

투자여건(유지)	매수
목표주가(12M,상향)	▲ 155,000원
현재주가(19/01/15)	119,000원
상승여력	30%

영업이익(18F,십억원)	289		
Consensus 영업이익(18F,십억원)	288		
EPS 성장률(18F,%)	39.5		
MKT EPS 성장률(18F,%)	6.5		
P/E(18F,x)	26.4		
MKT P/E(18F,x)	8.5		
KOSPI	2,097.18		
시가총액(십억원)	4,705		
발행주식수(백만주)	40		
유동주식비율(%)	56.2		
외국인 보유비중(%)	37.7		
베타(12M) 일간수익률	0.67		
52주 최저가(원)	88,600		
52주 최고가(원)	155,000		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.8	-19.0	8.7
상대주가	-0.5	-10.8	29.7



[F&B/Tobacco]

백운목
 02-3774-1679
 wm.baek@miraeasset.com

오리온 (271560)

19년 중국에서의 성장 전략은?

18년 4Q Preview, 중국 실적 회복 지속

오리온의 18년 4Q 연결 실적(한국, 중국, 베트남, 러시아)은 매출액 11.4% 증가(IFRS15 이전 매출 기준으로는 14.7% 증가), 영업이익(769억원) 279.2% 증가(OPM 15.3%)할 전망이다. **중국, 베트남, 러시아, 한국 모두에서 예상보다 좋은 실적**으로 판단된다.

중국은 매출액 16.1% 증가(IFRS15 이전 매출 기준은 23.8% 증가), 영업이익(390억원) 흑자 전환이 예상된다. 기존 제품의 매대 회복과 신제품의 매대 진입, 10월 감자 수확기에 의한 일시적 원가 하락 효과, 지속적인 비용 절감(인력 및 물류) 효과, 춘절 시차 차이(17년 4Q 춘절 효과 없음, 18년 4Q 춘절 효과)에 의한 일부 매출 발생(기대보다는 미약) 때문이다.

베트남은 5.5% 성장을 예상하는데, 내수 매출이 10% 증가하지만, 중동향 수출이 급감하기 때문이다. 러시아는 달러 구조조정(18.1~3Q 진행)이 완료되어 매출액이 9.2% 증가할 전망이다. 한국(한국+직수출)은 영업일수 증가, 신제품 효과(오! 그래놀라, 돌아온 썬, 생크림파이 등)로 매출액 3.4% 증가, 영업이익 21.7% 증가를 예상한다.

19년 중국에서의 성장 전략은?

오리온의 18년 중국에서의 이익 회복 전략은 신제품 출시, 조직 체질 개선(타이트한 비용 집행)이었다. 이러한 전략의 효과로 18년 영업이익(1,447억원)은 665.3% 증가할 것으로 본다.

오리온의 19년 연결 매출액과 영업이익은 각각 6.8%, 9.2% 증가를 예상한다. 중국에서는 매출액 7.2%, 영업이익 13.2% 증가할 전망이다. **오리온 주가에 가장 큰 영향을 주는 변수가 중국의 영업이익 증가 속도이다.** 19년 영업이익 13.2% 증가는 시장 기대치에 미흡할 수도 있다. 하지만, **중국 내수 소비 둔화, 18년의 높은 회복률 등을 고려하면 낮은 증가율이 아니다.**

19년 중국에서 신제품 출시, 매대 회복, 비용 절감 노력도 계속되지만, **신사업과 판매 채널 변화가 성장의 핵심 전략으로 판단된다.** 19년 중국에서의 신사업은 건과류 제품 출시와 생수(제주용암수) 사업 진출이다. 또 19년에는 인도(델리 지역, 초코파이)에 신규 진입도 예상된다.

19년 판매 채널 변화로 마진 상승이 기대된다. 오리온은 MT(할인점) 채널(비중 45%)을 직영과 딜러 체제에서 직영(영업직원이 판촉, 영업 담당)으로 전환 중이다. TT(전통 매장) 채널(비중 48%)은 MT 채널과 달리 직영을 축소하고 딜러(판촉, 영업, 배달 모두 담당, 로컬업체 왕왕/팅이의 영업 체제) 체제로 전환 중이다. MT는 직영, TT는 딜러 체제로의 전환은 오리온의 유통비용(지급수수료) 감소와 마진 상승으로 이어질 전망이다.

투자여건 매수, 목표주가 155,000원으로 상향

19년 오리온의 중국 실적은 증가 속도가 둔화되지만 회복 추세에는 변함이 없다. 목표주가는 19년 순이익 11.6% 상향을 반영하여 155,000원(기존 140,000원)으로 상향 조정한다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	-	-	1,117	1,936	2,069	2,184
영업이익 (십억원)	-	-	107	289	315	343
영업이익률 (%)	-	-	9.6	14.9	15.2	15.7
순이익 (십억원)	-	-	76	180	222	244
EPS (원)	-	-	3,261	4,548	5,618	6,176
ROE (%)	-	-	5.8	13.1	14.4	13.9
P/E (배)	-	-	32.0	26.4	21.2	19.3
P/B (배)	-	-	3.2	3.3	2.9	2.5
배당수익률 (%)	-	-	0.6	0.5	0.5	0.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

오리온

19년 중국에서의 성장 전략은?

표 1. 오리온의 18년 4Q 실적 예상

(십억원, %)

	4Q17	3Q18	4Q18F		증감률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	451.0	493.7	502.4	510.0	11.4	1.7
영업이익	20.3	78.7	76.9	76.8	279.2	-2.2
세전이익	17.7	77.4	73.9	71.3	317.8	-4.4
순이익	11.2	32.6	53.8	52.8	379.1	65.0
영업이익률	4.5	15.9	15.3	15.1	-	-
순이익률	2.5	6.6	10.7	10.3	-	-

자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 오리온의 분기별 수익예상

(십억원, %)

	18F				19F				17	18F	19F
	1Q	2Q	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	연간	연간	연간
매출액	516	424	494	502	545	452	541	531	1,117	1,936	2,069
영업이익	94	40	79	77	94	51	92	78	107	289	315
세전이익	88	36	77	74	89	51	90	76	105	275	306
순이익	66	28	33	54	63	37	65	56	76	180	222
영업이익률	18.1	9.3	15.9	15.3	17.3	11.3	17.0	14.7	9.6	14.9	15.2
순이익률	12.8	6.5	6.6	10.7	11.6	8.3	12.1	10.6	6.9	9.3	10.7
매출액증가율	-	-	-5.4	11.4	5.6	6.6	9.6	5.6	-	-	6.8
영업이익증가율	-	-	-2.4	279.2	0.6	29.3	17.1	1.3	-	-	9.2
세전이익증가율	-	-	-5.1	317.8	1.4	43.1	15.9	2.8	-	-	11.3
순이익증가율	-	-	-44.8	379.1	-3.7	36.5	99.8	4.1	-	-	23.5

주: 오리온은 17년 6월에 오리온과 오리온홀딩스로 기업분할

자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 오리온의 18~19년 수익예상 변경

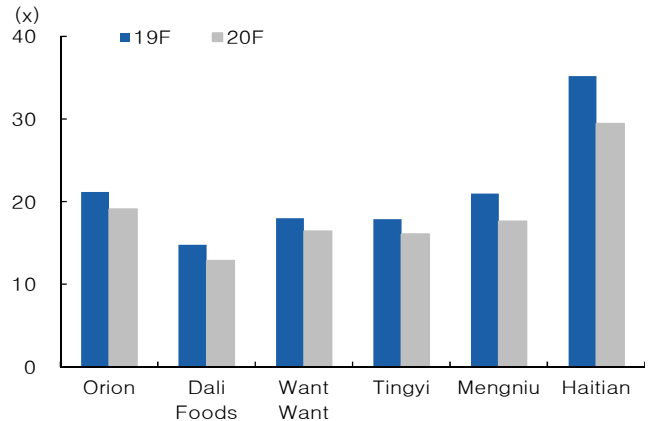
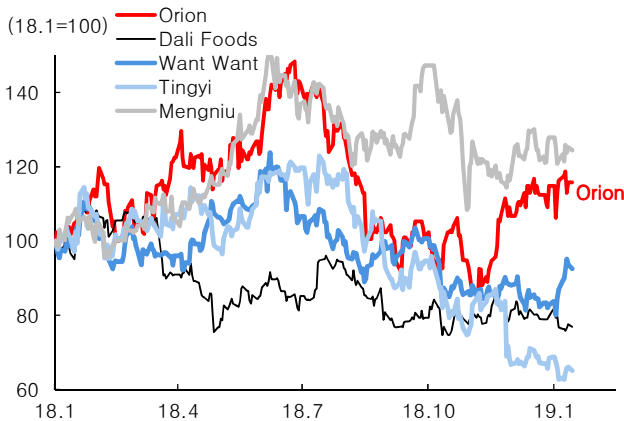
(십억원, %)

	변경 전		변경 후		변경률		변경사유
	18F	19F	18F	19F	18F	19F	
매출액	1,944	2,075	1,936	2,069	-0.4	-0.3	IFRS15 회계 변경 반영 중국 판매 채널 효과 반영
영업이익	275	282	289	315	4.9	11.9	
세전이익	261	270	275	306	5.1	13.2	
순이익	170	199	180	222	5.5	11.6	
영업이익률	14.2	13.6	14.9	15.3	-	-	
순이익률	8.8	9.6	9.3	10.7	-	-	

자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 오리온과 중국 주요 음식료업체의 추가 추이

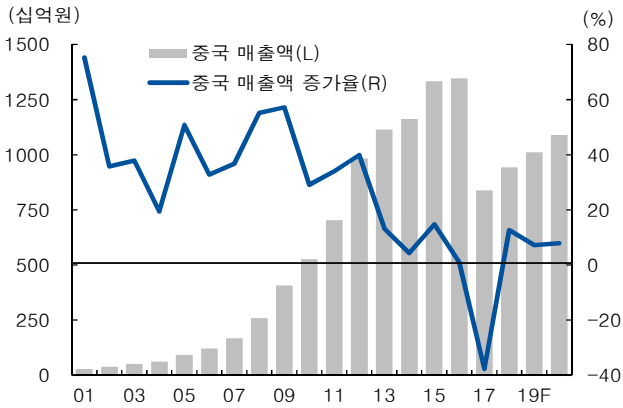
그림 2. 오리온과 중국 주요 음식료업체의 PER 비교



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

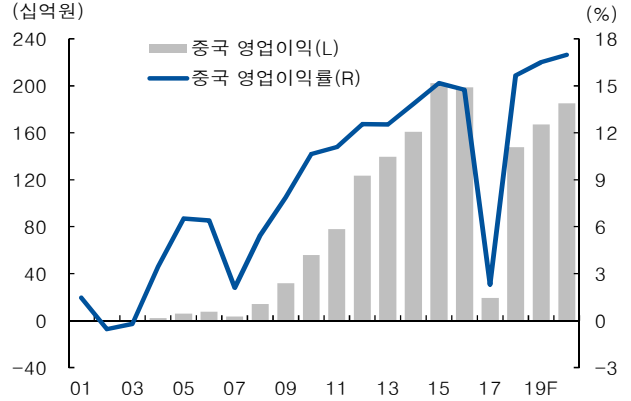
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 오리온의 중국 매출액과 증가율 전망



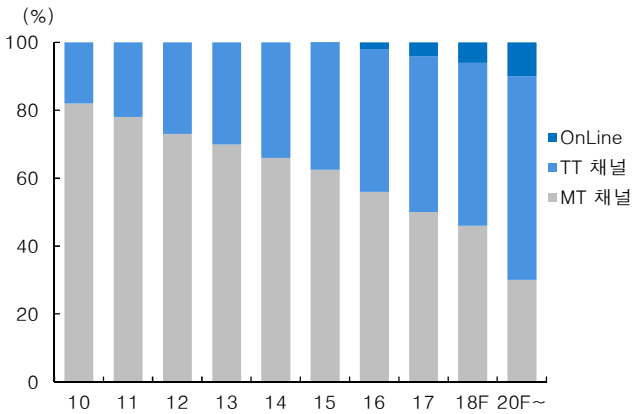
자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 오리온의 중국 영업이익과 영업이익률 전망



자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 오리온의 중국 MT 및 TT 채널 비중 (TT채널 비중 확대 중)



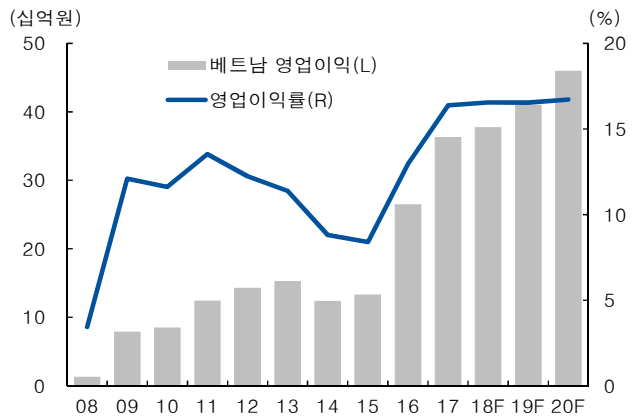
자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 중국 소매 판매 증가율 추이



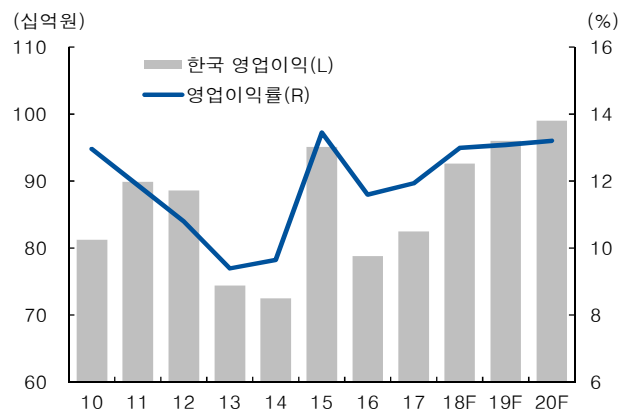
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 오리온의 베트남 영업이익과 영업이익률 전망



자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 오리온의 한국법인(국내+직수출) 영업이익과 영업이익률 전망



자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

오리온

19년 중국에서의 성장 전략은?

오리온 (271560)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	1,117	1,936	2,069	2,184
매출원가	593	1,042	1,112	1,168
매출총이익	524	894	957	1,016
판매비와관리비	416	606	641	674
조정영업이익	107	289	315	343
영업이익	107	289	315	343
비영업손익	-2	-14	-9	-9
금융손익	-7	-10	-7	-5
관계기업등 투자손익	0	-1	0	0
세전계속사업손익	105	275	306	334
계속사업법인세비용	28	94	83	88
계속사업이익	77	181	223	245
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	77	181	223	245
지배주주	76	180	222	244
비지배주주	1	1	1	1
총포괄이익	68	158	223	245
지배주주	66	150	193	212
비지배주주	1	8	31	34
EBITDA	173	407	433	461
FCF	103	248	224	226
EBITDA 마진율 (%)	15.5	21.0	20.9	21.1
영업이익률 (%)	9.6	14.9	15.2	15.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.8	9.3	10.7	11.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
유동자산	457	579	794	999
현금 및 현금성자산	102	204	398	580
매출채권 및 기타채권	124	130	137	145
재고자산	151	163	172	181
기타유동자산	80	82	87	93
비유동자산	1,801	1,779	1,798	1,825
관계기업투자등	24	26	27	29
유형자산	1,673	1,646	1,656	1,685
무형자산	52	52	59	56
자산총계	2,258	2,358	2,592	2,824
유동부채	523	532	548	554
매입채무 및 기타채무	151	164	173	183
단기금융부채	271	255	255	245
기타유동부채	101	113	120	126
비유동부채	390	347	366	370
장기금융부채	329	280	295	295
기타비유동부채	61	67	71	75
부채총계	913	879	914	924
지배주주지분	1,308	1,442	1,640	1,861
자본금	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598
이익잉여금	76	231	430	650
비지배주주지분	37	37	38	39
자본총계	1,345	1,479	1,678	1,900

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	193	380	349	371
당기순이익	77	181	223	245
비현금수익비용가감	103	234	207	213
유형자산감가상각비	64	115	115	116
무형자산상각비	2	3	3	3
기타	37	116	89	94
영업활동으로인한자산및부채의변동	28	38	1	1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-4	-10	-7	-8
재고자산 감소(증가)	-53	-12	-9	-10
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	20	6	4	4
법인세납부	-4	-63	-83	-88
투자활동으로 인한 현금흐름	-17	-180	-126	-135
유형자산처분(취득)	-75	-120	-125	-145
무형자산감소(증가)	-1	-2	-10	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-51	-1	-3	-3
기타투자활동	110	-57	12	13
재무활동으로 인한 현금흐름	-155	-98	-27	-52
장단기금융부채의 증가(감소)	-	-65	15	-10
자본의 증가(감소)	-	0	0	0
배당금의 지급	-	-24	-24	-24
기타재무활동	-	-9	-18	-18
현금의 증가	18	102	194	182
기초현금	83	102	204	398
기말현금	102	204	398	580

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	32.0	26.4	21.2	19.3
P/CF (x)	13.4	11.4	10.9	10.3
P/B (x)	3.2	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA (x)	26.6	12.4	11.2	10.1
EPS (원)	3,261	4,548	5,618	6,176
CFPS (원)	7,771	10,488	10,880	11,584
BPS (원)	33,107	36,500	41,518	47,094
DPS (원)	600	600	600	600
배당성향 (%)	30.9	13.1	10.6	9.7
배당수익률 (%)	0.6	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	-	73.3	6.9	5.6
EBITDA증가율 (%)	-	135.3	6.4	6.5
조정영업이익증가율 (%)	-	170.1	9.0	8.9
EPS증가율 (%)	-	39.5	23.5	9.9
매출채권 회전을 (회)	9.2	15.5	15.7	15.7
재고자산 회전을 (회)	7.4	12.4	12.4	12.4
매입채무 회전을 (회)	8.7	14.9	15.1	15.0
ROA (%)	3.4	7.8	9.0	9.1
ROE (%)	5.8	13.1	14.4	13.9
ROIC (%)	4.3	10.9	13.0	14.0
부채비율 (%)	67.9	59.4	54.4	48.6
유동비율 (%)	87.5	108.8	145.0	180.2
순차입금/자기자본 (%)	33.3	18.9	5.8	-5.2
조정영업이익/금융비용 (x)	9.3	16.4	17.2	18.5

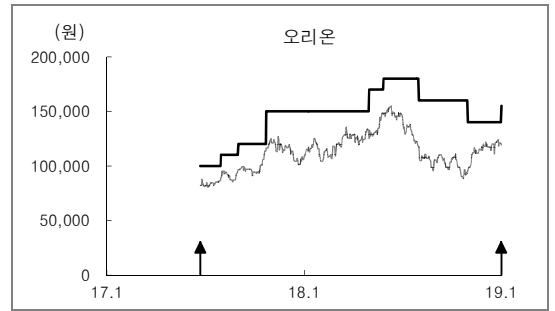
자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

오리온

19년 중국에서의 성장 전략은?

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
오리온(271560)				
2019.01.15	매수	155,000	-	-
2018.11.14	매수	140,000	-17.84	-11.43
2018.08.15	매수	160,000	-35.88	-30.63
2018.06.11	매수	180,000	-22.49	-13.89
2018.05.15	매수	170,000	-21.16	-12.65
2017.11.06	매수	150,000	-21.38	-9.67
2017.09.15	매수	120,000	-18.32	-5.42
2017.08.14	매수	110,000	-17.34	-12.73
2017.07.07	매수	100,000	-16.22	-12.00



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(-), 목표주가(→), Not covered(□)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
81.28%	9.63%	9.09%	0.00%

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

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
 - 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
 - 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.