

Opinion

Buy

현재 주가	95,300
목표 주가	176,204
상승 여력	84.5%

Price trend (1 year)



Stock indicator

시가총액(원)	3.77조
발행주식수(주)	39,536,132
52주 최고(원)	148,100
52주 최저(원)	89,700
주요주주지분율(%)	56.89
22년 배당수익률(%)	1.08

Team 3

박현성	안채은
원승재	장지웅
정정환	최아현

오리온 (271560 ks)

- 제과류를 국내외 공장에서 생산하여 판매하는 기업
- 2023년 매출 2조 9,124억 (YOY +1.36%), 영업이익 4,924억 (YOY +5.52%)
- 해외 매출 비중 65%, 해외 생산설비 증설로 인한 매출증가 예상
- 곡물가격 인하, 제과시장 연평균 성장률 3.75로 꾸준한 성장 예상
- 2024.4.3 종가 95,300원, 85%의 upside, 목표주가 176,204원 제시

Signal 1: 세계 제과 시장 성장으로 인한 기회

세계 제과시장은 연평균 성장률 4.5%로 성장하여 2032년 327.46억 규모를 달성할 전망이다. 특히 아시아 태평양 시장은 연평균 6.99%로 가장 빠르게 성장중이며 오리온 매출의 65%가 해외매출인 만큼 해외 시장의 성장은 오리온의 향후 매출확대를 이끌 것이다. (중국) 유통채널 합리화와 기존 제품 리뉴얼 계획 (베트남) 현재 66%의 점유율을 차지하고 있으며 2023년 공장 증설, 2027년까지 연 8500억 규모의 생산능력을 갖출 것으로 확인됨 (러시아) 2023년 트베르 공장 가동 시작, 젤리/파이부문 CAPA 증설 (인도) 현지 제조업체 만 벤처스와 위탁생산관리 계약, 제품의 현지화 노력

Signal 2: 경쟁사 대비 높은 영업이익률 및 우수한 재무 건전성

약 5%의 영업이익률을 보유 중인 필수 소비재 산업에서 오리온은 16~17%의 영업이익률을 기록하고 있다. 반면 동종업계 경쟁사인 롯데웰푸드와 크라운 제과는 각각 4%, 6%대의 영업이익률을 기록, 수익성 측면에서 오리온이 타 기업 대비 뛰어나다. 또한 낮은 부채비율을 가지고 있어 고금리 기조 속 이자비용을 낮춰 순이익률을 높일 수 있다. 이러한 이익을 바탕으로 밸류업프로그램을 통한 주주환원정책에 대해 기대해볼 수 있다.

Signal 3: POS 데이터를 활용한 효율적인 경영 및 급변하는 소비 트렌드의 파악

2014년부터 포스데이터 구축에 투자해 판매된 상품에 대한 실시간 데이터 수집이 가능해졌다. 이는 반품률을 크게 낮췄을 뿐만 아니라 급변하는 소비자 기호도를 빠르게 파악해 매출액 증진을 이끌었다. 업계평균인 3%의 반품율에 비해 오리온은 0.5%의 반품률을 기록, 연간 100억원 이상 절감하였다. 뿐만 아니라 시장 반응이 좋은 제품의 경우 실시간으로 정보를 파악하여 생산량을 늘렸고 이는 매출증대와 비용감소로 이어질 것이다.

CONTENTS

기업 개요		3
산업 분석		5
기업 주요사항		13
투자 포인트		22
리스크		25
밸류에이션		27

I. 기업 개요

1) 기업 설명:

분할존속회사인 (주)오리온홀딩스(구 오리온)에서 2016년 11월 22일에 개최된 이사회 결의와 2017년 3월 31일 정기주주총회의 결의에 따라 2017년 6월 1일 분할기준일로 인적분할하여 설립된 신설법인이다.

동사는 비스킷, 파이, 껌, 초콜릿, 스낵 등 과자류를 익산, 청주 공장 등에서 생산하여 국내외에 판매하고 있다. 해외사업은 수출과 해외법인을 통한 생산, 판매를 병행하고 있으며 중국, 러시아, 베트남 등에 집중하고 있다. 주요 제품으로는 초코파이, 포카칩, 오징어땅콩, 다이제, 고래밥 등이 있으며 마켓오 네이처, 닥터유 시리즈 제품을 출시, 해외 시장 개척 전략을 바탕으로 국내뿐만 아니라 해외 시장에서도 높은 브랜드 인지도를 쌓아 왔다.

해외사업은 수출과 해외법인을 통한 생산 및 판매를 병행하고 있으며 중국, 러시아, 베트남 등에 집중하고 있다. 특히 중국시장을 중심으로 큰 성장을 이루어내고 있다.

캔디 인더스트리에 의하면 오리온은 작년 2조 9천억 원가량을 벌어들이며 매출기준 국내 제과업계 1위, 국제 제과업계 12위를 차지했다. 동사의 경쟁자인 롯데제과는 27위, 해태 크라운은 60위에 위치하고 있다. 매출액 또한 3년 이상 우상향하는 것으로 나타나고 있어 앞으로도 오리온의 왕좌는 굳건할 것으로 예상된다.

2) 주요품목

파이와 스낵, 비스킷이 전체 제품의 85%를 차지하며 각 카테고리의 주요 제품은 초코파이, 포카칩, 예감, 고소미 등이 있다.

그림 1) 카테고리별 주요 상표



자료: 오리온 홈페이지

그림 2) 유형별, 품목별 매출구성

(단위 : 백만원)

사업부문	매출유형	품 목	구체적용도	주요상표등	2023년(제7기) 당기	
					매출액	비율(%)
음식료품 제조	제품	비스킷	기호식품	닥터유 바, 예감 등	303,832	25.9%
		파 이	"	초코파이, 카스타드 등	214,016	18.2%
		스 내	"	포카칩, 오징어땅콩 등	374,645	31.9%
		기 타	"	마이구미, 자일리톨껌 등	117,086	10%
		소 계			1,009,579	86%
	상품	비스킷	기호식품	오리온웨하스 등	1,482	0.1%
		파이	"	참봉어빵 등	4,609	0.4%
		스 내	"	썸, 치킨팝 등	53,957	4.6%
		기 타	"	오!그래놀라, 제주용암수 등	67,256	5.7%
		소 계			127,304	10.8%
기타	기타	소 계			37,033	3.2%
총 매출액					1,173,916	100%
매출에누리 등					(103,922)	-
합 계					1,069,994	-

자료: DART

제품이 86%, 상품 10.8%, 기타 3.2%로 대부분의 매출이 제품에서 발생한다. 제품과 상품은 모두 비스킷, 파이, 스낵, 기타로 구성되어있으며 제품중 스낵부문이 31.9%로 가장 높고 그 다음은 비스킷 25.9%, 파이 18.2%로 이어진다.

제품유형 품목별 주요 상표는 닥터유 바, 초코파이, 포카칩, 마이구미 등이 있고 상품유형 품목별 주요 상표는 오리온웨하스, 참봉어빵, 썸, 오!그래놀라 등이 있다.

그림 3) 주요제품 가격변동 추이

(단위 : 원/kg)

품 목		제7기(2023년)	제6기(2022년)	제5기(2021년)	비 고
포카칩	내수	14,848	13,341	12,713	오리지널/양파맛 60g 등
초코파이	내수	5,904	5,436	5,299	오리지널12P, 24P, 30P 등
예감	내수	11,955	10,199	9,765	오리지널12P, new 2P 등
고소미	내수	8,752	8,695	8,930	오리지널12P, new 2P 등

자료: DART

전 2년간 큰 폭의 가격 상승을 꾀해 21년 대비 23년 예감과 포카칩은 약 17%, 초코파이는 약 11%의 가격 상승이 있었다.

이는 제과 산업특성상 밀, 설탕 등 원료 가격 변화에 따른 판매액 변화가 있었기 때문이다. 러-우 전쟁으로 인한 밀가격 폭등으로 인해 큰 폭의 가격 변동이 있었지만, 22년 5월 정점을 찍은 후 현재 50% 이상 내려온 추세이기에 당분간은 비교적 잠잠할 것으로 예상된다.

농심품부 차관의 오리온 방문 당시 설탕 등 원재료 할당관세를 요청하였고 이에 적극적으로 협의할 것을 약속받아 2024년 가격 인상 계획이 없지만 원가 절감을 기대해 볼 수 있다.

3) 분석 선정이유

① 높은 재무 안정성과 영업이익률

2023년 부채는 5,659억원으로 부채비율 약 13%를 기록하며 해태제과식품 155%, 롯데웰푸드 93.52%에 비해 안정적인 재무상태를 보여준다. 오리온의 영업이익률은 17%로 peer group대비 높은 영업이익률을 가진다. 2023년 기준 롯데웰푸드는 4%, 크라운제과는 7%의 영업이익을 보였다. 이는 오리온이 우수한 제품 경쟁력을 기반으로 비용절감을 통한 경영관리를 적용하고 있음을 보여준다.

② 안정적인 매출성장

오리온은 국내 제과시장 1위를 유지하고 있음에도 연간매출은 전년대비 1.4%, 영업이익은 5.5% 증가하였고 5년 매출 CAGR은 연 5%를 기록하며 꾸준한 매출과 영업이익의 성장세를 보인다. 또한 해외 시장에서도 현지 공장 설립 및 생산의 지역화로 안정적인 매출 비중을 유지한다.

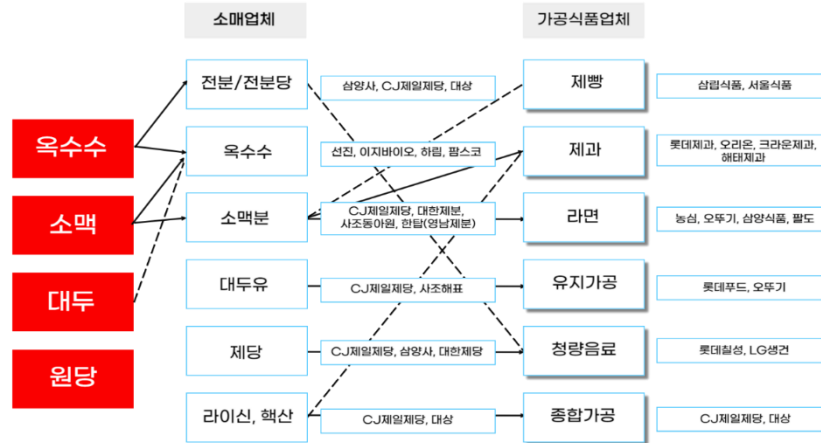
③ 대외환경 변화

유엔 식량농업기구(FAO)에 따르면 2024년 2월 세계 식량 가격 지수는 117.3으로 23년 평균인 124.7보다 약 7pt 하락하였고 특히 곡물과 유지류에서의 하락폭이 컸다. 이러한 제과제품 원부재료의 하락은 매출원가를 감소시켜 매출총이익의 상승을 가져올 것이다.

II. 산업 분석

1) 산업 개요:

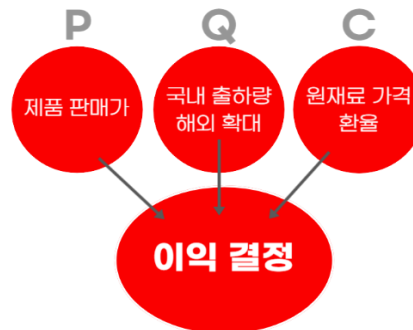
그림 1) 음식료 산업 벨류체인



자료: 이베스트투자증권 리서치센터, Buysignal

음식료 산업은 크게 후방산업인 소매업체와 전방산업인 가공식품업체의 구조를 갖는다. 소매업체에서는 옥수수, 소맥, 대두, 원당 등과 같은 원재료를 매입한 뒤 가공하여 가공식품업체에 납품하는 역할을 맡는다. 이렇게 가공된 전분/전분당, 옥수수, 소맥분, 대두유, 제당, 라이신, 핵산 등과 같은 원재료를 가공식품업체들이 납품 받은 뒤 해당 원재료를 이용하여 제빵, 제과, 라면, 유지가공 식품 등을 제조하는 것을 말한다. 동사가 속해 있는 제과 산업은 전방 산업의 가공식품업체에 해당한다.

그림 2) 제과산업 이익결정 변수



자료: 교보증권, Buysignal

제과 산업을 포함한 음식료 산업의 흥망은 이익결정변수 **P**(판매가)/**Q**(해외확대, 국내 출하량)/**C**(곡물가, 환율)의 세가지 요소에 따라 결정된다.

P는 제품의 판매가를 의미하며 이는 기업의 가격 인상을 통해 통제되는 요소다. 그러나 일반적으로 기업이 자율적으로 통제하지만 현재와 같이 정부의 물가 안정 기조 정책하에서 타의적으로 가격 상승이 제한되기도 하는 요소이다. 따라서, 해당 요소는 경기 및 정부 정책의 영향을 크게 받는 요소라고 볼 수 있다.

Q는 국내와 해외의 출하량을 의미한다. 과거에는 국내 시장의 의존도가 높아 Q에서 국내 출하량이 큰 비중을 차지했으나, 최근의 제과 산업을 포함한 식음료 산업에서는 해외 진출을 통한 해외 출하량의 비중이 이미 국내 출하량을 초과하는 상황이 대다수이기에 해외 시장의 판매량 요소가 매우 중요해진 것이 작금의 상황이다. 또한 수요에도 영향을 받는 변수이다. 금리 향방과 같은 경기 요소에 따른 물가 변동을 기저로 소비자들의 수요는 감소하거나 상승하고 이에 따라 출하량도 크게 영향을 받는다.

마지막으로 C는 해당 산업의 원재료 가격과 환율을 의미한다. 산업 특성상 원재료를 납품 및 수입 받아 이를 재가공하여 판매한다. 이러한 원재료 비용은 원가에서 높은 비중을 차지한다. 따라서 원재료에 해당하는 국제 곡물 가격, 원당 가격 등의 변동에 따라 기업들의 원가 부담이 변동되며 이는 매출원가율을 결정하는 주요 요소로 작용한다. 최근까지 이어진 밀, 소맥, 원당 등의 원재료 가격이 폭등함에 따라 근래의 제과 기업들은 원재료 부담을 크게 받았다. 환율은 원재료 수입시에 원가에 부담을 주게 되는데 최근 몇 년간 지속되는 1,300~1,400원 대의 고환율 기조로 제과 업계는 이익 훼손이 불가피하였다.

2) 산업 특징:

(1) 대규모 설비투자가 요구되는 장치산업

제과 산업은 초기 투자 설비 비용이 높기에 진입 장벽이 높다는 특성이 있다. 제과를 생산하기 위해서는 적합한 기계 설비 구입이 이루어져야 하며 이를 통해 규모의 경제를 발생시킨다. 이는 초기에 시설 및 장비 투자에 막대한 자금이 지출되어야 하는 것이 필수 불가결하다는 것이다. 따라서 해당 산업의 신규 진입 난이도는 높은 편이며 국내의 경우 상위 4개 업체인 롯데, 해태, 크라운, 오리온이 장기간 시장을 과점하고 있는 것이 현 상황이다.

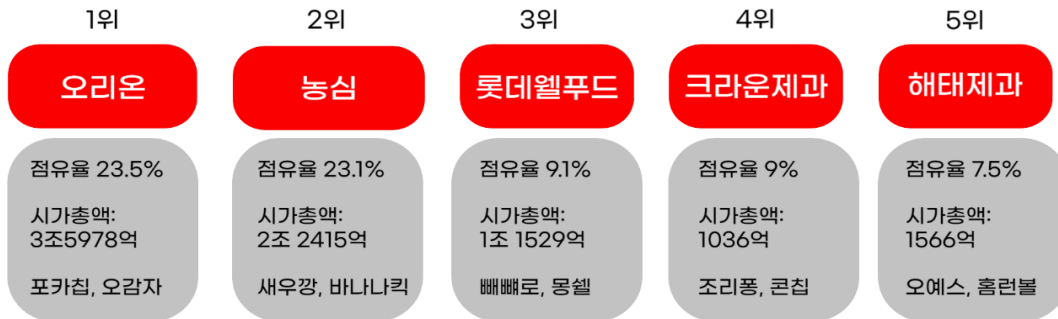
(2) 낮은 경기 민감도, 그러나 계절성을 타는 산업

제과 산업은 여타 산업에 비하여 경기 변동에 따른 가격 탄력성과 수요 탄력성이 낮은 특징이 있다. 따라서 경기 산업의 불황과 호조에 따라 매출 변동성의 폭이 넓지 않다. 식음료 산업은 필수재로 분류되기 때문에 호황과 불황에 상대적으로 영향을 덜 받기 때문이다. 또한, 공급을 탄력적으로 조절할 수 있기에 수급 변동에 대한 위험도 역시 낮은 것이 장점이다.

계절에 따라 매출액이 변동하는 경향을 보이는 것도 특징이다. 국내 제과 시장의 경우 비스킷, 파이, 초콜릿, 껌 등의 항목은 하절기에 매출이 하락하는 모습을 보이거나 칩과 같은 스낵류는 하절기에 판매가 증가하는 현상을 보인다.

(3) 경쟁 현황

그림 3) 2023 스낵 과자 제조사별 점유율



자료: 각 사, Buysignal

제과 산업에서 일반적으로 상위 4개 기업은 오리온, 롯데웰푸드, 크라운제과, 해태제과이지만 스낵 과자 부분에서 농심이 상당한 매출을 보여주고 있기에 농심 또한 동사의 경쟁사로 간주할 수 있다.

경쟁사인 농심은 매출 비중에서 스낵 분야 14.8%로 타 경쟁 업체들에 비하여 제과 분야의 비중은 낮은 편이나 새우깡, 칩포테이토 등의 제품 브랜드를 통해 높은 매출을 일으키고 있다. 롯데웰푸드는 제과, 빙과, 유지식품, 육가공 품목을 주요 매출로 삼으며, 빼빼로와 몽쉘을 주요로 한 제과의 매출 비중은 전체의 23.6%에 해당한다. 크라운제과는 제과 매출 비중이 90% 이상인 업체로 조리품, 콘칩, 마이썸의 장수 제품들을 매출 품목으로 삼는다. 마지막으로 해태제과는 과자류와 냉동식품을 주 사업 분야로 영위하며 홈런볼, 오예스 등의 과자류는 매출 비중의 81.1%를 차지한다.

	오리온	농심	롯데웰푸드	크라운제과	해태제과식품
23년 매출액(억원)	29,124	34,106	40,664	4,347	6,249
영업이익률(%)	16.91	6.22	4.35	6.54	7.32
재고자산회전율(회)	11.78	11.09	11.44	14.24	9.04
PER(배)	9.81	13.50	16.52	4.67	7.09

자료: 각 사 재무제표, Buysignal

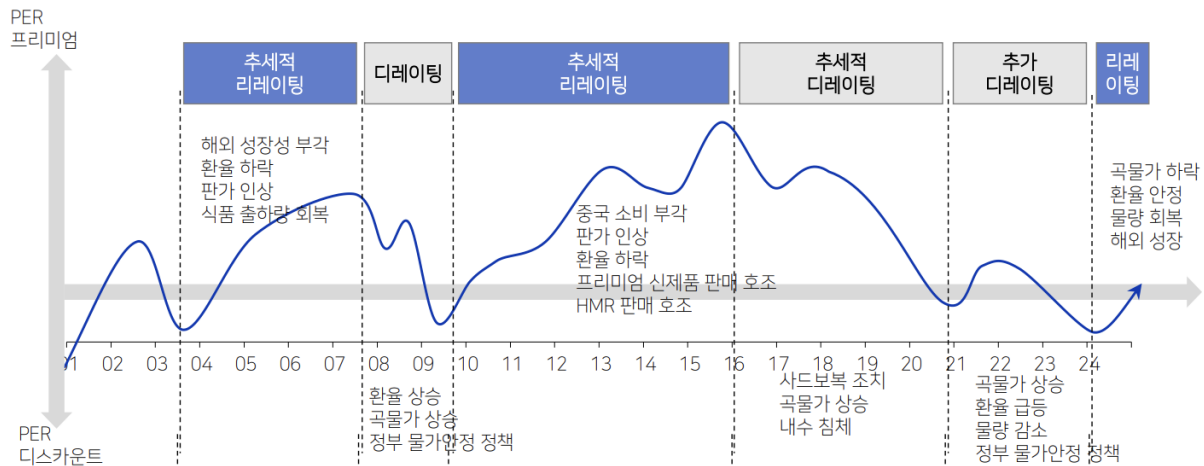
업계 주요 기업들의 평균 영업이익률은 8.27%이다. 평균치를 상회하는 기업은 동사가 유일하다. 제과 산업은 전반적으로 낮은 영업이익률을 나타내는 것으로 보인다. 재고자산회전율은 5개사 평균 11.52회로 업계 전반에서 평이한 회전율을 보여준다. 이는 현재 제과 산업이 높은 경쟁으로 인한 설비투자 및 유통망 구축에서 완숙성을 보여주기 때문이다. 마지막으로 5개사 평균 PER은 10.32배로 전형적인 성숙기 산업의 PER을 나타내고 있다.

3) 산업 전망

(1) 밝은 전망의 2024년

작년 한 해 음식료 업종은 이익결정변수 P/Q/C 모두 부정적 영향으로 모두 실적이 부진하였다. 높아졌던 원재료 가격이 작년부터 안정화된 추세를 보였지만 실제 원재료 투입까지는 약 4~8 개월의 시차가 발생한다는 점으로 인해 23년 상반기까지는 원재료 가격에 대한 업계의 부담이 있었다.

그림 4) 음식료 업종 밸류에이션과 C(곡물가/환율) 상관관계



자료: 교보증권

그러나 2024년 음식료 업종은 올해 곡물가와 환율 안정(C)에 더불어 해외 시장 확대 및 국내 물량 회복(Q)을 중심으로 실적 회복 국면에 진입해 수익성이 크게 개선될 전망이다. 현재 주요 곡물 생산량 및 재고율은 안정적으로 유지 중이다. 연초 이후 옥수수/소맥/대두/원당은 각각 -10%/-17%/-9%/-6% 하락했다. 래깅 시점 감안 시, 원재료 투입가 부담은 올해 YoY, QoQ 완화될 것으로 전망한다. 또한 올해 하반기 예정된 미국 금리 인하 기대감 등에 기인해 원/달러 환율은 약세 흐름을 이어 나갈 것으로 전망된다. 하지만 국내 판가(P)에서는 제한적인 기대감이 있다. 현재 정부 정책이 강력한 물가안정 정책을 고수하고 있다는 점으로 보아 P 부분에서는 개선될 여지가 적어 보인다.

(2) 다각화된 전략의 지속

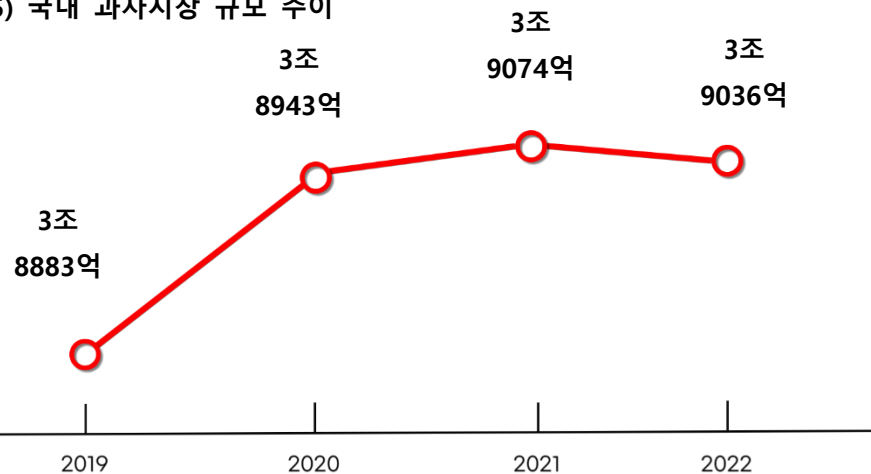
현재 국내의 제과 시장은 포화 상태에 이르렀다. 진입 장벽이 높으며 상위 4개 업체가 독식하는 현 상황에서 인구 감소로 인한 절대적 소비층의 감소, 외식 산업의 발전으로 인해 제과 산업의 시장 규모 확대 속도는 정체하기 시작했고 기존 업체들 간의 경쟁은 치열 해졌다.

이렇기에 제과 기업들은 다양한 전략을 구사하고 있다. 먼저 소비자 맞춤 전략을 전개한다. 최근 건강한 식습관에 대한 소비자들의 관심이 높아졌고 이는 제과 업계까지 도달했다. 업계는 이에 반응하여 설탕을 가미하지 않고 인공 감미료를 사용한 '제로 칼로리' 제과를 출시하는 추세이다. 다른 예시로는 고단백 함량의 제품과 같은 건강 기능성 제품들을 개발하여 판매하고 있다. 두번째로는 고급화 전략이다. 제품 제조 시 고급 원재료를 사용하거나 제품 포장지를 고급스럽게 리브랜딩하여 출시하는 것이다.

마지막으로는 장수 브랜드의 리브랜딩이다. 자사의 기존 스테디셀러 상품의 맛과 원료를 변경하여 소비자에게 새로운 경험을 선사하는 것이다. 이는 인지도가 구축된 브랜드를 기반으로 하기에 소비자들의 거부감이 낮다는 이점이 있는 전략이다. 이처럼 현재 제과 업계의 트렌드는 소비자들의 특수 수요, 니치(Niche) 포인트를 공략하여 새로운 기회 포착, 매출을 창출하고 있으며 이러한 추세는 지속될 것으로 보인다

2)-1 국내 시장

그림 5) 국내 과자시장 규모 추이



자료: 유로모니터, Buysignal

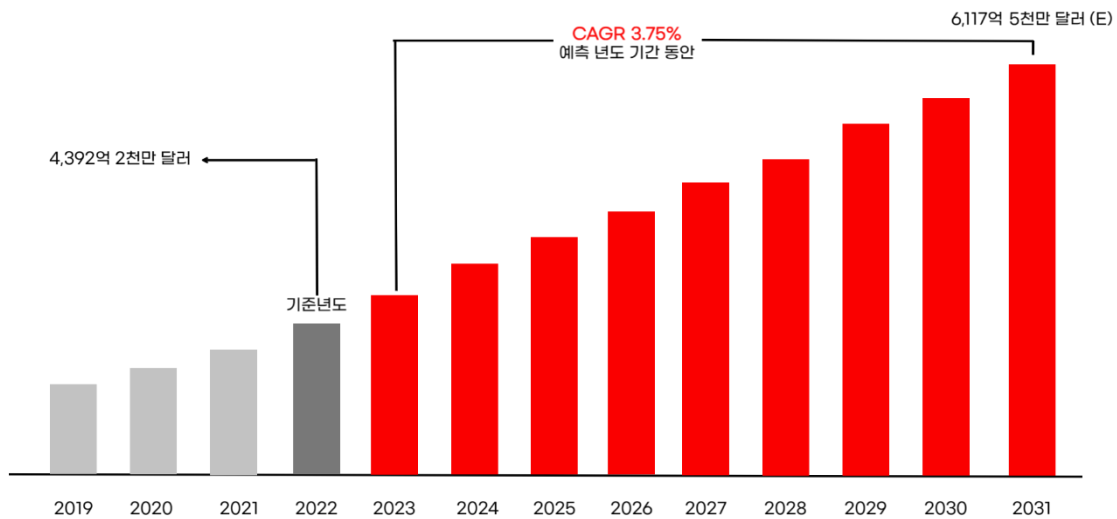
국내 과자 시장의 규모는 2020년 2조 8,934억의 규모로 +6.16% YoY의 성장을 달성한 이후 정체되었다. 식품의약품안전처 발표에 따르면 2022년의 시장 규모는 2021년에 비해 오히려 -1.3% 역성장 하였다. 2020년의 상승은 팬데믹으로 과자에 대한 수요가 늘었기 때문이다. 하지만 현재 국내 시장의 정체 및 감소 추이는 앞서 언급했던 것처럼 절대적인 인구의 감소와 외식 산업 시장 규모의 확대에 의한 것이다.

최근 대형 할인점 및 편의점 증가에 따른 유통구조의 변화 및 수입브랜드, PB스낵들의 점유율 확대에 업체들 간의 경쟁이 심화되고 있는 추세이며 소비자 기호의 다변화로 히트제품 출시 여부에 따라 시장 경쟁구도의 변화가 가속화되고 있으며 이러한 추세는 지속될 것으로 보인다.

하지만, 작년부터 이어진 원재료 가격의 하락 추이와 하반기 금리 인하 기대감으로 인한 원/달러 환율 안정화 예상으로 긍정적인 요인도 존재한다. 또한, 현재 식료품 출하량 감소가 16개월 이상 지속되었으나, 과거 08년~09년 당시와 현재의 국내 출하량 감소 흐름이 유사하였고 이내 회복 국면으로 진입한 과거 사례를 복기하였을 때 올해 출하량의 턴어라운드가 기대된다.

2)-2 해외시장

그림 6) 전세계 스낵 푸드 시장 규모



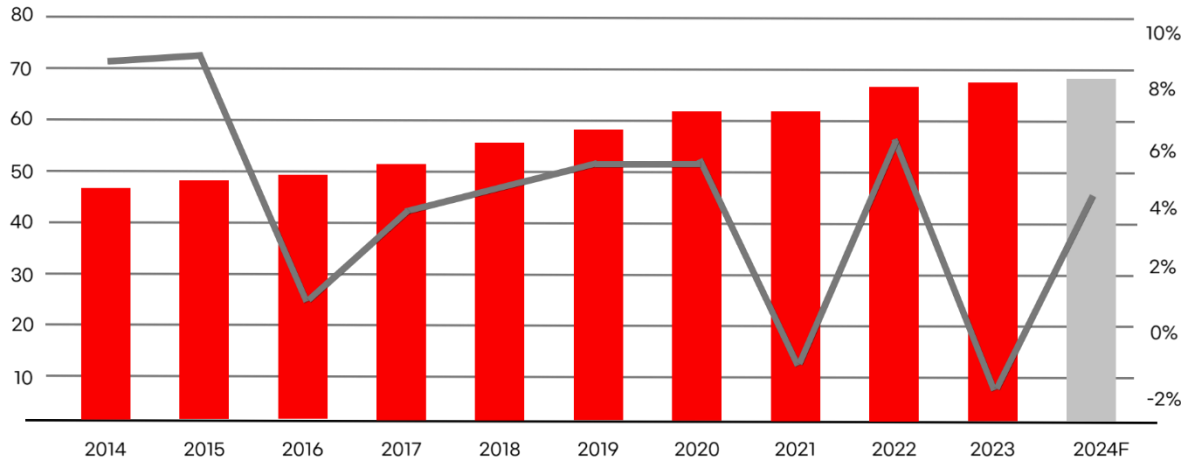
Straits Research, Buysignal

국내 제과 시장과 달리 해외 제과 시장은 지속적으로 성장할 것으로 전망된다. 해당 자료에 따르면 2021년 전 세계 제과 식품 시장의 규모는 4,392억 2천만 달러였으며, 예측 기간 동안 연평균 성장률 (CAGR)은 3.75%로 매년 성장하여 2030년에는 6,117억 5천만 달러에 이를 것이라고 예측된다.

특히 주목해야 할 해외 시장은 아시아·태평양 시장이다. 인구 증가 추이와 경제 성장으로 인해 해당 지역의 제과 시장의 성장세는 높은 편이다. 향후 동일한 예측 기간 동안 CAGR 5.10%로 시장이 성장할 것으로 예측하였다.

(1) 중국

그림 7) 중국의 스낵 상품 판매량 (단위: 10 억 USD, %)

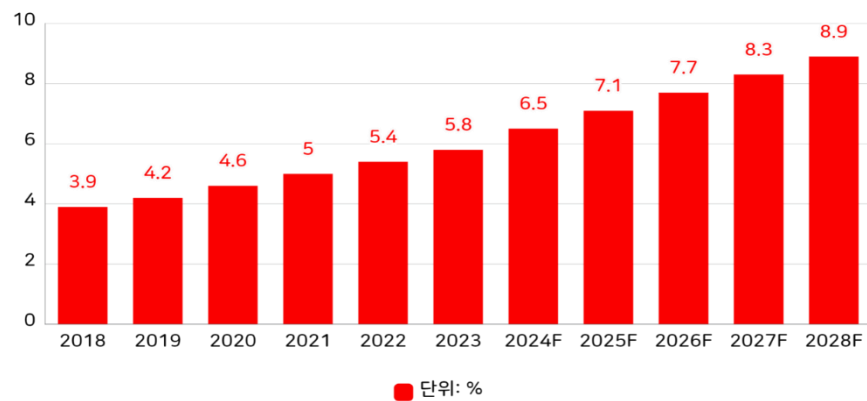


자료: United States Department of Agriculture(USDA), 2023, Buysignal

중국의 제과 시장규모는 지난 2016년부터 2022년까지 연간 10% 내외 성장하며 비교적 안정적인 성장세를 유지했다. 그러나 중국 경제의 전반적인 경기 침체 영향으로 감소했던 내수 소비 회복 지연이 발생하였지만 다행인 부분은 중국 내 스낵류의 판매량은 지속적으로 증가하는 추이를 보인다는 것이다. 2023년 스낵류의 판매량은 660억 달러로 추정되며 향후 연 2.3%로 시장이 성장할 것으로 예측된다. 현재 중국인의 소비 수준이 꾸준히 향상되고 있다는 점과 거대한 인구를 바탕으로 한 상당한 내수시장 규모를 고려하였을 때 향후 중국 제과 시장의 잠재력이 있다고 판단된다.

(2) 베트남

그림 8) 2018~2028 년 베트남 제과시장 시장규모 추이 (단위: 10 억 USD)



자료: Statista, Buysignal

베트남의 제과시장은 2018년 ~2022년 연평균 약 8.5%의 성장률을 기록했고 2023년 베트남 제과 시장 규모는 약 58억 달러에 이르렀다. 전문가들은 2028년까지 약 8.7%의 평균 성장률을 보이며, 2028년에는 시장규모가 약 89억 달러에 이를 것이라고 전망하였다.

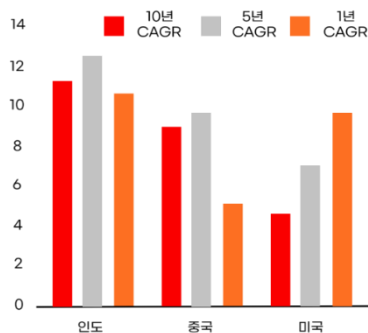
또한 문화적 특징에서 베트남 시장의 잠재성이 있다. 전통적으로 베트남인들은 간식을 먹는 것이 익숙한 문화를 가지고 있다. 베트남 현지 시장조사 업체인 'Vietnam Credit'에 따르면, 베트남인들은 하루 6회의 소량 식사를 하고 주당 8회 간식을 즐기는 것으로 조사되었다. 이러한 베트남인들의 특성에 미루어 보았을 때 타 국가 대비 높은 수요를 기대하며 향후 베트남 제과 시장은 높은 성장이 예상된다.

(3) 인도

인도 제과 시장은 세계의 제과 시장 중에서 가장 성장 가능성이 높은 시장으로 평가받는다. 이는 인도의 인구수가 매년 빠르게 증가하고 있기 때문이다. 2011년부터 2022년까지 연 평균 인구 성장률은 1.2%를 기록하였고 그 기세에 힘입어 최근 중국의 인구 수를 넘어서 14.4억명으로 세계 인구수 1위 국가가 되었다. 그만큼 제과를 소비할 절대적인 인구가 많다는 것이다.

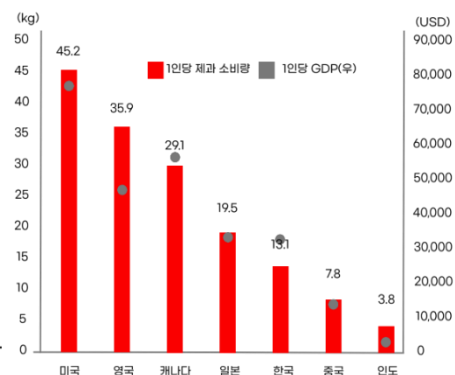
증가하는 인구 수는 소비의 증가를 함께 견인한다. 최근 인도의 소비지출 분야의 CAGR은 동기간 중국과 미국보다 높은 수치를 기록했다. 인도 명목 소비 지출 추이도 팬데믹 시기를 제외하고는 최근 10년간 평균 11%의 성장률을 기록하며 중국과 미국, 한국에 비해 가파르게 성장하고 있다.

그림 9) 국가별 소비지출 CAGR 추이 (단위: %)



자료 1: CEIC, 교보증권, Buysignal

그림 10) 국가별 1인당 제과 소비량



자료 2: Euromonitor, 교보증권, Buysignal

현재 인도의 1인당 제과 소비량은 3.8kg로 선진국에 크게 못 미친다. 미국 45.2kg, 영국 35.9kg, 캐나다 29.1kg, 일본 19.5kg, 한국 13.1kg과 같이 주요 선진국 국가들과 비교하였을 때 인도의 현재 소비량은 상대적으로 매우 낮은 수준이다. 1인당 제과 소비량과 1인당 GDP 상관관계수가 0.95라는 점을 고려하면 인도의 높은 GDP 상승률이 1인당 제과 소비량과 연동된다고 판단할 수 있기에 향후 인도 제과시장의 성장 여력은 충분하다고 생각된다.

(4) 러시아

'Statista Market Insights'에 따르면 러시아 내 제과 시장의 매출은 125억 7천만 달러에 이를 것으로 예상되며 2024년부터 2028년까지 시장의 규모는 CAGR 6.70%를 기록할 것으로 전망된다. 1인당 제과 소비량의 경우 2024에 인당 9.8kg이 될 것으로 예측되는데 이 수치 또한 앞서 언급한 선진국들의 소비량에 비해 낮은 수치이기에 향후 증가될 잠재력이 존재한다.

최근 러-우 전쟁으로 인한 대제재조치로 해외 생산업체와 제과 브랜드들의 러시아 철수 우려가 존재했지만 현재 스낵류는 제재에 포함되지 않은 항목이며 다수 업체들이 당국에 장기간 동안 생산 기반을 두었기에 전쟁에 대한 리스크는 미미할 것으로 판단된다.

III. 기업 주요 사항

1) 사업:

1)-1 사업 분야

(주)오리온은 음식료품의 제조, 가공 및 판매 사업을 주로 영위하고 있다. 동사는 과자류를 국내 공장에서 생산하여 국내외 판매하고 있다. 해외 사업은 수출과 해외법인을 통한 생산, 판매를 병행하고 있으며 중국, 러시아, 베트남 등에 집중하고 있다.

1)-2 제품 분야

그림 1)유형별, 품목별 매출

사업부문	매출유형	품 목	구체적용도	주요상표등	2023년(제7기) 당기	
					매출액	비율(%)
음식료품 제조	제품	비스킷	기호식품	닥터유 바, 예감 등	303,832	25.9%
		파 이	"	초코파이, 카스타드 등	214,016	18.2%
		스 넥	"	포카칩, 오징어땅콩 등	374,645	31.9%
		기 타	"	마이구미, 자일리톨껌 등	117,086	10%
		소 계			1,009,579	86%
	상품	비스킷	기호식품	오리온웨하스 등	1,482	0.1%
		파이	"	참봉어빵 등	4,609	0.4%
		스 넥	"	썸, 치킨팝 등	53,957	4.6%
		기 타	"	오!그레놀라, 제주용암수 등	67,256	5.7%
		소 계			127,304	10.8%
기타	기타	소 계			37,033	3.2%
총 매출액					1,173,916	100%
매출에누리 등					(103,922)	-
합 계					1,069,994	-

자료: DART

오리온은 비스킷 제품, 파이제품, 스낵상품, 기타 껌류, 건강기능성 제품 등을 취급하고 있다. 국내 시장에서는 포카칩 등 스낵류의 매출비중이 가장 높고, 중국시장에서는 스낵세트, 베트남은 오페라 등의 파이 류의 비중이 가장 높았다. 러시아 시장에서는 초코파이가 전체 매출의 80%를 차지했다.

1)-3 기타활동

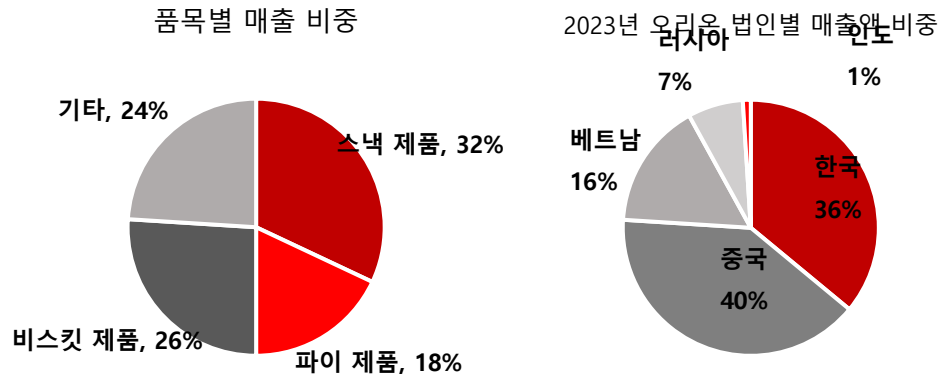
오리온은 글로벌 트렌드인 ESG 활동의 일환으로써 오리온은 주주가치 제고를 위하여 주주총회 분산 자율준수 프로그램, 배당규모, 배당계획이 포함된 3개년 배당정책 등을 홈페이지에 공개하고 있

으며 글로벌 탄소배출 통합관리시스템 구축, 친환경 인쇄설비' 플렉소 기기' 도입 등 2030년까지 온실가스 배출을 30%이상 감축하기 위해 노력하고 있으며, 공급망의 경쟁력 강화를 위해 협력회사에 실질적인 도움이 되는 동반성장 지원 프로그램을 운영하여 샘플 통관비 지원 및 상생펀드 100억 원 등을 조성하여 금융 및 생산성 향상에 많은 도움을 주고 있다.

2) 매출 실적:

2)-1 제품별, 지역별 매출 현황

전체 매출액의 가장 큰 비중을 차지하는 카테고리는 스낵(32%)이며 그 뒤로 비스킷(26%)와 파이(18%)가 이어지며 이 세 가지 카테고리가 전체의 76%를 차지한다.



자료: 오리온, Buysignal

2)-2 매출경로

오리온의 매출경로는 국내와 해외로 나뉘어진다. 먼저 국내의 판매조직은 일반영업부와 유통영업 부로 구분된다. 국내에는 32개의 영업소, 218개의 대리점, 30개의 특약점이 운영 중이다. 동사의 매출 비중은 내수가 36%, 수출이 64%로 수출비중이 상대적으로 높은 편이다. 2023년 기준 지역별 매출은 한국 36%, 중국 40%, 베트남 16%, 러시아 7%, 인도 1%로 구성되어있다.

2)-3 최근 5개년 연결 매출액, 영업이익

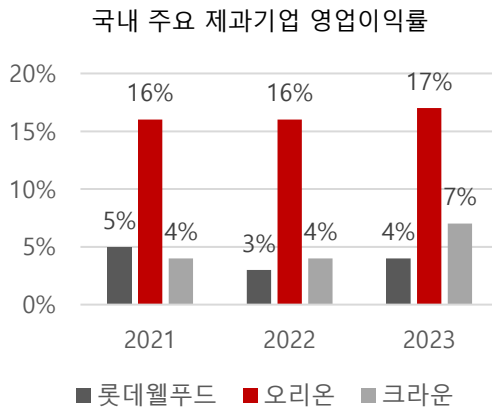
그림 2) 최근 6개년 매출액, 영업이익 추이 (단위 : 억 원)



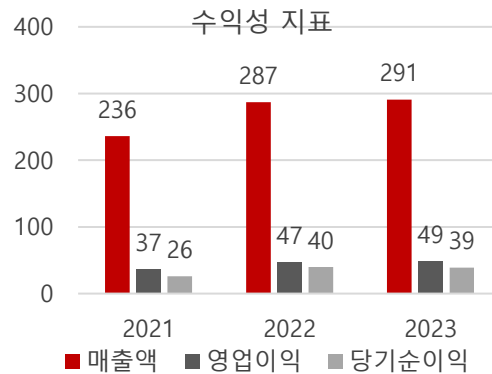
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
연결 영업이익 (영업이익률%) (단위: 억원)	2,822 (14.6)	3,276 (16.2)	3,761 (16.9)	3,729 (15.8)	4,667 (16.2)	4,923 (16.9)

자료: 오리온

동사의 매출액 및 영업이익은 완만한 상승추세를 보이고 있다. 오리온은 '글로벌 통합구매' 방식을 통한 원재료비 및 판매비의 효율적 관리를 통해 업계평균보다 약 3배 높은 영업이익률 수준을 유지하고 있다. 오리온의 2023년 영업이익률은 16.9%로, 식품업계 평균 영업이익률인 5%대의 약 3배 이상 높은 수준이다. '글로벌 통합구매'란 한국 법인에서 원부재료를 한번에 대량구매해 가격 협상력을 높이고 원가를 절감하는 방식이다. 이에 따라 글로벌 인플레이션으로 인한 원자재 가격 상승에도 원료 공급선 다변화, 공정 효율화 등의 제조원가 관리를 통해 안정적인 영업이익률을 확보하고 있다.



자료: 각 사, buysignal



자료: 오리온, Buysignal

3) 지배 구조와 최근 이슈

3)-1 주주 현황 및 지분율

그림 3) 특수관계인 소유주식수 및 지분율

(기준일 : 2023.12.31) (단위 : 주, %)

성 명	관 계	주식의 종류	소유주식수 및 지분율				비고
			기 초		기 말		
			주식수	지분율	주식수	지분율	
(주)오리온홀딩스	본인	보통주	14,775,139	37.37	14,775,139	37.37	-
이화경	임원	보통주	1,613,553	4.08	1,613,553	4.08	-
담철곤	임원	보통주	197,670	0.50	183,670	0.46	증여
담경선	친인척	보통주	238,997	0.60	238,997	0.60	-
담서원	친인척	보통주	486,909	1.23	486,909	1.23	-
허인철	임원	보통주	6,400	0.02	6,400	0.02	-
신호정	계열회사임원	보통주	65	0.00	65	0.00	-
이원우	친인척	보통주	0	0	14,000	0.04	수증
계		보통주	17,318,733	43.81	17,318,733	43.81	-
		합 계	17,318,733	43.81	17,318,733	43.81	-

자료: DART

최대주주는 그룹 지주회사인 오리온홀딩스(특수관계자 포함 지분율 43.8%)이다.

3)-2 최대주주 및 기업 지배구조

그림 4) 지분율 5%이상 주주 소유주식수 및 지분율

구분	주주명	소유주식수	지분율(%)	비고
5% 이상 주주	(주)오리온홀딩스	14,775,139	37.38	-
	국민연금	3,250,705	8.22	-
우리사주조합		5,296	0.01	-

자료: DART

(주)오리온은 모회사인 오리온홀딩스의 종속기업이다. 대다수의 해외법인은 오리온의 지분으로, 3개의 상장사와 20개의 비상장사로 구성되어 있다.

오리온의 대표이사는 이승준이며 오리온 이사회 의장과 오리온 글로벌 연구소 소장직도 겸하고 있다. 글로벌 종합식품기업으로 도약하기 위한 오리온그룹의 3대 신사업 중 두 가지 축인 음료 사업, 간편 대용식 사업 등을 맡고 있다. 특히 제품 연구자 출신으로 대표이사까지 오른 입지전적 인물로, 국내 식품회사 R&D 연구소장 출신으로 사장 자리까지 올라온 이는 이승준 대표가 유일하다.

3)-3 최근 이슈

- 배당금 확대 + 밸류업 프로그램

금융위원회가 제시한 기업 밸류업 프로그램의 핵심 내용은 1)PBR, ROE 등 상장사의 주요 투자지표 비교공시 시행 2)기업가치 개선 계획 공표 권고 3)기업가치 개선 우수기업으로 구성된 상장지수펀드(ETF) 도입 등이다.

동사는 정부의 '기업 밸류업 프로그램'에 발맞춰 주주환원 의지를 드러내기 위해 배당금을 950 원(0.7%)에서 300 원 올린 1250 원(1.1%)로 인상했다. 그러나 현재까지 오리온의 배당성향이 주요 식품 업종의 평균 배당성향에도 미치지 못하는 점은 아쉬운 부분이다.

2023년 말 기준	오리온	롯데웰푸드	크라운제과	해태
현금배당성향(%)	13.12	37.60	13.64	24.52
현금배당수익률(%)	1.31	2.42	3.02	3.77
배당금(원)	1,250	3,000	250	200

자료: 각 사, Buysignal

-리가캠바이오 지분 25.7% 취득

오리온그룹은 올해 1월 15일 홍콩법인을 통해 리가캠바이오 지분 25.7%를 취득하였다. 그룹 내 포트폴리오 다변화와 바이오 분야 경쟁력 강화를 위한 전략을 시행하고 있다는 점에서 긍정적이라 판단한다. 동 그룹은 1)결핵백신 2)대장암 진단키트 3)치과질환치료제 4)신약개발(차세대 항암치료제 ADC)을 축으로 사업영역을 확대하고 있다는 점에서 기존 사업구조의 한계점을 타개하려는 노력으로 보인다.

4) 재무분석

4)-1 최근 재무실적

그림 5) 오리온 최근 재무실적

(단위: 억원, %)

	2023	2022	2021
매출액	2,912,358,051,475	2,873,246,771,346	2,355,499,705,531
증감율	+1.36%	+21.98%	+5.64%
영업이익	492,391,149,504	466,654,503,027	372,909,907,402
증감율	+5.52%	+25.14%	-8.54%

자료: 오리온 홈페이지

연결 기준 동사의 매출액 성장률은 2022년 +21.98% YoY로 높은 성장을 달성했으나 2023년 +1.36% YoY로 전년대비 주춤한 성장세를 보였다. 이는 국내 매출은 양호했으나 중국과 베트남 법인의 매출 부진이 영향을 미친 것으로 분석된다. 영업이익 또한 2023년 +5.52% YoY를 보이며 전년대비 성장세는 주춤했다. 이는 임직원 급여 및 상여금의 증가(159억 원), 매출증가에 따른 운반비와 지급수수료(판매수수료 포함)의 증가(66억 원)가 악진의 원인으로 꼽힌다.

4)-2 주요 재무지표

그림 6) 오리온 주요 재무지표

재무년월	매출액(억원, %)		영업이익 (억원, %)	당기순이익 (억원, %)	EPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)
	금액	YoY							
2021(A)	23,555	5.64	3,729	2,577	6,518	15.88	1.85	12.75	6.93
2022(A)	28,732	21.98	4,667	3,924	9,924	12.90	1.98	16.47	6.66
2023(A)	29,124	1.36	4,924	3,766	9,527	12.19	1.60	13.91	5.42
2024(E)	31,870	9.43	5,607	4,152	10,501	9.09	1.16	13.59	3.58
2025(E)	34,259	7.50	6,080	4,496	11,373	8.40	1.03	13.04	2.91

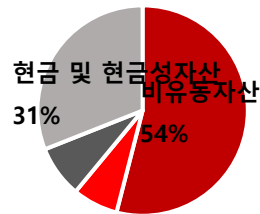
자료: 네이버 증권

동사의 2023년 PER은 12.19배, PBR 1.6배이다. 글로벌 피어 그룹 평균 PER 17.53과 비교했을 때 현재 동사의 주가가 현저히 저평가 되었다고 판단할 수 있다. EV/EBITDA 또한 꾸준히 감소하는 추세를 보이고 있어 앞으로의 주가 상승을 기대해 볼 수 있다.

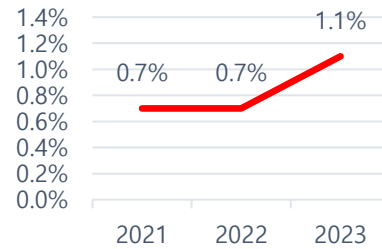
4)-3 재무제표 항목 분석

동사의 2023 년 B/S 구조는 비유동자산 54%, 재고자산 7%, 매출채권 및 기타자산 8%, 현금 및 현금성 자산 31%로 공장 설비가 중요한 제조업체 답게 높은 유형자산의 구성비를 보여주고 있다. 재고자산율은 지난 3 년간 매출액 대비 7% 수준을 꾸준히 유지하고 있으며, 공장가동률 또한 21 년 53.6%, 22 년 59.0%, 23 년 63.7%로 점차 증가하는 추세이다.

2023 오리온 재무상태표 구조



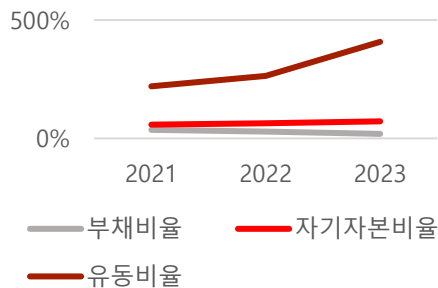
배당수익률



자료: 오리온, Buysignal

동사는 정부의 '기업 밸류업 프로그램'에 발맞춰 배당금 수익률을 0.7%에서 1.1%로 인상했다. 2023 년 기준 부채는 전기 5,561 억에서 3,989 억으로 1,572 억가량 감소했다. 특히 동사는 2022 년부터 유동성장기차입금을 상환하여 2023 년 부채비율은 전년도 27.75%에서 19.2%로 낮아졌고 유동비율도 급격히 개선되는 등 매우 튼튼한 재무구조를 보이고 있다.

안정성 비율



활동성 비율



반면 매출채권은 전기 2,032 억 원에서 당기 1,910 억 원으로 120 억 원(-5.94%)가량 하락했으나, 매출채권회전율은 전년에 비해 약간 상승한 14.78 로 나타났다. 재고자산은 전기 2,348 억 원에서 당기 2,597 억 원으로 약 240 억 원 증가했다. 재고자산회전율은 전년에 비해 오히려 11.78 로 떨어졌다.

4)-4 동종업계와의 실적 비교

그림 7) 제과 산업 실적 비교

	오리온	롯데웰푸드	해태제과식품	크라운제과
Balance Sheet				
자산총계	35,214	41,991	6,850	3,386
부채총계	5,659	20,565	4,167	1,338
자본총계	29,555	21,426	2,683	2,048
Income Statement				
매출액	29,124	40,664	6,249	4,347
영업이익	4,924	1,770	457	284
당기순이익	3,850	678	217	235
지배주주순이익	3,766	705	216	235
Valuation				
PER	10.02	16.47	7.15	4.70
PBR	1.32	0.56	0.50	0.53

자료: FN 가이드

우선 시가총액은 오리온, 롯데웰푸드, 해태제과식품, 크라운제과 순으로 크다. 동종 타업체(롯데웰푸드, 해태제과식품, 크라운제과)와 비교했을 때 오리온의 매출과 자산총계는 두 번째로 크다.

주요투자지표	오리온	롯데웰푸드	해태제과식품	크라운제과
매출총이익률	38.71%	27.83%	34.53%	34.52%
영업이익률	16.91%	4.35	7.32%	6.54%
ROE	13.91	3.46	8.31	11.81
ROA	11.17	1.63	3.15	7.01
부채비율	19.15%	95.98%	155.30%	65.32
유동비율	408.15%	159.74%	53.27%	127.72%
자기자본회전율	1.04	1.91	2.39	2.19
총자산회전율	0.85	0.98	0.91	1.30

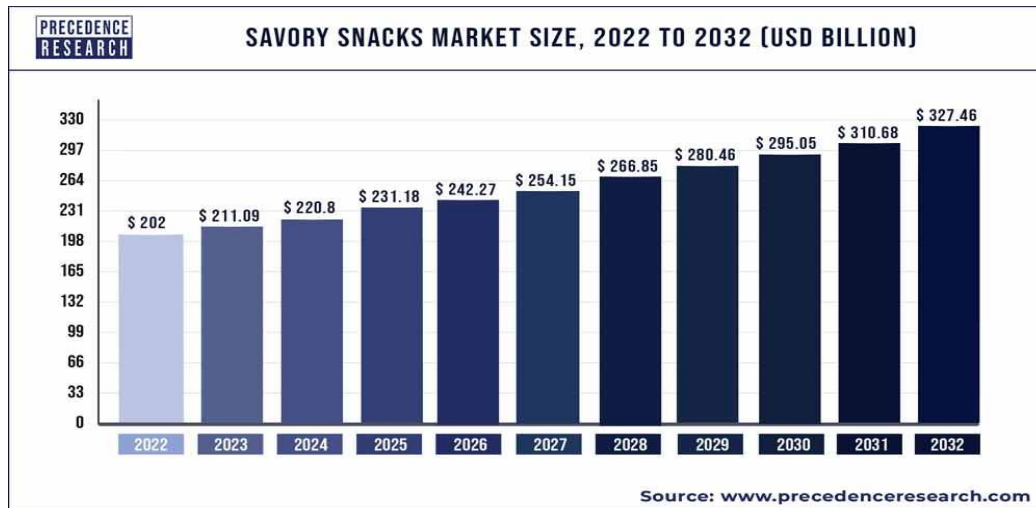
자료: 각 사, Buysignal

매출총이익률과 영업이익률, ROE, ROA 모두 경쟁사와 비교해 가장 높아 기업의 수익성 지표가 우수하게 보인다. 반면 자기자본회전율과 총자산회전율이 경쟁사 대비 부진하지만 부채비율과 유동비율에서는 경쟁사 대비 좋은 성적을 내고 있어 활동성은 다소 떨어지나 수익성과 안정성 측면에서 경쟁력을 가지고 있다고 볼 수 있다.

IV. 투자 포인트:

1. 세계 제과 시장 성장으로 인한 기회

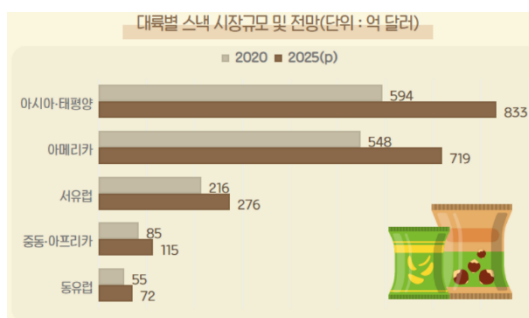
그림 1) 글로벌 제과시장 전망



자료: precedence research

세계 제과 시장의 경우 지속적인 성장할 것으로 전망된다. 2022 년 세계 제과 식품 시장의 규모는 202 억 USD 로 한화 약 271 조에 달했으며 연평균 성장률(CAGR)약 4.5%로 성장하여 2032 년까지 327.46 억 USD 로 성장할 것으로 예상된다.

그림 2) 대륙별 스낵 시장 규모 및 전망



자료: FIS 식품산업통계정보, 오리온

특히나 주목해야 할 해외 시장은 아시아 태평양 시장이다. 2020 년 기준 전세계 스낵시장 중 39.7%로 가장 큰 비중을 차지하고 있고 25 년까지 연평균 6.99% 수준으로 가장 빨리 성장하는 시장으로 주목을 받고 있다. 동사의 경우 23 년 4 분기 기준 전체 매출의 약 65%가 해외 매출이다. 경쟁사들의

해외 매출 비중은 각각 TOP3 제과기업 기준 롯데웰푸드(30%) 크라운제과(10%)로 오리온의 경우 특히 해외 비중이 높은 편이다. 국가별로 중국(40%),베트남(17%),러시아(7%),인도(1%) 순으로 차지하고 있다.

<중국>

최근에는 유통채널 합리화, 기존제품증량 및 리뉴얼 등을 꾀하고 있다. 기존 대형마트 등 적자를 봤던 채널 유통을 중단하고 경소상을 통해 유통하는 간접영업체제로 전환 중에 있다. 향후 경소상을 통한 거래 형태로 대형 유통 업체와 거래가 재개 되면 실적 상승이 될 것으로 판단되고 또한 초코파이 출시 50주년 기념 10% 증량, 감자 스낵 증량 등이 예정되어 있다. 이는 한국과 베트남, 중국 시장에서 전례를 보았을 때, 매출 증대와 공장 가동률 증가에 따른 고정비 효율성 증대에 기여할 것이다.

<베트남>

베트남에서는 신제품 및 유음료 제품 출시 및 공장 증설을 실시 중에 있다. 베트남 제과 업계에서 오리온은 점유율 1위를 기록하는 선두업체이다. 시장조사업체 닐슨(Nielsen) 조사에 따르면, OFV(오리온 베트남 법인)는 지난해 베트남 파이스시장의 66%를 차지할 정도로 압도적인 시장점유율을 보이고 있다. 경쟁사인 비비카(Bibica)와 하이하(Hai Ha)의 작년 매출은 각각 1조6000억동(6820만달러)과 1조5000억동(6400만달러)으로 OFV의 6분의 1 정도에 불과하다. 뿐만 아니라 베트남 리포트와 베트남넷 신문이 주관한 산업별 10대 기업리포트에서 오리온이 10대 제과기업에 올랐다. 선두 위치를 공고히 하기 위해 유음료 제품 추가 출시, 봉어빵, 젤리 신제품 출시가 예정되어 있다. 그리고 23년 하노이와 호치민에 공장 증설을 시작하였고 2027년까지 연 8500억 원 규모의 생산능력을 갖추게 될 것으로 확인된다. 향후 매출 상승에 긍정적인 영향을 줄 것으로 기대한다.

<러시아>

23년 러시아 공장의 가동률은 140.75%로 엄청난 공장 가동률을 자랑하고 있다. 작년에 새로 증설한 트베르 공장의 가동 및 젤리/파이 부문 CAPA 증설 및 약 6000여개의 거래처 수 확대로 인해 24년 고성장이 전망된다.

<인도>

인도의 경우 현재 중국을 뛰어넘은 인구 1 위의 국가로, 제과 시장이 빠르게 발전해 나가고 있지만 국가별 1인당 제과 소비량 자체가 많이 저조한 상태이다. 현재 매출 비중이 1% 남짓한 만큼 성장 가능성이 가장 큰 시장이라고 생각한다.

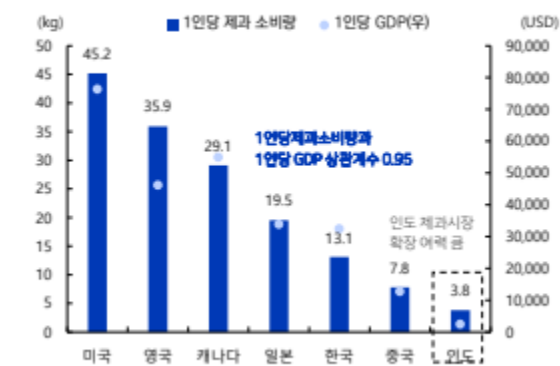
그림 2) 인도 제과시장 규모 추이 및 국가별 1인당 제과 소비량

[도표 87] 인도 제과 시장 규모 추이



자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

[도표 88] 국가별 1인당 제과 소비량



자료: Euromonitor, 교보증권 리서치센터

자료: 교보증권

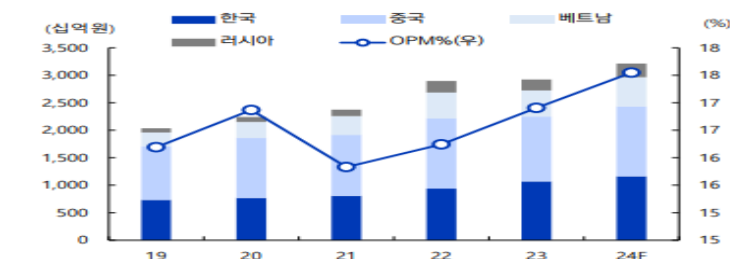
오리온은 인도 시장의 특성을 고려해 현지 제조업체인 만 벤처스(Mann Ventures)와 위탁생산 관리 계약을 맺은 후 2021년 3월부터 초코파이를 생산, 판매를 시작하였다. 뿐만 아니라 지난 상반기에는 스낵 생산라인을 신규로 구축해 고북칩 멕시칸 라임맛 등을 현지에 선보였다. 이러한 제품의 현지화 노력 등을 통해 시장을 공략하고 있기 때문에 추후 인도 법인의 지속적인 성장을 전망한다.

2. 경쟁사 대비 높은 영업이익률 및 우수한 재무 건전성

제과 산업의 경우 필수 소비재 산업으로 5%대의 다소 낮은 영업이익률을 기록하고 있는 반면, 동사는 효과적인 경영전략을 통해 peer 대비 약 3배가량 높은 16~17%대의 영업이익률을 기록하고 있다. 21년의 경우 코로나 19 등 여파로 잠시 주춤했으나 이후 꾸준히 증가하는 추세에 있다.

그림 3) 오리온 연결실적 추이

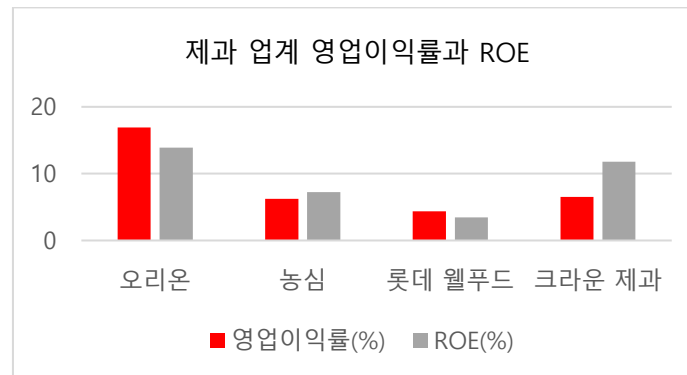
[도표 138] 오리온 연결 실적 추이



자료: 오리온, 교보증권 리서치센터

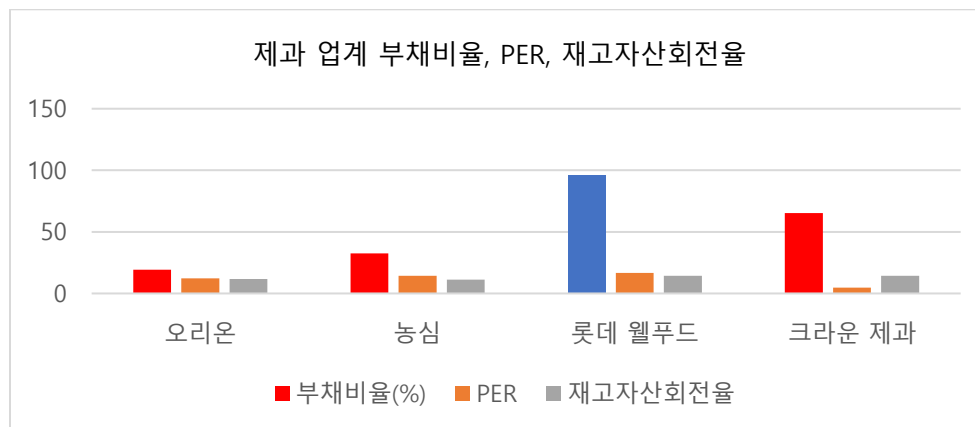
자료: 교보증권

Top 4 경쟁사와 비교했을 때 영업이익 및 자기자본이익률(ROE)는 다음과 같다. 살펴보면 제과시장의 70% 차지하는 국내 TOP4 경쟁사 대비 영업이익과 자기자본이익률(ROE)가 굉장히 높은 것을 알 수 있다. 높은 영업이익률을 유지하는 데는 원 부자재의 글로벌 통합구매, 해외 사업 호조 때문인 것으로 보인다. 특히나 지난해의 경우 원 부자재 가격이 크게 오르는 상황에서도 글로벌 통합구매를 통해 규모의 경제를 실현해 원가를 낮출 수 있었다.



자료: 네이버증권, Buysignal

이번엔 단순히 수익성 지표 뿐만 아니라 안정성지표(부채비율), 가치지표(PER), 활동성 지표(재고자산회전율)을 비교 해 보았다.



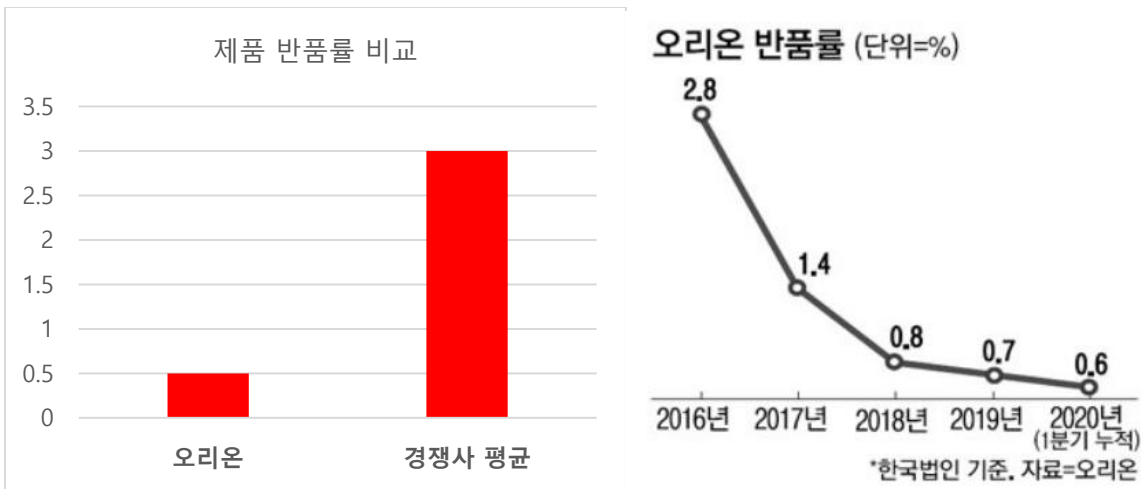
자료: 네이버증권, Buysignal

특히나 위의 그래프에서 중요하게 봐야 할 점은 부채 비율이라고 생각한다. 타사 대비 낮은 부채비율은 고금리 기조 속에서 이자 비용을 낮춰 재무건전성을 강화하고 운영 효율을 높인다. 이로써 원활한 영업 및 재무 현금흐름을 유지할 수 있어, 밸류업프로그램을 통한 주주환원정책이 가능해질 것으로 보고있다. 이는 주가 상승을 촉진할 수 있는 요인으로 작용할 여지가 다분하다고 생각한다.

3. POS 데이터를 활용한 효율적인 경영 및 급변하는 소비 트렌드의 파악

포스 데이터(POS)는 판매된 상품에 대한 정보가 실시간 기록된 데이터를 말한다. 동사는 2014년부터 포스(POS) 데이터 구축에 과감하게 투자를 하여 구축에 공들여 왔다. 이를 바탕으로 식품업계에서 가장 뛰어난 포스 데이터 수집, 분석, 활용 시스템을 구축했다는 평가를 받는다. 이는 반품률을 크게 낮췄을 뿐만 아니라 급변하는 소비자의 기호도를 빠르게 파악하는 것으로 매출액 증진을 이뤄냈다. 소비 데이터를 생산 계획에 실시간 반영하면서 반응이 좋지 않은 제품의 경우 신속히 종산을 결정해 반품 처리 비용을 최소화 했다. 업계 평균 반품률은 3% 인 것에 반해 동사의 경우 0.5% 수준으로 사실상 제로에 가깝다. 이를 통해 절감하는 비용만 연간 100억원이 넘는 것으로 알려졌다. 또 반응이 좋은 제품의 경우 실시간으로 정보를 파악하여 생산량을 늘렸다. 한정판으로 선보였던 '포카칩 구운마늘 맛'과 '포카칩 땡초간장소스맛'의 경우 높은 판매율을 보인 것이 포스 데이터로 확인됐다. 이에 당사에서 곧바로 상시 제품으로 전환을 시켰고, 직전 3년간 매출이 거의 정체돼 있었던 포카칩은 이를 통해 19년 6%가 넘는 매출 성장을 기록하였다. 이러한 데이터 활용 경영 방법은 추후 당사의 주가 상승에 긍정적인 영향을 줄 것으로 생각한다.

그림 4) 오리온 반품률



자료: 오리온

VI. 리스크:

1) 리가캠바이오 실적의 회계 처리

오리온은 자회사 Pan Orion을 통해 5485억원을 들여 리가캠바이오 지분 25.73%를 확보했다. 탄탄한 기술력을 바탕으로 한, 미래 성장성을 보고 단행한 투자지만, 리가캠바이오는 2023년 기준 영업적자 808억원을 기록하며 4년 연속 영업이익 적자를 기록한 적자기업이다. 일회성 비용을 제외한 연간 영업적자 예상 폭은 500~600억원 가량이며 리가캠바이오의 적자는 오리온의 재무제표에 부담을 줄 것이다.

특히 오리온의 재무제표에서 리가캠바이오의 실적에 대한 회계 처리를 어떤 방식으로 할지가 관건이다. 만약 리가캠바이오의 실적이 지분법 회계 처리된다면, 지분율만큼만 오리온의 순이익에 반영되기 때문에 영업이익 변동은 전무하며, 지배주주순이익만 2~3% 하향 조정될 것으로 예상된다.

그러나 리가캠바이오의 기존 최대주주인 김용주, 박세진의 지분율이 3.87%에 불과하며 Pan Orion이 김용주의 특수관계자, 공동보유인으로 공시되었기 때문에 Pan Orion의 지분은 최대주주 지분율에 합산되었다. 따라서 Pan Orion을 통해 25.73%의 지분을 가진 오리온이 의결권의 절반 미만을 소유했다라도 지배력을 인정받아 연결 회계 처리를 요구받을 수 있다. 이 경우, 연결 기준 영업이익이 10% 이상 하향 조정되면서 앞으로의 실적 불확실성이 커질 수 있다.

지배력에 대한 판단 기준은 지분율과 함께 기업의 의사결정 참여 능력에 달려있다. 오리온은 올해 3월 29일 열린 리가캠바이오 주주총회를 통해 리가캠바이오 이사회에 허인철 오리온홀딩스 대표, 김형석 오리온 전무, 담서원 오리온 상무를 사내이사로 선임했다. 기업의 의사결정에 참여하는 이사회의 7명 중 5명인 사내이사를 오리온 측에서 3명 선임함으로써 지배력이 인정될 수 있는 구실은 만들어졌다. 또한 오리온이 약정을 통해 리가캠바이오의 의결권 행사 혹은 재무, 영업정책 결정 능력을 가진 경우, 이사회에서 과반수의 의결권을 행사할 수 있는 능력이 있는 경우에는 지배력이 있다고 인정되어 연결 회계 처리해야 될 수 있다.

그러나 오리온이 리가캠바이오의 독립적인 경영을 보장하고, 이사 추천에서도 바이오 전공자를 배제하기로 하는 등 경영 개입을 최소화했으며, 오리온이 독자적으로 리가캠바이오의 경영 의사결정을 할 만큼의 완전한 지배력을 갖고 있지 않기 때문에 공동지배나 지배력이 없다고 인정될 가능성이 높다. 이 경우 지분법 회계 처리를 하게 된다.

하지만 아직 회계 처리 방법이 확정되지 않은 만큼, 회계 방식이 일차적으로 확인되는 '24년 1분기 재무제표 공시 때까지 해당 리스크를 유의할 필요가 있다.

2) PB

PB는 제조업체로부터 물건을 저렴하게 공급받아 유통 업체 자체 브랜드를 붙이는 OEM 방식으로 제조, 판매된다. 때문에 별도의 판촉비를 들이지 않고 저렴하게 판매할 수 있다. 또한 진열 위치도 일반 상품(NB)보다 더 좋은 자리에 진열되는 경향이 있어, PB와의 경쟁은 오리온에게 위협 요인으로 꼽힌다.

국내 소비재 시장에서의 PB 침투율은 NIQ 조사결과에 따르면 2023년 3분기 기준, 4%로 글로벌 평균 21%를 크

게 밀돈다. 그러나 2022년 10월~2023년 9월 동안 제과류 PB는 전년 대비 16.6% 성장하며 NB의 성장률 7%를 크게 웃돌았다. 이처럼 지금 당장 PB는 유의미한 점유율을 차지하진 못하고 있지만, 고성장 추세가 계속되어 PB 침투율이 늘어난다면 제과업계에게도 PB의 위협이 점차 가시화될 것이다.

PB는 주로 홈플러스, 롯데마트, 이마트와 같은 대형마트, SSM, 편의점 등지에서 판매되고 있으며, 과자류 PB 납품에는 중소기업뿐만 아니라 롯데월드, 해태제과 등 국내 제과 주요 플레이어도 점유율이 밀리는 제품 등 비주력 제품 위주로 참여하고 있다. 동사도 롯데월드푸드에 이어 점유율 2위인 카스타드의 매출을 늘리기 위한 방편으로 이마트의 브랜드를 내건 PB 카스타드를 납품하고 있다.

그림 1) PB 매출비중 1%p 증가가 제조기업의 매출액 증감에 미친 영향

(단위: 억원, %, 개)

	매출액 증감	NB 매출비중	PB 매출비중	업체 수
대기업	-10.9***	86.3	4.9	52
중소기업_상위	-2.8*	76.8	7.9	228
중소기업_중위	-0.7*	69.5	8.8	304
중소기업_하위	-0.4*	68.0	8.6	226
소상공인	+0.2*	60.0	15.6	115

주: 1) PB 매출비중은 제조업체 전체 매출액에서 주력 PB상품 매출액이 차지하는 비중.

2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미함.

자료: 제조업체 설문조사 데이터(한국개발연구원, 2016).

자료: 제조업체 설문조사 데이터(한국개발연구원, 2016)

현재 제조업체들의 PB 생산·납품 실태를 조사하는 공공 또는 민간 통계는 존재하지 않는다. 설문조사는 KDI 경제정보센터 여론분석팀의 주관하에 2016년 8~10월 기간 동안 수행되었고, 조사원이 업체를 직접 방문하여 설문내용을 질의하는 방식을 취하였다. 면접 대상자는 기업 대표 또는 회사 책임자였다. 대기업은 업종별 매출액을 기준으로, 소상공인은 업종별 고용규모를 기준으로 식별하였다. 나머지 중소기업은 고용규모 상위 30%를 '중소기업_상위'로, 중위 40%를 '중소기업_중위'로, 하위 30%를 '중소기업_하위'로 정의하였다.

이와 같이 PB 상품을 납품하는 경우 추가적인 매출을 발생시킬 수 있지만, 그와 함께 기존 브랜드 매출 구축효과가 발생할 수 있다.

KDI의 2016년 제조업체 설문조사 결과에 따르면 대기업의 경우 PB 매출 비중이 1%p 증가할 때 전체 매출액이 10.9억원가량 감소했다. 이는 PB와 경쟁하는 자사 NB 매출이 감소한 탓이었다. 즉, 점유율이 밀리는 제품을 넘어서 더 많은 제품으로 PB 납품이 확대될 경우 매출에 타격을 줄 수 있을 것으로 예상된다.

이처럼 PB는 경쟁을 격화시키고, 기존 NB 매출에 대한 구축효과를 일으켜 오리온에게 악영향을 미칠 수 있다. 또한 유통 업체에게 PB 제품을 납품할 경우 매출 발생에 대한 주도권이 유통 업체로 이전되어, 기존 NB에 대한 납품가 협상력까지 약화시킬 수 있기 때문에 PB 시장의 확대는 오리온에게 다양한 측면에서 위협이 될 수 있다.

그러나 동사는 높은 브랜드 경쟁력을 바탕으로 국내시장에서 PB 매출이 꾸준히 늘어나는 가운데서도 높은 영업이익률을 지속적으로 기록하고 있다. PB를 이겨내기 위해 필요한, 동사의 브랜드 경쟁력이 유지되는지 주시할 필요가 있다.

VII. 벨류에이션:

- EBIT 추정

오리온		Historical			Projected		
항목	Average	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액		2,355	2,873	2,912	3,172	3,454	3,762
% of growth	8.9%	6.0%	22.0%	1.4%	8.9%	8.9%	8.9%
(-) 매출원가		-1,409	-1,782	-1,785	-1,936	-2,108	-2,296
% of Revenue	61.0%	59.8%	62.0%	61.3%	61.0%	61.0%	61.0%
매출총이익		946	1,091	1,127	1,236	1,346	1,465
% margin	39.0%	40.2%	38.0%	38.7%	39.0%	39.0%	39.0%
(-) 판매비		-573	-625	-635	-718	-782	-851
% of Revenue	22.6%	24.3%	21.7%	21.8%	22.6%	22.6%	22.6%
EBIT		373	467	492	518	564	614
% Revenue	16.3%	15.8%	16.2%	16.9%	16.3%	16.3%	16.3%

(단위: 십 억)

DCF 벨류에이션을 위해 지난 3개년의 재무제표를 토대로 EBIT을 계산한 후 매출액, 매출원가, 판매 및 관리비 추정을 통해 추후 3개년의 EBIT을 추정하였다.

- 매출액

우선 동사의 사업 부문은 제과 제조 부문이 96.8%로 절대적이기에 기타 부문 3.2%에 대한 매출액 추정은 진행하지 않았다.

매출액 추정을 위해 각 국내 및 해외 법인 별 5개년 매출액(별도 매출 단순 합산 기준)을 참고하였다. 동사는 해외 매출 비중이 63%에 달하며 근 3년 간 주요 수출 대상국에 이슈에 따른 변동성이 크다 판단하여 더욱 합리적인 매출액 성장을 추정을 위해 5개년 매출액을 사용하였다. 2019~2023년 각 법인 별 매출액 합산 후 연도별 성장률을 평균 내어 8.9%의 연간평균 성장률을 도출하였다. 이후 해당 수치를 향후 3년간 반영하여 매출액을 구하였다.

오리온	H istorical					
국가	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	Avg.Grow th
한국	7,328	7,692	8,074	9,391	10,700	
% of grow th	2.9%	5.0%	5.0%	16.3%	13.9%	8.6%
중국	9,744	10,909	11,095	12,749	11,790	
% of grow th	4.4%	12.0%	1.7%	14.9%	-7.5%	5.1%
베트남	2,523	2,920	3,414	4,729	4,755	
% of grow th	7.9%	15.7%	16.9%	38.5%	0.5%	15.9%
러시아	773	890	1,170	2,098	2,003	
% of grow th	19.1%	15.1%	31.5%	79.3%	-4.5%	28.1%
인도	0	4	31	136	205	
% of grow th	0.0%	0.0%	675.0%	338.7%	50.7%	212.9%
Total	20,368	22,415	23,784	29,103	29,453	
Average	5%	10%	6.1%	22.4%	12%	8.90%

(단위: 억 원)

-매출원가 및 판관비

오리온		H istorical			오리온				
항목	Average	2021A	2022A	2023A		2022A	비율	2023A	비율
매출액		2,355	2,873	2,912	매출원가	1,782		1,785	
% of grow th	8.9%	6.0%	22.0%	1.4%	재화판매	1,725	97.6%	1,741	96.8%
(-) 매출원가		-1,409	-1,782	-1,785	용역	57	2.4%	44	3.2%
% of Revenue	61.0%	59.8%	62.0%	61.3%	판관비	625		635	
(-) 판관비		-573	-625	-635	급여 및 복지	287	46%	305	48%
% of Revenue	22.6%	24.3%	21.7%	21.8%	가변비	227	36%	227	36%

매출원가는 제품 판매로 인한 비용이 97%가량이며 매출액에 따른 비용도 일정하기에 과거 3 개년 평균값인 61%를 사용하였다. 판관비 또한 주요 계정의 비율은 일정한 편이며 매출액에 대한 비용도 큰 차이가 없기에 과거 3 개년 평균값인 22.6%를 사용하였다.

-CAPEX

오리온		H istorical			Pro jected		
항목	Average	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
CAPEX		142.4	76.3	167.1	168.5	200.8	237.5
% of Revenue	4.8%	6.0%	2.7%	5.7%	5.3%	5.8%	6.3%
CAPEX 추가 증가분	0.5%						

(단위: 억 원)

CAPEX(자본적 지출)은 큰 매출액과 성숙기라는 동사의 특징을 감안하여 과거 3 개년 각각의 유형자산순취득액과 무형자산순취득액의 합으로 계산하였다. 이를 매출액 대비 CAPEX 비율로 구한 뒤 3 개년 평균값이 4.8%를 산출하였다. 2024 년부터 인도와 러시아 공장의 증설을 계획하고 있다는 동사 IR 자료에 따라, 평균 CAPEX 산출값 4.8%에 매년 0.5%p 씩 증가를 반영하였다.

감가상각비

오리온		H istorical			P ro jected		
항목	Average	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
감가상각비		149.7	161.7	157.2	190.1	213.9	240.5
% of Revenue	5.8%	6.4%	5.6%	5.4%	6.0%	6.2%	6.4%
감가상각비 추가 증가분	0.2%						

(단위: 억원)

감가상각비 또한 과거 3개년의 매출액 대비 감가상각비 평균 비율을 계산하여 5.8%를 산출하였다. 또한 CAPEX의 추가 증가분이 존재, 건물, 기계장치 등의 감가상각 내용연수가 길다는 점을 감안하여 평균 감가상각비 산출값 5.8%에 매년 감가상각비 추가 증가분 0.2%p를 반영하였다.

-순운전자본증감

오리온		H istorical			P ro jected		
항목	Average	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
순운전자본증감	Avg ratio	35.9	20.2	40.0	17.3	30.7	33.5
매출채권증감		21.7	26.7	(12.1)	31.6	19.8	21.6
매출채권		176.4	203.1	191.0	222.6	242.4	264.0
A/R Turnover	14.2	13.4	14.1	15.2	14.2	14.2	14.2
재고자산증감		28.7	26.4	24.9	14.0	24.4	26.5
재고자산		208.5	234.9	259.7	273.7	298.1	324.7
Inv Turnover	7.1	6.8	7.6	6.9	7.1	7.1	7.1
매입채무증감		14.5	32.9	(27.3)	28.3	13.4	14.6
매입채무		117.1	150.0	122.7	151.0	164.4	179.1
A/P Turnover	21.0	20.1	19.2	23.7	21.0	21.0	21.0

(단위: 억원)

△순운전자본은 과거 3개년 매출채권, 재고자산, 매입채무 회전 비율을 구한 후 추정 3개년 예상치에 반영하여 구해주었다.

- WACC

가중평균타인자본비용	0.00003%
세율	24%
타인자본비중	0.0008%
타인자본비용	4.17%
가중평균자기자본비용	8.64%
자기자본비중	99.9992%
자기자본비용	8.64%
WACC	8.64%

CAPM	8.64%	
Rf	3.376%	국공채 10년물금리
Rm	10.89%	KOSPI 1년 수익률
Beta	0.69976	5년 평균 베타

CAPM 모델을 통해 자기자본비용을 도출하였다. 무위험 이자율은 국고채 10년물 금리, 시장이자율은 KOSPI의 1년 평균 수익률을 적용하였다. Beta는 단기적 급락으로 인해 52주 베타에 왜곡이 존재한다 판단하여 동사의 과거 3개년 베타를 평균 내어 사용하였다.

동사의 자기 자본 구성은 보통주 100%로 우선주가 존재하지 않는다. 타인 자본에서 동사의 IR자료에 따르면 동사는 리밸런싱을 통해 전기 700억 규모의 차입금을 상환하였다. 회사채 또한 존재하지 않으며 차입금과 리스부채만 존재한다. 단기 차입금은 각 종류별 가중 평균하여 이자율을 구하였고, 리스부채 또한 리스 이자 비용으로 역산하여 이자율을 도출하였다. 법인세율은 2023년 한계법인세율인 24%를 적용하였다.

- 밸류에이션

WACC	8.64%
영구성장률	1.00%

오리온	Historical	Projected			
항목	2023A	2024E	2025E	2026E	
EBIT	492	518	564	614	
(x(1-t)) Tax rate	24%	24%	24%	24%	
EBIT	374	394	429	467	
(+) 감가상각	157	190	214	240	
(-) CAPEX	167	169	201	237	
(-) 순운전자본증감	40	17	31	33	
FCF	324	398	411	436	
Year:	0	1	2	3	
Discount factor:	0%	8.64%	8.64%	8.64%	
PV of FCF	324	366	348	340	
Terminal Value				5,772	
SUM of FCF	1,379				
EV	7,151				
현금 및 현금성 자산	366				
지분인수	-550				
Total PV	6,966				
# of Shares	39,536,132				
적정주가	176,204				

적정주가	176,204	기준주가(24.04.01)	95,500	Upside	84.5%
------	---------	----------------	--------	--------	-------

동사(오리온)에 대해 투자의견: BUY 목표주가: 176,204원 Upside: 84.5%를 제시한다

산업 라이프 사이클 상 성숙기인 산업을 감안하여 Terminal Value 산출에 사용된 영구성장률(g)은 보수적으로 1%로 설정하였다.

추정된 FCF와 Terminal Value의 순현가를 더하여 8조 3,080억원의 EV를 도출한 후 보유 중인 현금 및 현금성자산 3,660억을 더해주었다. 동사가 24년 1월에 리가켄바이오의 지분인수를 진행한 점을 고려하여 5,500억의 인수비용을 제하였다. 이후 이를 발행주식수로 나누어 적정주가 176,204원을 도출하였다.

오리온 IR담당자 질의내용

Q .리가캠바이오 실적은 어떻게 회계 처리될 예정인가요? 지분법으로 되나요 연결 재무제표로 잡히나요? 회계 처리 방식은 언제 확정되나요?

A.회계법인이랑 논의한 결과는 일단. 지분법이다. 거의 확정이라고 봐도 된다. 연결처리하고 싶다고 할 수 있는게 아니다. 지분이 25% 정도라 안 될 것이다

Q .지금 현재 매출비중이 있는 나라(중국, 베트남)의 경우 국내 경쟁사 대비 시장 내에서 매출액 대비 몇 등인지?

A.당연히 1등이다. 우리랑 경쟁하고 있는 한국 제과업체는 없다. (매출액 관련은 답 안함)

Q .리밸런싱을 통해 차입금도 적극적으로 상환하고 있는 것으로 알고 있다. 사채나 차입금을 잘 사용하지 않는 기조로 계속 갈 예정인지?

A .오리온 연결기준 지금 사채나 차입금이 없다. 지금은 현금이 이제 많이 쌓여가지고 차입금을 다 상환한 것이고, 향후에 좋은 투자안이 있으면 차입할 수도 있다.

Q . 제로슈거, 비건식품등 건강관련 제품을 출시할 계획이 있는지?

A .건강관련 CMR(간편대용식) 물, 음료에서 바이오까지 확장할 것이다.