

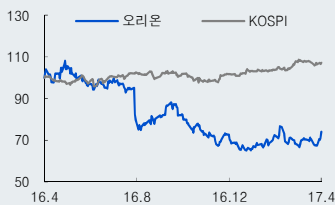
음식료

Company Report
2017.4.20

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	880,000
현재주가(17/04/20, 원)	705,000
상승여력	25%

영업이익(17F, 십억원)	246
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	336
EPS 성장률(17F, %)	-34.8
MKT EPS 성장률(17F, %)	32.4
P/E(17F, x)	27.3
MKT P/E(17F, x)	9.4
KOSPI	2,149.15
시가총액(십억원)	4,236
발행주식수(백만주)	6
유동주식비율(%)	59.5
외국인 보유비중(%)	42.4
배타(12M) 일간수익률	0.89
52주 최저가(원)	619,000
52주 최고가(원)	1,028,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.5	-7.2	-25.9
상대주가	9.9	-11.9	-30.8



[음식료/담배]

백운목

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

홍수지

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

오리온 (001800)

한한령(限韓令), 극복 시기는?

17년 1Q Preview, 한한령(限韓令) 여파로 부진 예상

오리온의 17년 1Q 실적은 매출액 12.1% 감소, 영업이익 36.2% 감소할 전망이다. 국내(내수+수출), 베트남, 러시아는 실적이 좋으나, 중국은 한한령의 여파로 부진할 것으로 본다.

중국(매출비중 57.8%, 이익비중 60.9%)은 매출액 28.1% 감소, 영업이익 45.7% 감소할 전망이다. 실적 부진은 1) 중국의 한한령(限韓令)에 따른 판매 부진, 재고 반품, 가동률 하락, 2) 원/위안화 하락(YoY 8.8% 하락), 3) 17년 이른 춘절(17년 1월말)로 인한 매출 감소(약 300억원이 16년 4Q에 발생 추정) 때문으로 본다.

베트남(매출비중 8.4%, 이익비중 8.1%)의 매출액은 12.1% 증가할 전망이다. 원/동화(VND) 환율이 5.6% 하락했지만, 초코파이 매출 증가와 감사 수급 개선으로 인한 감자칩 매출 증가 때문이다. 러시아(매출비중 2.6%, 이익비중 2.3%) 매출액은 원/루블화(RUB) 환율 상승(YoY 21.3% 상승) 효과로 27.2% 증가한 것으로 추정된다. 국내(매출비중 29.1%, 이익비중 24.2%) 매출액은 16년 1Q 공장 화재에 의한 낮은 Base, 영업일수 정상화, 신제품 효과 등으로 2.5% 증가할 전망이다.

중국법인 3Q부터 바닥 탈출 예상, 한한령 극복 전략은?

17년 중국법인은 매출액 19.8% 감소, 영업이익 32.0% 감소를 예상한다. 중국 과자 시장은 16년 극도의 부진에서 17년 들어 2~3% 성장세로 돌아섰지만, 오리온은 한한령(限韓令)의 악영향을 크게 받기 때문이다. 분기별로는 17년 1~2Q에 부진할 것으로 보며, 한한령이 더 이상 강화되지 않는 3Q부터는 1~2Q보다 매출액이 나아질 것으로 본다.

오리온은 한한령을 극복하기 위해 1) 신제품 출시(마켓트 브라우니, 리얼치즈칩 등 프리미엄 제품 출시와 제품 확장에 의한 매출 확대, 5~6월부터 매출 발생 본격화), 2) TT(전통) 채널 공략(TT채널 비중은 14년 34%, 15년 38%에서 18년 50%로 높아질 전망), 3) 온라인 채널 확대(지급수수료가 적어 마진 높음)를 추진 중이다. 특히, 중국 과자의 온라인 비중은 3.5%(한국은 1% 정도)로 빠르게 성장하고 있다. 오리온은 중국 내 e-commerce(전자상거래)팀을 신설하여 온라인 과자 시장의 성장에 대응하고 있다.

거래 정지(5월 30일~7월 6일), 재상장(7월 7일)후 목표주가 다시 제시 예정

오리온은 중국의 한한령에 의한 불확실성 증가 등으로 주가가 조정 중이다. 하지만, 중국은 17년 1~2Q에 부진한 실적을 기록한 후, 3Q부터는 바닥에서 탈출할 것으로 본다. 목표주가는 88만원을 유지한다. 오리온은 지주회사 전환(분할 기준 6월 1일, 거래 정지 5월 30일~7월 6일, 재상장 7월 7일)이 예정되어 있다. 지주회사 전환 후 재상장(7월 7일)되면 사업회사(오리온 본업)의 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	2,195	2,330	2,468
영업이익 (십억원)	249	299	326	246	276	293
영업이익률 (%)	11.3	12.6	13.7	11.2	11.8	11.9
순이익 (십억원)	163	162	237	155	183	196
EPS (원)	27,363	27,164	39,522	25,782	30,459	32,621
ROE (%)	13.8	12.4	15.9	9.3	10.2	10.0
P/E (배)	37.1	42.9	16.6	27.3	23.1	21.6
P/B (배)	4.7	4.9	2.4	2.4	2.2	2.0
배당수익률 (%)	0.6	0.5	0.9	0.9	0.9	0.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

오리온

한한령(限韓令), 극복 시기는?

표 1. 오리온의 17년 1Q 실적 예상

(십억원, %)

	1Q16	4Q16	1Q17F		증감률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	660.6	632.4	580.6	635.7	-12.1	-8.2
영업이익	118.9	85.0	75.9	105.4	-36.2	-10.8
세전이익	98.9	105.3	67.3	91.8	-32.0	-36.1
순이익	69.0	75.7	47.3	62.9	-31.5	-37.6
영업이익률	18.0	13.4	13.1	16.6	-	-
순이익률	10.4	12.0	8.1	9.9	-	-

자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 오리온의 분기별 수익예상

(십억원, %)

	16				17F				16	17F	18F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	연간	연간	연간
매출액	661	496	597	632	581	454	552	608	2,386	2,195	2,330
영업이익	119	28	94	85	76	29	67	74	326	246	276
세전이익	99	20	94	105	67	22	63	68	324	220	260
순이익	69	7	85	76	47	16	43	49	237	155	183
영업이익률	18.0	5.6	15.8	13.4	13.1	6.3	12.1	12.2	13.7	11.2	11.8
순이익률	10.4	1.4	14.3	12.0	8.1	3.5	7.8	8.0	9.9	7.1	7.9
매출액증가율	5.5	-3.2	-6.6	4.7	-12.1	-8.5	-7.5	-3.8	0.2	-8.0	6.2
영업이익증가율	11.3	-41.3	20.1	28.1	-36.2	2.9	-29.4	-12.6	9.0	-24.7	12.4
세전이익증가율	-9.2	-55.2	72.2	175.1	-32.0	11.2	-33.4	-35.7	28.3	-32.0	18.2
순이익증가율	-10.5	-63.8	140.2	145.2	-31.5	128.9	-49.4	-35.4	45.8	-34.5	18.1

자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

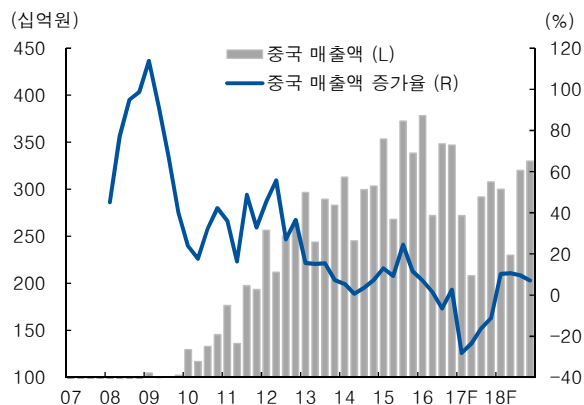
표 3. 오리온의 17~18년 수익예상 변경

(십억원, %)

	변경 전		변경 후		변경률		변경사유
	17F	18F	17F	18F	17F	18F	
매출액	2,486	2,588	2,195	2,330	-11.7	-10.0	중국의 한한령 영향 반영
영업이익	341	352	246	276	-28.0	-21.6	
세전이익	302	331	220	260	-27.1	-21.4	
순이익	227	235	155	183	-31.8	-22.1	
영업이익률	13.7	13.6	11.2	11.8	-	-	
순이익률	9.1	9.1	7.1	7.9	-	-	

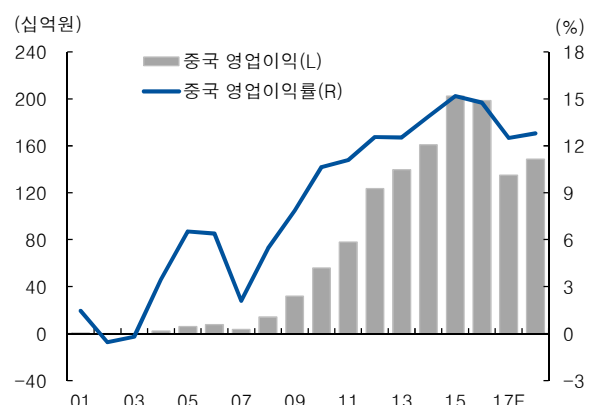
자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 오리온의 중국 매출액 증가율 전망(분기별)



자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 오리온의 중국 영업이익 전망(연간)

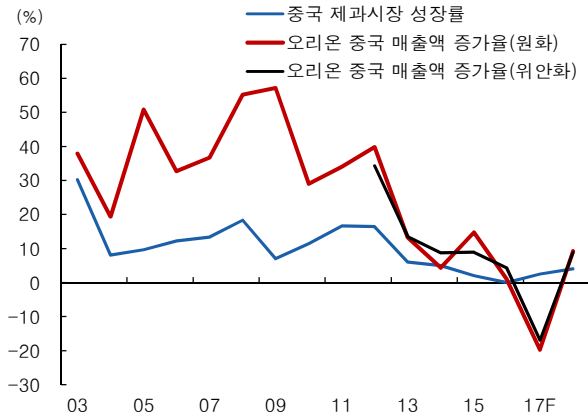


자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

오리온

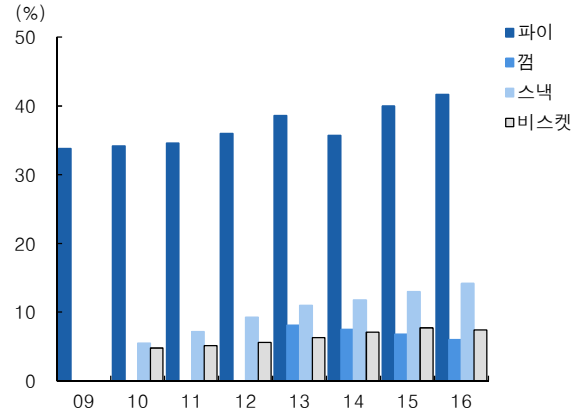
한한령(限韓令), 극북 시기는?

그림 3. 중국 과자 시장 성장률과 오리온의 중국 매출 성장률



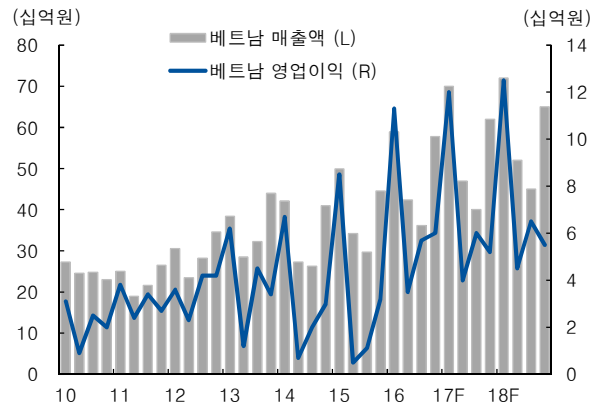
자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 오리온의 품목별 중국 시장 점유율



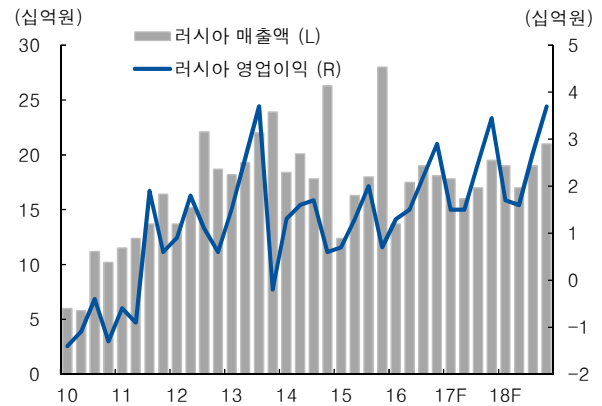
자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 오리온의 베트남 매출액과 영업이익 전망(분기별)



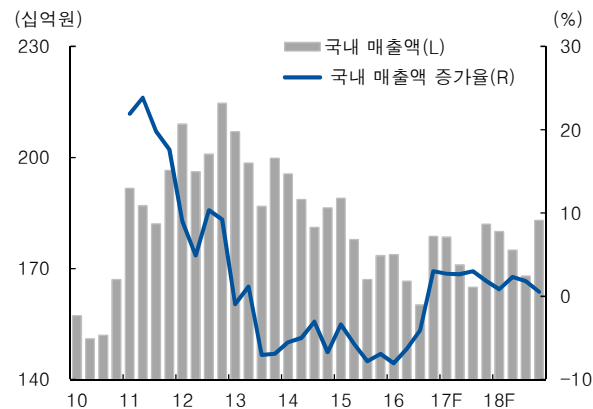
자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 오리온의 러시아 매출액과 영업이익 전망(분기별)



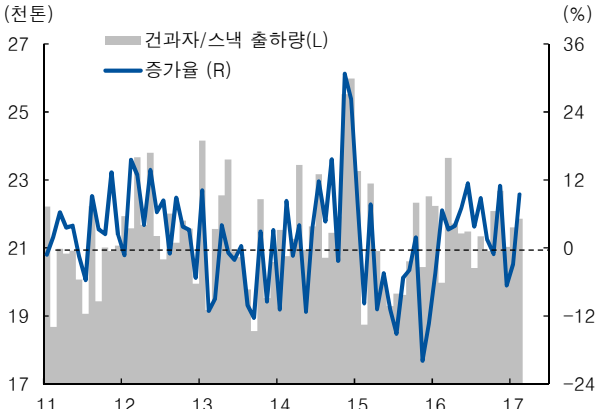
자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 국내법인(내수+직수출) 매출액 전망(분기별)



자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 국내 제과 시장 출하량 및 증가율



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

오리온 (001800)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	2,386	2,195	2,330	2,468
매출원가	1,236	1,129	1,192	1,262
매출총이익	1,150	1,066	1,138	1,206
판매비와관리비	824	821	863	913
조정영업이익	326	246	276	293
영업이익	326	246	276	293
비영업손익	-19	-26	-16	-13
금융손익	-15	-12	-10	-8
관계기업등 투자손익	2	1	1	1
세전계속사업손익	307	220	260	280
계속사업법인세비용	75	58	68	74
계속사업이익	233	162	192	205
중단사업이익	16	0	0	0
당기순이익	249	162	192	205
지배주주	237	155	183	196
비지배주주	12	7	9	9
총포괄이익	219	162	192	205
지배주주	209	155	183	196
비지배주주	10	8	9	10
EBITDA	488	385	402	412
FCF	104	133	154	157
EBITDA 마진율 (%)	20.5	17.5	17.3	16.7
영업이익률 (%)	13.7	11.2	11.8	11.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.9	7.1	7.9	7.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	780	825	927	1,074
현금 및 현금성자산	240	305	378	493
매출채권 및 기타채권	178	171	181	191
재고자산	194	187	197	209
기타유동자산	168	162	171	181
비유동자산	2,129	2,155	2,208	2,262
관계기업투자등	33	32	34	36
유형자산	1,817	1,877	1,923	1,970
무형자산	53	26	25	24
자산총계	2,909	2,980	3,135	3,336
유동부채	872	815	807	831
매입채무 및 기타채무	216	211	223	236
단기금융부채	471	426	0	0
기타유동부채	185	178	584	595
비유동부채	332	329	332	336
장기금융부채	277	277	0	0
기타비유동부채	55	52	332	336
부채총계	1,204	1,145	1,139	1,167
지배주주지분	1,600	1,723	1,874	2,039
자본금	30	30	30	30
자본잉여금	67	67	67	67
이익잉여금	1,537	1,660	1,811	1,976
비지배주주지분	105	113	122	131
자본총계	1,705	1,836	1,996	2,170

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	341	304	315	322
당기순이익	249	162	192	205
비현금수익비용가감	273	208	203	199
유형자산감가상각비	108	112	115	118
무형자산상각비	53	27	11	1
기타	112	69	77	80
영업활동으로인한자산및부채의변동	-92	4	-1	-1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-22	7	-9	-11
재고자산 감소(증가)	-11	7	-10	-12
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-5	-1	6	7
법인세납부	-70	-58	-68	-74
투자활동으로 인한 현금흐름	-43	-165	-180	-175
유형자산처분(취득)	-234	-171	-161	-165
무형자산감소(증가)	-3	0	-10	0
장단기금융자산의 감소(증가)	207	6	-9	-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	66	73	114
기초현금	254	240	305	378
기말현금	240	305	378	493

자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

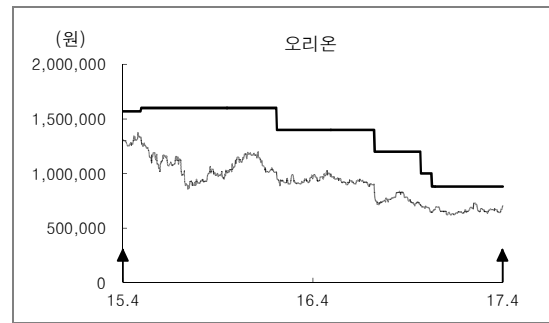
	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	16.6	27.3	23.1	21.6
P/CF (x)	7.5	11.4	10.7	10.5
P/B (x)	2.4	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA (x)	9.2	12.2	11.4	10.9
EPS (원)	39,522	25,782	30,459	32,621
CFPS (원)	87,103	61,629	65,715	67,398
BPS (원)	271,618	292,156	317,339	344,684
DPS (원)	6,000	6,000	6,000	6,000
배당성향 (%)	12.7	19.5	16.5	15.4
배당수익률 (%)	0.9	0.9	0.9	0.9
매출액증가율 (%)	0.2	-8.0	6.2	5.9
EBITDA증가율 (%)	1.2	-21.1	4.4	2.5
조정영업이익증가율 (%)	9.0	-24.5	12.2	6.2
EPS증가율 (%)	45.5	-34.8	18.1	7.1
매출채권 회전을 (회)	14.4	12.8	13.4	13.5
재고자산 회전을 (회)	12.5	11.5	12.1	12.2
매입채무 회전을 (회)	10.6	10.3	10.7	10.7
ROA (%)	8.4	5.5	6.3	6.4
ROE (%)	15.9	9.3	10.2	10.0
ROIC (%)	12.4	8.9	9.9	10.3
부채비율 (%)	70.6	62.4	57.1	53.8
유동비율 (%)	89.4	101.2	114.9	129.2
순차입금/자기자본 (%)	26.4	18.6	11.8	5.4
조정영업이익/금융비용 (x)	13.0	11.8	14.1	15.0

오리온

한한령(限韓令), 극복 시기는?

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
	2015.04.19	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.