

## 오리온(271560)

Above

In line

Below

## 매수(유지)

목표주가: 140,000원(상향)

## Stock Data

KOSPI(11/14)	2,527
주가(11/14)	122,000
시가총액(십억원)	4,823
발행주식수(백만)	40
52주 최고/최저가(원)	123,500/80,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	12,183
유동주식비율/외국인지분율(%)	59.5/40.0
주요주주(%)	이회경 외 6인 40.6
국민연금	7.1

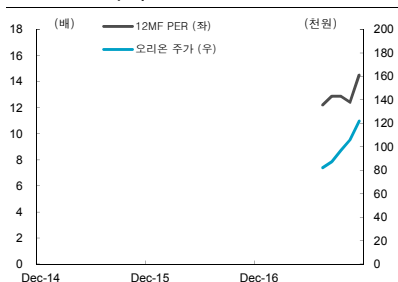
## Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	NM	51.8	27.5
PBR(x)	NM	3.6	3.3
ROE(%)	0.0	7.0	12.5
DY(%)	-	0.7	0.8
EV/EBITDA(x)	NM	16.6	11.9
EPS(원)	0	2,354	4,435
BPS(원)	0	33,795	37,230

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	29.4	-	-
상대주가(%p)	27.2	-	-

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 관리의 진수(眞髓)

## What's new : 중국과 한국의 어닝 서프라이즈

사업회사로 분할된 오리온의 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 6.4%, 13.3% 감소해 우리 예상과 컨센서스를 큰 폭으로 상회했다. 사드 이슈로 중국의 매출액이 줄어 전체적으로 감익했지만, 기대보다는 선방한 실적이다. 중국의 수익성이 인력 감축, 프로모션비 절감으로 크게 향상됐고, 한국도 스낵 신제품 히트 효과로 이익이 급증했다. 베트남과 러시아도 두자릿수대의 외형/이익 성장세를 이어갔다.

## Positives : 전 지역의 수익성 개선

중국 판매가 예상보다 부진했음에도 불구하고 영업이익률이 기대치인 12.4%보다 높은 16.2%를 기록해 이익 감소폭은 축소됐다. 사드 이슈 이후 생산직을 포함한 2천여명 인력이 감축됐고 매출액대비 광고/판촉비 부담도 전년동기대비 0.5%포인트 줄이는 노력이 주효했다. 한국도 꼬북칩의 인기로 매출액이 6.8% 신장하고 비용도 잘 제어되어 영업이익률은 10%대 초반(13.3%)에 안착했다. 베트남은 전체 매출액의 53.1%를 차지하는 파이류가 26.1%의 고성장을 지속해 매출액과 영업이익이 각각 19.4%, 59.8% 늘었다. 러시아도 유통법 개정 영향으로 마진율이 확대되고 초코파이의 마트 판매가격이 회복돼 영업이익이 80.4% 급증했다.

## Negatives : 중국 회복은 더디게 진행

중국의 매출액 감소폭은 17.1%를 기록해 2분기 48.0%에 비해서는 개선됐지만 기대보다는 회복이 더뎠다. 실제 소비자 판매와 연동되는 sell out 중국 매출액은 전분기와 유사한 17.2%의 감소율을 보여 아직 현격한 판매 개선은 없는 것으로 보인다. 그러나 회사는 4분기 이후 내년까지 중국에서 20여개의 신제품(extension 제품 포함)을 출시하고 초코파이의 가격도 올릴 것(중량 증가 병행)으로 보여 판매는 점진적으로 개선될 것으로 예상된다.

## 결론 : 목표주가 140,000원으로 상향

목표주가를 기존 107,000원에서 140,000원으로 상향하며 매수 의견을 유지한다. 목표주가는 구조조정으로 전 지역의 수익성이 빠르게 개선되는 점을 반영해 2018년 이후 영업이익 전망치를 평균 25% 상향하고, Global peers 대비 부여하던 PER 프리미엄률을 종전 15%에서 35%로 확대해 상향했다. 4분기에는 춘절 기간 차이로 인해 여전히 감익이 불가피하나, 이는 내년 1분기에는 플러스 효과로 전환될 것이다. 특히 중국은 광고비 축소와 영업인력 효율화 등으로 추가적인 비용 절감 여력이 남아 있다고 판단된다. 주가가 최근 급하게 반등한 만큼 긴 호흡으로 매집하는 전략을 추천한다.

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	537.1	522.1	(2.8)	545.3	39.8	(6.4)	1,175.5	1,777.4
영업이익	65.0	78.7	21.1	69.9	303.2	(13.3)	153.3	171.1
영업이익률	12.1	15.1	3.0	12.8	9.8	(1.2)	13.0	9.6
세전이익	60.4	79.6	31.9	71.6	341.8	(11.6)	127.0	155.6
순이익	45.2	60.7	34.5	54.3	345.0	(31.9)	95.0	113.4

이경주

kjlee@truefriend.com

&lt;표 1&gt; 3Q17 연결 실적

(단위: 십억원, %)

	3Q17	3Q16	YoY	2Q17	QoQ	당사 추정치	차이	Consensus	차이
매출액	522.1	557.8	(6.4)	373.5	39.8	537.1	(2.8)	545.3	(4.3)
매출총이익	292.9	318.8	(8.1)	(200.6)	246.0	284.3	3.0		
판매비	214.2	207.4	3.3	161.3	32.8	219.5	(2.4)		
영업이익	78.7	90.8	(13.3)	19.5	303.2	65.0	21.1	69.9	12.6
세전이익	79.6	90.1	(11.6)	18.0	341.8	60.4	31.9	71.6	11.2
당기순이익	60.7	89.1	(31.9)	13.6	345.0	45.2	34.5	54.3	11.8
매출원가율	43.9	42.9		153.7		47.1			
판매비율	41.0	37.2		43.2		40.9			
영업이익률	15.1	16.3		5.2		12.1		12.8	
세전이익률	15.3	16.1		4.8		11.2		13.1	
당기순이익률	11.6	16.0		3.7		8.4		10.0	

주: 3Q16, 2Q17은 오리온 사업회사의 사업으로 재구성한 것으로 실제치와 차이가 날 수 있음

자료: Quantiwise, 한국투자증권

&lt;표 2&gt; 3Q17 연결 실적(분할 전 기준)

(단위: 십억원, %)

	3Q17	3Q16	YoY	2Q17	QoQ
<b>매출액</b>					
한국	173.4	160.2	8.2	173.7	(0.2)
중국	288.7	348.4	(17.1)	141.5	104.0
러시아	19.8	15.5	27.7	18.9	4.8
베트남	50.4	45.4	11.0	49.0	2.9
쇼박스	53.5	34.1	56.9	14.2	276.8
합계	579.9	597.2	(2.9)	391.2	48.2
<b>영업이익</b>				0.0	
한국	20.7	12.1	71.1	23.1	(10.4)
중국	46.8	70.7	(33.8)	(14.1)	-
러시아	4	2.2	81.8	4.0	0.0
베트남	9.1	5.7	59.6	6.6	37.9
쇼박스	9.8	5.3	84.9	(0.6)	-
합계	89.9	94.4	(4.8)	16.7	438.3

자료: 오리온, 한국투자증권

&lt;표 3&gt; 오리온과 Peer그룹 PER 비교

(단위: 십억원, 원, 배)

	2016	2017F	2018F
오리온 수정 EPS		2,867	4,528
PER(A)	14.6	42.6	26.9
중국 제과 PER(B)	27.3	30.2	26.3
세계 제과(중국 제외) PER(C)	21.3	23.0	20.2
PER(B와 C 평균)	<b>24.3</b>	<b>26.6</b>	<b>23.3</b>
PER 프리미엄 A/B-1	-46.6%	45.7%	4.5%
A/C-1	-31.6%	90.8%	35.9%

주: 중국제과는 Want Want, Tingyi, 세계제과는 Pepsi, Hershey, Meiji 등임

자료: 한국투자증권

&lt;표 4&gt; 오리온 Valuation

(단위: 배, %, 원)

	2017F	2018F
중국 및 세계 제과 peers PER	26.6	23.3
할증율	35%	35%
목표 PER	35.9	31.4
<b>목표주가</b>	<b>99,665</b>	<b>139,439</b>

자료: Bloomberg, 한국투자증권

&lt;표 5&gt; 지역별 실적추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

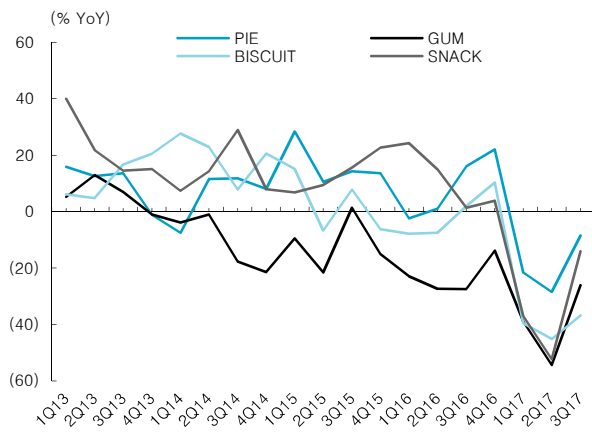
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	3Q17 (KIS 추정치)	4Q17F	2016 (6월~12월)	2017F (12개월)	2017F (12개월)	2018F	2019F
<b>[매출액]</b>														
한국	154.8	152.4	145.7	160.0	156.4	157.5	155.6	152.9	169.7	612.9	377.9	639.3	691.4	724.0
중국	378.4	272.0	348.4	347.2	234.9	141.5	288.7	309.6	262.7	1,346.0	598.6	927.8	1,124.7	1,204.1
러시아	13.7	14.0	15.5	18.1	17.7	18.9	19.8	18.1	14.6	61.2	40.7	71.0	75.3	81.3
베트남	52.0	31.6	36.2	50.9	55.2	40.9	43.2	43.5	69.0	170.7	125.9	208.3	237.0	266.6
<b>연결계</b>	<b>615.1</b>	<b>482.1</b>	<b>557.8</b>	<b>592.3</b>	<b>479.0</b>	<b>373.5</b>	<b>522.1</b>	<b>537.1</b>	<b>528.9</b>	<b>2,247.4</b>	<b>1,175.5</b>	<b>1,896.4</b>	<b>2,183.9</b>	<b>2,339.0</b>
<b>[매출원가]</b>														
한국	91.1	90.8	89.3	94.7	94.4	90.5	93.0	88.9	84.7	366.0	207.8	362.5	405.7	423.8
중국	178.6	131.3	157.7	155.5	129.7	71.9	138.6	154.8	131.7	623.1	294.3	472.0	502.8	521.7
러시아	9.3	9.5	10.1	11.7	10.6	11.6	12.4	11.4	8.7	40.5	24.9	43.2	46.3	49.6
베트남	28.6	21.0	49.6	21.4	33.4	26.7	26.7	32.7	48.2	120.7	83.8	135.0	135.4	151.2
<b>연결계</b>	<b>323.9</b>	<b>264.8</b>	<b>318.8</b>	<b>299.4</b>	<b>283.0</b>	<b>215.2</b>	<b>267.8</b>	<b>300.9</b>	<b>286.1</b>	<b>1,206.9</b>	<b>645.8</b>	<b>1,052.2</b>	<b>1,151.2</b>	<b>1,215.6</b>
<b>[판매비]</b>														
한국	58.8	59.2	58.8	57.8	60.5	60.1	59.7	59.1	26.0	234.7	105.7	206.2	209.1	215.8
중국	131.7	133.6	120.0	139.0	110.1	83.8	103.3	116.5	100.2	524.4	231.4	397.3	465.0	498.7
러시아	3.0	3.3	3.2	3.5	3.0	3.3	3.4	2.4	0.9	13.0	5.4	10.7	12.3	13.4
베트남	12.8	12.6	25.4	13.8	16.4	14.2	14.6	14.7	22.7	64.6	42.0	67.8	62.2	70.8
<b>연결계</b>	<b>206.4</b>	<b>208.7</b>	<b>207.4</b>	<b>214.2</b>	<b>189.9</b>	<b>161.3</b>	<b>175.6</b>	<b>192.7</b>	<b>147.1</b>	<b>836.6</b>	<b>376.5</b>	<b>674.0</b>	<b>758.5</b>	<b>810.7</b>
<b>[영업이익]</b>														
한국	23.9	16.6	12.1	26.2	18.4	23.1	20.7	15.3	20.2	78.8	64.3	82.4	76.6	84.4
중국	68.1	7.1	70.7	52.7	(4.9)	(14.1)	46.8	38.3	30.8	198.6	72.9	58.5	157.0	183.7
러시아	1.3	1.2	2.2	2.9	4.1	4.0	4.0	4.3	5.0	7.7	10.4	17.2	16.7	18.3
베트남	11.3	3.5	5.7	6.0	12.0	6.6	9.1	7.1	7.2	26.5	0.1	34.9	39.4	44.6
<b>연결계</b>	<b>104.7</b>	<b>28.3</b>	<b>90.8</b>	<b>87.8</b>	<b>29.7</b>	<b>19.5</b>	<b>78.7</b>	<b>65.0</b>	<b>61.3</b>	<b>311.6</b>	<b>153.3</b>	<b>170.2</b>	<b>274.2</b>	<b>312.7</b>
(%, YoY)														
<b>[매출액]</b>														
한국	(12.4)	(5.3)	(4.7)	0.9	1.0	3.4	6.8	3.2	6.1	(5.6)		4.3	8.1	4.7
중국	7.0	1.5	(6.5)	2.6	(37.9)	(48.0)	(17.1)	(11.1)	(24.3)	1.0		(31.1)	21.2	7.1
러시아	10.4	(14.2)	(3.6)	35.4	29.6	35.3	28.0	17.0	(19.5)	5.4		16.0	6.0	8.0
베트남	16.3	18.8	21.9	31.5	6.2	29.4	19.4	20.1	35.6	22.1		22.0	13.8	12.5
<b>연결계</b>	<b>(11.9)</b>	<b>(5.9)</b>	<b>(12.8)</b>	<b>(1.9)</b>	<b>(22.1)</b>	<b>(22.5)</b>	<b>(6.4)</b>	<b>(4.1)</b>	<b>10.7</b>	<b>3.1</b>		<b>(15.6)</b>	<b>15.1</b>	<b>6.7</b>
<b>[영업이익]</b>														
한국	(20.9)	(39.2)	(37.3)	43.2	(23.0)	39.2	71.1	58.6	(22.7)	(17.1)		4.6	(7.1)	10.2
중국	19.7	(76.1)	5.8	12.0	(107.2)	(300.0)	(33.9)	(45.9)	(41.5)	(0.9)		(70.5)	168.2	17.0
러시아	78.6	(7.5)	10.6	485.7	208.8	227.0	80.4	94.7	72.3	68.2		122.7	(2.8)	9.5
베트남	34.1	540.6	427.8	88.8	6.2	90.0	59.8	24.9	20.0	99.9		31.8	12.8	13.3
<b>연결계</b>	<b>(12.9)</b>	<b>(40.3)</b>	<b>15.4</b>	<b>32.3</b>	<b>(71.7)</b>	<b>(31.1)</b>	<b>(13.3)</b>	<b>(26.4)</b>	<b>(30.2)</b>	<b>4.1</b>		<b>(45.4)</b>	<b>54.1</b>	<b>14.4</b>

주: 로컬 매출액 기준

2Q17이전 실적은 분할 후 사업회사 기준으로 한투증권이 추정하여 산출한 것으로 실제치와 상이할 수 있음

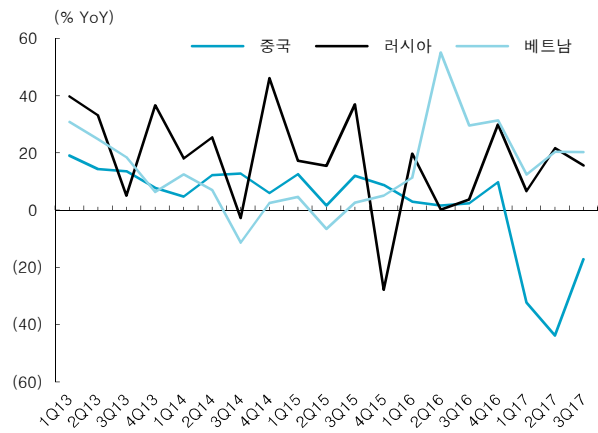
자료: 오리온, 한국투자증권

[그림 1] 중국 카테고리별 매출액 동향(위안화 기준)



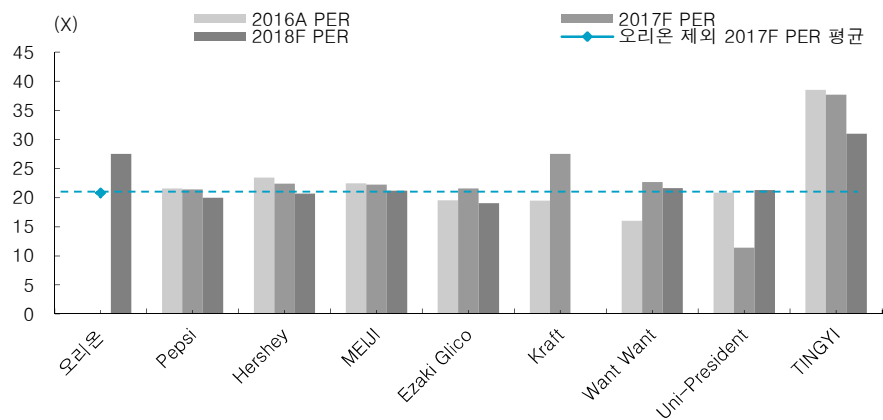
자료: 오리온, 한국투자증권

[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)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	-	-	482	570	655
현금성자산	-	-	106	153	211
매출채권및기타채권	-	-	153	175	187
재고자산	-	-	129	153	164
비유동자산	-	-	1,795	1,766	1,787
투자자산	-	-	12	11	12
유형자산	-	-	1,629	1,621	1,633
무형자산	-	-	35	44	47
자산총계	-	-	2,277	2,336	2,442
유동부채	-	-	516	466	451
매입채무및기타채무	-	-	141	131	140
단기차입금및단기사채	-	-	115	95	75
유동성장기부채	-	-	257	227	197
비유동부채	-	-	387	357	311
사채	-	-	0	0	0
장기차입금및금융부채	-	-	316	291	241
부채총계	-	-	903	823	762
지배주주지분	-	-	1,336	1,472	1,634
자본금	-	-	20	20	20
자본잉여금	-	-	598	598	598
기타자본	-	-	638	638	638
이익잉여금	-	-	66	202	365
비지배주주지분	-	-	38	41	46
자본총계	-	-	1,374	1,513	1,680

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	-	-	230	307	400
당기순이익	-	-	95	179	210
유형자산감가상각비	-	-	173	173	174
무형자산상각비	-	-	0	0	0
자산부채변동	-	-	(40)	(48)	11
기타	-	-	2	3	5
투자활동현금흐름	-	-	(121)	(143)	(195)
유형자산투자	-	-	(126)	(165)	(185)
유형자산매각	-	-	0	0	0
투자자산순증	-	-	17	1	(1)
무형자산순증	-	-	(5)	(9)	(3)
기타	-	-	(7)	30	(6)
재무활동현금흐름	-	-	(98)	(117)	(148)
자본의증가	-	-	0	0	0
차입금의순증	-	-	(64)	(74)	(100)
배당금지급	-	-	0	(32)	(40)
기타	-	-	(34)	(11)	(8)
기타현금흐름	-	-	0	0	0
현금의증가	-	-	11	48	57

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

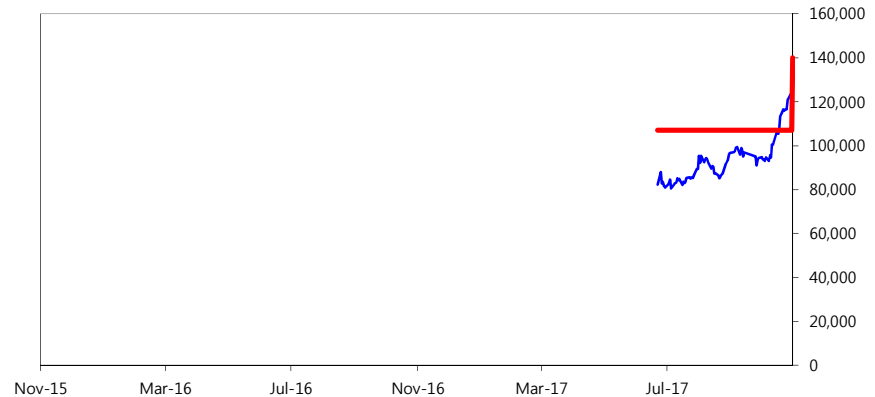
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	-	-	1,176	2,192	2,339
매출원가	-	-	646	1,160	1,216
매출총이익	-	-	530	1,032	1,123
판매관리비	-	-	377	759	811
영업이익	-	-	153	273	313
금융수익	-	-	3	3	5
이자수익	-	-	3	3	5
금융비용	-	-	20	19	16
이자비용	-	-	20	19	16
기타영업외손익	-	-	(9)	(19)	(20)
관계기업관련손익	-	-	0	0	0
세전계속사업이익	-	-	127	239	281
법인세비용	-	-	32	60	71
연결당기순이익	-	-	95	179	210
지배주주지분순이익	-	-	93	175	206
기타포괄이익	-	-	14	0	0
총포괄이익	-	-	109	179	210
지배주주지분포괄이익	-	-	107	175	206
EBITDA	-	-	327	446	487

## 주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	-	-	2,354	4,435	5,214
BPS	-	-	33,795	37,230	41,344
DPS	-	-	800	1,000	1,100
성장성(%, YoY)					
매출증가율	0.0	0.0	0.0	86.4	6.7
영업이익증가율	NM	NM	NM	78.4	14.4
순이익증가율	NM	NM	NM	88.4	17.6
EPS증가율	NM	NM	NM	88.4	17.6
EBITDA증가율	NM	NM	NM	36.6	9.1
수익성(%)					
영업이익률	-	-	13.0	12.5	13.4
순이익률	-	-	7.9	8.0	8.8
EBITDA Margin	-	-	27.8	20.4	20.8
ROA	-	-	4.2	7.8	8.8
ROE	-	-	7.0	12.5	13.3
배당수익률	-	-	0.7	0.8	0.9
배당성향	NM	NM	34.0	22.5	21.1
안정성					
순차입금(십억원)	-	-	573	445	283
차입금/자본총계비율(%)	-	-	49.4	39.6	29.4
Valuation(X)					
PER	NM	NM	51.8	27.5	23.4
PBR	NM	NM	3.6	3.3	3.0
EV/EBITDA	NM	NM	16.6	11.9	10.6

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				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 11월 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

- 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.