

오리온
(001800)

1분기 단기 이익 둔화에도 중장기 긍정적인 전망 유지



이선경 769.3162
sunny_lee@daishin.com

BUY

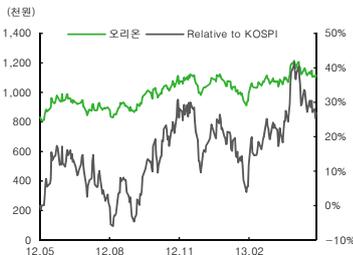
[매수, 유지]
음식료업종

현재가 1,115,000

목표주가 (유지) 1,410,000

KOSPI	1971.26
시가총액	6,656 십억원
시가총액비중	0.6%
자본금(보통주)	30 십억원
52주 최고/최저	1,214,000 원 / 806,000 원
120일 평균거래대금	205 억원
외국인지분율	39.5%
주요주주	이화경 외 6인 28.8% 국민연금공단 6.0%

주기수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-0.6	-7.4	12.2	30.6
상대수익률	-1.4	-9.8	12.7	25.8



투자포인트

- 1분기 실적 스포츠토도 실적 급감과 국내 및 중국 제과 판관비 확대로 부진
- 중국제과 하반기 긍정적인 전망 유지, 국내제과도 수익 개선
- 투자의견 매수, 목표주가 141만원 유지

Comment

1분기 실적 스포츠토도 실적 급감과 국내 및 중국 제과 판관비 확대로 부진

오리온의 1분기 실적은 매출액 6,448억원(+2.9% YoY), 영업이익 930억원(-19.5% YoY), 순이익 644억원(-15.5% YoY)으로 당사 추정을 하회했다. 매출과 영업이익이 각각 30%, 79% 급감한 스포츠토도 부문이 실적둔화의 가장 큰 원인이며 이를 제외한 1분기 매출은 8.8% 성장하고 영업이익은 6.0% 증가했다. 국내제과 매출은 대형마트 부진으로 1.0% 역성장하고 중국 제과도 높은 기저와 원/위안화 환율하락으로 15.6%로 성장률이 다소 둔화되었다. 국내와 중국 제과의 판관비 확대로 제과부문의 영업이익 증가율은 매출 증가율을 하회했다.

중국제과 하반기 긍정적인 전망 유지, 국내제과도 수익 개선

중국제과는 1) 지난해 상반기가 50%, 하반기가 32% 성장해 하반기의 기저가 낮고, 2) 상반기 채널 확대의 하반기 매출 성장 기여 효과, 3) 4분기에 심양 공장 및 북경 2공장 조기 오픈 가능성이 높다는 점, 4) 시장 상황에 따른 주력 1~2개 제품의 가격 인상 가능성 등을 종합적으로 감안할 때 연간 22%의 매출 성장 목표 달성은 가능할 전망이다. 하반기에는 광고선전비와 프로모션 비용도 감소가 예상되어 연간 중국제과 영업이익은 27% 성장을 예상한다. 러시아와 베트남의 영업호조도 지속되며 2013년 전체 해외제과 매출은 22% 성장하고 영업이익은 29% 증가할 전망이다. 국내제과(오리온 스낵 포함)는 탑라인 성장은 미미하나 판관비를 하락과 원가부담 완화로 연간 14%의 영업이익 증가가 예상된다.

투자의견 매수 및 목표주가 141만원 유지

오리온에 대한 투자의견 매수와 목표주가 141만원을 유지한다. 1분기 다소 부진한 실적에도 불구하고 각종 판관비 비용의 분기 배분 조정에 의한 비용 증가 측면이 강하며 분기별 기저 효과 등의 차이를 감안할 때 연간 추정치 전망을 유지한다. 한편, 2013년 들어 중국의 식품 안정성 기준 및 규제 강화 움직임이 지속되고 있는데 단기적으로는 안전 강화에 따른 비용 등의 일부 증가가 있을 수 있으나 중장기적으로 중소 로컬 업체의 퇴출 확대와 상위 브랜드 제품으로의 수요 이전에 따른 동사의 수혜 요인이라 판단된다.

2013년 1분기 실적 비교 (단위: 십억원, %)

구분	확정치		잠정치		직전추정치		컨센서스		대신증권 추정치		
	1Q12	4Q12	1Q13(A)	YoY	QoQ	1Q13	1Q13	2Q13	YoY	QoQ	
매출액	626	599	645	2.9	7.6	675	682	589	8.9	-8.7	
영업이익	116	20	93	-19.5	375.5	104	102	60	-13.1	-35.5	
순이익	64	16	56	-12.8	254.0	62	69	31	-7.6	-45.2	

표 1. 오리온 1분기 잠정 실적

(단위: 십억원)

(십억원)	1Q13	1Q12	YoY(%)	4Q12	QoQ(%)	대신증권	Var(%)	Cons.	Var(%)
매출액	644.8	626.3	2.9	599.2	7.6	674.7	(4.4)	682.1	(5.5)
영업이익	93.0	115.6	(19.5)	19.6	375.5	104.3	(10.8)	102.0	(8.8)
세전이익	84.8	107.5	(21.2)	6.7	1170.8	92.5	(8.3)	93.6	(9.4)
순이익	64.4	76.2	(15.5)	12.4	418.9	66.1	(2.6)	68.8	(6.4)
영업이익률(%)	14.4	18.5		3.3		15.5		15.0	
세전이익률(%)	13.1	17.2		1.1		13.7		13.7	
순이익률(%)	10.0	12.2		2.1		9.8		10.1	

자료: 대신증권 리서치센터

표 2. 오리온 분기 및 연간 매출액 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

		1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2011	2012	2013F	2014F
매출액	전체	626.3	540.8	601.7	599.2	644.8	588.7	677.7	687.5	1,912.6	2,368.0	2,598.7	2,844.9
	제과	507.9	446.6	502.8	525.1	560.5	507.9	604.1	622.0	1,602.3	1,982.4	2,294.4	2,701.7
	오리온 별도	209.0	196.2	200.9	214.6	207.0	205.2	210.2	226.1	760.7	820.7	848.5	905.4
	해외제과 합산	306.3	259.0	312.7	323.6	359.4	308.1	400.3	402.4	877.1	1,201.6	1,470.3	1,824.9
	기타 및 연결조정	(7.4)	(8.6)	(10.8)	(13.1)	(5.9)	(5.4)	(6.4)	(6.6)	(35.4)	(39.9)	(24.3)	(28.6)
	스포츠투터 및 기타	118.2	94.2	98.9	74.4	84.3	80.8	73.6	65.5	313.1	385.7	304.2	143.2
YoY (%)	전체	28.0	33.7	22.2	13.7	2.9	8.9	12.6	14.7	19.9	23.8	9.7	9.5
	제과	26.1	26.6	21.7	21.1	10.3	13.7	20.1	18.5	24.1	23.7	15.7	17.8
	오리온 별도	9.1	4.9	10.3	7.4	(1.0)	4.6	4.6	5.4	14.5	7.9	3.4	6.7
	해외제과 합산	39.0	47.0	30.7	34.2	17.3	19.0	28.0	24.4	29.4	37.0	22.4	24.1
	기타 및 연결조정	(21.1)	(17.4)	30.7	79.0	(19.6)	(37.6)	(40.7)	(49.6)	(30.8)	12.8	(39.0)	17.8
	스포츠투터 및 기타	36.7	82.7	25.0	(22.6)	(28.6)	(14.3)	(25.6)	(11.9)	2.5	23.2	(21.1)	(52.9)
영업이익	전체	115.6	69.1	59.5	19.6	93.0	60.0	100.4	55.2	215.1	263.7	308.7	374.6
	오리온 별도	17.6	9.6	10.7	24.1	15.1	14.0	15.7	23.9	72.0	61.9	68.7	79.5
	오리온스낵	6.4	6.1	8.6	5.4	9.5	7.7	9.3	5.8	21.5	26.5	32.3	36.1
	해외제과	56.6	27.4	45.6	12.5	55.4	30.4	71.7	25.8	93.6	142.1	183.3	250.4
	스포츠투터 및 기타	35.1	26.0	(5.4)	(22.4)	13.1	8.0	3.7	(0.3)	28.0	33.2	24.4	8.6
	스포츠투터 등	34.7	25.8	(5.6)	1.2	7.3	7.0	4.1	0.0	55.2	56.1	18.4	7.8
YoY (%)	전체	45.5	116.3	(10.2)	(47.7)	(19.5)	(13.1)	68.7	182.2	1.0	22.6	17.0	21.4
	오리온 별도	(14.3)	(39.7)	(21.9)	10.0	(14.2)	46.8	46.5	(1.0)	8.1	(14.0)	10.8	15.7
	오리온스낵	40.4	0.7	31.5	23.4	49.6	25.2	8.0	8.0	47.2	23.0	22.0	11.8
	해외제과	69.0	63.7	24.0	90.2	(2.2)	11.0	57.3	106.5	55.4	51.9	29.0	36.6
	스포츠투터 및 기타	67.4	(485.1)	(158.3)	(593.4)	(62.7)	(69.4)	(168.2)	(98.7)	(60.8)	18.5	(26.4)	(64.7)
	지배주주 순이익	64.0	33.1	38.7	15.8	56.0	30.6	66.7	36.0	99.4	151.6	189.3	242.7
EBITDA	136.3	97.0	104.7	47.7	122.7	90.0	129.6	83.9	325.1	388.7	426.1	464.0	
YoY(%)	지배주주 순이익	50.0	103.4	9.0	224.6	(12.6)	(7.6)	72.2	128.6	(49.2)	52.6	24.9	28.2
	EBITDA	44.8	52.1	9.4	(28.4)	(10.0)	(7.3)	23.7	75.6	(29.8)	19.5	9.6	8.9
영업이익률(%)	18.5	12.8	9.9	3.3	14.4	10.2	14.8	8.0	11.2	11.1	11.9	13.2	
지배주주 순이익률(%)	10.2	6.1	6.4	2.6	8.7	5.2	9.8	5.2	5.2	6.4	7.3	8.5	
EBITDA마진률(%)	21.8	17.9	17.4	8.0	19.0	15.3	19.1	12.2	17.0	16.4	16.4	16.3	
판매비/매출액(%)	27.4	32.2	32.4	35.8	29.8	33.6	31.5	35.1	32.5	31.9	32.5	34.0	

자료: 오리온, 대신증권 리서치센터

표 3. 오리온 제과 사업부 지역별 분기 및 연간 매출액 추이 및 전망

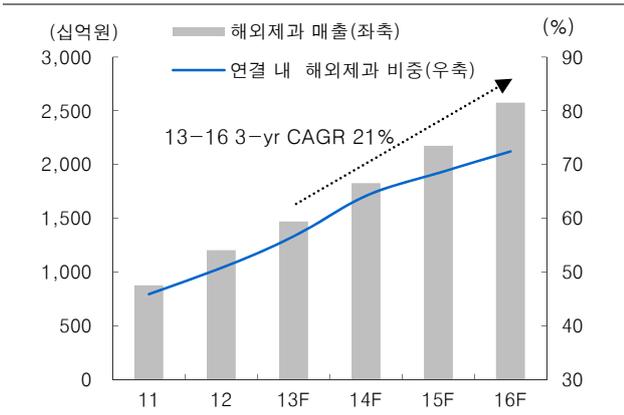
(단위: 십억원, %)

		1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2011	2012	2013F	2014F
매출액	오리온	209.0	196.2	200.9	214.6	207.0	205.2	210.2	226.1	760.7	820.7	848.5	905.4
	오리온스낵	41.3	42.3	48.3	42.2	48.0	46.5	52.2	45.6	155.3	174.1	192.2	207.6
	중국	256.7	211.8	250.9	263.8	296.6	249.9	326.2	329.8	703.2	983.2	1,202.4	1,510.7
	베트남	35.9	32.1	39.7	41.1	44.6	38.5	47.6	49.3	120.2	148.8	180.0	208.9
	러시아	13.7	15.2	22.1	18.7	18.2	19.7	26.5	23.4	53.7	69.6	87.8	105.4
YoY (%)		9.1	4.9	10.3	7.4	(1.0)	4.6	4.6	5.4	7.8	7.9	3.4	6.7
		10.9	9.5	17.0	10.7	16.2	10.0	8.0	8.0	22.1	12.1	10.4	8.0
		45.5	55.7	27.0	36.5	15.6	18.0	30.0	25.0	34.0	39.8	22.3	25.6
		10.6	15.3	39.8	30.6	24.1	20.0	20.0	20.0	12.4	23.8	21.0	16.0
		18.5	22.2	65.8	14.1	33.1	30.0	20.0	25.0	16.8	29.7	26.1	20.0
영업이익	오리온	17.6	9.6	10.7	24.1	15.1	14.0	15.7	23.9	68.5	61.9	68.7	79.5
	오리온스낵	6.4	6.1	8.6	5.4	9.5	7.7	9.3	5.8	21.5	26.5	32.3	36.1
	중국	52.1	23.3	40.3	7.7	47.7	25.0	63.6	19.8	77.8	123.4	156.1	216.3
	베트남	3.6	2.3	4.2	4.2	6.2	2.9	5.0	5.0	12.5	14.3	19.2	23.8
	러시아	0.9	1.8	1.1	0.6	1.5	2.5	3.1	1.0	3.3	4.5	8.1	10.3
YoY (%)		(14.3)	(39.7)	(21.9)	31.0	(14.2)	46.8	46.5	(1.0)	2.8	(9.5)	10.8	15.7
		40.4	0.7	31.5	23.4	49.6	25.2	8.0	8.0	47.2	23.0	22.0	11.8
		77.4	70.2	28.0	136.3	(8.5)	7.5	57.8	156.9	54.0	58.6	26.5	38.6
		(8.0)	(9.1)	24.5	55.2	73.3	26.0	20.0	20.0	46.7	14.2	34.3	24.1
		286.6	245.3	(42.2)	(0.9)	59.3	36.5	180.3	64.0	173.5	36.2	80.4	28.2
영업이익률(%)	오리온	8.4	4.9	5.3	11.2	7.3	6.8	7.5	10.6	9.0	7.5	8.1	8.8
	오리온스낵	15.4	14.5	17.8	12.8	19.8	16.5	17.8	12.8	13.9	15.2	16.8	17.4
	중국	20.3	11.0	16.1	2.9	16.1	10.0	19.5	6.0	11.1	12.5	13.0	14.3
	베트남	10.0	7.2	10.6	10.2	13.9	7.5	10.6	10.2	10.4	9.6	10.7	11.4
	러시아	6.9	12.0	5.0	3.2	8.2	12.6	11.6	4.2	6.1	6.4	9.2	9.8

자료: 오리온, 대신증권 리서치센터

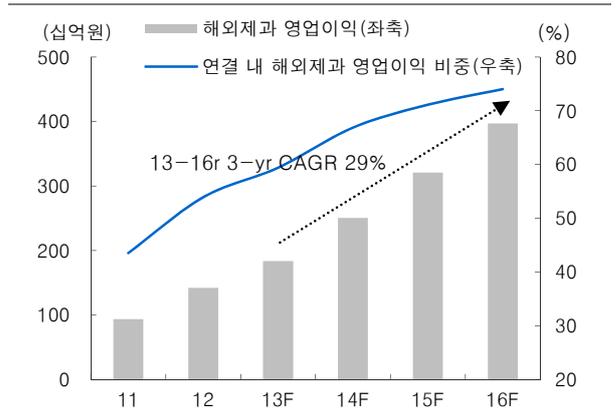
주: 오리온 스낵 매출은 모두 오리온으로의 매출로 연결 조정시 제외됨에 유의

그림 1. 오리온: 해외제과 매출 추이 및 전망



자료: 오리온, 대신증권 리서치센터

그림 2. 오리온: 해외제과 영업이익 추이 및 전망



자료: 오리온, 대신증권 리서치센터

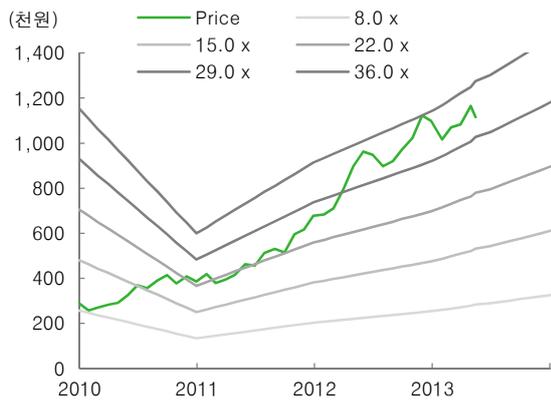
표 4. 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
매출액	2,591	2,785	2,599	2,845	0.29	2.14
매출총이익	1,124	1,283	1,154	1,341	2.62	4.49
매출총이익률	43.4	46.1	44.4	47.1	1.01	1.06
판매비와 관리비	811	905	845	966	4.21	6.76
기타영업손익	0	0	0	0	0.00	0.00
영업이익	313	378	309	375	-1.49	-0.94
영업이익률	12.1	13.6	11.9	13.2	-0.21	-0.41
영업외손익	-37	-38	-37	-37	0.49	-2.74
세전순이익	277	340	272	338	-1.75	-0.74
지배지분순이익	193	239	189	243	-1.69	1.73
순이익률	7.4	8.6	7.3	8.5	-0.15	-0.03
EPS(지배지분순이익)	32,257	39,966	31,713	40,656	-1.69	1.73

자료: 오리온, 대신증권 리서치센터

그림 3. PER(12M Fwd) 밴드



자료: WISEfn, 대신증권 리서치센터

그림 4. PBR(12M Fwd) 밴드



자료: WISEfn, 대신증권 리서치센터

[재무제표]

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	1,913	2,368	2,599	2,845	3,179
매출원가	1,076	1,348	1,445	1,504	1,645
매출총이익	837	1,020	1,154	1,341	1,533
판매비와관리비	622	756	845	966	1,083
영업이익	215	264	309	375	451
영업이익률	11.2	11.1	11.9	13.2	14.2
EBITDA	325	389	429	467	547
영업외손익	-37	-40	-37	-37	-34
관계기업손익	-2	-3	-1	-2	-2
금융수익	30	28	9	14	17
외환관련이익	3	3	1	0	0
금융비용	-62	-53	-42	-48	-48
외환관련손실	24	14	0	0	0
기타	-3	-12	-3	-2	-2
법인세비용차감전순이익	178	224	272	338	416
법인세비용	-65	-49	-68	-85	-105
계속사업순이익	113	175	204	252	311
중단사업순이익	-2	-5	0	0	0
당기순이익	110	170	204	252	311
당기순이익률	5.8	7.2	7.9	8.9	9.8
비지배지분순이익	11	18	15	10	1
지배지분순이익	99	152	189	243	310
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	-3	2	0	0
포괄순이익	121	140	223	252	311
비지배지분포괄이익	12	16	17	10	1
지배지분포괄이익	110	124	206	243	310

주: 영업이익은 수익에서 매출원가 및 판매비와관리비를 차감하여 산출

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	16,660	25,413	31,713	40,656	51,910
PER	40.7	43.2	35.2	27.4	21.5
BPS	146,981	164,993	197,225	234,576	282,961
PBR	4.6	6.7	5.7	4.8	3.9
EBITDAPS	54,514	65,148	71,819	78,163	91,573
EV/EBITDA	14.1	18.5	16.9	15.2	12.6
SPS	320,679	396,934	435,354	476,589	532,483
PSR	2.1	2.8	2.4	2.2	2.0
CFPS	58,603	67,493	76,318	82,858	96,287
DPS	3,000	3,000	3,750	4,000	4,000

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	18.0	23.8	9.7	9.5	11.7
영업이익 증가율	27.9	22.6	17.0	21.4	20.3
순이익 증가율	-46.9	53.7	20.2	23.6	23.3
수익성					
ROIC	8.8	12.1	12.4	14.2	16.4
ROA	9.6	10.6	10.7	11.2	12.2
ROE	11.9	16.3	17.5	18.8	20.1
안정성					
부채비율	129.8	134.7	129.6	124.9	94.6
순차입금비율	39.0	42.4	30.1	14.3	-1.1
이자보상배율	5.8	6.9	7.3	7.9	9.4

자료: 오리온, 대신증권 리서치센터

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	899	1,032	1,346	1,793	1,888
현금및현금성자산	215	211	454	825	818
매출채권 및 기타채권	177	196	213	232	257
재고자산	269	234	256	281	314
기타유동자산	238	392	423	456	500
비유동자산	1,421	1,615	1,751	1,816	1,878
유형자산	1,234	1,421	1,591	1,646	1,698
관계기업투자지분	16	17	21	25	29
기타비유동자산	170	177	139	144	151
자산총계	2,320	2,648	3,097	3,609	3,766
유동부채	826	856	1,101	1,191	1,092
매입채무 및 기타채무	291	342	353	364	380
차입금	250	305	287	281	248
유동성채무	139	96	336	410	312
기타유동부채	147	113	124	136	152
비유동부채	484	664	648	814	739
차입금	376	577	553	710	622
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	108	87	95	104	117
부채총계	1,310	1,520	1,749	2,005	1,831
자본지분	877	984	1,177	1,400	1,689
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	64	64	64	64	64
이익잉여금	789	919	1,092	1,315	1,604
기타자본변동	-6	-29	-9	-9	-9
비지배지분	133	143	172	204	246
자본총계	1,010	1,128	1,349	1,604	1,935
순차입금	393	478	406	229	-22

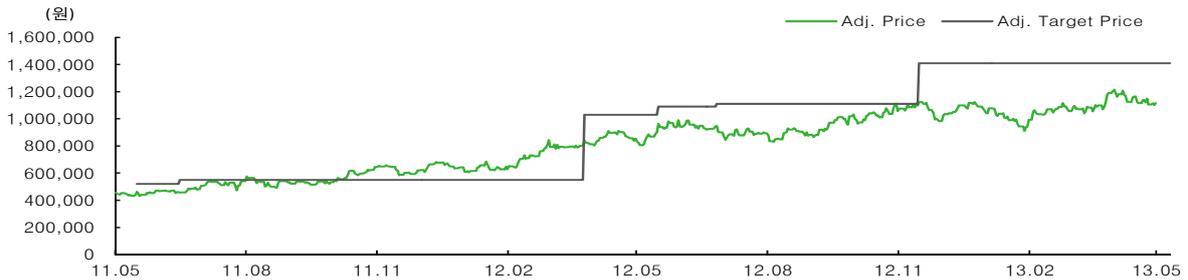
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	170	250	293	323	376
당기순이익	110	170	204	252	311
비현금항목의 가감	239	233	251	242	264
감가상각비	110	125	120	92	96
외환손익	-2	-2	-1	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	131	110	132	150	168
자산부채의 증감	-45	-72	-146	-148	-158
기타현금흐름	-135	-81	-17	-24	-41
투자활동 현금흐름	-99	-415	-278	-180	-191
투자자산	40	-86	-4	-4	-4
유형자산	-155	-289	-243	-143	-143
기타	16	-40	-31	-33	-44
재무활동 현금흐름	14	168	159	180	-262
단기차입금	-39	55	-18	-7	-33
사채	9	79	-12	100	-56
장기차입금	71	78	-12	57	-31
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-17	-21	-16	-20	-21
기타	-11	-24	217	50	-121
현금의 증감	90	-4	243	371	-7
기초 현금	126	215	211	454	825
기말 현금	215	211	454	825	818
NOPLAT	136	206	232	280	337
FCF	53	1	72	192	253

▶ Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다(담당자: 이선경)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

▶ 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	13.05.16	13.05.06	13.05.05	13.04.11	13.04.02	13.03.11	12.11.30	12.08.30	12.07.11	12.05.31
투자의견	Buy									
목표주가	1,410,000	1,410,000	1,410,000	1,410,000	1,410,000	1,410,000	1,410,000	1,110,000	1,110,000	1,090,000
제시일자	12.04.09	11.06.30	11.05.31							
투자의견	Buy	Buy	Buy							
목표주가	1,030,000	550,000	520,000							
제시일자										
투자의견										
목표주가										

▶ 투자등급관련사항

- 산업 투자의견**
- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견**
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상