



오리온 (271560)

음식료



박은정

02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

RA 김운옥

02 3770 2667
woonok.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	165,000원 (M)
현재주가 (4/14)	119,500원
상승여력	38%

시기총액	47,246억원
총발행주식수	39,536,132주
60일 평균 거래대금	135억원
60일 평균 거래량	126,973주
52주 고	121,500원
52주 저	78,500원
외인지분율	41.87%
주요주주	오리온홀딩스 외 7 인 43.82%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	24.1	7.2	23.1
상대	18.4	29.2	48.0
절대(달러환산)	24.3	1.8	15.2

3월 실적 발표 상세

그 이상의 실적

3월 오리온의 법인별 합산 실적은 매출 2,083억원(YoY+41%), 영업이익 519억원(YoY+175%)을 기록했다. 1분기 실적은 매출 5,437억원(YoY+8%), 969억원(YoY+25%) 예상되며, 컨센서스 영업이익 835억원을 상회할 것으로 보인다. [참고] 분기실적은 연결조정부분이 추후 반영되어 공시 예정 3월은 모든 법인이 좋았던 가운데, 급증한 주문량 소화로 2월 대비 강해진 중국법인과 안정적인 시장환경하에서도 고성장 기록한 국내법인이 눈에 띈다. 최근 상승한 주가는 견고한 실적을 일부 반영하고 있으나, 중국 매대 점유율 확대 등의 개선된 영업환경은 구조적으로 2분기도 견고한 외형성장이 이어질 전망이다.

중국법인은 매출 1,176억원(YoY+67%), 영업이익 368억원(YoY+241%), 영업이익률 31%를 달성했다. 주문량 확대 흐름을 여전하다. 중국에서 파이, 스낵, 비스켓 등의 카테고리 수요가 좋은 상황으로 오리온의 경우 해당 카테고리 비중이 높아(2019년 기준 93%) 포트폴리오의 수혜를 받는 중이다. TT채널의 경우 전체적으로 셋다운된 이후 재오픈율이 높지 않고 수요 회복률이 낮은 것으로 파악된다. 오리온의 경우 경쟁사 대비 MT채널과 온라인 비중이 높아 채널 믹스 또한 긍정적이다. 온라인이 기준 7%수준에서 10%, MT채널이 42%에서 50%까지 확대된 것으로 추산된다. 4월부터 파이, 스낵 카테고리의 신제품이 연이어 출시될 예정으로 확대된 매대 점유율로 수요 상승효과는 빠를 것으로 기대된다.

국내법인은 매출 646억원(YoY+9%), 영업이익 103억원(YoY+58%), 영업이익률 16%를 기록했다. 지난 3년간 국내는 낮은 한 자릿수 매출성장을 기록했으나, 2월(10%)에 이어 3월 또한 고성장을 기록했다. 국내 또한 중국과 유사하게 파이, 스낵, 비스켓 등의 카테고리 수요가 좋은 상황이다. 2019년 오리온의 국내매출에서 해당 카테고리 비중은 77%에 해당하며, MS가 지속적으로 확대되고 있다. 매월 5~6개 품목의 신제품 출시를 목표로 하고 있으며, 4월부터는 가성비 제품, 미니 제품 출시를 통해 외형을 견인할 전망이다.

베트남법인은 매출 193억원(YoY+43%), 영업이익 34억원(YoY+325%), 영업이익률 18%를 달성했다. 감자스낵 수요가 호조세 이어지며 3월에만 70% 성장한 것으로 파악된다. 감자스낵뿐 아니라 양산빵, 쌀스낵 등의 수요도 좋았다. 감자스낵의 경우 3월에 라인 증설하여, 4월부터는 CAPA 50% 확대, 쌀스낵 또한 5월부터 CAPA 50% 확대됨에 따라 2분기는 커버리지 확장에 따른 외형 상승효과가 이어질 것이다.

러시아법인은 매출 68억원(YoY+26%), 영업이익 14억원(YoY+75%), 영업이익률 21%를 기록했다. 기존 및 초코파이 신규맛 등의 영향으로 견고한 성장을 기록한 것으로 파악된다. 고소미, 초코파이 신규맛 등이 2분기 출시 예정으로 올해 연중 제품군 확장을 통해 수요 견인이 기대된다.

Quarterly earning Forecasts

	1Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,359	7.7	-3.7	5,362	-0.1
영업이익	847	9.6	-13.7	835	1.5
세전계속사업이익	792	0.2	5.0	818	-3.1
지배순이익	571	11.5	-5.4	585	-2.3
영업이익률 (%)	15.8	+0.3 %pt	-1.8 %pt	15.6	+0.2 %pt
지배순이익률 (%)	10.7	+0.4 %pt	-0.2 %pt	10.9	-0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	(억원)	(원)	(%, 배)
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F
매출액	19,269	20,233	21,117
영업이익	2,822	3,276	3,532
지배순이익	1,399	2,156	2,334
PER	33.6	18.2	20.2
PBR	3.3	2.4	2.7
EV/EBITDA	12.4	8.8	9.6
ROE	10.3	14.2	13.9
			2021F

자료: 유안타증권

[표 1] 오리온 법인별 3월 실적

(단위: 십억원, %)

	18.03	19.03	20.03
국가별 매출액	154.4	148.2	208.3
한국(오리온)	61.5	59.0	64.6
중국(OFC)	72.1	70.3	117.6
베트남(OFV)	16.4	13.5	19.3
러시아(OIE)	4.4	5.4	6.8
% yoy			
국가별 매출액		-4%	41%
한국(오리온)		-4%	9%
중국(OFC)		-2%	67%
베트남(OFV)		-18%	43%
러시아(OIE)		23%	26%
국가별 영업이익	20.6	18.9	51.9
한국(오리온)	8.3	6.5	10.3
중국(OFC 등 9개법인)	9.7	10.8	36.8
베트남(OFV)	2.6	0.8	3.4
러시아(OIE)	0.0	0.8	1.4
% yoy			
국가별 영업이익		-8%	175%
한국(오리온)		-22%	58%
중국(OFC 등 9개법인)		11%	241%
베트남(OFV)		-69%	325%
러시아(OIE)		na	75%
% 영업이익률	13%	13%	25%
한국(오리온)	13%	11%	16%
중국(OFC 등 9개법인)	13%	15%	31%
베트남(OFV)	16%	6%	18%
러시아(OIE)	0%	15%	21%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 오리온 2019년 Review 및 2020년 가이던스

(단위: 십억원)

	2019	2020G	YOY%	비고
국내	매출액	733	755	3% 다양한 신제품 전략을 고려
	영업이익	108	114	6%
중국	매출액	974	1,091	12% 타우케노이 매출 추가부분 및 신제품 매출 기여도 감안
	영업이익	159	181	14%
베트남	매출액	252	302	20% 19년도 상반기 초코파이 이슈로 실적데이터가 낮은 점 고려
	영업이익	48	62	30%
러시아	매출액	77	81	5% 전년도 실적 high risk 감안
	영업이익	13	14	7%
합계	매출액	2,023	2,229	10%
	영업이익	327	372	14%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표3] 오리온 법인별 월별 실적추이

(단위: 십억원, %)

	19.01	19.02	19.03	19.04	19.05	19.06	19.07	19.08	19.09	19.10	19.11	19.12	20.01	20.02	20.03
국가별 매출액	246.4	106.2	148.2	145.4	158.9	138.2	168.4	179.2	186.6	169.0	173.8	216.5	195.7	139.7	208.3
한국(오리온)	63.5	55.5	59.0	61.3	61.5	55.0	60.0	60.1	62.6	68.1	63.3	62.9	65.2	61.0	64.6
중국(OFC)	147.8	33.1	70.3	65.0	74.5	61.1	82.0	90.8	95.0	71.7	74.2	108.9	94.6	50.7	117.6
베트남(OFV)	30.7	12.5	13.5	13.3	17.4	17.6	20.2	22.1	20.9	19.8	28.1	36.2	30.1	20.9	19.3
러시아(OIE)	4.4	5.1	5.4	5.8	5.5	4.5	6.2	6.2	8.1	9.4	8.2	8.5	5.8	7.1	6.8
% yoY															
국가별 매출액	0%	-13%	-4%	6%	2%	2%	12%	7%	4%	2%	11%	25%	-21%	32%	41%
한국(오리온)	4%	1%	-4%	6%	0%	-2%	5%	5%	3%	5%	5%	7%	3%	10%	9%
중국(OFC)	-1%	-25%	-2%	8%	4%	3%	12%	5%	0%	-7%	11%	42%	-36%	53%	67%
베트남(OFV)	-4%	-34%	-18%	-11%	6%	18%	39%	23%	17%	16%	31%	16%	-2%	67%	43%
러시아(OIE)	63%	38%	23%	26%	4%	-10%	32%	5%	27%	24%	6%	25%	32%	39%	26%
국가별 영업이익	51.1	3.6	18.9	14.1	23.6	12.5	29.7	33.1	39.6	29.4	31.5	39.8	25.6	19.4	51.9
한국(오리온)	10.2	6.5	6.5	9.0	9.7	7.5	9.2	8.1	10.6	12.7	10.3	7.6	11.0	8.7	10.3
중국(OFC 등 9개법인)	32.5	-2.6	10.8	4.2	11.1	2.5	15.9	18.7	23.0	10.8	11.6	20.2	6.0	4.6	36.8
베트남(OFV)	7.9	-0.7	0.8	0.2	2.1	2.0	3.8	5.3	4.5	3.8	7.6	10.5	7.6	4.9	3.4
러시아(OIE)	0.5	0.4	0.8	0.7	0.7	0.5	0.8	1.0	1.5	2.1	2.0	1.5	1.0	1.2	1.4
% yoY															
국가별 영업이익	-15%	-64%	-8%	1%	7%	198%	63%	14%	27%	-3%	33%	95%	-50%	439%	175%
한국(오리온)	9%	3%	-22%	11%	-3%	47%	59%	21%	29%	28%	32%	15%	8%	34%	58%
중국(OFC 등)	-19%	적지	11%	27%	14%	흑전	42%	-1%	20%	-32%	20%	173%	-82%	흑전	241%
베트남(OFV)	-23%	적전	-69%	-89%	31%	300%	443%	77%	61%	27%	65%	75%	-4%	흑전	325%
러시아(OIE)	400%	33%	na	0%	0%	-38%	60%	67%	36%	50%	33%	275%	100%	200%	75%
% 영업이익률	21%	3%	13%	10%	15%	9%	18%	18%	21%	17%	18%	18%	13%	14%	25%
한국(오리온)	16%	12%	11%	15%	16%	14%	15%	13%	17%	19%	16%	12%	17%	14%	16%
중국(OFC 등)	22%	-8%	15%	6%	15%	4%	19%	21%	24%	15%	16%	19%	6%	9%	31%
베트남(OFV)	26%	-6%	6%	2%	12%	11%	19%	24%	22%	19%	27%	29%	25%	23%	18%
러시아(OIE)	11%	8%	15%	12%	13%	11%	13%	16%	19%	22%	24%	18%	17%	17%	21%

자료: 유안타증권 리서치센터

[참고] '국가별 영업이익' 중 중국은 중국내 9개 종속회사의 별도재무제표 기준 영업이익을 단순 합산하여 기재

오리온 (271560) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	19,269	20,233	21,117	21,839	22,538	
매출원가	10,500	11,101	11,205	11,668	11,987	
매출총이익	8,770	9,132	9,912	10,171	10,551	
판관비	5,948	5,856	6,380	6,341	6,312	
영업이익	2,822	3,276	3,532	3,830	4,239	
EBITDA	4,000	4,598	4,798	4,984	5,291	
영업외손익	-70	-195	-244	-103	-333	
외환관련손익	-21	17	-12	-12	-12	
이자순익	-100	-37	50	96	155	
관계기업관련손익	-10	0	1	1	1	
기타	62	-175	-283	-188	-476	
법인세비용차감전순손익	2,752	3,081	3,288	3,728	3,907	
법인세비용	1,322	876	907	1,001	1,131	
계속사업순손익	1,430	2,205	2,380	2,727	2,776	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	1,430	2,205	2,380	2,727	2,776	
지배지분순이익	1,399	2,156	2,334	2,676	2,726	
포괄순이익	1,233	2,479	1,426	1,772	1,822	
지배지분포괄이익	1,210	2,420	1,410	1,754	1,803	

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	4,006	3,478	4,221	4,543	4,493	
당기순이익	1,430	2,205	2,380	2,727	2,776	
감가상각비	1,151	1,287	1,230	1,122	1,023	
외환손익	1	1	12	12	12	
증속, 관계기업관련손익	10	0	-1	-1	-1	
자산부채의 증감	422	-283	363	443	445	
기타현금흐름	991	268	237	240	238	
투자활동 현금흐름	-1,149	-1,875	-706	-662	-653	
투자자산	-403	132	-76	-76	-76	
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,308	-1,258	0	0	0	
유형자산 감소	115	67	0	0	0	
기타현금흐름	447	-815	-631	-587	-577	
재무활동 현금흐름	-1,992	-1,844	-1,984	-1,984	-1,984	
단기차입금	-47	-1,020	-1,663	-1,663	-1,663	
사채 및 장기차입금	-1,709	-501	0	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-237	-237	-237	-237	-237	
기타현금흐름	1	-87	-85	-84	-84	
연결범위변동 등 기타	-34	44	-826	-2,354	-1,000	
현금의 증감	830	-197	704	-457	857	
기초 현금	1,016	1,846	1,650	2,354	1,897	
기말 현금	1,846	1,650	2,354	1,897	2,754	
NOPLAT	2,822	3,276	3,532	3,830	4,239	
FCF	1,758	2,124	4,185	4,399	4,508	

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산		5,692	5,963	6,648	6,242	7,157
현금및현금성자산		1,846	1,650	2,354	1,897	2,754
매출채권 및 기타채권		1,686	1,855	1,799	1,824	1,855
재고자산		1,566	1,476	1,492	1,518	1,544
비유동자산		17,821	18,560	17,370	16,293	15,318
유형자산		16,460	16,555	15,325	14,203	13,180
관계기업등 지분관련자산		304	323	399	475	552
기타투자자산		0	196	196	196	196
자산총계		23,514	24,523	24,018	22,535	22,474
유동부채		5,003	4,645	2,956	1,324	-314
매입채무 및 기타채무		2,484	2,580	2,555	2,586	2,610
단기차입금		1,053	70	-1,593	-3,256	-4,919
유동성장기부채		500	1,200	1,200	1,200	1,200
비유동부채		4,065	3,203	3,203	3,203	3,203
장기차입금		1	0	0	0	0
사채		2,796	1,598	1,598	1,598	1,598
부채총계		9,068	7,848	6,159	4,527	2,889
지배지분		14,055	16,226	17,369	17,512	19,047
자본금		198	198	198	198	198
자본잉여금		5,981	5,982	5,982	5,982	5,982
이익잉여금		1,911	3,784	5,880	6,978	9,466
비지배지분		390	449	489	495	538
자본총계		14,445	16,675	17,859	18,007	19,585
순차입금		2,065	677	-1,690	-2,896	-5,416
총차입금		4,350	3,039	1,376	-287	-1,950

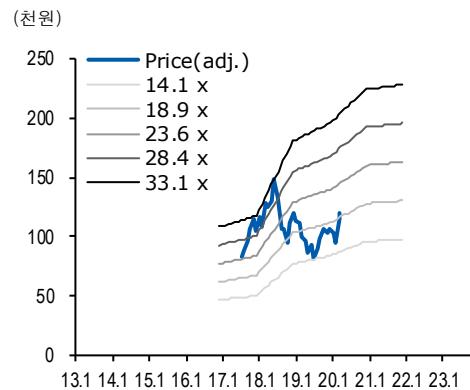
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS		3,538	5,453	5,903	6,768	6,894
BPS		35,560	41,050	43,940	44,303	48,185
EBITDAPS		10,118	11,629	12,135	12,606	13,383
SPS		48,742	51,176	53,413	55,238	57,007
DPS		600	600	600	600	600
PER		33.6	18.2	20.2	17.7	17.3
PBR		3.3	2.4	2.7	2.7	2.5
EV/EBITDA		12.4	8.8	9.6	9.0	8.0
PSR		2.4	1.9	2.2	2.2	2.1

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)		79.5	5.0	4.4	3.4	3.2
영업이익 증가율 (%)		162.7	16.1	7.8	8.4	10.7
지배순이익 증가율 (%)		85.0	54.1	8.3	14.6	1.9
매출총이익률 (%)		45.5	45.1	46.9	46.6	46.8
영업이익률 (%)		14.6	16.2	16.7	17.5	18.8
지배순이익률 (%)		7.3	10.7	11.1	12.3	12.1
EBITDA 마진 (%)		20.8	22.7	22.7	22.8	23.5
ROIC		8.4	13.7	15.2	18.0	20.8
ROA		6.1	9.0	9.6	11.5	12.1
ROE		10.3	14.2	13.9	15.3	14.9
부채비율 (%)		62.8	47.1	34.5	25.1	14.8
순차입금/자기자본 (%)		14.7	4.2	-9.7	-16.5	-28.4
영업이익/금융비용 (배)		16.8	30.0	62.8	407.2	-114.7

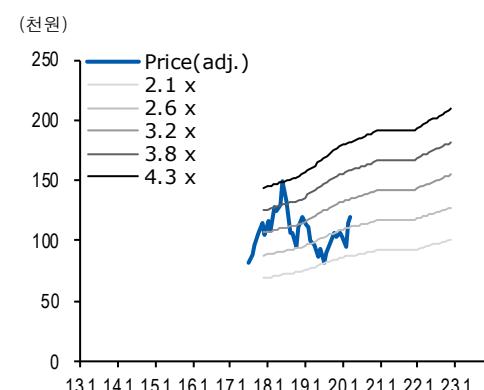
자료: 유안타증권

- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본 항목은 연초, 연말 평균을 기준일로 함

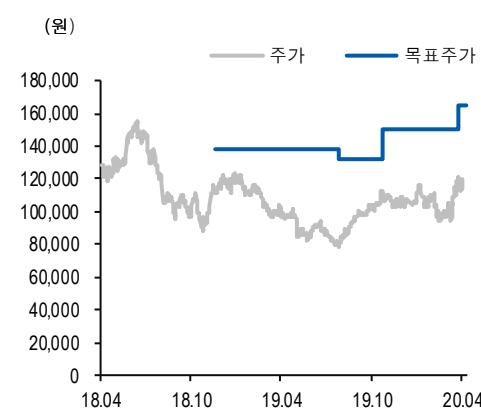
P/E band chart



P/B band chart



오리온 (271560) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-04-16	BUY	165,000	1년		
2020-04-08	BUY	165,000	1년		
2019-11-04	BUY	150,000	1년	-29.47	-19.00
2019-08-08	BUY	132,000	1년	-26.94	-14.39
2018-11-30	BUY	138,000	1년	-26.98	-10.14

자료: 유안타증권

주: 괴리를 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.2
Buy(매수)	83.3
Hold(중립)	15.5
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-04-14

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정 시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간접 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박은정)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.