

## 오리온(271560)

## 제 2의 초코파이를 기다리며

중국 매출액 43% 감소, 영업이익자 85억원 기록  
베트남과 러시아는 초코파이 고성장 지속되며 호실적 유지  
1분기의 춘절 효과보다 2분기 집중될 신제품의 시장 반응이 중요

## Facts : 중국 부진으로 실적 악화

분할 후 사업회사의 4분기 매출액과 영업이익은 4,510억원, 205억원을 기록해 같은 기준으로 추정된 전년동기에 비해서 약 23.9%, 76.7% 감소한 것으로 추정된다. 영업이익은 예상치와 컨센서스를 각각 46.9%, 50.8% 하회했다. 실적 부진은 주로 중국 때문이다. 4분기 중국 매출액은 2018년 춘절이 2017년대비 18일 늦어짐에 따라 가수요가 2018년 초로 넘어가면서 전년동기대비 400억원 이상 줄었고, 경쟁력 있는 도매상로의 교체 작업에서 130억원 정도가 반품 처리 되었다. 실제 sell out 매출액의 전년동기대비 감소 폭은 3분기에 -17.7%에서 4분기에는 -15.5%로 줄어 판매가 느리지만 개선되는 모습을 보였다. 한국은 높은 기저와 인건비 증가 등으로 예상 수준으로 이익이 감소했다. 베트남은 동화 절하에도 불구하고 다크 초코파이의 반응이 좋아 매출액이 9.0% 증가했고, 러시아도 판매 수효로 축소 효과 등으로 외형이 15.5% 증가했다.

## Pros &amp; cons : 구조조정 진척돼

2018년 중국에서 기대되는 부분은 당장 1분기부터 춘절 시점 차이로 인한 전년동기대비매출액 증가 효과가 400억원 이상 발생할 것이라는 점이다. 또 회사가 분기 2천 1백억원의 매출액 달성 시 손익분기점에 도달할 수 있도록 고정비를 줄이는 구조조정을 어느 정도 진척시켰다는 사실이다. 동사는 인력 조정 이후 4분기부터는 도매상 교체작업, 경쟁 입찰을 통한 물류업체 선정 등을 추진했다. 이외 3, 4급 도시에서 전통채널 판매 방식을 로컬 경쟁사와 유사하게 대리점 체제로 전환할 전망이다. 상품진열비 등 비용을 줄이기 위한 전략인데 채널별로 판매가격이 달라질 경우 브랜드력에는 악영향이 있을 수도 있다.

## Action : 파급력 있는 신제품 나와야

1월 중국 판매액이 전년동월대비 급증하고 있는 것으로 보이나, 주가는 좀 더 점진적인 속도로 상승할 것으로 본다. 1분기의 예견된 기저 효과보다는 장기 펀더멘탈 상향 요인인 중국의 신제품 및 초코파이 가격 인상의 성공 여부가 중요하다고 판단한다. 올해 중국에서는 8개의 신제품과 15개의 extension제품이 출시될 예정인데, 잃어버린 매대를 되찾을 수 있는 인기 제품이 출시될 경우 실적 상향은 물론

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 140,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(2/13)	2,395
주가(2/13)	110,000
시가총액(십억원)	4,349
발행주식수(백만)	40
52주 최고/최저(원)	127,000/80,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	10,865
유동주식비율/외국인지분율(%)	54.6/40.3
주요주주(%)	이화경 외 6 인 45.3
	국민연금 7.1

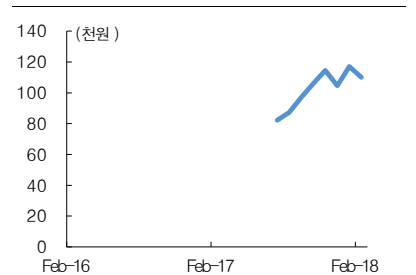
## Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	-	53.9	24.5
PBR(x)	-	3.1	3.0
ROE(%)	-	5.8	12.7
DY(%)	-	0.6	0.8
EV/EBITDA(x)	-	16.8	10.8
EPS(원)	-	1,940	4,489
BPS(원)	-	33,589	37,178

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.8	27.2	0.0
KOSPI 대비(%p)	7.8	23.9	0.0

## 주가추이



자료: WISEfn

이경주

kjlee@truefriend.com

주가 배수도 상승할 것으로 예상된다. 식품업체의 주가 배수에 가장 큰 영향을 주는 변수는 비연속적인 구조조정의 효과보다는 외형 성장이라 생각되기 때문이다.

〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %p)

	4Q17P (A)	컨센서스 (B)	한투증권 추정치 (C)	차이 (A/B-1)	(A/C-1)
매출액	451	507	495	(11.0)	(8.9)
영업이익	21	47	42	(56.2)	(51.6)
영업이익률(%)	4.5	9.2	8.6	(50.8)	(46.9)
세전이익	18	44	25	(58.7)	(27.8)
순이익	12	38	18	(68.5)	(35.2)

주: 2017년 6월 분할 신설 법인으로 전년동기 실적 없음

자료: 오리온, 한국투자증권

〈표 2〉 실적 변경 내역

(단위: 십억원)

	2018F			2019F		
	변경 전	변경 후	변경률 %	변경 전	변경 후	변경률 %
매출액	2,151	2,148	(0.1)	2,298	2,293	(0.2)
영업이익	280	270	(3.5)	331	316	(4.7)
당기순이익	181	177	(2.0)	220	213	(3.2)

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 지역별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

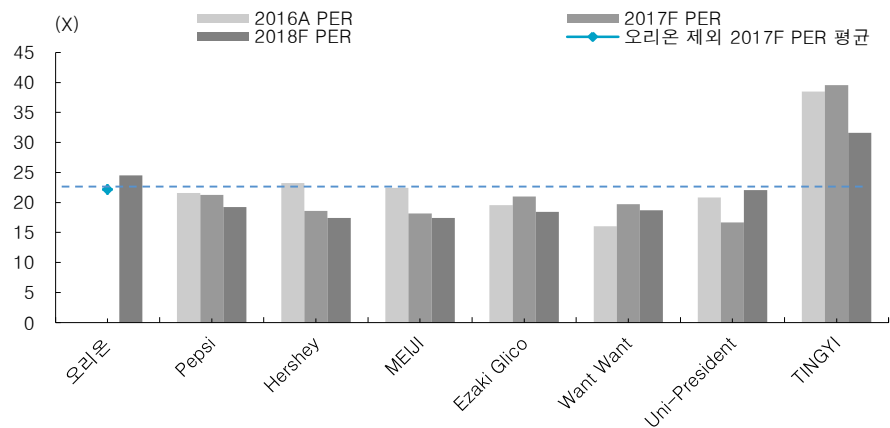
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	4Q17F (한투 추정치)	2017F (6~12월)	2017F (12개월)	2018F	2019F
[매출액]													
한국	155	152	146	160	156	158	156	162	166	370	631	682	715
중국	378	272	348	347	235	142	289	198	237	534	863	1,092	1,168
러시아	14	14	15	18	18	19	20	21	21	47	77	82	89
베트남	52	32	36	51	55	41	43	56	58	112	195	228	260
연결계	615	482	558	592	479	373	522	451	495	1,098	1,826	2,148	2,293
[영업이익]													
한국	24	17	12	26	18	23	21	20	21	8	83	73	91
중국	68	7	71	53	(5)	(14)	47	(9)	11	34	19	145	170
러시아	1	1	2	3	4	4	4	2	4	7	14	12	12
베트남	11	3	6	6	12	7	9	9	8	5	36	37	41
연결계	105	28	91	88	30	20	79	21	42	83	87	270	316
(%, YoY)													
[매출액]													
한국	(12.4)	(5.3)	(4.7)	0.9	1.0	3.4	6.8	1.0	3.7		3.0	8.1	4.7
중국	7.0	1.5	(6.5)	2.6	(37.9)	(48.0)	(17.1)	(43.0)	(31.7)		(35.9)	26.5	7.0
러시아	10.4	(14.2)	(3.6)	35.4	29.6	35.3	28.0	15.5	17.7		26.4	6.5	8.0
베트남	16.3	18.8	21.9	31.5	6.2	29.4	19.3	9.0	13.5		14.1	17.0	14.1
연결계	(11.9)	(5.9)	(12.8)	(1.9)	(22.1)	(22.5)	(6.4)	(23.9)	(16.4)		(18.8)	17.6	6.8
[영업이익]													
한국	(20.9)	(39.2)	(37.3)	43.2	(23.0)	39.2	71.1	(22.5)	(19.8)		4.7	(11.3)	23.9
중국	19.7	(76.1)	5.8	12.0	(107.2)	(300.0)	(33.9)	(116.2)	(78.5)		(90.3)	654.6	17.2
러시아	78.6	(7.5)	10.6	485.7	208.8	227.0	80.4	(29.0)	43.0		84.3	(18.9)	0.3
베트남	34.1	540.6	427.8	88.8	6.2	90.0	59.8	42.2	30.6		36.8	2.0	10.8
연결계	(12.9)	(40.3)	15.4	32.3	(71.7)	(31.1)	(13.3)	(76.7)	(51.8)		(72.2)	211.4	16.8
(%, 영업이익률)													
한국	15.4	10.9	8.3	16.4	11.8	14.7	13.3	12.6	12.7	2.2	13.1	10.7	12.7
중국	18.0	2.6	20.3	15.2	(2.1)	(10.0)	16.2	(4.3)	4.8	6.3	2.2	13.3	14.5
러시아	9.7	8.8	14.4	16.2	23.2	21.2	20.3	9.9	19.6	15.8	18.4	14.0	13.0
베트남	21.8	10.9	15.7	11.8	21.8	16.0	21.1	15.4	13.6	4.3	18.6	16.2	15.8
연결계	17.0	5.9	16.3	14.8	6.2	5.2	15.1	4.5	8.6	7.5	4.8	12.6	13.8

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

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	-	-	492	601	665
현금성자산	-	-	134	193	229
매출채권및기타채권	-	-	145	172	183
재고자산	-	-	123	150	161
비유동자산	-	-	1,787	1,763	1,784
투자자산	-	-	11	11	11
유형자산	-	-	1,629	1,621	1,633
무형자산	-	-	34	43	46
자산총계	-	-	2,278	2,364	2,449
유동부채	-	-	532	504	464
매입채무및기타채무	-	-	134	129	138
단기차입금및단기사채	-	-	115	95	75
유동성장기부채	-	-	257	227	197
비유동부채	-	-	383	355	310
사채	-	-	0	0	0
장기차입금및금융부채	-	-	316	291	241
부채총계	-	-	915	859	774
지배주주지분	-	-	1,328	1,470	1,640
자본금	-	-	20	20	20
자본잉여금	-	-	598	598	598
기타자본	-	-	638	638	638
이익잉여금	-	-	58	200	369
비지배주주지분	-	-	36	36	36
자본총계	-	-	1,364	1,505	1,675

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	-	-	240	317	374
당기순이익	-	-	77	177	213
유형자산감가상각비	-	-	173	173	174
무형자산상각비	-	-	0	0	0
자산부채변동	-	-	(9)	(33)	(13)
기타	-	-	(1)	0	0
투자활동현금흐름	-	-	(113)	(148)	(195)
유형자산투자	-	-	(126)	(165)	(185)
유형자산매각	-	-	0	0	0
투자자산순증	-	-	18	0	(1)
무형자산순증	-	-	(3)	(9)	(3)
기타	-	-	(2)	26	(6)
재무활동현금흐름	-	-	(88)	(110)	(143)
자본의증가	-	-	0	0	0
차입금의순증	-	-	(64)	(74)	(100)
배당금지급	-	-	0	(24)	(36)
기타	-	-	(24)	(12)	(7)
기타현금흐름	-	-	0	0	0
현금의증가	-	-	39	59	36

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

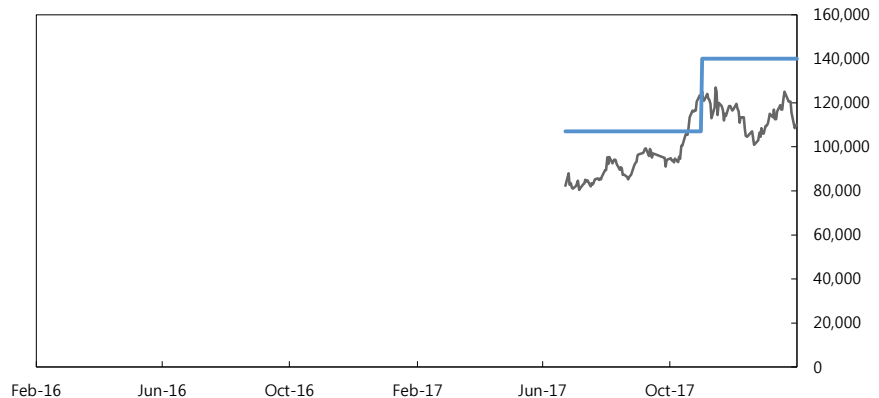
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	-	-	1,117	2,148	2,293
매출원가	-	-	602	1,135	1,189
매출총이익	-	-	515	1,013	1,104
판매관리비	-	-	408	742	789
영업이익	-	-	108	270	316
금융수익	-	-	1	4	5
이자수익	-	-	1	4	5
금융비용	-	-	7	19	16
이자비용	-	-	20	19	16
기타영업외손익	-	-	3	(18)	(19)
관계기업관련손익	-	-	0	0	0
세전계속사업이익	-	-	105	237	285
법인세비용	-	-	29	60	72
연결당기순이익	-	-	77	177	213
지배주주지분순이익	-	-	77	177	213
기타포괄이익	-	-	14	0	0
총포괄이익	-	-	91	177	213
지배주주지분포괄이익	-	-	91	177	213
EBITDA	-	-	281	443	490

## 주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	-	-	1,940	4,489	5,395
BPS	-	-	33,589	37,178	41,472
DPS	-	-	600	900	1,100
성장성(% , YoY)					
매출증가율	-	-	-	92.2	6.8
영업이익증가율	-	-	-	151.0	16.8
순이익증가율	-	-	-	131.3	20.2
EPS증가율	-	-	-	131.3	20.2
EBITDA증가율	-	-	-	57.6	10.5
수익성(%)					
영업이익률	-	-	9.6	12.6	13.8
순이익률	-	-	6.9	8.3	9.3
EBITDA Margin	-	-	25.2	20.6	21.4
ROA	-	-	3.4	7.6	8.9
ROE	-	-	5.8	12.7	13.7
배당수익률	-	-	0.6	0.8	1.0
배당성향	-	-	30.9	20.1	20.4
안정성					
순차입금(십억원)	-	-	544	405	264
차입금/자본총계비율(%)	-	-	49.8	39.8	29.5
Valuation(X)					
PER	-	-	53.9	24.5	20.4
PBR	-	-	3.1	3.0	2.7
EV/EBITDA	-	-	16.8	10.8	9.5

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

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



## ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 2월 14일 현재 오리온 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 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 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

※ 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 높게 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.