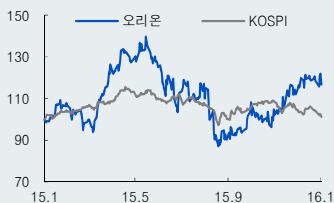


음식료

Company Report
2016.1.7

| (Maintain) | 매수 |
|------------------|-----------|
| 목표주가(원,12M) | 1,600,000 |
| 현재주가(16/01/07,원) | 1,149,000 |
| 상승여력 | 39% |

| | |
|-------------------------|------------------------------|
| 영업이익(15F,십억원) | 294 |
| Consensus 영업이익(15F,십억원) | 306 |
| EPS 성장률(15F,%) | 4.3 |
| MKT EPS 성장률(15F,%) | 21.5 |
| P/E(15F,x) | 40.8 |
| MKT P/E(15F,x) | 11.2 |
| KOSPI | 1,904.33 |
| 시가총액(십억원) | 6,867 |
| 발행주식수(백만주) | 6 |
| 유동주식비율(%) | 59.3 |
| 외국인 보유비중(%) | 39.6 |
| 베타(12M) 일간수익률 | 0.84 |
| 52주 최저가(원) | 857,000 |
| 52주 최고가(원) | 1,374,000 |
| 주가상승률(%) | 1개월 1.9, 6개월 -1.6, 12개월 17.2 |
| 절대주가 | 5.0, 5.4, 16.0 |
| 상대주가 | |



[음식료/담배]

백운목

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

오리온 (001800)

16년 국내외 전략은?

15년 4Q Preview, 중국/한국 모두 OP 증가 예상

오리온의 15년 4Q 실적은 매출액 4.8% 감소, 영업이익 28.0% 증가(OPM 11.8%)를 예상한다. 연결에서 제외된 스포츠토트를 제외한 실질 매출액은 6.6% 증가, 영업이익은 32.0% 증가를 예상한다. 실적은 나쁘지 않은 수준이다. 영업이익은 중국과 한국 모두에서 크게 증가할 것으로 본다.

중국 매출액은 9.6%하여 시장 기대보다는 낮을 전망이다. 중국 과자 시장이 소비 심리 하락, 과소비 거품 해소 등으로 좋지 않았기(특히 대형마트와 같은 MT 채널) 때문이다. 반면, 영업이익은 29.4% 증가하여 시장 기대보다 높을 전망이다. 3Q에 광고/판촉비가 집중 집행되면서 4Q에는 광고/판촉비가 감소하고 원재료 가격 하락 효과, TT(전통) 채널 확대 효과도 나타나기 때문이다.

한국(국내) 4Q 매출액은 과자 시장 부진과 수익성 위주의 경영으로 4.5% 감소할 것으로 본다. 하지만, 영업이익은 합병 효과, 구매/물류 통합, 비용 축소로 21.4% 증가할 전망이다.

16년 국내외 전략은?

중국 과자 시장은 14~15년은 정책적 변수(정부의 반부패 정책, 대형마트 구조조정 및 철수)와 전반적 내수 위축으로 부진했다. 16년에는 점진적 회복을 예상한다. 오리온의 중국 성장 전략은 두 가지이다.

첫째, 신제품의 출시이다. 오리온은 15년 5~8월에 허니밀크시리즈(오감자, 예감, 고래밥, 스윙칩 등)와 껌(레몬, 민트, 라임)을 확장(리뉴얼) 출시하여 좋은 반응을 얻었다. 16년에도 프리미엄 브랜드인 마켓오(브라우니, 치즈칩 등)를 핵심 지역(북경, 상해, 광저우)에 판매할 계획이다. 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.

16년 한국은 매출 강화 전략(신제품, 중량 증가, 영업력 강화)이 예상된다. 13~15년 3년 연속 매출 감소로 점유율이 하락했기 때문이다.

투자이건 매수, 목표주가 160만원 유지

오리온은 16년에 매출액 9.4%, 영업이익 15.0% 증가할 전망이다. 중국은 매출액 12.2% 증가, 영업이익 15.9% 증가로 본다. 16~17년 꾸준한 성장을 하기에 PER 30배 정도는 고평가 영역이 아니다. 목표주가는 160만원 그대로 유지한다.

| 결산기 (12월) | 12/12 | 12/13 | 12/14 | 12/15F | 12/16F | 12/17F |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 (십억원) | 2,368 | 2,485 | 2,463 | 2,417 | 2,636 | 2,844 |
| 영업이익 (십억원) | 264 | 259 | 279 | 294 | 337 | 365 |
| 영업이익률 (%) | 11.1 | 10.4 | 11.3 | 12.2 | 12.8 | 12.8 |
| 순이익 (십억원) | 152 | 146 | 163 | 171 | 210 | 238 |
| EPS (원) | 25,413 | 24,407 | 27,363 | 28,544 | 35,096 | 39,817 |
| ROE (%) | 16.3 | 13.8 | 13.8 | 12.9 | 14.1 | 14.2 |
| P/E (배) | 43.2 | 38.9 | 37.1 | 40.8 | 32.7 | 28.9 |
| P/B (배) | 6.5 | 5.0 | 4.7 | 4.9 | 4.3 | 3.8 |

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 오리온의 15년 4분기 실적 예상

(십억원, %)

| | 4Q14 | 3Q15 | 4Q15F | | 증감률 | |
|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|
| | | | KDB대우 | 컨센서스 | YoY | QoQ |
| 매출액 | 629.5 | 639.4 | 599.3 | 616.4 | -4.8 | -6.3 |
| 영업이익 | 55.2 | 78.6 | 70.6 | 67.4 | 28.0 | -10.2 |
| 세전이익 | 31.9 | 54.7 | 59.7 | 65.2 | 87.3 | 9.0 |
| 순이익 | 36.3 | 35.4 | 43.4 | 55.7 | 19.5 | 22.5 |
| 영업이익률 | 8.8 | 12.3 | 11.8 | 10.9 | - | - |
| 순이익률 | 5.8 | 5.5 | 7.2 | 9.0 | - | - |

주: 스포츠토토 15년 2Q부터 중단되어 연결에서 제외, 스포츠토토 제외 동일 기준은 매출액 6.6%, 영업이익 32.0% 증가

자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 오리온의 분기별 수익예상

(십억원, %)

| | 15 | | | | 16F | | | | 14 | 15F | 16F |
|---------|------|-------|-------|------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4QF | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 연간 | 연간 | 연간 |
| 매출액 | 626 | 513 | 639 | 599 | 682 | 560 | 699 | 661 | 2,463 | 2,378 | 2,602 |
| 영업이익 | 107 | 47 | 79 | 71 | 108 | 61 | 100 | 80 | 279 | 304 | 349 |
| 세전이익 | 109 | 45 | 55 | 60 | 103 | 51 | 92 | 68 | 225 | 268 | 313 |
| 순이익 | 77 | 19 | 35 | 43 | 68 | 33 | 62 | 47 | 163 | 175 | 211 |
| 영업이익률 | 17.1 | 9.3 | 12.3 | 11.8 | 15.9 | 10.9 | 14.3 | 12.1 | 11.3 | 12.8 | 13.4 |
| 순이익률 | 12.3 | 3.7 | 5.5 | 7.2 | 10.0 | 6.0 | 8.9 | 7.2 | 6.6 | 7.4 | 8.1 |
| 매출액증가율 | -4.3 | 3.3 | 15.2 | -4.8 | 8.9 | 9.2 | 9.3 | 10.3 | -0.9 | -3.5 | 9.4 |
| 영업이익증가율 | 13.1 | 19.1 | 7.2 | 28.0 | 1.2 | 29.1 | 27.1 | 13.0 | 7.5 | 8.8 | 15.0 |
| 세전이익증가율 | 33.0 | 52.9 | -9.7 | 87.3 | -5.7 | 13.0 | 67.8 | 13.1 | -0.9 | 19.3 | 16.6 |
| 순이익증가율 | 44.1 | -20.2 | -29.0 | 19.5 | -11.4 | 76.4 | 76.1 | 9.1 | 12.2 | 7.0 | 20.9 |

자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

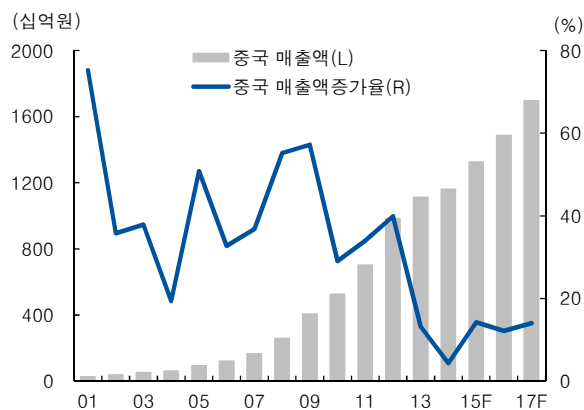
표 3. 오리온의 2015~2016년 수익예상 변경

(십억원, %)

| 구분 | 변경 전 | | 변경 후 | | 변경률 | | 변경사유 |
|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------------------|
| | 15F | 16F | 15F | 16F | 15F | 16F | |
| 매출액 | 2,417 | 2,636 | 2,378 | 2,602 | -1.6 | -1.3 | 매출액: 중국 매출 둔화 반영 |
| 영업이익 | 294 | 338 | 304 | 349 | 3.3 | 3.3 | 영업이익: 중국 이익 증가 반영 |
| 세전이익 | 262 | 310 | 268 | 313 | 2.4 | 0.9 | |
| 순이익 | 171 | 209 | 175 | 211 | 2.3 | 1.2 | |
| 영업이익률 | 12.2 | 12.8 | 12.8 | 13.4 | - | - | |
| 순이익률 | 7.1 | 7.9 | 7.4 | 8.1 | - | - | |

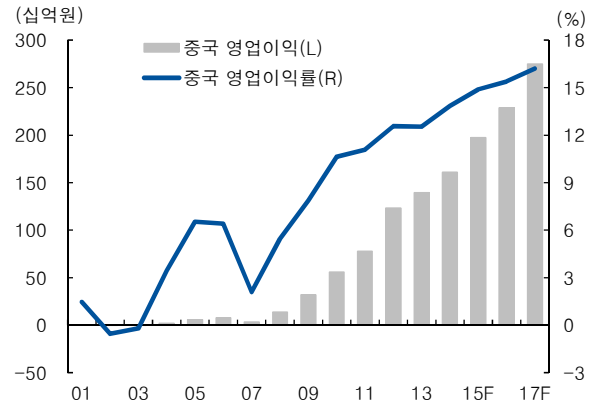
자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 오리온의 중국 매출액 증가율, 15~17년 10% 이상 성장



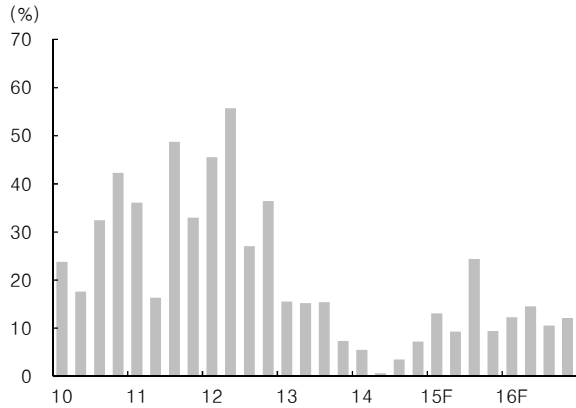
자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 오리온의 중국 영업이익률, 지속 상승



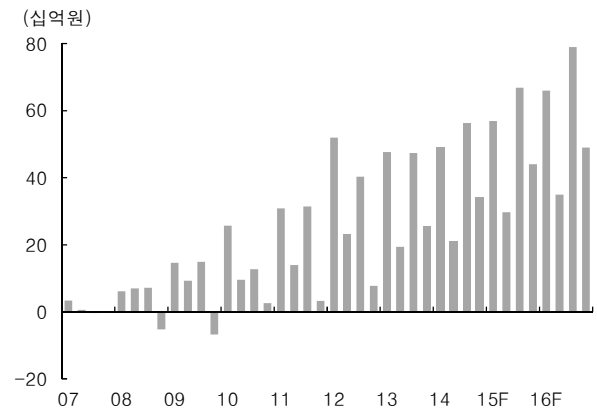
자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 오리온의 중국 분기별 매출액 증가율, 16년 10% 이상 성장



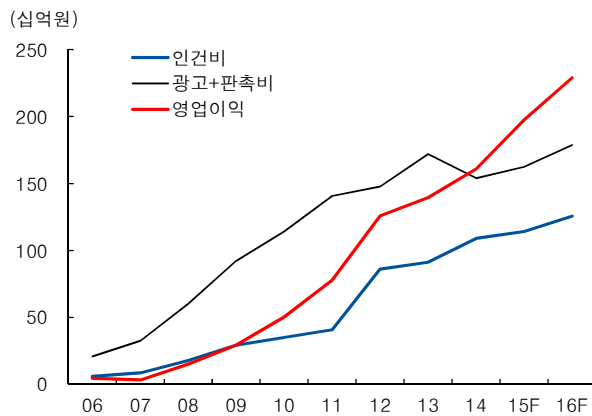
자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 오리온의 중국 분기별 영업이익, 지속 상승



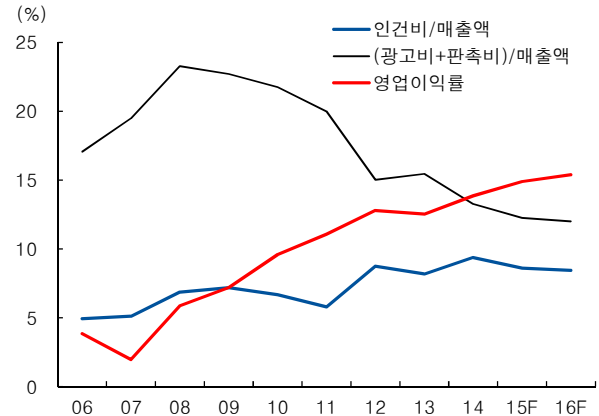
자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 오리온의 중국 주요 비용과 영업이익 전망(1)



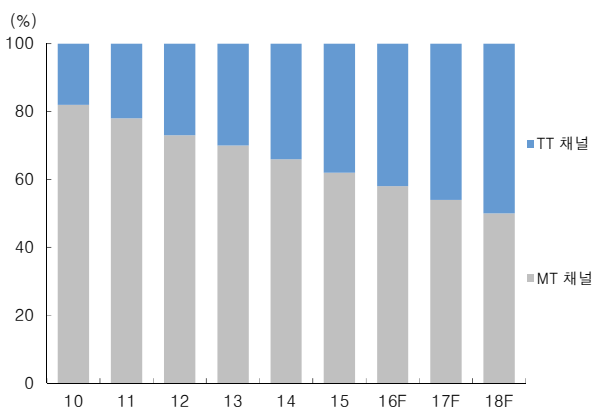
자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 오리온의 중국 주요 비용과 영업이익 전망(2)



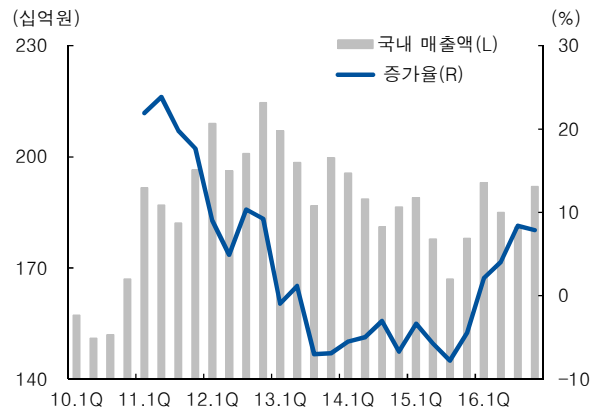
자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 중국 판매 채널 변화, TT(전통) 채널 비중 확대 중



자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 국내(내수+직수출) 매출액, 13~15년 감소, 16년 증가 전망



자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

오리온 (001800)

예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원) | 12/14 | 12/15F | 12/16F | 12/17F |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 2,463 | 2,417 | 2,636 | 2,844 |
| 매출원가 | 1,361 | 1,304 | 1,424 | 1,536 |
| 매출총이익 | 1,102 | 1,113 | 1,212 | 1,308 |
| 판매비와관리비 | 823 | 819 | 875 | 943 |
| 조정영업이익 | 279 | 294 | 337 | 365 |
| 영업이익 | 279 | 294 | 337 | 365 |
| 비영업손익 | -24 | -45 | -32 | -29 |
| 금융손익 | -25 | -20 | -18 | -17 |
| 관계기업등 투자손익 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업손익 | 255 | 249 | 305 | 336 |
| 계속사업법인세비용 | 51 | 76 | 86 | 95 |
| 계속사업이익 | 204 | 173 | 219 | 242 |
| 중단사업이익 | -30 | 14 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 174 | 186 | 219 | 242 |
| 지배주주 | 163 | 171 | 210 | 238 |
| 비지배주주 | 11 | 16 | 9 | 4 |
| 총포괄이익 | 171 | 201 | 219 | 242 |
| 지배주주 | 159 | 183 | 200 | 221 |
| 비지배주주 | 12 | 18 | 19 | 20 |
| EBITDA | 426 | 446 | 487 | 527 |
| FCF | 61 | 289 | 164 | 152 |
| EBITDA 마진율 (%) | 17.3 | 18.5 | 18.5 | 18.5 |
| 영업이익률 (%) | 11.3 | 12.2 | 12.8 | 12.8 |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 6.6 | 7.1 | 8.0 | 8.4 |

예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원) | 12/14 | 12/15F | 12/16F | 12/17F |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름 | 216 | 424 | 364 | 402 |
| 당기순이익 | 174 | 186 | 219 | 242 |
| 비현금수익비용가감 | 270 | 259 | 253 | 274 |
| 유형자산감가상각비 | 94 | 103 | 105 | 115 |
| 무형자산상각비 | 52 | 49 | 44 | 47 |
| 기타 | 124 | 107 | 104 | 112 |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동 | -136 | 74 | -4 | -2 |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가) | 30 | 67 | -14 | -14 |
| 재고자산 감소(증가) | 17 | 2 | -19 | -19 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | -51 | -121 | 9 | 9 |
| 법인세납부 | -64 | -76 | -86 | -95 |
| 투자활동으로 인한 현금흐름 | -121 | -274 | -271 | -326 |
| 유형자산처분(취득) | -146 | -131 | -200 | -250 |
| 무형자산감소(증가) | 1 | -33 | -45 | -50 |
| 장단기금융자산의 감소(증가) | 41 | -14 | -26 | -26 |
| 기타투자활동 | -17 | -96 | 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 | 95 | 70 | 7 |
| 기초현금 | 233 | 216 | 312 | 382 |
| 기말현금 | 216 | 312 | 382 | 389 |

자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

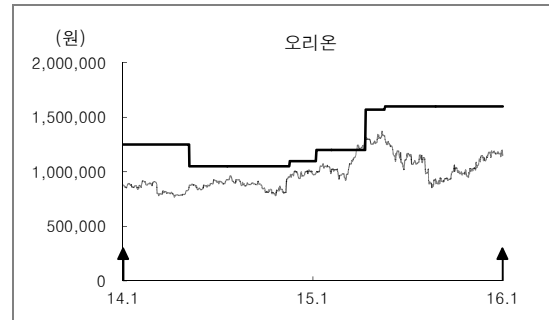
| (십억원) | 12/14 | 12/15F | 12/16F | 12/17F |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 유동자산 | 1,029 | 1,152 | 1,296 | 1,374 |
| 현금 및 현금성자산 | 216 | 312 | 382 | 389 |
| 매출채권 및 기타채권 | 185 | 193 | 210 | 225 |
| 재고자산 | 216 | 220 | 239 | 258 |
| 기타유동자산 | 412 | 427 | 465 | 502 |
| 비유동자산 | 1,904 | 1,941 | 2,040 | 2,181 |
| 관계기업투자등 | 20 | 20 | 22 | 24 |
| 유형자산 | 1,727 | 1,757 | 1,852 | 1,987 |
| 무형자산 | 40 | 52 | 53 | 56 |
| 자산총계 | 2,933 | 3,094 | 3,336 | 3,555 |
| 유동부채 | 864 | 825 | 852 | 869 |
| 매입채무 및 기타채무 | 277 | 282 | 306 | 331 |
| 단기금융부채 | 447 | 397 | 387 | 367 |
| 기타유동부채 | 140 | 146 | 159 | 171 |
| 비유동부채 | 666 | 705 | 733 | 730 |
| 장기금융부채 | 585 | 622 | 642 | 632 |
| 기타비유동부채 | 81 | 83 | 91 | 98 |
| 부채총계 | 1,530 | 1,530 | 1,585 | 1,599 |
| 지배주주지분 | 1,248 | 1,400 | 1,578 | 1,779 |
| 자본금 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| 자본잉여금 | 67 | 67 | 67 | 67 |
| 이익잉여금 | 1,200 | 1,339 | 1,517 | 1,718 |
| 비지배주주지분 | 155 | 164 | 173 | 177 |
| 자본총계 | 1,403 | 1,564 | 1,751 | 1,956 |

예상 주당가치 및 valuation (요약)

| | 12/14 | 12/15F | 12/16F | 12/17F |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| P/E (x) | 37.1 | 40.8 | 32.7 | 28.9 |
| P/CF (x) | 13.7 | 15.6 | 14.6 | 13.3 |
| P/B (x) | 4.7 | 4.9 | 4.3 | 3.8 |
| EV/EBITDA (x) | 15.9 | 16.9 | 15.2 | 13.9 |
| EPS (원) | 27,363 | 28,544 | 35,096 | 39,817 |
| CFPS (원) | 74,311 | 74,601 | 78,886 | 86,233 |
| BPS (원) | 214,175 | 239,663 | 269,487 | 303,153 |
| DPS (원) | 6,000 | 6,000 | 7,000 | 7,000 |
| 배당성향 (%) | 18.1 | 16.9 | 16.8 | 15.2 |
| 배당수익률 (%) | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 0.6 |
| 매출액증가율 (%) | -0.9 | -1.9 | 9.1 | 7.9 |
| EBITDA증가율 (%) | 7.0 | 4.7 | 9.2 | 8.2 |
| 조정영업이익증가율 (%) | 7.7 | 5.4 | 14.6 | 8.3 |
| EPS증가율 (%) | 12.1 | 4.3 | 23.0 | 13.5 |
| 매출채권 회전을 (회) | 15.5 | 15.5 | 15.8 | 15.7 |
| 재고자산 회전을 (회) | 11.0 | 11.1 | 11.5 | 11.4 |
| 매입채무 회전을 (회) | 12.9 | 12.9 | 13.4 | 13.4 |
| ROA (%) | 5.9 | 6.2 | 6.8 | 7.0 |
| ROE (%) | 13.8 | 12.9 | 14.1 | 14.2 |
| ROIC (%) | 11.7 | 10.3 | 11.8 | 12.0 |
| 부채비율 (%) | 109.1 | 97.8 | 90.5 | 81.7 |
| 유동비율 (%) | 119.1 | 139.7 | 152.0 | 158.1 |
| 순차입금/자기자본 (%) | 38.7 | 26.9 | 19.2 | 14.0 |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 8.0 | 10.2 | 11.8 | 12.8 |

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 |
| | 2013.11.20 | 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) |
|--------|-----------------|--------|----------|
| 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.