

2018/08/16

# 오리온(271560)

음식료 이경신

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

## 성장흐름과 동일한 궤의 우상향 가능성 염두

Buy (Maintain)

### ■ 비용투입에 따른 시장기대치 하회

오리온의 2Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 4,238억원 (+10.6% YoY, IFRS 회계기준 변경감안시 +17.8% YoY), 396억원 (+102.4% YoY)으로, 중국 신제품출시에 따른 초기비용투입 등에 따라 시장기대치 (545억원)을 하회하는 영업실적을 시현했다.

중국 매출액 현지성장률은 +48.2% YoY 수준이다. 전년동기 낮은 베이스효과와 5월부터 꼬북칩, 훈다칩 등 신제품 출시가 더해짐에 따라 기존의 더딘 수요회복 리스크를 일부 완화했으나, 신제품 점포입점 및 프로모션, 판촉관련 비용이 122억원 반영되면서 영업이익은 기대치를 하회했다. 단 하반기 비용 투입관련 불확실성 축소 및 견과류, 감자칩 등 신제품의 추가 출시, 구조조정을 통한 영업 레버리지 증가로 이익개선은 외형회복 속도보다 높을 전망이다. 3Q17 사드영향 이후 재고소진을 위한 프로모션분이 매출액에 반영되었음을 감안할 때 단기 성장률은 다소 아쉬울 수 있으나, 베이스 증가를 통한 견조한 이익레벨을 감안한다면 영업실적은 회복구간 초입에 불과하다.

한국 내수 매출액 성장률은 +4.6 YoY로, 스낵, 파이를 중심으로 하는 신제품 및 익스텐션 제품확대에 따라 시장성장을 상회했다. 변동성이 낮은 국내 스낵시장에서의 점유율 확대흐름은 지배력 강화 측면에서 긍정적이다. 베트남 내수 또한 비스킷, 파이 등 매출성장에 따라 기존에 보인 견조한 영업실적 흐름을 유지했다. 베트남의 중동 등 기타 수출지역향 지연 흐름에 대한 단기 회복여부는 불투명하나 내수 성장을 통해 상쇄가 가능할 전망이다. 러시아의 달러 구조조정으로 인한 매출공백 영향으로 영업실적 역성장이 지속되었으나, 교체작업 마무리 이후 하반기 불륨회복에 대해 긍정적으로 판단한다.

### ■ 성장흐름과 동일한 궤의 우상향 가능성 염두

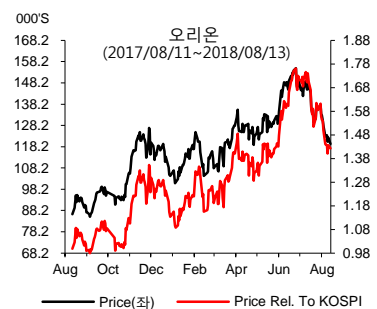
중국에서의 다소 기대치를 밑도는 외형 회복속도에도 불구하고, 영업이익에 대한 기대치 시현가능성을 감안한다면, 동종업체대비 추가적인 밸류에이션 프리미엄이 제거된 현 주가는 downside risk가 제거된, 매수에 부담스럽지 않은 수준이다. 외형성장률 추정치 변경에 따른 밸류에이션 조정에 따라 목표주가를 18만원에서 16만원으로 하향조정하나, 기대치 이상의 외형확대 가시화시 레버리지효과에 따라 밸류에이션 추가하락 기대가 가능하다는 판단이다.

목표주가(12M)	160,000원
종가(2018/08/14)	118,000원

### Stock Indicator

자본금	20십억원
발행주식수	3,953만주
시가총액	4,724십억원
외국인지분율	41.5%
배당금(2017)	600원
EPS(2018E)	5,625원
BPS(2018E)	37,685원
ROE(2018E)	15.9%
52주 주가	85,200~155,000원
60일평균거래량	125,969주
60일평균거래대금	17.6십억원

### Price Trend



&lt;표1&gt; 오리온 2Q18 연결기준 영업실적 및 컨센서스 비교

(단위: 십억원)

	2Q18	2Q17	YoY %	하이추정치	diff (% , %p)	Consensus	diff (% , %p)
매출액	423.8	383.1	10.6	445.8	(4.9)	453.7	(6.6)
영업이익	39.6	19.6	102.4	54.5	(27.3)	54.5	(27.4)
영업이익률 %	9.3	5.1	4.2	12.2	(2.9)	12.0	(2.7)
세전이익	35.9	12.5	187.4	50.3	(28.6)	51.3	(30.1)
세전이익률 %	8.5	3.3	5.2	11.3	(2.8)	11.3	(2.8)

자료: FnGuide, 하이투자증권

주: 컨센서스는 2018년 08월 14일 기준

&lt;표2&gt; 오리온 해외법인 영업실적 추정 기본가정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
중국 매출액	234.9	142.4	289.8	198.1	266.3	191.5	279.3	290.7	865.1	1,027.8	1,058.9
YoY %	-37.9%	-47.7%	-16.8%	-43.0%	13.4%	34.5%	-3.6%	46.8%	-35.7%	18.8%	3.0%
매출액 (백만위안)	1,397.8	864.0	1,708.2	1,184.7	1,579.6	1,129.0	1,656.9	1,717.8	5,154.7	6,083.4	6,256.0
YoY %	-32.3%	-43.9%	-17.2%	-42.2%	13.0%	30.7%	-3.0%	45.0%	-33.2%	18.0%	2.8%
환율 (원/위안)	168.1	164.8	169.7	167.2	168.6	169.1	168.6	169.2	167.8	168.9	169.3
YoY %	-8.3%	-6.8%	1.0%	-1.1%	0.3%	2.7%	-0.6%	1.2%	-3.8%	0.7%	0.2%
베트남 매출액	61.8	49.0	50.4	61.2	67.4	46.3	52.3	66.7	222.4	232.8	264.9
YoY %	5.1%	15.6%	10.8%	5.8%	9.0%	-5.5%	3.9%	9.1%	8.7%	4.7%	13.8%
내수	55.2	40.6	43.2	55.5	62.7	41.9	48.7	62.2	194.5	215.5	244.6
YoY %	6.2%	28.5%	19.3%	9.0%	13.6%	3.2%	12.8%	12.0%	13.9%	10.8%	13.5%
매출액 (십억동)	1,087.0	817.0	871.0	1,131.0	1,328.2	887.0	1,019.1	1,300.7	3,906.0	4,534.9	5,105.4
YoY %	12.4%	33.1%	20.3%	14.7%	22.2%	8.6%	17.0%	15.0%	18.7%	16.1%	12.6%
환율 (1,000원/동)	50.8	49.7	49.6	49.1	47.2	47.8	47.8	47.8	49.8	47.5	47.9
YoY %	-5.6%	-3.4%	-0.8%	-4.9%	-7.0%	-3.8%	-3.6%	-2.6%	-4.0%	-4.6%	0.8%
수출 (동남아,이란 등)	6.6	8.4	7.2	5.7	4.7	4.4	3.6	4.6	27.9	17.3	20.3
YoY %	-4.3%	-22.2%	-21.7%	-17.4%	-28.8%	-47.6%	-50.0%	-20.0%	-17.5%	-38.1%	17.4%
러시아 매출액	17.7	18.9	19.8	20.9	10.8	14.9	18.8	21.1	77.4	65.6	80.8
YoY %	29.6%	35.3%	28.0%	15.5%	-38.7%	-20.8%	-5.0%	0.7%	26.4%	-15.1%	23.1%
매출액 (백만루블)	901.5	957.3	1,030.9	1,102.0	575.4	843.0	1,082.5	1,212.2	3,991.7	3,713.1	4,170.7
YoY %	6.7%	21.6%	15.6%	11.1%	-36.2%	-11.9%	5.0%	10.0%	13.5%	-7.0%	12.3%
환율 (원/루블)	19.7	19.7	19.2	19.0	18.9	17.4	17.4	17.4	19.4	17.7	19.4
YoY %	21.5%	11.3%	10.8%	4.0%	-4.1%	-11.9%	-9.5%	-8.4%	11.3%	-8.8%	9.6%

자료: 오리온, 하이투자증권

&lt;표3&gt; 오리온 사업회사 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	487.7	383.1	522.1	451.0	516.3	423.8	520.6	558.0	1,844.0	2,018.6	2,120.7
한국	173.3	173.7	173.4	179.0	177.6	175.5	175.2	184.5	699.3	712.7	736.2
국내	156.1	157.5	155.6	161.6	164.0	162.3	157.9	165.6	630.8	649.9	662.9
수출	7.5	7.3	6.8	8.4	8.1	8.2	7.2	8.8	29.9	32.3	33.3
중국	234.9	141.5	288.7	198.1	266.3	191.5	279.3	290.7	863.2	1,027.8	1,058.9
베트남	61.8	49.0	50.4	61.2	67.4	46.3	52.3	66.7	222.4	232.8	264.9
내수	55.2	40.6	43.2	55.5	62.7	41.9	48.7	62.2	194.5	215.5	244.6
수출	6.6	8.4	7.2	5.7	4.7	4.4	3.6	4.6	27.9	17.3	20.3
러시아	17.7	18.9	19.8	20.9	10.8	14.9	18.8	21.1	77.4	65.6	80.8
YoY %	(21.9)	(22.6)	(8.3)	(25.1)	5.8	10.6	(0.3)	23.7	(19.5)	9.5	5.1
한국	(0.3)	4.2	8.2	0.2	2.5	1.0	1.0	3.0	2.9	1.9	3.3
국내	0.8	3.3	6.8	1.0	5.1	3.0	1.5	2.5	2.9	3.0	2.0
수출	5.1	(1.9)	1.7	(5.5)	8.3	12.8	7.0	5.0	(0.5)	8.2	3.0
중국	(37.9)	(48.0)	(17.1)	(43.0)	13.4	35.3	(3.3)	46.8	(35.9)	19.1	3.0
베트남	5.1	15.6	10.8	5.8	9.0	(5.5)	3.9	9.1	8.7	4.7	13.8
내수	18.9	28.5	19.3	9.0	13.6	3.2	12.8	12.0	13.9	10.8	13.5
수출	700.0	(22.2)	(21.7)	(17.4)	(28.8)	(47.6)	(50.0)	(20.0)	(17.5)	(38.1)	17.4
러시아	29.6	35.3	28.0	15.5	(38.8)	(21.2)	(5.0)	0.7	26.4	(15.1)	23.1
영업이익	29.7	19.6	78.7	20.3	93.6	39.6	81.3	92.2	148.2	306.7	324.7
한국	18.4	23.1	20.7	20.3	24.0	23.2	21.3	23.6	82.6	92.0	95.1
중국	(4.9)	(14.1)	46.8	(8.5)	48.9	10.7	48.9	54.7	19.2	163.2	166.1
베트남	12.0	6.6	9.1	8.6	17.1	3.9	7.2	9.6	36.3	37.8	45.1
러시아	4.1	4.0	4.0	2.1	0.4	2.1	3.0	3.3	14.2	8.9	14.3
YoY %	(71.6)	(31.0)	(13.2)	(76.9)	215.3	102.4	3.4	354.2	(52.4)	106.9	5.9
한국	(22.8)	39.6	71.8	(22.3)	30.1	0.2	2.8	15.9	5.0	11.4	3.4
중국	적전	적전	(33.9)	적전	흑전	흑전	4.5	흑전	(90.3)	750.6	1.8
베트남	6.2	90.0	59.8	42.2	42.0	(40.9)	(20.8)	11.7	36.8	4.1	19.5
러시아	208.8	227.0	80.4	(29.0)	(89.5)	(46.9)	(26.1)	60.4	84.3	(37.6)	61.6
OPM %	6.1	5.1	15.1	4.5	18.1	9.3	15.6	16.5	8.0	15.2	15.3
한국	10.6	13.3	11.9	11.4	13.5	13.2	12.2	12.8	11.8	12.9	12.9
중국	(2.1)	(10.0)	16.2	(4.3)	18.4	5.6	17.5	18.8	2.2	15.9	15.7
베트남	19.5	13.4	18.1	14.0	25.4	8.4	13.8	14.3	16.3	16.2	17.0
러시아	23.2	21.2	20.3	9.9	4.0	14.3	15.8	15.8	18.4	13.5	17.7

자료: 오리온, 하이투자증권

&lt;표4&gt; 오리온 목표주가 산정

(단위: 십억원)

내용	EBITDA	적용배수	가치	비고
A) 제과사업 기업가치	394.8	16.4	6,467.6	
한국	117.1	15.0	1,750.7	2019년 추정치, 제과평균에 15% 할증
중국	204.5	16.9	3,455.5	2019년 추정치, 제과평균에 30% 할증
베트남	55.5	17.6	974.8	2019년 추정치, 제과평균에 35% 할증
러시아	17.6	16.3	286.6	2019년 추정치, 제과평균에 25% 할증
C) 순차입금			300.0	
D) Sum-of-parts value (A+B-C)			6,167.6	
주식수 (천주)			39,534	
적정가치			156,010	
<b>목표주가 (원)</b>			<b>160,000</b>	

자료: 하이투자증권 추정

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	457	1,953	1,362	1,501
현금 및 현금성자산	102	1,591	998	1,138
단기금융자산	51	51	51	51
매출채권	131	129	130	128
재고자산	151	159	161	161
비유동자산	1,801	444	1,238	1,328
유형자산	1,673	340	1,125	1,207
무형자산	52	20	20	20
자산총계	2,258	2,397	2,600	2,829
유동부채	523	497	498	505
매입채무	68	43	44	51
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	868	869	876
지배주주지분	1,308	1,490	1,690	1,911
자본금	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598
이익잉여금	76	267	477	706
기타자본항목	624	624	624	624
비지배주주지분	37	39	40	42
자본총계	1,345	1,529	1,731	1,953

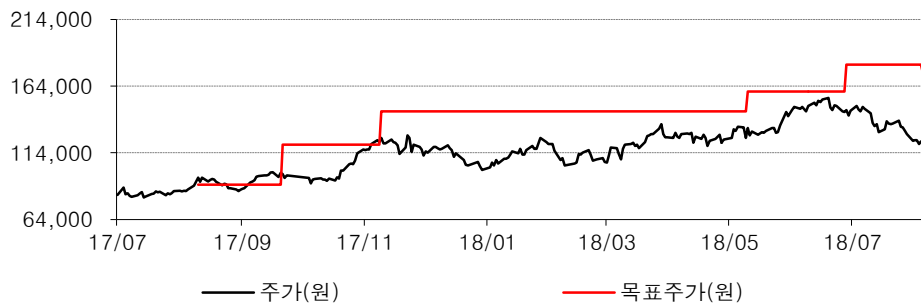
포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,117	2,019	2,121	2,207
증가율(%)	-	80.7	5.1	4.1
매출원가	593	1,063	1,069	1,114
매출총이익	524	956	1,052	1,093
판매비와관리비	416	649	727	743
연구개발비	1	1	1	1
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	107	307	325	350
증가율(%)	-	185.5	5.9	7.9
영업이익률(%)	9.6	15.2	15.3	15.9
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	0	15	20	20
기타영업외손익	1	-12	-12	-12
세전계속사업이익	105	290	311	337
법인세비용	28	65	68	74
세전계속이익률(%)	9.4	14.3	14.7	15.3
당기순이익	77	225	243	263
순이익률(%)	6.9	11.1	11.4	11.9
지배주주귀속 순이익	76	222	241	261
기타포괄이익	-9	-9	-9	-9
총포괄이익	68	216	233	254
지배주주귀속총포괄이익	68	216	233	254

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	193	291	362	398
당기순이익	77	225	243	263
유형자산감가상각비	-	120	126	132
무형자산상각비	2	-	-	-
지분법관련손실(이익)	0	15	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
단기금융부채의 증감	-	-	-	-
장기금융부채의 증감	100	-19	-	-
자본의 증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-24	-32	-32
현금및현금성자산의증감	18	1,489	-593	140
기초현금및현금성자산	83	102	1,591	998
기말현금및현금성자산	102	1,591	998	1,138

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	3,261	5,625	6,107	6,612
BPS	33,092	37,685	42,760	48,340
CFPS	3,331	8,660	9,294	9,958
DPS	600	800	800	800
Valuation(배)				
PER	32.0	21.2	19.6	18.1
PBR	3.2	3.2	2.8	2.5
PCR	31.4	13.8	12.9	12.0
EV/EBITDA	42.0	8.6	9.4	8.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.6	15.9	15.2	14.5
EBITDA 이익률	9.8	21.1	21.3	21.9
부채비율	67.9	56.8	50.2	44.9
순부채비율	33.3	-69.4	-27.1	-31.2
매출채권회전율(x)	17.0	15.5	16.4	17.1
재고자산회전율(x)	14.8	13.0	13.3	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	1년	-11.3%	-3.1%
2018-07-04	Buy	180,000	1년	-25.1%	-17.2%
2018-08-16	Buy	160,000	1년		

### 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-mail등을 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 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

### 하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-