

Company Brief

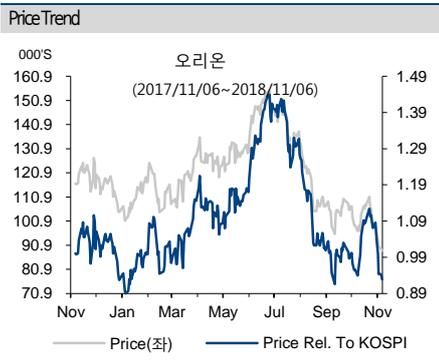
2018-11-07

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	150,000 원(유지)
증가(2018/11/06)	88,600 원

Stock Indicator	
자본금	20십억원
발행주식수	3,953만주
시가총액	3,503십억원
외국인지분율	39.1%
52 주 주가	88,600~155,000원
60 일평균거래량	145,349주
60 일평균거래대금	15.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.5	-28.0	-28.5	-23.9
상대수익률	-2.7	-19.4	-13.4	-5.9



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	1,117	1,948	2,055	2,187
영업이익(십억원)	107	283	300	327
순이익(십억원)	76	178	223	243
EPS(원)	3,261	4,511	5,632	6,154
BPS(원)	33,092	36,671	41,271	46,394
PER(배)	32.0	19.6	15.7	14.4
PBR(배)	3.2	2.4	2.1	1.9
ROE(%)	11.6	12.9	14.5	14.0
배당수익률(%)	0.6	0.8	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	42.0	4.5	6.6	5.9

주-K:IFRS 연결 요약 재무제표

오리온(271560)

주가조정폭 및 밸류에이션을 감안한 매수전략 유효

3Q18 Review: 중국 이익개선으로 호실적 시현

3Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 4,937 억원 (-5.4% YoY), 787 억원 (-0.0% YoY)으로, 회계기준 변경 및 영업일수 축소, 중국의 눈높이 조정에도 한국, 중국에서의 호실적이 반영되어 시장기대치 (744 억원)를 상회하는 영업실적을 시현했다.

중국 매출액 현지성장률은 -9.5% YoY 로 추정된다. 전년동기의 재고레벨 해소 목적 할인판매로 인한 역기저효과와 전분기대비 신제품 출시효과 축소, 기존제품 일부 정체로 인한 우려가 최근 주가에 선반영된 바 있다. 그러나 실질적으로 성수기시즌 진입에 따른 매출액 회복이 영업레버리지 효과로 이어지면서 이익개선에 (+)영향을 미친 것으로 판단한다. 중국 영업이익은 491 억원 수준으로, 신제품관련 비용 (50 억원 추정)이 반영되었음을 감안한다면 이익 개선세는 유의미하며, 나아가 4Q18 이후 춘절 및 신제품효과 확대 반응을 고려할 때 향후 추정치 하향조정 가능성은 낮다.

한국 내수 성장률은 추석시점 효과에 따른 영업일수 조정에도 +4.0% YoY 수준의 견조한 흐름을 유지한 것으로 판단한다. 전년동기 신제품 출시 호조로 인한 역기저 효과에도 불구하고, 추가 신제품 및 익스텐션 제품 확대에 따라 시장성장률 상회하는 흐름이 지속되고 있으며, 변동성이 낮은 국내 스낵시장에서의 점유율 확대 기조는 중장기 지배력 강화 측면에서 긍정적이다.

베트남은 7 월 재고이수가 반영되면서 다소 미흡한 영업이익을 시현한 것으로 파악하나, 수출지연에 따른 전체 성장률의 희석에도 8 월 이후의 내수 고성장흐름 (8~9 월 +20% YoY 수준)을 이어간 것으로 추정한다. 수출 회복 이후 빠른 안정화를 시현할 공산이 크며, 추가적으로 신제품 및 양산빵 출시 등을 통해 시장지배력이 강화될 전망이다. 러시아의 경우 달러 구조조정은 마무리되었으나 제품가격 할인 축소로 인해 영업실적 역성장이 지속된 것으로 추정한다, 다만 정상화 이후에 대한 빠른 불륨회복 및 성장에 대해서는 긍정적으로 볼 필요가 있다.

주가조정폭 및 밸류에이션을 감안한 매수전략 유효

중국 중심의 오리온 사업포트폴리오에 따라 Top-line 정상화 속도에 대한 우려 및 매크로변수 불확실성이 최근 주가흐름에 영향을 미치고 있다. 그러나 추가적인 영업실적 하향조정 가능성이 낮은 상황임을 고려한다면 동종업체대비 밸류에이션 디스카운트 구간으로 하락한 현재 주가는 외부환경에 대한 worst-case scenario 를 가정하더라도 추가하락이 제한적인, 매수기회라는 판단이다. 향후 중국의 외형확대 속도 개선 및 사드이슈 이전 수준으로의 지배력 회복이 더해진다면 추가적인 레버리지 효과까지 기대할 수 있음을 감안, 여타업체대비 견조한 주가 우상향 흐름 가능성에 무게를 실는다.

표 1. 오리온 3Q18 연결기준 잠정실적 및 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	3Q18P	3Q17	YoY %	하이추정치	diff(% , %p)	Consensus	diff(% , %p)
매출액	493.7	522.1	(5.4)	485.8	1.6	508.5	(2.9)
영업이익	78.7	78.7	(0.0)	74.6	5.4	74.4	5.8
영업이익률 %	15.9	15.1	0.9	15.4	0.6	14.6	1.3
세전이익	77.3	78.8	(2.0)	71.4	8.2	70.3	9.9
세전이익률 %	15.7	15.1	0.6	14.7	0.9	13.8	1.8

자료: FnGuide, 하이투자증권

주 1: 컨센서스는 2018년 11월 06일 기준

주 2: 순이익은 331억원 (-45.5% YoY)으로, 중국법인의 Pan Orion 에 대한 최초배당 (1,000억원)에 따른 이연법인세 (250억원 추정) 영향이며 실질적인 cash out 은 아닌 것으로 파악됨

표 2. 오리온 해외법인 영업실적 추정 기본가정

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
중국 매출액	234.9	142.4	289.8	198.1	266.3	191.5	254.9	244.1	865.1	956.7	1,006.6
YoY %	-37.9%	-47.7%	-16.8%	-43.0%	13.4%	34.5%	-12.0%	23.2%	-35.7%	10.6%	5.2%
매출액 (백만위안)	1,397.8	864.0	1,708.2	1,184.7	1,579.6	1,129.0	1,545.9	1,492.7	5,154.7	5,747.2	6,187.5
YoY %	-32.3%	-43.9%	-17.2%	-42.2%	13.0%	30.7%	-9.5%	26.0%	-33.2%	11.5%	7.7%
환율 (원/위안)	168.1	164.8	169.7	167.2	168.6	169.4	164.9	163.5	167.8	166.5	162.7
YoY %	-8.3%	-6.8%	1.0%	-1.1%	0.3%	2.8%	-2.8%	-2.2%	-3.8%	-0.8%	-2.3%
베트남 매출액	61.8	49.0	50.4	61.2	67.4	46.3	49.7	67.1	222.4	230.5	254.3
YoY %	5.1%	15.6%	10.8%	5.8%	9.0%	-5.5%	-1.4%	9.7%	8.7%	3.6%	10.4%
내수	55.2	40.6	43.2	55.5	62.7	41.9	46.1	62.8	194.5	213.5	234.4
YoY %	6.2%	28.5%	19.3%	9.0%	13.6%	3.2%	6.6%	13.2%	13.9%	9.8%	9.8%
매출액 (십억동)	1,087.0	817.0	871.0	1,131.0	1,328.2	887.0	953.7	1,300.7	3,906.0	4,469.6	5,032.2
YoY %	12.4%	33.1%	20.3%	14.7%	22.2%	8.6%	9.5%	15.0%	18.7%	14.4%	12.6%
환율 (1,000원/동)	50.8	49.7	49.6	49.1	47.2	47.3	48.3	48.3	49.8	47.8	46.6
YoY %	-5.6%	-3.4%	-0.8%	-4.9%	-7.0%	-4.8%	-2.6%	-1.6%	-4.0%	-4.1%	-2.5%
수출 (동남아,이란 등)	6.6	8.4	7.2	5.7	4.7	4.4	3.6	4.3	27.9	17.0	19.9
YoY %	-4.3%	-22.2%	-21.7%	-17.4%	-28.8%	-47.6%	-50.0%	-25.0%	-17.5%	-39.2%	17.5%
러시아 매출액	17.7	18.9	19.8	20.9	10.8	14.9	18.2	20.8	77.4	64.7	80.4
YoY %	29.6%	35.3%	28.0%	15.5%	-38.7%	-20.8%	-8.2%	-0.7%	26.4%	-16.3%	24.2%
매출액 (백만루블)	901.5	957.3	1,030.9	1,102.0	575.4	843.0	1,061.9	1,212.2	3,991.7	3,692.5	4,148.0
YoY %	6.7%	21.6%	15.6%	11.1%	-36.2%	-11.9%	3.0%	10.0%	13.5%	-7.5%	12.3%
환율 (원/루블)	19.7	19.7	19.2	19.0	18.9	17.4	17.1	17.1	19.4	17.5	19.4
YoY %	21.5%	11.3%	10.8%	4.0%	-4.1%	-11.7%	-10.8%	-9.7%	11.3%	-9.6%	10.6%

자료: 오리온, 하이투자증권

주: 3Q18 세부실적은 추정치로, 확정실적 공시 이후 변경예정

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	457	2,579	1,625	1,737
현금 및 현금성자산	102	2,227	1,270	1,378
단기금융자산	51	51	51	51
매출채권	131	125	125	127
재고자산	151	153	155	159
비유동자산	1,801	-226	913	1,014
유형자산	1,673	-330	800	893
무형자산	52	20	20	20
자산총계	2,258	2,353	2,537	2,751
유동부채	523	493	495	505
매입채무	68	39	40	50
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	864	866	876
자배주주지분	1,308	1,450	1,632	1,834
자본금	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598
이익잉여금	76	227	418	630
기타자본항목	624	624	624	624
비자배주주지분	37	39	40	41
자본총계	1,345	1,489	1,672	1,875

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,117	1,948	2,055	2,187
증가율(%)	-	74.3	5.5	6.4
매출원가	593	1,031	1,041	1,106
매출총이익	524	917	1,015	1,081
판매비와관리비	416	634	714	754
연구개발비	1	1	1	1
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	107	283	300	327
증가율(%)	-	163.4	6.2	8.8
영업이익률(%)	9.6	14.5	14.6	15.0
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	0	9	20	20
기타영업외손익	1	-8	-12	-12
세전계속사업이익	105	268	287	313
법인세비용	28	87	63	69
세전계속이익률(%)	9.4	13.8	14.0	14.3
당기순이익	77	181	224	245
순이익률(%)	6.9	9.3	10.9	11.2
지배주주귀속 순이익	76	178	223	243
기타포괄이익	-9	-9	-9	-9
총포괄이익	68	171	215	235
지배주주귀속총포괄이익	68	171	215	235

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	193	265	334	368
당기순이익	77	181	224	245
유형자산감가상각비	-	116	118	121
무형자산상각비	2	2	2	2
지분법관련손실(이익)	0	9	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	-28	-32
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	100	-19	-	-
자본의증감	-	0	-	-
배당금지급	-	-24	-28	-32
현금및현금성자산의증감	18	2,125	-957	107
기초현금및현금성자산	83	102	2,227	1,270
기말현금및현금성자산	102	2,227	1,270	1,378

주요투자지표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	3,261	4,511	5,632	6,154
BPS	33,092	36,671	41,271	46,394
CFPS	3,331	7,486	8,666	9,247
DPS	600	700	800	800
Valuation(배)				
PER	32.0	19.6	15.7	14.4
PBR	3.2	2.4	2.1	1.9
PCR	31.4	11.8	10.2	9.6
EV/EBITDA	42.0	4.5	6.6	5.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.6	12.9	14.5	14.0
EBITDA 이익률	9.8	20.6	20.5	20.5
부채비율	67.9	58.0	51.8	46.7
순부채비율	33.3	-114.0	-44.3	-45.2
매출채권회전율(x)	17.0	15.2	16.5	17.4
재고자산회전율(x)	14.8	12.8	13.3	13.9

자료 : 오리온, 하이투자증권 리서치센터

오리온  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
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	-25.4%	-17.2%
2018-08-16	Buy	160,000	1년	-34.3%	-30.6%
2018-10-08	Buy	150,000	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-mail 등을 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.
  - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
  - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
  - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
  - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	-