

3. 오리온 (271560) / BUY (유지) / TP 145,000원 (유지)

1Q18 Preview: 시장기대치를 상회하는 영업실적 예상

오리온의 1Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 5,704억원 (+17.0% YoY), 894억원 (+201.1% YoY)으로, 러시아를 제외한 전 사업부문의 호조에 따라 시장기대치(833억원)를 상회하는 영업실적이 예상된다.

중국 매출액 현지성장률은 +38.4% YoY가 예상된다. 4Q17에서 미뤄진 춘절물량 및 일부 추가 이연수요 물량이 반영되고, 3월부터 파이, 젤리류 익스텐션 신제품 출시가 더해짐에 따라 기존의 더딘 수요회복 리스크를 완화할 것으로 판단한다. 2017년 구조조정을 통한 가동률 상승에 따른 영업 레버리지 증가로 이익개선은 외형 회복 속도보다 높을 전망이다. 2017년 3월부터 시작된 사드이슈 및 본격적인 신제품 출시를 감안한다면 영업실적 회복구간 진입이 주가에 반영될 것으로 예상된다.

한국 내수 성장률은 +6.5% YoY로 추정한다. 전년동기 신제품출시 호조로 역기저 효과에도 스낵, 파이를 중심으로 하는 신제품 및 익스텐션 제품 확대에 따라 시장 성장을 상회할 것으로 판단한다. 베트남 또한 기존에 보인 고성장 흐름을 유지할 것으로 예상하며, 높아진 이익기여도에 대해 긍정적으로 판단한다. 다만 러시아의 경우 달러 구조조정으로 인한 매출공백 영향으로 영업실적 역성장이 예상되나, 교체작업 마무리시 볼륨회복에 대해 긍정적으로 판단한다.

영업실적, 모멘텀, 모든 측면에서 매수 접근 유효

중국 중심의 오리온 사업포트폴리오를 고려할 때 1H18은 Top-line 정상화뿐 아니라 구조조정이 더해진 마진개선이 가시화되는 시기이다. 사드이슈 기저효과와 신제품을 통한 시장지위 회복이 영업실적 정상화로 이어진다는 점을 고려한다면 펀더멘털 및センチメント 측면 접근이 모두 용이하다. 추가적인 외형확대가 더해진다면 레버리지효과에 따른 예상보다 빠른 속도의 밸류에이션 안정까지 기대할 수 있다. 이러한 요인에 따라 주가의 하방리스크를 제한적으로 예상하며, 성장률이 확인되는 구간에서 여타업체대비 상대적으로 견조한 주가흐름을 보일 가능성이 높다는 판단이다.

〈표1〉 오리온 연결기준 영업실적 추정치 및 컨센서스 비교

	1Q18E	1Q17	YoY (% , %p)	1Q18C	diff (% , %p)
매출액	570.4	487.7	17.0	569.4	0.2
영업이익	89.4	29.7	201.1	83.3	7.3
영업이익률 %	15.7	6.1	9.6	14.6	1.0
세전이익	85.2	28.7	196.5	76.0	12.1
세전이익률 %	14.9	5.9	9.0	13.4	1.6

자료: FnGuide, 하이투자증권 추정 주: 컨센서스는 2018년 03월 30일 기준

〈표2〉 오리온 사업회사 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	487.7	383.1	522.1	451.0	570.4	457.2	553.9	525.7	1,844.0	2,107.1	2,183.2
한국	173.3	173.7	173.4	179.0	183.7	180.5	174.9	184.3	699.3	723.4	737.4
	156.1	157.5	155.6	161.6	166.2	163.0	157.9	165.6	630.8	652.8	665.9
	7.5	7.3	6.8	8.4	7.5	7.5	7.0	8.6	29.9	30.5	31.5
중국	234.9	141.5	288.7	198.1	327.5	213.2	318.2	263.7	863.2	1,122.6	1,153.8
베트남	61.8	49.0	50.4	61.2	54.3	56.4	50.8	65.2	222.4	226.8	250.3
	55.2	40.6	43.2	55.5	49.1	50.5	45.8	60.7	194.5	206.0	229.0
	6.6	8.4	7.2	5.7	5.3	5.9	5.0	4.6	27.9	20.8	21.4
러시아	17.7	18.9	19.8	20.9	14.8	17.1	20.0	22.4	77.4	74.3	81.8
YoY %	(21.9)	(22.6)	(8.3)	(25.1)	17.0	19.3	6.1	16.6	(19.5)	14.3	3.6
한국	(0.3)	4.2	8.2	0.2	6.0	3.9	0.9	2.9	2.9	3.4	1.9
	0.8	3.3	6.8	1.0	6.5	3.5	1.5	2.5	2.9	3.5	2.0
	5.1	(1.9)	1.7	(5.5)	0.0	3.0	3.0	3.0	(0.5)	2.3	3.0
중국	(37.9)	(48.0)	(17.1)	(43.0)	39.4	50.6	10.2	33.1	(35.9)	30.1	2.8
베트남	5.1	15.6	10.8	5.8	(12.1)	15.1	0.9	6.6	8.7	2.0	10.4
	18.9	28.5	19.3	9.0	(20.7)	24.4	6.0	9.3	13.9	5.9	11.1
	700.0	(22.2)	(21.7)	(17.4)	(90.4)	(30.0)	(30.0)	(20.0)	(17.5)	(25.6)	3.0
러시아	29.6	35.3	28.0	15.5	(16.2)	(9.7)	0.8	7.2	26.4	(3.9)	10.0
영업이익	29.7	19.6	78.7	20.5	89.4	50.3	81.5	70.0	148.5	291.3	302.8
한국	18.4	23.1	20.7	20.3	23.1	23.6	21.1	23.2	82.6	91.0	95.2
중국	(4.9)	(14.1)	46.8	(8.5)	57.0	19.2	53.6	36.1	19.2	165.9	169.9
베트남	12.0	6.6	9.1	8.6	9.9	7.8	6.7	9.3	36.3	33.8	34.6
러시아	4.1	4.0	4.0	2.1	1.4	1.8	2.1	3.3	14.2	8.5	11.2
YoY %	(71.6)	(31.0)	(13.2)	(76.7)	201.1	157.2	3.6	241.7	(52.3)	96.2	4.0
한국	(22.8)	39.6	71.8	(22.3)	25.5	1.8	2.0	14.3	5.0	10.2	4.5
중국	적전	적전	(33.9)	적전	흑전	흑전	14.6	흑전	(90.3)	764.8	2.4
베트남	6.2	90.0	59.8	42.2	(17.5)	18.6	(25.9)	9.1	36.8	(6.8)	2.3
러시아	208.8	227.0	80.4	(29.0)	(66.5)	(56.1)	(48.8)	59.9	84.3	(40.1)	31.1
OPM %	6.1	5.1	15.1	4.5	15.7	11.0	14.7	13.3	8.1	13.8	13.9
한국	10.6	13.3	11.9	11.4	12.6	13.1	12.1	12.6	11.8	12.6	12.9
중국	(2.1)	(10.0)	16.2	(4.3)	17.4	9.0	16.8	13.7	2.2	14.8	14.7
베트남	19.5	13.4	18.1	14.0	18.3	13.8	13.3	14.3	16.3	14.9	13.8
러시아	23.2	21.2	20.3	9.9	9.3	10.3	10.3	14.8	18.4	11.5	13.7

자료: 오리온, 하이투자증권 / 주: 2017년 2분기까지의 영업실적은 단순 사업회사의 실적 합산을 의미 (비교수치 미확정)

〈표3〉 오리온 해외법인 영업실적 추정 기본가정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
중국 매출액	234.9	142.4	289.8	198.1	327.5	213.2	318.2	263.7	865.1	1,122.6	1,153.8
YoY %	-37.9%	-47.7%	-16.8%	-43.0%	39.4%	49.8%	9.8%	33.1%	-35.7%	29.8%	2.8%
매출액 (백만위안)	1,397.8	864.0	1,708.2	1,184.7	1,934.7	1,271.1	1,907.7	1,592.3	5,154.7	6,705.8	6,940.5
YoY %	-32.3%	-43.9%	-17.2%	-42.2%	38.4%	47.1%	11.7%	34.4%	-33.2%	30.1%	3.5%
환율 (원/위안)	168.1	164.8	169.7	167.2	169.3	167.7	166.8	165.6	167.8	167.4	166.2
YoY %	-8.3%	-6.8%	1.0%	-1.1%	0.7%	1.8%	-1.7%	-0.9%	-3.8%	-0.3%	-0.7%
베트남 매출액	61.8	49.0	50.4	61.2	54.3	56.4	50.8	65.2	222.4	226.8	250.3
YoY %	5.1%	15.6%	10.8%	5.8%	-12.1%	15.1%	0.9%	6.6%	8.7%	2.0%	10.4%
내수	55.2	40.6	43.2	55.5	49.1	50.5	45.8	60.7	194.5	206.0	229.0
YoY %	6.2%	28.5%	19.3%	9.0%	-11.1%	24.4%	6.0%	9.3%	13.9%	5.9%	11.1%
매출액 (십억동)	901.0	957.0	871.0	1,131.0	1,036.2	1,071.8	975.5	1,300.7	3,860.0	4,384.2	4,933.6
YoY %	-6.8%	55.9%	20.3%	14.7%	15.0%	12.0%	12.0%	15.0%	17.3%	13.6%	12.5%
환율 (1,000원/동)	61.3	42.4	49.6	49.1	47.4	47.1	46.9	46.6	50.4	47.0	46.4
YoY %	13.9%	-17.6%	-0.8%	-4.9%	-22.7%	11.1%	-5.4%	-4.9%	-2.9%	-6.7%	-1.2%
수출 (동남아,이란 등)	6.6	8.4	7.2	5.7	5.3	5.9	5.0	4.6	27.9	20.8	21.4
YoY %	-4.3%	-22.2%	-21.7%	-17.4%	-20.0%	-30.0%	-30.0%	-20.0%	-17.5%	-25.6%	3.0%
러시아 매출액	17.7	18.9	19.8	20.9	14.8	17.1	20.0	22.4	77.4	74.3	81.8
YoY %	29.6%	35.3%	28.0%	15.5%	-16.2%	-9.7%	0.8%	7.2%	26.4%	-3.9%	10.0%
매출액 (백만루블)	901.5	957.3	1,030.9	1,102.0	766.3	880.7	1,030.9	1,157.1	3,991.7	3,835.0	4,218.5
YoY %	6.7%	21.6%	15.6%	11.1%	-15.0%	-8.0%	0.0%	5.0%	13.5%	-3.9%	10.0%
환율 (원/루블)	19.7	19.7	19.2	19.0	19.4	19.4	19.4	19.4	19.4	19.4	19.4
YoY %	21.5%	11.3%	10.8%	4.0%	-1.4%	-1.9%	0.8%	2.1%	11.3%	0.0%	0.0%

자료: 오리온, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	457	1,937	1,297	1,372	매출액	1,117	2,107	2,183	2,274
현금 및 현금성자산	102	1,562	924	1,001	증가율(%)	-	88.6	3.6	4.2
단기금융자산	51	51	51	51	매출원가	593	1,084	1,120	1,167
매출채권	131	135	133	132	매출총이익	524	1,023	1,064	1,108
재고자산	151	166	165	165	판매비와관리비	416	732	761	783
비유동자산	1,801	449	1,254	1,361	연구개발비	1	1	1	1
유형자산	1,673	345	1,141	1,240	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	52	20	20	20	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,258	2,386	2,551	2,734	영업이익	107	291	303	325
유동부채	523	501	506	514	증가율(%)	-	171.1	4.0	7.2
매입채무	68	46	52	59	영업이익률(%)	9.6	13.8	13.9	14.3
단기차입금	104	104	104	104	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	166	166	166	166	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	390	371	351	331	지분법이익(손실)	0	20	20	20
사채	329	310	290	270	기타영업외손익	1	-16	-16	-16
장기차입금	0	0	0	0	세전계속사업이익	105	274	285	307
부채총계	913	872	857	844	법인세비용	28	63	66	71
지배주주지분	1,308	1,474	1,648	1,839	세전계속이익률(%)	9.4	13.0	13.1	13.5
자본금	20	20	20	20	당기순이익	77	211	220	236
자본잉여금	598	598	598	598	순이익률(%)	6.9	10.0	10.1	10.4
이익잉여금	76	251	435	635	지배주주귀속 순이익	76	207	215	232
기타자본항목	624	624	624	624	기타포괄이익	-9	-9	-9	-9
비지배주주지분	37	41	45	50	총포괄이익	68	202	210	227
자본총계	1,345	1,515	1,694	1,889	지배주주귀속총포괄이익	68	202	210	227

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표	(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	193	261	337	355	주당지표(원)				
당기순이익	77	211	220	236	EPS	3,261	5,224	5,444	5,861
유형자산감가상각비	-	115	115	115	BPS	33,092	37,284	41,697	46,526
무형자산상각비	2	-	-	-	CFPS	3,331	8,133	8,353	8,770
지분법관련손실(이익)	0	20	20	20	DPS	600	800	800	800
투자활동 현금흐름	-17	-42	-95	-95	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-90	-200	-220	-220	PER	32.0	24.5	23.5	21.8
무형자산의 처분(취득)	-2	32	-	-	PBR	3.2	3.4	3.1	2.8
금융상품의 증감	-51	-	-	-	PCR	31.4	15.7	15.3	14.6
재무활동 현금흐름	-155	-43	-52	-52	EV/EBITDA	42.0	9.9	11.1	10.3
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	100	-19	-20	-20	ROE	11.6	14.8	13.8	13.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	9.8	19.3	19.1	19.3
배당금지급	-	-24	-32	-32	부채비율	67.9	57.5	50.6	44.7
현금및현금성자산의증감	18	1,461	-638	77	순부채비율	33.3	-68.2	-24.5	-27.1
기초현금및현금성자산	83	102	1,562	924	매출채권회전율(x)	17.0	15.8	16.3	17.1
기말현금및현금성자산	102	1,562	924	1,001	재고자산회전율(x)	14.8	13.3	13.2	13.8

자료 : 오리온, 하이투자증권 리서치센터