

오리온(271560)

매수(유지)

목표주가: 140,000원(유지)

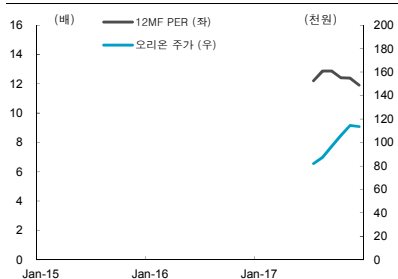
Stock Data

KOSPI(12/22)	2,441
주가(12/22)	113,500
시가총액(십억원)	4,487
발행주식수(백만)	40
52주 최고/최저가(원)	127,000/80,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	12,694
유동주식비율/외국인지분율(%)	54.7/39.9
주요주주(%)	이회경 외 6인 45.3
	국민연금 7.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.6)	-	-
상대주가(%p)	(2.6)	-	-

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

4Q17 Preview: 사드 회복 아직 이르지만

4분기 중국 매출액 부진 예상

4분기 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 16.4%, 51.8% 감소한 4,953억원, 424억원을 기록해 컨센서스인 5,540억원, 730억원을 하회할 것으로 추정된다. 실적 부진은 중국의 판매 감소가 예상보다 크기 때문이다. 예상되었던 춘절 시점 차이로 인한 가수요(12월에 클 것으로 추정)의 전년동기대비 제거 영향 외에도, 10월과 11월 판매가 전년동기대비 20% 전후 감소한 것으로 추정된다. 중국 건과시장의 침체(2017년 전년대비 시장 성장률 1~2% 추정)가 계속되는 가운데 사드 이슈로 경쟁사에게 매대를 수개월 뺏긴 것이 더딘 회복의 원인이다. 12월에 가수요의 전년동기대비 감소 영향이 클 것이므로 4분기 중국 매출액은 31.7% 감소할 전망이다. 다만 인력비, 프로모션비 절감이 계속되고 있어 판매 감소에도 불구하고 5% 정도의 영업이익률은 실현할 것으로 예상된다.

베트남, 러시아 선전 지속

베트남 매출액은 4분기에 춘절 전 가수요 축소 영향에도 불구하고 전년동기대비 13.5% 증가할 전망이다. 러시아도 판매량이 10% 이상 성장하고, 유통법 개정 영향 등으로 17.7%의 매출액 성장이 기대된다. 한국은 꼬북칩 등 스낵류의 계절적 비수기 영향으로 매출액 증가율은 3.7%로 다시 낮아질 것이다.

2018년에 기저 및 신제품 효과 기대할 만

4분기 실적은 예상보다 부진하겠지만 2018년에는 중국을 중심으로 한 실적 개선을 기대할 만 하다. 당사는 2018년 중국에서 20여개의 신제품을 론칭하고, 상반기 중에 초코파이의 중량 증가를 동반한 가격 인상을 추진할 것으로 보인다. 공격적인 신제품 출시는 일단은 경소상 접촉에 힘을 실어줄 것이다. 또 2018년에는 춘절 시점 변화로 인한 전년대비 플러스 기저 효과가 크게 발생(연간 500~700억원의 가수요 증가 추정)하므로 실적이 크게 개선될 것으로 보인다. 2018년 중국 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 20.7%, 268.0% 증가한 1조 897억원, 1,436억원을 실현할 것이다. 베트남과 러시아는 양산빵과 같은 신제품이나 기존 라인 확충에 투자가 진행될 것이나 매출 증가로 인한 규모의 경제 효과로 수익성 하락은 제한될 전망이다. 2018년 예상 EPS에 중국 및 세계 제과 peers의 평균 PER 23.1배 35%의 프리미엄을 부과한 가치는 주당 143,000원으로 목표주가 변경은 없다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2016A	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2017F	1,142	156	95	2,414	-	329	47.0	15.4	3.4	7.1	0.7
2018F	2,151	280	181	4,582	89.8	453	24.8	10.9	3.0	12.9	0.9
2019F	2,298	331	220	5,574	21.6	505	20.4	9.5	2.7	14.0	1.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

이경주

kjlee@truefriend.com

〈표 1〉 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %)

	2017F			2018F		
	변경 전	변경 후	%	변경 전	변경 후	%
매출액	1,176.0	1,141.9	-2.9	2,192.0	2,150.7	-1.9
영업이익	153.0	155.8	1.9	273.0	280.0	2.6
당기순이익	95.0	97.4	2.5	179.0	184.8	3.3

자료: 한국투자증권

〈표 2〉지역별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

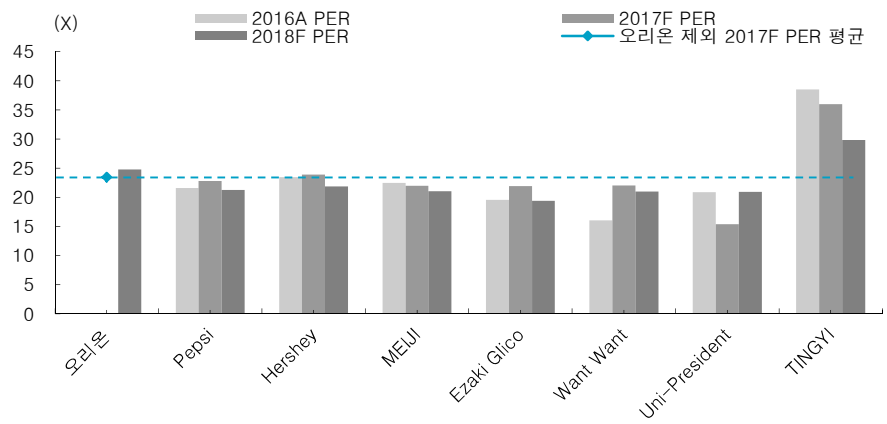
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2016 (6월~12월)	2017F (12개월)	2017F (12개월)	2018F	2019F
[매출액]													
한국	154.8	152.4	145.7	160.0	156.4	157.5	155.6	166.0	612.9	374.1	635.5	687.5	720.1
중국	378.4	272.0	348.4	347.2	234.9	141.5	288.7	237.3	1,346.0	573.2	902.4	1,089.7	1,166.1
러시아	13.7	14.0	15.5	18.1	17.7	18.9	19.8	21.3	61.2	47.4	77.8	82.4	89.0
베트남	52.0	31.6	36.2	50.9	55.2	40.9	43.2	57.8	170.7	114.6	197.1	227.9	260.0
연결계	615.1	482.1	557.8	592.3	479.0	373.5	522.1	495.3	2,247.4	1,141.9	1,869.9	2,150.7	2,298.2
[영업이익]													
한국	23.9	16.6	12.1	26.2	18.4	23.1	20.7	21.0	78.8	66.2	83.2	77.8	95.9
중국	68.1	7.1	70.7	52.7	(4.9)	(14.1)	46.8	11.3	198.6	53.4	39.0	143.6	168.4
러시아	1.3	1.2	2.2	2.9	4.1	4.0	4.0	4.2	7.7	9.5	16.3	16.1	16.0
베트남	11.3	3.5	5.7	6.0	12.0	6.6	9.1	7.9	26.5	0.8	35.6	38.8	46.0
연결계	104.7	28.3	90.8	87.8	29.7	19.5	78.7	42.4	311.6	155.8	159.9	280.0	331.0
(%, YoY)													
[매출액]													
한국	(12.4)	(5.3)	(4.7)	0.9	1.0	3.4	6.8	3.7	(5.6)		3.7	8.2	4.7
중국	7.0	1.5	(6.5)	2.6	(37.9)	(48.0)	(17.1)	(31.7)	1.0		(33.0)	20.7	7.0
러시아	10.4	(14.2)	(3.6)	35.4	29.6	35.3	28.0	17.7	5.4		27.0	6.0	8.0
베트남	16.3	18.8	21.9	31.5	6.2	29.4	19.3	13.5	22.1		15.4	15.6	14.1
연결계	(11.9)	(5.9)	(12.8)	(1.9)	(22.1)	(22.5)	(6.4)	(16.4)	3.1		(16.8)	15.0	6.9
[영업이익]													
한국	(20.9)	(39.2)	(37.3)	43.2	(23.0)	39.2	71.1	(19.8)	(17.1)		5.6	(6.5)	23.3
중국	19.7	(76.1)	5.8	12.0	(107.2)	(300.0)	(33.9)	(78.5)	(0.9)		(80.3)	268.0	17.3
러시아	78.6	(7.5)	10.6	485.7	208.8	227.0	80.4	43.0	68.2		111.6	(1.6)	(0.3)
베트남	34.1	540.6	427.8	88.8	6.2	90.0	59.8	30.6	99.9		34.2	9.1	18.4
연결계	(12.9)	(40.3)	15.4	32.3	(71.7)	(31.1)	(13.3)	(51.8)	4.1		(48.7)	75.1	18.2
(%, 영업이익률)													
한국	15.4	10.9	8.3	16.4	11.8	14.7	13.3	12.7	12.9	17.7	13.1	11.3	13.3
중국	18.0	2.6	20.3	15.2	(2.1)	(10.0)	16.2	4.8	14.8	9.3	4.3	13.2	14.4
러시아	9.7	8.8	14.4	16.2	23.2	21.2	20.3	19.6	12.6	20.1	21.0	19.5	18.0
베트남	21.8	10.9	15.7	11.8	21.8	16.0	21.1	13.6	15.5	0.7	18.1	17.0	17.7
연결계	17.0	5.9	16.3	14.8	6.2	5.2	15.1	8.6	13.9	13.6	8.6	13.0	14.4

주: 로컬 매출액 기준

2Q17 이전 실적은 분할 후 사업회사 기준으로 한투증권이 추정하여 산출한 것으로 실제치와 상이할 수 있음

자료: 오리온, 한국투자증권

[그림 1] 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)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	-	-	502	602	666
현금성자산	-	-	137	194	230
매출채권및기타채권	-	-	148	172	184
재고자산	-	-	126	151	161
비유동자산	-	-	1,790	1,763	1,784
투자자산	-	-	11	11	11
유형자산	-	-	1,629	1,621	1,633
무형자산	-	-	34	43	46
자산총계	-	-	2,293	2,365	2,451
유동부채	-	-	532	488	438
매입채무및기타채무	-	-	137	129	138
단기차입금및단기사채	-	-	115	95	75
유동성장기부채	-	-	257	227	197
비유동부채	-	-	385	356	310
사채	-	-	0	0	0
장기차입금및금융부채	-	-	316	291	241
부채총계	-	-	916	844	748
지배주주지분	-	-	1,338	1,480	1,657
자본금	-	-	20	20	20
자본잉여금	-	-	598	598	598
기타자본	-	-	638	638	638
이익잉여금	-	-	69	210	387
비지배주주지분	-	-	38	42	46
자본총계	-	-	1,376	1,522	1,703

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	-	-	256	319	379
당기순이익	-	-	97	185	225
유형자산감가상각비	-	-	173	173	174
무형자산상각비	-	-	0	0	0
자산부채변동	-	-	(16)	(43)	(24)
기타	-	-	1	4	4
투자활동현금흐름	-	-	(117)	(145)	(195)
유형자산투자	-	-	(126)	(165)	(185)
유형자산매각	-	-	0	0	0
투자자산순증	-	-	18	1	(1)
무형자산순증	-	-	(4)	(9)	(3)
기타	-	-	(4)	28	(6)
재무활동현금흐름	-	-	(98)	(117)	(148)
자본의증가	-	-	0	0	0
차입금의순증	-	-	(64)	(74)	(100)
배당금지급	-	-	0	(32)	(40)
기타	-	-	(34)	(12)	(8)
기타현금흐름	-	-	0	0	0
현금의증가	-	-	42	57	36

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

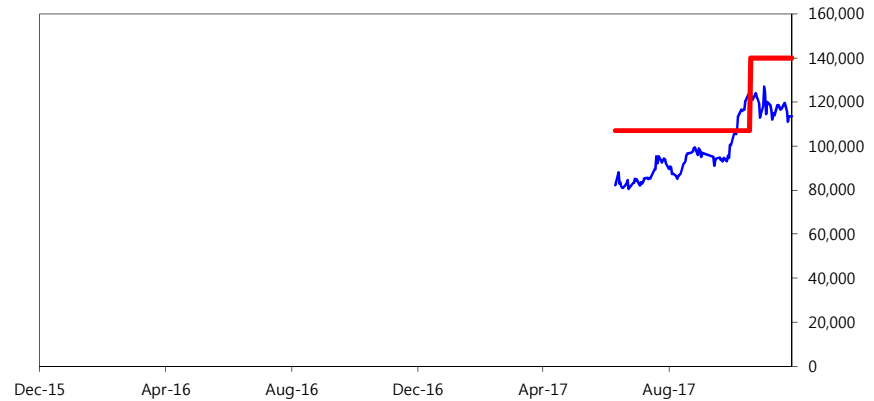
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	-	-	1,142	2,151	2,298
매출원가	-	-	593	1,132	1,185
매출총이익	-	-	549	1,019	1,113
판매관리비	-	-	393	739	782
영업이익	-	-	156	280	331
금융수익	-	-	3	4	6
이자수익	-	-	3	4	6
금융비용	-	-	20	19	16
이자비용	-	-	20	19	16
기타영업외손익	-	-	(9)	(18)	(20)
관계기업관련손익	-	-	0	0	0
세전계속사업이익	-	-	130	247	301
법인세비용	-	-	33	62	76
연결당기순이익	-	-	97	185	225
지배주주지분순이익	-	-	95	181	220
기타포괄이익	-	-	14	0	0
총포괄이익	-	-	111	185	225
지배주주지분포괄이익	-	-	109	181	220
EBITDA	-	-	329	453	505

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	-	-	2,414	4,582	5,574
BPS	-	-	33,856	37,437	41,911
DPS	-	-	800	1,000	1,100
성장성(% YoY)					
매출증가율	-	-	-	88.3	6.9
영업이익증가율	-	-	-	79.7	18.2
순이익증가율	-	-	-	89.8	21.6
EPS증가율	-	-	-	89.8	21.6
EBITDA증가율	-	-	-	37.5	11.6
수익성(%)					
영업이익률	-	-	13.6	13.0	14.4
순이익률	-	-	8.4	8.4	9.6
EBITDA Margin	-	-	28.8	21.1	22.0
ROA	-	-	4.2	7.9	9.3
ROE	-	-	7.1	12.9	14.0
배당수익률	-	-	0.7	0.9	1.0
배당성향	-	-	34.0	22.5	21.1
안정성					
순차입금(십억원)	-	-	542	405	264
차입금/자본총계비율(%)	-	-	49.3	39.3	29.0
Valuation(X)					
PER	-	-	47.0	24.8	20.4
PBR	-	-	3.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	-	-	15.4	10.9	9.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
오리온(271560)	2017.07.07	매수	107,000원	-12.5	15.4
	2017.11.15	매수	140,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 12월 25일 현재 오리온 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 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 (2017.9.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※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
- 중립 : 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.