



오리온(001800)



탐방: 단기 모멘텀보다 장기적 성장 잠재력에 관심 필요

2014. 9. 16

Analyst 송광수 (6309-2622)

Buy

목표주가(6개월)	1,250,000 원
현재주가(9.15) :	890,000 원
소속업종	음식료/화장품
시가총액(9.15) :	53,172 억원
평균거래대금(60 일)	104.0 억원
외국인지분율	43.81%

예상 EPS(전년비)	
FY14 25,064 원 (2.7 %)	
FY15 28,004 원 (11.7 %)	

예상 PER(시장대비)	
FY14 35.5 배 (403.0%)	
FY15 31.8 배 (371.9%)	

주가그래프



▶ 결론: 아직은 낮은 실적 모멘텀. 장기적 관점에서 해외사업 성장 주목 필요

- 3Q 국내사업의 역성장 지속 예상되나, 불리한 환율 상황에서 성장 중인 해외사업에 대한 주목 필요. 해외사업은 성장세 개선과 현지화 약세 환경 완화 예상

▶ Investment Point (사업부문별 3Q 동향 및 전망)

1. 국내제과: 2014 년 연간 -3%의 매출 감소 전망

- 가격 인상에 따른 소비 위축과 최근 저가 수입과자 및 유통업체 PB 증가로 상반기 5%의 매출 감소세. 하반기 가격 저항 완화로 4Q 매출 회복세 전환 기대
- 비용 절감 노력 지속 중. 향후 국내사업은 수익성 중심 관리 목표

2. 해외제과: 불리한 환율 구조이나, 현지화 기준으로는 성장세 시현 중

- 중국: ① 매출 성장률 개선 중 (2Q 위안화 기준 +12.3%, 원화기준 +0.6%). 하반기 위안화 기준 성장률 개선 지속 중이며, 최근 위안화 약세 완화에 긍정적. 향후 신제품과 프리미엄 제품 출시를 통해 성장 예상. ② 2014 년 OPM 13% 목표. 향후 TT(Traditional Trade) 채널 비중 확대에 매년 0.5%p의 이익률 개선 예상
- 러시아: ① 마트채널 확대에 고성장 중 (2Q 루블화 기준 +25.4%, 원화기준 +4.1%). ② 2014 년 OPM 8% 목표. 2Q 마케팅비 집행과 마트채널 확대에 의해 연간 이익률은 지난해 대비 하락
- 베트남: ① 건조한 성장 지속 중 (2Q 동화 기준 +7.0%, 원화기준 -4.2%). ② 최근 펄스와외의 경쟁으로 비용 증가. 전년대비 수익성 개선은 다소 제한적

3. 기타사업: 스포츠토토 사업 연장 10 월

▶ 실적 전망

1. 3Q14 전망: 실적 정체 예상. 국내제과 부진과 해외제과의 현지환율 하락 영향 지속

- 연결(YoY): Sales 6,282 억원(-0.2%), OP 750 억원(+5.7%) 전망
- 1) 국내: Sales -3.6%, OP 102 억원, 2) 중국: Sales +2.8%, OP 515 억원, 3) 베트남: Sales -1.0%, OP 45 억원, 4) 러시아: Sales +4.5%, OP 31 억원 예상

2. 연간 전망: 종전대비 이익 전망 하향 조정 (5%)

- 연결(YoY): Sales 24,498 억원(-1.4%), OP 2,675 억원(+3.4%) 전망
- 2Q OP 48 억원 하회. 하반기 6.7% 하향 조정

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익(지배주주) (억원)	EPS(지배주주) (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2012	23,680	2,637	1,516	25,413	37.2	151,178	43.2	7.3	18.5	16.3	134.7
2013	24,852	2,588	1,457	24,407	-4.0	174,916	38.9	5.4	16.0	13.8	134.3
2014E	24,498	2,675	1,497	25,064	2.7	188,894	35.5	4.7	14.9	12.9	108.1
2015E	24,524	2,820	1,673	28,004	11.7	216,596	31.8	4.1	13.8	13.0	95.6
2016E	27,379	3,274	1,970	32,981	17.8	249,859	27.0	3.6	12.1	13.4	84.1

[표 1] 오리온의 분기 및 연간 실적 전망 (IFRS 연결)

(억원)	1Q	2Q	3Q	2013 4Q	1Q	2Q	3QE	2014 4QE	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	6,448	5,790	6,296	6,319	6,548	5,639	6,282	6,029	24,852	24,498	24,524	27,379
yoy	3.0%	7.1%	4.7%	5.3%	1.6%	-2.6%	-0.2%	-4.6%	4.9%	-1.4%	0.1%	11.6%
제과	5,605	4,905	5,308	5,340	5,676	4,801	5,317	5,566	21,158	21,361	23,665	26,520
yoy	10.3%	9.8%	5.6%	1.7%	1.3%	-2.1%	0.2%	4.2%	6.7%	1.0%	10.8%	12.1%
본사	2,070	1,985	1,868	1,998	1,956	1,886	1,800	2,019	7,922	7,662	7,807	7,961
yoy	-1.0%	1.2%	-7.0%	-6.9%	-5.5%	-5.0%	-3.6%	1.0%	-3.5%	-3.3%	1.9%	2.0%
해외	3,568	2,977	3,515	3,510	3,772	2,971	3,600	3,630	13,569	13,972	16,132	18,832
yoy	16.5%	14.9%	12.4%	7.6%	5.7%	-0.2%	2.4%	3.4%	12.7%	3.0%	15.5%	16.7%
조정	-33	-57	-74	-168	-52	-56	-83	-83	-332	-274	-274	-274
스포츠레저	659	616	619	627	694	674	678	226	2,522	2,272	0	0
영상	160	268	368	296	126	154	267	217	1,092	764	758	758
매출총이익	2,855	2,413	2,716	2,789	2,896	2,486	2,744	2,824	10,773	10,950	11,580	13,053
margin	44.3%	41.7%	43.1%	44.1%	44.2%	44.1%	43.7%	46.8%	43.3%	44.7%	47.2%	47.7%
yoy	-0.7%	-0.8%	6.7%	19.0%	1.5%	3.0%	1.0%	1.3%	5.7%	1.6%	5.7%	12.7%
판매비	1,925	1,932	2,006	2,323	1,951	2,029	1,994	2,302	8,185	8,276	8,759	9,779
% of Sales	29.8%	33.4%	31.9%	36.8%	29.8%	36.0%	31.7%	38.2%	32.9%	33.8%	35.7%	35.7%
영업이익	930	481	710	466	945	457	750	522	2,588	2,675	2,820	3,274
margin	14.4%	8.3%	11.3%	7.4%	14.4%	8.1%	11.9%	8.7%	10.4%	10.9%	11.5%	12.0%
yoy	-19.7%	-30.4%	19.1%	144.8%	1.6%	-5.1%	5.7%	12.0%	-1.9%	3.4%	5.5%	16.1%
영업외손익	-9	14	-43	-28	-5	-25	-6	-5	-66	-41	7	8
금융손익	-80	-66	-56	-61	-120	-78	-66	-66	-263	-331	-262	-258
지분법손익	6	6	-9	-1	-2	9	-5	-5	2	-3	-20	-20
세전이익	848	435	602	376	818	363	673	445	2,261	2,300	2,546	3,005
margin	13.1%	7.5%	9.6%	6.0%	12.5%	6.4%	10.7%	7.4%	9.1%	9.4%	10.4%	11.0%
yoy	-21.4%	-25.9%	17.0%	520.1%	-3.5%	-16.6%	11.9%	18.3%	0.9%	1.7%	10.7%	18.0%
유효법인세율	24.1%	42.9%	26.3%	29.1%	27.3%	29.6%	25.0%	35.0%	29%	28%	29%	29%
당기순이익	644	249	443	267	595	256	505	289	1,602	1,645	1,817	2,145
margin	10.0%	4.3%	7.0%	4.2%	9.1%	4.5%	8.0%	4.8%	6.4%	6.7%	7.4%	7.8%
yoy	-15.5%	-38.1%	7.9%	114.9%	-7.5%	2.7%	13.9%	8.5%	-5.6%	2.7%	10.5%	18.0%
(지배주주)	560	238	419	240	535	237	456	269	1,457	1,497	1,673	1,970

자료: 오리온, 메리츠증권증권 리서치센터

[표 2] 오리온의 해외 제과사업 전망

(억원, %)	1Q	2Q	3Q	2013 4Q	1Q	2Q	3QE	2014 4QE	2013	2014E	2015E	2016E
매출	3,568	2,977	3,515	3,510	3,772	2,971	3,600	3,630	13,569	13,972	16,132	18,832
중국	2,966	2,439	2,895	2,831	3,129	2,454	2,975	2,942	11,131	11,500	13,500	16,000
러시아	182	193	220	239	184	201	230	248	834	863	991	1,060
베트남	420	345	399	440	459	315	395	440	1,604	1,609	1,641	1,772
영업이익	549	232	560	297	570	234	592	311	1,638	1,707	2,074	2,522
중국	472	194	478	265	490	211	515	268	1,409	1,484	1,827	2,245
러시아	15	26	37	-2	13	16	31	8	76	68	84	94
베트남	62	12	45	34	67	7	45	35	153	155	163	182
매출 성장률	16.5	14.9	12.4	7.6	5.7	-0.2	2.4	3.4	12.7	3.0	15.5	16.7
중국	15.6	15.1	15.4	7.3	5.5	0.6	2.8	3.9	13.2	3.3	17.4	18.5
러시아	33.1	27.2	-0.2	27.9	1.1	4.4	4.5	3.8	19.8	3.5	14.8	7.0
베트남	16.8	7.6	0.5	0.8	9.4	-8.6	-1.0	0.0	6.0	0.3	2.0	8.0
OP 증가율	-3.0	-15.0	22.5	137.6	3.8	0.9	5.6	4.7	15.3	4.2	21.5	21.6
중국	-9.4	-16.4	18.6	244.2	3.8	8.8	7.8	1.0	14.3	5.3	23.1	22.9
러시아	66.7	44.4	208.6	적전	-13.3	-38.5	-16.1	흑전	68.9	-10.3	23.5	11.8
베트남	73.3	-47.8	7.1	-19.0	8.1	-41.7	0.9	3.5	7.2	1.0	5.5	11.6
OPM	15.4	7.8	15.9	8.5	15.1	7.9	16.4	8.6	12.1	12.2	12.9	13.4
중국	15.9	8.0	16.5	9.4	15.7	8.6	17.3	9.1	12.7	12.9	13.5	14.0
러시아	8.2	13.5	16.8	-0.8	7.1	7.9	13.5	3.3	9.1	7.9	8.5	8.9
베트남	14.8	3.5	11.3	7.7	14.6	2.2	11.5	8.0	9.5	9.6	9.9	10.3

자료: 오리온, 메리츠증권증권 리서치센터

[표 3] 각국 통화별 평균환율 추이

(원, YoY)	2012				2013				2014			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
USD	1,125.9	1,165.5	1,124.8	1,077.0	1,102.2	1,135.2	1,087.4	1,056.7	1,070.9	1,019.4	1,025.0	1,025.0
JPY	1,428.9	1,437.0	1,414.5	1,286.8	1,176.1	1,136.0	1,104.6	1,022.0	1,038.8	1,008.2	993.3	967.3
CNY	179.3	182.0	177.3	172.8	174.2	182.3	178.6	174.0	175.3	165.3	165.7	169.2
RUB	37.5	37.2	35.3	35.0	35.7	35.5	33.4	32.2	30.5	29.4	28.6	27.5
USD	0%	8%	1%	-6%	-2%	-3%	-3%	-2%	-3%	-10%	-6%	-3%
JPY	5%	8%	-1%	-13%	-18%	-21%	-22%	-21%	-12%	-11%	-10%	-5%
CNY	5%	9%	2%	-4%	-3%	0%	1%	1%	1%	-9%	-7%	-3%
RUB	-2%	-4%	-5%	-4%	-5%	-5%	-5%	-8%	-14%	-17%	-14%	-15%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

[표 4] 2Q14 Review: 영업이익 예상 하회. 해외사업 예상보다 이익률 하락

[전사 연결]	2Q 14	2Q 13	YoY	전망	과리율
매출	5,639	5,790	-2.6%	5,784	-2.5%
매출총이익	2,486	2,413	3.0%	2,473	0.5%
영업이익	457	481	-5.1%	505	-9.5%
순이익	256	249	2.7%	273	-6.5%
GPM	44.1%	41.7%		42.8%	
OPM	8.1%	8.3%		8.7%	
NPM	4.5%	4.3%		4.7%	

[사업별 매출]	2Q 14	2Q 13	YoY	전망	과리율
국내제과	1,886	1,985	-5.0%	1,922	-1.9%
해외제과	2,971	2,977	-0.2%	3,045	-2.4%
중국	2,454	2,439	0.6%	2,474	
베트남	315	345	-8.6%	376	
러시아	201	193	4.4%	195	
스포츠토토	674	616	9.4%	613	10.0%
미디어플렉스	154	268	-42.6%	267	-42.4%
(연결조정)	-47	-57		-63	

[사업별 OP]	2Q 14	2Q 13	YoY	전망	과리율
국내제과	167	183	-9.1%	163	2.0%
해외제과	234	232	0.9%	291	-19.7%
중국	211	194	8.8%	248	
베트남	7	12	-41.7%	17	
러시아	16	26	-38.5%	26	
스포츠토토	72	73	-1.4%	72	0.0%
미디어플렉스	-3	25	-110.8%	-3	0.0%
(연결 조정)	-13	-32		-19	

[사업별 OPM]	2Q 14	2Q 13	YoY	전망	과리율
국내제과	8.8%	9.2%	-0.4%p	8.5%	0.3%p
해외제과	7.9%	7.8%	0.1%p	9.6%	-1.7%p
중국	8.6%	8.0%	0.6%p	10.0%	
베트남	2.2%	3.5%	-1.3%p	4.5%	
러시아	7.9%	13.5%	-5.5%p	13.5%	
스포츠토토	10.7%	11.8%	-1.2%p	11.7%	-1.1%p
미디어플렉스	-1.7%	9.2%	-10.9%p	-1.0%	-0.7%p

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

[2Q 리뷰]

- 국내 제과 부진 지속
- 환율하락에 의한 해외제과 사업의 성장세 둔화 지속
- 해외지역별 예상대비 이익률 하회

[전망 대비 비교]

예상대비 판관비 증가

매출: 예상 수준 (2.5% 하회)

- 국내제과: -36 억원
- 해외제과: -74 억원
- >> 중국: 20 억원 하회
- >> 베트남: 61 억원 하회
- >> 러시아: 7 억원 상회
- 기타: -36 억원

OP: 예상 하회 (9.5% 하회)

- 국내제과: +3 억원 (예상대비 OPM +0.3%p)
- 해외제과: -57 억원 (예상대비 OPM -1.7%p)
- >> 중국 이익률 하락
- >> 러시아 마케팅비 증가
- >> 베트남 경쟁 심화
- 기타: +6 억원

추정 요약 재무제표와 투자지표

Income Statement					Statement of Cash Flow				
(억원)	2013	2014E	2015E	2016E	(억원)	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	24,852	24,498	24,524	27,379	영업활동 현금흐름	2,924	1,937	3,242	3,569
매출원가	14,079	13,547	12,944	14,325	당기순이익(손실)	1,602	1,645	1,817	2,145
매출총이익	10,773	10,950	11,580	13,053	유형자산감가상각비	799	912	906	905
판매비와관리비	8,185	8,276	8,759	9,779	무형자산상각비	588	464	508	508
영업이익	2,588	2,675	2,820	3,274	운전자본의 증감	-154	-1,194	11	10
금융수익	-263	-331	-262	-258	투자활동 현금흐름	-3,868	-1,188	-1,216	-1,182
종속/관계기업관련손익	2	-3	-20	-20	유형자산의 증가(CAPEX)	-4,229	-1,339	-848	-848
기타영업외손익	-66	-41	7	8	투자자산의 감소(증가)	-20	34	0	0
세전계속사업이익	2,261	2,300	2,546	3,005	재무활동 현금흐름	1,171	-903	-158	-158
법인세비용	659	655	729	860	차입금증감	1,318	-972	0	0
당기순이익	1,602	1,645	1,817	2,145	자본의증가	11	9	0	0
지배주주지분 순이익	1,457	1,497	1,673	1,970	현금의증가	217	-218	1,868	2,229
					기초현금	2,115	2,332	2,114	3,982
					기말현금	2,332	2,114	3,982	6,211

Balance Sheet					Key Financial Data				
(억원)	2013	2014E	2015E	2016E	(억원)	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	10,684	9,704	11,591	13,850	주당데이터(원)				
현금및현금성자산	2,332	2,114	3,982	6,211	SPS	416,322	410,069	410,487	458,269
매출채권	1,663	1,649	1,663	1,684	EPS(지배주주)	24,407	25,064	28,004	32,981
재고자산	2,311	1,795	1,794	1,796	CFPS	68,701	69,197	70,669	78,273
비유동자산	19,052	18,662	18,608	18,551	EBITDAPS	66,601	67,801	70,878	78,472
유형자산	17,085	16,749	16,691	16,634	BPS	174,916	188,894	216,596	249,859
무형자산	782	763	767	767	DPS	3,000	3,000	3,000	3,000
투자자산	331	297	297	297	배당수익률(%)	0.3	0.3	0.3	0.3
자산총계	29,736	28,366	30,200	32,402	Valuation(Multiple)				
유동부채	11,013	8,736	9,134	9,946	PER	38.9	35.5	31.8	27.0
매입채무	1,110	748	757	767	PCR	13.8	12.9	12.6	11.4
단기차입금	4,132	3,233	3,233	3,233	PSR	2.3	2.2	2.2	1.9
유동성장기부채	1,708	1,754	2,151	2,954	PBR	5.4	4.7	4.1	3.6
비유동부채	6,030	5,997	5,630	4,858	EBITDA	3,976	4,050	4,235	4,688
사채	2,792	2,892	2,100	500	EV/EBITDA	16.0	14.9	13.8	12.1
장기차입금	2,460	2,241	2,636	3,433	Key Financial Ratio(%)				
부채총계	17,043	14,734	14,763	14,804	자기자본이익률(ROE)	13.8	12.9	13.0	13.4
자본금	299	299	299	299	EBITDA이익률	16.0	16.5	17.3	17.1
자본잉여금	656	664	664	664	부채비율	134.3	108.1	95.6	84.1
기타포괄이익누계액	-126	-448	-304	-129	금융비용부담률	1.5	1.5	1.4	1.3
이익잉여금	10,559	11,745	13,260	15,072	이자보상배율(x)	6.9	7.5	7.9	9.2
비지배주주지분	1,466	1,585	1,729	1,903	매출채권회전율(x)	14.7	14.8	14.8	16.4
자본총계	12,693	13,632	15,436	17,598	재고자산회전율(x)	10.7	11.9	13.7	15.3

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2014 년 9 월 16 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6 개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2014 년 9 월 16 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2014 년 9 월 16 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 송광수)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항

1. 종목추천관련 투자등급(추천기준일 증가대비 4등급)

→아래 종목투자자의견은 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

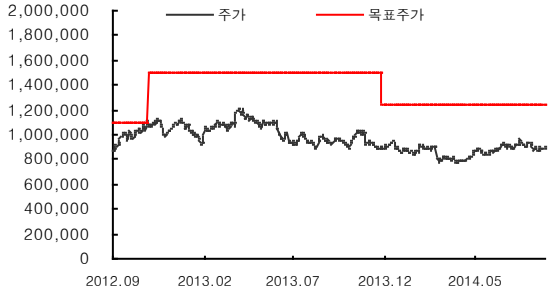
- Strong Buy : 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- Buy : 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만.
- Hold : 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만.
- Reduce : 추천기준일 증가대비 +5%미만.

2. 산업추천관련 투자등급(추천기준일 시장지수대비 3등급)

→아래 산업투자자의견은 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천하는 것.

- 비중확대(Overweight) / 중립(Neutral) / 비중축소(Underweight)

오리온(001800)의 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자자의견	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동추이
2012.08.30	기업브리프	BUY	1,100,000	송광수	
2012.09.19	기업브리프	BUY	1,100,000	송광수	
2012.10.10	산업분석	BUY	1,100,000	송광수	
2012.11.15	기업브리프	BUY	1,500,000	송광수	
2012.11.30	기업브리프	BUY	1,500,000	송광수	
2012.12.03	산업분석	BUY	1,500,000	송광수	
2012.12.10	산업분석	BUY	1,500,000	송광수	
2013.01.16	산업분석	BUY	1,500,000	송광수	
2013.07.03	기업브리프	BUY	1,500,000	송광수	
2013.07.18	산업분석	BUY	1,500,000	송광수	
2013.09.12	기업브리프	BUY	1,500,000	송광수	
2013.10.14	산업분석	BUY	1,500,000	송광수	
2013.12.12	산업분석	BUY	1,250,000	송광수	
2013.12.19	기업브리프	BUY	1,250,000	송광수	
2014.01.16	산업분석	BUY	1,250,000	송광수	
2014.04.17	산업분석	BUY	1,250,000	송광수	
2014.06.20	기업브리프	BUY	1,250,000	송광수	
2014.07.16	산업분석	BUY	1,250,000	송광수	
2014.09.16	기업브리프	BUY	1,250,000	송광수	