

## 오리온

## HOLD(하향)

271560 기업분석 |

목표주가(상향)	145,000원	현재주가(07/18)	134,000원	Up/Downside	+8.2%
----------	----------	-------------	----------	-------------	-------

2018. 07. 19

## 중국, 느린 회복. 완만해질 주가 변동

## ▶ 탐방보고

**국내 제과사업 긍정적이나, 중국 개선 속도 기대감 낮춰야할 듯: 국내 제과사업의 긍정적 흐름은 지속중이다.** 2Q18 국내 제과 매출은 4~5%YoY성장할 것으로 추정한다. 고폭칩, 돌아온 썬칩, 생크림 파이 등의 신제품 매출이 양호한 성장을 지속하고 있다. 경쟁사의 경영 전략이 수익성 중심으로 변화되면서 동사의 시장점유율 상승이 나타날 것으로 전망한다. 국내 제과시장에서 PB제품의 매대 회전율이 하락하고 있는 것으로 파악된다. 지속적인 연구개발 능력과 신제품 개발력, 강화된 영업력을 바탕으로 동사의 연간 국내 제과 매출은 예상보다 긍정적인 4~5%수준의 성장을 기록할 것으로 추정한다. 그레놀라 신제품 출시, 농협과의 협업 등을 통해 신규 카테고리에 적극적으로 진출하고 있는 점도 긍정적으로 평가한다.

**중국 제과사업**의 경우 매대 회복이 지속되고 있으나 장기적 관점에서 접근이 필요할 것으로 전망한다. 3월 딸기초코, 체리큐티 파이, 5월 고폭칩, 훈다칩 등 신제품 출시가 지속되면서 매대 장악력이 회복되고 있지만, 기존 주력 비스킷 제품(예감, 오감자, 고래밥 등)의 경쟁력이 약화되고 있는 것으로 파악된다. 기존 제품의 경우 맛(Flavor) 다양화와 점포별 가격 차별화 전략 등을 통해 돌파구를 모색 중이다. 유통망 구조 개편의 과정에서 이익구조가 개선됐지만 월 매출이 700억원대에서 교착상태를 보일 것으로 추정한다. 중국 지역 영업이익을 회복에 대한 과도한 기대감은 잠시 접어야할 것으로 판단한다. **베트남**의 경우 중동 관세율 상승에 따라 수출 매출이 타격을 받으면서 매출 성장세가 한자릿수대로 축소되겠지만 수익성에는 큰 문제가 없을 것으로 판단한다. **러시아**의 경우 딜러구조 조정으로 매출 감소가 지속되겠지만 매출 감소폭이 1Q18 36%YoY에서 2Q18 15%YoY수준으로 다소 안정화될 것으로 전망한다. 신공장 증설과 함께 19년 매출 회복이 본격화될 것으로 판단한다.

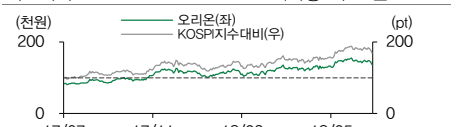
## Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

## Stock Data

FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	NA	1,117	2,058	2,230	2,393
(증가율)	NA	NA	84.2	8.4	7.3
영업이익	NA	107	287	322	352
(증가율)	NA	NA	167.3	12.2	9.1
지배주주순이익	NA	76	203	229	250
EPS	NA	3,261	5,131	5,780	6,318
PER (H/L)	NA/NA	39.7/23.2	26.1	23.2	21.2
PBR (H/L)	NA/NA	3.9/2.3	3.6	3.1	2.8
EV/EBITDA (H/L)	NA/NA	31.8/21.2	15.7	13.6	12.0
영업이익률	NA	9.6	14.0	14.5	14.7
ROE	NA	5.9	14.5	14.4	13.8

52주 최저/최고	80,500/155,000원
KOSDAQ /KOSPI	810/2,290pt
시가총액	52,975억원
60일-평균거래량	121,085
외국인지분율	41.2%
60일-외국인지분율변동추이	+0.7%p
주요주주	이화경 외 5인 43.8%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-11.6	3.9	60.9
상대기준	-8.2	12.5	70.4

## Comment

**2Q18 실적, 낮아진 컨센서스 수준. 시장의 연간 실적 기대와 괴리 존재함:** 2Q18 연결기준 매출액은 4,258억원, 영업이익은 531억원, 지배주주순이익 378억원으로, 낮아진 시장 컨센서스 실적 추정치 수준을 기록할 것으로 전망한다. 오리온 홀딩스 연결 기준 2Q17 매출은 사드사태 여파로 2,470억원, 영업이익은 83억원 수준에 불과했다는 점에서 비교 가능성이 떨어진다. 미세 조정된 오리온의 18~19년 지배주주순이익 DB추정치는 각각 2,030억원, 2,288억원이며 컨센서스는 각각 2,247억원, 2,516억원이다. 당사의 추정치와 컨센서스의 차이는 10.7%, 10.0%수준이다. 시장 컨센서스 기준 실적과 당사의 추정치 사이에 상당한 괴리가 있으며, 최근 탐방 결과를 근거로 재추정한 오리온의 연간 추정 실적의 변동폭은 미세조정 수준이다.

## Action

**장기적 성장성에 대한 믿음은 지속하나, 상승여력 축소로 투자 의견 하향함:** 사드 악영향 탈피와 국내 제과시장 회복, 중국 사업 구조조정에 따른 기대감 등으로 동사의 주가는 최근 1년간 절대주가로 60%, 상대주가로 70%상승했다. 장기적인 중국시장에서의 정상화와 국내 시장에서의 성장성 회복에 대한 믿음에는 변화가 없다. 다만 중국 제과 시장에서의 느린 회복으로 향후 동사의 주가 변동은 완만해질 것으로 전망한다. 19년 실적 적용에 따라 목표주가를 145,000원으로 9%상향 조정하지만 (Target P/E 25배 적용), 현재 주가 대비 제한적인 상승 여력을 감안하여 투자 의견을 HOLD로 하향한다.

도표 1. 오리온 2Q18 실적 Preview

(단위: 억원 %)

	2Q18E	2Q17	%YoY	컨센서스	%차이
매출액	4,258	1,441	195.5	4,577	-7.0
영업이익	531	84	529.5	538	-1.2
세전이익	520	77	573.3	514	1.1
지배주주순이익	378	52	621.9	383	-1.2

자료: DB금융투자, 감사보고서 \* 오리온H 연결 2Q17 매출 2,470억원 영업이익 83억원

도표 2. 오리온 연간 실적 전망치 변동 내역.. 미세조정

(단위: 억원 %)

	2018E			2019E		
	수정후	수정전	%차이	수정후	수정전	%차이
매출액	20,579	20,372	1.0	22,303	21,971	1.5
영업이익	2,872	2,908	-1.3	3,223	3,234	-0.3
세전이익	2,789	2,874	-3.0	3,139	3,199	-1.9
지배주주순이익	2,030	2,092	-3.0	2,288	2,293	-0.2

자료: DB금융투자, 감사보고서

### 대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	449	457	592	792	1,049
현금및현금성자산	89	102	280	474	722
매출채권및기타채권	139	131	133	143	152
재고자산	122	151	123	134	144
비유동자산	1,838	1,801	1,889	1,974	2,055
유형자산	1,677	1,673	1,763	1,849	1,931
무형자산	54	52	51	49	48
투자자산	55	24	24	24	24
자산총계	2,286	2,258	2,482	2,766	3,104
유동부채	602	523	572	657	773
매입채무및기타채무	149	192	238	319	431
단기차입금및단기차입금	135	104	106	108	110
유동상장기부채	287	166	167	169	171
비유동부채	387	390	382	374	365
사채및장기차입금	326	329	321	313	304
부채총계	989	913	954	1,031	1,139
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598	598
이익잉여금	5	76	255	460	686
비지배주주지분	37	37	40	43	47
자본총계	1,298	1,345	1,527	1,735	1,965

### 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	0	193	359	370	427
당기순이익	0	77	206	232	254
현금유출이없는비용및수익	0	103	148	155	165
유형및무형자산상각비	0	66	71	75	79
영업관련자산부채변동	0	28	78	64	98
매출채권및기타채권의감소	0	-4	-2	-10	-9
재고자산의감소	0	-53	27	-10	-10
매입채무및기타채무의증가	0	20	46	81	113
투자활동현금흐름	0	-17	-141	-139	-139
CAPEX	0	-90	-160	-160	-160
투자자산의순증	-55	30	0	0	0
재무활동현금흐름	0	-155	-39	-38	-39
사채및차입금의 증가	749	-149	-5	-4	-5
자본금및자본잉여금의증가	618	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-24	-24	-24
기타현금흐름	0	-3	0	0	0
현금의증가	0	18	179	193	249
기초현금	0	83	102	280	474
기말현금	83	102	280	474	722

자료: 오리온, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

### 손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	0	1,117	2,058	2,230	2,393
매출원가	0	593	1,117	1,202	1,283
매출총이익	0	524	940	1,028	1,110
판매비	0	416	653	706	758
영업이익	0	107	287	322	352
EBITDA	0	173	358	398	431
영업외손익	0	-2	-9	-9	-10
금융손익	0	-3	-8	-8	-9
투자손익	0	0	-1	-1	-1
기타영업외손익	0	1	0	0	0
세전이익	0	105	279	313	343
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	77	206	232	254
지배주주지분순이익	0	76	203	229	250
비지배주주지분순이익	0	1	3	3	4
총포괄이익	0	68	206	232	254
증감률(%YoY)					
매출액	NA	NA	84.2	8.4	7.3
영업이익	NA	NA	167.3	12.2	9.1
EPS	NA	NA	57.3	12.7	9.3

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

### 주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당자료(원)					
EPS	0	3,261	5,131	5,780	6,318
BPS	0	33,092	37,623	42,803	48,521
DPS	0	600	600	600	600
Multiple(배)					
P/E	NA	32.0	26.1	23.2	21.2
P/B	NA	3.2	3.6	3.1	2.8
EV/EBITDA	NA	26.6	15.7	13.6	12.0
수익성(%)					
영업이익률	0.0	9.6	14.0	14.5	14.7
EBITDA마진	0.0	15.5	17.4	17.8	18.0
순이익률	0.0	6.9	10.0	10.4	10.6
ROE	0.0	5.9	14.5	14.4	13.8
ROA	0.0	3.4	8.7	8.8	8.6
ROIC	0.0	4.2	11.6	12.9	14.1
안정성및기타					
부채비율(%)	76.2	67.9	62.5	59.4	57.9
이자보상배율(배)	0.0	9.3	28.0	31.6	34.8
배당성향(배)	0.0	30.9	11.5	10.2	9.4

### Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

### 1년간 투자자의견 비율 (2018-06-30 기준) - 매수(77.0%) 중립(22.3%) 매도(0.7%)

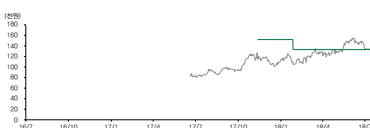
■ 기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

### 오리온 현재가 및 목표주가 차트



### 최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
17/11/30	Buy	152,000	-25.4 -17.8				
18/02/14	Buy	133,000	-2.1 16.5				
18/07/19	Buy	145,000	- -100.0				

주: \*표는 답당자 변경