



BUY(Maintain)

목표주가: 181,000원

주가(7/12): 148,500원

시가총액: 58,707억원



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

Stock Data

KOSPI (7/12)	2,285.06pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	155,000원
등락률	-4.19%
수익률	절대
1M	0.0%
6M	40.1%
1Y	77.8%
	상대
	8.0%
	53.1%
	86.1%

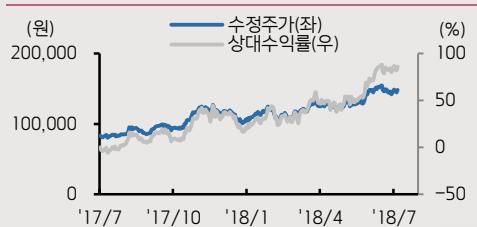
Company Data

발행주식수	39,534천주
일평균 거래량(3M)	118천주
외국인 지분율	41.40%
배당수익률(18E)	0.40%
BPS(18E)	38,171원
주요 주주	오리온홀딩스 외
	45.3%

투자지표

(억원, IFRS **)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	-	11,172	20,190	21,888
보고영업이익	-	1,074	3,085	3,661
핵심영업이익	-	1,074	3,085	3,661
EBITDA	-	1,732	4,254	4,859
세전이익	-	1,051	2,959	3,581
순이익	-	767	2,255	2,714
자체주주지분순이익	-	756	2,239	2,714
EPS(원)	-	1,912	5,663	6,866
증감률(%YoY)	-	N/A	196.2	21.2
PER(배)	-	54.7	26.2	21.6
PBR(배)	-	3.2	3.9	3.3
EV/EBITDA(배)	-	26.8	14.7	12.4
보고영업이익률(%)	-	9.6	15.3	16.7
핵심영업이익률(%)	-	9.6	15.3	16.7
ROE(%)	-	5.7	15.6	16.2
순부채비율(%)	-	33.3	21.2	7.5

Price Trend



실적 Preview

오리온 (271560)

견조한 신제품 성과 지속



오리온의 2분기 연결기준 영업이익은 527억원(+170% YoY)으로 전망된다. 중국에서 꼬북칩, 혼다칩의 월 매출이 60억대로 진입한 가운데, 한국/베트남 법인의 신제품 매출도 견조한 상황으로 판단된다. 따라서, 내년에도 올해의 신제품 성과를 바탕으로, 양호한 매출 성장률을 시현할 것으로 기대된다.

>> 2Q18 연결기준 영업이익 527억원 전망

오리온의 2분기 연결기준 영업이익은 527억원(+170% YoY)으로 전망된다. 한국은 꼬북칩, 생크림파이, 돌아온 썬과 같은 신제품 매출의 호조로 인해, 내수 제과 매출이 +4~5% 정도 성장할 것으로 기대된다. 중국은 신제품 출시(꼬북칩/혼다칩), 기존 제품 플레이버 익스텐션(초코파이/감자스낵) 등을 통해, 2분기 매출 2천억원 이상, OPM 10% 수준을 기대한다. 베트남은 중동 수출 부진으로 매출 성장률이 한 자릿수대로 둔화되나, 현지 통화 기준 내수 제과 매출은 제과 시장 호조와 파이 중심의 매출 확대로 10% 이상의 성장이 가능할 것으로 판단된다. 러시아는 서부 주요 도시의 딜러 구조조정으로 인해, 2분기 매출이 -15% 정도 역성할 것으로 추산되나(현지 통화 기준), 1분기 보다 개선된 영업이익률이 가능하고, 하반기부터는 매출 역성장 폭도 많이 완화될 것으로 기대된다.

>> 신제품 중심의 매대 확장 전략 지속

한국은 기존 신제품 매출 성장과 신사업 확대(마켓오 네이처/초코파이 하우스)로 올해 연간 매출은 +3% 이상 성장할 것으로 기대된다. 중국은 꼬북칩과 혼다칩의 월 매출이 60억대로 진입한 가운데, 시간이 지날수록 채널 침투율 확대가 기대되고, 대추류를 활용한 제품을 통해 견과류 시장에 진입할 예정이다. 베트남은 소득 수준 성장에 따른 제과 시장 성장으로 라인 증설을 지속하고 있으며, 하반기부터 쌀과자 시장에 진입할 예정이다. 이와 같은 신제품 중심의 라인 증설과 매대 확장 전략으로 인해, 동사는 올해 3천억원 이상의 영업이익을 달성할 것으로 기대된다.

>> 투자의견 BUY, 목표주가 18.1만원 유지

오리온에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 18.1만원을 유지한다. 동사는 한국, 중국, 베트남에서 경쟁력 있는 신제품 출시로 매대 확장을 지속하고 있다. 이러한 신제품 성과를 바탕으로 내년에도 견조한 매출 성장이 지속될 것으로 기대된다.

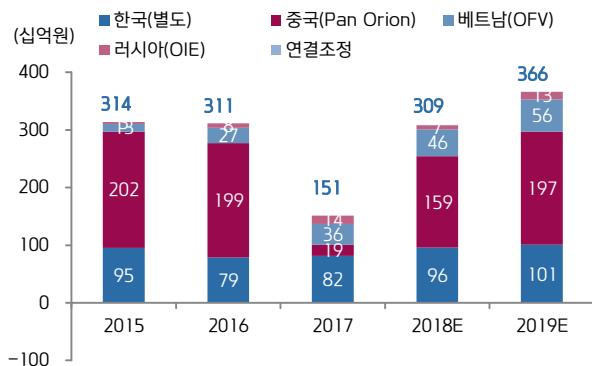
오리온 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 실액원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	487.7	383.1	522.1	451.0	516.3	448.1	530.3	524.3	1,854.5	2,019.0	2,188.8
(YoY)	-21.9%	-22.6%	-8.3%	-25.1%	5.8%	17.0%	1.6%	16.3%	-19.1%	8.9%	8.4%
한국(오리온 별도)	173.3	173.7	169.3	175.3	177.6	176.7	171.5	180.8	691.5	706.6	721.3
(YoY)	-0.3%	4.2%	5.6%	-1.9%	2.5%	1.7%	1.3%	3.2%	1.8%	2.2%	2.1%
중국(Pan Orion)	234.9	141.5	288.7	198.1	266.3	206.8	295.0	260.6	863.2	1,028.7	1,140.3
(YoY)	-37.9%	-48.0%	-17.1%	-43.0%	13.4%	46.1%	2.2%	31.6%	-35.9%	19.2%	10.8%
베트남(OVF)	61.8	49.0	50.4	61.2	67.4	50.4	52.7	67.1	222.4	237.6	271.8
(YoY)	5.1%	15.6%	10.8%	5.8%	9.0%	2.9%	4.6%	9.7%	8.7%	6.8%	14.4%
러시아(OIE)	17.7	18.9	19.8	20.9	10.8	14.2	17.1	20.2	77.4	62.4	71.8
(YoY)	29.6%	35.3%	28.0%	15.5%	-38.8%	-25.0%	-13.5%	-3.2%	26.4%	-19.3%	15.0%
연결조정	0.0	0.0	-6.0	-4.5	-5.9	0.0	-6.0	-4.5	0.0	-16.4	-16.4
매출총이익	219.6	180.9	254.3	202.2	236.0	201.9	243.1	230.6	866.0	911.6	1,015.9
(GPM)	45.0%	47.2%	48.7%	44.8%	45.7%	45.1%	45.8%	44.0%	46.7%	45.2%	46.4%
판관비	189.9	161.3	175.6	181.9	142.4	149.2	152.6	158.9	714.7	603.1	649.8
(판관비율)	38.9%	42.1%	33.6%	40.3%	27.6%	33.3%	28.8%	30.3%	38.5%	29.9%	29.7%
영업이익	29.7	19.6	78.7	20.3	93.6	52.7	90.5	71.7	151.3	308.5	366.1
(YoY)	-71.6%	-31.0%	-13.2%	-76.9%	215.3%	169.5%	15.0%	253.2%	-51.4%	103.9%	18.7%
(OPM)	6.1%	5.1%	15.1%	4.5%	18.1%	11.8%	17.1%	13.7%	8.2%	15.3%	16.7%
한국(오리온 별도)	18.4	23.1	19.4	20.6	24.0	23.1	23.9	24.8	81.6	95.8	100.7
(OPM)	10.6%	13.3%	11.5%	11.8%	13.5%	13.1%	14.0%	13.7%	11.8%	13.6%	14.0%
중국(Pan Orion)	-4.9	-14.1	46.8	-8.5	48.9	20.6	54.2	34.9	19.2	158.7	196.6
(OPM)	-2.1%	-10.0%	16.2%	-4.3%	18.4%	10.0%	18.4%	13.4%	2.2%	15.4%	17.2%
베트남(OVF)	12.0	6.6	9.1	8.6	17.1	7.5	10.3	11.6	36.3	46.5	55.8
(OPM)	19.5%	13.4%	18.1%	14.0%	25.4%	14.9%	19.5%	17.2%	16.3%	19.6%	20.5%
러시아(OIE)	4.1	4.0	4.0	2.1	0.4	1.4	2.8	2.9	14.2	7.5	12.9
(OPM)	23.2%	21.2%	20.3%	9.9%	4.0%	10.1%	16.1%	14.1%	18.4%	12.0%	18.0%
연결조정	0.0	0.0	-0.6	-2.4	3.2	0.0	-0.6	-2.4	0.0	0.1	0.1
세전이익			79.6	17.7	87.5	50.5	88.8	69.1		295.9	358.1
당기순이익			60.7	10.7	67.5	38.3	67.3	52.4		225.5	271.4
지배주주순이익			59.1	11.2	65.9	38.3	67.3	52.4		223.9	271.4
(YoY)							13.8%	366.5%			21.2%
현지 통화 기준 매출 성장률											
중국(Pan Orion)	-32.3%	-43.9%	-17.2%	-42.2%	13.0%	41.4%	1.6%	29.4%	-33.2%	17.7%	10.5%
베트남 내수(OVF 내수)	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%	-11.7%	16.4%

자료: 오리온, 키움증권 리서치

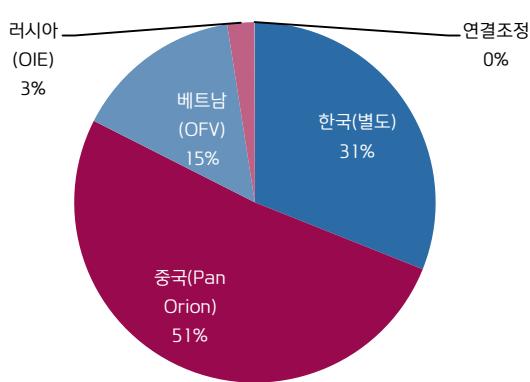
주: 1) 2Q17까지의 실적은 분할 전 제과 사업 기준

지역별 영업이익 추이 및 전망



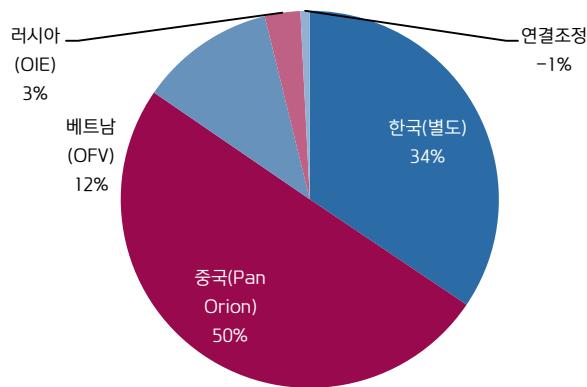
자료: 오리온, 키움증권 리서치

지역별 영업이익 비중(2018E 기준)



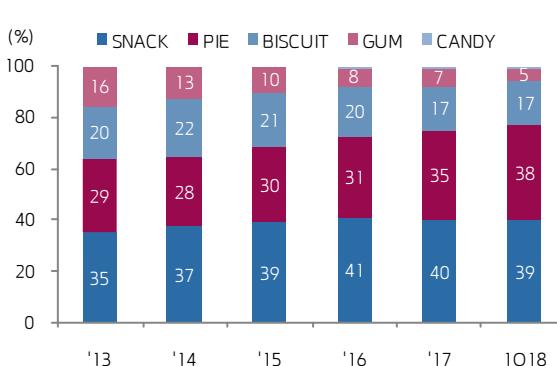
자료: 키움증권 리서치

지역별 매출 비중(2018E 기준)



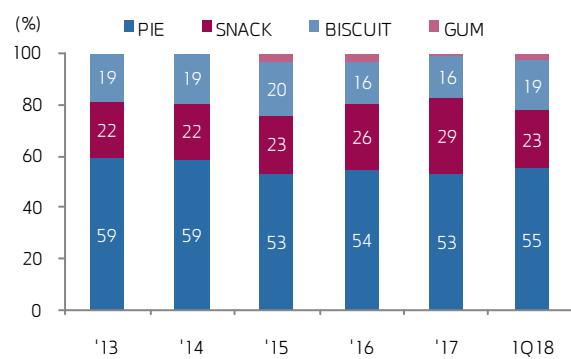
자료: 키움증권 리서치

중국 제품별 매출 비중 추이



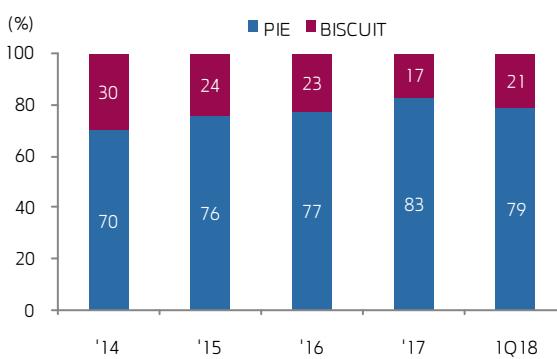
자료: 오리온, 키움증권 리서치

베트남 제품별 매출 비중 추이



자료: 오리온, 키움증권 리서치

러시아 제품별 매출 비중 추이



자료: 오리온, 키움증권 리서치

중국 신제품: 꼬북칩(浪里个浪)



¥7.90

자료: Tmall

중국 신제품: 혼다칩(混搭脆)



¥6.50

자료: Tmall

한국 신사업: 마켓오 네이처(간편대용식)



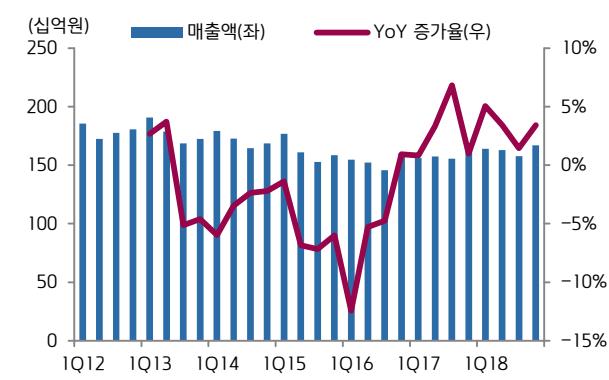
자료: 언론보도, 오리온

한국 신사업: 초코파이 하우스



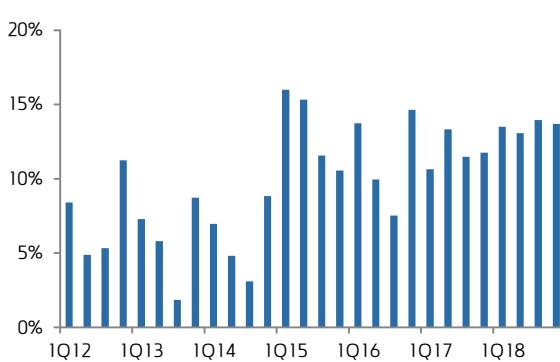
자료: 언론보도, 오리온

한국 내수 매출액 추이 및 전망



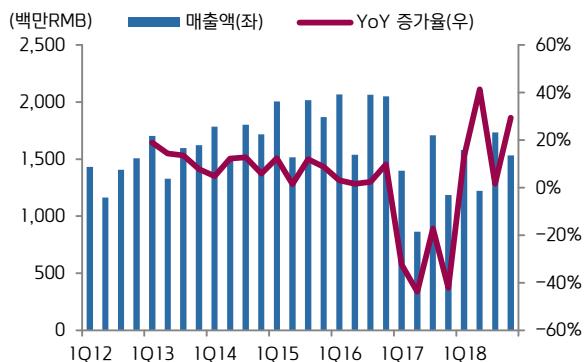
자료: 오리온, 키움증권 리서치

한국 법인 OPM 추이 및 전망



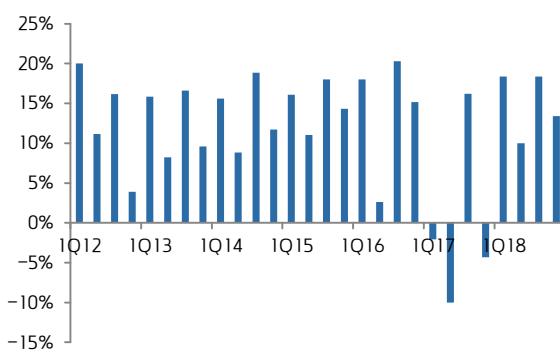
자료: 오리온, 키움증권 리서치

중국 법인 매출액 추이 및 전망(현지통화 기준)



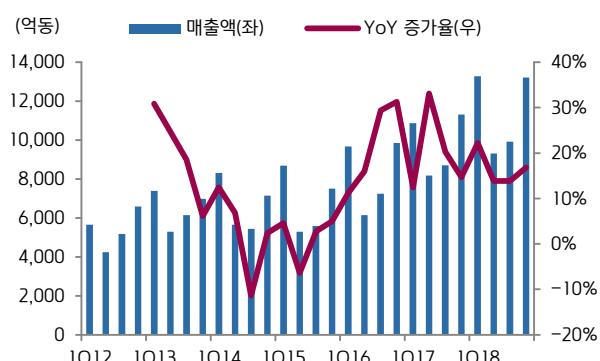
자료: 오리온, 키움증권 리서치

중국 법인 OPM 추이 및 전망



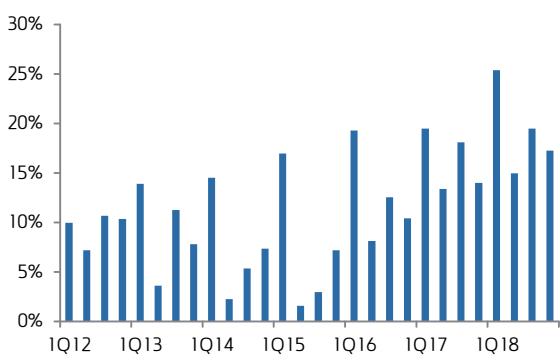
자료: 오리온, 키움증권 리서치

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)



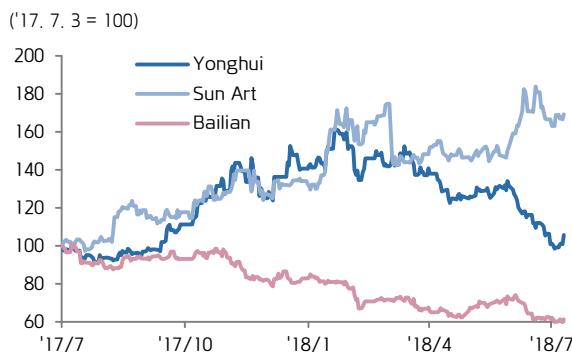
자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

한국에 상장된 중국 소비 관련주 주가 추이(2)



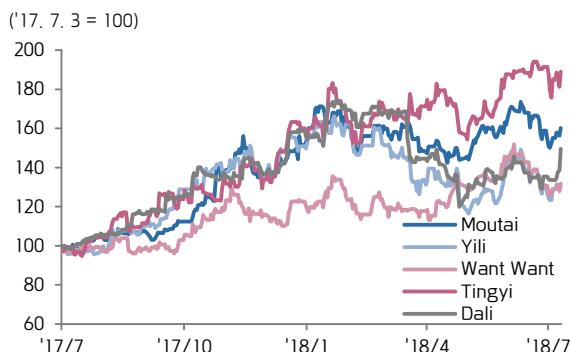
자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

중국/홍콩에 상장된 소비재 주가 추이(1)



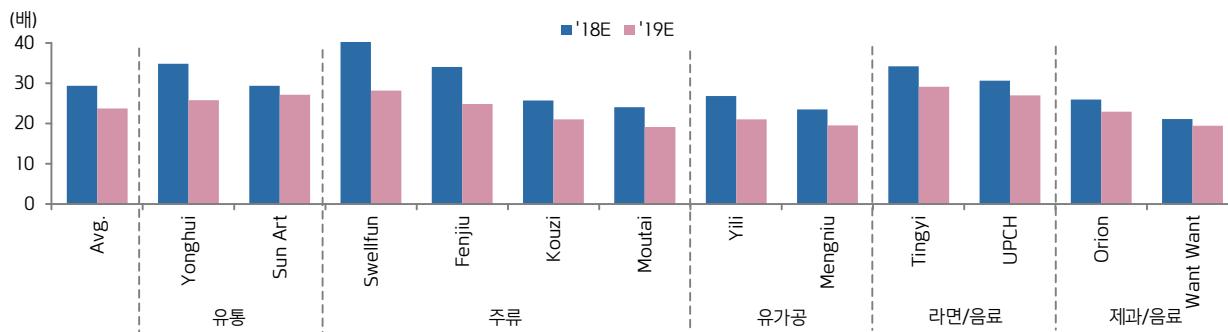
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국/홍콩에 상장된 소비재 주가 추이(2)



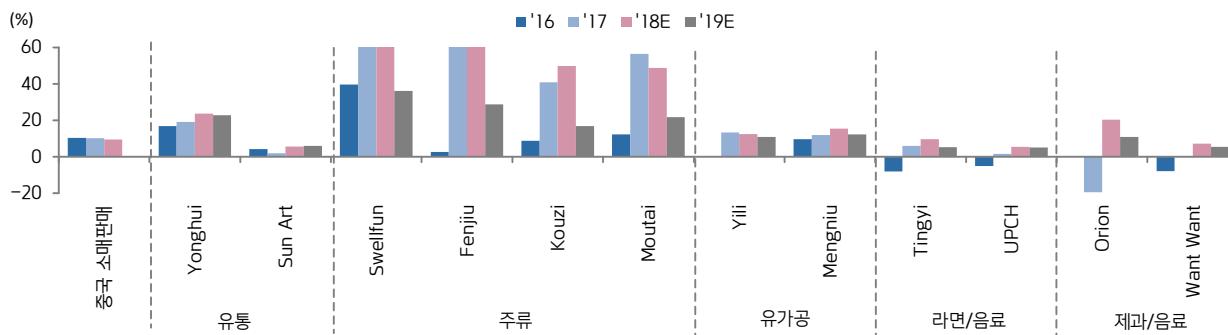
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 소비재 Forward PER 현황



자료: Bloomberg(7/12 종가 기준)

중국 소매판매 증가율과 중국 소비재 매출 성장률 추이 및 전망



자료: Bloomberg(7/12 종가 기준)

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

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	-	11,172	20,190	21,888	23,388
매출원가	-	5,935	11,074	11,729	12,284
매출총이익	-	5,237	9,116	10,159	11,104
판매비및일반관리비	-	4,163	6,031	6,498	6,948
영업이익(보고)	-	1,074	3,085	3,661	4,156
영업이익(핵심)	-	1,074	3,085	3,661	4,156
영업외손익	-	-24	-126	-80	-75
이자수익	-	44	76	83	88
배당금수익	-	0	0	0	0
외환이익	-	65	0	0	0
이자비용	-	116	202	163	163
외환손실	-	41	0	0	0
관계기인지분법손익	-	-3	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-	42	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-	-6	0	0	0
기타	-	-9	0	0	0
법인세차감전이익	-	1,051	2,959	3,581	4,081
법인세비용	-	284	704	867	988
유효법인세율 (%)	-	27.0%	23.8%	24.2%	24.2%
당기순이익	-	767	2,255	2,714	3,093
지배주주지분순이익(억원)	-	756	2,239	2,714	3,093
EBITDA	-	1,732	4,254	4,859	5,388
현금순이익(Cash Earnings)	-	1,425	3,424	3,912	4,326
수정당기순이익	-	740	2,255	2,714	3,093
증감율(% YoY)	-				
매출액	-	N/A	80.7	8.4	6.9
영업이익(보고)	-	N/A	187.2	18.7	13.5
영업이익(핵심)	-	N/A	187.2	18.7	13.5
EBITDA	-	N/A	145.6	14.2	10.9
지배주주지분 당기순이익	-	N/A	196.2	21.2	14.0
EPS	-	N/A	196.2	21.2	14.0
수정순이익	-	N/A	204.5	20.4	14.0

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	-	4,575	5,171	6,319	8,815
현금및현금성자산	-	1,016	879	1,666	3,843
유동금융자산	-	509	1,171	1,270	1,356
매출채권및유동채권	-	1,457	1,787	1,937	2,070
재고자산	-	1,507	1,303	1,412	1,509
기타유동비금융자산	-	85	32	35	37
비유동부자산	-	18,005	18,431	18,952	19,518
장기매출채권및기타비유동채권	-	467	464	503	538
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	23,602	25,271	28,333
유동부채	-	5,230	4,212	3,348	3,508
매입채무및기타유동채무	-	2,316	2,019	2,189	2,339
단기차입금	-	1,044	1,044	0	0
유동성장기차입금	-	1,659	989	989	989
기타유동부채	-	210	160	171	181
비유동부채	-	3,901	3,923	3,979	4,025
장기매입채무및비유동채무	-	1	0	0	0
사채및장기차입금	-	3,294	3,294	3,294	3,294
기타비유동부채	-	606	629	685	731
부채총계	-	9,131	8,135	7,327	7,533
자본금	-	198	198	198	198
주식발행초과금	-	5,981	5,981	5,981	5,981
이익잉여금	-	762	2,770	5,253	8,114
기타자본	-	6,141	6,141	6,141	6,141
지배주주지분자본총계	-	13,082	15,090	17,573	20,434
비지배주주지분자본총계	-	367	376	371	366
자본총계	-	13,449	15,467	17,944	20,800
순차입금	-	4,472	3,278	1,348	-916
총차입금	-	5,997	5,327	4,283	4,283

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-	1,932	3,006	3,792	4,220
당기순이익	-	767	2,255	2,714	3,093
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	-418	-121	-107
기타	-	163	0	0	0
투자활동현금흐름	-	-170	-2,259	-1,778	-1,851
투자자산의 처분	-	549	-659	-98	-87
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	-884	-1,226	-191
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	23	56	46
현금및현금성자산의순증가	-	183	-137	787	2,177
기초현금및현금성자산	-	833	1,016	879	1,666
기말현금및현금성자산	-	1,016	879	1,666	3,843
Gross Cash Flow	-	1,651	3,424	3,912	4,326
Op Free Cash Flow	-	815	1,502	2,172	2,512

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	-	1,912	5,663	6,866	7,825
BPS	-	33,092	38,171	44,452	51,689
주당EBITDA	-	4,382	10,762	12,291	13,630
CFPS	-	3,604	8,661	9,896	10,943
DPS	-	600	600	600	600
주가배수(배)					
PER	-	54.7	26.2	21.6	19.0
PBR	-	3.2	3.9	3.3	2.9
EV/EBITDA	-	26.8	14.7	12.4	10.7
PCFR	-	29.0	17.1	15.0	13.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-	9.6	15.3	16.7	17.8
영업이익률(핵심)	-	9.6	15.3	16.7	17.8
EBITDA margin	-	15.5	21.1	22.2	23.0
순이익률	-	6.9	11.2	12.4	13.2
자기자본이익률(ROE)	-	5.7	15.6	16.2	16.0
투하자본이익률(ROIC)	-	4.4	12.8	14.5	15.9
안정성(%)	-				
부채비율	-	67.9	52.6	40.8	36.2
순차입금비율	-	33.3	21.2	7.5	-4.4
이자보상배율(배)	-	9.3	15.2	22.5	25.5
활동성(배)					
매출채권회전율	-	7.7	12.4	11.8	11.7
재고자산회전율	-	7.4	14.4	16.1	16.0
매입채무회전율	-	4.8	9.3	10.4	10.3

Compliance Notice

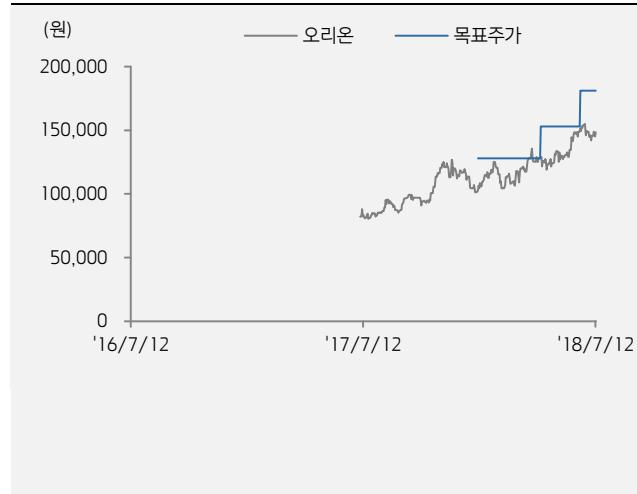
- 당사는 7월 12일 현재 '오리온 (271560)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)		
					평균 주가대비	최고 주가대비	최저 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	-13.58	-2.61	
	2018/06/18	BUY(Maintain)	181,000원	6개월	-17.87	-14.36	
	2018/07/13	BUY(Maintain)	181,000원				

*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 (2017/07/01~2018/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160	95.24%
중립	6	3.57%
매도	2	1.19%