



2017/11/15

# 오리온(271560)

## 밸류에이션과 센티멘털 이슈로 선접근 가능 구간

### ■ 3Q17 Review: 예상을 하회한 개선속도 vs 이익개선 노력

3Q17 오리온의 매출액과 영업이익은 각각 5,221억원 (-8.3% YoY), 787억원 (-13.2% YoY)으로, 영업이익은 18.4% 상회하는 영업실적을 시현했다. 외형 측면에서 중국 사드 영향은 예상대비 높은 수준이 지속되고 있으나, 구조 조정에 따른 이익개선 노력으로 영업이익 감소폭은 낮았다.

1) 중국 현지 매출액 성장률은 -17.2%로, 시장 예상치대비 회복은 더디게 진행되고 있다. 제과 카테고리별 회복속도는 상이하며 (파이> 스낵> 껌, 비스킷 순), 아직까지 스낵을 중심으로 하는 프로모션 매대 및 TT채널 재진입에 대해서는 보수적인 시각을 유지한다. 4분기는 춘절 시점효과가 더 해져 매출감소폭이 확대될 전망이다 (4Q17 -26.1% YoY 추정). 단 인건비, 물류비 등을 중심으로 하는 강도 높은 구조조정으로 이익레벨은 기대치를 상회하는 수준을 시현했으며, 외형회복과는 별개의 bottom-line 개선은 1H18까지 지속될 가능성이 높다. 2) 한국 제과성장률은 +6.8% YoY로 신제품효과를 보였으며, 전년동기 베이스효과를 감안, 영업이익은 +71.8% YoY를 시현했다. 최근의 익스텐션 제품 확대 흐름은 가동률 측면에서 레버리지효과를 일부 희석하나, 성숙시장 내 지배력 강화에 긍정적이다. 3) 베트남과 러시아의 현지성장률은 각각 20.3%, 15.6%로 고성장세가 유지되고 있다. 이익기여도는 중국대비 낮으나 지속적인 성장 측면에서 긍정적이다.

### ■ 이익개선에 따른 밸류에이션 하락기대 및 센티멘털 접근유의

한국, 베트남, 러시아 등의 고성장 및 이익기여도 증가가 예상치를 상회하나, 여전히 중국 중심의 오리온 사업포트폴리오를 고려시 더딘 회복속도에 대해 아쉬운 부분이 존재한다. 그러나 1) 최근 낮아진 사드관련 우려 정도에 따른 센티멘트 측면의 접근이 용이한 상황과, 2) 구조조정을 통한 이익회복에 향후 Top-line 정상화 가정이 더해질 경우 예상보다 빠른 속도의 밸류에이션 안정을 기대할 수 있다는 점을 고려할 필요가 있다. 이러한 요인에 따라 주가의 하방리스크를 제한적으로 본다면 상대적으로 견조한 주가흐름을 보일 가능성이 높다는 판단이다. 영업실적 및 밸류에이션 조정에 따라 목표주가를 기존 120,000원에서 145,000원으로 상향조정한다.

음식료 이경신

(2122-9211) ks.lee@hi-ib.com

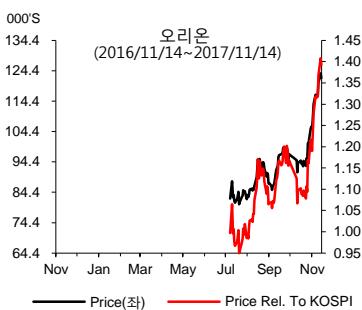
**Buy** (Maintain)

목표주가(12M)	145,000원
종가(2017/11/14)	122,000원

### Stock Indicator

자본금	-십 억원
발행주식수	3,953만주
시가총액	4,823십억원
외국인지분율	44.8%
배당금(2016E)	-
EPS(2017E)	6,049원
52주 주가	80,500~123,500원
60일평균거래량	100,164주
60일평균거래대금	9.9십 억원

### Price Trend



## &lt;표1&gt; 오리온 3Q17 연결기준 영업실적 및 컨센서스 비교

	(단위: 십억원)						
	3Q17P	3Q16	YoY %	하이추정치	diff (%) %p)	Consensus	diff (%) %p)
매출액	522.1	569.5	(8.3)	546.4	(4.4)	549.0	(4.9)
영업이익	78.7	90.7	(13.2)	54.0	45.6	66.5	18.4
영업이익률 %	15.1	15.9	(0.9)	9.9	5.2	12.1	3.0
세전이익	79.6	85.5	(7.0)	48.6	63.7	72.0	10.6
세전이익률 %	15.2	15.0	0.2	8.9	6.3	13.1	2.1

자료: FnGuide, 하이투자증권 / 주: 컨센서스는 2017년 11월 14일 기준

## &lt;표2&gt; 오리온 사업회사 영업실적 추이 및 전망

	(단위: 십억원)										
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	624.7	495.0	569.5	601.9	487.7	383.1	532.2	519.5	2,291.2	1,922.6	2,191.7
한국	173.8	166.6	160.2	178.7	173.3	173.7	173.4	185.6	679.4	706.0	726.9
중국	378.4	272.0	348.4	347.2	234.9	141.5	288.7	250.3	1,346.0	915.4	1,141.3
베트남	58.9	42.4	45.4	57.8	61.8	49.0	50.4	62.1	204.5	223.3	236.5
러시아	13.7	14.0	15.5	18.1	17.7	18.9	19.8	21.5	61.2	78.0	87.1
YoY %	3.3	(0.3)	(3.8)	5.6	(21.9)	(22.6)	(6.6)	(13.7)	1.2	(16.1)	14.0
한국	(8.0)	(6.3)	(4.1)	3.0	(0.3)	4.2	8.2	3.9	(4.0)	3.9	3.0
중국	7.0	1.5	(6.5)	2.6	(37.9)	(48.0)	(17.1)	(27.9)	1.0	(32.0)	24.7
베트남	18.0	24.1	25.2	29.8	5.1	15.6	10.8	7.4	24.1	9.2	5.9
러시아	104	(14.2)	(3.6)	35.4	29.6	35.3	28.0	18.9	5.4	27.3	11.7
영업이익	104.7	28.3	90.7	87.8	29.7	19.6	80.6	71.0	311.5	200.8	298.8
한국	23.9	16.6	12.1	26.2	18.4	23.1	20.7	28.2	78.7	90.5	102.2
중국	68.1	7.1	70.7	52.7	(4.9)	(14.1)	46.8	31.8	198.6	59.5	145.5
베트남	11.3	3.5	5.7	6.0	12.0	6.6	9.1	6.4	26.5	34.1	32.8
러시아	1.3	1.2	2.2	2.9	4.1	4.0	4.0	4.6	7.7	16.7	18.2
YoY %	8.8	(51.8)	1.6	28.1	(71.6)	(31.0)	(11.1)	(19.2)	(0.4)	(35.5)	48.8
한국	(21.0)	(39.2)	(37.7)	42.8	(22.8)	39.6	71.8	7.9	(17.3)	15.1	13.0
중국	19.7	(76.1)	5.8	12.0	(107.2)	(300.0)	(33.9)	(39.7)	(0.9)	(70.1)	144.6
베트남	34.1	540.6	427.8	63.8	6.2	90.0	59.8	6.4	92.8	28.7	(3.8)
러시아	98.3	(7.5)	10.6	(647.5)	208.8	227.0	80.4	56.7	121.8	116.8	9.1
OPM %	16.8	5.7	15.9	14.6	6.1	5.1	15.1	13.7	13.6	10.4	13.6
한국	13.7	10.0	7.5	14.6	10.6	13.3	11.9	15.2	11.6	12.8	14.1
중국	18.0	2.6	20.3	15.2	(2.1)	(10.0)	16.2	12.7	14.8	6.5	12.7
베트남	19.3	8.1	12.5	10.4	19.5	13.4	18.1	10.3	13.0	15.3	13.9
러시아	9.7	8.8	14.4	16.2	23.2	21.2	20.3	21.3	12.6	21.5	20.9

자료: 오리온, 하이투자증권 / 주: 영업실적은 단순 사업회사의 실적 합산을 의미 (비교수치 미확정)

&lt;표3&gt; 오리온 해외법인 영업실적 추정 기본가정

	(단위: 십억원)								2016	2017E	2018E
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2016	2017E	2018E
중국 매출액	378.4	272.0	348.4	347.2	234.9	142.4	289.8	250.3	1,346.0	917.3	1,141.3
YoY %	7.0%	1.5%	-6.5%	2.6%	-37.9%	-47.7%	-16.8%	-27.9%	1.0%	-31.9%	24.4%
매출액 (백만위안)	2,065.7	1,539.0	2,063.1	2,050.5	1,397.8	864.0	1,708.2	1,516.0	7,718.3	5,485.9	7,006.8
YoY %	2.9%	1.6%	1.8%	9.2%	-32.3%	-43.9%	-17.2%	-26.1%	3.9%	-28.9%	27.7%
환율 (원/위안)	183.2	176.7	168.0	169.1	168.1	164.8	169.7	165.1	174.4	167.2	162.9
YoY %	4.0%	-0.1%	-8.7%	-6.6%	-8.3%	-6.8%	1.0%	-2.4%	-2.8%	-4.1%	-2.6%
베트남 매출액	58.9	42.4	45.4	57.8	61.8	49.0	50.4	62.1	204.5	223.3	236.5
YoY %	18.0%	24.1%	25.2%	29.8%	5.1%	15.6%	10.8%	7.4%	24.1%	9.2%	5.9%
내수	52.0	31.6	36.2	50.9	55.2	40.6	43.2	55.2	170.7	194.2	205.4
YoY %	16.3%	18.8%	21.9%	31.5%	6.2%	28.5%	19.3%	8.5%	22.2%	13.8%	5.7%
매출액 (십억동)	967.0	614.0	724.0	986.0	901.0	957.0	871.0	1,133.9	3,291.0	3,862.9	4,397.7
YoY %	11.3%	16.1%	29.5%	31.3%	-6.8%	55.9%	20.3%	15.0%	21.5%	17.4%	13.8%
환율 (1,000원/동)	53.8	51.5	50.0	51.6	61.3	42.4	49.6	48.7	51.9	50.3	46.7
YoY %	4.5%	2.4%	-5.9%	0.2%	13.9%	-17.6%	-0.8%	-5.7%	0.5%	-3.1%	-7.1%
수출 (동남아, 이란 등)	6.9	10.8	9.2	6.9	6.6	8.4	7.2	6.9	33.8	29.1	31.1
YoY %	32.7%	42.1%	39.4%	16.9%	-4.3%	-22.2%	-21.7%	0.0%	33.6%	-13.9%	7.0%
러시아 매출액	13.7	14.0	15.5	18.1	17.7	18.9	19.8	21.5	61.2	78.0	87.1
YoY %	10.4%	-14.2%	-3.6%	35.4%	29.6%	35.3%	28.0%	18.9%	5.4%	27.3%	11.7%
매출액 (백만루블)	845.2	787.1	892.1	992.3	901.5	957.3	1,030.9	1,136.2	3,516.7	4,025.9	4,536.0
YoY %	19.7%	0.1%	3.7%	29.9%	6.7%	21.6%	15.6%	14.5%	12.9%	14.5%	12.7%
환율 (원/루블)	16.2	17.7	17.4	18.2	19.7	19.7	19.2	18.9	17.4	19.4	19.2
YoY %	-7.8%	-14.3%	-7.1%	4.3%	21.5%	11.3%	10.8%	3.8%	-6.6%	11.2%	-0.8%

자료: 오리온, 하이투자증권

## &lt;표4&gt; 오리온 사업회사 목표주가 변경

(단위: 십억원)

	EBITDA	Multiple (X)	Value	비고
<b>A) 제과사업 가치</b>				2018년 추정치 적용
한국	142.8	13.0	1,856.8	국내 제과업종 평균치 조정적용
중국	203.2	14.5	2,946.6	Global peer 평균 조정적용
베트남	45.8	15.0	687.6	성장성 감안해 global peer 평균에 할증적용
러시아	25.5	15.0	382.3	성장성 감안해 global peer 평균에 할증적용
<b>합계</b>	<b>417.4</b>	<b>14.1</b>	<b>5,873.3</b>	
<b>B) 순차입금</b>			<b>550.0</b>	
<b>C) SOTP (A+B)</b>			<b>5,323.3</b>	
주식수			39,534	
적정가치			134,653	
<b>목표주가 (원)</b>			<b>145,000</b>	

자료: 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

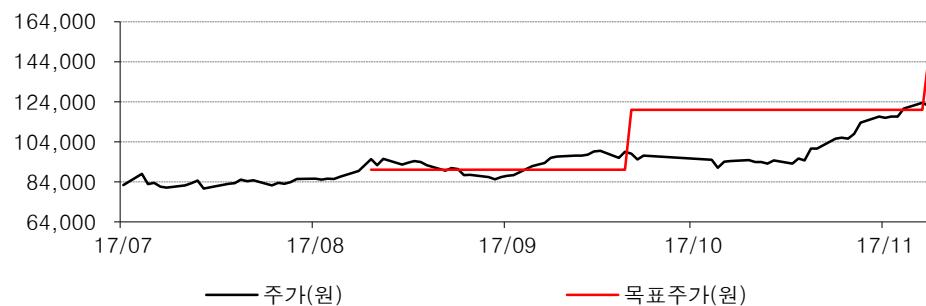
재무상태표				포괄손익계산서				
	2017E	2018E	2019E	(단위:십억원)	2017E	2018E	2019E	(단위:십억원, %)
유동자산	n/a	n/a	n/a		매출액	1,903	2,152	2,234
현금 및 현금성자산	-	n/a	n/a	n/a	증가율(%)	-	13.1	3.8
단기금융자산	-	n/a	n/a	n/a	매출원가	-	1,002	1,112
매출채권	-	n/a	n/a	n/a	매출총이익	-	901	1,040
재고자산	-	n/a	n/a	n/a	판매비와관리비	-	703	745
비유동자산	-	n/a	n/a	n/a	연구개발비	-	-	-
유형자산	-	n/a	n/a	n/a	기타영업수익	-	-	-
무형자산	-	n/a	n/a	n/a	기타영업비용	-	-	-
자산총계	-	n/a	n/a	n/a	영업이익	-	197	295
유동부채	-	n/a	n/a	n/a	증가율(%)	-	49.3	3.3
매입채무	-	n/a	n/a	n/a	영업이익률(%)	-	10.4	13.7
단기차입금	-	n/a	n/a	n/a	이자수익	-	-	-
유동성장기부채	-	n/a	n/a	n/a	이자비용	-	-	-
비유동부채	-	n/a	n/a	n/a	지분법이익(손실)	-	15	20
사채	-	n/a	n/a	n/a	기타영업외손익	-	-6	-20
장기차입금	-	n/a	n/a	n/a	세전계속사업이익	-	184	273
부채총계	-	n/a	n/a	n/a	법인세비용	-	42	63
지배주주지분	-	n/a	n/a	n/a	세전계속이익률(%)	-	9.7	12.7
자본금	-	n/a	n/a	n/a	당기순이익	-	142	210
자본잉여금	-	n/a	n/a	n/a	순이익률(%)	-	7.5	9.8
이익잉여금	-	n/a	n/a	n/a	지배주주귀속 순이익	-	140	206
기타자본항목	-	n/a	n/a	n/a	기타포괄이익	-	-	-
비지배주주지분	-	n/a	n/a	n/a	총포괄이익	-	142	210
자본총계	-	n/a	n/a	n/a	지배주주귀속총포괄이익	-	142	210

현금흐름표				주요투자지표				
	2017E	2018E	2019E		2017E	2018E	2019E	
영업활동 현금흐름	n/a	n/a	n/a	주당지표(원)				
당기순이익	-	n/a	n/a	EPS	6,049	5,214	5,403	
유형자산감가상각비	-	n/a	n/a	BPS	n/a	n/a	n/a	
무형자산상각비	-	n/a	n/a	CFPS	13,211	9,464	9,652	
지분법관련손실(이익)	-	n/a	n/a	DPS	-	6,500	6,500	6,500
투자활동 현금흐름	-	n/a	n/a	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-	n/a	n/a	PER	20.2	23.4	22.6	
무형자산의 처분(취득)	-	n/a	n/a	PBR	n/a	n/a	n/a	
금융상품의 증감	-	n/a	n/a	PCR	9.2	12.9	12.6	
재무활동 현금흐름	-	n/a	n/a	EV/EBITDA	14.4	8.6	9.0	
단기금융부채의증감	-	n/a	n/a	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	n/a	n/a	ROE	n/a	n/a	n/a	
자본의증감	-	n/a	n/a	EBITDA 이익률	19.1	21.5	21.2	
배당금지급	-	n/a	n/a	부채비율	n/a	n/a	n/a	
현금및현금성자산의증감	-	n/a	n/a	순부채비율	-	n/a	n/a	
기초현금및현금성자산	-	n/a	n/a	매출채권회전율(x)	-	28.6	15.5	15.6
기말현금및현금성자산	-	n/a	n/a	재고자산회전율(x)	-	28.6	15.5	15.6

자료 : 오리온, 하이투자증권 리서치센터

주: 온기 재무제표 미공시에 따라 재무제표가 불완전한 상황이나, 연간확정시 재무상태 및 현금흐름 수정 예정

## 최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(오리온)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리를 평균주가대비	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-08-16	Hold	90,000	1년	2.9%	10.4%
2017-09-27	Buy	120,000	1년	-14.0%	2.9%
2017-11-15	Buy	145,000	1년		

## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. ([작성자:이경신](#))

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 현재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

## 하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-