

SK COMPANY Analysis



Analyst

김승

seungeee@sk.com

02-3773-8919

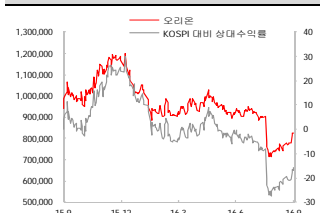
Company Data

자본금	299 억원
발행주식수	601 만주
자사주	71 만주
액면가	5,000 원
시가총액	49,508 억원
주요주주	
이화경(외5)	28.45%
오리온 자사주	11.86%
외국인지분률	41.80%
배당수익률	0.70%

Stock Data

주가(16/09/28)	824,000 원
KOSPI	2053.06 pt
52주 Beta	0.87
52주 최고가	1,200,000 원
52주 최저가	712,000 원
60일 평균 거래대금	182 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	13.0%	12.2%
6개월	-8.7%	-11.8%
12개월	-11.3%	-16.1%

오리온 (001800/KS | 매수(유지) | T.P 1,050,000 원(유지))

중국제과 회복세

오리온의 3Q16 실적은 어려운 영업환경 속에서도 컨센서스에 부합하며 견조할 것으로 예상된다. 국내제과는 상반기에 비해 역성장 폭이 감소할 전망이며, 중국제과는 로컬 기준 7~8% 성장하며 성장성 회복이 예상된다. 베트남/러시아 등 기타 해외제과도 실적 호조가 기대된다. 주가하락의 원인이 되었던 해외제과의 성장성이 회복세를 보이고 있으며, 주가 또한 제자리를 찾아갈 것으로 전망된다.

3Q16, 어려움 속에서도 견조한 실적 예상

3Q16 연결실적은 매출 6,235 억원(-2.5% yoy), 영업이익 915 억원(+16.4% yoy)으로 컨센서스(매출 6,541 억원, OP 916 억원) 대비 매출은 소폭 하회, 영업이익은 컨센서스에 부합할 전망이다. 국내제과는 지난해 8월부터 시행한 주 5 일 영업제의 영업일수 base가 같아짐에 따라 상반기에 비해 역성장 폭이 감소해 매출은 4% 감소하는데 그칠 것으로 보이나, 고정비 증가 효과로 영업이익은 35% 감소할 전망이다. 중국 제과는 위안화 기준 매출은 7~8% 가량 성장이 예상된다. 러시아는 2Q16 이후 매출 인식 방식을 보수적으로 회계처리 함에 따라 로컬 매출은 yoy flat, 영업이익은 10% 성장이 예상된다. 베트남은 내수 회복/수출 증가에 힘입어 매출/영업이익이 모두 큰 폭 성장이 예상되며, 쇼박스 또한 '터널'의 흥행으로 실적 호조가 기대된다.

중국 및 해외제과 성장 회복세

중국제과 시장 성장 둔화 및 프로모션비 집행 증가의 영향으로 2Q16 중국제과 실적은 부진했지만 로컬수요 회복 및 신제품 효과에 힘입어 3Q16 중국 매출은 위안화 기준 7~8% 성장이 예상된다. 주가의 key가 중국 실적 성장인 만큼 중국제과 매출 성장률이 회복세를 보이고 있다는 점이 긍정적이다. 4Q16 또한 녹차초코파이, 왕고래밥 등 신제품 효과가 반영되며 high single 수준의 매출 성장이 가능할 것으로 전망된다. 베트남 실적도 빠르게 성장하고 있다. 베트남은 올해 매출 1,975 억원(+18.7% yoy), 영업이익 243 억원(+76.8% yoy)의 호실적이 예상된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	24,852	21,998	23,824	24,130	27,588	30,411
yoy	%	5.0	-11.5	8.3	1.3	14.3	10.2
영업이익	억원	2,595	2,489	2,993	3,117	3,645	4,036
yoy	%	-1.6	-4.1	20.3	4.1	16.9	10.8
EBITDA	억원	3,983	3,953	4,816	4,739	4,643	4,976
세전이익	억원	2,270	2,289	2,518	2,731	3,493	3,954
순이익(지배주주)	억원	1,457	1,635	1,623	1,845	2,533	2,871
영업이익률%	%	10.4	11.3	12.6	12.9	13.2	13.3
EBITDA%	%	16.0	18.0	20.2	19.6	16.8	16.4
순이익률	%	6.5	7.9	7.4	8.2	9.6	9.8
EPS	원	24,563	27,854	27,070	30,795	42,251	47,890
PER	배	38.6	36.4	43.1	26.9	19.6	17.3
PBR	배	5.1	4.9	5.1	3.3	3.0	2.6
EV/EBITDA	배	16.0	17.1	15.8	11.4	10.9	9.5
ROE	%	13.8	13.8	12.4	12.9	16.0	16.1
순차입금	억원	5,650	5,424	4,956	2,533	-635	-4,114
부채비율	%	134.3	109.1	96.5	88.3	84.8	80.1

어려운 가운데서도 선방중, 해외제과 성장 지속 전망

경기 침체/제과시장 성장률 둔화로 중국 및 해외제과 실적 성장에 대한 우려가 있으나 동사는 어려운 가운데서도 선방하고 있는 것으로 판단된다. 2분기 중국제과 실적 부진의 원인이었던 인스토어 프로모션비 또한 예산범위 내에서 통제되고 있어 올해 하반기 급격한 비용증가는 없을 것으로 예상된다. 중국 위안화, 러시아 루블화 등 현지 화폐 약세로 해당 국가의 원화환산 실적이 다소 기대에 미치지 못하고 있으나 로컬화 기준 성장률이 회복되고 있다는 점이 중요하다. 베트남은 자체 매출 성장뿐만 아니라 동남아 시장 확장 중심기지로서의 역할도 증가하고 있다. 미얀마 등으로 수출이 증가하고 있으며, ‘오리온-델피’ JV 가동 이후 JV 향 추가 매출도 기대할 수 있다. 주가 급락의 원인이었던 해외제과 성장성이 회복됨에 따라 주가도 제자리를 찾을 것으로 예상된다. 투자의견 매수 및 목표주가 1,050,000 원을 유지한다.

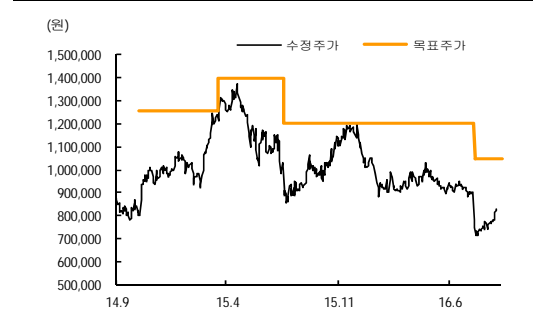
분기별 실적 추이

(단위: 억원 %)

	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	6,394	6,040	6,606	4,962	6,235	-2.5	25.7	6,541	-4.7
영업이익	786	664	1,189	279	915	16.4	228.4	916	-0.1
세전이익	586	531	992	199	844	44.0	323.1	838	0.7
지배주주순이익	354	309	690	69	580	63.6	746.1	543	6.8
영업이익률	12.3	11.0	18.0	5.6	14.7	2.4	9.1	14.0	0.7
세전이익률	9.2	8.8	15.0	4.0	13.5	4.4	9.5	12.8	0.7
지배주주순이익률	5.5	5.1	10.4	1.4	9.3	3.8	7.9	8.3	1.0

자료: SK 증권 FN 가이드

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.09.30	매수	1,050,000원
	2016.08.19	매수	1,050,000원
	2016.07.29	매수	1,200,000원
	2016.02.12	매수	1,200,000원
	2016.01.04	매수	1,200,000원
	2015.10.05	매수	1,200,000원
	2015.09.25	매수	1,200,000원
	2015.08.18	매수	1,200,000원
	2015.07.07	매수	1,400,000원
	2015.05.26	매수	1,400,000원
	2015.05.18	매수	1,400,000원
	2015.04.14	매수	1,400,000원
	2014.11.14	매수	1,254,000원



Compliance Notice

- 작성자(김승)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 9월 30일 기준)

매수	95.97%	중립	4.03%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	10,286	9,617	11,609	15,307	19,191
현금및현금성자산	2,162	2,528	4,957	8,124	11,603
매출채권및기타채권	1,851	1,625	1,702	1,945	2,139
재고자산	2,155	1,881	1,971	2,251	2,476
비유동자산	19,039	20,372	19,437	18,705	18,012
장기금융자산	135	1,156	1,120	1,120	1,120
유형자산	17,271	17,575	16,804	15,829	14,927
무형자산	397	530	242	256	255
자산총계	29,325	29,988	31,046	34,012	37,203
유동부채	8,635	7,423	8,469	9,038	9,494
단기금융부채	4,466	3,538	4,403	4,403	4,403
매입채무 및 기타채무	2,774	2,225	2,331	2,662	2,928
단기충당부채	58	39	41	47	51
비유동부채	6,665	7,304	6,088	6,571	7,054
장기금융부채	5,845	6,532	5,140	5,140	5,140
장기매입채무 및 기타채무	0	0	1	2	3
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	15,300	14,727	14,557	15,609	16,548
지배주주지분	12,471	13,787	14,929	16,753	18,916
자본금	299	299	299	299	299
자본잉여금	666	669	669	669	669
기타자본구성요소	-363	-357	-357	-357	-357
자기주식	-326	-324	-324	-324	-324
이익잉여금	12,003	13,298	14,805	17,019	19,571
비지배주주지분	1,554	1,475	1,561	1,650	1,739
자본총계	14,025	15,262	16,489	18,403	20,655
부채외자본총계	29,325	29,988	31,046	34,012	37,203

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	2,441	4,953	3,701	3,707	3,948
당기순이익(손실)	1,772	1,765	1,970	2,648	2,986
비현금성항목등	2,667	3,327	2,823	1,996	1,991
유형자산감가상각비	944	1,044	1,054	975	902
무형자산감가상각비	520	779	568	24	38
기타	322	338	224	-18	-18
운전자본감소(증가)	-1,360	488	-210	-145	-112
매출채권및기타채권의 감소(증가)	184	-81	-132	-242	-195
재고자산감소(증가)	167	310	-121	-280	-225
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-230	200	296	332	266
기타	-1,481	59	-253	46	41
법인세납부	-638	-628	-881	-792	-916
투자활동현금흐름	-1,114	-2,905	-156	55	124
금융자산감소(증가)	348	-1,673	550	0	0
유형자산감소(증가)	-1,462	-1,281	-916	0	0
무형자산감소(증가)	9	-50	-37	-37	-37
기타	-10	99	248	92	162
재무활동현금흐름	-1,496	-1,687	-1,107	-594	-594
단기금융부채증가(감소)	-2,645	-2,300	-484	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,747	1,395	0	0	0
자본의증가(감소)	7	2	0	0	0
배당금의 지급	-208	-363	-315	-319	-319
기타	-397	-420	-295	-275	-275
현금의 증가(감소)	-170	363	2,429	3,168	3,479
기초현금	2,332	2,165	2,528	4,957	8,124
기말현금	2,162	2,528	4,957	8,124	11,603
FCF	1,041	3,116	2,846	3,559	3,817

자료 : 오리온, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	21,998	23,824	24,130	27,588	30,411
매출원가	11,624	12,677	12,871	15,252	16,805
매출총이익	10,374	11,147	11,259	12,336	13,606
매출총이익률 (%)	47.2	46.8	46.7	44.7	44.7
판매비와관리비	7,885	8,154	8,142	8,691	9,570
영업이익	2,489	2,993	3,117	3,645	4,036
영업이익률 (%)	11.3	12.6	12.9	13.2	13.3
비영업손익	-200	-475	-385	-152	-82
순금융비용	291	206	174	114	44
외환관련손익	-144	-226	-57	-57	-57
관계기업투자등 관련손익	14	-3	1	1	1
세전계속사업이익	2,289	2,518	2,731	3,493	3,954
세전계속사업이익률 (%)	10.4	10.6	11.3	12.7	13.0
계속사업법인세	517	753	760	845	969
계속사업이익	1,772	1,765	1,971	2,648	2,986
중단사업이익	-29	6	-1	0	0
*법인세효과	-11	55	0	0	0
당기순이익	1,743	1,771	1,970	2,648	2,986
순이익률 (%)	7.9	7.4	8.2	9.6	9.8
지배주주	1,635	1,623	1,845	2,533	2,871
지배주주귀속 순이익률(%)	7.43	6.81	7.65	9.18	9.44
비지배주주	108	148	125	115	115
총포괄이익	1,715	1,777	1,556	2,233	2,571
지배주주	1,595	1,622	1,456	2,144	2,482
비지배주주	120	154	99	89	89
EBITDA	3,953	4,816	4,739	4,643	4,976

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	-11.5	8.3	1.3	14.3	10.2
영업이익	-4.1	20.3	4.1	16.9	10.8
세전계속사업이익	0.8	10.0	8.5	27.9	13.2
EBITDA	-0.7	21.8	-1.6	-2.0	7.2
EPS(계속사업)	13.4	-2.8	13.8	37.2	13.4
수익성 (%)					
ROE	13.8	12.4	12.9	16.0	16.1
ROA	5.9	6.0	6.5	8.1	8.4
EBITDA마진	18.0	20.2	19.6	16.8	16.4
안정성 (%)					
유동비율	119.1	129.6	137.1	169.4	202.1
부채비율	109.1	96.5	88.3	84.8	80.1
순차입금/자기자본	38.7	32.5	15.4	-3.5	-19.9
EBITDA/이자비용(배)	11.4	16.3	16.9	16.8	18.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	27,854	27,070	30,795	42,251	47,890
BPS	208,725	230,704	247,826	278,122	314,028
CFPS	51,878	57,668	57,847	58,913	63,569
주당 현금배당금	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	36.4	50.8	39.0	28.4	25.1
PER(최저)	27.6	31.7	23.1	16.9	14.9
PBR(최고)	4.9	6.0	4.8	4.3	3.8
PBR(최저)	3.7	3.7	2.9	2.6	2.3
PCR	19.6	20.2	14.3	14.0	13.0
EV/EBITDA(최고)	17.1	18.4	16.0	15.7	14.0
EV/EBITDA(최저)	13.4	12.0	9.9	9.4	8.1