

Company Update

Analyst 김 태 현

02) 6915-5658

kith0923@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 1,290,000원

현재가 (5/24) 971,000원

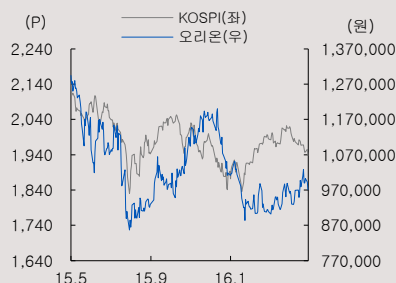
KOSPI (5/24)	1,937.68pt
시가총액	5,803십억원
발행주식수	5,976천주
액면가	5,000원
52주 최고가	1,332,000원
최저가	857,000원
60일 일평균거래대금	18십억원
외국인 지분율	37.6%
배당수익률 (2016F)	0.6%

주주구성	
이화경 외 5 인	28.46%
국민연금	9.08%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	2%	-8%	-19%
절대기준	-2%	-12%	-27%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	1,290,000	1,290,000	-
EPS(16)	36,076	36,076	-
EPS(17)	42,334	42,334	-

오리온 추가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

오리온 (001800)

인도네시아에서 파이를 외치다

인도네시아는 우리나라 제과시장의 1.3배 규모

오리온이 인도네시아 제과업체인 델피(Delfi, 구 페트라푸드)와 각각 50%씩 지분을 투자해 합작법인 '델피-오리온'을 설립하고 인도네시아에 본격적으로 진출한다. 유로 모니터에 따르면 인도네시아 제과시장 규모는 작년 기준 44억 6,110만 달러다. 델피는 2015년 4억 586만 달러의 매출액을 기록했는데, 인도네시아에서 발생한 매출액이 2억 8,499만 달러임을 고려하면 델피의 인도네시아 매출비중은 70.2% 수준이다. 사업부문별 매출 비중은 초콜릿이 90%, 비스킷류가 10%를 차지한다. 초콜릿류의 시장 점유율은 2010년 40.7%에서 작년 47.2%로 상승했다.

합작법인 설립은 오리온과 델피 모두에게 긍정적

합작법인은 양사 모두에게 긍정적인 효과로 작용할 전망이다. 작년 오리온의 인도네시아 매출은 17억원 수준이었고 당기순손실을 기록했다. 로컬 제과회사들 중심으로 과점화된 인도네시아 제과 시장의 특성상 오리온이 독자적으로 판로를 확대하기에는 어려움이 있었다. 하지만 합작법인 설립 이후 30만개에 달하는 델피의 소매 유통망을 통해 오리온의 제품이 판매되면서 브랜드 인지도를 높이고 인도네시아 시장에 빠르게 안착할 수 있을 것으로 기대된다. 델피의 입장에서는 초콜릿에 편중되어 있는 매출비중에 대한 우려를 어느 정도 해소시킬 수 있다고 판단되며, 파이프, 스낵류 등 다양한 제품 라인업을 통한 외형성장이 가능할 것으로 보인다.

인도네시아 진출 확대, 할랄 식품 시장 개척의 시발점이 될 것

합작법인을 통한 단기 매출 기여도는 높지 않을 전망이다. 초코파이와 카스타드 두 개 제품으로 시작해서 본격적으로 판매 제품을 확대하기까지 시간이 필요할 것으로 예상된다. 하지만 인구의 87%가 이슬람교도인 인도네시아 진출 확대를 시작으로 할랄식품 시장에서 미래 성장 동력을 확보할 수 있다는 점에서 의미가 크다. 적극적인 해외 제과시장 개척을 통해 동사의 중장기적 성장 모멘텀은 더욱 강화되고 있다고 판단된다. 투자의견 '매수'와 목표주가 1,290,000원, 업종 내 탑픽을 유지한다.

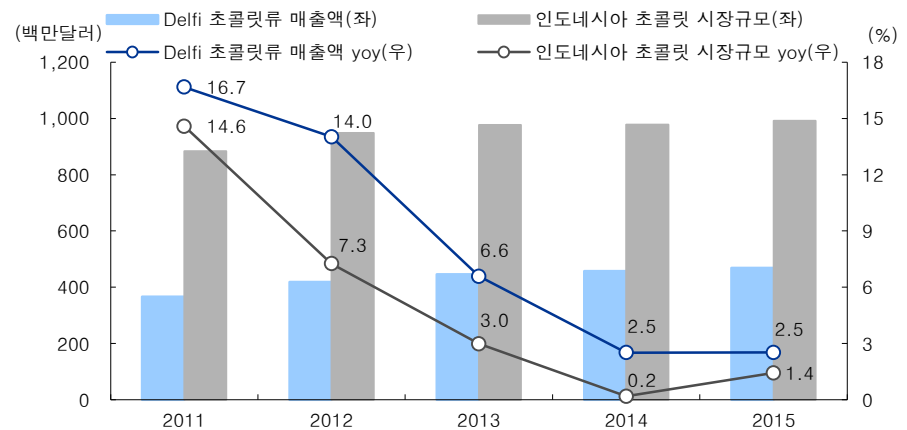
(단위:십억원,배)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	2,200	2,382	2,576	2,812	3,063
영업이익	249	299	375	409	457
세전이익	229	252	324	374	432
지배주주순이익	163	162	216	253	292
EPS(원)	27,363	27,164	36,076	42,334	48,917
증가율(%)	12.1	-0.7	32.8	17.3	15.6
영업이익률(%)	11.3	12.6	14.5	14.5	14.9
순이익률(%)	7.9	7.4	9.0	9.7	10.3
ROE(%)	13.8	12.4	14.7	15.1	15.3
PER	37.1	42.9	26.9	22.9	19.9
PBR	4.9	5.1	3.7	3.3	2.8
EV/EBITDA	17.1	15.8	12.6	11.3	9.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상

▶ 인도네시아 초콜릿 시장의 성장 정체

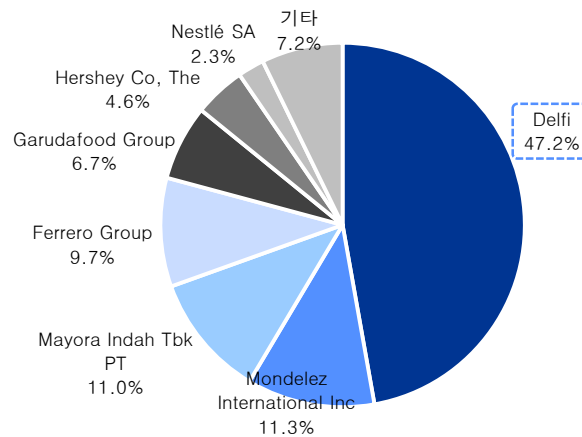
인도네시아 초콜릿 시장 성장률이 2010년 37.7%, 2011년 14.6%를 기록한 이후 하락세를 지속하면서 작년 성장률은 1.4%에 그쳤다. 이에 인도네시아에서 초콜릿 시장점유율이 47.2%에 달하는 델피(Delfi)의 작년 초콜릿 매출액도 2.5%로 저조한 성장률을 기록했다. 델피의 입장에서 전체 매출액의 약 90% 비중을 차지하는 초콜릿 사업부문의 성장이 정체되어있다는 점은 우려요인으로 작용할 수 있다.

그림 1. 인도네시아 초콜릿 시장의 성장성 정체 국면



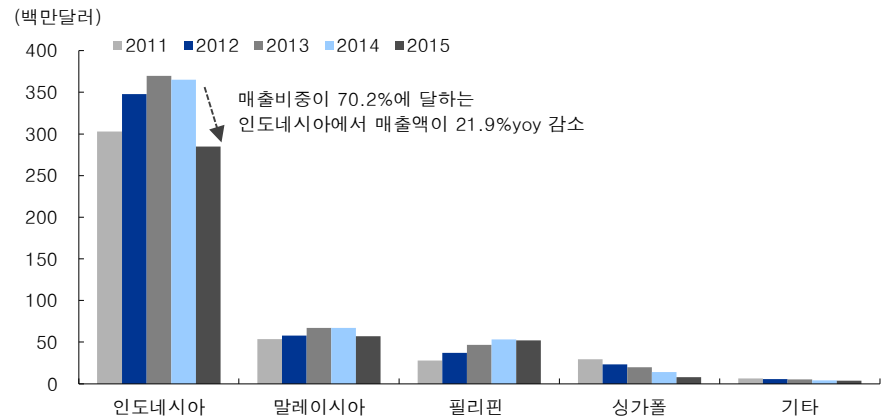
자료: Euromonitor, IBK투자증권 리서치센터

그림 2. 인도네시아 초콜릿류 시장점유율 (2015)



자료: Euromonitor, IBK투자증권 리서치센터

그림 3. 매출비중이 가장 높은 인도네시아의 매출 감소



자료: Delfi, IBK투자증권 리서치센터

표 1. 델피 실적 추이

(단위: 백만달러)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	420	472	509	504	406	426	482
매출원가	291	326	346	343	285		
매출액 대비(%)	69	69	68	68	70		
매출총이익	128	146	163	161	121	131	148
매출액 대비(%)	31	31	32	32	30	31	31
영업이익	56	78	79	74	28	39	51
영업이익률	13	16	16	15	7	9	11
당기순이익	61	26	21	49	-5	30	39

자료: Bloomberg, IBK투자증권 리서치센터

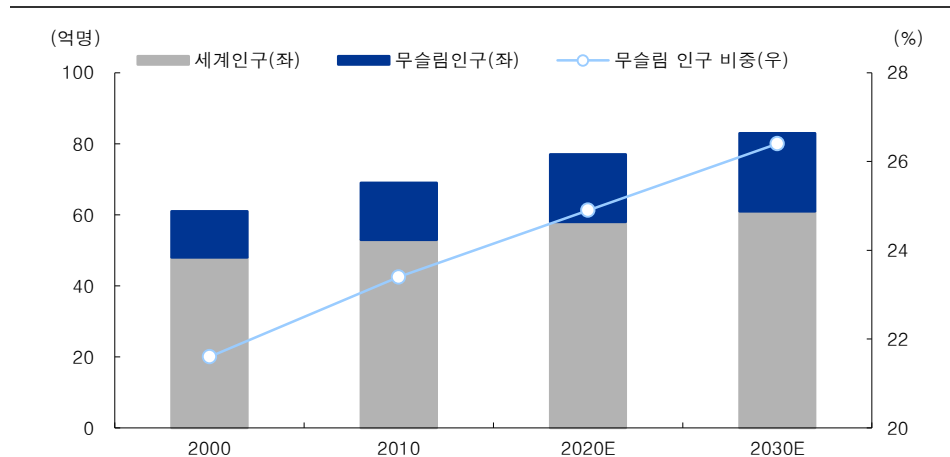
▶ 인도네시아 진출 확대, 할랄 식품 시장 개척의 시발점이 될 것

합작법인을 통해 델피는 중장기적 시각에서 초콜릿에 편중되어 있는 매출비중에 대한 부담을 어느 정도 해소시킬 수 있다고 판단된다. 또 파이류, 스낵류 등 다양한 오리온 제품 라인업을 통한 외형성장이 가능할 것으로 보인다. 오리온은 약 30만개에 달하는 델피의 소매 유통망을 통해 제품이 판매되면서 브랜드 인지도를 높이고 인도네시아 시장에 빠르게 안착할 수 있을 것으로 기대된다.

본격적으로 판매 제품을 확대하기까지 시간이 필요할 것으로 보인다. 초코파이와 카스타드 등 파이 제품을 시작으로 추후 스낵 제품을 출시하면서 시장점유율을 높여나갈 것으로 예상된다. 당장은 합작법인을 통한 매출 기여도가 높지 않겠지만 인도네시아 진출 확대를 시작으로 할랄식품 시장에서 미래 성장 동력을 확보할 수 있다는 점에서 의미가 크다.

실제로 인도네시아의 할랄 식품시장 규모는 1,904억 달러로 세계에서 가장 크다. 또 인구수가 2억 5,000만 명으로 세계에서 네 번째로 많고, 인구의 87%가 이슬람교도인 세계 최대 무슬림 국가다. 전세계 무슬림 인구는 17억 명으로 이미 인구 4명 중 1명꼴이다. 2020년에 19억 명, 2030년에는 22억 명이 될 것으로 예상된다. 무슬림 국가들의 경제력 향상으로 소비가 확대되면서 할랄 식품 시장은 가파르게 증가할 것으로 전망된다. 인도네시아의 1인당 제과시장 규모는 한국(70.7달러)과 중국(30.9달러)에 비해 17.4달러로 낮은 편이다. 향후 할랄 식품 시장의 고성장세와 맞물려 인도네시아 제과시장도 높은 성장세를 보일 것으로 예상된다.

그림 4. 무슬림 인구 증가 추세



자료: DinarStandard, IBK투자증권 리서치센터
주: 2013년 기준

표 2. 아시아 국가별 제과시장 규모 비교

	인구수(명)	제과시장규모(달러)	1인당 제과시장규모(달러)
한국	49,115,196	3,470,000,000	70.7
중국	1,367,485,388	42,291,000,000	30.9
인도네시아	255,993,674	4,461,000,000	17.4
베트남	94,348,835	1,141,000,000	12.1

자료: CIA The World Factbook, Euromonitor, IBK투자증권 리서치센터
주: 제과시장규모는 2015년 유로모니터 기준. 인구수는 CIA The World Factbook의 수치 일괄 적용

▶ 인도네시아 제과 시장의 주요 업체 비교

표 3. 초콜릿 판매업체 비교

구분		오리온	Delfi	MONDELEZ	CAMPBELL SOUP	NISSIN FOODS HOLDINGS	INDOFOOD SUKSES MAKMUR	NESTLE	MAYORA INDAH PT
현재주가(달러)		815	2	43	60	49	1	74	3
시가총액(백만달러)		4,869	1,061	67,034	18,518	5,810	4,404	235,141	2,525
주가수익율	1D	-2.2	-2.8	-0.4	0.0	-0.9	-0.4	0.1	-3.8
	1M	-1.8	-7.7	2.4	-1.2	1.1	-5.8	1.0	15.7
	3M	5.3	-0.8	6.0	-1.0	1.9	3.0	5.3	40.5
	6M	-12.0	-2.0	-1.8	16.7	-17.3	28.0	-2.3	45.3
	12M	-27.1	-31.8	7.5	25.0	0.2	-0.4	-0.5	44.2
P/E(배)	2014A	22.7	35.9	18.6	16.9	26.6	18.5	16.1	46.3
	2015A	37.7	N/A	26.5	20.0	35.2	17.7	25.7	22.4
	2016E	24.4	36.2	23.6	20.1	23.5	15.5	21.7	25.8
	2017E	21.5	26.7	20.7	19.1	26.4	13.6	20.2	21.5
P/B(배)	2014A	4.1	5.9	2.2	8.1	1.5	2.4	3.3	4.7
	2015A	4.5	3.8	2.5	11.1	1.8	1.7	3.7	5.4
	2016E	3.4	4.2	2.3	12.5	1.6	2.0	3.4	5.5
	2017E	3.0	4.3	2.2	10.5	1.5	1.8	3.3	4.6
EV/EBITDA(배)	2014A	13.7	20.3	17.6	11.3	10.5	9.3	17.5	17.2
	2015A	14.1	24.4	8.6	13.7	14.1	8.2	15.7	12.6
	2016E	12.5	18.9	17.1	11.7	12.8	8.7	14.4	13.9
	2017E	11.8	15.3	15.5	11.3	12.3	7.9	13.6	12.3
매출액성장률(%)	2014A	-0.9	-0.9	-3.0	2.7	9.1	14.3	-0.5	17.9
	2015A	-3.3	-19.5	-13.5	-2.2	3.3	0.7	-3.0	4.6
	2016E	0.9	5.0	-10.4	-1.0	-1.1	8.5	-0.9	16.0
	2017E	7.4	13.0	2.9	1.4	16.1	8.5	4.4	13.2
영업이익성장률(%)	2014A	7.8	-6.3	-18.4	10.4	15.7	30.0	-16.2	-31.8
	2015A	7.3	-61.9	174.4	-8.1	-12.3	-1.6	14.7	109.1
	2016E	13.4	38.5	-54.7	34.1	-0.9	12.1	7.5	11.0
	2017E	10.4	30.7	11.7	3.8	19.1	10.9	6.1	14.5
영업이익률(%)	2014A	11.3	14.6	9.5	14.4	6.6	11.4	11.9	6.3
	2015A	12.6	6.9	30.0	13.5	5.6	11.1	14.1	12.6
	2016E	14.1	9.1	15.2	18.4	5.7	11.5	15.4	12.0
	2017E	14.5	10.6	16.5	18.8	5.8	11.7	15.6	12.2
순이익률(%)	2014A	6.6	9.7	6.4	9.9	4.6	6.2	15.7	2.8
	2015A	6.8	-1.2	24.5	8.5	4.3	4.6	10.2	8.2
	2016E	9.0	7.1	10.9	11.5	5.4	5.5	11.5	7.3
	2017E	9.5	8.1	11.9	11.9	4.6	5.8	11.8	7.6
ROE(%)	2014A	20.5	16.6	11.1	55.4	5.8	13.1	15.5	10.3
	2015A	12.8	-2.2	9.9	51.6	5.8	9.5	15.5	26.9
	2016E	14.9	12.8	9.7	61.2	7.0	14.0	16.4	23.8
	2017E	15.0	17.1	11.5	56.9	6.1	14.6	16.7	22.5
컨센서스 변화									
순이익 (백만달러)	현재	192	30	924	924	209	287	10,505	94
(2016C)	변화 -1M	206	27	921	921	207	296	10,727	89
	-3M	191	27	919	919	208	288	10,595	81
	-6M	210	28	853	853	185	299	10,758	76
순이익 (백만달러)	현재	217	39	963	963	230	327	11,224	110
(2017C)	변화 -1M	235	36	967	967	223	343	11,480	101
	-3M	215	36	950	950	221	334	11,335	92
	-6M	240	40	891	891	199	341	11,459	89

자료: Bloomberg, IBK투자증권 리서치센터

주: 2016년 5월 24일 종가 기준

포괄손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	2,200	2,382	2,576	2,812	3,063
증가율(%)	-11.5	8.3	8.1	9.1	8.9
매출원가	1,162	1,268	1,272	1,404	1,471
매출총이익	1,037	1,115	1,305	1,407	1,592
매출총이익률 (%)	47.2	46.8	50.6	50.1	52.0
판매비	789	815	930	998	1,135
판매비율(%)	35.8	34.2	36.1	35.5	37.0
영업이익	249	299	375	409	457
증가율(%)	-4.1	20.3	25.2	9.1	11.7
영업이익률(%)	11.3	12.6	14.5	14.5	14.9
순금융손익	-48	-40	-35	-27	-16
이자손익	-29	-21	-17	-14	-8
기타	-19	-19	-18	-13	-8
기타영업외손익	26	-7	-16	-7	-9
중속/관계기업손익	1	0	0	0	0
세전이익	229	252	324	374	432
법인세	52	75	89	101	116
법인세율	22.6	29.9	27.3	26.9	26.9
계속사업이익	177	177	235	273	315
중단사업손익	-3	1	-2	0	0
당기순이익	174	177	233	273	315
증가율(%)	8.8	1.6	31.6	17.4	15.3
당기순이익률 (%)	7.9	7.4	9.0	9.7	10.3
지배주주당기순이익	163	162	216	253	292
기타포괄이익	-3	1	0	0	0
총포괄이익	171	178	233	273	315
EBITDA	395	482	506	545	606
증가율(%)	-0.7	21.8	5.1	7.6	11.3
EBITDA마진율(%)	18.0	20.2	19.6	19.4	19.8

투자지표

(12월 결산)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	27,363	27,164	36,076	42,334	48,917
BPS	208,725	230,704	261,508	298,569	342,214
DPS	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
밸류에이션(배)					
PER	37.1	42.9	26.9	22.9	19.9
PBR	4.9	5.1	3.7	3.3	2.8
EV/EBITDA	17.1	15.8	12.6	11.3	9.7
성장성지표(%)					
매출증가율	-11.5	8.3	8.1	9.1	8.9
EPS증가율	12.1	-0.7	32.8	17.3	15.6
수익성지표(%)					
배당수익률	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
ROE	13.8	12.4	14.7	15.1	15.3
ROA	5.9	6.0	7.6	8.5	9.2
ROIC	9.5	9.5	12.3	14.1	16.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	109.1	96.5	81.1	67.0	58.1
순차입금 비율(%)	38.7	32.5	22.4	8.2	-4.7
이자보상배율(배)	7.2	10.1	12.8	14.2	17.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	13.8	15.4	15.7	15.6	15.2
재고자산회전율	9.9	11.8	13.1	13.0	12.7
총자산회전율	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	1,029	962	1,081	1,228	1,489
현금및현금성자산	216	253	310	381	530
유가증권	272	258	282	311	353
매출채권	152	157	171	189	215
재고자산	216	188	205	227	258
비유동자산	1,904	2,037	2,048	2,061	2,072
유형자산	1,727	1,757	1,765	1,764	1,747
무형자산	40	53	40	33	31
투자자산	33	133	144	156	176
자산총계	2,933	2,999	3,129	3,289	3,562
유동부채	864	742	554	351	222
매입채무및기타채무	100	122	133	147	167
단기차입금	261	177	145	160	182
유동성장기부채	185	177	70	-182	-384
비유동부채	666	730	848	968	1,086
사채	339	329	381	429	473
장기차입금	245	324	382	446	507
부채총계	1,530	1,473	1,402	1,320	1,308
지배주주지분	1,247	1,379	1,563	1,784	2,045
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	67	67	67	67	67
자본조정등	-36	-36	-36	-36	-36
기타포괄이익누계액	-13	-12	-12	-12	-12
이익잉여금	1,200	1,330	1,514	1,735	1,996
비지배주주지분	155	147	165	185	208
자본총계	1,403	1,526	1,728	1,970	2,253
비이자부채	499	466	423	467	531
총차입금	1,031	1,007	978	853	778
순차입금	543	496	387	161	-105

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동 현금흐름	216	482	317	345	385
당기순이익	174	177	233	273	315
비현금성 비용 및 수익	270	332	182	170	175
유형자산감가상각비	94	104	113	125	142
무형자산상각비	52	78	19	11	7
운전자본변동	-136	49	-20	-25	-36
매출채권등의 감소	18	-8	-14	-18	-26
재고자산의 감소	17	31	-17	-21	-31
매입채무등의 증가	-23	20	11	14	20
기타 영업현금흐름	-92	-76	-78	-74	-69
투자활동 현금흐름	-121	-302	-198	-207	-233
유형자산의 증가(CAPEX)	-155	-135	-128	-131	-132
유형자산의 감소	9	7	8	7	6
무형자산의 감소(증가)	1	-5	-5	-5	-5
투자자산의 감소(증가)	17	-165	-10	-12	-18
기타	8	-4	-62	-66	-85
재무활동 현금흐름	-112	-144	-62	-68	-4
차입금의 증가(감소)	75	70	58	64	61
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-187	-213	-120	-131	-64
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	-17	36	57	71	149
기초현금	233	216	253	310	381
기말현금	216	253	310	381	530

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2015.04.01~2016.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	119	93.7
중립	8	6.3
매도	0	0.0

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (▨) Not Rated / 담당자 변경

