



하나금융그룹

2020년 9월 23일 | Equity Research

오리온 (271560)

3Q20 Pre: 호실적 예상

3Q20 Pre: 시장 기대 부합 예상

오리온의 3분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 6,113억원 (YoY +15.3%), 1,157억원(YoY +13.7%)로 추정한다. 시장 기대치에 부합할 것으로 판단한다. ① 중국 법인 매출액은 전년동기대비 22.0%(로컬 통화 YoY 18.1%) 증가할 것으로 예상한다. ‘타오케노이’와의 시너지 및 신제품 출시 효과 기인해 스낵이 전사 성장을 견인하고 있는 것으로 파악된다. 인건비 등 비용 효율화 기인해 영업이익도 YoY 16.3% 증가할 것으로 전망한다. ② 베트남 법인은 작년 상반기 재고조정에 따른 기저효과가 마무리 되었음에도 불구하고 쌀과자 매출 호조로 YoY 두자리수 성장이 지속될 것으로 예상된다. 베트남 법인 매출 및 영업이익은 각각 YoY 17.0%(로컬 통화 YoY 15.0%), 9.5% 증가할 것으로 예상한다. ③ 한국 법인도 선방 중이다. 7~8월 누계 매출액은 전년동기대비 4.6% 증가했다. 지난 ‘사회적 거리두기 2.5단계’ 격상 이후 전반적인 제과 수요가 증가한 가운데 오리온의 점유율 확대가 지속되고 있는 것으로 파악된다.

내년에도 견조한 매출 성장 전망

2021년 연결 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 7.8%, 10.5% 증가할 것으로 추정한다. 올해 코로나19 기인한 역기저에도 불구하고, ① 내년 1분기 및 4분기 춘절 효과, ② 중국에서의 점유율 상승 및 ‘타오케노이’ 라인업 확대, ③ 베트남에서의 쌀과자 시장 안착 기인해 견조한 매출 성장을 시현할 것으로 전망한다. 제품 믹스 개선 및 판관비(물류, 인건 등) 기인해 YoY 이익 개선도 가능할 것으로 전망한다.

조정시마다 매수 유효

3분기 실적은 시장 기대치에 부합할 것이다. 올해 베이스가 높지만 내년에도 견조한 실적을 시현할 것으로 전망한다. 올해 및 내년 연간 중국 법인 매출 성장률을 각각 YoY 12.3%, 8.6%로 추정한다. 중국 음식료 Peer의 올해 및 내년 매출 성장률은 각각 3.9%, 6.5%로 예상된다. Peer 대비 견조한 매출 성장을 시현 중인 만큼 밸류에이션 프리미엄은 마땅하다고 판단한다. 조정시마다 매수 전략이 유효하다.

Earnings Preview

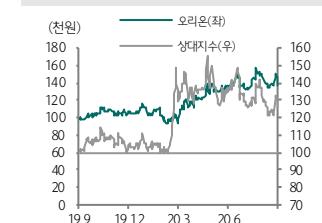
BUY

| TP(12M): 170,000원 | CP(9월 22일): 137,000원

Key Data

	2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	2,332.59	
52주 최고/최저(원)	158,000/9 4,100	
시가총액(십억원)	5,416.5	
시가총액비중(%)	0.34	
발행주식수(천주)	39,536.1	
60일 평균 거래량(천주)	102.3 75.6	
60일 평균 거래대금(십억원)	14.6	
20년 배당금(예상,원)	600	
20년 배당수익률(예상,%)	0.41	
외국인지분율(%)	44.48	
주요주주 지분율(%)		
오리온홀딩스 외 6 인	43.80	
국민연금공단	7.05	
주가상승률	1M 6M 12M	
절대	(7.4) 34.3 38.2	
상대	(8.5) (9.8) 24.0	

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	1,926.9	2,023.3	2,259.7	2,436.0	2,557.8
영업이익	십억원	282.2	327.6	399.6	441.5	478.3
세전이익	십억원	275.2	308.1	415.0	452.6	498.5
순이익	십억원	139.9	215.6	279.8	318.3	345.1
EPS	원	3,538	5,453	7,077	8,052	8,728
증감율	%	8.49	54.13	29.78	13.78	8.40
PER	배	33.92	19.35	20.63	18.13	16.73
PBR	배	3.37	2.57	3.07	2.66	2.31
EV/EBITDA	배	12.47	9.33	10.66	9.36	8.28
ROE	%	10.31	14.24	15.98	15.71	14.79
BPS	원	35,568	41,057	47,534	54,986	63,115
DPS	원	600	600	600	600	600



Analyst 심은주

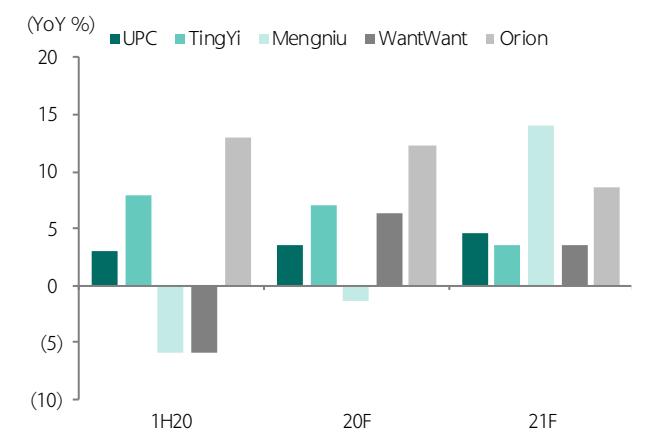
02-3771-8538

yeoj01@hanafn.com

RA 김채란
02-3771-8094
cr.kim@hanafn.com

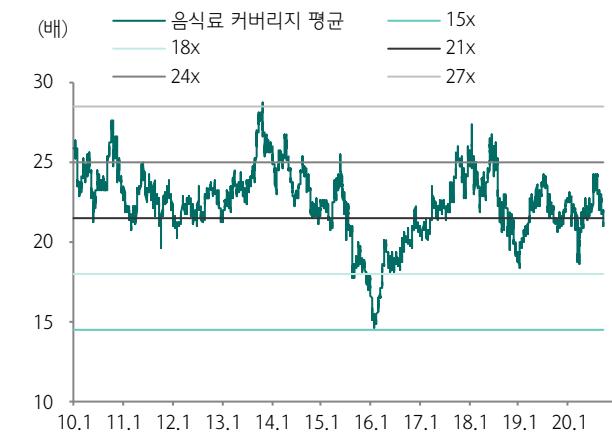
 **하나금융투자**

그림 1. 중국 Peer 1H20 및 올해 매출 성장 전망



자료: 하나금융투자

그림 2. 중국 Peer 12개월 Fwd PER 21배 거래 종



자료: 하나금융투자

표 1. 오리온 실적 전망

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	19	20F	21F
매출액	497.6	439.3	530.0	556.4	539.8	515.1	611.3	593.5	2,023.3	2,259.7	2,436.0
국내제과	178.0	177.8	182.7	194.3	190.8	184.1	190.0	200.1	732.8	765.0	780.3
중국제과	251.2	200.6	267.7	254.8	262.9	257.0	326.6	272.3	974.4	1,118.8	1,214.7
베트남제과	56.7	48.3	63.2	84.2	70.3	57.8	73.9	94.3	252.4	296.3	337.2
러시아제과	14.9	15.9	20.5	26.1	19.8	19.1	22.8	28.9	77.3	90.5	108.9
YOY	-3.6%	3.7%	7.3%	12.8%	8.5%	17.3%	15.3%	6.7%	5.0%	11.7%	7.8%
국내제과	0.2%	1.3%	4.4%	5.7%	7.2%	3.5%	4.0%	3.0%	2.9%	4.4%	2.0%
중국제과	-5.6%	4.8%	4.9%	15.8%	4.6%	28.1%	22.0%	6.8%	4.4%	14.8%	8.6%
베트남제과	-15.8%	4.3%	25.5%	20.5%	23.9%	19.7%	17.0%	12.0%	7.9%	17.4%	13.8%
러시아제과	37.1%	6.7%	20.5%	18.0%	32.8%	20.1%	11.0%	11.0%	19.3%	17.1%	20.3%
영업이익	77.3	50.4	101.8	97.8	97.0	86.2	115.7	100.7	327.3	399.6	441.5
국내제과	23.2	26.2	27.9	30.5	30.0	29.1	30.0	31.0	107.8	120.1	124.9
중국제과	40.7	17.9	57.6	42.4	47.3	42.9	67.0	48.0	158.6	205.2	255.1
베트남제과	8.0	4.3	13.5	21.9	15.9	9.6	14.8	18.9	47.7	59.1	68.1
러시아제과	1.7	1.9	3.3	5.6	3.6	3.7	3.9	5.2	12.5	16.4	19.6
YOY	-17.4%	27.3%	29.4%	39.2%	25.5%	71.0%	13.7%	2.9%	16.0%	22.1%	10.5%
국내제과	-3.3%	12.8%	34.8%	25.4%	29.2%	11.3%	7.6%	1.6%	16.9%	11.5%	3.9%
중국제과	-16.8%	66.9%	17.4%	29.0%	16.2%	140.2%	16.3%	13.1%	12.0%	29.4%	24.3%
베트남제과	-53.2%	11.3%	107.7%	61.8%	98.8%	122.4%	9.5%	-14.0%	16.3%	23.9%	15.2%
러시아제과	325.0%	-10.3%	48.6%	72.6%	112.5%	94.0%	17.2%	-7.6%	56.6%	30.7%	19.6%
OPM	15.5%	11.5%	19.2%	17.6%	18.0%	16.7%	18.9%	17.0%	16.2%	17.7%	18.1%
국내제과	13.0%	14.7%	15.3%	15.7%	15.7%	15.8%	15.8%	15.5%	14.7%	15.7%	16.0%
중국제과	16.2%	8.9%	21.5%	16.7%	18.0%	16.7%	20.5%	17.6%	16.3%	18.3%	21.0%
베트남제과	19.5%	8.9%	21.4%	26.0%	19.5%	16.6%	20.0%	20.0%	18.9%	20.0%	20.2%
러시아제과	11.4%	12.0%	16.1%	21.6%	18.3%	19.4%	17.0%	18.0%	16.2%	18.1%	18.0%
세전이익	79.1	51.4	102.2	75.1	104.7	95.5	114.9	99.9	307.8	415.0	452.6
YOY	-9.7%	43.4%	32.1%	0.8%	32.4%	85.8%	12.5%	33.0%	11.8%	34.9%	9.0%
(지배)순이익	51.3	36.2	67.7	60.2	73.1	63.8	77.4	65.4	215.5	279.8	318.3
YOY	-22.2%	31.1%	107.4%	341.4%	42.5%	76.2%	14.3%	8.6%	54.1%	29.8%	13.8%
NPM	10.3%	8.2%	12.8%	10.8%	13.5%	12.4%	12.7%	11.0%	10.6%	12.4%	13.1%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액		1,926.9	2,023.3	2,259.7	2,436.0	2,557.8
매출원가		1,050.0	1,110.1	1,216.1	1,300.3	1,363.3
매출총이익		876.9	913.2	1,043.6	1,135.7	1,194.5
판관비		594.8	585.6	644.0	694.3	716.2
영업이익		282.2	327.6	399.6	441.5	478.3
금융손익		(12.1)	(2.1)	2.6	11.1	20.2
종속/관계기업손익		(1.0)	0.0	12.9	0.0	0.0
기타영업외손익		6.2	(17.4)	0.0	0.0	0.0
세전이익		275.2	308.1	415.0	452.6	498.5
법인세		132.2	87.6	128.7	126.7	145.3
계속사업이익		143.0	220.5	286.4	325.8	353.2
중단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익		143.0	220.5	286.4	325.8	353.2
비지배주주지분 순이익		3.2	4.9	6.6	7.5	8.1
지배주주순이익		139.9	215.6	279.8	318.3	345.1
지배주주지분포괄이익		121.0	242.0	279.6	318.1	344.8
NOPAT		146.6	234.4	275.7	317.9	338.9
EBITDA		400.0	459.8	531.5	575.7	615.1
성장성(%)						
매출액증가율		79.53	5.00	11.68	7.80	5.00
NOPAT증가율		86.99	59.89	17.62	15.31	6.61
EBITDA증가율		130.95	14.95	15.59	8.32	6.84
영업이익증가율		162.76	16.09	21.98	10.49	8.34
(지배주주)순익증가율		85.05	54.11	29.78	13.76	8.42
EPS증가율		8.49	54.13	29.78	13.78	8.40
수익성(%)						
매출총이익률		45.51	45.13	46.18	46.62	46.70
EBITDA이익률		20.76	22.73	23.52	23.63	24.05
영업이익률		14.65	16.19	17.68	18.12	18.70
계속사업이익률		7.42	10.90	12.67	13.37	13.81

투자지표		2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)						
EPS		3,538	5,453	7,077	8,052	8,728
BPS		35,568	41,057	47,534	54,986	63,115
CFPS		10,571	11,984	13,771	14,563	15,558
EBITDAPS		10,118	11,629	13,444	14,563	15,558
SPS		48,742	51,176	57,156	61,614	64,695
DPS		600	600	600	600	600
주가지표(배)						
PER		33.92	19.35	20.63	18.13	16.73
PBR		3.37	2.57	3.07	2.66	2.31
PCFR		11.35	8.80	10.60	10.03	9.38
EV/EBITDA		12.47	9.33	10.66	9.36	8.28
PSR		2.46	2.06	2.55	2.37	2.26
재무비율(%)						
ROE		10.31	14.24	15.98	15.71	14.79
ROA		6.07	8.98	10.97	11.29	10.89
ROIC		8.10	12.97	14.96	17.09	17.93
부채비율		62.77	47.06	37.22	33.98	30.68
순부채비율		14.29	4.50	(10.23)	(21.50)	(30.66)
이자보상배율(배)		16.77	30.00	54.25	78.40	84.71

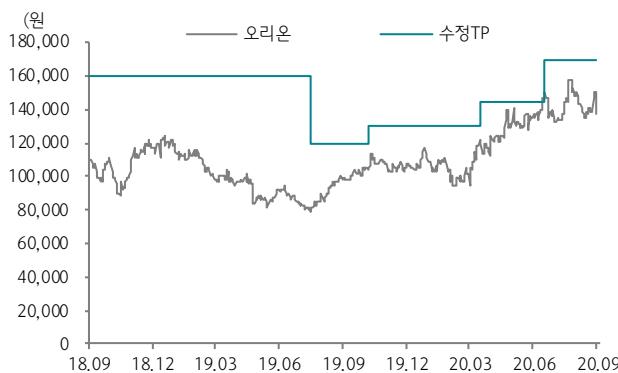
자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위:십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산		569.2	596.3	790.8	1,104.4	1,431.6
금융자산		228.5	236.1	389.6	672.5	978.6
현금성자산		184.6	165.0	310.1	586.8	888.6
매출채권		159.7	178.7	199.6	215.1	225.9
재고자산		156.6	147.6	164.9	177.7	186.6
기타유동자산		24.4	33.9	36.7	39.1	40.5
비유동자산		1,782.1	1,856.0	1,857.8	1,886.3	1,916.3
투자자산		30.4	51.9	55.7	58.5	60.4
금융자산		0.0	19.6	19.6	19.6	19.6
유형자산		1,646.0	1,655.5	1,656.7	1,685.2	1,715.7
무형자산		51.7	54.7	51.6	48.8	46.3
기타비유동자산		54.0	93.9	93.8	93.8	93.9
자산총계		2,351.4	2,452.3	2,648.6	2,990.8	3,347.9
유동부채		500.3	464.5	381.4	408.9	427.9
금융부채		155.4	134.3	15.2	15.8	16.3
매입채무		82.5	88.5	98.8	106.5	111.9
기타유동부채		262.4	241.7	267.4	286.6	299.7
비유동부채		406.5	320.3	337.1	349.6	358.2
금융부채		279.6	176.9	176.9	176.9	176.9
기타비유동부채		126.9	143.4	160.2	172.7	181.3
부채총계		906.8	784.8	718.4	758.4	786.1
지배주주지분		1,405.5	1,622.6	1,878.7	2,173.3	2,494.7
자본금		19.8	19.8	19.8	19.8	19.8
자본잉여금		598.1	598.2	598.2	598.2	598.2
자본조정		623.8	623.8	623.8	623.8	623.8
기타포괄이익누계액		(27.3)	2.5	2.5	2.5	2.5
이익잉여금		191.1	378.4	634.5	929.1	1,250.4
비지배주주지분		39.0	44.9	51.5	59.0	67.1
자본총계		1,444.5	1,667.5	1,930.2	2,232.3	2,561.8
순금융부채		206.5	75.1	(197.5)	(479.8)	(785.5)

현금흐름표		(단위:십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름		400.6	347.8	430.1	468.9	496.1
당기순이익		143.0	220.5	286.4	325.8	353.2
조정		22	16	13	13	14
감가상각비		117.8	132.2	132.0	134.3	136.8
외환거래손익		0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익		1.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타		(96.9)	(116.3)	(119.0)	(121.3)	(122.8)
영업활동 자산부채 변동		42.2	(28.3)	11.7	8.7	6.0
투자활동 현금흐름		(114.9)	(187.5)	(142.1)	(169.0)	(171.0)
투자자산감소(증가)		(5.4)	(21.5)	(3.8)	(2.8)	(1.9)
자본증가(감소)		(119.4)	(119.2)	(130.0)	(160.0)	(164.8)
기타		9.9	(46.8)	(8.3)	(6.2)	(4.3)
재무활동 현금흐름		(199.2)	(184.4)	(142.9)	(23.1)	(23.3)
금융부채증가(감소)		(165.0)	(123.8)	(119.1)	0.6	0.4
자본증가(감소)		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		(10.5)	(36.9)	(0.1)	(0.0)	0.0
배당지급		(23.7)	(23.7)	(23.7)	(23.7)	(23.7)
현금의 증감		83.0	(19.7)	145.1	276.8	301.8
Unlevered CFO		417.9	473.8	544.4	575.7	615.1
Free Cash Flow		269.8	222.0	300.1	308.9	331.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

오리온



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
20.9.22	BUY	-	-	-
20.7.9	BUY	170,000	-16.78%	-7.06%
20.4.7	BUY	145,000	-10.63%	1.03%
19.10.29	BUY	130,000	-18.62%	-6.54%
19.8.8	BUY	120,000	-20.31%	-12.08%
18.11.15	1년 경과	-	-	-
17.11.15	BUY	160,000	-25.46%	-3.13%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현재가 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	91.76%	8.24%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 09월 21일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 입력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2020년 9월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2020년 9월 23일 현재 해당회사의 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 것임이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.