

중국제과 성장의 무한 잠재력

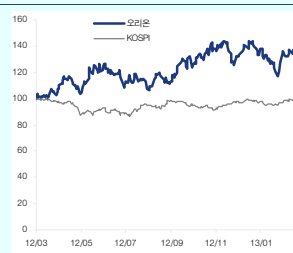
Analyst 정혜승

02) 3787-2461

hyeseung.chung@hmcib.com

현재주가 (3/21)	1,078,000원
상승여력	26.2%
시가총액	6,435십억원
발행주식수	5,969천주
자본금/액면가	30십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	1,123,000원 / 783,000원
일평균 거래대금 (60일)	17십억원
외국인지분율	39.15%
주요주주	이화경 외 8 인 28.83%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	4.1 3.7 17.2
상대주가(%)	7.5 5.2 20.3
당사추정 EPS	25,421원
컨센서스 EPS	25,216원
컨센서스 목표주가	1,333,600원
※ K-IFRS 연결 기준	

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 4Q12 Review- 메가마크 분양 손실 반영으로 컨센서스 하회하는 실적 발표
- 중국제과의 무한한 성장 잠재력에 주목- 1) 지역, 2) 카테고리, 3) 채널
- Buy 투자 의견 및 TP 1,360,000원 유자- 프리미엄 요인 충분하다

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2010	1,621.4	168.2	191.3	294.1	7,690	901.5	50.2	4.2	9.9	34.7
2011	1,914.3	210.0	99.4	320.0	16,660	-48.1	40.7	5.2	14.3	13.0
2012P	2,368.0	263.7	151.7	348.5	25,421	52.6	43.2	6.8	20.0	15.9
2013F	2,633.5	311.3	188.0	389.3	31,503	23.9	34.2	5.6	17.3	16.6
2014F	2,912.0	386.3	236.2	471.8	39,572	25.6	27.2	4.6	14.0	17.6

* 2010은 K-GAAP 연결 기준, 2011~2014F은 K-IFRS 연결 기준

4Q12 Review- 메가마크 분양 손실 반영으로 컨센서스 하회하는 실적 발표

오리온 연결 매출액 5,992억원(+13.4% YoY), 영업이익 196억원(-44.4% YoY, OPM 3.3%)으로 컨센서스를 46.4% 하회하는 부진한 실적 발표. 이는 메가마크 손상차손(별도 428억원/연결 329억원) 반영 및 스포츠도토 배분을 하락에 따른 영업이익의 축소(12억원, -92.0% YoY)에 기인. 이를 제외한 제과 부문의 실적은 당사 예상치를 상회하는 수준. 특히 해외제과는 34.2%(YoY)의 매출 고성장을 지속하며 비제과 부문의 실적 악화폭 일정 부분 상쇄. 이로 인해 연간 해외제과 매출비중 50.7%(+4.9%p YoY), 영업이익 기여도 54.0%(+10.5%p YoY)까지 확대

중국제과의 무한한 성장 잠재력에 주목- 1) 지역, 2) 카테고리, 3) 채널

동사는 유통 채널에 동반한 1) 지역 확대와 더불어 2) 제과 카테고리 전 품목을 아우르는 동사의 제품구성으로 경쟁사 대비 높은 성장 잠재력 보유. 제과 내 전 카테고리 구축으로 할인점 내 매대 확보 및 가격정책 등 유통 채널과의 협상력 확대. 특히 스낵/비스킷의 경우 20%대의 고성장 카테고리임에도 아직 과점화되지 않은 시장으로 해당 카테고리 내 신제품(고소미) 출시 등을 통해 MS 확대 가속화할 계획. 더불어 3) 신유통에 치중되었던 채널비중을 전통채널까지 확대 함으로서 성장성 및 수익성 확대한다는 전략. 현재 중국 내 동사의 전통채널 비중은 27%로 중기목표 46%. 이 같은 채널 다양화는 기존에 집중하지 않았던 채널 진입을 통한 물량 성장, 5%p 높은 수익성이 예상되는 전통채널 비중 확대를 통한 수익성 개선 측면에서 긍정적

Buy 투자 의견 및 TP 1,360,000원 유자- 프리미엄 요인 충분하다

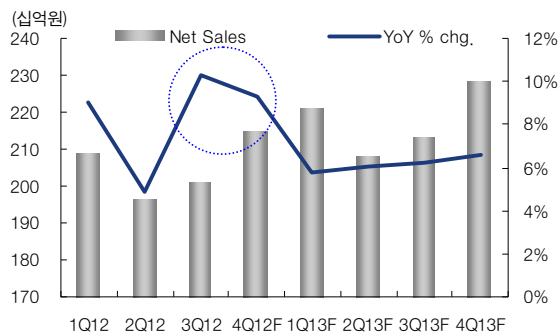
동사에 대해 Buy 투자 의견을 유지하는 것은 1) 전 카테고리 제품 보유로 확보된 높은 성장 잠재력, 2) 중국 내 채널 다변화를 통한 수익성 개선으로 3년 연평균 24.0%의 EPS Growth가 가시적일 것으로 판단한 데 따른 것. 13년 기준 34.2x의 PER 부담으로 작용하나 중국 소비 확대 기대감으로 중국 관련 내수업체에 대한 Multiple은 지속적으로 상승하는 추세에 있으며, 중국 제과 시장 내 성장잠재력이 높은 동사의 경우 할증 요인이 충분하다는 판단

〈표1〉 2012년 4분기 오리온 실적(K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	4Q12P	YoY		QoQ		당사전망치		시장기대치	
		4Q11	% chg.	3Q12	% chg.	4Q12F	Diff.	4Q12F	Diff.
매출액	599.2	528.4	13.4%	601.7	-0.4%	613.8	-2.4%	603.5	-0.7%
매출총이익	234.3	235.2	-0.4%	254.5	-7.9%	302.4	-22.5%	260.0	-9.9%
영업이익	19.6	35.2	-44.4%	59.5	-67.1%	2.9	569.6%	36.5	-46.4%
지배주주귀속순이익	15.8	7.4	111.8%	41.1	-61.6%	8.3	89.1%	22.5	-29.9%
총이익률	39.1%	44.5%		42.3%		49.3%		43.1%	
영업이익률	3.3%	6.7%		9.9%		0.5%		6.0%	
순이익률	2.6%	1.4%		6.8%		1.4%		3.7%	

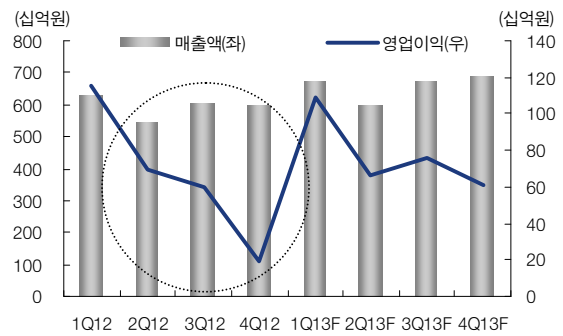
자료: 오리온, FnGuide, HMC투자증권

〈그림1〉 국내제과 매출 성장률 일시 상승



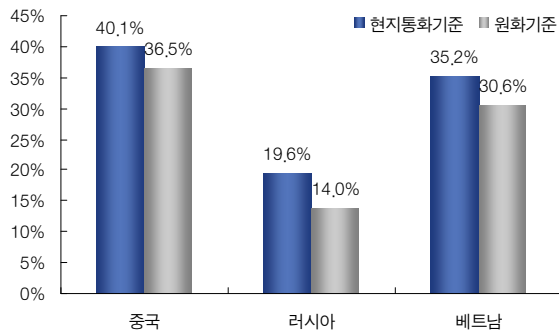
자료: 오리온, HMC투자증권

〈그림2〉 연결기준 분기실적 추이 및 전망



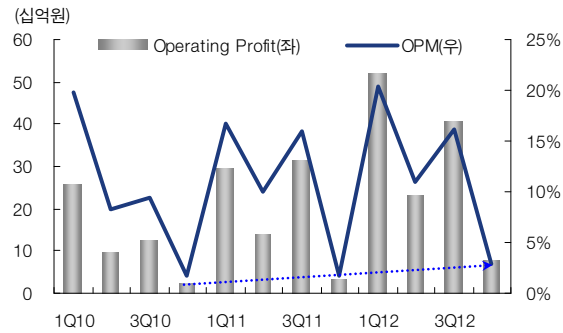
자료: 오리온, HMC투자증권

〈그림3〉 4Q12 해외제과 통화 별 성장성 비교



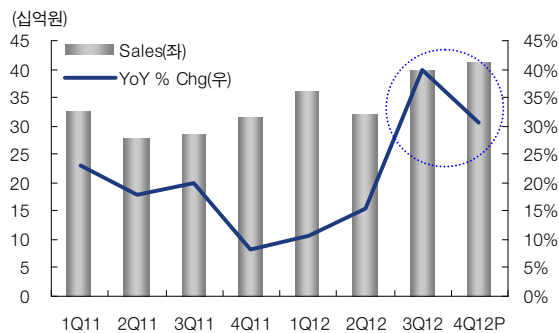
자료: 오리온, HMC투자증권

〈그림4〉 4분기 중국제과 마진을 개선



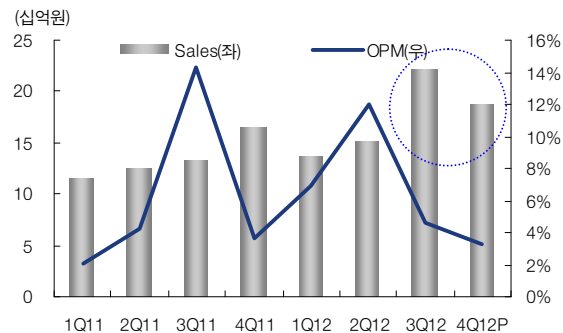
자료: 오리온, HMC투자증권

〈그림5〉 12년 하반기 베트남제과 고성장 지속



자료: 오리온, HMC투자증권

〈그림6〉 러시아 제과 정상화



자료: 오리온, HMC투자증권

〈표3〉 오리온 수익추정 변경

(십억원)	FY12P	FY12 Old	Chg (%)	FY13 New	FY13 Old	Chg (%)
수익추정변경						
매출액	2,368.0	2,382.6	-0.6	2,633.5	2,638.5	-0.2
영업이익	263.7	247.1	6.7	311.3	296.8	4.9
지배주주순이익	151.6	149.0	1.7	188.0	189.3	-0.7
EPS(원)	29,132	24,981	16.6	31,503	31,722	-0.7

자료: 오리온, HMC투자증권

〈표2〉 오리온 분기 실적추이 및 전망(K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12P	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012P	2013F	2014F
매출액	626.3	540.8	601.7	599.2	672.4	600.0	672.9	688.1	2,368.0	2,633.5	2,912.0
YoY	28.0%	33.8%	22.2%	13.4%	7.4%	11.0%	11.8%	14.8%	23.8%	11.2%	10.6%
제과	507.9	446.6	502.8	525.1	591.2	532.3	581.3	611.4	1,982.4	2,316.1	2,751.6
YoY	26.1%	26.6%	21.7%	21.1%	16.4%	19.2%	15.6%	16.4%	23.7%	16.8%	18.8%
본사	223.5	210.1	215.4	228.3	236.5	222.5	228.2	244.2	877.3	931.4	990.5
OSI	41.3	42.3	48.2	42.2	49.8	46.9	30.3	60.5	174.0	187.5	199.4
중국제과	256.7	211.8	250.9	263.8	320.8	275.3	326.2	316.6	983.2	1,238.9	1,610.6
러시아제과	13.7	15.2	22.1	18.7	15.7	17.4	25.4	21.1	69.6	79.7	85.7
베트남제과	35.9	32.1	39.7	41.1	46.0	40.1	47.6	49.3	148.8	183.0	227.1
(에누리/조정)	63.2	64.9	73.5	69.0	77.7	70.0	76.4	80.4	270.6	304.5	361.7
스포츠/레저	94.2	87.7	53.6	54.9	57.3	60.2	42.9	56.9	290.4	217.2	55.2
YoY	40.6%	105.3%	-15.0%	-28.0%	-39.2%	-31.3%	-20.0%	3.6%	16.6%	-25.2%	-74.6%
영상	21.4	6.0	44.5	17.5	22.4	6.0	47.2	18.4	89.4	94.0	98.7
YoY	26.5%	37.0%	224.3%	14.1%	4.8%	0.2%	6.0%	5.0%	77.6%	5.1%	5.0%
건설	2.5	0.3	0.6	2.6	1.6	1.6	1.6	1.6	5.9	6.2	6.5
YoY	14.2%	-93.6%	-69.6%	-8.6%	-37.7%	504.5%	162.0%	-39.6%	-46.0%	5.0%	5.0%
영업이익	115.6	69.1	59.5	19.6	109.2	65.9	75.6	60.6	263.7	311.3	386.3
제과	80.6	43.1	64.9	42.2	105.6	62.0	73.4	57.0	230.8	298.0	377.5
스포츠/레저	34.7	25.8	-5.6	1.2	5.9	6.2	4.4	5.9	56.1	22.3	5.4
영상	2.1	-0.4	6.7	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0	9.7	0.0	2.9
건설	0.0	-0.1	0.0	-32.8	-2.3	-2.3	-2.3	-2.3	-32.9	-9.0	0.5
% of Sales	18.5%	12.8%	9.9%	3.3%	16.2%	11.0%	11.2%	8.8%	11.1%	11.8%	13.3%
제과	15.9%	9.7%	12.9%	8.0%	17.9%	11.6%	12.6%	9.3%	11.6%	12.9%	13.7%
스포츠/레저	36.8%	29.4%	-10.5%	2.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.3%	19.3%	10.3%	9.8%
영상	9.8%	-6.7%	15.1%	7.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.9%	0.0%	2.9%
건설	0.0%	-38.9%	0.0%	-	-	-144.7%	-	-	-	-	7.7%
순이익	76.2	40.1	41.1	12.4	77.6	42.1	50.1	39.4	169.8	209.2	262.7
% of Sales	12.2%	7.4%	6.8%	2.1%	11.5%	7.0%	7.4%	5.7%	7.2%	7.9%	9.0%
지배주주순이익	64.0	33.1	38.7	15.8	69.8	37.8	45.0	35.4	151.7	188.0	236.2
% of Sales	10.2%	6.1%	6.4%	2.6%	10.4%	6.3%	6.7%	5.1%	6.4%	7.1%	8.1%

주: K-GAAP과 K-IFRS의 매출에누리 인식차이로 법인별 총매출액 기준으로 비교, 부문별 매출액은 순매출액 기준

자료: 오리온, HMC투자증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	1,621	1,914	2,368	2,634	2,912
증가율 (%)	5.1	18.1	23.7	11.2	10.6
매출원가	911	1,077	1,348	1,412	1,541
매출원가율 (%)	56.2	56.3	56.9	53.6	52.9
매출총이익	710	837	1,020	1,222	1,371
매출이익률 (%)	43.8	43.7	43.1	46.4	47.1
증가율 (%)	-9.5	17.8	21.8	19.8	12.2
판매관리비	542	624	756	910	985
판매관리비율 (%)	33.4	32.6	31.9	34.6	33.8
EBITDA	294	320	349	389	472
EBITDA 이익률 (%)	18.1	16.7	14.7	14.8	16.2
증가율 (%)	-26.6	8.8	8.9	11.7	21.2
영업이익	168	213	264	311	386
영업이익률 (%)	10.4	11.1	11.1	11.8	13.3
증가율 (%)	17.8	26.5	23.9	18.0	24.1
영업외손익	-35	-32	-37	-11	2
금융수익	14	30	51	31	49
금융비용	50	62	76	45	49
기타영업외손익	1	0	-12	3	3
중속/관계기업관련손익	156	-2	-3	-3	-3
세전계속사업이익	289	176	224	297	385
세전계속사업이익률 (%)	17.8	9.2	9.5	11.3	13.2
증가율 (%)	268.8	-39.2	27.6	32.5	29.8
법인세비용	88	65	49	88	123
계속사업이익	208	110	175	209	263
중단사업이익	0	0	-	0	0
당기순이익	208	110	170	209	263
당기순이익률 (%)	12.8	5.8	7.2	7.9	9.0
증가율 (%)	329.3	-46.9	53.7	23.1	25.6
지배주주지분 순이익	191	99	152	188	236
비지배주주지분 순이익	17	11	18	21	27
기타포괄이익	0	11	24	18	16
총포괄이익	0	121	194	227	279

(단위:십억원)

현금흐름표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	179	170	286	294	345
당기순이익	208	110	170	209	263
유형자산 상각비	84	62	68	76	83
무형자산 상각비	42	48	16	2	3
외환손익	0	-2	-27	-4	-15
운전자본의 감소(증가)	-17	-45	55	8	9
기타	-137	-3	3	3	3
투자활동으로인한현금흐름	40	-99	-163	-180	-178
투자자산의 감소(증가)	201	41	-6	-6	-6
유형자산의 감소	8	35	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-204	-190	-168	-173	-178
기타	36	15	11	-1	7
재무활동으로인한현금흐름	-235	14	136	-113	-53
차입금의 증가(감소)	56	55	46	-7	-37
사채의증가(감소)	-140	0	30	-50	-10
자본의 증가	3	-72	0	0	0
배당금	-16	-17	-16	-16	-16
기타	-138	48	76	-40	10
기타현금흐름	10	5	0	0	0
현금의증가(감소)	-5	90	259	1	114
기초현금	108	126	215	475	476
기말현금	103	215	475	476	590

(단위:십억원)

재무상태표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
유동자산	804	899	1,262	1,352	1,559
현금성자산	103	215	475	476	590
단기투자자산	160	155	192	214	236
매출채권	110	156	165	183	202
채고자산	221	269	303	337	372
기타유동자산	210	104	128	142	158
비유동자산	1,184	1,421	1,510	1,609	1,707
유형자산	972	1,234	1,334	1,431	1,527
무형자산	104	93	79	78	77
투자자산	69	28	33	35	38
기타비유동자산	38	65	65	65	65
기타금융융입자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,988	2,320	2,773	2,961	3,266
유동부채	882	826	999	1,032	1,118
단기차입금	299	250	250	263	276
매입채무	68	80	92	102	113
유동성장기부채	176	139	215	175	185
기타유동부채	339	358	443	493	545
비유동부채	341	484	585	530	486
사채	120	120	150	100	90
장기차입금	152	256	302	282	232
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	70	108	134	149	165
기타금융융입부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,223	1,310	1,585	1,562	1,604
지배주주지분	649	877	1,037	1,227	1,463
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	136	64	64	64	64
자본조정 등	-42	-18	-18	-18	-18
기타포괄이익누계액	60	12	37	55	71
이익잉여금	466	789	924	1,097	1,317
비지배주주지분	116	133	151	172	199
자본총계	765	1,010	1,188	1,399	1,662

(단위: 원,백%)

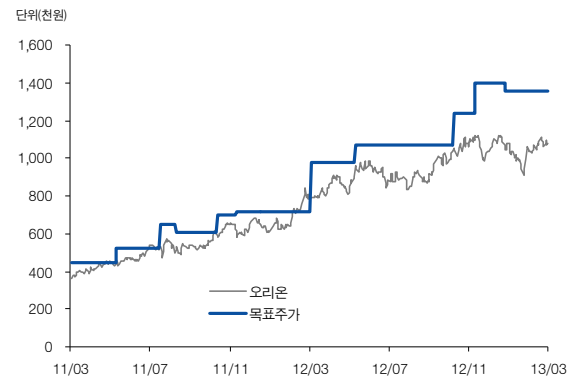
주요투자지표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
EPS(당기순이익 기준)	8,367	18,526	28,470	35,043	44,017
EPS(지배순이익 기준)	7,690	16,660	25,421	31,503	39,572
BPS(자본총계 기준)	110,744	153,664	185,898	221,325	265,486
BPS(지배자본 기준)	91,326	131,383	160,575	192,473	232,188
DPS	2,250	3,000	3,000	3,000	3,000
PER(당기순이익 기준)	46.1	36.6	38.6	30.8	24.5
PER(지배순이익 기준)	50.2	40.7	43.2	34.2	27.2
PBR(자본총계 기준)	3.5	4.4	5.9	4.9	4.1
PBR(지배자본 기준)	4.2	5.2	6.8	5.6	4.6
EV/EBITDA(Reported)	9.9	14.3	20.0	17.3	14.0
배당수익률	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	328.9	-47.0	53.7	23.1	25.6
EPS(지배순이익 기준)	901.5	-48.1	52.6	23.9	25.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	31.4	12.5	15.5	16.2	17.2
ROE(지배순이익 기준)	34.7	13.0	15.9	16.6	17.6
ROA	10.7	5.1	6.7	7.3	8.4
안정성 (%)					
부채비율	159.9	129.8	133.4	111.6	96.5
순차입금비율	63.2	39.0	21.0	9.2	-2.7
이자보상배율	3.6	5.7	7.7	9.5	11.5

* 2010은 K-GAAP 기준, 2011~2014F은 K-IFRS 연결 기준

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	일자	투자 의견	목표주가
11/05/31	BUY	520,000	12/10/29	BUY	1,240,000
11/08/05	BUY	650,000	12/11/30	BUY	1,400,000
11/08/17	BUY	650,000	13/01/15	BUY	1,360,000
11/08/30	BUY	610,000	13/03/22	BUY	1,360,000
11/11/01	BUY	700,000			
11/11/30	BUY	720,000			
12/03/23	BUY	980,000			
12/05/31	BUY	1,070,000			
12/06/07	BUY	1,070,000			
12/07/18	BUY	1,070,000			
12/08/30	BUY	1,070,000			
12/10/09	BUY	1,070,000			

▶ 최근 2년간 오리온 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 정혜승의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류: HMC투자증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
- ▶ HMC투자증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - HOLD : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.