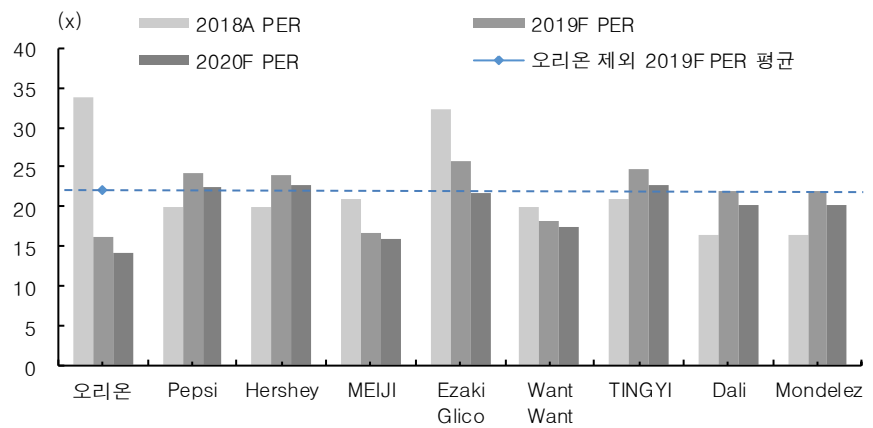
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] 세계 peer 주가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3] Global peer와의 PER 비교

주: 2019년 7월 16일 종가 기준  
자료: 한국투자증권

## 기업개요 및 용어해설

주식회사 오리온은 2017년 6월 분할 신설된 회사입니다. 오리온의 모체는 1956년 7월 25일에 설립되었습니다. 주요 사업 부문으로는 비스킷, 파이, 껌, 초콜릿 등 과자류를 생산하여 판매하고 있음. 특히 해외사업은 수출과 해외법인을 통한 생 산, 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	345	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	23	98	6	7	8
투자활동현금흐름	(17)	(115)	(146)	(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	57	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	0.9	1.4	1.7
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	15.8	14.1	12.4
PBR	3.2	3.4	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	35.7	12.5	8.2	7.4	6.5

## 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
	2019.07.16	매수	130,000원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2019년 7월 17일 현재 오리온 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 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. 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.