



## ▲ 음식료

Analyst 김정욱  
02. 6454-4874  
6414@meritz.co.kr

RA 최윤희  
02. 6454-4888  
yoonhee.choi@meritz.co.kr

**Buy**

<b>적정주가 (12개월)</b>	<b>134,000 원</b>
<b>현재주가 (2.5)</b>	<b>103,000 원</b>
<b>상승여력</b>	<b>30.1%</b>
KOSPI	2,165.63pt
시가총액	40,722억원
발행주식수	3,954만주
유동주식비율	56.17%
외국인비중	41.73%
52주 최고/최저가	116,500원/78,500원
평균거래대금	86.7억원
<b>주요주주(%)</b>	
오리온홀딩스 외 7 인	43.82
국민연금공단	8.07
Westwood Global Investments LLC	5.03
<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월 6개월 12개월</b>
절대주가	-1.0 28.8 -8.0
상대주가	-0.5 15.8 -6.4

**주가그래프**

# 오리온 271560

## 4Q19 Review: 기대와 우려의 공존

- ✓ 전년도 부진대비 고성장 기록에도 시장의 눈높이에는 소폭 하회
- ✓ 4Q19 매출액 5,564억원 전년비 12.8% 성장, 영업이익 978억원 전년비 39.1% 성장
- ✓ 20년은 신제품 전략의 성장 기대감과 중국 우한폐렴에 대한 우려가 공존
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 13.4만원으로 하향

**전년도 부진대비 고성장 기록에도 시장의 눈높이에는 소폭 하회**

4Q19 실적은 매출액 5,564억원으로 전년비 12.8% 성장했으며, 영업이익은 978억 원으로 전년비 39.1% 고성장을 기록했다. 전년도 부진대비 양호한 실적을 기록한 점은 긍정적이나, ① 이른 춘절효과와 ② 타오케노이 실적기여, ③ 신제품 효과를 기대했던 시장의 눈높이를 소폭 하회한 점은 아쉽다. 중국 법인의 신제품 관련 일회성 비용이 월별로 반영되었으며 타오케노이 통관 이슈로 매출 인식이 지연된 점에 기인한다.

**20년은 신제품 전략의 성장 기대감과 중국 우한폐렴에 대한 우려가 공존**

20년은 공격적인 신제품 전략으로 국가별 성장 가능성이 높다는 기대감과 중국 우한폐렴에 대한 우려가 공존한다. 베이징 외 공장의 가동이 지연되는 상황이며 대형마트의 영업시간 축소와 경소상의 영업재개 지연 등으로 1Q20 중국 매출 성장률 불확실성이 이어질 전망이다. 중국 신제품 출시 계획도 1분기에서 2분기로 다소 지연될 가능성이 높다.

**투자의견 Buy 유지, 적정주가는 13.4만원으로 하향**

중국 외 국가는 베트남의 20% 고성장이 기대되는 가운데 한국과 러시아는 3~5% 수준의 매출액 성장이 기대된다. 3Q19 실적 서프라이즈 이후 음식료 섹터를 상회하는 주가 상승이 이어진 가운데 추가 상승까지는 1~2월 중국 실적을 통한 영향 점검이 필요한 상황이다. 투자의견 Buy를 유지하지만 적정주가는 실적 추정치 변경과 중국 Peer 밸류에이션 하락을 감안 13.4만원으로 소폭 하향 조정한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	1,927.0	282.2	139.9	3,538	9.4	35,553	33.9	3.4	12.5	10.3	62.8
2019E	2,023.3	327.3	215.4	5,448	50.7	41,022	19.4	2.6	9.7	14.2	52.3
2020E	2,191.2	362.6	246.9	6,245	19.2	46,667	16.5	2.2	8.4	14.2	48.1
2021E	2,362.7	395.4	271.6	6,869	9.6	52,989	15.0	1.9	7.5	13.8	44.5
2022E	2,547.6	399.1	307.7	7,783	12.4	60,172	13.2	1.7	3.9	13.8	38.3

**표1 벤류에이션 내역**

항목	금액(억원)	비고
<b>20E 지배주주순이익</b>	<b>2,469</b>	
주식 수(천 주)	39,536	
20E EPS(원)	6,245	
Target PER(배)	21.5	중국 제과 Peer 12M Fwd PER 벤류에이션 적용
<b>EPS*Target PER(원)</b>	<b>134,266</b>	
적정주가(원)	134,000	
현재주가(원)	103,000	
상승여력(%)	30.10%	

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표2 오리온 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	2019P	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>1,746.9</b>	<b>516.3</b>	<b>423.8</b>	<b>493.7</b>	<b>493.2</b>	<b>1,926.9</b>	<b>497.6</b>	<b>439.3</b>	<b>530.0</b>	<b>556.4</b>	<b>2,023.3</b>	<b>2,191.2</b>	<b>2,362.7</b>
제과 사업	1,751.6	516.6	423.3	510.7	489.0	1,957.2	494.6	439.3	530.0	552.8	2,016.7	2,191.2	2,362.7
국내	621.3	164.0	175.5	175.0	167.4	681.9	164.0	177.8	182.7	176.4	700.9	735.9	772.7
중국	794.7	266.3	191.5	255.2	220.1	933.1	251.2	200.6	267.7	254.8	974.3	1,062.0	1,136.3
베트남	192.7	62.7	46.3	50.3	67.7	227.0	52.1	48.3	63.2	78.6	242.2	278.5	320.3
러시아	77.2	10.8	14.9	17.0	22.1	64.8	14.9	15.8	20.5	26.1	77.3	92.8	111.3
(% YoY)	-26.8	13.7	17.9	-2.5	15.5	10.3	-3.6	3.7	7.3	12.8	5.0	8.3	7.8
제과 사업	-22.5	13.2	17.1	0.7	14.6	11.7	-4.3	3.8	3.8	13.0	3.0	8.7	7.8
국내	1.4	6.6	13.2	13.9	5.5	9.8	0.0	1.3	4.4	5.4	2.8	5.0	5.0
중국	-41.0	25.4	48.2	-7.3	23.8	17.4	-5.7	4.8	4.9	15.8	4.4	9.0	7.0
베트남	12.9	14.6	15.2	17.2	23.3	17.8	-16.9	4.3	25.6	16.1	6.7	15.0	15.0
러시아	28.0	-39.0	-20.7	-14.1	5.7	-16.1	38.0	6.0	20.6	18.1	19.3	20.0	20.0
매출원가	1,025.6	280.3	242.1	264.4	263.1	1,049.9	272.8	249.0	281.6	307.0	1,110.4	1,200.4	1,291.9
(% YoY)	-17.0	4.4	14.2	-3.6	-2.9	2.4	-2.7	2.9	6.5	16.7	5.8	8.1	7.6
매출원가율(%)	58.7	54.3	57.1	53.0	54.0	54.5	54.8	56.7	53.1	53.0	54.9	54.8	54.7
매출총이익	721.3	236.0	181.6	229.3	230.0	876.9	224.8	190.3	248.4	249.5	913.0	990.9	1,070.8
(% YoY)	-37.3	27.2	23.0	-1.2	47.4	21.6	-4.7	4.8	8.3	8.5	4.1	8.5	8.1
매출총이익률(%)	41.3	45.7	42.9	46.5	46.6	45.5	45.2	43.3	46.9	44.8	45.1	45.2	45.3
판관비	717.8	142.4	142.1	150.6	159.7	594.8	147.5	139.9	146.6	151.6	585.6	628.3	675.3
(% YoY)	-12.9	-10.0	11.6	-2.0	-14.8	-17.1	3.6	-1.5	-2.7	-5.1	-1.5	7.3	7.5
판관비율(%)	41.1	27.6	33.5	30.5	32.4	30.9	29.6	31.8	27.7	27.2	28.9	28.7	28.6
<b>영업이익</b>	<b>159.5</b>	<b>93.6</b>	<b>39.6</b>	<b>78.7</b>	<b>70.3</b>	<b>282.2</b>	<b>77.3</b>	<b>50.4</b>	<b>101.8</b>	<b>97.8</b>	<b>327.3</b>	<b>362.5</b>	<b>395.4</b>
제과 사업	151.0	90.4	40.1	78.5	74.0	283.0	73.6	50.2	102.3	100.4	326.5	362.5	395.4
국내	81.2	24.0	23.2	20.7	24.3	92.2	23.2	26.2	27.9	30.5	107.8	113.9	119.6
중국	19.3	48.9	10.8	49.1	32.9	141.7	40.7	17.8	57.6	42.4	158.5	178.1	193.9
베트남	36.3	17.1	3.9	6.5	13.6	41.1	8.0	4.3	13.5	21.9	47.7	55.7	64.1
러시아	14.2	0.4	2.2	2.2	3.3	8.1	1.7	1.9	3.3	5.6	12.5	14.8	17.8
(% YoY)	-51.1	132.8	95.1	0.0	246.3	76.9	-17.4	27.3	29.4	39.1	16.0	10.8	9.1
제과 사업	-51.5	204.4	104.6	-1.0	228.9	87.4	-18.6	25.2	30.3	35.7	15.4	11.0	9.1
국내	3.0	30.4	0.4	6.7	19.7	13.5	-3.3	12.9	34.8	25.5	16.9	5.7	5.0
중국	-90.3	흑전	-176.6	4.9	-487.1	634.2	흑전	64.8	17.3	28.9	11.9	12.4	8.9
베트남	37.0	42.5	-40.9	-28.6	58.1	13.2	-53.2	10.3	107.7	61.0	16.1	16.8	15.0
러시아	86.8	-90.2	-45.0	-45.0	57.1	-43.0	325.0	-13.6	50.0	69.7	54.3	18.7	20.0
영업이익률(%)	9.1	18.1	9.3	15.9	14.3	14.6	15.5	11.5	19.2	17.6	16.2	16.5	16.7
제과 사업	8.6	17.5	9.5	15.4	15.1	14.5	14.9	11.4	19.3	18.2	16.2	16.5	16.7
국내	13.1	14.6	13.2	11.8	14.5	13.5	14.1	14.7	15.3	17.3	15.4	15.5	15.5
중국	2.4	18.4	5.6	19.2	14.9	15.2	16.2	8.9	21.5	16.6	16.3	16.8	17.1
베트남	18.8	27.3	8.4	12.9	20.1	18.1	15.4	8.9	21.4	27.9	19.7	20.0	20.0
러시아	18.4	3.7	14.8	12.9	14.9	12.5	11.4	12.0	16.1	21.5	16.2	16.0	16.0
<b>세전이익</b>	<b>150.2</b>	<b>87.5</b>	<b>35.9</b>	<b>77.4</b>	<b>74.4</b>	<b>275.2</b>	<b>79.1</b>	<b>51.4</b>	<b>102.2</b>	<b>75.1</b>	<b>307.8</b>	<b>342.5</b>	<b>375.4</b>
(% YoY)	-51.1	139.1	120.2	-2.8	320.4	83.2	-9.6	43.2	32.0	0.9	11.8	11.3	9.6
<b>순이익</b>	<b>113.8</b>	<b>67.5</b>	<b>27.6</b>	<b>33.1</b>	<b>14.9</b>	<b>143.0</b>	<b>52.9</b>	<b>36.8</b>	<b>69.7</b>	<b>61.0</b>	<b>249.7</b>	<b>256.9</b>	<b>281.6</b>
(% YoY)	-54.3	136.8	98.6	-45.5	38.9	25.7	-21.6	33.5	110.7	310.4	74.6	2.9	9.6

자료: 오리온, 메리츠종금증권 리서치센터

## 오리온 (271560)

## Income Statement

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>1,927.0</b>	<b>2,023.3</b>	<b>2,191.2</b>	<b>2,362.7</b>	<b>2,547.6</b>
매출액증가율 (%)	79.5	5.0	8.3	7.8	7.8
매출원가	1,050.0	1,110.4	1,200.4	1,291.9	1,393.0
매출총이익	877.0	912.9	990.9	1,070.8	1,154.6
판매관리비	594.8	585.7	628.3	675.3	755.5
<b>영업이익</b>	<b>282.2</b>	<b>327.3</b>	<b>362.6</b>	<b>395.4</b>	<b>399.1</b>
영업이익률	14.6	16.2	16.5	16.7	15.7
금융손익	-12.1	-2.2	-10.0	-10.0	32.5
종속/관계기업손익	-1.1	-0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	6.2	-17.5	-10.0	-10.0	0.0
세전계속사업이익	275.2	307.7	342.6	375.4	431.6
법인세비용	132.2	92.1	85.6	93.9	115.0
<b>당기순이익</b>	<b>143.0</b>	<b>215.6</b>	<b>256.9</b>	<b>281.6</b>	<b>316.6</b>
지배주주지분 순이익	139.9	215.4	246.9	271.6	307.7

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>400.6</b>	<b>341.8</b>	<b>420.9</b>	<b>459.5</b>	<b>810.1</b>
당기순이익(손실)	143.0	215.6	256.9	281.6	316.6
유형자산상각비	115.1	134.8	150.1	163.3	479.1
무형자산상각비	2.7	2.9	1.8	1.7	0.9
운전자본의 증감	42.2	-18.1	12.0	12.9	13.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-114.9</b>	<b>-335.2</b>	<b>-303.8</b>	<b>-304.1</b>	<b>-4.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-130.8	-333.6	-300.0	-300.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-7.5	-24.2	-2.8	-3.0	-3.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-199.2</b>	<b>-149.3</b>	<b>-23.7</b>	<b>-23.7</b>	<b>-93.8</b>
차입금의 증감	-165.0	-97.6	0.0	0.0	-70.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	83.0	-136.1	93.4	131.7	712.0
기초현금	101.6	184.6	48.5	141.9	273.6
기말현금	184.6	48.5	141.9	273.6	985.6

## Balance Sheet

(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	<b>569.2</b>	<b>445.7</b>	<b>571.3</b>	<b>737.6</b>	<b>1,485.9</b>
현금및현금성자산	184.6	48.5	141.9	273.6	985.6
매출채권	159.7	180.2	194.8	210.5	227.0
재고자산	156.6	176.6	191.0	206.4	222.5
<b>비유동자산</b>	<b>1,782.1</b>	<b>2,087.2</b>	<b>2,238.0</b>	<b>2,376.0</b>	<b>1,899.1</b>
유형자산	1,646.0	1,892.0	2,041.8	2,178.5	1,699.5
무형자산	51.7	52.9	51.0	49.3	48.4
투자자산	30.4	54.6	57.3	60.3	63.5
<b>자산총계</b>	<b>2,351.4</b>	<b>2,532.9</b>	<b>2,809.3</b>	<b>3,113.6</b>	<b>3,385.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>500.3</b>	<b>508.2</b>	<b>539.8</b>	<b>573.7</b>	<b>539.2</b>
매입채무	82.5	93.1	100.6	108.8	117.3
단기차입금	105.3	49.0	49.0	49.0	49.0
유동성장기부채	50.1	70.0	70.0	70.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>406.5</b>	<b>361.6</b>	<b>373.2</b>	<b>385.7</b>	<b>398.8</b>
사채	279.6	209.7	209.7	209.7	209.7
장기차입금	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>906.8</b>	<b>869.8</b>	<b>913.0</b>	<b>959.4</b>	<b>938.0</b>
<b>자본금</b>	<b>19.8</b>	<b>19.8</b>	<b>19.8</b>	<b>19.8</b>	<b>19.8</b>
자본잉여금	598.1	598.2	598.2	598.2	598.2
기타포괄이익누계액	-27.3	25.5	25.5	25.5	25.5
이익잉여금	191.1	354.5	577.7	827.7	1,111.7
비지배주주지분	39.0	41.3	51.3	59.2	68.1
<b>자본총계</b>	<b>1,444.5</b>	<b>1,663.1</b>	<b>1,896.3</b>	<b>2,154.2</b>	<b>2,447.1</b>

## Key Financial Data

(주당데이터(원))	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	48,742	51,176	55,423	59,760	64,437
EPS(지배주주)	3,538	5,448	6,245	6,869	7,783
CFPS	10,572	11,517	12,528	13,581	22,233
EBITDAPS	10,118	11,761	13,014	14,177	22,233
BPS	35,553	41,022	46,667	52,989	60,172
DPS	600	600	600	600	600
배당수익률(%)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	33.9	19.4	16.5	15.0	13.2
PCR	11.4	9.2	8.2	7.6	4.6
PSR	2.5	2.1	1.9	1.7	1.6
PBR	3.4	2.6	2.2	1.9	1.7
EBITDA	400.0	465.0	514.5	560.5	879.0
EV/EBITDA	12.5	9.7	8.4	7.5	3.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	10.3	14.2	14.2	13.8	13.8
EBITDA 이익률	20.8	23.0	23.5	23.7	34.5
부채비율	62.8	52.3	48.1	44.5	38.3
금융비용부담률	0.9	0.6	1.4	1.3	1.1
이자보상배율(x)	16.8	29.2	11.8	12.9	14.5
매출채권회전율(x)	13.7	11.9	11.7	11.7	11.6
재고자산회전율(x)	12.5	12.1	11.9	11.9	11.9

### Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

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 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

### 투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p>Buy      추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold     추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell     추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

### 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2019년 12월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

### 오리온 (271560) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

