



BUY(Maintain)

목표주가: 128,000원

주가(2/13): 110,000원

시가총액: 43,487억원

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/13)		2,395.19pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	127,000원	80,500원
등락률	-13.39%	36.65%
수익률	절대	상대
1M	3.8%	8.2%
6M	27.2%	23.2%
1Y	N/A	N/A

Company Data

발행주식수	39,534천주
일평균 거래량(3M)	103천주
외국인 지분율	40.28%
배당수익률(17P)	0.55%
BPS(17P)	34,397원
주요 주주	오리온홀딩스 외
	45.3%

투자지표

(억원, IFRS **)	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	-	11,172	21,516	22,381
보고영업이익	-	1,077	3,019	3,216
핵심영업이익	-	1,077	3,019	3,216
EBITDA	-	1,731	4,098	4,295
세전이익	-	1,054	2,892	3,092
순이익	-	778	2,192	2,344
지배주주지분순이익	-	767	2,192	2,344
EPS(원)	-	1,941	5,545	5,928
증감률(%YoY)	-	N/A	185.7	6.9
PER(배)	-	53.8	19.8	18.6
PBR(배)	-	3.0	2.8	2.5
EV/EBITDA(배)	-	26.8	11.3	10.5
보고영업이익률(%)	-	9.6	14.0	14.4
핵심영업이익률(%)	-	9.6	14.0	14.4
ROE(%)	-	5.6	14.6	13.8
순부채비율(%)	-	32.3	18.9	7.9

Price Trend



오리온 (271560)

결과는 아쉽지만 회복 기조는 유효



오리온의 4Q17 연결기준 영업이익은 205억원(-77% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 베트남 법인의 실적 호조에도 불구하고, 주력 시장인 중국과 한국 법인이 예상 보다 부진한 실적으로 기록하였다. 실적 결과는 아쉽지만, 전체적인 회복 기조와 신제품 기대감은 유효하기 때문에, 긍정적인 관점으로 접근할 필요가 있다.

>>> 4Q17 영업이익 205억원으로 컨센서스 하회

오리온의 4Q17 연결기준 영업이익은 205억원(-77% YoY)으로 낮아진 시장 컨센서스를 하회하였다. 베트남 법인은 영업이익이 증가하였으나, 주력 시장인 중국과 한국을 비롯하여 러시아 법인의 영업이익이 감소하였기 때문이다.

중국은 1) 사드 영향 이후 매대 회복 지연, 2) 춘절 시점 차이에 따른 역기저, 3) 경쟁력 약한 경소상 구조조정에 따른 재고 회수(130억원)의 영향으로, 위안화 기준 매출액이 전년동기 대비 -42% 역성장하였다. 이번 매출은 경소상 재고 회수 영향을 감안하더라도, 시장 기대치를 다소 하회하는 수준이었던 것으로 판단된다.

한국은 신제품 고북칩 호조에도 불구하고, 지주회사 전환에 따른 로열티 감소와 바나나 초코파이 역기저 등으로 인해 영업이익이 감소하였다(-59억원 YoY). **베트남**은 외형 성장에 따른 영업레버리지 효과가 나타나면서, 영업이익이 전년동기 대비 26억원 개선되었으나, **러시아**는 높은 매출 성장률에도 불구하고, 원가율 상승(+3.2%p YoY)과 성과급 영향으로 영업이익이 전년동기 대비 -8억원 감소하였다.

>>> 결과는 아쉽지만 회복 기조는 유효

4Q17 중국 실적이 다소 아쉬운 것은 사실이나, 사드 기저 효과에 따른 회복 기조는 여전히 유효한 것으로 판단된다. 중국 제과 시장 성장률이 여전히 부진한 것은 사실이나(2017년 +1.2% YoY), 당사는 올해 중국 초코파이 판가 인상을 통해 수익성을 개선하고, 2Q18부터 고북칩, 견과류 등의 신제품을 공격적으로 출시할 예정이다. 이러한 올해 상반기의 신제품 출시 기대감은 당사의 밸류에이션 레벨에 긍정적으로 작용할 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 12.8만원 유지

오리온에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 12.8만원을 유지한다. 당사는 중국 사드 이슈 영향이 완화되고, 베트남 법인이 구조적으로 성장하면서, 올해 전사 실적이 전년동기 대비 크게 개선될 것으로 판단된다.

주요 지역별 실적 리뷰 상세

부문	주요 내용
한국	- 고복칩 매출 호조에도 불구하고, 전년동기 바나나 초코파이 매출액 역기저로 인해, 매출 성장률 플랫 - 영업이익은 지주회사 전환에 따른 로열티 감소와 성과급 영향으로 전년동기 대비 감소(-59 억원 YoY)
중국	- 사드 영향 이후 매대 회복 지연, 춘절 시점 차이에 따른 역기저, 경소상 구조조정에 따른 재고 회수로 위안화 기준 매출 역성장(-42% YoY) - 영업이익은 매출 감소에 따른 고정비 부담 증가와 경소상 구조조정에 따른 재고 회수로 적자전환(4Q17 OP -85 억원)
베트남	- 제과 시장 고성장, 파이/스낵 중심의 매출 증가에 힘입어 현지통화 기준 내수 매출 두 자릿수 성장 지속(+15% YoY) - 수익성은 매출 고성장에 따른 영업레버리지 효과로 전년동기 대비 개선(OPM 14%)
러시아	- 유통법 개정, 파이 매출 증가에 힘입어 현지통화 기준 매출 두 자릿수 성장 지속(+11% YoY) - 수익성은 원가율 상승과 성과급 영향으로 전년동기 대비 부진(OPM 9.9%)
기타	- 2018년 영업이익 가이드선 3,200 억원 제시 - 중국: 매출 1.14 조원, OPM 15% (2016년 매출액의 85% 수준) - 한국: 매출 +3% 성장, OPM 13% - 베트남: 매출 +10% 성장, OPM 15% - 러시아: 매출 +7% 성장, OPM 13%

자료: 오리온, 키움증권 리서치

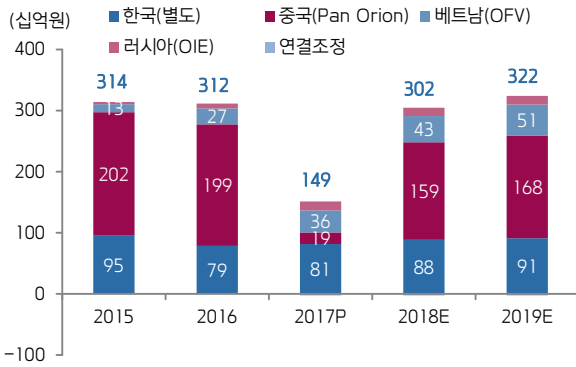
오리온 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	487.7	383.1	522.1	451.0	561.5	490.3	549.4	550.4	2,291.2	1,844.0	2,151.6	2,238.1
(YoY)	-21.9%	-22.6%	-8.3%	-25.1%	15.1%	28.0%	5.2%	22.0%	1.2%	-19.5%	16.7%	4.0%
한국(별도)	173.3	173.7	169.3	179.0	181.0	175.8	170.8	183.9	679.4	695.2	711.5	724.6
(YoY)	-0.3%	4.2%	5.6%	0.2%	4.5%	1.2%	0.9%	2.7%	-4.0%	2.3%	2.3%	1.8%
중국(Pan Orion)	234.9	141.5	288.7	198.1	295.0	243.3	308.6	284.7	1,346.0	863.2	1,131.6	1,165.6
(YoY)	-37.9%	-48.0%	-17.1%	-43.0%	25.6%	71.9%	6.9%	43.7%	1.0%	-35.9%	31.1%	3.0%
베트남(OFV)	61.8	49.0	50.4	61.2	66.4	51.1	54.2	66.8	204.5	222.4	238.5	271.3
(YoY)	5.1%	15.6%	10.8%	5.8%	7.4%	4.2%	7.6%	9.2%	24.1%	8.7%	7.3%	13.7%
러시아(OIE)	17.7	18.9	19.8	20.9	19.0	20.2	21.7	23.2	61.2	77.4	84.2	90.9
(YoY)	29.6%	35.3%	28.0%	15.5%	7.3%	6.8%	9.7%	11.1%	5.4%	26.4%	8.8%	8.0%
연결조정	0.0	0.0	-6.0	-8.2	0.0	0.0	-6.0	-8.2	0.0	-14.2	-14.2	-14.2
매출총이익	219.6	180.9	254.3	207.9	279.3	234.1	271.9	274.4	1,145.4	862.7	1,059.8	1,114.3
(GPM)	45.0%	47.2%	48.7%	46.1%	49.7%	47.8%	49.5%	49.9%	50.0%	46.8%	49.3%	49.8%
판매비	189.9	161.3	175.6	187.4	189.5	180.8	186.0	201.7	834.0	714.2	757.9	792.7
(판매비율)	38.9%	42.1%	33.6%	41.6%	33.7%	36.9%	33.9%	36.6%	36.4%	38.7%	35.2%	35.4%
영업이익	29.7	19.6	78.7	20.5	89.9	53.3	85.9	72.7	311.5	148.5	301.9	321.6
(YoY)	-71.6%	-31.0%	-13.2%	-76.6%	202.6%	172.5%	9.2%	254.6%	-0.8%	-52.3%	103.3%	6.5%
(OPM)	6.1%	5.1%	15.1%	4.5%	16.0%	10.9%	15.6%	13.2%	13.6%	8.1%	14.0%	14.4%
한국(별도)	18.4	23.1	19.4	20.3	23.5	21.2	19.7	24.2	78.7	81.3	88.5	90.8
(OPM)	10.6%	13.3%	11.5%	11.3%	13.0%	12.1%	11.5%	13.1%	11.6%	11.7%	12.4%	12.5%
중국(Pan Orion)	-4.9	-14.1	46.8	-8.5	48.5	21.4	52.6	36.9	198.6	19.2	159.4	168.0
(OPM)	-2.1%	-10.0%	16.2%	-4.3%	16.4%	8.8%	17.0%	13.0%	14.8%	2.2%	14.1%	14.4%
베트남(OFV)	12.0	6.6	9.1	8.6	14.3	7.2	10.7	10.8	26.5	36.3	43.0	50.9
(OPM)	19.5%	13.4%	18.1%	14.0%	21.5%	14.1%	19.8%	16.1%	13.0%	16.3%	18.0%	18.8%
러시아(OIE)	4.1	4.0	4.0	2.1	3.6	3.5	3.6	2.8	7.7	14.2	13.5	14.4
(OPM)	23.2%	21.2%	20.3%	9.9%	19.1%	17.3%	16.5%	12.0%	12.6%	18.4%	16.0%	15.8%
연결조정	0.0	0.0	-0.6	-1.9	0.0	0.0	-0.6	-1.9	0.0	-2.5	-2.5	-2.5
세전이익			79.6	18.0	85.7	49.2	81.8	68.6			289.2	309.2
당기순이익			60.7	11.8	65.0	37.3	62.0	52.0			219.2	234.4
지배주주순이익			59.1	12.4	65.0	37.3	62.0	52.0			219.2	234.4
(YoY)							4.9%	320.5%				6.9%
현지 통화 기준 매출 성장률												
중국(Pan Orion)	-32.3%	-43.9%	-17.2%	-42.2%	24.1%	65.6%	6.3%	41.4%	4.3%	-33.2%	29.1%	3.0%
베트남(OFV)	12.4%	33.1%	20.3%	14.7%	20.0%	15.0%	15.0%	15.0%	21.5%	18.7%	16.4%	13.0%
러시아(OIE)	6.7%	21.6%	15.6%	11.1%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	12.8%	13.5%	11.0%	8.0%

자료: 오리온, 키움증권 리서치

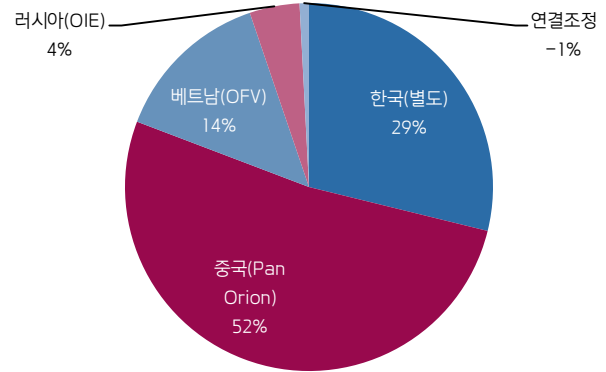
주: 1) 2Q17까지의 실적은 분할 전 제과 사업 기준

지역별 영업이익 추이 및 전망



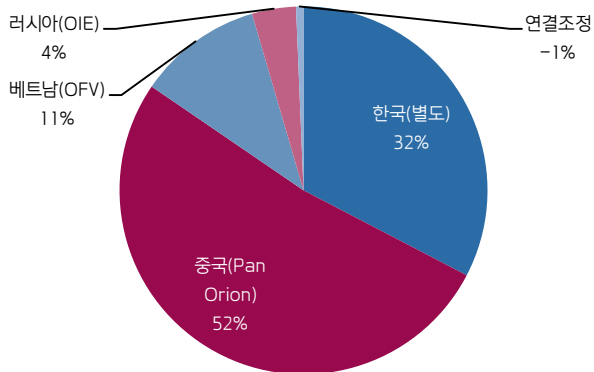
자료: 오리온, 키움증권 리서치

지역별 영업이익 비중(2018E 기준)



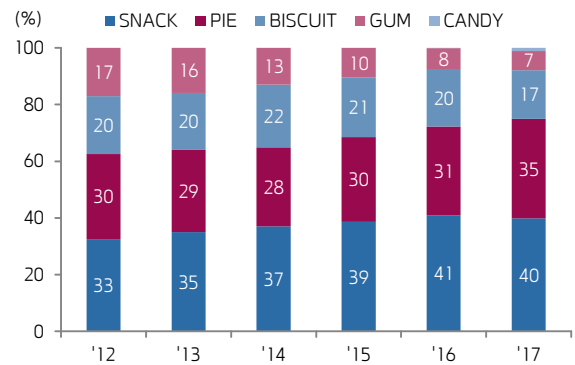
자료: 키움증권 리서치

지역별 매출 비중(2018E 기준)



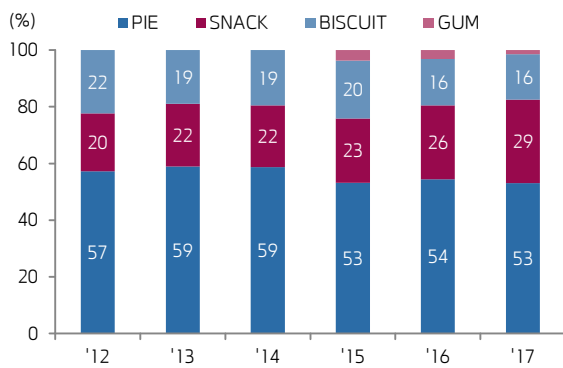
자료: 키움증권 리서치

중국 제품별 매출 비중 추이



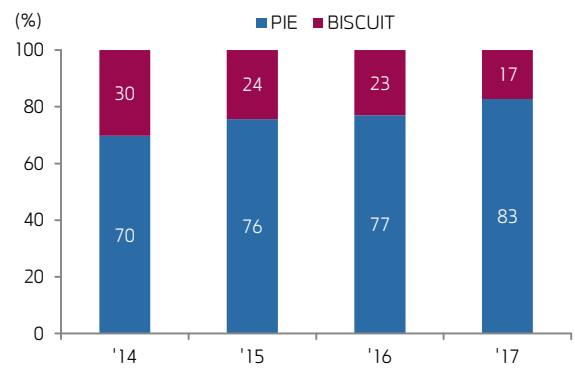
자료: 오리온, 키움증권 리서치

베트남 제품별 매출 비중 추이



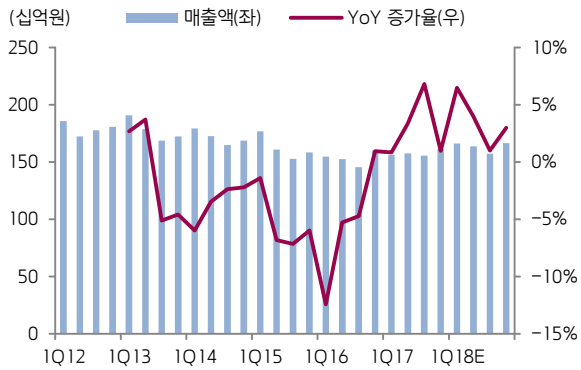
자료: 오리온, 키움증권 리서치

러시아 제품별 매출 비중 추이



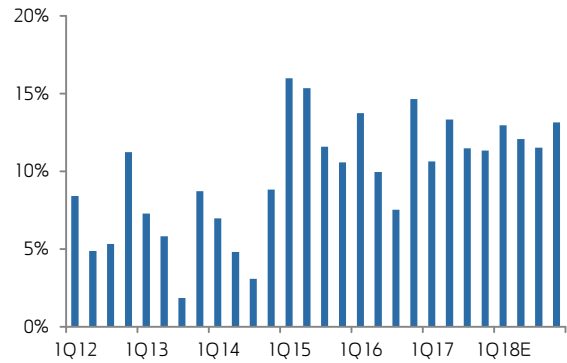
자료: 오리온, 키움증권 리서치

한국 내수 매출액 추이 및 전망



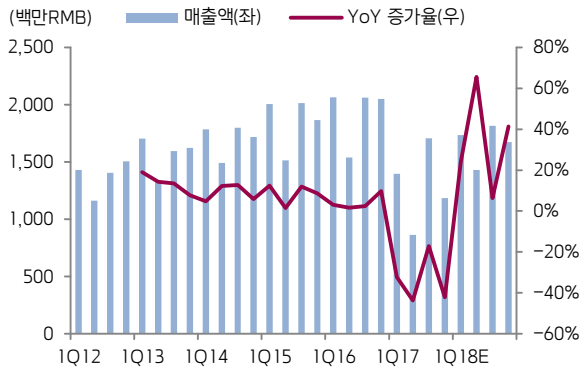
자료: 오리온, 키움증권 리서치

한국 법인 OPM 추이 및 전망



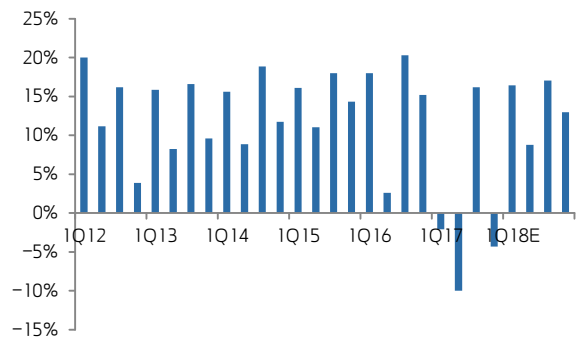
자료: 오리온, 키움증권 리서치

중국 법인 매출액 추이 및 전망(현지통화 기준)



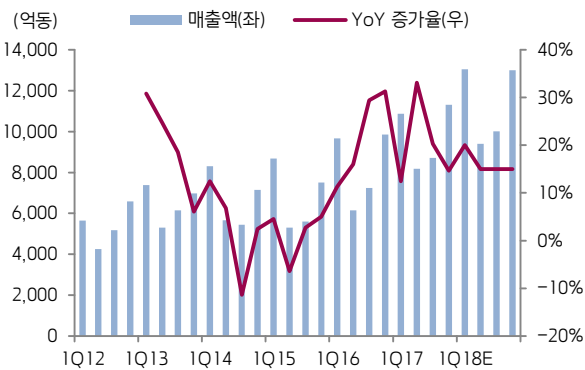
자료: 오리온, 키움증권 리서치

중국 법인 OPM 추이 및 전망



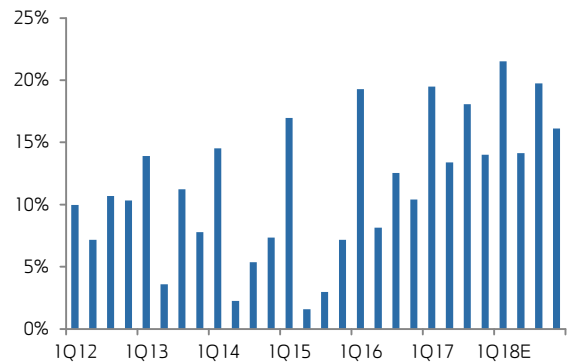
자료: 오리온, 키움증권 리서치

베트남 내수 매출액 추이 및 전망(현지통화 기준)



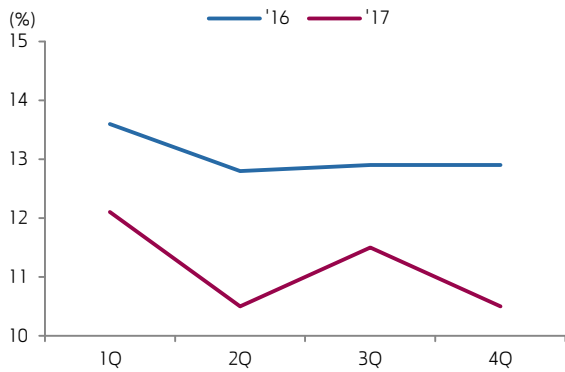
자료: 오리온, 키움증권 리서치

베트남 법인 OPM 추이 및 전망



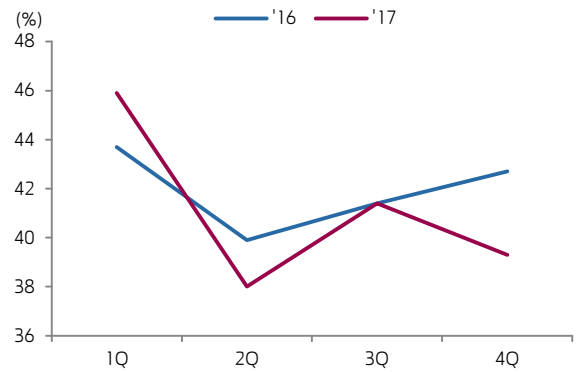
자료: 오리온, 키움증권 리서치

중국 4개 카테고리 합산 기준 MS 추이



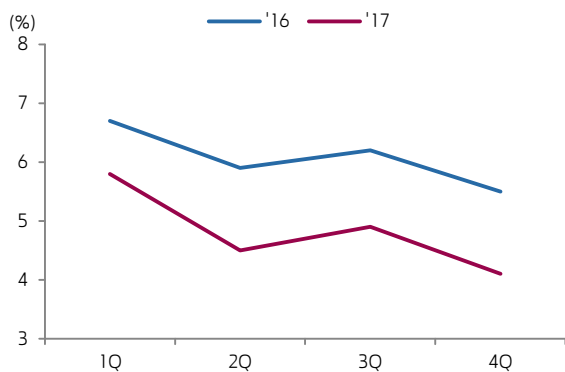
자료: 오리온, 키움증권 리서치(Sell out 기준)

중국 파이 MS 추이



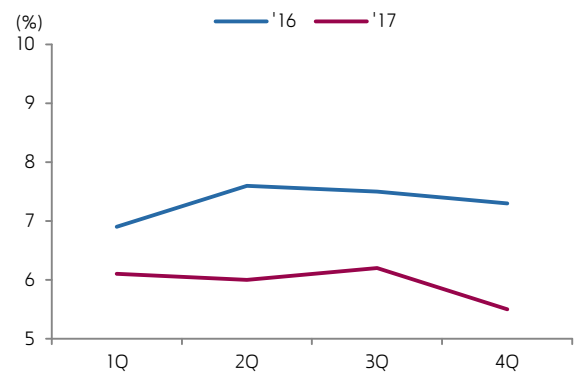
자료: 오리온, 키움증권 리서치(Sell out 기준)

중국 껌 MS 추이



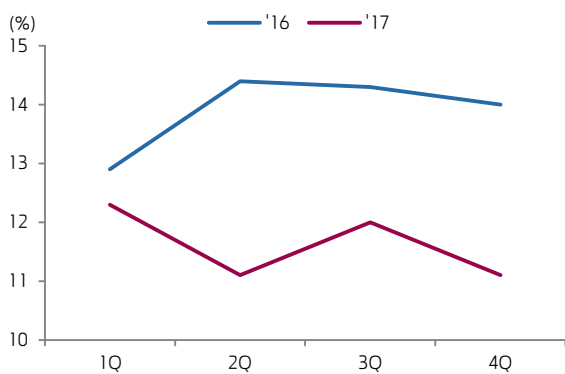
자료: 오리온, 키움증권 리서치(Sell out 기준)

중국 비스킷 MS 추이



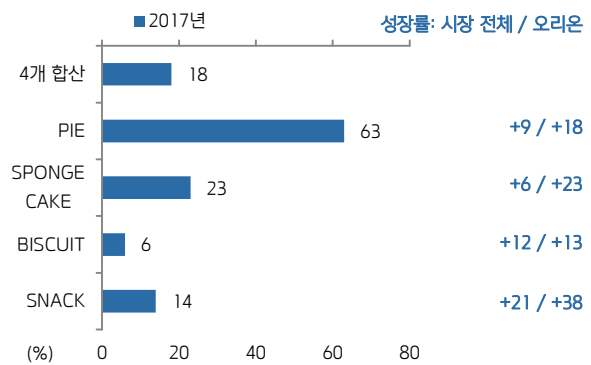
자료: 오리온, 키움증권 리서치(Sell out 기준)

중국 스낵 MS 추이



자료: 오리온, 키움증권 리서치(Sell out 기준)

베트남 카테고리별 MS 비교



자료: 오리온, 키움증권 리서치(Sell out 기준)

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	-	-	11,172	21,516	22,381
매출원가	-	-	5,878	10,918	11,238
매출총이익	-	-	5,295	10,598	11,143
판매비및일반관리비	-	-	4,218	7,579	7,927
영업이익(보고)	-	-	1,077	3,019	3,216
영업이익(핵심)	-	-	1,077	3,019	3,216
영업외손익	-	-	-23	-127	-124
이자수익	-	-	42	74	77
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	-	-	4	0	0
법인세차감전이익	-	-	1,054	2,892	3,092
법인세비용	-	-	275	700	748
유효법인세율 (%)	-	-	26.1%	24.2%	24.2%
당기순이익	-	-	778	2,192	2,344
지배주주지분순이익(억원)	-	-	767	2,192	2,344
EBITDA	-	-	1,731	4,098	4,295
현금순이익(Cash Earnings)	-	-	1,432	3,271	3,423
수정당기순이익	-	-	755	2,192	2,344
증감율(% YoY)	-	-	-	-	-
매출액	-	-	N/A	92.6	4.0
영업이익(보고)	-	-	N/A	180.4	6.5
영업이익(핵심)	-	-	N/A	180.4	6.5
EBITDA	-	-	N/A	136.8	4.8
지배주주지분 당기순이익	-	-	N/A	185.7	6.9
EPS	-	-	N/A	185.7	6.9
수정순이익	-	-	N/A	190.3	6.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-	-	-	3,200	3,362
당기순이익	-	-	-	2,192	2,344
감가상각비	-	-	-	1,052	1,052
무형자산상각비	-	-	-	27	27
외환손익	-	-	-	0	0
자산처분손익	-	-	-	0	0
지분법손익	-	-	-	0	0
영업활동자산부채 증감	-	-	-	-71	-60
기타	-	-	-	0	0
투자활동현금흐름	-	-	-	-1,656	-1,732
투자자산의 처분	-	-	-	-52	-50
유형자산의 처분	-	-	-	0	0
유형자산의 취득	-	-	-	-1,600	-1,680
무형자산의 처분	-	-	-	0	0
기타	-	-	-	-4	-2
재무활동현금흐름	-	-	-	-1,802	-93
단기차입금의 증가	-	-	-	0	0
장기차입금의 증가	-	-	-	-1,723	0
자본의 증가	-	-	-	0	0
배당금지급	-	-	-	-237	-237
기타	-	-	-	158	144
현금및현금성자산의순증가	-	-	-	-258	1,538
기초현금및현금성자산	-	-	-	1,271	1,012
기말현금및현금성자산	-	-	-	1,012	2,550
Gross Cash Flow	-	-	-	3,271	3,423
Op Free Cash Flow	-	-	-	1,696	1,776

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
유동자산	-	-	5,614	5,587	7,308
현금및현금성자산	-	-	1,271	1,012	2,550
유동금융자산	-	-	1,195	1,248	1,298
매출채권및유동채권	-	-	1,802	1,904	1,981
재고자산	-	-	1,314	1,388	1,444
기타유동비금융자산	-	-	31	34	36
비유동자산	-	-	18,243	18,794	19,417
장기매출채권및기타비유동채권	-	-	469	495	515
투자자산	-	-	218	218	218
유형자산	-	-	17,227	17,775	18,403
무형자산	-	-	289	262	235
기타비유동자산	-	-	39	43	45
자산총계	-	-	23,857	24,381	26,725
유동부채	-	-	6,263	4,673	4,767
매입채무및기타유동채무	-	-	2,031	2,152	2,238
단기차입금	-	-	1,348	1,348	1,348
유동성장기차입금	-	-	2,725	1,002	1,002
기타유동부채	-	-	159	172	179
비유동부채	-	-	3,595	3,753	3,898
장기매입채무및비유동채무	-	-	0	0	0
사채및장기차입금	-	-	2,921	2,921	2,921
기타비유동부채	-	-	674	832	976
부채총계	-	-	9,858	8,427	8,664
자본금	-	-	198	198	198
주식발행초과금	-	-	5,981	5,981	5,981
이익잉여금	-	-	773	2,735	4,847
기타자본	-	-	6,646	6,646	6,646
지배주주지분자본총계	-	-	13,598	15,560	17,672
비지배주주지분자본총계	-	-	401	394	388
자본총계	-	-	13,999	15,954	18,061
순차입금	-	-	4,528	3,011	1,423
총차입금	-	-	6,994	5,271	5,271

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
주당지표(원)	-	-	-	-	-
EPS	-	-	1,941	5,545	5,928
BPS	-	-	34,397	39,359	44,702
주당EBITDA	-	-	4,377	10,365	10,863
CFPS	-	-	3,623	8,274	8,658
DPS	-	-	600	600	600
주가배수(배)	-	-	-	-	-
PER	-	-	53.8	19.8	18.6
PBR	-	-	3.0	2.8	2.5
EV/EBITDA	-	-	26.8	11.3	10.5
PCFR	-	-	28.8	13.3	12.7
수익성(%)	-	-	-	-	-
영업이익률(보고)	-	-	9.6	14.0	14.4
영업이익률(핵심)	-	-	9.6	14.0	14.4
EBITDA margin	-	-	15.5	19.0	19.2
순이익률	-	-	7.0	10.2	10.5
자기자본이익률(ROE)	-	-	5.6	14.6	13.8
투자자본이익률(ROIC)	-	-	4.2	11.9	12.3
안정성(%)	-	-	-	-	-
부채비율	-	-	70.4	52.8	48.0
순차입금비용	-	-	32.3	18.9	7.9
이자보상배율(배)	-	-	9.1	15.1	16.1
활동성(배)	-	-	-	-	-
매출채권회전율	-	-	6.2	11.6	11.5
재고자산회전율	-	-	8.5	15.9	15.8
매입채무회전율	-	-	5.5	10.3	10.2

Compliance Notice

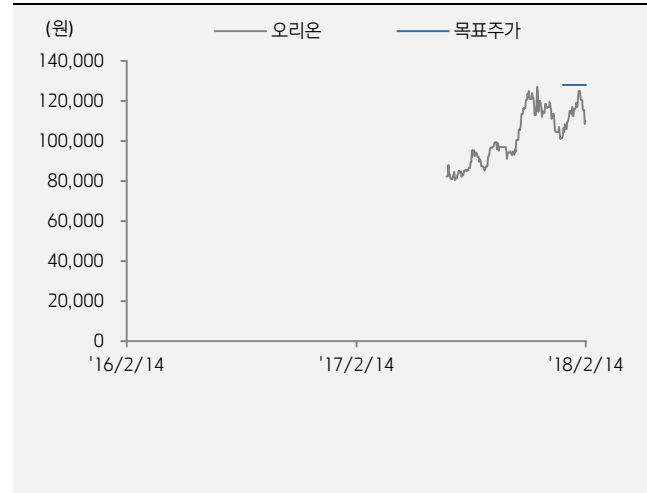
- 당사는 2월 13일 현재 '오리온 (271560)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
오리온 (271560)	2018/01/08	BUY(Initiate)	128,000원	6개월	-16.99	-14.45
	2018/01/16	BUY(Maintain)	128,000원	6개월	-10.72	-2.34
	2018/02/14	BUY(Maintain)	128,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 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%