



하나금융그룹

2019년 10월 4일 | Equity Research

오리온 (271560)

3Q19 Pre: 편안한 그대

3Q19 Pre: 시장 기대치 상회 예상

연결 매출액 및 영업이익을 각각 5,252억원(YoY +6.4%), 890억원(YoY +13.1%)으로 예상한다. 7~8월 누계 실적 감안시 3분기 시장 기대치를 상회하는 호실적이 전망된다. 참고로 9월 실적이 작년과 유사하다면 연결 영업이익은 900억원을 상회할 것이다.

각 법인별 매출 성장률 가정은 중국/베트남/러시아/한국 법인이 각각 YoY 6.0%/ 15.0%/15.0% / 3.0%이다. ① 7월 중국에서의 적극적인 신제품 출시에 따른 견조한 매출 성장세, ② 베트남 법인의 초코파이 재고조정 마무리 이후 탄력적인 매출 회복, ③ 녹록치 않은 시장 환경 가운데 국내 법인이 선방하는 실적을 시현 중인 것으로 파악된다. 그 동안 작년 3분기 높은 베이스 기인해 실적에 대한 우려가 커졌다. 견조한 탐라인 성장 감안시 3Q18 호실적을 뛰어넘는 견조한 이익 개선세를 보여줄 것으로 기대된다.

4분기도 편안하다

중국은 국경절을 시작으로 내년 춘절까지 수요 성수기에 접어든다. 부진했던 '스낵' 카테고리의 매출 회복 및 '비스킷' 신제품 판매 호조 감안시 매출 성장에 따른 이익 레버리지 효과는 4분기까지 이어질 공산이 크다. 중국 정부의 내수 부양 정책 효과와 맞물린다면 시장의 기대치를 상회하는 호실적이 지속될 가능성도 열어둘 수 있겠다. 중국 음식료 Peer의 주가 반등 감안시 오리온 밸류에이션에도 긍정적 영향을 미칠 것으로 판단한다.

실적까지 편안한 주가 흐름 예상

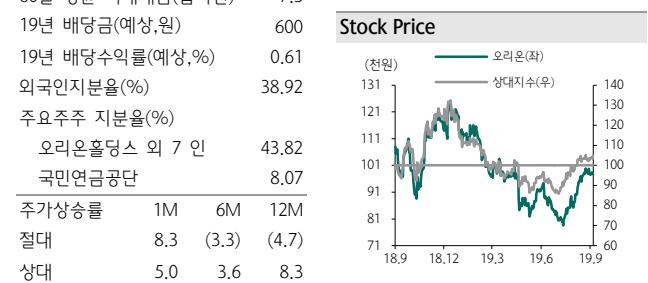
7~8월 중국 및 베트남 법인의 호실적으로 오리온 펀더멘탈에 대한 우려가 불식되었다. 3분기에 이어 4분기도 호실적 시현 가능성이 높은 만큼 단기적으로 양호한 주가 흐름이 예상된다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 120,000원 | CP(10월2일): 97,700원

| Key Data | | Consensus Data | |
|------------------|-----------------|----------------|---------------|
| | | 2019 | 2020 |
| KOSPI 지수 (pt) | 2,031.91 | | |
| 52주 최고/최저(원) | 124,000/78,500 | 2,009.3 | 2,117.0 |
| 시가총액(십억원) | 3,862.7 | 301.8 | 326.7 |
| 시가총액비중(%) | 0.32 | 214.1 | 237.3 |
| 발행주식수(천주) | 39,536.1 | EPS(원) | 5,320 5,904 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 82.6 | BPS(원) | 40,376 45,417 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 7.3 | | |
| 19년 배당금(예상,원) | 600 | | |
| 19년 배당수익률(예상,%) | 0.61 | | |
| 외국인지분율(%) | 38.92 | | |
| 주요주주 지분율(%) | | | |
| 오리온홀딩스 외 7 인 | 43.82 | | |
| 국민연금공단 | 8.07 | | |
| 주가상승률 | 1M 6M 12M | | |
| 절대 | 8.3 (3.3) (4.7) | | |
| 상대 | 5.0 3.6 8.3 | | |



| 투자지표 | 단위 | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|-----------|-----|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 십억원 | 1,073.3 | 1,926.9 | 2,025.5 | 2,128.9 | 2,214.1 |
| 영업이익 | 십억원 | 107.4 | 282.2 | 318.2 | 346.3 | 375.7 |
| 세전이익 | 십억원 | 105.1 | 275.2 | 314.7 | 346.0 | 380.2 |
| 순이익 | 십억원 | 75.6 | 139.9 | 209.1 | 232.9 | 254.4 |
| EPS | 원 | 3,261 | 3,538 | 5,288 | 5,892 | 6,434 |
| 증감률 | % | N/A | 8.5 | 49.5 | 11.4 | 9.2 |
| PER | 배 | 32.05 | 33.92 | 18.47 | 16.58 | 15.18 |
| PBR | 배 | 3.28 | 3.37 | 2.43 | 2.15 | 1.90 |
| EV/EBITDA | 배 | 29.39 | 12.56 | 9.03 | 8.02 | 7.07 |
| ROE | % | 6.00 | 10.49 | 13.96 | 13.74 | 13.28 |
| BPS | 원 | 31,887 | 35,568 | 40,255 | 45,547 | 51,381 |
| DPS | 원 | 600 | 600 | 600 | 600 | 600 |



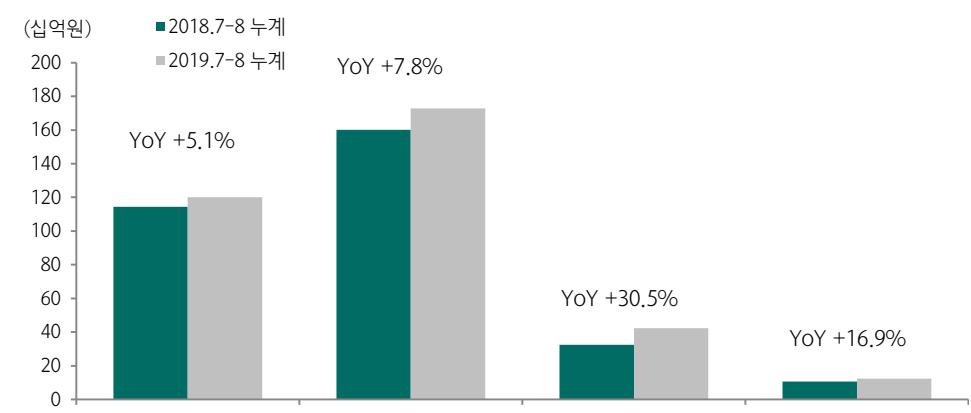
Analyst 심은주

02-3771-8538

yeje01@hanafn.com

그림 1. 7-8월 누계 법인별 매출 실적

7월~8월 중국 법인 누계 매출액
전년동월대비 7.8% 증가



자료: 하나금융투자

그림 2. 중국 Peer 주가 추이

최근 Peer 주가 반등



자료: 하나금융투자

표 1. 오리온 실적 전망

(단위: 십억원)

| | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19F | 4Q19F | 18 | 19F | 20F |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 516.3 | 423.8 | 493.7 | 493.2 | 497.6 | 439.3 | 525.2 | 563.4 | 1,926.9 | 2,025.5 | 2,128.9 |
| 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 | 270.5 | 272.8 | 933.0 | 995.1 | 1,034.9 |
| 베트남제과 | 67.4 | 46.3 | 50.3 | 69.8 | 56.7 | 48.3 | 57.9 | 78.9 | 233.9 | 241.8 | 273.3 |
| 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% | 6.4% | 14.2% | 79.5% | 5.1% | 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% | 6.0% | 23.9% | 17.4% | 6.7% | 4.0% |
| 베트남제과 | 9.9% | -4.8% | 0.8% | 15.3% | -15.8% | 4.3% | 15.0% | 13.0% | 6.1% | 3.4% | 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 | 89.0 | 101.6 | 282.2 | 318.2 | 346.3 |
| 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 | 48.7 | 60.0 | 141.6 | 167.3 | 175.9 |
| 베트남제과 | 17.1 | 3.9 | 6.5 | 13.6 | 8.0 | 4.3 | 13.9 | 15.0 | 41.0 | 41.2 | 49.2 |
| 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% | 13.1% | 44.5% | 162.6% | 12.8% | 8.8% | |
| 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% | -0.8% | 82.4% | 638.3% | 18.1% | 5.2% | |
| 베트남제과 | -43.4% | -28.2% | 56.1% | -53.2% | 11.3% | 113.8% | 10.6% | 10.5% | 0.4% | 19.4% | |
| 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% | 16.9% | 18.0% | 14.6% | 15.7% | 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% | 18.0% | 22.0% | 15.2% | 16.8% | 17.0% |
| 베트남제과 | 19.5% | 8.4% | 12.9% | 19.4% | 19.5% | 8.9% | 24.0% | 19.0% | 17.5% | 17.0% | 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 | 86.2 | 98.1 | 275.2 | 314.7 | 346.0 |
| YoY | NA | 364.2% | -2.9% | 321.0% | -9.7% | 43.4% | 11.4% | 31.7% | 162.0% | 14.4% | 9.9% |
| (지배)순이익 | 65.9 | 27.6 | 32.6 | 13.7 | 51.3 | 36.2 | 56.9 | 64.7 | 139.9 | 209.1 | 232.9 |
| YoY | NA | 427.5% | -44.8% | 21.5% | -22.2% | 31.1% | 74.2% | 374.2% | 85.0% | 49.5% | 11.4% |
| NPM | 12.8% | 6.5% | 6.6% | 2.8% | 10.3% | 8.2% | 10.8% | 11.5% | 7.3% | 10.3% | 10.9% |

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

| | (단위: 십억원) | | | | |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
| 매출액 | 1,073.3 | 1,926.9 | 2,025.5 | 2,128.9 | 2,214.1 |
| 매출원가 | 608.7 | 1,050.0 | 1,099.6 | 1,151.5 | 1,193.2 |
| 매출총이익 | 464.6 | 876.9 | 925.9 | 977.4 | 1,020.9 |
| 판관비 | 357.2 | 594.8 | 607.7 | 631.1 | 645.3 |
| 영업이익 | 107.4 | 282.2 | 318.2 | 346.3 | 375.7 |
| 금융순익 | (3.1) | (12.1) | 0.8 | 7.7 | 16.5 |
| 종속/관계기업순익 | (0.3) | (1.0) | (4.3) | (8.0) | (12.0) |
| 기타영업외순익 | 1.0 | 6.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 세전이익 | 105.1 | 275.2 | 314.7 | 346.0 | 380.2 |
| 법인세 | 28.4 | 132.2 | 103.3 | 110.7 | 123.2 |
| 계속사업이익 | 76.7 | 143.0 | 211.4 | 235.3 | 256.9 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 76.7 | 143.0 | 211.4 | 235.3 | 256.9 |
| 비지배주주지분 | | | | | |
| 순이익 | 1.1 | 3.2 | 2.3 | 2.4 | 2.6 |
| 지배주주순이익 | 75.6 | 139.9 | 209.1 | 232.9 | 254.4 |
| 지배주주지분포괄이익 | 66.5 | 121.0 | 207.4 | 230.9 | 252.1 |
| NOPAT | 78.4 | 146.6 | 213.8 | 235.5 | 253.9 |
| EBITDA | 173.2 | 400.0 | 439.2 | 465.7 | 493.9 |
| 성장성(%) | | | | | |
| 매출액증가율 | N/A | 79.5 | 5.1 | 5.1 | 4.0 |
| NOPAT증가율 | N/A | 87.0 | 45.8 | 10.1 | 7.8 |
| EBITDA증가율 | N/A | 130.9 | 9.8 | 6.0 | 6.1 |
| 영업이익증가율 | N/A | 162.8 | 12.8 | 8.8 | 8.5 |
| (지배주주)순이익증가율 | N/A | 85.1 | 49.5 | 11.4 | 9.2 |
| EPS증가율 | N/A | 8.5 | 49.5 | 11.4 | 9.2 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 43.3 | 45.5 | 45.7 | 45.9 | 46.1 |
| EBITDA이익률 | 16.1 | 20.8 | 21.7 | 21.9 | 22.3 |
| 영업이익률 | 10.0 | 14.6 | 15.7 | 16.3 | 17.0 |
| 계속사업이익률 | 7.1 | 7.4 | 10.4 | 11.1 | 11.6 |

투자지표

| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 3,261 | 3,538 | 5,288 | 5,892 | 6,434 |
| BPS | 31,887 | 35,568 | 40,255 | 45,547 | 51,381 |
| CFPS | 7,771 | 10,571 | 11,000 | 11,576 | 12,189 |
| EBITDAPS | 7,474 | 10,118 | 11,109 | 11,778 | 12,492 |
| SPS | 46,305 | 48,742 | 51,232 | 53,848 | 56,002 |
| DPS | 600 | 600 | 600 | 600 | 600 |
| 주가지표(배) | | | | | |
| PER | 32.0 | 33.9 | 18.5 | 16.6 | 15.2 |
| PBR | 3.3 | 3.4 | 2.4 | 2.1 | 1.9 |
| PCFR | 13.4 | 11.4 | 8.9 | 8.4 | 8.0 |
| EV/EBITDA | 29.4 | 12.6 | 9.0 | 8.0 | 7.1 |
| PSR | 2.3 | 2.5 | 1.9 | 1.8 | 1.7 |
| 재무비율(%) | | | | | |
| ROE | 6.0 | 10.5 | 14.0 | 13.7 | 13.3 |
| ROA | 3.3 | 6.0 | 8.6 | 9.0 | 9.1 |
| ROIC | 4.0 | 7.8 | 11.8 | 13.0 | 14.1 |
| 부채비율 | 76.2 | 62.8 | 52.9 | 44.6 | 40.5 |
| 순부채비율 | 71.1 | 16.5 | 3.9 | (9.2) | (20.1) |
| 이자보상배율(배) | 9.3 | 16.8 | 35.3 | 45.1 | 53.6 |

자료: 하나금융투자

대차대조표

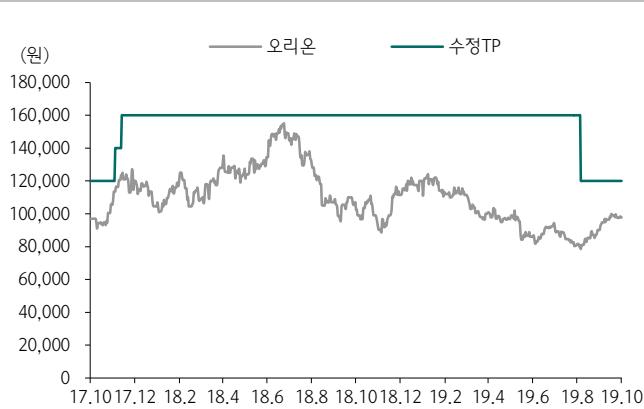
| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 유동자산 | 445.0 | 569.2 | 698.4 | 885.6 | 1,149.7 |
| 금융자산 | 155.0 | 195.9 | 311.5 | 484.8 | 732.8 |
| 현금성자산 | 89.0 | 184.6 | 299.9 | 473.0 | 720.6 |
| 매출채권 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 | 50.1 |
| 비유동자산 | 1,837.0 | 1,782.1 | 1,797.7 | 1,780.0 | 1,768.1 |
| 투자자산 | 24.0 | 30.4 | 31.9 | 33.6 | 34.9 |
| 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 | 29.1 | 29.0 | 29.1 |
| 자산총계 | 2,286.0 | 2,351.4 | 2,496.1 | 2,665.6 | 2,917.8 |
| 유동부채 | 601.0 | 500.3 | 451.0 | 402.0 | 415.3 |
| 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 | 99.8 | 103.1 | 105.8 |
| 비유동부채 | 387.0 | 406.5 | 413.0 | 419.8 | 425.4 |
| 금융부채 | 655.3 | 279.6 | 279.6 | 279.6 | 279.6 |
| 기타비유동부채 | (268.3) | 126.9 | 133.4 | 140.2 | 145.8 |
| 부채총계 | 988.0 | 906.8 | 864.0 | 821.8 | 840.7 |
| 지배주주지분 | 1,260.0 | 1,405.5 | 1,590.9 | 1,800.1 | 2,030.8 |
| 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 | 376.5 | 585.7 | 816.4 |
| 비지배주주지분 | 37.0 | 39.0 | 41.3 | 43.7 | 46.2 |
| 자본총계 | 1,297.0 | 1,444.5 | 1,632.2 | 1,843.8 | 2,077.0 |
| 순금융부채 | 922.6 | 239.0 | 63.5 | (169.8) | (417.9) |

현금흐름표

| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 영업활동 현금흐름 | 193.2 | 400.6 | 335.9 | 358.6 | 378.1 |
| 당기순이익 | 76.7 | 143.0 | 211.4 | 235.3 | 256.9 |
| 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 | 3.5 | 4.0 | 2.9 |
| 투자활동 현금흐름 | (17.0) | (114.9) | (136.8) | (101.9) | (106.8) |
| 투자자산감소(증가) | (23.7) | (5.4) | (1.6) | (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 | 115.4 | 173.0 | 247.6 |
| Unlevered CFO | 180.1 | 417.9 | 434.9 | 457.7 | 481.9 |
| Free Cash Flow | 103.5 | 269.8 | 175.9 | 258.6 | 273.1 |

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% |
| 17.10.10 | BUY | 120,000 | -18.11% | -5.42% |
| 17.9.11 | BUY | 105,000 | -8.24% | -5.33% |

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 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 | 89.4% | 10.0% | 0.6% | 100.0% |

* 기준일: 2019년 10월 2일

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 10월 04일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2019년 10월 04일 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.