



오리온 (KRX: 271560)

위대한 회사, 괴상한 주주

파이를 키우기보다 돈 뽑아가는 것에
진심인 사람들이 있습니다.

2026년 10월 19일

DISCLAIMER



This presentation is for discussion and general informational purposes only. The views expressed herein represent the opinions of Flashlight Capital Partners Pte Ltd ("Flashlight") as of the date hereof. It does not have regard to the specific investment objective, financial situation, suitability or the particular need of any specific person who may receive this presentation, and is not to be taken as (or construed to be) legal, tax, investment, financial or other advice. Each recipient should consult their own legal counsel and tax and financial advisers as to legal and other matters concerning the information contained herein. This presentation does not purport to be all-inclusive or to contain all of the information that may be relevant to an evaluation of Orion Corp. ("Orion" or the "Company"), Company securities or the matters described herein.

The views expressed herein represent the opinions of Flashlight and are based on publicly available information with respect to the Company. Certain financial information and data used herein have been derived or obtained from public filings, including filings made by the Company with regulators, and other sources, as well as Flashlight's analysis of such publicly available information. Any valuation, price target or estimate presented herein reflects Flashlight's opinion only, is based on assumptions that may prove incorrect, and should not be construed as a prediction or guarantee of future market prices or investment returns.

This presentation does not constitute, and should not be construed as, asking or soliciting shareholders of the Company to authorize Flashlight or any third party to exercise their voting rights on their behalf with respect to the proposals to be presented to shareholders of the Company at the general meeting of shareholders and Flashlight is by no means soliciting or requesting other shareholders to grant or deliver their proxies to Flashlight for the meeting. This presentation does not constitute an offer by Flashlight or any of its director, officers, employees, representatives or agents to buy or sell any Company securities or securities of any other person or an offer to sell an interest in funds managed by Flashlight. This presentation does not constitute financial promotion, investment advice or an inducement or encouragement to participate in any product, offering or investment or to enter into any agreement with the recipient. No agreement, arrangement, commitment or understanding exists or shall be deemed to exist between or among Flashlight and any third party or parties by virtue of furnishing this presentation.

Funds managed by Flashlight currently beneficially own and/or have an economic interest in and may in the future beneficially own and/or have an economic interest in, Company securities. Flashlight intends to review its investments in the Company on a continuing basis and depending upon various factors, including without limitation, the Company's financial position and strategic direction, the outcome of any discussions with the Company, overall market conditions, other investment opportunities available to Flashlight, and the availability of Company securities at prices that would make the purchase or sale of Company securities desirable, Flashlight may from time to time (in the open market or in private transactions, including since the inception of Flashlight's position) buy, sell, cover, hedge or otherwise change the form or substance of any of its investments (including Company securities) to any degree in any manner permitted by law and expressly disclaims any obligation to notify others of any such changes. Flashlight also reserves the right to take any actions with respect to its investments in the Company as it may deem appropriate.

Flashlight has not sought or obtained consent from any third party to use any statements or information indicated herein as having been obtained or derived from statements made or published by third parties. Any such statements or information should not be viewed as indicating such third party's support for the views expressed herein. No warranty is made that data or information, whether derived or obtained from public filings or from any third party, are accurate.

Except for the historical information contained herein, the matters addressed in this presentation are forward-looking statements, including estimates and projections prepared with respect to, among other things, the Company's anticipated operating performance, the value of the Company's securities, the debt or any related financial instruments that are based upon or relate to the value of securities of the Company, general economic and market conditions and other future events. You should be aware that all forward-looking statements, estimates and projections are inherently uncertain and subject to significant economic, competitive, and other uncertainties and contingencies and have been included solely for illustrative purposes. You should be aware that actual results may differ materially from those contained in the forward-looking statements and there can be no assurance that any opinion or assumption herein is, or will be proven, correct.

Flashlight has relied upon and assumed, without independent verification, the accuracy and completeness of all data and information from public sources, and no representation or warranty is made that any such data or information is accurate. Flashlight recognizes that the Company may possess confidential or otherwise non-public information that could lead it to disagree with Flashlight's views and/or conclusions that could alter the opinions of Flashlight were such information known. No representation, warranty or undertaking, express or implied, is given as to the reliability, accuracy, fairness or completeness of the information or opinions contained herein, and Flashlight and each of its directors, officers, employees, representatives and agents expressly disclaim any liability which may arise from this presentation and any errors contained herein and/or omissions therefrom or from any use of the contents of this presentation. There is no assurance or guarantee with respect to the prices at which any securities of the Company will trade, and such securities may not trade at prices that may be implied herein. The estimates, projections and pro forma information set forth herein are based on assumptions which Flashlight believes to be reasonable, but there can be no assurance or guarantee that actual results or performance of the Company will not differ, and such differences may be material. This presentation does not recommend the purchase or sale of any security.

Flashlight reserves the right to change any of its opinions expressed herein at any time as it deems appropriate. Flashlight disclaims any obligation to correct, update or revise the information contained herein.

All registered or unregistered service marks, trademarks and trade names referred to in this presentation are the property of their respective owners, and Flashlight's use herein does not imply an affiliation with, or endorsement by, the owners of these service marks, trademarks and trade names.

오리온은 국내 최대, **최고의 제과회사**입니다. 오리온 과자들은 장기간에 걸쳐 한국과 해외 60여 개국 소비자의 사랑을 받아 왔습니다. 국내 경쟁사들보다 더 견조하게 성장했고, 이익률도 더 높습니다. 국내와 핵심 해외 시장(중국·베트남·러시아) 전망은 밝으며, 이미 매출의 66%가 해외에서 나옵니다. SNS발 K-컬처 열풍에 주가가 치솟은 삼양식품의 뒤를 이어, 글로벌 K-푸드 브랜드가 될 자격이 충분합니다.

오리온은 1956년 이양구 창업주가 세운 회사로, 현재 2세가 경영하고 있습니다. 안타깝게도 오늘날 오리온의 거버넌스는 회사의 명성과 거리가 멉니다. 일가에 대한 석연치 않은 보수 지급, 부실한 자본배분, 비합리적인 M&A, 그리고 이 모든 것을 눈감아 주는 이사회까지... **한국 최악의 거버넌스**입니다. 주가가 내재가치보다 59% 할인된(EV/EBITDA 3.0배, 글로벌 동종업계 11.5배) **극심한 저평가**를 겪고 있습니다.

이제 거버넌스도 브랜드에 걸맞은 수준으로 올라서야 할 때입니다. 저희는 2026년 9월 15일 회사에 서한을 보내, 이사회 면담, 그리고 주주명부 열람을 요청했습니다. 그러나 회사는 저희의 주식 보유를 확인하는 전화 한 통 이후 아무런 응답도 없었습니다. 그래서 이렇게 다른 주주분들께 직접 말씀드리게 되었습니다. 본 자료에서는 오리온의 강점과 문제점을 상세히 짚고, 장기간의 저평가를 해소하기 위한 **다섯 가지 요구사항**을 제시합니다. 세대 교체기를 맞은 많은 한국 기업이 보여주었듯, 거버넌스만 바로잡으면 오리온 주가는 3.3배까지 오를 수 있는 엄청난 상승 여력이 있다고 봅니다.

I.	최고의 기업	4
II.	최악의 거버넌스	13
III.	극심한 저평가	23
IV.	다섯 가지 요구사항	27
V.	세 배의 상승 여력	32

PART I

최고의 기업

개요

- 1956년 설립, 1975년 상장
- 국내 1위 제과회사 (시장점유율 22%)
- 주요 브랜드: 포카칩, 초코파이, 비쇼비 등. 중국, 인도 등 60여 개국에서 판매
- 제품 90여종. 매출 1위 품목은 감자칩¹ (국내 매출의 10%), 2위는 초코파이 (8%)²

사업 구성 (2025)

(십억원)	매출	%	대표 제품
파이	1,333	40%	초코파이 (국내 1위)
스낵	1,100	33%	포카칩 (국내 2위)
비스킷	400	12%	
껌/캔디/젤리	300	9%	
물, 기타	199	6%	
합계	3,332	100%	

재무 현황

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025	CAGR
매출	2,356	2,873	2,912	3,104	3,332	9.1%
EBIT	373	467	492	544	558	10.6%
EBITDA	523	628	649	704	723	8.4%
EBIT %	15.8%	16.2%	16.9%	17.5%	16.7%	
EBITDA %	22.2%	21.9%	22.3%	22.7%	21.7%	

주주, 경영진 및 이사회

- 주주: 오너 일가 및 특수관계인 43.8%
- 오너 일가: 이화경 부회장 (오리온홀딩스 지분 34%), 담철곤 회장 (오리온홀딩스 지분 30%)
- 핵심 인사: 허인철 부회장 (신세계·이마트 출신)
- 이사회: 이사 5명 (사내 2명, 사외 3명)
- 시가총액: 4.3조원 / 배당수익률: 2.8%
- EV/EBITDA: 3.0x³ / PER: 11.0x⁴ / PBR: 1.1x

주 1: "포카칩"

주 2: 국내 법인의 2025년 매출과 aT 식품산업통계정보(FIS)의 제품별 POS 소매판매액을 기준으로 산출

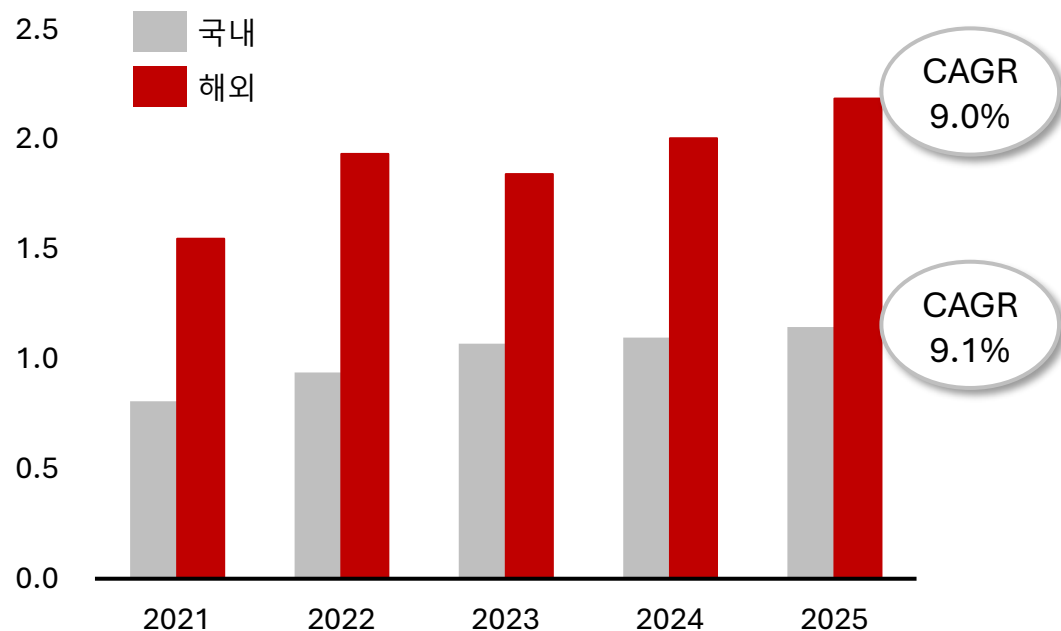
주 3: 2026년 10월 16일 주가 기준. 순현금은 15페이지 참조

주 4: 잉여 현금이 주식가치(P)에 반영되어 PER이 높게 나타남

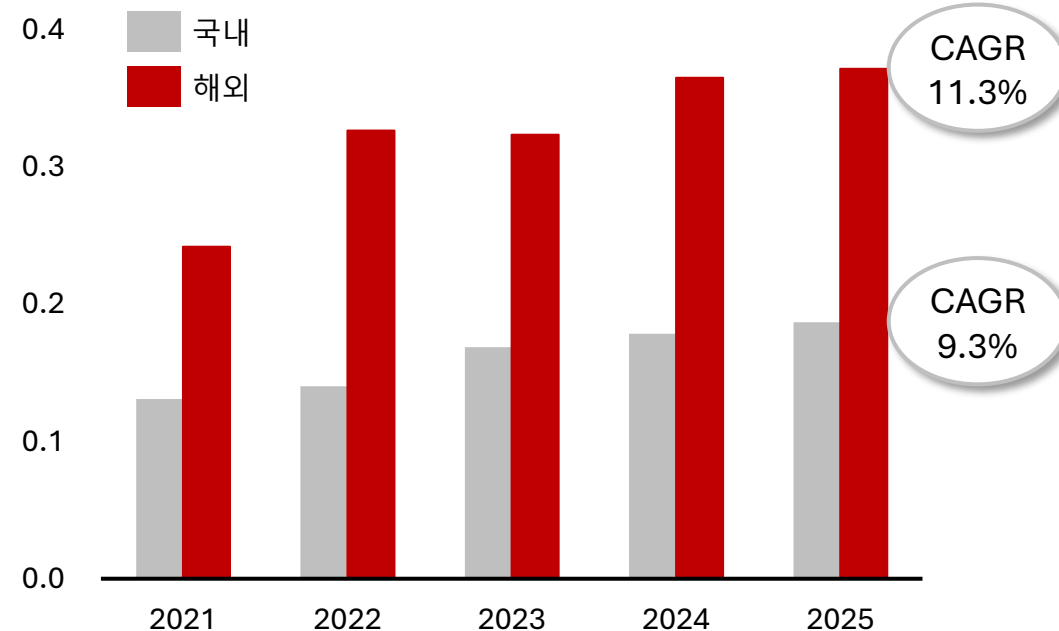
국내외 모두 꾸준한 성장

해외 매출 비중은 3분의 2이며, 국내·해외 모두 연 9% 가량 성장하고 있습니다.

매출¹ (조원)

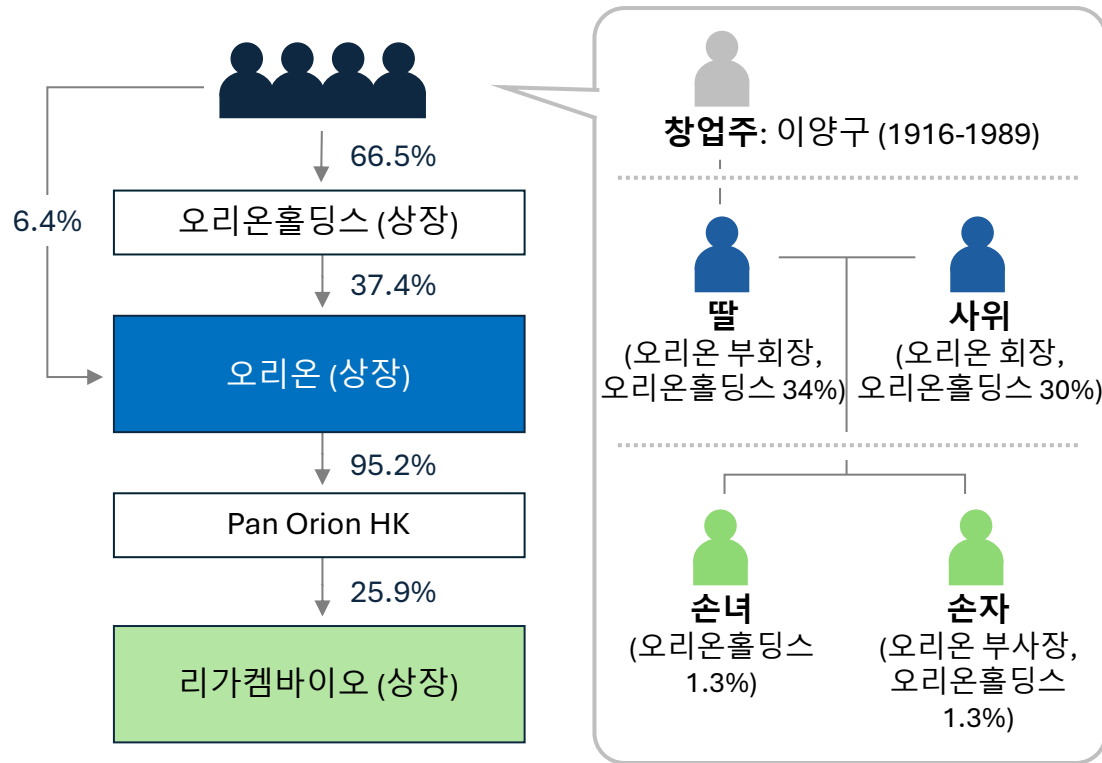


EBIT¹ (조원)

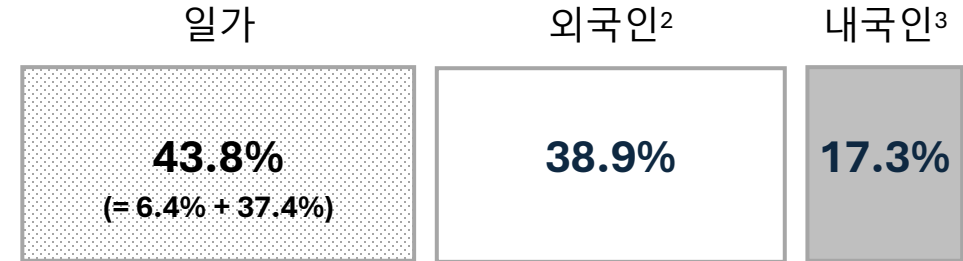


창업주 일가 지분 43.8%

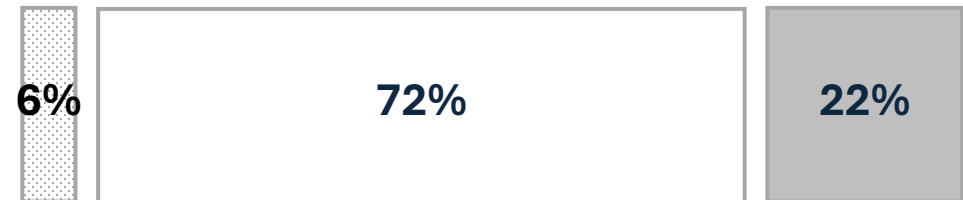
분리선출 감사위원 선임 시 창업주 일가의 의결권은 6%로 줄어듭니다.



오리온 주주 구성¹



감사위원 선임 시 의결권⁴



주 1: KRX, 2026년 6월 30일 기준

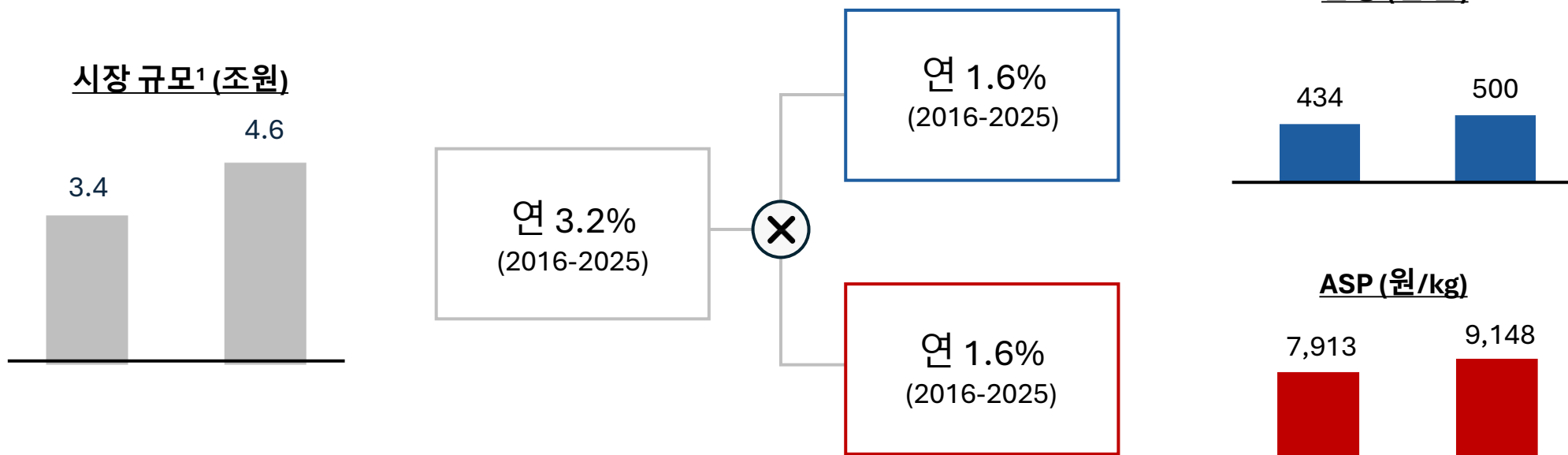
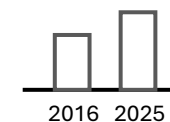
주 2: 실체스터 인터내셔널 인베스터스(5.03%) 포함

주 3: 국민연금(9.14%) 포함

주 4: 상법상 감사위원 선임 시 각 주주의 의결권은 3%로 제한됨(최대주주는 특수관계인 합산). 2026년부터 감사위원 중 최소 2명은 다른 이사와 분리하여 선임해야 하므로, 이사 선임 단계에서부터 3% 제한이 적용됨. 2027년 3월 정기주주총회까지 모든 주주가 의결권을 행사하고(출석률 100%) 주주 구성에 변동이 없다고 가정

국내 제과 산업

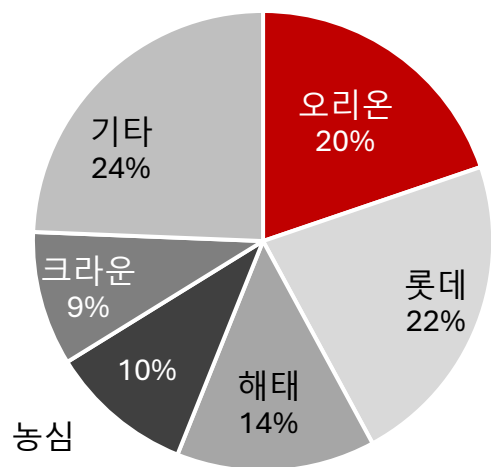
국내 제과 시장¹은 물량과 가격(ASP)이 함께 성장하고 있습니다.



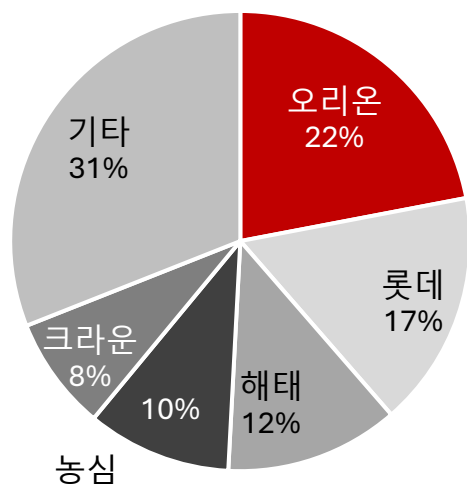
국내 주요 업체

과자 시장은 소수 업체가 안정적으로 점유하고 있습니다.

시장점유율 (2020)¹



시장점유율 (2025)¹



국내 주요 업체 현황

	대표 브랜드	설립	국내 매출 (십억원, 2025) ²	시가총액 (십억원) ³
오리온	초코파이, 포카칩	1956	1,140	4,290
롯데	빼빼로, 롯데샌드	1967	955	1,143
해태	오예스, 맛동산	1945	657	161
농심	새우깡, 포테토칩	1965	457	2,494
크라운	초코하임, 콘칩	1947	472	93

주 1: 닐슨 POS 소매판매액(aT 식품산업통계정보(FIS) 제공; 비스킷, 스낵, 초코케이크, 초콜릿). 2025년 수치는 최신 자료인 2025년 상반기 데이터를 기반으로 한 FCP 추정치

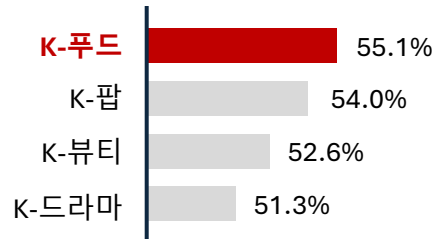
주 2: 2025 회계연도 매출할인 차감 전 국내 제과 매출(DART 사업보고서), 출고가 기준. 시장점유율은 소매판매액 기준이므로 차이가 있을 수 있음. 롯데는 매출할인을 공시하지 않아, 나머지 4개사의 평균 매출할인율(12.1%)로 공시 순매출을 역산한 추정치임. 해태는 냉동식품 포함. 농심: 제과 부문만 해당(면류·음료 제외)

주 3: 2026년 10월 16일 기준

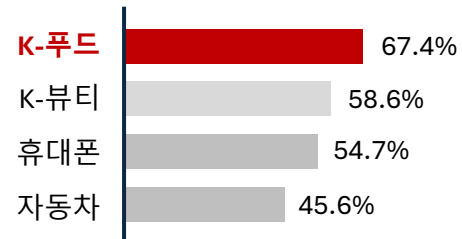
음식은 이미 자리 잡았지만, 개별 브랜드로는 아직 부족한 수준입니다.

해외 한류 소비자 설문¹

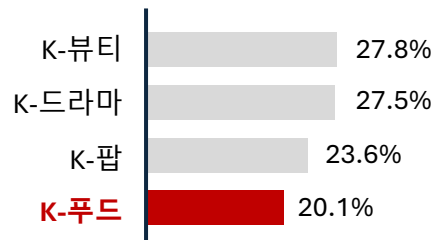
① K-컬처 중 음식이 1위



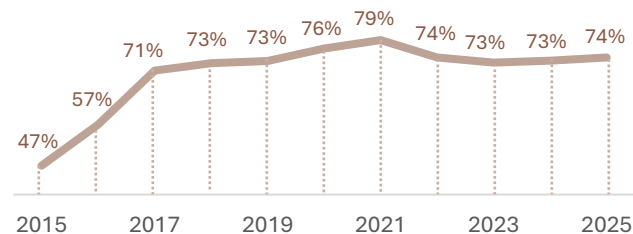
② ... 구매 의향 1위



③ ... 그러나 소비 비중은 최저²



④ 10년간의 호감도 상승³



K-푸드는 브랜드 상품으로 성공할 수 있을까?

대부분의 외국인에게 K-푸드는 여전히 식당 음식을 뜻합니다. 김치 (48.0%), 비빔밥 (27.6%), 한국식 바비큐 (17.0%), 불고기 (15.6%), 치킨 (13.0%)이 가장 먼저 떠오르는 음식입니다.⁴

불닭 외엔, 해외에서 누구나 알만한 한국 “포장식품 브랜드”는 거의 없습니다.

K-푸드의 인기는 아직 브랜드 성공의 벽을 넘지 못했습니다. 그 벽을 넘기까지 몇 년이 걸릴 수도 있고, 어쩌면 이미 넘기 시작했을 수도 있습니다 (다음 페이지).

주 1: 한국 문화 콘텐츠를 경험한 30개국 15~59세 27,400명 대상 설문 (한국국제문화교류진흥원(KOFICE), 2026 해외한류실태조사)

주 2: 각 분야 경험자가 응답한 해당 분야 소비 중 한국 비중

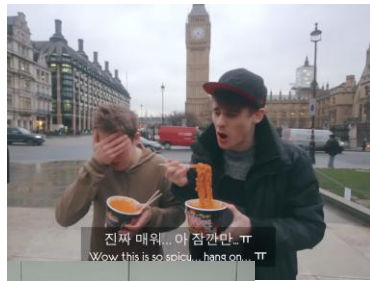
주 3: 한국 음식 경험자 중 “좋아한다”·“매우 좋아한다”(5점 척도 4~5점)로 답한 비율. 조사 국가와 표본 규모가 점차 확대되어 초기 연도와는 정확한 비교가 어려움

주 4: 농림축산식품부·한식진흥원, 2025 해외 한식 소비자 조사 (20개국 22개 도시, 2025년 11월)

라면 다음은... 과자?

SNS에서 시작한 불닭볶음면의 폭발적 성장 덕에 삼양식품 주가는 6배가 됐고, 라면은 식품 수출 1위가 됐습니다.

시작은 소셜미디어



(2014년 2월) 유튜브 영상 "파이어 누들 챌린지" 조회수 1,100만 회 기록



(2024년 3월) 카디 비가 불닭볶음면을 요리한 틱톡 영상이 한 달 만에 조회수 1,900만 회를 기록하며 미국 내 품절 사태 발생

질주하는 삼양식품

매출 (조원)

2023	2024	2025	CAGR
1.2	1.7	2.4	40%

시가총액 (조원)¹

2023	2024	2025	CAGR
1.6	5.7	9.3	140%

EV/EBITDA¹

2023	2024	2025
9.4x	14.6x	15.9x

라면 다음은 과자?

2024년: 식품 수출 1위 라면 (12억 달러, +31%), 과자가 8억 달러(+17%)로 추격²

2025년: 라면 수출 15억 달러(+22%)로 증가³

2026년 상반기: 라면 +27.9%, 과자 +7.2%로 성장 지속^{4,5}

주 1: 연말 주가 기준. 순차입금은 단기차입금, 유동성장기부채, 유동리스부채, 장기차입금, 비유동리스부채 합계에서 현금및현금성자산, 단기금융자산, 기타유동금융자산, 매각예정비유동자산, 기타비유동금융자산, 투자부동산을 차감

주 2: 농림축산식품부 (2025년 1월 7일)

주 3: 농림축산식품부 (2026년 1월 12일), 과자 수출 별도 데이터 없음

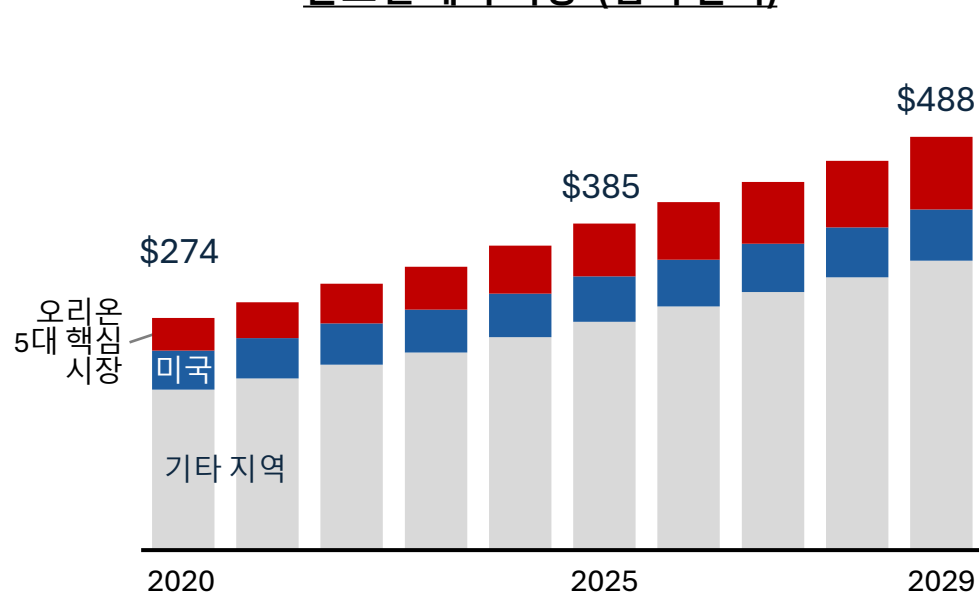
주 4: 농림축산식품부 (2026년 7월 5일)

주 5: 오리온을 비롯한 많은 국내 제과회사가 한국에서 만들어 수출하기보다 해외 공장에서 생산하므로, 과자 수출 수치(7.2%)는 해외 수요를 과소 반영함

해외에서도 탄탄한 입지

빠르게 성장하는 해외 시장에서 오리온은 이미 자리를 잡았습니다.

글로벌 제과 시장¹ (십억 달러)



CAGR 20-25	CAGR 25-29
10.2%	8.3%
2.9%	3.3%
7.3%	6.1%

오리온 사업 현황 (2025)

5개국(한국, 중국, 베트남, 러시아, 인도)이 매출의 약 90%를 차지하며, 오리온은 5개국 모두에 공장을 보유. 2025년 매출 (전년 대비): 한국 1.1조원 (+4.4%), 중국 1.3조원 (+4.0%), 베트남 0.5조원 (+4.6%), 러시아 0.3조원 (+47%), 인도 0.03조원 (+30%)

2018년 진출, 매출 460억원² (전체의 1%), 2019년부터 코스트코 입점

오리온이 진출한 나머지 54개국 (매출의 10% 미만 추정). 일본에서는 2026년 10월 코스트코 37개 매장 입점 예정

주 1: Statista, FCP 분석

주 2: <https://www.sidae.com/article/2026091715311721747>

PART II

최악의 거버넌스

거버넌스 실패 4중주

주주에겐 인색, 현금은 엉뚱한 곳으로... 이사회는 도대체 무슨 일을 하고 있는걸까요?

I. 배당 가뭄



"여러분께 드리는 대신..."

II. 묻지마 M&A



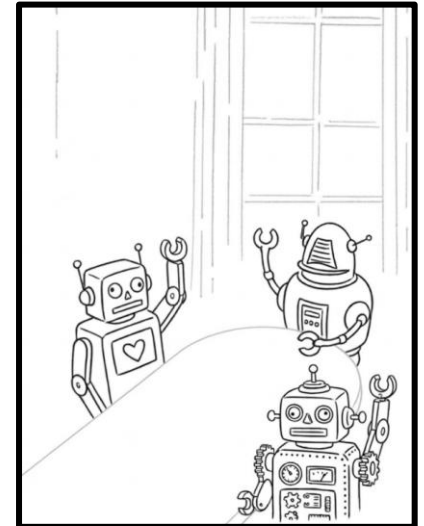
"...저희가 좀 써보고..."

III. 오너 일가



"...저희 몫은 챙겨야죠."

IV. 이사회



"이의 없습니다."

I: 쌓이는 현금, 요지부동 배당

순현금·금융자산이 시가총액의 약 50%지만, 배당성향은 글로벌 동종업계에 크게 못 미칩니다.

막대한 현금...

시장 평가: 1.3조원¹



2025년 사업보고서:
2.1조원 (순현금·금융자산)

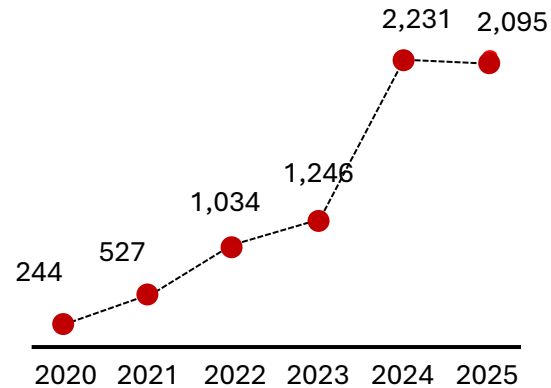


오리온 재무상태표 (2025)

(십억원)	금액
기타포괄손익-공정가치	5.0
금융자산	0.02
장기금융상품	48.7
기타비유동금융자산	31.2
당기손익-공정가치 금융자산	5.0
단기금융상품	986.1
현금및현금성자산	311.4
투자부동산 (공정가치)	103.3
비영업자산 (리가캠바이오) ²	639.5
비유동리스부채	(21.8)
유동리스부채	(13.7)
합계	2,094.6

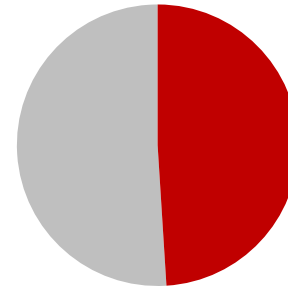
... 계속 쌓이고...

순현금·금융자산 합계³
(십억원)



... 이제 절반 수준

순현금·금융자산
시가총액 대비 %⁴

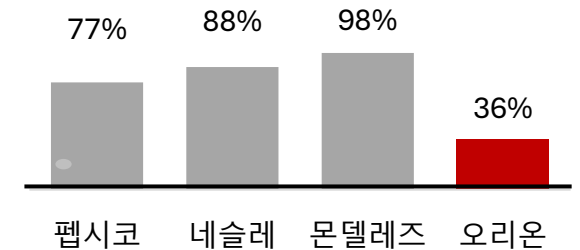


49%

시가총액 대비

... 그래도 요지부동

배당성향⁵



2.8%

배당수익률⁶

주 1: Yahoo Finance

주 2: 리가캠바이오 주가는 173,700원(2025년 말)에서 68,300원(2026년 10월 16일)으로 하락

주 3: 기타포괄손익-공정가치 금융자산, 장기금융상품, 기타비유동금융자산, 기타유동금융자산, 당기손익-공정가치 금융자산, 단기금융상품, 현금및현금성자산, 장기차입금, 비유동리스부채, 유동성장기차입금, 단기차입금, 유동리스부채, 투자부동산(공정가치), 리가캠바이오 지분가치 포함

주 4: 2026년 10월 16일 기준 시가총액

주 5: 지배기업 소유주지분 순이익 기준. 오리온과 네슬레는 2025 회계연도 실적에 대한 결산배당, 펩시코와 몬델레즈는 2025년 4분기 실적 기준 배당 반영

주 6: 오리온 사업보고서 (2025)

II: 묻지마 M&A

과거의 교훈은 잊고, 뜬금없는 인수를 되풀이하고 있습니다.

제값 못 받는 현금

Q: 현금 1원이 1원 대접을 못 받는 곳이 있다?

A: 오리온 곳간에는 순현금·금융자산 2.1조원(시가총액의 약 50%)이 있습니다. 그런데 투자자들은 이 돈을 인정해 주지 않습니다. 그 돈이 전략은커녕 상식에 맞지 않는 거래에 쓰이는 걸 이미 여러 번 봐 왔기 때문입니다.

잊어버린 교훈

2000년대에 오리온은 실적이 부진한 여러 사업을 정리했으며, 그중 일부는 손실을 보고 매각했습니다.

- 바이더웨이 (편의점): PE 펀드에 매각 (2006)
- 메가박스 (영화관): PE 펀드에 매각 (2007)
- 온미디어 (케이블TV): CJ에 매각 (2009)
- 베니건스 (적자 패밀리 레스토랑): 바른손에 매각 (2010)
- 메가마크 (건설): 1,200억원 투자 후 300억원 미만에 매각 (2022)¹

혹시... 아들?

2024년 1월 15일, 오리온은 리가캠바이오(코스닥: 141080)에 5,500억원을 투자한다고 발표했습니다. 오리온 주가는 다음 날 18% 하락했습니다.

시너지에 대해 당시 오리온홀딩스 대표이사였던 허인철 부회장은 “하다 보면 연결고리가 나올 수 있고...”라고 말했습니다.² 이 거래를 주도한 것으로 알려진³ 후계자 담서원 부사장은 현재 리가캠바이오 사내이사입니다.⁴

누굴 위한 신문사?

보도에 따르면 오리온은 2026년 9월 경영난에 빠진 국내 신문사⁵ 인수전에 뛰어들었습니다. 인수는 약 2,500억원, 매각 절차는 연말까지 진행될 것으로 예상됩니다. 오리온은 이에 대해 입장을 밝히지 않았습니다.

신문사는 오리온과 아무 시너지가 없습니다.

오리온은 인수전에서 즉시 손을 떼야 합니다.



주 1: <https://www.topdaily.kr/articles/93822>

주 2: <https://biz.heraldcorp.com/article/3302827>

주 3: <https://biz.newdaily.co.kr/site/data/html/2025/12/26/2025122600098.html>

주 4: 2026년 9월 22일 (<https://www.hankyung.com/article/2026092219581>)

주 5: 중앙일보: 조선일보·동아일보와 함께 국내 3대 일간지 중 하나. 2026년 상반기 매출 1,520억원, 순손실 920억원. 2026년 7월부터 채권단 주도 워크아웃 진행 중(2026년 6월 신청). 2026년 6월 30일 기준 부채 4,310억원에 계열사 지급보증 1,780억원(합계 6,100억원), 자본 290억원 (출처: 중앙일보 2026년 반기보고서)

III: 오너 일가

3세대 승계의 시간이 다가오고 있습니다.

시작

- 1956년 이양구 창업주가 설립. 북한 출신 피란민으로, 제일제당 설탕의 독점 판매상으로서 “설탕왕”으로 불림. 삼성 창업주 이병철 회장과 동양제당을 공동 설립.¹
- 1989년 창업주가 별세한 뒤 동양그룹은 두 사위에게 나뉨. 현재현 회장(시멘트·금융, “동양”)과 담철곤 회장(제과, 2001년 “오리온그룹”으로 분리).
- 현재현 회장의 동양은 2013년 붕괴했고, 담철곤 회장의 오리온은 제과 외 사업을 거의 모두 정리하고 나서야 생존 (2006-2010).

3세

- 아들 (담서원):
 - 2013년: 홍콩 회사를 통해 포장재 공급업체 인수
 - 2015년: 이를 오리온 계열사에 매각해 85억원 차익 실현
 - 이후 아들은 차익 전액 기부를 약속했으나, 실제 이행 여부는 불분명³
- 딸 (담경선):
 - 2010-17년 오리온 근무⁴, 현재 오리온재단 이사장
 - Pan Orion HK 지분 1.61% 보유⁵

2세

- 옥상옥: “투명성 제고”를 내세운 2017년 인적분할과 뒤이은 주식 교환으로, 일가는 현금 한 톨 들이지 않고 오리온홀딩스 지분을 28%에서 64%로 늘림.²
- 담철곤 회장·이화경 부회장: 2013년 이사회에서 물러났음에도 오리온과 오리온홀딩스 양쪽에서 보수 수령
- 아들 (3세): 오리온과 리가켄바이오 양쪽에서 보수 수령
- 딸 (3세): 현재 계열사 보수 수령 여부는 확인되지 않음

K-디스카운트

- 한국 오너 일가에서 흔히 보이는 패턴 중 일부는 오리온에서도 나타남 (18-19페이지)

주 1: <https://www.seoul.co.kr/news/newsView.php?id=20051128014002>

주 2: <https://www.sisafocus.co.kr/news/articleView.html?idxno=170421>

주 3: <https://www.busan.com/view/busan/view.php?code=2026100412580859831>

주 4: <https://www.c-journal.co.kr/articleView?num=984>

주 5: 팬오리온은 오리온 중국법인과 리가켄바이오 지분을 보유, 7페이지 참조

K-디스카운트 공식

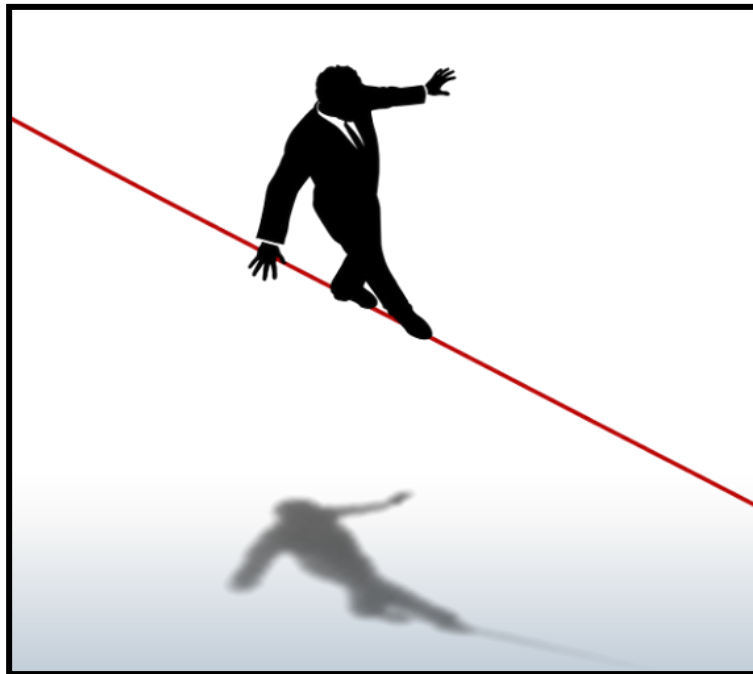
많은 오너 일가가 위법과 편법 사이에서 줄타기를 합니다.

1. 주가 누르기

- 주가가 낮을수록 상속세¹도 하락
- 배당은 적게, 현금 은 회사에 쌓아둠
- IR 최소화: 애널리스트 리포트가 줄면 주가도 낮아지고 감시도 약해짐

2. 오너 일가 개인 회사 키워주기

- 일감 몰아주기('터널링')
- 일가 회사를 높은 가격에 인수
- 일가에 유리한 비율로 합병¹



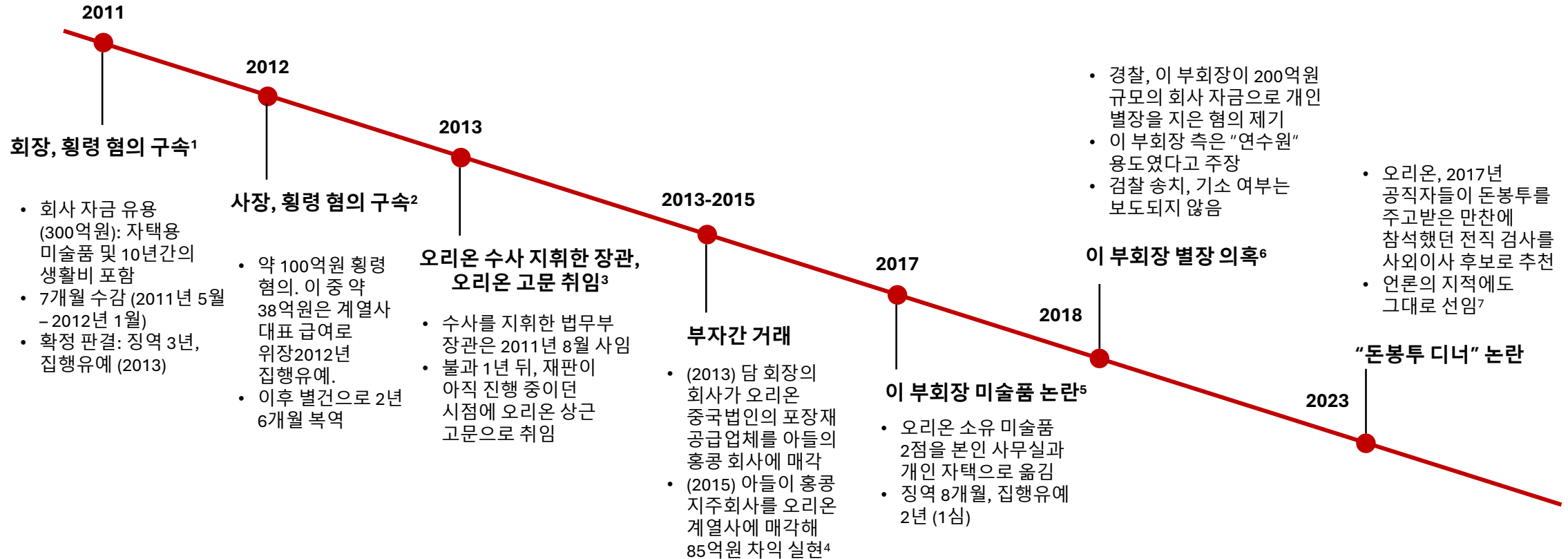
3. 회사 현금을 오너 일가로

- 계열사 여러 곳에서 보수 수령
- 보수는 받되 책임은 회피
- 보수한도·공시·법적 책임이 따르는 등기이사는 말지 않음
- 주택·별장·차량·미술품을 회사 비용으로 지출

4. '믿을 만한' 이사회

- 경영 경험이 있는 후보는 배제
- 사정기관을 잘 아는 전직 검사·판사·세무 공무원 영입
- 퇴직 관료에게 고문 자리 제공

주 1: 2015년 삼성물산·제일모직 합병(1:0.35)으로 이재용 회장이 합병 삼성물산의 최대주주(16.5%)가 됨



주 1: <https://www.kdpress.co.kr/news/articleView.html?idxno=29876>

주 2: <https://www.newstomato.com/ReadNews.aspx?no=314439>, <https://watch.peoplepower21.org/WatchPro/case/69/>, <https://www.sateconomy.co.kr/news/view/179590118857680>

주 3: https://www.ilyo.co.kr/?ac=article_view&entry_id=56038

주 4: <https://www.bizhankook.com/bk/article/19539>; 아들은 이후 차익을 오리온재단에 기부하기로 약속

주 5: <https://www.etoay.co.kr/news/view/1555076>, <https://www.yna.co.kr/view/AKR20171027107600004>

주 6: <https://www.seoul.co.kr/news/society/2018/10/24/20181024800054>

주 7: <https://www.lkp.news/news/articleView.html?idxno=29952>

보수는 좋지만, 책임은...

일가는 그룹 곳곳에서 보수를 받지만, 책임은 거의 지지 않습니다.

	보수? 받음 ¹	책임? 없음 ¹
 담철곤	오리온 홀딩스  회장 오리온  회장	오리온 홀딩스  오리온 
 이화경	오리온 홀딩스  부회장 오리온  부회장	오리온 홀딩스  오리온 
 담서원	오리온 홀딩스  오리온  부사장	오리온 홀딩스  오리온 

이사회는 어떤 책임이?

- 보수한도:**
이사 보수는 매년 주주총회 결의로 한도가 정해지지만, 미등기임원 보수는 제한 없음. 오너 일가 보수를 포함하면 오리온은 2021년부터 해마다 한도 초과, 초과액 합계 142억원
- 법적 책임**
이사는 임무를 게을리하면 손해배상 책임을 지고(상법 제399조·제401조), 경영책임자는 중대재해처벌법 등에 따른 추가 책임도 짐

국민연금 반대^{2,3}

- 2018년: 이사 보수한도 및 임원 퇴직금 규정 변경에 반대
- 2022년: 이사 보수한도 증액에 반대
- 2024년: 이사 보수한도 증액에 반대
- 2025년: 이사 보수한도 증액에 반대

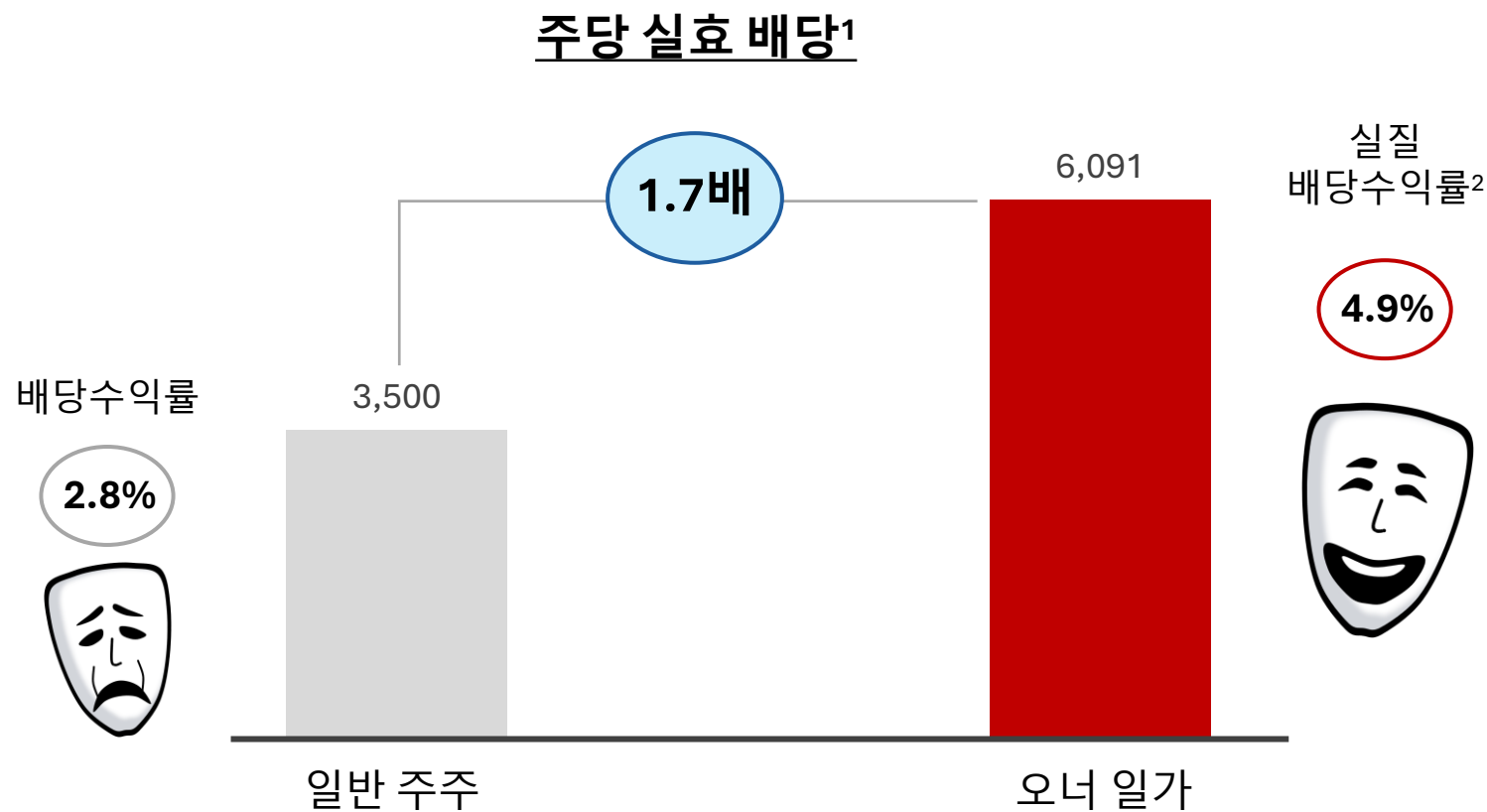
주 1: 2026년 6월 30일 기준

주 2: 국민연금은 2025년 정기주주총회 기준일인 2024년 12월 31일 현재 오리온 지분 10.53%를 보유. 국민연금의 반대에도 모든 안건이 가결됨: 일가와 특수관계인이 의결권의 약 44%를 보유하고 있으며, 보수 관련 안건에는 3% 의결권 제한이 적용되지 않음

주 3: <https://fund.nps.or.kr/impa/edwmpblnt/getOHEF0007M0.do>

두 계급의 주주

오너 패밀리는 다른 주주의 1.7배를 챙겨가고 있습니다.



주 1: 2025 회계연도 결산배당 포함. 오너 부부의 보수는 2025년 말 보유 주식 수로 나눔(아들의 보수는 제외)

주 2: 오리온이 공시한 배당수익률: 2025 회계연도 주당배당금(3,500원)을 2026년 2월 11일 이사회 결의 전 1주일 평균 주가로 나눔 값(2.8%). 오너 부부: 2025 회계연도 오리온 보수(46.6억원)를 2025년 말 직접 보유 주식(179만 주)으로 나눔 금액을 같은 주당배당금에 더한 값(주당 6,091원)을, 같은 주가로 나눔 값(4.9%)

IV: 도대체 이사회에는 누가?

글로벌 동종업계는 CEO들을, 오리온은 검사들을 영입합니다.

오리온 및 글로벌 동종업체의 이사회 경력 비교¹

				
사내 {	허인철 (부회장) 이마트, 신세계 이승준 (대표이사) 연구소장 (오리온)	• 콜게이트-팜올리브 (CEO) • 애플 (부사장) • 리바이스 (CEO) • 번지 (CEO) • NBC유니버설 (회장) • 노바티스 (CEO) • 디아지오 (CEO) • 얀 브랜즈 (CEO) • JP모건 (CFO) • 골드만삭스	• 인디텍스 (CEO) • 애플 (CFO) • P&G (유아·여성용품 부문 CEO) • EPFL (총장) • DSM-피르메니히 (CEO) • 아홀드 델레즈 (CEO) • 크레디트스위스 (CFO)	• 칼스버그 (CEO) • 랄프 로렌 (COO) • 헤일리온 (CEO) • 블루트라이튼 브랜즈 (CEO) • 볼터스 클루베르 (CEO) • 레스토랑 브랜즈 (아시아 회장) • 칼라일 (아시아 소비재·미디어·유통 부문 대표)
	노승권 독립이사 대구지검장 송찬엽 독립이사 서울동부지검장 이현규 독립이사 인천지방국세청장			
	담철곤 회장, 이화경 부회장, 담서원 부사장은 이사회에 없음			
	언론, 노승권 이사의 2017년 "돈봉투 만찬" 참석 보도, 19페이지 참조			

주 1: 오리온은 전체 이사, 동종업체는 일부 이사. 출처: 각 사 웹사이트 (2026년 10월)

PART III

극심한 저평가

잃어버린 9년

10년 가까이 지나도록 오리온 주가는 제자리걸음입니다.

오리온 주가 vs. 코스피¹



주 1: 2017년 10월 30일 = 1.0 기준, 2026년 10월 16일까지
주 2: 오리온(271560)은 인적분할 후 2017년 7월 7일 재상장

동종업계 대비 약 60% 할인된 오리온

EV/EBITDA 3.0배. 동종업계 수준으로 평가하면 지금 주가는 약 60% 할인된 상태입니다.

SOTP (십억원)

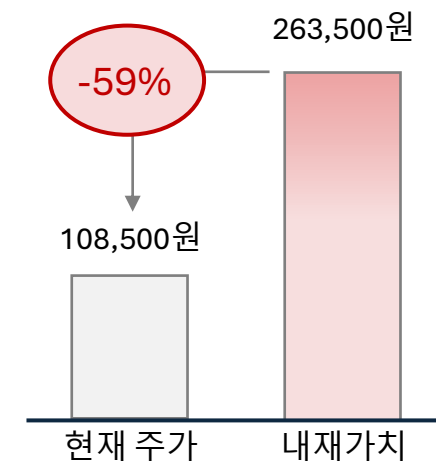
시가총액 ¹	4,290
순현금 ²	1,352
투자부동산 (공정가)	103
리가캠바이오 ³	640
EV	2,195
EBITDA (2025)	723
EV/EBITDA	3.0x

EV/EBITDA⁴

몬델레즈	20.6x
네슬레	16.6x
펍시코	14.6x
왕왕	2.7x
가루비	8.4x
삼양식품	16.5x
농심	4.1x
롯데	4.9x
중앙값	11.5x

동종업계 수준이라면...

EV/EBITDA	11.5x
EBITDA (2025)	723
EV	8,324
순현금 ²	1,352
투자부동산 (공정가)	103
리가캠바이오 ³	640
시가총액	10,419



주 1: 2026년 10월 16일 기준

주 2: 2025년 기준. 현금및현금성자산, 단기·장기금융상품, 당기손익-공정가치 금융자산, 기타포괄손익-공정가치 금융자산, 기타유동·비유동금융자산, 유동·비유동리스부채 포함

주 3: 2026년 10월 16일 주가 기준

주 4: 2025년 재무수치 및 2026년 10월 16일 주가 기준, 표시된 8개 동종업계의 중앙값

오리온은 제2의 삼양식품이 될 수 있을까?

오리온이 삼양식품보다 더 많은 돈을 벌었는데도, EV/EBITDA는 3.0배 vs. 16.5배입니다.

매출 (십억원)

	2022	2025
오리온	2,873	3,332
삼양식품	909	2,351

EBIT (십억원)

	2022	2025
오리온	467	558
삼양식품	90	524

해외 매출 비중²

	2022	2025
오리온	67.6%	65.6%
삼양식품	66.6%	80.0%

시가총액: 오리온 vs. 삼양식품¹



삼양식품만큼만(EV/EBITDA 16.5배) 평가받아도
오리온 주가 **354,000원**

주 1: 2022년 1월 3일 - 2026년 10월 16일

주 2: 출처: 사업보고서

PART IV

다섯 가지 요구사항

오리온에 요구하는 다섯 가지

2026년 11월 13일까지 회신을 요청합니다.

- ① 오너 일가: 이사회에 들어오든지, 보수를 받지 말든지
- ② 최고경영진: 주가 연동 보수
- ③ 잉여 현금 활용 계획 및 주주환원 확대
- ④ 신문사 인수를 즉시 중단 & 왜 추진해 왔는지 대한 설명
- ⑤ 펫푸드 사업 진출 검토

요구사항 1.2.3

보수는 책임을 따라가야 합니다.

1

책임 vs 보수 양자택일

- A. 오너 일가는 책임은 지지 않으면서 두 회사에서 보수를 받는 일을 멈춰야 합니다.
- B. 보수를 받고 싶으면 이사회에 들어와서 권리에 맞는 책임을 져야 합니다.

2

최고경영진: 보수를 주가에 연동해 주십시오.

최고경영진 (오너 일가 제외)은 오리온 주식에 아예 없는 수준입니다.¹

최고경영자의 보수는 대부분 주식으로 줘야 합니다. 자신 없으면 당장 그만둬야 합니다.

3

잉여 현금 활용 계획을 세워 주십시오.

회사의 현금은 오너 일가만의 것이 아니라 모든 주주의 것입니다.

좋은 쓰임새를 찾거나, 주주에게 돌려주십시오.

요구사항 4: 신문사 인수 중단

중앙일보 인수라니... 의문투성이입니다.

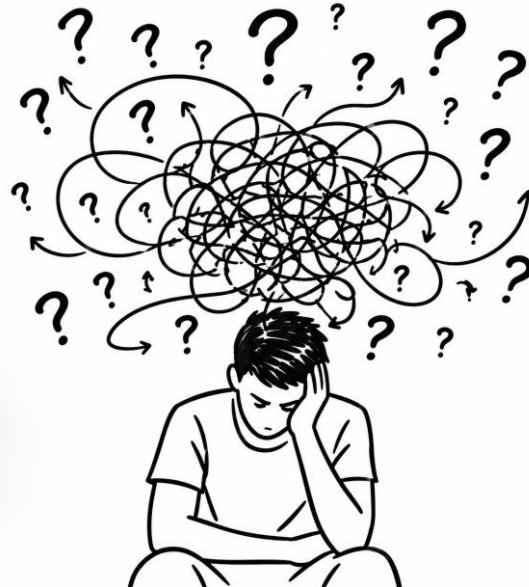
제과회사가
빚더미 신문사를
인수한다고?

국내 신문 산업은 수년째
내리막. 도대체 누구
아이디어?

2017년 분할 이후, M&A는
오리온홀딩스의 몫 아닌가?

2000 년대에 과대
확장사업을 다
정리했는데.. 뭘 배운 걸까?

리가캠 때는 "사업하다
보면 연결고리가 나올 수도"
라더니, 이번에도?



오리온에게 일반 주주는
도대체 뭘까?



1. 인수 추진 즉시 중단
2. 무모한 인수를 밀어붙인 경위 밝혀야

요구사항 5: 펫푸드 사업

고성장의 펫푸드 시장은 오리온의 역량에 딱맞는 사업분야입니다.

I. 매력적인 국내 시장

- 가구 4곳 중 1곳이 반려동물 양육, 반려동물 수는 5세 미만 아동의 6배¹
- 펫푸드 시장: 2.5조원, 연 10.9% 성장 (2020-2025)
- 1위 마스(로얄캐닌) 26%, 2위 대주산업 11%

II. 본업과의 시너지

- 제과와 펫푸드는 제조, 브랜드 관리, 마케팅, 유통 등 핵심 역량을 공유

III. 입증된 선례

MARS

M&M's·스니커즈·트웍스 제조사. 글로벌 Top 2 펫푸드 기업. (로얄캐닌, 페디그리). 펫케어 매출 비중 약 60%.²



킷캣·네스카페 제조사(퓨리나, 프리스키). 글로벌 Top 2 펫푸드 기업. 펫케어 매출 비중 21% (2025)



치리오스·하겐다즈 제조사. 2018년 펫푸드에 진출해 세계 4위 펫푸드 기업에 오름. 펫푸드 매출 비중 14%³



일본 최초의 서양식 제과회사. 2026년 3월 반려견과 보호자가 함께 먹는 간식 7종 출시

IV. 오리온은?

(2030년까지 국내 펫푸드 시장 점유율 20% 확보 시)

0.8조원

펫푸드 매출⁴

11%

펫푸드 매출 비중⁵

주 1: <https://www.kbfg.com/kbresearch/report/reportView.do?reportId=2000531>, <https://kosis.kr/visual/populationKorea/PopulationPyramidDetail.do?year=2025>

주 2: 마스는 비상장사. 펫케어 비중은 BCG(2023) 기준. 네슬레 퓨리나와 마스 펫케어의 펫푸드 매출은 거의 비슷함 (Statista 2024, FoodNavigator 재인용, 2026년 1월)

주 3: 2026년 5월 결산 회계연도

주 4: 국내 펫푸드 시장이 연 10.9%(2020-25년 성장률) 성장한다고 가정, <https://www.yna.co.kr/view/AKR20261004008400030>

주 5: 오리온이 2030년까지 2021-25년 CAGR로 성장한다고 가정

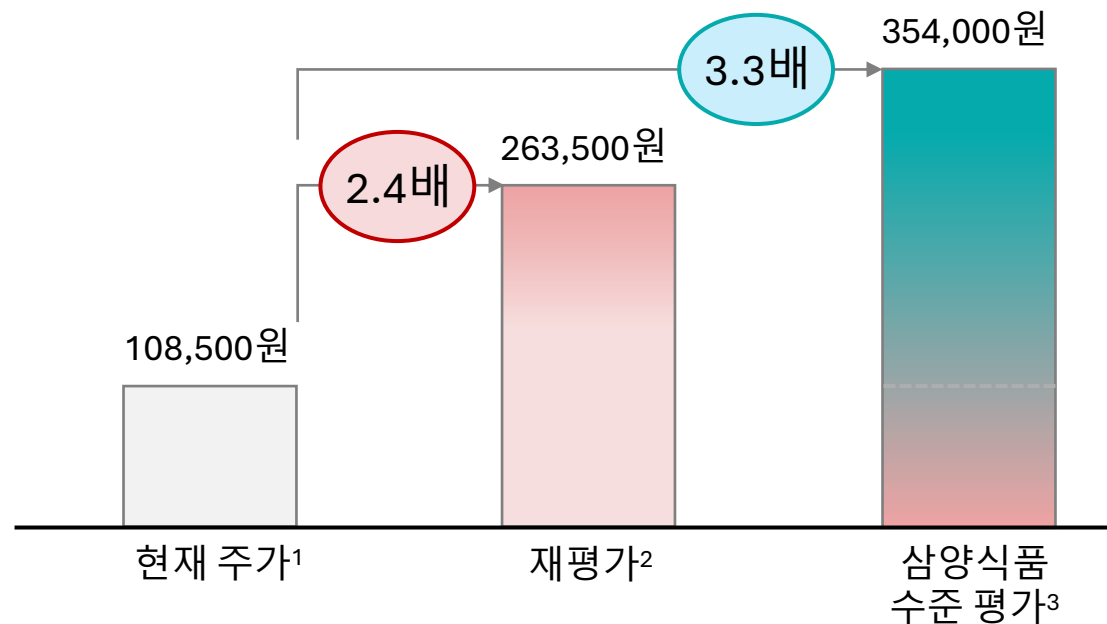
PART V

세 배 상승 여력

최대 3.3배 상승 여력

108,500원에서 354,000원까지 상승 여력이 있다고 생각합니다.^{2,3}

주가 상승 여력



주 1: 2026년 10월 16일 기준

주 2: 글로벌 동종 업계 EV/EBITDA 중앙값 기준, 25페이지 참조

주 3: EV/EBITDA 16.5x 적용, 25페이지 참조

일정한 가정에 기반한 FCP의 견해이며, 미래 주가를 예측하거나 보장하지 않습니다.