

오리온 (001800)

이선경

769,3162

sunny_lee@daishin.com

박산배

769,2378

shinay.park@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

목표주가

1,270,000

하향

현재주가

(13.07.05)

1,009,000

음식료업종

마케팅비만 통제되면 하반기는 괜찮다.

2분기 중국 제과 부문 이익 감소로 예상보다 크게 부진한 실적

- 2분기 매출액 5,942억원(+9.9% YoY), 영업이익 495억원(-28.4% YoY)으로 영업이익 전년 동기대비 196억원 감소하며 크게 부진한 실적
- 중국 매출 20% YoY 성장하나 채널 확대 비용, 광고선전비 및 판촉 확대로 영업이익 전년동기 대비 18% 감소, 스포츠토토 영업이익 전년동기 258억원에서 50억원으로 감소 전망
- 국내제과 매출 4% YoY 성장, 오리온 스낵 합산 영업이익 25% YoY 성장, 베트남과 러시아 매출 각각 25% YoY, 35% YoY 성장하고 이익도 호조이나 중국의 부진으로 전체 해외제과 영업이익은 전년동기대비 17% 감소

하반기에는 마케팅비 축소와 낮아지는 기저로 큰폭의 이익 증가 가능

- 중국제과 채널확대 효과 및 기저 낮아지며 매출 증가세 확대되고 마케팅비 축소로 3, 4분기 영업이익 전년동기대비 각각 54%, 114% 증가 전망, 2013년 연간 중국 매출 1조 2,067억원(+22.7% YoY), 영업이익 1,452억원(+17.7% YoY) 예상
- 러시아와 베트남도 20% 이상의 매출 성장 및 이익성장 지속
- 하반기 스포츠토토 기저 감소(1H12 OP 605억원 → 2H12 OP -44억원)로 스포츠토토 부문에 의한 감익 요인 제거, 국내제과 비용통제로 낮은 한자리수 매출 성장에도 영업이익은 두자리수 증가 가능
- 3, 4분기 전체 매출 YoY 각각 12%, 15% 성장하고 영업이익은 61%, 171% 성장 예상

투자의견 매수 유지하나 목표주가 127만원으로 하향

- 중국 경기둔화와 마케팅비 확대에 의한 이익 둔화 감안해 수익추정 하향, 2013년과 2014년 EPS 각각 8%, 7% 하향 조정
- 수익추정 하향, 시점 변경 반영해 목표주가 141만원에서 127만원으로 하향
- 2013년 12월 삼양공장 가동, 2014년 초 북경 2공장 가동 후 동북부 지역 빠른 매출 확대 기대감 유효, 2014년 1분기 산공장 가동 효과 모멘텀 본격화, 2014년 중국 제과 영업이익 36%로 높은 성장세 회복 가능
- 2014년에 대한 긍정적인 전망 유지하나 3, 4분기 중국 마케팅비 통제 여부에 대한 확인은 필요, 3분기까지 과거대비 주가의 단기 상승 탄력성은 다소 떨어질 수 있음

(단위: 십억원 %)

구분	2Q12	1Q13	2Q13(F)	YoY	QoQ	2Q13F Consensus	Difference (%)
매출액	541	645	594	9.9	-7.8	596	-0.3
영업이익	69	93	49	-28.4	-46.8	58	-17.4
순이익	33	56	23	-29.9	-58.6	36	-54.3

구분	2011	2012	2013(F)	Growth		2013(F) Consensus	Difference (%)
				2012	2013		
매출액	1,913	2,368	2,600	23.8	9.8	2,627	-1.0
영업이익	215	264	291	22.6	10.4	296	-1.8
순이익	99	152	178	52.6	17.3	183	-3.1

자료: 오리온, WSEIH, 대신증권 리서치센터

KOSPI	1833.31
시가총액	6,023십억원
시가총액비중	0.56%
자본금(보통주)	30십억원
52주 최고/최저	1,214,000원 / 830,000원
120일 평균거래대금	178억원
외국인지분율	39.79%
주요주주	이화경 외 7인 28.81% 국민연금공단 5.98%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.4	-8.3	-9.7	9.2
상대수익률	-1.1	-3.6	-1.0	11.7

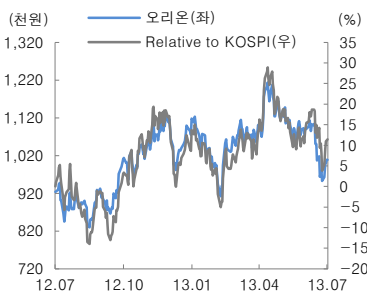


표 1. 오리온 및 연간 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원 %)

		1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	전체	626.3	540.8	601.7	599.2	644.8	594.2	673.8	687.5	2,368.0	2,600.3	2,831.3	3,156.4
	제과	507.9	446.6	502.8	525.1	560.5	513.4	600.2	622.0	1,982.4	2,296.1	2,688.1	3,078.9
	오리온 별도	209.0	196.2	200.9	214.6	207.0	204.2	206.2	226.1	820.7	843.5	883.4	927.6
	해외제과 합산	306.3	259.0	312.7	323.6	359.4	314.7	400.3	402.4	1,201.6	1,476.9	1,833.2	2,184.0
	기타 및 연결조정	(7.4)	(8.6)	(10.8)	(13.1)	(5.9)	(5.4)	(6.4)	(6.6)	(39.9)	(24.3)	(28.5)	(32.6)
	스포츠레저 및 기타	118.2	94.2	98.9	74.4	84.3	80.8	73.6	65.5	385.7	304.2	143.2	77.5
YoY (%)	전체	28.0	33.7	22.2	13.7	2.9	9.9	12.0	14.7	23.8	9.8	8.9	11.5
	제과	26.1	26.6	21.7	21.1	10.3	15.0	19.4	18.5	23.7	15.8	17.1	14.5
	오리온 별도	9.1	4.9	10.3	7.4	(1.0)	4.1	2.7	5.4	7.9	2.8	4.7	5.0
	해외제과 합산	39.0	47.0	30.7	34.2	17.3	21.5	28.0	24.4	37.0	22.9	24.1	19.1
	기타 및 연결조정	(21.1)	(17.4)	30.7	79.0	(19.6)	(36.9)	(41.1)	(49.6)	12.8	(39.0)	17.1	14.5
	스포츠레저 및 기타	36.7	82.7	25.0	(22.6)	(28.6)	(14.3)	(25.6)	(11.9)	23.2	(21.1)	(52.9)	(45.9)
영업이익	전체	115.6	69.1	59.5	19.6	93.0	49.5	95.7	53.0	263.7	291.2	344.3	414.4
	오리온 별도	17.6	9.6	10.7	24.1	15.1	12.9	15.2	24.4	61.9	67.5	73.8	78.9
	오리온스낵	6.4	6.1	8.6	5.4	9.5	6.7	9.4	5.9	26.5	31.6	35.3	39.4
	해외제과	56.6	27.4	45.6	12.5	55.4	22.7	68.6	22.5	142.1	169.2	228.2	295.7
	스포츠레저 및 기타	35.1	26.0	(5.4)	(22.4)	13.1	7.2	2.5	0.2	33.2	23.0	7.0	0.4
	스포츠토토	34.7	25.8	(5.6)	1.2	7.3	5.0	2.5	0.0	56.1	14.8	7.8	0.0
	미디어플러스 등	0.4	0.2	0.2	(23.6)	5.8	2.2	0.0	0.2	(22.9)	8.2	(0.8)	0.4
YoY (%)	전체	45.5	116.3	(10.2)	(47.7)	(19.5)	(28.4)	60.8	171.0	22.6	10.4	18.2	20.4
	오리온 별도	(14.3)	(39.7)	(21.9)	10.0	(14.2)	34.3	41.8	1.2	(14.0)	9.0	9.4	6.9
	오리온스낵	40.4	0.7	31.5	23.4	49.6	10.1	9.2	9.7	23.0	19.2	11.8	11.8
	해외제과	69.0	63.7	24.0	90.2	(2.2)	(17.1)	50.4	80.1	51.9	19.1	34.8	29.6
	스포츠레저 및 기타	67.4	(485.1)	(158.3)	(593.4)	(62.7)	(72.3)	(146.3)	(100.9)	18.5	(30.9)	(69.3)	(94.5)
자배주주 순이익		64.0	33.1	38.7	15.8	56.0	23.2	64.0	34.7	151.6	177.9	222.2	284.4
EBITDA		139.2	97.0	104.7	47.7	116.5	79.5	125.7	89.6	388.7	411.2	436.3	507.2
YoY(%)	자배주주 순이익	50.0	103.4	9.0	224.6	(12.6)	(29.9)	65.1	120.3	52.6	17.3	24.9	28.0
	EBITDA	44.2	44.2	10.6	(28.4)	(16.3)	(18.1)	20.0	87.7	19.5	5.8	6.1	16.3
영업이익률(%)		18.5	12.8	9.9	3.3	14.4	8.3	14.2	7.7	11.1	11.2	12.2	13.1
자배주주 순이익률(%)		10.2	6.1	6.4	2.6	8.7	3.9	9.5	5.1	6.4	6.8	7.8	9.0
EBITDA 마진률(%)		22.2	17.9	17.4	8.0	18.1	13.4	18.7	13.0	16.4	15.8	15.4	16.1
판매비/매출액(%)		27.4	32.2	32.4	35.8	29.8	34.5	32.0	35.4	31.9	32.9	34.6	34.7

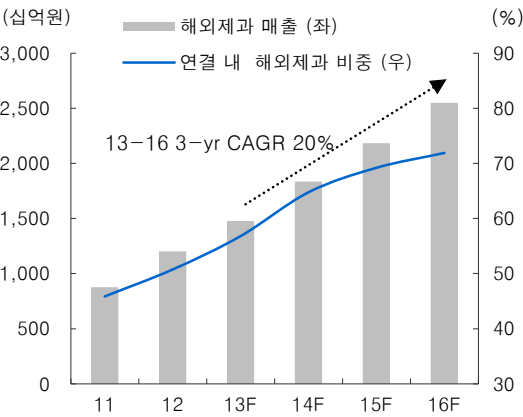
자료: 오리온 대산증권 리서치센터

표 2. 오리온 제과 사업부 지역별 분기 및 연간 매출액 추이 및 전망 (단위: 십억원 %)

		1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	오리온	209.0	196.2	200.9	214.6	207.0	204.2	206.2	226.1	820.7	843.5	883.4	927.6
	오리온스낵	41.3	42.3	48.3	42.2	48.0	46.5	52.2	45.6	174.1	192.2	207.6	224.2
	중국	256.7	211.8	250.9	263.8	296.6	254.1	326.2	329.8	983.2	1,206.7	1,516.2	1,819.4
	베트남	35.9	32.1	39.7	41.1	44.6	40.1	47.6	49.3	148.8	181.6	210.7	242.3
	러시아	13.7	15.2	22.1	18.7	18.2	20.5	26.5	23.4	69.6	88.6	106.3	122.2
YoY (%)		9.1	4.9	10.3	7.4	(1.0)	4.1	2.7	5.4	7.9	2.8	4.7	5.0
		10.9	9.5	17.0	10.7	16.2	10.0	8.0	8.0	12.1	10.4	8.0	8.0
		45.5	55.7	27.0	36.5	15.6	20.0	30.0	25.0	39.8	22.7	25.7	20.0
		10.6	15.3	39.8	30.6	24.1	25.0	20.0	20.0	23.8	22.1	16.0	15.0
		18.5	22.2	65.8	14.1	33.1	35.0	20.0	25.0	29.7	27.2	20.0	15.0
영업이익	오리온	17.6	9.6	10.7	24.1	15.1	12.9	15.2	24.4	61.9	67.5	73.8	78.9
	오리온스낵	6.4	6.1	8.6	5.4	9.5	6.7	9.4	5.9	26.5	31.6	35.3	39.4
	중국	52.1	23.3	40.3	7.7	47.7	19.1	62.0	16.5	123.4	145.2	198.1	258.4
	베트남	3.6	2.3	4.2	4.2	6.2	2.4	5.0	5.0	14.3	18.7	23.2	28.5
	러시아	0.9	1.8	1.1	0.6	1.5	1.2	1.6	1.0	4.5	5.3	6.9	8.8
YoY (%)		(14.3)	(39.7)	(21.9)	31.0	(14.2)	34.3	41.8	1.2	(9.5)	9.0	9.4	6.9
		40.4	0.7	31.5	23.4	49.6	10.1	9.2	9.7	23.0	19.2	11.8	11.8
		77.4	70.2	28.0	136.3	(8.5)	(18.0)	53.8	114.1	58.6	17.7	36.4	30.5
		(8.0)	(9.1)	24.5	55.2	73.3	4.5	20.0	20.0	14.2	30.9	24.4	22.6
		286.6	245.3	(42.2)	(0.9)	59.3	(32.6)	44.7	64.0	36.2	18.8	29.3	28.0
영업이익률(%)	오리온	8.4	4.9	5.3	11.2	7.3	6.3	7.4	10.8	7.5	8.0	8.4	8.5
	오리온스낵	15.4	14.5	17.8	12.8	19.8	14.5	18.0	13.0	15.2	16.4	17.0	17.6
	중국	20.3	11.0	16.1	2.9	16.1	7.5	19.0	5.0	12.5	12.0	13.1	14.2
	베트남	10.0	7.2	10.6	10.2	13.9	6.0	10.6	10.2	9.6	10.3	11.0	11.8
	러시아	6.9	12.0	5.0	3.2	8.2	6.0	6.0	4.2	6.4	6.0	6.5	7.2

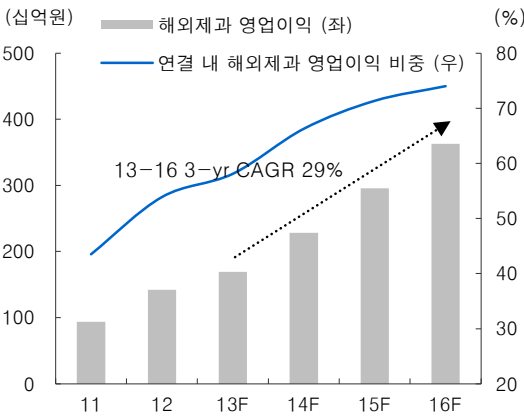
자료: 오리온 대신증권 리서치센터
주: 오리온 스낵 매출은 모두 오리온으로의 매출로 연결 조정시 제외됨에 유의

그림 1. 오리온: 해외제과 매출 추이 및 전망



자료: 오리온 대신증권 리서치센터

그림 2. 오리온: 해외제과 영업이익 추이 및 전망



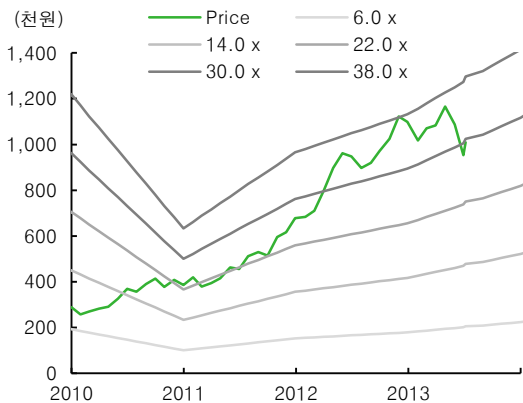
자료: 오리온 대신증권 리서치센터

표 3. 오리온 밸류에이션 (십억원, 원, x, %)

국내영업가치 (십억원)	1,703.0	$A=a*b$	
12M Fwd 국내 EBITDA	170.3	a	
Target Multiple (x)	10.0	b	
해외영업가치 (십억원)	5,067.0	$B=c*d$	
12M Fwd 해외제과 EBITDA	253.4	c	
Target Multiple (x)	20.0	d	
투자자산가치 (십억원)	273.1	$C=e+f+g$	
투자부동산	262.5	e	문배동과 베나건스 부지 세후 시가매각 금액
매도가능+만기보유 금융자산	10.6	f	매도가능증권 30% 할인+ 만기보유 금융자산
주당 가치 (원)	1,270,000	$G=(A+B+C-D)/F$	
총차입금	1,176.1	h	
현금성자산	756.7	i	
순차입금 (순현금)	419.4	$D=h-i$	
보통주 총발행주식수	5,965,232	j	
보통주 자기주식수	709,233	k	
수정보통주 발행주식수	5,255,999	$F=j-k$	
현주가 (원)	1,009,000	2013-07-05	
상승여력 (%)	25.9		
12M Fwd Implied PER (x)	33.4	자사주 제외 지배주주 순이익 기준	
12M Fwd Implied PEG Ratio (x)	1.43	지배주주순이익 기준 12-15년 3개년 EPS CAGR	

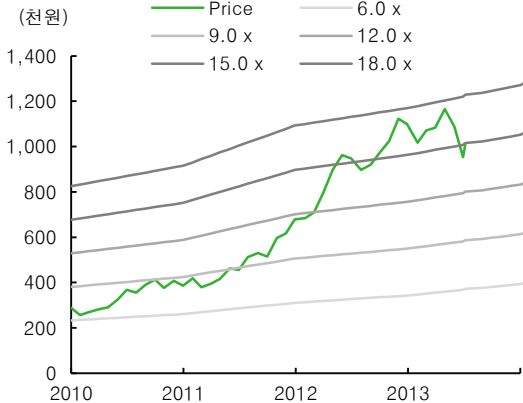
자료: 대신증권 리서치센터

그림 3. PER(12M Fwd) 밴드



자료: WSEi, 대신증권 리서치센터

그림 4. EV/EBITDA(12M Fwd) 밴드



자료: WSEi, 대신증권 리서치센터

표 4. 실적 추정 변경 내역 (단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경률 (%)		
	13F	14F	15F	13F	14F	15F	13F	14F	15F
매출액	2,591	2,785	3,096	2,600	2,831	3,156	0.3	1.6	1.9
영업이익	313	378	462	291	344	414	(7.1)	(9.0)	(10.3)
세전이익	277	340	428	257	310	382	(7.2)	(8.8)	(10.8)
순이익 (자배)	193	239	306	178	222	284	(7.6)	(6.8)	(7.1)
EPS (자배)	36,607	45,355	58,189	33,817	42,250	54,062	(7.6)	(6.8)	(7.1)
매출액	9.4	7.5	11.2	9.8	8.9	11.5			
영업이익	18.8	20.7	22.2	10.4	18.2	20.4			
세전이익	23.5	22.9	26.0	14.5	20.8	23.3			
순이익	27.0	23.9	28.3	17.3	24.9	28.0			
EPS	26.9	23.9	28.3	17.2	24.9	28.0			
영업이익률(%)	12.1	13.6	14.9	11.2	12.2	13.1			
세전이익률(%)	10.7	12.2	13.8	9.9	11.0	12.1			
순이익률(%)	7.4	8.6	9.9	6.8	7.8	9.0			

자료: 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	1,913	2,368	2,600	2,831	3,156
매출원가	1,076	1,348	1,453	1,507	1,646
매출총이익	837	1,020	1,148	1,324	1,510
판매비와관리비	622	756	856	980	1,096
영업이익	215	264	291	344	414
영업외수익	11.2	11.1	11.2	12.2	13.1
EBITDA	325	389	411	436	507
영업외손익	-37	-40	-35	-34	-32
관계기업손익	-2	-3	-1	-2	-2
금융수익	30	28	9	12	14
외환판별이익	3	3	1	0	0
금융비용	-62	-53	-39	-43	-43
외환판별손실	24	14	2	0	0
기타	-3	-12	-3	-2	-2
법인세비용차감전순이익	178	224	257	310	382
법인세비용	-65	-49	-64	-78	-97
계속사업순이익	113	175	193	232	286
중단사업순이익	-2	-5	0	0	0
당기순이익	110	170	193	232	286
당기순이익률	5.8	7.2	7.4	8.2	9.1
비재계분순이익	11	18	15	10	1
재계분순이익	99	152	178	222	284
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	-3	2	0	0
포괄순이익	121	140	212	232	286
비재계분포괄이익	12	16	18	10	1
재계분포괄이익	110	124	194	222	284

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	16,660	25,413	29,799	37,230	47,639
PER	40.7	43.2	33.9	27.1	21.2
BPS	146,981	164,933	195,310	229,236	273,350
PBR	4.6	6.7	5.2	4.4	3.7
EBITDAPS	54,514	65,148	68,894	73,085	84,962
EV/EBITDA	14.1	18.5	16.1	14.9	12.4
SPS	320,679	396,934	435,632	474,306	528,767
PSR	2.1	2.8	2.5	2.3	2.1
CFPS	58,603	67,493	73,427	77,772	89,668
DPS	3,000	3,000	3,750	4,000	4,000

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증/감률	18.0	23.8	9.8	8.9	11.5
영업이익 증/감률	27.9	22.6	10.4	18.2	20.4
순이익 증/감률	-46.9	53.7	13.5	20.3	23.3
수익성					
ROIC	8.8	12.1	11.7	13.0	15.1
ROA	9.6	10.6	10.2	10.3	11.4
ROE	11.9	16.3	16.5	17.5	19.0
안정성					
부채비율	129.8	134.7	130.9	127.7	97.8
순차입금비율	39.0	42.4	31.4	16.9	2.4
이자보상비율	5.8	6.9	7.7	8.1	9.7

자료: 오리온 대손증권리서치센터

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	899	1,032	1,333	1,755	1,817
현금및현금성자산	215	211	441	791	753
매출채권및기타채권	177	196	213	231	255
재고자산	269	234	257	279	311
기타유동자산	238	392	423	454	497
비유동자산	1,421	1,615	1,751	1,815	1,881
유형자산	1,234	1,421	1,591	1,646	1,701
관계기업투자지분	16	17	21	25	29
기타비유동자산	170	177	139	144	151
자산총계	2,320	2,648	3,085	3,571	3,697
유동부채	826	856	1,101	1,189	1,090
매출채권및기타채권	291	342	353	364	379
차입금	250	305	287	281	248
유동상채무	139	96	336	410	312
기타유동부채	147	113	124	135	151
비유동부채	484	664	648	813	738
차입금	376	577	553	710	622
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	108	87	95	104	116
부채총계	1,310	1,520	1,749	2,003	1,828
자본지분	877	984	1,166	1,368	1,632
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	64	64	64	64	64
이익잉여금	789	919	1,081	1,283	1,547
기타자본변동	-6	-29	-9	-9	-9
비재계분	133	143	170	199	238
자본총계	1,010	1,128	1,336	1,568	1,870
순차입금	393	478	419	265	45

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	170	250	274	295	338
당기순이익	110	170	193	232	286
비현금항목의가감	239	233	246	232	250
감가상각비	110	125	120	92	93
외환손익	-2	-2	0	0	0
자본평가손익	0	0	0	0	0
기타	131	110	125	140	157
자산부채의증감	-45	-72	-146	-146	-157
기타현금흐름	-135	-81	-19	-24	-40
투자활동 현금흐름	-99	-415	-279	-179	-190
투자자산	40	-86	-4	-4	-4
유형자산	-5,626	-5,191	-5,191	-5,191	-5,191
기타	247	389	494	250	83
재무활동 현금흐름	4,588	4,900	5,323	4,795	4,795
단기차입금	1,201	52	52	52	52
사채	3,485	5,322	5,322	5,322	5,322
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-693	-771	-772	-772	-772
기타	595	297	722	194	194
현금의증감	1,248	1,078	7,262	5,974	3,616
기초 현금	2,273	3,521	4,599	11,861	17,835
기말 현금	3,521	4,599	11,861	17,835	21,452
NOPLAT	4,318	4,200	2,749	3,044	3,243
FCF	1,316	561	-120	409	822

[Compliance Notice]

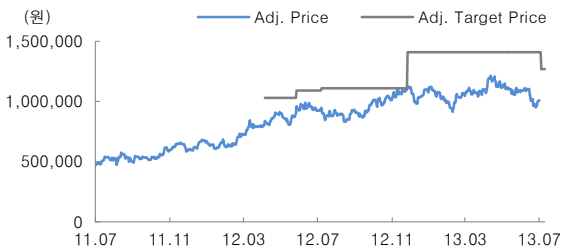
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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]

오리온(001800) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	13.07.08	13.06.03	13.05.16	13.05.06	13.05.05	13.04.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,270,000	1,410,000	1,410,000	1,410,000	1,410,000	1,410,000
제시일자	13.04.02	13.03.11	12.11.30	12.08.30	12.07.11	12.05.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,410,000	1,410,000	1,410,000	1,110,000	1,110,000	1,090,000
제시일자	12.04.09					
투자의견	Buy					
목표주가	1,030,000					
제시일자						
투자의견						
목표주가						

투자등급관련사항

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 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