

Analyst 김혜미 · 02)6923-7337 · consumer@capefn.com

오리온 (271560KS | Hold 하향 | TP 120,000원 유지)**돌아온 성수기**

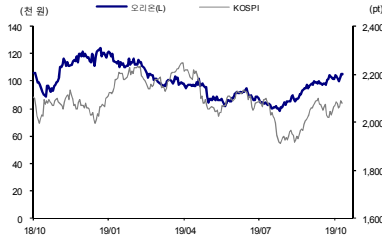
오리온에 대해 기존의 목표주가 120,000원을 유지하나 상승 여력 제한으로 투자 의견은 Hold로 하향합니다. 국내와 중국에서의 성수기 효과로 3Q19 호실적이 기대되는 가운데, 성장세 둔화된 제과 시장 내 적극적인 신제품 출시와 거래처 확대를 통해 상대적으로 경쟁 우위를 확보하고 있는 모습이 긍정적입니다. 다만, 현 주가는 글로벌 업체 수준으로 추가 리레이팅은 제한적입니다.

3Q19F 전년도 영업 부진에 따른 기저효과로 매출, 영업이익 모두 성장 예상

- 3Q19F 연결 매출액 5,317억원(yoy +7.7%), 영업이익 888억원(yoy +12.9%) 전망
 - 국내 매출 yoy +4.1%, 영업이익 yoy +11.4% 예상. 경쟁사들이 고전하는 등 제과 시장의 침체된 분위기는 2Q와 유사한 흐름이나, 동사의 7-8월 매출은 각각 yoy +5% 수준의 견조한 성장률 기록. 3Q 스낵 카테고리의 성수기를 앞두고 공격적으로 신제품을 출시하는 등 선제적 노력에 따른 결과. 다만, 시장 내 치열한 경쟁강도가 여전하고 환율 등 원가 상승 요인 존재해, 감자칩 생산효율 개선 및 전년도 9-11월 일시적으로 집중되었던 그레놀라 광고 비용 제거에도 연간 수익성 개선 폭은 크지 않을 것으로 예상
 - 중국 매출 yoy +8.7%, 영업이익 yoy +22.4% 예상. 국경절 선수요 반영되는 성수기 효과 예상되며, 3Q 중 신규 거래처 확대 및 기존 거래처의 매대 확대 동시 진행한 부분 외형 성장에 기여할 것으로 기대. 특히, 대형 매출처인 1-2급 TT 거래처가 8월에 10,500개 증가하고, 스낵 신제품 출시해 M/S 늘고 있는 것으로 파악돼 긍정적
 - 베트남 매출 yoy +14.9%, 영업이익 yoy +12.9% 예상. 초코파이 재고이슈 해소에 따라 8월부터 플러스 성장 전환된 것으로 파악. 동일가격으로 감자칩 등 주요 스낵제품 20% 증량함에 따라 카테고리 매출 10% 중반대 성장 중. 신규 품목인 양산빵과 쌀과자 매출(합계)은 월 10억원 중후반으로, 4Q 중 capa 확대 효과 발생 기대
 - 러시아 매출 yoy +9.1%, 영업이익 yoy +14.2% 예상. 원가 상승 압박으로 8월 중 대형마트향 초코파이 납품단가 10% 인상해 물량 저항 발생한 것으로 파악되나 연말까지 해소 예상. 제품 다각화를 위한 신제품 출시

투자 의견 Hold 하향, 목표주가 120,000원 유지

- 올해 하반기는 호실적 예상되나, 2020년은 중국의 춘절 관련 매출 인식 시기에 대한 차이로 성장 폭 크지 않을 전망
- 국내 및 해외에서 경쟁사 대비 견조한 M/S 유지 중임을 고려할 때 글로벌 피어 평균 multiple 부여 정당화 가능하나, 최근 주가 상승에 따라 이미 목표 수준에 근접해 추가 상승 여력은 다소 제한적일 것으로 판단

Stock Data			
			
주가(10/23)	105,500원		
액면가	500원		
시가총액	4,171십억원		
52주 최고/최저가	124,000원/ 78,500원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	7.8	8.8	-0.5
상대주가(%)	8.3	16.1	0.7

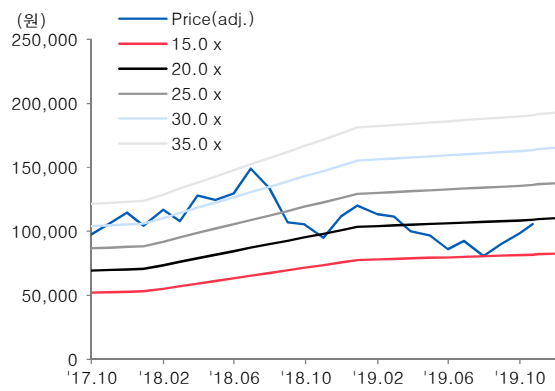
경영실적 전망						
계산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	1,073	1,927	2,037	2,107	2,183
영업이익	(십억원)	107	282	308	321	351
영업이익률	(%)	10.0	14.6	15.1	15.2	16.1
지배주주순이익	(십억원)	76	140	205	218	242
EPS	(원)	3,261	3,538	5,177	5,506	6,132
증감률	(%)	0.0	8.5	46.3	6.4	11.4
PER	(배)	32.0	33.9	20.4	19.2	17.2
PBR	(배)	3.2	3.4	2.6	2.3	2.1
ROE	(%)	5.7	10.3	13.6	12.9	12.8
EV/EBITDA	(배)	26.6	12.5	9.7	8.9	7.9
순차입금	(십억원)	447	206	19	-175	-386
부채비율	(%)	67.9	62.8	54.2	49.3	44.8

표1. 오리온 실적 전망치 변경 내용

(십억원, 원)	변경 후		변경 전		차이(%)	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	2,036.6	2,107.3	2,001.7	2,085.1	1.7	1.1
영업이익	307.8	320.9	285.3	313.9	7.9	2.2
당기순이익	209.3	222.6	193.9	217.5	8.0	2.4
EPS(지배주주)	5,176.8	5,506.1	4,794.5	5,378.0	8.0	2.4
영업이익률 (%)	15.1	15.2	14.3	15.1	0.9%p	0.2%p
당기순이익률 (%)	10.3	10.6	9.7	10.4	0.6%p	0.1%p

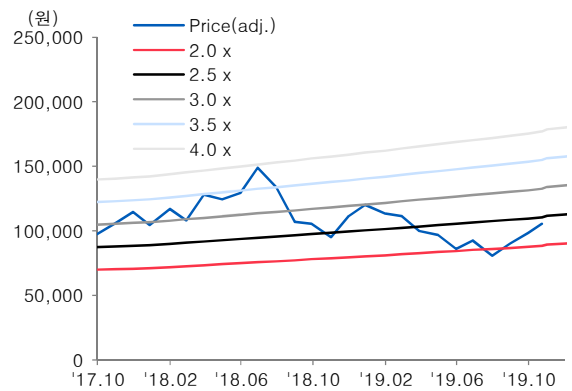
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 오리온 12M fwd PER Band Chart



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 오리온 12M fwd PBR Band Chart



자료: 케이프투자증권 리서치본부

표 2. 오리온 실적 전망 Table

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액 (억원)	TOTAL	5,163	4,238	4,937	4,932	4,976	4,393	5,317	5,680	19,269	20,366	21,073
	한국	1,776	1,755	1,750	1,838	1,780	1,780	1,822	1,908	7,119	7,290	7,462
	중국	2,663	1,915	2,552	2,201	2,512	2,006	2,773	2,848	9,330	10,139	10,414
	베트남	674	463	503	698	567	483	578	739	2,339	2,367	2,566
	러시아	108	149	170	221	149	159	186	230	649	723	796
<i>yoy %</i>	<i>TOTAL</i>	<i>12.3</i>	<i>15.3</i>	<i>(2.5)</i>	<i>15.5</i>	<i>(3.6)</i>	<i>3.7</i>	<i>7.7</i>	<i>15.2</i>	<i>10.3</i>	<i>5.7</i>	<i>3.5</i>
	한국	5.7	2.6	4.6	6.8	0.2	1.4	4.1	3.8	4.9	2.4	2.4
	중국	25.3	48.2	(7.3)	23.8	(5.6)	4.8	8.7	29.4	17.4	8.7	2.7
	베트남	9.9	(4.8)	0.8	15.3	(15.8)	4.2	14.9	5.8	6.1	1.2	8.4
	러시아	(38.7)	(21.0)	(14.1)	5.5	37.1	6.4	9.1	4.0	(16.1)	11.4	10.1
<i>Sales portion %</i>	한국	34.4	41.4	35.4	37.3	35.8	40.5	34.3	33.6	36.9	35.8	35.4
	중국	51.6	45.2	51.7	44.6	50.5	45.7	52.1	50.1	48.4	49.8	49.4
	베트남	13.1	10.9	10.2	14.2	11.4	11.0	10.9	13.0	12.1	11.6	12.2
	러시아	2.1	3.5	3.4	4.5	3.0	3.6	3.5	4.0	3.4	3.5	3.8
영업이익 (억원)	TOTAL	936	396	787	703	773	504	888	914	2,822	3,078	3,209
	한국	240	232	207	243	232	262	231	255	922	979	1,052
	중국	489	107	491	329	407	179	600	534	1,416	1,719	1,835
	베트남	171	39	65	136	80	41	73	135	410	330	371
	러시아	4	21	22	33	17	19	25	34	80	95	117
<i>yoy %</i>	<i>TOTAL</i>	<i>215.3</i>	<i>102.4</i>	<i>(0.0)</i>	<i>246.5</i>	<i>(17.4)</i>	<i>27.3</i>	<i>12.9</i>	<i>30.0</i>	<i>77.0</i>	<i>9.1</i>	<i>4.2</i>
	한국	30.1	0.2	6.5	18.1	(3.1)	12.8	11.4	4.7	13.0	6.2	7.4
	중국	흑전	흑전	4.9	흑전	(16.9)	66.9	22.4	62.2	638.3	21.4	6.7
	베트남	42.0	(40.9)	(28.7)	64.2	(53.2)	6.4	12.9	(0.0)	14.1	(19.5)	12.3
	러시아	(89.5)	(46.9)	(44.8)	53.6	287.5	(10.3)	14.2	5.1	(43.6)	18.7	22.1
<i>OP portion %</i>	한국	25.6	58.6	26.3	34.6	30.1	51.9	26.0	27.9	32.7	31.8	32.8
	중국	52.3	27.0	62.4	46.8	52.6	35.4	67.6	58.4	50.2	55.8	57.2
	베트남	18.3	9.8	8.2	19.3	10.4	8.2	8.2	14.8	14.5	10.7	11.6
	러시아	0.5	5.4	2.8	4.6	2.2	3.8	2.9	3.8	2.9	3.1	3.6
OPM (%)	TOTAL	18.1	9.3	15.9	14.3	15.5	11.5	16.7	16.1	14.6	15.1	15.2
	한국	13.5	13.2	11.8	13.2	13.1	14.7	12.7	13.4	13.0	13.4	14.1
	중국	18.4	5.6	19.2	14.9	16.2	8.9	21.7	18.7	15.2	17.0	17.6
	베트남	25.4	8.4	12.9	19.4	14.1	8.5	12.7	18.3	17.5	13.9	14.4
	러시아	4.0	14.3	13.1	14.8	11.2	12.0	13.7	14.9	12.4	13.2	14.6
<i>yoy %p</i>	<i>TOTAL</i>	<i>11.7</i>	<i>4.0</i>	<i>0.4</i>	<i>9.5</i>	<i>(2.6)</i>	<i>2.1</i>	<i>0.8</i>	<i>1.8</i>	<i>5.5</i>	<i>0.5</i>	<i>0.1</i>
	한국	2.5	(0.3)	0.2	1.3	(0.4)	1.5	0.8	0.1	0.9	0.5	0.7
	중국	20.7	16.5	2.2	19.7	(2.2)	3.3	2.4	3.8	12.8	1.8	0.7
	베트남	5.7	(5.1)	(5.3)	5.8	(11.3)	0.2	(0.2)	(1.1)	1.2	(3.6)	0.5
	러시아	(19.2)	(7.0)	(7.3)	4.6	7.2	(2.2)	0.6	0.2	(6.1)	0.8	1.4

자료: 오리온, 케이프투자증권 리서치본부

표 3. 제과업체 Global Peer Table

		PEPSICO	HERSHEY	MONDELEZ	NESTLE	MEJI	CALBEE	WANT WANT	TINGYI
티커		PEP US	HSY US	MDLZ US	NESN SW	2269 JP	2229 JP	151 HK	322 HK
		Equity	Equity	Equity	Equity	Equity	Equity	Equity	Equity
회계연말		12/2018	12/2018	12/2018	12/2018	03/2019	03/2019	03/2018	12/2018
회계기준		연결	연결	연결	연결	연결	연결	연결	연결
통화		USD	USD	USD	CHF	JPY	JPY	HKD	HKD
주가	19/10/23	136.7	149.8	52.7	102.6	7,790.0	3,365.0	6.2	10.3
시가총액(백만)		190,564	31,384	76,016	305,278	1,189,404	450,674	69,471	52,447
매출액	2018	64,661	7,791	25,938	91,750	1,254,380	248,655	20,712	60,686
	2019E	66,771	7,945	25,808	93,368	1,289,967	255,512	21,455	62,114
	2020E	69,581	8,116	26,547	93,981	1,302,358	262,679	22,227	65,119
영업이익	2018	10,620	1,613	5,189	14,519	98,383	26,964	4,541	4,293
	2019E	10,591	1,700	4,309	16,407	105,755	27,561	4,868	4,103
	2020E	11,267	1,789	4,641	17,000	109,680	28,838	5,138	4,505
EBITDA	2018	13,019	1,908	6,000	18,443	143,057	35,745	5,393	7,616
	2019E	13,061	1,996	5,236	19,958	154,212	36,222	5,764	7,568
	2020E	13,940	2,095	5,572	20,787	160,832	37,835	5,867	7,927
지배주주순이익	2018	12,515	1,178	3,381	10,135	61,868	19,429	3,477	2,463
	2019E	7,759	1,210	3,582	12,923	66,885	18,468	3,760	2,623
	2020E	8,286	1,282	3,805	13,546	69,811	19,427	3,957	2,890
EPS(각국화폐)	2018	5.5	5.4	2.4	3.6	433.8	139.0	0.3	0.5
	2019E	5.5	5.8	2.5	4.4	461.5	137.7	0.3	0.5
	2020E	6.0	6.2	2.7	4.7	482.2	144.8	0.3	0.5
PER(x)	2018	20.0	19.9	16.4	23.8	21.1	20.5	20.0	20.9
	2019E	24.8	26.0	21.3	23.3	16.9	24.4	18.4	19.9
	2020E	22.9	24.3	19.7	21.6	16.2	23.2	17.6	18.0
PBR(x)	2018	10.7	16.1	2.3	4.1	2.5	2.6	4.5	2.6
	2019E	13.6	20.9	2.9	5.6	2.0	2.7	4.2	2.5
	2020E	13.4	17.2	2.7	5.6	1.8	2.6	4.0	2.4
EV/EBITDA(x)	2018	13.7	13.8	12.6	14.5	9.8	9.6	11.5	6.4
	2019E	16.8	17.7	18.1	17.3	8.7	11.1	10.7	6.7
	2020E	15.7	16.9	17.0	16.6	8.3	10.6	10.6	6.4
EPS	2018	5.5	12.0	16.0	-3.3	-0.7	5.6	10.7	48.5
growth(%)	2019E	-0.2	6.9	1.5	22.2	6.4	-0.9	10.9	-2.4
	2020E	8.1	6.8	8.0	7.7	4.5	5.2	4.3	10.2
OP margin(%)	2018	16.4	20.7	20.0	15.8	7.8	10.8	21.9	7.1
	2019E	15.9	21.4	16.7	17.6	8.2	10.8	22.7	6.6
	2020E	16.2	22.0	17.5	18.1	8.4	11.0	23.1	6.9
ROE(%)	2018	98.7	101.8	13.1	17.1	12.2	13.2	23.3	12.9
	2019E	49.1	80.0	13.9	23.2	12.3	11.6	23.4	13.0
	2020E	51.8	74.0	14.7	25.6	11.9	11.5	23.2	14.5

자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E	(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	569	726	933	1,157	매출액	1,927	2,037	2,107	2,183
현금및현금성자산	185	321	515	726	증가율(%)	79.5	5.7	3.5	3.6
매출채권 및 기타채권	169	178	184	191	매출원가	1,050	1,102	1,136	1,164
재고자산	157	165	171	177	매출총이익	877	935	971	1,019
비유동자산	1,782	1,788	1,797	1,815	매출총이익률(%)	45.5	45.9	46.1	46.7
투자자산	30	32	33	34	판매비와 관리비	595	627	650	668
유형자산	1,646	1,652	1,661	1,680	영업이익	282	308	321	351
무형자산	52	50	49	47	영업이익률(%)	14.6	15.1	15.2	16.1
자산총계	2,351	2,514	2,730	2,973	EBITDA	400	439	453	484
유동부채	500	470	483	496	EBITDA M%	20.8	21.5	21.5	22.2
매입채무 및 기타채무	248	263	272	281	영업외손익	-7	2	9	16
단기차입금	105	105	105	105	지분법관련손익	-1	0	0	0
유동성장기부채	50	0	0	0	금융손익	-12	-3	4	11
비유동부채	406	414	418	423	기타영업외손익	6	5	5	5
사채 및 장기차입금	280	280	280	280	세전이익	275	310	330	367
부채총계	907	884	901	919	법인세비용	132	101	107	119
지배기업소유지분	1,406	1,587	1,780	1,999	당기순이익	143	209	223	248
자본금	20	20	20	20	지배주주순이익	140	205	218	242
자본잉여금	598	598	598	598	지배주주순이익률(%)	7.4	10.3	10.6	11.4
이익잉여금	191	372	566	785	비지배주주순이익	3	5	5	6
기타자본	597	597	597	597	기타포괄이익	-20	0	0	0
비지배지분	39	44	49	54	총포괄이익	123	209	223	248
자본총계	1,445	1,630	1,829	2,053	EPS 증가율(%, 지배)	8.5	46.3	6.4	11.4
총차입금	435	385	385	385	이자손익	-10	-3	4	11
순차입금	206	19	-175	-386	총외화관련손익	-2	0	0	0

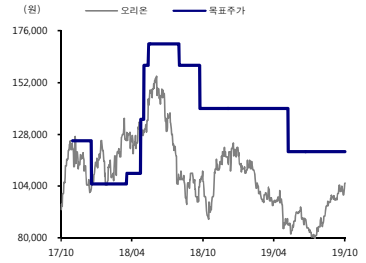
현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	401	348	359	386	총발행주식수(천주)	39,534	39,536	39,536	39,536
영업에서 창출된 현금흐름	460	451	462	495	시가총액(십억원)	4,744	4,171	4,171	4,171
이자 수취	6	11	16	24	주가(원)	120,000	105,500	105,500	105,500
이자 지급	-16	-13	-13	-13	EPS(원)	3,538	5,177	5,506	6,132
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	35,568	40,143	45,049	50,582
법인세부담액	-49	-101	-107	-119	DPS(원)	600	600	600	600
투자활동 현금흐름	-115	-137	-142	-152	PER(X)	33.9	20.4	19.2	17.2
유동자산의 감소(증가)	40	-1	0	0	PBR(X)	3.4	2.6	2.3	2.1
투자자산의 감소(증가)	-6	-2	-1	-1	EV/EBITDA(X)	12.5	9.7	8.9	7.9
유형자산 감소(증가)	-119	-135	-140	-150	ROE(%)	10.3	13.6	12.9	12.8
무형자산 감소(증가)	-2	0	0	0	ROA(%)	6.2	8.6	8.5	8.7
재무활동 현금흐름	-199	-74	-24	-24	ROIC(%)	12.2	12.7	13.0	14.1
사채및차입금증가(감소)	-165	-50	0	0	배당수익률(%)	0.5	0.6	0.6	0.6
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	62.8	54.2	49.3	44.8
배당금 지급	-24	-24	-24	-24	순차입금/자기자본(%)	14.3	1.2	-9.6	-18.8
외환환산으로 인한 현금변동	-3	0	0	0	유동비율(%)	113.8	154.4	193.2	233.3
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	16.8	23.1	25.6	28.1
현금증감	83	136	194	211	총자산회전율	0.8	0.8	0.8	0.8
기초현금	102	185	321	515	매출채권 회전율	12.9	11.7	11.6	11.6
기말현금	185	321	515	726	재고자산 회전율	12.5	12.6	12.5	12.5
FCF	270	213	219	236	매입채무 회전율	4.8	4.3	4.3	4.2

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

오리온(271560) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2017-11-21	2018-01-09	2018-02-14	2018-04-10	2018-05-16	2018-05-24
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Buy
목표주가	125,000원	105,000원	105,000원	110,000원	135,000원	160,000원
제시일자	2018-06-05	2018-07-18	2018-08-16	2018-08-23	2018-10-15	2019-04-15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경
목표주가	170,000원	170,000원	170,000원	160,000원	140,000원	
제시일자	2019-05-30	2019-07-19	2019-10-23			
투자의견	Buy	Buy	Hold			
목표주가	120,000원	120,000원	120,000원			



목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2017-11-21	Hold	125,000원	-8.79	1.60
2018-01-09	Hold	105,000원	10.81	29.05
2018-04-10	Hold	110,000원	14.90	21.36
2018-05-16	Hold	135,000원	-4.81	-3.70
2018-05-24	Buy	160,000원	-16.70	-9.69
2018-06-05	Buy	170,000원	-19.52	-8.82
2018-08-23	Buy	160,000원	-34.92	-30.63
2018-10-15	Buy	140,000원	-24.49	-11.43
2019-05-30	Buy	120,000원	-24.57	-12.50
2019-10-23	Hold	120,000원		

*괴리율 산정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(96.13%) · 매도(0.00%) · 중립(3.87%)	* 기준일 2019.09.30까지

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

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.