

BUY(Maintain)

오리온(271560)

다시 빛날 별

• 현재주가(9/18) 103,000원 • 목표주가 160,000원

춘절 시점 차이에 따른 매출 부진 우려로 인한, 최근의 주가 조정은 저가 매수 기회로 판단된다. 중국 제과 시장 성장률이 반등하고 있는 가운데, 동사는 적극적인 신제품 출시를 통해 매출 성장률을 개선하고 있기 때문이다. 올해 투입된 신제품 초기 투자 비용을 감안한다면, 내년에는 영업레버리지 효과가 더욱 강하게 나타날 수 있다. 바야흐로 오리온이 다시 빛날 시점이다.



오리온 (271560)



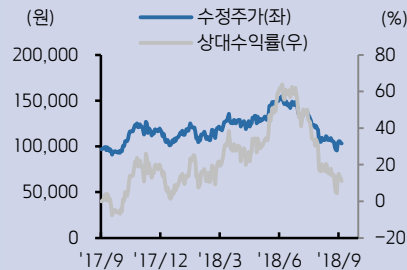
Stock Data

KOSPI (9/18)	2,308.98pt		
시가총액(억원)	40,720억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	155,000원	91,000원	
최고/최저가 대비 등락율	-33.55%	13.19%	
수익률	절대	상대	
	1M	-1.9%	-4.5%
	6M	-14.2%	-7.3%
	1Y	6.2%	11.2%

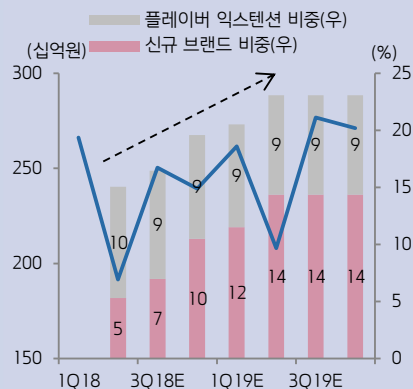
Company Data

발행주식수(천주)	39,534천주	
일평균 거래량(3M)	138천주	
외국인 지분율	40.52%	
배당수익률(18.E)	0.97%	
BPS(18.E)	37,562원	
주요 주주	오리온홀딩스 외	43.8%
	국민연금공단	7.1%
매출구성(18.E)	중국 제과	48.7%
	한국 제과	36.4%

Price Trend



중국 신제품 매출 비중 추이 및 전망



Contents

Summary

- > 중국 신제품 비중 확대로 구조적 성장 모멘텀 보유 3
- > 중국 제과 시장 성장률도 반등 국면 진입 3
- > 투자의견 BUY, 목표주가 16만원 제시 3

I. 중국 법인 신제품 효과 기대 4

- > 신제품 비중 확대에 주목 4
- > 2019년 영업레버리지 효과 본격화 전망 8

II. 중국 제과 시장도 반등 흐름 10

- > 중국 제과 시장 성장률 반등하기 시작 10
- > 중국 경쟁사 동향: 전반적으로 매출 성장률 개선 흐름 11

III. 실적 전망 및 투자전략 14

- > 2018년 하반기 실적 전망 14
- > 2019년 실적 전망 및 투자전략 16

Compliance Notice

- > 당사는 9월 18일 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.

Summary

>>> 중국 신제품 비중 확대로 구조적 성장 모멘텀 보유

꼬북칩/혼다칩과 같은 신규 브랜드의 성공적 출시와 플레이버 익스텐션 제품들의 성공적인 시장 안착으로 인해, **중국에서 신제품 매출 비중이 확대되고 있다**. 춘절 시점 차이에 기인한 재고조정 이슈로 분기별 매출 성장률의 등락은 있지만, RMB 기준 중국 매출 성장률은 올해 +10%(회계기준 변경효과 제외시 +17%), 내년 +9%로 기대된다. 특히, **내년에는 신제품 관련 고정비성 투자비의 증가가 제한적이기 때문에, 영업레버리지 효과가 더욱 강하게 나타날 것으로 전망된다**.

>>> 중국 제과 시장 성장률도 반등 국면 진입

중국 제과 시장 성장률은 2015년부터 +low single digit으로 하락하였으나, 작년 하반기부터 +mid single digit 수준으로 반등하고 있는 것으로 추산된다. 특히, 스낵이 +10% 수준의 성장세가 나오면서, 전체 시장 성장을 견인하고 있다. **오프라인 하이퍼마켓의 트래픽이 개선되고 있고, 오리온을 비롯한 모든 상위권 제과회사들의 2018년 매출 성장률이 2017년 대비 개선되는 흐름이 나타나고 있다**. 오리온의 매출이 사드 기저효과로 회복되고 있는 점을 감안한다면, 중국 제과 업황이 과거 대비 개선되고 있는 것으로 추산된다. 이에 따라, 적극적인 신제품 출시 활동을 통한 이익 성장이 용이할 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 16만원 제시

오리온에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 16만원을 제시한다. 동사는 춘절 재고 이슈와 신제품 초기 투자 비용으로 부진한 2분기 실적을 시현하면서, 최근 2~3개월 동안 주가가 조정을 받은 상황이다 (2019E PER 16.8x 수준). **동사는 중국 법인의 신제품 비중 확대로 구조적 이익 성장 모멘텀을 보유하고 있고, 중국 제과 업황도 개선되고 있기 때문에, EPS와 PER 상승이 동시에 가능한 구간으로 판단된다**.

투자지표, IFRS 연결	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	11,172	19,243	20,497	21,577
보고영업이익(억원)	1,074	2,780	3,288	3,568
핵심영업이익(억원)	1,074	2,780	3,288	3,568
EBITDA(억원)	1,732	3,894	4,420	4,733
세전이익(억원)	1,051	2,639	3,203	3,486
순이익(억원)	767	2,017	2,428	2,642
지배주주지분순이익(억원)	756	1,998	2,428	2,642
EPS(원)	1,912	5,055	6,141	6,683
증감율(%YoY)	N/A	164.4	21.5	8.8
PER(배)	54.7	20.4	16.8	15.4
PBR(배)	3.2	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA(배)	26.8	11.3	9.5	8.5
보고영업이익률(%)	9.6	14.4	16.0	16.5
핵심영업이익률(%)	9.6	14.4	16.0	16.5
ROE(%)	5.7	14.1	14.9	14.4
순부채비율(%)	33.3	19.1	7.9	-1.8

I. 중국 법인 신제품 효과 기대

>>> 신제품 비중 확대에 주목

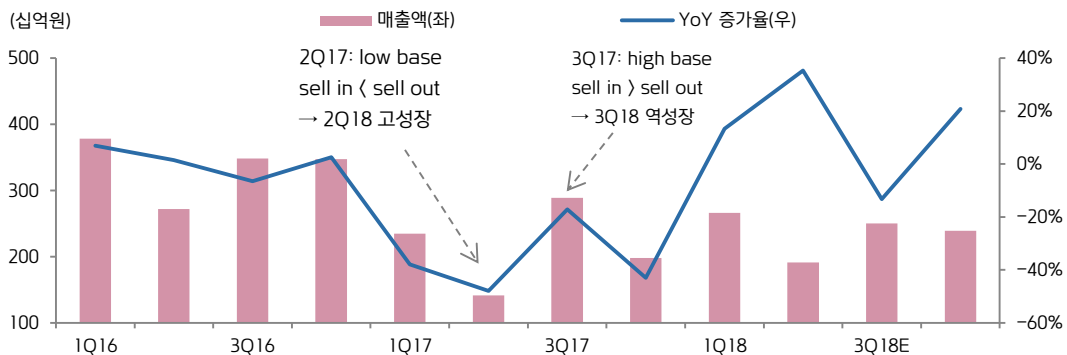
3분기 중국 매출 YoY 감소, 우려할 이유가 없다

최근 오리온의 주가가 약세를 보인 이유는, 시장에서 2분기 중국 법인 실적이 부진하면서, 3분기 중국 법인 매출이 전년동기 대비 감소할 것을 우려하고 있기 때문이다.

하지만, 3분기 중국 법인 매출을 전년동기와 비교하는 것은 크게 의미가 없는 것으로 판단된다. 2017년 3월 발생한 사드 이슈로 인해, 2017년 2분기에 Sell-out 대비 Sell-in 매출이 크게 부진하면서 유통채널의 재고가 비어 있는 상황이었으며, 2017년 3분기에 비어있는 매대를 채우면서 Sell-in 매출이 크게 발생했었기 때문이다. 따라서, 작년 3분기는 사드 영향으로 역기저가 있었던 분기이기 때문에, 올해 3분기 YoY 매출 감소를 동사의 펀더멘털 악화로 해석할 이유가 없다.

또한, 2분기 중국 법인의 실적 부진도 확대 해석할 이유가 없다. 올해는 춘절이 늦게 오면서(2/16), 춘절 관련 매출이 대체로 1분기에 잡힌 상황이다. 이에 따른 재고조정이 늦어지면서, 4~5월은 월별 Sell-in 매출이 약세를 보이는 시점이다. 그 이후, 6월부터 다시 채널로 제품이 나가는데, 3분기는 야외 활동이 늘어나고 국경절(10/1)을 앞두고 있어서, 월별 매출이 계속 증가하게 된다. 올해 춘절이 2015년과 유사한 점을 감안한다면, 올해 3분기 매출액이 전분기 대비 +30% 이상 성장하는 데 큰 무리가 없는 상황이다.

오리온 중국 매출: 2Q low base / 3Q high base



자료: 오리온, 키움증권 리서치

오리온 중국법인 매출 계절성 분석

연도/분기	매출액(백만 RMB)					YoY 증가율					QoQ 증가율			
	1Q	2Q	3Q	4Q	FY	1Q	2Q	3Q	4Q	FY	1Q	2Q	3Q	4Q
'12 (춘절/중추절)	1,432	1,162	1,405	1,506	5,505						-19%	21%		7%
	1/23		9/30											
'13 (춘절/중추절)	1,703	1,329	1,596	1,622	6,250	19%	14%	14%	8%	14%	13%	-22%	20%	2%
	2/10		9/19											
'14 (춘절/중추절)	1,784	1,492	1,800	1,718	6,795	5%	12%	13%	6%	9%	10%	-16%	21%	-5%
	1/31		9/8											
'15 (춘절/중추절)	2,005	1,515	2,016	1,868	7,403	12%	2%	12%	9%	9%	17%	-24%	33%	-7%
	2/19		9/27											
'16 (춘절/중추절)	2,066	1,539	2,063	2,050	7,718	3%	2%	2%	10%	4%	11%	-26%	34%	-1%
	2/8		9/15											
'17 (춘절/중추절)	1,398	864	1,708	1,185	5,155	-32%	-44%	-17%	-42%	-33%	-32%	-38%	98%	-31%
	1/28		10/4											
'18E (춘절/중추절)	1,580	1,130	1,517	1,451	5,678	13%	31%	-11%	22%	10%	33%	-28%	34%	-4%
	2/16		9/24											
'19E (춘절/중추절)	1,585	1,261	1,677	1,643	6,166	0%	12%	11%	13%	9%	9%	-20%	33%	-2%
	2/5		9/13											

자료: 오리온, 키움증권 리서치

주: 1) 매년 10/1 국경절이기 때문에, 매년 3분기에 매출이 통상 높은 편

2) 춘절 시점을 감안한다면, 2018년도 계절성은 2015년과 가장 유사한 상황으로 판단

3) 2020년 춘절은 1/25

사드는 지나간 이야기, 신제품 효과가 중요

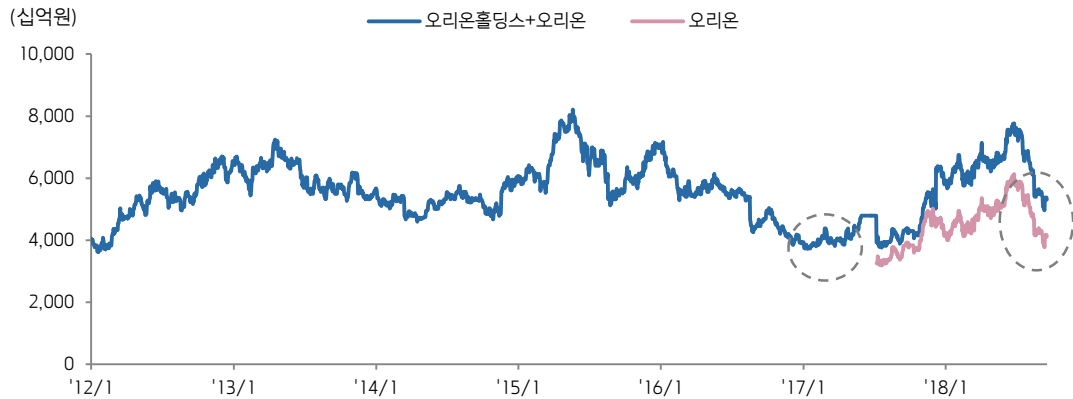
앞으로의 주가 방향성을 예측할 때, 올해 동사의 매출액이 사드 이전 수준으로 회복될 것인가에 대한 의문은 크게 중요하지 않다. 이미 올해 동사의 매출액은 단기간에 사드 이전 수준으로 회복될 수가 없고, 해당 부분은 주가에 반영되어, 과거 시가총액 보다 낮은 수준을 형성하고 있다. 중국에서의 매대 회복이 사드 이전 수준의 70% 밖에 되지 않았기 때문이다. 따라서, **이제부터는 신제품 매출을 통해 신규 매대를 확보할 수 있는 지가 가장 중요하다.**

오리온은 올해 3월부터 적극적인 신제품 출시를 통해, 매대 회복을 꾀하고 있다. 신제품 출시는 크게 2가지 방법으로 이뤄지고 있는 데, **첫째는 신규 브랜드 출시**이고, **둘째는 플레이버 익스텐션**이다.

동사는 올해 5월부터 꼬북칩과 혼다칩이라는 신규 브랜드를 출시하였고, 올해 4분기에는 10월쯤에 감자스낵 신제품(엑상 감자칩)이 출시될 예정이다. 이러한 신규 브랜드는 시장에 성공적으로 안착을 한다면, 매출 규모가 비교적 꾸준히 유지되고, 이익에 대한 기여도가 점차 높아지게 된다.

한편, 플레이버 익스텐션은 기존 제품에 다양한 종류의 맛을 추가하는 것을 의미한다. 올해 3월에 출시한 딸기 초코파이, 체리 큐티파이가 대표적인 Case이다. 동사는 추가적으로 오!감자와 카스타드 제품의 플레이버를 올해 하반기에 확대할 예정이다. 다만, 플레이버 익스텐션은 신규 브랜드 보다는 제품 수명 주기가 짧기 때문에, 지속적인 매출 성장 효과 보다는 적절한 트렌드 대응을 통해 고정비 부담을 완화해 주는 점에 의의가 있다.

오리온 시가총액 비교: 사드 이슈 발생 시점의 舊 오리온 시가총액과 유사한 레벨



자료: Fn Guide

주: 1) 분할전에 오리온홀딩스의 시가총액은 과거 오리온 시가총액을 의미

중국 신제품: 교복칩(浪里个浪)



자료: Tmall

중국 신제품: 혼다칩(混搭脆)



자료: Tmall

오리온 글로벌 브랜드 포트폴리오 현황



자료: 오리온

중국 신제품 비중 확대 구간 진입

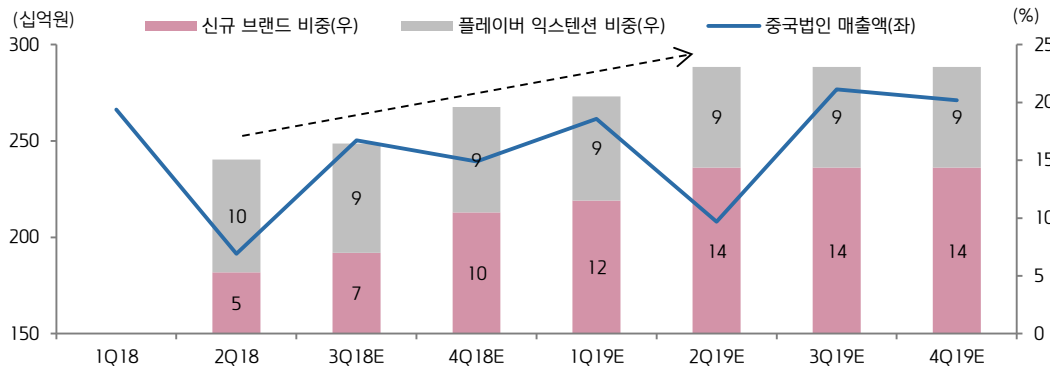
고무적인 점은 동사 중국 법인의 신제품 매출 비중이 우상향 하는 추세에 있다는 것이다. 올해 5월에 출시된 꼬북칩과 혼다칩은 월 50~60억 수준의 매출이 발생하고 있어서, 내년에 Capa 증설이 검토되고 있다. 또한, 올해 4분기부터 액상 감자칩을 비롯한 신규 라인업이 추가될 예정이다.

올해 2분기에 신규 브랜드 매출 비중은 5% 수준이다(총매출 기준은 좀 더 낮음). 2분기 실적은 꼬북칩/혼다칩이 1.5개월 정도 영업한 매출만 반영되어 있기 때문에, 3분기에는 매출 비중이 더 증가할 것이고, 4분기에는 신규 브랜드가 추가되면서 더욱 비중이 올라갈 가능성이 높다.

올해 2분기에 플레이버 익스텐션 매출 비중은 약 10% 수준이다(총매출 기준은 좀 더 낮음). 초코파이, 큐티파이, 마이구미 제품의 플레이버를 다양화한 효과이다. 신규 브랜드 보다 제품 수명 주기는 짧지만, 오!감자나 카스타드 등 다른 카테고리에서도 플레이버가 다양화 될 예정이기 때문에, 플레이버 익스텐션 효과는 어느 정도 유지될 가능성이 높다.

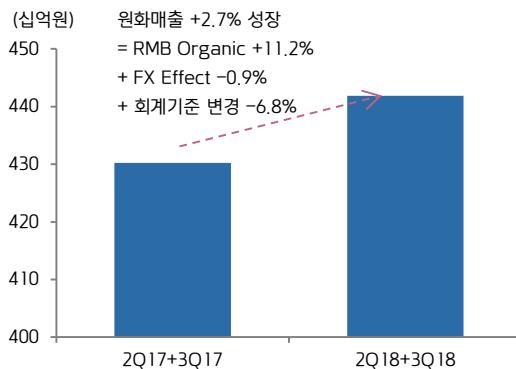
위와 같은 신제품 비중 확대에 따른 매출 성장에도 불구하고, 1) 춘절 시점 차이, 2) 환율 효과, 3) 회계 기준 변경 효과로 인해, 분기별 매출 성장률은 등락이 있는 상황이다. 해당 효과를 제외한 RMB 기준 Organic Growth는 2Q18~3Q18에 +11.2%, 4Q18~1Q19에 +13.4%를 기록할 것으로 추산된다(신제품 관련 고정비 투자에 따른 매출 차감 항목은 반영된 수치임).

오리온 중국법인 신제품 매출 비중 추이 및 전망



자료: 오리온, 키움증권 리서치

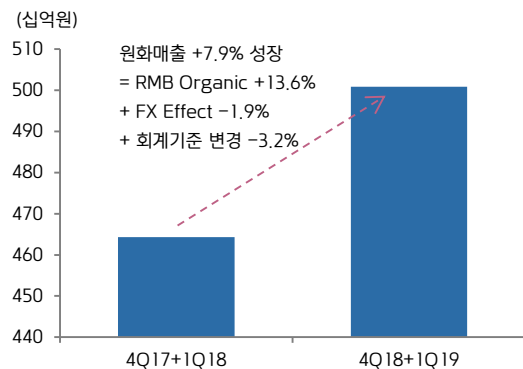
오리온 2~3분기 누계 매출 성장률 전망 Breakdown



자료: 오리온, 키움증권 리서치

주: 1) 회계기준 변경 영향: 2Q는 -143억, 3Q는 -150억 가정

오리온 4~1분기 누계 매출 성장률 전망 Breakdown



자료: 오리온, 키움증권 리서치

주: 1) 회계기준 변경 영향: 4Q는 -150억 가정, 1Q는 영향 없음

>>> 2019년 영업레버리지 효과 본격화 전망

영업레버리지 효과는 점차 극대화 될 것

따라서, 중국 법인의 신제품 매출 비중은 점차 반등할 것으로 기대된다. 게다가, 점포 입점, 매대 확보에 따른 신제품 투자 비용은 신제품 출시 초기에 주로 잡히기 때문에, 시간이 지날 수록 영업레버리지 효과가 극대화 될 가능성이 높다.

한국: 17년 신제품 출시, 18년 영업 레버리지 본격화

중국 법인의 영업레버리지 효과를 예측하기 위해 한국 법인의 사례를 분석해 볼 필요가 있다. 동사의 한국 법인은 2015년에 수익성 위주의 경영전략을 채택하면서, SKU가 감소하였으나, 허니맛 감자스낵 효과로 영업이익이 전년 대비 2배 이상으로 증가하였다. 2016년에는 허니맛 감자스낵 역기저로 실적이 주춤했으나, 플레이버 익스텐션 중심으로 신제품이 조금씩 확대되기 시작하였다(초코파이 바나나, 스윙 칩 간장치킨, 말차 초코파이, 말차 브라우니 등). 2017년에 신제품 꼬북칩 출시로 신규 브랜드 매출이 증가하기 시작하였고, 올해는 생크림파이, 돌아온 태양의 맛 썸, 오!그레놀라 같은 신규 브랜드가 출시되었다.

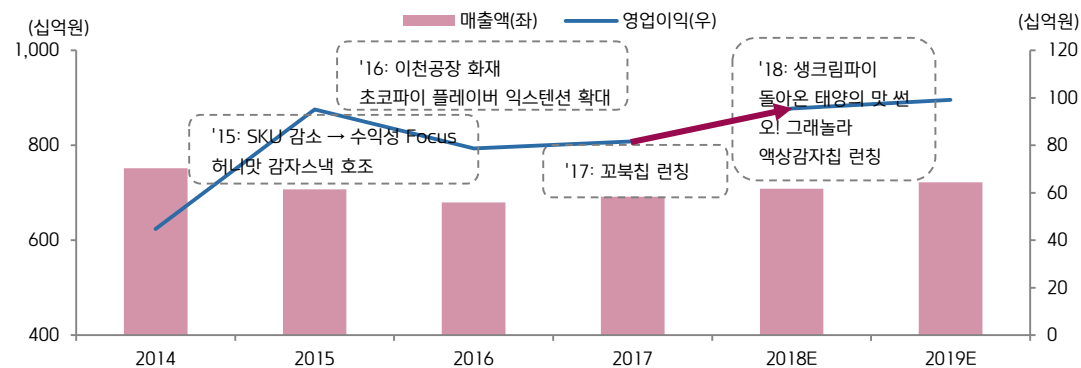
그렇다면, 영업이익의 성장세는 어떠한가? 신규 브랜드 출시로 인한 매출 성장은 작년부터 시작되었지만, 한국 법인의 영업이익 성장세는 올해 들어서 강하게 나타나고 있다. 특히, 올해는 지주회사와 분리되면서 로열티와 경영자문 관련 수익이 감소한 점을 감안한다면, 실질적인 영업이익 성장률은 우리가 보고 있는 수치 보다 훨씬 높을 것이다.

이처럼 올해 한국 법인의 영업이익 성장률이 높아진 이유는 무엇일까? 그 이유는 작년 신제품 투자에 대한 회수 효과가 나타났기 때문이다. 올해 신규 브랜드 출시에 따른 고정비가 일부 있었겠지만, 작년에 들어갔던 비용이 계속적으로 잡히지 않으면서, 고정비가 유지되거나 감소했을 가능성이 높다. 이로 인해, 한국 법인의 영업이익률이 강하게 상승하는 효과가 나타난 것이다.

중국: 18년 신제품 출시, 19년 영업 레버리지 본격화 전망

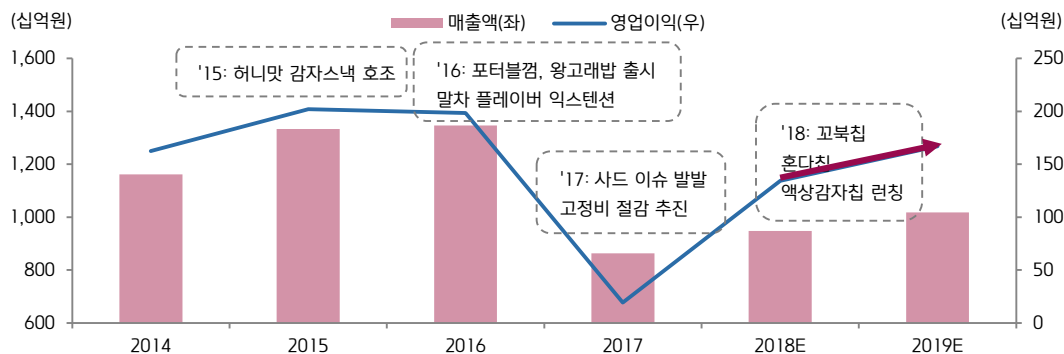
이러한 한국 법인의 사례를 중국 법인에 대입한다면, 중국 법인의 영업레버리지 효과는 내년에 본격화될 가능성이 높다. 2017년에 사드 영향으로 수익성이 높은 SKU 중심으로 효율화 되었고, 올해는 꼬북칩, 혼다칩, 감자스낵 신규 브랜드를 비롯한 신제품 출시가 많아서 초기 투자 비용이 증가하였다. 하지만, 내년에는 신규 브랜드에 대한 투자 회수 효과와 신제품 출시 효과가 동시에 나타나기 때문에, 올해 한국 법인처럼 영업레버리지 효과가 강하게 나타날 가능성이 높다. 따라서, 이익 측면에서는 올해 보다 내년이 훨씬 더 좋은 모습이 나타날 것이다.

오리온 한국법인 실적 추이 및 전망



자료: 오리온, 키움증권 리서치

오리온 중국법인 실적 추이 및 전망



자료: 오리온, 키움증권 리서치

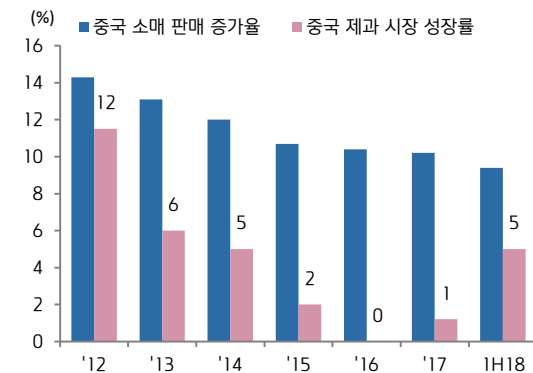
II. 중국 제과 시장도 반등 흐름

>>> 중국 제과 시장 성장률 반등하기 시작

한편, 중국 제과 시장 성장률이 반등한 점도 긍정적이다. 2010년도 초반까지 고성장 가도를 달렸던 중국 제과 시장은 2013년에 성장률이 한 자릿수 중반 수준으로 하락하였고(+mid single digit), 최근까지 성장률이 한 자릿수 초반 수준을 보였었다(+low single digit). 중국 소비 경기는 비교적 견조하였으나, 1) 다양한 대체 간식이 증가하였고, 2) MT 채널 트래픽이 감소하였기 때문이다. 온라인 유통이 발달하면서, 쑤즈송슈(三只松鼠), 바이차오웨이(百草味), 량핀푸즈(良品铺子)와 같은 견과류 업체들의 매출액이 증가하였고, 오프라인 하이퍼마켓의 트래픽이 감소하였다. 과자는 어떤 제품을 반드시 구매하겠다는 목적형 소비 보다는 충동적 소비의 성격이 강하기 때문에, 트래픽의 감소는 매출액에 굉장히 부정적이다.

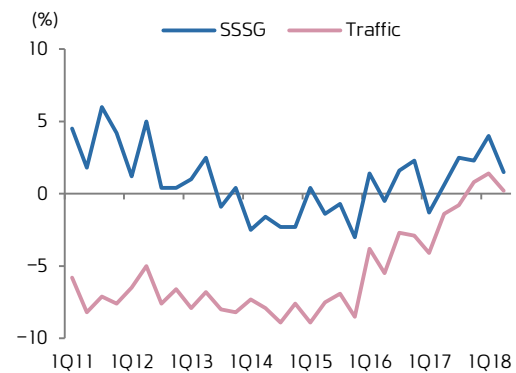
하지만, 최근 들어 중국 제과 시장 성장률은 다시 반등하는 모습을 보이고 있다. **작년 4분기 +4% 수준의 성장률을 기록하였는데, 가장 규모가 큰 스낵 시장 성장률은 +6.3%까지 반등했었다.** 또한, **올해 상반기 시장규모는 스낵이 +10% 성장하였고, 파이가 +5% 성장**하였다. 이러한 성장률의 반등은 시장이 침체 분위기에서 회복되고 있음을 시사한다. 또한, 오프라인과 온라인 채널의 연계가 강화되면서, 오프라인 하이퍼마켓의 기존점 성장률과 Traffic도 최악의 흐름을 벗어난 상황이고, 제과 업체들도 온라인 채널의 매출 비중을 지속적으로 확대해 나가고 있다. 이러한 채널 환경의 변화는 공급업체들이 신제품을 적극적으로 출시할 수 있는 환경을 만들어주기 때문에, 대체재 확대에 따른 부정적 영향이 축소될 수 있다.

중국 소매 판매 증가율 vs 제과 시장 성장률



자료: Bloomberg, 오리온, 키움증권 리서치

Walmart China SSSG / Traffic 추이



자료: Walmart, 키움증권 리서치

>>> 중국 경쟁사 동향: 전반적으로 매출 성장률 개선 흐름

Want Want (151 HK)

Want Want(151 HK)은 작년에 경쟁사 오리온이 사드 이슈로 매출이 급감하면서 반사 수혜를 많이 본 업체이다. 특별한 히트 신제품이 없었음에도 불구하고, FY2017년(2017. 4 ~ 2018. 3)에 전사 매출 성장률과 쌀과자 매출 성장률이 각각 +6.6%, +8.4%를 기록하면서, 예년 대비 매출 성장률이 반등하는 모습을 보였다. 다만, 쌀과자 시장이 오랜 기간 양과자에 밀려 침체기를 보냈고, MT 채널 성장률이 +mid teen 정도 나온 것을 감안한다면, 올해 오리온의 매출 성장률 반등은 Want Want에게 부담스러운 요소로 작용할 가능성이 있다.

Dali Foods (3799 HK)

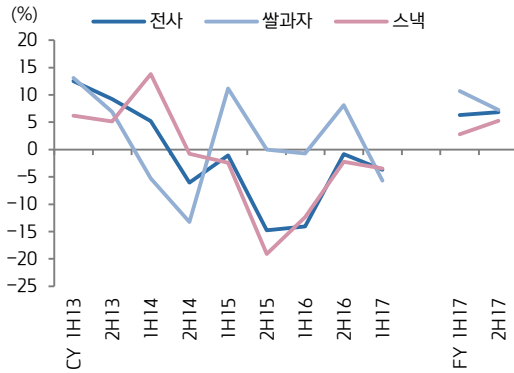
Dali Foods(3799 HK)도 작년에 경쟁사 오리온이 사드 이슈로 매출이 급감하면서 반사 수혜를 많이 본 업체이다. 주로 파이와 감자스낵 카테고리에서 경쟁하고 있기 때문이다. 한편, 올해 매출 성장률은 전반적으로 작년 대비 반등하는 흐름을 보이고 있다. 올해 상반기 전사 매출은 전년동기 대비 +11.4% 성장하였으나, 음료 매출 성장률이 좋았고, 과자 카테고리가 속해 있는 식품 부문의 매출 성장률은 +5.6%로 다소 약했다. 빵/케이크 카테고리의 매출 성장률은 +2.2%에 그쳤으나(오리온의 파이와 경쟁), 감자스낵은 MT 채널 침투율 상승과 신제품 효과(가재맛 플레이버 익스텐션 등)로 인해, 매출액이 전년 동기 대비 +15.3% 성장하였다.

다국적 제과회사(Pepsi CO, Mondelez)

다국적 제과회사인 Pepsi CO(PEP US)와 Mondelez(MDLZ US)도 매출 성장률이 작년 보다 개선되고 있다. 특히, Pepsi CO(스낵/음료 등)는 음료 쪽의 매출 강세가 더해지면서, 올해 상반기에 높은 두 자릿수의 성장률을 시현하고 있다(strong double digit). 한편, Mondelez(비스킷/껌/초콜릿 등)는 작년에 매출이 감소하였으나, 올해 상반기에는 매출이 +mid single digit 정도 성장하고 있다.

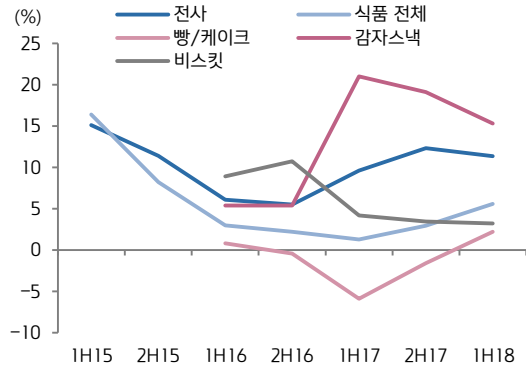
위의 산업 및 기업 데이터들을 종합해 봤을 때, 올해 중국 제과 시장 성장률은 작년 대비 반등하고 있는 추세인 것으로 판단된다. 특히, 오리온이 사드 기저효과로 올해 YoY 매출 성장률이 높았음에도 불구하고, 상위권 경쟁사들의 올해 매출 성장률이 작년 대비 모두 반등하는 추세인 점이 긍정적이다. 따라서, 現 제과 시장 업황은 적극적인 신제품 활동을 통한 구조적 이익 성장세가 가능한 상황으로 추산된다.

Want Want 매출 성장률 추이



자료: Want Want, Bloomberg, 키움증권 리서치
 주: 1) Want Want 2017년도부터 회계연도말을 변경하였음.
 FY17년은 2017. 4 ~ 2018. 3을 의미

Dali Foods 매출 성장률 추이



자료: Dali Foods, Bloomberg, 키움증권 리서치

다국적 제과회사의 중국 매출 성장률 동향

연도	회사명	분기별 매출 성장률 Comment			
		1Q	2Q	3Q	4Q
'13	펩시코	음료 17%, 스낵 47%	음료 22%, 스낵 23%	스낵 15% 음료 double digit	double digit (스낵/음료 모두)
	몬델레즈	20% 이상	mid teen	-double digit (비스킷 부진/견 호조)	-double digit (비스킷 부진/견 호조)
	(춘절/중추절)	2/10		9/19	
'14	펩시코	low single digit	low double digit (스낵 호조)	single digit	No comment
	몬델레즈	-mid teen (비스킷 부진)	down	high single digit	Recovering (연간 -mid single digit)
	(춘절/중추절)	1/31		9/8	
'15	펩시코	double digit	high single	No comment	No comment
	몬델레즈	high single digit (오레오 mid teen)	20% 이상 (비스킷/견 모두 호조)	mid to high single (solid growth)	solid growth
	(춘절/중추절)	2/19		9/27	
'16	펩시코	double digit	double digit	double digit	double digit
	몬델레즈	flat	-low single digit	declined slightly	good result
	(춘절/중추절)	2/8		9/15	
'17	펩시코	No comment	음료 double digit 스낵 mid single digit	double digit	high single digit
	몬델레즈	Declined (춘절 시점 차이)	small decline	turn to plus	No comment
	(춘절/중추절)	1/28		10/4	
'18	펩시코	strong double digit	strong double digit		
	몬델레즈	mid single digit	mid single digit		
	(춘절/중추절)	2/16		9/24	

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
 주: 1) 펩시코는 스낵/음료 중심, 몬델레즈는 비스킷/견/초콜릿 중심
 2) 2012년 춘절과 중추절은 각각 1/23, 9/30이었음

Want Want 쌀과자 주요 제품(스낵 카테고리)



자료: Want Want

Mondelez 주요 제품



자료: Mondelez

PepsiCo 스낵 주요 제품



자료: Pepsi Co

Dali Food 스낵 주요 제품



자료: Dali Food

Ⅲ. 실적 전망 및 투자전략

>>> 2018년 하반기 실적 전망

한국은 SKU 구조조정 이후, 신제품 효과가 극대화 되면서, 매출액과 영업이익이 개선되는 흐름이 지속되고 있다. 특히, 1등 업체인 롯데제과가 MS 보다 수익성 중심의 경영전략을 구사하고 있고, 주요 경쟁사들의 판가 인상 전략이 한계를 보이면서, 오리온의 MS와 수익성이 동시에 상승하고 있다. 따라서, 하반기도 내수제과는 +4~5% 수준의 매출 성장률을 시현할 것으로 전망되며, 분기별 영업이익도 230~250억원 수준으로 전망된다.

중국은 구조적으로 신제품 비중이 확대되고 있는 가운데, 2분기는 춘절 재고 조정 영향으로 매출액이 1분기 대비 급감하는 모습을 보였다. 하지만, 3분기는 스낵의 성수기이고, 10/1 국경절을 앞두고 있어서 월별 매출액이 증가하는 구간이다. 중국 매출의 계절성은 춘절 시점에 따라 많이 좌우되는데, 올해는 2015년과 가장 유사하다고 할 수 있다. 따라서, 3분기 매출액은 2분기 대비 30% 이상 신장 가능할 것으로 기대된다(3Q18E 매출액 2,504억원, 영업이익 404억원 전망). 더불어 내년 춘절이 올해보다 11일 빨라서 잡히는 先 출하 물량을 감안한다면, 4분기 매출액과 영업이익은 3분기 대비 소폭 감소할 것으로 추산된다.

베트남은 2분기에 춘절 재고 이슈로 매출이 전년동기 대비 감소하였으나, 재고 이슈가 해소되면서 8월부터 내수 매출 성장률이 정상화 되고 있다(VND 기준 +20% YoY). 올해 춘절 시점은 2015년과 유사하기 때문에 2018년과 비슷한 계절성을 보일 것으로 추산된다. 다만, 수출은 이란의 관세를 인상으로 전년대비 감소하는 흐름이 지속될 것이다. **러시아**는 상반기에 달러 구조조정 영향으로 판매량이 감소하면서 매출액이 전년동기 대비 -24% 감소하였다(현지 통화 기준). 다만, 중간 유통 마진과 할인행사가 축소되면서, ASP는 +10% 초반 정도 상승하고 있고, 3분기 매출 역성장 폭도 2분기 대비 완화될 것으로 추산된다. 따라서, 올해 하반기 영업이익은 상반기 대비 개선된 흐름을 보일 것으로 기대된다.

오리온 중국법인 매출 계절성 분석

연도/분기	매출액(백만 RMB)					YoY 증가율					QoQ 증가율			
	1Q	2Q	3Q	4Q	FY	1Q	2Q	3Q	4Q	FY	1Q	2Q	3Q	4Q
'12	1,432	1,162	1,405	1,506	5,505						-19%	21%	7%	
(춘절/중추절)	1/23		9/30											
'13	1,703	1,329	1,596	1,622	6,250	19%	14%	14%	8%	14%	13%	-22%	20%	2%
(춘절/중추절)	2/10		9/19											
'14	1,784	1,492	1,800	1,718	6,795	5%	12%	13%	6%	9%	10%	-16%	21%	-5%
(춘절/중추절)	1/31		9/8											
'15	2,005	1,515	2,016	1,868	7,403	12%	2%	12%	9%	9%	17%	-24%	33%	-7%
(춘절/중추절)	2/19		9/27											
'16	2,066	1,539	2,063	2,050	7,718	3%	2%	2%	10%	4%	11%	-26%	34%	-1%
(춘절/중추절)	2/8		9/15											
'17	1,398	864	1,708	1,185	5,155	-32%	-44%	-17%	-42%	-33%	-32%	-38%	98%	-31%
(춘절/중추절)	1/28		10/4											
'18E	1,580	1,130	1,517	1,451	5,678	13%	31%	-11%	22%	10%	33%	-28%	34%	-4%
(춘절/중추절)	2/16		9/24											
'19E	1,585	1,261	1,677	1,643	6,166	0%	12%	11%	13%	9%	9%	-20%	33%	-2%
(춘절/중추절)	2/5		9/13											

자료: 오리온, 키움증권 리서치

주: 1) 매년 10/1 국경절이기 때문에, 매년 3분기에 매출이 통상 높은 편

2) 춘절 시점을 감안한다면, 2018년도 계절성은 2015년과 가장 유사한 상황으로 판단

3) 2020년 춘절은 1/25

오리온 베트남법인 내수 매출 계절성 분석

연도/분기	매출액(억동)					YoY 증가율					QoQ 증가율			
	1Q	2Q	3Q	4Q	FY	1Q	2Q	3Q	4Q	FY	1Q	2Q	3Q	4Q
'12 (춘절)	5,646	4,245	5,183	6,580	21,653						-25%	22%	27%	
'13 (춘절)	7,388	5,293	6,145	6,980	25,806	31%	25%	19%	6%	19%	12%	-28%	16%	14%
'14 (춘절)	8,309	5,655	5,445	7,149	26,558	12%	7%	-11%	2%	3%	19%	-32%	-4%	31%
'15 (춘절)	8,688	5,293	5,594	7,509	27,084	5%	-6%	3%	5%	2%	22%	-39%	6%	34%
'16 (춘절)	9,668	6,140	7,238	9,860	32,906	11%	16%	29%	31%	21%	29%	-36%	18%	36%
'17 (춘절)	10,869	8,174	8,706	11,308	39,057	12%	33%	20%	15%	19%	10%	-25%	7%	30%
'18E (춘절)	13,282	8,867	9,481	12,538	44,168	22%	8%	9%	11%	13%	17%	-33%	7%	32%
'19E (춘절)	14,212	10,020	11,377	14,419	50,028	7%	13%	20%	15%	13%	13%	-29%	14%	27%

자료: 오리온, 키움증권 리서치

주: 1) 춘절 시점을 감안한다면, 2018년도 계절성은 2015년과 가장 유사한 상황으로 판단

2) 2020년 춘절은 1/25

오리온 분기별 연결기준 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	487.7	383.1	522.1	451.0	516.3	423.8	486.4	497.9	525.6	452.8	526.9	544.4
(YoY)	-21.9%	-22.6%	-8.3%	-25.1%	5.8%	10.6%	-6.8%	10.4%	1.8%	6.9%	8.3%	9.3%
한국(오리온 별도)	173.3	173.7	169.3	175.3	177.6	175.5	174.6	180.8	181.1	179.2	177.5	184.5
(YoY)	-0.3%	4.2%	5.6%	-1.9%	2.5%	1.0%	3.1%	3.2%	2.0%	2.1%	1.7%	2.1%
중국(Pan Orion)	234.9	141.5	288.7	198.1	266.3	191.5	250.4	239.4	261.5	208.1	276.7	271.2
(YoY)	-37.9%	-48.0%	-17.1%	-43.0%	13.4%	35.3%	-13.3%	20.8%	-1.8%	8.7%	10.5%	13.3%
베트남(OJV)	61.8	49.0	50.4	61.2	67.4	46.3	50.6	63.9	73.9	53.5	60.7	73.9
(YoY)	5.1%	15.6%	10.8%	5.8%	9.0%	-5.5%	0.5%	4.4%	9.7%	15.5%	20.0%	15.7%
러시아(OIE)	17.7	18.9	19.8	20.9	10.8	14.9	16.8	18.3	14.9	16.5	18.0	19.2
(YoY)	29.6%	35.3%	28.0%	15.5%	-38.8%	-21.2%	-15.3%	-12.4%	37.1%	10.4%	7.0%	5.0%
연결조정	0.0	0.0	-6.0	-4.5	-5.9	-4.4	-6.0	-4.5	-5.9	-4.4	-6.0	-4.5
영업이익	29.7	19.6	78.7	20.3	93.6	39.6	76.2	68.6	95.7	51.3	93.4	88.5
(YoY)	-71.6%	-31.0%	-13.2%	-76.9%	215.3%	102.4%	-3.2%	238.2%	2.2%	29.6%	22.5%	28.9%
(OPM)	6.1%	5.1%	15.1%	4.5%	18.1%	9.3%	15.7%	13.8%	18.2%	11.3%	17.7%	16.3%
한국(오리온 별도)	18.4	23.1	19.4	20.6	24.0	23.2	23.5	24.8	25.0	24.6	23.7	25.9
(OPM)	10.6%	13.3%	11.5%	11.8%	13.5%	13.2%	13.5%	13.7%	13.8%	13.7%	13.3%	14.1%
중국(Pan Orion)	-4.9	-14.1	46.8	-8.5	48.9	10.7	40.4	34.2	47.1	17.2	53.7	49.0
(OPM)	-2.1%	-10.0%	16.2%	-4.3%	18.4%	5.6%	16.1%	14.3%	18.0%	8.3%	19.4%	18.1%
베트남(OJV)	12.0	6.6	9.1	8.6	17.1	3.9	10.2	10.0	17.9	6.8	13.5	12.5
(OPM)	19.5%	13.4%	18.1%	14.0%	25.4%	8.4%	20.2%	15.6%	24.2%	12.8%	22.3%	17.0%
러시아(OIE)	4.1	4.0	4.0	2.1	0.4	2.1	2.6	2.1	2.5	3.0	3.1	3.4
(OPM)	23.2%	21.2%	20.3%	9.9%	4.0%	14.3%	15.6%	11.4%	16.8%	18.2%	17.1%	17.8%
연결조정	0.0	0.0	-0.6	-2.4	3.2	-0.3	-0.6	-2.4	3.2	-0.3	-0.6	-2.4
세전이익			79.6	17.7	87.5	35.9	74.0	66.5	93.5	49.2	91.2	86.3
당기순이익			60.7	10.7	67.5	27.6	56.1	50.4	70.9	37.3	69.1	65.4
지배주주순이익			59.1	11.2	65.9	27.4	56.1	50.4	70.9	37.3	69.1	65.4
(YoY)							-5.1%	348.5%	7.6%	36.1%	23.2%	29.8%
현지 통화 기준 매출 성장률												
중국(Pan Orion)	-32.3%	-43.9%	-17.2%	-42.2%	13.0%	30.8%	-11.2%	22.4%	0.3%	11.6%	10.5%	13.3%
베트남 내수(OJV 내수)	12.4%	33.1%	20.3%	14.7%	22.2%	8.5%	8.9%	10.9%	7.0%	13.0%	20.0%	15.0%
러시아(OIE)	6.7%	21.6%	15.6%	11.1%	-36.2%	-11.9%	-7.0%	-5.0%	47.7%	11.5%	7.0%	5.0%

자료: 오리온, 키움증권 리서치

주: 1) 2Q17까지의 실적은 분할 전 제과 사업 기준

>>> 2019년 실적 전망 및 투자전략

내년도 오리온 이익 성장의 핵심은 역시 **중국**으로 판단된다. 춘절 시점 차이로 1Q19 매출 성장률은 다소 부진할 수 있으나, 2020년 춘절이 2019년 대비 11일 정도 빠르기 때문에, 4Q19 매출 성장률은 비교적 높게 형성될 것으로 기대된다. 내년에도 매출 성장의 핵심은 신제품이다. 올해 견조한 매출을 보이고 있는 꼬북칩과 혼다칩은 내년에 증설을 통해 물량이 확대될 수 있고, 올해 4분기부터 출시될 신규 브랜드와 플레이버 익스텐션 제품도 매출 성장에 긍정적으로 작용할 것으로 기대된다. 올해는 신제품에 대한 고정비성 투자비용이 전년대비 증가하였지만, 2019년도는 유지 혹은 감소할 가능성이 높다. 이에 따라, 영업레버리효과가 강하게 나타나면서 수익성도 개선될 것으로 기대된다.

한국은 시장 성장률이 낮기 때문에, 매출 성장률이 올해 보다 개선되기는 어렵지만, 해외 제과 회사들의 매출액 증가로 로열티 수익이 증가하는 점이 긍정적이다. **베트남**은 시장 성장률이 여전히 +high single 정도 나오고 있기 때문에, 견조한 이익 성장률을 보여줄 것으로 판단된다. **러시아**는 달러 구조조정 효과가 마무리 되면서, 매출액이 과거 수준으로 점차 회복할 것으로 예상된다. 달러 구조조정으로 중간 유통 마진이 사라지고, 할인 행사도 축소되었기 때문에, 수익성도 전년 대비 개선될 것이다.

위와 같은 견조한 펀더멘털에도 불구하고, 동사의 주가는 최근 2~3개월 동안 조정을 받으며, 밸류에이션 매력이 확대된 상황이다(2019E 예상 PER 16.8x). 중국 신제품 비중 확대로 매출 성장률이 개선되고 있고, 내년에 영업레버리지 효과가 강하게 나타날 수 있기 때문에, EPS와 PER이 동시에 상승할 수 있을 것으로 판단된다. 따라서, 現 주가 레벨은 저가 매수 기회로 판단된다.

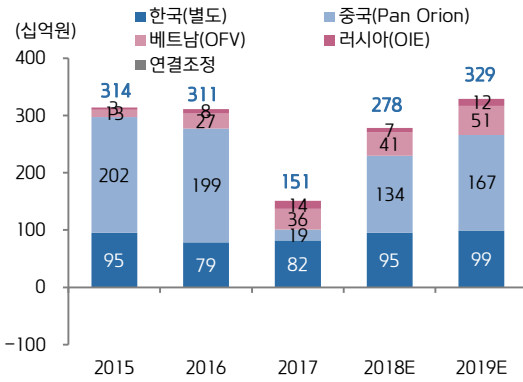
오리온 연도별 연결기준 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	2,263.3	2,291.2	1,854.5	1,924.3	2,049.7
(YoY)	5.5%	1.2%	-19.1%	3.8%	6.5%
한국(오리온 별도)	707.4	679.4	691.5	708.5	722.4
(YoY)	-5.9%	-4.0%	1.8%	2.5%	2.0%
중국(Pan Orion)	1,332.9	1,346.0	863.2	947.5	1,017.4
(YoY)	14.8%	1.0%	-35.9%	9.8%	7.4%
베트남(OJV)	164.9	204.5	222.4	228.2	262.1
(YoY)	9.9%	24.1%	8.7%	2.6%	14.8%
러시아(OIE)	58.1	61.2	77.4	60.8	68.5
(YoY)	-29.7%	5.4%	26.4%	-21.3%	12.6%
연결조정			0.0	-20.8	-20.8
영업이익	314.0	311.5	151.3	278.0	328.8
(YoY)	39.6%	-0.8%	-51.4%	83.8%	18.3%
(OPM)	13.9%	13.6%	8.2%	14.4%	16.0%
한국(오리온 별도)	95.1	78.7	81.6	95.5	99.2
(OPM)	13.4%	11.6%	11.8%	13.5%	13.7%
중국(Pan Orion)	202.1	198.6	19.2	134.3	167.0
(OPM)	15.2%	14.8%	2.2%	14.2%	16.4%
베트남(OJV)	13.3	26.5	36.3	41.2	50.8
(OPM)	8.1%	13.0%	16.3%	18.1%	19.4%
러시아(OIE)	3.5	7.7	14.2	7.3	12.0
(OPM)	6.0%	12.6%	18.4%	11.9%	17.5%
연결조정			0.0	-0.2	-0.2
세전이익				263.9	320.3
당기순이익				201.7	242.8
지배주주순이익				199.8	242.8
(YoY)					21.5%
현지 통화 기준 매출 성장률					
중국(Pan Orion)	8.9%	4.3%	-33.2%	10.1%	8.6%
베트남 내수(OJV 내수)	2.0%	21.5%	18.7%	13.1%	13.3%
러시아(OIE)	4.9%	12.8%	13.5%	-14.2%	14.3%

자료: 오리온, 키움증권 리서치

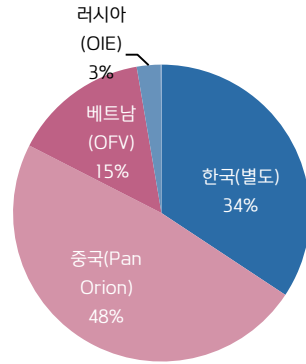
주: 1) 2Q17까지의 실적은 분할 전 제과 사업 기준

지역별 영업이익 추이 및 전망



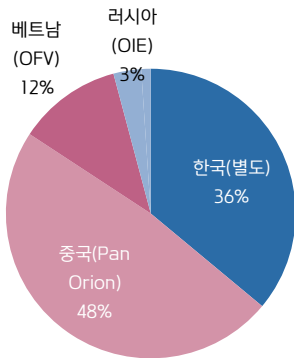
자료: 오리온, 키움증권 리서치

지역별 영업이익 비중(2018E 기준)



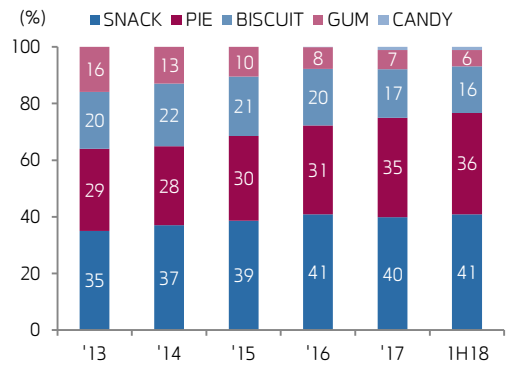
자료: 키움증권 리서치(연결조정 효과 제외 기준)

지역별 매출 비중(2018E 기준)



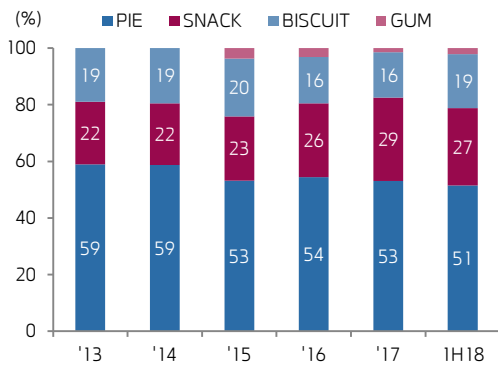
자료: 키움증권 리서치(연결조정 효과 제외 기준)

중국 제품별 매출 비중 추이



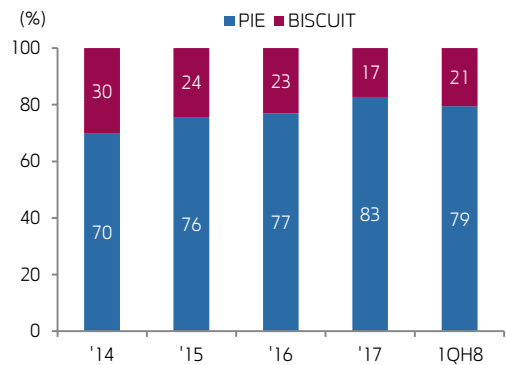
자료: 오리온, 키움증권 리서치

베트남 제품별 매출 비중 추이



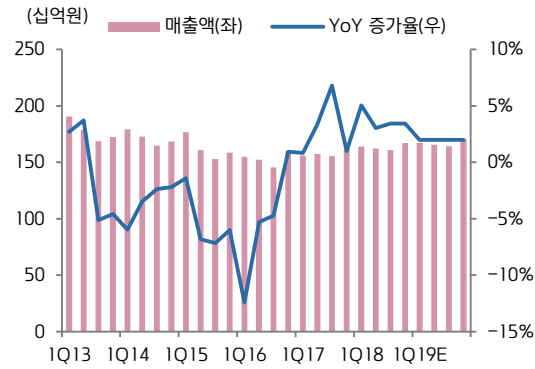
자료: 오리온, 키움증권 리서치

러시아 제품별 매출 비중 추이



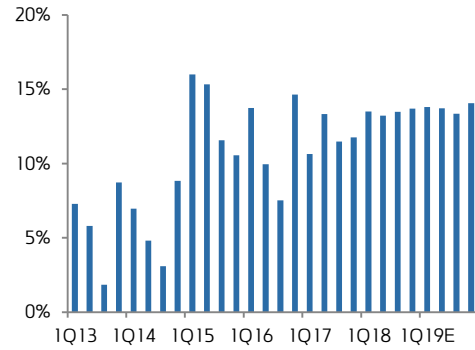
자료: 오리온, 키움증권 리서치

한국 내수 매출액 추이 및 전망



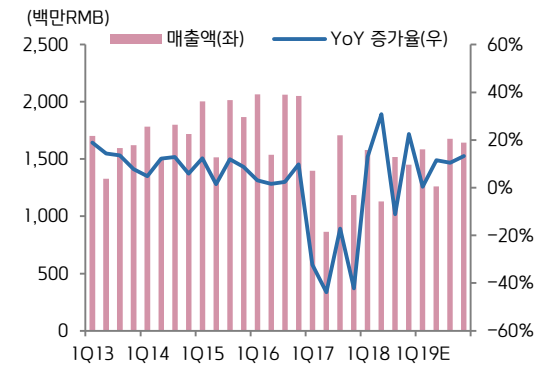
자료: 오리온, 키움증권 리서치

한국 법인 OPM 추이 및 전망



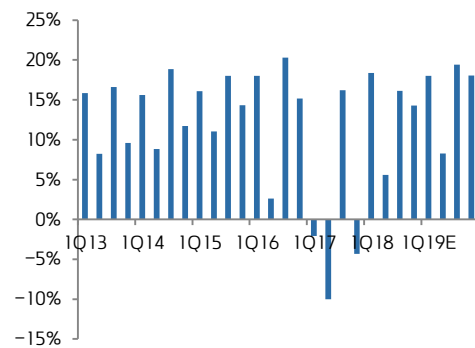
자료: 오리온, 키움증권 리서치

중국 법인 매출액 추이 및 전망(현지통화 기준)



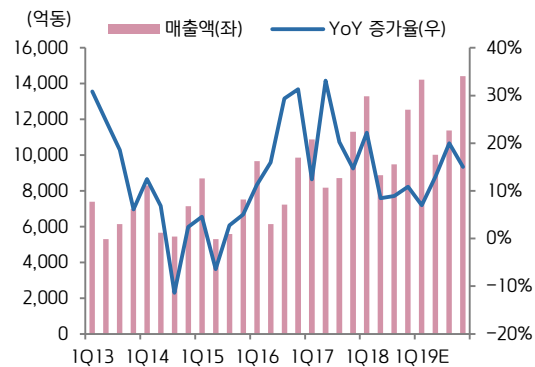
자료: 키움증권 리서치

중국 법인 OPM 추이 및 전망



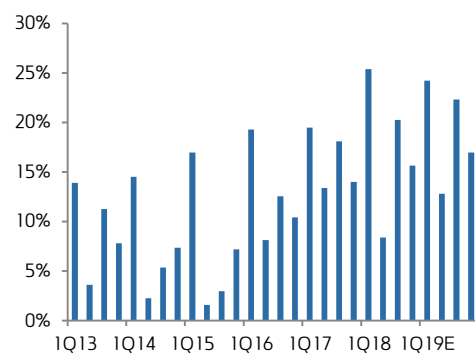
자료: 오리온, 키움증권 리서치

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)



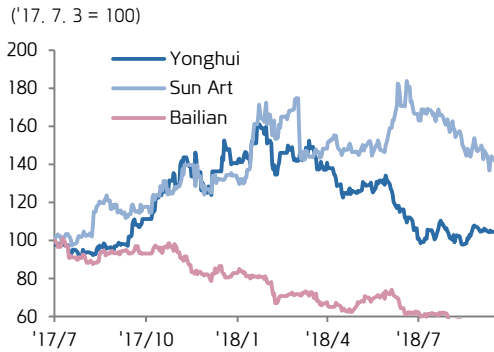
자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

한국에 상장된 중국 소비 관련주 주가 추이(2)



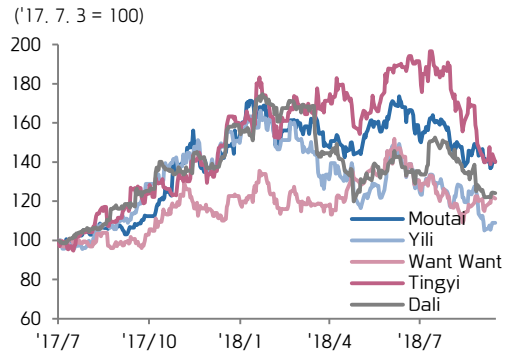
자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

중국/홍콩에 상장된 소비재 주가 추이(1)



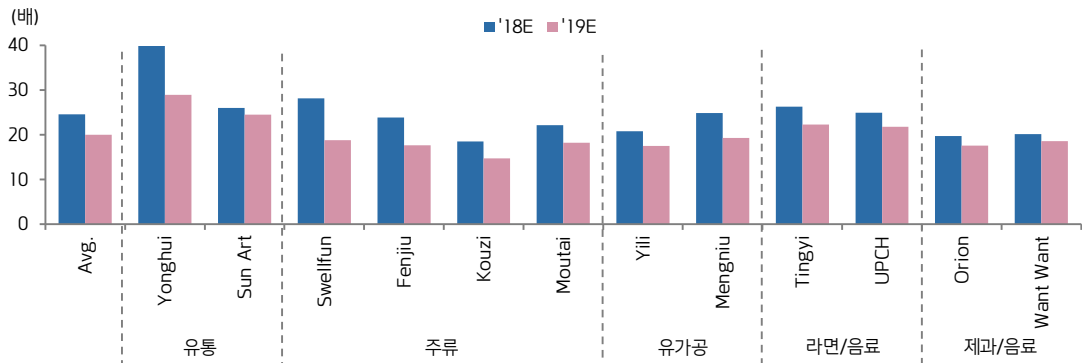
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국/홍콩에 상장된 소비재 주가 추이(2)



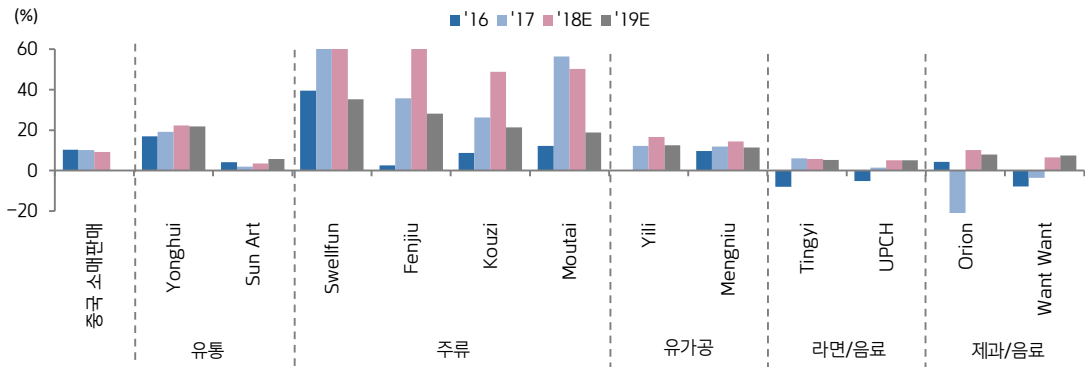
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 소비재 Forward PER 현황



자료: Bloomberg(9/17 종가 기준)

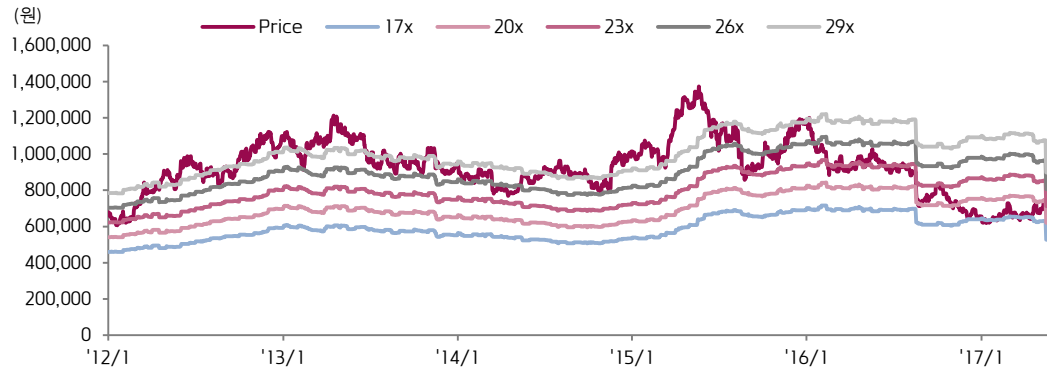
중국 소매판매 증가율과 중국 소비자 매출 성장률 추이 및 전망



자료: Bloomberg(9/17 종가 기준)

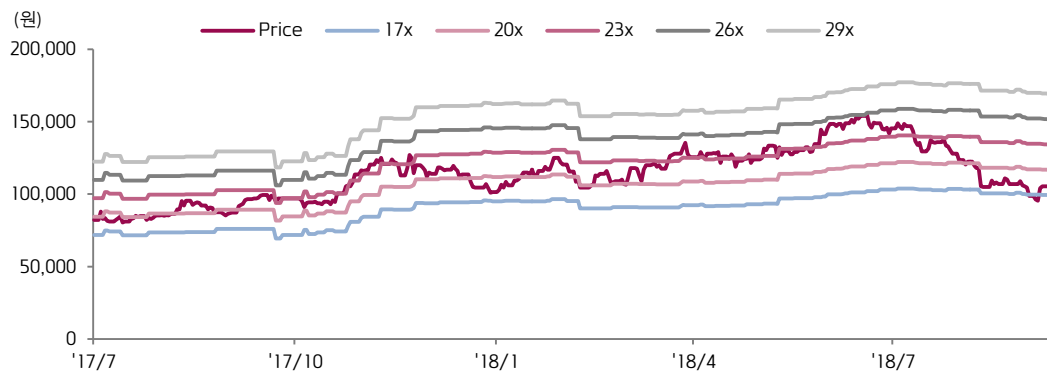
주: 1) 중국 소매판매 증가율의 2018년 수치는 1~8월 누계 기준 성장률임. 2019년은 생략

분할전 舊 오리온(001800)의 PER 밴드 추이



자료: Fn Guide, 키움증권 리서치 (FW 12M 기준)

분할후 오리온 사업회사(271560)의 PER 밴드 추이



자료: Fn Guide, 키움증권 리서치 (FW 12M 기준)

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	-	11,172	19,243	20,497	21,577
매출원가	-	5,935	10,688	11,152	11,552
매출총이익	-	5,237	8,554	9,344	10,025
판매비및일반관리비	-	4,163	5,774	6,056	6,456
영업이익(보고)	-	1,074	2,780	3,288	3,568
영업이익(핵심)	-	1,074	2,780	3,288	3,568
영업외손익	-	-24	-141	-86	-83
이자수익	-	44	68	72	76
배당금수익	-	0	0	0	0
외환이익	-	65	0	0	0
이자비용	-	116	170	137	137
외환손실	-	41	0	0	0
관계기업지분법손익	-	-3	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-	42	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-	-6	0	0	0
기타	-	-9	-38	-20	-22
법인세차감전이익	-	1,051	2,639	3,203	3,486
법인세비용	-	284	622	775	843
유효법인세율 (%)	-	27.0%	23.6%	24.2%	24.2%
당기순이익	-	767	2,017	2,428	2,642
지배주주지분손이익(억원)	-	756	1,998	2,428	2,642
EBITDA	-	1,732	3,894	4,420	4,733
현금순이익(Cash Earnings)	-	1,425	3,131	3,559	3,806
수정당기순이익	-	740	2,017	2,428	2,642
증감률(% YoY)	-	-	-	-	-
매출액	-	N/A	72.2	6.5	5.3
영업이익(보고)	-	N/A	158.8	18.3	8.5
영업이익(핵심)	-	N/A	158.8	18.3	8.5
EBITDA	-	N/A	124.8	13.5	7.1
지배주주지분 당기순이익	-	N/A	164.4	21.5	8.8
EPS	-	N/A	164.4	21.5	8.8
수정순이익	-	N/A	172.4	20.4	8.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-	1,932	3,147	3,494	3,750
당기순이익	-	767	2,017	2,428	2,642
감가상각비	-	642	1,087	1,108	1,140
무형자산상각비	-	16	27	24	25
외환손익	-	-29	0	0	0
자산처분손익	-	89	0	0	0
지분법손익	-	3	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-	281	16	-65	-56
기타	-	163	0	0	0
투자활동현금흐름	-	-170	-1,408	-1,634	-1,709
투자자산의 처분	-	549	-8	-34	-29
유형자산의 처분	-	148	0	0	0
유형자산의 취득	-	-898	-1,400	-1,600	-1,680
무형자산의 처분	-	-11	0	0	0
기타	-	41	0	0	0
재무활동현금흐름	-	-1,553	-855	-1,394	-359
단기차입금의 증가	-	-2,541	0	-1,044	0
장기차입금의 증가	-	997	-670	0	0
자본의 증가	-	0	0	0	0
배당금지급	-	0	-237	-395	-395
기타	-	-9	53	46	37
현금및현금성자산의순증가	-	183	885	467	1,682
기초현금및현금성자산	-	833	1,016	1,901	2,367
기말현금및현금성자산	-	1,016	1,901	2,367	4,050
Gross Cash Flow	-	1,651	3,131	3,559	3,806
Op Free Cash Flow	-	815	1,855	1,959	2,133

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	-	4,575	5,471	6,170	8,053
현금및현금성자산	-	1,016	1,901	2,367	4,050
유동금융자산	-	509	520	553	583
매출채권및유동채권	-	1,457	1,480	1,577	1,660
재고자산	-	1,507	1,539	1,640	1,726
기타유동비금융자산	-	85	31	33	35
비유동자산	-	18,005	18,303	18,802	19,345
장기매출채권및기타비유동채권	-	467	481	512	539
투자자산	-	242	239	239	239
유형자산	-	16,728	17,040	17,533	18,073
무형자산	-	524	497	473	448
기타비유동자산	-	45	45	45	45
자산총계	-	22,580	23,774	24,972	27,398
유동부채	-	5,230	4,592	3,713	3,855
매입채무및기타유동채무	-	2,316	2,405	2,562	2,697
단기차입금	-	1,044	1,044	0	0
유동성장기차입금	-	1,659	989	989	989
기타유동부채	-	210	154	162	169
비유동부채	-	3,901	3,953	3,999	4,035
장기매입채무및비유동채무	-	1	0	0	0
사채및장기차입금	-	3,294	3,294	3,294	3,294
기타비유동부채	-	606	658	704	741
부채총계	-	9,131	8,545	7,711	7,890
자본금	-	198	198	198	198
주식발행초과금	-	5,981	5,981	5,981	5,981
이익잉여금	-	762	2,529	4,572	6,827
기타자본	-	6,141	6,141	6,141	6,141
지배주주지분자본총계	-	13,082	14,850	16,892	19,147
비지배주주지분자본총계	-	367	379	369	361
자본총계	-	13,449	15,229	17,261	19,508
순차입금	-	4,472	2,907	1,362	-349
총차입금	-	5,997	5,327	4,283	4,283

투자지표

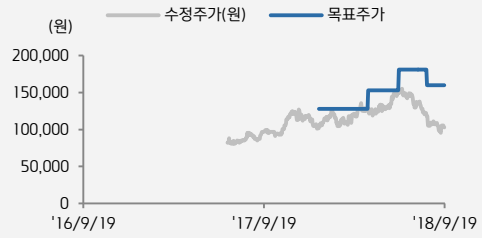
(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)	-	-	-	-	-
EPS	-	1,912	5,055	6,141	6,683
BPS	-	33,092	37,562	42,728	48,432
주당EBITDA	-	4,382	9,850	11,181	11,971
CFPS	-	3,604	7,919	9,004	9,628
DPS	-	600	1,000	1,000	1,000
주가배수(배)	-	-	-	-	-
PER	-	54.7	20.4	16.8	15.4
PBR	-	3.2	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	-	26.8	11.3	9.5	8.5
PCFR	-	29.0	13.0	11.4	10.7
수익성(%)	-	-	-	-	-
영업이익률(보고)	-	9.6	14.4	16.0	16.5
영업이익률(핵심)	-	9.6	14.4	16.0	16.5
EBITDA margin	-	15.5	20.2	21.6	21.9
순이익률	-	6.9	10.5	11.8	12.2
자기자본이익률(ROE)	-	5.7	14.1	14.9	14.4
투자자본이익률(ROIC)	-	4.4	11.7	13.4	14.2
안정성(%)	-	-	-	-	-
부채비율	-	67.9	56.1	44.7	40.4
순차입금비율	-	33.3	19.1	7.9	-1.8
이자보상배율(배)	-	9.3	16.3	24.0	26.0
활동성(배)	-	-	-	-	-
매출채권회전율	-	7.7	13.1	13.4	13.3
재고자산회전율	-	7.4	12.6	12.9	12.8
매입채무회전율	-	4.8	8.2	8.3	8.2

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율 평균 주가 대비	최고 주가 대비
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	6개월	-19.90	-14.36
	2018-07-25	BUY(Maintain)	181,000원	6개월	-23.43	-14.36
	2018-08-16	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-34.32	-30.63
	2018-09-19	BUY(Maintain)	160,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2017/07/01~2018/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160	95.24%
중립	6	3.57%
매도	2	1.319%