



2018/02/14

# 오리온(271560)

## 1H18 방향성, 매수 기회로 활용할 필요

### ■ 4Q17, 중국 외형축소에 따른 부담이 영업실적에 반영

4Q17 오리온의 매출액과 영업이익은 각각 4,510억원 (-25.1% YoY), 205억 원 (-76.7% YoY)으로, 시장기대치 (453억원)를 하회하는 영업실적을 시현했다. 중국의 사드영향 및 춘절물량의 1Q18 이연효과가 맞물린 고정비부담, 재고관련 매출차감 등에 따라 영업이익 감소폭이 높았다.

1) 중국 현지 매출액 성장률은 -42.2%로, 춘절물량 (400억원) 및 딜러교체에 따른 반품비용 매출차감 (130억원), 1월 이연수요 (200-300억원 추정) 등을 제외시 사드이슈로 인한 매출축소는 전분기수준 (-20% YoY)으로 판단한다. 영업이익은 외형축소에 따른 고정비 부담이 높았다. 다만 1Q18는 4Q17과 반대로 춘절물량 및 이연수요분에 의한 외형증가에 2017년 하반기부터 지속되는 비용효율화가 더해진 이익 레버리지효과가 기대된다. 또한 3월부터 본격화되는 신제품 출시는 낮은 베이스를 고려시 오리온제품 간 잠식효과보다 회전율개선 및 매대확보에 긍정적으로 작용할 전망이다.

2) 한국 제과성장률은 +1.0% YoY로 역기저에 따른 성장을 둔화 및 성과급 등 비용확대로 영업이익은 -22.3% YoY를 시현했다. 단 2017년 높은 스낵 성장에 따른 지배력확대 흐름을 감안하면 2018년에도 익스텐션을 통한 제품 확대가 지속될 전망이다. 가동률 측면에서 레버리지효과를 일부 희석하나, 성숙시장 내 지배력 강화에 긍정적이다. 3) 내수 베트남과 러시아의 현지성장률은 각각 14.7%, 11.1%로 고성장세가 유지되고 있다. 이익기여도는 중국대비 낮으나 지속성장 측면에서 긍정적이다.

### ■ 1H18 방향성, 매수 기회로 활용할 필요

단기 예상치를 하회하는 영업실적에 대해 아쉬움이 존재하나, 현 상황에서는 1) 1H17 베이스효과를 고려한 높은 성장세, 2) 1H18 가동률 개선과 구조조정에 따른 레버리지효과 및 2) 신제품을 통한 Top-line 정상화 가능성에 초점을 맞출 필요가 있다. 외형확대 속도에 추가적인 탄력이 불을 경우 빠른 속도의 밸류에이션 안정 또한 기대해 볼만 하다. 이러한 요인에 따라 주가의 하방리스크를 제한적으로 본다면, 음식료업종 내 상대적으로 견조한 주가 우상향 흐름을 시현할 가능성이 높다는 판단이다.

음식료 이경신

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

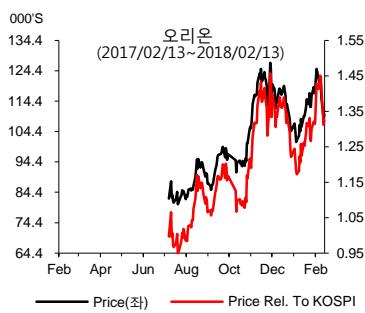
**Buy** (Maintain)

목표주가(12M)	145,000원
종가(2018/02/13)	110,000원

#### Stock Indicator

자본금	20십억원
발행주식수	3,953만주
시가총액	4,349십억원
외국인지분율	40.3%
배당금(2017)	600원
EPS(2017E)	2,674원
BPS(2017E)	17,533원
ROE(2017E)	15.9%
52주 주가	80,500~127,000원
60일평균거래량	102,661주
60일평균거래대금	11.9십억원

#### Price Trend



&lt;표1&gt; 오리온 4Q17 연결기준 영업실적 및 컨센서스 비교

	4Q17P	4Q16	YoY %	하이추정치	diff (%. %p)	Consensus	(단위: 십억원) 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 2018년 02월 13일 기준

&lt;표2&gt; 오리온 해외법인 영업실적 추정 기본가정

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017P	2018E	(단위: 십억원)
중국 매출액	234.9	142.4	289.8	198.1	332.1	210.5	313.5	259.2	1,346.0	865.1	1,115.3	
YoY %	-37.9%	-47.7%	-16.8%	-43.0%	41.4%	47.9%	8.2%	30.8%	1.0%	-35.7%	28.9%	
매출액 (백만위안)	1,397.8	864.0	1,708.2	1,184.7	1,992.8	1,271.0	1,907.6	1,592.1	7,718.3	5,154.7	6,763.4	
YoY %	-32.3%	-43.9%	-17.2%	-42.2%	42.6%	47.1%	11.7%	34.4%	3.9%	-33.2%	31.2%	
환율 (원/위안)	168.1	164.8	169.7	167.2	166.7	165.6	164.3	162.8	174.4	167.8	164.9	
YoY %	-8.3%	-6.8%	1.0%	-1.1%	-0.8%	0.5%	-3.1%	-2.6%	-2.8%	-3.8%	-1.7%	
베트남 매출액	61.8	49.0	50.4	61.2	56.4	56.1	51.6	64.5	204.5	222.4	228.6	
YoY %	5.1%	15.6%	10.8%	5.8%	-8.8%	14.5%	2.5%	5.4%	24.1%	8.7%	2.8%	
내수	55.2	40.6	43.2	55.5	51.1	50.2	46.6	59.9	170.7	194.5	207.8	
YoY %	6.2%	28.5%	19.3%	9.0%	-7.4%	23.8%	7.8%	7.9%	22.2%	13.9%	6.9%	
매출액 (십억동)	901.0	957.0	871.0	1,131.0	1,081.2	1,071.8	1,001.7	1,300.7	3,291.0	3,860.0	4,455.3	
YoY %	-6.8%	55.9%	20.3%	14.7%	20.0%	12.0%	15.0%	15.0%	21.5%	17.3%	15.4%	
환율 (1,000원/동)	61.3	42.4	49.6	49.1	47.3	46.9	46.5	46.1	51.9	50.4	46.6	
YoY %	13.9%	-17.6%	-0.8%	-4.9%	-22.8%	10.5%	-6.3%	-6.2%	0.5%	-2.9%	-7.4%	
수출 (동남아, 이란 등)	6.6	8.4	7.2	5.7	5.3	5.9	5.0	4.6	33.8	27.9	20.8	
YoY %	-4.3%	-22.2%	-21.7%	-17.4%	-20.0%	-30.0%	-30.0%	-20.0%	33.6%	-17.5%	-25.6%	
러시아 매출액	17.7	18.9	19.8	20.9	19.7	20.4	22.0	23.5	61.2	77.4	85.6	
YoY %	29.6%	35.3%	28.0%	15.5%	11.4%	8.0%	10.9%	12.3%	5.4%	26.4%	10.7%	
매출액 (백만루블)	901.5	957.3	1,030.9	1,102.0	1,018.7	1,053.0	1,134.0	1,212.2	3,516.7	3,991.7	4,417.9	
YoY %	6.7%	21.6%	15.6%	11.1%	13.0%	10.0%	10.0%	10.0%	12.9%	13.5%	10.7%	
환율 (원/루블)	19.7	19.7	19.2	19.0	19.4	19.4	19.4	19.4	17.4	19.4	19.4	
YoY %	21.5%	11.3%	10.8%	4.0%	-1.4%	-1.9%	0.8%	2.1%	-6.6%	11.3%	0.0%	

자료: 오리온, 하이투자증권

&lt;표3&gt; 오리온 사업회사 영업실적 추이 및 전망

	(단위: 십억원)										
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017P	2018E
<b>매출액</b>	487.7	383.1	522.1	451.0	576.0	455.2	552.0	520.6	2,291.2	1,844.0	2,103.7
한국	173.3	173.7	173.4	179.0	177.7	178.1	174.9	183.5	679.4	699.3	714.2
내수	156.1	157.5	155.6	161.6	160.0	160.7	157.9	164.8	612.9	630.8	643.4
수출	7.5	7.3	6.8	8.4	7.7	7.5	7.0	8.6	30.0	29.9	30.8
기타 (F&B)	9.7	8.9	11.0	9.0	10.0	10.0	10.0	10.0	36.4	38.7	40.0
중국	234.9	141.5	288.7	198.1	332.1	210.5	313.5	259.2	1,346.0	863.2	1,115.3
베트남	61.8	49.0	50.4	61.2	56.4	56.1	51.6	64.5	204.5	222.4	228.6
내수	55.2	40.6	43.2	55.5	51.1	50.2	46.6	59.9	170.7	194.5	207.8
수출	6.6	8.4	7.2	5.7	5.3	5.9	5.0	4.6	33.8	27.9	20.8
러시아	17.7	18.9	19.8	20.9	19.7	20.4	22.0	23.5	61.2	77.4	85.6
YoY %	(21.9)	(22.6)	(8.3)	(25.1)	18.1	18.8	5.7	15.4	1.2	(19.5)	14.1
한국	(0.3)	4.2	8.2	0.2	2.5	2.6	0.9	2.5	(40)	2.9	2.1
내수	0.8	3.3	6.8	1.0	2.5	2.0	1.5	2.0	(5.6)	2.9	2.0
수출	5.1	(1.9)	1.7	(5.5)	3.0	3.0	3.0	3.0	(4.4)	(0.5)	3.0
기타 (F&B)	(18.4)	31.0	39.8	(8.4)	2.7	12.3	(9.1)	10.9	35.4	6.1	3.5
중국	(37.9)	(48.0)	(17.1)	(43.0)	41.4	48.7	8.6	30.8	1.0	(35.9)	29.2
베트남	5.1	15.6	10.8	5.8	(8.8)	14.5	2.5	5.4	24.1	8.7	2.8
내수	18.9	28.5	19.3	9.0	(17.3)	23.8	7.8	7.9	22.2	13.9	6.9
수출	700.0	(22.2)	(21.7)	(17.4)	(90.4)	(30.0)	(30.0)	(20.0)	33.6	(17.5)	(25.6)
러시아	29.6	35.3	28.0	15.5	11.4	8.0	10.9	12.3	5.4	26.4	10.7
<b>영업이익</b>	29.7	19.6	78.7	20.5	91.3	51.2	88.7	70.9	311.5	148.5	302.2
한국	18.4	23.1	20.7	20.3	22.5	23.8	22.0	23.0	78.7	82.6	91.3
중국	(4.9)	(14.1)	46.8	(8.5)	57.9	19.2	59.9	37.2	198.6	19.2	174.2
베트남	12.0	6.6	9.1	8.6	10.3	7.5	6.6	9.2	26.5	36.3	33.6
러시아	4.1	4.0	4.0	2.1	2.6	2.7	2.3	3.5	7.7	14.2	11.1
YoY %	(71.6)	(31.0)	(13.2)	(76.7)	207.5	161.9	12.7	245.9	(0.4)	(52.3)	103.6
한국	(22.8)	39.6	71.8	(22.3)	22.0	2.9	6.2	13.2	(17.3)	5.0	10.5
중국	적전	적전	(33.9)	적전	흑전	흑전	28.0	흑전	(0.9)	(90.3)	807.8
베트남	6.2	90.0	59.8	42.2	(14.3)	13.8	(27.5)	7.8	92.8	36.8	(7.3)
러시아	208.8	227.0	80.4	(29.0)	(36.0)	(32.1)	(43.7)	67.5	121.8	84.3	(22.0)
<b>OPM %</b>	6.1	5.1	15.1	4.5	15.9	11.3	16.1	13.6	13.6	8.1	14.4
한국	10.6	13.3	11.9	11.4	12.7	13.4	12.6	12.5	11.6	11.8	12.8
중국	(2.1)	(10.0)	16.2	(4.3)	17.4	9.1	19.1	14.3	14.8	2.2	15.6
베트남	19.5	13.4	18.1	14.0	18.3	13.3	12.8	14.3	13.0	16.3	14.7
러시아	23.2	21.2	20.3	9.9	13.3	13.3	10.3	14.8	12.6	18.4	13.0

자료: 오리온, 하이투자증권 / 주: 2Q17까지 영업실적은 단순 사업회사의 실적 합산을 의미 (비교수치 미확정)

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			포괄손익계산서	(단위:십억원, %)			
	2017E	2018E	2019E		2017E	2018E	2019E	
유동자산	1,073	1,394	1,456	매출액	-	1,844	2,104	2,188
현금 및 현금성자산	804	1,101	1,165	증가율(%)	-	-	14.1	4.0
단기금융자산	-	-	-	매출원가	-	987	1,079	1,124
매출채권	129	141	140	매출총이익	-	857	1,024	1,064
재고자산	129	141	140	판매비와관리비	-	709	722	749
비유동자산	616	476	599	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	597	457	580	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	19	19	19	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,689	1,871	2,055	영업이익	-	148	302	315
유동부채	653	666	673	증가율(%)	-	-	103.6	4.4
매입채무	84	98	104	영업이익률(%)	-	8.1	14.4	14.4
단기차입금	150	150	150	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	140	140	140	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	343	323	303	지분법이익(손실)	-	10	20	20
사채	230	210	190	기타영업외손익	-	0	-16	-16
장기차입금	70	70	70	세전계속사업이익	-	139	285	298
부채총계	995	989	976	법인세비용	-	34	65	69
지배주주지분	693	876	1,069	세전계속이익률(%)	-	7.5	13.5	13.6
자본금	20	20	20	당기순이익	-	105	219	229
자본잉여금	593	593	593	순이익률(%)	-	5.7	10.4	10.5
이익잉여금	80	264	457	지배주주귀속 순이익	-	104	215	225
기타자본항목	0	0	0	기타포괄이익	-	-	-	-
비지배주주지분	1	5	10	총포괄이익	-	105	219	229
자본총계	694	882	1,079	지배주주귀속총포괄이익	-	105	219	229

## 현금흐름표

	(단위:십억원)		
	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	174	369	406
당기순이익	105	219	229
유형자산감가상각비	113	115	115
무형자산상각비	53	53	53
지분법관련손실(이익)	10	20	20
투자활동 현금흐름	-200	-200	-220
유형자산의 처분(취득)	-200	-200	-220
무형자산의 처분(취득)	-	-	-
금융상품의 증감	-	-	-
재무활동 현금흐름	453	-44	-52
단기금융부채의증감	100	-	-
장기금융부채의증감	230	-20	-20
자본의증감	-	-	-
배당금지급	-	-24	-32
현금및현금성자산의증감	804	298	63
기초현금및현금성자산	-	804	1,101
기말현금및현금성자산	804	1,101	1,165

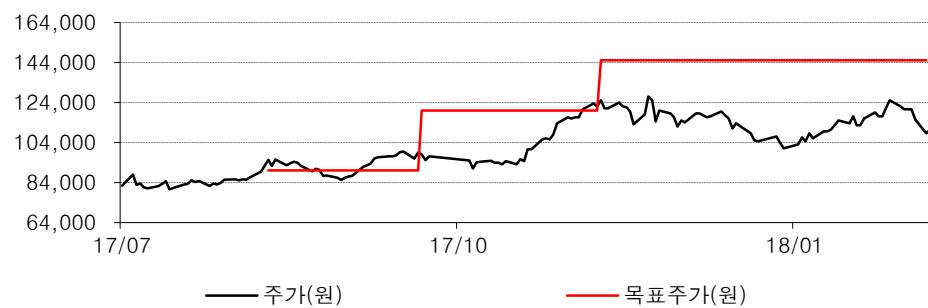
## 주요투자지표

	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)			
EPS	2,674	5,432	5,686
BPS	17,533	22,165	27,051
CFPS	n/a	9,682	9,935
DPS	600	800	800
Valuation(배)			
PER	39.9	20.2	19.3
PBR	6.3	5.0	4.1
PCR	n/a	11.4	11.1
EV/EBITDA	13.2	8.1	7.7
Key Financial Ratio(%)			
ROE	15.9	27.4	23.1
EBITDA 이익률	17.1	22.4	22.1
부채비율	143.4	112.2	90.4
순부채비율	-30.8	-60.3	-57.0
매출채권회전율(x)	17.3	15.6	15.6
재고자산회전율(x)	20.6	15.6	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	고리율	
				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 전재, 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 2017-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.1 %	6.9 %	-