

오리온(271560)

체력 회복 증명한 3분기 실적

3분기 실적 컨센서스 상회

6일 장 종료 후 약식으로 발표된 3분기 실적은 컨센서스를 상회했다. 3분기 연결 실적은 전년동기대비 매출액은 5.4%가 적었고 영업이익은 거의 차이가 없는 787억원을 기록해, 우리 추정치인 767억원과 컨센서스인 743억원을 상회했다. 회계 기준 변경을 제거하면 실제로 매출액 감소폭은 2.5%에 불과하며 이 중 2%도 위안화 절하 영향이므로 높은 기저 불구 선방했다고 평가된다. 세부 실적은 14일에 공시될 예정이지만 대체로 가장 비중이 큰 중국이 기대 대비 양호한 것으로 추정된다. 중국 매출액은 2,500억원대(회계 기준 변경 전 2,700억원 수준)로 우리 기대치보다 높고 영업이익도 400억원대 후반으로 역시 예상을 상회했을 가능성이 높아 보인다. 특히 중국은 전년동기대비 연휴 일자가 부정적으로 작용했음에도 불구하고 실적이 개선된 것이라면 기존 제품의 회전을 개선과 신제품 판매 기여가 커지고 있다는 낙관적 전망에 힘이 실릴 것이다. 참고로 순이익이 악화된 이유는 중국 법인(OFC)이 홍콩지주회사(Pan Orion)에 차입금 상환을 위해 1천억원 규모의 배당을 지급한 것과 관련이 있다. 이로 인한 법인세 및 이연법인세부채 발생으로 인한 비현금유출 비용이 계상된 것이고, 이는 영업 실적과는 무관한 것이다.

Peer대비 강화되는 영업 모멘텀, 저평가 해소 구간

2018년 예상 PER은 19.4배로 중국 peer그룹대비 14% 낮은 수준으로 주가가 하락했다. 2분기 실적 부진으로 불거진 중국 사업의 경쟁력에 대한 우려 때문이다. 하지만 이번 3분기 실적에서 이러한 우려는 상당부분 불식될 것으로 예상된다. 전년동기의 중국은 사드 이후 축소된 유통 재고 확충을 위해 매출도 많았고 더군다나 10월에 2가지 명절(국경절과 중추절)이 겹치면서 3분기말 가수요도 컸던 시점이다. 아직 사드 이전 수준으로 회복된 것은 아니지만, 이미 낮아진 시장 눈높이보다는 양호한 실적 흐름이다. 기대를 모았던 중국 신제품 꼬북칩과 혼다칩도 월 판매액 40억원대, 20억원대를 유지하며 제 몫을 하고 있고, 추가적인 신제품 출시도 시장 반응과 비용을 고려하면서 점진적으로 확대될 것으로 보여 긍정적이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
2017A	1,117	107	76	1,912	NM	173	54.7	26.6	3.2	5.8	0.6
2018F	1,987	280	181	4,569	139.0	374	19.4	10.4	2.4	13.1	0.8
2019F	2,170	328	219	5,532	21.1	419	16.0	8.9	2.2	14.2	1.0
2020F	2,330	363	249	6,288	13.7	449	14.1	7.8	1.9	14.4	1.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 150,000원(유지)

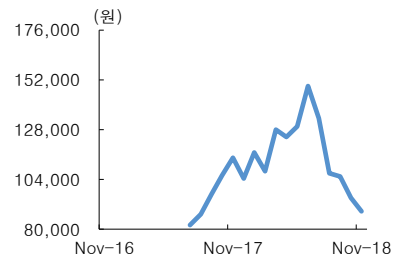
Stock Data

KOSPI(11/6)	2,090
주가(11/6)	88,600
시가총액(십억원)	3,503
발행주식수(백만)	40
52주 최고/최저가(원)	155,000/88,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	16,271
유동주식비율/외국인지분율(%)	56.2/38.9
주요주주(%)	이화경 외 5 인 43.8
국민연금	7.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(10.5)	(28.5)	(23.9)
KOSPI 대비(%p)	(2.7)	(13.4)	(5.9)

주가추이



자료: FnGuide

이경주

kjlee@truefriend.com

Want Want이나 Dali와 같은 중국 peer들은 과거 1년간 오리온의 사드로 인한 빈자리를 쉽게 메우며 수혜를 입었다가 이제는 경쟁이 심화되는, 모멘텀 악화 구간에 들어서고 있다. 하지만 동사는 2분기부터 강력한 매대 회복 전략을 펼쳐 3분기에는 회복 비용 대비 매출액이 증가하는 구간에 진입했다. 차별적인 모멘텀이 무색하게 주가지표의 상대적 저평가가 과도하다. 주식 매수 적기라 판단된다.

〈표 1〉 3분기 잠정 실적

(단위: 십억원, %)

	3Q18	3Q17	% YoY	2Q18	% QoQ	당사 추정치	차이	Consensus
매출액	493.7	522.1	(5.4)	423.8	16.5	503.0	(1.8)	508.4
영업이익	78.7	78.7	(0.0)	39.6	98.7	76.7	2.6	74.3
세전이익	77.4	79.6	(2.9)	35.9	115.8	75.1	3.0	70.3
당기순이익	33.1	60.7	(45.5)	27.6	19.6	54.8	(39.7)	51.5

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 Peer 그룹 PER 비교

(단위: 원, 배)

		2017	2018F	2019F	2020F
오리온	EPS	1,912	4,569	5,532	6,288
	PER(A)	54.7	19.4	16.0	14.1
중국 제과	PER(B)	19.6	22.6	20.0	17.9
세계 제과(중국 제외)	PER(C)	21.8	22.0	19.4	18.4
	PER(B와C 평균)	20.7	22.3	19.7	18.2
PER 프리미엄	A/B-1		(14.2%)	(19.7%)	(21.2%)
	A/C-1		(11.8%)	(17.3%)	(23.6%)

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

2. 11월 6일 증가 기준, 3. 2017년 EPS는 회사 분할로 6~12월간의 실적으로 산출

자료: 한국투자증권

<표 3> 지역별 실적 전망(3Q18P 반영 전, 3Q18F는 한투증권 추정치)

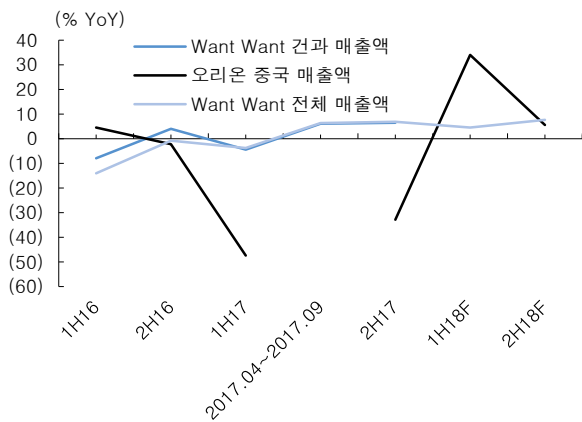
(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F	2020F
[매출액]													
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
연결계	453.9	358.6	522.1	451.0	516.3	423.8	503.0	544.5	2,247.4	1,786.6	1,987.5	2,169.8	2,329.8
[영업이익]													
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
연결계	29.7	19.5	78.7	20.3	93.6	39.6	76.7	69.8	311.6	149.0	279.7	328.1	363.1
(% YoY)													
[매출액]													
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
연결계	(26.2)	(25.6)	(6.4)	(23.9)	13.7	17.8	(3.7)	20.7	3.1	(20.5)	11.2	9.2	7.4
[영업이익]													
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
연결계	(71.6)	(31.1)	(13.3)	(76.9)	215.3	95.0	(2.6)	243.9	4.1	(52.2)	87.7	17.3	10.7
(% 영업이익률)													
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
연결계	6.5	5.4	15.1	4.5	18.1	9.3	15.2	12.8	13.9	8.3	14.1	15.1	15.6

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

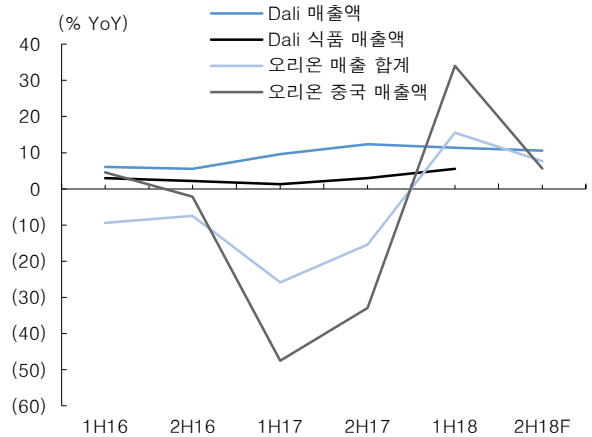
자료: 오리온, 한국투자증권

[그림 1] 오리온과 Want Want 중국 매출액 전망



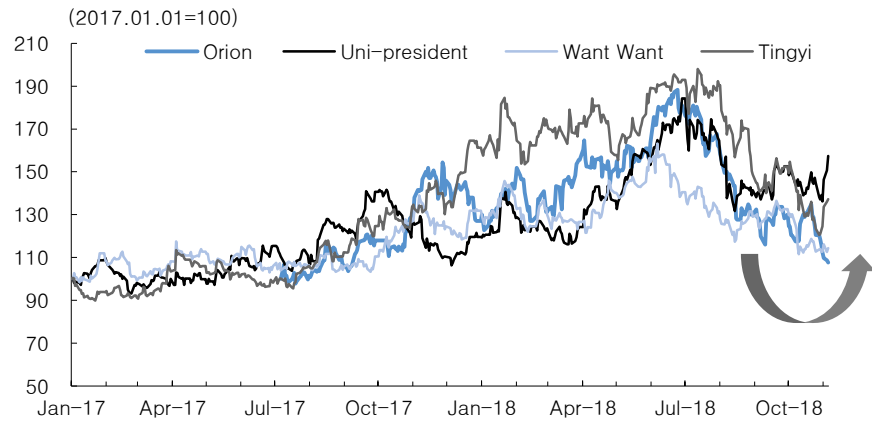
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 2] 오리온과 달리 중국 매출액 전망



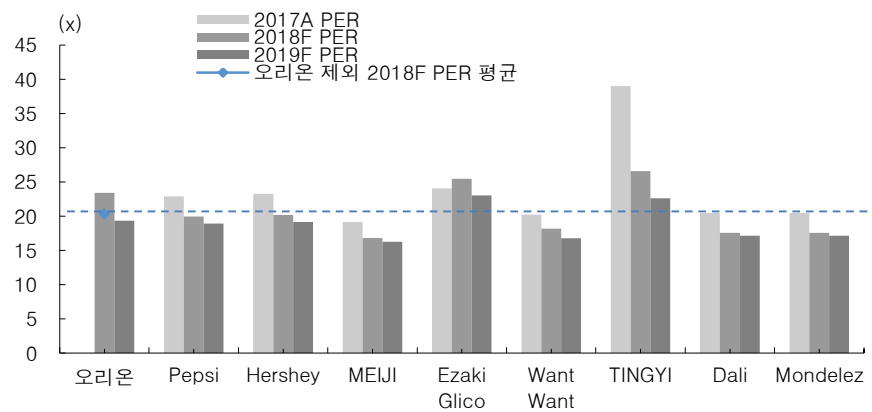
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 3] 중국 peer 주가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 4] Global peer와의 PER 비교



주: 1. 2017년은 분할 이후 7개월 실적 기준임, 2. 11월 6일 종가 기준
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

주식회사 오리온은 2017년 6월 분할 신설된 사법회사임. 오리온의 모체는 1956년 7월 25일에 설립되었음. 주요 사업 부문으로는 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

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

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

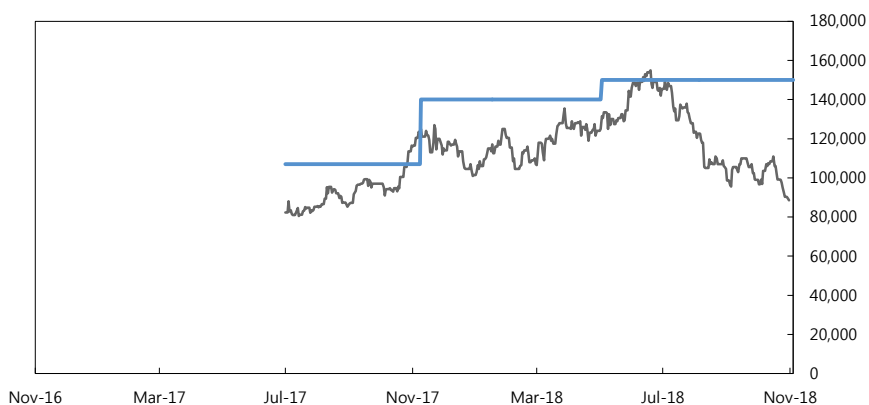
	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,117	1,987	2,170	2,330
매출원가	593	1,082	1,162	1,234
매출총이익	524	906	1,008	1,096
판매관리비	416	626	680	733
영업이익	107	280	328	363
금융수익	10	7	9	13
이자수익	4	7	9	13
금융비용	13	23	20	16
이자비용	12	22	19	15
기타영업외손익	1	(12)	(13)	(14)
관계기업관련손익	(0)	(0)	(1)	(1)
세전계속사업이익	105	251	304	345
법인세비용	28	68	82	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

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	19.4	16.0	14.1
PBR	3.2	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	26.6	10.4	8.9	7.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				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 11월 7일 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 투자 의견은 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. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 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.