

오리온 (271560)

1Q18 Re: 2분기 실적에 대한 기대감 증만

1Q18 Re: 시장 기대치 상회

1분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 5,163억원(YoY +11.6%), 936억원(YoY +161.5%)를 시현했다. 매출액은 시장 기대치 대비 하회한 것처럼 보이나, IFRS 15 회계 인식 변경에 기인해 약 220억원이 매출 에누리 계정으로 차감되었기 때문이다. 회계 변경 감안시 매출액은 시장 기대치에 부합했고, 영업이익은 시장 기대치를 상회했다.

- ① 중국 제과 매출액은 전년대비 25.3% 증가(위안화 기준 YoY +25.0%, 환율 YoY +0.3%)했다. '사드' 부정적 영향 완화 및 춘절 가수요에 기인한다. 탐라인 회복 및 비용 효율화 노력에 힘입어 OPM은 18.4%를 시현했다. 사드 발생 전 대비 월 BEP 매출액은 100억원 이상 하락한 것으로 파악된다.
- ② 국내 제과 매출은 전년대비 5.7% 증가했다. 견조한 매출 신장은 신제품 '꼬북칩' 및 '초코파이후레시베리' 판매 호조에 기인한다.
- ③ 베트남 제과 매출은 전년대비 9.9% 증가(동화 기준 YoY +18.2%, 환율 YoY -7.1%)했다. 파이 및 스낵의 견조한 내수 성장이 지속되고 있는 것으로 파악된다.
- ④ 러시아 제과 매출은 달러 구조조정 영향 기인해 전년대비 38.7% 감소(루블화 기준 YoY -36.1%)했다.

2분기 중국 매대 회복 가시화로 이익 레버리지 지속 전망

2분기 영업이익은 중국 매대 회복 가시화에 따른 이익 레버리지 효과 지속에 기인해 시장 기대치를 상회할 것으로 예상(하나금융투자 OP 624억원 VS. 시장 컨센서스 545억원)한다. 4월 중국 법인 매출액은 약 700억원으로 파악된다. 5월부터 '꼬북칩' 및 '혼다칩' 판매가 시작된 점을 감안시 2분기 중국 매출액은 2,300억원 이상 시현할 공산이 크다. 실적 모멘텀은 2분기까지도 부각될 것이다.

밸류에이션도 아직 여력 있어

현 주가는 12개월 Fwd PER 20배 내외에 거래 중이다. 실적 모멘텀 감안시 중국 음식료 업종(PER 24배) 대비 저평가되어 있다는 판단이다. Top Pick 관점을 유지한다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 160,000원 | CP(5월 15일): 125,000원

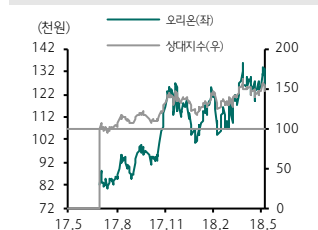
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,458.54
52주 최고/최저(원)	135,500/80,500
시가총액(십억원)	4,941.7
시가총액비중(%)	0.41
발행주식수(천주)	39,533.5
60일 평균 거래량(천주)	83.4
60일 평균 거래대금(십억원)	10.1
18년 배당금(예상, 원)	800
18년 배당수익률(예상, %)	0.64
외국인지분율(%)	40.49
주요주주 지분율(%)	
이화경 외 5인	45.33
국민연금	7.07
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(2.3) 0.0 0.0
상대	(2.5) 2.4 0.0

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	2,118.0	2,257.2
영업이익(십억원)	290.7	321.4
순이익(십억원)	207.4	231.6
EPS(원)	5,238	5,836
BPS(원)	37,661	42,592

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	N/A	1,117.2	2,095.9	2,282.2	2,396.3
영업이익	십억원	N/A	107.4	312.3	356.4	398.2
세전이익	십억원	N/A	105.1	300.0	343.4	385.2
순이익	십억원	N/A	75.6	226.9	256.1	287.3
EPS	원	N/A	1,911	5,740	6,479	7,268
증감률	%	N/A	N/A	200.37	12.87	12.18
PER	배	N/A	54.68	21.78	19.29	17.20
PBR	배	N/A	3.46	3.55	3.06	2.64
EV/EBITDA	배	N/A	14.47	9.19	7.94	6.89
ROE	%	N/A	6.32	17.55	17.04	16.48
BPS	원	N/A	30,242	35,181	40,861	47,328
DPS	원	N/A	N/A	800	800	800



Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com

RA 윤승현
02-3771-8121
shyoon92@hanafn.com

표 1. 1Q18 Review

(단위: 십억원)

	1Q18	1Q17	YoY	Consen	%Diff
매출액	516.3	462.5	11.6	558.7	(7.6)
영업이익	93.6	35.8	161.5	81.7	14.5
세전이익	87.5	33.3	162.8	73.6	18.9
(지배)순이익	65.9	25.0	163.7	60.3	9.3
OPM %	18.1	7.7		14.6	
NPM %	12.8	5.4		10.8	

기타: 1Q17 수치는 분할 전 연결 기준 수치임

자료: 하나금융투자

표 2. 분할 감안한 오리온(사업사) 실적 전망

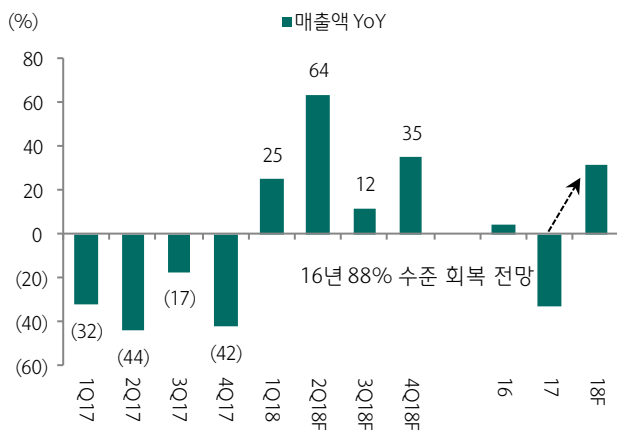
(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	17	18F	19F
매출액		144.1	522.1	450.9	516.3	475.9	569.0	534.8	1,117.2	2,095.9	2,282.2
국내제과		167.0	165.2	171.5	177.6	175.6	175.7	181.8	667.7	710.8	746.3
중국제과		141.5	288.7	198.1	266.3	234.4	322.5	267.4	840.7	1,090.6	1,145.1
베트남제과		49.1	50.4	61.2	67.4	56.5	55.4	68.5	222.0	255.3	288.5
러시아제과		18.9	19.8	20.9	10.8	15.3	21.4	23.0	77.4	89.0	102.3
YoY		-70.6%	-7.7%	-24.5%	13.4%	230.1%	9.0%	18.6%	-50.9%	87.6%	8.9%
국내제과		2.2%	5.7%	-1.9%	5.7%	3.1%	3.8%	3.7%	0.9%	6.5%	5.0%
중국제과		-48.0%	-17.1%	-43.0%	25.3%	65.7%	11.7%	35.0%	-37.5%	29.7%	5.0%
베트남제과		15.9%	10.9%	5.8%	9.9%	15.0%	10.0%	12.0%	8.6%	15.0%	13.0%
러시아제과		35.1%	27.9%	15.6%	-38.7%	-19.0%	8.0%	10.0%	26.4%	15.0%	15.0%
영업이익		8.4	78.7	20.2	93.6	62.4	85.1	71.1	107.4	312.3	353.6
국내제과		23.1	20.7	20.3	24.0	22.4	19.3	20.3	67.3	82.0	89.6
중국제과		(14.1)	46.8	(8.5)	48.9	35.2	56.6	42.8	19.2	183.5	200.4
베트남제과		6.6	9.1	8.6	17.1	7.9	10.3	9.9	36.3	45.2	51.9
러시아제과		4.0	4.0	2.1	0.4	0.8	3.2	2.3	14.2	6.7	11.8
YoY		NA	NA	NA	266.6%	639.4%	8.1%	251.6%	-63.4%	190.8%	13.2%
국내제과					30.1%	-3.0%	-6.7%	-0.1%	10.4%	21.9%	9.2%
중국제과					-1098.8%	-348.6%	21.1%	-601.8%	-90.3%	856.5%	9.2%
베트남제과					42.5%	19.8%	13.0%	15.5%	37.0%	24.6%	14.8%
러시아제과					-90.2%	-80.8%	-19.7%	9.6%	85.9%	-53.0%	76.2%
OPM		5.9%	15.1%	4.5%	18.1%	13.1%	15.0%	13.3%	9.6%	14.9%	15.5%
국내제과		13.6%	12.2%	11.6%	13.5%	12.8%	11.0%	11.2%	10.1%	11.5%	12.0%
중국제과		-10.0%	16.2%	-4.3%	18.4%	15.0%	17.6%	16.0%	2.3%	16.8%	17.5%
베트남제과		13.4%	18.1%	14.1%	19.5%	14.0%	18.6%	14.5%	16.4%	17.7%	18.0%
러시아제과		21.1%	20.2%	10.0%	3.7%	5.0%	15.0%	10.0%	18.4%	7.5%	11.5%
세전이익		7.7	79.6	17.7	87.5	60.2	83.1	69.1	105.1	300.0	343.4
YoY		NA	NA	NA	NA	679.5%	4.4%	290.8%	NA	185.5%	14.5%
(지배)순이익		5.2	59.1	11.2	65.9	45.8	61.5	53.7	75.6	226.9	256.1
YoY		NA	NA	NA	NA	773.2%	4.1%	378.0%	NA	200.2%	12.9%
NPM									6.8%	10.8%	11.2%

기타: 2017년 6월 인적분할됨

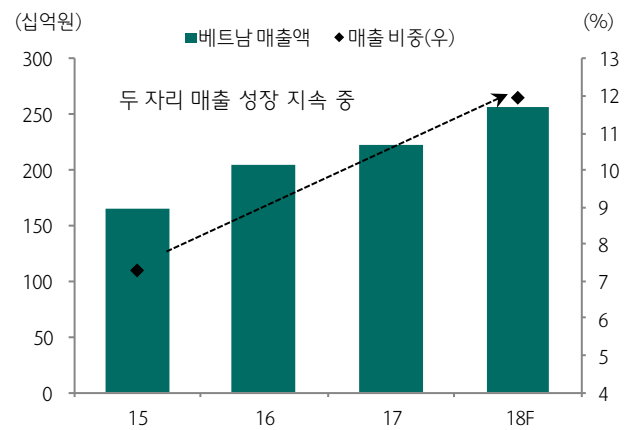
자료: 하나금융투자

그림 1. 중국 법인 2분기 기저 및 신제품 효과 기인에 고성장 전망



자료: 하나금융투자

그림 2. 올해 베트남 제과 매출 비중 10% 상회



자료: 하나금융투자

1Q18 실적발표 Q&A 요약

1. 중국쪽 최근 매대 회복 현황 및 4-5월 신제품 출시 동향

- 1분기 중국 법인 매출성장 주요 요인은 춘절 물량 지연 기인
- 작년 사드 사태 이후 30% 가까이 줄어든 매대는 아직 본격적으로 회복되고 있는 상황은 아님
- 2분기부터 교복칩 등 신제품 출시를 통해 추가 매대 확보 진행 중이며 매대 회복 및 신제품 성과는 5월부터 시현될 것
- 추가적으로 6월에 견과류 6개 제품 및 카스타드 등 신제품 출시 계획 있음

2. 올해 중국 광고판촉비 가이드런스

- IFRS 15 도입에 따른 수익 인식기준 변경으로 제품 납품 후 매대 사용료 부분이 프로모션 비용에서 매출차감 항목으로 변경
- 중국쪽 광고비는 대표적인 고정비로 관리할 수 있는 비용으로 매출액의 5% 수준으로 관리 할 계획
- 프로모션비용은 매출액의 10% 수준인데, 경소상 쪽은 MT채널 통폐합 및 TT채널 대리점 체제전환을 통해 비용 절감 진행 중
- 광고비 부분은 신제품 성과를 관찰한 후 후행적으로 비용을 집행해 나갈 계획

3. 중국쪽 교복칩 같은 신제품 출시가 2분기에 몰려있는데 2-3분기가 판촉비 집중 분기라 보면 되는지

- 신제품 출시가 2-3분기에 몰려있기 때문에 연간 광고비의 60% 이상이 2-3분기에 집행 될 것으로 예상되나, 과거와 달리 매출 트렌드 확인해가며 비용을 집행 할 것이기 때문에 다소 가변적일 수 있음
- 사실상 비용 통제가 타이트하기 때문에 과거와 같은 이슈 없을 것으로 판단

4. 중국 매대 사용료는 연간금액이 어느정도 인지

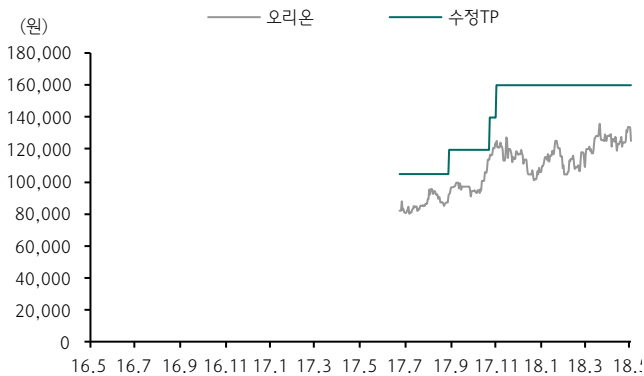
- IFRS 15 적용에 따른 매대 사용료의 매출 차감 금액은 연간으로 716억원 수준
- 이 중 중국쪽에서 563억원 정도 차감 된 것으로 판단

5. 중국 채널구조조정 계획 및 효과

- 판촉비 부분에서 올해 MT채널은 통폐합을 통해 경소상 400여개를 줄일 계획이며 1분기에는 70여개 정도 구조조정 하였음
- TT채널 대리점 체제전환은 활발히 진행 중이나 향후 분석이 더 필요 할 듯
- 물류비는 경소상 통폐합 및 직납비율 상향을 통해 기존 매출액 대비 6% 수준에서 올해 5%수준까지 줄일 계획

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

오리온



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.11.15	BUY	160,000		
17.11.6	BUY	140,000	-14.88%	-11.79%
17.9.12	BUY	120,000	-18.54%	-5.42%
17.7.7	BUY	105,000	-17.41%	-9.14%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 5월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 05월 16일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2018년 05월 16일 현재 해당 회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.