



2018/05/16

오리온(271560)

영업실적, 모멘텀, 모든 측면에서 매수 접근 유효

■ 시장기대치를 상회하는 영업실적 시현

1Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 5,163억원 (+5.8% YoY), 936억 원 (+215.3% YoY)으로, 러시아를 제외한 전 사업부문의 호조에 따라 시장 기대치 (830억원)를 상회하는 영업실적을 시현했다.

1) 중국 매출액 현지성장률은 +13.0% (동일 회계기준 적용시 25.0%) YoY로, 4Q17에서 미뤄진 춘절물량 및 일부 추가 이연수요 물량이 반영되고, 파이류 익스텐션 신제품이 일부 더해짐에 따라 기존의 더딘 수요회복 리스크를 완화했다. 가동률 상승에 따른 영업 레버리지 증가에 2017년 구조 조정효과가 더해져 이익개선은 외형회복 속도보다 높다. 향후 본격적인 신제품 출시에 따른 추가 매대 확보를 감안한다면 현재는 영업실적 회복 구간 초입에 불과하다. 2) 한국 내수 성장률은 +5.1% YoY이며, 전년동기 신제품출시 호조로 역기저효과에도 스낵, 파이를 중심으로 하는 신제품 및 익스텐션 제품 확대에 따라 시장 성장을 상회했다. 변동성이 낮은 국내 스낵시장에서의 점유율 확대흐름은 지배력 강화 측면에서 긍정적이다. 3) 베트남 또한 기존에 보인 고성장 흐름이 유지되었으며, 레버리지효과에 따른 이익성장세 (+42.0% YoY)가 두드러지는 등 높아진 이익기여도에 대해 긍정적으로 판단한다. 4) 러시아의 경우 딜러 구조조정으로 인한 매출 공백 영향으로 영업실적 역성장을 시현했으나, 교체작업 마무리시 2H18부터의 볼륨회복에 대해 긍정적으로 판단한다.

■ 영업실적, 모멘텀, 모든 측면에서 매수 접근 유효

1Q18 영업실적은 중국 Top-line 기저효과뿐 아니라 구조조정이 더해진 마진개선 가시화 측면이 부각될 필요가 있다. 향후 사드 기저효과와 신제품을 통한 시장지위 회복이 외형 정상화로 이어짐과 동시에 이익 레버리지 효과가 용이하다는 점을 감안한다면 영업실적 및 모멘텀 측면 접근이 모두 가능하다고 판단한다. 영업실적 추정치 조정에 따라 목표주가를 기존 145,000원에서 160,000원으로 상향조정한다. 여기에 신제품의 시장안착을 통한 추가적인 매출액 성장이 더해진다면 예상보다 빠른 속도의 밸류에이션 안정까지 기대할 수 있으며, 성장률이 확인되는 구간에서는 여타업체 대비 상대적으로 견조한 주가흐름을 이어갈 가능성성이 높다는 판단이다.

음식료 이경신

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

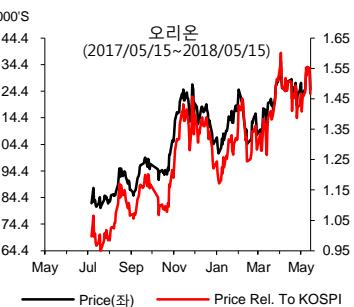
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	160,000원
종가 (2018/05/15)	125,000원

Stock Indicator

자본금	20십억원
발행주식수	3,953만주
시가총액	4,942십억원
외국인지분율	40.5%
배당금(2017)	600원
EPS(2018E)	5,793원
BPS(2018E)	37,853원
ROE(2018E)	16.3%
52주 주가	80,500~135,500원
60일평균거래량	83,406주
60일평균거래대금	10.1십억원

Price Trend



<표1> 오리온 1Q18 연결기준 영업실적 및 컨센서스 비교

	(단위: 십억원)						
	1Q18P	1Q17	YoY %	하이추정치	diff (% ,%p)	Consensus	diff (% ,%p)
매출액	516.3	487.7	5.8	568.4	(9.2)	561.2	(8.0)
영업이익	93.6	29.7	215.3	89.4	4.7	83.0	12.8
영업이익률 %	18.1	6.1	12.0	15.7	2.4	14.8	3.3
세전이익	87.5	28.7	204.5	84.9	3.1	74.1	18.2
세전이익률 %	17.0	5.9	11.1	14.9	2.0	13.2	3.8

자료: FnGuide, 하이투자증권 / 주: 컨센서스는 2018년 05월 15일 기준

<표2> 오리온 사업회사 영업실적 추이 및 전망

	(단위: 십억원)										
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	487.7	383.1	522.1	451.0	516.3	443.4	584.0	543.6	1,844.0	2,087.3	2,180.3
한국	173.3	173.7	173.4	179.0	177.6	180.8	175.2	184.5	699.3	718.0	736.5
중국	234.9	141.5	288.7	198.1	266.3	196.0	342.3	277.4	863.2	1,081.9	1,125.6
베트남	61.8	49.0	50.4	61.2	67.4	57.8	53.1	66.0	222.4	244.3	270.7
러시아	17.7	18.9	19.8	20.9	10.8	14.8	19.4	21.8	77.4	66.9	75.6
YoY %	(21.9)	(22.6)	(8.3)	(25.1)	5.8	15.7	11.9	20.5	(19.5)	13.2	4.5
한국	(0.3)	4.2	8.2	0.2	2.5	4.1	1.0	3.0	2.9	2.7	2.6
중국	(37.9)	(48.0)	(17.1)	(43.0)	13.4	38.5	18.6	40.0	(35.9)	25.3	4.0
베트남	5.1	15.6	10.8	5.8	9.0	18.0	5.5	7.8	8.7	9.9	10.8
러시아	29.6	35.3	28.0	15.5	(38.8)	(21.7)	(1.9)	4.2	26.4	(13.5)	13.1
영업이익	29.7	19.6	78.7	20.5	93.6	54.6	94.9	78.6	148.5	321.8	329.4
한국	18.4	23.1	20.7	20.3	24.0	23.3	21.2	23.5	82.6	91.9	95.6
중국	(4.9)	(14.1)	46.8	(8.5)	48.9	23.9	66.4	42.4	19.2	181.7	186.1
베트남	12.0	6.6	9.1	8.6	17.1	8.6	7.3	9.4	36.3	42.4	45.4
러시아	4.1	4.0	4.0	2.1	0.4	0.9	2.0	3.2	14.2	6.6	10.4
YoY %	(71.6)	(31.0)	(13.2)	(76.7)	215.3	179.4	20.6	283.3	(52.3)	116.8	2.4
한국	(22.8)	39.6	71.8	(22.3)	30.1	0.6	2.3	15.4	5.0	11.2	4.0
중국	적전	적전	(33.9)	적전	흑전	흑전	42.0	흑전	(90.3)	847.0	2.4
베트남	6.2	90.0	59.8	42.2	42.0	30.5	(19.5)	10.3	36.8	17.0	6.8
러시아	208.8	227.0	80.4	(29.0)	(89.5)	(76.8)	(50.2)	55.5	84.3	(53.6)	57.3
OPM %	6.1	5.1	15.1	4.5	18.1	12.3	16.3	14.5	8.1	154	15.1
한국	10.6	13.3	11.9	11.4	13.5	12.9	12.1	12.7	11.8	12.8	13.0
중국	(2.1)	(10.0)	16.2	(4.3)	18.4	12.2	19.4	15.3	2.2	16.8	16.5
베트남	19.5	13.4	18.1	14.0	25.4	14.8	13.8	14.3	16.3	17.4	16.8
러시아	23.2	21.2	20.3	9.9	4.0	6.3	10.3	14.8	18.4	9.9	13.7

자료: 오리온, 하이투자증권 / 주: 2017년은 IFRS15 적용 이전의 영업실적임

<표3> 오리온 해외법인 영업실적 추정 기본가정

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
중국 매출액	234.9	142.4	289.8	198.1	266.3	196.0	342.3	277.4	865.1	1,081.9	1,125.6
YoY %	-37.9%	-47.7%	-16.8%	-43.0%	13.4%	37.7%	18.1%	40.0%	-35.7%	25.1%	4.0%
매출액 (백만위안)	1,397.8	864.0	1,708.2	1,184.7	1,579.6	1,192.3	2,101.1	1,682.3	5,154.7	6,555.3	6,784.7
YoY %	-32.3%	-43.9%	-17.2%	-42.2%	13.0%	38.0%	23.0%	42.0%	-33.2%	27.2%	3.5%
환율 (원/위안)	168.1	164.8	169.7	167.2	168.6	164.4	162.9	164.9	167.8	165.0	165.9
YoY %	-8.3%	-6.8%	1.0%	-1.1%	0.3%	-0.2%	-4.0%	-1.4%	-3.8%	-1.7%	0.5%
베트남 매출액	61.8	49.0	50.4	61.2	67.4	57.8	53.1	66.0	222.4	244.3	270.7
YoY %	5.1%	15.6%	10.8%	5.8%	9.0%	18.0%	5.5%	7.8%	8.7%	9.9%	10.8%
내수	55.2	40.6	43.2	55.5	62.7	51.9	48.1	61.4	194.5	224.1	249.9
YoY %	6.2%	28.5%	19.3%	9.0%	13.6%	27.9%	11.3%	10.6%	13.9%	15.2%	11.5%
매출액 (십억동)	1,087.0	957.0	871.0	1,131.0	1,328.2	1,100.6	1,019.1	1,300.7	4,046.0	4,748.5	5,344.6
YoY %	12.4%	55.9%	20.3%	14.7%	22.2%	15.0%	17.0%	15.0%	22.9%	17.4%	12.6%
환율 (1,000원/동)	50.8	42.4	49.6	49.1	47.2	47.2	47.2	47.2	48.1	47.2	46.8
YoY %	-5.6%	-17.6%	-0.8%	-4.9%	-7.0%	11.3%	-4.8%	-3.8%	-7.3%	-1.8%	-1.0%
수출 (동남아, 이란 등)	6.6	8.4	7.2	5.7	4.7	5.9	5.0	4.6	27.9	20.2	20.8
YoY %	-4.3%	-22.2%	-21.7%	-17.4%	-28.8%	-30.0%	-30.0%	-20.0%	-17.5%	-27.7%	3.0%
러시아 매출액	17.7	18.9	19.8	20.9	10.8	14.8	19.4	21.8	77.4	66.9	75.6
YoY %	29.6%	35.3%	28.0%	15.5%	-38.8%	-21.7%	-1.9%	4.2%	26.4%	-13.5%	13.1%
매출액 (백만루블)	901.5	957.3	1,030.9	1,102.0	575.4	785.0	1,030.9	1,157.1	3,991.7	3,548.4	3,903.2
YoY %	6.7%	21.6%	15.6%	11.1%	-36.2%	-18.0%	0.0%	5.0%	13.5%	-11.1%	10.0%
환율 (원/루블)	19.7	19.7	19.2	19.0	18.9	18.9	18.9	18.9	19.4	18.9	19.4
YoY %	21.5%	11.3%	10.8%	4.0%	-4.1%	-4.5%	-1.9%	-0.7%	11.3%	-2.7%	2.8%

자료: 오리온, 하이투자증권 / 주: 2017년은 IFRS15 적용 이전의 영업실적임

<표4> 오리온 사업회사 목표주가 변경

	EBITDA	Multiple (X)	Value	비고
A) 제과사업 가치	414.2	15.2	6,314.2	영업실적은 2019년 추정치 적용
한국	117.3	13.8	1,613.5	국내외 제과업종 평균에 10% 할증적용
중국	228.5	15.6	3,570.0	국내외 제과업종 평균에 25% 할증적용
베트남	55.7	16.9	939.6	국내외 제과업종 평균에 35% 할증적용
러시아	12.7	15.0	191.1	국내외 제과업종 평균에 20% 할증적용
B) 순차입금			380.0	
C) SOTP (A+B)			5,934.2	
적정가치			150,105	주식수 39,534천주 반영
목표주가 (원)			160,000	

자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)			
		2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	457	1,965	1,375	1,503	
현금 및 현금성자산	102	1,592	1,003	1,134	
단기금융자산	51	51	51	51	
매출채권	131	134	133	131	
재고자산	151	164	165	164	
비유동자산	1,801	444	1,238	1,328	
유형자산	1,673	340	1,125	1,207	
무형자산	52	20	20	20	
자산총계	2,258	2,409	2,613	2,831	
유동부채	523	500	503	510	
매입채무	68	45	49	55	
단기차입금	104	104	104	104	
유동성장기부채	166	166	166	166	
비유동부채	390	371	371	371	
사채	329	310	310	310	
장기차입금	0	0	0	0	
부채총계	913	870	874	880	
지배주주지분	1,308	1,496	1,693	1,899	
자본금	20	20	20	20	
자본잉여금	598	598	598	598	
이익잉여금	76	274	479	695	
기타자본항목	624	624	624	624	
비지배주주지분	37	42	46	51	
자본총계	1,345	1,538	1,739	1,951	

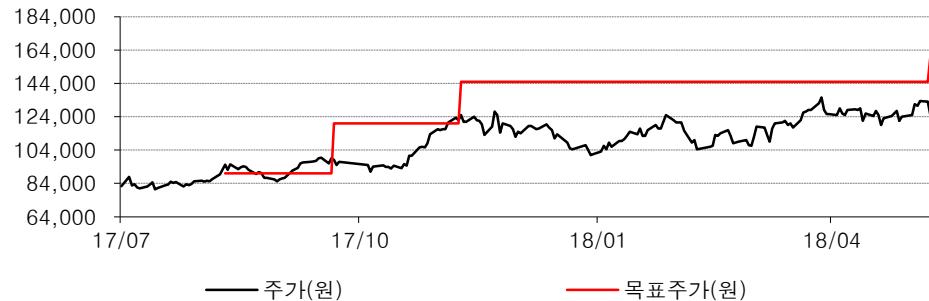
포괄손익계산서		(단위:십억원, %)			
		2017	2018E	2019E	2020E
매출액		1,117	2,087	2,180	2,256
증가율(%)		-	86.8	4.5	3.5
매출원가		593	1,078	1,101	1,141
매출총이익		524	1,010	1,079	1,115
판매비와관리비		416	688	750	771
연구개발비		1	1	1	1
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		107	322	329	344
증가율(%)		-	199.5	2.4	4.4
영업이익률(%)		9.6	15.4	15.1	15.2
이자수익		-	-	-	-
이자비용		-	-	-	-
지분법이익(손실)		0	20	20	20
기타영업외손익		1	-18	-16	-16
세전계속사업이익		105	302	312	326
법인세비용		28	68	70	73
세전계속이익률(%)		9.4	14.5	14.3	14.5
당기순이익		77	234	242	253
순이익률(%)		6.9	11.2	11.1	11.2
지배주주귀속 순이익		76	229	237	248
기타포괄이익		-9	-9	-9	-9
총포괄이익		68	225	233	244
지배주주귀속총포괄이익		68	225	233	244

현금흐름표		(단위:십억원)			
		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	193	292	366	390	
당기순이익	77	234	242	253	
유형자산감가상각비	-	120	126	132	
무형자산상각비	2	-	-	-	
지분법관련손실(이익)	0	20	20	20	
투자활동 현금흐름	-17	-42	-95	-95	
유형자산의 처분(취득)	-90	-200	-220	-220	
무형자산의 처분(취득)	-2	32	-	-	
금융상품의 증감	-51	-	-	-	
재무활동 현금흐름	-155	-43	-32	-32	
단기금융부채의증감	-	-	-	-	
장기금융부채의증감	100	-19	-	-	
자본의증감	-	-	-	-	
배당금지급	-	-24	-32	-32	
현금및현금성자산의증감	18	1,491	-589	131	
기초현금및현금성자산	83	102	1,592	1,003	
기말현금및현금성자산	102	1,592	1,003	1,134	

주요투자지표		(단위:원)			
		2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS		3,261	5,793	5,991	6,266
BPS		33,092	37,853	42,813	48,047
CFPS		3,331	8,829	9,178	9,613
DPS		600	800	800	800
Valuation(배)					
PER		32.0	21.6	20.9	19.9
PBR		3.2	3.3	2.9	2.6
PCR		31.4	14.2	13.6	13.0
EV/EBITDA		42.0	8.8	9.8	9.1
Key Financial Ratio(%)					
ROE		11.6	16.3	14.9	13.8
EBITDA 이익률		9.8	21.2	20.9	21.1
부채비율		67.9	56.6	50.3	45.1
순부채비율		33.3	-69.1	-27.2	-31.0
매출채권회전율(x)		17.0	15.8	16.3	17.1
재고자산회전율(x)		14.8	13.3	13.2	13.7

자료 : 오리온, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(오리온)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				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	-18.7%	-6.6%
2018-05-16	Buy	160,000			

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 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-