

가벼운 수출 발걸음, 기업가치 제고로 한 발자국 더

동사의 24E EPS 11,100원에 Target PER 9.7x를 적용한 목표주가 116,200원을 목표 주가로 제시한다. K-푸드가 글로벌 시장에서 자리를 잡아 가면서 국내 음식료 산업에 대한 실적이 개선되고 기대감이 나날이 높아져 가고 있다. 현재 동사의 주가는 리가캠바이오 지분 인수 후 확실한 저평가 국면이다. 하지만 해당 인수 건이 동사의 본업 펀더멘탈을 가리고 있을 뿐, 내수뿐 아니라 수출에서까지 확실한 업사이드를 가진 동사가 적정가치를 회복한다면 업황의 수혜를 오롯이 만끽할 수 있을 것이다.

투자포인트. 원조 K-푸드 수출 기업

동사는 낮은 부채비율, 빠른 현금화, 높은 OPM 등 좋은 조건은 다 갖췄다. 매출만 발생하면 이익을 남기고 현금을 쌓는 것은 당연한 수순이 된 동사의 앞에, 매출 성장의 바통을 이어받을 주자들이 기다리고 있다. 단일 국가로 가장 많은 매출을 발생시키며 동사의 든든한 캐시카우가 되어주는 중국에 이어, 쌀스낵, 젤리 등 노련한 현지화 전략으로 공략해 나가고 있는 베트남이 기다리고 있다. 베트남의 뒤에도 꼬북칩이 히트상품으로 성공하면서 차곡차곡 성장해 나가는 미국과 베트남 시장 진출 시절과 유사한 속도로 성장 중인 인도 시장이 있다.

Plus α. 리가캠 인수, 실수는 아니에요

리가캠바이오는 동사에게 명백한 저평가의 원인이 됐다. 그러나 이러한 저평가는 이종 산업에 속한 기업을 인수했다는 사실뿐 아니라, 리가캠바이오라는 기업에 대한 무지에 기인하기도 한다. 제약 산업의 메가트렌드로 자리잡은 ADC 시장에서, 17억 달러 규모의 L/O라는 가시적인 성과를 기록하고 있는 리가캠바이오의 가치를 알아보자.

추정 손익계산서									
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,117,221	1,926,948	2,023,296	2,229,820	2,355,500	2,873,247	2,912,358	3,276,182	3,615,024
YoY(%)		72.5%	5.0%	10.2%	5.6%	22.0%	1.4%	12.5%	10.3%
매출원가	593,477	1,049,975	1,110,080	1,276,758	1,409,110	1,782,079	1,784,947	2,009,635	2,238,244
매출총이익	523,744	876,973	913,216	953,062	946,390	1,091,168	1,127,411	1,266,547	1,376,780
GPM(%)		45.5%	45.1%	42.7%	40.2%	38.0%	38.7%	38.7%	38.1%
판매비와관리비	416,317	594,798	585,627	576,940	573,480	624,513	635,020	684,446	726,626
영업이익	107,427	282,175	327,589	376,122	372,910	466,655	492,391	582,101	650,154
OPM(%)		9.6%	14.6%	16.2%	16.9%	15.8%	16.2%	17.8%	18.0%
기타손익	1,039	6,190	(17,351)	17,225	(1,879)	(3,699)	(7,134)	(6,648)	(7,523)
금융손익	3,138	(12,109)	(2,136)	3,439	7,555	23,166	34,191	15,622	15,750
지분법손익	270	(1,048)	7	565	462	607	569	571	584
법인세차감전순이익	105,058	275,209	308,109	397,351	379,047	486,728	520,018	591,647	658,965
법인세비용	28,378	132,182	87,641	122,789	115,385	88,420	135,036	153,636	171,117
당기순이익	76,680	143,026	220,468	274,562	263,662	398,308	384,982	438,010	487,848
NPM(%)		6.9%	7.4%	10.9%	12.3%	11.2%	13.2%	13.4%	13.5%

Rating

Buy

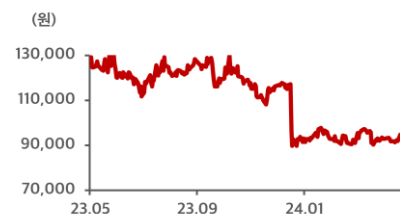
목표 주가: 116,200 원

현재 주가: 92,100 원

상승여력: 26%

12M 주가추이

시가총액 3 조 6,413 억 원



B/S data (23)

자산 총계 3 조 5,213 억 원

부채 총계 5,659 억 원

자본 총계 2 조 9,954 억 원

Earning data (24F)

EPS 11,100 원

PER 9.7x

EBITDA 7,079 억 원

주요 주주

오리온홀딩스 외 7인 43.8%

국민연금공단 8.04%

Westwood Global... 5.03%

자사주 0.02%

SMIC 1 팀

팀장 48기 임성현

팀원 48기 박병호

49기 강석주

49기 김희준

CONTENTS

0. Intro	03
1. 수출 날개를 단 경기방어주 - 산업 분석	04
2. 말하지 않아도 아는 오리온 - 기업 분석	06
3. 원조 K-푸드 수출 기업 - 투자포인트	09
4. 리가캠 인수, 실수는 아니에요 - Plus α	15
5. 매출추정	17
6. Valuation	20
7. Appendix	25

Intro

5월 16일, 삼양식품이 불닭볶음면으로 전년 동기 대비 영업이익이 235.6% 상승하는 폭발적인 수치의 어닝 서프라이즈를 달성하면서, **환상같은 K-푸드에 대한 기대감을 뒷받침해줄 구체적인 숫자를 시장에 제시해주었다**. 국내 음식료주들은 그 기대감에 부응하듯이 주가가 나날이 올라가면서 저성장 위기에 있었던 산업의 밸류에이션은 Re-rating의 과정을 거치고 있다.

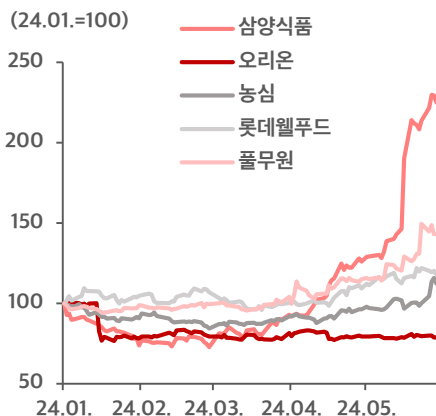
하지만 모두가 잔을 들어올리고 있을 때 동사 혼자서 건배할 수 없었는데, **이는 동사가 시장에서 철저히 외면당하고 있기 때문이다**. 동사는 저성장에 도달한 음식료 산업에서 변혁을 꾀하고 기대감을 높이기 위해 바이오 기업 인수라는 초강수를 두었고, 1월 15일 장마감 이후 글로벌 빅 파마들이 주목하고 있는 ADC 주요 기업인 리가캠바이오 지분율을 25% 인수하겠다고 발표했다.

시장의 반응은 처참했다. 동사의 주가는 이를 동안 27.7% 하락하였고, 16일에만 150만 주의 거래량이 발생했는데, 이는 **17년 인적분할 당일날 이후 최대 거래량**이다. 본업과의 연계성이 낮은 사업부, 적자 기업을 선택한 경영진의 안목에 대한 우려, 지주회사와 사업회사간 투자 주체의 차이로 수많은 투자자들이 동사 주식을 팔고 떠났으며, 동사는 큰 폭의 주가 하락 이후 음식료 기업들이 날아다니는 지금까지 **Peer들의 움직임과 동떨어지는 모습을 보여주고 있다**.

그렇지만 동사의 본업, 여전히 독보적이고 매력적이다. 업계 내에서도 높은 수준의 OPM을 꾸준히 유지하며 실적은 안정적으로 성장 중이다. 12년 이후로 해외 매출 비중이 60%로 보장된 **동사야 말로 음식료 산업에서 해외 기대감을 받던 원조 기업**이다.

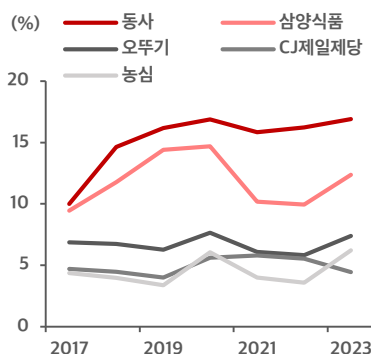
현재 Peer 대비 확실한 주가 저평가 국면에 접어든 동사의 건강한 본업 Fundamental을 살펴보고, 동사의 Re-rating에 대한 가능성을 점쳐보자.

Peer 대비 확실한 저평가 국면

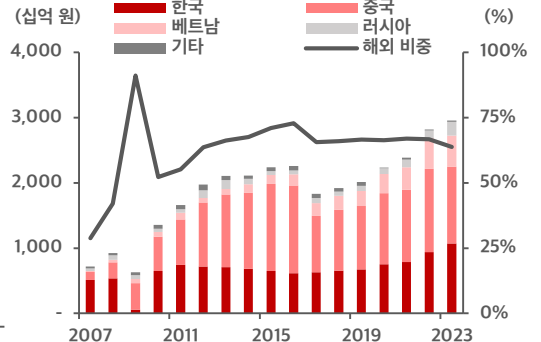


건강한 본업 Fundamental

높은 수익성



꾸준한 매출 성장세



수출 날개를 단 경기방어주 - 산업 분석

1.1. 경기방어주, 시장의 관심을 받다

성장도 퇴보도
미적지근한
경기방어주

여태까지 음식료주는 경기변동에 둔감하여 상승폭도, 하락폭도 크지 않은 경기방어주였다. 기업들의 수익성이 개선되고 투심이 뜨거워지면서 KOSPI200 지수가 역사적 고점에 달했던 21년 6월에도, 이후 1년 간 KOSPI200 지수가 하락세일 때도 KOSPI음식료품 지수는 큰 변동이 없었다.

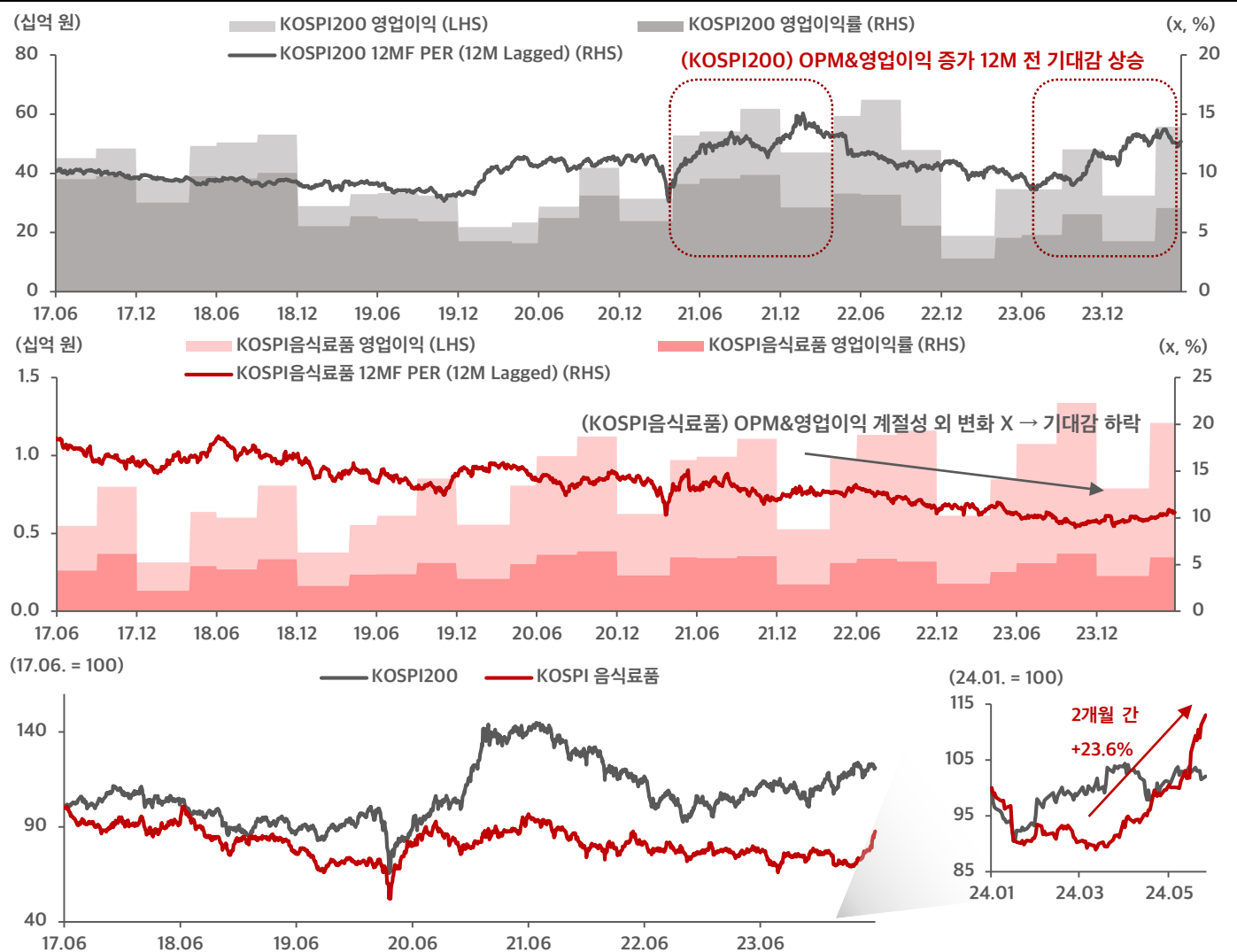
수익성 ∝ 기대감,
But 음식료주
수익성 변동 ↓

KOSPI200 지수는 수익성이 개선되기 1년 전 12MF PER이 상승한다. 21년 6월부터 22년 1월까지가 그 예다. 반면 KOSPI음식료품 지수는 계절성을 제외하면 사실상 20년 이후 유사한 수준의 영업이익을 남기고 있다. 수익성에 변동은 있으나 예상 가능한 탓에 기대감은 장기적 하락세다.

23년 하반기부터
KOSPI 넘어서는
음식료주

그런 음식료주가, 최근 반등세를 보이고 있다. 23년 8월부터 KOSPI200 지수를 아웃퍼폼하기 시작하여, 24년 3월 말부터 2개월 만에 23.6% 상승하는 기염을 토했다. 별볼 일 없던 경기방어주로 보이던 음식료주가 시장을 아웃퍼폼하는 데에는 K-푸드에게 수출길이 열린 게 한몫했다.

도표 1-1. 기대감(PER) 하락하던 음식료주, 시장의 관심을 받기 시작



출처: KRX, Quantiwise, SMIC 1팀

1.2. K-푸드의 살길은 수출에 있다

음식료주
Upside는 해외에

K-푸드의 놀라운 성장세는 바로 수출에 원인이 있다. 기존에도 **음식료주의 업사이드는, 장기적인 인구 감소세가 전망되는 국내보단 아직 온전히 침투하지 않은 해외 시장에 있었다.** 국내 음식료주의 수출 실적은 매년 개선되고 있었으나, 20 년대에 들어 변곡점을 맞았다.

20년대 K-푸드,
서구권까지 진출

K-푸드의 수출 증가세는 한참 전부터 진행 중이었으나 최근의 트렌드는 진정한 글로벌 브랜드로서의 K-푸드의 힘을 보여준다. 일본향 농수산 식품 위주였던 90~00 년대와 아시아향 가공식품 위주였던 10 년대를 지나 20 년대에 안착했다. 최근엔 **미국 등 서구권 국가로까지 지역을 확장했고 라면, 만두 등 한국적인 품목까지 수출되고 있다.**

요즘 핫한 K-푸드

(1) 불닭볶음면

최근 가장 주목받는 K-푸드 수출 품목은 단연 라면, 그 중에서도 삼양식품의 불닭볶음면이다. 불닭볶음면이 견인한 미국 매출 증가는 삼양식품 주가를 1 년 만에 494% 끌어올렸다. 이는 현지화 없는 K-푸드 진출뿐 아니라, 일회적이지 않은 히트상품의 탄생까지 증명했다. 불닭볶음면이 성공은 틱톡, 유튜브 등의 SNS 에서 불닭볶음면 챌린지가 유행하고, 인플루언서뿐 아니라 카디비 등 연예인의 후기까지 등장하며 대중화된 덕이다.

요즘 핫한 K-푸드

(2) 조미김

또다른 K-푸드 수출 품목, 조미김의 인기도 상승 중이다. 기존에도 한국이 세계 김 시장의 70%를 점유하고 있는 만큼 강력한 수출 식품이었다. 23 년 8 월, 미국 전역에 560 개 매장을 가진 식품 체인인 트레이더조스가 출시한 **냉동김밥이 출시 직후 전국에서 품절되는 등 히트를 치면서 조미김 수출은 다시금 탄력을 받았다.**

수출 확대

= 수익성 개선

(1) 규모의 경제

수출 확대가 중요한 건 수익성 개선 효과 때문이다. 음식료주 시가총액 1~4 위인 CJ 제일제당, 오리온, 삼양식품, 농심 4 개사만 보아도 **해외 매출 비중과 수익성은 확실한 연관성을 보인다.** 이는 (1) Q 증가에 따른 원재료비 협상력 강화 등의 규모의 경제 효과에 따른다.

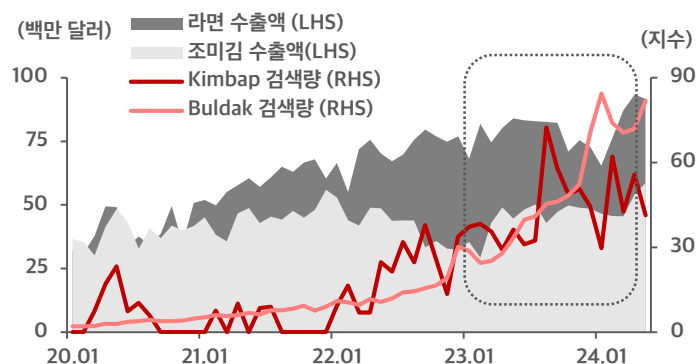
수출 확대

= 수익성 개선

(2) 현지화 제품 P ↑

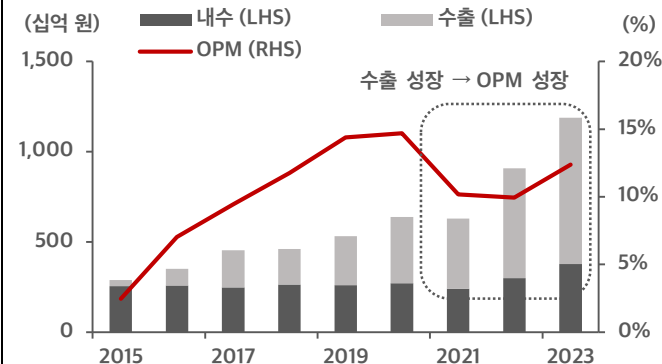
동시에 (2) **일부 지역에서 차별화된 P 책정의 결과물이기도 하다.** 미국 월마트에서 판매되는 까르보불닭의 가격은 개당 3 달러(약 4,088 원)로, 국내 최저가인 개당 1,035 원의 4 배 에 육박한다. 단순히 품귀 현상에 따른 가격 인상뿐 아니라 현지화 전략이 적용되어 의도적으로 차별화된 P 를 책정하는 경우도 있다. 동사의 초코파이가 한국에서 대중적 이미지를 형성한 것과 상반되게, 러시아에서는 품질과 마케팅을 통해 프리미엄 전략을 고수하고 있다.

도표 1-2. 라면, 조미김 수출 실적 및 관련 키워드 검색량



출처: 구글트렌드, 통계청, SMIC 1팀

도표 1-3. 삼양식품 매출비중 및 OPM 추이

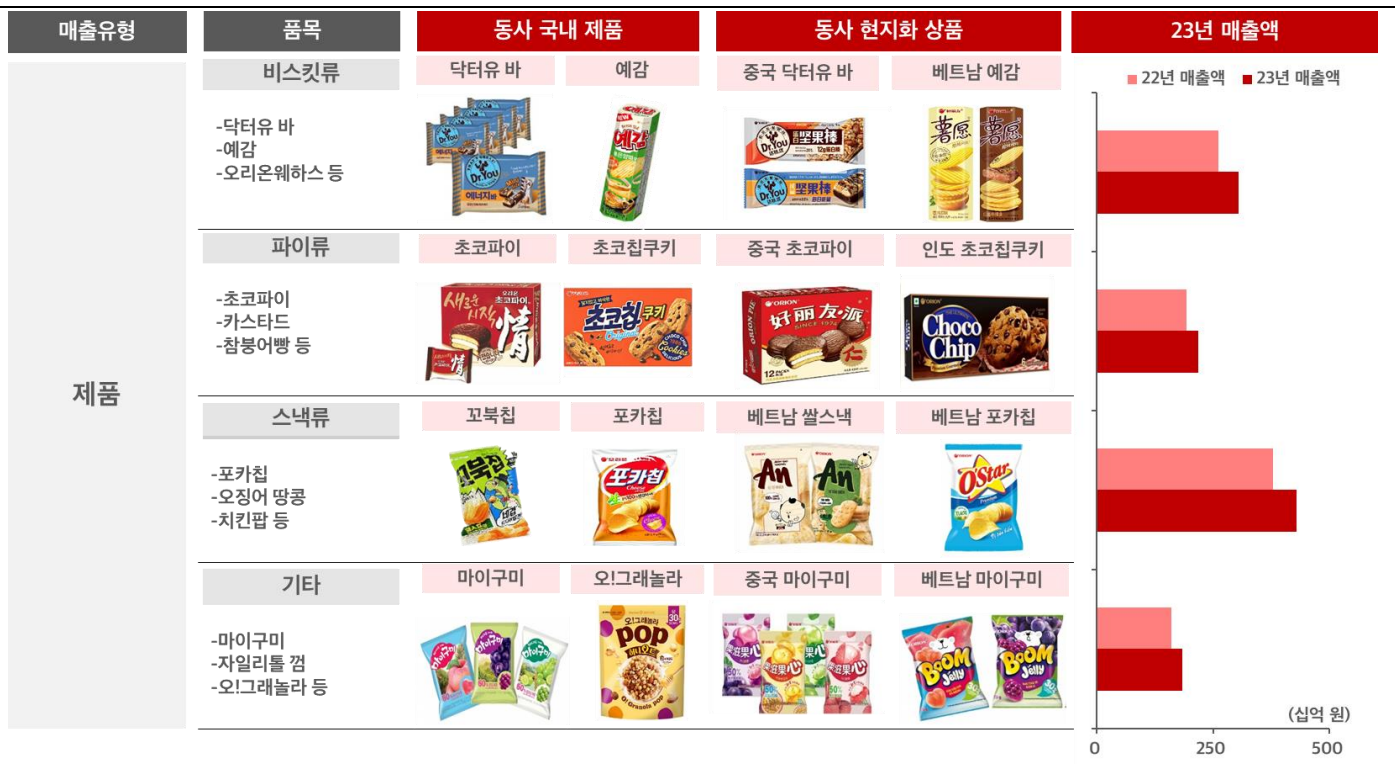


출처: DART, SMIC 1팀

말하지 않아도 아는 오리온 - 기업 분석

2.1. 거를 타선이 없는 동사의 제품 포트폴리오

도표 2-1 동사의 제품 포트폴리오 및 카테고리별 판매량



말하지 않아도
알아요,
오리온 초코파이

말하지 않아도 아는 동사의 초코파이가 동사를 대표하는 제품임은 틀림없다. 그러나 동사는 모든 카테고리에서 누구나 한 번쯤 들어봤을 법한 히트상품을 보유하고 있다. 스낵의 포카칩, 스윙칩, 오징어땅콩과, 비스킷의 고래밥, 예감, 초코송이와, 캔디/껌의 마이구미, 왕꿈틀이, 와우껌을 전부 보유한 기업, 바로 동사다. 여기에 닥터유라는 확장성 있는 브랜드까지 보유했다.

초코파이 따라잡는
닥터유

닥터유는 08년 '당신을 위한 의사'라는 슬로건 하에 건강한 간식에 대한 수요를 바탕으로 탄생했다. 현재는 에너지바, 단백질드링크, 단백질파우더 등의 제품군을 갖고 있다. 23년 7월부터는 '닥터유몰'을 운영하며 충성고객을 늘리고 있다. 닥터유 매출은 18년 266억에서 22년 836억 원으로 빠르게 성장 중이다. 3Q22 누적 매출 621억 원으로 74년 출시 이후 줄곧 동사 내 매출 1위였던 초코파이(620억 원)를 넘어서며, 닥터유는 동사의 핵심 브랜드로 자리잡았다.

아직도
내수 +13%가
가능하다

거를 타선이 없는 다양한 카테고리에서의 히트상품 출시는, 아직까지도 내수 시장에서만 연 13%의 성장을 가능케 한다. 진작부터 국내 스낵과자 시장은 새우깡을 보유한 농심과 포카칩 등을 보유한 동사가 약 24%씩을 점유하고 있다. 높은 점유율로 시장 성장을 흡수하며 2년 연속 스낵 내수 매출 6% 성장을 이뤄냈다. 여기에 초코파이를 필두로 파이 시장의 47.32%의 압도적 점유율을 가졌음에도 시장이 4.55% 성장할 동안 동사의 파이 판매량은 12.61% 성장했다.

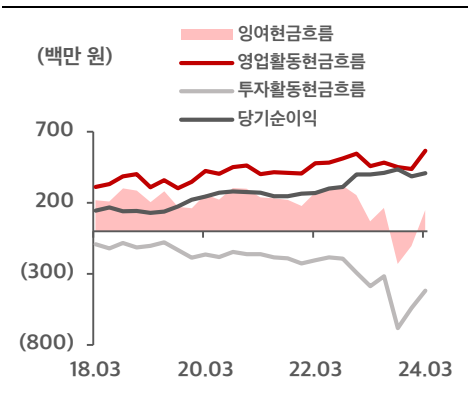
매출, 영업이익
꾸준히 성장 중

이렇듯 동사는 기존 히트상품의 새로운 맛 출시 혹은 신제품 출시 등으로 M/S를 굳건히 유지하며, 주요 원재료비 가격이 크게 올랐던 21년 영업이익이 -1%로 소폭 역성장한 것을 제외하면, 17년 이후 매출액과 영업이익이 역성장한 적이 없는 마성의 기업이다.

2.2. 재무분석: 좋은 건 다 가진 동사

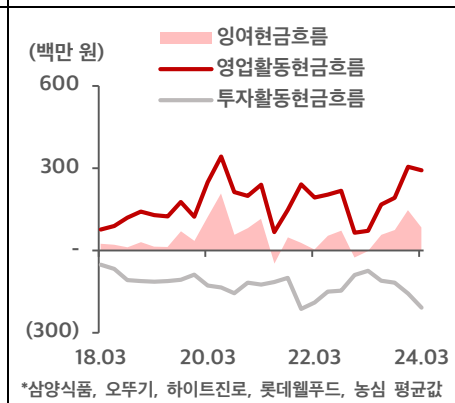
튼튼한 선순환 재무구조	동사는 너무나도 건전한 재무상태를 갖고 있다. 높은 매출채권회전율을 가졌기에 발생시킨 매출액을 빠르게 현금으로 전환할 수 있다. 현금여력이 충분하니 동사의 기말이자부채는 오히려 감소세다. 차입금이 늘어나지 않으니 이자비용도 아낄 수 있는, 선순환 구조를 형성했다.
파는 족족 현금이 잡히는 동사	동사는 높은 매출채권회전율을 바탕으로 매출을 빠르게 현금으로 전환하고 있다. 동사의 최근 4개년 매출채권회전일수를 보면 매출 발생 후 약 25일 만에 현금으로 전환된다. 23년 기준으로 음식료주 시가총액 상위 종목들인 CJ제일제당의 매출채권회전일수가 37일, 삼양식품 25일, 오뚜기 29일, 농심 31일인 것과 비교했을 때 Peer에 비해서도 현금화 속도가 빠르다.
매출 안정성 + 높은 NPM = 안정적 高 OCF	상기하였듯 동사의 매출은 안정적으로 성장하는데, 여기에 높은 마진까지 확보했다. 23년 동사의 NPM은 13.2%로, CJ제일제당 1.9%, 삼양식품 10.6%, 농심 5.0%, 오뚜기 4.7%에 비해 높은 수익성이다. 동사의 영업활동현금흐름이 안정적으로 충분한 영업현금흐름이 들어오는 구조다.
CapEx 집행해도 마르지 않는 FCF	영업활동현금흐름이 충분한 덕에 동사의 잉여현금흐름은 23년을 제외하고는 17년 이후 한 번도 음수였던 적이 없다. 23년의 경우에도 1Q24의 리가캠바이오 인수대금 마련을 위한 일시적인 단기금융예치금의 증가였을 뿐, 23년 연중에 동사의 자금여력이 크게 줄어든 것은 아니다.
Peer 대비 안정적 현금창출능력	Peer와 비교해보면 동사의 강점은 더욱 확연하다. 동사와 달리 Peer들은 영업현금흐름의 변동폭이 크고 투자가 필요할 때마다 잉여현금흐름이 음수가 되는 구조다. 동사보다 사업규모가 큰 CJ제일제당에 비해 평균적인 절대금액은 작지만, 변동성 측면에서 동사가 훨씬 안정적이다.
OCF로 충분, 낮은 부채비율	이렇듯 동사는 영업활동을 통해 번 돈으로 투자금을 충당할 수 있는 상황이다. 때문에 추가 차입이 드물다. 최근 4개년 현금흐름표상 단기차입금의 증가액은 800억 원을 넘어가지 않는다. 또한 23년 동사의 부채비율은 19%로, CJ제일제당 151%, 삼양식품 103%, 농심 33%, 오뚜기 69%에 비해 현저히 낮은 수준이다. 이는 이자로 유출되는 현금이 적은 선순환으로 이어진다.
자체제작 제품 多 But 원재료비는 절약	또한 동사는 완제품을 매입해 판매하는 상품 대비 직접 생산해 판매하는 제품의 비중이 제과업계 Peer인 롯데웰푸드보다 높다. 때문에 매출 대비 지급수수료율의 비중이 5.3%로 낮은 편이다. 그렇다면 제품을 만들기 위한 원재료비는 많이 들어야 정상이지만, 동사는 후술할 이유로 원재료비 협상력이 좋아 매출 대비 원재료비의 비중도 Peer 대비 낮다.

도표 2-2. 안정적인 증익, 여유로운 FCF



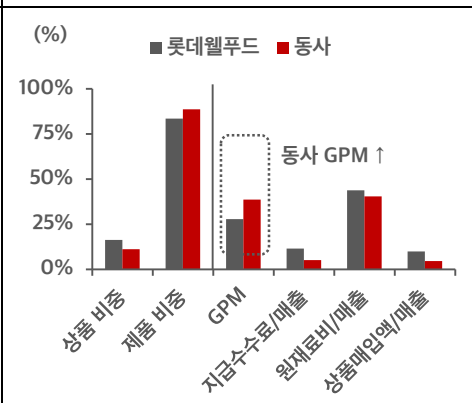
출처: DART, SMIC 1팀

도표 2-3. Peer 현금흐름 비교



출처: DART, SMIC 1팀

도표 2-4. 상품보단 제품, But 높은 GPM



출처: DART, SMIC 1팀

2.3. 높은 OPM의 비결, 압도적인 영업력

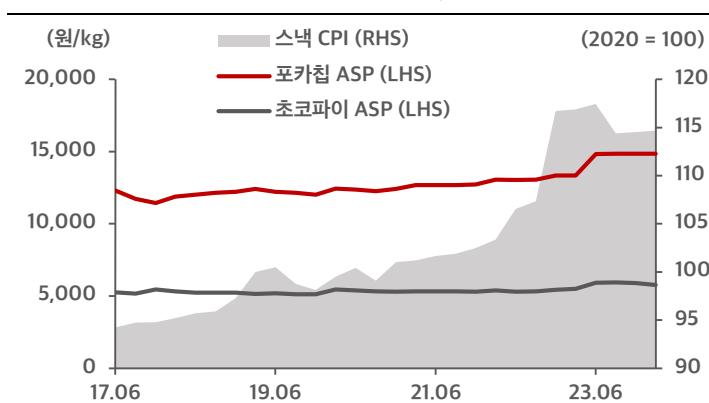
ASP 인상 적은데도
원재료 P 협상력 ↑
→ OPM ↑

동사의 원재료비 협상력은 압도적인 구매량에서 기인한다. 동사는 국내뿐 아니라 중국, 러시아, 인도에 생산공장을 갖추고 있는데, 모든 공장에 필요한 원재료를 글로벌 전략구매팀에서 한번에 구매한다. 덕분에 가격 협상력이 생기면서 원재료 매입 단가를 낮출 수 있었다. 동사의 가격 인상은 물가 인상에 비하면 거의 없다고 볼 수 있는데도 높은 OPM을 유지하는 비결이다.

원재료비 ↓
하늘이 돕는 OPM

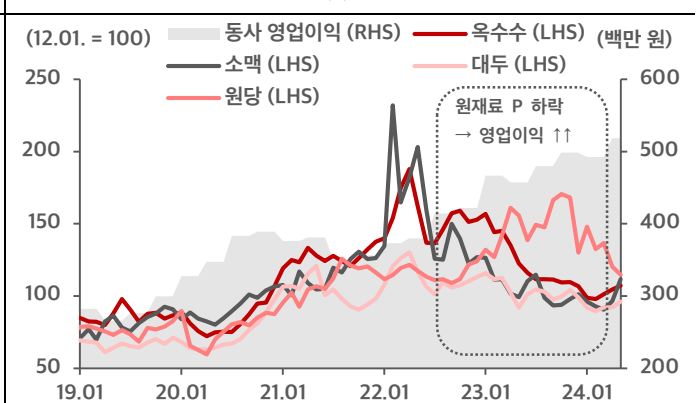
물론 최근 OPM 하락은 원재료비 하락에 기인하기도 한다. 러시아-우크라이나 전쟁으로 급등한 옥수수, 소맥 등 주요 곡물 가격이 하락한 덕이다. 옥수수, 소맥의 재고율이 하락하지 않은 것을 고려하면 가격이 다시 오를 가능성은 매우 낮다. 23년 7월부터 이어진 엘니뇨 영향으로 코코아 가격은 올랐으나, 엘니뇨 측정 지수 ONI가 안정되면서 코코아 가격도 빠르게 조정되고 있다.

도표 2-5. 스낵 CPI에 비해 상승하지 않는 동사 제품 ASP



출처: DART, KOSIS, SMIC 1팀

도표 2-6. 주요 원재료 가격 및 동사 영업이익 추이



출처: DART, Bloomberg, SMIC 1팀

2.4. 주가 분석

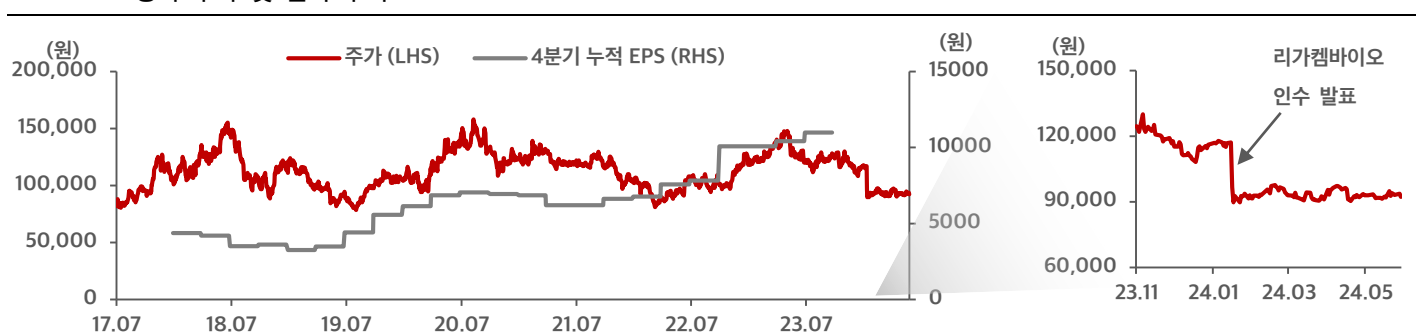
주가 Driver
외부 이슈 + 실적

동사는 안정적인 이익 성장을 도모해온 바, 동사의 주가는 이익 성장성보다는 외부 요인들에 영향을 받는 경향이 있다. 예컨대 18년 하반기 동사의 EPS는 소폭 하락했음에도 불구하고 주가는 크게 반응했다. 이 시기는 사드 배치 이슈로 [도표 1-1.]에서도 확인할 수 있듯 음식료주 전반이 KOSPI보다 큰 하락폭을 보였던 시기였다.

리가캠바이오
인수 후
주가 급락

외부 이슈로 동사의 주가가 하락한 대표적 예시가 지난 1월이다. 1월 15일 저녁 동사의 리가캠바이오 인수 소식이 보도됐다. 1월 16-17일 이틀 동안 27.7% 폭락한 뒤, 최근 음식료주가 다시 관심을 받고 있음에도 불구하고 동사는 이전의 주가 레벨로 돌아가지 못했다.

도표 2-7. 동사 주가 및 실적 추이



출처: KRX, DART, SMIC 1팀

원조 K-푸드 수출 기업 - 투자포인트

동사는 꾸준한 증익이 가능한 영업능력과 안정적인 재무구조, 모든 걸 갖췄다. 리가캠바이오를 인수한 후 동사의 주가는 회복하지 못하고 있지만, 동사의 이익체력은 여전하다. 원조 K-푸드 수출 기업으로서 너무나도 단단한 펀더멘탈을 가진 동사의 이익체력을 살펴보자.

동사가 30년간 공략해온 중국 시장은 동사의 안정적인 캐시카우 역할을 한다. 여기에 현지 1위 제과 업체이면서도 아직도 활발히 확장 중인 베트남 시장이 성장 동력이 된다. 베트남에서의 성장도 안정적인 궤도에 오르면 바통을 이어받을 인도와 미국까지 기다리고 있다. 17년 상장 이후 한 번도 영업이익이 정체하지 않고 성장했다는 사실은, 앞으로도 지속될 것이 분명하다.

3.1. 진작에 세계 진출한 동사

해외 수출 비중 高
→ Value Premium

최근 음식료주는 K-푸드의 세계화 기대감에 따라 주가가 상승하고 있다. 그러나 동사는 예전부터 여타 음식료 기업 대비 높은 수출 비중을 갖고 있었다. 식품 기업의 업사이드가 수출 시장에서 나오는 만큼, 동사는 23년 실적과 23년말 주가 기준 Peer 대비 높은 PSR을 받는다.

중국, 베트남, 인도...
진출할 때마다 성공

동사는 현재 중국, 베트남, 인도, 러시아, 인도네시아, 미국 등 세계 각지에 진출해 있다. 그 중에서도 95년에 가장 먼저 진출한 중국에서는 30년의 업력을 보유하여, 현지 업체나 다름없는 위상을 갖고 있다. 동사는 06년에 베트남, 17년에 미국, 18년에 인도에 진출하기 시작했으며 진출하는 국가마다 빠른 매출 성장을 이뤄내고 있다.

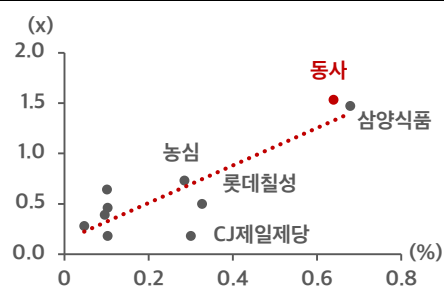
동사의 OPM
또다른 비결, 수출

해외 진출은 앞서 1.2.에서 확인하였듯 수익성 개선 측면에서 유리하다. 실제로 동사의 23년 OPM은 16.9%로, CJ제일제당 4.5%, 농심 6.3%, 오뚜기 7.4% 등 Peer보다 우수한 수익성을 갖고 있다. 23년 69%의 수출비중을 가진 삼양식품의 OPM이 12.4%였던 것에 비해서도 23년 수출비중 64%인 동사의 수익성이 오히려 더 높은 수준이다.

23년 국가별 OPM
중국>베트남>한국

국가별 OPM을 비교해 보면, 23년 기준 중국 OPM이 18.7%로 동사 OPM에 가장 크게 기여하고 있으며, 18.4%의 베트남이 그 뒤를 잇는다. 한국과 러시아의 OPM은 15% 정도로 유사하다. 전체 매출의 56%를 차지하는 중국과 베트남이 가장 높은 OPM을 확보하고 있는 구조다.

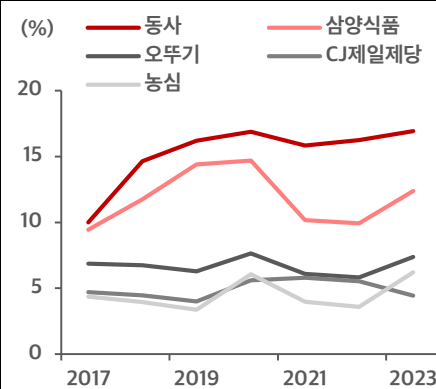
도표 3-1. Peer 및 동사 수출비중과 PSR



*23년 매출 및 23년말 주가 기준
**좌측 하단 5개사는 위에서부터 하이트진로, 오뚜기, 빙그레, 롯데웰푸드, 대상

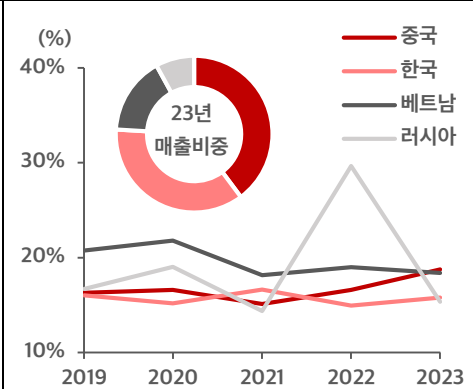
출처: 각 사, Quantiwise, SMIC 1팀

도표 3-2. 동사, 삼양식품 OPM 추이



출처: DART, SMIC 1팀

도표 3-3. 동사 국가별 OPM 추이



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

생산도 해외에서, 국내 CAPA의 2배 ↑

상술하였듯 동사는 해외 생산공장도 갖고 있다. 동사의 주요 타겟 시장인 중국에서만 27.6 만 톤의 생산 CAPA 를 갖추었다. 이는 국내의 15.6 만 톤을 크게 상회하는 수치다. 베트남의 3.8 만 톤, 러시아의 3.6 만 톤을 합하면 해외 생산 CAPA 만 국내의 2.24 배다.

비결은 현지화 달인 동사

동사의 해외 진출이 매년 성공하는 이유는 바로 노련한 현지화 전략이다. [도표 2-1.]에서 확인할 수 있듯이, 동사는 각국 국민들의 입맛에 맞춘 현지화 제품 출시에 능하다. 특히 한국인에게도 빨간색 패키지로 익숙한 초코파이는 중국 시장 정착을 위해 수출용만 중국인이 선호하는 빨간색, 내수용은 파란색 패키지를 유지하다 06년 3월에 내수용도 빨간색 패키지로 맞춘 케이스다.

잠깐, 한국 성장성도 무시 못 한다

동사의 해외 매출 비중은 12년 60%를 돌파한 후 23년까지도 64~73%를 유지하고 있다. 이는 동사의 해외 매출이 간혀있는 것이 아닌, 내수 매출이 해외 매출과 유사하게 성장하고 있음을 의미한다. 실제로 절대금액으로 보면 동사의 해외 매출은 7년째 CAGR 8%로 성장하고 있다. 해외 매출 비중이 늘지 않는 것은 같은 기간 내수 매출 역시 CAGR 9.2%로 성장했을 뿐이다.

3.2. 든든한 캐시카우, 중국 시장

중국, 30년째 든든한 캐시카우

동사에게 중국 시장은 말 그대로 캐시카우, 현금을 낚는 시장이다. 중국은 동사의 고국인 한국보다도 더 많은 매출을 발생시키고 있다. 레고캠바이오 인수 당시 중국법인들의 지주사인 팬오리온을 통해 인수한 것도, 중국에 진출해 있는 동사의 법인들이 벌어들이는 막대한 현금을 중국 지주사인 팬오리온이 흡수하는 구조이기 때문이다.

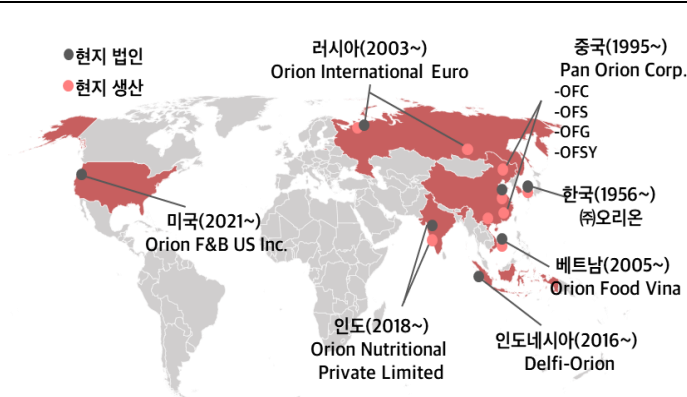
중국 내 스낵 4위 파이 9년 연속 1위

중국에서 동사는 이미 궤도에 오른 지 한참이다. 중국의 브랜드평판지수인 C-BPI 에 따르면 동사는 비스킷 카테고리에서 8 위, 스낵 카테고리에서 4 위를 차지했다. 초코파이의 저력으로 파이 부문에서는 9년째 굳건한 1위를 차지하고 있다. 중국에서도 우수한 M/S 를 확보하여 안정적으로 지속하고 있다는 증거다.

중국 주력 제품군 : 초코파이, 오감자, 스윙칩

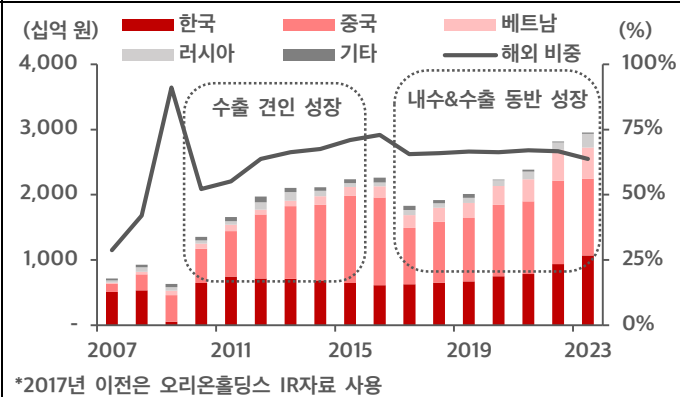
중국에서 단일 제품으로서 가장 많은 매출을 발생시키는 건 단연 초코파이이다. 93년 중국에서 초코파이를 출시하며 중국 제과 시장에 파이라는 제품군을 최초로 만든 후, 중국인에게 초코파이는 국민 간식이 됐다. 초코파이는 중국 시장에서만 22년 2,390억 원의 매출을 올렸다. 이외에는 오감자, 스윙칩, 예감 등의 스낵류가 매출의 44%를 책임지고 있다.

도표 3-4. 동사 해외 진출 현황



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

도표 3-5. 동사 국가별 매출 비중



출처: DART, SMIC 1팀

(2) 위안화 약세? : 굳건한 수익성
 무엇보다 동사의 중국 실적은 외부 요인에 크게 굴하지 않는다. [도표 3-7.]을 통해 4Q22 와 2Q23 에는 원화 대비 위안화 가치가 급락하는 동시에 중국 소매판매액이 역성장했음을 알 수 있다. 그러나 [도표 3-8.]을 보면 해당 시기에도 동사의 중국 매출은 크게 흔들리지 않았으며, OPM 은 20% 전후로 높은 수준이었다. 동사가 본질적으로 경기방어주임을 다시 한 번 보여준다.

아직 성장 남았다, 23년 CAPA 증설
 캐시카우로 기능하는 중국 시장이지만 성장성이라는 매력도 갖고 있는데, 이는 동사의 CAPA 증설에서 드러난다. 동사는 23년 200억 원을 투자하여 10년 만에 중국에 7번째 공장을 짓기 시작했다. 24년 내 완공 예정이며, 오감자의 원재료인 감자 플레이크 공장으로 판단된다. 완공 시 일부 원재료의 수직계열화가 가능해져 원가 절감 효과 또한 예상된다.

유통 채널 변화, 조금만 기다리면 전환 완료
 현재 동사는 중국 경소상으로서의 유통 채널 변화에 한창인데, 전환이 마무리되면 Q 성장은 물론이고 규모의 경제 영향으로 수익성도 개선될 전망이다. 경소상은 제조사로부터 직접 구입한 상품을 판매하는 채널로, 땅이 넓고 유통망이 복잡하여 경소상을 통한 간접 판매가 효율적이다. 그간 동사는 직접, 간접 판매를 병행하다 24년부터 간접 판매 전환에 돌입했다. 대형 유통업체 중 가장 큰 비중을 차지하던 대운발과 거래할 경소상과 접촉이 완료되는 등 전환은 순항 중이다.

3.3. 가동률 100% 상회, 넘치는 수요의 베트남

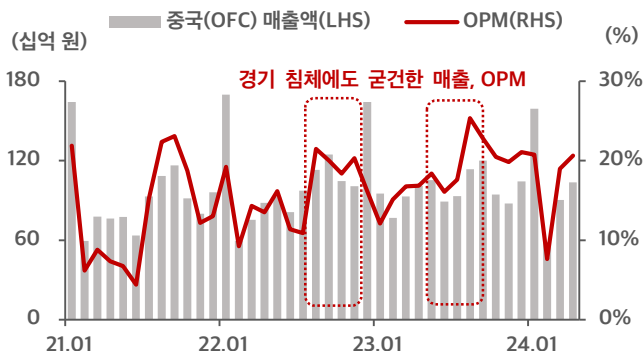
35세 미만 50% ↑ 베트남 공략은 한창 때
 베트남은 35세 미만 젊은층이 국민의 50%가 넘어 제과 기업이 침투하기 딱 좋은 시장이다. 중국에서의 동사가 안정 궤도에 올라 지속적인 매출을 보장하는 캐시카우라면, 동사에게 3번째로 중요한 시장인 베트남에는 아직 성장 여력이 있다.

이미 20년에 베트남 제과 M/S 1위, But 아직 성장 중
 동사의 베트남 매출은 최근 10년간 CAGR 15.3%, 영업이익은 CAGR 24.6%로 성장하여 현지 1위 제과기업의 자리에 올랐다. 22년 동사의 베트남 매출은 4,729억 원으로, 현지 2위 업체인 비비카(약 931억 원)와 하이하(약 890억 원)의 5배가 넘는다. 진출 불과 15년차에 이룬 성과다.

베트남 가동률, 동사 공장 중 최고
 베트남에서 동사의 인기는 동사 공장의 가동률로 드러난다. 동사의 베트남 법인은 하노이의 옌퐁 공장과 호치민의 미퓌 공장을 갖고 있다. 18년 이후 베트남 법인 공장의 가동률은 평균 78%로, 동사의 모든 생산공장 중 가동률 1위를 놓친 적이 없다. 또한 24년 4월 최고경영자 간담회에서는 하노이, 호치민 공장의 가동률이 100%를 넘는다고 언급하기까지 했다.

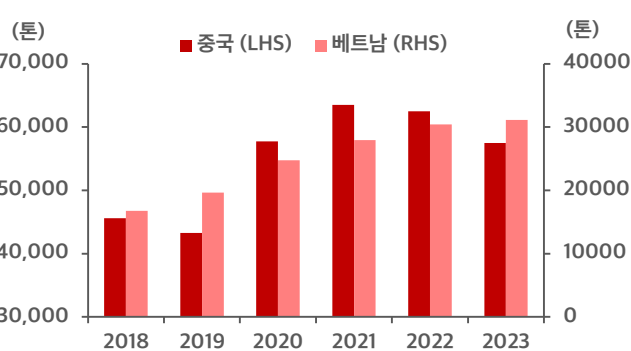
23년, 이미 730억 투자
 이러한 높은 가동률에 더해, 동사의 자신있는 CAPA 증설이 베트남에서 동사의 성장 여력이 충분함을 증명한다. 23년엔 베트남 공장에 730억 원을 투자하여 CAPA 를 16% 증설했다. 생산 라인 투자를 늘려가며 2위, 3위 업체와의 초격차를 유지하겠다는 의지다.

도표 3-8. 대중국 리스크에 굴하지 않는 동사 중국 수익성



출처: DART, SMIC 1팀

도표 3-9. 동사의 중국 및 베트남 생산실적(Q) 추이



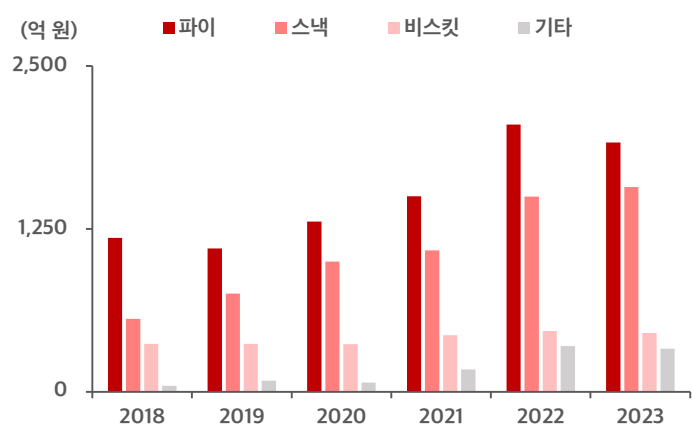
출처: DART, SMIC 1팀

하노이 2공장에서 4공장까지 증설 예정	아직 증설 이벤트는 끝나지 않았다. 상기 최고경영자 간담회를 통해 동사는 하노이 3 공장의 여유 부지를 활용해 생산라인을 증설할 예정임을 밝혔다. 이를 위한 부지 매입 및 설계가 완료되었으며, 하노이 4 공장 부지 또한 확보된 상태다.
베트남 주력 제품군 : 포카칩, 초코파이, 쌀스낵	동사가 이렇게 자신있는 CAPA 증설을 이어가는 이유는 베트남에서 흥하고 있는 동사의 주력 제품군 덕분이다. 동사의 포카칩, 스윙칩, 초코파이는 이미 현지 점유율 1 위를 차지하고 있다. 또한 베트남 현지화를 위해 베트남에서만 출시한 쌀스낵 ‘안(An)’이 주력 제품이다.
베트남 현지화 : 쌀스낵	19 년 4 월 출시된 쌀스낵 ‘안(An)’은 특히 흥행 중이다. 21 년 9 월에 이미 월매출 41 억 원을 달성하였는데, 21~23 년 베트남 월매출 추이를 고려하여 이를 원환산하면 연 499 억 원, 당해 베트남 매출의 15%를 차지했다. 동사의 일반적인 현지화 상품은 중국 스윙칩 판매량의 40%를 차지하는 스윙칩 한국김치맛처럼 한국의 상품을 다른 이름이나 맛으로 판매한 상품들이다. 반면 ‘안(An)’은 베트남 쌀스낵 시장 진출을 위해 2년간 개발한 신제품으로서 현지 성공을 거뒀다.
SKU 확장, 유제품도 진입	현재 베트남에서 판매 중인 제품 수(SKU)는 불과 34 개다. 그러나 동사는 향후 베트남에서의 SKU 확장 의지를 보였다. 또한 23년 8 월에는 태국 1위 유음료 전문기업인 ‘더치밀’과 협력하여 ‘Proyo!’와 ‘Choco IQ’라는 2 가지 유음료 제품을 출시하여 타겟 시장을 확대했다.
내수소비 둔화 But M/S 및 SKU 성장 = 변함없는 증가세	이를 바탕으로 동사는 내수 소비가 둔화하는 베트남 시장에서조차 살아남고 있다. 베트남의 소매판매액 YoY 성장률은 23 년 12 월 이후 줄곧 9%대를 유지했지만, 베트남 산업무역정보센터 부사장은 이는 주로 관광과 서비스에 기인한 성장이며, 실제 내수 시장 성장성은 긍정적이지 않다고 언급했다. 그럼에도 동사가 꾸준한 매출을 발생시키는 비결은 M/S 및 신제품 확대다.

3.4. 끝나지 않는 수출 마라톤, 인도&미국

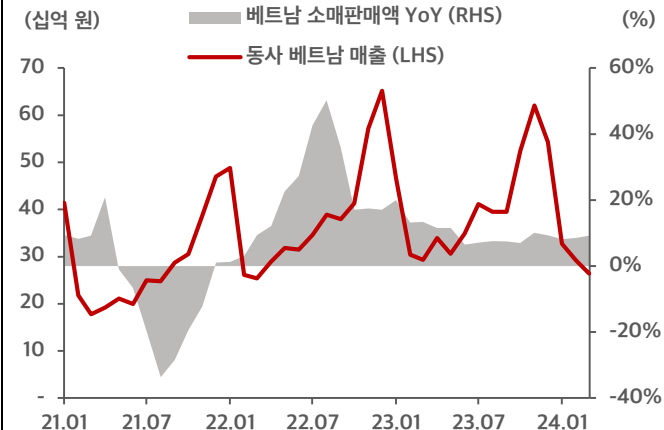
이어달리기 다음 타자, 베트남에서의 동사도 중국에서처럼 안정적인 캐시카우 역할로 굳히기 단계에 들어가고 나면, 인도와 미국 대기 중 그새를 기다리고 있는 국가가 있으니 바로 인도와 미국이다. 두 국가는 아직까지는 전사 매출액의 1~2%에 못 미치는 규모의 작은 수출국이지만, 향후 성장성만큼은 확실하다.

도표 3-10. 제품별 베트남 매출 추이



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

도표 3-11. 베트남 소매시장과 동사 베트남 M/S



출처: 베트남 통계청(GSO), 동사 IR, SMIC 1팀

인도 매출 203억, 성공적 안착 중
 동사는 지난 19년, 현지 제조업체와 손잡고 인도 시장에 진출했다. 동사의 히트상품인 초코파이를 성공적으로 안착시켰고, 23년부터 꼬북칩도 현지에서 생산하기 시작했다. **동사의 인도 진출 3~5년차 매출은 CAGR 157%로 성장하고 있으며**, 이는 과거 베트남 진출 3~5년차 매출 성장률인 CAGR 98%보다도 높아 인도 시장 공략이 성공적으로 진행되고 있음을 보여준다.

초코파이 위주의 인도, SKU와 CAPA 모두 늘릴 계획
 인도는 동사가 21년에 이미 자체 생산공장 양산을 시작했을 정도로 동사가 향후 타겟할 시장으로 점찍어둔 국가다. 현지 제조업체 '만 벤처스'와 협력하여 인도 라자스탄에 5,300평 규모의 공장을 지었으며, **24년 2월 320억 원을 투자하여 증설한 결과 연 12,000톤 규모의 생산공장을 갖추게 됐다**. 또한 현재 인도 매출의 80%가 초코파이인 상황이지만, 향후 다른 제품군을 선보여 연말까지 초코파이 외 제품군 비중을 30%로 올릴 계획이기도 하다.

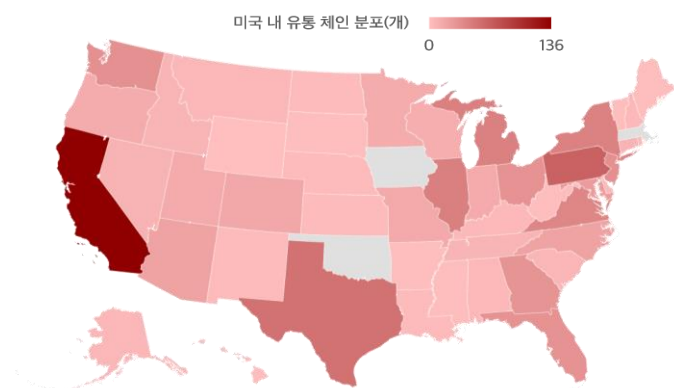
꼬북칩 단일 상품으로 120억 매출
 미국 역시 동사의 든든한 성장여력으로 남아있다. 인도와 미국은 별도로 주력 제품군을 밝히고 있지 않지만, 미국에서 꼬북칩이 인기라는 것만큼은 확실하다. 17년 한인마트로 6천만 원이 수출되던 꼬북칩은 23년 단일 상품만으로 이미 120억 원의 매출을 올렸다.

동사에게 중요해지는 미국 시장
 23년 글로벌 꼬북칩 매출액 약 800억 원임을 고려하면, 동사 23년 매출의 단 0.9%를 차지하는 미국이 꼬북칩 매출의 15%를 차지하는 것이다. 이렇듯 미국에서 히트상품이 나오면서 동사에게 미국은 더욱 중요해졌다. **23년 국내에서 생산하여 수출한 756억 원 중 37%가 미국향 매출액이다**. 동사가 향후 타겟할 시장으로 미국을 선택할 수밖에 없는 이유다.

미국 유통 채널, 차곡차곡 확대 중
 현재는 미국 내 동사 제품의 유통 채널은 제한적인 상황이나 판매 경로를 점차 다양화하는 중이다. 기존에는 유통 채널이 북미 코스트코와 샘스클럽에 한정되어 있었으나, 입소문을 타고 구글 및 넷플릭스 본사 직원 스낵바에 납품되면서 B2B 고객을 확보했다. 24년 3월부터는 미국의 다이소인 파이브빌로우 1,598개 매장과, 미니소 52개 전 점포에도 입점했다.

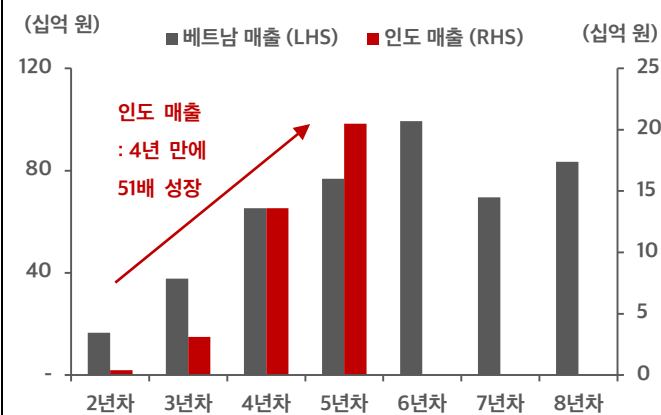
미국 생산 공장, 신중하게 건설 예정
 현재 미국향 매출은 인도향 매출보다 많은 수준이지만, 인도에는 생산 공장이 있는 반면 미국엔 아직 건설하지 않은 상태다. 이는 현지 공장 생산 물량을 주변 국가로까지 수출할 수 있는 인도, 중국 공장과 다르게 북미 수요가 발생해야 하는 상황에 따른 것으로 해석된다. **동사는 꼬북칩 단일 제품만으로 매출이 연 400억을 돌파하면 미국 생산 공장 건설을 고려하겠다고 밝혔다**.

도표 3-12. 동사 미국 내 대형 유통체인 현황



출처: Costco, Five Below, SMIC 1팀

도표 3-13. 동사의 베트남 및 인도 진출 연차별 매출 추이



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

리가캠바이오 인수, 실수는 아니에요 - Plus α

동사가 리가캠바이오를 인수하면서 주가가 내려앉았음은 명백한 사실이다. 이러한 저평가의 일부는 동사의 탁월한 현금창출능력을 이중 산업의 적자 기업을 인수하는 데에 낭비했다는 인식에 기인한다. 제과 사업과 영업상의 시너지가 전무한 것은 사실이나, 리가캠바이오가 결코 동사의 가치를 깎아먹기만 하는 기업은 아님을, 동사에게도 이유가 있었음을 소명하고자 한다.

4.1. 바이오가 처음도 아닌걸

20년부터, 꾸준했던 동사의 바이오 투자

그러나 동사는 사실 20년부터 그룹사 전체가 바이오로의 사업 확장을 도모하고 있었다. 오리온 홀딩스가 중국 국영제약기업 산둥루캉의약과 협력한 합작법인 산둥리캉하오리요우와, 중국 하이센스바이오와 협력한 합작법인 오리온바이오로지스가 동사의 바이오 산업 투자에 해당한다.

식품업계는 지금 바이오 삼매경

동사의 바이오 사랑은 ‘세상에 도움이 되는 사업을 해야 한다’는 창업주의 철칙 때문도 있지만, 식료품 업계 전반의 흐름이기도 하다. 유효시장 인구가 점진적으로 감소하고, 식품 판가 상승은 정부의 입김을 무시할 수 없으므로 상한이 분명히 존재한다. 따라서 식품 업계는 안정적인 현금 창출 능력을 바탕으로 신사업에 뛰어들고 있으며 적극적으로 M&A를 시도하는 중이다.

Ex. CJ제일제당 - 천렵, 동원산업 - 보령

CJ그룹은 지난 2021년 CJ제일제당을 통해 바이오 기업인 천렵(현 CJ바이오사이언스)을 약 983억원에 인수하였다. 참치캔으로 익숙한 동원산업은 23년 보령바이오파마 인수를 시도. 결렬됐으나 양해각서 체결 이전부터 보령바이오파마 인수 의사를 강하게 어필한 것으로 알려졌다. ‘청정원’ 브랜드를 보유한 대상은 2021년 배양육 전문기업인 ‘스페이스에프’, ‘엑셀세라퓨틱스’와 전략적 파트너십 계약을 체결하고 지분 투자를 실행하였다.

바이오텍, 적자로 웅크렸다가 L/O로 일어나는 BM

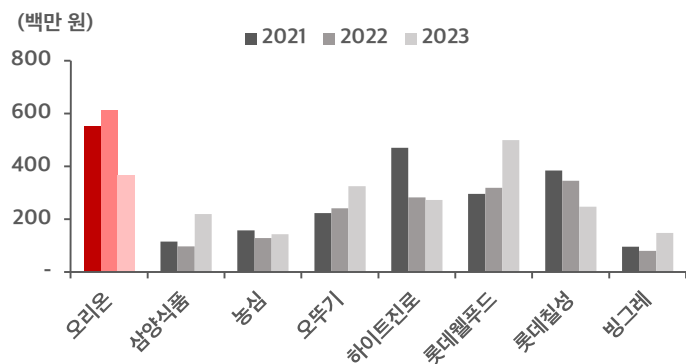
동사의 적자 기업 인수에 대한 부정적인 시선도 있었으나, R&D 비용지출이 불가피하더라도 라이선스 아웃에 성공하면 막대한 계약금을 받는 바이오텍의 BM을 고려하면 적자를 보는 것은 2보 전진을 위한 1보 후퇴에 불과하다. 23년 코스닥 시장의 바이오 기업 112개 중 80개사가 영업이익 적자를 보고 있으며 삼성바이오로직스도 흑자 전환까지 6년이라는 시간이 걸렸다.

4.2. ADC, 제약 산업의 메가트렌드

리가캠바이오 = ADC 연구 = 차세대 항암 연구

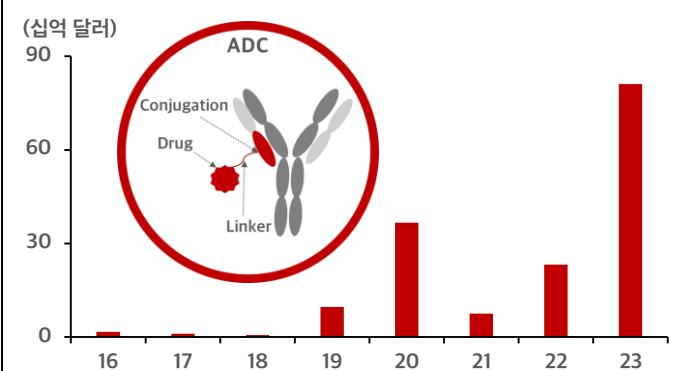
리가캠바이오는 단순 적자기업이 아닌 기술력과 성장 가능성을 갖춘 기업이다. 리가캠바이오는 ADC에 대한 연구개발을 진행중이며 기술력 또한 보유하고 있다. ADC는 항체, 독소, 링커를 결합하여 특정한 항원을 표적으로 하며 차세대 항암제로 여겨지는 약물이다.

도표 4-1. 동사 및 Peer 현금 및 현금성자산 추이



출처: Quantiwise, SMIC 1팀

도표 4-2. ADC 관련 M&A, L/O 딜 금액 추이



출처: GlobalData, SMIC 1팀

구현이 어려워 이론뿐이던 ADC ADC는 몇 가지 기술적 한계로 10년대까지 활발하게 사용되지 못하였다. 항체, 독소, 링커 각각을 만드는 조건이 복잡하고 접합 방식까지도 기술력을 요하기 때문이다. 그러나 이제 ADC 치료제 연구 개발과 실효성 입증에 본격화되었다. 대표적으로 다이이찌산쿄와 아스트라제네카가 공동 개발한 ADC 치료제 “엔허투”가 22년 임상종양학회 연례학술대회에서 그 효과를 입증하였다.

제약 시장은 지금 ADC의 뛰어난 성능이 하나둘 발표되면서 글로벌 빅파마들을 한 순간에 주목시키고 있다. 23년에 규모가 가장 컸던 M&A가 바로 화이자가 ADC 분야 선두 기업인 씨젠을 인수한 것으로, 그 규모는 430억 달러에 달한다. 또한 글로벌 빅파마 머크가 다이이찌 산쿄의 ADC 플랫폼 기술이 적용된 신약 후보물질 3종에 대한 권리를 확보한 L/O가 23년 최고 규모의 L/O이다.

4.3. 리가캠의 ADC 성과, 꿈이 아니라 현실

리가캠이 하는 일 (1) : ADC 플랫폼 ‘콘쥬올’ 리가캠바이오의 전략은 크게 2가지다. 콘쥬올이라는 ADC 플랫폼 기술을 제공하거나, ADC 파이프라인을 설계해 빅파마에게 기술이전한다. 안전성에 강점이 있는 콘쥬올은 암특이적 독신방출이 가능한 안정적인 링커 기술을 보유하여 약물을 원하는 부위에 방출할 수 있도록 한다.

리가캠이 하는 일 (2) : ADC 파이프라인 L/O 준비 리가캠바이오가 설계하고 있는 ADC 파이프라인으로는 기존 PBD 독신의 문제인 과도한 독성을 개선하기 위해 독성발현을 최소화 시키는 독자적인 독신(pPBD, PBD produrg)이 있다. pPBD를 사용하여 진행중인 파이프라인으로는 LCB71, LCB73, LCB85가 있으며 이 중 LCB71은 현재 임상1상 중간분석에서 고형암과 혈액암에서 모두 항암효과를 보이며 유효성이 확인됐다.

리가캠, ADC계에선 나름 잘 나감 리가캠바이오의 기술력은 검증됐다. ADC 분야 최대 학회인 World ADC Summit에서 최근 5년간 연속 수상했으며, 21년과 23년에는 1위를 달성했다. 글로벌 제약사와 맺은 기술이전 규모만 총 8.7조 원이며, 이 중에서도 빅파마(다케다, 암젠, 안센) 규모가 4.3조 원으로 절반을 차지한다. 23년 말 J&J와의 17.2억 달러 규모의 L/O 계약으로 1,300억 원 계약금을 분할 인식할 예정이다.

R&D 역량, All set to go R&D 역량도 준비됐다. ADC 신약후보물질 도출 기간이 3년으로 업계 평균보다 빠른 신약 개발 역량이 확보됐다. 국내 바이오텍 중에서 연구개발인력이 140명으로 가장 많으며, 제약 업계 DB Citeline에 의하면 ADC 선도 개발자만 25명으로 글로벌 바이오 기업들 중 가장 많다.

2H24~1H25 임상 하나둘 발표 준비된 리가캠바이오의 미래에 무지개빛이 돌고 있다. J&J과 동사로부터 확보된 자금으로 다수 L/O 기반을 마련하고 있으며, 임상 데이터로 엔허투 이상의 효능을 발휘하는 LCB14가 하반기에 조건부로 허가 신청되면 리가캠바이오는 25년부터 신약을 시장에 출시할 수 있게 된다.

도표 4-3. 리가캠바이오 기술이전 현황

상대국가	상대기업	계약 내용	체결일	계약금액 (백만 원)
ADC	중국 Fosun Pharma	LCB14/중국판권	15.08.	20,842
	Cstone	LCB71(ROR1-ADC)	20.10.	409,883
	일본 Takeda	ADC 원천기술	19.03.	454,823
	미국 Pyxis(미국)	LCB67(DLK1-ADC)	20.12.	325,487
	Amgen(미국)	ADC 원천기술	22.12.	1,605,000
	SOTIO Biotech	ADC 원천기술	21.11.	1,212,656
	유럽 Iksuda(유럽)	LCB14/글로벌판권	21.12.	1,186,400
Small Molecule	중국 Haihe Bio	Delpazolid/중국판권	16.12.	24,000
	한국 브릿지바이오	BBT-877(ATX inhibitor)	17.05.	30,000
	GC 녹십자	Nokxaban(Fxa inhibitor)	09.06.	비공개

: 계약금액 1조 원 이상

도표 4-4. 리가캠바이오 ADC 파이프라인 현황

구분	프로젝트	적응증	발굴	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	라이선스 보유	기술이전
ADC 플랫폼 라이선싱	LCB69	Solid, Heme						Tkeda	Takeda
	LCB85	Solid, Heme						IKSUDA	IKSUDA
	LCB19A	비공개						Antengene	Antengene
	LCB20A	비공개						SOTIO	SOTIO
ADC 생산 라이선싱	LCB42A	비공개						AMGEN	AMGEN
	LCB14	BC						Fosun	Fosun
	(HER2- MMAF)	NSCLC, Solid GRC, GC BC						Fosun	Fosun
	LCB14	BC						IKSUDA	IKSUDA
	LCB73	ALL, NHI, CLL, DLBCL						IKSUDA	IKSUDA
	LCB71	ALL, NHI, CLL, TNBC, NSCLC						Cstone	Cstone
	LCB67	SCLC, HCC, NB,						Pyxis	Pyxis
	LCB84	Solid, Heme						Janssen	Janssen

출처: 리가캠바이오, SMIC 1팀

출처: 리가캠바이오, SMIC 1팀

매출추정

상기 투자포인트를 종합하여 도출한 최종 매출 추정 Table은 다음과 같다. 투자포인트에서 언급하였듯 국가별로 동사가 침투한 정도가 다르다는 점을 고려하여 국가별로 추정하였다. 금액적 중요성 및 침투 정도를 고려하여 인도와 미국은 한 번에 추정하였다. 동사의 경우 생산법인과 판매법인의 내부거래 조정이 발생하는데, 이에 따라 실제 매출액과 추정 매출액의 괴리가 발생했다. 다만 추정 매출액과 실제 매출액 사이의 과거 괴리율은 1% 내외로 내부거래 조정을 무시하고 미래 매출을 추정하였다. 추정한 과거 국가별 매출액과 공시된 전사 매출액의 차이는 기타 조정으로 처리해주었다.

최종 매출 추정 Table						
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
매출액	2,355,500	2,873,247	2,912,358	748,391	3,276,182	3,615,024
YoY(%)	5.64%	21.98%	1.36%	-	12.49%	10.34%
중국	1,109,454	1,274,935	1,178,970	306,444	1,285,115	1,360,053
% of sales	47.10%	44.37%	40.48%	40.95%	39.23%	37.62%
국내	807,372	939,113	1,069,994	271,601	1,197,444	1,366,671
% of sales	34.28%	32.68%	36.74%	36.29%	36.55%	37.81%
베트남	341,449	472,902	475,498	118,216	533,533	577,698
% of sales	14.50%	16.46%	16.33%	15.80%	16.29%	15.98%
러시아	116,986	209,828	200,298	50,503	220,595	242,948
% of sales	4.97%	7.30%	6.88%	6.75%	6.73%	6.72%
인도 및 미국	3,987	15,085	25,262	10,142	39,495	67,654
% of sales	0.17%	0.53%	0.87%	1.36%	1.21%	1.87%
기타 조정	(23,748)	(38,616)	(37,664)	(8,515)	-	-
% of sales	-1.01%	-1.34%	-1.29%	-1.14%	-	-

5.1. 해외 매출 추정

중국 매출 추정									
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
중국 매출	1,109,454	1,274,935	1,178,970	306,444	278,714	358,716	341,242	1,285,115	1,360,053
YoY(%)	-	14.92%	-7.53%	-	-	-	-	9.00%	5.83%
BOX 당 ASP(원)	11,692	13,359	14,521	13,859	14,108	14,362	14,621	14,250	14,250
Q(BOX)	94,890,010	95,436,410	81,190,689	22,111,552	19,755,071	24,975,997	23,339,235	90,181,856	95,440,548
연도 내 비중(%)	-	-	-	24.52%	21.91%	27.70%	25.88%	-	-

5.1.1. 중국 매출 추정

중국의 경우 P*Q 논리로 24년의 분기별 매출을 먼저 추정한 후 25년 매출을 추정하였다. 우선 P는 사측이 공시하고 있는 중국 내 주요 제품 5종의 원화 환산 현지 가격을 이용하여 BOX 당 Mixed ASP를 구하였다.

Mixed ASP를 이용해 21~23년의 분기별 Q를 역산하여 해당 연도 전체 Q에서 차지하는 비중을 확인했다. 중국 Q가 1분기에 높고 2분기 장마철에 낮아졌다가 3~4분기에 회복하는 계절성을 가진다는 점을 확인하였고, 21~23년의 분기별 평균 연도 내 비중이 24년에도 유지될 것이라 가정했다. 따라서 1Q24의 Q와 연도 내 비중을 바탕으로 2Q24, 3Q24, 4Q24의 Q를 역산하였다.

위 논리로 구한 24년 Q에, 1Q24 BOX당 ASP를 바탕으로 과거 3개년 평균 ASP 상승률인 분기당 1.8%의 인상률을 적용하여 2Q24, 3Q24, 4Q24의 분기별 매출액을 각각 추정하였다.

다음으로 25년 매출액은 동사의 19년 Q 성장률에 24년 ASP가 계속 유지될 것이라 가정하여 추정했다. 23년 중국 내수 소비 침체, 춘절 효과 이연으로 매출액이 -7.5% 역성장한 것이 17년 사드 배치 이후 동사 Q가 감소했던 상황과 비슷하다. 07년부터 매출이 역성장한 해는 17년 밖에 없고, 1Q24 기저효과 발생으로 Q가 YoY 21.5% 증가하며 빠르게 회복하고 있다는 점에서 19년의 5.8% 성장률을 사용하는 것은 무리가 없다고 판단한다.

19년 Q 성장률 적용이 적절함을 확인하기 위해서 18년 Q 성장률을 반영해 역산한 24년 ASP와 연도 내 비중 평균을 적용해 역산한 ASP를 비교했다. 두 가격 사이의 괴리율은 2.2%로 낮았다.

5.1.2. 베트남 매출 추정

베트남 매출 추정									
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
베트남 매출	341,449	472,902	475,498	118,216	101,864	142,490	170,963	533,533	577,698
총매출액	361,766	525,478	528,676	134,163	115,605	161,712	194,025	605,505	646,557
YoY(%)	-	45.25%	0.61%	13.29%	9.39%	24.33%	11.18%	14.53%	6.78%
매출에누리	(20,317)	(52,576)	(53,178)	(15,947)	(13,741)	(19,222)	(23,062)	(71,972)	(68,859)
% of sales	6%	10%	10%	12%	12%	12%	12%	12%	11%

베트남의 경우 동사의 15~16년 중국 매출액 성장률을 이용하여 추정하였다. 21~23년 베트남의 1인당 GDP 성장률이 CAGR 4.7%로 12~14년 중국의 1인당 GDP 성장률 CAGR 6.6%와 유사하게 성장하였고, 동사의 중국, 베트남 진출 시차가 약 10년 난다는 점에서 15년의 중국과 24년의 베트남은 닮아있다.

실제 1Q15 중국의 매출액 성장률은 13.1%로, 베트남의 1Q24 매출액 성장률 13.29%와 유사했다. 따라서 2Q15~4Q15 중국의 매출액 YoY 성장률을 적용하여 2Q24~4Q24 매출액을 추정했다. 25년 매출액의 경우 중국의 1Q16 성장률을 적용했는데, 사드 배치를 두고 한중간의 갈등 고조로 동사 매출이 외부적인 이벤트의 영향을 받았던 2Q16 이후의 데이터를 사용하는 것은 무리라고 판단했기 때문이다. 매출 에누리의 경우 19년 총매출액의 1.6% 수준에서 22년 10%까지 급증한 것을 반영하여 추정했다.

5.1.3. 러시아 매출 추정

러시아 매출 추정									
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
러시아 매출	116,986	209,828	200,298	50,503	63,821	52,128	54,142	220,595	242,948
YoY(%)	-	79.36%	-4.54%	4.82%	23.59%	7.52%	4.13%	10.13%	10.13%

러시아의 경우 루블화의 약세에도 불구하고 현지화폐 기준으로는 1Q24 YoY +24.8%의 높은 성장성을 보였다. 트베리 신공장 건설 등의 CAPA 확대 효과를 고려하여 과거 성장률이 유지될 것으로 추정했다. 20~23년 분기별 평균 YoY 성장률을 적용하되, 루블화 가격이 100% 이상 폭등했던 22년은 제외하고 추정했다. 또한 25년은 24년 성장률을 Flat 적용하여 추정했다.

5.1.4. 인도 및 미국 매출 추정

인도 및 미국 매출추정						
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
인도 매출	348	3,129	13,615	20,457	27,188	36,133
미국 매출	-	858	1,470	4,805	12,307	31,521

인도 및 미국은 투자포인트에서 상승한 것처럼 가파르게 성장하고 있다는 것을 반영하여 1Q24 QoQ 성장률인 32.9%, 156.1%를 Flat하여 24,25년에 적용했다. 인도와 미국이 23년 각각 YoY +50.3%, YoY +226.9% 고성장했음을 감안하면 이는 무리한 추정이 아니다.

5.2. 국내 매출 추정

국내 매출 추정									
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
국내 매출	807,372	939,112	1,069,994	271,601	317,892	307,574	311,962	1,197,444	1,366,671
YoY(%)	-	16.32%	13.94%	9.45%	16.32%	13.06%	12.81%	11.91%	14.13%
비스킷	225,962	262,114	305,314	78,359	93,012	83,324	89,398	344,092	395,915
파이	163,544	192,896	218,625	60,359	62,330	58,795	64,738	246,223	282,260
스낵	345,779	378,032	428,602	104,137	115,961	128,587	120,634	469,318	519,699
음식료품 기타	127,568	161,296	184,342	46,224	62,855	50,700	51,842	211,621	250,789
음식료품 외 기타	25,246	37,135	37,033	8,485	10,577	13,051	11,606	43,719	53,174
매출에누리	(80,727)	(92,361)	(103,922)	(25,963)	(26,843)	(26,883)	(26,255)	(117,530)	(135,165)

국내의 경우 투자포인트에서 상승한 것처럼 시장은 성장이 둔화됐으나, 동사는 시장 성장률을 상회하고 있다. 특히 국내 제과 시장의 레트로 열풍으로 초코파이 등의 전통적인 제품군 중심으로 23년 YoY +13% 성장했다. 이러한 성장성을 고려하여 동사의 21-23년 국내 매출 성장률을 이용하여 추정했다.

가장 다양한 제품을 출시하고 있는 시장임을 고려하여 제품군별 성장률을 다르게 적용했다. 24년 매출의 경우 21~23년 분기별 YoY 성장률의 평균치를 이용하여 2Q24, 3Q24, 4Q24의 제품군별 매출액을 각각 산정하였다. 25년 매출의 경우 22~24년 연도별 YoY 성장률의 평균치를 제품군별로 적용하여 추정했다.

매출에누리의 경우 21~23년의 총매출액 대비 평균치인 9%가 24~25년에 적용될 것이라 가정하였다. 국내 할인정책, 판매채널의 변화가 크지 않을 것이라 판단했기 때문이다. 실제 1Q24의 총매출액 대비 매출에누리는 8.7%로 큰 차이가 없었다.

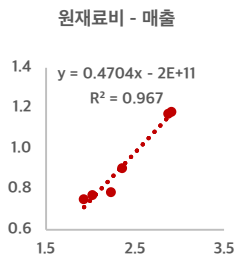
Valuation

6.1 매출원가 및 판매비와관리비 추정

매출원가 및 판매비와관리비 추정								
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,926,948	2,023,296	2,229,820	2,355,500	2,873,247	2,912,358	3,276,182	3,615,024
YoY(%)	72.5%	5.0%	10.2%	5.6%	22.0%	1.4%	12.5%	10.3%
매출원가	1,049,975	1,110,080	1,276,758	1,409,110	1,782,079	1,784,947	2,009,635	2,238,244
매출원가율(%)	54.5%	54.9%	57.3%	59.8%	62.0%	61.3%	61.3%	61.9%
GPM(%)	45.5%	45.1%	42.7%	40.2%	38.0%	38.7%	38.7%	38.1%
원재료비	749,483	769,981	785,645	903,653	1,172,676	1,181,477	1,345,445	1,504,820
% of sales	38.89%	38.06%	35.23%	38.36%	40.81%	40.57%	41.07%	41.63%
종업원급여	81,435	75,550	80,553	83,312	100,961	100,877	109,785	118,457
% of sales	4.23%	3.73%	3.61%	3.54%	3.51%	3.46%	3.35%	3.28%
상품의 구매액	18,495	34,752	123,399	108,752	120,487	138,827	156,529	172,719
% of sales	0.96%	1.72%	5.53%	4.62%	4.19%	4.77%	4.78%	4.78%
지급수수료	25,311	27,834	38,923	43,737	52,774	59,263	69,200	79,258
% of sales	1.31%	1.38%	1.75%	1.86%	1.84%	2.03%	2.11%	2.19%
재고자산의 변동	(9,863)	3,434	(10,505)	(9,765)	17,470	(11,227)	(5,432)	(5,993)
% of sales	-0.51%	0.17%	-0.47%	-0.41%	0.61%	-0.39%	-0.17%	-0.17%
세금과공과	2,022	2,050	2,286	2,418	16,532	18,016	19,657	21,690
% of sales	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.58%	0.62%	0.60%	0.60%
감가상각비	101,217	106,168	110,668	119,271	129,011	125,725	108,607	120,160
% of sales	5.25%	5.25%	4.96%	5.06%	4.49%	4.32%	3.32%	3.32%
기타	81,875	90,311	145,789	157,732	172,169	171,988	205,843	227,133
% of sales	4.25%	4.46%	6.54%	6.70%	5.99%	5.91%	6.28%	6.28%
판매비와관리비	594,798	585,627	576,940	573,480	624,513	635,020	684,446	726,626
판매비율(%)	30.87%	28.94%	25.87%	24.35%	21.74%	21.80%	20.89%	20.10%
OPM (%)	14.6%	16.2%	16.9%	15.8%	16.2%	16.9%	17.8%	18.0%
종업원급여	227,416	227,414	237,440	219,141	234,365	246,046	256,257	266,949
% of sales	11.80%	11.24%	10.65%	9.30%	8.16%	8.45%	7.82%	7.38%
지급수수료	89,297	88,366	90,875	91,505	92,009	94,152	92,135	92,135
% of sales	4.63%	4.37%	4.08%	3.88%	3.20%	3.23%	2.81%	2.55%
운반비	79,471	87,473	71,307	74,135	93,279	96,459	105,688	116,618
% of sales	4.12%	4.32%	3.20%	3.15%	3.25%	3.31%	3.23%	3.23%
광고선전비	52,576	38,180	32,895	31,011	32,360	25,708	32,089	32,089
% of sales	2.73%	1.89%	1.48%	1.32%	1.13%	0.88%	0.98%	0.89%
세금과공과	21,933	18,134	17,944	19,445	22,598	22,023	25,988	28,675
% of sales	1.14%	0.90%	0.80%	0.83%	0.79%	0.76%	0.79%	0.79%
지급임차료	25,014	16,725	15,822	19,600	20,072	17,270	23,205	25,605
% of sales	1.30%	0.83%	0.71%	0.83%	0.70%	0.59%	0.71%	0.71%
감가상각비	16,601	16,636	18,900	19,490	19,977	18,170	17,193	19,022
% of sales	0.86%	0.82%	0.85%	0.83%	0.70%	0.62%	0.52%	0.53%
사용권자산상각비	-	9,122	9,121	10,209	11,644	12,287	13,675	15,089
% of sales	0.00%	0.45%	0.41%	0.43%	0.41%	0.42%	0.42%	0.42%
기타	82,489	83,575	82,635	88,943	98,210	102,906	118,216	130,443
% of sales	4.28%	4.13%	3.71%	3.78%	3.42%	3.53%	3.61%	3.61%

매출원가 및 판매비와관리비에서 금액적 중요성을 갖는 계정은 ①원재료비, ②종업원급여, ③감가상각비, ④상품의 구매액 및 운반비 등이다. 상세 추정 Sheet는 모두 Appendix에 첨부하였다. 이외 계정은 매출 대비 비중, 금액 추이를 고려해 avg와 flat을 보수적으로 적용하여 추정하였다.

6.1.1. 원재료비 추정

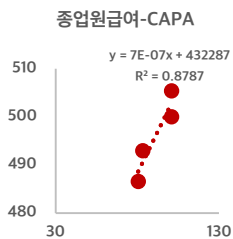


동사의 제품 라인업은 스낵, 초콜릿, 껌 등 다각화되어 있어 다양한 원재료를 사용한다. 실제로 사업보고서 상 원재료 구입액에서 비중이 5% 이상인 원재료만 해도 유지류, 당류, 유제품류, 코코아류, 서류로 5가지가 있으며 제일 비중이 큰 서류가 14.2%에 불과하다. 원재료비에 미치는 영향이 큰 원재료가 없고, 원재료 하나하나에 원재료비를 일일이 연동하는 방식은 오히려 합리성을 해친다고 판단하여 매출을 이용하여 원재료비를 추정해주었다.

3.5 최근 5개년 원재료비와 매출로 회귀분석을 진행한 결과 상관계수 또한 0.98로 높은 설명력을 가짐이 확인되어, 이에 도출된 회귀식을 활용하였다.

6.1.2. 종업원급여 추정

매출원가 내 종업원급여와 판관비 내 종업원급여가 각각 다른 논리에 따라 변동하고 있기 때문에 분리하여 추정해주었다.



①매출원가 내 종업원급여의 경우 동사의 CAPA를 이용하여 추정해주었다. 동사는 20년부터 꾸준한 CapEx 집행 및 CAPA 확장으로 글로벌 시장으로 침투하고 있다. 20-23년 매출원가 내 종업원급여와 CAPA로 회귀분석을 진행한 결과 마찬가지로 상관계수가 0.94로 높은 설명력을 가짐이 확인됐다. 감가상각비 추정 과정에서 도출한 CapEx 추정치와, (CAPA 증가세/CapEx 비율)의 평균값을 이용해 추정해 CAPA를 추정해주었고, 해당 CAPA를 회귀식에 대입하여 종업원급여를 도출하였다. 베트남, 러시아에서 공장 준공은 2년 정도 걸렸으나, 생산 라인 확보는 1년이 안 걸리는 것으로 확인되어 CAPA 추정에서 CapEx의 1년 lagging을 고려해주었다.

②동사는 음식료 산업에서 성숙 단계에 놓여있는 기업이기 때문에 판관비 내 종업원급여에서 확인되는 종업원 수가 지속적으로 감소하고 있으며, 매출 비중으로 보았을 때도 감소세를 보인다. 23, 24년 아직까지 공개채용 발표 없으나 업황 회복 및 해외 진출(인도, 미국)을 고려하여 보수적으로 직원수 flat해주었으며, 1인 평균 급여액은 기존 증가 추이를 반영해주었다. 이렇게 추정한 급여와 실제 종업원급여 사이에 괴리가 있기에 YoY 증가율을 반영하여 종업원급여를 추정하였다.

6.1.3. 감가상각비 추정

동사는 현재 해외 점유율 확대를 위해 CapEx를 꾸준히 집행하고 있으므로 유형자산상각비는 별도 추정하였다. (A) 현재 취득한 자산의 유형자산상각비에, (B) 향후 추가 CapEx 집행으로 발생하는 유형자산상각비를 더해 추정했다. (A) 현재 취득한 자산의 유형자산상각비는, 정액법으로 상각한다는 동사 회계 방침에 따라 23년 기말 장부가액을 각 유형자산의 내용연수로 나누어 매년 상각비를 산출했다.

6.1.4. 상품의 구매액 및 운반비

동사는 타 기업으로부터 기술이나 제품을 제공받는 peer들에 비해 연구개발 실적을 꾸준히 내며 독자적인 제품 개발에 힘쓰고 있다. 23년 연구개발실적만 32건이고, 롯데웰푸드나 크라운제과와 달리 상품 장기공급계약을 맺지 않는다는 점에서 동사가 제품군 판매에 집중하려는 것이 확인됐다. 해당 계정의 매출 비중이 높아진 20년부터 23년까지 매출 비중 AVG flat으로 추정해주었다.

운반비의 경우 20년부터 중국에서 유통 채널이 변경되면서 운반비 매출 비중이 감소하였다는 점을 고려하여 20-23년 매출 비중 AVG flat해주어 추정해주었다.

6.2. 영업외손익 추정

영업외손익 추정								
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업외손익	(5,926)	(19,487)	20,664	5,676	19,467	27,057	9,545	8,811
금융손익	(12,116)	(2,136)	3,439	7,555	23,166	34,191	15,622	15,750
이자손익	(10,040)	(3,700)	3,699	7,809	20,497	33,668	15,301	15,301
외환손익	(2,000)	1,446	(2,166)	(146)	1,805	(923)	(357)	(357)
외화환산손익	(76)	(92)	311	54	(190)	1,447	437	564
당기손익-공정가치 측정 금융자산평가손익	-	-	-	(422)	589	-	-	-
배당금수익	-	210	1,595	259	466	-	242	242
지분법손익	(1,048)	7	565	462	607	569	571	584
기타손익	6,190	(17,351)	17,225	(1,879)	(3,699)	(7,134)	(6,648)	(7,523)
외환손익	28	318	173	748	249	2,465	909	909
외화환산손익	(65)	(9)	(75)	(21)	349	(639)	(96)	(96)
유형자산처분손익	(1,366)	(13,144)	(308)	(2,578)	(4,783)	(8,251)	(5,204)	(6,079)
무형자산관련손익	18	(0)	(22)	(41)	1,558	30	30	30
무형자산손상차손	(180)	(78)	434	152	-	-	-	-
기부금	(802)	(1,583)	(1,136)	(2,718)	(2,565)	(2,286)	(2,286)	(2,286)
보험금수익	8,021	-	13,165	-	-	-	-	-
매출채권처분손실	(6)	(20)	(38)	(23)	-	-	-	-
잡손익	544	(2,835)	5,032	2,602	1,493	1,547	-	-

영업외손익은 대응되는 계정들을 상계하여 **손익 개념으로 추정**하였다. 이자손익, 지분법손익의 상세 Table은 모두 Appendix에 첨부하였다. 지분법손익은 23년 지분법손익에서 리가캠바이오의 24,25년 당기순이익의 컨센서스를 평균내어 반영해주었다. 이 외 합리적 추정이 불가능하다고 판단한 계정들은 보수적으로 avg flat 적용했다.

6.3. 최종 손익계산서 Table

동사는 한국을 포함하여 총 6개의 국가에 법인을 설립했고 법인을 통해 현지에서 매출을 발생시키기 때문에 과세구간별 법인세율이 아닌, 유효법인세율을 이용하여 추정해주었다. 유효법인세율의 경우 22년부터 세법 개정 영향으로 감소한 점을 고려하여, 24,25년은 23년 flat으로 보수적으로 추정해주었다. 상기 논의를 종합한 최종 손익계산서는 다음과 같다.

추정 손익계산서									
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,117,221	1,926,948	2,023,296	2,229,820	2,355,500	2,873,247	2,912,358	3,276,182	3,615,024
<i>YoY(%)</i>		72.5%	5.0%	10.2%	5.6%	22.0%	1.4%	12.5%	10.3%
매출원가	593,477	1,049,975	1,110,080	1,276,758	1,409,110	1,782,079	1,784,947	2,009,635	2,238,244
매출총이익	523,744	876,973	913,216	953,062	946,390	1,091,168	1,127,411	1,266,547	1,376,780
<i>GPM(%)</i>		45.5%	45.1%	42.7%	40.2%	38.0%	38.7%	38.7%	38.1%
판매비와관리비	416,317	594,798	585,627	576,940	573,480	624,513	635,020	684,446	726,626
영업이익	107,427	282,175	327,589	376,122	372,910	466,655	492,391	582,101	650,154
<i>OPM(%)</i>	9.6%	14.6%	16.2%	16.9%	15.8%	16.2%	16.9%	17.8%	18.0%
기타손익	1,039	6,190	(17,351)	17,225	(1,879)	(3,699)	(7,134)	(6,648)	(7,523)
금융손익	3,138	(12,109)	(2,136)	3,439	7,555	23,166	34,191	15,622	15,750
지분법손익	270	(1,048)	7	565	462	607	569	571	584
법인세차감전순이익	105,058	275,209	308,109	397,351	379,047	486,728	520,018	591,647	658,965
법인세비용	28,378	132,182	87,641	122,789	115,385	88,420	135,036	153,636	171,117
당기순이익	76,680	143,026	220,468	274,562	263,662	398,308	384,982	438,010	487,848
<i>NPM(%)</i>	6.9%	7.4%	10.9%	12.3%	11.2%	13.9%	13.2%	13.4%	13.5%

6.4. Valuation - SOTP Method with PER & Peer PER Method

Valuation 방식으로는 동사의 본업과 무관한 리가캠바이오 지분 가치를 반영할 수 있는 SOTP Method를 채택하였다. 마찬가지로 동사의 지분법손익으로 잡히는 리가캠바이오의 손익을 반영 해주기 위해서 자회사들의 Valuation을 위해서 PER 방식을 채택해주었다.

사업보고서 내 타법인출자 현황 및 [도표 5-1.]를 확인해보면 동사의 출자회사수는 7개로, 모두 음식료 사업을 영위하는 자회사이다. 동사와 동일한 기대감을 받기에 영업가치를 계산할 때 연결 실적으로 고려해주었고, 리가캠바이오 및 기타 비영업자산에 대한 할인율로 50%를 적용했다.

동사의 Target Multiple로 Peer Group PER 13.39x에 27.7%의 할인율을 적용해주어 최종적으로 9.7x를 산정해주었다. PER 선정 방식 및 Peer Group에 대한 상세한 설명은 후술할 것이며 우선은 할인율을 적용하는 근거와 구체적인 숫자에 대해서 설명하고자 한다.

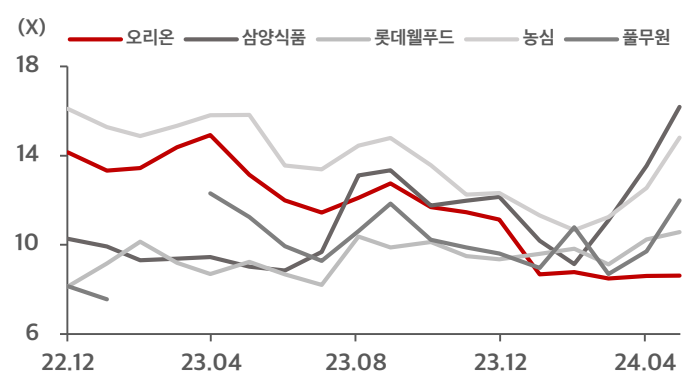
리가캠바이오 인수 이후 동사는 더 이상 Peer와 같은 기대감을 받지 못하고 있다. [도표 7-1.]을 확인해보면 동사에 대한 기대감은 리가캠바이오 인수를 발표한 1월 15일날 급감한 이후로 이전에 받던 기대감으로 다시 회복하지 못하고 있다.

삼양식품이 1Q24 어닝 서프라이즈를 달성하면서 이를 확연하게 확인할 수 있다. 삼양식품이 YoY로 매출액의 57.1%, 영업이익의 235.6% 증가하며 음식료 기업들의 주가가 K-푸드 해외 진출에 대한 기대감으로 올랐을 때도 동사는 같은 위치에 머물러있었다. Peer Group의 12MF PER이 11.51x에서 13.39x로 오를 동안 동사는 8.6x에서 8.62x로 오른 것이 전부다.

이는 23년 8월과 확연히 차이난다. 해당 시기에도 삼양식품의 어닝 서프라이즈로 음식료 기업에 대한 기대감이 높아졌고, 동사도 예외가 아니었다. 23년 8-9월 Peer Group의 평균 12MF PER가 10.14x에서 12.47x로 오를 동안 동사 역시 11.45x에서 12.75x로 동일한 수혜를 누렸다.

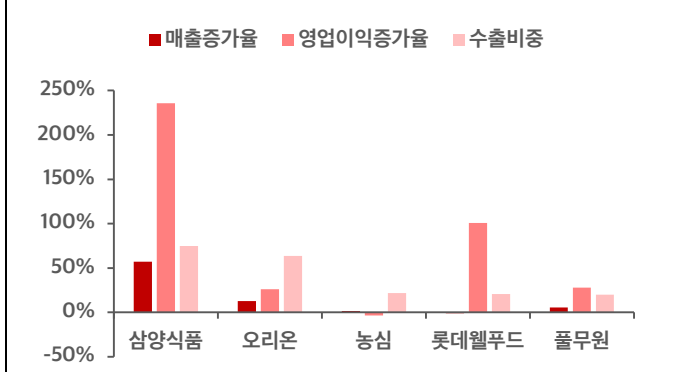
실적이 문제라고 보기도 어렵다. 1Q24 매출액 yoy +12.7%, 영업이익 yoy +26.2%로 실적이 폭발한 삼양식품을 제외하면 peer들에 준하는 실적을 냈다. 전년 동기에는 춘절 효과가 부재했기에 중국 실적이 뚜렷하게 성장했으나 한국, 베트남에서도 모두 매출과 영업이익이 개선됐다.

도표 6-1. 동사의 Peer Group 12MF PER



출처: Quantiwise, SMIC 1팀

도표 6-2. 동사의 Peer Group 1Q24 실적



출처: DART, SMIC 1팀

리가캠바이오 인수 이후 동사는 여전히 본업을 잘함에도 불구하고 **시장에서 음식료로도, 바이오로도 평가받지 못하고 어중간한 종목으로 전락하였다**. 이러한 시장의 저평가를 반영하기 위해서 동사의 Peer Group 대비해서 할인을 적용해주었고, 할인율로 리가캠바이오 인수 발표 이후 이틀간 주가 하락율인 27.7%를 적용해주었다. [도표 2-7.]에서 당시 동사의 주가 하락은 본업 역량이 아닌 본업과의 시너지가 제한적인 이중 산업간 M&A에 따른 변동성 확대 및 경영진 우려에 의한 것이었고, 지금까지 주가 수준을 회복하지 못했다는 점에서 할인율을 채택해주었다.

PER Method로는 Peer PER Method를 채택하였다. 과거 해외 수출 증가에 따른 기대감은 많았어도 지금처럼 실적이 가시화되며 한국 음식료가 강조되었던 시기는 없었다. Historical PER Method는 K-Food에 대한 기대감을 반영하기 어렵다고 판단하였다.

Peer Group으로는 동사와 유사한 수준으로 K-Food 기대감을 받을 수 있는 Peer들로 구성하였다. 이를 위해서 ①음식료 산업에서 Pure player이며 ②1Q24 기준 제품의 수출 비중이 20% 이상으로 해외에서 자리를 잡은 ③시가총액 5,000억 이상의 우량기업으로 제한하였다. 해당 기준으로 롯데웰푸드, 풀무원, 농심, 삼양식품을 Peer Group으로 선정하였다.

상기 논의를 종합하여 목표주가 116,200원, 상승여력 26.2%, 투자의견 BUY를 제시한다.

Valuation - SOTP Method with PER (2024E)

(단위: 백만 원)

영업가치 (A)		당기순이익	PER	지분율	평가액	비고
	오리온	438,010	9.7x	100%	4,240,366	24F 12MF PER 기준
비영업가치 (B)		가치	할인율	지분율	평가액	비고
주요 상장기업	리가캠바이오	2,325,500	50%	25.73%	299,176	24.05.30 종가 적용
기타 비영업자산	투자부동산	35,531	50%	-	17,766	1Q24 장부가
	금융자산	73,113	50%	-	36,556	1Q24 장부가
	합계				353,498	
목표 시가총액(C)					4,593,864	(C) = (A) + (B)
발행주식 수 (D)					39,536,132	
목표주가 (단위: 원)					116,200	
현재주가 (단위: 원)					92,100	24.05.30 종가 적용
상승여력					26.2%	

Appendix

Appx.1 동사 연결재무상태표 및 연결현금흐름표

연결재무상태표					연결현금흐름표				
(단위 : 백만 원)	2020	2021	2022	2023	(단위 : 백만 원)	2020	2021	2022	2023
자산	2,665,406	3,120,429	3,371,684	3,521,385	영업활동현금흐름	420,303	446,496	530,055	451,802
비유동자산	1,867,863	1,974,198	1,901,251	1,893,180	당기순이익(손실)	218,532	225,328	323,575	290,413
유형자산	1,662,546	1,773,717	1,667,582	1,658,386	당기순이익조정을 위한 가감	375,906	347,558	370,999	402,650
무형자산	32,532	33,149	31,155	29,912	퇴직급여	14,468	14,127	13,041	13,407
영업권	22,965	24,194	23,887	23,849	유형자산감가상각비	126,618	132,823	141,553	138,252
투자부동산	6,189	6,752	35,568	35,381	무형자산상각비	101,119	91,521	119,675	114,478
사용권자산	63,173	64,431	62,019	63,304	사용권자산상각비	9,952	12,191	13,152	12,614
공동기업투자	31,078	31,655	32,468	33,100	유형자산처분손실	8,457	4,390	7,398	10,407
공정가치측정 금융자산	18,258	16,600	20,615	5,426	이자비용	9,019	9,039	6,548	6,996
기타비유동채권	16,468	-	-	-	법인세비용	105,745	94,692	97,591	136,727
장기금융예치금	8,963	2	2	2	지분법손실	(21)	777	838	2,315
순확정급여자산	-	-	2,875	11,035	유형자산처분이익	(4,987)	(980)	(3,101)	(2,796)
기타비유동금융자산	-	17,060	19,300	19,058	이자수익	(11,818)	(14,430)	(25,159)	(37,726)
기타비유동자산	5,691	6,633	5,775	13,721	배당금수익	(503)	(332)	(542)	(63)
이연법인세자산	-	4	4	6	기타 조정 가감	17,763	4,198	4,396	1,922
유동자산	797,544	1,146,231	1,470,433	1,628,205	영업활동으로 인한 자산 부채의 변동	(98,447)	(60,255)	(45,213)	(117,566)
재고자산	179,742	208,476	234,883	259,736	매출채권의 감소(증가)	28,030	(16,901)	(37,112)	18,419
기타유동자산	13,072	18,891	16,043	22,933	재고자산의 감소(증가)	(35,409)	(14,631)	(30,923)	(29,811)
기타유동금융자산	-	14,606	21,047	57,846	매입채무의 증가(감소)	15,053	3,911	34,637	(25,494)
당기법인세자산	162	3,564	70	326	기타유동금융부채의 증가(감소)	(16,606)	(28,763)	65,657	(20,855)
매출채권 및 기타유동채권	167,375	176,364	203,103	191,029	기타유동부채의 증가(감소)	(11,951)	8,481	(12,101)	(3,739)
공정가치측정 금융자산	-	39,006	-	-	기타 조정 가감	(77,564)	(12,354)	(65,372)	(56,087)
단기금융예치금	69,768	134,915	385,564	730,485	이자수취(영업)	11,339	13,625	21,129	37,194
현금및현금성자산	367,425	550,409	609,723	365,850	배당금수취(영업)	521	332	395	63
이자지급(영업)	-	-	-	-	이자지급(영업)	(9,047)	(7,020)	(11,314)	(8,744)
자본	1,897,508	2,292,550	2,639,229	2,955,477	법인세납부	(78,502)	(73,071)	(129,515)	(152,208)
지배기업 소유주 귀속 지분	1,829,956	2,211,045	2,553,783	2,862,400	투자활동현금흐름	(129,927)	(273,596)	(239,596)	(523,033)
자본금	19,768	19,768	19,768	19,768	유형자산의 처분	7,213	3,556	10,600	1,296
주식발행초과금	598,172	598,172	598,172	598,172	무형자산의 처분	3,809	1,714	4,171	569
자기주식	(604)	(604)	(604)	(604)	매도가능금융자산의 취득	-	(224,091)	(670,383)	(104,900)
기타자본	590,452	746,261	718,196	684,882	공정가치 측정 금융자산의 순증감	37,007	156,220	747,549	102,130
적립금	133,168	190,491	255,268	332,276	유형자산의 취득	(164,328)	(142,701)	(86,079)	(178,075)
이익잉여금(결손금)	488,999	656,956	962,982	1,227,905	무형자산의 취득	(6,335)	(4,758)	(5,791)	(4,637)
비지배지분	67,553	81,506	85,446	93,077	장·단기 금융예치금의 증가(감소)	(12,335)	(43,383)	(259,600)	(344,922)
부채	767,898	827,878	732,455	565,908	관계기업 및 공동기업투자의 취득	-	(16,102)	(10,022)	(622)
비유동부채	422,395	305,967	176,276	166,988	기타 조정 가감	5,042	(4,052)	29,959	6,127
장기차입금	229,675	69,891	-	-	재무활동현금흐름	(84,917)	(37,020)	(210,728)	(153,000)
기타비유동채무	903	-	-	-	단기차입금의 증가	452,506	532,761	521,719	806,160
비유동 리스부채	16,455	13,461	13,781	14,296	단기차입금의 상환	(439,977)	(456,543)	(509,935)	(813,379)
순확정급여부채	854	1,793	-	-	유동성장기차입금의 상환	(60)	(60,000)	(160,000)	(70,000)
이연법인세부채	173,680	219,013	161,513	151,443	사채의 증가	69,754	-	-	-
기타 비유동 부채	828	1,027	780	975	유동사채의 상환	(120,000)	-	-	-
기타비유동금융부채	-	783	202	273	임대보증금의 증가	-	820	200	515
유동부채	345,503	521,911	556,180	398,920	임대보증금의 감소	(90)	(564)	(263)	(202)
유동성장기차입금	-	159,956	69,974	-	배당금지급	(39,289)	(43,680)	(51,672)	(65,626)
단기차입금	2,517	1,735	23,907	3,813	리스부채의 상환	(7,761)	(9,815)	(10,900)	(10,468)
매입채무 및 기타유동채무	263,990	117,063	149,984	122,720	주식선택권의 행사 등	-	-	125	-
유동리스부채	7,562	9,569	10,338	10,500	현금및현금성자산의순증가(감소)	196,410	182,043	61,997	(226,039)
당기법인세부채	31,286	36,122	57,221	51,481	환율변동효과	(9,049)	46,163	(17,735)	(1,807)
기타유동부채	40,150	46,734	54,573	47,493	기초현금및현금성자산	190,319	386,729	568,773	630,770
기타유동금융부채	-	150,732	190,182	162,913	기말현금및현금성자산	386,729	568,773	630,770	404,732
자본과부채총계	2,665,406	3,120,429	3,371,684	3,521,385					

Appx.2 매출원가 및 판매비와관리비 추정

원재료비 추정 매출원가								
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,926,948	2,023,296	2,229,820	2,355,500	2,873,247	2,912,358	3,276,182	3,615,024
원재료비	749,483	769,981	785,645	903,653	1,172,676	1,181,477	1,345,445	1,504,820

종업원급여 추정 매출원가						
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
종업원급여	80,553	83,312	100,961	100,877	109,785	118,457
CAPA (단위: 톤)	486,576	492,960	500,069	505,413	510,873	517,777
YoY(%)		1.31%	1.44%	1.07%	1.08%	1.35%
CapEx	138,625	126,983	125,414	110,445	138,180	138,180

종업원급여 추정 판매비와관리비								
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
직원 급여 (E)	83,816	82,772	85,186	81,131	87,112	100,953	105,143	109,530
YoY 성장률(%)		-1.2%	2.9%	-4.8%	7.4%	15.9%	4.2%	4.2%
관리직 수 (명)	553	539	505	487	493	548	548	548
1인 평균 급여액	85	88	98	93	100	110	113	116
영업직 수 (명)	608	571	539	526	486	487	487	487
1인 평균 급여액	60	62	66	68	77	84	89	94
종업원급여	227,416	227,414	237,440	219,141	234,365	246,046	256,257	266,949

Appx.3 감가상각비 추정

유형자산상각비 추정(=A+B) 및 안분								
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
유형자산상각비	(114,994)	(119,223)	(125,175)	(134,465)	(144,312)	(140,282)	(125,800)	(139,182)
건물	(16,035)	(16,721)	(18,067)	(20,386)	(23,899)	(23,140)	(20,464)	(22,194)
구축물	(953)	(948)	(916)	(901)	(1,084)	(1,068)	(909)	(1,213)
기계장치	(85,771)	(90,209)	(94,439)	(99,895)	(105,735)	(102,623)	(93,522)	(102,857)
기타의유형자산	(12,235)	(11,345)	(11,752)	(13,282)	(13,594)	(13,451)	(10,905)	(12,919)
매출원가 중 유형자산상각비	101,217	106,168	110,668	119,271	129,011	125,725	108,607	120,160
비중 (%)	85.91%	86.45%	85.41%	85.95%	86.59%	87.37%	86.33%	86.33%
판매비 중 유형자산상각비	16,601	16,636	18,900	19,490	19,977	18,170	17,193	19,022
비중 (%)	14.09%	13.55%	14.59%	14.05%	13.41%	12.63%	13.67%	13.67%

(A) 기취득 자산의 유형자산상각비 추정								
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
유형자산상각비	(114,994)	(119,223)	(125,175)	(134,465)	(144,312)	(140,282)	(112,417)	(112,417)
건물	(16,035)	(16,721)	(18,067)	(20,386)	(23,899)	(23,140)	(18,734)	(18,734)
구축물	(953)	(948)	(916)	(901)	(1,084)	(1,068)	(605)	(605)
기계장치	(85,771)	(90,209)	(94,439)	(99,895)	(105,735)	(102,623)	(84,188)	(84,188)
기타의유형자산	(12,235)	(11,345)	(11,752)	(13,282)	(13,594)	(13,451)	(8,891)	(8,891)

(B) CapEx로 발생하는 유형자산상각비 추정								
(단위: 백만 원)	2018	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	
유형자산상각비						(13,383)	(26,765)	
건물						(1,730)	(3,459)	
구축물						(304)	(609)	
기계장치						(9,335)	(18,669)	
기타의유형자산						(2,014)	(4,028)	

CapEx 추정								
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
CapEx	3,231	24,022	138,625	126,983	125,414	110,445	155,397	155,397
건물	(3,785)	555	35,105	34,317	60,536	3,763	60,536	60,536
구축물	100	65	321	153	9,239	2,933	6,086	6,086
기계장치	7,207	19,053	83,807	78,235	46,523	90,139	74,676	74,676
기타의유형자산	(290)	4,349	19,391	14,277	9,116	13,611	14,099	14,099

Appx.4 영업외손익 및 법인세 추정

법인세비용 추정

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
법인세차감전순이익	275,209	308,109	397,351	379,047	486,728	520,018	591,647	658,965
법인세비용	132,182	87,641	122,789	115,385	88,420	135,036	153,636	171,117
유효법인세율	48.03%	28.44%	30.90%	30.44%	18.17%	25.97%	25.97%	25.97%

리가켄바이오 당기순이익 컨센서스 (24.5 기준)

(단위: 백만 원)	2024E	2025E
미래에셋, 서미화	19	159
유진, 권해순	26	12
메리츠, 김준영	(15)	4
평균	10.1	58.2

이자손익 추정

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
이자손익	(10,040)	(3,700)	3,699	7,809	20,497	33,668	15,301	15,301
기말이자부자산	276,172	186,834	386,188	632,000	650,842	421,561	421,561	421,561
현금및현금성자산	184,619	164,965	367,425	550,409	609,723	365,850		
기타유동자산	15,163	18,510	13,072	18,891	16,043	22,933		
기타비유동자산	43,802	3,359	5,691	6,633	5,775	13,721		
당기손익-공정가치 측정 금융자산	32,587	-	-	39,006	-	-		
기타비유동금융자산	-	-	-	17,060	19,300	19,058		
이자수익	6,784	7,220	11,061	14,199	24,891	37,268	18,734	18,734
유효이자율 (%)	2.46%	3.86%	2.86%	2.25%	3.82%	8.84%	4.44%	4.44%
기말이자부부채	447,770	241,710	296,358	141,390	102,599	76,102	76,102	76,102
기타유동부채	62,840	50,508	40,150	46,734	54,573	47,493		
단기차입금	105,318	6,980	2,517	1,735	23,907	3,813		
유동리스부채	-	7,334	7,562	9,569	10,338	10,500		
비유동리스부채	-	17,110	16,455	13,461	13,781	14,296		
장기차입금	279,612	159,777	229,675	69,891	-	-		
이자비용	16,824	10,920	7,362	6,389	4,394	3,600	3,433	3,433
유효이자율 (%)	3.76%	4.52%	2.48%	4.52%	4.28%	4.73%	4.51%	4.51%

Appx.5 오리온 PER Band(12MF)



Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.