

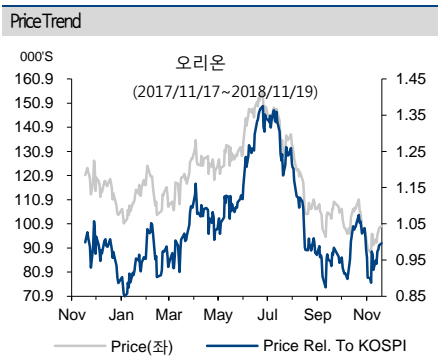
오리온 (271560)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	150,000 원(유지)
증가(2018/11/19)	100,000 원

Stock Indicator	
자본금	20십억원
발행주식수	3,953만주
시가총액	3,953십억원
외국인지분율	38.4%
52 주 주가	88,600~155,000원
60 일평균거래량	151,526주
60 일평균거래대금	15.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.8	-4.8	-23.1	-17.4
상대수익률	-5.3	1.8	-8.4	-0.3



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	1,117	1,948	2,051	2,182
영업이익(십억원)	107	283	302	329
순이익(십억원)	76	178	224	245
EPS(원)	3,261	4,503	5,664	6,186
BPS(원)	33,092	36,663	41,296	46,450
PER(배)	32.0	22.2	17.7	16.2
PBR(배)	3.2	2.7	2.4	2.2
ROE(%)	11.6	12.9	14.5	14.1
배당수익률(%)	0.6	0.7	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	42.0	5.4	7.2	6.2

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[음식료·담배] 이경신
(2122-9211)
ks.lee@hi-ib.com

2019년, 시장지위를 견고하게 다지는 해

2019년, 시장지위를 견고하게 다지는 해

2019년 오리온의 영업실적은 중국과 한국의 시장지위가 견고해짐에 따른 영업실적 개선세가 반영될 전망이다.

중국 매출액 현지성장률은 +7.7% YoY 으로, 명절 시점효과를 제외 시 성장률은 약 15% 수준으로 예상된다. 2019년의 경우 2Q18부터 본격적으로 확대된 신제품이 수반한 비용을 감안할 때 매대확보 관련 부담분이 다소 완화될 가능성에 무게를 실는다. 단 외형정상화 선행된 이후 의미있는 수익개선 가시화가 가능함을 고려할 때, 2019년은 수익성보다는 외형의 회복에 무게를 둘 전망이다. 따라서 추가적인 매출액 성장 가능성은 열어두되, 영업이익 성장은 시장기대치대비 다소 완만할 것으로 판단한다. 그러나 현재 중국 내 제과 동종업체대비 디스카운트 구간인 밸류에이션 측면에서 접근 시 시장지위 정상화 및 추가성장이 가시화 될 경우 2017년 이전과 같은 peer 대비 프리미엄 수준을 회복할 공산이 높음에 주목할 필요가 있다.

한국 내수 성장률은 3%수준이 예상된다. 신제품 출시 호조로 인한 높은 베이스 효과에도 불구하고, 추가 신제품 및 익스텐션 제품 확대에 따라 시장성장을 상회하는 흐름이 지속될 가능성이 높다. 이에 따라 2018년에 이루어진 마진개선에 대한 추가적인 기대 또한 가능하다. 변동성이 낮은 국내 스낵시장에서의 점유율 확대 기조는 중장기 지배력 강화 측면에서 긍정적이다.

베트남은 수출지연에 따른 전체 성장률의 회색에도 내수 고성장흐름이 이어질 것으로 예상된다. 수출회복 이후 빠른 안정화를 시현할 공산이 크며, 추가적으로 신제품 및 양산빵 출시 등을 통해 시장지배력이 강화될 전망이다. 러시아의 경우 달러 구조조정 마무리 및 제품가격 할인 축소에 따른 역성장 마무리 이후 빠른 불륨회복 및 성장에 대해서는 긍정적으로 예상된다.

주가조정폭 및 밸류에이션을 감안한 매수전략 유효

중국 중심의 오리온 사업포트폴리오에 따라 Top-line 정상화 속도에 대한 우려 및 매크로변수 불확실성이 최근 주가흐름에 영향을 미치고 있다. 그러나 추가적인 영업실적 하향조정 가능성이 낮은 상황임을 고려한다면 동종업체대비 밸류에이션 디스카운트 구간으로 하락한 현주가는 외부환경에 대한 worst-case scenario 를 가정하더라도 추가하락이 제한적인, 매수기회라는 판단이다. 향후 중국의 외형확대 속도 개선 및 사드이슈 이전 수준으로의 지배력 회복이 더해진다면 추가적인 레버리지 효과까지 기대할 수 있음을 감안, 여타업체대비 견조한 주가 이상향 흐름 가능성에 무게를 실는다.

표 1. 오리온 해외법인 영업실적 추정 기본가정

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
중국 매출액	266.3	191.5	254.6	244.1	257.0	224.1	276.3	248.9	865.1	956.4	1,006.3
YoY %	13.4%	34.5%	-12.2%	23.2%	-3.5%	17.0%	8.5%	2.0%	-35.7%	10.5%	5.2%
매출액 (백만위안)	1,579.6	1,129.0	1,544.0	1,492.7	1,579.6	1,377.4	1,698.4	1,530.0	5,154.7	5,745.3	6,185.4
YoY %	13.0%	30.7%	-9.6%	26.0%	0.0%	22.0%	10.0%	2.5%	-33.2%	11.5%	7.7%
환율 (원/위안)	168.6	169.4	164.9	163.5	162.7	162.7	162.7	162.7	167.8	166.5	162.7
YoY %	0.3%	2.8%	-2.8%	-2.2%	-3.5%	-3.9%	-1.3%	-0.5%	-3.8%	-0.8%	-2.3%
베트남 매출액	67.4	46.3	50.3	67.1	74.8	51.8	54.8	73.4	222.4	231.2	254.7
YoY %	9.0%	-5.5%	0.0%	9.7%	10.9%	11.8%	8.8%	9.4%	8.7%	3.9%	10.2%
내수	62.7	41.9	47.3	62.8	69.9	46.3	50.9	68.5	194.5	214.7	235.5
YoY %	13.6%	3.2%	9.5%	13.2%	11.5%	10.4%	7.5%	9.0%	13.9%	10.4%	9.7%
매출액 (십억동)	1,328.2	887.0	975.0	1,300.7	1,500.9	993.4	1,092.0	1,469.7	3,906.0	4,490.9	5,056.0
YoY %	22.2%	8.6%	11.9%	15.0%	13.0%	12.0%	12.0%	13.0%	18.7%	15.0%	12.6%
환율 (1,000 원/동)	47.2	47.3	48.3	48.3	46.6	46.6	46.6	46.6	49.8	47.8	46.6
YoY %	-7.0%	-4.8%	-2.6%	-1.6%	-1.3%	-1.5%	-3.6%	-3.6%	-4.0%	-4.0%	-2.6%
수출 (동남아,이란 등)	4.7	4.4	3.0	4.3	4.8	5.5	3.9	4.9	27.9	16.4	19.2
YoY %	-28.8%	-47.6%	-58.3%	-25.0%	3.0%	25.0%	30.0%	15.0%	-17.5%	-41.3%	17.0%
러시아 매출액	10.8	14.9	17.0	20.8	13.9	18.0	20.9	25.8	77.4	63.5	78.7
YoY %	-38.7%	-20.8%	-14.1%	-0.7%	28.5%	20.6%	23.0%	24.4%	26.4%	-17.9%	23.8%
매출액 (백만루블)	575.4	843.0	982.0	1,212.2	719.3	927.3	1,080.2	1,333.4	3,991.7	3,612.6	4,060.2
YoY %	-36.2%	-11.9%	-4.7%	10.0%	25.0%	10.0%	10.0%	10.0%	13.5%	-9.5%	12.4%
환율 (원/루블)	18.9	17.4	17.1	17.1	19.4	19.4	19.4	19.4	19.4	17.6	19.4
YoY %	-4.1%	-11.7%	-10.8%	-9.7%	2.8%	11.1%	13.1%	13.1%	11.3%	-9.2%	10.2%

자료: 오리온, 하이투자증권

표 2. 오리온 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	516.3	423.8	493.7	513.9	522.9	469.4	524.5	534.5	1,848.4	1,947.6	2,051.4
한국	177.6	175.5	175.0	185.9	182.2	180.6	177.5	191.3	699.3	714.0	731.7
국내	164.0	162.3	159.7	172.1	168.9	167.2	164.5	177.3	630.8	658.1	677.8
수출	8.1	8.2	7.8	8.8	8.3	8.4	8.0	9.1	29.9	32.9	33.9
중국	266.3	191.5	255.2	244.1	257.0	224.1	276.3	248.9	863.2	957.0	1,006.3
베트남	67.4	46.3	50.3	67.1	74.8	51.8	54.8	73.4	222.4	231.2	254.7
내수	62.7	41.9	47.3	62.8	69.9	46.3	50.9	68.5	194.5	214.7	235.5
수출	4.7	4.4	3.0	4.3	4.8	5.5	3.9	4.9	27.9	16.4	19.2
러시아	10.8	14.9	17.0	20.8	13.9	18.0	20.9	25.8	77.4	63.5	78.7
YoY%	5.8	10.6	(5.4)	12.8	1.3	10.8	6.2	4.0	(19.3)	5.4	5.3
한국	2.5	1.0	0.9	3.9	2.6	2.9	1.4	2.9	2.9	2.1	2.5
국내	5.1	3.0	2.6	6.5	3.0	3.0	3.0	3.0	2.9	4.3	3.0
수출	8.3	12.8	15.5	5.0	3.0	3.0	3.0	3.0	(0.5)	10.1	3.0
중국	13.4	35.3	(11.6)	23.2	(3.5)	17.0	8.3	2.0	(35.9)	10.9	5.2
베트남	9.0	(5.5)	(0.0)	9.7	10.9	11.8	8.8	9.4	8.7	3.9	10.2
내수	13.6	3.2	9.5	13.2	11.5	10.4	7.5	9.0	13.9	10.4	9.7
수출	(28.8)	(47.6)	(58.3)	(25.0)	3.0	25.0	30.0	15.0	(17.5)	(41.3)	17.0
러시아	(38.8)	(21.2)	(14.1)	(0.7)	28.5	20.6	23.0	24.4	26.4	(17.9)	23.8
영업이익	93.6	39.6	78.7	71.1	88.4	52.4	87.3	74.0	148.2	283.0	302.1
한국	24.0	23.2	20.7	21.2	24.9	24.2	23.2	21.8	82.6	89.0	94.2
중국	48.9	10.7	49.1	36.1	41.5	15.6	51.2	38.2	19.2	144.7	146.5
베트남	17.1	3.9	6.5	9.6	17.8	8.2	8.4	9.1	36.3	37.1	43.4
러시아	0.4	2.1	2.2	3.3	3.1	3.4	3.5	4.0	14.2	8.1	14.0
YoY%	215.3	102.4	(0.0)	250.5	(5.6)	32.4	11.0	4.1	(52.4)	90.9	6.8
한국	30.1	0.2	(0.1)	4.1	4.0	4.5	12.2	3.2	5.0	7.8	5.8
중국	흑전	흑전	4.9	흑전	(15.2)	45.9	4.4	5.9	(90.3)	654.5	1.2
베트남	42.0	(40.9)	(28.7)	12.3	4.2	110.8	29.1	(5.8)	36.8	2.3	17.1
러시아	(89.5)	(46.9)	(44.8)	58.1	621.2	58.9	58.4	20.6	84.3	(43.3)	73.2
OPM%	18.1	9.3	15.9	13.8	16.9	11.2	16.6	13.8	8.0	14.5	14.7
한국	13.5	13.2	11.8	11.4	13.7	13.4	13.1	11.4	11.8	12.5	12.9
중국	18.4	5.6	19.2	14.8	16.2	7.0	18.5	15.3	2.2	15.1	14.6
베트남	25.4	8.4	12.9	14.3	23.8	15.8	15.3	12.3	16.3	16.0	17.1
러시아	4.0	14.3	13.1	15.8	22.3	18.8	16.8	15.3	18.4	12.7	17.8

자료: 오리온, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	457	2,685	1,826	2,053
현금 및 현금성자산	102	2,326	1,455	1,668
단기금융자산	51	51	51	51
매출채권	131	128	132	138
재고자산	151	157	164	173
비유동자산	1,801	-330	713	700
유형자산	1,673	-434	600	579
무형자산	52	20	20	20
자산총계	2,258	2,355	2,538	2,753
유동부채	523	495	494	505
매입채무	68	41	40	50
단기차입금	104	104	104	104
유동성장기부채	166	166	166	166
비유동부채	390	371	371	371
사채	329	310	310	310
장기차입금	0	0	0	0
부채총계	913	866	865	876
자배주주지분	1,308	1,449	1,633	1,836
자본금	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598
이익잉여금	76	227	419	632
기타자본항목	624	624	624	624
비자배주주지분	37	39	40	42
자본총계	1,345	1,489	1,673	1,878

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,117	1,948	2,051	2,182
증가율(%)	-	74.3	5.3	6.4
매출원가	593	1,043	1,038	1,103
매출총이익	524	905	1,013	1,079
판매비와관리비	416	622	711	750
연구개발비	1	1	1	1
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	107	283	302	329
증가율(%)	-	163.4	6.8	8.8
영업이익률(%)	9.6	14.5	14.7	15.1
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	0	9	20	20
기타영업외손익	1	-8	-12	-12
세전계속사업이익	105	268	289	315
법인세비용	28	87	63	69
세전계속이익률(%)	9.4	13.8	14.1	14.4
당기순이익	77	181	225	246
순이익률(%)	6.9	9.3	11.0	11.3
지배주주귀속 순이익	76	178	224	245
기타포괄이익	-9	-9	-9	-9
총포괄이익	68	171	216	237
지배주주귀속총포괄이익	68	171	216	237

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	193	259	325	360
당기순이익	77	181	225	246
유형자산감가상각비	-	116	118	121
무형자산상각비	2	2	2	2
지분법관련손실(이익)	0	9	20	20
투자활동 현금흐름	-17	13	-10	10
유형자산의 처분(취득)	-90	-145	-135	-115
무형자산의 처분(취득)	-2	32	-	-
금융상품의 증감	-51	-	-	-
재무활동 현금흐름	-155	-43	-28	-32
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	100	-19	-	-
자본의증감	-	0	-	-
배당금지급	-	-24	-28	-32
현금및현금성자산의증감	18	2,224	-870	213
기초현금및현금성자산	83	102	2,326	1,455
기말현금및현금성자산	102	2,326	1,455	1,668

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	3,261	4,503	5,664	6,186
BPS	33,092	36,663	41,296	46,450
CFPS	3,331	7,478	8,698	9,280
DPS	600	700	800	800
Valuation(배)				
PER	32.0	22.2	17.7	16.2
PBR	3.2	2.7	2.4	2.2
PCR	31.4	13.4	11.5	10.8
EV/EBITDA	42.0	5.4	7.2	6.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.6	12.9	14.5	14.1
EBITDA 이익률	9.8	20.6	20.6	20.7
부채비율	67.9	58.2	51.7	46.6
순부채비율	33.3	-120.7	-55.3	-60.6
매출채권회전율(x)	17.0	15.0	15.8	16.2
재고자산회전율(x)	14.8	12.6	12.8	13.0

자료 : 오리온, 하이투자증권 리서치센터