



BUY(Initiate)

목표주가: 128,000원

주가(1/5): 101,500원

시가총액: 40,127억원



음식료
Analyst 박상준, CFA
02) 3787-4807
sjpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/5)		
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	127,000원	80,500원
등락률	-20.08%	26.09%
수익률	절대	상대
1M	-12.9%	-12.4%
6M	N/A	N/A
1Y	N/A	N/A

Company Data

발행주식수	39,534천주
일평균 거래량(3M)	113천주
외국인 지분율	39.64%
배당수익률(17E)	0.77%
BPS(17E)	35,181원
주요 주주	오리온홀딩스 외
	45.3%

투자지표

(억원, IFRS **)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	-	11,741	21,594	22,460
보고영업이익	-	1,478	3,082	3,282
핵심영업이익	-	1,478	3,082	3,282
EBITDA	-	2,132	4,161	4,361
세전이익	-	1,439	2,957	3,160
순이익	-	1,088	2,241	2,395
지배주주지분순이익	-	1,072	2,241	2,395
EPS(원)	-	2,711	5,670	6,059
증감률(%YoY)	-	N/A	109.1	6.9
PER(배)	-	38.5	17.9	16.8
PBR(배)	-	3.0	2.5	2.2
EV/EBITDA(배)	-	21.7	10.3	9.5
보고영업이익률(%)	-	12.6	14.3	14.6
핵심영업이익률(%)	-	12.6	14.3	14.6
ROE(%)	-	7.6	14.7	13.9
순부채비율(%)	-	29.8	16.8	6.4

Price Trend



기업분석

오리온 (271560)

이익 정상화 흐름은 유효



오리온은 사드 이슈와 춘절 시점 차이로 4분기 중국 영업이익이 부진할 전망이다. 하지만, 해당 우려는 대체로 주가에 반영된 것으로 판단된다. 2018년도의 중국 실적 회복과, 한국/베트남/러시아 법인의 증익 기조를 감안한다면, 최근 주가 부진을 매수 기회로 활용할 필요가 있다.

>>> 중국 실적 우려는 대부분 주가에 반영

오리온은 중국 사드 이슈에 따른 실적 부진과 춘절 시차에 따른 4분기 실적 우려가 주가에 부정적으로 작용하였다. 실제 4분기 중국 영업이익은 213억원 수준으로 전망되며, 매출액도 -30% 이상 역성장 할 것으로 판단된다. 하지만, 4분기 중국 매출 역성장 폭의 확대는 대체로 춘절 시차에 기인한 것으로 추산된다.

동사의 2017년 하반기 중국 매출액과 영업이익은 각각 5,278억원, 681억원 수준으로 추산된다. 중국 제과 시장의 성장률이 여전히 부진하나, 꼬북칩 등 일부 제품은 신제품 성과를 기대할만하고, 2018년에 춘절 관련 매출이 두 번 반영될 수 있는 점을 감안한다면, 2018년 중국 매출액과 영업이익은 각각 1,12조원, 1,555억원(OPS 13.9%) 수준으로 전망된다.

>>> 중국 외 지역의 성장세는 양호

중국 제과 시장 업황이 부진한 편이나, 중국 외 지역의 성장세는 양호할 것으로 판단된다. 올해, 한국은 신제품 꼬북칩 효과에 힘입어 증익이 가능하고, 베트남은 신제품 다크 초코파이와 스낵 제품의 호조로 두 자릿수의 성장률이 지속될 것으로 전망된다. 러시아도 초코파이 브랜드의 고성장, 유통법 개정 영향으로 두 자릿수의 매출 성장률과 20% 이상의 영업이익률이 유지될 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 12.8만원 제시

오리온에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 12.8만원을 제시한다. 동사는 사드 이슈에 따른 중국 사업 부진이 마무리되고, 중국 외 지역의 성장세도 점차 주목 받을 것으로 기대된다. 4분기 실적 우려가 강할 때를 매수 기회로 활용할 필요가 있다.

중국: 사드 기저, TT 확대, 신제품 효과

현재 중국 법인의 실적 전망은 사드 영향에 따른 변동성 확대로 가시성이 낮은 편이다. 다만, 하반기의 중국 합산 영업이익이 681억원 수준으로 전망되고, 2018년에 춘절 관련 매출이 두 번 반영되는 점을 감안한다면, 최소 1,400억 초반의 영업이익은 가능한 상황이다. 더불어, 올해 3월부터 20개의 신제품 런칭을 기획하고 있는데, 한국에서 큰 성공을 거둔 꼬북칩은 중국에서도 신제품 효과를 기대할 만하다(2018년 중국 매출 600억 목표).

이외에도 점유율이 견고한 초코파이는 2010년 이후 가격인상이 없었기 때문에, 판가 인상을 통한 수익성 방어를 시도할 수 있다. 또한, 대리점 체제를 통한 TT 채널 비중 확대(현재 45% → 중장기 타겟 60~70%), 웰빙 트렌드의 발달로 성장성이 높은 견과류 시장의 침투는 중국 시장에서 새로운 성장 가능성이 될 것으로 기대된다.

한국: 꼬북칩 효과로 로열티 감소 상쇄

한국 법인은 지주회사 전환으로 인해, 연간 브랜드 로열티가 100억원 이상 감소할 수밖에 없는 상황이다. 다만, 작년에 출시된 꼬북칩의 월 매출이 30억 수준으로 유지되고 있고, 올해부터 증설된 물량이 나올 예정이어서(월 Capa 60억), 로열티 효과를 상쇄하고 이익이 증가할 수 있을 것으로 기대된다. 또한, 올해 K-Food(그래놀라, 씨리얼 등) 신제품 출시를 계획하고 있어, 신규 사업 성과도 기대할 수 있다.

베트남: 파이/스낵 신제품 출시와 양산빵 시장 침투

베트남은 파이와 스낵을 중심으로 제과 시장 성장을(+7~8%)을 상회하는 매출 성장을 이지속되고 있다. 특히, 10월에 런칭된 다크 초코파이가 매출이 좋은 편이고, 대체로 추가적인 채널 확장 보다는 기존 점포에서의 매출 성장이 일어나고 있기 때문에, 영업레버리지가 예상 보다 높게 나올 수 있다.

베트남은 전사 영업이익에서 차지하는 비중이 14%(2018년 예상 기준) 정도로 확대되었고, 높은 외형 성장률이 꾸준히 유지되고 있어서, 전사 이익 증가율을 기여도가 점차 커질 것으로 판단된다. 또한, 양산빵 시장 확대, 인도네시아 등 수출 확대를 통해, 추가적인 성장 동력을 지속적으로 마련할 계획이다.

러시아: 초코파이 중심의 성장 지속

러시아는 유통법 개정으로 판매수수료 상한이 설정되면서, 매출액과 수익성이 동시에 개선되고 있다. 특히, 커버리지의 지속적인 확대 속에 초코파이 브랜드가 고성장하면서, 파이 카테고리의 매출이 +30% 가까이 성장하고 있다. 동사는 현재 뜨베리 지역에 초코파이 공장 증설을 계획 중인데, 이번 증설은 2020년에 마무리 될 것으로 알려져 있다.

오리온 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 실액원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	487.7	383.1	522.1	507.9	559.8	485.2	545.8	568.6	2,291.2	1,900.9	2,159.4
(YoY)	-21.9%	-22.6%	-8.3%	-15.6%	14.8%	26.6%	4.5%	11.9%	1.2%	-17.0%	13.6%
한국(별도)	173.3	173.7	169.3	182.7	182.6	175.8	172.4	186.1	679.4	699.0	716.8
(YoY)	-0.3%	4.2%	5.6%	2.2%	5.4%	1.2%	1.8%	1.8%	-4.0%	2.9%	2.6%
중국(Pan Orion)	234.9	141.5	288.7	239.1	289.7	236.1	303.0	287.2	1,346.0	904.2	1,116.1
(YoY)	-37.9%	-48.0%	-17.1%	-31.1%	23.3%	66.8%	4.9%	20.1%	1.0%	-32.8%	23.4%
베트남(OFV)	61.8	49.0	50.4	62.5	67.9	52.6	54.2	68.4	204.5	223.7	243.1
(YoY)	5.1%	15.6%	10.8%	8.1%	9.8%	7.3%	7.6%	9.5%	24.1%	9.4%	8.7%
러시아(OIE)	17.7	18.9	19.8	23.5	19.5	20.7	22.3	26.8	61.2	80.0	89.4
(YoY)	29.6%	35.3%	28.0%	30.0%	10.2%	9.6%	12.6%	14.0%	5.4%	30.6%	11.8%
연결조정	0.0	0.0	-6.0	0.0	0.0	0.0	-6.0	0.0	0.0	-6.0	-6.0
매출총이익	219.6	180.9	254.3	242.3	275.6	229.6	270.7	280.6	1,145.4	897.1	1,056.5
(GPM)	45.0%	47.2%	48.7%	47.7%	49.2%	47.3%	49.6%	49.3%	50.0%	47.2%	48.9%
판관비	189.9	161.3	175.6	181.6	186.7	176.2	185.4	200.0	834.0	708.5	748.3
(판관비율)	38.9%	42.1%	33.6%	35.8%	33.4%	36.3%	34.0%	35.2%	36.4%	37.3%	34.7%
영업이익	29.7	19.6	78.7	60.7	88.9	53.5	85.3	80.5	311.5	188.6	308.2
(YoY)	-71.6%	-31.0%	-13.2%	-30.9%	199.4%	173.3%	8.4%	32.7%	-0.8%	-39.4%	63.4%
(OPM)	6.1%	5.1%	15.1%	11.9%	15.9%	11.0%	15.6%	14.2%	13.6%	9.9%	14.3%
한국(별도)	18.4	23.1	19.4	23.3	23.3	21.2	20.5	24.4	78.7	84.3	89.4
(OPM)	10.6%	13.3%	11.5%	12.8%	12.7%	12.1%	11.9%	13.1%	11.6%	12.1%	12.5%
중국(Pan Orion)	-4.9	-14.1	46.8	21.3	47.0	20.4	50.7	37.4	198.6	49.0	155.5
(OPM)	-2.1%	-10.0%	16.2%	8.9%	16.2%	8.7%	16.7%	13.0%	14.8%	5.4%	13.9%
베트남(OFV)	12.0	6.6	9.1	10.8	14.0	7.3	10.2	12.5	26.5	38.5	44.0
(OPM)	19.5%	13.4%	18.1%	17.3%	20.6%	13.9%	18.8%	18.3%	13.0%	17.2%	18.1%
러시아(OIE)	4.1	4.0	4.0	5.3	4.6	4.5	4.7	6.2	7.7	17.4	19.9
(OPM)	23.2%	21.2%	20.3%	22.3%	23.5%	21.6%	20.8%	23.0%	12.6%	21.7%	22.2%
연결조정	0.0	0.0	-0.6	0.0	0.0	0.0	-0.6	0.0	0.0	-0.6	-0.6
세전이익			79.6	56.6	84.8	49.3	81.2	76.4			295.7
당기순이익			60.7	42.9	64.3	37.4	61.5	57.9			224.1
지배주주순이익			59.1	42.9	64.3	37.4	61.5	57.9			224.1
(YoY)							4.1%	35.1%			
현지 통화 기준 매출 성장률											
중국(Pan Orion)	-32.3%	-43.9%	-17.2%	-30.4%	25.6%	65.6%	7.5%	22.1%	4.3%	-30.1%	25.4%
베트남(OFV)	12.4%	33.1%	20.3%	15.0%	20.0%	15.0%	15.0%	15.0%	21.5%	18.8%	16.4%
러시아(OIE)	6.7%	21.6%	15.6%	25.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	12.8%	17.4%	17.0%

자료: 오리온, 키움증권 리서치

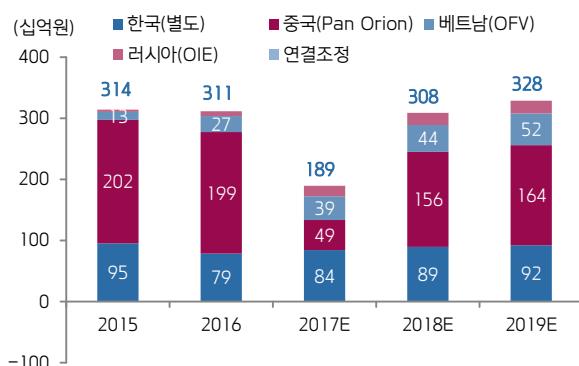
주: 1) 2Q17까지의 실적은 분할 전 제과 사업 기준

오리온 목표주가 산출 내역

예상 EPS(원)	5,864	2018~19년 평균
Target PER(배)	21.7	8 개 Peer 의 평균 PER 에 15% 할인한 수치(중국 제과시장 성장성 둔화 반영) Peer: Yili, Mengniu, Want Want, Tingyi, UPCH, 농심, 오뚜기, 동원 F&B
목표주가(원)	128,000	천원 이하 반올림

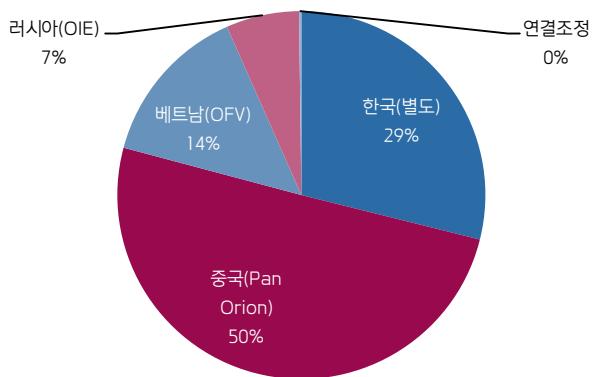
자료: 오리온, 키움증권 리서치

지역별 영업이익 추이 및 전망



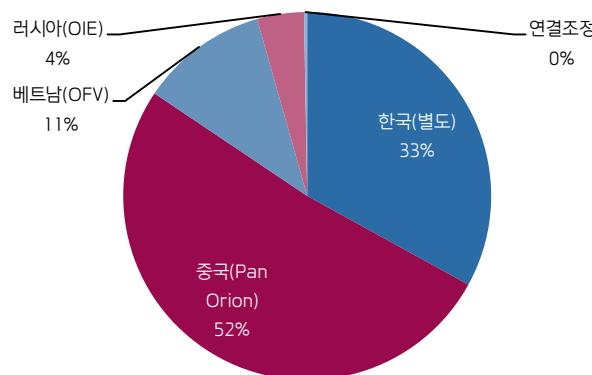
자료: 오리온, 키움증권 리서치

지역별 영업이익 비중(2018E 기준)



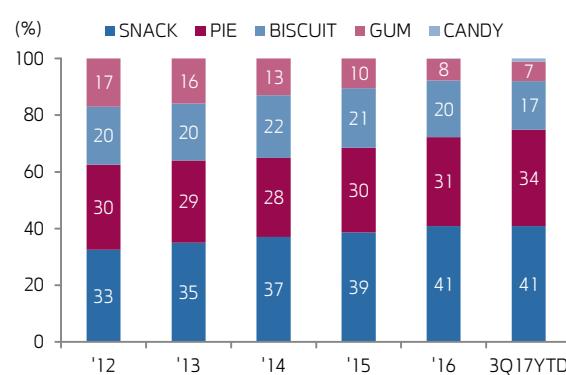
자료: 키움증권 리서치

지역별 매출 비중(2018E 기준)



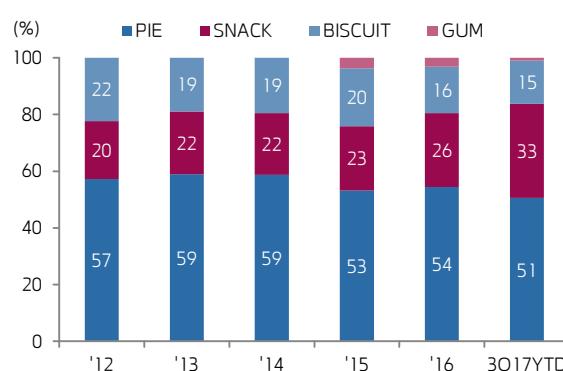
자료: 오리온, 키움증권 리서치

중국 제품별 매출 비중 추이



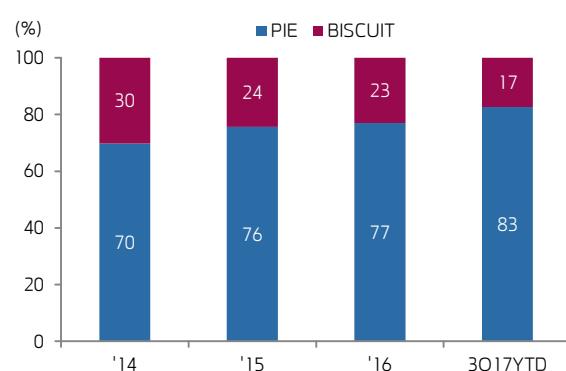
자료: 오리온, 키움증권 리서치

베트남 제품별 매출 비중 추이



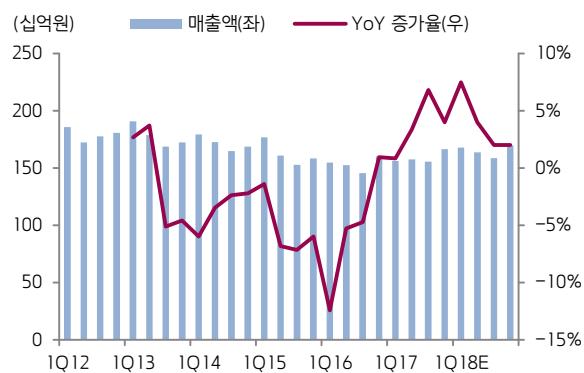
자료: 오리온, 키움증권 리서치

러시아 제품별 매출 비중 추이



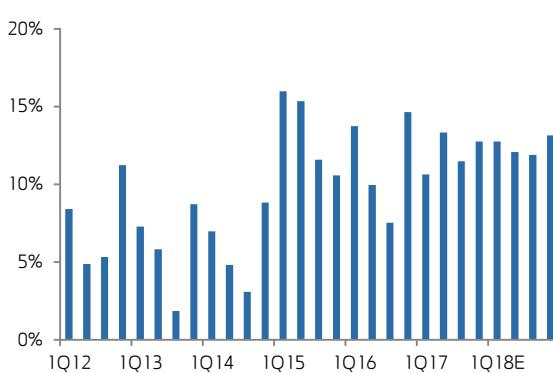
자료: 오리온, 키움증권 리서치

한국 내수 매출액 추이 및 전망



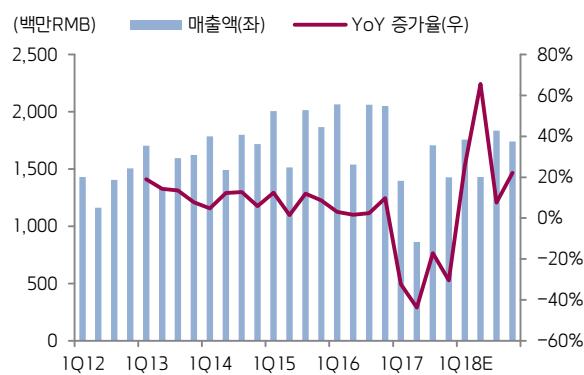
자료: 오리온, 키움증권 리서치

한국 법인 OPM 추이 및 전망



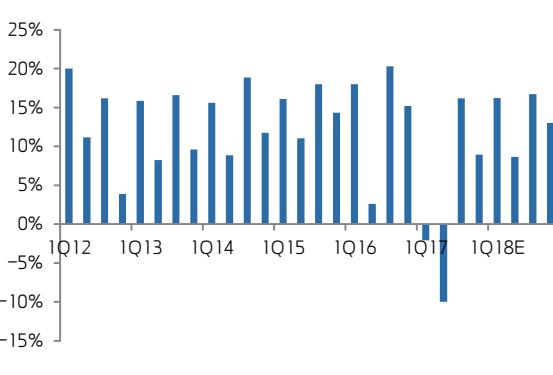
자료: 오리온, 키움증권 리서치

중국 법인 매출액 추이 및 전망(현지통화 기준)



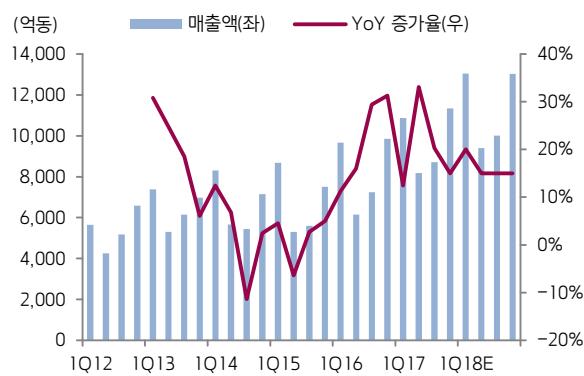
자료: 오리온, 키움증권 리서치

중국 법인 OPM 추이 및 전망



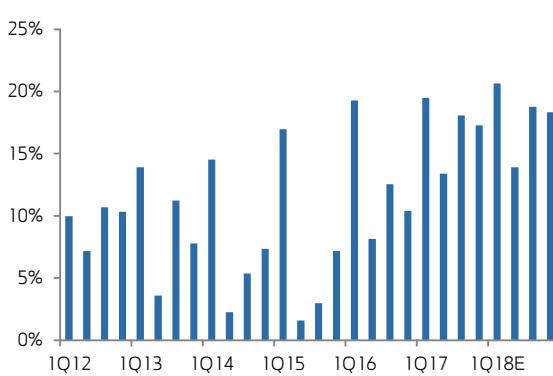
자료: 오리온, 키움증권 리서치

베트남 내수 매출액 추이 및 전망(현지통화 기준)



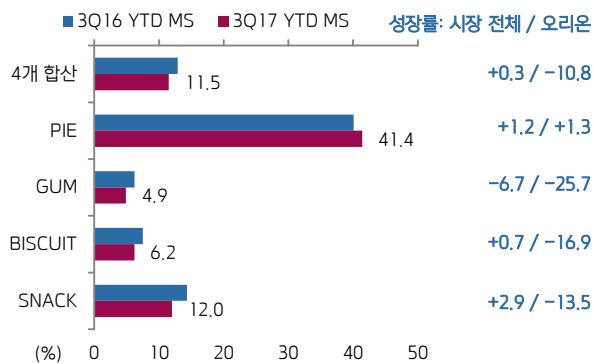
자료: 오리온, 키움증권 리서치

베트남 법인 OPM 추이 및 전망



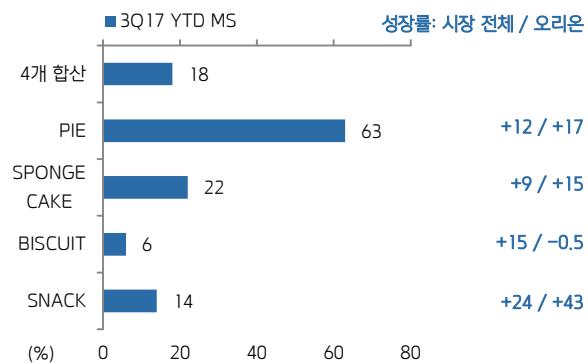
자료: 오리온, 키움증권 리서치

중국 카테고리별 MS 비교



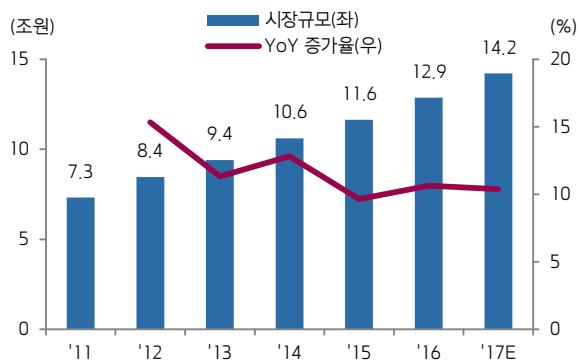
자료: 오리온, 키움증권 리서치(Sell out 기준)

베트남 카테고리별 MS 비교



자료: 오리온, 키움증권 리서치(Sell out 기준)

중국 견과류 시장 규모 추이



자료: KOTRA, 중국산업발전연구원(1위안=165원 가정)

Peer Group PER 비교



자료: Fn Guide, Bloomberg, 키움증권 리서치

주: 1) 국내 기업은 Fn Guide, 해외 기업은 Bloomberg 컨센서스 기준

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	—	—	11,741	21,594	22,460
매출원가	—	—	6,102	11,028	11,349
매출총이익	—	—	5,639	10,565	11,111
판매비및일반관리비	—	—	4,161	7,483	7,829
영업이익(보고)	—	—	1,478	3,082	3,282
영업이익(핵심)	—	—	1,478	3,082	3,282
영업외손익	—	—	-39	-125	-122
이자수익	—	—	43	75	78
배당금수익	—	—	0	0	0
외환이익	—	—	40	0	0
이자비용	—	—	118	200	200
외환손실	—	—	21	0	0
관계기업지분법손익	—	—	-2	0	0
투자및기타자산처분손익	—	—	35	0	0
금융상품평가및기타금융이익	—	—	-3	0	0
기타	—	—	-13	0	0
법인세차감전이익	—	—	1,439	2,957	3,160
법인세비용	—	—	350	716	765
유효법인세율 (%)	—	—	24.4%	24.2%	24.2%
당기순이익	—	—	1,088	2,241	2,395
지배주주지분순이익(억원)	—	—	1,072	2,241	2,395
EBITDA	—	—	2,132	4,161	4,361
현금순이익(Cash Earnings)	—	—	1,742	3,320	3,474
수정당기순이익	—	—	1,065	2,241	2,395
증감율(% YoY)	—	—			
매출액	—	—	N/A	83.9	4.0
영업이익(보고)	—	—	N/A	108.5	6.5
영업이익(핵심)	—	—	N/A	108.5	6.5
EBITDA	—	—	N/A	95.2	4.8
지배주주지분 당기순이익	—	—	N/A	109.1	6.9
EPS	—	—	N/A	109.1	6.9
수정순이익	—	—	N/A	110.5	6.9

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	—	—	6,041	5,876	7,570
현금및현금성자산	—	—	1,476	1,285	2,795
유동금융자산	—	—	1,256	1,252	1,303
매출채권및유동채권	—	—	1,894	1,911	1,988
재고자산	—	—	1,381	1,393	1,449
기타유동비금융자산	—	—	33	35	36
비유동자산	—	—	18,269	18,796	19,419
장기매출채권및기타비유동채권	—	—	493	497	517
투자자산	—	—	218	218	218
유형자산	—	—	17,227	17,775	18,403
무형자산	—	—	289	262	235
기타비유동자산	—	—	41	43	45
자산총계	—	—	24,310	24,672	26,989
유동부채	—	—	6,375	4,682	4,775
매입채무및기타유동채무	—	—	2,135	2,159	2,246
단기차입금	—	—	1,348	1,348	1,348
유동성장기차입금	—	—	2,725	1,002	1,002
기타유동부채	—	—	167	173	180
비유동부채	—	—	3,626	3,756	3,900
장기매입채무및비유동채무	—	—	0	0	0
사채및장기차입금	—	—	2,921	2,921	2,921
기타비유동부채	—	—	704	834	978
부채총계	—	—	10,000	8,437	8,675
자본금	—	—	198	198	198
주식발행초과금	—	—	5,981	5,981	5,981
이익잉여금	—	—	1,083	3,017	5,104
기타자본	—	—	6,646	6,646	6,646
지배주주지분자본총계	—	—	13,908	15,842	17,929
비지배주주지분자본총계	—	—	401	392	384
자본총계	—	—	14,309	16,235	18,314
순차입금	—	—	4,262	2,734	1,173
총차입금	—	—	6,994	5,271	5,271

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	—	—	—	3,317	3,414
당기순이익	—	—	—	2,241	2,395
감가상각비	—	—	—	1,052	1,052
무형자산상각비	—	—	—	27	27
외환손익	—	—	—	0	0
자산처분손익	—	—	—	0	0
지분법손익	—	—	—	0	0
영업활동자산부채 증감	—	—	—	-4	-60
기타	—	—	—	0	0
투자활동현금흐름	—	—	—	-1,598	-1,732
투자자산의 처분	—	—	—	4	-50
유형자산의 처분	—	—	—	0	0
유형자산의 취득	—	—	—	-1,600	-1,680
무형자산의 처분	—	—	—	0	0
기타	—	—	—	-2	-2
재무활동현금흐름	—	—	—	-1,910	-172
단기차입금의 증가	—	—	—	0	0
장기차입금의 증가	—	—	—	-1,723	0
자본의 증가	—	—	—	0	0
배당금지급	—	—	—	-316	-316
기타	—	—	—	130	144
현금및현금성자산의순증가	—	—	—	-191	1,510
기초현금및현금성자산	—	—	—	1,476	1,285
기말현금및현금성자산	—	—	—	1,285	2,795
Gross Cash Flow	—	—	—	3,320	3,474
Op Free Cash Flow	—	—	—	1,812	1,827

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	—	—	2,711	5,670	6,059
BPS	—	—	35,181	40,074	45,352
주당EBITDA	—	—	5,394	10,526	11,032
CFPS	—	—	4,408	8,399	8,789
DPS	—	—	800	800	800
주가배수(배)					
PER	—	—	38.5	17.9	16.8
PBR	—	—	3.0	2.5	2.2
EV/EBITDA	—	—	21.7	10.3	9.5
PCFR	—	—	23.7	12.1	11.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	—	—	12.6	14.3	14.6
영업이익률(핵심)	—	—	12.6	14.3	14.6
EBITDA margin	—	—	18.2	19.3	19.4
순이익률	—	—	9.3	10.4	10.7
자기자본이익률(ROE)	—	—	7.6	14.7	13.9
투하자본이익률(ROIC)	—	—	5.9	12.1	12.5
안정성(%)					
부채비율	—	—	69.9	52.0	47.4
순차입금비율	—	—	29.8	16.8	6.4
이자보상배율(배)	—	—	12.5	15.4	16.4
활동성(배)					
매출채권회전율	—	—	6.2	11.4	11.5
재고자산회전율	—	—	8.5	15.6	15.8
매입채무회전율	—	—	5.5	10.1	10.2

Compliance Notice

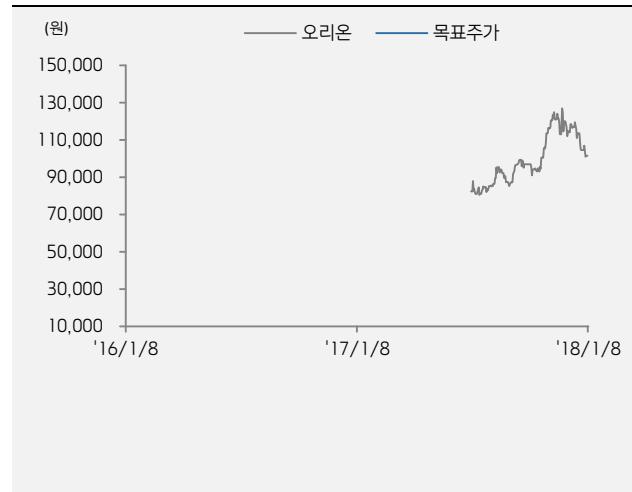
- 당사는 1월 5일 현재 '오리온 (271560)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접으로 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	괴리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
오리온 (271560)	2018/01/08	BUY(Initiate)	128,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%