



BUY(Maintain)

목표주가: 155,000원 (하향)

주가(1/25): 114,000원

시가총액: 43,685억원



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

Stock Data

KOSPI (1/25)	2,177.73pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	155,000원
등락률	-26.45%
수익률	절대
1M	-3.0%
6M	-16.2%
1Y	1.3%
	-8.4%
	-12.5%
	19.2%

Company Data

발행주식수	39,536천주
일평균 거래량(3M)	157천주
외국인 지분율	37.90%
배당수익률(18E)	0.79%
BPS(18E)	37,007원
주요 주주	오리온홀딩스 외 43.8%

투자지표

(억원, IFRS **)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,172	19,329	20,424	21,592
보고영업이익	1,074	2,866	3,278	3,583
핵심영업이익	1,074	2,866	3,278	3,583
EBITDA	1,732	4,044	4,480	4,807
세전이익	1,051	2,729	3,201	3,569
순이익	767	1,802	2,295	2,553
지배주주지분순이익	756	1,779	2,295	2,553
EPS(원)	1,912	4,499	5,804	6,458
증감률(%YoY)	N/A	135.3	29.0	11.3
PER(배)	54.7	25.3	19.6	17.7
PBR(배)	3.2	3.1	2.7	2.4
EV/EBITDA(배)	26.8	12.1	10.4	9.3
보고영업이익률(%)	9.6	14.8	16.1	16.6
핵심영업이익률(%)	9.6	14.8	16.1	16.6
ROE(%)	5.7	12.7	14.4	14.1
순부채비율(%)	33.3	21.1	9.1	-1.9

Price Trend



실적 Preview

오리온 (271560)

춘절 기간 매출에 대한 해석이 중요해지는 시점



오리온의 4Q18 연결기준 영업이익은 748억원으로 전망된다. 중국에서 춘절 관련 매출이 어느 분기에 잡히느냐에 따라 일부 스윙이 발생할 수는 있지만, 시장성장을 반등과 신제품 효과로 전반적인 매출 성장세는 견조하게 유지되고 있다. 향후 춘절 기간 동안 월별 매출의 스윙이 발생할 수 있으나, 4Q18~1Q19 합산 매출 성장률을 기준으로 동사의 MS 확대 여부를 판단해야 할 것이다.

>>> 4Q18 영업이익 748억원 전망

오리온의 4Q18 연결기준 영업이익은 748억원(+269% YoY)으로 전망된다. 1) 중국 법인 신제품 효과와 2019년 춘절 물량 일부 반영, 2) 한국/베트남 법인의 견조한 매출 성장, 3) 러시아 채널 구조조정 이후 매출 회복 덕분이다. 춘절 물량이 4Q18과 1Q19에 나눠 잡히기 때문에, 중국 법인 판매량에서 일부 변화가 있을 수는 있지만, 4Q18~1Q19 합산 매출은 4Q17~1Q18 합산 매출 대비 10% 정도 성장할 것으로 기대된다.

다만, 중국 법인 일부에서 홍콩 PAN ORION으로 배당을 시작하면서, 향후 발생하는 중국 법인의 이익잉여금은 배당가능이익으로 간주될 가능성이 높다. 이에 따라, 배당 여부와 상관 없이 회계적 이연법인세비용(Cash out은 아님)이 발생할 수 있기 때문에, 전사 법인세율에 대한 보수적 접근이 필요하다.

만약, 배당가능이익에 대해 모두 이연법인세비용을 반영한다면, 향후 중국 법인의 유효법인세율은 +7.5%p 정도 상승하고, 전사 유효법인세율은 +4%p 정도 상승할 것으로 판단된다. 이에 따라, EPS 추정치를 하향 조정하고, 목표주가를 15.5만원으로 하향한다.

>>> 춘절 기간 매출에 대한 해석이 중요해지는 시점

중국 제과 시장성장률(+5%)과 동사의 신제품 매출 비중(12%)은 기존 흐름에서 큰 변화가 없는 상황이다. 다만, 춘절 기간에는 Sell-in 매출의 월별 스윙이 커지면서 실적에 대한 시장의 해석이 상이하게 나타날 가능성이 높은데, 궁극적으로는 중국 법인의 4Q18~1Q19 합산 매출의 성장률이 중요할 것이다. 18년 12월 매출이 적다면 19년 1월 매출이 클 것이고, 18년 12월 매출이 크다면 19년 1월 매출이 작을 가능성이 높기 때문에, 월별 YoY 증가율 변화에 큰 의미를 둘 필요는 없다.

당사는 4Q18~1Q19 합산 매출이 전년동기 대비 +10% 정도 증가할 것으로 추산하고 있다. 결과로 시장의 성장세 둔화로 제과 시장 성장률이 반등하였고, 오!감자를 중심으로 스낵 매대를 회복하고 있으며, 꼬북칩/감자엔소스닭 등의 신제품 매출이 늘어나고 있기 때문이다. 1Q19는 전년동기 high base에 대한 부담이 있는 것은 사실이나, 종장기적인 펀더멘털에 대한 긍정적 접근은 여전히 유효할 것으로 판단된다.

오리온 분기별 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	459.6	367.7	506.6	431.5	516.3	423.8	493.7	499.1	526.8	443.1	520.6	551.9
(YoY)	-26.4%	-25.7%	-11.1%	-28.3%	12.3%	15.3%	-2.5%	15.7%	2.0%	4.6%	5.4%	10.6%
한국(오리온 별도)	168.1	170.9	167.3	172.2	177.6	175.5	175.0	184.6	181.0	178.9	178.4	188.4
(YoY)	-3.3%	2.6%	4.4%	-3.7%	5.7%	2.6%	4.6%	7.2%	1.9%	1.9%	1.9%	2.1%
중국(Pan Orion)	212.4	129.2	275.3	177.8	266.3	191.5	255.2	228.1	258.6	198.9	272.5	269.8
(YoY)	-43.9%	-52.5%	-21.0%	-48.8%	25.3%	48.2%	-7.3%	28.3%	-2.9%	3.9%	6.8%	18.3%
베트남(OFV)	61.3	48.7	50.0	60.6	67.4	46.3	50.3	64.2	72.5	50.7	54.5	69.8
(YoY)	4.2%	14.7%	10.0%	4.7%	9.9%	-4.8%	0.8%	6.0%	7.6%	9.5%	8.3%	8.8%
러시아(OIE)	17.7	18.8	19.8	20.9	10.8	14.9	17.0	22.2	20.6	19.0	19.0	23.8
(YoY)	29.5%	34.9%	28.0%	15.6%	-38.7%	-21.0%	-14.1%	6.1%	90.2%	27.4%	11.5%	7.1%
연결조정	0.0	0.0	-5.8	0.0	-5.9	-4.4	-3.8	0.0	-5.9	-4.4	-3.8	0.0
영업이익	29.7	19.6	78.7	20.3	93.6	39.6	78.7	74.8	100.9	52.8	89.3	84.8
(YoY)	-71.6%	-31.0%	-13.2%	-76.9%	215.3%	102.4%	0.0%	268.5%	7.8%	33.3%	13.5%	13.4%
(OPM)	6.5%	5.3%	15.5%	4.7%	18.1%	9.3%	15.9%	15.0%	19.2%	11.9%	17.2%	15.4%
한국(오리온 별도)	18.4	23.1	19.4	20.6	24.0	23.2	20.7	25.4	24.1	24.1	21.7	25.8
(OPM)	11.0%	13.5%	11.6%	12.0%	13.5%	13.2%	11.8%	13.8%	13.3%	13.5%	12.2%	13.7%
중국(Pan Orion)	-4.9	-14.1	46.8	-8.5	48.9	10.7	49.1	35.7	52.2	20.1	56.0	44.0
(OPM)	-2.3%	-10.9%	17.0%	-4.8%	18.4%	5.6%	19.2%	15.6%	20.2%	10.1%	20.6%	16.3%
베트남(OFV)	12.0	6.6	9.1	8.6	17.1	3.9	6.5	11.8	17.5	5.2	8.3	12.8
(OPM)	19.6%	13.5%	18.2%	14.1%	25.4%	8.4%	12.9%	18.4%	24.1%	10.3%	15.2%	18.4%
러시아(OIE)	4.1	4.0	4.0	2.1	0.4	2.1	2.2	4.3	4.0	3.6	3.1	4.5
(OPM)	23.2%	21.2%	20.3%	9.9%	4.0%	14.3%	13.1%	19.3%	19.4%	19.1%	16.6%	19.1%
연결조정	0.0	0.0	-0.6	-2.4	3.2	-0.3	0.2	-2.4	3.2	-0.3	0.2	-2.4
세전이익			79.6	17.7	87.5	35.9	77.4	72.2	99.0	51.2	88.0	81.9
당기순이익			60.7	10.7	67.5	27.6	33.1	51.9	71.1	37.3	62.4	58.7
지배주주순이익			59.1	11.2	65.9	27.4	32.6	51.9	71.1	37.3	62.4	58.7
(YoY)							-44.8%	362.0%	7.8%	36.1%	91.2%	13.1%
현지 통화 기준 매출 성장률												
중국(Pan Orion)	-38.8%	-49.0%	-21.3%	-48.2%	25.0%	44.1%	-4.8%	31.9%	-0.2%	7.3%	7.6%	17.5%
베트남 내수(OFV 내수)	12.4%	33.1%	20.3%	14.7%	22.2%	8.5%	12.0%	11.9%	9.0%	12.0%	10.0%	10.0%
러시아(OIE)	6.7%	21.6%	15.6%	11.1%	-36.2%	-11.9%	-4.6%	19.0%	117.2%	36.4%	17.0%	10.0%

자료: 오리온, 키움증권 리서치

주: 1) 2Q17까지의 실적은 분할 전 제과 사업 기준

오리온 연도별 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,291.2	1,771.1	1,932.9	2,042.4	2,159.2
(YoY)	1.2%	-22.7%	9.1%	5.7%	5.7%
한국(오리온 별도)	679.4	678.5	712.7	726.6	740.9
(YoY)	-4.0%	-0.1%	5.0%	2.0%	2.0%
중국(Pan Orion)	1,346.0	794.8	941.0	999.8	1,064.8
(YoY)	1.0%	-41.0%	18.4%	6.3%	6.5%
베트남(OFV)	204.5	220.5	228.3	247.6	272.8
(YoY)	24.1%	7.8%	3.5%	8.5%	10.2%
러시아(OIE)	61.2	77.3	65.0	82.4	94.7
(YoY)	5.4%	26.3%	-15.9%	26.8%	15.0%
연결조정		0.0	-14.0	-14.0	-14.0
영업이익	311.5	151.3	286.6	327.8	358.3
(YoY)	-0.8%	-51.4%	89.5%	14.4%	9.3%
(OPM)	13.6%	8.5%	14.8%	16.1%	16.6%
한국(오리온 별도)	78.7	81.6	93.3	95.7	97.9
(OPM)	11.6%	12.0%	13.1%	13.2%	13.2%
중국(Pan Orion)	198.6	19.2	144.4	172.3	195.2
(OPM)	14.8%	2.4%	15.3%	17.2%	18.3%
베트남(OFV)	26.5	36.3	39.3	43.8	50.1
(OPM)	13.0%	16.4%	17.2%	17.7%	18.4%
러시아(OIE)	7.7	14.2	9.1	15.3	14.5
(OPM)	12.6%	18.4%	14.0%	18.6%	15.3%
연결조정		0.0	0.6	0.6	0.6
세전이익			272.9	320.1	356.9
당기순이익			180.2	229.5	255.3
지배주주순이익			177.9	229.5	255.3
(YoY)				29.0%	11.3%
현지 통화 기준 매출 성장률					
중국(Pan Orion)	4.3%	-38.7%	19.5%	7.8%	6.5%
베트남 내수(OFV 내수)	21.5%	18.7%	14.1%	10.1%	9.0%
러시아(OIE)	12.8%	13.5%	-7.0%	34.5%	15.0%

자료: 오리온, 키움증권 리서치

주: 1) 2Q17까지의 실적은 분할 전 제과 사업 기준

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	-	11,172	19,329	20,424	21,592
매출원가	-	5,935	10,514	10,846	11,378
매출총이익	-	5,237	8,814	9,579	10,214
판매비및일반관리비	-	4,163	5,948	6,300	6,631
영업이익(보고)	-	1,074	2,866	3,278	3,583
영업이익(핵심)	-	1,074	2,866	3,278	3,583
영업외손익	-	-24	-138	-77	-14
이자수익	-	44	69	73	78
배당금수익	-	0	0	0	0
외환이익	-	65	0	0	0
이자비용	-	116	178	119	59
외환손실	-	41	0	0	0
관계기인지분법손익	-	-3	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-	42	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-	-6	0	0	0
기타	-	-9	-29	-31	-32
법인세차감전이익	-	1,051	2,729	3,201	3,569
법인세비용	-	284	927	907	1,016
유효법인세율 (%)	-	27.0%	34.0%	28.3%	28.5%
당기순이익	-	767	1,802	2,295	2,553
지배주주지분순이익(억원)	-	756	1,779	2,295	2,553
EBITDA	-	1,732	4,044	4,480	4,807
현금순이익(Cash Earnings)	-	1,425	2,979	3,496	3,777
수정당기순이익	-	740	1,802	2,295	2,553
증감율(% YoY)	-				
매출액	-	N/A	73.0	5.7	5.7
영업이익(보고)	-	N/A	166.8	14.4	9.3
영업이익(핵심)	-	N/A	166.8	14.4	9.3
EBITDA	-	N/A	133.4	10.8	7.3
지배주주지분 당기순이익	-	N/A	135.3	29.0	11.3
EPS	-	N/A	135.3	29.0	11.3
수정순이익	-	N/A	143.3	27.4	11.3

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	-	4,575	5,231	5,279	5,564
현금및현금성자산	-	1,016	1,645	1,490	1,559
유동금융자산	-	509	522	551	583
매출채권및유동채권	-	1,457	1,487	1,571	1,661
재고자산	-	1,507	1,546	1,634	1,727
기타유동비금융자산	-	85	31	33	35
비유동부자산	-	18,005	18,341	18,667	18,972
장기매출채권및기타비유동채권	-	467	483	511	540
투자자산	-	242	239	239	239
유형자산	-	16,728	17,077	17,402	17,705
무형자산	-	524	497	470	443
기타비유동자산	-	45	45	45	45
자산총계	-	22,580	23,572	23,946	24,537
유동부채	-	5,230	5,103	4,498	3,851
매입채무및기타유동채무	-	2,316	2,416	2,553	2,699
단기차입금	-	1,044	1,444	944	444
유동성장기차입금	-	1,659	1,089	839	539
기타유동부채	-	210	154	161	169
비유동부채	-	3,901	3,456	2,496	1,536
장기매입채무및비유동채무	-	1	0	0	0
사채및장기차입금	-	3,294	2,794	1,794	794
기타비유동부채	-	606	661	702	741
부채총계	-	9,131	8,559	6,994	5,387
자본금	-	198	198	198	198
주식발행초과금	-	5,981	5,981	5,981	5,981
이익잉여금	-	762	2,310	4,258	6,463
기타자본	-	6,141	6,141	6,141	6,141
지배주주지분자본총계	-	13,082	14,630	16,578	18,783
비지배주주지분자본총계	-	367	383	374	366
자본총계	-	13,449	15,013	16,952	19,150
순차입금	-	4,472	3,161	1,536	-364
총차입금	-	5,997	5,327	3,577	1,777

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-	1,932	2,991	3,439	3,716
당기순이익	-	767	1,802	2,295	2,553
감가상각비	-	642	1,151	1,175	1,197
무형자산상각비	-	16	27	27	27
외환손익	-	-29	0	0	0
자산처분손익	-	89	0	0	0
지분법손익	-	3	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-	281	12	-57	-61
기타	-	163	0	0	0
투자활동현금흐름	-	-170	-1,510	-1,530	-1,532
투자자산의 처분	-	549	-10	-30	-32
유형자산의 처분	-	148	0	0	0
유형자산의 취득	-	-898	-1,500	-1,500	-1,500
무형자산의 처분	-	-11	0	0	0
기타	-	41	0	0	0
재무활동현금흐름	-	-1,553	-852	-2,065	-2,116
단기차입금의 증가	-	-2,541	400	-500	-500
장기차입금의 증가	-	997	-1,070	-1,250	-1,300
자본의 증가	-	0	0	0	0
배당금지급	-	0	-237	-356	-356
기타	-	-9	55	41	39
현금및현금성자산의순증가	-	183	629	-155	69
기초현금및현금성자산	-	833	1,016	1,645	1,490
기말현금및현금성자산	-	1,016	1,645	1,490	1,559
Gross Cash Flow	-	1,651	2,979	3,496	3,777
Op Free Cash Flow	-	815	1,582	1,995	2,227

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	-	1,912	4,499	5,804	6,458
BPS	-	33,092	37,007	41,934	47,512
주당EBITDA	-	4,382	10,229	11,332	12,159
CFPS	-	3,604	7,535	8,844	9,554
DPS	-	600	900	900	900
주가배수(배)					
PER	-	54.7	25.3	19.6	17.7
PBR	-	3.2	3.1	2.7	2.4
EV/EBITDA	-	26.8	12.1	10.4	9.3
PCFR	-	29.0	15.1	12.9	11.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-	9.6	14.8	16.1	16.6
영업이익률(핵심)	-	9.6	14.8	16.1	16.6
EBITDA margin	-	15.5	20.9	21.9	22.3
순이익률	-	6.9	9.3	11.2	11.8
자기자본이익률(ROE)	-	5.7	12.7	14.4	14.1
투하자본이익률(ROIC)	-	4.4	10.4	12.7	13.6
안정성(%)					
부채비율	-	67.9	57.0	41.3	28.1
순차입금비율	-	33.3	21.1	9.1	-1.9
이자보상배율(배)	-	9.3	16.1	27.4	60.4
활동성(배)					
매출채권회전율	-	7.7	13.1	13.4	13.4
재고자산회전율	-	7.4	12.7	12.8	12.8
매입채무회전율	-	4.8	8.2	8.2	8.2

Compliance Notice

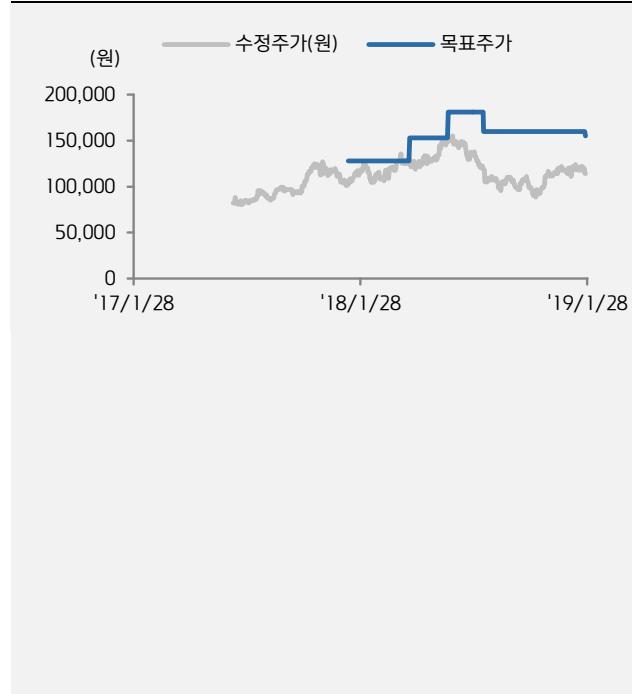
- 당사는 1월 25일 현재 '오리온 (271560)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	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	-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	-34.55	-30.63
	2018/10/12	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-35.11	-30.63
	2018/11/05	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-35.84	-30.63
	2018/11/15	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-35.96	-30.63
	2018/11/21	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-32.21	-22.50
	2019/01/28	BUY(Maintain)	155,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 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 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%