BUY

오리온 001800 기업분석 | 음식료

탐방보고: 성장률 둔화, 버려야 합니까?

2016. 11. 01

목표주가(하향)	1,060,000원
현재주가(10/31)	715,000원
Up/Downside	+48.3%
투자의견(유지)	Buy

Analyst
차재헌
02 369 3378
imcjh@dongbuhappy.com

❑ Investment Points

3Q16부터 실적 정상화: 3Q16 연결기준 매출은 2.4%YoY증가한 6,545억원, 영업이익은 14.2%YoY증가한 898원으로 시장의 기대치를 충족시킬 것이다. 4Q16 중국 매출 회복(춘절 효과등)과 국내 성장률 정상화, 판관비율 안정으로 연결 매출액은 4.5%YoY증가하고 영업이익은 32.5%YoY증가하면서 시장의 우려를 불식시킬 것이다. 17년 실적기준 동사의 P/E 21.7배다. 이미 비교대상 음식료 기업대비 Valuation 부담은 거의 소멸됐다.

역신장, 두려움이 지나치다: 3Q16 국내와 중국 제과 매출이 역신장을 기록할 것으로 추정한다(-3.5%, -3.2%YoY). 그러나, 국내의 경우 9월부터 기저가 동일해지면서 매출 회복이 시현 중이다. 일시적 매출 감소 요인 소멸(화재, 5일 근무제)과 다양한 신제품 출시로 17년 국내 제과 매출은 다시 성장할 것이다. 중국 제과 매출이 둔화됐지만 환율요인을 제외할 경우 시장대비 5~6%의 초과 성장하고 있다. 카테고리별 차별화 능력과 이미 구축된 영업망, 독특한 제품력을 고려할 때 중국제과 시장 회복시 시장 성장을 초과할 것이다.

❑ Action

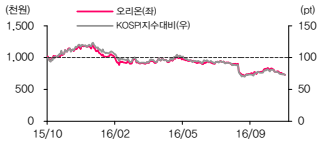
미리 버릴 이유는 없다: 국내와 중국 매출 성장률 둔화를 반영하여 16~17년 추정 EPS를 각각 18.7%, 17.5% 하향한다. EPS하향에 따라 목표주가를 133만원에서 106만원으로 하향 조정하지만 투자의견 BUY를 유지한다. 아시아 지역 B2C 소비재 시장에서 오리온 만큼 경쟁력 있는 브랜드력과 영업망을 구축한 국내 음식료 기업은 없다. 단기실적이 회복구간으로 진입하는 시점에서의 추가적인 주가 하락은 매수기회가 될 것으로 전망한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

FYE Dec	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,200	2,382	2,443	2,589	2,714
(증가율)	-11.5	8.3	2.5	6.0	4.8
영업이익	249	299	325	356	383
(증가율)	-4.1	20.3	8.4	9.8	7.4
지배주주순이익	163	162	176	203	219
EPS	27,363	27,164	29,465	33,859	36,619
PER (H/L)	37.2/27.9	51.0/31.0	24.3	21.1	19.5
PBR (H/L)	4.9/3.7	6.0/3.6	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA (H/L)	17.1/13.4	18.4/12.0	10.8	10.2	9.4
영업이익률	11.3	12.6	13.3	13.8	14.1
ROE	13.8	12.4	12.2	12.6	12.3

Stock Data

52주 최저/최고	712,000/1,200,000원
KOSDAQ /KOSPI	625/2,008pt
시가총액	42,960억원
60日-평균거래량	24,060
외국인지분율	42.0%
60日-외국인지분율변동추이	+1.9%p
주요주주	이화경 외 6 인 28.5%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-13.5	-22.4	-25.5
상대기준	-12.0	-22.1	-24.7

Analyst 차재헌
02 369 3378
imcjh@dongbuhappy.com

국내 제과 사업 현황 및 전망

주 5일 근무제 시행, 기고효과, 폭염 등으로 3Q16 국내 매출 부진 전망

내수 제과의 부진이 지속되고 있다. 16년 상반기 기준 국내 제과시장은 금액 기준으로 전년대비 1.8%성장한 것으로 추산되고 있다. 이에 비해 제과 4사의 매출은 역신장을 기록했다. 수입제품의 성장과 유통업체의 PB제품 매출 성장 등으로 기존 생산 기반의 제과사들의 역신장이 지속될 것으로 전망한다. 이천 스낵공장 화재 손실, 허니버터칩류 제품의 일시적 유행에 따른 기고효과, 15년 8월부터 시행된 영업직원 주 5일 근무제 시행, 7월에 폭염 현상 등으로 오리온의 7~8월 매출도 감소세가 지속될 것으로 추정한다.

도표 1. 제과 4사 상반기 실적 합산 (단위: 억원, %)

		1H15	1H16	%YoY
매출액	오리온	11,390	11,567	1.6
	롯데제과	11,084	10,811	-2.5
	크라운제과	2,214	2,158	-2.5
	해태제과	3,963	3,965	0.0
	제과 4사 합산	28,650	28,502	-0.5
영업이익	오리온	1,543	1,468	-4.9
	롯데제과	643	570	-11.4
	크라운제과	218	148	-32.1
	해태제과	278	196	-29.4
	제과 4사 합산	2,683	2,382	-11.2

자료: 동부 리서치

9월 이후 악재 소멸중이며, 17년 국내 매출 정상화 기대

9월 부터 기저가 동일해지고 신제품 출시가 시작되면서 소폭이지만 매출 회복세가 나타날 것으로 추정한다. 적극적인 신제품 출시와 기고효과 영향 축소, 일시적 매출 감소 요인 소멸(화재, 5일 근무제) 등을 감안시 동사의 국내 매출은 단기적으로 회복세가 예상된다. 중기적으로 내수 제과시장의 전반적 위축이 매출에 어느정도 부정적 영향을 줄 것인지는 좀 더 관찰이 필요하다.

해외 제과 사업 현황 및 전망

중국 3Q16 원화기준 매출 역신장하지만, 이른 춘절효과와 말차 초코파이 등 신제품 출시로 4Q16 실적 회복 기대

① **중국:** 3Q16 중국 제과시장은 정체 양상이지만(위안화 기준 +0.5%) 오리온의 위안화 기준 중국 매출은(+5~+7%성장 추정) 여전히 시장 성장을 상회하고 있는 것으로 추정한다. 위안환율 변동(-8.9%YoY)으로 3Q16 원화 기준 매출은 소폭 역신장을 기록할 것으로 추정하지만 광고비/프로모션 비용 축소로 영업이익은 전년대비 증가세를 보일 것으로 추정한다. 17년 이른 춘절 효과와 초코파이 말차, 브라우니 등 적극적인 신제품 출시에 따른 영향으로 4Q16 위안화 기준 오리온의 중국 매출 성장폭은 당사의 예상보다 확대될 수도

Analyst 차재헌
02 369 3378
imcjh@dongbuhappy.com

있을 것으로 추정한다. 프로모션 비용 축소로 4Q16에도 중국지역에서의 영업이익 증가폭은 더 확대될 것이다. 중국 제과시장의 성장이 GDP성장률을 하회하고 있다는 점이 우려스럽다는 점에서 성장률에 대한 기대감을 낮춘다. 그러나, 카테고리별 제품 차별화 능력과 이미 구축된 영업망, 독특한 제품력 등을 고려할 때 중국제과 시장 회복시 시장 성장을 초과하는 성장을 보일 것이다

도표 2. 오리온 부문별 실적 전망

(단위: 억원, %)

		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	%YoY	4Q16
국내	매출액	1,890	1,778	1,671	1,735	1,738	1,666	1,613	-3.5	1,787
	스낵	736	700	692	625	505	483	600	-13.3	630
	비스켓	528	502	481	538	512	497	465	-3.2	530
	파이	323	320	287	323	355	458	330	14.9	370
	초코렛	109	38	31	34	66	32	31	1.4	34
	껌	44	51	42	57	44	42	42	-0.8	57
	캔디	148	120	114	124	141	138	120	5.6	130
	영업이익	302	273	193	183	239	166	179	-7.4	193
	OP%	16.0	15.3	11.6	10.6	13.7	10.0	11.1	-0.5	10.8
중국	매출액	3,537	2,681	3,727	3,384	3,784	2,720	3,606	-3.2	3,439
	파이	1,138	766	950	1,140	1,154	772	1,097	15.4	1,276
	껌	390	336	365	307	313	244	272	-25.5	261
	비스켓	837	483	796	672	802	442	684	-14.1	599
	스낵	1,172	1,096	1,615	1,265	1,515	1,262	1,553	-3.8	1,303
	위안화 매출	20	15	20	19	21	15	21	5.9	20
	원/위안	176	177	184	180	183	178	168	-8.9	168
	영업이익	570	295	668	470	681	71	667	-0.1	636
	OP%	16.1	11.0	17.9	13.9	18.0	2.6	18.5	0.6	18.5
베트남	매출액	447	266	297	387	520	316	354	19.3	467
	동화기준 매출	8,688	5,293	5,594	7,509	9,668	6,140	6,992	25.0	8,785
	원/동화	0.052	0.050	0.053	0.052	0.054	0.051	0.051	-4.6	0.053
	영업이익	85	5	11	32	113	35	19	77.1	48
	OP%	19.0	1.9	3.7	8.3	21.7	11.1	5.5	1.8	10.3
연결기준	매출액	6,264	5,126	6,394	6,040	6,606	4,962	6,545	2.4	6,317
	영업이익	1,069	474	786	664	1,189	279	898	14.2	880
	OP%	17.1	9.3	12.3	11.0	18.0	5.6	13.7	1.4	13.9
	세전이익	987	414	586	531	992	199	742	26.5	774
	지배주주순이익	771	189	354	309	690	67	492	38.8	516

자료: 동부 리서치

Analyst 차재헌
02 369 3378
imcjh@dongbuhappy.com

베트남, 러시아 높은 성장세 지속(현지 통화 기준)

② **베트남:** 내수소비 환경이 긍정적이며, 제과시장도 빠른 성장세를 지속하고 있다. 현지 통화 기준으로 20%~30%의 매출 성장세를 지속하고 있으며 인도네시아 등 인접 국가로의 매출이 빠르게 성장하고 있는 것으로 추정한다. 베트남 통화가치가 평가절하(-4.6%YoY)로 원화기준 매출 성장은 조금 축소되겠지만 고성장과 함께 수익성 개선이 지속될 것으로 추정한다.

③ **러시아:** 회계기준 변경전을 기준으로 10%후반의 매출 성장을 지속하고 있다. 상반기 실적과 유사하게 회계기준 변경(총매출에서 판촉비 제외)과 루블화 평가절하(-6.8%YoY) 영향으로 원화기준 매출 성장폭이 크게 나타나지는 않을 것으로 추정되나 수익성 측면에서의 개선은 지속될 것으로 추정한다.

도표 3. 연결기준 오리온 연간 실적 전망

(단위: 억원, %)

		2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	12~15년 CAGR	15~18년CAGR
국내	매출액	8,207	7,922	7,517	7,074	6,804	7,023	7,051	-4.8	-0.1
	영업이익	885	744	726	951	776	864	903	2.4	-1.7
	OP%	10.8	9.4	9.7	13.4	11.4	12.3	12.8	-	-
중국	매출액	9,832	11,131	11,614	13,329	13,549	14,225	15,094	10.7	4.2
	위안화기준	55	62	68	74	78	82	87	10.5	5.3
	원/위안	179	178	171	179	174	173	174	0.2	-1.0
	영업이익	1,235	1,395	1,626	2,003	2,055	2,213	2,385	17.5	6.0
	OP%	12.6	12.5	14.0	15.0	15.2	15.6	15.8	-	-
베트남	매출액	1,169	1,345	1,320	1,398	1,657	1,878	2,038	6.1	13.4
	동화기준	21,653	25,806	26,558	27,084	31,585	34,749	37,702	7.7	11.7
	원/동화	0.054	0.052	0.050	0.052	0.052	0.054	0.054	-1.5	1.6
	영업이익	144	153	121	138	216	253	285	-1.4	27.4
	OP%	12.3	11.4	9.2	9.9	13.0	13.5	14.0	-	-
러시아	매출액	696	834	827	448	603	673	747	-13.7	18.6
	동화기준	1,917	2,424	2,969	3,116	3,500	3,814	4,157	17.6	10.1
	원/동화	0.363	0.344	0.278	0.186	0.172	0.177	0.180	-19.9	-1.2
	영업이익	44	77	55	35	50	63	75	-7.3	28.8
	OP%	6.3	9.2	6.7	7.8	8.3	9.4	10.0	-	-
연결기준	매출액	23,680	24,852	24,630	23,824	24,429	25,886	27,138	0.2	4.4
	영업이익	2,637	2,588	2,790	2,993	3,245	3,563	3,826	4.3	8.5
	OP%	11.1	10.4	11.3	12.6	13.3	13.8	14.1	-	-
	세전이익	2,241	2,261	2,550	2,518	2,707	3,110	3,364	4.0	10.1
	지배주주순이익	1,698	1,602	1,635	1,623	1,765	2,027	2,193	-1.5	10.6

자료: 동부 리서치

Analyst 차재헌
02 369 3378
imcjh@dongbuhappy.com

실적 전망치 하향, 투자의견 유지

EPS하향, 목표주가 하향

국내 제과시장 부진과 중국 매출 성장률 둔화를 반영하여 16년, 17년 추정 EPS를 각각 18.7%, 17.5% 하향한다. EPS하향에 따라 목표주가를 133만원에서 106만원으로 하향 조정하지만 투자의견 BUY를 유지한다. 오리온은 중국에서 카테고리별 경쟁력을 갖추고 성장을 해왔고 중국 제과시장 회복시 재차 이익 성장을 보일 수 있는 기반을 갖추고 있다. 오리온은 중국에서의 성공을 발판으로 아시아 지역으로 확장을 지속하고 있다. 아직 해외제과 시장에서의 성장성에 대한 기대감을 완전히 꺾기는 이르다.

그럼에도 불구하고 버리기에는 너무 아깝다

부진한 국내 제과 시장 성장과 해외 매출 비중이 없음에도 불구하고 국내 제과사들의 Valuation은 상당히 높은 수준이다. 상대가치 측면에서 이들 기업과 오리온을 비교하여 Valuation부담이 없다고 주장하는 것이 아니다. 아시아 지역 제과 B2C시장에서 오리온 만큼 경쟁력있는 브랜드력과 영업기반을 구축하고 있는 국내 기업은 없다는 점을 재고할 필요가 있다는 것이다.

과대한 이익 개선에 대한 기대감을 낮추면서 목표주가를 하향 조정하지만 일단 당분간 투자의견을 하향하지는 않는다. 이익과 성장 모멘텀이 약화됐다는 점에서 적극적으로 매수를 추천하기는 부담스럽지만 단기실적이 회복구간으로 진입하는 시점에서의 추가적인 주가 하락은 매수기회가 될 것으로 전망한다.

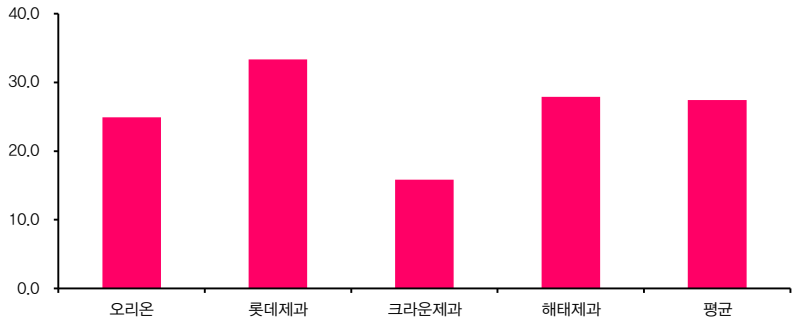
도표 4. 실적 추정치 하향

(단위: 십억원, %)

	2016E			2017E		
	수정후	수정전	%차이	수정후	수정전	%차이
매출액	2,425	2,481	-2.3	2,575	2,732	-5.7
영업이익	325	356	-8.7	349	395	-11.6
세전이익	272	317	-14.2	306	357	-14.3
지배주주순이익	177	218	-18.8	199	245	-18.8
EPS	29,607	36,408	-18.7	33,859	41,026	-17.5

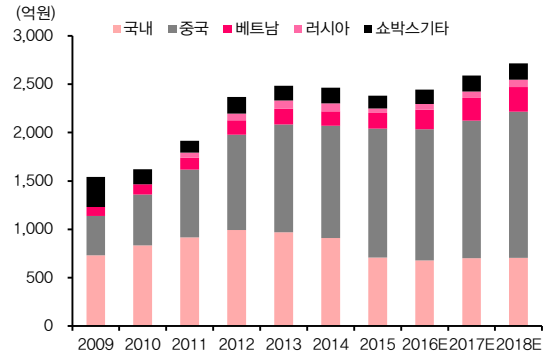
자료: 동부 리서치

도표 5. 국내 제과 4사 추정 P/E



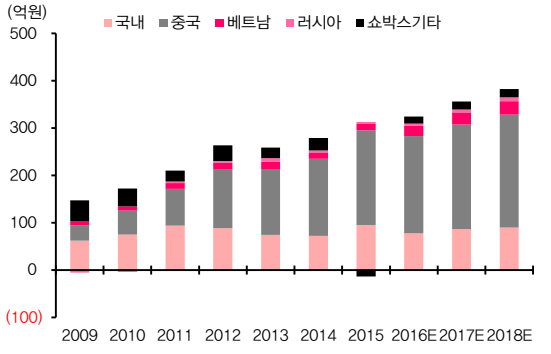
자료: 동부 리서치

도표 6. 오리온 연결 매출 전망



자료: 동부 리서치

도표 7. 오리온 연결 영업이익 전망



자료: 동부 리서치

Analyst 차재헌
02 369 3378
imcjh@dongbuhappy.com

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	**1,029**	**962**	**912**	**945**	**1,026**
현금및현금성자산	216	253	143	155	240
매출채권및기타채권	189	171	181	187	190
재고자산	216	188	227	239	244
비유동자산	**1,904**	**2,037**	**2,223**	**2,332**	**2,414**
유형자산	1,727	1,757	1,957	2,068	2,150
무형자산	40	53	39	38	37
투자자산	33	133	133	133	133
자산총계	**2,933**	**2,999**	**3,135**	**3,277**	**3,440**
유동부채	**864**	**742**	**751**	**739**	**730**
매입채무및기타채무	350	297	299	284	272
단기차입금및단기사채	261	177	182	182	182
유동성장기부채	185	177	179	181	184
비유동부채	**666**	**730**	**699**	**667**	**635**
사채및장기차입금	585	653	622	590	558
부채총계	**1,530**	**1,473**	**1,450**	**1,407**	**1,366**
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	67	67	67	67	67
이익잉여금	1,200	1,330	1,475	1,646	1,833
비지배주주지분	155	147	161	176	193
자본총계	**1,403**	**1,526**	**1,684**	**1,871**	**2,075**

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	**2,200**	**2,382**	**2,443**	**2,589**	**2,714**
매출원가	1,162	1,268	1,270	1,333	1,384
매출총이익	**1,037**	**1,115**	**1,173**	**1,255**	**1,330**
판관비	789	815	848	899	947
영업이익	**249**	**299**	**325**	**356**	**383**
EBITDA	**395**	**482**	**467**	**491**	**523**
영업외손익	**-21**	**-47**	**-54**	**-45**	**-46**
금융손익	-48	-40	-34	-34	-35
투자손익	1	0	1	0	0
기타영업외손익	26	-7	-21	-11	-11
세전이익	**229**	**252**	**271**	**311**	**336**
중단사업이익	-3	1	0	0	0
당기순이익	**174**	**177**	**190**	**218**	**236**
지배주주지분순이익	163	162	176	203	219
비지배주주지분순이익	11	15	13	15	17
총포괄이익	**171**	**178**	**190**	**218**	**236**
증감률(%YoY)					
매출액	-11.5	8.3	2.5	6.0	4.8
영업이익	-4.1	20.3	8.4	9.8	7.4
EPS	12.1	-0.7	8.5	14.9	8.1

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	**216**	**482**	**296**	**325**	**380**
당기순이익	174	177	190	218	236
현금유출이없는비용및수익	**270**	**332**	**240**	**250**	**260**
유형및무형자산상각비	146	182	143	135	140
영업관련자산부채변동	**-136**	**49**	**-53**	**-50**	**-15**
매출채권및기타채권의감소	18	-8	-11	-6	-2
재고자산의감소	17	31	-38	-13	-4
매입채무및기타채무의증가	-23	20	2	-14	-12
투자활동현금흐름	**-121**	**-302**	**-318**	**-222**	**-206**
CAPEX	-155	-135	-328	-244	-222
투자자산의순증	1	-100	1	0	0
재무활동현금흐름	**-112**	**-144**	**-87**	**-91**	**-89**
사채및차입금의 증가	-78	-24	-24	-30	-29
자본금및자본잉여금의증가	1	0	0	0	0
배당금지급	-21	-36	-32	-32	-32
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	**-17**	**36**	**-109**	**11**	**85**
기초현금	**233**	**216**	**253**	**143**	**155**
기말현금	**216**	**253**	**143**	**155**	**240**

주요 투자지표

12월 결산(원, %, 배)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	27,363	27,164	29,465	33,859	36,619
BPS	208,725	230,704	253,582	282,052	313,272
DPS	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
Multiple(배)					
P/E	37.1	42.9	24.3	21.1	19.5
P/B	4.9	5.1	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA	17.1	15.8	10.8	10.2	9.4
수익성(%)					
영업이익률	11.3	12.6	13.3	13.8	14.1
EBITDA마진	18.0	20.2	19.1	19.0	19.3
순이익률	7.9	7.4	7.8	8.4	8.7
ROE	13.8	12.4	12.2	12.6	12.3
ROA	5.9	6.0	6.2	6.8	7.0
ROIC	10.1	10.8	11.1	11.1	11.3
안정성및기타					
부채비율(%)	109.1	96.5	86.1	75.2	65.8
이자보상배율(배)	7.2	10.1	10.2	11.9	13.6
배당성향(배)	18.1	17.8	16.7	14.5	13.4

자료: 오리온, 동부 리서치　　주: IFRS 연결기준

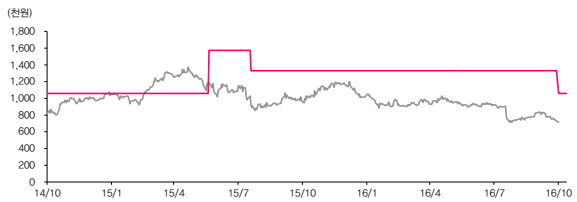
Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등에게 지난 6개월간 E-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

1년간 투자의견 비율 (2016-09-30 기준) – **매수**(75.5%) **중립**(24.5%) **매도**(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
14/03/17	BUY	1,060,000			
15/06/19	BUY	1,575,000			
15/08/18	BUY	1,330,000			
16/10/31	BUY	1,060,000			