

## 오리온(271560)

Above

In line

Below

## 매수(유지)

목표주가: 107,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(8/14)	2,334
주가(8/14)	89,400
시가총액(십억원)	3,534
발행주식수(백만)	40
52주 최고/최저가(원)	89,400/80,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	17,186
유동주식비율/외국인지분율(%)	59.5/42.0
주요주주(%)	이회경 외 6인 40.6
	GIC Private Limited 5.9

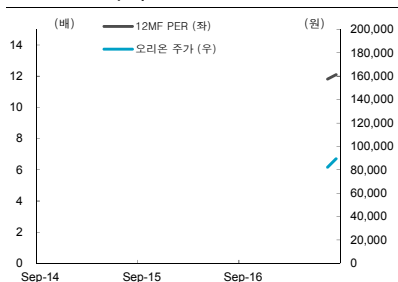
## Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	NM	22.9	18.1
PBR(x)	NM	4.8	3.9
ROE(%)	0.0	20.8	23.8
DY(%)	-	0.9	1.1
EV/EBITDA(x)	NM	14.7	11.7
EPS(원)	0	3,896	4,926
BPS(원)	0	18,726	22,652

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	10.4	0.0	0.0
상대주가(%p)	13.7	0.0	0.0

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 사드는 성철의 계기

## What's new : 사드로 다시 어닝 쇼크

6월 1일자로 분할된 오리온과 오리온홀딩스의 합산 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 21.2%, 40.1% 감소해, 영업이익 기준으로 우리의 예상을 11.5% 하회했다. 실적이 악화된 것은 주로 사드 이슈로 중국 법인의 영업손실 폭이 확대된 데 기인한다. 중국 법인이 141억원의 대규모 영업손실을 기록한 반면, 한국은 판매 정상화, 그리고 베트남과 러시아는 외형과 수익성이 모두 개선되었다. 인적 분할로 오리온 사업회사 관련 중단영업이익이 오리온홀딩스에 1조 4,985억원 발생해 합산 순이익은 크게 증가했다.

## Positives : 베트남, 러시아, 한국의 선전

베트남 매출액은 동화 기준으로 33.1%, 원화 기준으로 28.3% 증가해 호조세를 이어갔다. 편의점이나 체인스토어가성장하면서 제과시장의 활황이 이어졌고, 동사는 대표 스낵인 투니스를 히트시키고 파이류의 인기를 유지해 점유율(28%로 2위)이 상승했다. 영업이익률도 외형 성장 및 회전을 상승으로 고정비/판촉비 부담이 줄어 10.9%에서 16.2%로 크게 올랐다. 러시아도 루블화 기준으로 21.6%, 원화 기준으로 35.3% 매출액이 늘었다. 주력인 초코파이 매출액이 시장 회복 및 점유율 상승으로 27.2% 급증했고 러시아정부의 판매수수료를 상한 설정에 따라 판관비 부담이 줄어 영업이익 규모도 전년동기 12억원에서 40억원으로 향상됐다. 한편 한국 매출액도 3.4% 증가해 수년만에 회복세를 보였는데, 이는 꼬북칩의 히트, 시즌 제품(딸기맛 초코파이 등)의 판매 증가, 이천 공장 화재로 인한 생산 차질 품목(오징어 땅콩 등)의 매출액 회복에 기인한다. 한국의 이익 성장률이 높은 것은 매출액 개선 및 낮은 기저 부담(전년동기에 임금 인상 소급분 반영) 때문이다.

## Negatives : 중국 영업손실 확대

중국의 매출액은 48.0% 감소했다. 그러나 전년동기대비 월별 매출액 증가율은 4월에 -70%, 5월에 -40%, 6월에 -20%를 기록해 사드로 인한 악영향이 점차 완화되는 분위기다. 실제 동사 제품의 소매 판매액 증가율은 4월에 -15%, 5월에 -19%, 6월에 -18%를 기록해 매출액 감소폭보다는 양호한 흐름을 보였다. 이러한 격차는 결국 유통재고를 소진시키는 결과를 낳았다. 중국 매출액은 7월에는 전년동월대비 10%, 8월 이후에도 10% 전후 감소에서 안정될 것으로 예상된다. 중국법인은 2분기에 전년동기대비 300.0% 감소한 141억원의 영업손실을 기록했지만, 이미 2천여명의 비정규직 직원을 감축했고, 재고관리시스템과 브랜드별 손익 관리 시스템을 발전시키고 있어 앞으로 수익성은 점진적으로 개선될 전망이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q17P			증감률		2017F	
	추정	실적	차이	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	419.1	391.2	(6.7)	(20.3)	(21.2)	2,127.4	2,121.9
영업이익	18.9	16.7	(11.5)	(53.4)	(40.1)	230.6	206.1
영업이익률	4.5	4.3	(0.2)	(3.0)	(1.3)	10.8	9.7
세전이익	18.0	12.9	(28.4)	(61.3)	(35.3)	205.9	191.8
순이익	13.6	1,500.4	10,896.3	5,997.4	19,802.1	154.0	146.4

**결론 : 하반기 중국 점진적 개선 예상**

사드 이슈로 인해 동사의 중국 사업은 심대한 타격을 입었다. 하지만 이를 계기로 저마진 브랜드를 정리하고, 재고 및 인력 관리의 효율성이 강화되는 계기를 맞게 되었다. 부실 유통재고가 상당히 소진되었다는 점만 감안해도 하반기 매출액은 상반기대비 개선되는 흐름을 보일 것이다. 판매가 정상화될 것으로 기대되는 2018년 기준 PER은 18.1배로 중국 제과업체의 평균 PER인 20.1배대비 낮다. 상대적인 제품력과 마케팅력 우위를 감안할 때, 저평가 상태라 판단된다.

**<표 1> 2Q17 연결 실적**

(단위: 십억원, %)

	2Q17	2Q16	YoY	1Q17	QoQ	당사 추정치	차이	Consensus	차이
매출액	391.2	496.2	(21.2)	490.7	(20.3)	419.1	(6.7)	433.1	(9.7)
매출총이익	178.7	235.1	(24.0)	224.1	(20.2)	190.7	(6.3)		
판매비	162.0	207.2	(21.8)	188.3	(13.9)	171.8	(5.7)		
영업이익	16.7	27.9	(40.1)	35.8	(53.4)	18.9	(11.5)	22.8	(26.8)
세전이익	12.9	19.9	(35.3)	33.3	(61.3)	18.0	(28.4)	19.8	(34.9)
당기순이익	1,500.4	7.5	19,802.1	24.6	5,997.4	13.610,896.3		39.6	3,688.9
매출원가율	54.3	52.6		54.3		54.5			
판매비율	41.4	41.8		38.4		41.0			
영업이익률	4.3	5.6		7.3		4.5		5.3	
세전이익률	3.3	4.0		6.8		4.3		4.6	
당기순이익률	383.5	1.5		5.0		3.3		9.1	

주: 오리온홀딩스와 오리온의 합산 실적

자료: Quantiwise, 한국투자증권

**<표 2> 지역별 실적 추이 및 전망**

(단위: 십억원, % YoY, %, %p)

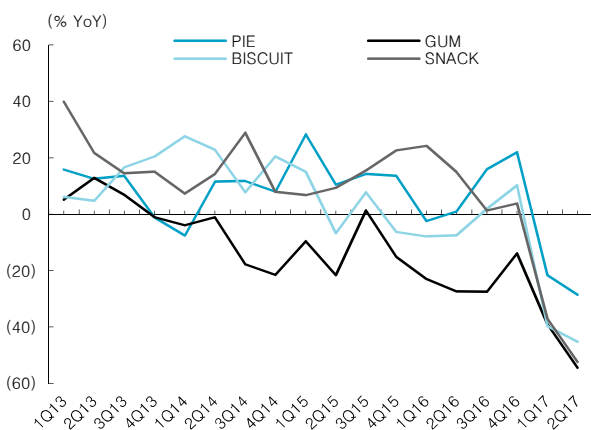
	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
<b>매출액</b>										
한국	272.5	239.2	233.5	212.7	217.6	175.8	194.3	218.0	181.8	<b>187.9</b>
(제과)	176.8	160.9	152.9	158.5	154.8	152.4	145.7	160.0	156.4	<b>157.5</b>
오리온(별도)	189.0	177.8	167.1	173.5	173.8	166.6	160.2	178.7	173.3	<b>173.7</b>
OSI										
(기타)	95.7	78.3	66.4	39.2	43.8	9.2	34.1	39.3	8.5	<b>14.2</b>
스포츠토토	72.0	65.0	0.2	0.3	0.2	0.3				
쇼박스	23.7	13.3	66.2	38.9	43.6	8.9	34.1	39.3	8.5	<b>14.2</b>
중국	353.7	268.1	372.7	338.4	378.4	272.0	348.4	347.2	234.9	<b>141.5</b>
러시아	12.4	16.3	16.1	13.4	13.7	14.0	15.5	18.1	17.7	<b>18.9</b>
베트남	44.7	26.6	29.7	38.7	52.0	31.6	36.2	50.9	55.2	<b>40.6</b>
기타(건설, 내부조정 등)	14.9	27.4	1.6	15.9	17.9	17.0	17.3	16.8	18.0	<b>18.4</b>
<b>영업이익</b>										
한국	42.8	30.5	26.8	20.3	30.1	15.9	17.4	29.1	17.4	<b>22.5</b>
(제과)	30.2	27.3	19.3	18.3	23.9	16.6	12.1	26.2	18.4	<b>23.1</b>
오리온	30.2	27.3	19.3	18.3	23.9	16.6	12.1	26.2	18.4	<b>23.1</b>
(기타)	12.6	3.2	7.5	2.0	6.2	(0.7)	5.3	2.9	(1.0)	<b>(0.6)</b>
스포츠토토	10.5	2.9	(1.2)	(1.0)	(0.6)	(0.9)				
쇼박스	2.1	0.3	8.6	3.0	6.8	0.2	5.3	2.9	(1.0)	<b>(0.6)</b>
중국	56.9	29.6	66.9	47.0	68.1	7.1	70.7	52.7	(4.9)	<b>(14.1)</b>
러시아	0.7	1.3	2.0	0.5	1.3	1.2	2.2	2.9	4.1	<b>4.0</b>
베트남	8.5	0.5	1.1	3.2	11.3	3.5	5.7	6.0	12.0	<b>6.6</b>
기타(건설, 내부조정 등)	11.3	(11.6)	(18.1)	(4.7)	8.0	0.2	(1.7)	(5.7)	7.1	<b>(2.2)</b>
<b>(%, YoY)</b>										
<b>매출액</b>										
한국	4.5	(6.4)	(9.1)	(14.3)	(20.1)	(26.5)	(16.8)	2.5	(16.5)	<b>6.9</b>
(제과)	(1.4)	(6.8)	(7.2)	(6.0)	(12.4)	(5.3)	(4.7)	0.9	1.0	<b>3.4</b>
오리온	(3.4)	(5.7)	(7.7)	(6.9)	(8.0)	(6.3)	(4.1)	3.0	(0.3)	<b>4.2</b>
OSI										
(기타)	17.5	(5.6)	(27.9)	(50.8)	(54.2)	(88.3)	(48.7)	0.3	(80.6)	<b>54.3</b>

스포츠토토	4.2	(4.1)								
쇼박스	92.3	(12.2)	105.4	213.7	84.0	(33.1)	(48.5)	1.0	(80.5)	59.6
중국	13.1	9.3	24.4	11.5	7.0	1.5	(6.5)	2.6	(37.9)	(48.0)
러시아	(32.7)	(19.1)	(9.7)	(49.2)	10.4	(14.2)	(3.6)	35.4	29.6	35.3
베트남	6.2	(2.6)	12.9	6.6	16.3	18.8	21.9	31.5	6.2	28.5
기타(건설, 내부조정 등)	(28.2)	73.2	(88.8)	4.3	20.7	(37.9)	948.4	6.1	0.4	8.5
<b>영업이익</b>										
한국	17.1	5.3	(11.0)	(17.6)	(29.7)	(47.9)	(35.0)	43.2	(42.2)	41.5
(제과)	1.2	12.4	(9.7)	(26.3)	(20.9)	(39.2)	(37.3)	43.0	(23.0)	39.2
오리온	39.2	63.5	43.0	(11.2)	(20.9)	(39.2)	(37.3)	43.0	(23.0)	39.2
OSI										
(기타)	88.1	(31.7)	(14.2)	1,100.0	(50.8)	(121.9)	(29.0)	45.0	(116.1)	14.3
스포츠토토	45.8	(21.6)								
쇼박스	520.0	(69.5)	475.5	257.9	223.8	(33.3)	(38.6)	(3.3)	(114.7)	(400.0)
중국	16.5	36.6	18.4	32.2	19.7	(76.1)	5.8	12.0	(107.2)	(300.0)
러시아	(43.4)	(17.1)	(1.7)	(71.5)	78.6	(7.5)	10.6	485.7	208.8	227.0
베트남	26.9	(24.3)	(36.4)	5.9	34.1	540.6	427.8	88.8	6.2	90.0
기타(건설, 내부조정 등)	847.0	(23.3)	(85.2)	62.4	(28.6)	101.9	90.8	(21.1)	(11.1)	(1,083.0)
<b>(%, 영업이익률)</b>										
한국	15.7	12.8	11.5	9.5	13.8	9.0	9.0	13.3	9.6	12.0
(제과)	17.1	17.0	12.6	11.5	15.4	10.9	8.3	16.4	11.8	14.7
(기타)	13.2	4.1	11.2	5.1	14.2	(7.6)	15.5	7.4	(11.8)	(4.2)
스포츠토토	14.6	4.5								
쇼박스	8.9	2.3	13.0	7.7	15.6	2.2	15.5	7.4	(11.8)	(4.2)
중국	16.1	11.0	17.9	13.9	18.0	2.6	20.3	15.2	(2.1)	(10.0)
러시아	6.0	8.1	12.6	3.7	9.7	8.8	14.4	16.2	23.2	21.2
베트남	18.9	2.0	3.6	8.2	21.8	10.9	15.7	11.8	21.8	16.2

주: 2Q17은 오리온홀딩스와 오리온의 합산 실적

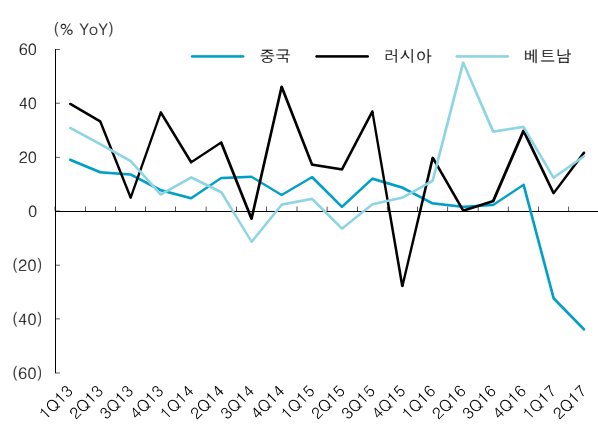
자료: 오리온, 한국투자증권

[그림 1] 중국 카테고리별 매출액 동향(위안화 기준)



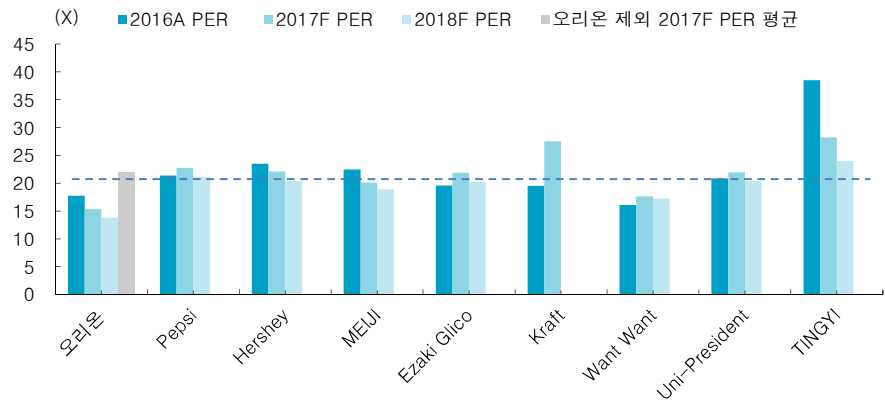
자료: 오리온, 한국투자증권

[그림 2] 지역별 현지통화 매출액 동향



자료: 오리온, 한국투자증권

[그림 3] Global Peers와의 PER 비교



자료: Bloomberg, 한국투자증권

#### 기업개요 및 용어해설

주식회사 오리온은 1956년 7월 25일에 설립되었다. 주요 사업 부문으로는 비스킷, 파이, 껌, 초콜릿 등 과자류를 생산하여 판매하고 있다. 특히 해외사업은 수출과 해외법인을 통한 생산, 판매를 병행하고 있는데 중국, 러시아, 베트남 등 이머징마켓에서 확고한 입지를 다져가고 있다.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
유동자산	179	193	200	204	250
현금성자산	43	46	49	48	56
매출채권및기타채권	85	92	93	93	126
재고자산	49	53	56	61	65
비유동자산	1,081	1,170	1,306	1,479	1,626
투자자산	319	276	269	292	281
유형자산	715	843	984	1,129	1,284
무형자산	30	32	34	37	39
자산총계	1,260	1,363	1,506	1,683	1,876
유동부채	191	160	134	110	85
매입채무및기타채무	64	69	73	80	84
단기차입금및단기사채	7	0	0	0	0
유동성장기부채	120	90	60	30	0
비유동부채	247	225	196	156	115
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	220	195	165	122	79
부채총계	438	384	330	266	200
지배주주지분	740	896	1,077	1,312	1,582
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598	598
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	122	278	459	694	964
비지배주주지분	36	36	36	36	36
자본총계	776	931	1,112	1,347	1,617

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	217	227	271	339	348
당기순이익	154	195	225	282	318
유형자산감가상각비	32	37	45	53	61
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(5)	(4)	2	4	(31)
기타	35	(0)	(0)	(0)	(0)
투자활동현금흐름	(157)	(125)	(181)	(226)	(208)
유형자산투자	(126)	(165)	(185)	(199)	(216)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(21)	44	7	(23)	11
무형자산순증	(8)	(2)	(2)	(3)	(2)
기타	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
재무활동현금흐름	(97)	(101)	(103)	(120)	(120)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(65)	(62)	(60)	(73)	(73)
배당금지급	0	(32)	(40)	(43)	(47)
기타	(32)	(8)	(4)	(4)	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	(37)	1	(13)	(7)	19

주: 2017F 손익계산서는 분할 후 사업회사의 연간 실적을 적용, 실제로는 6월 1일 분할 이후 6개월의 실적만 반영될 것

## 손익계산서

(단위: 십억원)

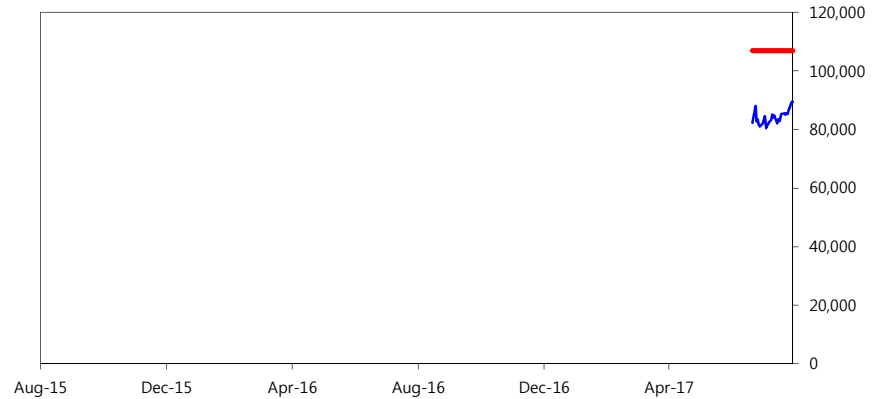
	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
매출액	2,127	2,297	2,441	2,650	2,809
매출원가	1,129	1,181	1,238	1,332	1,402
매출총이익	998	1,116	1,203	1,318	1,406
판매관리비	768	829	876	914	955
영업이익	231	288	327	404	451
금융수익	1	1	1	1	1
이자수익	1	1	1	1	1
금융비용	10	9	7	5	3
이자비용	10	9	7	5	3
기타영업외손익	(16)	(20)	(21)	(23)	(24)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	206	260	300	377	425
법인세비용	52	66	76	95	107
연결당기순이익	154	195	225	282	318
지배주주지분순이익	154	195	225	282	318
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	154	195	225	282	318
지배주주지분포괄이익	154	195	225	282	318
EBITDA	263	324	372	457	512

## 주요 투자지표

	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,896	4,926	5,683	7,141	8,035
BPS	18,726	22,652	27,235	33,177	40,012
DPS	800	1,000	1,100	1,200	1,200
성장성(%, YoY)					
매출증가율	NM	8.0	6.2	8.6	6.0
영업이익증가율	NM	24.7	13.7	23.5	11.7
순이익증가율	NM	26.5	15.4	25.7	12.5
EPS증가율	NM	26.5	15.4	25.7	12.5
EBITDA증가율	NM	23.4	14.8	22.9	12.0
수익성(%)					
영업이익률	10.8	12.5	13.4	15.2	16.1
순이익률	7.2	8.5	9.2	10.7	11.3
EBITDA Margin	12.3	14.1	15.2	17.3	18.2
ROA	12.2	14.9	15.7	17.7	17.8
ROE	20.8	23.8	22.8	23.6	22.0
배당수익률	0.9	1.1	1.2	1.3	1.3
배당성향	20.5	20.3	19.4	16.8	14.9
안정성					
순차입금(십억원)	294	224	156	79	(8)
차입금/자본총계비율(%)	43.3	29.0	18.4	9.4	3.0
Valuation(X)					
PER	22.9	18.1	15.7	12.5	11.1
PBR	4.8	3.9	3.3	2.7	2.2
EV/EBITDA	NM	NM	NM	1.7	1.5

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
오리온(271560)	2017.07.07	매수	107,000 원



## ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 8월 15일 현재 오리온 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 (2017.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.9%	20.3%	0.9%

※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 돕기 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.