

오리온 (271560)



내년 Top Pick

10월 실적은 호조, 11월도 좋아

오리온의 4분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 5,935억원 (YoY +6.7%), 1,007억원(YoY +2.9%)으로 추정한다. 시장 기대치에 부합할 것으로 전망한다. 첫 시작이 좋다. 10월 한국/중국/베트남/러시아 법인 매출은 전년동월대비 각각 Flat/25.5%/23.2%/2.1% 증가했다. 특히 중국 법인 매출액이 900억원을 기록하면서 4분기 호실적에 대한 기대감이 주가에 반영되기 시작할 것으로 판단한다. 11월 중국 법인 실적도 10월 흐름이 유지되고 있는 것으로 파악된다.

내년에도 견조한 매출 성장 전망

2021년 연결 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 8.5%, 12.7% 증가할 것으로 추정한다. 올해 코로나19 기인한 높은 베이스에도 불구하고, ① 중국에서의 성공적인 신제품 안착에 따른 점유율 확대 지속(닥터유 에너지바, 초코코팅 제품 등), ② 내년 1분기 및 4분기 춘절 효과, ③ '타오케노이' 라인업 확대 기인해 중국 법인이 전사 성장을 견인할 전망이다. ④ 베트남 법인도 쌀과자 및 썬봉 등 신규 제품 매출 확대를 통해 견조한 매출 성장을 시현할 것으로 기대된다. ⑤ 글로벌 Peer 대비 여전히 높은 오리온의 광고관측비율 감소시 비용 효율화 기인해 이익 레버리지가 지속될 것으로 예상된다.

신규 사업 조기 안착시 증장기 기업가치 제고 전망

오리온은 내년 중국 생수시장에 진출할 계획이다. 중국 생수 시장은 34조원으로 추정되며 향후 5년 간 11% 증가할 것으로 전망된다. 오리온은 병당 4~5위안의 준프리미엄 미네랄 시장을 타깃으로 한다. 현재 중국 생수시장은 농부산천(NongFu Spring)이 No.1 업체로 점유율 21%를 차지한다. 농부산천은 1.5위안 수준의 저가 미네랄시장을 타깃하고 있다. 2019년 매출 및 영업이익은 각각 YoY 17.3%, 36.3% 증가한 약 240억위안(약 4.1조원), 65억위안(약 1.1조원, OPM 27.1%)을 기록했다. 농부산천 주가는 현재 2021년 예상 PER 64배에 거래 증으로 높은 프리미엄을 향유하고 있다. 오리온의 생수 사업 조기 안착시 증장기 기업가치 제고를 기대할 수 있는 대목이다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 170,000원 | CP(11월30일): 118,500원

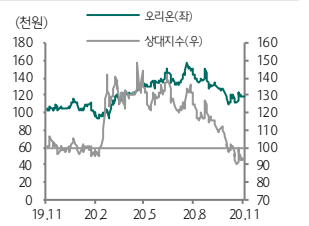
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,591.34
52주 최고/최저(원)	158,000/94,100
시가총액(십억원)	4,685.0
시가총액비중(%)	0.26
발행주식수(천주)	39,536.1
60일 평균 거래량(천주)	138,190.8
60일 평균 거래대금(십억원)	17.3
20년 배당금(예상, 원)	600
20년 배당수익률(예상, %)	0.46
외국인지분율(%)	42.22
주요주주 지분율(%)	오리온홀딩스 외 6인 43.80
국민연금공단	7.05
주가상승률	1M 6M 12M
절대	9.2 (10.2) 15.0
상대	(4.4) (29.7) (7.3)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	2,248.3	2,405.4
영업이익(십억원)	398.5	432.3
순이익(십억원)	297.1	319.8
EPS(원)	7,379	7,979
BPS(원)	47,662	55,013

Stock Price



Financial Data

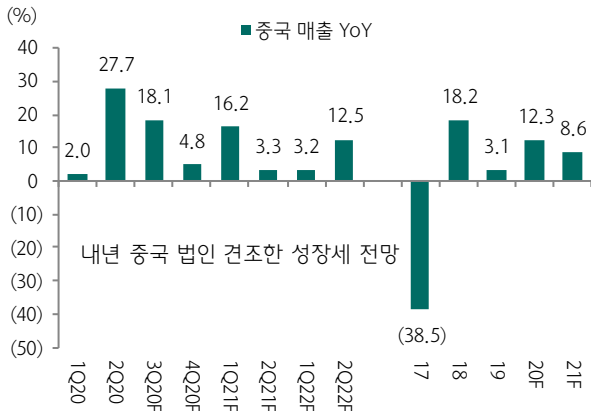
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	1,926.9	2,023.3	2,245.8	2,436.0	2,582.2
영업이익	십억원	282.2	327.6	391.7	441.5	490.6
세전이익	십억원	275.2	308.1	417.7	452.6	510.9
순이익	십억원	139.9	215.6	282.0	319.4	354.6
EPS	원	3,538	5,453	7,133	8,078	8,969
증감율	%	8.49	54.13	30.81	13.25	11.03
PER	배	33.92	19.35	16.68	14.73	13.27
PBR	배	3.37	2.57	2.50	2.16	1.88
EV/EBITDA	배	12.47	9.33	9.61	8.27	7.11
ROE	%	10.31	14.24	16.10	15.74	15.14
BPS	원	35,568	41,057	47,590	55,068	63,437
DPS	원	600	600	600	600	600



Analyst **심은주**
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com

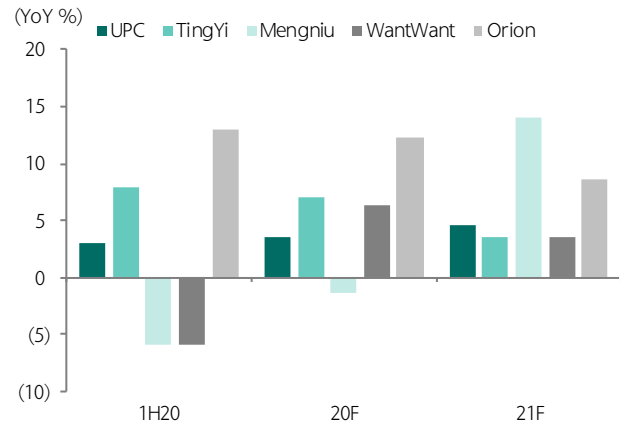
RA **김채란**
02-3771-8094
cr.kim@hanafn.com

그림 1. 오리온 중국 법인 매출 성장 추이



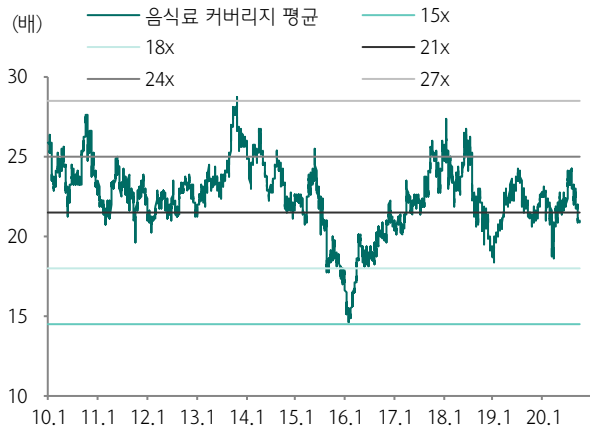
자료: 하나금융투자

그림 2. 오리온 중국 법인 매출 성장 전망 VS. 중국 Peer



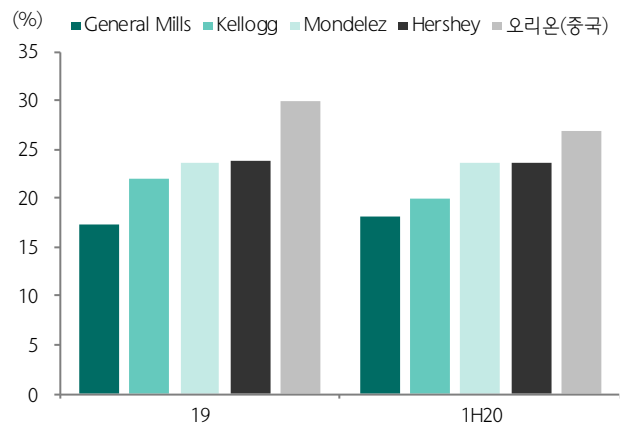
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 3. 홍콩 항생 음식료 업종 밸류에이션 추이



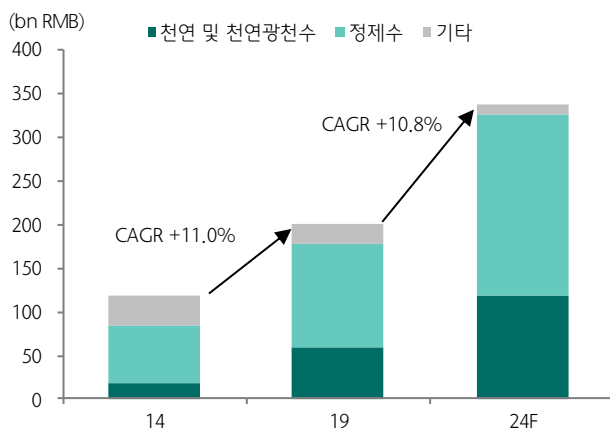
자료: 하나금융투자

그림 4. 글로벌 Peer 광고판촉비율 현황



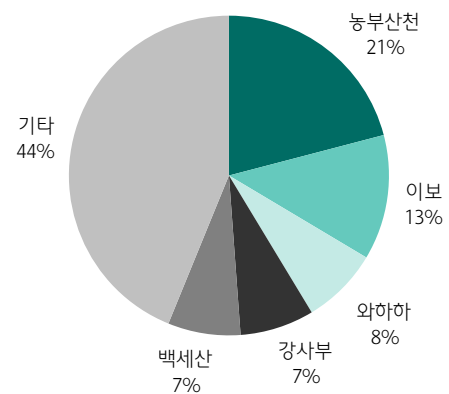
자료: 하나금융투자

그림 5. 중국 생수시장 약 34조원 규모



기타: 천연 및 천연광천수는 'Mineral Water' 일컫음
자료: 하나금융투자

그림 6. 중국 생수시장 점유율 현황



자료: 하나금융투자

표 1. 오리온 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20F	21F
매출액	539.8	515.1	597.4	593.5	601.5	542.0	633.1	659.4	2,023.3	2,245.8	2,436.0
국내제과	190.8	184.1	194.3	200.1	195.1	189.6	202.1	210.2	732.8	769.4	797.0
중국제과	262.9	257.0	306.2	272.3	305.6	265.6	316.5	306.3	974.4	1,098.4	1,194.1
베트남제과	70.3	57.8	74.6	94.3	80.8	66.5	85.8	108.4	252.4	297.0	341.5
러시아제과	19.8	19.1	23.8	28.9	21.9	22.3	29.8	36.2	77.3	91.6	110.2
YoY	8.5%	17.3%	12.7%	6.7%	11.4%	5.2%	6.0%	11.1%	5.0%	11.0%	8.5%
국내제과	7.2%	3.5%	6.4%	3.0%	2.3%	3.0%	4.0%	5.0%	2.9%	5.0%	3.6%
중국제과	4.6%	28.1%	14.4%	6.8%	16.2%	3.3%	3.4%	12.5%	4.4%	12.7%	8.7%
베트남제과	23.9%	19.7%	18.0%	12.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	7.9%	17.7%	15.0%
러시아제과	32.8%	20.1%	16.1%	11.0%	11.0%	17.0%	25.0%	25.0%	19.3%	18.4%	20.3%
영업이익	97.0	86.2	107.8	100.7	107.9	87.7	120.7	125.2	327.6	391.7	441.5
국내제과	30.0	29.1	28.7	31.0	31.2	30.3	32.3	33.6	107.8	118.8	127.5
중국제과	47.3	42.9	58.4	48.0	56.5	42.5	66.5	58.2	158.6	196.6	223.7
베트남제과	15.9	9.6	16.7	18.9	16.2	10.6	17.2	24.9	47.7	61.1	68.9
러시아제과	3.6	3.7	4.9	5.2	3.9	4.2	4.8	8.0	12.5	17.4	20.9
YoY	25.5%	71.0%	6.0%	2.9%	11.2%	1.8%	11.9%	24.4%	16.1%	19.6%	12.7%
국내제과	29.2%	11.3%	2.9%	1.6%	4.1%	4.3%	12.7%	8.4%	16.9%	10.2%	7.3%
중국제과	16.2%	140.2%	1.4%	13.1%	19.5%	-0.9%	13.8%	21.3%	12.0%	24.0%	13.8%
베트남제과	98.8%	122.4%	23.7%	-14.0%	1.6%	10.8%	2.7%	32.3%	16.3%	27.9%	12.8%
러시아제과	112.5%	94.0%	48.5%	-7.6%	9.3%	14.8%	-2.9%	52.8%	56.6%	38.9%	20.0%
OPM	18.0%	16.7%	18.1%	17.0%	17.9%	16.2%	19.1%	19.0%	16.2%	17.4%	18.1%
국내제과	15.7%	15.8%	14.8%	15.5%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	14.7%	15.4%	16.0%
중국제과	18.0%	16.7%	19.1%	17.6%	18.5%	16.0%	21.0%	19.0%	16.3%	17.9%	18.7%
베트남제과	19.5%	16.6%	22.4%	20.0%	20.0%	16.0%	20.0%	23.0%	18.9%	20.6%	20.2%
러시아제과	18.3%	19.4%	20.6%	18.0%	18.0%	19.0%	16.0%	22.0%	16.2%	19.0%	19.0%
세전이익	104.7	95.5	112.7	104.9	111.9	91.7	124.7	129.2	308.1	417.7	452.6
YoY	32.4%	85.8%	10.3%	39.6%	6.9%	-4.0%	10.7%	23.2%	12.0%	35.7%	8.3%
(지배)순이익	73.1	63.8	76.4	68.7	80.7	66.0	89.1	91.0	215.6	282.0	319.4
YoY	42.5%	76.2%	12.9%	14.0%	10.4%	3.3%	16.6%	32.5%	54.1%	30.8%	13.2%
NPM	13.5%	12.4%	12.8%	11.6%	13.4%	12.2%	14.1%	13.8%	10.7%	12.6%	13.1%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,926.9	2,023.3	2,245.8	2,436.0	2,582.2
매출원가	1,050.0	1,110.1	1,214.0	1,300.2	1,368.5
매출총이익	876.9	913.2	1,031.8	1,135.8	1,213.7
판매비	594.8	585.6	640.1	694.3	723.0
영업이익	282.2	327.6	391.7	441.5	490.6
금융손익	(12.1)	(2.1)	2.3	10.4	19.3
중속/관계기업손익	(1.0)	0.0	23.7	0.7	1.0
기타영업외손익	6.2	(17.4)	0.0	0.0	0.0
세전이익	275.2	308.1	417.7	452.6	510.9
법인세	132.2	87.6	130.0	126.8	149.2
계속사업이익	143.0	220.5	287.7	325.8	361.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	143.0	220.5	287.7	325.8	361.8
비지배주주지분 손익	3.2	4.9	5.7	6.5	7.2
지배주주순이익	139.9	215.6	282.0	319.4	354.6
지배주주지분포괄이익	121.0	242.0	280.9	318.1	353.1
NOPAT	146.6	234.4	269.8	317.8	347.4
EBITDA	400.0	459.8	525.4	578.2	631.5
성장성(%)					
매출액증가율	79.53	5.00	11.00	8.47	6.00
NOPAT증가율	86.99	59.89	15.10	17.79	9.31
EBITDA증가율	130.95	14.95	14.27	10.05	9.22
영업이익증가율	162.76	16.09	19.57	12.71	11.12
(지배주주)순이익증가율	85.05	54.11	30.80	13.26	11.02
EPS증가율	8.49	54.13	30.81	13.25	11.03
수익성(%)					
매출총이익률	45.51	45.13	45.94	46.63	47.00
EBITDA이익률	20.76	22.73	23.39	23.74	24.46
영업이익률	14.65	16.19	17.44	18.12	19.00
계속사업이익률	7.42	10.90	12.81	13.37	14.01

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	3,538	5,453	7,133	8,078	8,969
BPS	35,568	41,057	47,590	55,068	63,437
CFPS	10,571	11,984	13,888	14,642	15,997
EBITDAPS	10,118	11,629	13,289	14,624	15,972
SPS	48,742	51,176	56,804	61,614	65,311
DPS	600	600	600	600	600
주가지표(배)					
PER	33.92	19.35	16.68	14.73	13.27
PBR	3.37	2.57	2.50	2.16	1.88
PCFR	11.35	8.80	8.57	8.13	7.44
EV/EBITDA	12.47	9.33	9.61	8.27	7.11
PSR	2.46	2.06	2.09	1.93	1.82
재무비율(%)					
ROE	10.31	14.24	16.10	15.74	15.14
ROA	6.07	8.98	11.06	11.33	11.16
ROIC	8.10	12.97	14.57	16.89	18.04
부채비율	62.77	47.06	37.03	33.95	30.78
순부채비율	14.29	4.50	(9.33)	(20.38)	(29.24)
이자보상배율(배)	16.77	30.00	53.19	78.42	86.87

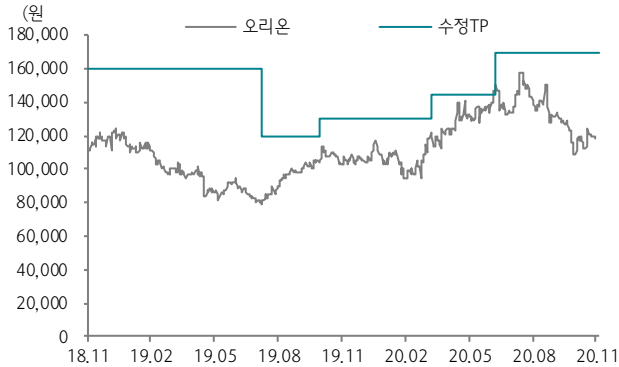
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	569.2	596.3	771.0	1,079.8	1,402.5
금융자산	228.5	236.1	372.2	647.9	945.2
현금성자산	184.6	165.0	293.1	562.2	854.4
매출채권	159.7	178.7	198.3	215.1	228.0
재고자산	156.6	147.6	163.8	177.7	188.4
기타유동자산	24.4	33.9	36.7	39.1	40.9
비유동자산	1,782.1	1,856.0	1,875.9	1,912.3	1,960.7
투자자산	30.4	51.9	55.4	58.5	60.8
금융자산	0.0	19.6	19.6	19.6	19.6
유형자산	1,646.0	1,655.5	1,675.0	1,711.1	1,759.8
무형자산	51.7	54.7	51.6	48.8	46.3
기타비유동자산	54.0	93.9	93.9	93.9	93.8
자산총계	2,351.4	2,452.3	2,646.9	2,992.0	3,363.3
유동부채	500.3	464.5	379.2	408.9	431.7
금융부채	155.4	134.3	15.1	15.8	16.3
매입채무	82.5	88.5	98.2	106.5	112.9
기타유동부채	262.4	241.7	265.9	286.6	302.5
비유동부채	406.5	320.3	336.1	349.6	359.9
금융부채	279.6	176.9	176.9	176.9	176.9
기타비유동부채	126.9	143.4	159.2	172.7	183.0
부채총계	906.8	784.8	715.3	758.4	791.6
지배주주지분	1,405.5	1,622.6	1,880.9	2,176.6	2,507.4
자본금	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8
자본잉여금	598.1	598.2	598.2	598.2	598.2
자본조정	623.8	623.8	623.8	623.8	623.8
기타포괄이익누계액	(27.3)	2.5	2.5	2.5	2.5
이익잉여금	191.1	378.4	636.7	932.3	1,263.2
비지배주주지분	39.0	44.9	50.6	57.1	64.3
자본총계	1,444.5	1,667.5	1,931.5	2,233.7	2,571.7
순금융부채	206.5	75.1	(180.1)	(455.2)	(752.0)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	400.6	347.8	432.4	471.9	509.9
당기순이익	143.0	220.5	287.7	325.8	361.8
조정	22	16	13	14	14
감가상각비	117.8	132.2	133.6	136.7	140.9
외환거래손익	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타	(96.9)	(116.3)	(120.6)	(122.7)	(126.9)
영업활동 자산부채 변동	42.2	(28.3)	11.0	9.4	7.2
투자활동 현금흐름	(114.9)	(187.5)	(161.4)	(179.7)	(194.5)
투자자산감소(증가)	(5.4)	(21.5)	(3.6)	(3.0)	(2.3)
자본증가(감소)	(119.4)	(119.2)	(150.0)	(170.0)	(187.0)
기타	9.9	(46.8)	(7.8)	(6.7)	(5.2)
재무활동 현금흐름	(199.2)	(184.4)	(142.9)	(23.0)	(23.2)
금융부채증가(감소)	(165.0)	(123.8)	(119.2)	0.7	0.5
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(10.5)	(36.9)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(23.7)	(23.7)	(23.7)	(23.7)	(23.7)
현금의 증감	83.0	(19.7)	128.1	269.2	292.2
Unlevered CFO	417.9	473.8	549.1	578.9	632.5
Free Cash Flow	269.8	222.0	282.4	301.9	322.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

오리온



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.7.9	BUY	170,000		
20.4.7	BUY	145,000	-10.63%	1.03%
19.10.29	BUY	130,000	-18.62%	-6.54%
19.8.8	BUY	120,000	-20.31%	-12.08%
18.12.4	1년 경과		-	-
17.12.4	BUY	160,000	-25.85%	-3.13%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

• 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.65%	7.35%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 11월 27일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2020년 12월 1일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2020년 12월 1일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.