

# 오리온 (001800.KS)

## 4분기 양호하나 올해 성장성이 관건

Company Comment | 2017. 2. 17

국내와 중국은 예상 수준의 실적 달성. 베트남 러시아 제과 부문이 매출 호조와 생산 효율화에 힘입어 예상을 상회하는 실적 개선을 보여 4분기 전반적으로 컨센서스 상회. 하지만 앞으로 이들 국가가 중국 제과 사업의 저성장과 이익 개선 정체를 상쇄하기에는 역부족. Hold 유지

### 4분기 중국 부진 vs 非중국 개선

오리온의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 6,324억원(+0.5% y-y)과 850억원(+54.1% y-y)으로 당사 예상치와 시장 컨센서스를 상회함

국내 제과 매출액과 영업이익은 각각 3%, 43% 성장하며 예상치와 유사. 중국 제과 사업도 예상과 크게 다르지 않았는데, 이른 춘절용 수요 발생에도 불구하고 전년동기의 신제품 출시에 따른 역기저 효과, 위안화 약세 등의 부담으로 매출액과 영업이익 성장률은 각각 2.6%, 8.7% 수준에 그침

베트남과 러시아 제과 부문 실적이 예상을 크게 상회했는데, 베트남의 영업이익 성장률은 89%, 러시아는 흑자전환. 베트남의 경우 중국과 마찬가지로 이른 설 효과가 작동. 또 두 국가 모두 초코파이 등 핵심제품 성장이 양호하고 효율화 과정이 진행된 것으로 판단. 다만 베트남+러시아 매출 및 이익 규모는 중국의 17%에 불과해, 중국의 성장 둔화를 상쇄하기엔 역부족

### 2017년 관건은 중국 성장률 회복

오리온의 2017년 연결 매출액과 영업이익은 각각 2조5,092억원(+5.2% y-y)과 3,375억원(+3.5% y-y)으로 전망. 전체 매출액과 영업이익의 55%, 65%를 차지하는 중국 성장률이 3%로 추정. 중국 제과 수요 침체와 저성장 사이클 지속되고 있어 부담

동사의 현재주가는 2017년 기준 19배로, 중국 제과업체 평균과 유사한 수준에서 거래. 벨류에이션 프리미엄의 확대를 위해서는 핵심 시장인 중국 성장률 제고가 선행되어야 한다고 판단, 기존의 Hold 의견을 유지함

### 오리온 4분기 실적 Review

(단위: 십억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P					1Q17E
					발표치	y-y	q-q	당사	Consen	
매출액	630	661	496	597	632	0.5	5.9	603	614	692
영업이익	55	119	28	94	85	54.1	-9.9	73	78	110
영업이익률	8.8	18.0	5.6	15.8	13.4			12.1	12.7	16.0
세전이익	53	99	20	90	98	85.3	9.3	71	70	42
(지배)순이익	31	69	7	85	58	88.7	-31.5	33	46	12

주: IFRS 연결기준; 자료: 오리온, DataGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

### Hold (유지)

목표주가	710,000원 (유지)
현재가 (17/02/16)	679,000원
업종	음식료
KOSPI / KOSDAQ	2,081.84 / 616.58
시가총액(보통주)	4,079.7십억원
발행주식수(보통주)	6.0백만주
52주 최고가('16/05/17)	1,028,000원
최저가('17/01/11)	619,000원
평균거래대금(60일)	9.8십억원
배당수익률(2016P)	0.92%
외국인지분율	0.0%
주요주주	28.5%
이회경 외 6 인	

주가상승률	3개월		6개월		12개월	
	절대수익률 (%)	상대수익률 (%)p	-1.6	-24.9	-26.3	-33.1
2015	2,382	2,386	2,504	2,587		
증감률	8.3	0.2	4.9	3.3		
영업이익	299	326	342	352		
영업이익률	12.6	13.7	13.7	13.6		
(지배자분)순이익	162	219	214	223		
EPS	27.164	36,609	35,602	37,101		
증감률	-0.7	34.8	-2.8	4.2		
PER	42.9	17.9	19.1	18.3		
PBR	5.1	2.5	2.3	2.1		
EV/EBITDA	15.8	8.8	8.8	8.3		
ROE	12.4	14.9	12.9	12.1		
부채비율	96.5	65.7	60.7	56.1		
순차입금	496	258	115	-56		

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배자분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 한국희  
02)768-7480, cookie@nhqv.com

RA 0|효진  
02)768-7684, hyojin.lee@nhqv.com

## 오리온 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2015	2016P	2017E	2018F
매출액	- 수정 후	2,382	2,386	2,504	2,587
	- 수정 전		2,357	2,472	2,560
	- 변동률		1.2	1.3	1.1
영업이익	- 수정 후	299	326	342	352
	- 수정 전		314	326	344
	- 변동률		3.8	4.9	2.3
영업이익률(수정 후)		12.6	13.7	13.7	13.6
EBITDA		482	495	500	511
(지배지분)순이익		162	219	214	223
EPS	- 수정 후	27,164	36,609	35,602	37,101
	- 수정 전		32,342	33,812	36,094
	- 변동률		13.2	5.3	2.8
PER		42.9	17.9	19.1	18.3
PBR		5.1	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA		15.8	8.8	8.8	8.3
ROE		12.4	14.9	12.9	12.1

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

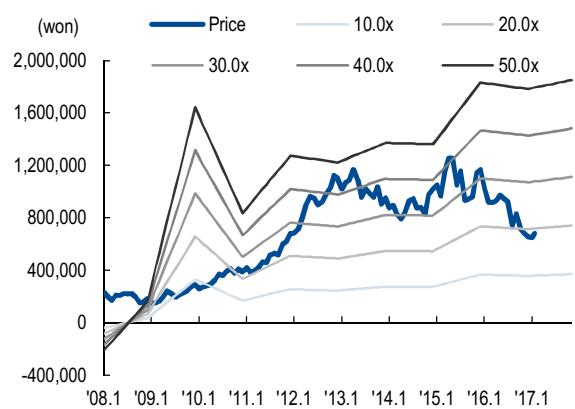
## 오리온 분기별 부문별 실적 트렌드

(단위: 십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	2015	2016P	2017E
<b>매출액</b>	<b>626</b>	<b>513</b>	<b>639</b>	<b>630</b>	<b>661</b>	<b>496</b>	<b>597</b>	<b>632</b>	<b>2,382</b>	<b>2,386</b>	<b>2,504</b>
제과 부문	602	487	586	589	617	489	570	616	2,263	2,291	2,377
국내	189	178	167	174	174	167	160	179	707	679	694
중국	354	268	373	338	378	272	348	347	1,333	1,346	1,386
베트남	50	34	36	45	59	42	45	58	165	205	231
러시아	12	16	16	13	14	14	16	18	58	61	65
기타 및 조정	167	131	79	-147	44	11	41	5	230	101	127
<b>매출성장률</b>	<b>6.9</b>	<b>3.2</b>	<b>15.2</b>	<b>11.9</b>	<b>5.5</b>	<b>-3.2</b>	<b>-6.6</b>	<b>0.5</b>	<b>8.3</b>	<b>0.2</b>	<b>4.9</b>
제과 부문	5.1	1.7	12.4	2.7	2.5	0.4	-2.7	4.5	5.5	1.2	3.8
국내	-3.4	-5.7	-7.7	-6.9	-8.0	-6.3	-4.1	3.1	-5.9	-4.0	2.2
중국	13.0	9.3	24.4	11.5	7.0	1.5	-6.5	2.6	14.8	1.0	3.0
베트남	8.7	8.6	14.9	8.8	18.0	24.0	25.1	29.6	9.9	24.0	13.0
러시아	-32.6	-18.9	-9.6	-49.0	10.5	-14.1	-3.7	34.3	-29.7	5.3	7.0
기타 및 조정	558.1	-11.5	129.4	-245.8	-73.5	-91.6	-48.1	-103.3	325.8	-56.0	26.0
<b>영업이익</b>	<b>107</b>	<b>47</b>	<b>79</b>	<b>55</b>	<b>119</b>	<b>28</b>	<b>94</b>	<b>85</b>	<b>299</b>	<b>326</b>	<b>342</b>
제과 부문	97	59	89	70	104	28	83	94	314	310	319
국내	30	27	19	18	24	17	12	27	95	79	84
중국	58	30	67	48	68	7	68	54	202	196	197
베트남	9	1	1	3	11	4	1	11	14	27	30
러시아	1	1	2	-1	1	1	2	3	4	8	9
기타 및 조정	10	-11	-11	18	15	0	11	2	25	27	23
<b>영업이익률</b>	<b>17.1</b>	<b>9.3</b>	<b>12.3</b>	<b>8.8</b>	<b>18.0</b>	<b>5.6</b>	<b>15.8</b>	<b>13.4</b>	<b>12.6</b>	<b>13.7</b>	<b>13.7</b>
제과 부문	16.1	12.1	15.3	11.8	16.9	5.7	14.6	15.3	13.9	13.5	13.4
국내	16.0	15.4	11.5	10.5	13.8	10.0	7.6	15.0	13.4	11.7	12.1
중국	16.3	11.1	17.9	14.0	17.9	2.5	19.5	15.5	15.1	14.6	14.2
베트남	17.0	1.5	3.0	7.2	19.2	8.3	2.4	18.3	8.4	13.0	13.0
러시아	4.8	8.0	13.0	-3.7	9.5	8.6	13.5	16.1	6.0	12.6	13.0
기타 및 조정	5.9	-8.7	-13.5	-12.5	33.4	-2.1	26.9	36.6	11.0	27.1	17.9

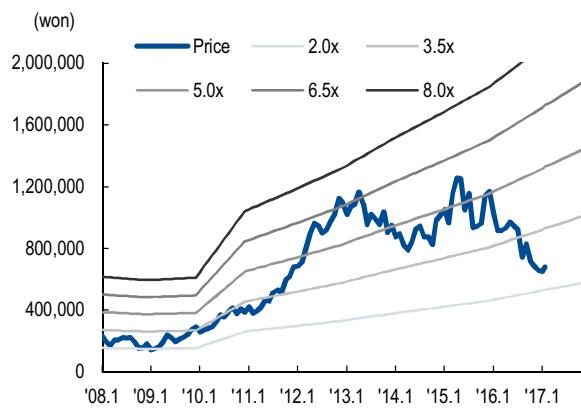
자료: 오리온, NH 투자증권 리서치본부 전망

## 오리온 Forward PER Band



자료: DataGuide Pro

## 오리온 Trailing PBR Band



자료: DataGuide Pro

## 중국 제과 업체 PER 트렌드



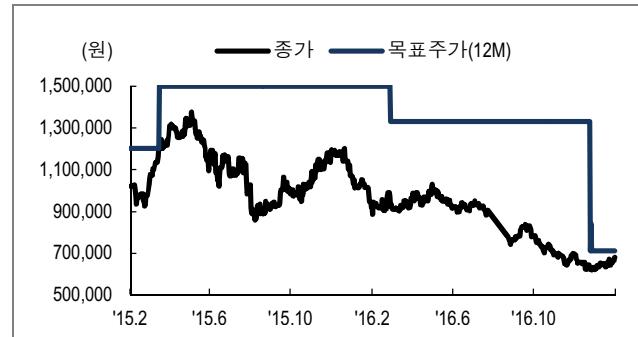
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME					Valuation / Profitability / Stability				
(십억원)	2015/12A	2016/12P	2017/12E	2018/12F		2015/12A	2016/12P	2017/12E	2018/12F
<b>매출액</b>	<b>2,382</b>	<b>2,386</b>	<b>2,504</b>	<b>2,587</b>	PER(X)	42.9	17.9	19.1	18.3
증감률 (%)	8.3	0.2	4.9	3.3	PBR(X)	5.1	2.5	2.3	2.1
<b>매출원가</b>	<b>1,268</b>	<b>1,272</b>	<b>1,354</b>	<b>1,440</b>	PCR(X)	13.7	7.8	8.4	8.3
<b>매출총이익</b>	<b>1,115</b>	<b>1,115</b>	<b>1,151</b>	<b>1,147</b>	PSR(X)	2.9	1.6	1.6	1.6
Gross 마진 (%)	46.8	46.7	46.0	44.3	EV/EBITDA(X)	15.8	8.8	8.8	8.3
판매비와 일반관리비	815	815	824	805	EV/EBIT(X)	25.4	13.4	12.8	12.0
<b>영업이익</b>	<b>299</b>	<b>326</b>	<b>342</b>	<b>352</b>	EPS(W)	27,164	36,609	35,602	37,101
증감률 (%)	20.1	9.0	4.9	2.9	BPS(W)	230,704	260,672	290,998	322,822
OP 마진 (%)	12.6	13.7	13.7	13.6	SPS(W)	398,693	398,491	416,775	430,621
<b>EBITDA</b>	<b>482</b>	<b>495</b>	<b>500</b>	<b>511</b>	자기자본이익률(ROE, %)	12.4	14.9	12.9	12.1
<b>영업외손익</b>	<b>-47</b>	<b>-19</b>	<b>-28</b>	<b>-26</b>	총자산이익률(ROA, %)	6.0	8.2	7.8	7.6
금융수익(비용)	-40	-14	-8	-6	투하자본이익률 (ROIC, %)	11.1	13.6	14.1	14.3
기타영업외손익	-7	-5	-20	-20	배당수익률(%)	0.5	0.9	0.9	0.9
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	배당성향(%)	19.4	14.5	14.8	14.2
<b>세전계속사업이익</b>	<b>252</b>	<b>308</b>	<b>313</b>	<b>327</b>	총현금배당금(십억원)	32	32	32	32
<b>법인세비용</b>	<b>75</b>	<b>67</b>	<b>78</b>	<b>82</b>	보통주 주당배당금(W)	6,000	6,000	6,000	6,000
계속사업이익	177	241	235	245	순부채(현금)/자기자본(%)	32.5	14.9	5.9	-2.6
<b>당기순이익</b>	<b>177</b>	<b>241</b>	<b>235</b>	<b>245</b>	총부채/ 자기자본(%)	96.5	65.7	60.7	56.1
증감률 (%)	1.7	36.2	-2.5	4.3	이자발생부채	1,007	551	558	563
Net 마진 (%)	7.4	10.1	9.4	9.5	유동비율(%)	129.6	101.4	119.7	140.2
지배주주지분 순이익	162	219	214	223	총발행주식수(mn)	6	6	6	6
비지배주주지분 순이익	15	22	21	22	액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
기타포괄이익	1	0	0	0	주가(W)	1,166,000	655,000	679,000	679,000
<b>총포괄이익</b>	<b>178</b>	<b>241</b>	<b>235</b>	<b>245</b>	시가총액(십억원)	6,968	3,936	4,080	4,080

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION					CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12P	2017/12E	2018/12F	(십억원)	2015/12A	2016/12P	2017/12E	2018/12F
<b>현금및현금성자산</b>	253	34	171	339	<b>영업활동 현금흐름</b>	482	525	396	406
매출채권	157	159	167	172	당기순이익	177	241	235	245
<b>유동자산</b>	<b>962</b>	<b>759</b>	<b>936</b>	<b>1,135</b>	+ 유/무형자산상각비	182	169	158	158
유형자산	1,757	1,819	1,871	1,915	+ 종속, 관계기업관련손익	1	0	0	0
투자자산	133	133	140	144	+ 외화환산손실(이익)	17	7	0	0
<b>비유동자산</b>	<b>2,037</b>	<b>2,117</b>	<b>2,181</b>	<b>2,225</b>	Gross Cash Flow	509	503	483	494
<b>자산총계</b>	<b>2,999</b>	<b>2,876</b>	<b>3,116</b>	<b>3,360</b>	- 운전자본의증가(감소)	49	108	3	2
단기성부채	354	236	243	248	<b>투자활동 현금흐름</b>	-302	-256	-234	-212
매입채무	122	239	250	259	+ 유형자산 감소	7	0	0	0
<b>유동부채</b>	<b>742</b>	<b>749</b>	<b>782</b>	<b>809</b>	- 유형자산 증가(CAPEX)	-135	-173	-165	-158
장기성부채	653	315	315	315	+ 투자자산의매각(취득)	-100	0	-6	-5
장기충당부채	4	4	4	4	Free Cash Flow	347	352	231	248
<b>비유동부채</b>	<b>730</b>	<b>392</b>	<b>396</b>	<b>399</b>	Net Cash Flow	180	269	162	194
<b>부채총계</b>	<b>1,473</b>	<b>1,141</b>	<b>1,178</b>	<b>1,208</b>	<b>재무활동현금흐름</b>	-144	-488	-24	-26
자본금	30	30	30	30	자기자본 증가	0	0	0	0
자본잉여금	67	67	67	67	부채증감	-144	-488	-24	-26
이익잉여금	1,330	1,517	1,700	1,891	현금의증가	36	-219	138	168
비지배주주지분	147	169	190	212	기말현금 및 현금성자산	253	34	171	339
<b>자본총계</b>	<b>1,526</b>	<b>1,735</b>	<b>1,939</b>	<b>2,152</b>	기말 순부채(순현금)	496	258	115	-56

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
오리온	001800.KS	2017.01.12	Hold	710,000원(12개월)
		2016.10.28	Hold	840,000원(12개월)
		2016.03.15	Buy	1,330,000원(12개월)
		2015.04.02	Buy	1,500,000원(12개월)
		2015.01.07	Buy	1,200,000원(12개월)
		2017.01.12	Hold	710,000원(12개월)



## 종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2017년 2월 10일기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
74.4%	25.6%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '오리온'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.