



2015년 9월 30일 | Equity Research

오리온 (001800)

3Q15 Preview: 중국 제과 매출 회복세

3Q15 Pre: 시장 기대치 부합 예상

3분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 5,971억원(+7.6% YoY), 865억원(+18.4% YoY)으로 추정한다.

① 국내 제과 실적은 상반기와 흐름이 유사할 것으로 판단한다. 전년 대비 -5% 내외 매출 역성장이 예상된다. 다만, 하반기부터 영업력을 강화하고 있어 4분기 회복세를 기대한다. 영업이익은 내부 비용 절감 및 로열티 증가로 큰 폭의 성장이 예상된다. ② 중국 제과 매출액은 전년 대비 +17.0% 증가할 것으로 추정한다. 위안화 베이스 성장률은 +6.0%로 예상(환율 효과 +11.0%)한다. 8월부터 신제품 출시 효과(스윙칩, 고래밥 오감자, 예감 허니버터 시리즈+썸 Cool Flavor)가 본격화 되면서 회복세를 보이고 있는 것으로 파악된다. ③ 베트남 제과 매출은 신제품 영향으로 회복세이며, ④ 러시아는 부정적인 환율 영향(YoY -34%)으로 상반기 트렌드와 유사할 것으로 판단한다. ⑤ 한편, 종속회사 메가마크 손상차손 200억 가운데 3분기 100억원 인식을 가정했다.

중국 제과 매출 회복세 긍정적

① 하반기 중국 제과 매출 회복세가 긍정적이다. 신제품 효과를 통해 점진적 개선세를 보여줄 것으로 예상된다. ② 우리나라 사례 감안시(인당 GDP 1~2만불 사이에서 연평균 7.0% 성장) 중국 제과 시장의 성장성은 아직 유효하다. ③ 어려운 환경에서도 상반기 오리온의 주요 품목 점유율은 상승한 것으로 파악된다. 스낵 점유율이 YoY +0.9%p, 파이 +3%p, 비스킷 +0.8%p 상승했다. 반면 경쟁 Peer 왕왕(Want Want)의 상반기 양과자 매출액은 전년 대비 3.5%(위안화 기준) 하락했다. 시장 회복시 오리온의 시장 지배력은 더욱 견고해질 것으로 보인다. ④ 현 주가는 16년 예상 PER 24배에 거래 중이다. 최근 3년 간 역사적 밴드 하단에 위치한다. 최근의 중국 제과 매출 회복 감안시 매수가 유효한 시점으로 판단한다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 1,500,000원 | CP(9월 25일): 929,000원

Key Data		Consensus Data	
KOSPI 지수 (pt)	1,942.85	2015	2016
52주 최고/최저(원)	1,374,000/781,000	매출액(십억원)	2,458.6 2,609.7
시가총액(십억원)	5,551.5	영업이익(십억원)	321.8 358.5
시가총액비중(%)	0.46	순이익(십억원)	216.7 248.4
발행주식수(천주)	5,975.7	EPS(원)	34,329 39,830
60일 평균 거래량(천주)	20.3	BPS(원)	269,320 308,965
60일 평균 거래대금(십억원)	20.5	Stock Price	
15년 배당금(예상, 원)	6,000		
15년 배당수익률(예상, %)	0.65	(천원)	
외국인지분율(%)	39.32		
주요주주 지분율(%)		오리온(좌) 상대지수(우)	
이화경 외 5인	28.53		
국민연금	8.07	14.9 14.12 15.3 15.6 15.9	
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	5.0 (15.6) 3.6		
상대	(0.2) (11.3) 8.4		

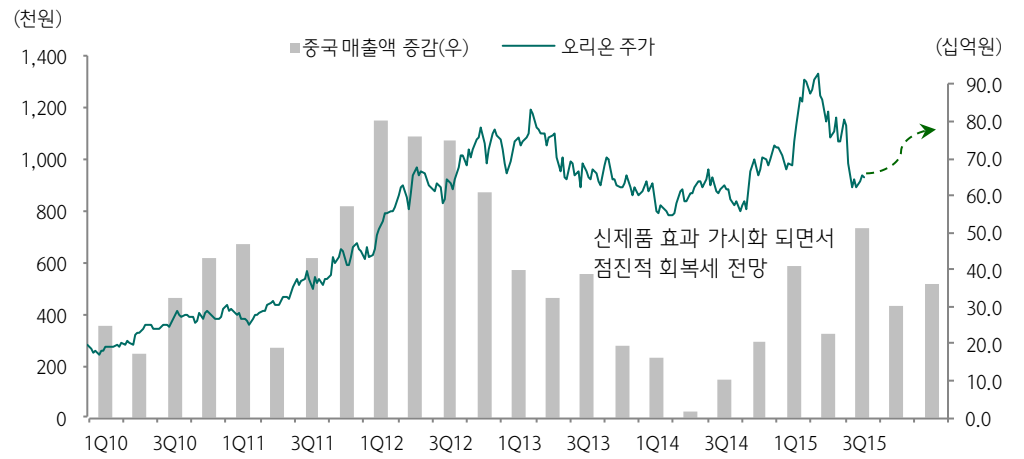
Financial Data						
투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	2,485.2	2,463.0	2,323.6	2,680.0	2,948.0
영업이익	십억원	259.5	279.0	303.6	359.2	409.9
세전이익	십억원	227.0	255.0	279.6	337.9	391.9
순이익	십억원	145.7	163.5	183.5	230.7	269.9
EPS	원	24,407	27,363	30,716	38,605	45,167
증감률	%	(4.0)	12.1	12.3	25.7	17.0
PER	배	38.88	37.09	30.25	24.06	20.57
PBR	배	4.97	4.74	3.88	3.40	2.97
EV/EBITDA	배	16.01	15.89	14.61	12.82	11.23
ROE	%	13.83	13.80	13.87	15.39	15.72
BPS	원	190,820	214,175	239,574	272,892	312,771
DPS	원	3,000	6,000	6,000	6,000	6,000



Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com

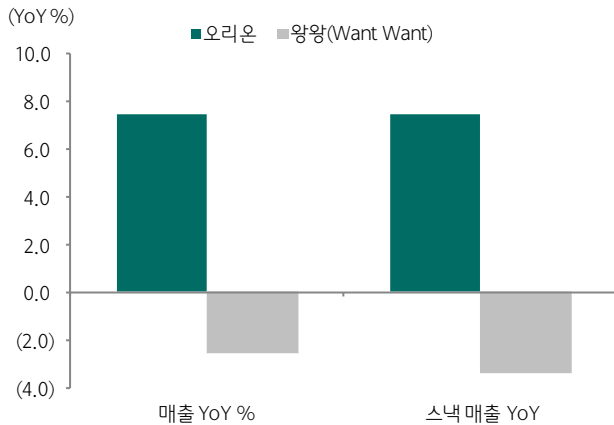
그림 1. 3분기 중국 제과 매출: 신제품 가시화 전망

중국 제과 매출 점진적
회복 전망



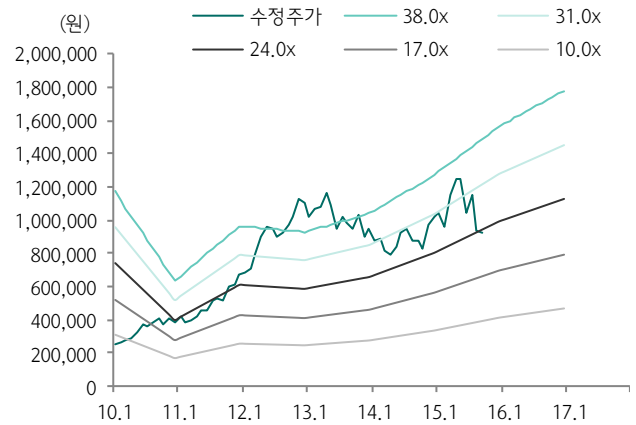
자료: 오리온, 하나금융투자

그림 2. 위안화 기준 양사 매출 증감 비교



자료: 각 사, 하나금융투자

그림 3. 주가는 최근 3년 간 역사적 하단 수준



자료: 하나금융투자

표 1. 오리온 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15F	4Q15F	14	15F	16F
매출액	585.7	496.5	555.0	561.8	626.4	512.6	597.1	587.6	2,199.0	2,323.6	2,680.0
국내제과	195.6	188.6	181.1	186.4	189.0	177.8	173.8	182.7	751.7	723.3	737.7
중국제과	312.9	245.4	299.6	303.5	353.7	268.1	350.5	333.9	1,161.4	1,306.2	1,436.8
베트남제과	45.9	31.5	31.6	41.1	49.9	34.2	34.1	44.4	150.1	162.5	186.9
러시아제과	18.4	20.1	17.8	26.4	12.4	16.3	15.1	23.8	82.7	67.5	77.7
스포츠레저	69.1	67.8	59.9	67.3	72.0	65.0	-	-	264.0	136.9	-
미디어 조정	12.9	10.8	25.0	4.4	21.4	16.2	23.5	2.9	72.0	83.4	87.6
YoY	-9.2%	-14.3%	-11.8%	-11.1%	6.9%	3.2%	7.6%	4.6%	-11.5%	5.7%	15.3%
국내제과	-5.5%	-5.0%	-3.1%	-6.7%	-3.4%	-5.7%	-4.0%	-2.0%	-5.1%	-3.8%	2.0%
중국제과	5.5%	0.6%	3.5%	7.2%	13.0%	9.3%	17.0%	10.0%	4.3%	12.5%	10.0%
베트남제과	2.9%	-8.7%	-20.8%	-6.6%	8.6%	8.5%	8.0%	8.0%	-7.9%	8.3%	15.0%
러시아제과	1.1%	4.1%	-19.1%	10.5%	-32.8%	-19.0%	-15.0%	-10.0%	-0.8%	-18.3%	15.0%
스포츠레저	5.2%	9.9%	-2.8%	7.3%	4.1%	-4.1%	-	-	4.9%	-48.1%	-100.0%
미디어 조정	-15.3%	-43.1%	-11.8%	-57.6%	92.5%	-11.6%	4.0%	4.0%	-32.6%	15.8%	5.0%
영업이익	84.6	39.8	73.1	50.7	106.9	47.4	86.5	62.8	248.2	303.6	359.2
국내제과	13.6	9.1	5.6	16.4	30.2	27.3	23.0	25.9	44.7	106.4	108.4
중국제과	49.0	21.2	56.2	34.0	56.9	29.6	65.9	38.4	160.4	190.8	218.1
베트남제과	6.7	0.7	1.7	3.0	8.5	0.5	3.4	3.6	12.1	16.0	18.7
러시아제과	0.1	0.4	2.0	3.0	0.7	1.3	1.2	1.9	3.8	5.5	5.1
스포츠레저	7.2	3.7	7.2	1.7	10.5	3.5	-	-	27.8	-	-
미디어 조정	8.0	4.8	0.4	(7.4)	0.2	(14.8)	(7.0)	(7.0)	(0.6)	(15.0)	8.9
YoY	-9.0%	-16.7%	2.9%	8.9%	26.3%	19.1%	18.4%	23.8%	-4.1%	22.3%	18.3%
국내제과	-9.7%	-21.1%	62.3%	-5.7%	121.6%	200.5%	311.2%	57.7%	-5.8%	137.8%	2.0%
중국제과	3.8%	19.8%	17.6%	28.3%	16.1%	39.7%	17.3%	12.9%	15.2%	18.9%	14.3%
베트남제과	8.1%	-41.7%	-62.2%	-11.8%	26.3%	-22.9%	100.8%	18.4%	-20.9%	31.9%	17.1%
러시아제과	-75.0%	-73.3%	-45.9%	-266.7%	571.0%	232.3%	-39.5%	-36.6%	2.7%	44.7%	-7.1%
스포츠레저	-1.4%	0.0%	60.0%	-37.0%	45.8%	-5.4%	-	-	3.0%	-	-
미디어 조정	-52.4%	-60.9%	-94.8%	352.9%	-97.7%	-410.6%	-	-	-	-	-
OPM	14.4%	8.0%	13.2%	9.0%	17.1%	9.3%	14.5%	10.7%	11.3%	13.1%	13.4%
국내제과	7.0%	4.8%	3.1%	8.8%	16.0%	15.3%	13.2%	14.2%	6.0%	14.7%	14.7%
중국제과	15.7%	8.6%	18.8%	11.2%	16.1%	11.0%	18.8%	11.5%	13.8%	14.6%	15.2%
베트남제과	14.6%	2.2%	5.4%	7.3%	17.0%	1.6%	10.0%	8.0%	8.1%	9.8%	10.0%
러시아제과	0.5%	2.0%	11.2%	11.4%	5.4%	8.2%	8.0%	8.0%	4.6%	8.1%	6.6%
스포츠레저	10.4%	5.5%	12.0%	2.5%	14.6%	5.4%	-	-	10.5%	-	-
미디어 조정	62.1%	44.0%	1.5%	-167.9%	0.9%	-91.5%	-29.8%	-238.3%	-0.8%	-18.0%	10.1%

기타: 스포츠레저 배제한 회계기준 변경 적용 수치

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	2,485.2	2,463.0	2,323.6	2,680.0	2,948.0
매출원가	1,407.9	1,360.6	1,227.3	1,415.5	1,557.1
매출총이익	1,077.3	1,102.4	1,096.3	1,264.5	1,390.9
판매비	817.8	823.4	792.7	905.3	981.1
영업이익	259.5	279.0	303.6	359.2	409.9
금융손익	(26.1)	(43.5)	(23.4)	(20.7)	(17.5)
중속/관계기업손익	0.2	1.4	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(6.6)	18.0	(0.7)	(0.6)	(0.4)
세전이익	227.0	255.0	279.6	337.9	391.9
법인세	65.9	50.6	83.9	91.9	104.1
계속사업이익	161.2	204.4	195.7	246.0	287.8
중단사업이익	(0.9)	(30.1)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	160.2	174.3	195.7	246.0	287.8
포괄이익	14.5	10.8	12.2	15.3	17.9
(지분법제외)순이익	145.7	163.5	183.5	230.7	269.9
지배주주표이익	152.2	159.5	182.0	228.7	267.6
NOPAT	184.2	223.7	212.5	261.5	301.0
EBITDA	398.3	425.5	420.2	468.3	519.2
성장성(%)					
매출액증가율	4.9	(0.9)	(5.7)	15.3	10.0
NOPAT증가율	(10.5)	21.4	(5.0)	23.1	15.1
EBITDA증가율	2.5	6.8	(1.2)	11.4	10.9
(조정)영업이익증가율	(1.6)	7.5	8.8	18.3	14.1
(지분법제외)순이익증가율	(3.9)	12.2	12.2	25.7	17.0
(지분법제외)EPS증가율	(4.0)	12.1	12.3	25.7	17.0
수익성(%)					
매출총이익률	43.3	44.8	47.2	47.2	47.2
EBITDA이익률	16.0	17.3	18.1	17.5	17.6
(조정)영업이익률	10.4	11.3	13.1	13.4	13.9
계속사업이익률	6.5	8.3	8.4	9.2	9.8

투자지표

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	24,407	27,363	30,716	38,605	45,167
BPS	190,820	214,175	239,574	272,892	312,771
CFPS	68,650	74,311	70,316	78,360	86,878
EBITDAPS	66,719	71,224	70,316	78,360	86,878
SPS	416,322	412,285	388,867	448,484	493,333
DPS	3,000	6,000	6,000	6,000	6,000
주가지표(배)					
PER	38.9	37.1	30.2	24.1	20.6
PBR	5.0	4.7	3.9	3.4	3.0
PCR	13.8	13.7	13.2	11.9	10.7
EV/EBITDA	16.0	15.9	14.6	12.8	11.2
PSR	2.3	2.5	2.4	2.1	1.9
재무비율(%)					
ROE	13.8	13.8	13.9	15.4	15.7
ROA	5.2	5.5	6.1	7.2	7.7
ROIC	10.3	11.6	10.8	12.9	14.3
부채비율	134.3	109.1	95.9	88.2	80.1
순부채비율	44.5	38.7	27.1	15.7	4.7
이자보상배율(배)	6.9	8.0	9.1	10.8	12.3

자료: 하나금융투자

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea					
Emerging Market					
World					

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	1,068.4	1,028.6	1,114.6	1,327.6	1,571.9
금융자산	544.2	488.8	603.5	743.0	931.9
현금성자산	233.2	216.2	346.4	446.4	605.7
매출채권 등	216.3	188.9	178.2	205.5	226.1
재고자산	231.1	215.5	203.3	234.5	257.9
기타유동자산	76.8	135.4	129.6	144.6	156.0
비유동자산	1,905.2	1,903.9	1,945.1	2,005.3	2,069.0
투자자산	33.1	33.4	31.6	36.4	40.0
금융자산	15.9	13.5	12.8	14.7	16.2
유형자산	1,708.5	1,727.1	1,788.1	1,849.6	1,911.8
무형자산	78.2	39.7	21.8	15.6	13.5
기타비유동자산	85.4	103.7	103.6	103.7	103.7
자산총계	2,973.6	2,932.5	3,059.7	3,332.9	3,640.9
유동부채	1,101.3	863.5	836.2	888.2	926.1
금융부채	584.0	446.6	441.6	436.6	431.6
매입채무 등	399.2	350.1	330.3	381.0	419.1
기타유동부채	118.1	66.8	64.3	70.6	75.4
비유동부채	603.0	666.5	661.9	673.7	692.6
금융부채	525.3	584.5	584.5	584.5	594.5
기타비유동부채	77.7	82.0	77.4	89.2	98.1
부채총계	1,704.3	1,530.0	1,498.0	1,562.0	1,618.8
지배주주지분	1,122.7	1,247.1	1,399.1	1,598.2	1,836.5
자본금	29.9	29.9	29.9	29.9	29.9
자본잉여금	65.6	66.6	66.6	66.6	66.6
자본조정	(16.1)	(36.3)	(36.3)	(36.3)	(36.3)
기타포괄이익누계	(12.6)	(13.3)	(13.3)	(13.3)	(13.3)
이익잉여금	1,055.9	1,200.3	1,352.3	1,551.4	1,789.7
비지배주주지분	146.6	155.4	162.5	172.8	185.7
자본총계	1,269.3	1,402.5	1,561.6	1,771.0	2,022.2
금융부채	565.0	542.4	422.6	278.2	94.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	292.4	215.7	315.3	351.4	394.4
당기순이익	160.2	174.3	195.7	246.0	287.8
조정	147.3	177.4	117.8	110.1	110.1
감가상각비	138.8	146.5	116.6	109.1	109.3
외환거래손익	(4.5)	14.1	1.2	1.0	0.8
지분법손익	(0.2)	(1.4)	0.0	0.0	0.0
기타	13.2	18.2	0.0	0.0	(0.0)
자산/부채의 변동	(15.1)	(136.0)	1.8	(4.7)	(3.5)
투자활동현금흐름	(386.8)	(120.6)	(148.5)	(214.8)	(208.5)
투자자산감소(증가)	(2.0)	(0.4)	(3.1)	(9.9)	(8.7)
유형자산감소(증가)	(385.8)	(146.2)	(159.7)	(164.4)	(169.4)
기타투자활동	1.0	26.0	14.3	(40.5)	(30.4)
재무활동현금흐름	117.1	(112.0)	(36.6)	(36.6)	(26.6)
금융부채증가(감소)	131.8	(78.1)	(5.0)	(5.0)	5.0
자본증가(감소)	1.1	1.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	5.4	(14.2)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(21.2)	(20.8)	(31.6)	(31.6)	(31.6)
현금의 증감	21.7	(16.7)	129.9	100.1	159.3
Unlevered CFO	409.8	443.9	420.2	468.3	519.2
Free Cash Flow	(130.5)	60.7	155.6	187.0	225.1

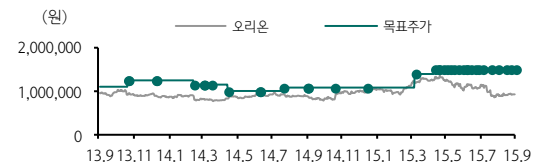
Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea					
Emerging Market					
World					

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이

오리온

날짜	투자 의견	목표주가
15.9.30	BUY	1,500,000
15.9.21	BUY	1,500,000
15.9.13	BUY	1,500,000
15.8.30	BUY	1,500,000
15.8.18	BUY	1,500,000
15.8.3	BUY	1,500,000
15.7.26	BUY	1,500,000
15.7.21	BUY	1,500,000
15.7.13	BUY	1,500,000
15.7.6	BUY	1,500,000
15.7.5	BUY	1,500,000
15.6.29	BUY	1,500,000
15.6.21	BUY	1,500,000
15.6.13	BUY	1,500,000
15.6.7	BUY	1,500,000
15.6.1	BUY	1,500,000
15.5.26	BUY	1,500,000
15.5.18	BUY	1,500,000
15.5.17	BUY	1,500,000
15.5.11	BUY	1,500,000
15.4.7	BUY	1,400,000
15.1.12	BUY	1,080,000
14.11.16	BUY	1,080,000
14.9.30	BUY	1,080,000
14.9.29	BUY	1,080,000
14.8.18	BUY	1,080,000
14.7.8	BUY	1,000,000
14.7.7	BUY	1,000,000
14.5.13	BUY	1,000,000
14.4.14	BUY	1,150,000
14.4.1	BUY	1,150,000
14.3.31	BUY	1,150,000
14.3.14	BUY	1,150,000
14.1.7	BUY	1,250,000
14.1.6	BUY	1,250,000
13.11.19	BUY	1,250,000
13.11.18	Analyst Change	1,250,000



투자 의견 분류 및 적용

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자 등급 비율

투자 등급	BUY (매수)	Neutral (중립)	Reduce (비중축소)	합계
금융투자상품의 비율	82.8%	13.2%	4.0%	100.0%

* 기준일: 2015년 9월 28일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2015년 9월 30일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2015년 9월 30일 현재 해당 회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사는 자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이 나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료 로 사용될 수 없습니다.