

오리온 (001800)

회복에 대한 흐름을 지속적으로 파악할 필요

■ 중국 사드영향의 온기반영에 따른 충격 예상

2Q17 분할전 연결기준 매출액은 3,660억원 (-26.2% YoY), 영업이익은 146억원 (-47.7% YoY)으로 시장기대치를 하회하는 영업실적을 시현할 전망이다. 중국 사드영향의 온기 반영에 따른 충격이 예상된다.

- 1) 중국 현지 매출액의 48.8% 축소가 예상된다. 월별 하락폭은 3월 매출액 감소정도 (-70% 추정)대비 일부 완화되나, 사드영향이 지속되는 흐름을 감안할 필요가 있어 단기적으로 더딘 회복 관점에서의 접근이 필요하다. 이는 1) 식품안전 중심의 중국 소비성향을 고려시 오리온의 브랜드력은 회복 가능하나, 정치이슈와 연관된 현 상황에 대한 파급력을 일부로 제한하거나 단정짓기 어렵고, 2) 경쟁심화 등에 따라 파이 이외 카테고리의 회복속도는 흐름을 파악할 필요가 있기 때문이다. 고정비부담으로 영업이익 (-)기여가 예상된다. 2) 내수부문은 1Q16 이전공장 화재로 인한 베이스효과 및 신제품 출시로 +3.5% YoY의 외형성장이 기대되나, 분할전 기준의 경우 중국의 로열티수입 감소 등으로 이익은 YoY 축소가 가능하다. 3) 러시아-베트남의 현지 성장률은 각각 15%, 25% 수준으로 견조할 전망이다.

■ 정상궤도의 이탈, 회복에 대한 흐름을 지속적으로 파악할 필요

매출비중 60% 수준의 중국 영업실적 하락분을 감안해 목표주가를 기존 9만원에서 8만원으로, 투자이견을 HOLD로 하향조정한다. 목표주가는 인적분할 및 액면분할을 감안한 오리온홀딩스 및 오리온의 합산 시가총액을 반영했다 (표4 참고). 오리온의 기초체력을 감안시 정상궤도로의 진입은 가능하나, 지정학적 리스크로 인한 불분명한 회복속도는 주가에 우려했던 작용할 가능성을 염두할 필요가 있다는 판단이다.

음식료·담배 이경신
(2122-9211) ks.lee@hi-ib.com

Hold (Downgrade)

목표주가(12M)	80,000원
종가(2017/06/30)	79,800원

Stock Indicator

자본금	30십억원
발행주식수	601만주
시가총액	4,795십억원
외국인지분율	38.9%
배당금(2016)	6,000원
EPS(2017E)	17,328원
BPS(2017E)	278,216원
ROE(2017E)	6.4%
52주 주가	619,000~949,000원
60일평균거래량	24,166주
60일평균거래대금	17.3십억원

Price Trend



FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	BPS (원)	PBR (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	2,382	299	162	27,164	42.9	19.8	230,704	5.1	11.8	96.5
2016	2,386	326	237	39,522	16.6	11.6	266,213	2.5	15.9	70.6
2017E	1,950	167	104	17,328	46.1	16.3	278,216	2.9	6.4	68.8
2018E	2,332	343	228	37,892	21.1	10.4	310,784	2.6	12.9	62.1
2019E	2,431	363	242	40,239	19.8	10.0	345,699	2.3	12.3	55.4

자료 : 오리온, 하이투자증권 리서치센터

<표1> 오리온 (분할 전 연결기준) 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	660.6	496.2	597.2	632.4	490.7	366.0	519.9	573.2	2,386.3	1,949.9	2,332.4
오리온 개별	173.8	166.6	160.2	178.7	173.3	170.9	163.3	179.5	679.4	687.0	701.0
중국	378.4	272.0	348.4	347.2	234.9	130.9	252.4	281.7	1,346.0	899.8	1,245.3
베트남	58.9	42.4	45.4	57.8	61.8	50.5	60.7	60.0	204.5	233.0	246.3
러시아	13.7	14.0	15.5	18.1	17.7	17.2	19.1	20.9	61.2	74.9	82.6
쇼박스	43.6	8.9	34.1	39.3	8.5	8.9	35.1	39.3	125.9	91.8	100.6
YoY %	5.5	(3.2)	(6.6)	4.7	(25.7)	(26.2)	(12.9)	(9.4)	0.2	(18.3)	19.6
오리온 개별	(8.0)	(6.3)	(4.1)	3.0	(0.3)	2.6	1.9	0.5	(4.0)	1.1	2.1
중국	7.0	1.5	(6.5)	2.6	(37.9)	(51.9)	(27.6)	(18.9)	1.0	(33.2)	38.4
베트남	18.0	24.1	25.2	29.8	5.1	19.1	33.6	3.7	24.1	13.9	5.7
러시아	10.4	(14.2)	(3.6)	35.4	29.6	23.3	23.5	15.2	5.4	22.4	10.3
쇼박스	84.0	(33.1)	(48.5)	1.0	(80.5)	0.0	3.0	0.0	(11.4)	(27.1)	9.5
영업이익	118.9	27.9	94.4	85.0	35.8	14.6	52.5	63.7	326.2	166.6	343.0
오리온 개별	23.9	16.6	12.1	26.2	18.4	15.6	13.4	23.4	78.7	70.8	81.5
중국	68.1	7.1	70.7	52.7	(4.9)	(7.3)	27.1	33.3	198.6	48.2	214.9
베트남	11.3	3.5	5.7	6.0	12.0	4.4	5.7	5.3	26.5	27.4	27.6
러시아	1.3	1.2	2.2	2.9	4.1	3.6	3.6	3.8	7.7	15.1	17.2
쇼박스	6.8	0.2	5.3	2.9	(1.0)	(0.8)	4.7	2.9	15.2	5.9	9.9
YoY %	11.3	(41.3)	20.1	28.1	(69.9)	(47.7)	(44.4)	(25.1)	9.0	(48.9)	105.9
오리온 개별	(21.0)	(39.2)	(37.7)	42.8	(22.8)	(6.0)	11.1	(10.6)	(17.3)	(10.0)	15.0
중국	19.7	(76.1)	5.8	12.0	(107.2)	(202.7)	(61.7)	(36.8)	(0.9)	(75.7)	346.0
베트남	34.1	540.6	427.8	63.8	6.2	28.4	(0.7)	(12.2)	92.8	3.4	0.5
러시아	98.3	(7.5)	10.6	(647.5)	208.8	191.2	61.1	30.5	121.8	95.6	13.7
쇼박스	223.8	(33.3)	(38.4)	(3.3)	(114.7)	(478.3)	(10.5)	1.6	8.6	(61.0)	66.6
OPM %	18.0	5.6	15.8	13.4	7.3	4.0	10.1	11.1	13.7	8.5	14.7
오리온 개별	13.7	10.0	7.5	14.6	10.6	9.1	8.2	13.0	11.6	10.3	11.6
중국	18.0	2.6	20.3	15.2	(2.1)	(5.5)	10.7	11.8	14.8	5.4	17.3
베트남	19.3	8.1	12.5	10.4	19.5	8.8	9.3	8.8	13.0	11.8	11.2
러시아	9.7	8.8	14.4	16.2	23.2	20.7	18.8	18.3	12.6	20.1	20.8
쇼박스	15.6	2.2	15.5	7.4	(11.8)	(8.5)	13.5	7.5	12.1	6.5	9.8

자료: 오리온, 하이투자증권

<표2> 오리온 해외법인 영업실적 추정 기본가정

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
중국 매출액	378.4	272.0	348.4	347.2	234.9	130.9	252.4	281.7	1,346.0	899.8	1,245.3
YoY %	7.0%	1.5%	-6.5%	2.6%	-37.9%	-51.9%	-27.6%	-18.9%	1.0%	-33.2%	38.4%
매출액 (백만원)	2,065.7	1,539.0	2,063.1	2,050.5	1,397.8	787.7	1,549.2	1,714.5	7,718.3	5,449.2	7,591.2
YoY %	2.9%	1.6%	1.8%	9.2%	-32.3%	-48.8%	-24.9%	-16.4%	3.9%	-29.4%	39.3%
환율 (원/위안)	183.2	176.7	168.0	169.1	168.1	166.2	162.9	164.3	174.4	165.1	164.0
YoY %	4.0%	-0.1%	-8.7%	-6.6%	-8.3%	-6.0%	-3.0%	-2.9%	-2.8%	-5.3%	-0.7%
베트남 매출액	58.9	42.4	45.4	57.8	61.8	50.5	60.7	60.0	204.5	233.0	246.3
YoY %	18.0%	24.1%	25.2%	29.8%	5.1%	19.1%	33.6%	3.7%	24.1%	13.9%	5.7%
내수	52.0	31.6	36.2	50.9	55.2	38.1	50.1	51.8	170.7	195.3	202.9
YoY %	16.3%	18.8%	21.9%	31.5%	6.2%	20.7%	38.3%	1.9%	22.2%	14.4%	3.9%
매출액 (십억동)	967.0	614.0	892.0	986.0	901.0	767.5	1,030.3	1,060.0	3,459.0	3,758.7	4,286.6
YoY %	11.3%	16.1%	59.6%	31.3%	-6.8%	25.0%	15.5%	7.5%	27.7%	8.7%	14.0%
환율 (1,000원/동)	53.8	51.5	40.6	51.6	61.3	49.7	48.6	48.9	49.3	51.9	47.3
YoY %	4.5%	2.4%	-23.6%	0.2%	13.9%	-3.4%	19.7%	-5.2%	-4.3%	5.3%	-8.9%
수출 (동남아, 이란 등)	6.9	10.8	9.2	6.9	6.6	12.3	10.7	8.1	33.8	37.7	43.4
YoY %	32.7%	42.1%	39.4%	16.9%	-4.3%	14.3%	15.9%	18.0%	33.6%	11.7%	15.0%
러시아 매출액	13.7	14.0	15.5	18.1	17.7	17.2	19.1	20.9	61.2	74.9	82.6
YoY %	10.4%	-14.2%	-3.6%	35.4%	29.6%	23.3%	23.5%	15.2%	5.4%	22.4%	10.3%
매출액 (백만루블)	845.2	787.1	892.1	992.3	901.5	905.1	999.1	1,091.5	3,516.7	3,897.3	4,305.0
YoY %	19.7%	0.1%	3.7%	29.9%	6.7%	15.0%	12.0%	10.0%	12.9%	10.8%	10.5%
환율 (원/루블)	16.2	17.7	17.4	18.2	19.7	19.0	19.1	19.1	17.4	19.2	19.2
YoY %	-7.8%	-14.3%	-7.1%	4.3%	21.5%	7.2%	10.3%	4.8%	-6.6%	10.4%	-0.2%

자료: 오리온, 하이투자증권

<표3> 오리온 2Q16 연결기준 영업실적 추정치 및 컨센서스 비교

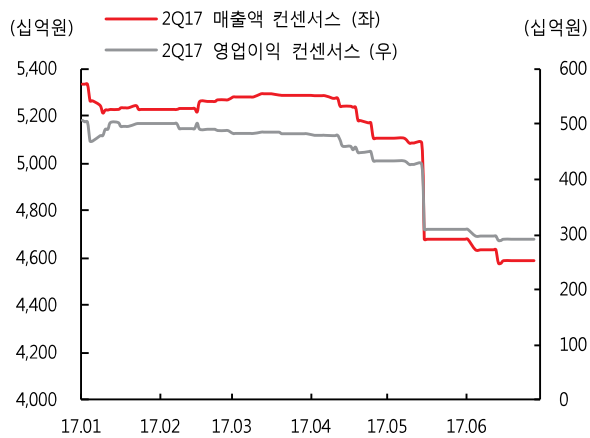
(단위: 십억원)

	2Q17E	2Q16	YoY (% , %p)	2Q17C	diff (% , %p)
매출액	366.0	496.2	(26.2)	458.9	(20.2)
영업이익	14.6	27.9	(47.7)	29.1	(50.0)
영업이익률 %	4.0	5.6	(1.6)	6.3	(2.4)
세전이익	9.2	19.9	(54.1)	25.9	(64.6)
세전이익률 %	2.5	4.0	(1.5)	5.6	(3.1)

자료: FnGuide, 하이투자증권 추정

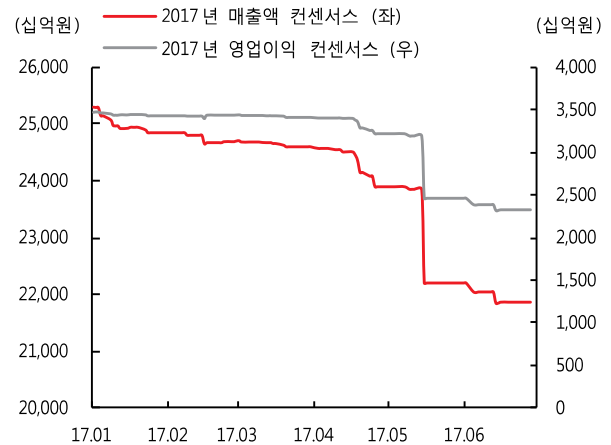
주: 컨센서스는 2017년 06월 30일 기준

<그림1> 오리온 2Q17 영업실적 컨센서스 추이



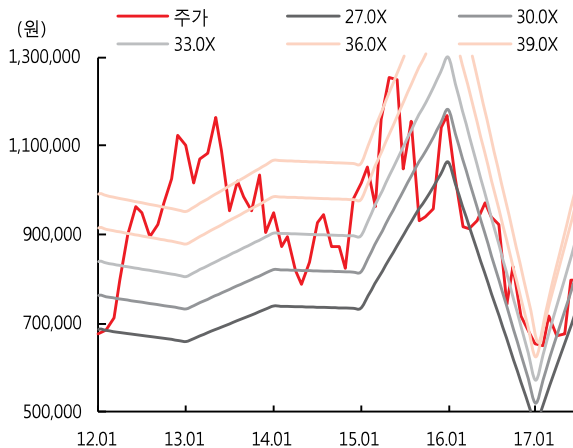
자료: FnGuide, 하이투자증권

<그림2> 오리온 2017년 영업실적 컨센서스 추이



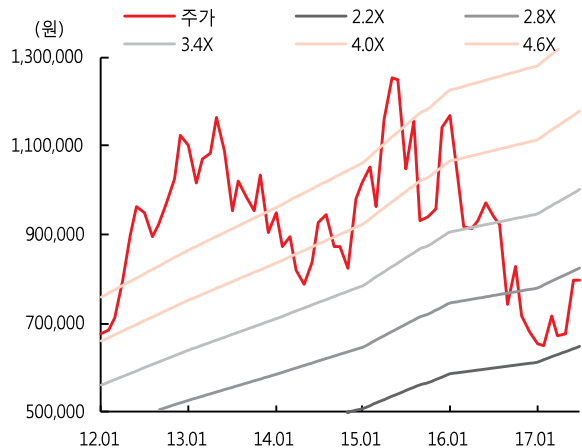
자료: FnGuide, 하이투자증권

<그림3> 오리온 12개월 Fwd PER Band Chart



자료: FnGuide, 하이투자증권

<그림4> 오리온 12개월 Fwd PBR Band Chart



자료: FnGuide, 하이투자증권

<표4> 오리온 목표주가 변경

1. 오리온 (신설, 사업회사) 적정가치 산정

(단위: 십억원)

	EBITDA	적용배수 (X)	부문별 가치	비고
A) 제과사업 기업가치				2017-2018년 평균 추정치 적용
한국	100.6	9.5	955.8	국내 음식료 업종 평균치 적용
중국	205.3	10.0	2,052.6	불확실성을 감안해 peer대비 10% 할인 적용
베트남	36.9	13.5	498.6	
러시아	22.0	11.5	253.1	
합계	364.8	10.3	3,760.1	
B) 부동산 가치			220.0	서울 용산(10,000 m²)과 도곡동(3,300 m²) 부지에 대한 세후 매각가치 고려
C) 순차입금			450.0	
D) Sum-of-parts value (A+B-C)			3,530.1	

2. 오리온홀딩스 (존속, 투자회사) 적정가치 산정

(단위: 십억원)

	지분율 (%)	장부가액	할인율 (%)	부문별 가치	비고
상장사 (A)				621.5	
오리온 (사업회사)	11.8%			416.7	하이투자증권 목표주가 기준 적정가치에 지분율 11.8% 적용
쇼박스	57.5%			204.8	쇼박스 시가총액에 지분율 57.5% 적용
비상장사 (B, C+D+E)				31.5	2017년 3월말 장부가 및 지분율 적용, 50~70% 할인적용
메가마크	100.0%	27.0	30.0%	20.8	
리온자산개발	100.0%	n/a	30.0%	n/a	
하이랜드디앤씨	100.0%	n/a	30.0%	n/a	
오리온음료	100.0%	0.1	30.0%	0.1	
오리온레포츠	n/a	n/a	30.0%	n/a	
케이푸드	49.0%	14.7	30.0%	11.3	
제주용암수	57.0%	7.5	30.0%	5.8	
크레스포	n/a	n/a	30.0%	n/a	
북경메가미디어유한공사	100.0%	0.5	30.0%	0.4	
북경미디어테크유한공사	100.0%	n/a	30.0%	n/a	
적정주주가치 (A+B)				659.9	

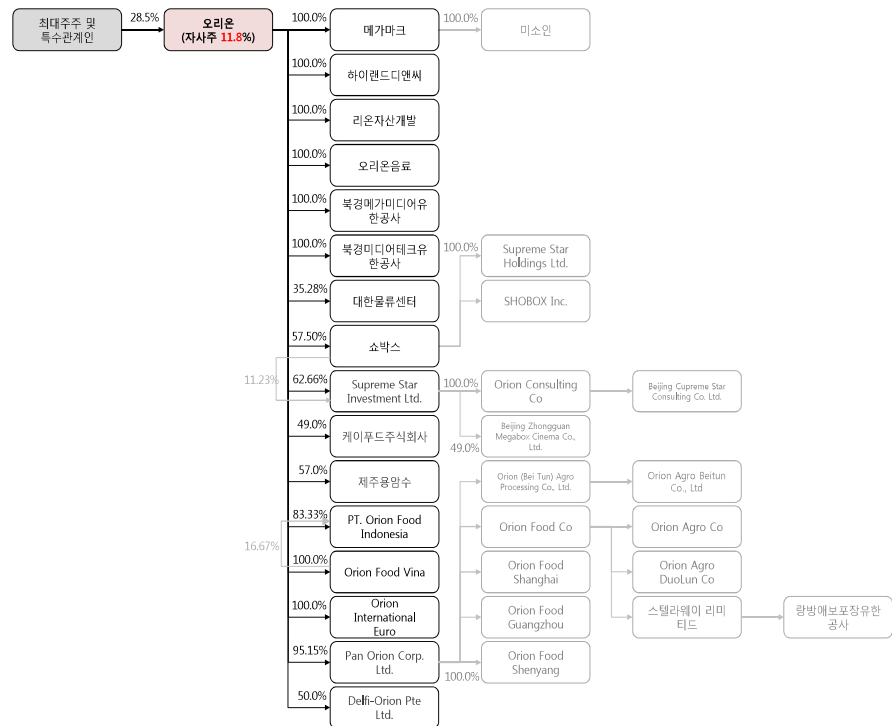
3. 합산가치 산정

오리온+홀딩스 합산가치	4,189.9	
주당가치 (원)	790,671	자사주 고려한 주식수 53백만주 적용 (6월 5일 액면금액 변경)
목표주가 (원)	80,000	

자료: 하이투자증권

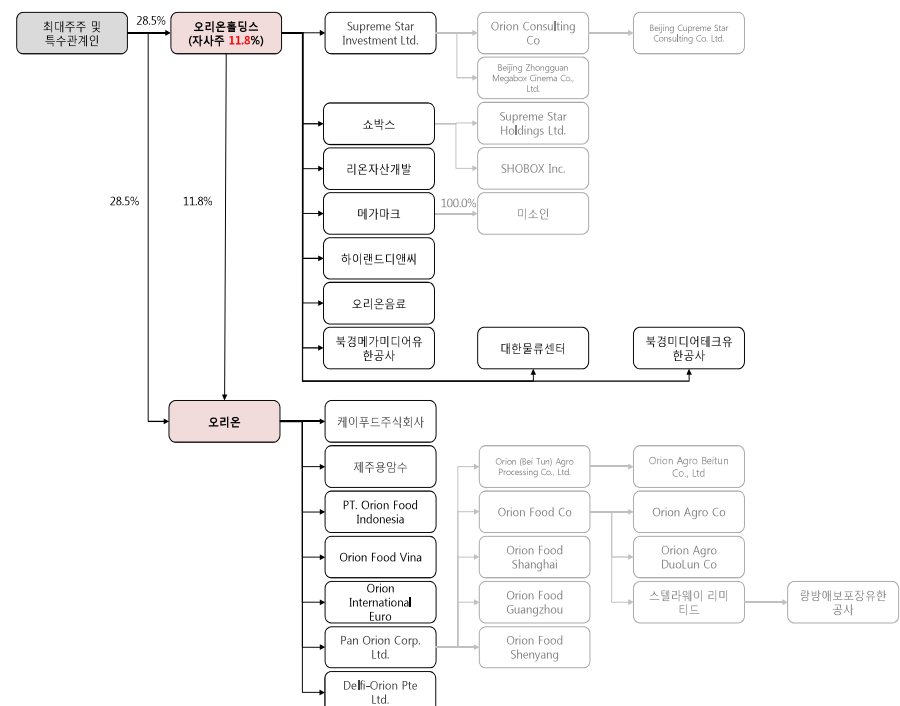
인적분할 전·후 지배구조 변화

<그림5> 인적분할 이전 오리온 지배구조도



자료: 오리온, 하이투자증권

<그림6> 인적분할 이후 오리온 지배구조도



자료: 오리온, 하이투자증권

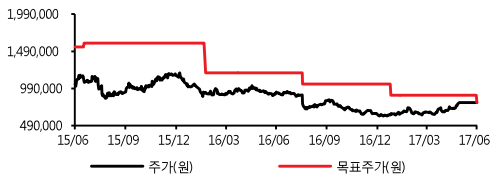
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
	(단위:십억원)					(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	780	475	634	591	매출액	2,386	1,950	2,332	2,431
현금 및 현금성자산	240	26	143	99	증가율(%)	0.2	-18.3	19.6	4.2
단기금융자산	57	57	57	57	매출원가	1,236	1,127	1,282	1,336
매출채권	191	140	160	160	매출총이익	1,151	823	1,050	1,095
재고자산	194	153	176	176	판매비와관리비	824	656	707	732
비유동자산	2,129	2,538	2,610	2,877	연구개발비	1	1	1	1
유형자산	1,817	2,211	2,266	2,517	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	53	53	53	53	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,909	3,013	3,244	3,467	영업이익	326	167	343	363
유동부채	872	773	808	821	증가율(%)	9.0	-48.9	105.9	5.8
매입채무	110	84	120	132	영업이익률(%)	13.7	8.5	14.7	14.9
단기차입금	94	150	150	150	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	376	167	167	167	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	332	455	435	415	지분법이익(손실)	2	15	20	20
사채	120	200	180	160	기타영업외손익	-2	-21	-20	-20
장기차입금	157	200	200	200	세전계속사업이익	307	139	321	341
부채총계	1,204	1,228	1,243	1,236	법인세비용	75	26	74	78
지배주주지분	1,600	1,672	1,867	2,077	세전계속이익률(%)	12.9	7.1	13.8	14.0
자본금	30	30	30	30	당기순이익	249	112	247	263
자본잉여금	67	67	67	67	순이익률(%)	10.4	5.8	10.6	10.8
이익잉여금	1,537	1,609	1,805	2,015	지배주주귀속 순이익	237	104	228	242
기타자본항목	7	7	7	7	기타포괄이익	-30	0	0	0
비지배주주지분	105	114	133	154	총포괄이익	219	112	247	263
자본총계	1,705	1,785	2,001	2,232	지배주주귀속총포괄이익	219	112	247	263

현금흐름표					주요투자지표				
	(단위:십억원)					(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	341	346	422	451	주당지표(원)				
당기순이익	249	112	247	263	EPS	39,522	17,328	37,892	40,239
유형자산감가상각비	-	113	115	115	BPS	266,213	278,216	310,784	345,699
무형자산상각비	53	53	53	53	CFPS	48,372	44,955	65,851	68,199
지분법관련손실(이익)	2	15	20	20	DPS	6,000	6,000	6,000	6,000
투자활동 현금흐름	-43	-213	-213	-233	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-237	-200	-200	-220	PER	16.6	46.1	21.1	19.8
무형자산의 처분(취득)	-4	-	-	-	PBR	2.5	2.9	2.6	2.3
금융상품의 증감	201	-	-	-	PCR	13.5	17.8	12.1	11.7
재무활동 현금흐름	-309	7	-63	-63	EV/EBITDA	11.6	16.3	10.4	10.0
단기금융부채의증감	-	80	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	80	-20	-20	ROE	15.9	6.4	12.9	12.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	15.9	17.1	21.9	21.8
배당금지급	-33	-32	-32	-32	부채비율	70.6	68.8	62.1	55.4
현금및현금성자산의증감	-14	-213	117	-44	순부채비율	26.4	35.5	24.8	23.3
기초현금및현금성자산	254	240	26	143	매출채권회전율(x)	13.2	11.8	15.6	15.2
기말현금및현금성자산	240	26	143	100	재고자산회전율(x)	12.5	11.2	14.2	13.8

자료 : 오리온, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자등급추이

의견제시 일자	투자의견	목표가격
2017-07-03	Hold	80,000
2017-01-24	Buy	900,000
2016-08-17	Buy	1,050,000
2016-02-22(담당자변경)	Buy	1,200,000
2015-07-16	Buy	1,600,000

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-mail등을 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 간섭없이 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 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함. (2014년 5월 12일부터 적용)-Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상 -Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 -Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임) - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2%	10.8%	-