

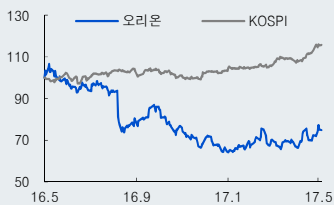
음식료

Company Report
2017.5.16

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	880,000
현재주가(17/05/15, 원)	722,000
상승여력	22%

영업이익(17F, 십억원)	148
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	319
EPS 성장률(17F, %)	-58.6
MKT EPS 성장률(17F, %)	35.5
P/E(17F, x)	44.1
MKT P/E(17F, x)	9.9
KOSPI	2,290.65
시가총액(십억원)	4,338
발행주식수(백만주)	6
유동주식비율(%)	59.5
외국인 보유비중(%)	42.4
배타(12M) 일간수익률	1.04
52주 최저가(원)	619,000
52주 최고가(원)	1,028,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.6	2.1	-26.3
상대주가	5.0	-12.3	-36.7



[음식료/담배]

백운목

02-3774-1679
wm.baek@miraesasset.com

홍수지

02-3774-1853
susie.hong@miraesasset.com

오리온 (001800)

항공모함은 침몰하지 않는다

17년 1Q 실적, 한한령(限韓令) 여파로 중국 적자 전환

오리온의 17년 1Q 실적은 매출액 25.7% 감소, 영업이익 69.9% 감소했다. 베트남, 러시아는 호실적, 국내(내수+수출)는 유지, 중국은 한한령(限韓令)의 여파로 극도로 부진했다.

중국은 1Q 매출액 37.9% 감소(위안화 32.3% 감소), 영업이익 적자(49억)였다. 실적 부진은 1) 중국의 한한령에 따른 중간상의 주문 정지, 제품 반품, 매장(매대) 철수, 기동률 하락, 2) 원/위안화 하락(8.3% 하락), 3) 17년 이른 춘절(17년 1월말)로 인한 매출 감소 때문으로 본다.

오리온 제품의 실제 소비(닐슨 데이터, 오리온 제품)는 1.5% 감소에 그쳤고, 시장점유율도 12.1%로 0.2%p 하락에 그쳤다. 부문별 실제 소비를 보면, 파이는 11.9% 증가(점유율 45.9%), 껌은 20.7% 감소(점유율 5.8%), 비스킷은 11.9% 감소(점유율 6.1%), 스낵은 2.2% 감소(점유율 12.3%)였다.

베트남은 매출액 5.1% 증가(동화로는 12.4% 증가), 영업이익 6.2% 증가했다. 원/동화(VND) 환율이 5.6% 하락했지만, 스낵(감자칩) 카테고리 58.3% 증가했기 때문이다. 러시아는 매출액 29.6% 증가, 영업이익 208.8% 증가했는데, 원/루블화(RUB) 환율 상승 21.5% 상승 효과와 초코파이 매출 증가 때문이다.

국내(내수+직수출)는 매출액 0.3% 감소, 영업이익 22.8% 감소했는데, 수량 감소, 원가 상승, 임금 상승, 브랜드 로열티 축소 때문이다.

중국은 2Q가 최악, 3Q 중반부터 바닥 탈출 예상

17년 중국법인 매출액 27.9% 감소, 영업이익 87.4% 감소를 예상한다. 중국 과자 시장은 16년 정세에서 17년에는 2~3% 성장세로 돌아설 전망이다. 1Q에는 매출액(32.3% 감소)과 실수요(1.5% 감소)가 차이를 보였지만, 2Q에는 매출액과 실수요가 큰 차이가 없을 것으로 본다. 한한령은 2Q를 최악으로 더 이상 악화되지는 않을 것으로 본다. 3Q 중반부터 바닥을 벗어날 것으로 보지만, 매장(매대) 원상 복구, 신규 주문 발주 등에는 시간이 걸려 빠른 매출 회복은 어렵다고 본다.

오리온은 한한령을 극복하기 위해 신제품 출시, TT(전통) 채널 공략, 온라인 채널 확대(지급수수료가 적어 마진 높음)를 추진 중이다. 한한령은 정치적 이슈이며, 오리온 제품의 근본적인 훼손(제품 경쟁력 저하)은 아니다.

재상장(7월 7일)후 목표주가 다시 제시 예정

오리온은 지주회사 전환(분할 기준 6월 1일, 거래 정지 5월 30일~7월 6일, 재상장 7월 7일)이 예정되어 있다. 재상장(7월 7일)되면 사업회사의 목표주가를 다시 제시할 계획이다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	2,200	2,382	2,386	2,008	2,289	2,424
영업이익 (십억원)	249	299	326	148	271	295
영업이익률 (%)	11.3	12.6	13.7	7.4	11.8	12.2
순이익 (십억원)	163	162	237	98	172	192
EPS (원)	27,363	27,164	39,522	16,354	28,625	31,913
ROE (%)	13.8	12.4	15.9	6.0	9.9	10.2
P/E (배)	37.1	42.9	16.6	44.1	25.2	22.6
P/B (배)	4.7	4.9	2.4	2.6	2.4	2.2
배당수익률 (%)	0.6	0.5	0.9	0.8	0.8	0.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 오리온의 17년 1Q 실적 발표

(십억원, %)

	1Q16	4Q16	1Q17			증감률	
			발표치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	660.6	632.4	490.7	580.6	604.1	-25.7	-22.4
영업이익	118.9	85.0	35.8	75.9	96.6	-69.9	-57.9
세전이익	98.9	105.3	33.3	67.3	92.1	-66.3	-68.3
순이익	69.0	75.7	25.0	47.3	65.9	-63.7	-66.9
영업이익률	18.0	13.4	7.3	13.1	16.0	-	-
순이익률	10.4	12.0	5.1	8.1	10.9	-	-

자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 오리온의 계열사(법인)별 17년 1Q 실적

(십억원, %)

	매출액			영업이익			영업이익률	
	1Q16	1Q17	증가율	1Q16	1Q17	증가율	1Q16	1Q17
Orion(내수+직수출)	173.8	173.3	-0.3	23.9	18.4	-22.8	13.7	10.6
China	378.4	234.9	-37.9	68.1	-4.8	적전	18.0	-2.1
OFC	378.4	234.9	-37.9	41.6	-10.7	적전	11.0	-4.6
OAC	0.0	0.0	-	-0.1	-0.3	적자	-	-
OFS	50.2	29.7	-40.8	12.1	2.9	-76.0	24.1	9.8
OFG	33.1	20.9	-36.9	8.2	2.2	-73.2	24.8	10.5
OFSY	22.1	15.0	-	5.8	1.7	-70.7	26.2	11.3
OBC	2.0	0.6	-	0.0	-0.4	적전	-	-
China I-Pak	6.3	3.6	-	0.5	-0.2	적전	-	-
Pan Orion(China)	0.0	0.0	-	0.0	-0.1	적전	-	-
OFV(Vietnam)	58.9	61.8	5.1	11.3	12.0	6.2	19.3	19.5
OIE(Russia)	13.7	17.7	29.6	1.3	4.1	208.8	9.7	23.1
Sports ToTo	0.3	0.0	-	-0.6	0.0	-	-	-
Show box	43.6	8.5	-80.5	6.8	-1.0	적전	15.6	-11.8
연결	660.6	490.7	-25.7	118.9	35.8	-69.9	18.0	7.3

자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 오리온의 과자류 지역별 17년 1Q 실적

(십억원, %)

	매출액			영업이익			영업이익률	
	1Q16	1Q17	증가율	1Q16	1Q17	증가율	1Q16	1Q17
Korea	154.8	156.1	0.8	23.9	18.4	-22.8	13.7	10.6
China	378.4	234.9	-37.9	68.1	-4.9	적전	18.0	-2.1
Vietnam	52.0	55.2	6.2	11.3	12.0	6.2	19.3	19.5
Russia	13.7	17.7	29.6	1.3	4.1	208.8	9.7	23.1
Others	18.1	17.6	-2.8	0.0	0.0	-	0.0	0.0
Total	616.9	481.6	-21.9	104.7	29.7	-71.6	17.0	6.2

자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 오리온의 17~18년 수익예상 변경

(십억원, %)

	변경 전		변경 후		변경률		변경사유
	17F	18F	17F	18F	17F	18F	
매출액	2,195	2,330	2,008	2,289	-8.5	-1.8	중국의 매출 감소 추가 반영
영업이익	246	276	148	271	-39.7	-1.8	
세전이익	220	260	137	243	-37.7	-6.7	
순이익	155	183	98	172	-36.6	-6.0	
영업이익률	11.2	11.8	7.4	11.8	-	-	
순이익률	7.1	7.9	4.9	7.5	-	-	

자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

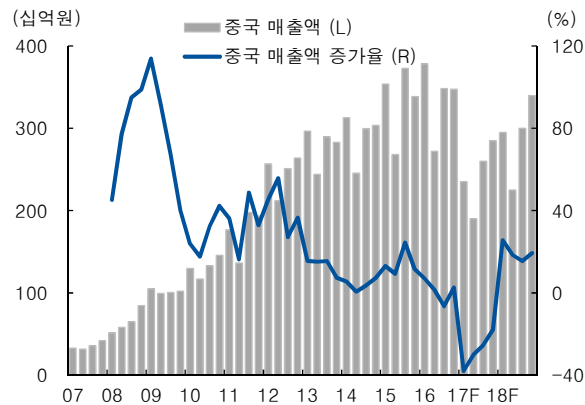
표 5. 오리온의 분기별 수익예상

(십억원, %)

	16				17F				16	17F	18F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	연간	연간	연간
매출액	661	496	597	632	491	424	517	577	2,386	2,008	2,289
영업이익	119	28	94	85	36	6	51	55	326	148	271
세전이익	99	20	94	105	33	5	47	52	324	137	243
순이익	69	7	85	76	25	3	32	37	237	98	172
영업이익률	18.0	5.6	15.8	13.4	7.3	1.5	9.9	9.5	13.7	7.4	11.8
순이익률	10.4	1.4	14.3	12.0	5.1	0.8	6.3	6.5	9.9	4.9	7.5
매출액증가율	5.5	-3.2	-6.6	4.7	-25.7	-14.5	-13.5	-8.8	0.2	-15.8	14.0
영업이익증가율	11.3	-41.3	20.1	28.1	-69.9	-77.6	-45.7	-35.6	9.0	-54.6	83.1
세전이익증가율	-9.2	-55.2	72.2	175.1	-66.3	-75.9	-50.0	-50.7	28.3	-57.6	77.0
순이익증가율	-10.5	-63.8	140.2	145.2	-63.7	-50.3	-62.0	-50.5	45.8	-58.5	75.0

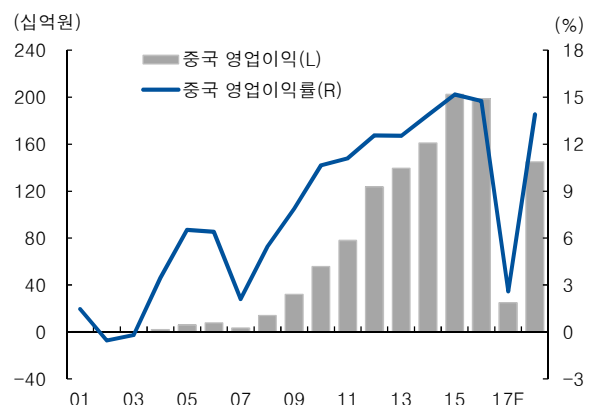
자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 오리온의 중국 매출액 증가율 전망(분기별)



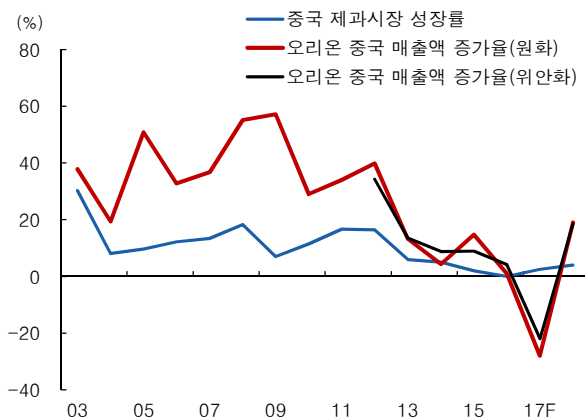
자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 오리온의 중국 영업이익 전망(연간)



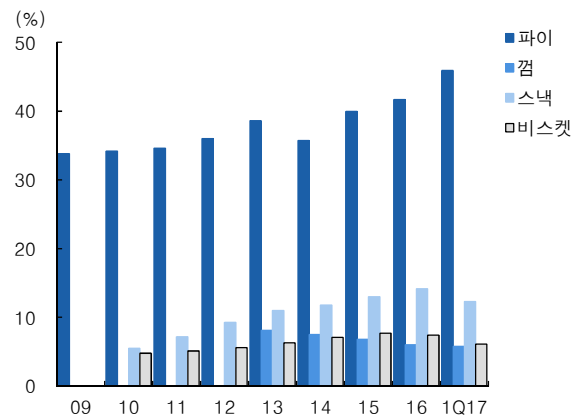
자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 중국 과자 시장 성장률과 오리온의 중국 매출 성장률



자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 오리온의 품목별 중국 시장 점유율



자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

오리온 (001800)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	2,386	2,008	2,289	2,424
매출원가	1,236	1,088	1,207	1,271
매출총이익	1,150	920	1,082	1,153
판매비와관리비	824	772	811	858
조정영업이익	326	148	271	295
영업이익	326	148	271	295
비영업손익	-19	-11	-28	-26
금융손익	-15	-13	-12	-9
관계기업등 투자손익	2	1	1	1
세전계속사업손익	307	137	243	269
계속사업법인세비용	75	37	66	71
계속사업이익	233	100	177	198
중단사업이익	16	0	0	0
당기순이익	249	100	177	198
지배주주	237	98	172	192
비지배주주	12	2	5	6
총포괄이익	219	100	177	198
지배주주	209	96	169	188
비지배주주	10	5	8	9
EBITDA	488	287	397	414
FCF	104	78	139	150
EBITDA 마진율 (%)	20.5	14.3	17.3	17.1
영업이익률 (%)	13.7	7.4	11.8	12.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.9	4.9	7.5	7.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	780	753	858	998
현금 및 현금성자산	240	260	307	414
매출채권 및 기타채권	178	163	182	192
재고자산	194	177	198	210
기타유동자산	168	153	171	182
비유동자산	2,129	2,148	2,209	2,263
관계기업투자등	33	30	34	36
유형자산	1,817	1,877	1,923	1,970
무형자산	53	26	25	24
자산총계	2,909	2,901	3,067	3,261
유동부채	872	801	815	840
매입채무 및 기타채무	216	206	230	243
단기금융부채	471	426	0	0
기타유동부채	185	169	585	597
비유동부채	332	327	333	336
장기금융부채	277	277	0	0
기타비유동부채	55	50	333	336
부채총계	1,204	1,127	1,148	1,176
지배주주지분	1,600	1,666	1,806	1,966
자본금	30	30	30	30
자본잉여금	67	67	67	67
이익잉여금	1,537	1,603	1,744	1,904
비지배주주지분	105	108	113	119
자본총계	1,705	1,774	1,919	2,085

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	341	249	300	315
당기순이익	249	100	177	198
비현금수익비용가감	273	188	202	198
유형자산감가상각비	108	112	115	118
무형자산상각비	53	27	11	1
기타	112	49	76	79
영업활동으로인한자산및부채의변동	-92	11	-2	-1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-22	15	-19	-11
재고자산 감소(증가)	-11	17	-21	-12
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-5	-1	13	7
법인세납부	-70	-37	-66	-71
투자활동으로 인한 현금흐름	-43	-156	-189	-175
유형자산처분(취득)	-234	-171	-161	-165
무형자산감소(증가)	-3	0	-10	0
장단기금융자산의 감소(증가)	207	15	-18	-10
기타투자활동	-13	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-309	-77	-62	-32
장단기금융부채의 증가(감소)	-260	-45	-30	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-33	-32	-32	-32
기타재무활동	-16	0	0	0
현금의 증가	-14	20	47	107
기초현금	254	240	260	307
기말현금	240	260	307	414

자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

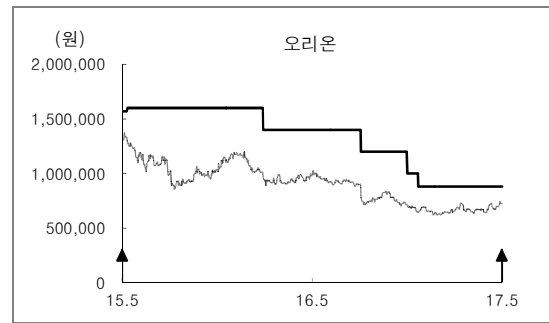
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	16.6	44.1	25.2	22.6
P/CF (x)	7.5	15.1	11.4	11.0
P/B (x)	2.4	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA (x)	9.2	16.8	12.0	11.2
EPS (원)	39,522	16,354	28,625	31,913
CFPS (원)	87,103	47,924	63,079	65,923
BPS (원)	271,618	282,728	306,077	332,714
DPS (원)	6,000	6,000	6,000	6,000
배당성향 (%)	12.7	31.6	17.9	16.0
배당수익률 (%)	0.9	0.8	0.8	0.8
매출액증가율 (%)	0.2	-15.8	14.0	5.9
EBITDA증가율 (%)	1.2	-41.2	38.3	4.3
조정영업이익증가율 (%)	9.0	-54.6	83.1	8.9
EPS증가율 (%)	45.5	-58.6	75.0	11.5
매출채권 회전을 (회)	14.4	12.0	13.5	13.2
재고자산 회전을 (회)	12.5	10.8	12.2	11.9
매입채무 회전을 (회)	10.6	10.0	10.5	10.1
ROA (%)	8.4	3.5	5.9	6.2
ROE (%)	15.9	6.0	9.9	10.2
ROIC (%)	12.4	5.3	9.8	10.4
무채비율 (%)	70.6	63.6	59.8	56.4
유동비율 (%)	89.4	94.1	105.3	118.8
순차입금/자기자본 (%)	26.4	22.0	16.0	9.4
조정영업이익/금융비용 (x)	13.0	7.1	13.9	15.1

오리온
항공모함은 침몰하지 않는다

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
오리온(001800)	2016.12.05	매수	880,000원
	2016.11.14	매수	1,000,000원
	2016.08.17	매수	1,200,000원
	2016.02.11	매수	1,400,000원
	2015.05.26	매수	1,600,000원
	2015.04.24	매수	1,570,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
72.86%	15.58%	11.56%	0.00%

* 2017년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.