

2017. 2. 17



▲ 음식료

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

Buy

적정주가 (12개월) **940,000 원**
현재주가 (2.16) **679,000 원**
상승여력 **38.4%**

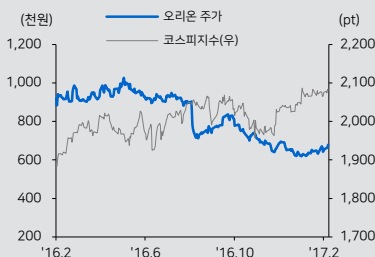
KOSPI	2,081.84pt
시가총액	40,797억원
발행주식수	601만주
유동주식비율	59.46%
외국인비중	42.06%
52주 최고/최저가	1,028,000원 / 619,000원
평균거래대금	98.6억원

주요주주(%)

이화경 외 6인	28.47
국민연금	7.06
GIC Private Limited	6.08

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.81	-24.89	-26.28
상대주가	7.53	-25.92	-32.01

주가그래프



오리온 001800

양호한 4Q16 실적, 반면 17년 실적에 대한 부담도 확대

- ✓ 4Q16 실적은 매출액 6,324억원, 영업이익 850억원으로 기대치 상회
- ✓ 4Q16 실적은 숫자상으로 양호했지만 반면 2017년 실적의 부담도 증가
- ✓ 17년 가이던스는 연결기준 매출액 성장 3%, 영업이익 성장 5%
- ✓ 투자의견 Buy와 적정주가 940,000원 유지

4Q16 실적은 매출액 6,324억원, 영업이익 850억원으로 기대치 상회

4Q16 실적은 매출액 6,324억원(+4.7% YoY), 영업이익 850억원(+28.1% YoY)을 기록했다. 매출액은 ①중국의 춘절 효과 +300억원, ②국내의 신제품 매출 호조, ③베트남과 러시아의 고성장 지속으로 전분기 부진했던 흐름에서 탈피했다. 영업이익은 ①국내 4Q15 일회성 비용 제거, ②중국의 인센티브 인식 변경과 판관비 절감, ③전 법인 매출성장에 따른 고정비 부담 감소로 시장 기대치(770억원)를 10.4% 상회했다. 순이익의 증가 요인으로 220억원 규모의 이천공장 화재손실보험금 기타 손익 인식이 있었다.

4Q16 실적은 숫자상으로 양호했지만 반면 2017년 실적의 부담도 증가

4Q16 실적은 숫자상 전반적으로 양호했지만 반면 2017년 실적에 대한 부담을 키우는 측면도 있었다. 17년 춘절은 전년대비 11일 빠르고, 18년 춘절은 전년대비 18일 느린 효과로 17년 중국법인의 매출 고성장을 기대하긴 어렵다. 이를 반영해 17년 가이던스는 연결기준 매출액 성장 3%, 영업이익 성장 5%이며 특히 중국법인은 매출액 성장 3%, 영업이익 성장 3%를 제시했다. 침체된 중국 제과시장과 오프라인 유통 채널의 저성장을 감안한다면 보수적인 숫자라고만 판단하긴 어렵다.

투자의견 Buy와 적정주가 940,000 원 유지

투자의견 Buy와 적정주가는 940,000원을 유지한다. 4Q16의 중국 법인 성장률 9.8%는 1Q17 중국법인 역성장으로 이어지며 조삼모사가 될 가능성이 높다. 16~17년 신제품의 매출 타겟은 2,000억원으로 높지만 기존 제품의 잠식효과와 주력 제품들의 매출감소 우려도 상존한다. 중국제과 매출 성장의 본격적인 회복 전까지는 60만원 초반대에서의 저가 매수전략이 유효하다고 판단한다

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	2,199.8	248.9	163.5	27,363	12.1	202,079	37.1	5.0	17.1	13.8	109.1
2015	2,382.4	299.3	162.3	27,164	-0.7	221,840	42.9	5.3	15.8	12.4	96.5
2016E	2,386.3	326.2	231.4	38,645	42.3	242,607	16.9	2.7	9.3	16.1	79.5
2017E	2,485.3	359.6	249.0	41,435	7.2	280,866	16.4	2.4	9.1	15.5	68.1
2018E	2,689.4	355.2	245.7	40,890	-1.3	316,805	16.6	2.1	9.0	13.5	60.7

표1 오리온 4Q16 Earnings Review

(십억원)	4Q16P	4Q15	(% YoY)	3Q16	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	632.4	604.0	4.7	597.2	5.9	614.4	2.9	614.6	2.9
영업이익	85.0	66.4	28.1	94.4	-9.9	78.2	8.8	77.9	9.2
지배순이익	70.5	30.9	128.3	85.1	-17.2	53.8	31.0	45.3	55.7

자료: 오리온, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 오리온 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율(%)	
	2016P	2017E	2016P	2017E	2016E	2017E
매출액	2,368.4	2,497.3	2,386.3	2,485.3	0.8	-0.5
영업이익	319.4	350.1	326.2	359.6	2.1	2.7
지배순이익	214.7	233.6	231.4	249.0	7.8	6.6

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 오리온 실적 추이

(억원)	2014	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	2016P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E
매출액	21,998	23,824	6,606	4,962	5,972	6,324	23,863	6,714	5,273	6,386	6,480	24,853	26,894
1.제과사업	21,131	22,383	6,169	4,887	5,629	5,914	22,600	6,234	5,175	6,011	6,048	23,468	25,384
a.국내	6,853	6,491	1,548	1,524	1,457	1,600	6,129	1,656	1,600	1,501	1,632	6,389	6,633
b.중국	11,614	13,329	3,784	2,720	3,484	3,472	13,460	3,633	2,856	3,763	3,472	13,723	15,096
c.베트남	1,320	1,397	520	316	362	509	1,707	614	363	398	585	1,961	2,157
d.러시아	826	582	137	140	155	171	603	151	168	178	197	694	798
기타	516	586	181	187	171	162	701	181	187	171	162	701	701
2.투표권사업	2,641	1,372	3	3	0	0	6						
3.미디어	720	1,427	436	89	341	393	1,259	480	98	375	432	1,385	1,510
4.기타	147	14	1	-14	2	17	5					0	0
(% YoY)	-11.5	8.3	5.5	-3.2	-6.6	4.7	0.2	1.6	6.3	6.9	2.5	4.1	8.2
1.제과사업	-0.1	5.9	2.5	0.3	-3.9	4.9	1.0	1.1	5.9	6.8	2.3	3.8	8.2
a.국내	-3.6	-5.3	-12.4	-5.3	-4.7	0.9	-5.6	7.0	5.0	3.0	2.0	4.2	3.8
b.중국	4.3	14.8	7.0	1.5	-6.5	2.6	1.0	-4.0	5.0	8.0	0.0	2.0	10.0
c.베트남	58.3	5.8	16.3	18.8	21.9	31.5	22.2	18.0	15.0	10.0	15.0	14.9	10.0
d.러시아	-49.3	-29.6	10.5	-14.1	-3.7	28.0	3.7	10.0	20.0	15.0	15.0	15.0	15.0
2.투표권사업	4.9	-48.0	-99.6	-99.5	-100.0	-100.0							
3.미디어	-33.7	98.2	84.0	-36.0	-48.5	2.0	-11.8	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	9.0
영업이익	2,489	2,993	1,189	279	944	850	3,262	1,085	523	987	1,001	3,596	3,552
1.제과사업	2,527	3,137	1,047	283	907	878	3,115	1,027	511	941	949	3,429	3,371
a.국내	726	951	239	166	121	262	788	264	182	132	275	854	809
b.중국	1,625	2,019	681	71	707	527	1,986	617	274	726	562	2,180	2,159
c.베트남	121	133	113	35	57	60	265	134	42	59	75	309	323
d.러시아	55	35	13	12	22	29	76	12	12	25	37	87	80
2.투표권사업	198	112	-6	-9	-8	0	-23					0	0
3.미디어	17	140	68	2	53	29	152	58	12	45	52	166	181
기타/연결조정	-55	-284	80	3	-8	-57	18	-0	0	0	0	0	0
(% YoY)	-4.1	20.3	11.3	-41.3	20.1	28.1	9.0	-8.8	87.6	4.5	17.7	10.2	-1.2
1.제과사업	8.5	24.1	8.8	-51.8	1.6	26.3	-0.7	-1.9	80.7	3.8	8.1	10.1	-1.7
a.국내	-2.4	31.0	-20.9	-39.2	-37.3	43.2	-17.1	10.5	9.8	9.2	5.1	8.4	-5.2
b.중국	16.5	24.2	19.7	-76.0	5.7	8.7	-1.6	-9.3	286.6	2.7	6.6	9.7	-1.0
c.베트남	-20.9	9.9	32.9	600.0	418.2	87.5	99.2	18.3	20.2	3.0	24.8	16.7	4.6
d.러시아	-27.6	-36.4	85.7	-7.7	10.0	-680.0	117.1	-5.1	3.8	12.3	28.2	14.0	-8.0
2.투표권사업	8.9		-105.7										
3.미디어	적전	흑전	흑전	-33.3	-38.4	-3.3	적전	-15.4	487.4	-15.1	78.9	9.3	9.0
영업이익률(%)	11.3	12.6	18.0	5.6	15.8	13.4	13.7	16.2	9.9	15.4	15.4	14.5	13.2
1.제과사업	12.0	14.0	17.0	5.8	16.1	14.8	13.8	16.5	9.9	15.7	15.7	14.6	13.3
a.국내	10.6	14.7	15.4	10.9	8.3	16.4	12.9	15.9	11.4	8.8	16.9	13.4	12.2
b.중국	14.0	15.1	18.0	2.6	20.3	15.2	14.8	17.0	9.6	19.3	16.2	15.9	14.3
c.베트남	9.2	9.5	21.7	11.1	15.7	11.8	15.5	21.8	11.6	14.7	12.8	15.8	15.0
d.러시아	10.7	6.0	7.2	6.4	12.9	17.9	10.8	8.2	7.4	13.9	18.9	12.4	10.0
2.투표권사업	7.5		-200.0	-300.0									
3.미디어	2.4	9.8	15.6	2.2	15.5	7.4	12.1	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0

자료: 오리온, 메리츠증권증권 리서치센터

오리온(001800)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,199.8	2,382.4	2,386.3	2,485.3	2,689.4
매출액증가율 (%)	-11.5	8.3	0.2	4.1	8.2
매출원가	1,162.4	1,267.7	1,229.1	1,280.4	1,382.9
매출총이익	1,037.4	1,114.7	1,157.2	1,204.8	1,306.5
판매비와관리비	788.5	815.4	830.9	845.3	951.2
영업이익	248.9	299.3	326.2	359.6	355.2
영업이익률 (%)	11.3	12.6	13.7	14.5	13.2
금융수익	-47.8	-40.0	-18.8	-18.9	-18.9
종속/관계기업관련손익	1.4	-0.3	1.7	0.0	0.0
기타영업외손익	26.4	-7.2	-21.6	0.0	0.0
세전계속사업이익	228.9	251.8	307.5	340.8	336.5
법인세비용	51.7	75.3	71.1	82.5	81.4
당기순이익	174.3	177.1	240.5	258.3	255.0
지배주주지분 순이익	163.5	162.3	231.4	249.0	245.7

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,028.6	961.7	838.3	1,010.5	1,192.2
현금및현금성자산	216.2	252.8	96.1	250.0	369.2
매출채권	152.1	156.9	164.3	168.4	182.2
재고자산	215.5	188.1	197.0	201.8	218.4
비유동자산	1,903.9	2,037.2	2,031.3	2,057.8	2,100.5
유형자산	1,727.1	1,757.5	1,734.8	1,772.7	1,807.6
무형자산	39.7	53.0	44.3	29.5	25.5
투자자산	33.4	132.9	139.1	142.6	154.3
자산총계	2,932.5	2,998.8	2,869.7	3,068.3	3,292.7
유동부채	863.5	742.3	792.8	802.9	837.1
매입채무	100.1	122.2	127.9	131.1	141.8
단기차입금	261.5	177.2	152.4	152.4	152.4
유동성장기부채	185.1	176.6	233.7	233.7	233.7
비유동부채	666.5	730.4	477.9	439.9	406.7
사채	339.2	329.4	214.7	194.7	174.7
장기차입금	245.3	323.8	182.4	162.4	142.4
부채총계	1,530.0	1,472.7	1,270.7	1,242.8	1,243.8
자본금	29.9	29.9	30.0	30.0	30.0
자본잉여금	66.6	66.9	101.3	101.3	101.3
기타포괄이익누계액	-13.3	-12.2	-88.5	-88.5	-88.5
이익잉여금	1,200.3	1,329.8	1,495.0	1,710.0	1,922.0
비지배주주지분	155.4	147.5	97.0	108.5	119.9
자본총계	1,402.5	1,526.2	1,599.0	1,825.6	2,048.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	215.7	482.1	319.0	383.7	373.4
당기순이익(손실)	174.3	177.1	240.5	258.3	255.0
유형자산감가상각비	94.4	104.4	107.9	110.2	113.1
무형자산상각비	52.0	77.9	45.3	14.8	4.0
운전자본의 증감	-136.0	48.8	-76.9	0.4	1.4
투자활동 현금흐름	-120.6	-302.2	-228.5	-158.2	-182.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-155.0	-135.0	-212.8	-152.0	-152.0
투자자산의 감소(증가)	1.0	-99.8	-4.6	-3.4	-11.7
재무활동 현금흐름	-112.0	-143.9	-245.8	-71.7	-71.7
차입금증감	-78.1	-24.2	-223.8	-40.0	-40.0
자본의증가	1.1	0.3	34.5	0.0	0.0
현금의증가	-17.0	36.3	-157.7	153.8	119.2
기초현금	233.2	216.5	253.9	96.1	250.0
기말현금	216.2	252.8	96.1	250.0	369.2

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	368,220	398,693	398,491	413,630	447,603
EPS(지배주주)	27,363	27,164	38,645	41,435	40,890
CFPS	74,311	85,225	84,055	78,881	75,928
EBITDAPS	66,173	80,595	80,065	80,640	78,605
BPS	202,079	221,840	242,607	280,866	316,805
DPS	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
배당수익률(%)	0.6	0.5	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	37.1	42.9	16.9	16.4	16.6
PCR	13.7	13.7	7.8	8.6	8.9
PSR	2.8	2.9	1.6	1.6	1.5
PBR	5.0	5.3	2.7	2.4	2.1
EBITDA	395.3	481.6	479.4	484.5	472.3
EV/EBITDA	17.1	15.8	9.3	9.1	9.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.8	12.4	16.1	15.5	13.5
EBITDA 이익률	18.0	20.2	20.1	19.5	17.6
부채비율	109.1	96.5	79.5	68.1	60.7
금융비용부담률	1.6	1.2	1.1	0.8	0.7
이자보상배율(x)	7.2	10.1	13.0	18.0	18.8
매출채권회전율(x)	13.8	15.4	14.9	14.9	15.3
재고자산회전율(x)	9.9	11.8	12.4	12.5	12.8

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 2월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 2월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 2월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 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 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.7%
중립	7.3%
매도	0.0%

2016년 12월 31 기준으로 최근
1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

오리온(001800) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.03.25	기업브리프	Buy	1,250,000	송광수	
2015.04.20	산업분석	Buy	1,600,000	송광수	
2015.05.20	산업브리프	Buy	1,600,000	송광수	
2015.07.20	산업브리프	Buy	1,600,000	송광수	
2015.08.24	기업브리프	Buy	1,600,000	송광수	
2015.10.07	기업브리프	Buy	1,600,000	송광수	
2015.10.14	산업분석	Buy	1,600,000	송광수	
2016.04.19	산업분석	Buy	1,250,000	김정욱	
2016.05.16	기업브리프	Buy	1,250,000	김정욱	
2016.11.16	기업브리프	Buy	940,000	김정욱	
2017.02.17	기업브리프	Buy	940,000	김정욱	