



## BUY(Maintain)

목표주가: 1,230,000원

주가(5/13): 979,000원

시가총액: 58,506억원

## 음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (5/13)		1,966.99pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	1,374,000원	857,000원
등락률	-28.75%	14.24%
수익률	절대	상대
1W	6.6%	7.4%
1M	-5.6%	-5.3%
1Y	-25.0%	-19.4%

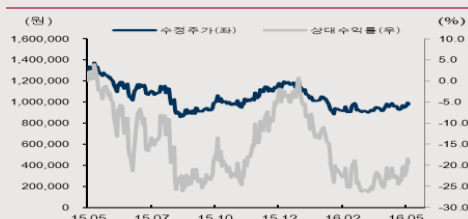
## Company Data

발행주식수	5,976천주
일평균 거래량(3M)	19천주
외국인 지분율	37.42%
배당수익률(16E)	0.61%
BPS(16E)	267,024원
주요 주주	이화경 외
	28.46%
	국민연금공단
	9.08%

## 투자지표

(억원, IFRS **)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	23,824	24,784	26,376	28,351
보고영업이익	2,993	3,670	4,226	4,926
핵심영업이익	2,993	3,670	4,226	4,926
EBITDA	4,816	5,535	6,173	6,895
세전이익	2,518	3,472	4,063	4,866
순이익	1,771	2,620	3,080	3,688
지배주주지분순이익	1,623	2,492	2,955	3,542
EPS(원)	27,164	41,696	49,442	59,263
증감률(% YoY)	-0.7	53.5	18.6	19.9
PER(배)	42.9	23.5	19.8	16.5
PBR(배)	5.1	3.7	3.1	2.7
EV/EBITDA(배)	16.8	11.8	10.2	8.6
보고영업이익률(%)	12.6	14.8	16.0	17.4
핵심영업이익률(%)	12.6	14.8	16.0	17.4
ROE(%)	12.1	16.0	16.3	16.8
순부채비율(%)	32.5	23.0	8.5	-8.3

## Price Trend



## 실적리뷰

## 오리온 (001800)

## Base가 높아도 성장



오리온의 1분기 영업이익은 중국과 베트남 제과 사업의 수익성 호조로, 시장 컨센서스를 10% 정도 상회하였다. 지난 해 낮은 춘절로 인한 기고효과가 있었음을 감안한다면, 양호한 실적으로 판단된다. 2분기부터는 낮은 기저, 신제품 효과, 감자스낵 시장 호조에 힘입어 10% 수준의 매출 성장률이 가능할 전망이다. 동사에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 123만원을 유지한다.

## &gt;&gt;&gt; 1분기 영업이익 1,189억원으로 시장 컨센서스 상회

동사의 1분기 연결기준 매출액과 영업이익은 전년동기 대비 5.5%, 11.3% 성장하였으며, 영업이익 기준으로 시장 컨센서스를 10% 이상 상회하였다. 시장 컨센서스 상회의 주요 요인은, 중국과 베트남 제과의 수익성이 시장 기대치보다 높았기 때문이다. 한편, 영업외 항목에서는 이천 공장 화재로 인한 1분기에 재해손실 171억원이 발생하였으나, 올해 4분기에 화재보험 배상액이 잡히면서 상계될 예정이다.

1분기 중국 YoY 매출 성장률은 2.9%로 다소 부진한 모습을 보였다(위안화 기준). 올해 1분기는 춘절 시즌이 전년보다 일찍 시작되면서, 춘절 시즌 이후 재고소진 기간이 지난 해보다 더 길게 잡혔기 때문이다. 반대로 2분기는 기저가 낮기 때문에, 매출 성장률이 회복될 가능성이 높다. 카테고리 별로는, 스낵 매출이 감자스낵 시장과 허니맛 신제품 효과로 인해 전년동기 대비 24% 성장하였으나, 나머지 카테고리의 매출은 지난해 기고와 경쟁 품목의 시장 확대 영향으로 역성장 하였다.

## &gt;&gt;&gt; 2분기 이후 중국 매출 성장률 10% 수준 전망

2분기 이후 중국 매출 성장률은 10% 수준에서 형성될 것으로 전망한다(위안화 기준). 그 이유는, 1) 이른 춘절로 인한 2분기의 낮은 기저, 2) 마켓오/닥터유 프리미엄 신제품의 하반기 출시, 3) 감자스낵 시장의 호조 때문이다.

내수 시장은 신제품 런칭에 따라, 올해 하반기부터 매출이 증가세로 돌아설 것으로 판단된다. 또한, 베트남과 러시아는 환율 여건이 불리하지만, 지속적인 신제품 출시를 통해, 매출과 영업이익이 증가할 것으로 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 BUY, 목표주가 123만원 유지

동사에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 123만원을 유지한다. 동사는 지역별로 검증된 히트 제품들을 다른 지역의 신제품으로 지속 출시함으로써, 매출과 이익이 꾸준히 증가할 것으로 판단된다. 특히, 중국과 동남아 시장 내 매출 확대를 통해, 꾸준한 실적 개선이 가능할 것으로 판단된다.

## 주요 지역별 실적 리뷰 상세

부문	주요 내용
한국	- 내수 매출 220 억원 감소 중에서, 150 억원은 이전공장 화재에 따른 생산차질 영향 - 바나나맛 초코파이 3 월 매출 30 억원 수준. 연간 매출 350 억원 예상.
중국	- 전년 대비 이른 춘절로 인해, 위안화 기준 매출은 전년동기 대비 2.9% 성장. 2 분기는 기저효과로 매출 성장을 회복 전망. - 중국 프리미엄 신제품은 계획대로 7 월부터 런칭 예정이고, 올해 말에 초코파이 2nd flavor 런칭 예정.
베트남	- 작년에 다국적 회사의 시장 침투로 인해, 동사 성장을 하향했었음. 올해는, 그 영향 사라지면서 기존 파워 브랜드의 매출 성장을 회복세. - 작년에 런칭한 신제품도 지속 호조. 스낵 카테고리 매출이 전년동기 대비 39% 성장(현지 통화 기준)
러시아	- 전년동기 대비 파이 카테고리는 17%, 비스킷 카테고리는 28% 성장(현지 통화 기준) - 루블화 약세에도 불구하고, 영업이익과 영업이익률이 전년동기 대비 개선

자료: 오리온, 키움증권 리서치

## 오리온 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
<b>매출액</b>	<b>626.4</b>	<b>512.6</b>	<b>639.4</b>	<b>604.0</b>	<b>660.6</b>	<b>545.5</b>	<b>643.9</b>	<b>628.4</b>	<b>2,382.4</b>	<b>2,478.4</b>	<b>2,637.6</b>
(YoY)	6.9%	3.2%	15.2%	7.4%	5.5%	6.4%	0.7%	4.0%	8.3%	4.0%	6.4%
제과	602.2	498.9	572.8	564.6	616.4	525.5	603.9	608.4	2,238.6	2,354.2	2,537.6
(YoY)	6.1%	3.9%	9.6%	2.8%	2.4%	5.3%	5.4%	7.7%	5.6%	5.2%	7.8%
한국(별도기준)	189.0	177.8	167.1	173.5	173.8	173.6	168.7	176.8	707.4	692.9	709.5
(YoY)	-3.4%	-5.7%	-7.7%	-6.9%	-8.0%	-2.4%	1.0%	1.9%	-5.9%	-2.1%	2.4%
중국(Pan Orion)	353.7	268.1	372.7	338.4	378.4	295.0	397.5	371.8	1,332.9	1,442.7	1,578.4
(YoY)	13.1%	9.3%	24.4%	11.5%	7.0%	10.0%	6.7%	9.9%	14.8%	8.2%	9.4%
베트남(OFV)	49.9	34.2	36.3	44.6	58.9	39.0	40.7	50.0	164.9	188.6	209.1
(YoY)	8.6%	8.3%	14.8%	8.6%	18.0%	14.3%	12.1%	12.2%	9.9%	14.4%	10.9%
러시아(OIE)	12.4	16.3	16.1	13.4	13.7	15.1	16.4	15.1	58.1	60.3	71.8
(YoY)	-32.7%	-19.1%	-9.7%	-49.2%	10.4%	-7.1%	2.1%	13.1%	-29.7%	3.8%	19.0%
영상	23.8	13.5	66.3	39.1	43.8	20.0	40.0	20.0	142.7	123.8	100.0
기타 및 연결조정	0.4	0.1	0.3	0.3	0.4	0.0	0.0	0.0	1.1	0.4	0.0
<b>매출총이익</b>	<b>306.3</b>	<b>233.3</b>	<b>280.0</b>	<b>295.1</b>	<b>324.9</b>	<b>260.8</b>	<b>321.6</b>	<b>321.3</b>	<b>1,114.7</b>	<b>1,228.5</b>	<b>1,345.8</b>
(GPM)	48.9%	45.5%	43.8%	48.9%	49.2%	47.8%	49.9%	51.1%	46.8%	49.6%	51.0%
제과	303.6	238.4	292.7	287.4	315.7	257.2	314.6	317.7	1,122.2	1,205.3	1,328.2
(GPM)	50.4%	47.8%	51.1%	50.9%	51.2%	48.9%	52.1%	52.2%	50.1%	51.2%	52.3%
<b>판매비</b>	<b>199.4</b>	<b>185.9</b>	<b>201.4</b>	<b>228.8</b>	<b>205.9</b>	<b>200.8</b>	<b>214.2</b>	<b>240.6</b>	<b>815.4</b>	<b>861.6</b>	<b>923.2</b>
(판매비율)	31.8%	36.3%	31.5%	37.9%	31.2%	36.8%	33.3%	38.3%	34.2%	34.8%	35.0%
제과	207.4	179.6	203.4	219.4	211.0	191.9	214.9	235.2	809.9	853.0	914.5
(판매비율)	34.4%	36.0%	35.5%	38.9%	34.2%	36.5%	35.6%	38.7%	36.2%	36.2%	36.0%
<b>영업이익</b>	<b>106.9</b>	<b>47.4</b>	<b>78.6</b>	<b>66.4</b>	<b>118.9</b>	<b>60.0</b>	<b>107.4</b>	<b>80.6</b>	<b>299.3</b>	<b>367.0</b>	<b>422.6</b>
(YoY)	26.0%	19.1%	7.2%	30.5%	11.3%	26.4%	36.6%	21.5%	20.3%	22.6%	15.2%
(OPM)	17.1%	9.3%	12.3%	11.0%	18.0%	11.0%	16.7%	12.8%	12.6%	14.8%	16.0%
제과	96.2	58.8	89.3	68.0	104.7	65.3	99.7	82.6	312.3	352.3	413.6
(OPM)	16.0%	11.8%	15.6%	12.0%	17.0%	12.4%	16.5%	13.6%	14.0%	15.0%	16.3%
한국(별도기준)	30.2	27.3	19.3	18.3	23.9	23.5	17.8	18.6	95.1	83.7	88.7
(OPM)	16.0%	15.4%	11.5%	10.5%	13.7%	13.5%	10.6%	10.5%	13.4%	12.1%	12.5%
중국(Pan Orion)	56.9	29.6	66.9	47.0	68.1	39.4	78.8	59.6	200.4	245.9	295.2
(OPM)	16.1%	11.0%	17.9%	13.9%	18.0%	13.4%	19.8%	16.0%	15.0%	17.0%	18.7%
베트남(OFV)	8.5	0.5	1.1	3.2	11.3	1.2	1.6	3.5	13.3	17.7	23.1
(OPM)	17.0%	1.6%	3.0%	7.2%	19.3%	3.0%	4.0%	7.1%	8.1%	9.4%	11.1%
러시아(OIE)	0.7	1.3	2.0	-0.5	1.3	1.3	1.5	0.8	3.5	5.0	6.7
(OPM)	5.4%	8.1%	12.6%	-4.0%	9.7%	8.7%	9.2%	5.6%	6.0%	8.3%	9.3%
영상	2.1	0.3	8.6	3.0	6.8	1.5	3.5	1.5	14.1	13.3	8.0
기타 및 연결조정	8.6	-11.7	-19.3	-4.6	7.4	-6.9	4.2	-3.4	-27.1	1.4	1.0
세전이익	98.7	41.4	58.6	53.1	99.2	54.6	101.9	91.5	251.8	347.2	406.3
당기순이익	74.9	17.4	44.6	39.6	74.2	40.9	76.3	70.9	176.5	262.0	308.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>79.4</b>	<b>16.6</b>	<b>37.6</b>	<b>28.6</b>	<b>69.1</b>	<b>39.2</b>	<b>72.7</b>	<b>68.1</b>	<b>162.2</b>	<b>249.2</b>	<b>295.5</b>
(YoY)	65.6%	-18.1%	-20.6%	-45.4%	-12.9%	136.3%	93.5%	137.9%	-2.5%	53.6%	18.6%
<b>현지 통화 기준 매출 성장률</b>											
중국(Pan Orion)	12.5%	1.5%	12.6%	9.3%	2.9%	10.0%	10.0%	11.0%	9.3%	8.3%	10.0%
베트남(OFV) <sup>1)</sup>	4.6%	-6.4%	2.7%	5.0%	11.3%	8.0%	8.0%	6.0%	2.0%	8.5%	7.5%
러시아(OIE)	17.2%	15.4%	37.0%	-27.8%	19.7%	11.0%	6.0%	10.0%	4.9%	11.3%	15.0%

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	24,784	26,376	28,351
매출원가	11,624	12,677	12,499	12,918	13,570
매출총이익	10,374	11,147	12,285	13,458	14,781
판매비및일반관리비	7,885	8,154	8,616	9,232	9,855
영업이익(보고)	2,489	2,993	3,670	4,226	4,926
영업이익(핵심)	2,489	2,993	3,670	4,226	4,926
영업외손익	-200	-475	-198	-163	-60
이자수익	57	90	125	133	142
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	119	179	143	143	143
이자비용	347	296	292	236	143
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	30	0	0
법인세차감전이익	2,289	2,518	3,472	4,063	4,866
법인세비용	517	753	849	983	1,178
유효법인세율 (%)	22.6%	29.9%	24.5%	24.2%	24.2%
당기순이익	1,743	1,771	2,620	3,080	3,688
지배주주지분순이익(억원)	1,635	1,623	2,492	2,955	3,542
EBITDA	3,953	4,816	5,535	6,173	6,895
현금순이익(Cash Earnings)	3,207	3,594	4,486	5,027	5,657
수정당기순이익	1,768	1,795	2,620	3,080	3,688
증감율(% YoY)					
매출액	-11.5	8.3	4.0	6.4	7.5
영업이익(보고)	-4.1	20.3	22.6	15.2	16.6
영업이익(핵심)	-4.1	20.3	22.6	15.2	16.6
EBITDA	-0.7	21.8	14.9	11.5	11.7
지배주주지분 당기순이익	12.2	-0.7	53.5	18.6	19.9
EPS	12.1	-0.7	53.5	18.6	19.9
수정순이익	11.6	1.5	45.9	17.5	19.8

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	2,157	4,821	4,425	4,938	5,552
당기순이익	1,772	1,765	2,620	3,080	3,688
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	-61	-89	-106
기타	67	486	-60	-60	-60
투자활동현금흐름	-1,206	-3,022	-3,320	-2,525	-1,820
투자자산의 처분	237	-1,684	-151	-250	-310
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	-749	-2,117	-3,305
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	26	49	61
현금및현금성자산의순증가	-170	363	356	296	427
기초현금및현금성자산	2,332	2,165	2,528	2,883	3,179
기말현금및현금성자산	2,162	2,528	2,883	3,179	3,606
Gross Cash Flow	3,517	4,332	4,486	5,027	5,657
Op Free Cash Flow	490	3,010	1,376	2,762	4,067

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	10,286	9,617	10,258	11,027	12,042
현금및현금성자산	2,162	2,528	2,883	3,179	3,606
유동금융자산	2,725	2,586	2,690	2,863	3,077
매출채권및유동채권	2,696	2,335	2,429	2,585	2,779
재고자산	2,155	1,881	1,957	2,083	2,239
기타유동비금융자산	547	287	299	318	342
비유동자산	19,039	20,372	21,744	22,187	21,870
장기매출채권및기타비유동채권	618	560	583	620	667
투자자산	556	1,548	1,595	1,672	1,768
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	32,002	33,214	33,912
유동부채	8,635	7,423	7,406	7,505	6,168
매입채무및기타유동채무	3,885	3,539	3,681	3,918	4,211
단기차입금	2,615	1,772	1,772	1,772	772
유동성장기차입금	1,851	1,766	1,607	1,457	807
기타유동부채	284	346	346	358	378
비유동부채	6,665	7,304	7,030	5,380	4,042
장기매입채무및기타유동채무	31	13	13	14	15
사채및장기차입금	5,845	6,532	6,232	4,532	3,132
기타비유동부채	789	759	785	834	895
부채총계	15,300	14,727	14,436	12,885	10,210
자본금	299	299	299	299	299
주식발행초과금	666	669	669	669	669
이익잉여금	12,003	13,298	15,505	18,172	21,423
기타자본	-497	-479	-479	-479	-479
지배주주지분자본총계	12,471	13,787	15,993	18,660	21,912
비지배주주지분자본총계	1,554	1,475	1,573	1,669	1,790
자본총계	14,025	15,262	17,566	20,330	23,702
순차입금	5,424	4,956	4,038	1,719	-1,972
총차입금	10,311	10,070	9,611	7,761	4,711

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

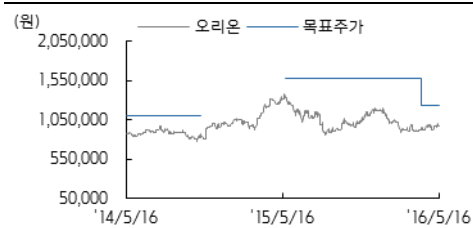
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	27,363	27,164	41,696	49,442	59,263
BPS	208,725	230,704	267,623	312,250	366,660
주당EBITDA	66,173	80,595	92,624	103,301	115,381
CFPS	53,690	60,143	75,064	84,120	94,666
DPS	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
주가배수(배)					
PER	37.1	42.9	23.5	19.8	16.5
PBR	4.9	5.1	3.7	3.1	2.7
EV/EBITDA	17.7	16.8	11.8	10.2	8.6
PCFR	18.9	19.4	13.0	11.6	10.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	11.3	12.6	14.8	16.0	17.4
영업이익률(핵심)	11.3	12.6	14.8	16.0	17.4
EBITDA margin	18.0	20.2	22.3	23.4	24.3
순이익률	7.9	7.4	10.6	11.7	13.0
자기자본이익률(ROE)	13.0	12.1	16.0	16.3	16.8
투자자본이익률(ROIC)	10.3	10.9	14.1	15.5	18.0
안정성(%)					
부채비율	109.1	96.5	82.2	63.4	43.1
순차입금비율	38.7	32.5	23.0	8.5	-8.3
이자보상배율(배)	7.2	10.1	12.6	17.9	34.4
활동성(배)					
매출채권회전율	8.1	9.5	10.4	10.5	10.6
재고자산회전율	9.9	11.8	12.9	13.1	13.1
매입채무회전율	5.0	6.4	6.9	6.9	7.0

- 당사는 5월 13일 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)	2014/04/09	BUY(Maintain)	1,100,000원
	2014/05/16	BUY(Maintain)	1,100,000원
	2014/05/30	BUY(Maintain)	1,100,000원
	2014/07/17	BUY(Maintain)	1,100,000원
	2014/08/18	BUY(Maintain)	1,100,000원
	2014/10/13	BUY(Maintain)	1,100,000원
담당자변경	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

## 목표주가 추이(4.5X8)



## 투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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 (2015/4/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%