

오리온 (271560)

빠질 만큼 빠졌다

낙폭 과대, 저가 매수 유효

오리온 주가는 최근 한 달 간 15% 하락했다. 시장 기대치를 하회한 1분기 실적 및 중국 제과시장 경쟁 심화 우려에 기인한다. 우선, 연간 실적은 1분기를 바닥으로 점진적 회복세를 보일 것이다. 1분기는 역기저 기인해 중국 법인의 매출액 및 영업이익 YoY 감소가 불가피했다. 5월 중순부터 중국에서 신제품 출시가 본격화된 점 감안시 2분기는 전년 대비 매출 및 이익 성장이 가능할 것이다. 중국 제과시장 경쟁 심화 우려는 어제 오늘 이슈가 아니다. 중국 제과시장 성장률은 이미 2013년 정점으로 둔화되기 시작했다. 그럼에도 불구하고 '사드' 수준까지 급락한 현 주가(12개월 Fwd PER 15배)는 과도하다. ① 중국을 포함한 신흥국 시장 매출 비중이 65%에 달하고, ② 글로벌 및 중국 Peer 대비 타라인 성장 측면에서 우위에 있기 때문이다. ③ 글로벌 Peer 대비 오리온의 판관비율이 5%p 높은 점 감안시 중장기 비용 절감에 따른 이익 레버리지를 기대할 수 있다.

2Q19 Pre: 매출 및 이익 각각 YoY 7.5%, 45.5% 증가 추산

오리온의 2분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 4,554억원 (YoY +7.5%), 576억원(YoY +45.5%)으로 추정한다. 실적 회복은 6월부터 본격화될 것이다. 중국 신제품의 출시 시점이 5월 중순이고, 베트남 초코파이 재고 이슈가 5월까지 부정적 영향을 미칠 것으로 판단되기 때문이다. 러시아는 작년 상반기 달러 구조조정 기인한 기저효과로 견조한 매출 성장세가 지속될 것으로 보인다.

기존 추정치 유지

실적에 대한 우려가 확산되고 있으나 하나금융투자는 기존 추정치를 유지한다. 실적은 6월을 기점으로 시장 기대에 충족할 것으로 판단한다. ① 중국 법인은 5월 중순부터 신제품 출시 효과가 타라인 성장에 반영될 것이고, ② 베트남 법인 재고 조정은 상반기 마무리될 것이다. ③ 작년 말 기저효과 감안시 2분기/3분기/4분기 연결 매출액은 각각 YoY 7.5%/9.5%/ 12.0% 증가할 것으로 추정한다.

Earnings Preview

BUY

TP(12M): 160,000원 | CP(6월 7일): 83,300원

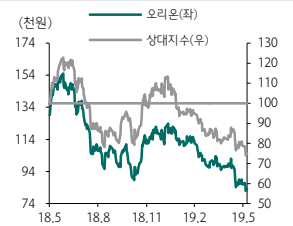
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,072.33
52주 최고/최저(원)	155,000/81,900
시가총액(십억원)	3,293.4
시가총액비중(%)	0.27
발행주식수(천주)	39,536.1
60일 평균 거래량(천주)	146.2
60일 평균 거래대금(십억원)	13.9
19년 배당금(예상, 원)	600
19년 배당수익률(예상, %)	0.72
외국인지분율(%)	37.09
주요주주 지분율(%)	
이화경 외 6인	43.80
국민연금	8.07
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(14.1) (27.2) (42.9)
상대	(9.8) (27.1) (32.0)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	2,041.0	2,162.1
영업이익(십억원)	306.1	334.6
순이익(십억원)	218.8	243.1
EPS(원)	5,438	6,045
BPS(원)	40,240	45,115

Stock Price



Financial Data

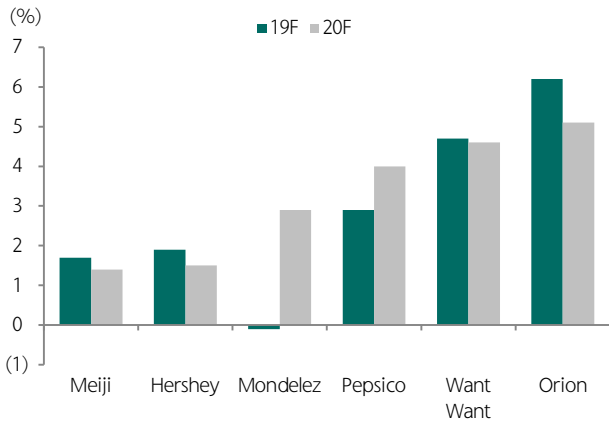
투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	1,073.3	1,926.9	2,045.9	2,150.0	2,236.0
영업이익	십억원	107.4	282.2	308.8	343.2	372.6
세전이익	십억원	105.1	275.2	301.5	340.6	376.7
순이익	십억원	75.6	139.9	202.9	231.6	254.8
EPS	원	3,261	3,538	5,132	5,858	6,445
증감률	%	N/A	8.5	45.1	14.1	10.0
PER	배	32.05	33.92	16.23	14.22	12.92
PBR	배	3.28	3.37	2.08	1.84	1.63
EV/EBITDA	배	29.39	12.56	7.92	6.86	5.96
ROE	%	6.00	10.49	13.57	13.72	13.35
BPS	원	31,887	35,568	40,098	45,356	51,202
DPS	원	600	600	600	600	600



Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com

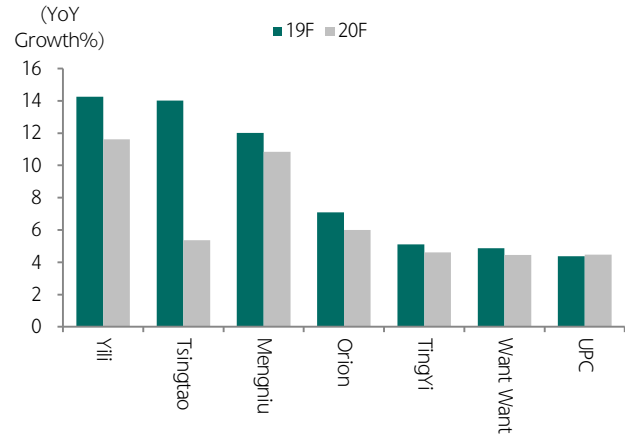
RA 서상덕
02-3771-3126
deok@hanafn.com

그림 1. 글로벌 Peer 매출 성장률 비교



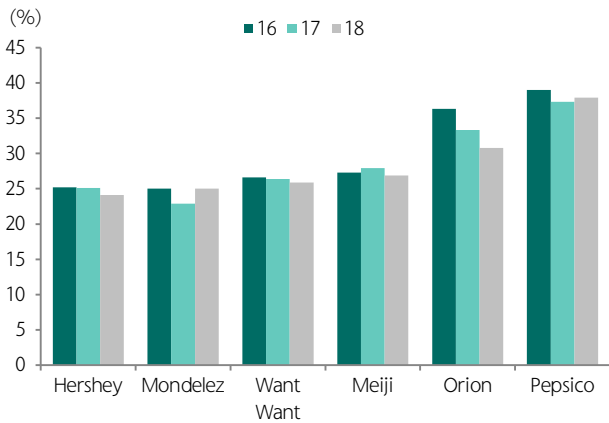
자료: 하나금융투자

그림 2. 중국 Peer 매출 성장률 비교



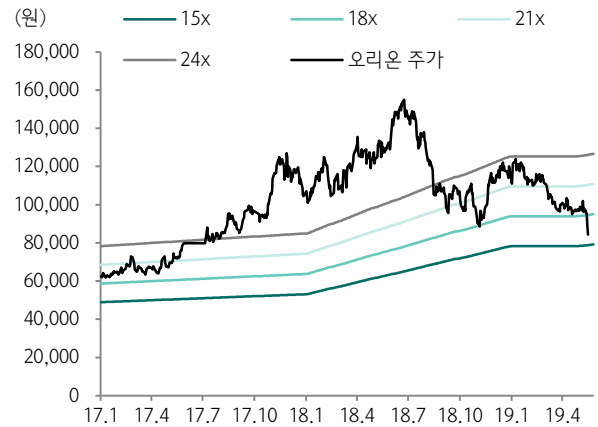
자료: 하나금융투자

그림 3. 글로벌 Peer 판관비율 추이



자료: 하나금융투자

그림 4. 오리온 주가 '사드' 수준까지 급락



자료: 하나금융투자

표 1. 오리온 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	18	19F	20F
매출액	516.3	423.8	493.7	493.2	497.6	455.4	540.4	552.5	1,926.9	2,045.9	2,150.0
국내제과	177.6	175.5	175.0	183.8	178.0	182.5	183.7	193.0	711.9	737.2	759.4
중국제과	266.3	191.5	255.2	220.1	251.2	206.4	283.2	258.2	933.0	999.0	1,039.0
베트남제과	67.4	46.3	50.3	69.8	56.7	52.8	56.9	78.9	233.9	245.3	277.2
러시아제과	10.8	14.9	17.0	22.1	14.9	16.7	19.6	25.4	64.9	76.5	86.5
YoY	13.3%	203.2%	-2.5%	15.5%	-3.6%	7.5%	9.5%	12.0%	79.5%	6.2%	5.1%
국내제과	5.6%	2.6%	4.6%	6.8%	0.2%	4.0%	5.0%	5.0%	7.3%	3.6%	3.0%
중국제과	25.3%	48.2%	-7.3%	23.8%	-5.6%	7.8%	11.0%	17.3%	17.4%	7.1%	4.0%
베트남제과	9.9%	-4.8%	0.8%	15.3%	-15.8%	14.0%	13.0%	13.0%	6.1%	4.9%	13.0%
러시아제과	-38.7%	-21.0%	-14.1%	5.6%	37.1%	12.0%	15.0%	15.0%	-16.1%	18.0%	13.0%
영업이익	93.6	39.6	78.7	70.3	77.3	57.6	91.1	82.8	282.2	308.8	343.2
국내제과	24.0	23.2	20.7	24.3	23.2	25.0	23.9	25.1	92.2	97.2	106.3
중국제과	48.9	10.7	49.1	32.9	40.7	28.9	56.6	42.6	141.6	168.8	176.6
베트남제과	17.1	3.9	6.5	13.6	8.0	5.3	11.4	15.0	41.0	39.6	49.9
러시아제과	0.4	2.1	2.2	3.3	1.7	2.2	3.3	4.3	8.0	11.5	10.4
YoY		369.1%	0.0%	245.7%	-17.4%	45.5%	15.8%	17.8%	162.6%	9.4%	11.1%
국내제과		0.2%	6.5%	18.1%	-3.3%	7.8%	15.4%	3.1%	38.5%	5.4%	9.4%
중국제과		TB	4.9%	TB	-16.8%	170.1%	15.5%	29.5%	638.3%	19.2%	4.6%
베트남제과		-43.4%	-28.2%	56.1%	-53.2%	36.2%	75.0%	10.6%	10.5%	-3.4%	25.9%
러시아제과		-46.9%	-44.5%	55.4%	325.0%	2.0%	49.9%	32.3%	-43.6%	43.8%	-9.9%
OPM	18.1%	9.3%	15.9%	14.3%	15.5%	12.7%	16.9%	15.0%	14.6%	15.1%	16.0%
국내제과	13.5%	13.2%	11.8%	13.2%	13.0%	13.7%	13.0%	13.0%	13.0%	13.2%	14.0%
중국제과	18.4%	5.6%	19.2%	14.9%	16.2%	14.0%	20.0%	16.5%	15.2%	16.9%	17.0%
베트남제과	19.5%	8.4%	12.9%	19.4%	19.5%	10.0%	20.0%	19.0%	17.5%	16.2%	18.0%
러시아제과	3.7%	14.3%	13.0%	14.8%	11.4%	13.0%	17.0%	17.0%	12.4%	15.0%	12.0%
세전이익	87.5	35.9	77.4	74.5	79.1	54.8	88.3	79.3	275.2	301.5	340.6
YoY	NA	364.2%	-2.9%	321.0%	-9.7%	52.9%	14.1%	6.5%	162.0%	9.5%	13.0%
(지배)순이익	65.9	27.6	32.6	13.7	51.3	39.5	58.3	52.3	139.9	202.9	231.6
YoY	NA	427.5%	-44.8%	21.5%	-22.2%	42.8%	78.5%	283.4%	85.0%	45.1%	14.1%
NPM	12.8%	6.5%	6.6%	2.8%	10.3%	8.7%	10.8%	9.5%	7.3%	9.9%	10.8%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,073.3	1,926.9	2,045.9	2,150.0	2,236.0
매출원가	608.7	1,050.0	1,110.7	1,162.9	1,205.0
매출총이익	464.6	876.9	935.2	987.1	1,031.0
판매비	357.2	594.8	626.4	643.9	658.5
영업이익	107.4	282.2	308.8	343.2	372.6
금융손익	(3.1)	(12.1)	0.7	7.4	16.1
중속/관계기업손익	(0.3)	(1.0)	(8.0)	(10.0)	(12.0)
기타영업외손익	1.0	6.2	0.0	0.0	0.0
세전이익	105.1	275.2	301.5	340.6	376.7
법인세	28.4	132.2	98.6	109.0	121.9
계속사업이익	76.7	143.0	202.9	231.6	254.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	76.7	143.0	202.9	231.6	254.8
비지배주주지분 순이익	1.1	3.2	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	75.6	139.9	202.9	231.6	254.8
지배주주지분포괄이익	66.5	121.0	199.1	227.3	250.0
NOPAT	78.4	146.6	207.8	233.4	252.1
EBITDA	173.2	400.0	429.8	462.6	490.8
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	79.5	6.2	5.1	4.0
NOPAT증가율	N/A	87.0	41.7	12.3	8.0
EBITDA증가율	N/A	130.9	7.5	7.6	6.1
영업이익증가율	N/A	162.8	9.4	11.1	8.6
(지배주주)순이익증가율	N/A	85.1	45.0	14.1	10.0
EPS증가율	N/A	8.5	45.1	14.1	10.0
수익성(%)					
매출총이익률	43.3	45.5	45.7	45.9	46.1
EBITDA이익률	16.1	20.8	21.0	21.5	21.9
영업이익률	10.0	14.6	15.1	16.0	16.7
계속사업이익률	7.1	7.4	9.9	10.8	11.4

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,261	3,538	5,132	5,858	6,445
BPS	31,887	35,568	40,098	45,356	51,202
CFPS	7,771	10,571	10,668	11,447	12,111
EBITDAPS	7,474	10,118	10,870	11,700	12,415
SPS	46,305	48,742	51,747	54,381	56,556
DPS	600	600	600	600	600
주기지표(배)					
PER	32.0	33.9	16.2	14.2	12.9
PBR	3.3	3.4	2.1	1.8	1.6
PCFR	13.4	11.4	7.8	7.3	6.9
EV/EBITDA	29.4	12.6	7.9	6.9	6.0
PSR	2.3	2.5	1.6	1.5	1.5
재무비율(%)					
ROE	6.0	10.5	13.6	13.7	13.4
ROA	3.3	6.0	8.4	9.0	9.2
ROIC	4.0	7.8	11.4	12.9	14.0
부채비율	76.2	62.8	53.3	45.0	40.9
순부채비율	71.1	16.5	4.3	(8.7)	(19.7)
이자보상배율(배)	9.3	16.8	34.3	44.7	53.2

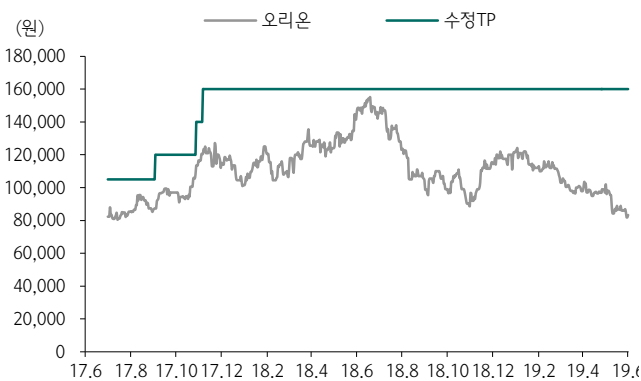
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	445.0	569.2	691.6	875.1	1,137.2
금융자산	155.0	195.9	304.7	474.3	720.4
현금성자산	89.0	184.6	293.1	462.5	708.1
매출채권 등	139.0	168.6	177.6	186.6	194.1
재고자산	121.0	156.6	161.3	166.1	172.7
기타유동자산	30.0	48.1	48.0	48.1	50.0
비유동자산	1,837.0	1,782.1	1,798.0	1,780.3	1,768.4
투자자산	24.0	30.4	32.3	33.9	35.3
금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	1,676.0	1,646.0	1,687.5	1,670.5	1,659.3
무형자산	30.0	51.7	49.2	46.9	44.8
기타비유동자산	107.0	54.0	29.0	29.0	29.0
자산총계	2,286.0	2,351.4	2,489.6	2,655.4	2,905.6
유동부채	601.0	500.3	451.6	402.7	416.1
금융부채	422.3	155.4	95.4	35.4	35.4
매입채무 등	149.0	248.4	255.8	263.5	274.1
기타유동부채	29.7	96.5	100.4	103.8	106.6
비유동부채	387.0	406.5	414.3	421.2	426.8
금융부채	655.3	279.6	279.6	279.6	279.6
기타비유동부채	(268.3)	126.9	134.7	141.6	147.2
부채총계	988.0	906.8	866.0	823.9	842.9
지배주주지분	1,260.0	1,405.5	1,584.7	1,792.6	2,023.7
자본금	19.0	19.8	19.8	19.8	19.8
자본잉여금	598.0	598.1	598.1	598.1	598.1
자본조정	576.5	623.8	623.8	623.8	623.8
기타포괄이익누계액	(9.7)	(27.3)	(27.3)	(27.3)	(27.3)
이익잉여금	76.2	191.1	370.3	578.2	809.3
비지배주주지분	37.0	39.0	39.0	39.0	39.0
자본총계	1,297.0	1,444.5	1,623.7	1,831.6	2,062.7
순금융부채	922.6	239.0	70.3	(159.3)	(405.4)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	193.2	400.6	329.4	355.0	376.1
당기순이익	76.7	143.0	202.9	231.6	254.8
조정	88.4	215.4	121.0	119.3	118.3
감가상각비	65.8	117.8	121.0	119.4	118.2
외환거래손익	(2.9)	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.3	1.0	0.0	0.0	0.0
기타	25.2	96.5	0.0	(0.1)	0.1
영업활동 자산부채 변동	28.1	42.2	5.5	4.1	3.0
투자활동 현금흐름	(17.0)	(114.9)	(137.1)	(101.9)	(106.8)
투자자산감소(증가)	(23.7)	(5.4)	(1.9)	(1.6)	(1.4)
유형자산감소(증가)	(74.9)	(119.4)	(160.0)	(100.0)	(105.0)
기타	81.6	9.9	24.8	(0.3)	(0.4)
재무활동 현금흐름	(155.3)	(199.2)	(83.7)	(83.7)	(23.7)
금융부채증가(감소)	1,077.6	(642.6)	(60.0)	(60.0)	0.0
자본증가(감소)	617.0	0.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,849.9)	466.2	(0.0)	(0.0)	0.0
배당지급	0.0	(23.7)	(23.7)	(23.7)	(23.7)
현금의 증감	18.3	83.0	108.6	169.4	245.5
Unlevered CFO	180.1	417.9	421.8	452.6	478.8
Free Cash Flow	103.5	269.8	169.4	255.0	271.1

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

오리온



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.11.15	BUY	160,000	-	-
17.11.6	BUY	140,000	-16.29%	-13.93%
17.9.12	BUY	120,000	-19.22%	-10.00%
17.7.7	BUY	-	-	-

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.3%	8.1%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 6월 7일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 06월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2019년 06월 10일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.