

# 오리온 (001800)

1Q10 preview: 국내&해외 경쟁력 강화 추세 확인될 것

## Investment Point

- **Earnings:** 1분기 매출 1,518억원(YoY -0.4%), 영업이익 148억원(YoY 1.2%) 전망  
우리 추정치를 상회할 수 있을 것으로 전망. 일부 제품 가격인하 있어 ASP 하락했으나 물량증가로 이를 충분히 보전한 것으로 판단되며 프리미엄 제품 '마켓오' 신규 제품라인 (초콜릿) 런칭으로 매출증가 양호했을 것으로 추정. 세전이익은 지분법이익 증가로 361억원(YOY 42.0%) 전망.
- **Earnings change:** 2010년 이후 이익 약 10~15% 내외 상향조정. 영업이익률은 프리미엄 제품 호조로 2009년 이후 한 단계 업그레이드된 9%대 전망.
- **Point:** 신규 광저우 공장 가동으로 중국 EBITDA 기준 700억원대 이익 창출. 해외법인 합산 EBITDA가 900~1000억원 내외, 기업가치 평가 1조원 무난히 가능
- **Risk:** 지난 6개월 동안 시장 대비 19.2% outperform한 주가. 업종 내 탁월한 순위. 많이 오른 점 때문에 작은 risk에 민감할 가능성
- **Valuation:** 현재 목표주가 및 투자의견 BUY 유지. 다시 말할 필요 없는 음식료 업종 중 탁월한 성장주

**BUY**

	현재	직전	변동
투자의견	<b>BUY</b>		유지
목표주가	<b>350,000</b>		유지
Earnings			상향
Valuation Call			
단기이익모멘텀			
장기성장성			<b>Positive</b>

<표 1> 실적 변경 (분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(% , %P)			
	2010.03	2010.06	2010.09	2010.12	2010.03	2010.06	2010.09	2010.12	2010.03	2010.06	2010.09	2010.12
매출액	152	153	155	155	152	153	155	155	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0
영업이익	10	18	13	7	15	15	12	14	49.0	(11.4)	(8.6)	91.1
영업이익률(%)	6.6	11.5	8.6	4.7	9.8	10.1	7.9	9.0	3.2	(1.3)	(0.7)	4.3
EBITDA	15	23	19	13	20	21	18	20	31.8	(8.7)	(6.0)	50.9
EBITDA이익률(%)	10.1	15.0	12.2	8.4	13.3	13.7	11.5	12.7	3.2	(1.3)	(0.7)	4.3
순이익	25	30	19	(2)	28	28	18	(1)	13.8	(5.9)	(5.9)	-

자료: KTB투자증권

<표 2> 실적 변경 (연간)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(% , %P)			
	2010E	2011E	2012E	2013E	2010E	2011E	2012E	2013E	2010E	2011E	2012E	2013E
매출액	614	624	642	659	614	624	642	659	(0.0)	(0.0)	0.0	(0.0)
영업이익	48	49	54	54	56	57	62	61	17.4	16.1	14.6	14.2
영업이익률(%)	7.8	7.8	8.4	8.2	9.2	9.1	9.6	9.3	1.4	1.3	1.2	1.2
EBITDA	70	72	79	79	79	80	86	87	11.9	10.8	9.9	9.4
EBITDA이익률(%)	11.4	11.6	12.2	12.0	12.8	12.8	13.4	13.1	1.4	1.2	1.2	1.1
순이익	72	86	129	141	73	88	132	143	1.4	1.9	2.2	1.1

자료: KTB투자증권

## 재무제표(오리온)

### 대차대조표

(단위:십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>유동자산</b>	165.0	179.8	225.8	242.0	284.4
현금성자산	23.1	7.7	35.3	57.2	92.6
매출채권	96.4	85.9	99.7	94.9	99.7
재고자산	37.4	37.1	41.2	39.8	41.5
<b>비유동자산</b>	925.6	978.7	1,017.8	1,069.0	1,104.0
투자자산	683.5	680.2	707.8	736.6	766.5
유형자산	238.6	294.7	306.1	328.5	333.6
무형자산	3.5	3.8	3.8	3.9	3.9
<b>자산총계</b>	<b>1,090.6</b>	<b>1,158.4</b>	<b>1,243.6</b>	<b>1,310.9</b>	<b>1,388.4</b>
<b>유동부채</b>	266.2	339.8	301.6	306.9	323.7
매입채무	37.1	42.5	44.4	44.2	45.4
유동성이자부채	175.6	242.9	202.2	207.2	222.2
<b>비유동부채</b>	381.9	348.5	410.9	398.5	341.0
비유동이자부채	338.8	290.0	350.0	335.2	275.1
<b>부채총계</b>	<b>648.1</b>	<b>688.4</b>	<b>712.5</b>	<b>705.4</b>	<b>664.6</b>
자본금	29.8	29.8	29.8	29.8	29.8
자본잉여금	132.3	132.3	132.3	132.3	132.3
이익잉여금	275.2	303.1	364.1	438.5	556.7
자본조정	5.2	4.9	4.9	4.9	4.9
자기주식	(16.6)	(16.6)	(16.6)	(16.6)	(16.6)
<b>자본총계</b>	<b>442.5</b>	<b>470.1</b>	<b>531.1</b>	<b>605.5</b>	<b>723.7</b>
투하자본	312.1	325.5	351.0	365.3	373.6
순차입금	491.3	525.3	516.9	485.1	404.6
ROA	(2.8)	3.3	6.1	6.9	9.8
ROE	(6.4)	8.1	14.6	15.5	19.8
ROIC	7.8	10.4	12.9	12.3	13.0

### 손익계산서

(단위:십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>매출액</b>	<b>558.4</b>	<b>597.8</b>	<b>614.2</b>	<b>624.5</b>	<b>642.1</b>
증가율 (Y-Y,%)	4.2	7.0	2.7	1.7	2.8
<b>영업이익</b>	<b>31.9</b>	<b>52.9</b>	<b>56.4</b>	<b>56.7</b>	<b>61.9</b>
증가율 (Y-Y,%)	6.1	65.9	6.7	0.4	9.1
<b>EBITDA</b>	50.5	71.4	78.5	80.1	86.3
<b>영업외손익</b>	<b>(44.2)</b>	<b>6.1</b>	<b>37.5</b>	<b>56.5</b>	<b>107.8</b>
순이자수익	(21.3)	(24.2)	(26.5)	(25.0)	(24.0)
외화관련손익	(62.0)	17.4	(15.5)	(20.0)	(6.0)
지분법손익	(2.1)	26.9	77.9	99.8	135.9
<b>세전계속사업손익</b>	<b>(12.3)</b>	<b>59.0</b>	<b>94.0</b>	<b>113.2</b>	<b>169.6</b>
<b>당기순이익</b>	<b>(29.0)</b>	<b>37.1</b>	<b>72.9</b>	<b>87.8</b>	<b>131.6</b>
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	96.8	20.5	49.9
<b>NOPLAT</b>	<b>23.1</b>	<b>33.2</b>	<b>43.8</b>	<b>44.0</b>	<b>48.0</b>
(+) Dep	18.6	18.5	22.1	23.5	24.5
(-) 운전자본투자	(20.8)	23.8	15.9	(6.1)	5.2
(-) Capex	45.9	85.1	41.9	55.9	39.2
OpFCF	16.7	(57.2)	8.1	17.6	28.1
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	1.3	3.3	4.6	3.8	2.4
영업이익증가율(3Yr)	(7.7)	24.7	23.4	21.1	5.4
EBITDA증가율(3Yr)	(2.8)	17.3	17.3	16.7	6.5
순이익증가율(3Yr)	n/a	(29.8)	3.0	n/a	52.6
매출총이익률(%)	38.2	39.2	40.4	40.9	41.5
영업이익률(%)	5.7	8.8	9.2	9.1	9.6
EBITDA마진(%)	9.0	11.9	12.8	12.8	13.4
순이익률(%)	(5.2)	6.2	11.9	14.1	20.5

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>영업현금</b>	<b>29.0</b>	<b>63.3</b>	<b>2.6</b>	<b>19.0</b>	<b>16.4</b>
당기순이익	(29.0)	37.1	72.9	87.8	131.6
자산상각비	18.6	18.5	22.1	23.5	24.5
기타비현금성손익	11.3	(15.8)	(76.5)	(98.3)	(134.5)
운전자본증감	28.1	23.5	(15.9)	6.1	(5.2)
매출채권감소(증가)	6.1	7.5	(13.8)	4.9	(4.8)
재고자산감소(증가)	4.3	0.3	(4.1)	1.4	(1.7)
매입채무증가(감소)	0.4	5.3	1.9	(0.2)	1.2
기타	17.2	10.4	0.1	0.1	0.1
<b>투자현금</b>	<b>(56.4)</b>	<b>(105.0)</b>	<b>17.6</b>	<b>26.2</b>	<b>77.5</b>
단기투자자산감소	15.1	0.4	(0.0)	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	(37.3)	(28.0)	50.7	71.5	106.5
설비투자	(45.9)	(85.1)	(41.9)	(55.9)	(39.2)
유무형자산감소	11.7	11.2	8.8	10.6	10.2
<b>재무현금</b>	<b>42.1</b>	<b>26.9</b>	<b>7.4</b>	<b>(23.3)</b>	<b>(58.5)</b>
차입금증가	52.3	36.0	19.3	(9.9)	(45.1)
자본증가	(10.2)	(9.2)	(11.9)	(13.4)	(13.4)
배당금지급	11.8	9.2	11.9	13.4	13.4
현금 증감	14.6	(14.9)	27.6	21.9	35.4
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	<b>0.9</b>	<b>39.7</b>	<b>18.5</b>	<b>13.0</b>	<b>21.6</b>
(-) 운전자본증가(감소)	(20.8)	23.8	15.9	(6.1)	5.2
(-) 설비투자	45.9	85.1	41.9	55.9	39.2
(+) 자산매각	11.7	11.2	8.8	10.6	10.2
<b>Free Cash Flow</b>	<b>(12.4)</b>	<b>(58.0)</b>	<b>(30.5)</b>	<b>(26.2)</b>	<b>(12.6)</b>
(-) 기타투자	37.3	28.0	(50.7)	(71.5)	(106.5)
잉여현금	(49.7)	(86.0)	20.2	45.2	93.9

### 주요투자지표

(단위:원, 배)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>Per share Data</b>					
EPS	(4,881)	6,223	12,245	14,749	22,105
BPS	73,716	78,307	88,543	101,037	120,887
DPS	1,750	2,000	2,250	2,250	2,500
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	n/a	46.4	22.2	18.4	12.3
PBR	2.5	3.7	3.1	2.7	2.2
EV/ EBITDA	31.3	31.5	27.2	26.2	23.4
배당수익률	1.0	0.7	0.8	0.8	0.9
PCR	1,240.9	43.3	87.2	124.7	74.7
PSR	1.9	2.9	2.6	2.6	2.5
EV/IC	5.1	6.9	6.1	5.8	5.4
EV/(IC+ 투자자산)	1.6	2.2	2.0	1.9	1.8
<b>재무건전성 (%)</b>					
부채비율	146.5	146.4	134.2	116.5	91.8
Net debt/Equity	111.0	111.7	97.3	80.1	55.9
Net debt/EBITDA	973.2	735.8	658.3	605.3	468.6
유동비율	62.0	52.9	74.9	78.8	87.9
이자보상배율	1.5	2.2	2.1	2.3	2.6
이자비용/매출액	4.1	4.3	4.7	4.4	4.2
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	30.6	32.1	32.1	31.5	30.3
현금+ 투자자산(%)	69.4	67.9	67.9	68.5	69.7
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	53.8	53.1	51.0	47.2	40.7
자기자본(%)	46.2	46.9	49.0	52.8	59.3

자료: KTB투자증권