

3. 오리온 (271560) / BUY (유지) / TP 180,000원 (상향)

2Q18 Preview: 시장기대치에 부합하는 영업실적 예상

오리온의 2Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 4,458억원 (+16.3% YoY), 545억원 (+178.4% YoY)으로, 2분기 계절적 비수기임에도 불구하고 러시아를 제외한 전 사업부문의 호조에 따라 시장기대치에 부합하는 영업실적이 예상된다.

중국 매출액 현지성장률은 +38.0% YoY가 예상된다. 전년동기 낮은 베이스에 대한 기저효과와 5월부터 꼬북칩, 훈다칩 등 신제품 출시가 더해짐에 따라 기존의 더딘 수요회복 리스크를 완화할 것으로 판단한다. 2017년 구조조정을 통한 가동률 상승에 따른 영업 레버리지 증가로 이익개선은 외형회복 속도보다 높을 전망이다. 향후 본격적인 신제품 출시에 따른 추가 매대 확보를 감안한다면 현재 상황은 아직 영업실적 회복구간 초입에 불과하다.

한국 내수 성장률은 +5.0% YoY로 추정한다. 전년동기 신제품출시 호조로 역기저 효과에도 스낵, 파이를 중심으로 하는 신제품 및 익스텐션 제품 확대에 따라 시장 성장을 상회할 것으로 판단한다. 변동성이 낮은 국내 스낵시장에서의 점유율 확대 흐름은 지배력 강화 측면에서 긍정적이다. 베트남 내수 또한 기존에 보인 건조한 성장 흐름을 유지할 전망이다. 다만 베트남의 기타 수출지역향 지연 흐름에 대한 일부 조정이 존재한다. 러시아의 딜러 구조조정으로 인한 매출공백 영향으로 영업 실적 역성장이 지속되나, 교체작업 마무리 이후 볼륨회복에 대해 긍정적으로 판단한다.

영업실적, 모멘텀, 모든 측면에서 매수 접근 가능

중국 중심의 오리온 사업포트폴리오를 고려할 때 Top-line 정상화뿐 아니라 구조조정이 더해진 마진개선 흐름이 이어지는 시기이다. 사드이슈 기저효과와 신제품을 통한 시장지위 회복에 따른 영업실적 정상화를 고려한다면 영업실적 및 모멘텀 측면 접근이 모두 용이하다. 영업실적 추정치 및 밸류에이션 조정에 따라 목표주가를 기존 16만원에서 18만원으로 상향조정한다. 추가적인 외형확대가 더해진다면 레버리지효과에 따른 예상보다 빠른 속도의 밸류에이션 안정까지 기대할 수 있으며, 지속적으로 성장흐름이 확인되는 구간임을 감안, 여타업체대비 상대적으로 건조한 주가흐름을 보일 가능성이 높다.

〈표1〉 오리온 연결기준 영업실적 추정치 및 컨센서스 비교

	2Q18E	2Q17	YoY (% , %p)	2Q18C	diff (% , %p)
매출액	445.8	383.1	16.3	454.8	(2.0)
영업이익	54.5	19.6	178.4	54.3	0.3
영업이익률 %	12.2	5.1	7.1	11.9	0.3
세전이익	50.3	12.5	302.5	51.7	(2.8)
세전이익률 %	11.3	3.3	8.0	11.4	(0.1)

자료: FnGuide, 하이투자증권 추정 주: 컨센서스는 2018년 07월 03일 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	445.8	593.6	550.0	1,844.0	2,105.6	2,199.4
한국	173.3	173.7	173.4	179.0	177.6	180.5	175.2	184.5	699.3	717.7	736.1
국내	156.1	157.5	155.6	161.6	164.0	165.4	157.9	165.6	630.8	652.9	666.0
수출	7.5	7.3	6.8	8.4	8.1	5.1	7.2	8.8	29.9	29.2	30.1
중국	234.9	141.5	288.7	198.1	266.3	201.7	354.2	284.7	863.2	1,106.8	1,139.0
베트남	61.8	49.0	50.4	61.2	67.4	56.0	52.3	66.7	222.4	242.4	275.0
내수	55.2	40.6	43.2	55.5	62.7	52.6	48.7	62.2	194.5	226.2	256.1
수출	6.6	8.4	7.2	5.7	4.7	3.4	3.6	4.6	27.9	16.2	19.0
러시아	17.7	18.9	19.8	20.9	10.8	13.7	17.9	20.1	77.4	62.5	77.3
YoY %	(21.9)	(22.6)	(8.3)	(25.1)	5.8	16.3	13.7	22.0	(19.5)	14.2	4.5
한국	(0.3)	4.2	8.2	0.2	2.5	3.9	1.0	3.0	2.9	2.6	2.6
국내	0.8	3.3	6.8	1.0	5.1	5.0	1.5	2.5	2.9	3.5	2.0
수출	5.1	(1.9)	1.7	(5.5)	8.3	(30.0)	7.0	5.0	(0.5)	(2.2)	3.0
중국	(37.9)	(48.0)	(17.1)	(43.0)	13.4	42.5	22.7	43.7	(35.9)	28.2	2.9
베트남	5.1	15.6	10.8	5.8	9.0	14.2	3.9	9.1	8.7	9.0	13.5
내수	18.9	28.5	19.3	9.0	13.6	29.6	12.8	12.0	13.9	16.3	13.2
수출	700.0	(22.2)	(21.7)	(17.4)	(28.8)	(60.0)	(50.0)	(20.0)	(17.5)	(41.9)	16.9
러시아	29.6	35.3	28.0	15.5	(38.8)	(27.8)	(9.5)	(3.8)	26.4	(19.1)	23.6
영업이익	29.7	19.6	78.7	20.3	93.6	54.5	92.7	80.5	148.2	321.2	334.2
한국	18.4	23.1	20.7	20.3	24.0	24.0	21.3	23.6	82.6	92.9	95.9
중국	(4.9)	(14.1)	46.8	(8.5)	48.9	23.3	64.3	44.4	19.2	180.9	189.6
베트남	12.0	6.6	9.1	8.6	17.1	8.3	7.2	9.6	36.3	42.2	46.1
러시아	4.1	4.0	4.0	2.1	0.4	0.9	1.8	3.0	14.2	6.1	10.6
YoY %	(71.6)	(31.0)	(13.2)	(76.9)	215.3	178.4	17.8	296.7	(52.4)	116.7	4.0
한국	(22.8)	39.6	71.8	(22.3)	30.1	3.8	2.8	15.9	5.0	12.4	3.3
중국	적전	적전	(33.9)	적전	흑전	흑전	37.6	흑전	(90.3)	843.1	4.8
베트남	6.2	90.0	59.8	42.2	42.0	26.2	(20.8)	11.7	36.8	16.2	9.4
러시아	208.8	227.0	80.4	(29.0)	(89.5)	(78.6)	(54.1)	43.4	84.3	(57.0)	73.2
OPM %	6.1	5.1	15.1	4.5	18.1	12.2	15.6	14.6	8.0	15.3	15.2
한국	10.6	13.3	11.9	11.4	13.5	13.3	12.2	12.8	11.8	12.9	13.0
중국	(2.1)	(10.0)	16.2	(4.3)	18.4	11.6	18.2	15.6	2.2	16.3	16.6
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	9.8	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	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
중국 매출액	234.9	142.4	289.8	198.1	266.3	201.7	354.2	284.7	865.1	1,106.8	1,139.0
YoY %	-37.9%	-47.7%	-16.8%	-43.0%	13.4%	41.7%	22.2%	43.7%	-35.7%	27.9%	2.9%
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	6,729.5
YoY %	-32.3%	-43.9%	-17.2%	-42.2%	13.0%	38.0%	23.0%	42.0%	-33.2%	27.2%	2.7%
환율 (원/위안)	168.1	164.8	169.7	167.2	168.6	169.1	168.6	169.2	167.8	168.8	169.3
YoY %	-8.3%	-6.8%	1.0%	-1.1%	0.3%	2.7%	-0.6%	1.2%	-3.8%	0.6%	0.2%
베트남 매출액	61.8	49.0	50.4	61.2	67.4	56.0	52.3	66.7	222.4	242.4	275.0
YoY %	5.1%	15.6%	10.8%	5.8%	9.0%	14.2%	3.9%	9.1%	8.7%	9.0%	13.5%
내수	55.2	40.6	43.2	55.5	62.7	52.6	48.7	62.2	194.5	226.2	256.1
YoY %	6.2%	28.5%	19.3%	9.0%	13.6%	29.6%	12.8%	12.0%	13.9%	16.3%	13.2%
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	47.8	47.8	47.8	48.1	47.6	47.9
YoY %	-5.6%	-17.6%	-0.8%	-4.9%	-7.0%	12.7%	-3.6%	-2.6%	-7.3%	-0.9%	0.6%
수출 (동남아,이란 등)	6.6	8.4	7.2	5.7	4.7	3.4	3.6	4.6	27.9	16.2	19.0
YoY %	-4.3%	-22.2%	-21.7%	-17.4%	-28.8%	-60.0%	-50.0%	-20.0%	-17.5%	-41.9%	16.9%
러시아 매출액	17.7	18.9	19.8	20.9	10.8	13.7	17.9	20.1	77.4	62.5	77.3
YoY %	29.6%	35.3%	28.0%	15.5%	-38.8%	-27.8%	-9.5%	-3.8%	26.4%	-19.1%	23.6%
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	3,989.6
YoY %	6.7%	21.6%	15.6%	11.1%	-36.2%	-18.0%	0.0%	5.0%	13.5%	-11.1%	12.4%
환율 (원/루블)	19.7	19.7	19.2	19.0	18.9	17.4	17.4	17.4	19.4	17.6	19.4
YoY %	21.5%	11.3%	10.8%	4.0%	-4.1%	-11.9%	-9.5%	-8.4%	11.3%	-9.0%	9.9%

자료: 오리온, 하이투자증권

〈표4〉 오리온 사업회사 목표주가 변경

(단위: 십억원)				
	EBITDA	Multiple (X)	Value	비고
A) 제과사업 가치	117.4	15.0	1,755.3	영업실적은 2019년 추정치 적용
한국	232.1	17.6	4,073.7	국내외 제과업종 평균에 15% 할증적용
중국	56.5	17.6	990.9	국내외 제과업종 평균에 35% 할증적용
베트남	13.0	16.3	210.7	국내외 제과업종 평균에 35% 할증적용
러시아	419.0	16.8	7,030.7	국내외 제과업종 평균에 25% 할증적용
B) 순차입금			300.0	
C) SOTP (A+B)			6,730.7	
주식수			39,534	
적정가치			170,252	
목표주가 (원)			180,000	

자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					(단위:십억원)					포괄손익계산서					(단위:십억원,%)				
					2017	2018E	2019E	2020E						2017	2018E	2019E	2020E		
유동자산					457	1,965	1,380	1,515	매출액					1,117	2,106	2,199	2,289		
현금 및 현금성자산					102	1,590	1,005	1,142	증가율(%)					-	88.5	4.5	4.1		
단기금융자산					51	51	51	51	매출원가					593	1,085	1,111	1,158		
매출채권					131	135	134	133	매출총이익					524	1,020	1,089	1,132		
재고자산					151	166	167	166	판매비와관리비					416	699	754	780		
비유동자산					1,801	444	1,238	1,328	연구개발비					1	1	1	1		
유형자산					1,673	340	1,125	1,207	기타영업수익					-	-	-	-		
무형자산					52	20	20	20	기타영업비용					-	-	-	-		
자산총계					2,258	2,409	2,618	2,843	영업이익					107	321	334	352		
유동부채					523	501	505	512	증가율(%)					-	199.0	4.0	5.2		
매입채무					68	46	50	58	영업이익률(%)					9.6	15.3	15.2	15.4		
단기차입금					104	104	104	104	이자수익					-	-	-	-		
유동성장기부채					166	166	166	166	이자비용					-	-	-	-		
비유동부채					390	371	371	371	지분법이익(손실)					0	15	20	20		
사채					329	310	310	310	기타영업외손익					1	-15	-16	-16		
장기차입금					0	0	0	0	세전계속사업이익					105	302	317	334		
부채총계					913	872	876	883	법인세비용					28	68	71	75		
지배주주지분					1,308	1,496	1,696	1,909	세전계속이익률(%)					9.4	14.3	14.4	14.6		
자본금					20	20	20	20	당기순이익					77	234	245	259		
자본잉여금					598	598	598	598	순이익률(%)					6.9	11.1	11.2	11.3		
이익잉여금					76	273	482	704	지배주주귀속 순이익					76	229	240	254		
기타자본항목					624	624	624	624	기타포괄이익					-9	-9	-9	-9		
비지배주주지분					37	42	47	52	총포괄이익					68	224	236	250		
자본총계					1,345	1,538	1,742	1,960	지배주주귀속총포괄이익					68	224	236	250		
현금흐름표					(단위:십억원)					주요투자지표									
					2017	2018E	2019E	2020E						2017	2018E	2019E	2020E		
영업활동 현금흐름					193	290	370	395	주당지표(원)										
당기순이익					77	234	245	259	EPS					3,261	5,783	6,082	6,417		
유형자산감가상각비					-	120	126	132	BPS					33,092	37,843	42,893	48,279		
무형자산상각비					2	-	-	-	CFPS					3,331	8,818	9,269	9,764		
지분법관련손실(이익)					0	15	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	25.1	23.8	22.6		
무형자산의 처분(취득)					-2	32	-	-	PBR					3.2	3.8	3.4	3.0		
금융상품의 증감					-51	-	-	-	PCR					31.4	16.4	15.6	14.9		
재무활동 현금흐름					-155	-43	-32	-32	EV/EBITDA					42.0	10.6	11.4	10.6		
단기금융부채의증감					-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)										
장기금융부채의증감					100	-19	-	-	ROE					11.6	16.3	15.1	14.1		
자본의증감					-	-	-	-	EBITDA이익률					9.8	21.0	20.9	21.1		
배당금지급					-	-24	-32	-32	부채비율					67.9	56.7	50.3	45.0		
현금및현금성자산의증감					18	1,489	-585	137	순부채비율					33.3	-69.0	-27.3	-31.2		
기초현금및현금성자산					83	102	1,590	1,005	매출채권회전율(x)					17.0	15.8	16.3	17.1		
기말현금및현금성자산					102	1,590	1,005	1,142	재고자산회전율(x)					14.8	13.3	13.2	13.7		

자료 : 오리온, 하이투자증권 리서치센터