

오리온(271560)

회복 속도 느리지만 실망하기는 일러

중국 매출액 회복 속도 기대보다 느린 듯

2분기 중국 매출액은 회계기준 변경 후 기준으로 전년동기대비 약 52% 증가한 2,004억원(회계기준 변경 전 2,144억원 추정)을 기록할 것으로 예상된다. 춘절 가수요의 반품 영향이 있으나, 전체적으로 기존 브랜드의 회복 속도가 시장 기대치보다 다소 느린 듯 하다. 도매상을 대형 또는 대리점 역할을 하는 도매상으로 교체하는 작업이 지연되는 것으로 보인다. 반면 국내는 2분기에도 5% 이상 외형이 성장하며 1분기와 마찬가지로 점유율이 계속 상승할 것으로 추정된다. 베트남은 중동향 수출 축소와 춘절 반품 영향으로 2분기 매출액 증가율은 한자릿수대로 떨어지겠지만, 높은 시장 성장과 브랜드 선호도 상승으로 하반기 실적은 개선될 것으로 본다.

2분기보다는 3분기에 희망 걸어야

중국의 실적은 신제품이 많이 출시되는 3분기가 중요하다. 3분기 중국 매출액은 높은 기저로 전년동기대비 증가율이 크기는 어렵겠지만, 계절적으로 유사한 2분기보다 커진다면 실적 회복 기대감을 충분히 높일 것이다. 중국에서는 5월말 론칭한 꼬북칩(혼다칩 포함 5월 40억원, 6월 60억원 수준)이 견조한 판매액을 기록하고 있고, 시장 성장이 빠른 견과류까지 여러 카테고리에서 여러 신제품이 론칭될 전망이다. 연간 중국에서 출시 계획인 신규 SKU는 20개 이상(2017년 50여개)으로 추정된다. 한국에서도 하반기에 7월에 출시된 그래놀라를 비롯, 여러 신제품이 출시돼 외형 성장 및 이익 레버리지 효과가 다시 가시화될 것이다. 러시아도 서부 쪽 딜러 교체가 마무리 단계로 하반기에는 외형 축소가 종료될 것으로 예상된다.

꼬북칩에서 견과류까지, 신제품 히트가 중요

최근 동사 주가가 하락한 데에는 2분기 실적 또는 중국의 기존 제품의 외형 성장률 둔화 우려, 그리고 중국 식품사들의 주가 하락이 영향을 주었을 것으로 추정된다. 특히 중국 식품사의 주가 하락은 무역분쟁으로 불거진 하반기 소비 위축 우려를 선반영한 것인데, 동사의 중국 사업도 여기서 완전히 자유로울 수는 없을 것이

매수(유지)

목표주가: 150,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(8/7)	2,300
주가(8/7)	123,500
시가총액(십억원)	4,882
발행주식수(백만)	40
52주 최고/최저가(원)	155,000/85,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	13,904
유동주식비율/외국인지분율(%)	56.2/41.4
주요주주(%)	이화경 외 5 인
	43.8
	국민연금
	7.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(15.1)	2.5	44.3
KOSPI 대비(%p)	(16.3)	6.5	48.4

주가추이



자료: WISEfn

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
2017A	1,117	107	76	1,912	—	173	54.7	26.7	3.2	5.8	0.6
2018F	2,046	281	181	4,590	140.1	376	26.9	14.0	3.4	13.1	0.7
2019F	2,191	323	215	5,445	18.6	414	22.7	12.3	3.0	14.0	0.9
2020F	2,350	362	248	6,269	15.1	448	19.7	10.9	2.7	14.4	1.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준. 2017년 실적은 회사 분할로 6~12월간의 실적으로 산출

이경주

kjlee@truefriend.com

다. 하지만 우리는 2018년과 2019년 중국 및 세계 peers 대비 30% 정도의 PER premium이 부여된 수준인 목표주가 150,000원과 매수 의견을 유지한다. 이는 신제품 판매 효과와 이미 한국에서 검증된 현 경영진의 비용 관리를 신뢰하기 때문이다. 출시된 신제품이 모두 성공하는 것은 불가능하겠지만, 최근 한국 시장에서의 동사 점유율 상승에서 읽혀지는 제품 개발 능력을 감안하면 중국에서도 3~4개의 의미있는 히트 SKU가 탄생할 가능성은 높아 보인다. 하반기 중국과 한국의 신제품 판매 동향을 예의주시할 때다.

〈표 1〉 2분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2Q18F	2Q17	YoY	1Q18	QoQ	Consensus	차이
매출액	436.7	358.6	21.8	516.3	(15.4)	455.3	(4.1)
매출총이익	187.5	169.7	10.5	236.0	(20.6)		
판관비	165.0	150.1	9.9	142.4	15.9		
영업이익	52.3	19.5	167.8	93.6	(44.2)	54.4	(3.9)
매출원가율	57.1	52.7		54.3			
판관비율	37.8	41.9		27.6			
영업이익률	12.0	5.4		18.1		11.9	

주: 2017년 실적은 2018년 도입된 IFRS15 기준으로 회계 기준 변경을 추정해 산출

자료: Dataguide, 한국투자증권

〈표 2〉 Peer 그룹 PER 비교

(단위: 원, 배)

		2017	2018F	2019F	2020F
오리온	EPS	1,912	4,590	5,445	6,269
	PER(A)	54.7	26.9	22.7	19.7
중국 제과	PER(B)	27.5	26.3	23.5	20.8
	PER(C)	21.5	21.6	18.8	17.4
	PER(B 와 C 평균)	24.5	24.0	21.1	19.1
PER 프리미엄	A/B-1	98.5%	2.2%	(3.4%)	(5.5%)
	A/C-1	153.8%	24.6%	20.5%	13.4%

주: 8월 7일 종가 기준. 2017년 EPS는 회사 분할로 6~12월간의 실적으로 산출

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 실적 변경 내역

(단위: 십억원)

	2018F			2019F		
	변경 전	변경 후	변경률 %	변경 전	변경 후	변경률 %
매출액	2,144.9	2,045.5	(4.6)	2,300.7	2,191.4	(4.7)
영업이익	296.9	281.1	(5.3)	339.6	323.3	(4.8)
당기순이익	192.2	181.4	(5.6)	226.3	215.2	(4.9)

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 PER valuation

(단위: 원, 배)

	2018F	2019F
중국 및 세계 제과 peers PER	24.7	21.7
할증율	30%	30%
목표 PER	32.1	28.2
목표주가	147,454	153,641

주: 8월 7일 종가 기준

자료: 한국투자증권

〈표 5〉 지역별 실적 전망

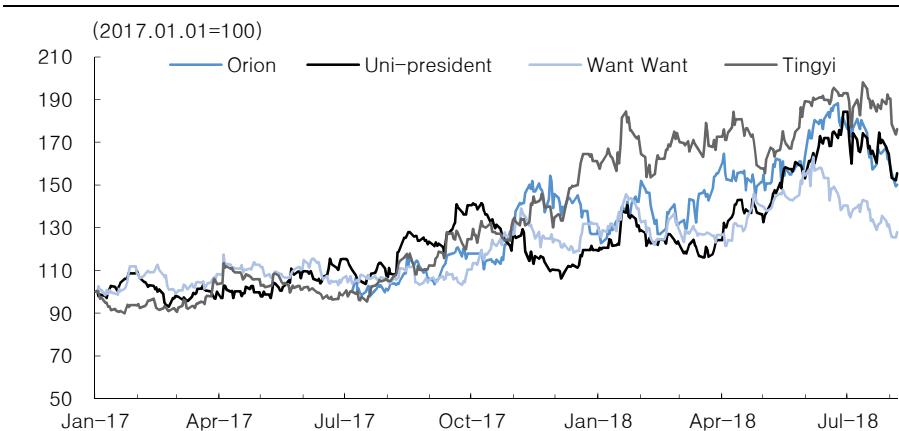
(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F	2020F
[매출액]													
한국	153.9	152.5	154.6	161.6	164.0	161.2	165.4	172.2	612.9	622.6	662.8	695.4	715.9
중국	212.4	131.5	278.7	188.1	266.3	200.4	280.5	254.7	1,346.0	810.7	1,001.8	1,082.6	1,182.7
러시아	17.7	18.9	19.8	20.9	10.8	15.1	16.4	23.3	61.2	77.3	65.8	76.3	82.4
베트남	54.7	40.9	43.2	55.5	62.7	44.4	48.9	87.5	170.7	194.3	243.5	276.2	310.1
연결계	453.9	358.6	522.1	451.0	516.3	436.7	538.9	553.6	2,247.4	1,785.5	2,045.5	2,191.4	2,350.1
[영업이익]													
한국	18.4	23.1	20.7	20.3	24.0	25.0	22.6	21.0	78.8	82.5	90.4	94.1	100.1
중국	(4.9)	(14.1)	46.8	(8.5)	48.9	22.9	49.0	9.9	198.6	19.2	130.8	166.7	192.4
러시아	4.1	4.0	4.0	2.1	0.4	1.1	1.6	2.8	7.7	14.2	5.9	11.4	12.8
베트남	12.0	6.6	9.1	8.6	17.1	5.9	9.4	9.5	26.5	36.3	41.8	48.4	56.0
연결계	29.7	19.5	78.7	20.3	93.6	52.3	80.2	40.7	311.6	148.2	281.1	323.3	362.0
(%, YoY)													
[매출액]													
한국	(0.6)	0.1	6.1	1.0	6.6	5.7	7.0	6.5	(5.6)	1.6	6.5	4.9	2.9
중국	(43.9)	(51.6)	(20.0)	(45.8)	25.3	52.3	0.6	35.4	1.0	(39.8)	23.6	8.1	9.3
러시아	29.5	35.3	28.0	15.5	(38.7)	(20.0)	(17.1)	11.6	5.4	26.3	(15.0)	16.0	8.0
베트남	5.2	29.4	19.3	9.0	14.6	8.6	13.3	57.6	22.1	13.8	25.3	13.4	12.3
연결계	(26.2)	(25.6)	(6.4)	(23.9)	13.7	21.8	3.2	22.8	3.1	(20.6)	14.6	7.1	7.2
[영업이익]													
한국	(23.0)	39.2	71.1	(22.5)	30.4	8.0	9.4	3.5	(17.1)	4.7	9.5	4.1	6.4
중국	(107.2)	(300.0)	(33.9)	(116.2)	1,098.6	262.0	4.9	216.6	(0.9)	(90.3)	581.9	27.4	15.4
러시아	208.8	227.0	80.4	(29.0)	(89.5)	(73.6)	(59.2)	33.9	68.2	84.3	(58.4)	93.3	11.6
베트남	6.2	90.0	59.8	42.2	42.0	(10.7)	3.4	10.4	99.9	36.8	15.3	15.6	15.8
연결계	(71.6)	(31.1)	(13.3)	(76.9)	215.3	167.8	2.0	100.6	4.1	(52.4)	89.7	15.0	12.0
(%, 영업이익률)													
한국	12.0	15.1	13.4	12.6	14.6	15.5	13.7	12.2	12.9	13.3	13.6	13.5	14.0
중국	(2.3)	(10.8)	16.8	(4.5)	18.4	11.4	17.5	3.9	14.8	2.4	13.1	15.4	16.3
러시아	23.2	21.2	20.3	9.9	4.0	7.0	10.0	11.9	12.6	18.4	9.0	15.0	15.5
베트남	22.0	16.0	21.1	15.4	27.3	13.2	19.2	10.8	15.5	18.7	17.2	17.5	18.1
연결계	6.5	5.4	15.1	4.5	18.1	12.0	14.9	7.4	13.9	8.3	13.7	14.8	15.4

주: 로컬 매출액 기준. 2017년 실적은 12개월 영업 기준이며 2018년 도입된 IFRS15 기준으로 회계 기준을 추정해 산출.

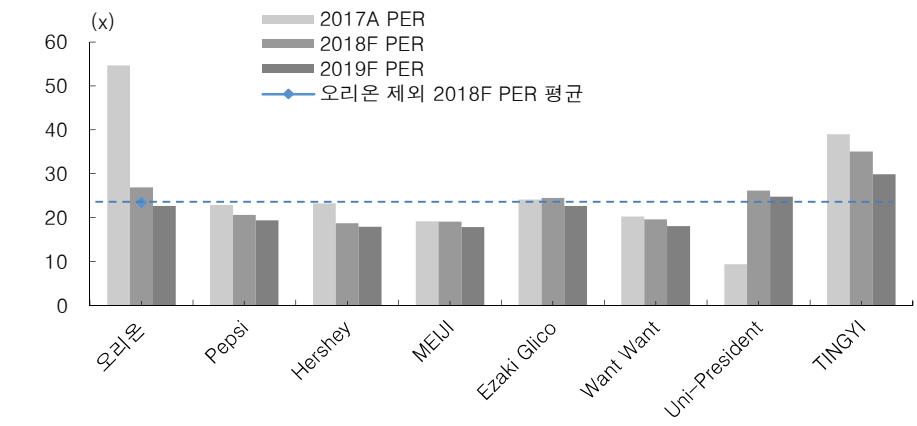
자료: 오리온, 한국투자증권

[그림 1] 중국 peer 주가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] Global peer와의 비교



주: 8월 7일 종가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

주식회사 오리온은 2017년 6월 분할 신설된 사업회사임. 오리온의 모체는 1956년 7월 25일에 설립되었음. 주요 사업부문으로는 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	532	662	776
현금성자산	102	143	169	200
매출채권및기타채권	131	143	175	188
재고자산	151	164	164	176
비유동자산	1,801	1,789	1,772	1,783
투자자산	24	31	44	47
유형자산	1,673	1,628	1,589	1,587
무형자산	52	61	66	71
자산총계	2,258	2,321	2,434	2,559
유동부채	523	466	430	377
매입채무및기타채무	192	184	197	235
단기차입금및단기사채	104	84	64	44
유동성장기부채	166	136	106	36
비유동부채	390	361	335	310
사채	329	299	269	239
장기차입금및금융부채	0	0	0	0
부채총계	913	827	766	687
지배주주지분	1,308	1,454	1,626	1,826
자본금	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598
기타자본	624	624	624	624
이익잉여금	76	222	394	594
비지배주주지분	37	39	42	46
자본총계	1,345	1,493	1,668	1,872

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,117	2,046	2,191	2,350
매출원가	593	1,091	1,156	1,225
매출총이익	524	955	1,035	1,125
판매관리비	416	674	712	763
영업이익	107	281	323	362
금융수익	10	7	9	13
이자수익	4	7	9	13
금융비용	13	23	20	16
이자비용	12	22	19	15
기타영업외손익	1	(12)	(13)	(14)
관계기업관련손익	(0)	(0)	(1)	(1)
세전계속사업이익	105	252	299	344
법인세비용	28	68	81	93
연결당기순이익	77	184	218	251
지배주주지분순이익	76	181	215	248
기타포괄이익	(9)	0	0	0
총포괄이익	68	184	218	251
지배주주지분포괄이익	66	181	215	248
EBITDA	173	376	414	448

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	193	230	295	354
당기순이익	77	184	218	251
유형자산감가상각비	64	92	88	83
무형자산상각비	2	2	3	3
자산부채변동	28	(52)	(18)	13
기타	22	4	4	4
투자활동현금흐름	(17)	(70)	(143)	(152)
유형자산투자	(90)	(48)	(49)	(81)
유형자산매각	15	0	0	0
투자자산순증	55	(7)	(14)	(4)
무형자산순증	(1)	(11)	(7)	(8)
기타	4	(4)	(73)	(59)
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	42	26	31

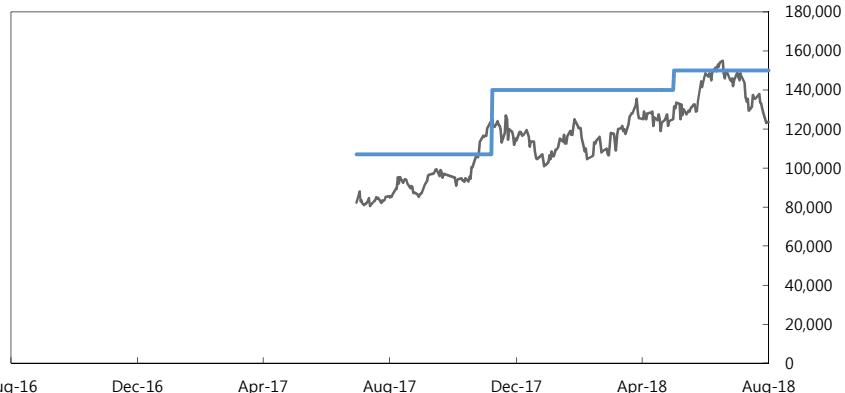
주요투자지표

	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)				
EPS	1,912	4,590	5,445	6,269
BPS	33,107	36,797	41,141	46,209
DPS	600	900	1,100	1,200
성장성(%), YoY				
매출증가율	0.0	83.1	7.1	7.2
영업이익증가율	NM	161.6	15.0	12.0
순이익증가율	NM	140.1	18.6	15.1
EPS증가율	NM	140.1	18.6	15.1
EBITDA증가율	NM	116.9	10.2	8.2
수익성(%)				
영업이익률	9.6	13.7	14.8	15.4
순이익률	6.8	8.9	9.8	10.5
EBITDA Margin	15.5	18.4	18.9	19.1
ROA	3.4	8.0	9.2	10.1
ROE	5.8	13.1	14.0	14.4
배당수익률	0.6	0.7	0.9	1.0
배당성향	31.4	19.6	20.2	19.1
안정성				
순차입금(십억원)	447	336	161	(45)
차입금/자본총계비율(%)	44.6	34.8	26.4	17.1
Valuation(X)				
PER	54.7	26.9	22.7	19.7
PBR	3.2	3.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	26.7	14.0	12.3	10.9

주: K-IFRS (연결) 기준. 2017년 실적은 회사 분할로 6~12월간의 실적으로 산출

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				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 2018년 8월 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 주가등락 기준임

- 매수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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
- 중립 : 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 돋기 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.