

## 오리온 (001800.KS)

## 중국 사업의 회복을 기다리며

중국 제과 사업의 역신장 폭이 예상보다 클 것으로 추정. 예년보다 이른 춘절로 영업일수 줄어든데다 3월 들어 한국 브랜드 불매 움직임 나타나 매출 타격 불가피. 국내 사업은 점차 회복, 베트남/러시아도 판매 호조. 다만 중국 의존도 높아 당분간 실적 개선 지연. Hold 유지

## 1분기 실적 컨센서스 하회 예상

오리온의 1분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 5,730억원(-13.3% y-y)과 905억원(-23.9% y-y)으로 시장 컨센서스를 큰 폭 하회할 전망

중국 제과 사업의 부진이 실적 부진의 주원인. 2016년말 기준 전사 매출액의 56%, 영업이익의 60%를 차지하는 동 부문의 1분기 매출액과 영업이익이 각각 2,914억원(원화 기준 -23% y-y, RMB 기준 -14% y-y)과 481억원(-29% y-y)을 기록할 것으로 예상. 1) 전년대비 이른 춘절로 관련 수요가 4분기에 선반영되어 생긴 매출 공백, 2) 3월 이후 중국 내 한국 브랜드 불매 움직임에 따른 판매 차질로 1분기 실적 부진, 3) 중국 제과 시장의 구조적 침체 지속 등을 원인으로 들 수 있음

국내 제과 부문의 매출액이 플러스 성장으로 전환되었고, 베트남(+13% y-y, 비중 9%) 러시아(+15% y-y, 비중 3%) 제과 사업의 성장도 양호한 것으로 판단됨. 다만 아직은 압도적인 비중의 중국사업 부진을 상쇄하기에는 역부족

## 중국 사업의 펀더멘털 회복 확인 필요

오리온의 밸류에이션과 주가 움직임은 장기적으로 중국 사업의 성과와 밀접하게 연결. 따라서 투자매력 회복을 위해서는 중국 사업의 장기 성장 잠재력에 대한 확신이 필요한 시점. 춘절 수요나 사드 보복과 관련한 일시적 실적 부진은 단기 이슈에 불과할 수 있음

다만 중국 제과 시장의 전반적인 침체가 지속되고 있고, 그 가운데서 오리온도 산업 평균을 상회하는 성과를 내기 어려운 상황을 맞고 있다는 점은 앞으로 부담 요인

특히 중국 내 주요 제과 업체들 (Want Want, Dali)의 평균 PER이 18배 정도에 형성되어, 오리온(PER 20배)의 투자매력이 돋보이기 힘든 상황. 기존의 Hold 의견과 목표주가 71만원 유지

Company Comment | 2017. 4. 19

## Hold (유지)

목표주가	710,000원 (유지)
현재가 (17/04/18)	668,000원
업종	음식료
KOSPI / KOSDAQ	2,148.46 / 634.73
시가총액(보통주)	4,013.6십억원
발행주식수(보통주)	6.0백만주
52주 최고가('16/05/17)	1,028,000원
최저가('17/01/11)	619,000원
평균거래대금(60일)	12.4십억원
배당수익률(2017E)	0.92%
외국인지분율	42.3%

주요주주	
이화경 외 6 인	28.5%
국민연금	7.1%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	6.5	-14.8	-32.3
상대수익률 (%)	2.7	-19.1	-36.7

	2016	2017E	2018F	2019F
매출액	2,386	2,376	2,459	2,527
증감률	0.2	-0.4	3.5	2.8
영업이익	326	316	330	340
영업이익률	13.7	13.3	13.4	13.5
(지배지분)순이익	237	204	222	228
EPS	39,522	34,003	36,871	37,903
증감률	45.5	-14.0	8.4	2.8
PER	16.6	19.7	18.2	17.7
PBR	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	9.2	8.5	8.5	8.0
ROE	15.9	12.1	11.9	11.1
부채비율	70.6	57.3	52.9	49.1
순차입금	450	163	-14	-207

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 한국희

02)768-7480, cookie@nhq.com

표 1. 오리온 1분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E					2Q17F
					수정후	y-y	q-q	수정전	Consen	
매출액	661	496	597	630	573	-13.3	-9.0	692	642	525
영업이익	119	28	94	55	91	-23.9	64.0	110	107	52
영업이익률	18.0	5.6	15.8	8.8	15.8			16.0	16.6	10.0
세전이익	99	20	90	98	85	-14.6	-13.9	42	95	43
(지배)순이익	69	7	85	76	55	-19.7	-26.9	12	76	28

주: IFRS 연결기준. 자료: 오리온, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

오리온 실적 전망 (IFRS 연결)

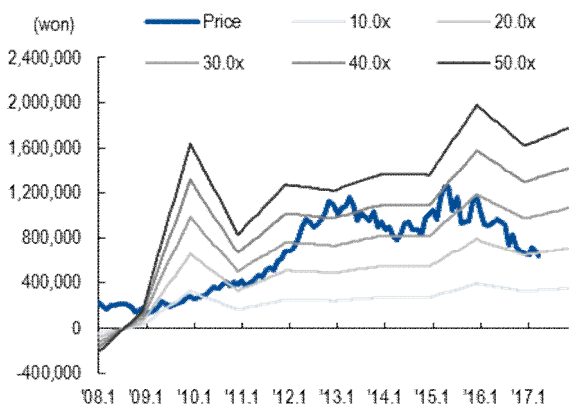
(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2016	2017E	2018F	2019F
매출액	- 수정 후	2,386	2,376	2,459	2,527
	- 수정 전		2,504	2,587	2,618
	- 변동률		-5.1	-4.9	-3.5
영업이익	- 수정 후	326	316	330	340
	- 수정 전		342	352	358
	- 변동률		-7.6	-6.3	-5.0
영업이익률(수정 후)		13.7	13.3	13.4	13.5
EBITDA		488	509	489	499
(지배지분)순이익		237	204	222	228
EPS	- 수정 후	39,522	34,003	36,871	37,903
	- 수정 전		35,602	37,101	39,846
	- 변동률		-4.5	-0.6	-4.9
PER		16.6	19.7	18.2	17.7
PBR		2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA		9.2	8.5	8.5	8.0
ROE		15.9	12.1	11.9	11.1

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

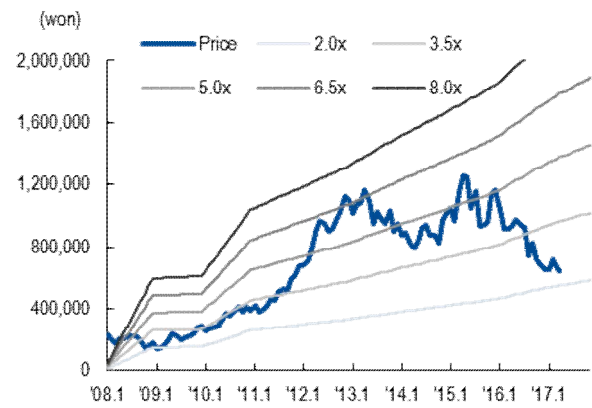
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

차트 1. 오리온 Forward PER Band



자료: NH투자증권 리서치본부

차트 2. 오리온 Trailing PBR Band



자료: NH투자증권 리서치본부

표 3. 오리온 분기별 부문별 실적 트렌드

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017E	2018F
<b>매출액</b>	661	496	597	632	573	525	639	639	2,386	2,376	2,459
제과 부문	617	489	570	616	551	514	597	608	2,291	2,269	2,350
국내	174	167	160	179	177	171	163	183	679	694	714
중국	378	272	348	347	291	280	366	341	1,346	1,279	1,311
베트남	59	42	45	58	67	48	51	65	205	231	257
러시아	14	14	16	18	16	15	17	18	61	65	69
기타 및 조정	44	11	41	5	22	12	42	31	101	107	109
<b>매출성장률</b>	5.5	-3.2	-6.6	0.5	-13.3	5.9	7.0	1.1	0.2	-0.4	3.5
제과 부문	2.5	0.4	-2.7	4.5	-10.7	5.1	4.8	-1.3	1.2	-0.9	3.5
국내	-8.0	-6.3	-4.1	3.1	2.0	2.5	1.5	2.6	-4.0	2.2	2.9
중국	7.0	1.5	-6.5	2.6	-23.0	3.0	5.0	-1.7	1.0	-5.0	2.5
베트남	18.0	24.0	25.1	29.6	13.0	13.0	13.0	13.1	24.0	13.0	11.0
러시아	10.5	-14.1	-3.7	34.3	15.0	7.0	9.0	-0.8	5.3	7.0	5.0
기타 및 조정	-73.5	-91.6	-48.1	-103.3	-50.1	5.4	2.8	539.2	-56.0	6.1	2.0
<b>영업이익</b>	119	28	94	85	91	52	90	83	326	316	330
제과 부문	104	28	83	94	87	51	87	80	310	306	319
국내	24	17	12	27	25	15	16	27	79	84	83
중국	68	7	68	54	48	28	62	45	196	183	193
베트남	11	4	1	11	12	6	6	7	27	30	33
러시아	1	1	2	3	2	2	3	1	8	9	9
기타 및 조정	15	0	11	-10	3	1	4	3	15	11	11
<b>영업이익률</b>	18.0	5.6	15.8	13.4	15.8	10.0	14.1	13.0	13.7	13.3	13.4
제과 부문	16.9	5.7	14.6	15.3	15.8	10.0	14.5	13.2	13.5	13.5	13.6
국내	13.8	10.0	7.6	15.0	14.0	9.0	10.0	15.0	11.7	12.1	11.7
중국	17.9	2.5	19.5	15.5	16.5	10.0	17.0	13.1	14.6	14.3	14.7
베트남	19.2	8.3	2.4	18.3	18.0	12.0	11.0	10.2	13.0	13.0	13.0
러시아	9.5	8.6	13.5	16.1	15.0	15.0	15.0	7.7	12.6	13.0	13.0
기타 및 조정	33.4	-2.1	26.9	-207.9	14.9	8.8	8.7	8.7	15.2	10.0	10.0

자료: 오리온, NH 투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
매출액	2,386	2,376	2,459	2,527
증감률 (%)	0.2	-0.4	3.5	2.8
매출원가	1,236	1,288	1,328	1,365
매출총이익	1,151	1,088	1,131	1,162
Gross 마진 (%)	48.2	45.8	46.0	46.0
판매비와 일반관리비	824	772	802	823
영업이익	326	316	330	340
증감률 (%)	9.0	-3.1	4.4	3.0
OP 마진 (%)	13.7	13.3	13.4	13.5
EBITDA	488	509	489	499
영업외손익	-19	-21	-9	-10
금융수익(비용)	-19	-11	6	3
기타영업외손익	-2	-10	-15	-13
종속, 관계기업관련손익	2	0	0	0
세전계속사업이익	307	295	320	329
법인세비용	75	71	77	79
계속사업이익	233	225	243	250
당기순이익	249	225	243	250
증감률 (%)	40.7	-9.6	8.0	2.9
Net 마진 (%)	10.4	9.5	9.9	9.9
지배주주지분 순이익	237	204	222	228
비지배주주지분 순이익	12	20	22	23
기타포괄이익	-30	0	0	0
총포괄이익	219	225	243	250

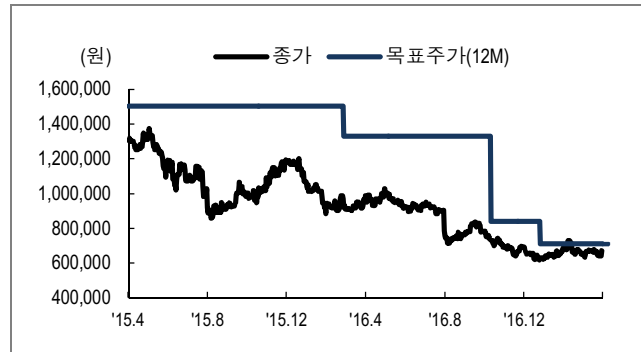
Valuation / Profitability / Stability				
	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
PER(X)	16.6	19.7	18.2	17.7
PBR(X)	2.5	2.3	2.1	1.9
PCR(X)	7.5	7.9	8.4	8.2
PSR(X)	1.6	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA(X)	9.2	8.5	8.5	8.0
EV/EBIT(X)	13.8	13.7	12.6	11.8
EPS(W)	39,522	34,003	36,871	37,903
BPS(W)	266,213	294,940	326,535	359,162
SPS(W)	398,491	395,501	409,255	420,555
자기자본이익률(ROE, %)	15.9	12.1	11.9	11.1
총자산이익률(ROA, %)	8.4	7.6	7.8	7.5
투자자본이익률 (ROIC, %)	11.7	12.7	13.8	14.3
배당수익률(%)	0.9	0.9	0.9	0.9
배당성장(%)	13.4	15.5	14.3	13.9
총현금배당금(십억원)	32	32	32	32
보통주 주당배당금(W)	6,000	6,000	6,000	6,000
순부채(현금)/자기자본(%)	26.4	8.6	-0.7	-8.9
총부채/ 자기자본(%)	70.6	57.3	52.9	49.1
이자발생부채	747	494	497	499
유동비율(%)	89.4	93.5	112.8	132.6
총발행주식수(mn)	6	6	6	6
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	655,000	671,000	671,000	671,000
시가총액(십억원)	3,936	4,032	4,032	4,032

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
현금및현금성자산	240	273	452	646
매출채권	175	158	164	168
유동자산	780	806	1,003	1,212
유형자산	1,817	1,868	1,912	1,949
투자자산	143	143	148	152
비유동자산	2,129	2,178	2,221	2,258
자산총계	2,909	2,984	3,225	3,470
단기성부채	471	324	328	330
매입채무	110	238	246	253
유동부채	872	863	889	914
장기성부채	277	169	169	169
장기충당부채	2	2	2	2
비유동부채	332	224	226	228
부채총계	1,204	1,087	1,115	1,142
자본금	30	30	30	30
자본잉여금	67	67	67	67
이익잉여금	1,537	1,709	1,899	2,095
비지배주주지분	105	126	147	170
자본총계	1,705	1,898	2,109	2,328

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
영업활동 현금흐름	341	573	405	420
당기순이익	249	225	243	250
+ 유/무형자산상각비	161	193	160	160
+ 종속, 관계기업관련손익	-2	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	11	12	-8	0
Gross Cash Flow	522	513	477	489
- 운전자본의증가(감소)	-92	144	9	10
투자활동 현금흐름	-43	-255	-197	-198
+ 유형자산 감소	3	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-237	-165	-158	-152
+ 투자자산의매각(취득)	-9	0	-5	-4
Free Cash Flow	104	408	247	268
Net Cash Flow	298	319	207	223
재무활동 현금흐름	-309	-285	-28	-29
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-309	-285	-28	-29
현금의증가	-14	34	179	194
기말현금 및 현금성자산	240	273	452	646
기말 순부채(순현금)	450	163	-14	-207

## 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)



## 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 4월 7일기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
74.8%	25.2%	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 배무자는 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 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 지적 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.