



BUY(Maintain)

목표주가: 181,000원 (상향)

주가(6/15): 149,000원

시가총액: 58,905억원



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

Stock Data

KOSPI (6/15)	2,404.04pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	149,000원
등락률	0.00%
수익률	절대
1M	19.2%
6M	27.4%
1Y	N/A
	상대
	21.9%
	31.5%
	N/A

Company Data

발행주식수	39,534천주
일평균 거래량(3M)	92천주
외국인 지분율	40.54%
배당수익률(18E)	0.40%
BPS(18E)	38,163원
주요 주주	오리온홀딩스 외
	45.3%

투자지표

(억원, IFRS **)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	-	11,172	20,127	21,790
보고영업이익	-	1,074	3,081	3,687
핵심영업이익	-	1,074	3,081	3,687
EBITDA	-	1,732	4,250	4,885
세전이익	-	1,051	2,955	3,606
순이익	-	767	2,252	2,734
지배주주지분순이익	-	756	2,236	2,734
EPS(원)	-	1,912	5,655	6,915
증감률(%YoY)	-	N/A	195.8	22.3
PER(배)	-	54.7	26.3	21.5
PBR(배)	-	3.2	3.9	3.3
EV/EBITDA(배)	-	26.8	14.7	12.3
보고영업이익률(%)	-	9.6	15.3	16.9
핵심영업이익률(%)	-	9.6	15.3	16.9
ROE(%)	-	5.7	15.6	16.4
순부채비율(%)	-	33.3	21.2	7.4

Price Trend



기업분석

오리온 (271560)

신제품으로 매대 장악력 확대 전망



오리온은 중국법인 신제품(꼬북칩/혼다칩 등)의 호조로 매대 장악력이 최소 15% 확대될 것으로 판단된다. 또한, 한국법인은 생크림파이, 꼬북칩 등 신제품 성과로 점유율이 상승하고, 베트남법인은 높은 제과시장 성장률에 신제품 효과가 맞물리면서 이익 고성장이 지속될 것으로 기대된다.

>> 중국법인, 신제품으로 매대 장악력 15% 확대 전망

오리온 중국법인의 신제품이 출시 초기에 호조를 보일 것으로 기대된다. 5월 중순에 중국 현지에 출시한 꼬북칩(浪里个浪), 혼다칩(混搭脆)의 양호한 초기 반응으로, 신제품 라인이 6~7월부터 Full Capa 가동이 가능할 것으로 판단된다. 두 신제품의 합산 월 Capa는 매출액 기준으로 약 100억원 수준이다. 현재 중국법인의 월 평균 매출액이 700억원 수준임을 감안한다면, 신제품 효과에 힘입어 매대 장악력이 15% 증가하는 셈이다. 만약, 올해 신제품 매출이 호조를 보인다면, 중국 제과 시장의 규모를 감안했을 때, 꼬북칩과 혼다칩의 Capa가 내년에 두 배로 증설될 가능성이 높으며, 중국 제과 시장 내 MS가 본격적으로 상승할 것으로 판단된다.

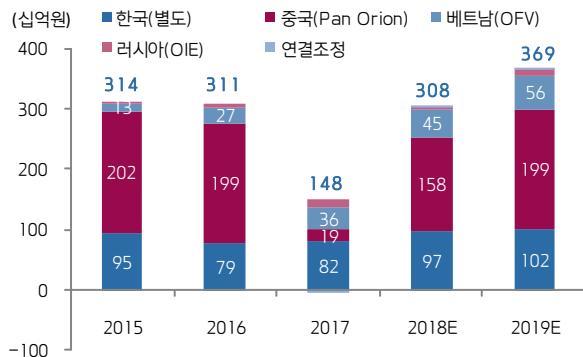
>> 돋보이는 제품 경쟁력으로 점유율 확대 기대

오리온은 돋보이는 신제품 성과로 한국, 중국, 베트남 시장에서 점유율을 확대해 나갈 것으로 판단된다. 한국은 꼬북칩, 생크림파이 등 신제품 매출 비중 확대로 Product Mix가 개선되고, 중국은 꼬북칩, 혼다칩, 주력 제품 플레이어 이스텐션으로 매출 성장률이 제고될 전망이다. 베트남은 소득 수준 성장으로 대도시의 매대 회전율이 상승하면서, 신제품 출시 효과가 극대화 될 전망이다. 특히, 고래밥, 감자스낵, 고소미 등의 판매 호조가 매출 성장에 기여가 클 것으로 기대된다. 이를 통해, 경쟁사 대비 매출 성장률이 아웃퍼퓸 하면서, 밸류에이션 프리미엄 확대 구간에 진입할 것으로 기대된다.

>> 투자의견 BUY, 목표주가 18.1만원으로 상향

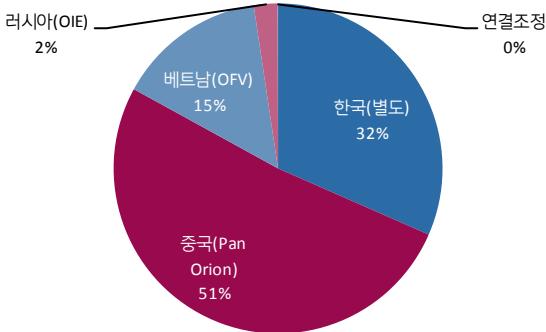
오리온에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 18.1만원으로 상향한다(EPS 참조기간 및 Target PER 변경). 동사는 사드 이슈에 따른 중국 법인의 부진에서 벗어나, 돋보이는 신제품 성과로 한국, 중국, 베트남 시장에서 매대 장악력을 확대하고 있다. 이로 인해, 시장 점유율이 상승하고, 실적 가시성이 확보되면서, 경쟁사 대비 밸류에이션 프리미엄이 확대될 것으로 기대된다.

지역별 영업이익 추이 및 전망



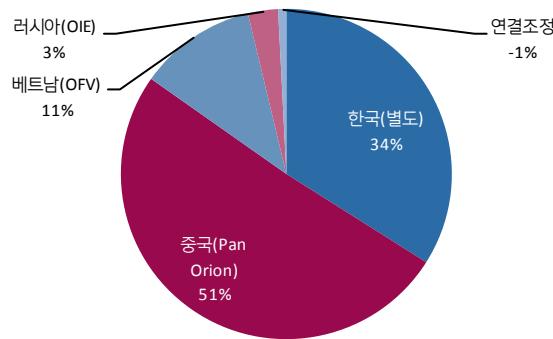
자료: 오리온, 키움증권 리서치

지역별 영업이익 비중(2018E 기준)



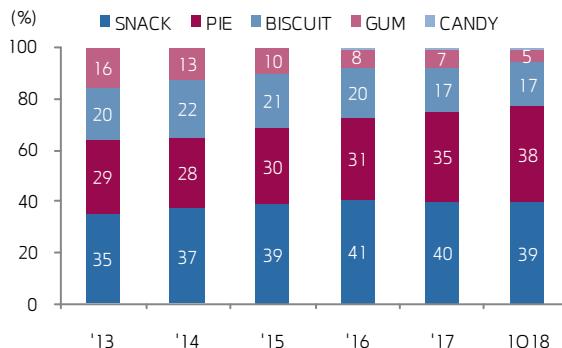
자료: 키움증권 리서치

지역별 매출 비중(2018E 기준)



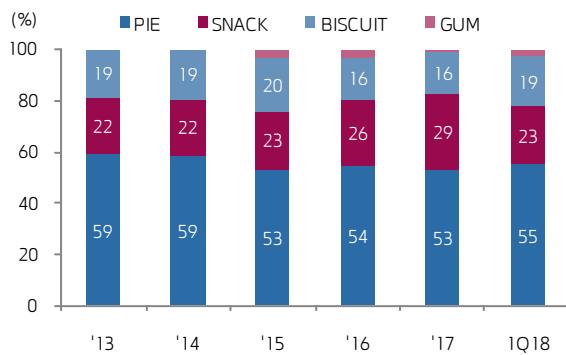
자료: 키움증권 리서치

중국 제품별 매출 비중 추이



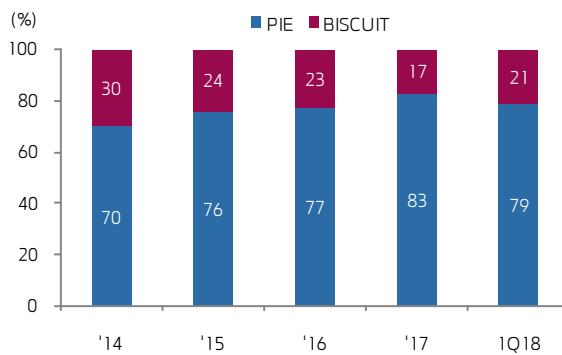
자료: 오리온, 키움증권 리서치

베트남 제품별 매출 비중 추이



자료: 오리온, 키움증권 리서치

러시아 제품별 매출 비중 추이



자료: 오리온, 키움증권 리서치

중국 신제품: 꼬북칩(浪里个浪)



¥7.90

자료: Tmall

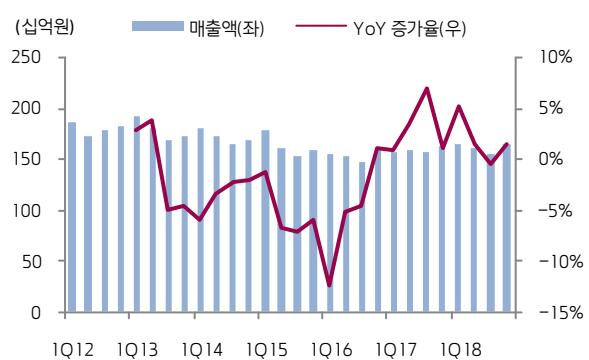
중국 신제품: 혼다칩(混搭脆)



¥6.50

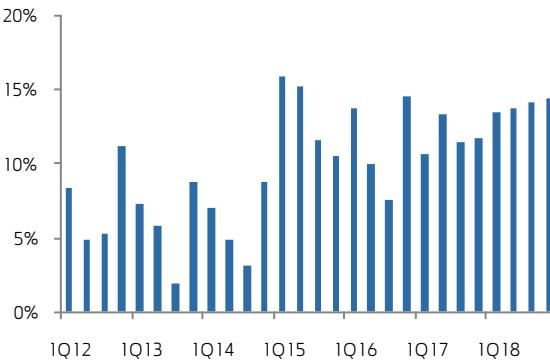
자료: Tmall

한국 내수 매출액 추이 및 전망



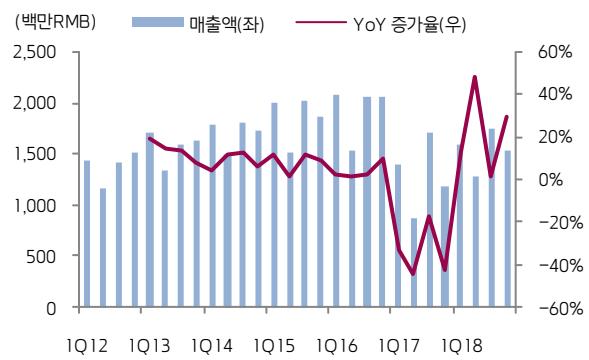
자료: 오리온, 키움증권 리서치

한국 법인 OPM 추이 및 전망



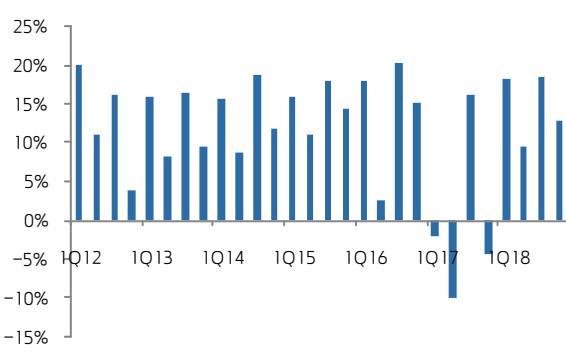
자료: 오리온, 키움증권 리서치

중국 법인 매출액 추이 및 전망(현지통화 기준)



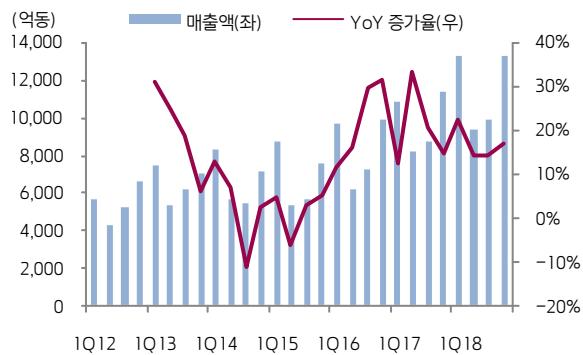
자료: 오리온, 키움증권 리서치

중국 법인 OPM 추이 및 전망



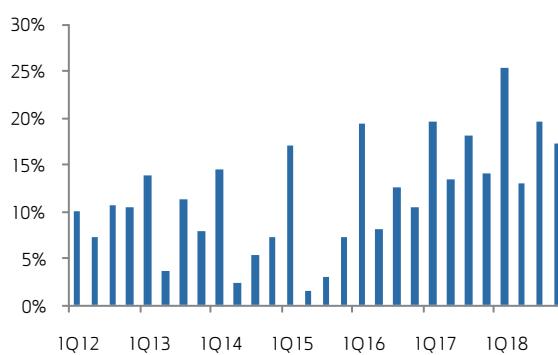
자료: 오리온, 키움증권 리서치

베트남 내수 매출액 추이 및 전망(현지통화 기준)



자료: 오리온, 키움증권 리서치

베트남 법인 OPM 추이 및 전망



자료: 오리온, 키움증권 리서치

한국에 상장된 중국 소비 관련주 주가 추이(1)



자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

한국에 상장된 중국 소비 관련주 주가 추이(2)



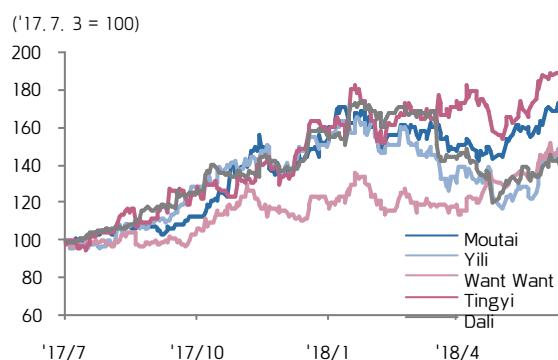
자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

중국/홍콩에 상장된 소비재 주가 추이(1)



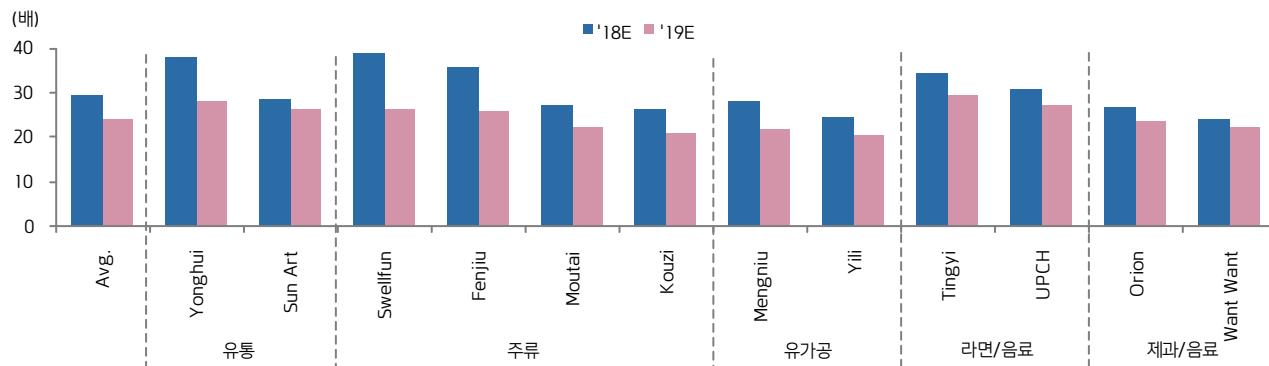
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국/홍콩에 상장된 소비재 주가 추이(2)



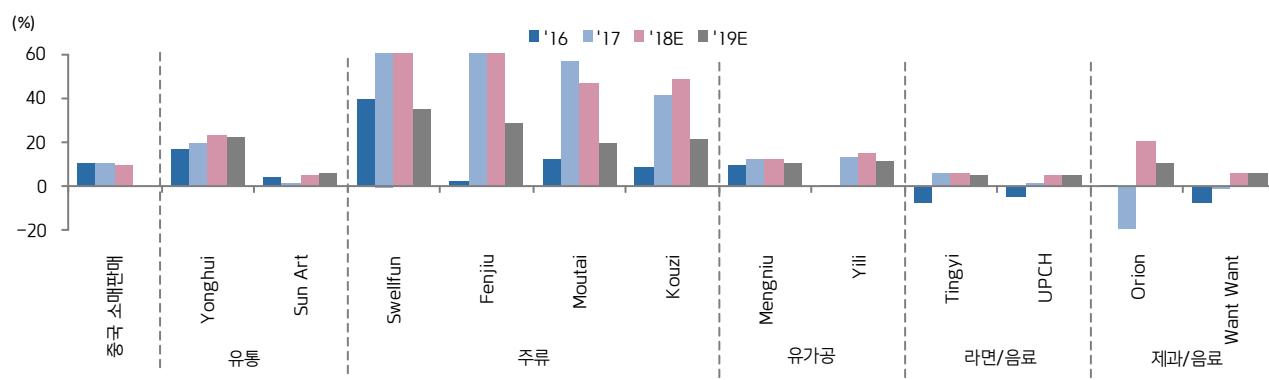
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 소비자 Forward PER 현황



자료: Bloomberg(6/15 종가 기준)

중국 소매판매 증가율과 중국 소비자 매출 성장을 추이 및 전망



자료: Bloomberg(6/15 종가 기준)

주: 1) 중국 소매판매 증가율의 2018년 수치는 1~5월 누계 기준 성장을임. 2019년은 생략

오리온 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 실액원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	487.7	383.1	522.1	451.0	516.3	453.0	525.9	517.5	1,844.0	2,012.7	2,179.0
(YoY)	-21.9%	-22.6%	-8.3%	-25.1%	5.8%	18.2%	0.7%	14.7%	-19.5%	9.1%	8.3%
한국(별도)	173.3	173.7	169.3	175.3	177.6	171.6	168.3	177.4	691.5	694.9	707.8
(YoY)	-0.3%	4.2%	5.6%	-1.9%	2.5%	-1.2%	-0.6%	1.2%	1.8%	0.5%	1.8%
중국(Pan Orion)	234.9	141.5	288.7	198.1	266.3	217.0	295.0	260.6	863.2	1,038.9	1,152.0
(YoY)	-37.9%	-48.0%	-17.1%	-43.0%	13.4%	53.4%	2.2%	31.6%	-35.9%	20.4%	10.9%
베트남(OFV)	61.8	49.0	50.4	61.2	67.4	50.2	51.7	65.8	222.4	235.0	266.6
(YoY)	5.1%	15.6%	10.8%	5.8%	9.0%	2.3%	2.7%	7.5%	8.7%	5.7%	13.4%
러시아(OIE)	17.7	18.9	19.8	20.9	10.8	14.2	16.9	18.1	77.4	60.1	69.0
(YoY)	29.6%	35.3%	28.0%	15.5%	-38.8%	-24.8%	-14.5%	-13.4%	26.4%	-22.3%	14.7%
연결조정	0.0	0.0	-6.0	-4.5	-5.9	0.0	-6.0	-4.5	-10.5	-16.4	-16.4
영업이익	29.7	19.6	78.7	20.3	93.6	52.2	91.2	71.1	148.2	308.1	368.7
(YoY)	-71.6%	-31.0%	-13.2%	-76.9%	215.3%	166.7%	15.9%	250.6%	-52.4%	107.9%	19.7%
(OPM)	6.1%	5.1%	15.1%	4.5%	18.1%	11.5%	17.3%	13.7%	8.0%	15.3%	16.9%
한국(별도)	18.4	23.1	19.4	20.6	24.0	23.7	23.9	25.8	81.6	97.4	101.7
(OPM)	10.6%	13.3%	11.5%	11.8%	13.5%	13.8%	14.2%	14.5%	11.8%	14.0%	14.4%
중국(Pan Orion)	-4.9	-14.1	46.8	-8.5	48.9	20.5	55.1	33.9	19.2	158.4	198.8
(OPM)	-2.1%	-10.0%	16.2%	-4.3%	18.4%	9.5%	18.7%	13.0%	2.2%	15.2%	17.3%
베트남(OFV)	12.0	6.6	9.1	8.6	17.1	6.5	10.1	11.4	36.3	45.1	55.7
(OPM)	19.5%	13.4%	18.1%	14.0%	25.4%	13.0%	19.5%	17.3%	16.3%	19.2%	20.9%
러시아(OIE)	4.1	4.0	4.0	2.1	0.4	1.4	2.7	2.6	14.2	7.2	12.5
(OPM)	23.2%	21.2%	20.3%	9.9%	4.0%	10.1%	16.1%	14.2%	18.4%	11.9%	18.1%
연결조정	0.0	0.0	-0.6	-2.4	3.2	0.0	-0.6	-2.4	-3.1	0.1	0.1
세전이익			79.6	17.7	87.5	50.0	89.4	68.6		296.9	357.9
당기순이익			60.7	10.7	67.5	37.9	67.8	52.0		226.3	271.3
지배주주순이익			59.1	11.2	65.9	37.9	67.8	52.0		224.7	271.3
(YoY)							14.7%	362.6%			20.7%
현지 통화 기준 매출 성장률											
중국(Pan Orion)	-32.3%	-43.9%	-17.2%	-42.2%	13.0%	48.1%	1.6%	29.4%	-33.2%	18.9%	10.6%
베트남(OFV)	12.4%	33.1%	20.3%	14.7%	22.2%	13.9%	13.9%	16.8%	18.7%	17.0%	13.0%
러시아(OIE)	6.7%	21.6%	15.6%	11.1%	-36.2%	-15.0%	-5.0%	-5.0%	13.5%	-14.4%	16.7%

자료: 오리온, 키움증권 리서치

주: 1) 2Q17까지의 실적은 분할 전 제과 사업 기준

2) 한국법인은 회계기준 변경효과로 매출성장률이 실질성장률을 대비 약 3.5%p 정도 낮게 나타나는 것으로 추산

오리온 목표주가 변경 내역

예상 EPS(원)	6.915	'19E EPS
Target PER(배)	26.2	Yili, Mengniu, Want Want, Tingyi, UPCH 의 평균 PER
목표주가(원)	181,000	천원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	-	11,172	20,127	21,790	23,229
매출원가	-	5,935	11,005	11,622	12,094
매출총이익	-	5,237	9,121	10,168	11,134
판매비및일반관리비	-	4,163	6,040	6,481	6,912
영업이익(보고)	-	1,074	3,081	3,687	4,222
영업이익(핵심)	-	1,074	3,081	3,687	4,222
영업외손익	-	-24	-127	-81	-75
이자수익	-	44	76	82	88
배당금수익	-	0	0	0	0
외환이익	-	65	0	0	0
이자비용	-	116	202	163	163
외환손실	-	41	0	0	0
관계기업지분법손익	-	-3	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-	42	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-	-6	0	0	0
기타	-	-9	0	0	0
법인세차감전이익	-	1,051	2,955	3,606	4,147
법인세비용	-	284	703	873	1,004
유효법인세율 (%)	-	27.0%	23.8%	24.2%	24.2%
당기순이익	-	767	2,252	2,734	3,143
지배주주지분순이익(억원)	-	756	2,236	2,734	3,143
EBITDA	-	1,732	4,250	4,885	5,455
현금순이익(Cash Earnings)	-	1,425	3,421	3,932	4,376
수정당기순이익	-	740	2,252	2,734	3,143
증감율(% YoY)	-				
매출액	-	N/A	80.1	8.3	6.6
영업이익(보고)	-	N/A	186.8	19.7	14.5
영업이익(핵심)	-	N/A	186.8	19.7	14.5
EBITDA	-	N/A	145.4	14.9	11.7
지배주주지분 당기순이익	-	N/A	195.8	22.3	15.0
EPS	-	N/A	195.8	22.3	15.0
수정순이익	-	N/A	204.1	21.4	15.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-	1,932	3,007	3,813	4,274
당기순이익	-	767	2,252	2,734	3,143
감가상각비	-	642	1,143	1,174	1,208
무형자산상각비	-	16	27	24	25
외환손익	-	-29	0	0	0
자산처분손익	-	89	0	0	0
지분법손익	-	3	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-	281	-414	-118	-102
기타	-	163	0	0	0
투자활동현금흐름	-	-170	-2,256	-1,776	-1,847
투자자산의 처분	-	549	-656	-96	-83
유형자산의 처분	-	148	0	0	0
유형자산의 취득	-	-898	-1,600	-1,680	-1,764
무형자산의 처분	-	-11	0	0	0
기타	-	41	0	0	0
재무활동현금흐름	-	-1,553	-886	-1,227	-193
단기차입금의 증가	-	-2,541	0	-1,044	0
장기차입금의 증가	-	997	-670	0	0
자본의 증가	-	0	0	0	0
배당금지급	-	0	-237	-237	-237
기타	-	-9	21	55	44
현금및현금성자산의순증가	-	183	-134	810	2,233
기초현금및현금성자산	-	833	1,016	882	1,692
기말현금및현금성자산	-	1,016	882	1,692	3,925
Gross Cash Flow	-	1,651	3,421	3,932	4,376
Op Free Cash Flow	-	815	1,504	2,195	2,567

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	-	4,575	5,161	6,324	8,864
현금및현금성자산	-	1,016	882	1,692	3,925
유동금융자산	-	509	1,167	1,264	1,347
매출채권및유동채권	-	1,457	1,781	1,928	2,056
재고자산	-	1,507	1,298	1,406	1,499
기타유동비금융자산	-	85	32	35	37
비유동자산	-	18,005	18,430	18,950	19,514
장기매출채권및기타비유동채권	-	467	463	501	534
투자자산	-	242	239	239	239
유형자산	-	16,728	17,185	17,691	18,247
무형자산	-	524	497	473	448
기타비유동자산	-	45	45	45	45
자산총계	-	22,580	23,590	25,274	28,378
유동부채	-	5,230	4,205	3,338	3,491
매입채무및기타유동채무	-	2,316	2,013	2,179	2,323
단기차입금	-	1,044	1,044	0	0
유동성장기차입금	-	1,659	989	989	989
기타유동부채	-	210	160	170	180
비유동부채	-	3,901	3,922	3,976	4,020
장기매입채무및비유동채무	-	1	0	0	0
사채및장기차입금	-	3,294	3,294	3,294	3,294
기타비유동부채	-	606	627	682	726
부채총계	-	9,131	8,127	7,314	7,511
자본금	-	198	198	198	198
주식발행초과금	-	5,981	5,981	5,981	5,981
이익잉여금	-	762	2,767	5,269	8,180
기타자본	-	6,141	6,141	6,141	6,141
지배주주지분자본총계	-	13,082	15,087	17,589	20,501
비지배주주지분자본총계	-	367	376	371	366
자본총계	-	13,449	15,464	17,960	20,866
순차입금	-	4,472	3,278	1,328	-989
총차입금	-	5,997	5,327	4,283	4,283

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	-	1,912	5,655	6,915	7,951
BPS	-	33,092	38,163	44,493	51,856
주당EBITDA	-	4,382	10,751	12,357	13,799
CFPS	-	3,604	8,653	9,945	11,070
DPS	-	600	600	600	600
주가배수(배)					
PER	-	54.7	26.3	21.5	18.7
PBR	-	3.2	3.9	3.3	2.9
EV/EBITDA	-	26.8	14.7	12.3	10.6
PCFR	-	29.0	17.2	15.0	13.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-	9.6	15.3	16.9	18.2
영업이익률(핵심)	-	9.6	15.3	16.9	18.2
EBITDA margin	-	15.5	21.1	22.4	23.5
순이익률	-	6.9	11.2	12.5	13.5
자기자본이익률(ROE)	-	5.7	15.6	16.4	16.2
투하자본이익률(ROIC)	-	4.4	12.7	14.6	16.2
안정성(%)					
부채비율	-	67.9	52.6	40.7	36.0
순차입금비율	-	33.3	21.2	7.4	-4.7
이자보상배율(배)	-	9.3	15.2	22.7	25.9
활동성(배)					
매출채권회전율	-	7.7	12.4	11.7	11.7
재고자산회전율	-	7.4	14.3	16.1	16.0
매입채무회전율	-	4.8	9.3	10.4	10.3

Compliance Notice

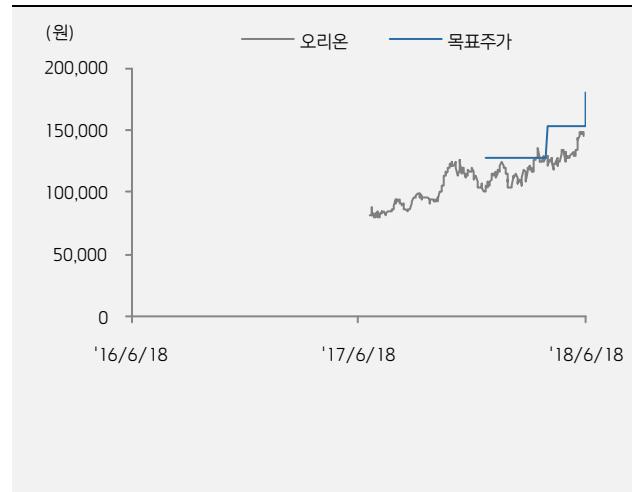
- 당사는 6월 15일 현재 '오리온 (271560)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접으로 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					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	-8.90	5.86
	2018/04/17	BUY(Maintain)	153,000원	6개월	-17.49	-12.75
	2018/05/16	BUY(Maintain)	153,000원	6개월	-16.86	-12.75
	2018/05/28	BUY(Maintain)	153,000원	6개월	-13.95	-2.61
	2018/06/18	BUY(Maintain)	181,000원	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 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%