



BUY(Maintain)

목표주가: 780,000원

주가(2/16): 679,000원

시가총액: 40,797억원



음식료
Analyst 박상준, CFA
02) 3787-4807
sjpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/16)	2,081.84pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	1,028,000원
등락률	-33.95%
수익률	절대
1M	8.8%
6M	-24.9%
1Y	-26.3%
	최저가
	9.69%
	상대
	7.9%
	-26.1%
	-33.1%

Company Data

발행주식수	6,008천주
일평균 거래량(3M)	15천주
외국인 지분율	41.99%
배당수익률(16E)	0.88%
BPS(16E)	264,087원
주요 주주	이화경 외
	28.54%
	국민연금공단
	8.07%

투자지표

(억원, IFRS **)	2015	2016P	2017E	2018E
매출액	23,824	23,863	24,218	25,232
보고영업이익	2,993	3,262	3,471	3,794
핵심영업이익	2,993	3,262	3,471	3,794
EBITDA	4,816	4,872	5,130	5,504
세전이익	2,518	3,075	3,344	3,750
순이익	1,771	2,408	2,535	2,842
지배주주지분순이익	1,623	2,280	2,426	2,728
EPS(원)	27,164	38,160	40,591	45,648
증감률(% YoY)	-0.7	40.5	6.4	12.5
PER(배)	42.9	17.8	16.7	14.9
PBR(배)	5.1	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA(배)	16.8	9.6	8.6	7.5
보고영업이익률(%)	12.6	13.7	14.3	15.0
핵심영업이익률(%)	12.6	13.7	14.3	15.0
ROE(%)	12.1	14.8	13.7	13.6
순부채비율(%)	32.5	20.8	7.0	-5.3

Price Trend



실적리뷰

오리온 (001800)

수익성 관리로 컨센서스 상회



오리온의 4Q16 영업이익은, 타이트 한 수익성 관리에 힘입어, 시장 컨센서스를 12% 상회한 850억원을 기록하였다. 중국 매출 성장을 회복이 더딘 점은 아쉬운 부분이었으나, 베트남과 러시아의 외형 성장세 지속과 타이트 한 수익성 관리는 긍정적인 부분이었다. 올해는 베트남/러시아 매출 회복 보다는, 안정적인 이익 성장에 초점을 맞추어 접근할 필요가 있다.

>>> 4분기 영업이익 850억원으로 시장 컨센서스 상회

오리온의 4분기 영업이익은 850억원으로 시장 컨센서스를 약 12% 상회하였다. 영업이익이 시장 컨센서스를 상회한 이유는, 1) 중국 인센티브 축소에 따른 인건비 160억원 감소, 2) 외상매출금 회수율 개선에 따른 대손충당금 환입 영향(23억원) 등에 기인한다. 중국 매출 성장률은 현지 통화 기준 YoY 10% 정도 성장하였으나, 이른 춘절 영향을 감안하면, Organic Growth는 0.8% 수준으로 추산된다.

긍정적인 부분은 1) 비용 관리를 통해 수익성이 개선 되었고, 2) 베트남/러시아의 외형 성장세가 지속되었으며, 3) 국내 매출액이 성장세로 돌아선 점이다. 부정적인 부분은 1) 중국 매출 성장을 회복이 더디고, 2) 중국 시장에서 껌 카테고리의 부진이 지속되고 있는 점이다.

>>> 올해 성장의 중심은 중국 보다는 베트남/러시아

동사 올해 실적 성장의 중심은 중국 지역보다는 베트남과 러시아 지역이 될 것으로 판단된다. 중국 지역은 1) 신제품 효과 외에는 기조적인 매출 성장을 기대하기 어렵고, 2) 낮아진 원/위안 환율이 올해 상반기까지 부담스러운 요인이다. 반면, 베트남과 러시아 지역은 파이 카테고리를 중심으로 외형 성장과 수익성 개선이 지속되고 있어서, 향후 성장 기대감이 커질 수 있는 지역으로 판단된다.

>>> 중국 매출 성장률 외에는 양호한 편

동사에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 78만원으로 소폭 상향한다. 중국 비용 감소와 베트남/러시아 성장성 등을 반영하여, 실적 추정치를 소폭 상향하였다. 부진한 중국 매출 성장률이 다소 아쉬운 부분이지만, 타이트 한 수익성 관리와 베트남/러시아의 외형 성장세는 긍정적인 부분으로 판단된다. 따라서, 올해는 베트남/러시아 매출 회복 보다는, 안정적인 이익 성장 가능 여부에 초점을 맞출 필요가 있다.

주요 지역별 실적 리뷰 상세

부문	주요 내용
한국	- 국내 내수 매출 성장세로 전환. 매출 감소세 일단락 - YoY OP 증가 요인은 1) 4Q15 건물수선비 영향 제거(30 억), 2) 로열티 증가(25 억), 3) 대손충당금 환입 영향(23 억)
중국	- 이른 출점 영향 +300 억, 환율 영향 -240 억 제외하면, YoY Organic Growth는 +0.8% 수준 - 중국은 인센티브 축소에 따라 인건비 YoY 160 억 감소하면서, 전년동기 대비 영업이익 42 억원 증가
베트남	- 4Q16 현지 통화 기준 내수 매출 성장률은 31% 수준. 이른 출점 영향 제외하면, 20% 정도 추산 - 파이/스낵 중심의 매출 증가에 따라, 이익은 거의 2 배로 증가
러시아	- 4Q15 매출은 합병으로 인한 재고조정 영향으로 기저 낮은 편이었음. - 러시아 현지 통화 평가 절하 영향은 4Q16에서 거의 일단락. 1Q17부터 환율 기저 낮은 편
기타	- 영업외에서 이천공장 화재 손실 보험금 220 억원 반영

자료: 오리온, 키움증권 리서치

오리온 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016P	2017E
매출액	660.6	496.2	597.2	632.1	625.9	523.2	640.0	632.7	2,382.4	2,386.1	2,421.8
(YoY)	5.5%	-3.2%	-6.6%	4.7%	-5.3%	5.5%	7.2%	0.1%	8.3%	0.2%	1.5%
제과	616.4	487.0	562.7	593.3	601.9	499.2	592.0	608.7	2,238.6	2,259.5	2,301.8
(YoY)	2.4%	-2.4%	-1.8%	5.1%	-2.4%	2.5%	5.2%	2.6%	5.6%	0.9%	1.9%
한국(별도기준)	173.8	166.6	160.2	178.7	183.1	169.7	163.1	181.9	707.4	679.4	697.8
(YoY)	-8.0%	-6.3%	-4.1%	3.0%	5.3%	1.8%	1.8%	1.8%	-5.9%	-4.0%	2.7%
중국(Pan Orion)	378.4	272.0	348.4	347.2	343.1	267.6	358.7	344.4	1,332.9	1,346.0	1,313.8
(YoY)	7.0%	1.5%	-6.5%	2.6%	-9.3%	-1.6%	3.0%	-0.8%	14.8%	1.0%	-2.4%
베트남(OFV)	58.9	42.4	45.4	57.8	67.1	52.2	56.8	68.5	164.9	204.5	244.7
(YoY)	18.0%	24.1%	25.2%	29.8%	14.0%	23.1%	25.1%	18.4%	9.9%	24.1%	19.6%
러시아(OIE)	13.7	14.0	15.5	18.1	16.9	17.8	20.2	22.4	58.1	61.2	77.3
(YoY)	10.4%	-14.2%	-3.6%	35.4%	23.9%	27.3%	30.2%	23.8%	-29.7%	5.4%	26.3%
영상	43.8	9.1	34.3	38.8	24.0	24.0	48.0	24.0	142.7	125.9	120.0
매출총이익	324.9	235.1	287.6	303.1	312.2	248.2	310.1	309.9	1,114.7	1,150.7	1,180.4
(GPM)	49.2%	47.4%	48.2%	48.0%	49.9%	47.4%	48.4%	49.0%	46.8%	48.2%	48.7%
판관비	205.9	207.2	193.2	218.1	199.0	196.1	213.4	224.9	815.4	824.4	833.4
(판관비율)	31.2%	41.8%	32.3%	34.5%	31.8%	37.5%	33.3%	35.5%	34.2%	34.6%	34.4%
영업이익	118.9	27.9	94.4	85.0	113.2	52.1	96.7	85.0	299.3	326.2	347.1
(YoY)	11.3%	-41.3%	20.1%	28.1%	-4.8%	87.0%	2.4%	0.0%	20.3%	9.0%	6.4%
(OPM)	18.0%	5.6%	15.8%	13.5%	18.1%	10.0%	15.1%	13.4%	12.6%	13.7%	14.3%
제과	104.7	28.3	90.7	87.8	102.7	50.4	93.9	87.5	312.3	311.5	334.5
(OPM)	17.0%	5.8%	16.1%	14.8%	17.1%	10.1%	15.9%	14.4%	14.0%	13.8%	14.5%
한국(별도기준)	23.9	16.6	12.1	26.2	26.6	17.1	12.6	26.0	95.1	78.7	82.3
(OPM)	13.7%	10.0%	7.5%	14.6%	14.5%	10.1%	7.7%	14.3%	13.4%	11.6%	11.8%
중국(Pan Orion)	68.1	7.1	70.7	52.7	59.9	24.7	68.7	48.8	202.1	198.6	202.0
(OPM)	18.0%	2.6%	20.3%	15.2%	17.5%	9.2%	19.1%	14.2%	15.2%	14.8%	15.4%
베트남(OFV)	11.3	3.5	5.7	6.0	14.3	6.7	9.6	8.8	13.3	26.5	39.4
(OPM)	19.3%	8.1%	12.5%	10.4%	21.3%	12.8%	17.0%	12.9%	8.1%	13.0%	16.1%
러시아(OIE)	1.3	1.2	2.2	2.9	1.9	1.8	3.1	3.9	3.5	7.7	10.7
(OPM)	9.7%	8.8%	14.4%	16.2%	11.2%	10.2%	15.3%	17.4%	6.0%	12.6%	13.8%
영상	6.8	0.2	5.3	3.0	3.5	2.5	4.5	2.5	14.1	15.3	13.0
세전이익	99.2	19.9	90.1	98.3	109.7	49.1	93.5	82.0	251.8	307.5	334.4
당기순이익	74.2	7.4	84.9	75.7	83.2	37.2	70.9	62.2	176.5	242.2	253.5
지배주주순이익	69.0	6.9	85.1	67.1	80.1	35.7	67.1	59.7	162.2	228.0	242.6
(YoY)	-1.4%	-58.7%	126.6%	76.1%	16.1%	421.6%	-21.2%	-11.1%	-2.5%	40.6%	6.4%
현지 통화 기준 매출 성장률¹⁾											
중국(Pan Orion)	3.0%	1.6%	2.3%	9.8%	-3.0%	3.5%	3.5%	0.0%	8.9%	4.3%	0.8%
베트남(OFV)	11.3%	16.0%	29.4%	31.3%	15.0%	22.0%	20.0%	15.0%	2.0%	21.5%	17.4%
러시아(OIE)	19.7%	0.1%	3.7%	29.8%	2.0%	15.0%	15.0%	15.0%	4.9%	12.8%	11.9%

자료: 오리온, 키움증권 리서치

주: 1) 수출 매출을 제외한 내수 성장률 기준

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016P	2017E	2018E
매출액	21,998	23,824	23,863	24,218	25,232
매출원가	11,624	12,677	12,356	12,414	12,789
매출총이익	10,374	11,147	11,507	11,804	12,443
판매비및일반관리비	7,885	8,154	8,244	8,334	8,650
영업이익(보고)	2,489	2,993	3,262	3,471	3,794
영업이익(핵심)	2,489	2,993	3,262	3,471	3,794
영업외손익	-200	-475	-188	-127	-44
이자수익	57	90	108	95	99
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	119	179	143	143	143
이자비용	347	296	252	187	108
외환손실	263	405	202	202	202
관계기인지분법손익	14	-3	17	25	25
투자및기타자산처분손익	-1	-25	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-32	-10	0	0	0
기타	255	-5	-1	0	0
법인세차감전이익	2,289	2,518	3,075	3,344	3,750
법인세비용	517	753	653	809	907
유효법인세율 (%)	22.6%	29.9%	21.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	1,743	1,771	2,408	2,535	2,842
지배주주지분순이익(억원)	1,635	1,623	2,280	2,426	2,728
EBITDA	3,953	4,816	4,872	5,130	5,504
현금순이익(Cash Earnings)	3,207	3,594	4,018	4,194	4,553
수정당기순이익	1,768	1,795	2,408	2,535	2,842
증감율(% YoY)					
매출액	-11.5	8.3	0.2	1.5	4.2
영업이익(보고)	-4.1	20.3	9.0	6.4	9.3
영업이익(핵심)	-4.1	20.3	9.0	6.4	9.3
EBITDA	-0.7	21.8	1.2	5.3	7.3
지배주주지분 당기순이익	12.2	-0.7	40.5	6.4	12.5
EPS	12.1	-0.7	40.5	6.4	12.5
수정순이익	11.6	1.5	34.1	5.3	12.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016P	2017E	2018E
영업활동현금흐름	2,157	4,821	3,986	4,142	4,471
당기순이익	1,772	1,765	2,408	2,535	2,842
감가상각비	944	1,044	1,101	1,149	1,200
무형자산상각비	520	779	509	510	511
외환손익	141	170	60	60	60
자산처분손익	86	85	0	0	0
지분법손익	-14	3	-17	-25	-25
영업활동자산부채 증감	-1,360	488	-15	-27	-57
기타	67	486	-60	-60	-60
투자활동현금흐름	-1,206	-3,022	-618	-1,606	-1,699
투자자산의 처분	237	-1,684	1,701	-30	-87
유형자산의 처분	88	69	0	0	0
유형자산의 취득	-1,550	-1,350	-1,870	-1,120	-1,152
무형자산의 처분	9	-50	-480	-480	-480
기타	6	-17	31	25	20
재무활동현금흐름	-1,120	-1,439	-2,977	-2,205	-2,604
단기차입금의 증가	-2,645	-2,300	-200	0	0
장기차입금의 증가	1,747	1,394	-2,459	-1,900	-2,320
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-208	-363	-316	-316	-316
기타	-13	-170	-2	11	32
현금및현금성자산의순증가	-170	363	391	332	168
기초현금및현금성자산	2,332	2,165	2,528	2,918	3,251
기말현금및현금성자산	2,162	2,528	2,918	3,251	3,419
Gross Cash Flow	3,517	4,332	4,001	4,169	4,528
Op Free Cash Flow	490	3,010	1,815	2,664	2,897

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016P	2017E	2018E
유동자산	10,286	9,617	8,312	8,725	9,122
현금및현금성자산	2,162	2,528	2,918	3,251	3,419
유동금융자산	2,725	2,586	883	896	934
매출채권및유동채권	2,696	2,335	2,339	2,374	2,473
재고자산	2,155	1,881	1,884	1,912	1,992
기타유동비금융자산	547	287	288	292	304
비유동자산	19,039	20,372	21,101	21,067	21,067
장기매출채권및기타비유동채권	618	560	561	570	593
투자자산	556	1,548	1,567	1,609	1,684
유형자산	17,271	17,575	18,344	18,314	18,267
무형자산	397	530	501	471	440
기타비유동자산	197	159	128	103	83
자산총계	29,325	29,988	29,413	29,792	30,189
유동부채	8,635	7,423	7,158	7,106	6,544
매입채무및기타유동채무	3,885	3,539	3,545	3,597	3,748
단기차입금	2,615	1,772	1,572	1,572	1,572
유동성장기차입금	1,851	1,766	1,707	1,607	887
기타유동부채	284	346	334	330	337
비유동부채	6,665	7,304	4,902	3,113	1,546
장기매입채무및비유동채무	31	13	13	13	13
사채및장기차입금	5,845	6,532	4,132	2,332	732
기타비유동부채	789	759	757	769	801
부채총계	15,300	14,727	12,059	10,220	8,091
자본금	299	299	299	299	299
주식발행초과금	666	669	669	669	669
이익잉여금	12,003	13,298	15,293	17,432	19,870
기타자본	-497	-479	-479	-479	-479
지배주주지분자본총계	12,471	13,787	15,782	17,920	20,359
비자매주주지분자본총계	1,554	1,475	1,571	1,652	1,739
자본총계	14,025	15,262	17,353	19,572	22,098
순차입금	5,424	4,956	3,610	1,364	-1,161
총차입금	10,311	10,070	7,411	5,511	3,191

- 당사는 2월 16일 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.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	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
	2016/04/05	BUY(Reinitiate)	1,230,000원
	2016/05/16	BUY(Maintain)	1,230,000원
담당자변경	2016/08/17	BUY(Maintain)	1,060,000원
	2016/10/04	BUY(Maintain)	1,060,000원
	2016/11/15	BUY(Maintain)	930,000원
	2016/11/23	BUY(Maintain)	930,000원
	2017/01/17	BUY(Maintain)	760,000원
	2017/02/17	BUY(Maintain)	780,000원

목표주가 추이(4.5X8)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 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 (2016/01/01~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%