



BUY(Maintain)

목표주가: 930,000원

주가(11/14): 705,000원

시가총액: 42,359억원

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/14)		1,974.70pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	1,200,000원	700,000원
등락률	-41.25%	0.71%
수익률	절대	상대
1M	-9.6%	-7.4%
6M	-28.0%	-28.3%
1Y	-32.0%	-32.1%

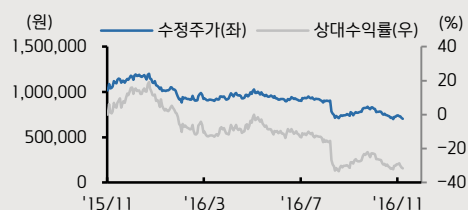
Company Data

발행주식수	6,008천주
일평균 거래량(3M)	23천주
외국인 지분율	41.69%
배당수익률(16E)	0.85%
BPS(16E)	261,718원
주요 주주	이화경 외
	28.54%
	국민연금공단
	8.07%

투자지표

(억원, IFRS **)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	23,824	23,395	24,111	25,275
보고영업이익	2,993	3,147	3,350	3,864
핵심영업이익	2,993	3,147	3,350	3,864
EBITDA	4,816	5,013	5,298	5,832
세전이익	2,518	2,822	3,194	3,795
순이익	1,771	2,261	2,421	2,876
지배주주지분순이익	1,623	2,139	2,317	2,769
EPS(원)	27,164	35,790	38,765	46,342
증감률(% YoY)	-0.7	31.8	8.3	19.5
PER(배)	42.9	19.7	18.2	15.2
PBR(배)	5.1	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA(배)	16.8	9.8	8.8	7.5
보고영업이익률(%)	12.6	13.5	13.9	15.3
핵심영업이익률(%)	12.6	13.5	13.9	15.3
ROE(%)	12.1	13.9	13.3	14.0
순부채비율(%)	32.5	25.0	13.4	-1.6

Price Trend



실적리뷰

오리온 (001800)

수익성과 성장성의 엇갈림



오리온의 3분기 영업이익은 중국 수익성에 대한 우려를 불식시키며, 시장 컨센서스를 9% 상회한 944억원을 기록하였다. 베트남 지역의 외형 확대와 수익성 개선은 인상적이었으나, 중국 매출 성장률은 시장의 기대치를 충족시키지 못한 아쉬운 수치였다. 이러한 기대감의 하락과 업종 평균 밸류에이션 하락을 반영하여 목표주가를 93만원으로 하향 조정한다.

>>> 3분기 영업이익 944억원으로 시장 컨센서스 상회

오리온의 3분기 매출액은 전년동기 대비 -6.6% 감소하였으나, 영업이익은 20% 정도 성장하였다. 중국 지역은 위안화 약세로 인해, 매출이 전년동기 대비 -6.5% 감소하였다(위안화 기준 2.3% 성장). 하지만, 1) 작년 3분기 건설 부문의 일회성 손실로 이익 기저가 낮았고(3Q15 일회성 손실 223억, 대부분 매출원가에 반영), 2) 중국과 베트남 지역의 원가율과 판관비율이 하락하면서, 만족스러운 이익 레벨을 기록하였다.

긍정적인 부분은 1) 이번 실적발표를 통해, 중국의 수익성에 대한 우려가 완화될 것으로 기대되고, 2) 베트남 지역에서 감자칩, 옥수수 베이시스칩 등의 호조로 높은 매출 성장률이 나타난 점이다. 반면, 껌 카테고리의 부진으로 중국 매출 성장을 둔화가 지속되고 있는 점은, 향후 성장성 측면에서 우려스러운 부분이다.

>>> 프리미엄 제품을 통한 중국 성장성 회복 필요

동사는 파이, 스낵을 중심으로 중국 시장에서 점유율을 전년 대비 0.4%p 개선하였으나(16년 1~9월 누계기준), 껌 카테고리의 부진으로 외형 회복이 만족스럽지 못한 상황이다. 4분기 이후의 관전 포인트는 중국에서 런칭된 마켓오브라우니 제품의 매출이 될 것이다. 이를 통해, 향후 중국 시장에서 동사의 프리미엄 브랜드 매출에 대한 기대치가 좌우될 가능성이 높기 때문이다. 당사는, 중국 시장의 소비 수준이 빠르게 올라가고 있고, 해당 브랜드가 웰빙 트렌드에 부합하기 때문에, 시간은 좀 걸릴지라도 긍정적인 성과가 가능할 것으로 기대하고 있다.

>>> 목표주가 93만원으로 하향

동사에 대해 투자 의견 BUY를 유지하지만, 목표주가를 93만원으로 하향한다. 중국 매출 성장률 하향세와 음식료 업종 평균 밸류에이션 하락을 감안하여, Target PER을 24배로 하향한다. 다만, 중장기적으로 중국 제과 시장 내 점유율 확대, 베트남을 중심으로 한 동남아 지역 확대 기대감에 대해서는 긍정적인 view를 유지한다.

주요 지역별 실적 리뷰 상세

부문	주요 내용
한국	- 허니 밀크 감자칩 매출 감소, 이천공장 화재에 따른 생산 차질 영향으로 매출 역성장 - 다만, 파이/캔디류 +15% 내외 성장하며, 외형 회복의 가능성을 보이기 시작
중국	- 중국 제과 시장 -1% 역성장하며, 동사 매출 성장률 +2.3%로 둔화 지속(현지 통화 기준) - 껌 카테고리의 역성장(YoY -27.5%)이 부진의 원인. 파이는 신제품에 힘입어 16% 성장 - 원가율, 판관비율 모두 개선되며, 2 분기 이후 있었던 수익성 우려를 불식시킴
베트남	- 파이와 스낵 매출이 각각 YoY 31%, 46% 성장. 3Q 내수 매출은 YoY +29% 성장(현지 통화 기준) - 인도네시아 법인向 수출은 12월부터 전개될 듯
러시아	- 매출 관련 회계정책 변경 영향으로 매출 성장을 둔화되었으나, 실질적으로는 +15% 수준의 성장을 기록(현지 통화 기준)
기타	- 유효 법인세율은 스포츠도트 합병에 따른 일시적 영향으로 낮아졌음

자료: 오리온, 키움증권 리서치

오리온 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2015	2016E	2017E
매출액	626.4	512.6	639.4	604.0	660.6	496.2	597.2	585.6	2,382.4	2,339.5	2,411.1
(YoY)	6.9%	3.2%	15.2%	7.4%	5.5%	-3.2%	-6.6%	-3.0%	8.3%	-1.8%	3.1%
제과	602.2	498.9	572.8	564.6	616.4	487.0	562.7	565.6	2,238.6	2,231.7	2,311.1
(YoY)	6.1%	3.9%	9.6%	2.8%	2.4%	-2.4%	-1.8%	0.2%	5.6%	-0.3%	3.6%
한국(별도기준)	189.0	177.8	167.1	173.5	173.8	166.6	160.2	173.5	707.4	674.2	689.5
(YoY)	-3.4%	-5.7%	-7.7%	-6.9%	-8.0%	-6.3%	-4.1%	0.0%	-5.9%	-4.7%	2.3%
중국(Pan Orion)	353.7	268.1	372.7	338.4	378.4	272.0	348.4	331.3	1,332.9	1,330.1	1,358.7
(YoY)	13.1%	9.3%	24.4%	11.5%	7.0%	1.5%	-6.5%	-2.1%	14.8%	-0.2%	2.2%
베트남(OFFV)	49.9	34.2	36.3	44.6	58.9	42.4	45.4	52.0	164.9	198.7	226.3
(YoY)	8.6%	8.3%	14.8%	8.6%	18.0%	24.1%	25.2%	16.8%	9.9%	20.5%	13.9%
러시아(OIE)	12.4	16.3	16.1	13.4	13.7	14.0	15.5	14.0	58.1	57.1	65.0
(YoY)	-32.7%	-19.1%	-9.7%	-49.2%	10.4%	-14.2%	-3.6%	4.8%	-29.7%	-1.6%	13.8%
영상	23.8	13.5	66.3	39.1	43.8	9.1	34.3	20.0	142.7	107.1	100.0
기타 및 연결조정	0.4	0.1	0.3	0.3	0.4	0.1	0.1	0.0	1.1	0.7	0.0
매출총이익	306.3	233.3	280.0	295.1	324.9	235.1	287.6	291.6	1,114.7	1,139.1	1,193.8
(GPM)	48.9%	45.5%	43.8%	48.9%	49.2%	47.4%	48.2%	49.8%	46.8%	48.7%	49.5%
판관비	199.4	185.9	201.4	228.8	205.9	207.2	193.2	218.1	815.4	824.4	855.7
(판관비율)	31.8%	36.3%	31.5%	37.9%	31.2%	41.8%	32.3%	37.2%	34.2%	35.2%	35.5%
영업이익	106.9	47.4	78.6	66.4	118.9	27.9	94.4	73.5	299.3	314.7	335.0
(YoY)	26.0%	19.1%	7.2%	30.5%	11.3%	-41.3%	20.1%	10.8%	20.3%	5.1%	6.4%
(OPM)	17.1%	9.3%	12.3%	11.0%	18.0%	5.6%	15.8%	12.6%	12.6%	13.5%	13.9%
제과	96.2	58.8	89.5	68.0	104.7	28.3	90.7	75.5	312.3	299.2	326.0
(OPM)	16.0%	11.8%	15.6%	12.0%	17.0%	5.8%	16.1%	13.3%	14.0%	13.4%	14.1%
한국(별도기준)	30.2	27.3	19.3	18.3	23.9	16.6	12.1	14.7	95.1	67.3	74.3
(OPM)	16.0%	15.4%	11.5%	10.5%	13.7%	10.0%	7.5%	8.5%	13.4%	10.0%	10.8%
중국(Pan Orion)	56.9	29.6	67.1	47.0	68.1	7.1	70.7	53.6	200.4	199.5	208.9
(OPM)	16.1%	11.0%	18.0%	13.9%	18.0%	2.6%	20.3%	16.2%	15.0%	15.0%	15.4%
베트남(OFFV)	8.5	0.5	1.1	3.2	11.3	3.5	5.7	6.3	13.3	26.8	33.6
(OPM)	17.0%	1.6%	3.0%	7.2%	19.3%	8.1%	12.5%	12.1%	8.1%	13.5%	14.8%
러시아(OIE)	0.7	1.3	2.0	-0.5	1.3	1.2	2.2	0.8	3.5	5.6	9.2
(OPM)	5.4%	8.1%	12.6%	-4.0%	9.7%	8.8%	14.4%	6.0%	6.0%	9.9%	14.1%
영상	2.1	0.3	8.6	3.0	6.8	0.2	5.3	1.5	14.1	13.8	8.0
기타 및 연결조정	8.6	-11.7	-19.5	-4.6	7.4	-0.6	-1.6	-3.4	-27.1	1.7	1.1
세전이익	98.7	41.4	58.6	53.1	99.2	19.9	90.1	72.9	251.8	282.2	319.4
당기순이익	74.9	17.4	44.6	39.6	74.2	7.4	84.9	55.4	176.5	221.9	242.1
지배주주순이익	79.4	16.6	37.6	28.6	69.0	6.9	80.7	57.4	162.2	213.9	231.7
(YoY)	65.6%	-18.1%	-20.6%	-45.4%	-13.2%	-58.7%	114.8%	100.5%	-2.5%	31.9%	8.3%
현지 통화 기준 매출 성장률¹⁾											
중국(Pan Orion)	12.3%	1.5%	12.0%	8.7%	3.0%	1.6%	2.3%	6.0%	8.9%	3.3%	5.5%
베트남(OFFV)	4.6%	-6.4%	2.7%	5.0%	11.3%	16.0%	29.4%	15.0%	2.0%	17.0%	13.0%
러시아(OIE)	17.2%	15.4%	37.0%	-27.8%	19.7%	0.1%	3.7%	2.0%	4.9%	6.0%	9.4%

자료: 오리온, 키움증권 리서치

주: 1) 수출 매출을 제외한 내수 성장률 기준

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	21,998	23,824	23,395	24,111	25,275
매출원가	11,624	12,677	12,004	12,204	12,588
매출총이익	10,374	11,147	11,391	11,907	12,687
판매비및일반관리비	7,885	8,154	8,244	8,557	8,823
영업이익(보고)	2,489	2,993	3,147	3,350	3,864
영업이익(핵심)	2,489	2,993	3,147	3,350	3,864
영업외손익	-200	-475	-326	-156	-69
이자수익	57	90	108	112	117
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	119	179	143	143	143
이자비용	347	296	258	208	126
외환손실	263	405	202	202	202
관계기업지분법손익	14	-3	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-1	-25	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-32	-10	0	0	0
기타	255	-5	-117	0	0
법인세차감전이익	2,289	2,518	2,822	3,194	3,795
법인세비용	517	753	603	773	918
유효법인세율 (%)	22.6%	29.9%	21.4%	24.2%	24.2%
당기순이익	1,743	1,771	2,261	2,421	2,876
지배주주지분순이익(억원)	1,635	1,623	2,139	2,317	2,769
EBITDA	3,953	4,816	5,013	5,298	5,832
현금순이익(Cash Earnings)	3,207	3,594	4,127	4,369	4,845
수정당기순이익	1,768	1,795	2,261	2,421	2,876
증감율(% YoY)					
매출액	-11.5	8.3	-1.8	3.1	4.8
영업이익(보고)	-4.1	20.3	5.1	6.4	15.3
영업이익(핵심)	-4.1	20.3	5.1	6.4	15.3
EBITDA	-0.7	21.8	4.1	5.7	10.1
지배주주지분 당기순이익	12.2	-0.7	31.8	8.3	19.5
EPS	12.1	-0.7	31.8	8.3	19.5
수정순이익	11.6	1.5	25.9	7.1	18.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	2,157	4,821	4,136	4,324	4,781
당기순이익	1,772	1,765	2,261	2,421	2,876
감가상각비	944	1,044	1,088	1,169	1,190
무형자산상각비	520	779	778	778	779
외환손익	141	170	60	60	60
자산처분손익	86	85	0	0	0
지분법손익	-14	3	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-1,360	488	9	-45	-65
기타	67	486	-60	-60	-60
투자활동현금흐름	-1,206	-3,022	-3,102	-2,388	-1,693
투자자산의 처분	237	-1,684	67	-112	-183
유형자산의 처분	88	69	0	0	0
유형자산의 취득	-1,550	-1,350	-2,400	-1,500	-1,530
무형자산의 처분	9	-50	-800	-800	0
기타	6	-17	31	25	20
재무활동현금흐름	-1,120	-1,439	-791	-2,144	-3,329
단기차입금의 증가	-2,645	-2,300	0	0	-1,000
장기차입금의 증가	1,747	1,394	-459	-1,850	-2,050
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-208	-363	-316	-316	-316
기타	-13	-170	-16	22	37
현금및현금성자산의순증가	-170	363	243	-208	-241
기초현금및현금성자산	2,332	2,165	2,528	2,770	2,563
기말현금및현금성자산	2,162	2,528	2,770	2,563	2,321
Gross Cash Flow	3,517	4,332	4,127	4,369	4,845
Op Free Cash Flow	490	3,010	1,150	2,142	3,303

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	10,286	9,617	9,732	9,737	9,842
현금및현금성자산	2,162	2,528	2,770	2,563	2,321
유동금융자산	2,725	2,586	2,539	2,617	2,743
매출채권및유동채권	2,696	2,335	2,293	2,363	2,477
재고자산	2,155	1,881	1,847	1,904	1,996
기타유동비금융자산	547	287	282	291	305
비유동자산	19,039	20,372	21,644	22,024	21,649
장기매출채권및기타비유동채권	618	560	550	567	594
투자자산	556	1,548	1,527	1,562	1,619
유형자산	17,271	17,575	18,887	19,218	19,558
무형자산	397	530	552	574	-206
기타비유동자산	197	159	128	103	83
자산총계	29,325	29,988	31,376	31,761	31,491
유동부채	8,635	7,423	7,182	7,139	5,671
매입채무및기타유동채무	3,885	3,539	3,475	3,582	3,754
단기차입금	2,615	1,772	1,772	1,772	772
유동성장기차입금	1,851	1,766	1,607	1,457	807
기타유동부채	284	346	328	329	338
비유동부채	6,665	7,304	6,987	5,310	3,947
장기매입채무및기타유동채무	31	13	12	13	13
사채및장기차입금	5,845	6,532	6,232	4,532	3,132
기타비유동부채	789	759	743	765	802
부채총계	15,300	14,727	14,169	12,449	9,619
자본금	299	299	299	299	299
주식발행초과금	666	669	669	669	669
이익잉여금	12,003	13,298	15,152	17,181	19,661
기타자본	-497	-479	-479	-479	-479
지배주주지분자본총계	12,471	13,787	15,640	17,670	20,150
비지배주주지분자본총계	1,554	1,475	1,566	1,642	1,722
자본총계	14,025	15,262	17,207	19,312	21,872
순차입금	5,424	4,956	4,302	2,581	-354
총차입금	10,311	10,070	9,611	7,761	4,711

투자지표

(단위: 원, 배, %)

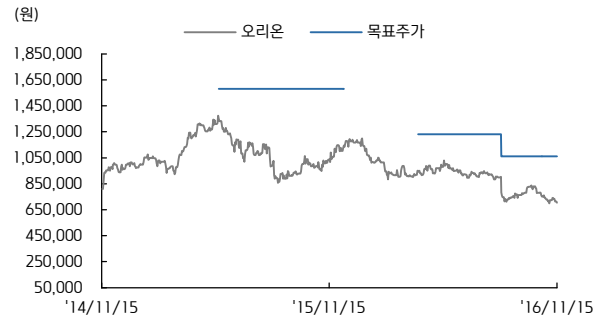
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	27,363	27,164	35,790	38,765	46,342
BPS	208,725	230,704	261,718	295,676	337,179
주당EBITDA	66,173	80,595	83,885	88,645	97,597
CFPS	53,690	60,143	69,053	73,101	81,078
DPS	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
주가배수(배)					
PER	37.1	42.9	19.7	18.2	15.2
PBR	4.9	5.1	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	17.7	16.8	9.8	8.8	7.5
PCFR	18.9	19.4	10.2	9.6	8.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	11.3	12.6	13.5	13.9	15.3
영업이익률(핵심)	11.3	12.6	13.5	13.9	15.3
EBITDA margin	18.0	20.2	21.4	22.0	23.1
순이익률	7.9	7.4	9.7	10.0	11.4
자기자본이익률(ROE)	13.0	12.1	13.9	13.3	14.0
투자자본이익률(ROIC)	10.3	10.9	12.6	12.4	14.2
안정성(%)					
부채비율	109.1	96.5	82.3	64.5	44.0
순차입금비율	38.7	32.5	25.0	13.4	-1.6
이자보상배율(배)	7.2	10.1	12.2	16.1	30.6
활동성(배)					
매출채권회전율	8.1	9.5	10.1	10.4	10.4
재고자산회전율	9.9	11.8	12.5	12.9	13.0
매입채무회전율	5.0	6.4	6.7	6.8	6.9

- 당사는 11월 14일 현재 '오리온 (001800)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
오리온 (001800)	2014/08/18	BUY(Maintain)	1,100,000원
	2014/10/13	BUY(Maintain)	1,100,000원
	2014/11/06	BUY(Maintain)	1,100,000원
담당자변경	2015/06/08	BUY(Reinitiate)	1,580,000원
담당자변경	2016/04/05	BUY(Reinitiate)	1,230,000원
	2016/05/16	BUY(Maintain)	1,230,000원
	2016/08/17	BUY(Maintain)	1,060,000원
	2016/10/04	BUY(Maintain)	1,060,000원
	2016/11/05	BUY(Maintain)	930,000원

목표주가 추이(4.5X8)



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2015/9/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%