

오리온(271560)

건강한 회복

10월 지역 합산 영업이익 89% 증가

오리온이 21일에 10월 지역별 매출액과 영업이익을 사상 최초로 공시했다. 10월 지역별 합산 매출액과 영업이익은 중국과 한국을 중심으로 전년동월대비 각각 9.9%, 88.8% 증가했다. 중국의 매출액은 767억원을 기록해 전월 950억원 대비 감소했지만 전년동월 681억원에 비해서는 12.6% 증가했다. 중국의 영업이익 역시 159억원으로 전년동기대비 245.7% 증가했다. 통상 10월초에 있는 국경절로 인해 9월에 가수요가 발생해 10월의 매출액은 전월대비 감소하는 것이 일반적이다. 그런데 올해 10월은 이로 인한 부침도 작고, 특히 수익성이 뚜렷하게 개선되고 있는 모습이 인상적이다. 중국의 영업이익률은 20.7%로 전년동월의 6.8%는 물론 9월의 20.1%에 비해서도 상승했다. 지난해부터 추진되고 있는 현금흐름/수익성 개선 구조조정이 효과를 발휘하고 있는 것으로 보인다. 인력 조정뿐 아니라 마케팅비 절감, 재고관리 등의 노력이 한국에 이어 중국에서도 결실을 견고히 있는 것으로 보인다. 한국은 추석 일자 차이가 10월에 긍정적인 효과를 주었을 것으로 추정되나, 역시 과거 3년간의 구조조정으로 업계에서 최고의 수익성을 달성하고 있다는 점은 다시 평가할 만하다.

2019년 이후에도 중국 중심으로 실적 꾸준히 향상될 것

3분기에 이어 10월에도 실적 호조세가 이어지고 있어 지배주주순이익 전망치를 종전 대비 2018년 6.1%, 2019년 9.3% 상향한다. 실적 향상의 핵심은 중국과 한국이다. 특히 중국은 기존 제품의 회전율 개선 및 신제품 판매 증가 효과가 2019년 이후에도 이어질 것으로 예상된다. 중국의 2018년 신규 SKU는 연초 전망인 25개보다 작은 16개 정도가 될 것으로 보인다. 하지만 미뤄진 신제품은 한국에서 실행중인 생산/물류/채널관리 시스템 도입으로 보틀넥을 제거하며 2019년에 이연돼 출시될 전망이다. 매년 20여개의 신규 SKU가 중국과 한국에서 출시될 것으로 보이는데, 최근 탁월한 신제품 개발 능력을 보이고 있어 성공 확률은 높아졌다는 판단이다. 베트남도 중동향 수출 감소 영향이 축소되며 15% 수준의 내수 판매 증

매수(유지)

목표주가: 150,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(11/21)	2,077
주가(11/21)	110,500
시가총액(십억원)	4,369
발행주식수(백만)	40
52주 최고/최저가(원)	155,000/88,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	17,013
유동주식비율/외국인지분율(%)	56.2/38.0
주요주주(%)	이화경 외 5 인
	43.8
	국민연금
	7.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.8	(13.3)	(9.4)
KOSPI 대비(%p)	5.5	2.4	8.5

주가추이



자료: FnGuide

	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	26.6	3.2	5.8	0.6
2018F	1,945	288	182	4,596	140.4	382	24.0	12.4	3.0	13.2	0.8
2019F	2,123	325	228	5,776	25.7	416	19.1	11.0	2.7	14.8	1.2
2020F	2,298	362	259	6,560	13.6	448	16.8	9.7	2.4	15.0	1.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

이경주

kjlee@truefriend.com

가가 실적 개선을 견인할 것이다. 러시아도 딜러 구조조정이 완료돼 10월부터 외형 성장이 빠르게 진행되고 있다.

경쟁사와는 다른 영업모멘텀에 주목, 매수 유호

중국 경쟁사의 주가 하락을 반영해 실적 상향에도 불구하고 목표주가를 조정하지는 않는다. 하지만 역시 경쟁사와의 영업 모멘텀이 상이하다는 사실을 상기하면 앞으로 동사 주가는 상대적 상승 가능성이 높다고 판단된다. 특히 중국 경쟁사의 경우 지난해는 동사의 사드로 인한 매대 감소의 수혜를 입었다 최근 동사의 매대 점유율 상승으로 어려운 시기에 접어들었다고 판단된다. 반면 동사는 떨어졌던 매대 점유율이 올라가는 상황이며, 지난 2분기에 비해서도 초기 매대 재진입비용 대비 매출액이 상승하는 구간에 있다. 따라서 경쟁사대비 동사의 주가 프리미엄은 앞으로 더욱 확대될 것으로 예상한다. Top pick 중 한 종목으로 계속해서 매수 추천한다.

〈표 1〉 지역별 월별 실적 동향

(단위: 십억원, %)

	Oct-17	Sep-18	Oct-18
매출액	151.0	180.0	165.9
한국	57.9	60.7	64.6
중국	68.1	95.0	76.7
베트남	17.5	17.9	17.0
러시아	7.5	6.4	7.6
영업이익	16.0	31.2	30.2
한국	7.0	8.2	9.9
중국	4.6	19.1	15.9
베트남	3.0	2.8	3.0
러시아	1.4	1.1	1.4
% YoY			
매출액			9.9
한국			11.6
중국			12.6
베트남			(2.9)
러시아			1.3
영업이익			88.8
한국			41.4
중국			245.7
베트남			0.0
러시아			0.0
영업이익률	10.6	17.3	18.2
한국	12.1	13.5	15.3
중국	6.8	20.1	20.7
베트남	17.1	15.6	17.6
러시아	18.7	17.2	18.4

주: 매출액과 영업이익은 지역별 실적의 단순 합산이며 최종 연결 실적은 내부거래 등의 조정 항목으로 다를 수 있음

자료: 오리온, 한국투자증권

〈표 2〉 4분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	4Q18F	4Q17	YoY	3Q18	QoQ	컨센서스	차이
매출액	510.7	451.0	13.3	493.7	3.4	525.5	(2.8)
매출총이익	254.1	202.2	25.7	229.3	10.8		
판관비	178.2	181.9	(2.1)	150.6	18.3		
영업이익	75.9	20.3	274.2	78.7	(3.5)	72.5	4.7
세전이익	73.9	17.7	317.4	77.4	(4.5)	65.4	12.9
순이익	55.6	10.7	420.3	33.1	68.1	48.4	14.9
매출원가율	50.3	55.2		53.6			
판관비율	34.9	40.3		30.5			
영업이익률	14.9	4.5		15.9		13.8	
세전이익률	14.5	3.9		15.7		12.4	
순이익률	10.9	2.4		6.7		9.2	

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 실적 전망 변경

(단위: 십억원)

	2018F			2019F		
	변경 전	변경 후	변경률 %	변경 전	변경 후	변경률 %
매출액	1,974.5	1,944.5	(1.5)	2,156.2	2,123.4	(1.5)
영업이익	266.6	287.8	8.0	314.6	325.2	3.4
지배주주순이익	171.3	181.7	6.1	208.9	228.3	9.3

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 Peer 그룹 PER 비교

(단위: 원, 배)

		2017		2018F		2019F		2020F	
		EPS	PER(A)	EPS	PER(B)	EPS	PER(C)	EPS	PER(B 와 C 평균)
오리온	EPS	1,912	54.7	4,596	20.2	5,776	24.0	6,560	19.1
	PER(A)				21.7		17.7		16.8
중국 제과	PER(B)				22.5		19.9		16.3
세계 제과(중국 제외)	PER(C)				21.0		20.8		18.6
	PER(B 와 C 평균)				21.0		20.8		17.5
PER 프리미엄	A/B-1				24.5%		7.3%		3.1%
	A/C-1				6.5%		(4.2%)		(10.1%)

자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 5〉 지역별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2017	2018F	2019F	2020F
[매출액]												
한국	153.9	155.1	153.6	161.6	164.0	162.3	159.7	162.9	624.2	648.9	688.9	720.6
중국	212.4	129.2	275.3	188.1	266.3	191.5	255.2	243.9	805.1	956.8	1,047.2	1,143.5
러시아	17.7	18.8	19.8	20.9	10.8	14.9	17.0	23.0	77.3	65.8	76.3	82.4
베트남	54.7	40.2	42.9	55.5	62.7	41.9	47.3	64.9	193.3	216.8	252.4	290.4
연결계	453.9	359.6	506.6	451.0	516.3	423.8	493.7	510.7	1,771.0	1,944.5	2,123.4	2,297.7
[영업이익]												
한국	18.4	23.1	19.4	20.3	24.0	23.2	20.7	23.7	81.2	91.5	100.2	107.5
중국	(4.9)	(14.1)	46.8	(8.5)	48.9	10.7	49.1	47.7	19.2	156.4	175.7	195.8
러시아	4.1	4.0	4.0	2.1	0.4	2.1	2.2	2.8	14.2	7.6	11.4	12.8
베트남	12.0	6.6	9.1	8.6	17.1	3.9	6.5	10.0	36.3	37.4	44.4	52.6
연결계	29.7	20.3	78.7	20.3	93.6	39.6	78.7	75.9	149.0	287.8	325.2	361.8
(% YoY)												
[매출액]												
한국	(0.6)	1.8	5.4	1.0	6.6	4.6	4.0	0.8	1.8	4.0	6.2	4.6
중국	(43.9)	(52.5)	(21.0)	(45.8)	25.3	48.2	(7.3)	29.7	(40.2)	18.8	9.5	9.2
러시아	29.5	34.9	28.0	15.5	(38.7)	(21.0)	(14.1)	9.9	26.2	(14.9)	16.0	8.0
베트남	5.2	27.2	18.5	9.0	14.6	4.2	10.3	17.0	13.2	12.2	16.4	15.0
연결계	(26.2)	(25.4)	(9.2)	(23.9)	13.7	17.8	(2.5)	13.3	(21.2)	9.8	9.2	8.2
[영업이익]												
한국	(23.0)	39.2	60.3	(22.5)	30.4	0.4	6.7	16.5	3.0	12.7	9.5	7.2
중국	(107.2)	(300.0)	(33.9)	(116.2)	1,098.6	175.6	4.9	659.4	(90.3)	715.2	12.3	11.5
러시아	208.8	227.0	80.4	(29.0)	(89.5)	(46.9)	(44.8)	33.8	84.3	(46.8)	51.3	11.6
베트남	6.2	90.0	59.8	42.2	42.0	(40.9)	(28.7)	16.2	36.8	3.2	18.5	18.5
연결계	(71.6)	(28.4)	(13.3)	(76.9)	215.3	95.0	(0.0)	274.2	(52.2)	93.2	13.0	11.3
(%, 영업이익률)												
한국	12.0	14.9	12.6	12.6	14.6	14.3	13.0	14.5	13.0	14.1	14.5	14.9
중국	(2.3)	(10.9)	17.0	(4.5)	18.4	5.6	19.2	19.6	2.4	16.3	16.8	17.1
러시아	23.2	21.2	20.3	9.9	4.0	14.3	13.1	12.1	18.4	11.5	15.0	15.5
베트남	22.0	16.3	21.2	15.4	27.3	9.3	13.7	15.3	18.8	17.3	17.6	18.1
연결계	6.5	5.6	15.5	4.5	18.1	9.3	15.9	14.9	8.4	14.8	15.3	15.7

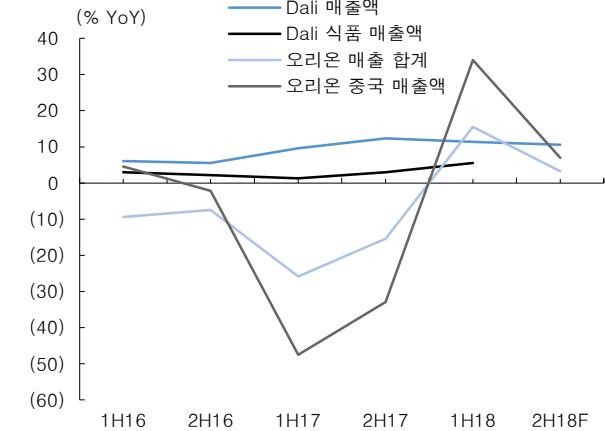
주: 1. 로컬 매출액 기준, 2. 2017년 실적은 12개월 영업 기준이며 2018년 도입된 IFRS15 기준으로 회계 기준 변경을 추정해 산출

자료: 오리온, 한국투자증권

[그림 1] 오리온과 Want Want 중국 매출액 전망



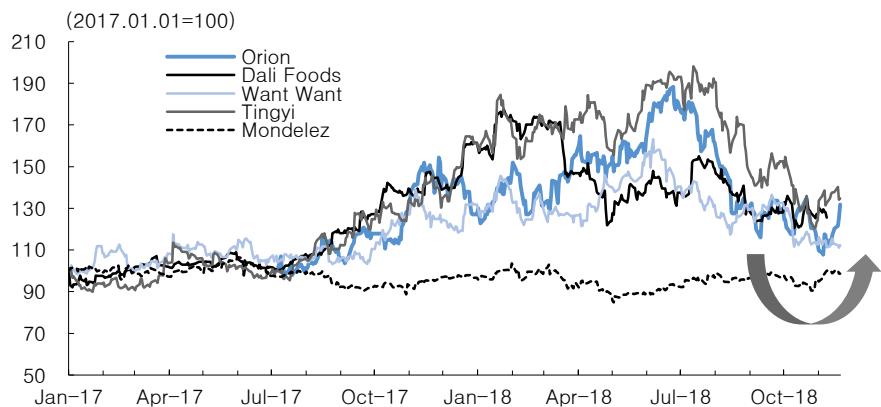
[그림 2] 오리온과 Dali 중국 매출액 전망



자료: 각 사, 한국투자증권

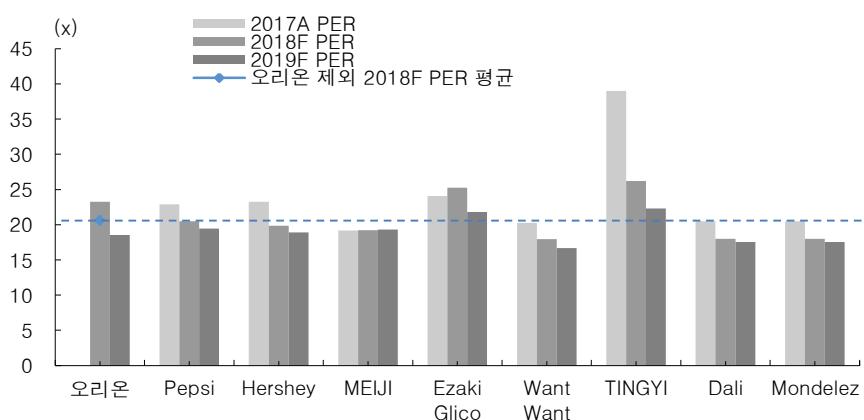
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 3] Peer 주가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 4] Global peer와의 PER 비교



주: 1. 2017년은 분할 이후 7개월 실적 기준임, 2. 11월 21일 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)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	NM	457	525	662	781
현금성자산	NM	102	156	185	218
매출채권및기타채권	NM	131	136	170	184
재고자산	NM	151	156	159	172
비유동자산	NM	1,801	1,781	1,766	1,779
투자자산	NM	24	29	43	46
유형자산	NM	1,673	1,628	1,589	1,587
무형자산	NM	52	58	64	69
자산총계	NM	2,258	2,306	2,429	2,560
유동부채	NM	523	454	422	374
매입채무및기타채무	NM	192	175	191	230
단기차입금및단기사채	NM	104	84	64	44
유동성장기부채	NM	166	136	106	36
비유동부채	NM	390	358	333	308
사채	NM	329	299	269	239
장기차입금및금융부채	NM	0	0	0	0
부채총계	NM	913	812	755	683
지배주주지분	NM	1,308	1,454	1,631	1,831
자본금	NM	20	20	20	20
자본잉여금	NM	598	598	598	598
기타자본	NM	624	624	624	624
이익잉여금	NM	76	222	399	599
비지배주주지분	NM	37	39	43	46
자본총계	NM	1,345	1,494	1,674	1,878

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	NM	1,117	1,945	2,123	2,298
매출원가	NM	593	1,044	1,124	1,208
매출총이익	NM	524	901	999	1,090
판매관리비	NM	416	613	674	728
영업이익	NM	107	288	325	362
금융수익	NM	10	7	10	13
이자수익	NM	4	7	10	13
금융비용	NM	13	17	15	12
이자비용	NM	12	17	14	11
기타영업외손익	NM	1	(2)	(2)	(2)
관계기업관련손익	NM	(0)	(0)	(0)	(1)
세전계속사업이익	NM	105	275	317	360
법인세비용	NM	28	91	86	97
연결당기순이익	NM	77	184	232	263
지배주주지분순이익	NM	76	182	228	259
기타포괄이익	NM	(9)	0	0	0
총포괄이익	NM	68	184	232	263
지배주주지분포괄이익	NM	66	182	228	259
EBITDA	NM	173	382	416	448

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	NM	193	233	307	370
당기순이익	NM	77	184	232	263
유형자산감가상각비	NM	64	92	88	83
무형자산상각비	NM	2	2	2	3
자산부채변동	NM	28	(49)	(19)	17
기타	NM	23	3	4	4
투자활동현금흐름	NM	(17)	(60)	(143)	(153)
유형자산투자	NM	(90)	(48)	(49)	(81)
유형자산매각	NM	15	0	0	0
투자자산순증	NM	55	(6)	(14)	(4)
무형자산순증	NM	(1)	(8)	(8)	(8)
기타	NM	4	1	(73)	(60)
재무활동현금흐름	NM	(155)	(119)	(135)	(183)
자본의증가	NM	0	0	0	0
차입금의순증	NM	(154)	(80)	(80)	(120)
배당금지급	NM	0	(24)	(36)	(51)
기타	NM	(1)	(14)	(19)	(12)
기타현금흐름	NM	(3)	0	0	0
현금의증가	NM	18	54	29	34

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	NM	1,912	4,596	5,776	6,560
BPS	NM	33,107	36,802	41,277	46,336
DPS	NM	600	900	1,300	1,500
성장성(%), YoY					
매출증가율	NM	NM	74.1	9.2	8.2
영업이익증가율	NM	NM	167.9	13.0	11.3
순이익증가율	NM	NM	140.3	25.7	13.6
EPS증가율	NM	NM	140.4	25.7	13.6
EBITDA증가율	NM	NM	120.7	8.7	7.7
수익성(%)					
영업이익률	NM	9.6	14.8	15.3	15.7
순이익률	NM	6.8	9.3	10.8	11.3
EBITDA Margin	NM	15.5	19.7	19.6	19.5
ROA	NM	3.4	8.1	9.8	10.5
ROE	NM	5.8	13.2	14.8	15.0
배당수익률	NM	0.6	0.8	1.2	1.4
배당성향	NM	31.4	19.6	22.5	22.9
안정성					
순차입금(십억원)	NM	447	325	149	(59)
차입금/자본총계비율(%)	NM	44.6	34.8	26.3	17.0
Valuation(X)					
PER	NM	54.7	24.0	19.1	16.8
PBR	NM	3.2	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	NM	26.6	12.4	11.0	9.7

주: K-IFRS (연결) 기준

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 11월 22일 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. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

※ 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.