

악재 속 빛나는 내실

현재주가 (7/16)	1,080,000원	
상승여력	29.6%	
시가총액	6,453십억원	
발행주식수	5,975천주	
자본금/액면가	30십억원/5,000원	
52주 최고가/최저가	1,374,000원/781,000원	
일평균 거래대금 (60일)	23십억원	
외국인지분율	40.15%	
주요주주	이화경 외 6 인 28.80%	
주가상승률	1M	3M 6M
절대주가(%)	-7.7	-14.4 8.3
상대주가(%p)	-10.3	-12.3 -2.0

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(15F)	EPS(16F)	T/P
Before	34,293	38,695	1,450,000
After	36,453	44,559	1,400,000
Consensus	37,248	42,234	1,542,188
Cons. 차이	-2.1%	5.5%	-9.2%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 지난 6/12 동사의 홈플러스 인수 검토 계획 발표 이후 큰 낙폭 시현했으나 최근 이와 관련된 리스크는 사실상 해소
- 국내제과 시장축소 리스크가 메르스 여파로 추가 확대되었으며 중국 매출성장률은 기대치를 하회하겠으나 국내 비용통제 및 중국법인 환율효과 기대감 상존한 상태
- 오랜 기간 부담으로 작용했던 밸류에이션 수준 큰 폭 완화되며 재매수 매력 부각

2) 주요이슈 및 실적전망

- 국내제과 매출부진 불구 이익개선 기초는 지속될 것 + 중국제과 현지화 기준 7.5% 증가한 매출성장세 전망 vs. 러시아 루블화 약세로 인한 원화기준 실적 악화
 - ① 국내: 시장 외형축소 지속 및 6월 이후 메르스 여파로 인한 대형마트 채널 판매량 감소 부정적
 - 8개 분기 연속 국내제과 매출 악화(초콜릿/껌류 감소세 부각) 불가피할 것
 - 본사, OSI 및 아이팩 합병 비로, 비용절감 위한 다각적 구조조정 효과로 이익개선 기초는 유지할 것으로 전망
 - ② 중국: 위안화 매출 성장률 +7.5%(YoY) 수준으로 기대보다 하회할 것
 - 전분기 광고판촉 확대 및 고마진 TT채널 비중 확대로 투자릿수 성장세 회복한 바 있으나 당분기 현지 내수시장 악화 고려할 때 선방한 수치
 - 전년동기 대비 위안화 강세로 +7.3% 환율효과 고려 시 원화기준 약 +14.8% 매출성장 기대 가능
 - ③ 러시아/베트남: 러시아 고성장세 유지 중이나 루블화 약세로 인한 원화기준 실적 악화 지속될 것 vs. 베트남 현지 시장 경쟁심화 중이나 5% 내외 무난한 실적증가 예상
- 2015F 매출액 2조6,192억원(+6.3% YoY), 영업이익 3,308억원(+18.6% YoY) 전망

3) 주가전망 및 Valuation

- 동사 P/E(12M Fwd) 26.9배로 중국 peer 평균 P/E(12M Fwd) 19.5배 대비 여전히 높은 수준이나 일본 Calbee사 동일 기준 41.2배인 점 감안 시 상대적으로 매력적인 밸류에이션
- 투자이견 BUY 유지 및 목표주가 1,400,000원 제시

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2013	2,485.2	259.5	145.7	398.3	24,407	-4.0	38.9	5.4	16.0	13.8	0.3
2014	2,463.0	279.0	163.5	425.5	27,363	12.1	37.1	5.0	15.9	13.8	0.6
2015F	2,619.2	330.8	217.8	478.1	36,453	33.2	29.6	4.4	15.1	16.2	0.6
2016F	2,727.0	350.8	266.3	504.3	44,559	22.2	24.2	3.7	14.3	17.1	0.6
2017F	2,995.5	582.8	454.4	747.1	76,051	70.7	14.2	2.9	9.4	24.0	0.6

* K-IFRS 연결 기준

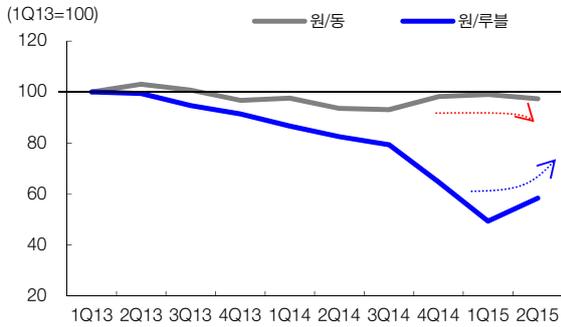
〈표1〉 오리온 분기 실적추이 및 전망(K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2014	2015F	2016F
매출액	654,8	563,9	614,9	629,5	698,2	610,8	628,8	679,7	2,463,0	2,619,2	2,727,0
영업이익	94,5	45,7	83,7	55,2	120,2	55,5	84,8	70,3	279,0	330,8	350,8
지배주주순이익	53,5	23,7	49,9	36,3	77,1	40,2	60,9	39,6	163,5	217,8	266,3
YoY											
매출액	1,6%	-2,6%	-2,3%	-0,4%	6,6%	8,3%	2,3%	8,0%	-0,9%	6,3%	4,1%
영업이익	1,6%	-5,1%	17,8%	16,7%	27,1%	21,5%	1,4%	27,5%	7,5%	18,6%	6,0%
지배주주순이익	-4,5%	-0,2%	19,2%	51,2%	44,1%	69,4%	22,0%	9,1%	12,2%	33,2%	22,2%
OPM	14,4%	8,1%	13,6%	8,8%	17,2%	9,1%	13,5%	10,3%	11,3%	12,6%	12,9%
NPM	8,2%	4,2%	8,1%	5,8%	11,0%	6,6%	9,7%	5,8%	6,6%	8,3%	9,8%

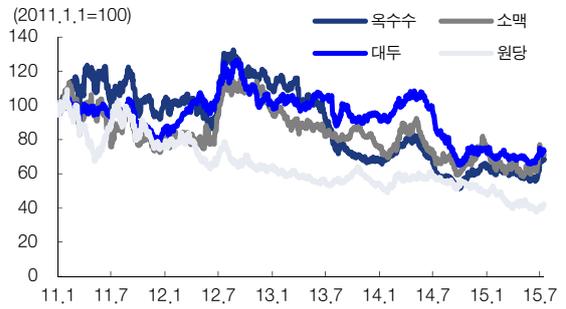
자료: 오리온, HMC투자증권

〈그림1〉 주요 해외법인 환율 Trend



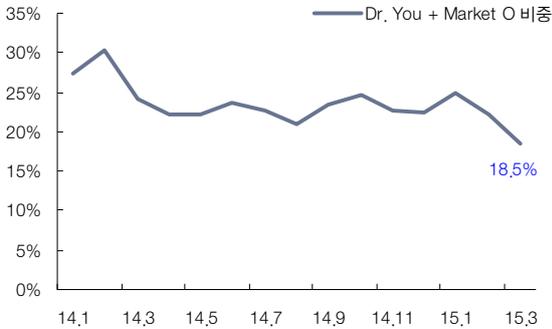
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림2〉 주요 곡물 가격 안정화 기초 유지



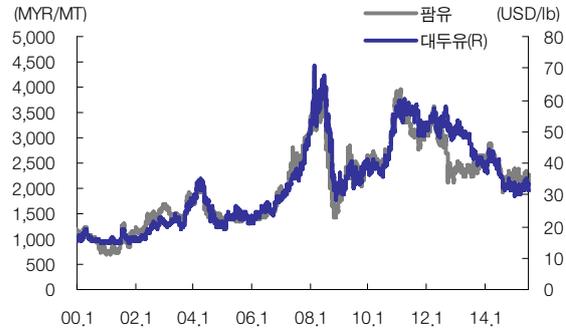
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림3〉 국내제과 프리미엄제품 비중 감소 우려



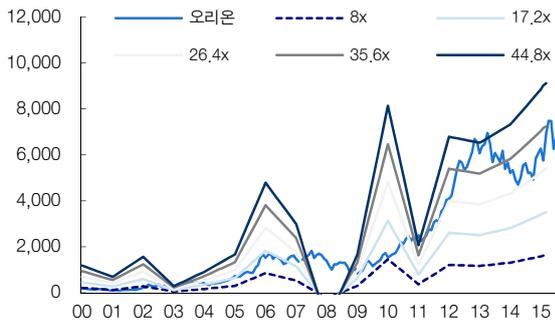
자료: 오리온, HMC투자증권

〈그림4〉 팜유 가격 안정적 흐름 유지



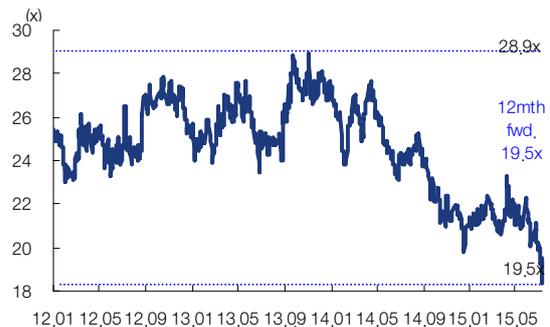
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림5〉 Historical P/E Band



자료: DataGuide, HMC투자증권

〈그림6〉 중국 Peer Group 평균 P/E 19.5x



자료: Bloomberg, HMC투자증권

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	2,485	2,463	2,619	2,727	2,985
증가율 (%)	4.9	-0.9	6.3	4.1	9.8
매출원가	1,408	1,361	1,246	1,292	1,405
매출원가율 (%)	56.7	55.2	47.6	47.4	46.9
매출총이익	1,077	1,102	1,373	1,435	1,581
매출이익률 (%)	43.3	44.8	52.4	52.6	53.1
증가율 (%)	5.7	2.3	24.5	4.5	10.9
판매관리비	818	823	1,042	1,084	1,008
판매비율(%)	32.9	33.4	39.8	39.8	33.7
EBITDA	398	426	478	504	747
EBITDA 이익률 (%)	16.0	17.3	18.3	18.5	24.9
증가율 (%)	2.5	6.8	12.4	5.5	48.2
영업이익	259	279	331	351	583
영업이익률 (%)	10.4	11.3	12.6	12.9	19.5
증가율 (%)	-1.6	7.5	18.6	6.0	66.1
영업외손익	-33	-25	6	-9	30
금융수익	18	12	11	12	14
금융비용	44	55	38	52	46
기타영업외손익	-7	18	33	31	62
중속/관계기업관련손익	0	1	1	1	1
세전계속사업이익	227	255	338	343	614
세전계속사업이익률 (%)	9.1	10.4	12.9	12.6	20.5
증가율 (%)	1.3	12.3	32.6	1.5	79.1
법인세비용	66	51	101	84	169
계속사업이익	161	204	237	258	446
중단사업이익	-0.9	-30.1	0.0	0	0
당기순이익	160	174	207	258	446
당기순이익률 (%)	6.4	7.1	7.9	9.5	14.9
증가율 (%)	-5.6	8.8	19.0	24.6	72.4
지배주주지분 순이익	146	163	218	266	454
비지배주주지분 순이익	15	11	-10	-8	-9
기타포괄이익	7	-3	5	5	5
총포괄이익	167	171	212	263	450

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	292	216	340	423	577
당기순이익	160	174	207	258	446
유형자산 상각비	80	94	88	94	104
무형자산 상각비	59	52	59	60	60
외환손익	-5	14	-2	13	-21
운전자본의 감소(증가)	-15	-136	-13	-2	-12
기타	13	17	0	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-387	-121	-402	-422	-337
투자자산의 감소(증가)	-2	0	-2	-1	-3
유형자산의 감소	37	9	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-423	-155	-387	-398	-343
기타	1	26	-13	-23	9
재무활동으로인한현금흐름	117	-112	117	23	-161
차입금의 증가(감소)	96	-152	189	-30	-29
사채의증가(감소)	-40	60	-20	0	-50
자본의 증가	1	1	0	0	0
배당금	-21	-21	-32	-32	-32
기타	80	0	-20	85	-50
기타현금흐름	-1	0	0	0	0
현금의증가(감소)	22	-17	56	24	79
기초현금	211	233	216	272	296
기말현금	233	216	272	296	375

	(단위:십억원)				
재무상태표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	1,068	1,029	1,152	1,212	1,373
현금성자산	233	216	272	296	375
단기투자자산	311	273	290	302	317
매출채권	166	152	169	176	200
재고자산	231	216	237	247	272
기타유동자산	127	172	183	191	209
비유동자산	1,905	1,904	2,147	2,395	2,579
유형자산	1,708	1,727	2,026	2,331	2,569
무형자산	78	40	-18	-75	-133
투자자산	33	33	35	36	39
기타비유동자산	85	104	104	104	104
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,974	2,933	3,299	3,607	3,952
유동부채	1,101	864	1,014	1,138	1,155
단기차입금	413	261	400	420	441
매입채무	111	100	112	117	128
유동성장기부채	171	185	165	250	200
기타유동부채	406	317	337	351	385
비유동부채	603	666	702	655	564
사채	279	339	319	319	269
장기차입금	246	245	295	245	195
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	78	82	87	91	100
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,704	1,530	1,716	1,793	1,719
지배주주지분	1,123	1,247	1,438	1,677	2,105
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	66	67	67	67	67
자본조정 등	-16	-36	-36	-36	-36
기타포괄이익누계액	-13	-13	-9	-4	1
이익잉여금	1,056	1,200	1,387	1,621	2,044
비지배주주지분	147	155	145	137	128
자본총계	1,269	1,403	1,583	1,815	2,233

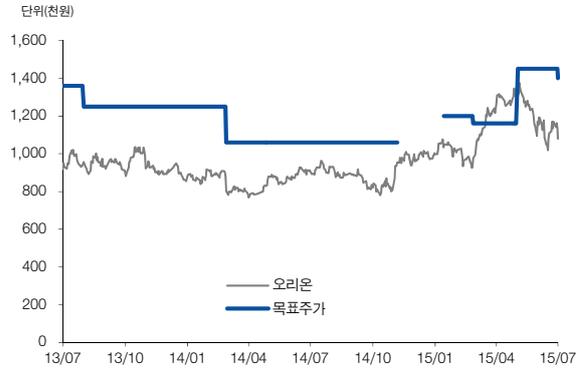
	(단위: 원배,%)				
주요투자지표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS(당기순이익 기준)	26,844	29,175	34,717	43,261	74,560
EPS(지배순이익 기준)	24,407	27,363	36,453	44,558	76,051
BPS(지분총계 기준)	199,467	228,088	267,876	316,264	395,992
BPS(지배지분 기준)	174,916	202,079	243,606	293,291	374,510
DPS	3,000	6,000	6,000	6,000	6,000
PER(당기순이익 기준)	35.4	34.8	31.1	25.0	14.5
PER(지배순이익 기준)	38.9	37.1	29.6	24.2	14.2
PBR(지분총계 기준)	4.8	4.5	4.0	3.4	2.7
PBR(지배지분 기준)	5.4	5.0	4.4	3.7	2.9
EV/EBITDA(Reported)	16.0	15.9	15.1	14.3	9.4
배당수익률	0.3	0.6	0.6	0.6	0.6
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-5.7	8.7	19.0	24.6	72.4
EPS(지배순이익 기준)	-4.0	12.1	33.2	22.2	70.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	13.4	13.0	13.9	15.2	22.0
ROE(지배순이익 기준)	13.8	13.8	16.2	17.1	24.0
ROA	5.7	5.9	6.7	7.5	11.8
안정성 (%)					
부채비율	134.3	109.1	108.4	98.8	77.0
순차입금비율	44.5	38.7	39.0	35.1	18.5
이자보상배율	6.9	8.0	9.2	9.0	15.3

* K-IFRS 연결 기준

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
13/08/16	BUY	1,250,000		담당자변경	
13/09/30	BUY	1,250,000	15/01/29	BUY	1,200,000
13/11/13	BUY	1,250,000	15/03/13	BUY	1,160,000
13/11/15	BUY	1,250,000	15/05/18	BUY	1,450,000
14/01/09	BUY	1,250,000	15/06/02	BUY	1,450,000
14/01/20	BUY	1,250,000	15/07/17	BUY	1,400,000
14/03/14	BUY	1,060,000			
14/04/10	BUY	1,060,000			
14/05/16	BUY	1,060,000			
14/07/09	BUY	1,060,000			
14/08/18	BUY	1,060,000			
14/10/13	BUY	1,060,000			

▶ 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 조용선의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류: HMC투자증권의 업종투자의견은 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 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2014.07.01~2015.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	117건	82.98%
보유	24건	17.02%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 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.