

필수소비재

오리온(271560.KS)

영업이익 사냥꾼 오리온

많이 남겨 먹고 더 뺏아 먹고 - 높은 영업이익률과 높아지는 해외매출

2020년 동사의 영업이익률은 약 17%로서 동종업계의 영업이익률이 평균 5%대인 것을 보면 경이로운 수준이다. 높은 영업이익률을 유지하는 비결은 경쟁사에 비해 매출원가를 10%p가량 절감해내는 것에 있다. 이를 통해 C 단을 절감하고, 해외시장 점유율을 높여가며 Q 단의 상승을 이끌어내고 있다. 동사는 현지의 수요에 맞는 제품을 개발하여 경쟁력을 확보했다. 현지화 전략의 성공으로 2020년 매출이 중국 +12%YoY, 베트남 +27%YoY, 러시아 +16%YoY 증가했다.

내일은 실험왕 과자공장편 - 신제품과 신 카테고리

동사는 국내외 시장을 가리지 않고 과자, 건강식, 음료 등 카테고리별로 꾸준히 신제품을 출시하며 성장하는 모습을 보여주고 있다. '꼬북칩 초코츄러스맛'의 인기는 중국, 미국, 호주 등의 해외로까지 이어져 올해 1~8월의 꼬북칩 매출은 지난해 동기 대비 85% 성장하였다. 또한 동사의 영양 설계 콘셉트 '닥터유' 브랜드는 건강식품 시장의 성장과 함께 최근 3개년 동안 매출이 수직성장하며, 올해 상반기 누적 매출액은 450억(+YoY 75%)원을 기록하는 호조를 보여주면서, 이러한 동사의 신제품 출시와 카테고리 확장에 대한 매출 증대 효과가 예상된다.

원가인상 판가로 토스 - 식품가격지수 신고가와 판가인상

FAO 식품 가격 지수(FFPI)는 2021년 8월 평균 127.4포인트로 7월보다 3.9포인트(3.1%) 상승했으며, 작년 같은 기간보다 31.5포인트(32.9%) 상승했다. 이러한 오리온의 주요 원재료 상승으로 중국과 러시아에서 각각 9/1일 10/1일 판가인상을 결정했다. 따라서 4Q21부터 마진 스프레드가 회복될 것으로 전망한다.

Valuation

오리온 2021년 예상 매출액으로 2조 3670억을 제시한다.

Valuation 방법으로 EV/EBITDA를 사용하여 추정한 결과,

오리온 2021년 목표주가는 165,000원, 상승여력 42.24% 제시한다.

Investment Fundamentals

	(억원, 원 배)				
FYE Dec	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
매출액	19,269	20,233	22,298	23,760	26,250
영업이익	2,822	3,276	3,761	4,000	4,760
EPS	3,538	5,453	6,768		
PER	32.05	33.92	19.32		
PBR	3.16	3.37	2.57		
OPM	14.64	16.19	12.31		
ROE	10.31	14.24	15.50		

투자 의견

BUY

목표주가

165,000원

현재주가(03.25)

116,000원

상승여력

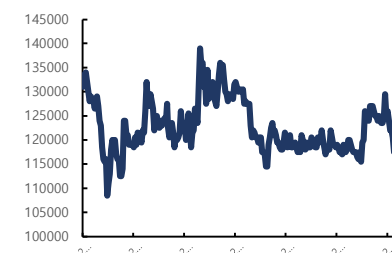
42.24%

Stock Data

KOSPI(9/30)	3,060.27
KOSDAQ	1,001.46
시가총액	4,645.5십억원
발행주식수(주)	39.5백만주
52주 최고/최저가(원)	139,000원/108,500원
외국인지분율(%)	39.6%
주요주주(%)	오리온홀딩스 외 6일 43.8%
	국민연금공단 7.1%

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
----------	-----	-----	------

Stock Price



Research Team 5

팀장	32기 허준범	gjwnsqjawnkd@gmail.com
	32기 성수원	pctndnjs@naver.com
	32기 김도연	doyeon1123@naver.com
	33기 강성재	rkdtdwo9797@naver.com
	33기 김근아	chamchap@naver.com
	33기 진유진	eugenejin7@naver.com

산업 개요

음식료 업종 내 기업들의 P, Q의 개선을 위한 선택지는 간명하다. 국내시장의 한계가 뚜렷하다는 점에서 Q는 해외시장 진출, P는 제품의 프리미엄화와 품목의 다양화가 성장의 방향성이 된다. 제품의 경쟁우위를 장담하기 힘든 필수소비재 업종의 특성상 신제품의 성패를 가늠하기 힘들기 때문에 기업은 꾸준한 연구개발 투자와 브랜드 경쟁력의 확보로 그 편차를 줄이기 위해 노력해야 한다.

음식료 업종의 업체간 비용의 차이를 결정짓는 요소는 팬데믹 이전에 이미 변화의 시기에 있었다. 기존에는 환율과 곡물가 등에 좌우되는 원가 부문의 영향이 절대적이었으나, 경쟁 심화 및 구조 개혁에 따라 판관비/CAPEX/감가상각비 등의 영향이 커졌다. 현재로서는 그러한 개혁과 설비투자의 결과가 점유율 확대 또는 수출호조로 성공적으로 이어졌는지 확인해볼 필요가 있다.

남겨 먹고 뺏어 먹고 - 높은 OPM과 해외사업 경쟁력

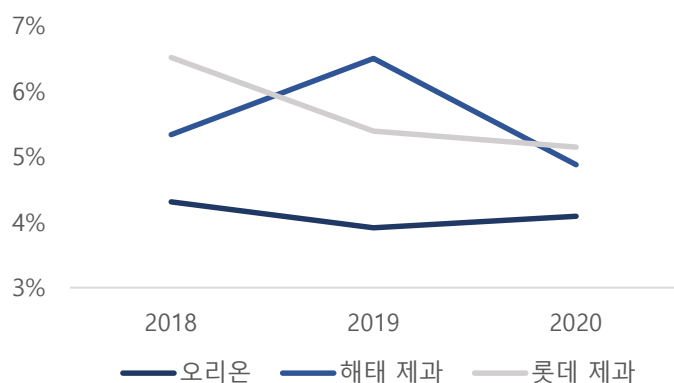
압도적인 OPM, 이유가 뭘까?

전년도 동사의 영업이익률은 17%이다. 식품업계의 일반적인 영업이익률은 5% 내외로, 경쟁사인 롯데제과도 5%에 그쳤다. 동사의 높은 영업이익률은 효율적 재고관리와 원자재 조달 전략의 결과이다.

우리도 빅데이터 할 줄 안다 - 효율적 재고관리

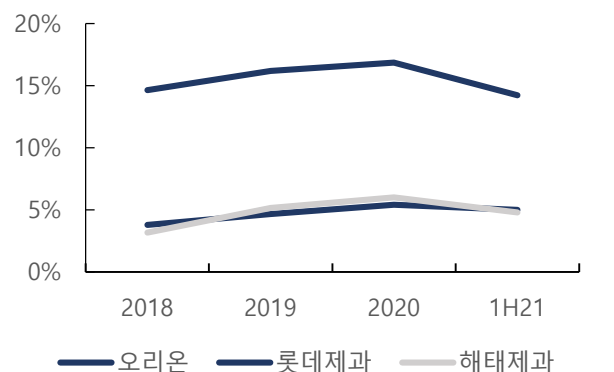
효율적인 재고관리는 판매상황에 대한 실시간 데이터 집계를 통해 이루어졌다. 유통채널에 제품의 판매기록이 담긴 'POS데이터'를 구축하고 소비자의 반응에 민첩하게 대응했다. 이를 통해 2019년 동사의 반품률은 0.5%내외에 불과했으며 제과업계의 평균적인 반품률인 2~3%과 명확히 비교된다. 작년 하반기 국내법인 역대 최대 매출 달성을 견인한 '꼬북칩 초코츄러스맛'의 흥행도 기민한 생산대처의 결과라고 할 수 있다.

경쟁사와의 매출액 대비 기말 제품 및 상품 재고자산 비중 비교



출처: 오리온, RFS Team 5

영업이익률

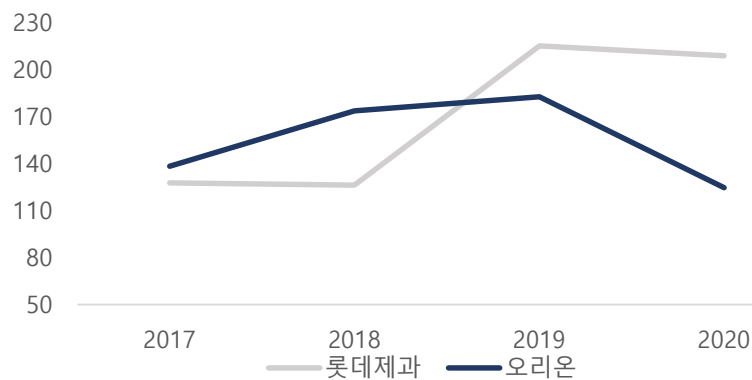


출처: 오리온, RFS Team 5

우리 과자가 더 맛있어

동사는 음적 마케팅에 의존하지 않는다. 장기적인 할인행사를 통한 상품의 높은 판매량과 점포내 회전율을 활용한 홍보전략보다는, 연구개발에 집중한 품질과 제품 경쟁력 확보에 초점을 맞췄다. 경쟁사에서 흔히 진행되는 1+1 프로모션 등을 지양하고 판촉비를 절감하는 식이다. 이러한 전략이 가능한 이유는 연구개발에 대한 투자와 효율적인 관리체제가 결실을 맺는 단계에 이르렀기 때문이다. 2017년 법인간 R&D 협력체계를 활성화한 이래로 품질관리/제품개발/생산 체계전반에 대한 기술공유가 활발하게 이루어졌다. 이는 다양한 신제품의 개발과 효율적인 생산이 가능하게 한 원동력으로, 지난해 출시된 국내 40종이 넘는 신제품들은 연이은 호평을 받으며 차별화된 경쟁력을 소비자들에게 각인시켰다.

경쟁사 대비 판촉비 추이 (단위: 억)



출처: 오리온, RFS Team 5

오리온의 창의적인 신제품



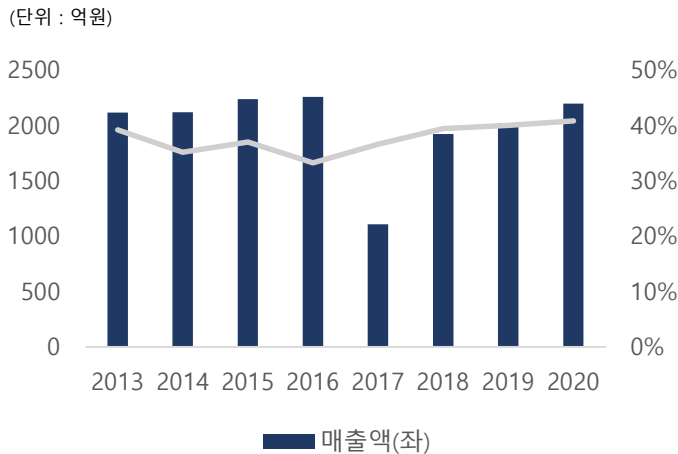
출처: 오리온, RFS Team 5

자네랑 나랑 간부잖아 – 바잉파워 키워 가격협상력 up

동사의 고영업이익률은 매출원가 절감의 영향이 크다. 식품산업의 매출원가는 소맥, 원당 등의 곡물가 등락과 밀접하다. 이로 인해 관련 원자재 사이클에 따라 식품업계의 전망도 크게 좌우된다고 할 수 있다. 따라서 원가 리스크를 헷지하는 것은 동사에게도 주요한 과제이다.

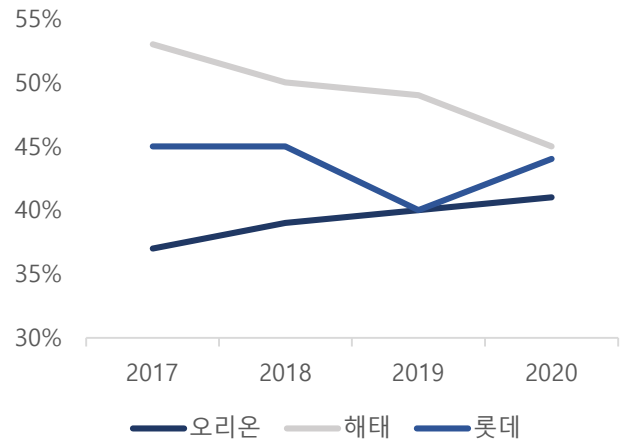
동사는 그야말로 큰 손이 되는 길을 택함으로써 원가를 절감해냈다. 해외법인 별 원재료 계약을 국내법인 주도의 공동구매 계약으로 전환함으로써 바잉파워를 높여 가격협상에 우위를 점할 수 있었다. 이는 원가 절감과 품질 높은 원재료의 안정적인 조달로 이어졌고, 곡물가 상승 속에서 기존 판매 전략과 품질을 유지하며 수익성을 방어할 수 있었던 핵심적인 요인으로 지목된다. 결과적으로 경쟁사인 롯데제과에 비해 매출 총이익률을 약 10%p 높은 수준으로 유지하고 있다.

매출액 대비 원가재료비(생산에 투입된 원재료 비용) 비중



출처: 오리온, RFSTeam 5

경쟁사와의 매출액 대비 원가재료비(생산에 투입된 원재료 비용) 비중 비교



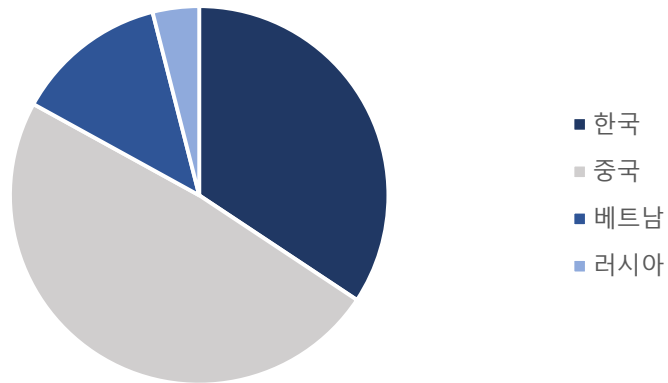
출처: 오리온, RFSTeam 5

해외시장이 情답이다

앞서 동사의 영업이익률에 대한 배경을 통해 Cost 측면에서의 긍정적인 효과를 부각한 바 있다. 또한 원재료 단가 상승으로 인해 하반기에는 판가 인상을 단행함으로써 P 개선도 함께 기대된다. 이제 Q 측면에서, 동사가 속한 식품산업은 인구 가구 동향과 밀접한 필수소비재 시장이다. 필수소비재 시장에서 기업의 성장 동향은 Q 상승을 어떻게 견인해낼 것인가에 있다.

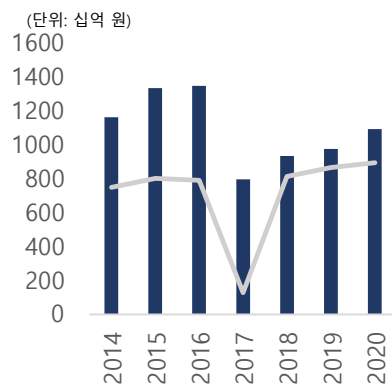
국내의 경우, 저출산 고령화로 인해 Q에 대한 장기적인 하방 압력이 작용하게 된다. 따라서 전통적인 내수 산업으로 인식되어 왔음에도 불구하고 식품산업의 해외시장 판로 개척은 필연적이다. 동사는 2000년대 초반부터 중국, 베트남, 러시아 등에 주요 해외법인을 설립하여 현지화 전략으로 판로를 개척했다. 일찍이 해외시장 개척에 힘을 쏟아온 만큼 2020년 기준 해외매출 비중은 66%로 국내매출 비중의 2배 수준이다.

2020년 국가별 매출액 비율

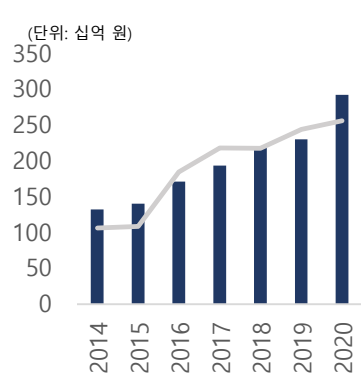


출처 : 오리온, RFS Team 5

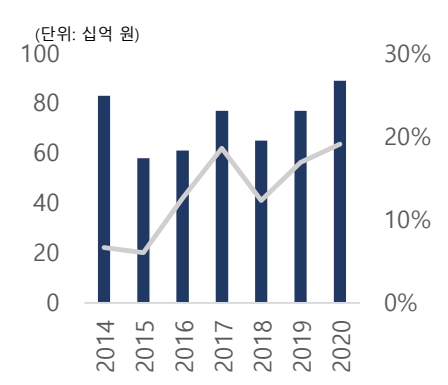
중국 법인 매출과 영업이익률 추이



베트남 법인 매출과 영업이익률 추이



베트남 법인 매출과 영업이익률 추이



출처 : 오리온, RFS Team 5

출처 : 오리온, RFS Team 5

출처 : 오리온, RFS Team 5

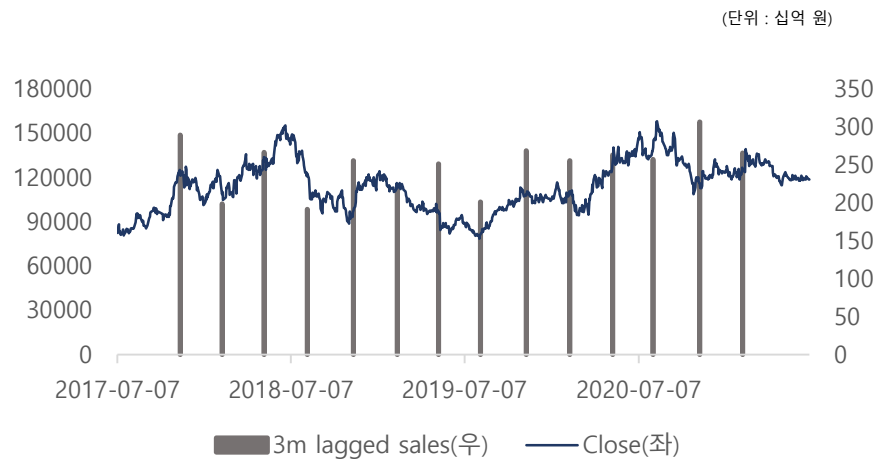
중국

2020년 기준 동사의 해외매출의 74%를 차지하는 중국은 그간의 매출성장을 이루어 낸 중요한 해외사업이다. 따라서 중국 법인의 성과는 주가의 방향성과 궤를 같이한다. 과거 2017년 사드 보복 당시의 중국 향 매출 급감은 베트남과 러시아 법인의 고성장에도 불구하고 동사 주가의 급락으로 이어졌다. 이후 꾸준한 신제품 출시와 현지정서를 반영한 마케팅전략을 통해 가파른 회복을 하며 2020년 연 매출1091억, 17%의 영업이익률을 달성했다.

최고 매출이었던 1346억 달성이 가까워지는 가운데 매출성장이 둔화할 것이라는 우려가 존재한다. 하지만 중국 스낵 식품 시장의 성장이 이루어지고 있고 지속적으로 시장점유율이 확대되고 있어 하반기 판가인상으로 인한 실적 모멘텀이 뒷받침된다면 그러한 우려는 제한적일 것으로 전망된다.

올해 2분기 실적의 역성장에 대해서는 일시적인 해프닝에 불과하다는 의견이다. 식품업계의 특성상 매출의 계절성이 존재하기 때문에 2분기 매출은 원래 다른 분기에 비해 낮은 편이며 역기저효과 이슈 때문에 매출이 보다 하락한 것처럼 보이지만 이는 일시적인 이슈이기 때문에 문제가 있는 부분은 아니다. 원재료 가격의 인상 또한 그 요인으로 지목되나, 판가인상이 확정된 만큼 이 또한 일시적일 것으로 전망하는 것이 바람직하다.

주가흐름과 3m lagged 중국 법인 분기 매출과의 연관성



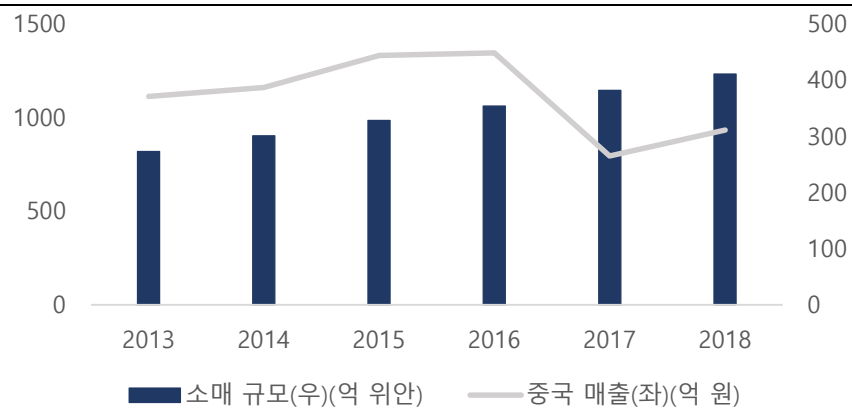
출처 : 오리온, RFS Team 5

최고매출에 가까워지는 중국 매출



출처 : 오리온, RFS Team 5

2013~2018년 중국 스낵 식품 소매 규모의 성장

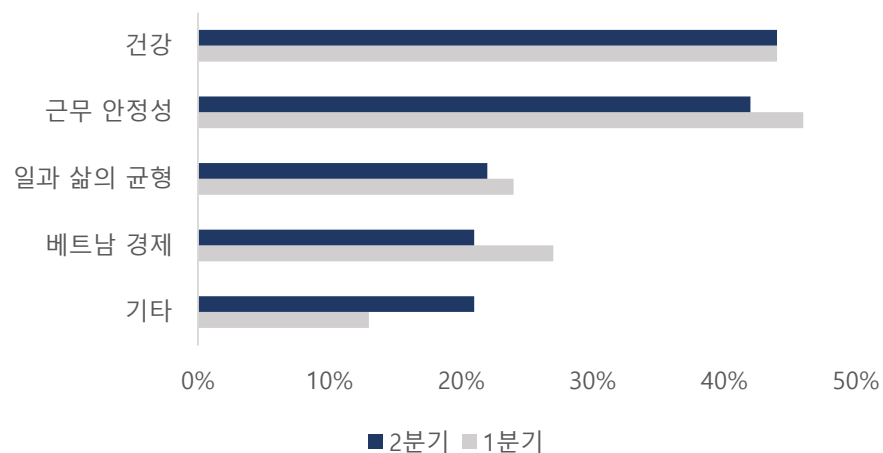


출처 : Frost & Sullivan, RFS Team 5,

베트남

중국법인과 함께 동사의 글로벌 성장을 이끄는 중심축으로 인식되는 베트남법인은, 그 매출 비중을 넘어 동남아 시장확대의 거점으로서 가지는 의미가 크다. 2006년 현지 생산시설을 설립하며 본격화된 진출은, 꾸준한 성장을 거듭하여 2020년 기준 연 매출 292억(해외매출의 20%), 22%의 영업이익률을 달성하며 고 성장 기조를 이어가고 있다. 연이어 적중하는 현지화 전략으로 인한 가파른 매출성장과 저렴한 인건비가 기타 해외법인 대비 높은 수익성의 요인으로 지목된다. 예시로, 베트남 시장의 쌀 스낵 수요와 현지공장 존재로 인한 원료 조달의 용이함을 활용, 2019년 출시된 쌀과자 '안'은 출시 직후 베트남 쌀과자 시장 내 2위에 오르며 13%의 점유율을 달성한 바 있다. 또한 베트남 제과부분 점유율 1위 기업이라는 브랜드 입지의 견고함을 바탕으로, 동사가 계획중인 건강기능식품 및 프리미엄 식수시장 진출은 최근 베트남 식품시장에서 건강과 안전에 대한 관심도가 증가하는 추세에 부합한다는 점을 감안했을 때, 관련 매출에 대한 기대가 가능한 부분이다.

2019년 상반기 베트남 소비자들의 주요 관심사



출처: Figure 2 Nielsen survey, RFS Team 5

러시아

러시아와 CIS(독립국가연합) 시장은 인구규모가 약 3억에 달하지만 동사를 비롯한 국내 기업들에게 아직 활발히 개척되지 않은 시장이다. 국내의 저출산고령화에 의한 장기적 Q의 하방 압력을 고려할 때 미개척된 CIS지역은 궁극적으로 Q에 대한 절대적 수요를 필요로 하는 동사에게 중요한 시장임에 틀림없다. 초코보 이(초코송이)와 초코파이로 러시아 시장 진입에 성공하고, 베리류의 잼파이 등의 신제품으로 지속적으로 시장 점유율을 확대하고 있는 동사의 제품은 비슷한 문화를 공유하는 CIS지역에서도 충분한 경쟁력을 가질 것으로 기대된다.

지난 2분기 실적 부진에도 불구하고 러시아 법인의 매출은 약 275억원으로 +43.8% YoY, +19% QoQ 증가했으며 영업이익률은 14.1%에 달했다. 영업이익률의 경우 전년 동기 대비 다소 부진하나 원가 상승과 환율 효과에 의한 것이다. 그럼에도 불구하고 뚜렷한 성장세를 보여주고 있어 동사의 러시아 및 CIS 시장 점유율이 지속적으로 확대될 것이 기대된다.

러시아 법인의 상반기 공장 평균가동률은 130%에 달했다. 이는 이미 시장내 동사 제품의 수요를 공급이

따라가기 버거워 하고 있음을 의미한다. 내년 완공 예정인 트베리 신공장이 추가로 가동되면 러시아와 CIS 지역에서의 동사 매출 성장세도 가속할 것이다. 이와 더불어 4분기부터 시행될 러시아 지역의 판가 인상과 함께 동사의 수익성은 더욱 개선될 전망이다.

내일은 실험왕 과자공장편 - 신제품과 신 카테고리

기존 제품과 신제품 출시로 매출 증가

신제품으로

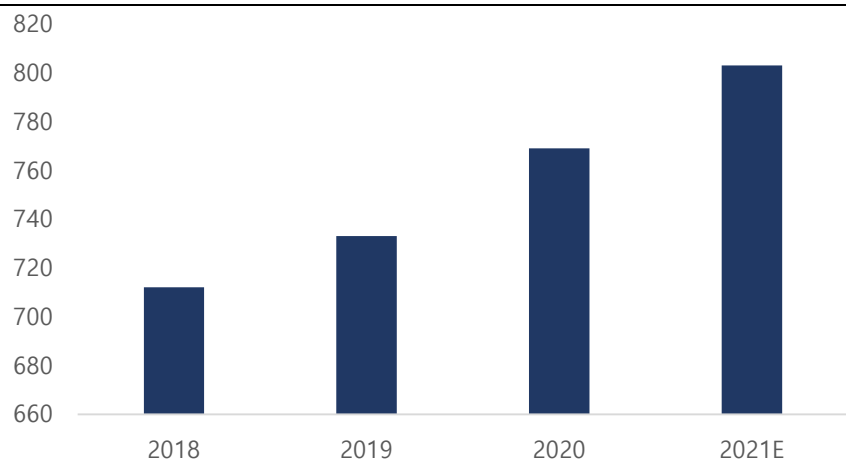
프리미엄 up

기존제품

국내

한국 시장의 경우 스낵 카테고리에서 '꼬북칩'의 인기가 지속되고 있어 매출 성장세를 견인하고 있다. 또한 간편대용식인 마켓오네이처의 분포가 확대되었고 기능성 식품 브랜드로 재정비한 닥터유 제품 라인업을 강화하여 매출 성장을 이어가고 있다. 파이 카테고리의 카스타드, 비스킷 카테고리의 예감 북음양파, 건강기능성 카테고리의 마뎃오네이처 오!그레놀라 등이 21년 2분기에 주요성장한 브랜드로 매출 성장세를 보이고 있다.

국내 법인 매출액

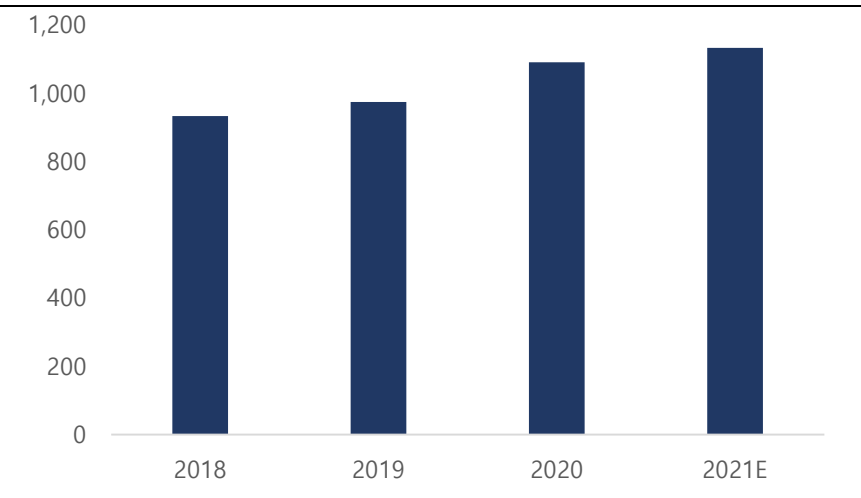


출처: 오리온, RFS Team 5

중국

중국 시장의 경우 한국은 몰라도 초코파이는 안다는 말이 있을 정도로 초코파이는 중국 매출의 일등공신이며 초코파이를 비롯하여 다양한 제과 제품을 적합한 브랜딩과 현지화전략을 통해 현지에 안정적으로 정착시켰다. '好丽友, 好朋友 (오리온, 좋은친구)'은 오랫동안 반복적으로 사용한 유명 슬로건이며 중국 판매 상품에는 '情(정)' 대신 '仁(인)'을 표기하여 중국인들의 정서를 반영하여 마케팅을 하여 매출을 성장시켰다

중국 법인 매출액

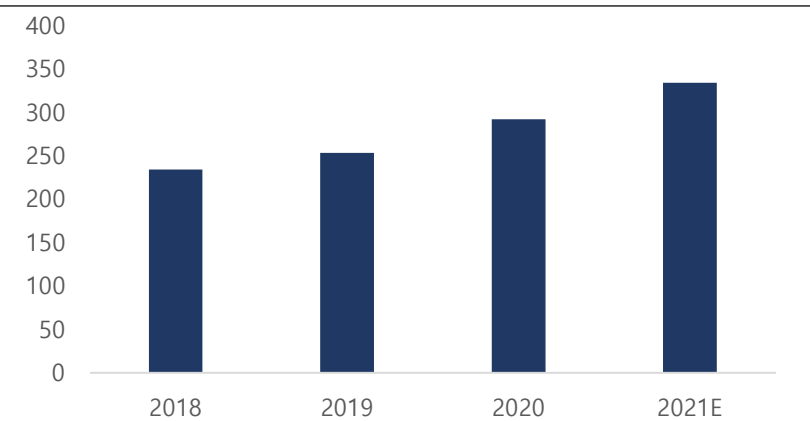


출처: 오리온, RFS Team 5

베트남

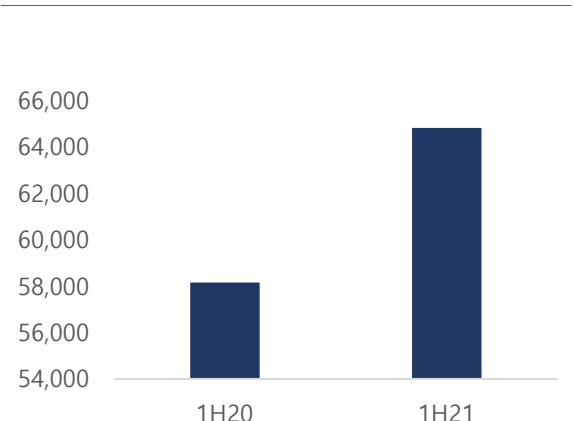
베트남 법인의 경우 기존 제품 중 주요 제품은 '초코파이'와 '오스타(포카칩)', '마린보이(고래밥)', '파요(오!감자)' 등이 있으며 젊은 층을 타겟으로 하여 새로운 맛을 출시하며 매출을 올리고 있다. 그 이외에는 쌀과자 '안'과 양산빵 '썬봉' 등의 제품으로 대용식 시장을 선도하고 있으며, 현지인의 입맛을 고려하여 쌀스낵 카테고리의 성장세도 지속되고 있다.

베트남 법인 매출액



출처: 오리온, RFS Team 5

베트남 제품(파이) 매출액

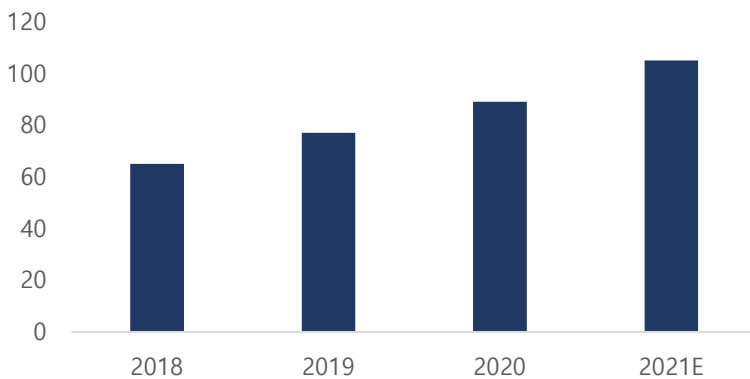


출처: 오리온, RFS Team 5

러시아

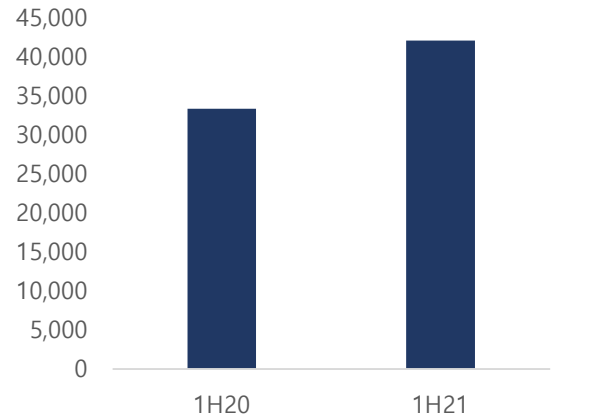
러시아 법인의 경우 초코파이가 차와 케이크를 함께 즐기는 러시아 식문화와 어우러지면서 출시 초기부터 높은 매출을 보였으며 계속해서 큰 인기를 끌고 있다. 이에 따라 러시아 법인 누적매출은 올해 상반기에만 단순 월 매출 506억원 상승했고, 지난 2003년 러시아시장에 진출하여 올해 7월 말 기준 총 누적매출 1조원을 돌파하는 실적을 보여주고 있다. 수출 부문에서도 초코파이 기존 제품에 신제품 효과까지 더해져 몽골, 카자흐스탄 등 인근 국가로 실적이 증가하고 있다. 러시아 법인은 동사 법인 중 가장 많은 10종의 초코파이를 생산·판매하고 있는 만큼 러시아 시장에서 초코파이는 큰 비중을 차지하고 있다.

러시아 매출액



출처: 오리온, Research Team 5

러시아 제품(파이), 상품(기타) 매출액



출처: 오리온, Research Team 5

신제품

국내

‘과삭칩’, ‘고추칩’

‘꼬북칩’에 대한 호응이 계속되자 ‘과삭칩’, ‘고추칩’ 등 신제품도 호응을 얻고 있어 스낵 카테고리 국내 시장의 전체 매출 성장을 견인하고 있다. 오리온 ‘꼬북칩 초코츄러스맛’은 출시 1년 만에 9월 23일, 누적 판매량 3천만 봉을 넘어섰다. ‘꼬북칩 초코츄러스맛’과 더불어 기존의 제품인 콘스프맛과 달콤인절미맛도 함께 매출 상승에 기여하여 올해 2분기 한국 법인 매출을 전년 동기대비 각각 5.0%, 11.9% 증가시키는 효과를 보여주었다. 이러한 국내의 꼬북칩 초코츄러스맛의 인기는 SNS를 통해 해외로도 전해지며 올해 3월에는 중국에서 ‘꼬북칩(중국어 랑리거랑) 초콜릿맛’을 현지에서 생산해 판매를 개시했고, 4월에는 미국과 호주 등에 수출을 시작했다. 또한 ‘꼬북칩 초코츄러스맛’의 인기에 힘입어 ‘고래밥 초코범벅’도 출시하였다. ‘꼬북칩 초코츄러스맛’이 높은 매출을 보여주었듯이 그에 뒤따른 초코시리즈인 ‘고래밥 초코범벅’도 좋은 성과를 보여줄 것이라고 예측한다.

올해 하반기에도 제품의 특성을 잘 살린 '네이밍' 전략으로 차별화된 신제품을 출시할 예정으로, 기존 제품의 매출 기여와 하반기 신제품 출시 효과를 고려했을 때 4분기 동사의 매출과 영업이익 또한 준수한 실적을 보여줄 것으로 예상된다.

중국

견과바, 뉴트리션바, 스낵, 파이

올해 초 개척한 대용식 카테고리는 TT(전통소매점) 채널 전용 신제품 출시를 통해 입점을 확대하고 있으며, 견과바(단백질바, 에너지바)도 뉴트리션바 시장에 성공적으로 안착하며 성장세에 기여하였다. 중국 시장 내 신제품 출시는 꾸준히 이어지며 신제품 비중은 7.1%로 8월 누계는 7.8% 수준이다. 코로나19 재확산으로 일시적으로 둔화되었던 내수 소비 흐름은 회복 추세인 것으로 파악된다. 특히 내년 1분기에는 중국 최대 명절 중 하나인 춘절이 있는 만큼 명절 수요로 매출이 증가하는 효과를 보일 것으로 예상되며 주요 매출처인 중국에서 신제품을 통한 실적 회복을 기대해볼 수 있다. 스낵·파이·양산빵 등 상반기에 선보인 신제품 분포를 확대하며 판매를 가속화할 예정이다.

베트남

‘초코파이 팔마차’

기존 주력 브랜드뿐 아니라 파이와 비스킷 카테고리에서 경쟁력 높은 신제품을 내놓으면서 시장 지배력을 강화하고 있다. 신제품으로는 중국의 ‘초코파이 마차’의 인기에 힘입어, 올해 7월 6일 현지화 전략으로 베트남 시장을 겨냥하여 팔을 추가한 ‘초코파이 팔마차’를 출시하였다.

러시아

‘초코파이’, 비스킷 라인업

러시아에는 홍차와 초콜릿이나 비스킷을 곁들여 먹는 식문화가 있다. 초코파이는 러시아의 문화적 배경과 호응하여 동사의 러시아 시장 정착에 톡톡히 기여했다. 2019년에는 초코맛 중심에서 벗어나 베리류 잼을 선호하는 러시아 문화를 반영하여 현지 소비자들에게 친숙한 ‘라즈베리 맛’과 ‘체리 맛’, ‘블랙커런트 맛’ 등의 ‘잼’을 활용한 초코파이를 출시했다. 파이뿐만 아니라 ‘고소미’, ‘촉촉한 초코칩’, ‘크래크릿’ 등 비스킷 라인업을 확대하며 제품군을 다양화하고 있다.

러시아 내 동사의 고성장 배경에는 현지인 입맛에 맞는 신제품 개발과 비스킷 라인업 확장 등 새로운 시장 개척 노력이 있다. 지난해에는 다양한 신제품 효과에 힘입어 역대 최고 연매출인 890억 원을 기록하는 등 2019년 이후 매해 두 자릿수의 고성장을 이어가고 있다.

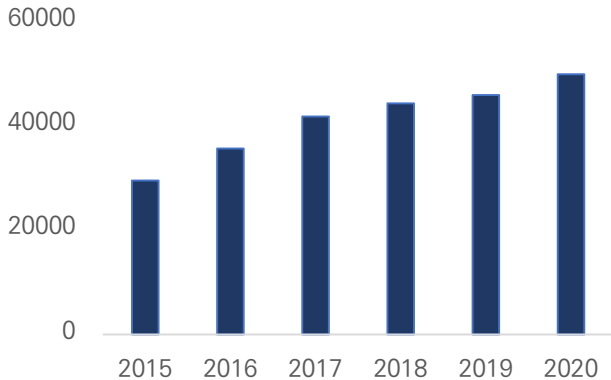
건강식품 및 프리미엄생수로 사업다각화 및 카테고리 확장

건강식

COVID-19 사태 이후 건강과 면역에 대한 관심이 커지면서 단백질 제품 시장이 매년 큰 폭 성장하고 있다. 특히 COVID-19 발발 후 2년이 지나 장기화되면서 ‘위드 코로나’ 시대로 들어서면서, 앞으로도 국내 건강식 시장은 끊임없이 성장할 것으로 예상된다. 식품업계에서는 물불 가리지 않고 단백질 제품 등 다양한 신제품들을 출시하고 있는데, 과거에는 환자식 등 영양 보조 식품이나 운동선수 전용식으로 국한되어 생각됐지만, COVID-19로 인해 인식이 전환되어 일반 소비자들의 수요가 늘어난 것이 가장 큰 원인으로 추정된다. COVID-19 이후, 건강에 대한 관심도가 높아졌다고 응답한 소비자 비율이 69%에 달하고, 건강기능식품에 대한 인식도와 신뢰도 모두 2017년 이후 2020년까지 각각 80.2%, 53.1%로 상승한 것을 보았을 때 이러한 추세는 COVID-19의 장기화로 계속될 것으로 보이며, COVID-19 사태가 안정화된 이후에도 꾸준히 상승할 것으로 예상된다.

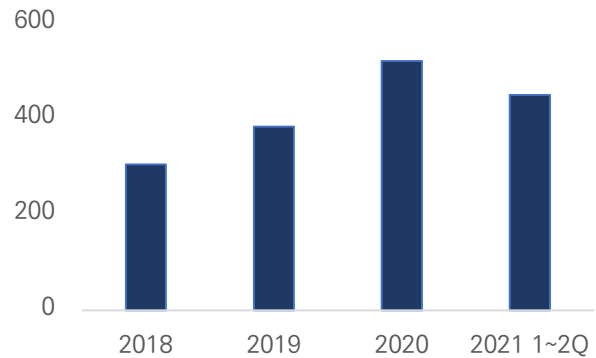
동사 또한 이러한 트렌드에 발맞춰 기존에 존재하던 영양 설계 콘셉트의 과자 ‘닥터유’ 브랜드를 기능성 원료를 넣은 ‘기능성 표시 식품 브랜드’로 새롭게 브랜딩하고 있다. 기존 ‘과자’ 이미지를 ‘식품’으로 건강식품 시장을 공략해 나간다는 전략이다. ‘닥터유’는 지난해 단백질바, 닥터유 드링크 단백질 등의 신규 라인업 출시 후 전년 대비 21% 성장한 465억원의 매출을 올리는데 크게 기여했다. 기존의 파우더형 단백질 제품에서 벗어나 간편하게 섭취할 수 있는 바 형태의 ‘닥터유 단백질바’ 등 다양한 신제품이 출시되면서 건강에 관심이 많은 홈트족 등에게 큰 인기를 끌면서 최근 3개년동안 매출이 폭발적으로 상승하는 그래프를 보여 주었다. 특히 올해 상반기 누적 매출액은 YoY 75% 증가한 450억원에 달하였고, 앞으로도 건강에 대한 소비자들의 관심이 폭발적으로 증가할 것을 예상하면 닥터유 브랜드의 활약은 장기적으로 계속될 것으로 예상된다.

국내 건강기능식품 시장 규모



출처: 한국건강기능식품협회, RFS Team 5

오리온 닥터유 브랜드 매출액



출처: 한국건강기능식품협회, RFS Team 5

프리미엄생수로 음료시장에도 진출

동사는 지난해 '제주용암수' 판매를 시작하며 러시아 음료시장에도 진출하였다. 경쟁이 치열하여 진입이 어려운 국내 생수 시장보다는, 중국을 시작으로 베트남, 러시아 음료시장에 제주용암수를 출시하며 글로벌 시장에 집중해 유통채널을 확대해가고 있으며 중국에서는 출시한 지 한 달 만에 150만 병을 판매하였다. 러시아 지형 특성상 물에 석회질이 함유되어 있어 생수를 사 먹는데, 최근 러시아 내 소득수준 향상 추세 등을 보았을 때 프리미엄 생수에 대한 수요가 꾸준히 늘어날 것으로 예상된다. 또한 러시아 대표 이커머스 채널인 '와일드베리', '오존' 등에도 입점해 소비자 접점을 확대해나가고 있기 때문에 현재까지는 영업이익률이 하락세이지만 앞으로 프리미엄 생수 시장에서의 성장이 기대된다.

원가인상 판가로 토스 - 식품가격지수 신고가와 판가인상

원재료 가격 상승에 따른 원가압박

원자재 Historical High
판가 상승으로 부담 절감

동사는 4Q20부터 원재료 가격 상승에 따른 영향을 받아왔다. 특히 해외에서 직접 공장을 운영하며 현지에서 원재료를 조달하고, 환율 변동이 심한 신흥국의 영향으로 곡물 가격 상승에 따른 부정적인 영향을 업종 내 다른 기업들 대비 조금 더 빨리 받았다. 글로벌 원자재 가격상승의 압박이 지속되면서 영업 레버리지 효과가 감소되었고 영업이익은 전년 동기 대비 14% 감소했다.

원재료 가격의 강력한 상승

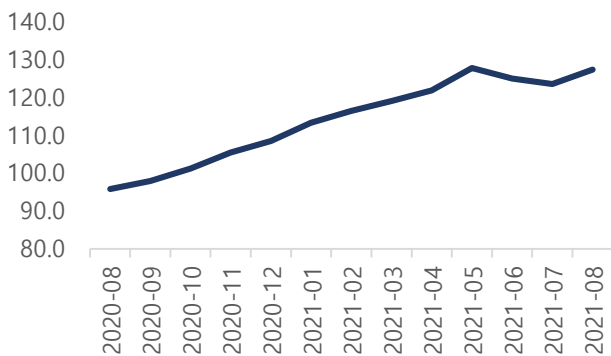
FAO 식품 가격 지수(FFPI)는 2021년 8월 평균 127.4포인트로 7월보다 3.9포인트(3.1%) 상승했으며, 작년 같은 기간보다 31.5포인트(32.9%) 상승했다. 2개월 연속 하락세를 보인 후 8월 FFPI의 반등은 당 류, 식물성 오일지수의 강력한 상승으로 이어졌다.

유지류와 당류 그리고 유제품의 가격은 동사 매출원가의 큰 비중을 차지한다. 먼저 FAO 식물성 기름 가격 지수는 팜유, 유채, 해바라기씨 오일을 반영했을 때, 8월 평균 165.7포인트로 5개월 최저치인 7월보다 10.3포인트(6.7%) 반등했다. 8월, 국제 팜유는 말레이시아의 잠재적 생산과 재고 감소에 대한 우려가 길어지면서 최근 역사적 최고치로 되돌아갔다.

FAO 설탕 가격 지수는 8월 평균 120.1포인트로 7월보다 10.5포인트(9.6%) 상승하여 2017년 2월 이후 5개월 연속 증가와 가장 높은 수준을 기록했다. 세계 최대 설탕 수출국인 브라질 작물의 서리 손상 우려로 인해 국제 설탕 가격 인상이 촉발되었다. 이후 장기간의 건조한 기상 조건의 부정적인 영향이 더해졌으나, 월별 가격 상승은 원유 가격 하락과 브라질 레알(BRL)의 미국 달러에 대한 약세로 인해 상쇄되었다. 인도와 유럽 연합의 긍정적인 생산 전망 또한 국제 설탕 가격에 대한 상승 압력을 제한하는 데 기여했다.

FAO 낙농 가격 지수는 8월에 평균 116.0포인트를 기록했으며, 7월보다 소폭 하락했지만, 여전히 지난해 동기보다 13.9포인트(13.6%) 높았다

Food Price Index



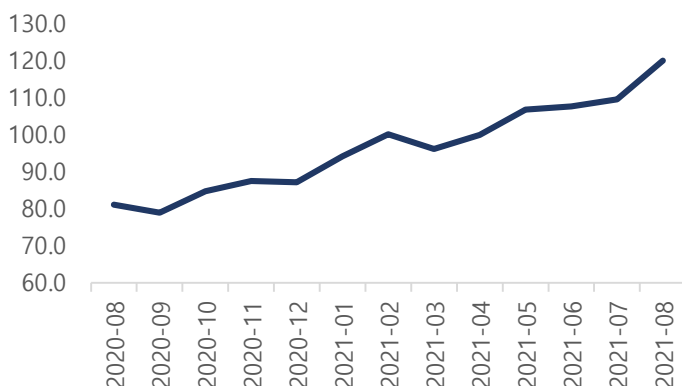
출처: FAO, RFS Team 5

코코아 선물가격



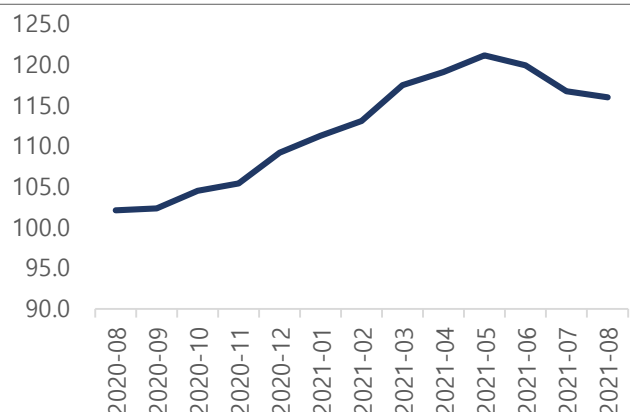
출처: FAO, RFS Team 5

Sugar index



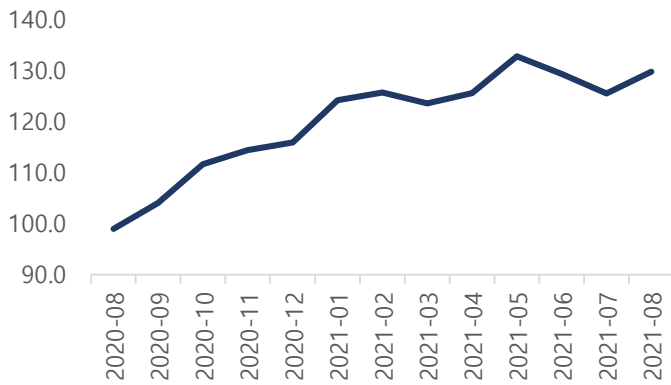
출처: FAO, RFS Team 5

Dairy index



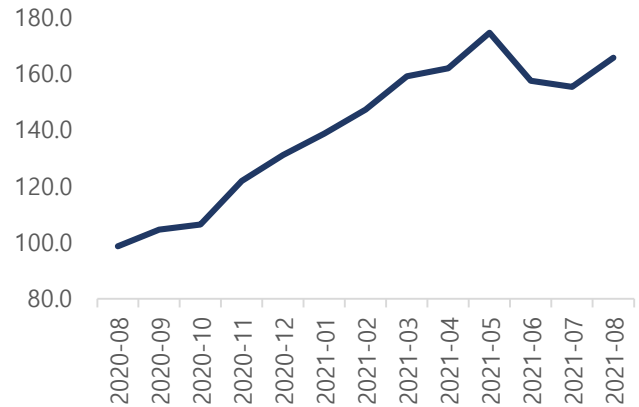
출처: FAO, RFS Team 5

Cereals index



출처: FAO, RFS Team 5

Oils index



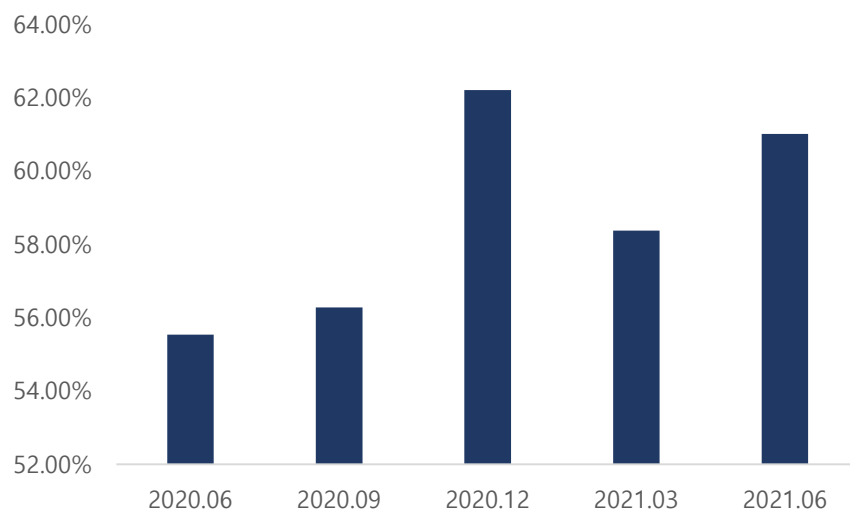
출처: FAO, RFS Team 5

원가 상승에 따른 판가 인상

이처럼 오리온의 주요 원재료 가격은 당해 지속적으로 높은 가격추이를 보여주고 있다. 따라서 제조 원가율 또한 지속적으로 상승하는 추세이다. 이에 오리온은 국내 각종 비용 효율화 작업으로 상승 폭을 최소화 하고 있으며 중국과 러시아에서는 제품의 가격인상을 결정했다.

중국에서는 9월 1일부터 중국 내 파이 주요 4종(전체 파이 카테고리에서 약 36% 차지)의 평균 6~10% 가격 인상이 결정되었으며 이는 9월 내 경소상 출고분부터 적용되었다. 판가 인상시 매출액은 2~3% 증가할 것으로 예상된다. 또한 러시아 역시 10월 1일부터 파이/비스킷 전 품목에 대해 약 7% 가격 인상하였으며 이는 4분기실적으로 반영될 전망이다.

매출원가율



출처: 오리온, RFS Team 5

결론적으로 중국과 러시아에서의 가격 인상 결정에 따라 4Q21부터 마진 스프레드가 예상보다 급격하게 회복될 것으로 예상된다. 그동안 쌓아온 견고한 브랜드 파워를 감안 시 큰 점유율의 하락 없이 영업이익 개선이 가능할 것으로 전망한다.

반대로, 곡물 가격이 하향 안정화되는 국면에서는 마진 스프레드가 더 빨리 개선될 수 있는데, 따라서 추가적으로 이후 원가안정화 등이 진행된다면 이익증가폭은 보다 증가될 것이다.

리스크 분석

인구 감소 시대의 도래

국내 인구 동향은 암울하다. 지난해 사상 처음으로 사망자수가 출생아수를 초과하며 사실상 인구 감소 국면이 시작되었다. 이는 인구 동향과 사업 성장의 궤를 같이 하는 필수소비재 업종의 성장에 부정적 영향으로 작용할 수밖에 없다. 국내의 Q 하락에 대한 구조적인 문제가 심화됨에 따라 동사의 성장에도 부정적인 의견을 지을 수는 없다.

그러나 동사의 해외 매출 비중이 약 70%에 달하고, 해외 시장에서의 성장이 지속적으로 뚜렷하게 나타남에 따라 국내의 인구 동향에 따른 Q 하방 압력은 충분히 극복해낼 것으로 전망된다. 특히 베트남 법인을 통한 대표적 인구 밀집 지역인 동남아시아 시장 진출과 지난 2월 착공된 인도 공장을 통한 약 17조원 규모의 인도 제과 시장 진출을 통해 Q의 지속적 상승이 동사의 성장을 견인할 것이다.

중국의 전력대란 사태

중국이 극심한 전력난으로 어려움을 겪고 있다. 탄소가스 배출량을 줄이기 위한 반 강제적인 산업용 전력 공급에 대한 제한과 발전용 석탄 가격 인상으로 인한 전력 생산 차질이 개혁개방 40년만의 전력대란 사태에 대한 원인이다. 이는 오리온 중국 법인의 제품 공급에 영향을 줄 것으로 예상된다. 해외 매출 중 중국 법인이 약 50%를 차지하고 있는 만큼 중국 법인의 Q 하락은 동사의 매출에 부정적으로 영향을 미칠 것으로 보인다.

그러나 중국 중앙정부가 에너지 공급량 확보를 위해 총력을 기울이고 있으며 각 지방정부들도 전기료 인상을 통해 수요 조절을 하고 있는 만큼 중국의 전력난은 오래가지 않을, 일시적인 문제로 보인다. 러시아에도 전력 수출을 늘려달라고 도움을 요청하여 러시아가 전력 공급량을 대폭 늘리는 방안을 검토하고 있으며 호주와의 갈등을 해결하는 방법을 강구한다면 빠르게 회복할 수 있을 것으로 보인다.

ESTIMATE

국가별 추정

한국

한국 법인의 경우, 신제품 출시로 P와 Q 모두 상승시키고 있고 한국 제과시장이 성숙기에 있다 판단하여 기존매출에서 연평균 4%의 성장을 이어갈 것으로 매출액을 추정하였다. 매출원가(C)는 현재 원재료 가격이 Historical high이지만, 현재의 가격 수준이 계속 유지될 것이라고 보수적으로 접근하여, 최근 4분기 매출원가의 평균액으로 추정하였다. 판관비의 경우 4개 국가 모두 매출액 대비 판관비 비율이 분기별로 유의미한 흐름이나 변화가 없다고 보아 모두 이동평균으로 추정하였다.

중국

중국 법인은 신제품 출시 효과로 연평균 4%의 매출 성장에 더하여, 9월 1일부터 전체 파이류의 35%를 차지하는 주요 파이 4종의 판가를 평균 6~10% 인상시키로 한 결정을 반영하여, 매출액의 2~3%가 추가적으로 증가할 것으로 추정하였다. 21년 2분기 중국 매출은 2분기가 비수기인 제과산업의 계절성 효과에 더해 중국 내에서 COVID-19 유행이 재확산되면서 매출이 급감한 일시적인 현상(이상치)로 보아 22년 2분기 매출액 추정 시, 21년 2분기 대신 20년 2분기를 이용해 매출액을 추정하였다. 매출원가(C) 추정 시 역시 한국법인 매출원가 추정과 동일하게 원재료 가격이 상승하고 있지만, 중국 법인에서는 판가인상으로 이를 헷지해준 점을 반영해 원재료 가격 상승 전인 2020년 1~3분기 매출원가 평균액으로 추정하였다. 20년 4분기의 경우 동사에서 물류비 일부를 매출원가로 반영하면서 회계처리를 변경하여 전기에 비해 급등한 것으로 보아 추정치 산정 시 제외하였다.

베트남

베트남 스낵시장 자체 연평균 성장률이 7.45%로 Q가 상승하고 있고, 역시 신제품 출시로 인한 시장 점유율 확대 효과로 인한 매출성장 4%를 함께 반영하여 매출액이 연평균 11.45% 성장할 것으로 예상하였다. 베트남 법인의 매출원가(C)는 한국 법인과 동일하게 판가 상승 없이 원재료 가격만 반영하여, 현재의 원재료 가격 수준이 계속 유지될 것으로 가정 후 최근 4분기 매출원가의 평균액으로 추정하였다.

러시아

러시아 법인의 경우에는 파이 카테고리 내에서 꾸준히 신제품을 출시하며 카테고리를 확대해나가고 있는 것을 반영해 역시 연평균 4%의 매출성장율을 가정한 것에 더해, 올해 10월 1일부터 파이/비스킷 전 품목에 대해 약 7% 가격 인상 결정에 대한 효과를 반영하였으므로 이 효과가 4분기 실제로 반영되어, 22년 2분기까지 연평균 총 7% 성장할 것으로 추정하였다. 또한 22년 3분기와 4분기 매출액의 경우, 22년 7월에 러시아 내 트베리(Tver) 신공장이 설치되어 Q단이 상승할 것을 고려하였다. 현재 러시아 법인의 올해 상반기 평균공장가동률 130%에서 신공장 설치 후 생산력이 상승하여 공급이 수요를 충족시킬 수 있을 것으로 보았다. 매출성장률 50%를 추가로 더해준 총 61%의 매출성장율을 가정하여 추정하였다. 매출원가(C)는 중국 법인과 동일하게, 상승한 원재료 가격의 수준이 계속 유지될 것이지만, 판가인상으로 인해 매출액 대비 매출원가의 비율이 감소할 것을 고려하여, 원재료 가격 인상 전인 20년 1분기~3분기의 평균으로 추정하였다.

VALUATION

EV/EBITDA

동사의 높은 영업이익과 낮은 순부채를 주가에 반영하기 위해서 EV/EBITDA 기법을 사용하여 동사의 주가를 추정하였다.

Target Multiple은 해태제과, 롯데제과, 펩시코, 몬텔레즈를 Peer Group으로 설정 후, 동일 가중치로 2020년 EV/EBITDA 평균값을 구하였다. (해외기업의 경우 20% 할인율을 적용하였다.) Peer Group 선정의 경우, 국내는 시가총액 순으로 상위 2개 제과기업을 선정하였고, 동사가 추구하는 사업의 방향성이 글로벌 식품기업이라는 점을 고려하여 글로벌 식품기업인 펩시코와 몬텔레즈를 Peer Group으로 선정하였다.

(단위 : 십억원)	2021F	2022F
매출액	2,376	2,625
한국	803.76	835.9104
중국	1132.97	1271.1172
베트남	333.78	382.1781
러시아	105	135.5
매출원가	1,362	1,471
매출총이익	1,013	1,153
매출총이익률	42.6%	43.9%
판관비	613	677
판관비율	25.8%	25.8%
감가상각비	131	144
매출액 대비%	5.5%	5.5%
EBITDA	531	620
영업이익	400	476
영업이익률	16.9%	18.1%

출처 : 오리온, RFS Team 5

동사의 EBITD를 구한뒤 Target Multiple 9.8배로 기업가치를 계산했다. 동사의 순차입금은 점점 감소하는 추세로 20년 음전하였다. 앞으로도 높은 현금창출 능력을 바탕으로 줄여나가고 있다. 보수적으로 20년도의 순차입금으로 계산하였다.

(십억원)	2021F	2022F
EBITA	531	620
멀티플	9.8	9.8
기업가치	5,203.83	6,078.85
순차입금	-1350	-1350
시가총액	6,553.83	7,428.85
보통주 주식수	39,536,132	39,536,132
적정가치	165,768.20	187,900.19
목표주가	165,000	190,000
현재주가	116,000	116,000
상승여력	42.24%	63.79%

출처 : 오리온, RFS Team 5

