



하나금융그룹

2019년 8월 8일 | Equity Research

오리온 (271560)

2Q19 Re: 아쉬운 실적, 주가는 기반영

2Q19 Re: 시장 기대치 하회

연결 매출액 및 영업이익은 각각 4,393억원(YoY 3.7%), 504억원(YoY +27.3%)를 시현했다. ① 6월 중국 법인 실적이 예상보다 부진하면서 시장 기대치를 소폭 하회했다. 2분기 중국 법인 매출액은 YoY 4.8%(로컬통화 +3.6%)에 그쳤다. 5월은 신제품 판매가 예상보다 좋았으나, 6월은 스낵 위주 신제품 판매가 매대 확대 등 투하 비용 대비 저조했던 것으로 판단된다. ② 베트남 법인은 ‘초코파이’ 재고 조정 이슈가 마무리되면서 YoY 4.2%(로컬통화 -2.2%) 증가했다. ‘쌀과자’ 출시도 매출 회복에 긍정적으로 작용했다. ③ 러시아 법인은 YoY 6.4%(로컬통화 +4.1%) 매출 성장을 시현했다. 작년 딜러 구조조정이 마무리된 시점이 5월인 점 감안시 2분기부터는 베이스가 정상화된다. ‘다크초코파이’, ‘초코칩초코파이’가 매출 증가를 견인한 것으로 파악된다. ④ 한국 법인은 전년 높은 베이스에도 불구하고, ‘그레놀라’, ‘초코파이하우스’ 등 카테고리 확대에 힘입어 YoY 1.3% 증가했다.

3Q19 Pre: 전년 베이스 높지만...

연결 매출액 및 영업이익을 각각 5,137억원(YoY 4.0%), 819억원(YoY 4.1%)으로 추정한다. 3Q18 높은 베이스 감안시 큰 폭의 실적 개선 가능성은 제한적이다. 그러나, ① 3분기 중국 제과 시장이 성수기에 접어 들면서 적극적인 신제품 출시가 계획되어 있고, ② 베트남은 재고조정 이슈가 마무리된 만큼 두 자리 수 매출 성장 회복이 가능할 것으로 전망된다. ③ 한국은 녹록치 않은 시장 상황에도 불구하고 카테고리 확대 노력 기인해 매출 순성장 및 이익률 개선 추세가 지속될 것으로 예상한다.

목표주가는 멀티플 하락 감안하여 하향 조정

목표주가는 중국 Peer 밸류에이션 하락을 반영하여 기존 16만원에서 12만원으로 하향 조정한다. 매수 관점은 유지한다.

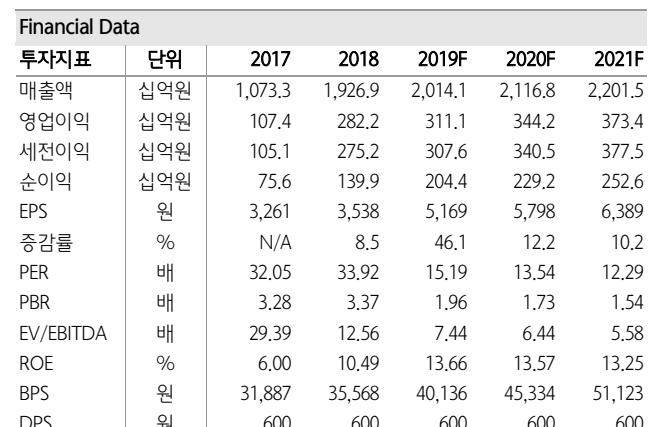
① 중국을 포함한 신흥국 시장 매출 비중이 65%에 달하고, ② 글로벌 제과 Peer 대비 탑라인 성장 측면에서 우위에 있기 때문이다. ③ '사드' 수준까지 급락한 현 주가(12개월 Fwd P/E 14배)는 낙폭 과도하다고 판단한다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 120,000원(하향) | CP(8월7일): 78,500원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	1,909.71		
52주 최고/최저(원)	124,000/78,500		
시가총액(십억원)	3,103.6		
시가총액비중(%)	0.26		
발행주식수(천주)	39,536.1		
60일 평균 거래량(천주)	109.8		
60일 평균 거래대금(십억원)	9.5		
19년 배당금(예상, 원)	600		
19년 배당수익률(예상, %)	0.76		
외국인지분율(%)	37.76		
주요주주 지분율(%)			
오리온홀딩스 외 6 인	43.80		
국민연금공단	8.07		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	(12.1)	(30.5)	(36.4)
상대	(2.8)	(19.8)	(23.4)



Analyst 실무주

02-3771-8538

vesei01@hanafn.com

RA 서상덜

02-3771-3126

deok@hanafn.com



그림 1. 중국 Peer 주가 추이



자료: 하나금융투자

그림 2. 홍콩 항생 음식료 업종 지수 21배 거래 중



자료: 하나금융투자

그림 3. 오리온 중국법인 실적 전망

연간 중국 로컬통화 성장을
5.6%로 Peer와 유사할 전망

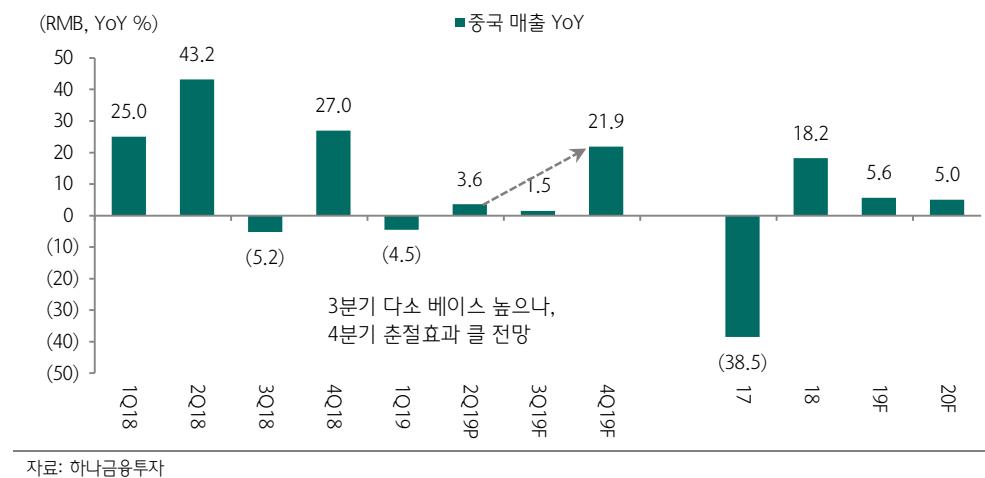


표 1. 2Q19 Re

(단위: 십억원)

	2Q19P	2Q18	YoY	Consen	%Diff
매출액	439.3	423.8	3.7	455.4	(3.5)
영업이익	50.4	39.6	27.3	53.4	(5.6)
세전이익	51.4	35.9	43.4	52.2	(1.6)
(지배)순이익	36.2	27.4	32.3	39.1	(7.3)
OPM %	11.5	9.3		11.7	
NPM %	8.2	6.5		8.6	

자료: 하나금융투자

표 2. 오리온 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F	18	19F	20F
매출액	516.3	423.8	493.7	493.2	497.6	439.3	513.7	563.4	1,926.9	2,014.1	2,116.8
국내제과	177.6	175.5	175.0	183.8	178.0	177.8	180.2	189.3	711.9	725.4	747.2
중국제과	266.3	191.5	255.2	220.1	251.2	200.6	261.5	272.8	933.0	986.2	1,025.6
베트남제과	67.4	46.3	50.3	69.8	56.7	48.3	55.4	78.9	233.9	239.3	270.4
러시아제과	10.8	14.9	17.0	22.1	14.9	15.9	19.6	25.4	64.9	75.7	85.6
YoY	13.3%	203.2%	-2.5%	15.5%	-3.6%	3.7%	4.0%	14.2%	79.5%	4.5%	5.1%
국내제과	5.6%	2.6%	4.6%	6.8%	0.2%	1.3%	3.0%	3.0%	7.3%	1.9%	3.0%
중국제과	25.3%	48.2%	-7.3%	23.8%	-5.6%	4.8%	2.5%	23.9%	17.4%	5.7%	4.0%
베트남제과	9.9%	-4.8%	0.8%	15.3%	-15.8%	4.3%	10.0%	13.0%	6.1%	2.3%	13.0%
러시아제과	-38.7%	-21.0%	-14.1%	5.6%	37.1%	6.7%	15.0%	15.0%	-16.1%	16.8%	13.0%
영업이익	93.6	39.6	78.7	70.3	77.3	50.4	81.9	101.6	282.2	311.1	344.2
국내제과	24.0	23.2	20.7	24.3	23.2	26.2	27.0	26.5	92.2	102.9	108.3
중국제과	48.9	10.7	49.1	32.9	40.7	17.9	44.5	60.0	141.6	163.0	174.4
베트남제과	17.1	3.9	6.5	13.6	8.0	4.3	11.1	15.0	41.0	38.4	48.7
러시아제과	0.4	2.1	2.2	3.3	1.7	1.9	3.3	4.3	8.0	11.3	12.8
YoY	369.1%	0.0%	245.7%	-17.4%	27.3%	4.1%	44.5%	162.6%	10.3%	10.6%	
국내제과	0.2%	6.5%	18.1%	-3.3%	12.8%	30.7%	8.9%	38.5%	11.6%	5.3%	
중국제과	TB	4.9%	TB	-16.8%	66.9%	-9.4%	82.4%	638.3%	15.1%	6.9%	
베트남제과	-43.4%	-28.2%	56.1%	-53.2%	11.3%	70.4%	10.6%	10.5%	-6.5%	26.8%	
러시아제과	-46.9%	-44.5%	55.4%	325.0%	-10.3%	49.9%	32.3%	-43.6%	40.5%	14.1%	
OPM	18.1%	9.3%	15.9%	14.3%	15.5%	11.5%	15.9%	18.0%	14.6%	15.4%	16.3%
국내제과	13.5%	13.2%	11.8%	13.2%	13.0%	14.7%	15.0%	14.0%	13.0%	14.2%	14.5%
중국제과	18.4%	5.6%	19.2%	14.9%	16.2%	8.9%	17.0%	22.0%	15.2%	16.5%	17.0%
베트남제과	19.5%	8.4%	12.9%	19.4%	19.5%	8.9%	20.0%	19.0%	17.5%	16.0%	18.0%
러시아제과	3.7%	14.3%	13.0%	14.8%	11.4%	12.0%	17.0%	17.0%	12.4%	14.9%	15.0%
세전이익	87.5	35.9	77.4	74.5	79.1	51.4	79.1	98.1	275.2	307.6	340.5
YoY	NA	364.2%	-2.9%	321.0%	-9.7%	43.4%	2.2%	31.7%	162.0%	11.8%	10.7%
(지배)순이익	65.9	27.6	32.6	13.7	51.3	36.2	52.2	64.7	139.9	204.4	229.2
YoY	NA	427.5%	-44.8%	21.5%	-22.2%	31.1%	59.9%	374.2%	85.0%	46.2%	12.1%
NPM	12.80%	6.50%	6.60%	2.80%	10.3%	8.2%	10.2%	11.5%	7.3%	10.1%	10.8%

자료: 하나금융투자

표 3. 목표주가 12만원 도출

(단위: 십억원)

	19F	20F	비고
지배주주 EPS(원)	5,169	5,769	
Target PER		21.0	중국 항셍 음식료 지수 밸류에이션
적정주가(원)		120,000	

자료: 하나금융투자

2Q19 실적발표 Q&A 요약**1. 중국 2분기 동향 및 전략**

- 스낵: 닐슨데이터 기준 성장세로 전환, 신제품 호조에 기인
- 파이: 2분기 시장점유율 1분기 대비 2.2%p 증가, 달리푸드 대비 압도적인 추세
- 비스킷: 2분기 다소 부진 했으나, 9월 신제품 플레이버 2종, 4분기 익스텐션 제품 2종 정도 준비 중
- 하반기는 감자스낵 시장 성수기로 총 7~8개 감자 스낵 신제품 통해 적극적 대응할 것
- 중심지역은 화남지역쪽 거래처 넓여나가는 추세
- 사드 사태 이후 고정비 등 비용 효율화 완료, 이제는 적극적으로 매출 늘려서 레버리지 효과 내는 것 목표
- 작년 3분기 하이베이스, 올해 3분기 긍정적 추세로 올해 2분기와 달리 성장세 기대

2. 중국 채널 현황

- 중국 채널쪽은 MT 30%, TT 55%, 온라인 15% 방향 목표
- MT채널은 추후 100% 직납으로 바꾸어 홀세일러 없이 가는 것 목표
- TT채널은 대리점이 딜리버리 홀셀러에서 에이전시 홀셀러로 1년 내에 다 전환하는 것 목표. 현재 50% 전환
- 온라인은 B2B 확대로 연말 온라인 비중 8~9% 목표

3. 베트남

- 재고 이슈 6월에 거의 해소, 주요 스낵 4가지 20% 증량 전략 및 쌀과자 호조. 하반기는 강한 두자리 수 성장 기대

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,073.3	1,926.9	2,014.1	2,116.8	2,201.5
매출원가	608.7	1,050.0	1,093.4	1,145.0	1,186.4
매출총이익	464.6	876.9	920.7	971.8	1,015.1
판관비	357.2	594.8	609.5	627.6	641.7
영업이익	107.4	282.2	311.1	344.2	373.4
금융순익	(3.1)	(12.1)	0.7	7.4	16.1
종속/관계기업손익	(0.3)	(1.0)	(4.2)	(11.1)	(12.0)
기타영업외손익	1.0	6.2	0.0	0.0	0.0
세전이익	105.1	275.2	307.6	340.5	377.5
법인세	28.4	132.2	101.0	109.0	122.4
계속사업이익	76.7	143.0	206.6	231.6	255.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	76.7	143.0	206.6	231.6	255.1
비지배주주지분 순이익	1.1	3.2	2.3	2.3	2.6
지배주주순이익	75.6	139.9	204.4	229.2	252.6
지배주주지분포괄이익	66.5	121.0	202.8	227.2	250.4
NOPAT	78.4	146.6	209.0	234.1	252.4
EBITDA	173.2	400.0	432.1	463.6	491.6
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	79.5	4.5	5.1	4.0
NOPAT증가율	N/A	87.0	42.6	12.0	7.8
EBITDA증가율	N/A	130.9	8.0	7.3	6.0
영업이익증가율	N/A	162.8	10.2	10.6	8.5
(지배주주)순익증가율	N/A	85.1	46.1	12.1	10.2
EPS증가율	N/A	8.5	46.1	12.2	10.2
수익성(%)					
매출총이익률	43.3	45.5	45.7	45.9	46.1
EBITDA이익률	16.1	20.8	21.5	21.9	22.3
영업이익률	10.0	14.6	15.4	16.3	17.0
계속사업이익률	7.1	7.4	10.3	10.9	11.6

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,261	3,538	5,169	5,798	6,389
BPS	31,887	35,568	40,136	45,334	51,123
CFPS	7,771	10,571	10,823	11,444	12,132
EBITDAPS	7,474	10,118	10,929	11,725	12,435
SPS	46,305	48,742	50,943	53,541	55,683
DPS	600	600	600	600	600
주가지표(배)					
PER	32.0	33.9	15.2	13.5	12.3
PBR	3.3	3.4	2.0	1.7	1.5
PCFR	13.4	11.4	7.3	6.9	6.5
EV/EBITDA	29.4	12.6	7.4	6.4	5.6
PSR	2.3	2.5	1.5	1.5	1.4
재무비율(%)					
ROE	6.0	10.5	13.7	13.6	13.3
ROA	3.3	6.0	8.4	8.9	9.1
ROIC	4.0	7.8	11.5	12.9	14.0
부채비율	76.2	62.8	53.0	44.7	40.6
순부채비율	71.1	16.5	4.2	(8.7)	(19.7)
이자보상배율(배)	9.3	16.8	34.5	44.9	53.3

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	445.0	569.2	692.8	876.1	1,138.3
금융자산	155.0	195.9	305.8	475.3	721.5
현금성자산	89.0	184.6	294.3	463.5	709.3
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	48.1	48.1	50.0
비유동자산	1,837.0	1,782.1	1,797.5	1,779.8	1,767.9
투자자산	24.0	30.4	31.8	33.4	34.7
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	29.1
자산총계	2,286.0	2,351.4	2,490.3	2,655.9	2,906.2
유동부채	601.0	500.3	450.6	401.6	414.9
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	99.4	102.7	105.4
비유동부채	387.0	406.5	412.2	419.0	424.6
금융부채	655.3	279.6	279.6	279.6	279.6
기타비유동부채	(268.3)	126.9	132.6	139.4	145.0
부채총계	988.0	906.8	862.8	820.6	839.5
지배주주지분	1,260.0	1,405.5	1,586.2	1,791.7	2,020.6
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	371.8	577.3	806.2
비지배주주지분	37.0	39.0	41.3	43.6	46.1
자본총계	1,297.0	1,444.5	1,627.5	1,835.3	2,066.7
순금융부채	922.6	239.0	69.1	(160.3)	(406.5)

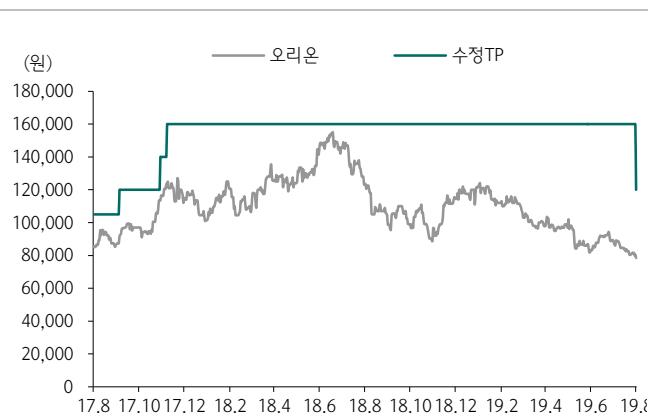
현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	193.2	400.6	330.0	354.8	376.3
당기순이익	76.7	143.0	206.6	231.6	255.1
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	2.4	3.9	2.9
투자활동 현금흐름	(17.0)	(114.9)	(136.6)	(101.9)	(106.8)
투자자산감소(증가)	(23.7)	(5.4)	(1.4)	(1.6)	(1.3)
유형자산감소(증가)	(74.9)	(119.4)	(160.0)	(100.0)	(105.0)
기타	81.6	9.9	24.8	(0.3)	(0.5)
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	109.7	169.2	245.7
Unlevered CFO	180.1	417.9	427.9	452.5	479.6
Free Cash Flow	103.5	269.8	170.0	254.8	271.3



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

오리온



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.8.8	BUY	120,000		
17.11.15	BUY	160,000	-30.17%	-3.13%
17.11.6	BUY	140,000	-15.54%	-11.79%
17.9.12	BUY	120,000	-18.67%	-5.42%
17.8.7	BUY	105,000	-14.91%	-9.14%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	88.9%	10.5%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 8월 7일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 08월 08일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2019년 08월 08일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.