

2019. 2. 15



▲ 음식료

Analyst 김정욱
02. 6098-6689
6414@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 170,000 원

현재주가 (2.14) 116,000 원

상승여력 46.6%

KOSPI 2,225.85pt

시가총액 45,862억원

발행주식수 3,954만주

유동주식비율 56.18%

외국인비중 37.95%

52주 최고/최저가 155,000원/88,600원

평균거래대금 143.9억원

주요주주(%)

이화경 외 5 인 43.80

국민연금 7.07

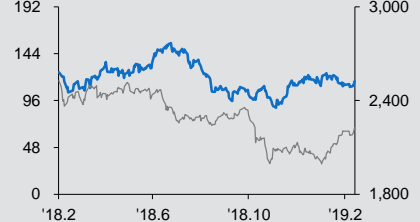
Westwood Global Investments LLC 5.03

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -4.1 -1.7 11.0

상대주가 -11.1 -0.2 20.8

주가그래프



오리온 271560

4Q18 Review: 지나간 실적보다는
다가을 실적에 대한 기대감이 확대

- ✓ 4Q18 매출액 6,324억원(+15% YoY), 영업이익 703억원(+246% YoY)
- ✓ 4Q18 실적은 숫자상 기대를 하회했지만 긍정적인 1월달로 관심은 이동
- ✓ 투자의견 Buy와 적정주가 17만원을 유지

4Q18 매출액 6,324억원(+15% YoY), 영업이익 703억원(+246% YoY)

4Q18 실적은 매출액 6,324억원(+15.5% YoY), 영업이익 703억원(+246.3% YoY)을 기록했다. 매출액은 ①중국의 매대 회복 추가 진행, ②국내의 신제품 매출 호조, ③베트남과 러시아의 성장 지속으로 전년 부진 대비 큰 폭으로 성장했다. 다만 영업이익이 시장 기대치 수준을 약 100억원 가량 하회했는데 ①춘절 물량 지연으로 중국 12월 매출액 부진, ②중국 법인 위로금 및 판매 장려금 지급 등 일회성 비용 인식, ③ 소폭의 미실현 손익(1Q19 환입) 발생에 기인한다.

4Q18 실적은 숫자상 기대를 하회했지만 긍정적인 1월달로 관심은 이동

4Q18 실적은 숫자상 기대를 하회한 점은 사실이지만 오히려 긍정적인 1월달 동향으로 관심은 옮겨가고 있다. 17년 12월~18년 2월 중국 매출 규모는 각각 400억원대, 1500억원대, 400억원대를 기록하며 1월에 크게 집중된 양상이었다. 반면 18년 12월~19년 2월 흐름은 12월과 2월이 전년대비 큰 폭으로 회복되는 가운데 19년 1월 중국 매출액도 전년대비 큰 차이가 없을 전망이다. 이는 1Q19 매출액과 영업이익이 전년도 높은 기저 탓에 감소할 수 있다는 우려를 해소시키기에 충분하다.

투자의견 Buy와 적정주가 17만원을 유지

최근 주가 흐름 역시 4Q18 실적 부진을 선반영하며 조정국면을 겪었고 부진한 실적발표가 우려의 시작이라기 보다는 마무리 측면이 더 크다고 판단한다. 공격적인 신제품 출시, 추가적인 매대 회복으로 19년 중국 매출액 추가 성장과 전체 영업이익의 고성장 지속 가능성은 높다. 투자의견 Buy와 적정주가 17만원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016											
2017	1,117.2	107.4	75.6	3,261		33,092	32.0	3.2	26.6	5.8	67.9
2018P	1,927.0	282.3	176.1	4,454	38.3	35,191	26.9	3.4	12.8	13.0	55.7
2019E	2,133.3	344.7	248.8	6,292	44.4	40,282	18.4	2.9	10.7	16.7	62.8
2020E	2,349.5	393.2	286.6	7,249	14.5	46,332	16.0	2.5	9.3	16.7	46.0

표1 오리온 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2018P	2019E	2020E
매출액	2,386	454	360	506	427	1,747	516	424	494	493	1,927	2,133	2,350
제과 사업	2,260	456	361	507	427	1,752	517	423	492	489	1,921	2,133	2,350
국내	613	154	155	154	159	621	164	162	160	167	653	680	714
중국	1,346	212	129	275	178	795	266	192	255	220	933	1,073	1,202
베트남	171	54.7	40.2	42.9	54.9	193	62.7	41.9	47.3	67.7	220	253	290
러시아	60.3	17.7	18.8	19.8	20.9	77.2	10.8	14.9	17	22.1	64.8	77.8	93.3
(% YoY)	0.2	-31.3	-27.5	-15.2	-32.5	-26.8	13.7	17.9	-2.5	15.5	10.3	10.7	10.1
제과 사업	1	-26	-26	-9.9	-27.8	-22.5	13.2	17.1	-2.9	14.6	9.7	11	10.1
국내	-5.6	-0.6	1.8	5.4	-0.8	1.4	6.6	4.6	4	6	5.2	4	5
중국	1	-43.9	-52.5	-21	-48.8	-41	25.4	48.2	-7.3	23.8	17.4	15	12
베트남	22.2	5.2	27.2	18.5	7.9	12.9	14.6	4.2	10.3	7	14	15	15
러시아	3.7	29.2	34.3	27.7	22.2	28	-39	-20.7	-14.1	10	-16.1	20	20
매출원가	1,236	268	212	274	271	1,026	280	242	264	264	1,051	1,248	1,372
(% YoY)	-2.5	-20.1	-18.8	-11.4	-17.7	-17	4.4	14.2	-3.6	-2.7	2.4	18.8	9.9
매출원가율(%)	51.8	59.1	59	54.1	63.5	58.7	54.3	57.1	53	54	58.6	58.5	58.4
매출총이익	1,151	186	148	232	156	721	236	182	229	230	876	885	977
(% YoY)	3.2	-42.9	-37.2	-19.3	-48.5	-37.3	27.2	23	-1.2	47.1	21.5	1	10.4
매출총이익률(%)	48.2	40.9	41	45.9	36.5	41.3	45.7	42.9	46.4	46.5	45.5	41.5	41.6
판매비	824	158	127	154	187	718	142	142	151	159	594	540	584
(% YoY)	1.1	-23.1	-38.6	-20.4	-14.1	-12.9	-10	11.6	-2	-15.1	-17.2	-9.1	8.1
판매비율(%)	34.5	34.9	35.4	30.4	43.9	41.1	27.6	33.5	30.5	32.3	30.8	25.3	24.9
영업이익	326	40.2	20.3	78.7	20.3	160	93.6	39.6	78.7	70.3	282	345	393
제과 사업	312	29.7	19.6	79.3	22.5	151	90.4	39.9	78.5	74	283	345	393
국내	78.8	18.4	23.1	19.4	20.3	81.2	24	23.2	20.7	24.3	92.2	103	104
중국	199	-4.9	-14.1	46.8	-8.5	19.3	48.9	10.7	49.1	32.9	142	179	216
베트남	26.5	12	6.6	9.1	8.6	36.3	17.1	3.9	6.5	13.6	41.1	47.3	56.6
러시아	7.6	4.1	4	4	2.1	14.2	0.4	2.1	2.2	3.3	8	16	16.8
(% YoY)	9	-66.2	-27.2	-16.6	-76.1	-51.1	132.8	95.1	0	246.3	76.9	22.2	14.1
제과 사업	-0.7	-71.6	-30.7	-12.6	-74.4	-51.5	204.4	103.6	-1	228.9	87.3	21.9	14.1
국내	-17.1	-23	39.2	60.3	-22.5	3	30.4	0.4	6.7	19.7	13.5	11.4	0.8
중국	-1.6	-107.2	-298.6	-33.8	-116.1	-90.3	흑전	-175.9	4.9	-487.1	633.7	26.3	21
베트남	99.2	6.2	88.6	59.6	43.3	37	42.5	-40.9	-28.6	58.1	13.2	15	19.8
러시아	117.1	215.4	233.3	81.8	-27.6	86.8	-90.2	-47.5	-45	57.1	-43.7	100	5
영업이익률(%)	13.7	8.9	5.6	15.5	4.8	9.1	18.1	9.3	15.9	14.3	14.6	16.2	16.7
제과 사업	13.8	6.5	5.4	15.6	5.3	8.6	17.5	9.4	15.9	15.1	14.7	16.2	16.7
국내	12.9	12	14.9	12.6	12.8	13.1	14.6	14.3	13	14.5	14.1	15.1	14.5
중국	14.8	-2.3	-10.9	17	-4.8	2.4	18.4	5.6	19.2	14.9	15.2	16.7	18
베트남	15.5	21.9	16.4	21.2	15.7	18.8	27.3	9.3	13.7	20.1	18.7	18.7	19.5
러시아	10.8	23.3	22.1	25.6	14.6	21.6	3.1	16.4	16.7	28.4	12.3	20.6	18
세전이익	308	36.6	16.3	79.6	17.7	150	87.5	35.9	77.4	74.5	275	335	383
(% YoY)	22.1	-63.1	-18.3	-11.6	-82	-51.1	139.1	120.2	-2.8	320.9	83.2	21.7	14.5
순이익	249	28.5	13.9	60.7	10.7	114	67.5	27.6	33.1	52.6	181	261	299
(% YoY)	40.6	-61.6	84.4	-31.9	-86.3	-54.3	136.8	98.6	-45.5	391.6	58.9	44.4	14.5

자료: 오리온, 메리츠증권증권 리서치센터

오리온 (271560)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
매출액	1,117.2	1,927.0	2,133.3	2,349.5	
매출액증가율 (%)		72.5	10.7	10.1	
매출원가	593.5	1,050.5	1,248.2	1,372.3	
매출총이익	523.7	876.4	885.1	977.2	
판매관리비	416.3	594.2	540.4	583.9	
영업이익	107.4	282.3	344.7	393.2	
영업이익률	9.6	14.6	16.2	16.7	
금융손익	-3.1	-12.1	-15.1	-15.1	
종속/관계기업손익	-0.3	-0.8	0.0	0.0	
기타영업외손익	1.0	5.9	5.2	5.2	
세전계속사업이익	105.1	275.3	334.8	383.3	
법인세비용	28.4	94.4	73.7	84.3	
당기순이익	76.7	180.9	261.2	299.0	
지배주주지분 순이익	75.6	176.1	248.8	286.6	

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	193.2	318.9	376.0	428.1	
당기순이익(손실)	76.7	180.9	261.2	299.0	
유형자산상각비	64.2	114.3	112.4	126.7	
무형자산상각비	1.6	2.4	1.5	1.4	
운전자본의 증감	28.1	-21.6	1.0	1.0	
투자활동 현금흐름	-17.0	-144.3	-308.8	-309.2	
유형자산의증가(CAPEX)	-89.8	-96.5	-300.0	-300.0	
투자자산의감소(증가)	-24.2	-3.0	-2.8	-2.9	
재무활동 현금흐름	-155.3	-178.0	152.6	-247.4	
차입금의 증감	600.0	-145.1	200.0	-200.0	
자본의 증가	617.9	0.0	0.0	0.0	
현금의 증가(감소)	18.3	-7.0	219.8	-128.5	
기초현금	83.3	101.6	94.6	314.4	
기말현금	101.6	94.6	314.4	186.0	

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
유동자산	457.5	483.8	745.3	660.5	
현금및현금성자산	101.6	94.6	314.4	186.0	
매출채권	121.9	133.3	147.6	162.6	
재고자산	150.7	164.8	182.4	200.9	
비유동자산	1,800.5	1,745.0	1,934.0	2,108.8	
유형자산	1,672.8	1,611.7	1,799.4	1,972.7	
무형자산	52.4	51.7	50.2	48.8	
투자자산	24.0	26.2	29.0	32.0	
자산총계	2,258.0	2,228.8	2,679.3	2,769.3	
유동부채	523.0	451.4	681.0	512.0	
매입채무	68.4	74.8	82.8	91.1	
단기차입금	104.4	64.3	264.3	64.3	
유동성장기부채	165.9	110.8	110.8	110.8	
비유동부채	390.1	345.9	353.0	360.5	
사채	329.3	279.5	279.5	279.5	
장기차입금	0.1	0.1	0.1	0.1	
부채총계	913.1	797.3	1,034.0	872.4	
자본금	19.8	19.8	19.8	19.8	
자본잉여금	598.1	598.1	598.1	598.1	
기타포괄이익누계액	-9.7	-30.6	-30.6	-30.6	
이익잉여금	76.2	180.1	381.5	620.7	
비지배주주지분	36.7	40.3	52.7	65.1	
자본총계	1,344.9	1,431.5	1,645.3	1,896.8	

Key Financial Data

	2016	2017	2018P	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	48,201	48,743	53,958	59,426	
EPS(지배주주)	3,261	4,454	6,292	7,249	
CFPS	7,771	10,481	11,462	13,008	
EBITDAPS	7,474	10,091	11,599	13,187	
BPS	33,092	35,191	40,282	46,332	
DPS	600	1,200	1,200	1,200	
배당수익률(%)	0.6	1.0	1.0	1.0	
Valuation(Multiple)					
PER	32.0	26.9	18.4	16.0	
PCR	13.4	11.4	10.1	8.9	
PSR	2.2	2.5	2.1	2.0	
PBR	3.2	3.4	2.9	2.5	
EBITDA	173.2	398.9	458.6	521.4	
EV/EBITDA	26.6	12.8	10.7	9.3	
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.8	13.0	16.7	16.7	
EBITDA 이익률	15.5	20.7	21.5	22.2	
부채비율	67.9	55.7	62.8	46.0	
금융비용부담률	1.0	0.9	0.9	1.0	
이자보상배율(x)	9.3	16.3	17.6	17.4	
매출채권회전율(x)	9.2	15.1	15.2	15.1	
재고자산회전율(x)	7.4	12.2	12.3	12.3	

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 2월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 2월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 2월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김정욱)

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

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

오리온 (271560) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

