

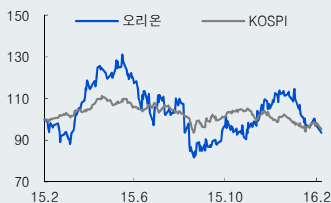
음식료

Company Report
2016.2.12

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	1,400,000
현재주가(16/02/11, 원)	981,000
상승여력	43%

영업이익(15F, 십억원)	300
Consensus 영업이익(15F, 십억원)	308
EPS 성장률(15F, %)	1.2
MKT EPS 성장률(15F, %)	19.9
P/E(15F, x)	42.1
MKT P/E(15F, x)	11.3
KOSPI	1,861.54
시가총액(십억원)	5,863
발행주식수(백만주)	6
유동주식비율(%)	59.3
외국인 보유비중(%)	39.0
베타(12M) 일간수익률	0.91
52주 최저가(원)	857,000
52주 최고가(원)	1,374,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.1	-5.7	-0.3
상대주가	-9.6	0.7	4.2



[음식료/담배]

백운목

02-768-4158
wm.baek@dwsec.com

오리온 (001800)

중국, 어떻게 봐야 하나?

15년 4Q, 중국 실적(매출 11.5% 증가)에 대한 해석

오리온의 15년 4Q 연결 실적(스포츠토토 제외)은 매출액 6,043억원(YoY + 7.4%), 영업이익 675억원(YoY + 32.7%), 순이익 351억원(YoY + 1.5%)이다.

오리온은 중국이 중요한데, 4Q 중국 매출액은 11.5%(위안화 기준 9.3%) 증가하여 두자리수 증가를 지켰다. 스낵(감자스낵 강세, +23.4%)과 파이류(+14.2%)의 매출 증가가 좋았다. 영업이익은 32.2% 증가(470억원, OPM 13.9%로 2.2%p 상승)했다.

4Q 중국 매출 증가율(11.5% 증가)에 대해서는 해석이 엇갈릴 수 있다. 중국 과자 시장이 좋지 않은(특히 대형마트와 같은 MT 채널) 상황에서도 두자리수 증가했기에 부정적으로 보지 않는다. 영업이익 증가는 광고/판촉비가 3Q에 집중 집행되면서 4Q에는 감소했고, 원재료 가격 하락 효과, TT(전통) 채널 확대 효과도 나타났기 때문이다.

한국(국내) 4Q 매출액은 과자 시장 부진, 신제품 효과 미비, 수익성 위주의 경영으로 6.0% 감소했다. 영업이익도 본사 건물 수리비가 들어가면서 11.4% 감소했다.

16년 성장 전략은

중국 과자 시장은 14~15년에 정책적 변수와 내수 경기 위축으로 각각 5%, 2% 성장에 그쳤다. 16년에는 5% 이하의 성장을 예상하여 시장이 크게 회복되지는 않는다고 본다. 오리온의 16년 중국은 매출액 8.5%, 영업이익 13.5% 성장을 예상한다.

오리온의 중국 성장 전략은 두 가지이다. 첫째, 신제품의 출시이다. 오리온은 15년 5~8월에 허니밀크시리즈와 껌을 확장(리뉴얼)하여 좋은 반응을 얻었다. 16년 6~7월에는 프리미엄 브랜드인 마켓오(브라우니, 치즈칩 등)를 핵심 지역(북경, 상해, 광저우)에 판매할 계획이다. 하반기에는 젤리류(마이구미 등)와 초코송이 제품 확장도 가능하다. 또 국내 히트 품목을 중국 현지에 맞게 브랜드 확장하여 런칭할 계획이다.

둘째, TT 채널(전통 채널)의 확대이다. TT채널 비중은 14년 34%, 15년 38%(30만개)에서 16년 42%, 18년 50%(50만개)로 높아질 전망이다. 15년 중국 과자 시장은 MT 채널(대형마트)은 역성장, TT 채널은 5% 이상 성장한 것으로 본다. TT 채널의 영업마진은 18% 정도로 MT 채널의 13%보다 높다. TT 채널은 판매수수료가 MT 채널보다 낮기 때문이다. 최근 중국 철도청(기차실내, 철도역사 등)에 제품 납품도 채널 확장의 일환이다.

투자이건 매수, 목표주가 140만원

오리온은 16년에 매출액 7.6%, 영업이익 11.8% 증가할 전망이다. 하지만, 중국 내수 경기 부진으로 중국 매출 성장 둔화가 나타날 것으로 보여 16~17년 수익예상을 하향한다. 이를 반영하여 목표주가도 140만원(기존 160만원)으로 조정한다.

결산기 (12월)	12/12	12/13	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액 (십억원)	2,368	2,485	2,463	2,383	2,565	2,772
영업이익 (십억원)	264	259	279	300	336	377
영업이익률 (%)	11.1	10.4	11.3	12.6	13.1	13.6
순이익 (십억원)	152	146	163	165	202	244
EPS (원)	25,413	24,407	27,363	27,689	33,801	40,903
ROE (%)	16.3	13.8	13.8	12.4	13.5	14.5
P/E (배)	43.2	38.9	37.1	42.1	29.0	24.0
P/B (배)	6.5	5.0	4.7	4.8	3.6	3.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 오리온의 15년 4분기 실적

(십억원, %)

	4Q14	3Q15	4Q15			증감률	
			발표치	KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	562.4	639.4	604.3	599.3	616.4	7.4	-5.5
영업이익	50.9	78.6	67.5	70.6	67.4	32.7	-14.2
세전이익	31.9	54.7	47.6	59.7	65.2	49.5	-13.0
당기순이익	34.6	40.8	35.1	43.4	55.7	1.5	-14.0
영업이익률	9.1	12.3	11.2	11.8	10.9	-	-
당기순이익률	6.1	6.4	5.8	7.2	9.0	-	-

주: 스포츠토토 15년 2Q부터 중단되어 연결 제외, 14년 4Q 매출액과 영업이익에서 스포츠토토 제외되어 있음

자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 오리온의 계열사별 15년 4분기 실적

(십억원, %)

	매출액			영업이익			영업이익률	
	4Q14	4Q15	증가율	4Q14	4Q15	증가율	4Q14	4Q15
Orion	186.4	173.5	-6.9	16.4	18.3	11.4	8.8	10.5
OSI	25.9	0.0	-	4.2	0.0	-	16.2	-
China	303.5	338.4	11.5	35.6	47.0	32.2	11.7	13.9
OFC	303.5	338.4	11.5	3.7	15.8	327.0	1.2	4.7
OSC	45.1	0.3	-99.3	6.9	0.1	-98.6	15.3	33.3
OAC	6.2	7.8	25.8	2.1	1.2	-42.9	-	-
OFS	50.7	64.8	27.8	9.7	14.2	46.4	19.1	21.9
OFG	37.5	42.7	13.9	8.4	11.1	32.1	22.4	26.0
OFSY	23.8	25.4	6.7	5.3	6.3	18.9	22.3	24.8
OBC	0.0	1.9	-	0.0	-0.7	적전	-	-
Pan Orion	0.0	0.0	-	-0.5	-1.0	적지	-	-
Vietnam	41.0	44.6	8.8	3.0	3.7	22.1	7.3	8.3
Russia	26.3	-	-	0.6	0.5	-16.7	2.3	-
OIE	26.3	-	-	-0.4	-	-	-1.5	-
OFR	6.4	-	-	0.3	-	-	4.7	-
OFN	5.7	-	-	0.7	-	-	12.3	-
Sports ToTo	67.3	0.3	-99.6	1.7	-1.0	-	2.5	-
Showbox	12.4	38.9	213.7	-1.9	3.0	흑전	-15.3	7.7
Total	562.4	604.3	7.4	50.9	67.5	32.7	9.1	11.2

자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 오리온의 과자류 지역별 15년 4분기 실적

(십억원, %)

	매출액			영업이익			영업이익률	
	4Q14	4Q15	증가율	4Q14	4Q15	증가율	4Q14	4Q15
Korea	168.6	158.5	-6.0	20.7	18.3	-11.4	11.1	10.6
China	303.5	338.4	11.5	35.6	47.0	32.2	11.7	13.9
Vietnam	36.3	38.7	6.7	3.0	3.7	22.1	7.3	8.3
Russia	26.3	-	-	0.6	0.5	-21.0	2.3	-
Others	13.5	14.7	9.0	0.0	0.0	-	0.0	0.0
Total	548.3	550.3	0.4	59.9	69.6	16.1	10.9	12.6

자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

표 4. 오리온의 2016~2017년 수익예상 변경

(십억원, %)

구분	변경 전		변경 후		변경률		변경사유
	16F	17F	16F	17F	16F	17F	
매출액	2,602	2,807	2,565	2,772	-1.4	-1.2	중국 매출 둔화 반영
영업이익	349	391	336	377	-3.8	-3.6	
세전이익	316	361	299	347	-5.2	-4.0	
당기순이익	226	258	214	248	-5.1	-3.8	
영업이익률	13.4	13.9	13.1	13.6	-	-	
당기순이익률	8.7	9.2	8.4	9.0	-	-	

자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

표 5. 오리온의 분기별 수익예상

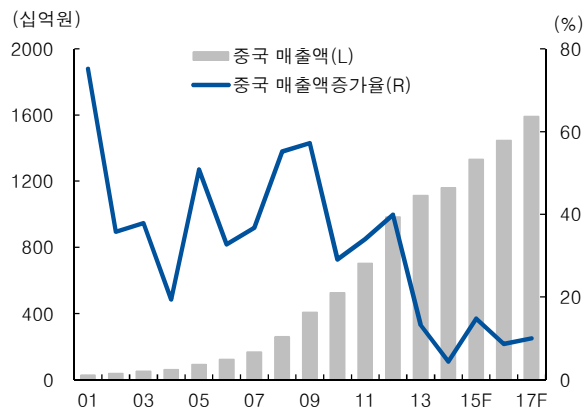
(십억원, %)

	15				16F				15	16F	17F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	연간	연간
매출액	626	513	639	604	671	549	690	654	2,383	2,565	2,772
영업이익	107	47	79	67	110	58	96	72	300	336	377
세전이익	109	45	55	48	104	48	88	60	256	299	347
당기순이익	85	21	41	35	75	34	63	43	182	214	248
영업이익률	17.1	9.3	12.3	11.2	16.3	10.6	13.9	11.0	12.6	13.1	13.6
당기순이익률	13.6	4.1	6.4	5.8	11.1	6.2	9.1	6.6	7.6	8.4	9.0
매출액증가율	-4.3	3.3	15.2	-4.0	7.1	7.2	7.9	8.3	-3.2	7.6	8.1
영업이익증가율	13.1	19.1	7.2	22.3	2.6	22.5	21.9	7.0	7.5	11.8	12.2
세전이익증가율	33.0	52.9	-9.7	49.5	-4.3	5.9	60.2	25.6	13.9	16.8	15.8
당기순이익증가율	43.0	-18.1	-25.4	1.5	-12.5	62.6	53.9	22.9	4.3	17.9	15.8

주: 15년 2분기부터 스포츠토토 제외, 14년 4Q는 스포츠토토가 반영되어 15년 4Q 매출액과 영업이익 증가율이 발표치(표1)와 다를 수 있음

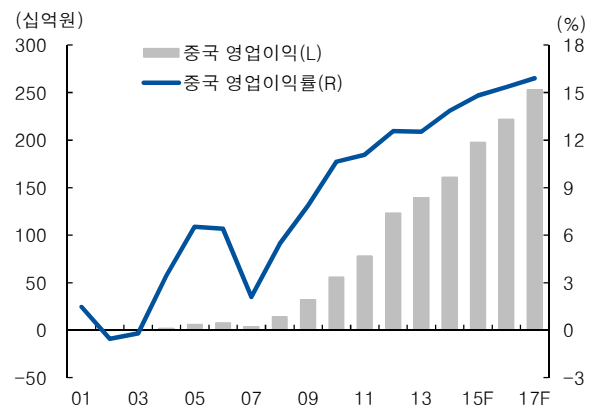
자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 오리온의 중국 매출액 증가율, 16~17년 평균 10% 증가



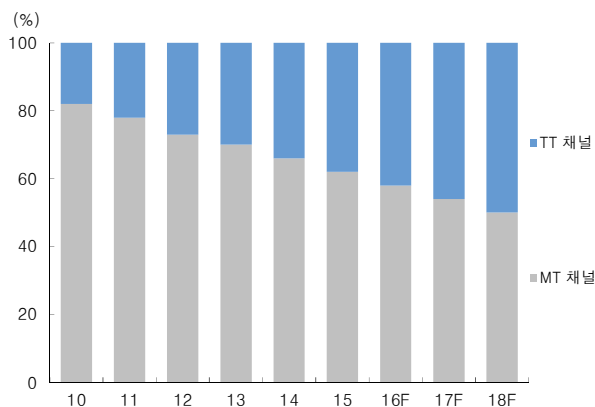
자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 오리온의 중국 영업이익률, 지속 상승



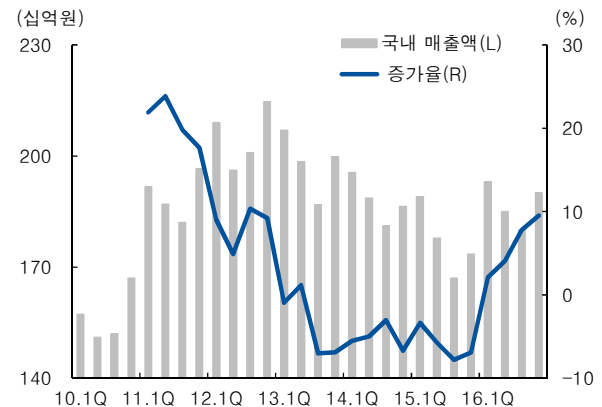
자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 중국 판매 채널 변화, TT(전통) 채널 비중 확대 중



자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 국내(내수+직수출) 매출액, 13~15년 감소, 16년 증가 전망



자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

오리온
중국, 어떻게 봐야 하나?

오리온 (001800)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액	2,463	2,383	2,565	2,772
매출원가	1,361	1,267	1,358	1,456
매출총이익	1,102	1,116	1,207	1,316
판매비와관리비	823	815	870	939
조정영업이익	279	300	336	377
영업이익	279	300	336	377
비영업손익	-24	-54	-37	-30
금융손익	-25	-21	-20	-18
관계기업등 투자손익	1	2	0	0
세전계속사업손익	255	246	299	347
계속사업법인세비용	51	74	85	98
계속사업이익	204	172	214	248
중단사업이익	-30	10	0	0
당기순이익	174	182	214	248
지배주주	163	165	202	244
비지배주주	11	16	12	4
총포괄이익	171	216	214	248
지배주주	159	193	187	217
비지배주주	12	23	27	31
EBITDA	426	490	503	548
FCF	61	266	176	166
EBITDA 마진율 (%)	17.3	20.6	19.6	19.8
영업이익률 (%)	11.3	12.6	13.1	13.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.6	6.9	7.9	8.8

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
영업활동으로 인한 현금흐름	216	411	376	416
당기순이익	174	182	214	248
비현금수익비용가감	270	312	271	288
유형자산감가상각비	94	104	110	120
무형자산상각비	52	85	57	51
기타	124	123	104	117
영업활동으로인한자산및부채의변동	-136	9	-4	-3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	30	-21	-13	-14
재고자산 감소(증가)	17	8	-18	-19
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-51	-100	8	8
법인세납부	-64	-73	-85	-98
투자활동으로 인한 현금흐름	-121	-265	-269	-327
유형자산처분(취득)	-146	-140	-200	-250
무형자산감소(증가)	1	-19	-45	-50
장단기금융자산의 감소(증가)	41	-13	-25	-26
기타투자활동	-17	-93	1	-1
재무활동으로 인한 현금흐름	-112	-90	-22	-62
장단기금융부채의 증가(감소)	-78	20	10	-30
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	-21	-36	-32	-32
기타재무활동	-14	-74	0	0
현금의 증가	-17	64	84	26
기초현금	233	216	281	365
기말현금	216	281	365	391

자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
유동자산	1,029	1,112	1,265	1,362
현금 및 현금성자산	216	281	365	391
매출채권 및 기타채권	185	191	207	223
재고자산	216	220	238	257
기타유동자산	412	420	455	491
비유동자산	1,904	1,994	2,075	2,207
관계기업투자등	20	19	21	22
유형자산	1,727	1,812	1,902	2,032
무형자산	40	49	38	37
자산총계	2,933	3,106	3,340	3,569
유동부채	864	845	870	886
매입채무 및 기타채무	277	266	288	312
단기금융부채	447	433	423	403
기타유동부채	140	146	159	171
비유동부채	666	696	723	720
장기금융부채	585	618	638	628
기타비유동부채	81	78	85	92
부채총계	1,530	1,542	1,592	1,606
지배주주지분	1,248	1,412	1,583	1,796
자본금	30	30	30	30
자본잉여금	67	67	67	67
이익잉여금	1,200	1,331	1,501	1,714
비지배주주지분	155	152	164	168
자본총계	1,403	1,564	1,747	1,964

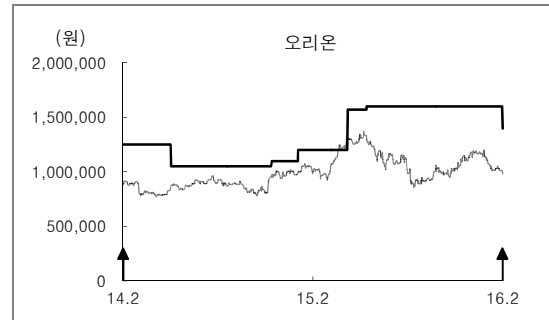
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
P/E (x)	37.1	42.1	29.0	24.0
P/CF (x)	13.7	14.1	12.1	10.9
P/B (x)	4.7	4.8	3.6	3.2
EV/EBITDA (x)	15.9	15.5	12.8	11.6
EPS (원)	27,363	27,689	33,801	40,903
CFPS (원)	74,311	82,624	81,201	89,640
BPS (원)	214,175	241,774	270,303	305,933
DPS (원)	6,000	6,000	6,000	6,000
배당성향 (%)	18.1	17.3	14.7	12.7
배당수익률 (%)	0.6	0.5	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	-0.9	-3.2	7.6	8.1
EBITDA증가율 (%)	7.0	15.0	2.7	8.9
조정영업이익증가율 (%)	7.7	7.5	12.0	12.2
EPS증가율 (%)	12.1	1.2	22.1	21.0
매출채권 회전을 (회)	15.5	15.3	15.4	15.4
재고자산 회전을 (회)	11.0	10.9	11.2	11.2
매입채무 회전을 (회)	12.9	12.9	13.6	13.4
ROA (%)	5.9	6.0	6.7	7.2
ROE (%)	13.8	12.4	13.5	14.5
ROIC (%)	11.7	10.4	11.4	12.1
부채비율 (%)	109.1	98.6	91.1	81.8
유동비율 (%)	119.1	131.5	145.4	153.8
순차입금/자기자본 (%)	38.7	30.9	22.1	15.5
조정영업이익/금융비용 (x)	8.0	10.0	11.3	12.9

오리온
중국, 어떻게 봐야 하나?

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
오리온(001800)	2016.02.11	매수	1,400,000원
	2015.05.26	매수	1,600,000원
	2015.04.19	매수	1,570,000원
	2015.01.14	매수	1,200,000원
	2014.11.24	매수	1,100,000원
	2014.05.15	매수	1,050,000원
	2013.11.20	매수	1,250,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
 비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
71.08%	11.76%	17.16%	0.00%

* 2015년 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.