

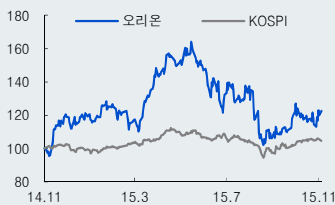
음식료

Company Report
2015.11.9

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	1,600,000
현재주가(15/11/09,원)	1,027,000
상승여력	56%

영업이익(15F,십억원)	297
Consensus 영업이익(15F,십억원)	309
EPS 성장률(15F,%)	12.2
MKT EPS 성장률(15F,%)	21.6
P/E(15F,x)	33.4
MKT P/E(15F,x)	11.7
KOSPI	2,025.70
시가총액(십억원)	6,137
발행주식수(백만주)	6
유동주식비율(%)	59.3
외국인 보유비중(%)	40.2
베타(12M) 일간수익률	1.11
52주 최저가(원)	801,000
52주 최고가(원)	1,374,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.3	-19.0	22.0
상대주가	-1.6	-16.6	16.8



[음식료/담배]

백운목

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

오리온 (001800)

중국(中國), 다시 성장세로..

15년 3Q Preview, 중국에서 다시 성장

오리온의 3Q 실적은 매출액 6,032억원(YoY -1.9%), 영업이익 860억원(YoY +2.8%), OPM 14.3%(0.7%p 상승)을 예상한다. 연결에서 제외된 스포츠토토와 메가마크의 손실 반영(3~4Q에 약 200억원 반영 예상)을 제외한 실질 매출액은 8.7% 증가, 영업이익은 24.2% 증가한다. 실적은 나쁘지 않은 수준이다. 중국과 한국 모두에서 영업이익이 크게 증가한 것으로 본다.

중국 매출액은 위안화 기준으로는 7.5% 성장할 것으로 본다. 원화 기준으로는 16.8% 증가이다. 중국에서 5~7월에 새로 출시한 허니맛 시리즈(오감자, 예감, 고래밥, 스윙칩 등)와 8월에 출시된 껌(레몬, 민트, 라임)이 판매 호조를 보였기 때문이다.

중국 영업이익은 26.3% 증가(710억원)하여 매출액 증가율보다 높을 것으로 보는데, 원재료 가격 하락 효과, 전통 채널 확대 효과, 마케팅/광고 축소 때문이다.

3Q 한국 매출액은 과자 시장이 부진한데다 수익성 위주의 경영으로 3.9% 감소할 것으로 본다. 하지만, 영업이익은 합병 효과, 구매/물류 통합, 비용 축소로 23.7% 증가할 전망이다.

16년 이슈는?

16년 이슈는 중국에서의 성장 속도와 한국 과자 시장에서의 시장점유율이다.

중국 과자 시장(시장규모 35조 추정, 미국 90조에 이어 2위)은 14~15년은 정책적 변수(정부의 반부패 정책, 대형마트 구조조정 및 철수)와 전반적 내수 위축으로 부진했지만 16년에는 GDP 7% 성장을 고려하면 점진적 회복을 예상한다. 오리온도 신제품 출시 효과, 브랜드 확장(리뉴얼), 프리미엄 제품(마켓오, 닥터유 등) 출시 가능성, 법인 통합에 의한 비용 축소, 전통 채널(TT Channel) 확대 등으로 매출액이 위안화 기준 10.2%는 성장할 전망이다.

한국은 13~15년 3년 연속 매출이 감소하여 점유율이 하락했다. 반면 구조조정과 비용 절감으로 수익성은 높아졌다. 16년에는 전략이 달라질 수 있다. 점유율 만회 위한 매출 강화 정책(신제품, 영업력 강화)이 예상되어 수익성은 낮아질 수 있을 전망이다.

중국 불확실성 해소, 투자 의견 매수, 목표주가 160만원 유지

16년 매출액은 8.4% 증가, 영업이익은 13.3% 증가로 본다. 연결에서 제외된 스포츠토토를 고려한 실질 매출액은 11.8% 증가, 영업이익은 17.5% 증가하여 좋은 실적이 예상된다. 그동안 부담으로 작용해온 Valuation도 16~17년 26~28배로 음식료 평균(22배 정도)과 큰 차이가 나지 않는다. 중국 성장에 대한 불확실성이 해소된데다 환율이나 곡물가격 등 외부 변수에도 자유롭다. 중국이 꾸준히 성장하기에 매수 후 장기 보유가 적합하다.

결산기 (12월)	12/12	12/13	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액 (십억원)	2,368	2,485	2,463	2,362	2,561	2,763
영업이익 (십억원)	264	259	279	297	337	364
영업이익률 (%)	11.1	10.4	11.3	12.6	13.2	13.2
순이익 (십억원)	152	146	163	183	216	236
EPS (원)	25,413	24,407	27,363	30,705	36,207	39,556
ROE (%)	16.3	13.8	13.8	13.8	14.4	13.9
P/E (배)	43.2	38.9	37.1	33.4	28.4	26.0
P/B (배)	6.5	5.0	4.7	4.2	3.8	3.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 오리온의 15년 3분기 실적 예상

(십억원, %)

	3Q14	2Q15	3Q15F		증감률	
			KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	614.9	512.6	603.2	602.0	-1.9	17.7
영업이익	83.7	47.4	86.0	86.7	2.8	81.2
세전이익	74.9	45.0	78.2	81.0	4.5	74.1
순이익	49.9	18.9	56.5	58.0	13.3	198.7
영업이익률	13.6	9.3	14.3	14.3	-	-
순이익률	8.1	3.7	9.4	9.5	-	-

주: 스포츠토토 2Q부터 중단되어 연결 제외, (스포츠토토+메가마크 손실반영)을 제외한 동일기준은 매출액 8.7%, 영업이익 24.2% 증가
자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 오리온의 분기별 수익예상

(십억원, %)

	15				16F				14	15F	16F
	1Q	2Q	3QF	4QF	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	연간	연간
매출액	626	513	603	620	678	558	656	668	2,463	2,362	2,561
영업이익	107	47	86	57	106	61	101	68	279	297	337
세전이익	109	45	78	43	101	54	94	55	225	275	304
순이익	77	19	57	31	72	39	67	40	163	183	216
영업이익률	17.1	9.3	14.3	9.2	15.6	11.0	15.5	10.2	11.3	12.6	13.1
순이익률	12.3	3.7	9.4	5.0	10.5	6.9	10.2	5.9	6.6	7.8	8.4
매출액증가율	-4.3	-9.1	-1.9	-1.5	8.3	8.9	8.7	7.8	-0.9	-4.1	8.4
영업이익증가율	13.1	3.8	2.8	3.0	-1.1	29.3	18.0	19.9	7.5	6.5	13.3
세전이익증가율	33.0	23.8	4.5	34.3	-7.6	20.4	19.9	29.2	-0.9	22.2	10.5
순이익증가율	44.1	-20.2	13.3	-14.9	-7.2	103.4	18.1	27.8	12.2	12.2	17.9

주: 15년 2~4분기 매출액 감소는 스포츠토토 사업 중단 때문, 기존 사업 기준으로는 증가함
자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 오리온의 2015~2016년 수익예상 변경

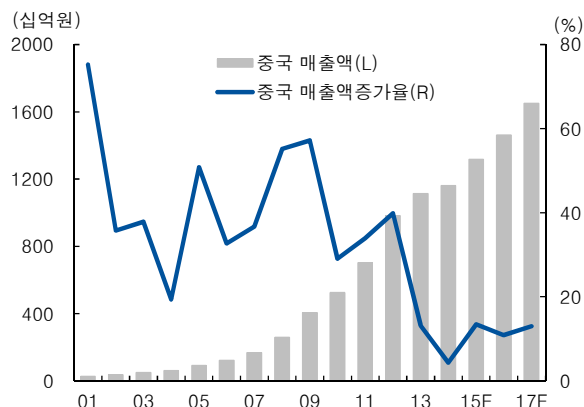
(십억원, %)

구분	변경 전		변경 후		변경률		변경사유
	15F	16F	15F	16F	15F	16F	
매출액	2,361	2,536	2,362	2,561	0.1	1.0	- 15년 이익 감소는
영업이익	302	326	297	337	-1.6	3.3	메가마크 손실 반영 때문
세전이익	277	295	275	304	-0.6	3.2	- 16년 실적 상향은
순이익	187	209	183	216	-1.9	3.5	중국 실적 상향 때문
영업이익률	12.8	12.9	12.6	13.1	-	-	
순이익률	7.9	8.2	7.8	8.4	-	-	

자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

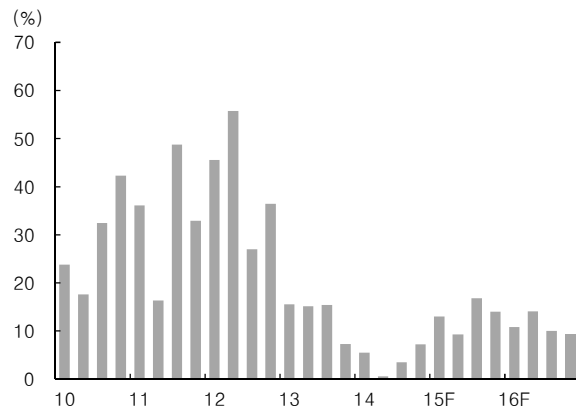
오리온
중국(中國), 다시 성장세로..

그림 1. 오리온의 중국 매출액 증가율, 15~17년 다시 성장세



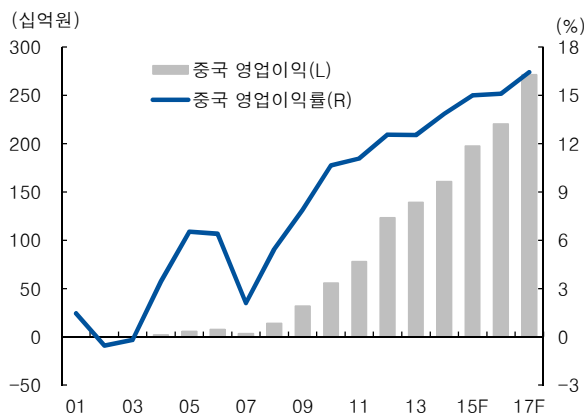
자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 오리온의 중국 분기별 매출액 증가율, 15~16년 상승세



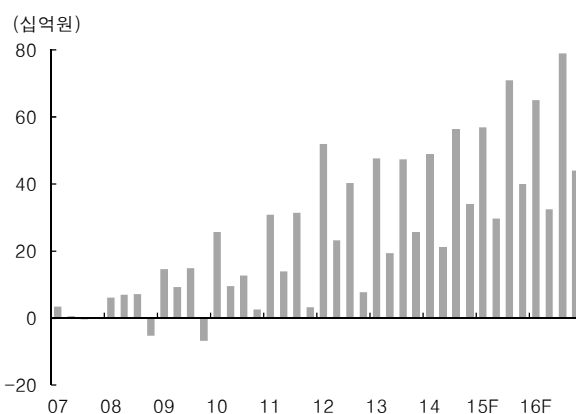
자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 오리온의 중국 영업이익률, 지속 상승



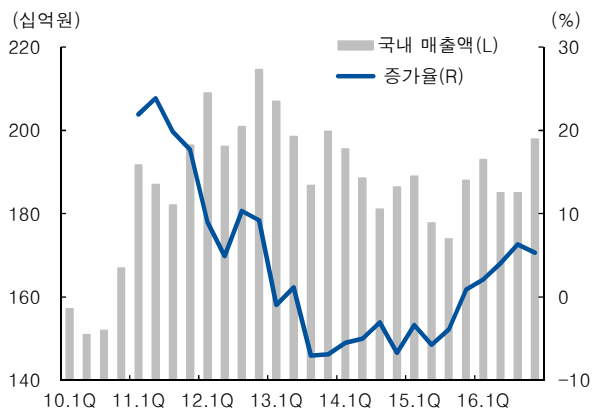
자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 오리온의 중국 분기별 영업이익, 지속 상승



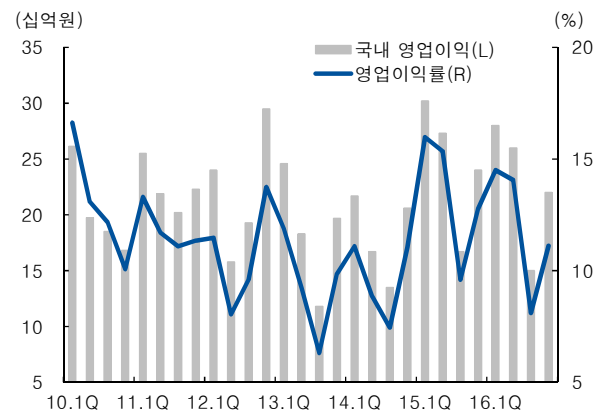
자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 국내(내수+직수출) 매출액, 13~15년 감소, 16년 증가



자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 국내(내수+직수출) 영업이익, 15년 회복, 16년 하락



자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

오리온
중국(中國), 다시 성장세로..

오리온 (001800)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액	2,463	2,362	2,561	2,763
매출원가	1,361	1,263	1,367	1,475
매출총이익	1,102	1,099	1,194	1,288
판매비와관리비	823	802	857	924
조정영업이익	279	297	337	364
영업이익	279	297	337	364
비영업손익	-24	-36	-33	-29
금융손익	-25	-20	-18	-17
관계기업등 투자손익	1	0	0	0
세전계속사업손익	255	261	304	335
계속사업법인세비용	51	80	86	95
계속사업이익	204	181	217	240
중단사업이익	-30	14	0	0
당기순이익	174	194	217	240
지배주주	163	183	216	236
비지배주주	11	11	1	4
총포괄이익	171	209	217	240
지배주주	159	190	199	220
비지배주주	12	19	18	20
EBITDA	426	449	486	527
FCF	61	291	163	150
EBITDA 마진율 (%)	17.3	19.0	19.0	19.1
영업이익률 (%)	11.3	12.6	13.2	13.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.6	7.7	8.4	8.5

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
영업활동으로 인한 현금흐름	216	426	363	400
당기순이익	174	194	217	240
비현금수익비용가감	270	264	253	275
유형자산감가상각비	94	103	105	115
무형자산상각비	52	49	44	47
기타	124	112	104	113
영업활동으로인한자산및부채의변동	-136	68	-4	-3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	30	67	-12	-14
재고자산 감소(증가)	17	2	-17	-19
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-51	-124	8	8
법인세납부	-64	-80	-86	-95
투자활동으로 인한 현금흐름	-121	-274	-268	-326
유형자산처분(취득)	-146	-131	-200	-250
무형자산감소(증가)	1	-33	-45	-50
장단기금융자산의 감소(증가)	41	-13	-23	-26
기타투자활동	-17	-97	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-112	-51	-22	-67
장단기금융부채의 증가(감소)	-78	-12	10	-30
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	-21	-36	-32	-37
기타재무활동	-14	-3	0	0
현금의 증가	-17	99	72	5
기초현금	233	216	315	387
기말현금	216	315	387	392

자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
유동자산	1,029	1,151	1,287	1,362
현금 및 현금성자산	216	315	387	392
매출채권 및 기타채권	185	192	207	222
재고자산	216	220	237	256
기타유동자산	412	424	456	492
비유동자산	1,904	1,940	2,039	2,179
관계기업투자등	20	20	21	23
유형자산	1,727	1,757	1,852	1,987
무형자산	40	52	53	56
자산총계	2,933	3,091	3,326	3,542
유동부채	864	816	839	855
매입채무 및 기타채무	277	273	295	318
단기금융부채	447	397	387	367
기타유동부채	140	146	157	170
비유동부채	666	703	729	726
장기금융부채	585	622	642	632
기타비유동부채	81	81	87	94
부채총계	1,530	1,519	1,568	1,581
지배주주지분	1,248	1,413	1,598	1,797
자본금	30	30	30	30
자본잉여금	67	67	67	67
이익잉여금	1,200	1,352	1,537	1,736
비지배주주지분	155	159	160	164
자본총계	1,403	1,572	1,758	1,961

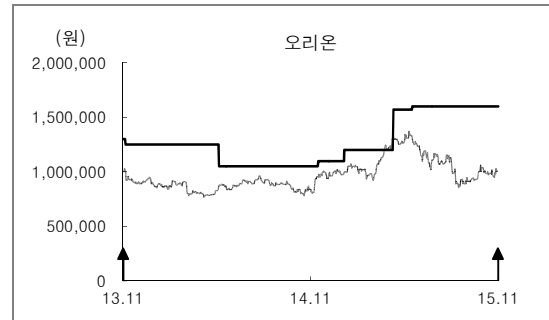
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
P/E (x)	37.1	33.4	28.4	26.0
P/CF (x)	13.7	13.4	13.0	11.9
P/B (x)	4.7	4.2	3.8	3.4
EV/EBITDA (x)	15.9	14.9	13.6	12.5
EPS (원)	27,363	30,705	36,207	39,556
CFPS (원)	74,311	76,676	78,768	86,103
BPS (원)	214,175	241,825	272,760	306,165
DPS (원)	6,000	6,000	7,000	7,000
배당성향 (%)	18.1	16.2	16.9	15.3
배당수익률 (%)	0.6	0.6	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	-0.9	-4.1	8.4	7.9
EBITDA증가율 (%)	7.0	5.4	8.2	8.4
조정영업이익증가율 (%)	7.7	6.5	13.5	8.0
EPS증가율 (%)	12.1	12.2	17.9	9.2
매출채권 회전율 (회)	15.5	15.2	15.4	15.4
재고자산 회전율 (회)	11.0	10.9	11.2	11.2
매입채무 회전율 (회)	12.9	12.7	13.3	13.3
ROA (%)	5.9	6.5	6.8	7.0
ROE (%)	13.8	13.8	14.4	13.9
ROIC (%)	11.7	10.3	11.7	11.9
부채비율 (%)	109.1	96.6	89.2	80.6
유동비율 (%)	119.1	140.9	153.4	159.4
순차입금/자기자본 (%)	38.7	26.6	19.0	14.0
조정영업이익/금융비용 (x)	8.0	10.3	11.7	12.8

오리온
중국(中國), 다시 성장세로..

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
오리온(001800)	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
	2013.11.14	매수	1,250,000원
	2013.10.28	매수	1,300,000원



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)
72.77%	13.86%	13.37%	0.00%

* 2015년 9월 30일 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.