

# 오리온(271560)

하회 부합 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 쉼표이지 마침표는 아니다

중국 실적 부진으로 컨센서스 하회

중국 기존 제품 회복 더디고 신제품 입점 비용 예상보다 많아

주가 급락해 지금은 3분기 신제품 효과를 기다릴 필요

### Facts : 중국 실적 부진으로 컨센서스 하회

2분기 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 17.8%, 95.3% 증가에 그쳐 컨센서스와 우리 예상을 크게 하회했다. 실적이 부진한 이유는 주로 중국 매출액 회복에 비용과 시간이 더 많이 소요되고 있기 때문이다. 중국의 매출액은 1,915억원으로 컨센서스보다 작았던 반면 판매관련비용은 더 늘어나 영업이익은 시장 컨센서스의 절반 수준인 107억원을 기록했다. 베트남은 중동향 수출 부진 영향이 좀 더 컸고, 한국 역시 내수는 견조했지만 수출이 예상보다 작았다.

### Pros & cons : 중국 우려보다 더 어려워

중국에서는 특히 신제품 판매 초기 비용, 그리고 기존 제품의 매대 회복에 관련된 비용이 예상보다 더 소요되었다. 매장 입점비, 프로모션 매대 확보 비용, 제품 정정/판촉물 제공 비용이 120억원 가량 소요되었다고 회사측이 밝혔다. 반면 매출액은 충절 제품 반품의 영향이 있더라도 최근 기존 제품의 판매 회전율이 떨어지며 1분기말대비 개선되지 못했다. 지난해 사드로 인해 급락했던 매대점유율(기준 대비 70% 수준)이 수개월간 회복 모멘텀을 찾지 못해 경쟁품을 제치고 다시 진입하는데 더 많은 시간과 노력이 필요해진 것으로 판단된다. 3분기에는 2분기말 출시된 꼬북칩, 혼다칩 이외에도 여러 신제품이 본격적으로 출시되므로 매출액은 증가 추세를 보일 것이다. 그러나 현재 상황으로 볼 때, 마케팅비는 기준 예상보다 더 쓰일 전망이다. 반면 베트남을 비롯한 한국, 러시아는 2분기대비 하반기에 실적 개선 폭이 더 커질 전망이다. 한국은 국내의 점유율이 계속 상승하며 신제품 그래놀라 등이 추가로 외형 성장에 기여할 것이다. 러시아도 딜러 교체 작업이 마무리되면서 외형과 수익성이 정상 궤도로 향상될 전망이다.

### Action : 3분기 신제품 판매 확인할 필요

중국 경쟁사들이 동사 제품이 빠진 매대를 매우 공격적으로 공략해 왔음이 증명되고 있으나 희망이 사라진 것은 아니다. 한국의 꼬북칩 히트에서처럼 선진 제과시장에서도 영향을 줄 수 있는 좋은 신제품들이 한국뿐 아니라 중국에서도 많이 출

## 매수(유지)

**목표주가: 150,000원(유지)**

### Stock Data

KOSPI(8/14)	2,259
주가(8/14)	118,000
시가총액(십억원)	4,665
발행주식수(백만)	40
52주 최고/최저가(원)	155,000/85,200
일평균거래대금(6개월, 백만원)	13,719
유동주식비율/외국인지분율(%)	56.2/41.4
주요주주(%)	이회경 외 5 인
	43.8
	국민연금
	7.1

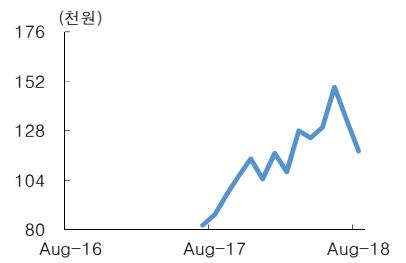
### Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	54.7	25.7	21.6
PBR(x)	3.2	3.2	2.9
ROE(%)	5.8	13.1	14.0
DY(%)	0.6	0.8	0.9
EV/EBITDA(x)	26.7	13.4	11.8
EPS(원)	1,912	4,589	5,453
BPS(원)	33,107	36,795	41,147

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(19.7)	12.9	32.0
KOSPI 대비(%)	(17.5)	19.6	35.2

### 주가추이



자료: WISEfn

이경주

kjlee@truefriend.com

시될 것으로 예상되며, 채널 입점비 등은 초기에 집중되므로 하반기에는 매출액 대비 판관비 비율이 개선될 전망이다. 또 동사 주가가 중국 시황을 반영해 이미 상당히 하락해 valuation이 부담스럽지 않다는 사실도 긍정적이다. 중국 peer의 주가도 하락했지만 2018년 예상 PER이 동사가 25.7배로 중국 peers 평균인 25.1배와 유사할 정도로 떨어져 20~40% 수준이었던 역사적인 PER 프리미엄이 완전히 제거된 상태이다. 3분기에 중국에서 확인될 신제품의 시장 반응, 기존 제품의 회복 속도를 보고 투자 방향성을 잡아도 늦지 않을 것으로 판단된다.

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	359.6	522.1	451.0	516.3	423.8	(17.9)	17.8	453.7
영업이익	20.3	78.7	20.3	93.6	39.6	(57.7)	95.3	54.5
영업이익률(%)	5.6	15.1	4.5	18.1	9.3			12.0
세전이익	16.3	79.6	17.7	87.5	35.9	(59.0)	119.4	50.6
순이익	13.9	60.7	10.7	67.5	27.6	(59.1)	98.6	37.8

주: 2Q17은 분할로 공시 실적 없어 IR자료로 대체

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 Peer 그룹 PER 비교

(단위: 원, 배)

		2017	2018F	2019F	2020F
오리온	EPS	1,912	4,589	5,453	6,339
	PER(A)	54.7	25.7	21.6	18.6
중국 제과	PER(B)	27.5	25.1	22.0	19.6
세계 제과(중국 제외)	PER(C)	21.5	21.5	18.8	17.5
	<b>PER(B 와 C 평균)</b>	<b>24.5</b>	<b>23.3</b>	<b>20.4</b>	<b>18.5</b>
PER 프리미엄	A/B-1	98.5%	2.3%	-1.7%	-5.1%
	A/C-1	153.8%	19.8%	15.4%	6.6%

주: 1. 중국 제과는 Want Want, Tingyi, 세계 제과는 Pepsi, Wrigley, Hershey, MEIJI, Ezaki, Kraft 등. 2. 8월 14일 종가 기준

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 PER valuation

(단위: 원, 배)

	2018F	2019F	2020F
중국 및 세계 제과 peers PER	23.3	20.4	18.5
할증률	30%	30%	30%
목표 PER	30.3	26.5	24.1
<b>목표주가</b>	<b>139,018</b>	<b>144,501</b>	<b>131,465</b>

주: 8월 14일 종가 기준

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 지역별 실적 전망

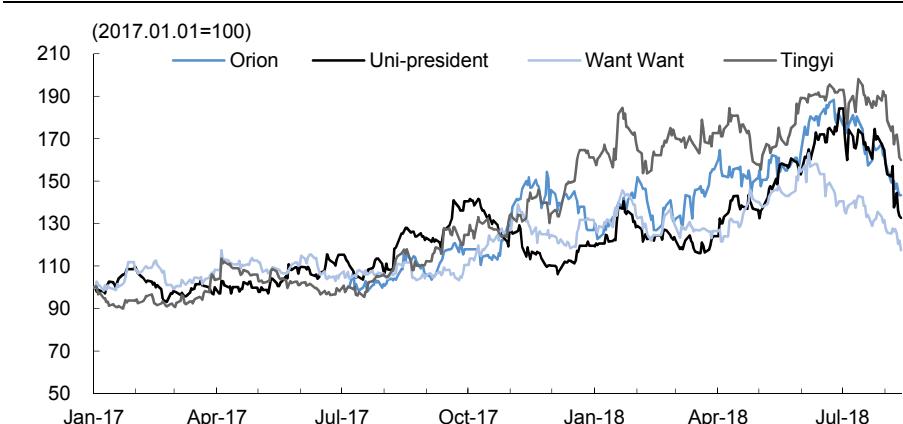
(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	2Q18F	차이	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F	2020F
<b>[매출액]</b>														
한국	153.9	155.1	154.6	161.6	164.0	162.3	161.2	0.7	165.4	171.1	662.8	695.4	715.9	625.2
중국	212.4	129.2	278.7	188.1	266.3	191.5	200.4	(4.4)	269.8	257.2	984.7	1,064.8	1,175.7	808.4
러시아	17.7	18.8	19.8	20.9	10.8	14.9	15.1	(1.5)	16.4	23.6	65.8	76.3	82.4	77.3
베트남	54.7	40.2	43.2	55.5	62.7	41.9	44.4	(5.7)	48.9	90.0	243.5	276.2	310.1	193.6
<b>연결계</b>	<b>453.9</b>	<b>359.6</b>	<b>522.1</b>	<b>451.0</b>	<b>516.3</b>	<b>423.8</b>	<b>436.7</b>	<b>(3.0)</b>	<b>528.2</b>	<b>557.8</b>	<b>2,026.1</b>	<b>2,184.7</b>	<b>2,359.0</b>	<b>1,786.6</b>
<b>[영업이익]</b>														
한국	18.4	23.1	20.7	20.3	24.0	23.2	25.0	(7.0)	23.4	25.8	96.4	102.2	107.8	82.5
중국	(4.9)	(14.1)	46.8	(8.5)	48.9	10.7	22.9	(53.3)	44.6	24.5	128.7	155.4	181.6	19.2
러시아	4.1	4.0	4.0	2.1	0.4	2.1	1.1	100.9	2.3	2.7	7.6	11.4	12.8	14.2
베트남	12.0	6.6	9.1	8.6	17.1	3.9	5.9	(33.8)	9.4	11.4	41.8	48.4	56.0	36.3
<b>연결계</b>	<b>29.7</b>	<b>20.3</b>	<b>78.7</b>	<b>20.3</b>	<b>93.6</b>	<b>39.6</b>	<b>52.3</b>	<b>(24.3)</b>	<b>81.7</b>	<b>66.0</b>	<b>280.9</b>	<b>323.8</b>	<b>366.0</b>	<b>149.0</b>
<b>(%, YoY)</b>														
<b>[매출액]</b>														
한국	(0.6)	1.8	6.1	1.0	6.6	4.6	5.7		7.0	5.9	6.0	4.9	2.9	2.0
중국	(43.9)	(52.5)	(20.0)	(45.8)	25.3	48.2	52.3		(3.2)	36.7	21.8	8.1	10.4	(39.9)
러시아	29.5	34.9	28.0	15.5	(38.7)	(21.0)	(20.0)		(17.1)	12.7	(14.9)	16.0	8.0	26.2
베트남	5.2	27.2	19.3	9.0	14.6	4.2	8.6		13.3	62.1	25.8	13.4	12.3	13.4
<b>연결계</b>	<b>(26.2)</b>	<b>(25.4)</b>	<b>(6.4)</b>	<b>(23.9)</b>	<b>13.7</b>	<b>17.8</b>	<b>21.8</b>		<b>1.2</b>	<b>23.7</b>	<b>13.4</b>	<b>7.8</b>	<b>8.0</b>	<b>(20.5)</b>
<b>[영업이익]</b>														
한국	(23.0)	39.2	71.1	(22.5)	30.4	0.4	8.0		13.1	27.1	16.9	6.0	5.4	4.7
중국	(107.2)	(300.0)	(33.9)	(116.2)	1,098.6	175.6	262.0		(4.7)	387.5	570.9	20.7	16.9	(90.3)
러시아	208.8	227.0	80.4	(29.0)	(89.5)	(46.9)	(73.6)		(42.9)	30.0	(46.8)	51.3	11.6	84.3
베트남	6.2	90.0	59.8	42.2	42.0	(40.9)	(10.7)		3.4	33.5	15.3	15.6	15.8	36.8
<b>연결계</b>	<b>(71.6)</b>	<b>(28.4)</b>	<b>(13.3)</b>	<b>(76.9)</b>	<b>215.3</b>	<b>95.3</b>	<b>167.8</b>		<b>3.8</b>	<b>225.3</b>	<b>88.6</b>	<b>15.3</b>	<b>13.0</b>	<b>(52.2)</b>
<b>(%, 영업이익률)</b>														
한국	12.0	14.9	13.4	12.6	14.6	14.3	15.5	(1.2)	14.2	15.1	14.5	14.7	15.1	13.2
중국	(2.3)	(10.9)	16.8	(4.5)	18.4	5.6	11.4	(5.8)	16.5	9.5	13.1	14.6	15.4	2.4
러시아	23.2	21.2	20.3	9.9	4.0	14.3	7.0	7.3	14.0	11.5	11.5	15.0	15.5	18.4
베트남	22.0	16.3	21.1	15.4	27.3	9.3	13.2	(3.9)	19.2	12.7	17.2	17.5	18.1	18.7
<b>연결계</b>	<b>6.5</b>	<b>5.6</b>	<b>15.1</b>	<b>4.5</b>	<b>18.1</b>	<b>9.3</b>	<b>12.0</b>	<b>(2.6)</b>	<b>15.5</b>	<b>11.8</b>	<b>13.9</b>	<b>14.8</b>	<b>15.5</b>	<b>8.3</b>

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

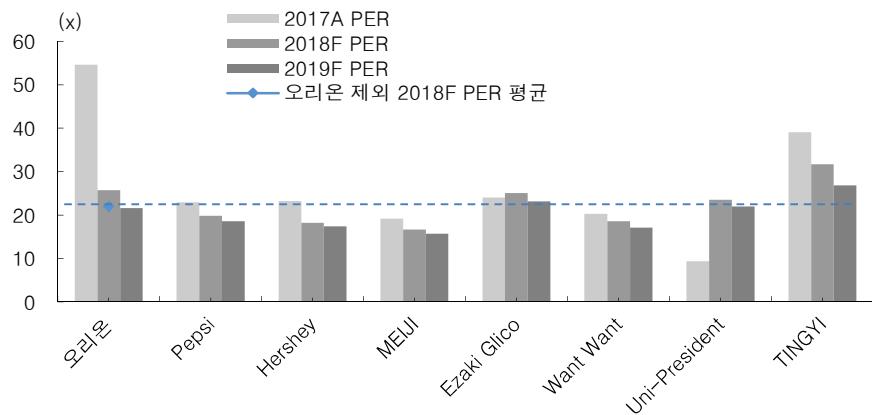
자료: 한국투자증권

[그림 1] 중국 peer 주가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] Global peer와의 PER 비교



주: 1. 2017년은 분할 이후 7개월 실적 기준임. 2. 8월 14일 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	527	660	778
현금성자산	102	142	168	201
매출채권및기타채권	131	142	175	189
재고자산	151	162	164	177
비유동자산	1,801	1,787	1,772	1,784
투자자산	24	30	44	47
유형자산	1,673	1,628	1,589	1,587
무형자산	52	61	66	71
자산총계	2,258	2,314	2,431	2,563
유동부채	523	460	428	377
매입채무및기타채무	192	182	197	236
단기차입금및단기사채	104	84	64	44
유동성장기부채	166	136	106	36
비유동부채	390	360	335	310
사채	329	299	269	239
장기차입금및금융부채	0	0	0	0
부채총계	913	821	763	687
지배주주지분	1,308	1,454	1,626	1,829
자본금	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598
기타자본	624	624	624	624
이익잉여금	76	222	394	597
비지배주주지분	37	39	42	46
자본총계	1,345	1,493	1,669	1,875

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,117	2,026	2,185	2,359
매출원가	593	1,082	1,151	1,228
매출총이익	524	944	1,034	1,131
판매관리비	416	663	710	765
영업이익	107	281	324	366
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	300	348
법인세비용	28	68	81	94
연결당기순이익	77	184	219	254
지배주주지분순이익	76	181	216	251
기타포괄이익	(9)	0	0	0
총포괄이익	68	184	219	254
지배주주지분포괄이익	66	181	216	251
EBITDA	173	376	414	452

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	193	227	296	358
당기순이익	77	184	219	254
유형자산감가상각비	64	92	88	83
무형자산상각비	2	2	3	3
자산부채변동	28	(55)	(16)	13
기타	22	4	2	5
투자활동현금흐름	(17)	(68)	(143)	(154)
유형자산투자	(90)	(48)	(49)	(81)
유형자산매각	15	0	0	0
투자자산순증	55	(7)	(14)	(4)
무형자산순증	(1)	(11)	(7)	(8)
기타	4	(2)	(73)	(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	40	26	32

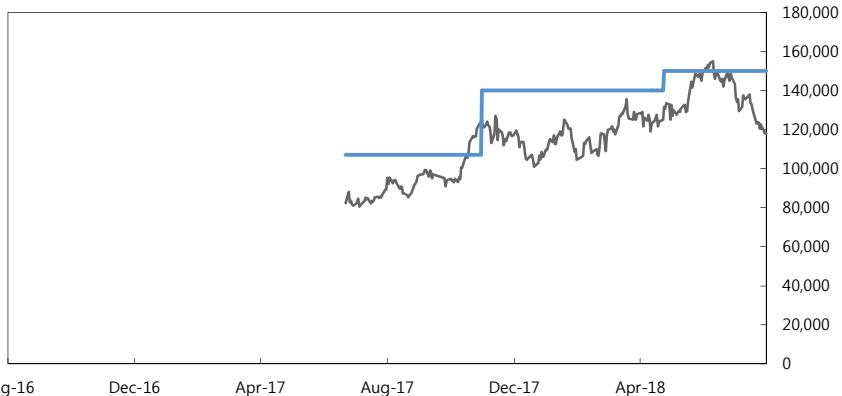
## 주요투자지표

	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)				
EPS	1,912	4,589	5,453	6,339
BPS	33,107	36,795	41,147	46,286
DPS	600	900	1,100	1,200
성장성(%), YoY				
매출증가율	NM	81.3	7.8	8.0
영업이익증가율	NM	161.5	15.3	13.0
순이익증가율	NM	140.0	18.8	16.3
EPS증가율	NM	140.0	18.8	16.3
EBITDA증가율	NM	116.8	10.3	9.0
수익성(%)				
영업이익률	9.6	13.9	14.8	15.5
순이익률	6.8	9.0	9.9	10.6
EBITDA Margin	15.5	18.5	19.0	19.2
ROA	3.4	8.0	9.2	10.2
ROE	5.8	13.1	14.0	14.5
배당수익률	0.6	0.8	0.9	1.0
배당성향	31.4	19.6	20.2	18.9
안정성				
순차입금(십억원)	447	337	162	(46)
차입금/자본총계비율(%)	44.6	34.8	26.3	17.0
Valuation(X)				
PER	54.7	25.7	21.6	18.6
PBR	3.2	3.2	2.9	2.5
EV/EBITDA	26.7	13.4	11.8	10.3

주: K-IFRS (연결) 기준. 2017년 6월 1일 회사 분할로 신규 상장된 사업회사임

### 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 15일 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

- 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 (2018.6.30 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
- 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 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.