

오리온(271560)

매수(유지)

목표주가: 107,000원(유지)

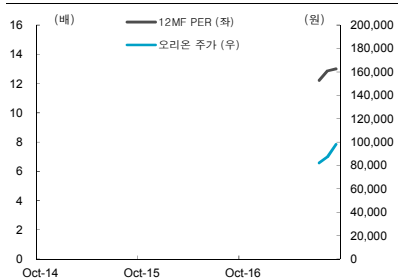
Stock Data

KOSPI(9/27)	2,373
주가(9/27)	98,000
시가총액(십억원)	3,874
발행주식수(백만)	40
52주 최고/최저가(원)	99,400/80,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	12,421
유동주식비율/외국인지분율(%)	59.5/43.0
주요주주(%)	이회경 외 6인 40.6
	GIC Private Limited 5.9

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	6.3	0.0	0.0
상대주가(%p)	6.5	0.0	0.0

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

3Q17 Preview: 내실을 다지는 구간

3분기 영업이익 31% 감소해 컨센서스 부합 예상

3분기 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 10.1%, 31.2% 감소해 컨센서스에 부합할 전망이다. 중국의 전년동기대비 매출액 감소폭이 2분기의 48.0%보다 작은 11.1%로 축소되고 베트남과 러시아의 성장이 지속될 것으로 예상된다. 중국의 2분기 sell out 매출액 감소폭이 약 18%였다는 사실을 상기하면 실제 소비자단에서의 반감은 점진적으로 줄어드는 느낌이다. 중국법인의 영업이익률은 매출액 감소에도 불구하고 인력 조정 및 마케팅비 절감으로 영업이 전분기 -10.0%에서 이번 분기에 24.0%로 크게 호전될 것이다. 베트남은 시장 성장 및 브랜드 선호도의 향상으로 외형 성장률이 20.1%를 기록할 것이며, 러시아도 판매수수료 인하 정책 등에 힘입어 영업이익이 전년동기대비 거의 배증할 것이다. 국내도 꼬북칩 등의 인기로 매출액이 전분기에 이어 3.2%의 플러스 성장률을 기록할 전망이다.

오리온홀딩스가 오리온주식을 공개매수하기로

전일 오리온홀딩스가 오리온주식 1천만주(지분율 25.3%)를 공개매수하기로 결정했다. 오리온홀딩스가 오리온주식을 매입하는 대가로 신주를 발행하는 방식이며, 오리온의 현물 출자가격은 주당 96,524원으로 결정됐다. 오리온홀딩스의 교환가격은 청약 시작일인 10월 25일 이전인 10월 18일부터 10월 20일간의 가중평균주가로 결정된다. 공시된 것처럼 최근 주가를 감안해 오리온홀딩스의 교환가격을 22,660원 정도로 예상하면 1천만주가 모두 청약될 때 오리온홀딩스의 주식수는 현재 20,550천주에서 63,147주로 증가하며, 오리온홀딩스의 오리온 지분율은 12.1%에서 37.4%로 상승해 지주회사 요건을 충족하게 된다. 현재 담철곤회장 일가는 오리온 주식을 28.5% 보유하고 있는데, 현물출자이후 지분율을 고려 시 이중 18%인 7백만주 정도만 현물출자할 것으로 추정된다. 일반 주주들은 교환비율이 확정된 후(10월 23일 재공시 예정) 청약기간(10월 25일~11월 13일) 중 양사의 주가 흐름에 따른 arbitrage를 고려하며 청약에 참여할 것이다. 오리온과 오리온홀딩스 간의 주가 괴리가 좁아질수록 일반 주주의 청약 비율을 높아질 전망이다. 한편 이번 공개매수로 오리온의 기업가치에 변화는 없다.

당장은 수익성 개선, 장기적으로는 외형 성장 필요

3분기 실적이 예상에 부합함과 동시에 공개매수의 시점과 교환비율은 우리의 예상과 크게 다르지 않다. 앞으로 투자자의 관심은 4분기 이후의 중국 매출액 성장, 구조조정, 그리고 베트남 및 러시아의 성장률 둔화 여부에 집중될 것으로 예상된다. 우리는 회사가 추진 중인 중국에서의 인력 조정 및 전통채널의 영업전략 개선과 같은 구조조정 노력을 크게 평

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2016A	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2017F	2,127	231	154	3,895	NM	263	25.2	16.0	5.2	20.8	0.8
2018F	2,297	288	195	4,926	26.5	324	19.9	12.8	4.3	23.8	1.0
2019F	2,441	327	225	5,682	15.3	372	17.2	10.9	3.6	22.8	1.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

이경주

kjlee@truefriend.com

가한다. 반면 중국 로컬 경쟁의 제품력이 향상되고 있고 이번 사드로 인해 점유율 확대의 기회를 잡을 수 있다는 점을 우려한다. 한국에서와 마찬가지로 더 큰 시장인 중국에서의 체질 개선은 연결 이익 구조를 한 단계 레벨업 시킬 것이다. 동시에 더 큰 valuation 프리미엄은 외형 성장에서 생성되므로 회사의 중국 점유율 확대 성과, 그리고 한국에서의 사업 다각화 성과가 장기적으로 중요한 이슈가 될 것이다. 2018년 오리온의 PER은 29.9배로 Global peer 평균인 24.0배보다 24.6% 높고, 이 프리미엄율은 최근 5년치의 중간값 정도이다.

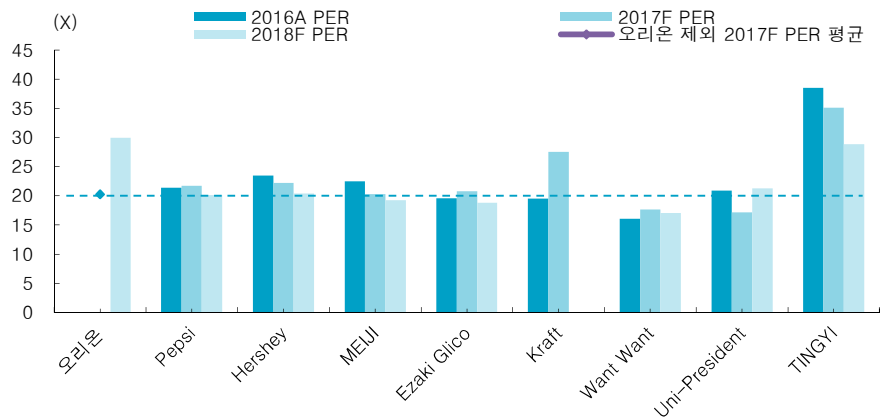
<표 1> 3분기 연결 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	3Q17F	3Q16	YoY	2Q17	QoQ	컨센서스	차이
매출액	537.1	597.2	(10.1)	419.1	28.2	549.0	(2.2)
매출총이익	236.2	287.6	(17.9)	190.7	23.9		
판매비	192.7	193.2	(0.2)	171.8	12.1		
영업이익	65.0	94.4	(31.2)	18.9	244.5	66.5	(2.3)
세전이익	60.4	90.1	(33.0)	18.0	234.9	70.9	(14.9)
지배주주순이익	45.2	89.1	(49.3)	13.6	230.9	53.2	(15.1)
매출원가율	56.0	51.8		54.5			
판매비율	35.9	32.3		41.0			
영업이익률	12.1	15.8		4.5		12.1	
세전이익률	11.2	15.1		4.3		12.9	
지배주주순이익률	8.2	14.3		3.2		9.7	

자료: 한국투자증권

[그림 1] Global Peers와의 PER 비교



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 2> 공개매수 전후 변화

(단위: 주, 원, 십억원, %)

	오리온	오리온홀딩스
<공개매수 전>		
주식수(A)	39,533,501	20,550,849
현재 주가(9/27)	98,000	22,450
시가총액	3,816	466
오너 지분율(이화경, 담철곤 일가)	28.5%	28.5%
오리온홀딩스 지분율(B)	12.1%	12.1%(자사주)
<공개매수>		
교환가격(C, 예상치)	96,524	22,660
공개매수주식수(D, 예상치)	10,000,000	
공개매수지분율(E=D/A)	25.3%	
공개매수시가총액(C*D)	965	
오리온홀딩스 증가 주식수		42,596,646
<공개매수 후>		
주식수	39,533,501	63,147,495
시가총액		1,431
오너 지분율*	3.2%	76.7%
오리온홀딩스 지분율	37.4%	12.1%(자사주)

주: *의 오너 지분율은 오너 일가 지분 중 1천만주만이 공개매수 청약에 참여한다는 가정으로 산출

자료: 오리온홀딩스, 한국투자증권

<표 3> 오리온홀딩스 손익 계산서

(단위: 십억원)

매출액	29	
배당금	12	오리온 지분율 30% 가정
로열티	10	해외 0.5%, 국내 0.3%
임대료	6	비영업용자산 모두 홀딩스 소유
경영수수료 등	2	
판매관리비	8	
인건비 등	8	
영업이익	21	
세전이익	21	
법인세	2	
순이익	19	

주: 오리온홀딩스의 오리온 지분율 37.4% 가정

자료: 오리온, 한국투자증권

<표 4> 오리온홀딩스 Valuation

(단위: 십억원, 천주, 원, 배, %)

구분	가정	순자산	PBR 0.7 배 적용	적정 시가총액	주식수	적정주가	S4/S2	Implied PER	EPS
Scenario 1	오리온 지분(12.1%)에 순자산가액 적용	398.0	0.7	262.7	20,550.8	12,782.0			535.3
Scenario 2	오리온 지분(12.1%)에 107,000 원 적용	769.6	0.7	507.9	20,550.8	24,714.9			535.3
Scenario 3	오리온 지분(37.4%)에 순자산가액(32,343 원)적용	628.2	0.7	414.6	47,986.1	8,639.6		25.2	342.5
Scenario 4	오리온 지분(37.4%)에 107,000 원 적용	1,432.2	0.7	945.2	47,986.1	19,698.1	-20.3%	57.5	342.5

주: 순자산가액은 분할일 기준

자료: 한국투자증권

<표 5> 오리온홀딩스 공개매수 관련 추후 일정

청약예정일(일반공모)	시작일	2017-10-25
	종료일	2017-11-13
납입일		2017-11-15
신주의 배당기산일		2017-01-01
신주권 교부 예정일		2017-12-06
신주의 상장예정일		2017-12-07

자료: 오리온홀딩스, 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	-	-	179	193	200
현금성자산	-	-	43	46	49
매출채권및기타채권	-	-	85	92	93
재고자산	-	-	49	53	56
비유동자산	-	-	1,081	1,170	1,306
투자자산	-	-	319	276	269
유형자산	-	-	715	843	984
무형자산	-	-	30	32	34
자산총계	-	-	1,260	1,363	1,506
유동부채	-	-	237	207	198
매입채무및기타채무	-	-	64	69	73
단기차입금및단기사채	-	-	7	0	0
유동성장기부채	-	-	120	90	60
비유동부채	-	-	247	225	196
사채	-	-	0	0	0
장기차입금및금융부채	-	-	220	195	165
부채총계	-	-	484	432	394
지배주주지분	-	-	740	895	1,077
자본금	-	-	20	20	20
자본잉여금	-	-	598	598	598
기타자본	-	-	0	0	0
이익잉여금	-	-	122	278	459
비지배주주지분	-	-	36	36	36
자본총계	-	-	776	931	1,112

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	-	-	261	228	286
당기순이익	-	-	154	195	225
유형자산감가상각비	-	-	32	37	45
무형자산상각비	-	-	0	0	0
자산부채변동	-	-	40	(3)	17
기타	-	-	35	(1)	(1)
투자활동현금흐름	-	-	(157)	(125)	(181)
유형자산투자	-	-	(126)	(165)	(185)
유형자산매각	-	-	0	0	0
투자자산순증	-	-	(21)	44	7
무형자산순증	-	-	(8)	(2)	(2)
기타	-	-	(2)	(2)	(1)
재무활동현금흐름	-	-	(96)	(100)	(102)
자본의증가	-	-	0	0	0
차입금의순증	-	-	(64)	(61)	(59)
배당금지급	-	-	0	(32)	(40)
기타	-	-	(32)	(7)	(3)
기타현금흐름	-	-	0	0	0
현금의증가	-	-	9	3	3

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

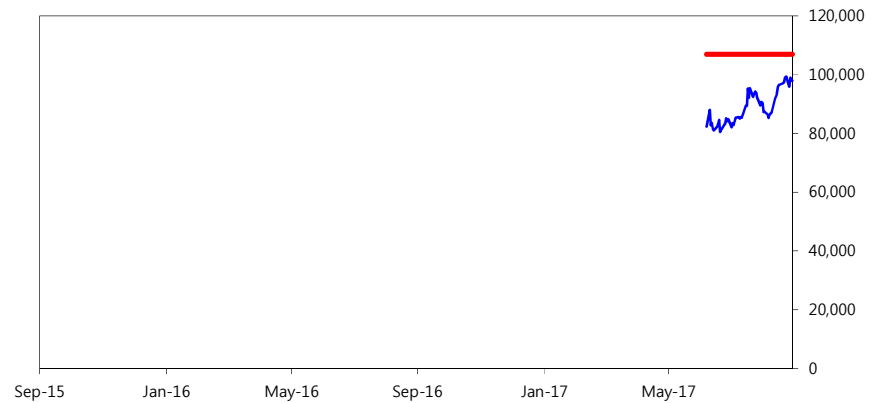
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	-	-	2,127	2,297	2,441
매출원가	-	-	1,129	1,181	1,238
매출총이익	-	-	998	1,116	1,203
판매관리비	-	-	768	829	876
영업이익	-	-	231	288	327
금융수익	-	-	1	1	1
이자수익	-	-	1	1	1
금융비용	-	-	10	9	7
이자비용	-	-	10	9	7
기타영업외손익	-	-	(16)	(20)	(21)
관계기업관련손익	-	-	0	0	0
세전계속사업이익	-	-	206	260	300
법인세비용	-	-	52	66	76
연결당기순이익	-	-	154	195	225
지배주주지분순이익	-	-	154	195	225
기타포괄이익	-	-	0	0	0
총포괄이익	-	-	154	195	225
지배주주지분포괄이익	-	-	154	195	225
EBITDA	-	-	263	324	372

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	-	-	3,895	4,926	5,682
BPS	-	-	18,725	22,651	27,233
DPS	-	-	800	1,000	1,100
성장성(% , YoY)					
매출증가율	-	-	NM	8.0	6.2
영업이익증가율	-	-	NM	24.7	13.7
순이익증가율	-	-	NM	26.5	15.3
EPS증가율	-	-	NM	26.5	15.3
EBITDA증가율	-	-	NM	23.4	14.8
수익성(%)					
영업이익률	-	-	10.8	12.5	13.4
순이익률	-	-	7.2	8.5	9.2
EBITDA Margin	-	-	12.3	14.1	15.2
ROA	-	-	12.2	14.9	15.7
ROE	-	-	20.8	23.8	22.8
배당수익률	-	-	0.8	1.0	1.1
배당성향	-	-	20.5	20.3	19.4
안정성					
순차입금(십억원)	-	-	294	224	156
차입금/자본총계비율(%)	-	-	43.3	29.0	18.4
Valuation(X)					
PER	-	-	25.2	19.9	17.2
PBR	-	-	5.2	4.3	3.6
EV/EBITDA	-	-	16.0	12.8	10.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

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



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 9월 28일 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

- 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.