

# 오리온(271560)

## 3Q18 Preview: 더 기대를 낮출 필요는 없다

### 우려보다 선전할 듯

3분기 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 3.7%, 2.6% 감소해 컨센서스를 약 6% 하회할 전망이다. 그러나 이는 최근 주가 하락을 야기한 시장의 우려보다는 나은 실적이다. 회계 기준 변경 영향을 제거하면 매출액은 높았던 전년동기 수준과 거의 유사할 것으로 보인다. 중국은 기존 제품의 완만한 판매 회복에 신제품 효과가 가세할 것이다. 한국은 점유율이 상승하면서 상반기와 같은 실적 호조세를 이어갈 것으로 예상된다. 베트남은 2분기의 물량 인센티브 제공 영향이 약해지며 외형이 다시 살아나고, 러시아도 딜러 구조조정이 완료되면서 월별 실적이 개선되는 모습을 보일 전망이다.

### 중국 개선 국면에 들어서

중국의 3분기 매출액은 2,472억원, 지난해 회계 기준으로는 2,602억원을 기록해 전년동기 2,787억원대 6% 정도 감소할 것으로 보인다. 전년동기에 유통 재고 재확충 효과로 호실적이 기록된 바 이를 넘어서기는 쉽지 않을 것이다. 하지만 계속 낮아지고 있는 시장 추정치에 비해서는 호조세를 예상한다. 신제품 매출액이 증가함과 동시에 기존 제품의 판매도 일부 국경절 특수가 있겠지만 2분기에 비해서는 개선세다. 2분기에 이미 집행된 신제품 마케팅비 등을 고려할 때 3분기에는 영업이익 432억원을 기록하며 수익성도 향상될 전망이다. 이러한 회복 추세는 4분기까지 이어질 것이다. 2분기 출시된 꼬북칩 외에도 조만간 새로운 타입의 갑자칩을 비롯해 여러 신제품이 출시되며 2019년 춘절을 겨냥한 가수요도 연말에 몰릴 개연성이 크다. 신제품의 장기적인 성공 여부를 판단하려면 수개월이 소요될 것이다. 그러나 최근 수년간 한국에서 보여준 신제품 개발 능력을 감안할 때 신제품 효과를 과도하게 일시적인 이벤트로 평가할 필요는 없다.

### 매수(유지)

목표주가: 150,000원(유지)

#### Stock Data

KOSPI(9/21)	2,339
주가(9/21)	110,000
시가총액(십억원)	4,349
발행주식수(백만)	40
52주 최고/최저가(원)	155,000/91,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	15,427
유동주식비율/외국인지분율(%)	56.2/40.5
주요주주(%)	이화경 외 5 인
	43.8
	국민연금
	7.1

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.5	(7.6)	11.0
KOSPI 대비(%p)	(2.6)	(1.7)	13.8

#### 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	1,987	280	181	4,569	139.0	374	24.1	12.6	3.0	13.1	0.8
2019F	2,170	328	219	5,532	21.1	419	19.9	10.9	2.7	14.2	1.0
2020F	2,330	363	249	6,288	13.7	449	17.5	9.7	2.4	14.4	1.1

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

### 이경주

kjlee@truefriend.com

## 주가 하락폭보다 더 기대를 낮출 필요는 없다

우리는 동사의 중국 매대 회복 노력이 좀 더 일찍 강화됐어야 한다고 판단한다. 사드 이후 1년여의 기간은 일부 소비자에게는 경쟁품에 익숙해질 시간을 제공했을 것이기 때문이다. 그러나 사드 이전 전망 대비 판매 증가를 위한 비용이 좀더 소요되는 것이지 회복이 불가능한 것은 아니다. 주가는 이러한 비용 부담 증가보다 더 과도하게 하락한 듯하다. 아직까지 기존 제품의 경쟁력이 살아 있고, 올해 출시될 신제품들은 종류가 다양할 뿐더러 한국에서 히트 제품으로 이미 검증된 것들도 다수다. 올해 경쟁사 대비 외형과 수익성에서 모두 타월한 실적을 시현하고 있는 국내를 보면, 중국도 점진적으로 개선될 것으로 예상된다. 올해 예상 PER은 24.1배로 중국 peer 그룹과 같고, 2019년 PER은 19.9배로 peer그룹 대비 5.2% 낮다. 과거에 중국 peer 대비 30~40%의 PER premium을 받았다는 사실을 상기하면 주가는 회사의 경쟁력이 급격히 하락했다고 보고 있다. 하지만 우리는 이것이 과도하며, 현재가 단기적인 주식 매수 적기라 판단한다.

<표 1> 3분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	3Q18F	3Q17	YoY	2Q18	QoQ	Consensus	차이
매출액	503.0	522.1	(3.7)	423.8	18.7	535.6	(6.1)
매출총이익	250.5	254.3	(1.5)	181.6	37.9		
판관비	166.7	175.6	(5.1)	142.1	17.3		
영업이익	76.7	78.7	(2.6)	39.6	93.7	82.1	(6.6)
세전이익	75.1	79.6	(5.7)	35.9	109.5	78.5	(4.3)
당기순이익	54.8	60.7	(9.7)	27.6	98.3	61.4	(10.7)
매출원가율	50.2	51.3		57.1			
판관비율	33.1	33.6		33.5			
영업이익률	15.2	15.1		9.3		15.3	
세전이익률	14.9	15.3		8.5		14.7	
순이익률	10.9	11.6		6.5		11.5	

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

자료: Dataguide, 한국투자증권

<표 2> 실적 변경 내역

(단위: 십억원)

	2018F			2019F		
	변경 전	변경 후	변경률 %	변경 전	변경 후	변경률 %
매출액	2,026.1	1,987.5	(1.9)	2,184.7	2,169.8	(0.7)
영업이익	280.9	279.7	(0.4)	323.8	328.1	1.3
당기순이익	181.4	180.6	(0.4)	215.5	218.7	1.5

자료: 한국투자증권

<표 3> Peer 그룹 PER 비교

(단위: 원, 배)

	EPS	2017	2018F	2019F	2020F
		PER(A)	PER(B)	PER(C)	PER(B 와 C 평균)
오리온		1,912	4,569	5,532	6,288
중국 제과	PER(A)	54.7	24.1	19.9	17.5
세계 제과(중국 제외)	PER(B)	27.5	23.8	21.0	18.7
	PER(C)	21.5	21.6	18.8	17.6
PER 프리미엄	PER(B 와 C 평균)	24.5	22.7	19.9	18.2
A/B-1	A/C-1	98.5%	1.0%	(5.2%)	(6.5%)
		153.8%	11.6%	5.7%	(0.8%)

주: 1. 중국 제과는 Want Want, Tingyi, 세계 제과는 Pepsi, Wrigley, Hershey, MEIJI, Ezaki, Kraft 등

2. 9월 21일 종가 기준. 3. 2017년 EPS는 회사 분할로 6~12월간의 실적으로 산출

자료: 한국투자증권

## 〈표 4〉 PER valuation

(단위: 원, 배)

	2018F	2019F	2020F
중국 및 세계 제과 peers PER	22.7	19.9	18.2
할증율	30%	30%	30%
목표 PER	29.5	25.9	23.6
<b>목표주가</b>	<b>134,832</b>	<b>143,104</b>	<b>130,682</b>

주: 9월 21일 종가 기준

자료: 한국투자증권

## 〈표 5〉 지역별 실적 전망

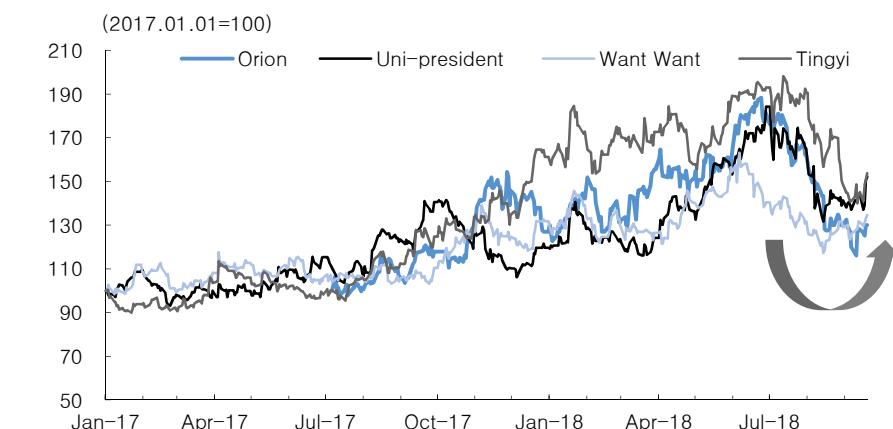
(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>[매출액]</b>													
한국	153.9	152.5	154.6	161.6	164.0	162.3	163.7	172.8	612.9	625.2	662.8	695.4	715.9
중국	212.4	131.5	278.7	188.1	266.3	191.5	247.2	245.7	1,346.0	808.4	950.6	1,054.6	1,151.5
러시아	17.7	18.9	19.8	20.9	10.8	14.9	16.4	23.6	61.2	77.3	65.8	76.3	82.4
베트남	54.7	40.9	43.2	55.5	62.7	41.9	48.1	86.4	170.7	193.6	239.1	271.5	305.1
<b>연결계</b>	<b>453.9</b>	<b>358.6</b>	<b>522.1</b>	<b>451.0</b>	<b>516.3</b>	<b>423.8</b>	<b>503.0</b>	<b>544.5</b>	<b>2,247.4</b>	<b>1,786.6</b>	<b>1,987.5</b>	<b>2,169.8</b>	<b>2,329.8</b>
<b>[영업이익]</b>													
한국	18.4	23.1	20.7	20.3	24.0	23.2	21.9	27.3	78.8	82.5	96.4	102.2	107.8
중국	(4.9)	(14.1)	46.8	(8.5)	48.9	10.7	43.2	27.9	198.6	19.2	130.7	160.5	179.6
러시아	4.1	4.0	4.0	2.1	0.4	2.1	2.3	2.7	7.7	14.2	7.6	11.4	12.8
베트남	12.0	6.6	9.1	8.6	17.1	3.9	7.3	10.3	26.5	36.3	38.6	47.6	55.1
<b>연결계</b>	<b>29.7</b>	<b>19.5</b>	<b>78.7</b>	<b>20.3</b>	<b>93.6</b>	<b>39.6</b>	<b>76.7</b>	<b>69.8</b>	<b>311.6</b>	<b>149.0</b>	<b>279.7</b>	<b>328.1</b>	<b>363.1</b>
<b>(% YoY)</b>													
<b>[매출액]</b>													
한국	(0.6)	0.1	6.1	1.0	6.6	4.6	5.9	6.9	(5.6)	2.0	6.0	4.9	2.9
중국	(43.9)	(51.6)	(20.0)	(45.8)	25.3	48.2	(11.3)	30.7	1.0	(39.9)	17.6	10.9	9.2
러시아	29.5	35.3	28.0	15.5	(38.7)	(21.0)	(17.1)	12.7	5.4	26.2	(14.9)	16.0	8.0
베트남	5.2	29.4	19.3	9.0	14.6	4.2	11.3	55.7	22.1	13.4	23.5	13.5	12.4
<b>연결계</b>	<b>(26.2)</b>	<b>(25.6)</b>	<b>(6.4)</b>	<b>(23.9)</b>	<b>13.7</b>	<b>17.8</b>	<b>(3.7)</b>	<b>20.7</b>	<b>3.1</b>	<b>(20.5)</b>	<b>11.2</b>	<b>9.2</b>	<b>7.4</b>
<b>[영업이익]</b>													
한국	(23.0)	39.2	71.1	(22.5)	30.4	0.4	5.9	34.4	(17.1)	4.7	16.9	6.0	5.4
중국	(107.2)	(300.0)	(33.9)	(116.2)	1,098.6	175.6	(7.7)	427.2	(0.9)	(90.3)	581.3	22.8	11.9
러시아	208.8	227.0	80.4	(29.0)	(89.5)	(46.9)	(42.9)	30.0	68.2	84.3	(46.8)	51.3	11.6
베트남	6.2	90.0	59.8	42.2	42.0	(40.9)	(20.0)	20.7	99.9	36.8	6.4	23.2	15.9
<b>연결계</b>	<b>(71.6)</b>	<b>(31.1)</b>	<b>(13.3)</b>	<b>(76.9)</b>	<b>215.3</b>	<b>95.0</b>	<b>(2.6)</b>	<b>243.9</b>	<b>4.1</b>	<b>(52.2)</b>	<b>87.7</b>	<b>17.3</b>	<b>10.7</b>
<b>(%, 영업이익률)</b>													
한국	12.0	15.1	13.4	12.6	14.6	14.3	13.4	15.8	12.9	13.2	14.5	14.7	15.1
중국	(2.3)	(10.8)	16.8	(4.5)	18.4	5.6	17.5	11.4	14.8	2.4	13.7	15.2	15.6
러시아	23.2	21.2	20.3	9.9	4.0	14.3	14.0	11.5	12.6	18.4	11.5	15.0	15.5
베트남	22.0	16.0	21.1	15.4	27.3	9.3	15.2	12.0	15.5	18.7	16.1	17.5	18.1
<b>연결계</b>	<b>6.5</b>	<b>5.4</b>	<b>15.1</b>	<b>4.5</b>	<b>18.1</b>	<b>9.3</b>	<b>15.2</b>	<b>12.8</b>	<b>13.9</b>	<b>8.3</b>	<b>14.1</b>	<b>15.1</b>	<b>15.6</b>

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

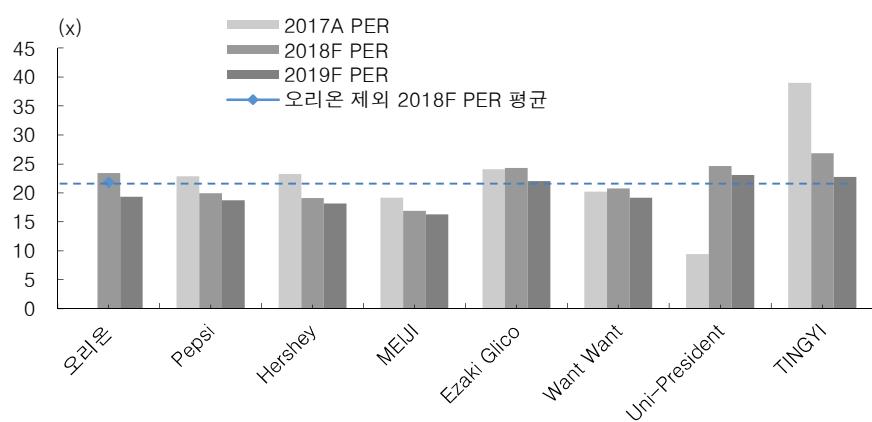
자료: 오리온, 한국투자증권

[그림 1] 중국 peer 주가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] Global peer와의 비교

주: 9월 21일 종가 기준  
자료: 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	517	655	769
현금성자산	102	139	167	198
매출채권및기타채권	131	139	174	186
재고자산	151	159	163	175
비유동자산	1,801	1,784	1,770	1,782
투자자산	24	30	43	47
유형자산	1,673	1,628	1,589	1,587
무형자산	52	60	65	70
자산총계	2,258	2,301	2,426	2,551
유동부채	523	449	420	365
매입채무및기타채무	192	179	195	233
단기차입금및단기사채	104	84	64	44
유동성장기부채	166	136	106	36
비유동부채	390	359	335	309
사채	329	299	269	239
장기차입금및금융부채	0	0	0	0
부채총계	913	808	755	675
지배주주지분	1,308	1,453	1,628	1,830
자본금	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598
기타자본	624	624	624	624
이익잉여금	76	221	396	598
비지배주주지분	37	39	42	46
자본총계	1,345	1,493	1,671	1,876

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,117	1,987	2,170	2,330
매출원가	593	1,082	1,162	1,234
매출총이익	524	906	1,008	1,096
판매관리비	416	626	680	733
영업이익	107	280	328	363
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	251	304	345
법인세비용	28	68	82	93
연결당기순이익	77	183	222	252
지배주주지분순이익	76	181	219	249
기타포괄이익	(9)	0	0	0
총포괄이익	68	183	222	252
지배주주지분포괄이익	66	181	219	249
EBITDA	173	374	419	449

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	193	221	300	354
당기순이익	77	183	222	252
유형자산감가상각비	64	92	88	83
무형자산상각비	2	2	3	3
자산부채변동	28	(60)	(16)	12
기타	22	4	3	4
투자활동현금흐름	(17)	(64)	(145)	(152)
유형자산투자	(90)	(48)	(49)	(81)
유형자산매각	15	0	0	0
투자자산순증	55	(6)	(14)	(4)
무형자산순증	(1)	(10)	(8)	(8)
기타	4	0	(74)	(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	38	28	31

## 주요투자지표

	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)				
EPS	1,912	4,569	5,532	6,288
BPS	33,107	36,775	41,206	46,294
DPS	600	900	1,100	1,200
성장성(%), YoY				
매출증가율	—	77.9	9.2	7.4
영업이익증가율	—	160.3	17.3	10.7
순이익증가율	—	138.9	21.1	13.7
EPS증가율	—	139.0	21.1	13.7
EBITDA증가율	—	116.0	11.9	7.2
수익성(%)				
영업이익률	9.6	14.1	15.1	15.6
순이익률	6.8	9.1	10.1	10.7
EBITDA Margin	15.5	18.8	19.3	19.3
ROA	3.4	8.0	9.4	10.1
ROE	5.8	13.1	14.2	14.4
배당수익률	0.6	0.8	1.0	1.1
배당성향	31.4	19.7	19.9	19.1
안정성				
순차입금(십억원)	447	341	164	(41)
차입금/자본총계비율(%)	44.6	34.8	26.3	17.0
Valuation(X)				
PER	54.7	24.1	19.9	17.5
PBR	3.2	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	26.7	12.6	10.9	9.7

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

### 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	乖리를	
				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 9월 21일 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.