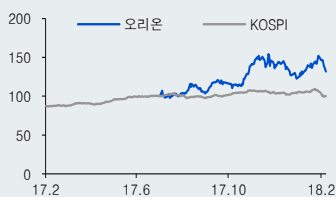


투자여건(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	150,000원
현재주가(18/02/13)	108,500원
상승여력	38%

영업이익(17F, 십억원)	108
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	-
EPS 성장률(17F, %)	-
MKT EPS 성장률(17F, %)	42.1
P/E(17F, x)	26.9
MKT P/E(17F, x)	9.9
KOSPI	2,385.38

시가총액(십억원)	4,289
발행주식수(백만주)	39,534
유동주식비율(%)	54.6
외국인 보유비중(%)	40.3
베타(12M) 일간수익률	0.53
52주 최저가(원)	80,500
52주 최고가(원)	127,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.4	25.4	-
상대주가	7.1	22.0	-



[음식료/담배]

백운목
02-3774-1679
w.m.baek@miraeasset.com

홍수지
02-3774-1853
susie.hong@miraeasset.com

오리온 (271560)

18년에 중국 쇼크에서 탈출 가능

17년 4Q, 중국 예상대로 부진

오리온의 17년 4Q 실적(오리온과 오리온홀딩스 합산)은 매출액 24.0% 감소, 영업이익(224억원) 73.7% 감소했다. 분할된 오리온(한국, 중국, 베트남, 러시아)은 매출액 24.0% 감소, 영업이익은 205억원이었다. 중국 부진이 결정적이었다.

4Q 중국은 매출액 43.0% 감소(위안화 기준 42.2% 감소), 영업이익 적자(85억원)를 기록했다. 실적 부진은 예상대로 한한령(韓限令) 여파에 의한 매대 회복 지연(특히, 행사 매대 회복 부진), 춘절 시차(17년 춘절 매출은 16년 4Q에 집중, 18년 춘절은 18년 1Q에 집중)에 의한 매출 차이, 기존 도매상 구조조정(도매상 교체) 등이 맞물렸기 때문이다.

오리온의 4Q 중국 Sell In(오리온 매출액)은 43.0% 감소했지만, Sell Out(오리온 제품 실제 소비)은 15.5% 감소에 그쳤다. 시장점유율은 2.4%p 하락한 10.5%를 기록했다. 부문별로 보면, 파이 -40.2%, 스낵 -40.7%, 비스킷 -49.4%, 껌 -48.7% 감소했다. 시장점유율은 파이 39.3%, 스낵 11.1%, 비스킷 5.5%, 껌 4.1% 정도이다.

베트남은 초코파이, 스낵(치토스+포카칩) 판매 호조에도 이란 껌 수출이 감소하면서 매출 5.8% 증가, 영업이익 42.2% 증가했다. 러시아도 초코파이 판매 호조와 수수료율 인하 효과로 매출 15.5% 성장했다. 한국(국내+직수출)은 신제품(꼬북칩) 호조로 0.2% 성장했다.

18년에 중국 회복을 보는 이유

18년 1Q 중국법인은 춘절 효과와 재고 조정 마무리로 매출액 21.3% 증가, 영업이익(350억원) 흑자 전환을 예상한다. 2Q 매출액은 23.7% 증가하여 회복이 눈에 띄게 나타날 전망이다. 18년 중국 연간 매출액은 25.7% 증가, 영업이익(1,430억원) 625.4% 증가할 전망이다.

실적 회복은 첫째, 신제품 출시로 매대 회복을 시도할 전망이다. 18년 3월부터 꼬북칩(2개 라인), 프리미엄치즈케익, 큐빅껌, 딸기초코파이, 고래밥, 초코송이, 스낵류(오감자, 예감 등) 등 8개의 신제품과 15개의 제품 확장이 있을 전망이다. 또 초코파이의 중량 증가와 동시에 가격 인상(약 7~8% 예상)이 이루어질 수도 있다. 하반기에는 건과류 출시도 예상된다.

둘째, 매대 회복이 부진한 3~4선 도시의 TT(전통) 채널 공략이다. 이를 위해 현재 직영 체제에서 대리점 체제를 추가 도입하여 현재 43%인 TT 채널 비중을 높일 계획이다. 셋째, 비용 축소이다. 18~19년에는 타이트한 판관비(인건비, 광고/판촉비, 물류비) 집행이 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 15만원

오리온은 18년 중국 사업 회복 속도가 주가에 핵심이다. 한중 관계 개선이라는 큰 틀이 오리온의 중국 전략과 맞물려 돌아갈 것으로 보여 18년말경에는 중국 사업의 정상화가 가능하다고 본다. 18년 1Q 실적 회복이 나타나기에 매수 관점에서 접근해야 한다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	-	-	-	1,117	2,144	2,369
영업이익 (십억원)	-	-	-	108	288	343
영업이익률 (%)	-	-	-	9.7	13.4	14.5
순이익 (십억원)	-	-	-	77	189	228
EPS (원)	-	-	-	3,881	4,789	5,761
ROE (%)	-	-	-	5.6	13.1	14.0
P/E (배)	-	-	-	26.9	22.7	18.8
P/B (배)	-	-	-	3.0	2.8	2.5
배당수익률 (%)	-	-	-	0.6	0.6	0.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 오리온의 17년 4Q 실적

(십억원, %)

	4Q16	3Q17	4Q17			증감률	
			발표치1	발표치2	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	632.4	522.1	480.8	450.5	506.8	-24.0	-7.9
영업이익	85.0	78.7	22.4	20.5	46.8	-73.7	-71.5
세전이익	-	79.6	-	18.0	43.6	-	-
순이익	-	59.1	-	12.4	37.5	-	-
영업이익률	13.4	15.1	-	4.6	9.2	-	-
순이익률	-	11.3	-	2.7	7.4	-	-

주: 발표치1=4Q16와 기준 동일(오리온+오리온홀딩스), 발표치2=분할 후 오리온(17년 6월 1일 기준 분할)의 실적, 단순 비교는 어려움
자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 오리온의 계열사(법인)별 17년 4Q 실적

(십억원, %)

	매출액			영업이익			영업이익률	
	4Q16	4Q17	증가율	4Q16	4Q17	증가율	4Q16	4Q17
Orion(국내+직수출)	178.7	179.0	0.2	26.2	20.3	-22.3	14.6	11.4
China	347.2	198.1	-43.0	52.7	-8.5	적전	15.2	-4.3
OFC	347.2	198.1	-43.0	15.8	-22.2	적전	4.6	-11.2
OAC	7.9	5.8	-26.6	1.6	1.0	-37.2	20.3	17.2
OFS	61.6	42.9	-30.3	13.3	7.1	-46.9	21.6	16.6
OFG	51.0	26.1	-48.9	14.8	3.8	-74.5	29.0	14.6
OFSY	31.8	18.4	-42.3	9.2	3.2	-65.3	28.9	17.4
OBC	4.1	2.5	-39.9	-2.7	-0.8	적지	-	-
China I-Pak	7.3	2.4	-67.7	0.7	-0.6	적전	-	-
Pan Orion(China)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	-
Vietnam	57.8	61.2	5.8	6.0	8.6	42.2	10.4	14.1
Russia	18.1	20.9	15.5	2.9	2.1	-29.0	16.0	10.0
Showbox	39.3	26.5	-32.6	2.9	2.1	-29.0	7.4	7.9
오리온홀딩스	632.4	30.3	-	85.0	1.9	-	13.4	6.3
오리온		450.5	-		20.5	-	-	4.6
합계	632.4	480.8	-24.0	85.0	22.4	-73.7	13.4	4.7

자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 오리온의 과자류 지역별 17년 4Q 실적

(십억원, %)

	매출액			영업이익			영업이익률	
	4Q16	4Q17	증가율	4Q16	4Q17	증가율	4Q16	4Q17
Korea	160.0	161.6	1.0	26.2	20.3	-22.3	16.4	12.6
China	347.2	198.1	-43.0	52.7	-8.5	적전	15.2	-4.3
Vietnam	50.9	55.5	9.0	6.0	8.6	42.2	11.8	15.5
Russia	18.1	20.9	15.5	2.9	2.1	-29.0	16.2	9.9
Others	16.2	14.4	-10.8	0.4	0.2	-	2.5	1.4
Total	592.4	450.5	-24.0	87.8	22.4	-74.4	14.8	5.0

자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 오리온의 18~19년 수익 예상 변경

(십억원, %)

	변경 전		변경 후		변경률		변경사유
	18F	19F	18F	19F	18F	19F	
매출액	2,180	2,424	2,144	2,369	-1.7	-2.3	
영업이익	306	356	288	343	-5.9	-3.7	
세전이익	284	337	266	324	-6.5	-4.0	
순이익	204	237	189	228	-7.1	-4.0	
영업이익률	14.0	14.7	13.4	14.5	-	-	
순이익률	9.4	9.8	8.8	9.6	-	-	

자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

오리온

18년에 중국 쇼크에서 탈출 가능

표 5. 오리온의 분기별 수익 예상

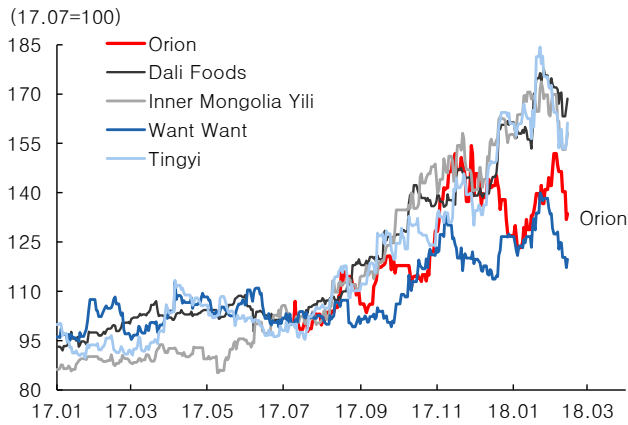
(십억원, %)

	17				18F				17	18F	19F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	연간	연간	연간
매출액	-	144	522	451	555	428	580	581	1,117	2,144	2,369
영업이익	-	8	79	21	74	58	86	70	108	288	343
세전이익	-	8	80	18	68	52	81	65	106	266	324
순이익	-	5	59	12	49	37	58	45	77	189	228
영업이익률	-	5.9	15.1	4.6	13.2	13.4	14.9	12.1	9.7	13.4	14.5
순이익률	-	3.6	11.3	2.7	8.8	8.8	10.0	7.8	6.9	8.8	9.6
매출액증가율	-	-	-	-	-	-	11.0	29.0	-	-	10.5
영업이익증가율	-	-	-	-	-	-	9.5	243.3	-	-	19.3
세전이익증가율	-	-	-	-	-	-	1.6	258.6	-	-	22.0
순이익증가율	-	-	-	-	-	-	-1.9	265.7	-	-	20.3

주: 2Q17는 기업 분할 후 1개월치(6월)

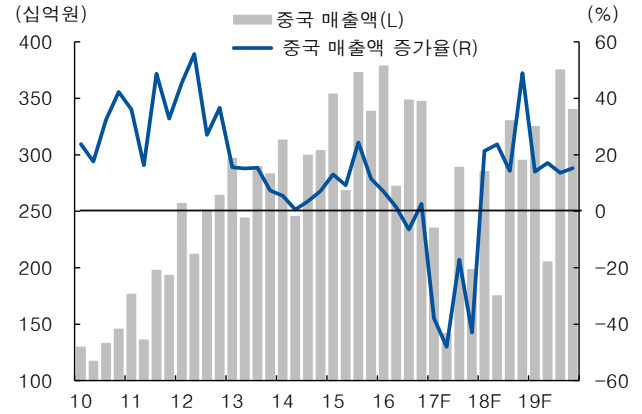
자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 오리온과 중국 주요 음료업체의 주가 추이



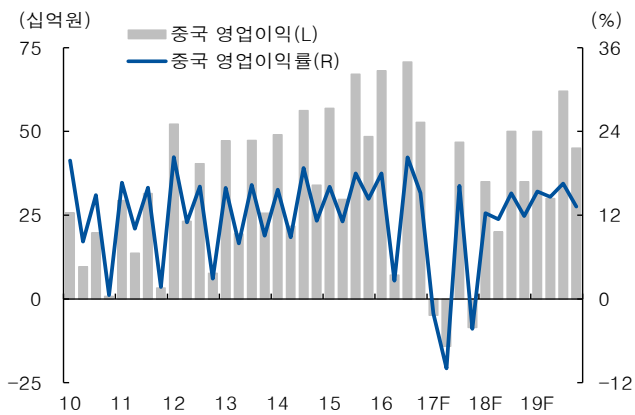
자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 오리온의 중국 분기별 매출액 전망



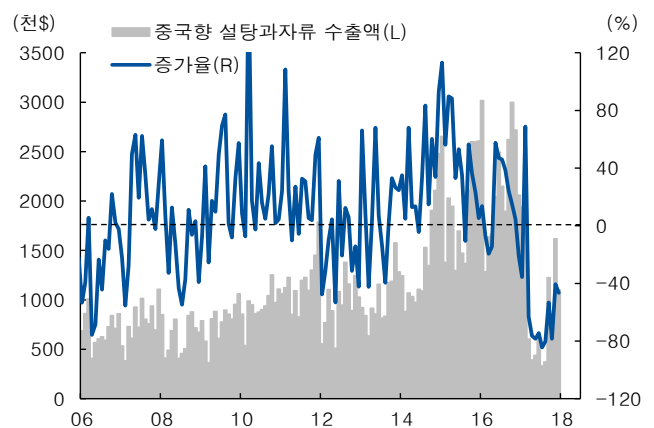
자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 오리온의 중국 분기별 영업이익 전망



자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 한국 과자류의 중국향 수출액 증가율



자료: 관세청, 미래에셋대우 리서치센터

오리온

18년에 중국 쇼크에서 탈출 가능

오리온 (271560)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	-	1,117	2,144	2,369
매출원가	-	588	1,072	1,163
매출총이익	-	529	1,072	1,206
판매비와관리비	-	421	784	863
조정영업이익	-	108	288	343
발표영업이익	-	108	288	343
비영업손익	-	-2	-22	-19
순금융비용	-	-7	-13	-12
관계기업등 투자손익	-	0	0	0
세전계속사업손익	-	106	266	324
계속사업법인세비용	-	28	72	91
계속사업이익	-	78	194	233
중단사업이익	-	0	0	0
당기순이익	-	78	194	233
지배주주	-	77	189	228
비지배주주	-	1	5	6
총포괄이익	-	122	194	233
지배주주	-	118	187	225
비지배주주	-	5	7	8
EBITDA	-	174	395	452
FCF	-	173	158	168
EBITDA마진율(%)	-	15.6	18.4	19.1
영업이익률(%)	-	9.7	13.4	14.5
지배주주귀속 순이익률(%)	-	6.9	8.8	9.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	-	442	615	811
현금 및 현금성자산	-	171	334	501
매출채권 및 기타채권	-	87	91	101
재고자산	-	49	52	58
기타유동자산	-	135	138	151
비유동자산	-	1,861	1,923	2,006
관계기업투자등	-	10	11	12
유형자산	-	1,740	1,802	1,888
무형자산	-	58	58	52
자산총계	-	2,302	2,538	2,817
유동부채	-	602	651	673
매입채무 및 기타채무	-	180	189	209
단기금융부채	-	407	442	442
기타유동부채	-	15	20	22
비유동부채	-	300	317	369
장기금융부채	-	292	307	357
기타비유동부채	-	8	10	12
부채총계	-	902	968	1,041
지배주주지분	-	1,360	1,526	1,726
자본금	-	20	20	20
자본잉여금	-	598	598	598
이익잉여금	-	78	243	444
비지배주주지분	-	40	44	50
자본총계	-	1,400	1,570	1,776

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	-	267	308	348
당기순이익	-	78	194	233
비현금수익비용가감	-	100	191	212
유형자산감가상각비	-	64	88	93
무형자산상각비	-	2	19	16
기타	-	34	84	103
영업활동으로인한자산및부채의변동	-	103	7	6
매출채권 및 기타채권의 (증가)감소	-	39	-4	-10
재고자산 감소(증가)	-	57	-4	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-	132	9	20
법인세납부	-	-7	-72	-91
투자활동으로 인한 현금흐름	-	-	-170	-203
유형자산처분(취득)	-	-	-150	-180
무형자산감소(증가)	-	-	-18	-10
장단기금융자산의 감소(증가)	-	-	-2	-13
기타투자활동	-	-	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-	-	26	22
장단기금융부채의 감소(증가)	-	-	50	50
자본의 증가(감소)	-	-	0	0
배당금의 지급	-	-	-24	-28
기타재무활동	-	-	0	0
현금의 증가	-	-	163	167
기초현금	-	-	171	334
기말현금	-	-	334	501

예상 주당가치 및 valuation (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E(x)	-	26.9	22.7	18.8
P/CF(x)	-	11.6	11.1	9.6
P/B(x)	-	3.0	2.8	2.5
EV/EBITDA(x)	-	26.3	11.7	10.0
EPS(원)	-	3,881	4,789	5,761
CFPS(원)	-	9,009	9,747	11,254
BPS(원)	-	34,426	38,615	43,676
DPS(원)	-	600	700	700
배당성향(%)	-	30.5	14.3	11.9
배당수익률(%)	-	0.6	0.6	0.6
매출액증가율(%)	-	-	91.9	10.5
EBITDA증가율(%)	-	-	127.0	14.4
조정영업이익증가율(%)	-	-	166.7	19.1
EPS증가율(%)	-	-	23.4	20.3
매출채권 회전율 (회)	-	12.8	24.0	24.6
재고자산 회전율 (회)	-	23.0	42.5	43.0
매입채무 회전율 (회)	-	3.3	5.8	5.8
ROA(%)	-	3.4	8.0	8.7
ROE(%)	-	5.6	13.1	14.0
ROIC(%)	-	4.4	11.5	13.0
부채비율(%)	-	64.5	61.7	58.6
유동비율(%)	-	73.3	94.5	120.6
순차입금/자기자본(%)	-	29.2	18.7	9.2
조정영업이익/금융비용(x)	-	9.4	14.9	15.8

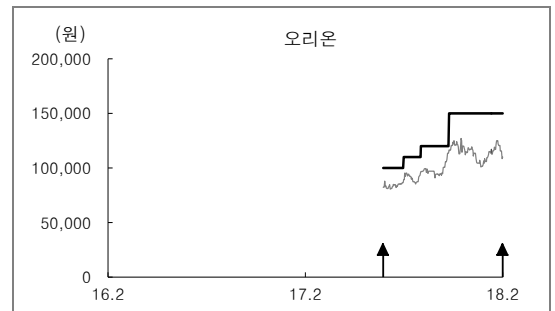
자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

오리온

18년에 중국 쇼크에서 탈출 가능

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
오리온(271560)				
2017.11.06	매수	150,000	-	-
2017.09.15	매수	120,000	-18.32	-5.42
2017.08.14	매수	110,000	-17.34	-12.73
2017.07.07	매수	100,000	-16.22	-12.00



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
75.50%	16.00%	8.50%	0.00%

* 2017년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.