



하나금융그룹

2018년 8월 16일 | Equity Research

오리온 (271560)

2Q18 Re: 지금부터는 '바닥 잡기'가 관건

2Q18 Re: 시장 기대치 하회

2분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 4,238억원(YoY +17.8%), 396억원(YoY +95.3%)을 기록했다. IFRS 회계인식 변경 기인한 차감액 176억원(중국 143억원) 감안시 매출액은 시장 기대치와 유사한 수준이나, 영업이익은 시장 기대치를 하회했다.

① 중국 제과 매출액은 전년대비 48.2% 증가(위안화 기준 YoY +43.2%)했다. '사드' 부정적 영향 완화 및 신제품 판매 호조에 기인한다. 다만, MT 채널 중심으로 기존 제품 매출이 감소하면서 전사 매출 성장률을 둔화시켰다. 신제품 초기 시장 안착 비용 집행(120억원) 기인해 영업이익도 하나금융 투자 기대치를 하회했다. ② 국내 제과 매출은 전년대비 2.6% 증가했다. '꼬부침', '태양의 맛 썬' 등 신제품 판매 호조로 내수 매출액은 YoY +4.7% 증가했다. ③ 베트남 제과 매출은 전년대비 4.8% 감소(동화 기준 YoY +0.2%)했다. 파이 및 스낵의 견조한 내수 성장(YoY +9.5%)에도 불구하고 중동 지역 수출액이 감소(2Q17 85억원→2Q18 44억원)하면서 전사 성장률을 하락시켰다. ④ 러시아 제과 매출은 달러 구조조정 영향 기인해 전년대비 21.0% 감소(루블화 기준 YoY -11.7%)했다.

중국 영업 환경 동향: '사드' 이전 80% 수준 회복

중국 법인의 7월 매출액은 약 800억원으로 파악된다. '사드' 발생 수준의 약 80% 수준으로 매출을 정상화된 것으로 판단된다. 하반기도 매대 회복을 위한 비용 집행이 예상된다. 증장기 성장을 위해서 불가피한 선택이다. 기존 제품 매대 회복 및 신제품 판매 호조가 지속될 경우, 하반기는 이익 레버리지 효과를 기대할 수 있을 것으로 기대된다.

단기 주가 바닥은?

3분기 전년 높은 베이스 및 최근 중국 Peer 주가 조정으로 오리온의 투자심리는 위축된 상황이다. 그러나, 4분기는 춘절 효과 기인한 호실적이 예상되며 중국 판가 인상 기대감도 유효하다. 단기 주가 바닥은 12개월 Fwd PER 16배('사드' 발생시 밴드 하단) 수준인 10만원으로 판단한다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 160,000원 | CP(8월 14일): 118,000원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,258.91		
52주 최고/최저(원)	155,000/85,200	2,087.3	2,243.7
시가총액(십억원)	4,665.0	310.1	342.0
시가총액비중(%)	0.39	225.5	250.8
발행주식수(천주)	39,533.5		
60일 평균 거래량(천주)	124.2		
60일 평균 거래대금(십억원)	17.4		
18년 배당금(예상, 원)	600		
18년 배당수익률(예상, %)	0.51		
외국인지분율(%)	41.43		
주요주주 지분율(%)			
이화경 외 5 인	43.80		
국민연금	7.07		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(19.7) 12.9 32.0		
상대	(17.9) 21.1 36.4		

Stock Price	
(천원)	오리온(좌) 상대지수(우)

Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	N/A	1,117.2	2,012.4	2,191.3	2,308.7
영업이익	십억원	N/A	107.4	290.5	327.1	369.4
세전이익	십억원	N/A	105.1	276.7	315.5	362.8
순이익	십억원	N/A	75.6	209.7	235.6	271.0
EPS	원	N/A	3,261	5,304	5,960	6,854
증감률	%	N/A	N/A	62.6	12.4	15.0
PER	배	N/A	32.05	22.25	19.80	17.22
PBR	배	N/A	3.28	3.22	2.81	2.45
EV/EBITDA	배	N/A	29.39	12.88	11.34	9.89
ROE	%	N/A	6.00	15.49	15.18	15.20
BPS	원	N/A	31,887	36,611	41,971	48,225
DPS	원	N/A	600	600	600	600



Analyst 심은주

02-3771-8538

yesej01@hanafn.com

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

하나금융투자

표 1. 2Q18 Review

(단위: 십억원)

	2Q18	2Q17	YoY	Consen	%Diff
매출액	423.8	359.6	17.8	454.3	(6.7)
영업이익	39.6	20.3	95.3	54.7	(27.6)
세전이익	35.9	16.3	119.9	51.4	(30.3)
(지배)순이익	27.4	13.9	97.0	37.8	(27.5)
OPM %	9.3	5.6		12.0	
NPM %	6.5	3.9		8.3	

기타: 2Q17 수치는 분할 전 수치를 동일 기준으로 재구성한 수치

자료: 하나금융투자

표 2. 오리온 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	17	18F	19F
매출액	139.7	522.1	450.9		516.3	423.8	521.2	551.2	1,112.8	2,012.4	2,191.3
국내제과	164.3	172.6	171.5	177.6	169.8	184.2	181.7	672.5	713.3	749.0	
중국제과	129.2	323.5	198.1	266.3	191.5	268.7	284.2	863.2	1,010.7	1,051.1	
베트남제과	48.7	51.2	61.2	67.4	46.3	54.8	70.3	222.4	255.7	289.0	
러시아제과	18.8	19.8	20.9	10.8	14.9	19.4	20.9	77.3	88.9	102.2	
YoY	-71.5%	-7.7%	-24.5%	13.4%	203.2%	-0.2%	22.2%	-51.1%	80.8%	8.9%	
국내제과	0.6%	10.5%	-1.9%	5.7%	1.3%	4.1%	3.7%	1.6%	6.1%	5.0%	
중국제과	-52.5%	-7.2%	-43.0%	25.3%	48.2%	-16.9%	43.5%	-35.9%	17.1%	4.0%	
베트남제과	14.8%	12.8%	5.8%	9.9%	-4.8%	7.0%	15.0%	8.7%	15.0%	13.0%	
러시아제과	34.6%	27.9%	15.6%	-38.7%	-21.0%	-2.0%	0.0%	26.3%	15.0%	15.0%	
영업이익	8.4	78.7	20.3		93.6	39.6	76.5	80.8	107.5	290.5	327.1
국내제과	23.1	20.7	20.3	24.0	23.2	20.7	20.2	67.2	80.3	89.9	
중국제과	(14.1)	46.8	(8.5)	48.9	10.7	47.0	51.2	19.2	157.8	173.4	
베트남제과	6.8	9.0	8.7	17.1	3.9	10.0	10.6	37.1	41.5	52.0	
러시아제과	4.0	4.0	2.1	0.4	2.1	2.9	3.1	14.2	8.6	11.8	
YoY					369.1%	-2.8%	297.1%	-63.4%	170.2%	12.6%	
국내제과					0.2%	-0.3%	-0.7%	10.2%	19.5%	12.0%	
중국제과					-175.6%	0.6%	-699.9%	-90.3%	722.6%	9.9%	
베트남제과					-43.4%	10.0%	21.6%	40.1%	11.8%	25.4%	
러시아제과					-46.9%	-27.2%	49.5%	86.0%	-39.6%	37.0%	
OPM	6.0%	15.1%	4.5%	18.1%	9.3%	14.7%	14.7%	9.7%	14.4%	14.9%	
국내제과	13.8%	11.7%	11.6%	13.5%	13.7%	11.2%	11.1%	10.0%	11.3%	12.0%	
중국제과	-10.9%	14.5%	-4.3%	18.4%	5.6%	17.5%	18.0%	2.2%	15.6%	16.5%	
베트남제과	14.1%	17.7%	14.2%	19.5%	8.4%	18.2%	15.0%	16.7%	16.2%	18.0%	
러시아제과	21.2%	20.2%	10.0%	3.7%	14.3%	15.0%	15.0%	18.4%	9.7%	11.5%	
세전이익	7.7	79.6	17.7		87.5	35.9	74.5	78.8	105.1	276.6	315.5
YoY	NA	NA	NA	NA	364.2%	-6.5%	345.3%	NA	163.3%	14.0%	
(지배)순이익	5.2	59.1	11.2		65.9	27.6	55.1	61.1	75.6	209.7	235.6
YoY	NA	NA	NA	NA	427.5%	-6.8%	443.4%	NA	177.5%	12.4%	
NPM					12.8%	6.5%	10.6%	11.1%	6.8%	10.4%	10.8%

기타: 2017년 6월 인적분할됨

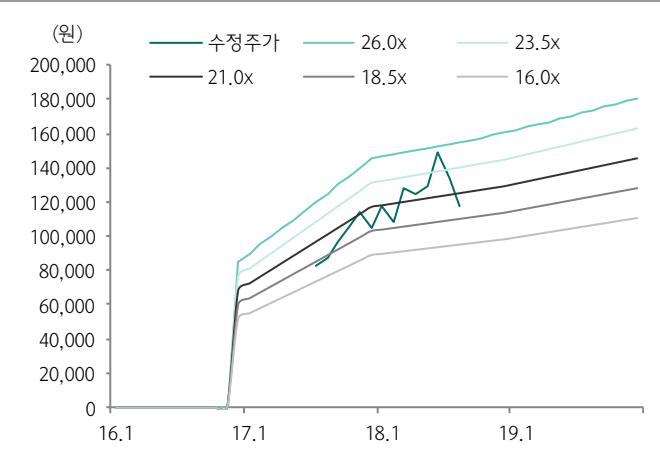
자료: 하나금융투자

그림 1. 중국 Peer 12개월 Fwd PER 21배로 주가 하락



자료: 하나금융투자

그림 2. 오리온 12개월 Fwd PER Band



자료: 하나금융투자

2Q18 실적발표 Q&A 요약

1. 중국 신제품 출시 관련 일회성 비용 향후에도 추가 발생 여지 있는지

- 2분기에 신제품 점포 입점비 39억원 일회성으로 발생, 하반기 신제품 추가 출시되면 발생 할 것
- 다만 이는 스토어 매출 성장과 동반하여 증가하는 비용은 아님
- 3분기부터는 월 매출 사이즈 증가하면서 신제품 관련 초기비용은 영업이익에 타격을 줄 수준은 아닐 것

2. 향후 매대 회복률 전망 어떻게 하는지

- 7월 추세를 보았을 때는, 중국에서 80% 수준 매대 회복 되었다 보면 될 것

3. 2분기 신규제품 매출비중이 15% 수준인데, 매출 증가가 크지 않은 것은 기존 제품이 안좋은 것은 아닌지

- 신제품이 판매가 되었음에도 불구하고 매출이 크게 늘지 않았다는 것은 기존 제품쪽 MT채널에서 매출 하락이 있는 것
- 상반기 TT채널 비중이 많이 늘었고 MT비중은 줄어들었음, TT채널 침투나 성장이 나오지 않는 것은 아님
- 향후 가격을 경쟁력 있게 스토어마다 조정 할 예정

4. 하반기 신제품 출시 일정이 어떻게 되는지

- 상반기에 9개 SKU가 출시 되었음 (교복집 2개, 혼다칩 2개, 딸기초코파이, 체리파이, 자색고구마, 고래밥, 마이구미)
- 하반기는 감자칩 신제품 3분기에 한국-중국 동반 출시 예정이며, 감자스낵, 카스타드 요거트, 견과류, 미니케익 등 예정

5. 2분기 중국 온라인 매출 비중 및 상반기 기준 온라인 채널 향 신제품 투자 된 부분 있는지

- 중국 쪽 온라인 매출 비중은 6.2%로 전년 동기 대비 거의 두 배 수준
- 온라인 채널이 실적을 받쳐주는 메인 채널은 아직 아니며 신제품 투자는 아직 없음

6. 중국 제과시장 분위기 및 무역분쟁 영향

- 스낵, 파이는 월별로 MS 상승 중, 스낵과 파이 모두 전년 2분기대비 시장사이즈는 성장하였음
- 작년에 로컬업체는 시장성장 수혜 보았기에 전반적인 시장 경기에 민감한 편, 오리온은 작년 사드영향을 회복하는 상황이기에 시장 경기보다는 회복에 관점을 두어야 할 듯

7. 중국 주요 제품 매출 추이 변화 및 고정비, 이익 공헌율 변화

- 교복집과 혼다칩은 5월 40억원, 6월 60억원 매출 나왔으며 현재 북경라인 가동중으로 7월에는 매출이 더 올라온 것으로 파악
- 3분기는 7월 800억원, 8월 850억원, 9월 950억원 이 정도 추세로만 매출이 나오면 고정비 부담은 낮을 것

8. 베트남 영업이익 GP마진 하락 요인 있는지, 러시아 하반기 매출 성장을 어떻게 봄아 하는지

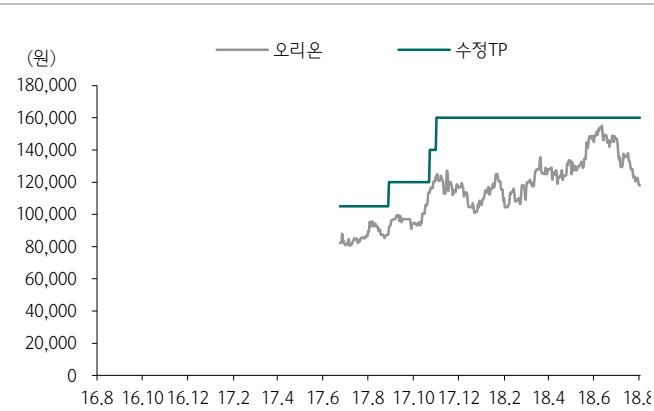
- 베트남은 작년 4~5월 상각비 미 인식 된 영향으로 2분기 GP마진 하락했는데, 3~4분기에는 그런 요인은 더 이상 없을 듯
- 베트남 2분기 내수 매출은 9.5% 성장하였고 하반기에는 스낵 성수기 및 재고부담 완화로 10~15% 성장 유지해야 할 것
- 러시아는 딜러 구조조정 완료된 상태이며 세부 딜러 조건 협상 중
- 또한 장기적으로 초코파이 브랜드력 회복을 위해 할인행사를 줄여가는 중, 시장이 판매방식에 적응을 하면 이익률 좋아질 것

9. 중국 리테일 채널 조정 진행상황 어떻게 되는지

- 상반기 기준으로 딜러 200개도 다 못 줄였는데 (연간 800개 긴축 목표), 딜러 교체시 재고소진 및 신규딜러 계약 등 시간소요
- 현재 추세로는 내년까지 지속적으로 진행이 될 것으로 보임

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

오리온



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
17.11.15	BUY	160,000		
17.11.6	BUY	140,000	-15.54%	-11.79%
17.9.12	BUY	120,000	-18.67%	-5.42%
17.7.7	BUY		-	

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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	93.6%	5.5%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 8월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 08월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2018년 08월 16일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.