

2010년 11월 6일

오리온 (001800)

SELL

저는 불합격 드릴게요.

v 정체된 국내 제과 시장, 프리미엄 제품으로 돌파?

동사는 '닥터유'와 '마켓오'와 같은 프리미엄 제품을 성공적으로 출시하면서 정체된 국내 시장에서 새로운 성장동력을 발굴하였다는 평가를 받는다. 웰빙 트렌드와 함께 새롭게 성장한 프리미엄시장에서 동사는 현재 프리미엄 시장의 독보적인 존재이다. 하지만 세균 검출 등의 악재와 경쟁 상품들의 지속적인 출시는 프리미엄 제과시장의 추가적인 성장에 의문을 갖게 한다. 거침없이 상승한 곡물가 역시 동사의 수익성에 큰 부담이다.

v 중국 시장에 대한 지나친 낙관을 경계하라!

아직도 무궁한 성장 잠재력을 안고 있는 중국 시장은 분명 해외기업들에게 매력적이다. 동사 역시 일찍이 중국법인을 출자하였으며 초기 생산거점이었던 1급 해안 도시들은 이제 매출 안정화와 수익성 개선 단계에 와 있다. 향후 중국에서 개최될 국제 행사의 수혜로 인한 식품산업에 대한 성장 기대감이 한창인 지금, 그러나 동사의 중국영업 시황은 보다 객관적 분석을 필요로 한다. 영업지역 확대에 따른 지속적인 판관비 지출 및 투자부담, 로컬 및 해외 경쟁자로 인한 경쟁이 심화되고 있기 때문이다.

v 베트남과 러시아, 새로운 성장동력?

동사는 초코파이를 주력으로 베트남과 러시아에 진출하여 괄목할 만한 외형성장을 이루었다. 하지만 러시아 법인은 지속적인 적자 상태이며, 베트남 법인의 경우 매출 및 수익성이 상승하고 있으나 동사의 지분법이익에 미치는 영향은 크지 않다. 본격적인 수익 창출에는 아직 시간이 더 필요하다.

v 스포츠토토의 수익성은 지속적으로 하락 중!

동사가 66.64%의 지분을 보유하고 있는 스포츠토토는 Cash Cow 역할을 꾸준히 수행하고 있다. 하지만 수익배분율은 지속적으로 하락하고 있고, '12년 재계약에 실패할 가능성을 배제할 수 없기 때문에 보수적으로 바라볼 필요가 있다.

적정주가:	263,131원
현재주가:	401,500원 (11/5 기준)
하락여력:	34.5%

시가총액	23,945억 원
ROE	21.73%
ROA	0.09%
영업이익률	11.12%
배당수익률	0.7%
P/E Ratio	64.52
P/B Ratio	5.09

주요주주:	
이화경(외 9인)	31.25%
국민연금관리공단	7.07%
외국인취득률	31.39%



리서치 5팀
 팀장 : 송종은
 팀원 : 원철진
 윤희승
 이아네스
 조창현

I. Intro

동사에 대한 시장의 높은 기대감

동사의 주가는 '10년 8월에 연초 최저점 대비 최고 78% 가량 상승했으며, 현재도 68% 가량 상승한 상태를 유지하고 있다. 이는 음식료 업종 및 필수소비재 평균보다 크게 상회하는 수준으로서, 동사의 역량과 성과에 대한 시장의 기대와 관심이 그만큼 높은 수준이라는 것을 의미한다.

글로벌 제과업체로 한발 먼저 도약?

동사가 주목 받는 이유 중 하나는 선구적인 해외 진출이다. 동사는 성장이 둔화된 국내 제과시장의 한계를 극복하기 위해 일찍부터 해외 시장에 진출하여 새로운 성장동력을 찾으려 노력해왔다. '74년부터 꾸준히 사랑 받아 온 '오리온 초코파이'를 바탕으로 '95년 12월 중국 시장에 Orion Food Co.를 설립한 후, 중국 상해('97년), 러시아('03년), 베트남('05년)에 연이어 진출하면서 글로벌 제과업체로서의 면모를 갖추었다.

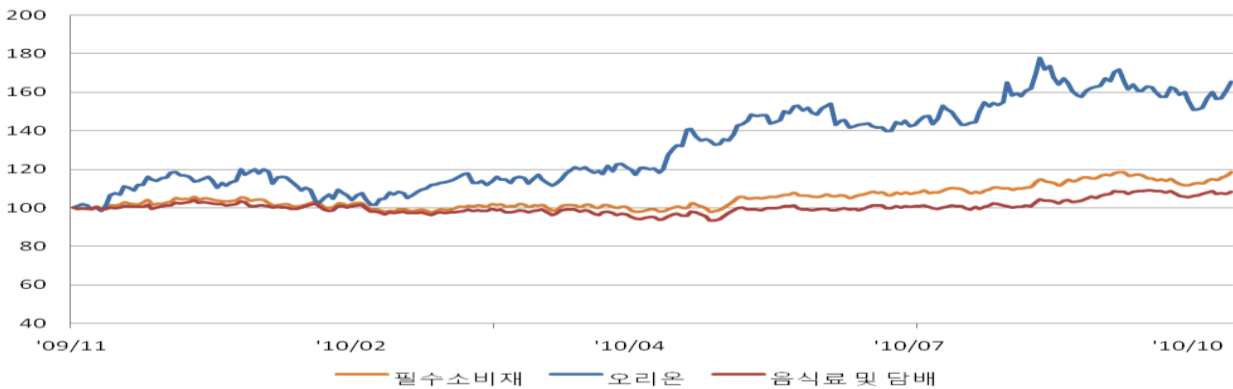
정체된 국내 제과시장, 새로운 성장동력 발굴?

프리미엄 제품군의 출시를 통한 신성장동력 발굴은 국내시장 측면에서도 동사에 대한 기대감이 한층 높아지는 계기가 되었다. 국내 제과 산업은 인구의 노령화로 인한 아동 수 감소, 웰빙 트렌드로 인한 건강에 대한 관심 확대 등으로 고전을 면치 못하고 있는데, 동사는 이에 적극적으로 대응하여 '08년 프리미엄 제품 '닥터 유와 마켓 오'를 연이어 출시하면서 새로운 성장성을 발굴하였다는 평가를 받고 있다. 제과 사업에 집중하기 위하여 사업 불확실성이 제기되던 국내 자회사(온미디어 등)를 매각한 것 또한 주가 상승의 한 요인이라고 평가된다.

과연 정당한 수준인가?

그러나 성장이 정체된 국내 제과시장, 여전히 투자가 지속되고 경쟁은 치열해지고 있는 중국 제과시장, 아직 손익분기 수준에 머물고 있는 베트남과 러시아 시장을 생각해 보았을 때 동사의 현재 주가는 과도한 수준이 아닐까? Research Team 5는 시장 별로 동사의 긍정적인 전망 및 한계점에 대하여 살펴보고 현재 주가 수준의 타당성에 대해 의견을 제시하겠다.

그림 1. 연관 섹터 대비 동사 주가 추이



출처: FnGuide, Research Team 5

II. 산업소개 - 제과산업

1. 제과산업이란?

1.1. Q의 정체

국내 인구 증가세 둔화와 소비 트렌드 변화로 출고량 정체

필수 소비재 성격을 갖는 제과 산업은 인구 증가세, 소비 트렌드 등에 영향을 받는다. 하지만 최근의 국내 인구 증가세 둔화와 웰빙 트렌드에 맞물려 제과 업체의 국내 출고량 자체는 2005년 이후 추세가 둔화되고 있는 실정이다. 따라서 국내 제과 업체들은 더 많은 수요를 찾아 해외로 진출하고 있다.

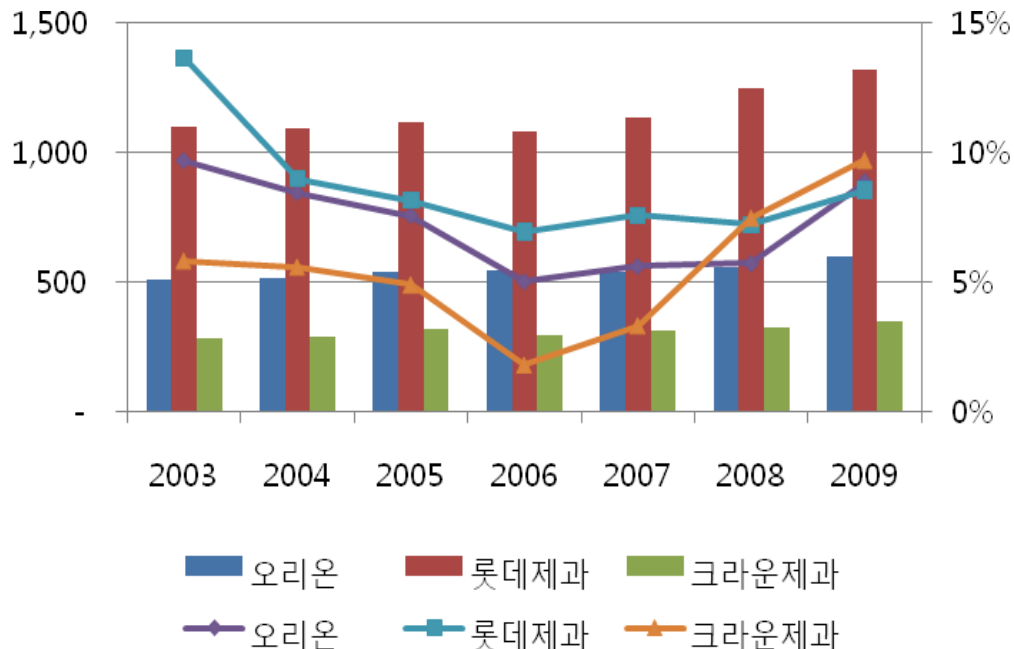
1.2. P의 상승

개당 가격의 상승으로 매출액은 전반적으로 상승 중

제과 출고량 자체가 정체상태를 겪으면서 시장이 포화상태에 이르자 국내 제과업체들은 개당 가격을 올리는 전략으로 매출액 상승을 이끌어왔다. 과거 IMF 시기 다른 산업들의 위기와 달리 제과 산업은 원재료 가격 상승을 제품 가격 인상으로 대응하며 버텼다. 제과 산업은 그 특성상 다른 음식료 소재 산업과 다르게 한 번 인상한 가격을 낮추지 않을 수 있고, 가격이 납득할 정도 만 올라도 매출은 꾸준히 유지되는 필수소비재적 성격을 갖고 있어 정체된 출고량에도 꾸준한 매출 상승을 이끌 수 있었다.

그림 2. 매출액/영업이익률 추이

(단위: 억 원, %)



출처: 각 사 사업보고서, Research Team 5

1.3. 성장성 보다는 수익성을 보자.

매출액의 성장성은 글썄,
수익성이 Key Word

앞서 말한 것처럼 국내 제과 업체는 Q의 정체와 P의 상승으로 지속적인 매출액 상승을 유지할 수 있었다. 하지만 제과 산업의 특성상 P를 큰 폭으로 상승시키기 힘들기 때문에 전체적인 매출은 폭발적으로 증가하기 어렵다. 따라서 국내 제과 산업의 키워드는 성장성이 아닌 수익성에 있다.

1.4. 국내 제과 산업의 Key Factor(수익성 측면)

수익성의 Key Factor

따라서 제과 산업을 예측하기 위한 Key Factor는 결국 수익성과 관련한 지표들일 수밖에 없다. 음식료 업종의 가장 큰 비용 변수는 주요 원재료인 곡물가격과 마케팅 비용이다. 곡물가격은 곡물 생산 업체에서 음식료 업체들에게 최종적으로 제공되는 곡물 수입 오퍼가격을 의미하는데 이는 환율, 운임지수 등에 영향을 받는다. 또한, 마케팅 관련 판관비 역시 제과 업체들의 수익성에 영향을 미치는 중요한 요소이다

- 1. 곡물가격
- 2. 마케팅 비용

2. 이렇게 번 돈으로 뭐해?

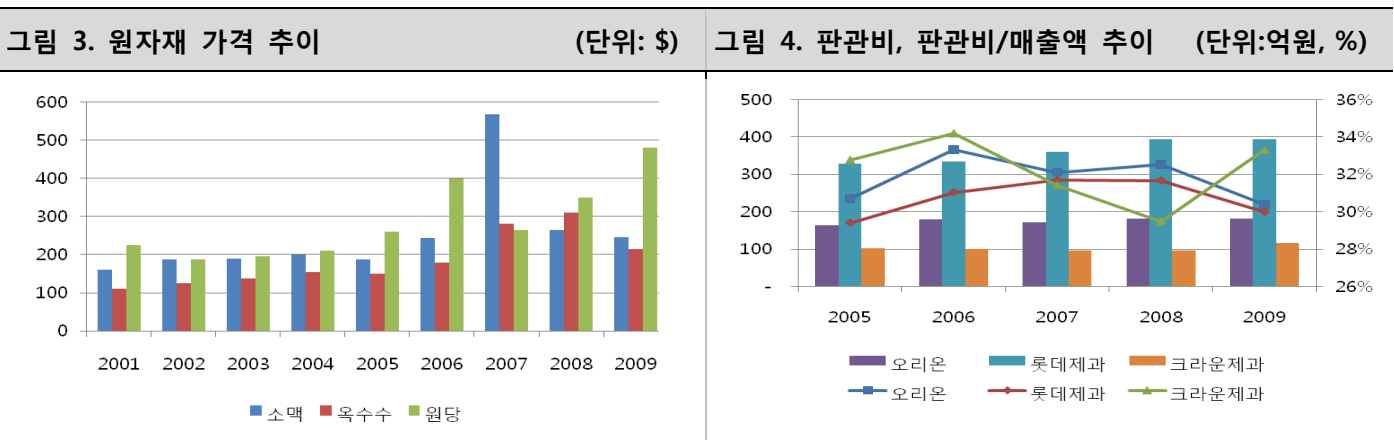
안정적인 현금흐름을 바탕으로 다양한 분야에 사업다각화

이처럼 제과 업체들은 폭발적인 매출 성장은 기대하기 힘들지만, 지속적인 매출을 기록하며 안정적인 현금흐름을 보여준다. 때문에 국내 제과 업체들은 안정적인 현금을 바탕으로 사업다각화 목적으로 다양한 산업에 진출했다. 제과 산업과 비슷한 성격의 외식 업체뿐만 아니라 복권산업이나 문화산업 등 다양한 분야에 투자하며 새로운 성장 동력을 갖기 위해 노력한다.

3. 최근 제과 산업의 트렌드

내수: 고부가가치 제품
수출: 신흥 국가 진출

앞서 소개했듯이 제과 산업의 내수시장은 포화된 상태이다. 이에 국내 제과업체들은 수익성이 좋은 고부가가치 제품을 제공함으로써 새로운 매출 성장을 꾀하고 있다. 고정된 수요에 ASP의 증가는 새로운 성장 동력이 될 수 있기 때문이다. 여기에 내수 시장만으로는 한계가 있다고 판단한 국내 제과 업체들은 해외 시장 개척을 통해 성장동력을 얻고 있다. 특히 중국, 러시아 등 신흥 성장 국가들에 적극적으로 진출하며 최근은 어느 정도 가시적인 매출을 기록하고 있는 상황이다.



출처: Infomax, Research Team 5

출처: 각 사 사업보고서

III. 기업소개 - 오리온

1. 기업 소개

동사의 매출 비중

동사는 1956년에 설립된 국내의 대표적 제과업체이다. 동사의 제품으로는 비스킷, 파이 등이 있고 '포카칩', '오감자' 등의 스낵은 상품으로 판매한다. 전체 매출 중 동사가 직접 생산에 판매하는 파이 등의 제품은 2010년 기준 전체 매출의 62.5%를 차지하고 있고, 상품 매출은 36.9%정도이다. 식품 산업의 특성상 해외 매출은 수출이 용이하지 않아 두 매출의 대부분은 내수에 집중되어 있다.

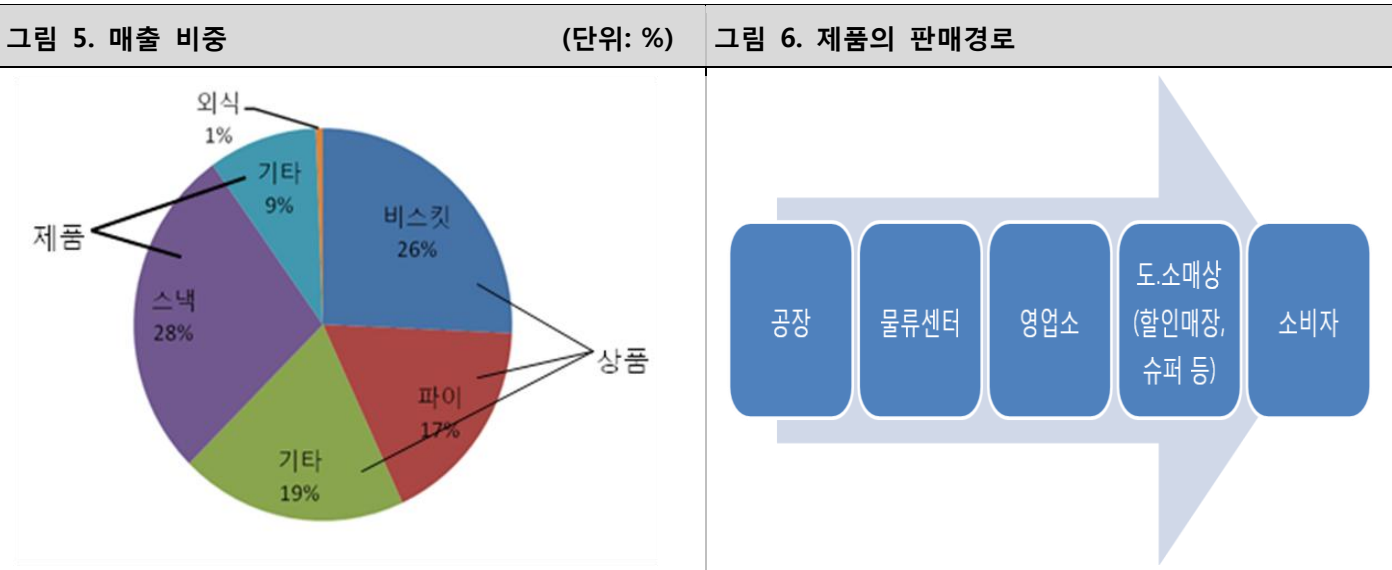
동사 제품의 유통 경로

동사의 제품은 공장에서 생산된 후, 물류센터와 영업소를 거쳐 도소매상에게 판매된다. 여기서의 도소매상은 소비자들에게 전달되기 바로 전단계로 우리가 흔히 알고 있는 할인매장이나 편의점이 그것이다. 이 중 도소매상 매출은 주요 할인매장과 슈퍼에 집중되어있다. 그리고 그 밖의 도매상, 편의점 등에 약 18%의 매출을 기록하며 다양한 매출처를 갖고 있다.

2. 동사의 기존 전략(다각화)

온미디어, 와이즈온, 미디어 플렉스 등 다양한 산업으로 다각화 시도

동사는 높은 현금 창출력을 기반으로 제과 산업 외에 다양한 산업에 뛰어 들었다. 과거 1995년 온미디어의 전신인 '오리온 카툰 네트워크'를 개국하고 1997년 대우 그룹의 DCN을 합병한 뒤 투니버스로 개명했다. 이후 여러 인수합병을 거쳐 2000년 온미디어라는 케이블 방송사를 운영하게 된다. 이 뿐만 아니라 '베니건스'로 대표되는 외식업 계열사 '와이즈온'을 시작했고, 메가박스라는 영화상영관을 운영하기도 했다. 아울러 2003년에는 타이거풀스로부터 체육복표사업체인 스포츠포트를 인수했고 쇼박스로 대표되는 영화 유통업체인 미디어플렉스를 인수하기도 했다.



출처: 사업보고서

출처: 동사 IR자료

그 성공은 글썄?

이처럼 동사는 제과산업과 관련성 있는 식품산업, 외식산업뿐만 아니라 미디어, 복권 산업 등 다양한 사업에 진출하면서 사업다각화를 꾸준히 시도했고 새로운 성장동력을 찾기 위해 노력했다. 그렇다면 동사의 이러한 사업다각화는 성공적이었을까?

3. 동사의 새로운 전략(사업 집중)

수익성이 좋지 않았던 동사의 다각화 전략 > 제과 사업 집중!

하지만 동사의 이런 사업 다각화 전략은 큰 빛을 보지 못했다. 외식업체인 라이즈온은 누적 적자가 450억원에 이르는 등 기업 부실이 심했고, 미디어 업체인 온미디어 역시 2006년, 2007년 이후 정부의 규제와 동사의 투자에 의한 비용 증가로 수익성이 악화되고 있는 실정이었다. 이에 동사는 수익이 나지 않는 계열사들을 모두 매각하고 본업인 제과 사업에 집중하고 있다.

내수 - 프리미엄 제과 시장 선점

동사는 성장성이 둔화된 국내 제과산업을 공략하기 위해 프리미엄 제과 제품을 선보였다. 새로운 마켓을 개척하고 수익성이 좋은 제품을 공급함으로써 새로운 성장동력으로 삼고자 하는 전략이었다. 이에 동사는 2008년 '마켓오'와 '닥터유'를 잇달아 발표하며 프리미엄 제과 부문을 선점했고, 2009년까지 프리미엄 제품의 매출도 꾸준히 증가했다.

국외 - 중국, 베트남, 러시아 진출

아울러 동사는 신흥시장에 적극적으로 진출했다. 1995년 중국 내 동사의 공장을 세우면서 시작한 중국 진출은 지금까지 지속되었고 최근에는 가시적인 효과도 나타나고 있다. 2009년에는 전년 대비 63% 정도의 매출 상승을 기록하기도 했다. 중국 등 아시아에 성공적으로 진출한 동사는 향후 동유럽까지 진출을 계획하고 있다.

동사의 해외 법인

또 동사는 현재 중국에 Pan Orion을 비롯해 5개, 베트남에 2개, 러시아에 2개의 해외 법인을 갖고 있다. 이 중 동사가 가장 집중하고 있는 중국 법인은 Pan Orion 법인을 지주로 구성되어있고 5개 법인의 생산라인을 합치면 35개에 달한다. 베트남과 러시아 법인에서도 최근 라인을 정리하여 본격적인 해외 시장 공략을 준비하고 있다.

그림 7. 동사의 다양한 사업다각화



출처: 동사 IR자료

4. 재무분석

훌륭한 현금 창출력

동사는 앞서 설명한 것처럼 현금 창출력이 좋은 기업이다. 동사가 속한 음식료 업종은 장치 산업의 일종으로 초기 Capex에 대한 부담이 큰 반면, 시장을 주도하는 20~30년 이상 된 기업들은 초기 투자에 대한 감가상각이 거의 완료 되고 현재는 풍부한 현금 흐름을 유지하고 있다.

해외 사업 확대와 사업 다각화로 투자자산과 부채가 증가

또 이렇게 풍부한 현금을 바탕으로 기업소개 3에서 소개했듯이 다양한 분야의 사업에 진출하고 있다. 2005년 이후로는 해외사업 확대와 메가마크 설립 및 스포츠토토 인수 등 많은 투자로 현금 유출과 부채 증당이 많아지고 있는 상황이다.

제과 산업 트렌드를 선도하는 동사, Top Pick이 아닐까?

앞서 살펴보았듯이 동사는 변화하는 국내 제과 산업의 트렌드를 선도하는 기업임에 틀림없다. 1) 성장이 둔화된 내수시장에는 프리미엄 제품으로 새로운 기회를 창출하고 있고, 2) 성장여력이 풍부한 해외 시장에 적극적으로 나서고 있는 상황이다. 그리고 리스크 요소로 평가되던 3) 수익성이 안 좋은 자회사 역시 과감하게 정리하면서 동사의 성장 동력을 배가시키고 있다. 이 정도면 분명 Top Pick이 아닐까? 아래에서는 국내, 해외 시장, 그리고 자회사의 현재 상황에 대하여 살펴보고, 긍정적인 요인 및 한계점에 대해 살펴보도록 하겠다.

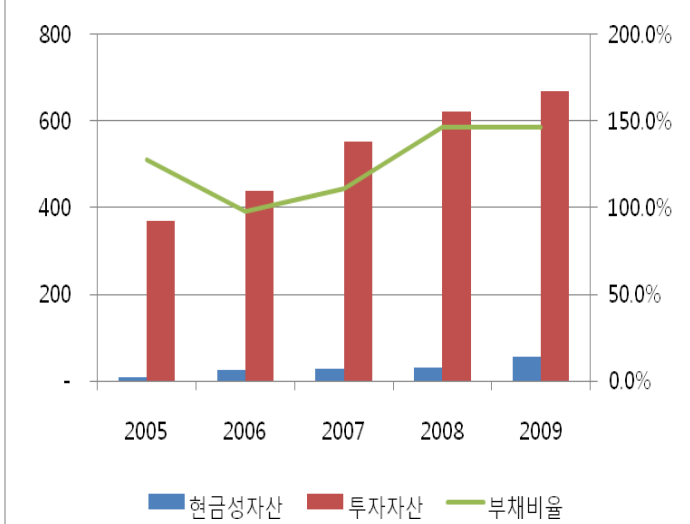
그림 8. 동사 해외 사업장 현황



출처: 사업보고서, Research Team 5

그림 9. 안정성 추이

(단위: 억 원, %)



출처: 동사 IR자료, Research Team 5

IV. 정체된 성장성, 프리미엄 제품으로 극복?

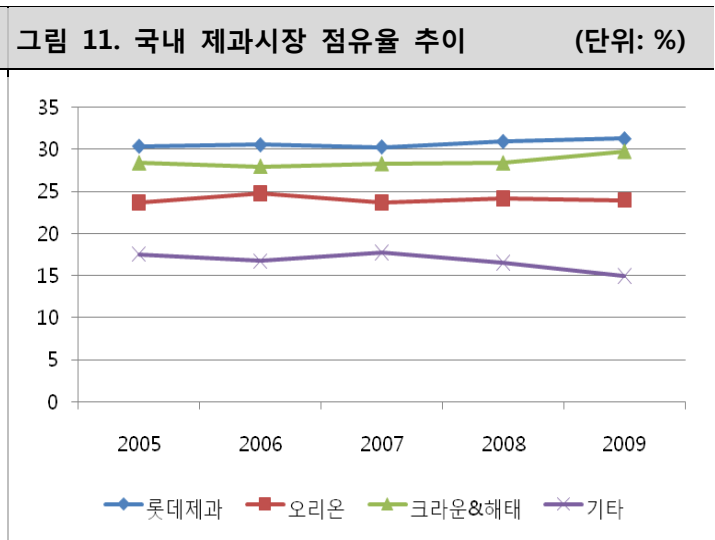
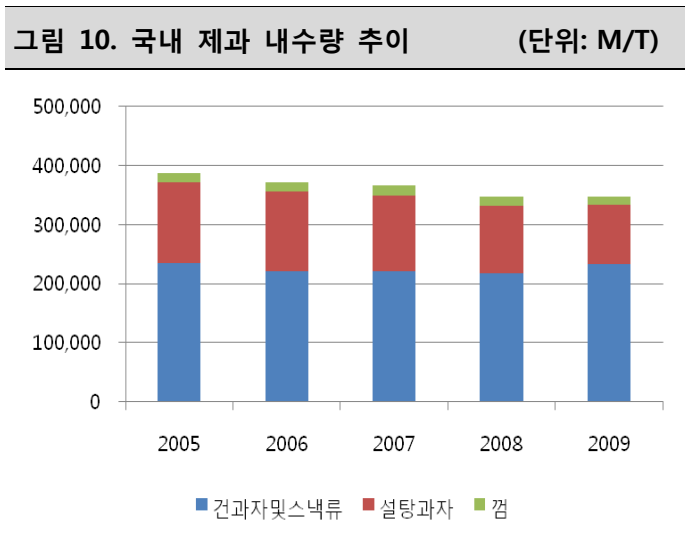
1. 국내 제과시장은 이미 성숙기

국내 제과시장은
성숙시장

국내 제과시장은 건강을 중시하는 웰빙 트렌드 및 지속적인 저출산 등 인구학적 요인으로 인해 오랜 기간 성장이 정체된 상태이다. 2000년대에 들어와 성장세가 점점 줄어들더니 2005년 이후로는 마이너스 성장을 계속하고 있다. 올해 상반기 경기회복으로 인한 소비심리 회복 및 작년 기저효과로 인해 시장이 약간 성장하였지만, 단기적인 현상으로 그칠 가능성이 높아 보인다.

각각의 스테디셀러를
통한 점유율 유지

국내 제과시장은 지속적으로 과점 시장의 형태를 띠고 있었으며, 2005년 크라운제과가 해태제과를 인수한 이래 롯데제과, 동사, 크라운&해태 제과 등 3개 업체가 경쟁하고 있다. 각각의 회사는 경쟁적으로 신규 제품을 출시하고 있지만, 몇몇 스테디셀러 과자들이 높은 매출비중을 차지하는 국내 제과시장의 특성상 시장 점유율은 크게 변하지 않고 있다. 최근 크라운제과의 해태제과 인수 효과가 본격화되면서 업계지도가 조금씩 변하려는 추세에 있지만, 큰 폭의 점유율 변화는 없을 것으로 보인다.



출처: 통계청, Research Team 5

출처: 각 사, Research Team 5

2. 제과시장의 새로운 성장동력 - 프리미엄 제과

웰빙 프로젝트
“닥터유, 마켓오”

동사는 외형적인 성장이 제한적인 제과시장에 대한 해법으로 제품의 프리미엄화를 지속적으로 준비해왔다. 2001년부터 시작된 5단계 프로젝트는 제품 전반에 걸쳐 지속적으로 트랜스지방, 포화지방산 저감화를 시도해왔고, 이를 통해 소비자들에게 웰빙 제품이란 이미지를 지속적으로 포지셔닝했다. 2008년 1월 성장기의 아이들을 대상으로 '영양밸런스를 맞춘 건강한 과자'라는 컨셉으로 닥터유를 출시해 업계 최초로 프리미엄 제과 시장에 진출했고, 이어서 12월 합성첨가물을 전혀 넣지 않은 '자연이 만든 순수한 과자' 컨셉으로 마켓오를 출시했다.

웰빙식품 트렌드를 타고 급성장

시장 상황도 긍정적이었다. '08년 9월 중국산 분유에서 시작된 이른바 '멜라민 파동'은 식품업계의 지도를 완전히 뒤바꿔 놓았다. 일부 과자에서 멜라민이 검출되면서 사회적으로 안전한 식품에 대한 관심이 급증하였고, 소비자들은 다소 비싼 가격을 치르더라도 건강에 좋은 과자를 찾기 시작하였다. 오랫동안 웰빙 제품을 준비해온 동사는 프리미엄제과 시장의 성장과 함께 웰빙 트렌드의 수혜를 입었다. 동사는 프리미엄 제과 시장 개척의 선점효과를 누림과 동시에 지속적인 제품 라인 확장으로 '09년 프리미엄 제품 매출 1,000억 원을 달성하였으며, 그 비중은 전체의 약 20%까지 상승하였다.

경쟁사들의 잇따른 진입과 실패

잇따른 경쟁사들의 프리미엄제품 출시 또한 실패로 돌아갔다. 업계 1위의 롯데제과는 마더스핑거, 크라운&해태제과는 후레쉬스토리, 뷰티스타일, 슈퍼푸드클럽 등의 제품을 출시하였다. 하지만 이들은 하나같이 동사의 선전에 자극 받아 성급하게 출시한 제품들로서 준비 자체가 미흡했고, 기존의 동사 제품과 차별화에 실패하면서 시장의 주목을 끌지 못하였다. 결국 대부분 시장에서 철수하거나 규모를 축소했고, 동사는 프리미엄 제과 시장의 독보적인 선도업체로 선점효과를 톡톡히 누리고 있는 상황이다.

그림 12. '건강'한 과자 닥터유 그림 13. '순수'한 과자 마켓오 표 1. 비/프리미엄 제품간 가격 비교



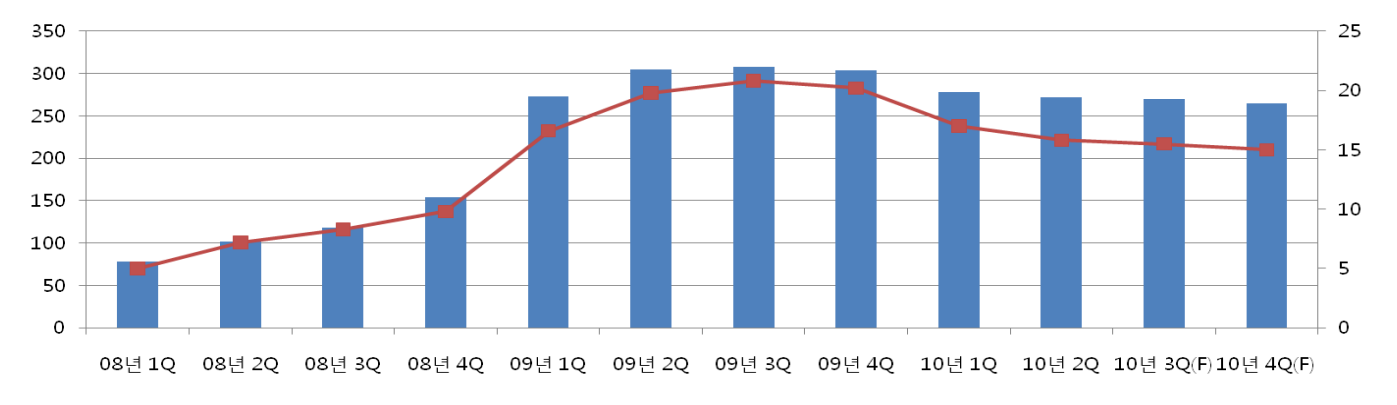
카테고리	구분	제품명	가격	용량(g)	g당 가격
파이류	프리미엄군	마켓오 리얼브라우니	4200	140	30
		닥터유 통밀케익	2500	168	14.9
비프리미엄군		닥터유 튀기지않은도넛	3980	224	17.8
		오리온 초코파이	3690	630	5.9
		오리온 오뜨	2380	240	9.9
스낵류	프리미엄군	롯데 카스타드	3880	460	8.4
		닥터유 식이섬유라이스칩	2000	104	19.2
비프리미엄군		마켓오 순수감자프로마즈	1970	85	23.2
		농심 새우깡	1200	180	6.7
쿠키류	프리미엄군	크라운 콘칩	1980	166	12
		닥터유 칼로리바	3990	112	35.6
		닥터유 골든키즈 임실치즈	2240	62	36.1
비프리미엄군		크라운 초코산도	1580	161	9.8
		해태 예이스	1990	364	5.5

출처: 오리온

출처 : 오리온

출처: 이마트몰, Research Team 5

그림 14. 동사 프리미엄 제품의 매출액 & 비중 추이 (단위 : 억 원, %)



출처: 오리온, Research Team 5

3. 앞으로의 성장세는 미지수

첨가물 없지만
세균은 있다?

그럼에도 불구하고 앞으로도 프리미엄 제과 시장이 지속적으로 성장할 것인가에 대해서는 의문이다. 프리미엄 제품은 가격이 일반 과자의 2~3배에 달하지만, 소비자들에게 그 만큼의 가치를 되돌려준다는 믿음을 주면서 신뢰를 얻을 수 있었다. 하지만 '09년 '닥터유' 제품의 멜라민 검출 소동에 이어서 올해 초 '마켓오' 신제품에서 기준치 이상의 세균이 검출되어 제품 전량을 회수하는 사태가 발생하면서 제품의 신뢰에 큰 타격을 입었다. 실제로 동사의 프리미엄 제과 매출 규모는 '09년을 정점으로 하여 올해 1, 2분기에 축소되었으며, IR에 의하면 3분기 실적도 기대 이하의 수준이라고 한다.

이번에는 준비된
경쟁자가 온다

경쟁사들의 도전 또한 계속되고 있다. 롯데제과는 올해 8월 말 오피스레이디를 타겟으로 한 신제품 'B:meal'을 출시하였고, 출시 2달 만에 월 평균 15억 원의 매출을 보이고 있다. 크라운&해태제과도 기존 프리미엄 제품의 철수 이후 신제품 개발에 역량을 집중하고 있어 '11년 초 새로운 프리미엄 제품을 출시할 계획에 있고, 농심도 제과 부분에서 프리미엄 제품을 선보일 계획이라고 한다. 동사의 프리미엄 제과 시장에 대한 선점효과가 무시할 수 없는 수준이기는 하지만, 경쟁사의 지속적인 제품 출시에 따른 매출 감소와 비용의 증가는 피할 수 없을 것으로 보인다.

4. 국내시장 결론 - 수익성 악화는 피할 수 없는 수순

결코 밝지 않은
프리미엄 시장 전망

동사는 성숙단계의 국내 제과시장에서 '프리미엄 제과'라는 새로운 성장동력을 발굴함으로써 괄목할만한 매출 신장과 수익성 강화를 이뤄냈다. 스테디셀러의 판매도 여전히 높고, 프리미엄 제과 시장에서의 선점효과로 인해 지속적인 수익 창출이 가능할 것으로 보인다. 하지만 시장 상황을 객관적으로 바라볼 때, 앞으로의 지속적인 성장 가능성에 의문이 드는 것도 사실이다. 올 상반기 프리미엄 제과 시장은 세균 검출 등의 악재로 인해 실제로 주춤했고, 품질에 대한 신뢰도에 타격을 입은 상태이다. 또한, 꾸준한 경쟁 제품의 출시로 미루어 볼 때, 프리미엄 제과 시장을 동사의 추가적인 성장 동력으로 판단하는 데는 무리가 있다.

그림 1. 소맥가격 및 영업이익률 변동 추이 (단위 : T/USD, %)

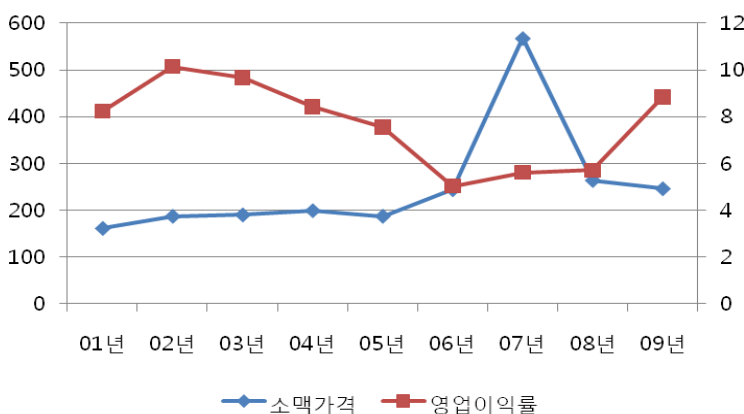


그림 2. 올해 소맥가격 상승 추이



출처: 한국수입업협회, 오리온, Research Team 5

출처: Infomax

<p>곡물가 하락으로 인한 영업이익률 상승 ('07년~'10년 반기)</p>	<p>'07년 이후 동사의 영업이익률이 지속적으로 상승한 요인에는 프리미엄 과자 비중의 확대에 따른 ASP 상승도 있었지만, 주 재료인 곡물가의 하락이 큰 비중을 차지했다. 제과업체의 경우 곡물가 상승 시 제품 가격을 인상하는 반면, 곡물가 하락에 따른 가격 인하는 소극적이기 때문에, 곡물가가 하락함에 따라 수익성이 좋아지는 수익구조를 가지고 있다. 실제로 '07년 이후 곡물가는 올 상반기까지 35% 가량 하락하였으며, 이 기간 영업이익률은 '07년 5.6%에서 '10년 반기 11%까지 증가하였다. 특히 올 상반기 프리미엄 과자 비중 축소에도 불구하고 영업이익률이 9%에서 11%까지 상승하였는데, 이는 대부분 곡물가 하락에 따른 매출원가 감소에서 기인한 것으로 보인다.</p>
<p>상승세로 돌아선 곡물가는 동사에 부담</p>	<p>하지만 올해 하반기부터 곡물가가 폭등하기 시작하여 현재는 다시 저점 대비 40% 가량 상승한 상태이다. 국제 곡물가의 경우 3~6개월 이후 원가에 반영되며, 동사의 경우 공급업체와 연 단위로 계약을 체결하기 때문에 내년 상반기부터 본격적으로 곡물가 상승에 대한 압박을 받을 것으로 보인다. 실제로 IR에 의하면 동사의 주 공급처인 CJ제일제당과 삼양사의 출고가 인상이 내년 초로 예정되어 있어 동사의 수익성 악화는 피할 수 없을 것으로 보인다. 더군다나 세계적 이상 기후에 따른 곡물생산량 감소가 장기화될 것으로 예측되고 있어 동사에 장기적인 부담이 될 것으로 보인다.</p>
<p>국내시장 결론</p>	<p>살펴본 것과 같이 프리미엄 시장의 위축과 경쟁 심화, 그리고 올 하반기의 급격한 곡물가 상승에 따른 동사의 부담 가중 등으로 인해 동사의 국내 시장 전망은 그리 밝지 않은 상황이다. 그러나 IR에 의하면 동사는 '10년 상반기에 보인 동사의 매출 호조가 하반기까지 꾸준히 이어질 것으로 예상하고 있으며, '10년 평균 영업이익률 및 차후 동사의 국내 영업이익률은 '09년 영업이익률 8.8%보다 상승한 10% 정도로 전망하고 있다. 밸류에이션 파트에서는 국내 시장 매출액 및 영업이익률 반영 시 동사가 전망하는 수치를 최대한 긍정적으로 반영함으로써 동사의 적정 주가를 계산하도록 하겠다.</p>

V. 중국 시장의 폭발적 성장?

성장하는 중국시장으로의 한발 앞선 진출

1. 중국진출 현황

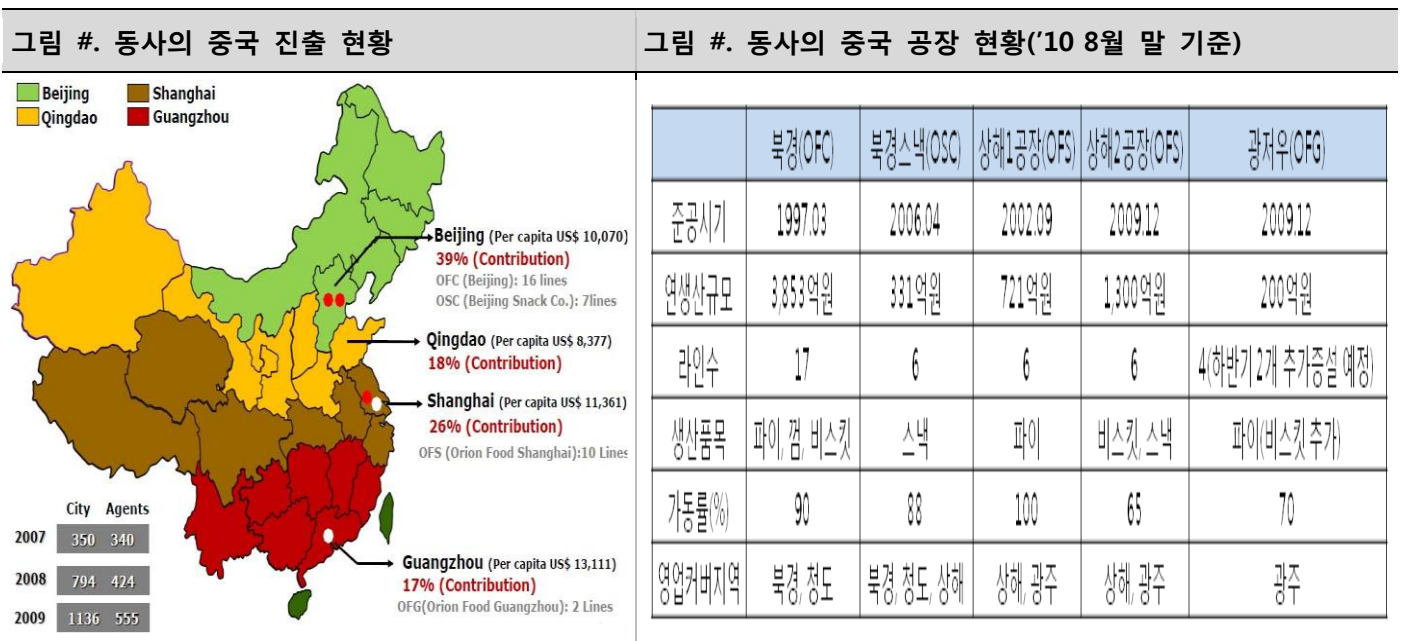
중국의 제과제빵사업은 전체 국민소득이 향상되고 도시화가 진작됨에 따라 빠르게 성장하고 있다. 개혁개방과 WTO 가입 이후 홍콩, 대만을 비롯하여 외국 제과기업들의 투자가 늘어난 것도 제과제빵의 성장에 기여하는 요인이다. 중국시장의 가능성을 주시 하던 동사는 '92년 시장조사에 착수하여 '93년부터는 주력상품 '초코파이'의 수출과 TV 광고를 시작하여 시장진입의 기반을 마련한 뒤 '95년에 현지법인을 설립하였다. '97년에는 허베이성 랑방에 단독투자로 생산공장을 설립하면서 본격적인 현지 생산이 시작되었으며 상대적으로 소득이 높은 북경, 상하이 등 해안지역을 중심으로 생산공장을 건설하여 현재는 북경, 상하이, 광저우에 총 5개의 공장을 운영 중이다.

현지화 전략 1
: 독자적 마케팅

현지법인 출자 이후, 동사는 중국진출 전략의 일환으로 마케팅, 생산, 유통 분야에 걸친 꾸준한 현지화를 시도해 왔다. 마케팅 측면에서는 기업 '오리온'보다는 중국 브랜드 '하오리우'에 대한 홍보를 통해 인지도와 신뢰를 높이는 방식으로 시장에 파고들었으며, 중국 법인 독자적으로 마케팅 전략을 수립해 시행하고 있다.

현지화 전략 2
: 맞춤형 생산

생산 측면에서는 현지 R&D 센터를 설립하여 중국시장에 적합한 제품을 생산과 신제품 개발을 진행한다. 주력상품인 파이뿐 아니라 껌, 스낵, 비스킷 별로 연구원을 두고 중국인들의 입맛에 맞는 제품 확보에 힘쓴 결과 제과시장 성장의 수혜를 받아 매출을 견인할 다양한 제품들의 포트폴리오를 완성하였다. 이는 중국에 진출해 있는 여타 해외 제과업체들이 한가지 종류의 제품으로 승부하고 있는 것과 차별화되는 강점이다.



출처: 동사 IR 자료

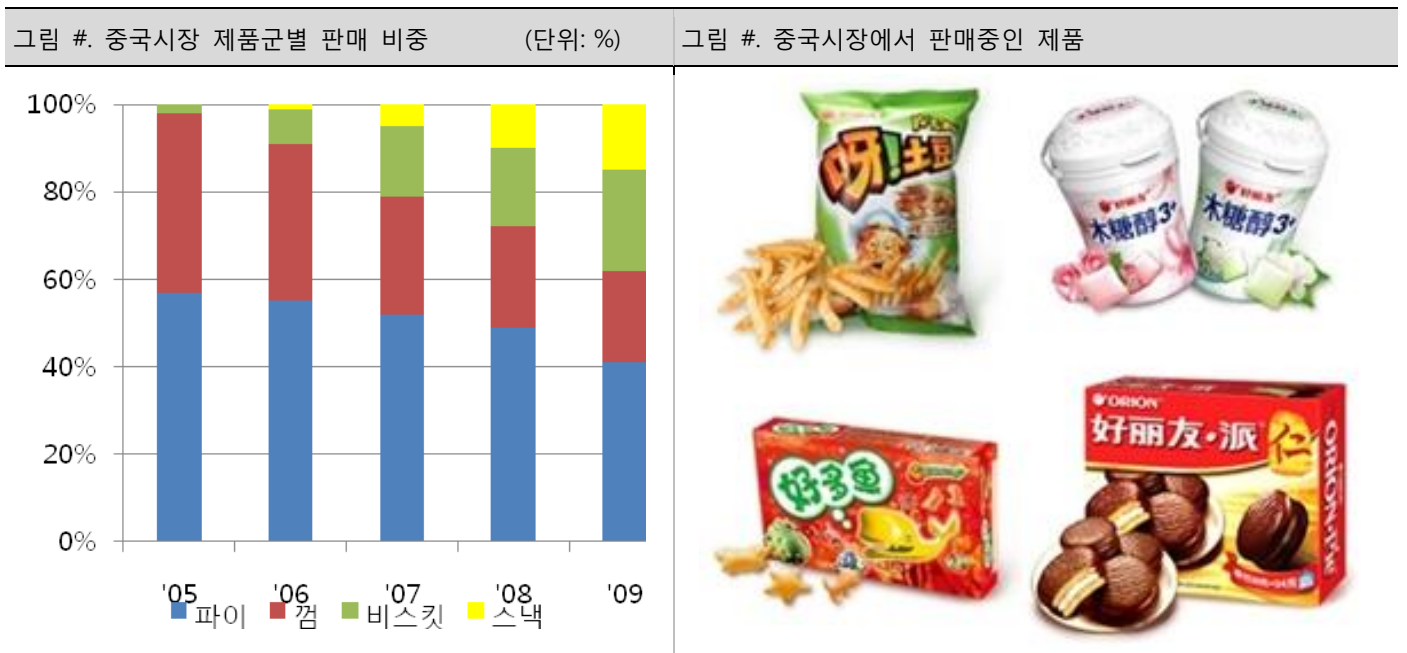
출처: 동양증권증권, Research Team 5

현지화 전략 3
: 대리인 유통

유통 측면에서는 내륙도시, 여타 소도시들의 인프라가 부족한 시장의 특수성을 고려해 진출 도시 별로 2~5명의 대리상을 두고 간접판매방식으로 유통하고 있다. 총 생산량의 90%가 대리상을 통해 대형 슈퍼마켓부터 중소도시까지 전달되고 10%만을 직접 판매하는데, 다국적 기업들이 중국 진출시 겪는 진입장벽 중 하나가 유통망 확보의 어려움이라는 것을 고려하면 동사의 유통방식은 효과적인 현지화 전략이라 할 수 있다.

품질의 우수성을 반영하는 중국내 브랜드 인식

동사는 마케팅, 생산, 유통의 현지화를 통해 자연스럽게 중국시장에 진입하는 와중에 품질 면에서는 로컬제품대비 우수한 이미지를 확보하는 데에 성공하였다. 브랜드 이미지 제고를 위해 100% TV광고만을 실시하고, 소비자들의 욕구를 충족시키기 위해 마케팅, 개발 등의 비용을 꾸준히 투자한 덕분이다. 외부원인도 있다. 중국산 식품의 안전성에 대한 우려, 중국 소비자들의 평균소득과 구매력의 증가가 고품질 브랜드에 대한 수요를 증가시켜 프리미엄 브랜드라는 오리온의 포지셔닝 전략에 긍정적 영향을 미치고 있다. 모던 프리미엄을 택한 중국 오리온의 전략이 달성되었는가의 여부는 CCTV 와 인민일보에서 실시하는 중국내 브랜드 인지도 조사에서 오리온이 제과부문 1위를 7년째 이어가고 있고, 오리온에 대한 소비자들의 인식이 맛있다, 품질 좋다, 비싸다 등이라는 설문 결과를 통해 뒷받침된다.



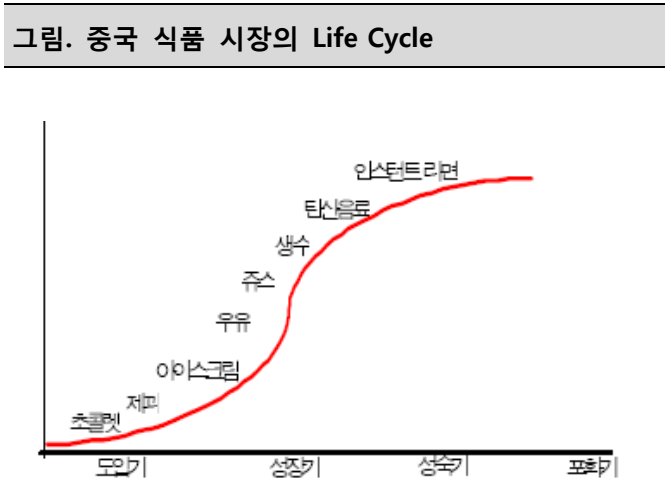
출처: 동사 IR 자료

출처: 동사 중국 홈페이지

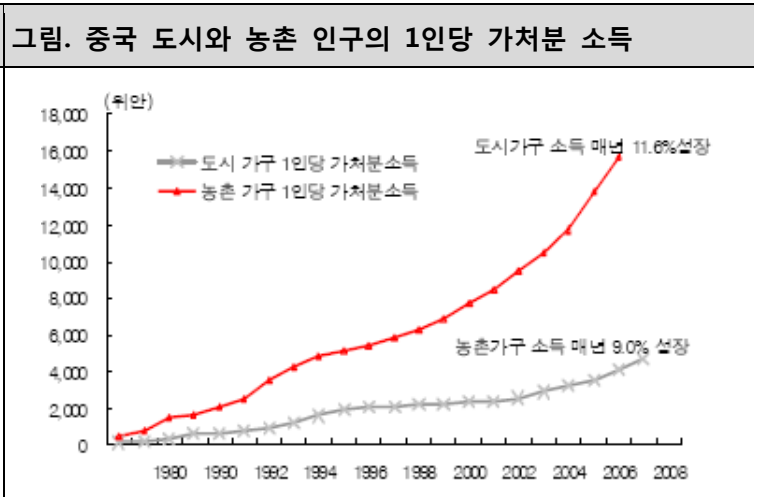
2. 중국 사업에 대한 긍정적 전망

과자소비동향을 통해 알 수 있는 중국시장의 성장 잠재력

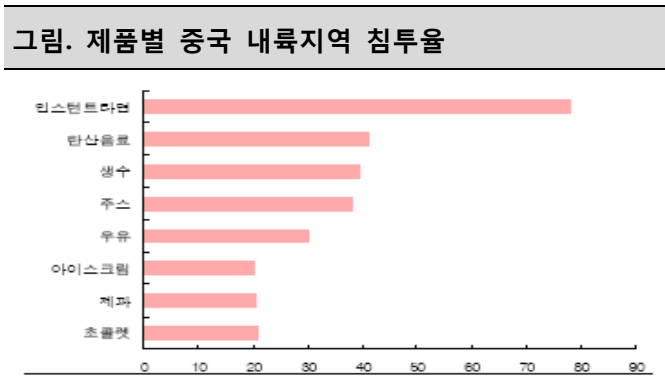
현재 중국인들의 연간 평균 과자소비량은 1인당 1kg 정도이다. 이는 서방 선진국의 1인당 2.5~3kg, 개발도상국 평균 1.2~1.8kg에 비해 아직 30~40% 수준에 불과해 중국 제과시장이 아직 거대한 성장 잠재력을 지니고 있음을 추측하게 한다. 실제로 라면, 음료 등 식품군의 다른 제품들과 성장 주기를 비교했을 때 제과는 아직 도입기의 완만한 성장 단계에 위치하고 있다. 중국내륙지역 침투 정도와 성장률도 상대적으로 낮은 수준이다. 때문에 제과시장이 본격적 성장기에 접어들 경우 중국인구의 과자 소비량은 큰 폭으로 증가할 것으로 예상된다.



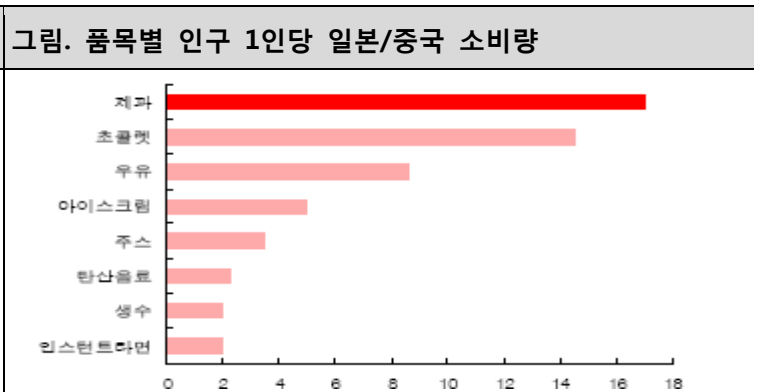
출처: 동양종합금융증권



출처: 동양종합금융증권



출처: 동양종합금융증권



출처: 동양종합금융증권

시장과 동사의 성장을 현실화할 다양한 기회요인 존재

중국 제과시장의 잠재력은 도시와 농촌 전반의 가처분소득이 증가하여 식생활이 변화하고, 유통 인프라가 확충되어 시장이 확대되면서 곧 현실화될 것이다. 이러한 과정에서 양과류의 주요 소비층인 30대 이하 인구가 2023년까지 전체 인구의 30%수준으로 유지될 것이라는 예측과, 식사 대용으로 과자를 섭취하는 젊은 여성들이 증가하는 추세는 새로운 시장의 수요 확보에 긍정적으로 작용할 것이다. 성장의 흐름과 이를 뒷받침하는 환경여건 하에서 현재 중국시장의 약 49% 가량을 커버하고 있는 동사는 커버리지 확대와 함께 시장점유율증가, 매출증가, 장기적 수익성 개선을 이룰 수 있을 것이다.

표. 미래 중국 인구 분포 예상

년도	20세 이하	20-29세	30-39세	40-49세	50세 이상	0-29세 인구 비중
2006	27.3%	12.6%	17.4%	16.1%	26.6%	39.9%
2007	26.2%	13.1%	17.0%	16.1%	27.6%	39.3%
2008	25.2%	13.3%	16.2%	16.8%	28.4%	38.5%
2013E	24.6%	14.7%	13.4%	18.9%	18.4%	37.5%
2018E	17.2%	16.1%	14.8%	18.0%	34.1%	33.3%
2023E	16.5%	14.0%	16.9%	15.4%	37.3%	30.5%

출처: 동양종합금융증권, Research Team 5

1급 도시들에 위치한 생산 거점들의 높은 활성도와 Capa 증설

현재 동사의 공장 진출은 해안 1급 도시들에 집중되어 있다. 공장 가동률은 2010년 8월 기준 각 90, 100% 의 가동률을 실현한 북경공장과 상해 제 1공장을 비롯해 전반적으로 높은 수준이다. 상해 공장의 경우 엑스포 수혜와 비스킷 판매호조로 생산량이 급증하여 09년 제 2공장을 건설하기도 했다. 생산라인을 기존 6개에서 15개로 확장했음에도, 상해 공장들의 평균 가동률은 80% 이상이다. 09년에는 광저우 공장도 신설하여 10년 초부터 2개 라인으로 가동을 시작했으며 현재는 4개 라인으로 운영하면서 2개 라인의 추가 확장을 기다리고 있다. 상해의 경우에 비추어 볼 때 2010년 하반기부터는 2011년 아시안게임의 영향으로 광저우 공장의 생산량이 급증할 것으로 예상된다.

2, 3, 4 급 도시들로도 시장을 확대할 계획

초기 진출한 해안 1급 도시들의 수익성이 개선되고 있는 시점에서, 동사는 양적 성장을 위해 내륙 2, 3, 4급 도시들로도 시장을 확대할 계획이다. 이미 중서부 내륙 사3천성의 청도 지역과 동북 3성(헤이룽성, 지린성, 랴오닝 장성) 지역을 중심으로 공장 부지를 알아보고 있는 상태다. 2, 3, 4급 도시들의 성장, 농촌지역들의 빠른 도시화 상황을 고려할 때 중서부 지역으로의 공장을 확대하는 남진정책은 향후 동사가 중국 전역으로 판매범위를 확대하기 위한 기본 전략이 될 것이다. 동사는 2005년 150개에 불과했던 진출도시 수를 2009년까지 1,136개로 늘리고, 1, 2급 도시의 진출 비율에서 각 100%, 88%(2009년 기준)를 달성하면서 순조롭게 시장을 확대해 가고 있다.

그림. 동사의 중국 도시별 진출 현황



출처: 동사 IR자료

그림. 도시 급수별 진출 및 매출비중



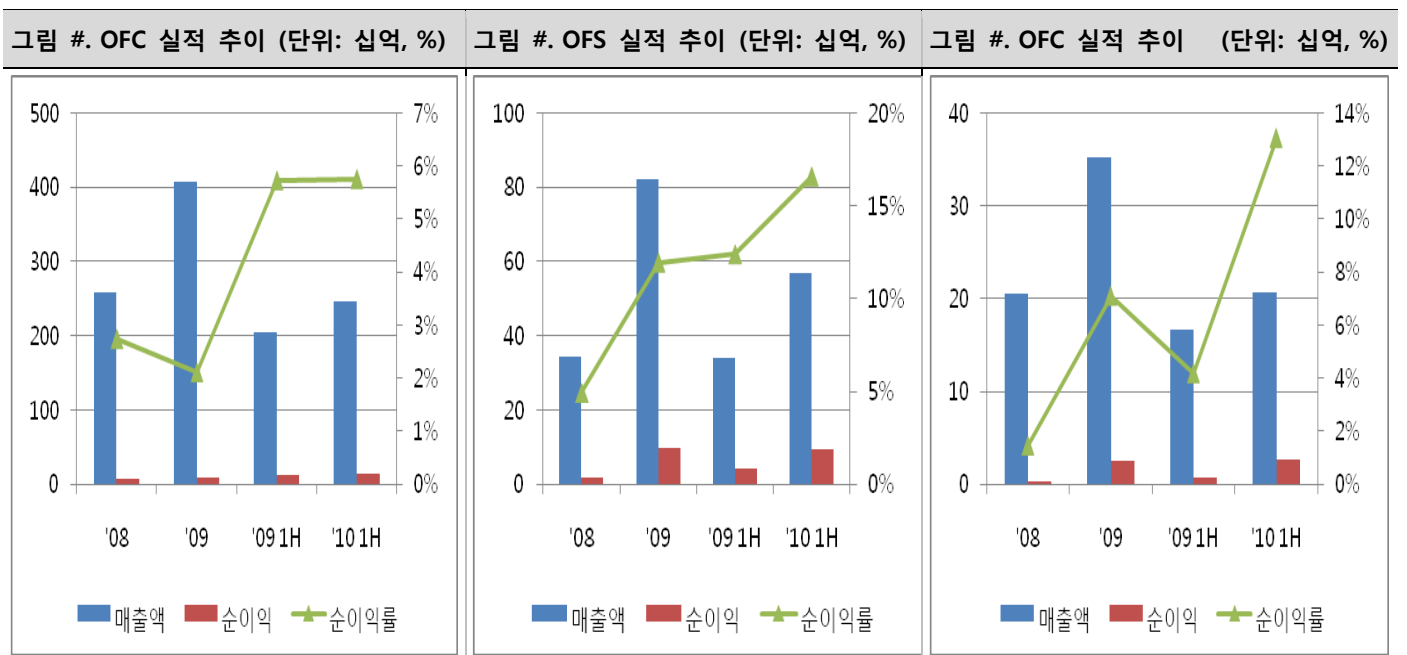
출처: 동사 IR 자료, Research Team 5

**대형 국제행사 개최는
Capa증설에 시너지를
줄 시기적 기회요인**

동사의 Capa 증설과 시장 확대는 시기적 기회요인과도 시너지를 낼 수 있는 적절한 조치이다. 근래 중국은 대규모 국제행사들을 유치하고 있으며, 행사 개최지인 북경, 상해, 광저우는 공통적으로 동사의 공장이 진출해 있는 지역들이다. 대규모 국제행사가 개최되면 행사를 치르기 위한 인프라가 확충되고 국민소득 증가로 식생활의 서구화가 진전되므로 중국내 F&B 산업의 성장에 있어 중요한 기회 요인이라 할 수 있다. 이는 한국경제가 1998년 서울올림픽과 2002년 한일월드컵의 특혜를 누렸던 것을 통해서도 확인할 수 있는데, 한국의 경우 올림픽 개최 이후 10년 동안 F&B 및 담배 제조업 규모가 연평균 약 13%의 성장세를 기록한 전적이 있다.

**북경올림픽과 상해엑스포 수혜의 현실화,
광저우 아시안게임 역시 기대**

실제 2008년 북경올림픽 개최 이후 중국 F&B 업체들의 빠른 성장세는 이미 외부기회요인의 영향력을 증명한다. 2010년 5월-10월 중 열린 상해엑스포 역시 개최 전후로 상해지역 매출 성장을 견인하고 있다. 앞으로는 2011년 개최 예정인 광주 아시안 게임이 북경, 상해의 사례와 마찬가지로 식음료 산업의 성장과 동사의 광저우 주변 매출 확대에 영향을 미칠 것으로 예상됨에 따라, 중국시장에서 동사의 성장 여력은 긍정적으로 평가된다.



출처: 동사 IR 자료, Research Team 5

출처: 동사 IR 자료, Research Team 5

출처: 동사 IR 자료, Research Team 5

3. 고려해야 할 제약요인

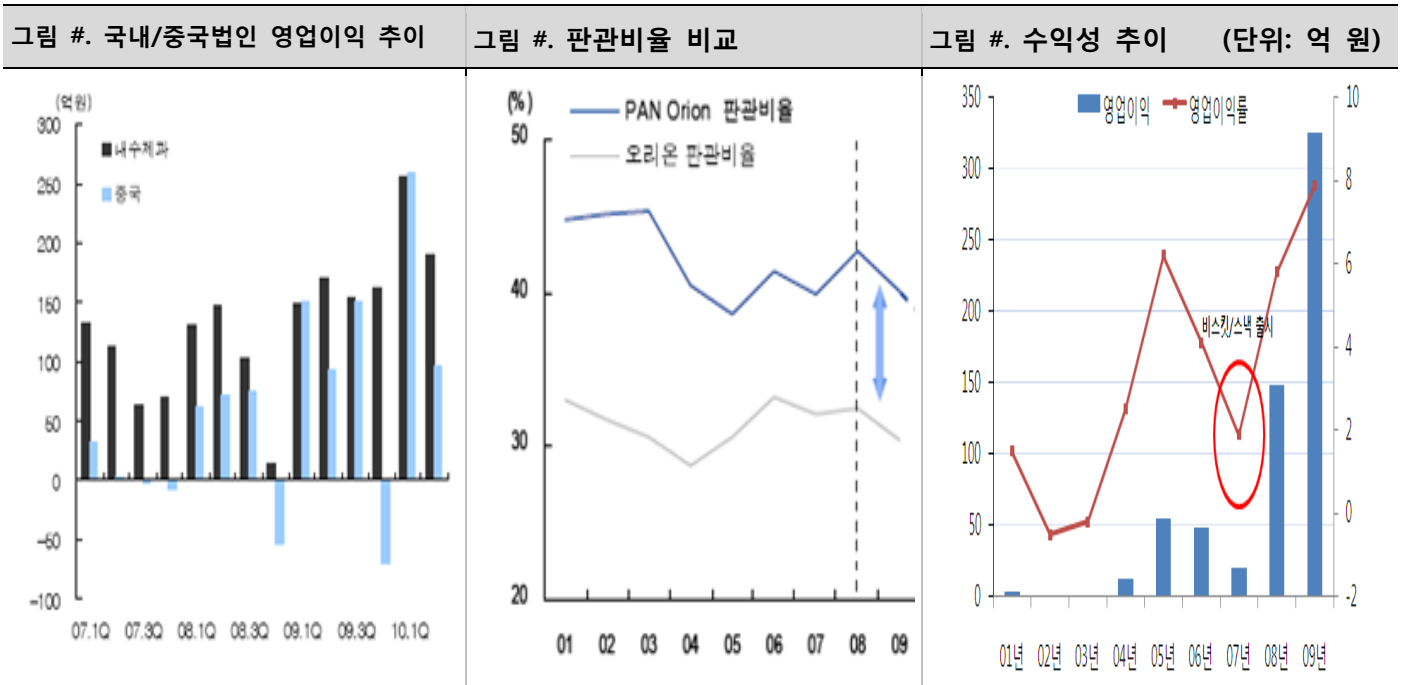
안정적 매출기반 마련으로 고정비 부담 감소?

영업이익을 잠식하는 높은 판관비 비중

95년 현지법인 설립 이후 최근까지 동사는 Capa 증설과 마케팅 비용에 많은 고정비용을 투입해 왔다. IR에 따르면 현재 중국에서의 판관비용은 전체 매출의 20%정도를 차지하고 있으며 액수는 본사의 두 배 수준이다. 국내 대비 낮은 매출과 영업이익을 감안하면 중국시장에서 판관비가 얼마나 큰 비중을 차지하는지 짐작할 수 있다. 높은 판관비는 동사의 문제만이 아니라 중국에 진출해 있는 해외 제과업체들의 공통적 문제이기도 하다. 동사의 경우 해외 경쟁사들 대비 낮은 광고선전비를 투입하고 있다고는 하나 조기 시장진출 이후 들인 매물비용과, 로컬 경쟁자들의 비용투입 수준을 생각한다면 상황을 낙관할 수만은 없다.

실적 향상으로 인한 고정비용 축소 기대는 시기상조

2010년을 기점으로 매출실적이 획기적으로 개선되어 판관비용의 부담이 완화되고, 상해, 광저우 공장의 완공으로 설비투자비용을 포함한 고정비가 줄어들어서 본격적인 수익창출 국면에 들어설 것이란 의견도 재고할 필요가 있다. 내륙, 중소도시들로 생산 거점을 확대하려는 동사의 계획대로라면 시설구축과 판매 관리비의 지속적 투입이 불가피할뿐더러 과거 경험에 미루어 볼 때 신제품 출시를 기점으로 영업이익률이 큰 폭의 변동을 보여 왔기 때문이다. 결국 고정비용의 감소는 한시적인 현상에 그치거나 점차적으로 매출 혹은 영업이익률에서 고정비용이 차지하는 비율이 줄어드는 정도로, 가까운 미래에는 안정적 수익성을 확보하지 못할 가능성이 크다.



출처: 동사 IR 자료, Research Team 5

출처: 동사 IR 자료, Research Team 5

출처: 동사 IR 자료, Research Team 5

상품경쟁력과 현지화로 경쟁 우위 확보?

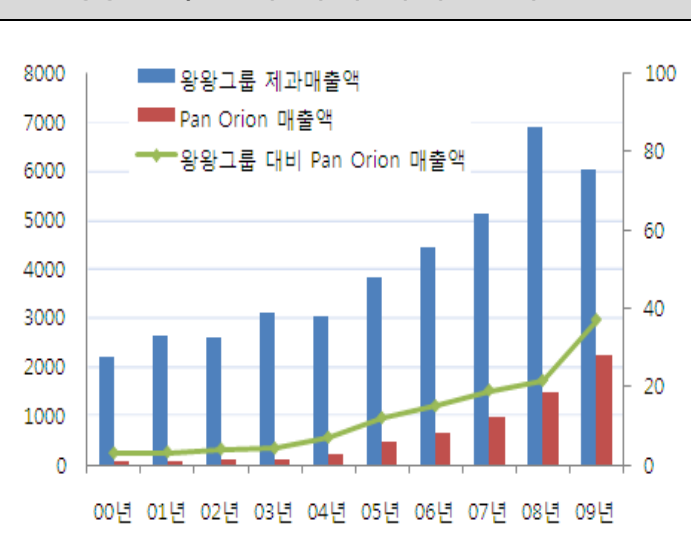
중국내 영업에 한해
해외 제과업체들
대비는 장점 보유

중국시장 내 동사의 경쟁업체들은 크게 해외기업들과 로컬기업들의 두 부류로 나뉜다. 이중 해외기업들과 비교할 경우 현지화 전략에 성공하고 다양한 제품 포트폴리오를 구성한 동사가 확실한 경쟁 우위를 지니고 있다고 할 수 있다. 해외기업들이 본국에 법인을 두고 마케팅전략과 제품개발을 해외에서 실시하는 반면 동사는 현지법인을 독립시켜 현지화된 프로모션을 실시하기 위해 노력하고 있으며, 해외기업들이 단일 카테고리 내에서 성과를 내는 데에 집중하고 있는 상황에서 동사는 제품군별로 중국인들의 입맛에 맞는 상품들을 개발했다. 뿐만 아니라 비교적 빠른 시장진출 덕에 유통망과 인지도 면에서 다소간 선점효과를 누리고 있기도 하다.

다른 경쟁자인 로컬
기업들 대비 가시적
경쟁력은 없음

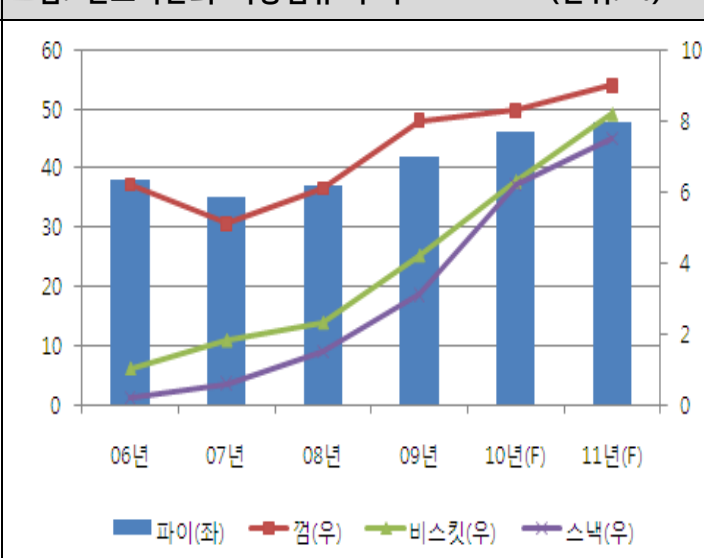
그러나 또 다른 경쟁대상인 로컬기업들 대비 동사의 경쟁력은 불확실하다. 대표적인 로컬 경쟁사로는 중국시장 점유율 1위의 왕왕그룹(Want-Want)이 있는데, 제품카테고리로 나누면 쌀과자(68.6%), 소프트캔디(28.5%), 가공유(40.6%) 분야에서 1위를 차지하고 있는 회사이다. 비록 동사가 파이 부문에서 점유율 1위(80%)를, 검 부문에서 점유율 2위(20%)를 차지하고 있다고는 하나 파이 시장은 전체적 규모가 작고, 검 시장은 1위 업체의 점유율이 3배 가량 높아 동사와 왕왕그룹의 상황을 대등하게 보기에는 현실성이 떨어진다. 더불어 왕왕그룹은 로컬업체의 강점인 브랜드인지도와 유통망에서뿐 아니라 자본력 면에서도 우위를 점하고 있다. 04~07년 사이 독보적인 시장지위와 내수 구매력 향상에 따른 시장확대 과정에서 매출의 급격한 성장을 이룸과 동시에 수익성 확보에 성공했기 때문이다. 이는 제품평가 인상, 쌀과자 제품군의 이익률 개선, 원재료 가격이 낮은 음료나 소프트캔디의 매출비중 확대 등으로 인한 결과이다.

그림. 왕왕그룹과 팬오리온의 매출액 비교 (단위: RMB, %)



출처: 각 사 사업보고서

그림. 팬오리온의 시장점유 추이 (단위: %)



출처: NH투자증권, Research Team 5

동사의 가치와 성장성에 대한 객관적 시각 필요

결국 총체적인 경쟁요인들을 고려한다면, 중국 제과시장 자체의 잠재력과 성장 의견에 편승해 동사의 성장 가능성만을 신뢰하기에는 무리가 있다. 해외 경쟁업체들로부터의 경쟁 우위에만 초점을 맞추는 것 역시 비합리적인 평가 결과를 도출할 것이다. 이외에도 중국산업의 단면만을 바라보는 편견들이 존재할 수 있으며, 이러한 편견들은 동사의 잠재가치 평가에 오류를 야기할 수 있다. 그러므로 생산, 판매 인프라의 확장 단계에서 판매관리와 시설투자에 지속적 비용을 투자해야 하는 동사가 어느 시점에서 확연한 수익성 개선을 달성하게 될지, 동사대비 강점을 가진 로컬 경쟁사들과의 경쟁 속에서 얼마만큼의 시장점유율을 확보할 수 있을지에 대한 객관적이고 중립적인 시각이 필요한 시점이다.

그림. 왕왕그룹과 팬오리온의 매출액 비교 (단위: RMB, %)

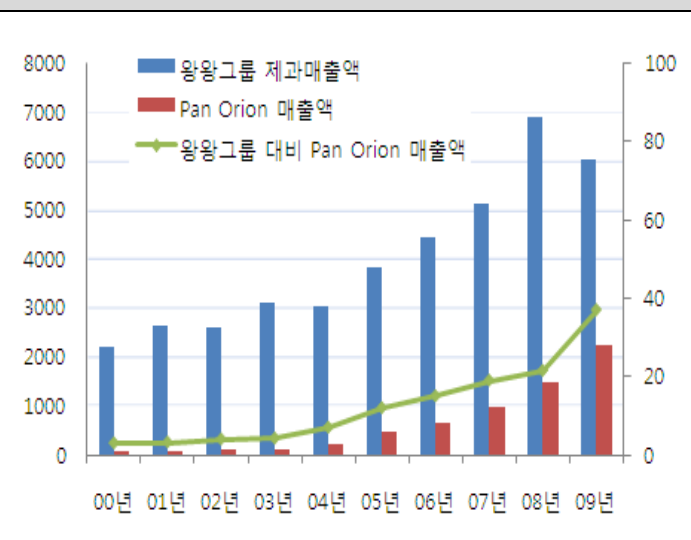
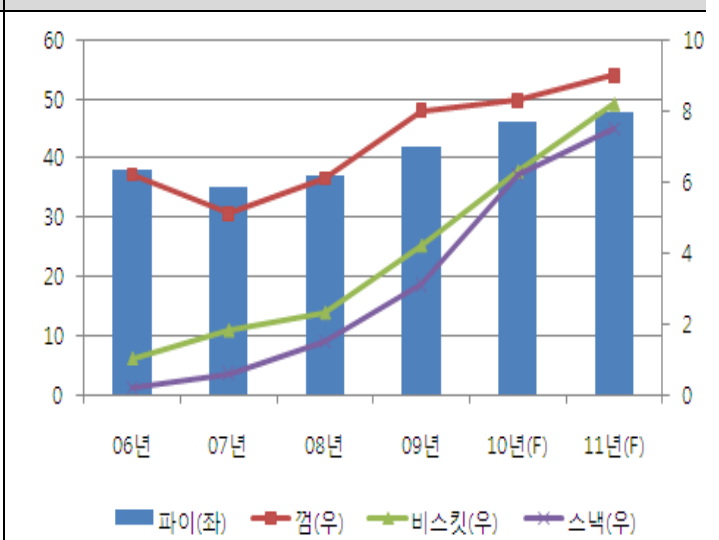


그림. 팬오리온의 시장점유 추이 (단위: %)



VI. 베트남과 러시아 시장, 또 다른 성장동력?

1. 성장성이 높은 베트남 제과시장, 하지만...

높은 성장세를 보이는 베트남 경제

베트남 경제는 최근 매년 7% 전후의 높은 경제 성장률을 보여왔는데, 이것은 중국에 비하면 다소 떨어지지만 세계 평균은 물론 기타 아시아 국가들보다 높은 수치이다. 이러한 높은 경제 성장에 힘입어 제과시장을 포함한 전체 소비시장이 지속적으로 성장하고 있다. 특히 베트남은 8천만 인구 중 과자류의 주력 구매층인 5~30대 인구 비중이 70% 이상으로 매우 크기 때문에 동사에게 더욱 매력적인 시장이라고 할 수 있다.

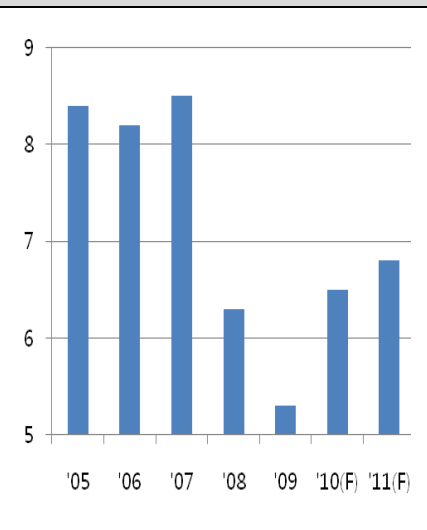
고성장 중인 베트남 제과시장

베트남 제과시장은 Euromonitor 통계에 따르면 2004년 이후 연평균 8.2%의 높은 성장세를 보이며, 2007년에는 총 2억400만 달러에 달하는 대규모 시장으로 성장한 것으로 파악된다. 현재 베트남 제과산업은 다른 동남아시아 국가들에 비해 성장성이 훨씬 높을 것으로 예상되고 있으며, 2008년 이후에는 성장세가 더욱 빨라져 2010년까지 전체 매출규모가 2억8000만 달러에 달해 동남아시아 국가 중 필리핀, 인도네시아에 이은 3번째 대형 제과시장으로 성장할 것으로 전망되고 있다.

2011년 베트남 제과시 장 1위 등극 전망

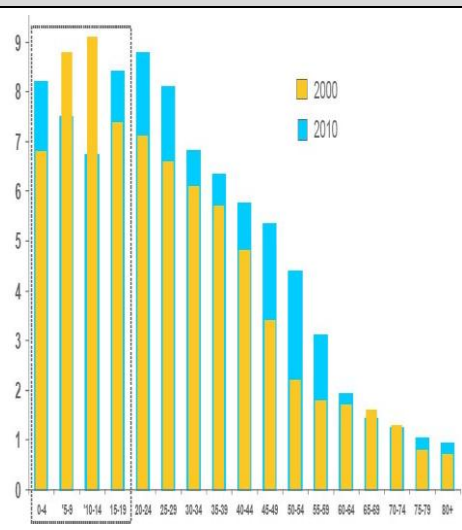
동사는 베트남을 통해 아세안(ASEAN)과 인도시장 진출을 위한 교두보를 마련한다는 전략이며 2006년 베트남 현지 생산을 시작한 이후 지난해 시장점유율 19%를 차지, 베트남 1위 로컬 업체인 Kinh Do사를 바짝 추격하고 있다. 특히 지난해 9월에 베트남 하노이에 북부지역 거점을 확대하기 위한 제2공장을 가동하면서 베트남 내 입지가 강화되고 있다. 남부에 위치한 호치민 공장은 내수물량 및 수출기지로서 역할을 하고 있다면 하노이 공장은 북부 지역 내수 물량 및 비스킷 생산기지로서의 역할을 담당하고 있다. 동사는 올해 베트남 매출액이 지난해 대비 2배 이상 성장할 것으로 전망하는 한편, 2011년 베트남 제과사 중 1위에 오를 것으로 기대하고 있다.

그림 #. 베트남 실질GDP성장률 (단위: %)



출처: IMF World Economic Outlook

그림 #. 베트남 연령별 인구구조 (단위: 백만)



출처: <http://www.viethanctm.net/>

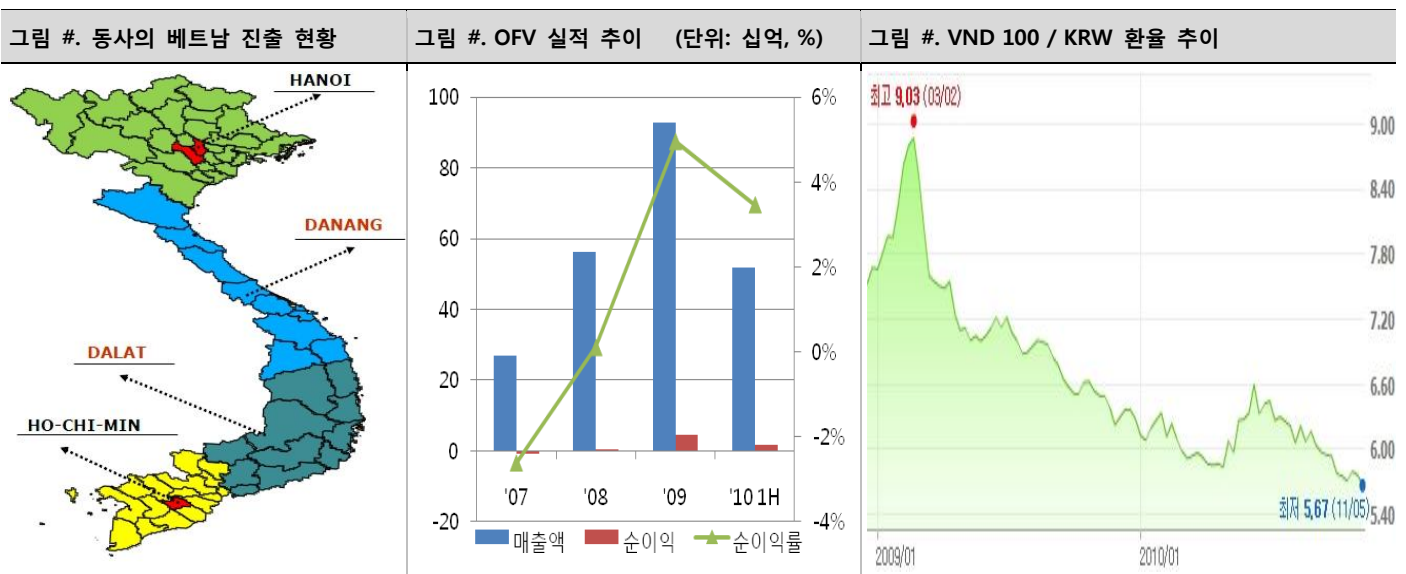
그림 #. 베트남 제과시장 (단위: 천톤, 백만 \$)



출처: KOTRA

하지만 현재 동사의 이익에 미치는 영향은 미미한 수준

하지만 현재 동사의 베트남 진출은 아직 초기단계라고 할 수 있으며, 가장 경쟁력이 있는 파이류로 먼저 진출한 다음 차츰 다양한 제품군으로 라인을 증설하는 단계이다. 따라서 현재 매출액 및 이익률이 상승하고 있으나, 그 절대적인 수치는 '09년 순이익 약 46억원 정도로 동사의 지분법이익에 미치는 영향은 미미한 수준이다. 그리고 현재까지 이어지고 있는 지속적인 현지통화 약세 흐름은 동사의 지분법 이익을 상쇄하는 요인이다. 따라서 잠재력이 풍부한 베트남 제과시장에서 동사가 효과적인 경영을 하고 있으나, 수익에 큰 영향을 주기 위해서는 아직 시간이 필요하다.



출처: 동사 IR자료

출처: 동사 IR 자료, Research Team 5

출처: 네이버

2. 아직 답이 안나오는 러시아

회복국면의 러시아
거시경제

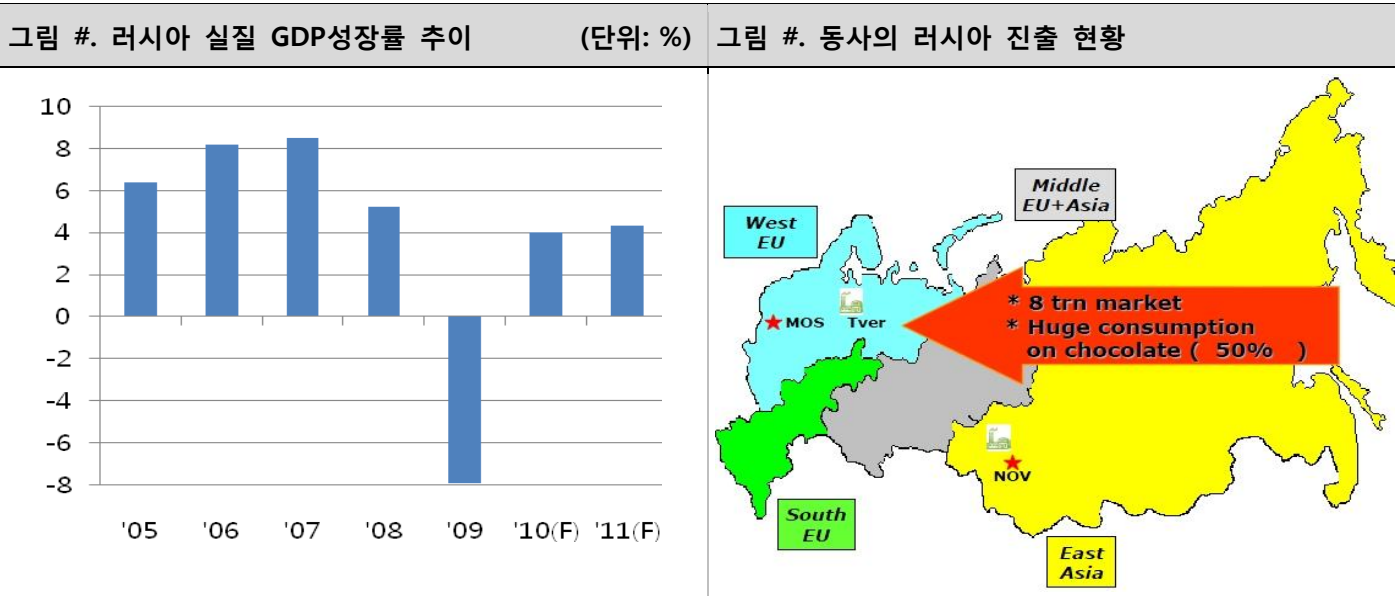
브릭스의 한 축으로 높은 경제성장을 보여왔던 러시아는 금융위기 이후 주력 수출 품목인 우랄유의 가격이 급락하며 지난해 사상 최악의 경제성장률(-7.9%)을 기록했다. 이후 세계경제가 회복국면을 보이면서 국제유가가 배럴당 80달러대를 회복하고 에너지 산업을 중심으로 한 수출이 순조로운 회복세를 보임에 따라 올해 4% 내외의 완만한 성장을 이룰 것으로 전망된다.

초코파이의 힘!
러시아 점유율 2위

동사는 2003년에 법인 설립을 시작으로 러시아 제과시장에 진출했으며 2006년 현지 공장을 설립을 시작으로 현재 뜨베리와 노보 두 군데에 현지 공장을 가동중이다. 러시아 제과시장은 초콜릿류의 비중이 약 50%에 달하는 특징이 있는데, 동사의 제품 중 초코파이 외에 '초코송이(현지명 초코보이)'가 큰 인기를 얻고 있다. 특히 초코파이의 경우 파이시장의 약 65% 정도를 장악하고 있으며, 이에 힘입어 동사는 러시아 시장에서 현재 다국적 기업인 크래프트 사에 이어 시장점유율 15%를 유지하며 2위를 기록하고 있다. 동사에 따르면 러시아는 러시아를 포함한 동부유럽, 향후 전 유럽 진출을 위한 교두보가 될 전망이다.

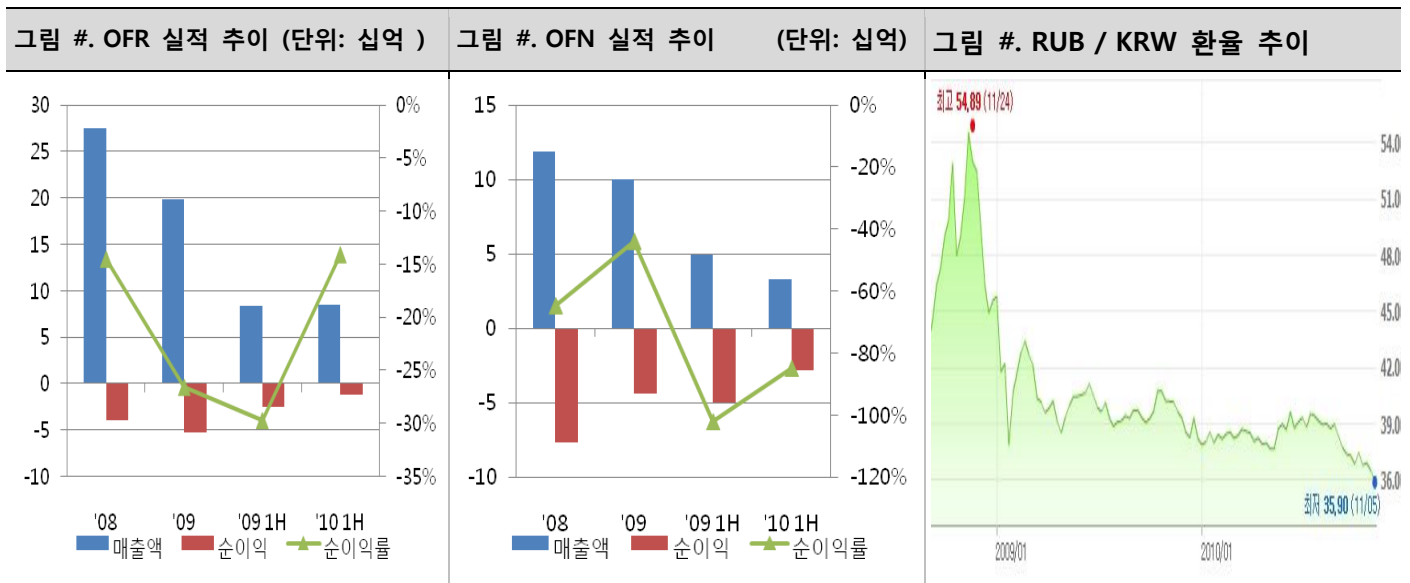
지속적 적자상태의 러시아 - 단기간에 정상화는 힘들 듯

그러나 현재 동사의 러시아법인은 지속적인 적자상태로 '08년 Novo 공장 설립 후 러시아 경기침체로 매출이 급감하였다. 이후 '09년 구조조정을 통해 스낵과 비스킷 라인을 폐쇄하고 초콜릿 제품위주로 제품 라인업을 재편하였고 신용이 불량했던 딜러를 정리하는 등 구조조정을 단행하였다. 동사는 올해 초 한국 대표였던 김상우 사장을 러시아 법인장으로 발령내고 중국, 베트남 등에 비해 상대적으로 성장률이 더뎠던 러시아 시장을 활성화한다는 계획이지만 아직 러시아 진출 초기단계임을 감안한다면 단기간 내에 영업활동이 정비되는 것은 힘들 것으로 예상된다. 또한 루블화가 원화 대비 약 세 흐름을 보인다는 것도 대외적 리스크 요인으로 작용할 수 있다.



출처: IMF World Economic Outlook

출처: 동사 IR 자료



출처: 동사 IR 자료, Research Team 5

출처: 동사 IR 자료, Research Team 5

출처: 네이버

3. 지금은 곤란하다, 조금만 기다려달라

본격적인 이익창출은 조금 더 기다려야

동사는 국내 제과업체 중에서 가장 선도적으로 해외시장에 진출하였다. 가장 경쟁력이 있는 '초코파이'를 먼저 진출시킨 후 다른 상품군으로 영역을 확장하여 시너지효과를 누리는 전략은 성공적이었고, 그 결과 '09년에는 해외 매출이 국내 매출을 추월하며 글로벌 제과기업으로 도약하고 있다. 하지만 현재 베트남과 러시아에서는 이익실현 보다 성장에 무게중심을 두고 있으며, 본격적인 수익성 개선 및 이익창출은 3년 내외의 시간이 지난 후에 가능할 것으로 보인다.

Ⅶ. 수익성이 저하되고 있는 Cash Cow 스포츠폠토

1. 다각화에서 주력사업인 제과에 집중

**비주력 자회사 매각,
핵심역량에 집중**

동사는 90년대 중반 신성장 동력 발굴을 위해 엔터테인먼트사업과 외식사업에 잇따라 진출하였다. 하지만 '베니건스'로 대표되는 외식업 계열사 라이즈온의 누적 적자가 450억원에 이르는 등 부실이 심했고, 케이블TV 등 엔터테인먼트 사업에서는 기대와 달리 투자비 대비 이익률이 낮았다. 이에 동사는 해당 계열사들을 모두 매각하고 그룹의 주력 사업을 본업인 제과로 되돌리고 있다. 그 결과 이종사업 관련 불확실성이 해소되어 시장에서 좋은 평가를 받았으며, 현재 오리온그룹의 주요 계열사는 스포츠폠토, 미디어플렉스(엔터테인먼트), 메가마크(건설)의 세 가지로 정리할 수 있다. 본 보고서에서는 규모 면에서 동사의 실적에 미치는 영향이 미미한 미디어플렉스와 메가마크를 제외하고 스포츠폠토만 분석하도록 하겠다.

2. 안정적인 수익을 가져다 주는 스포츠폠토, 하지만?

스포츠토토란?

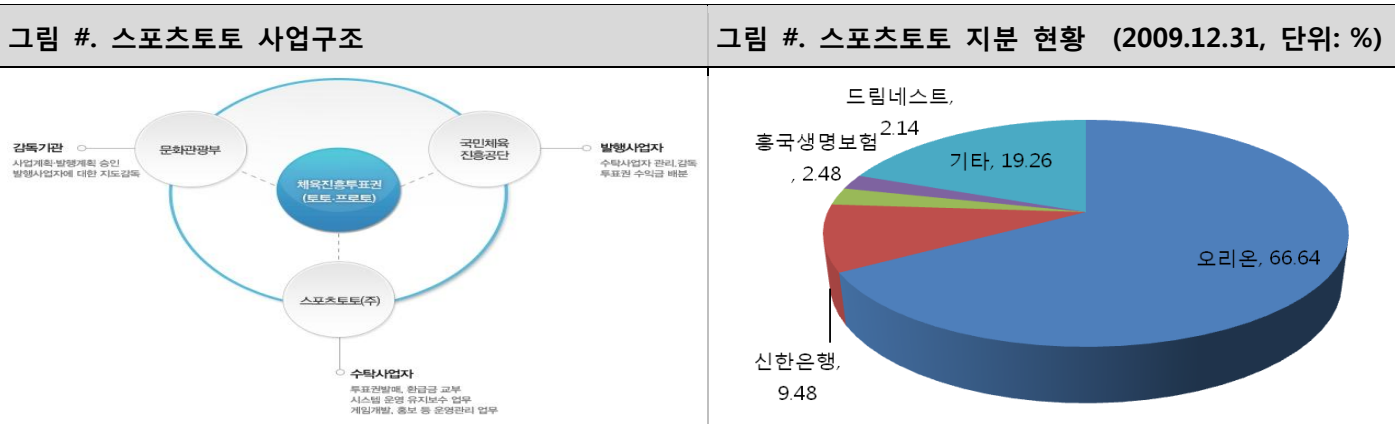
일반적으로 토토란 국내외 운동경기를 대상으로 투표권을 판매하여 경기의 결과 등을 맞춘 구입자에게 배당금을 주는 스포츠베팅게임으로, 고객 환급금과 사업운영비를 제외하고 토토로 조성된 국민체육진흥기금은 체육 관련시설 건립, 유소년 체육 육성, 대상경기 주최단체 지원, 기타 문화.체육사업 지원 등에 쓰인다.

**동사에 꾸준한 이익을
가져다 준 스포츠폠토**

동사의 자회사 스포츠폠토(지분율 66.64%)는 현재 6개 종목(축구, 농구, 야구, 배구, 씨름, 골프)의 스포츠복표 사업을 독점적으로 영위하고 있으며 2003년 오리온그룹 계열사로 편입된 이후 대상 종목 추가, 고정배당률 방식의 프로토 발매 등 확장을 거듭하며 동사에 꾸준한 이익을 가져다 주었다.

**최소한 2014년까지
사업 유지될 것**

정부는 사업 위탁업체와 5년마다 재계약 협상을 진행한다. 현재 스포츠폠토의 계약기간은 2012년 9월 30일까지이며 2012년 사업성과를 평가하여 기간의 연장여부를 결정하도록 되어 있는데, 재계약이 결렬되더라도 2년의 유예기간이 있기 때문에 최소한 2014년까지는 스포츠복표 사업이 유지될 전망이다.



출처: KSPO 스포츠산업본부

출처: 스포츠폠토 감사보고서

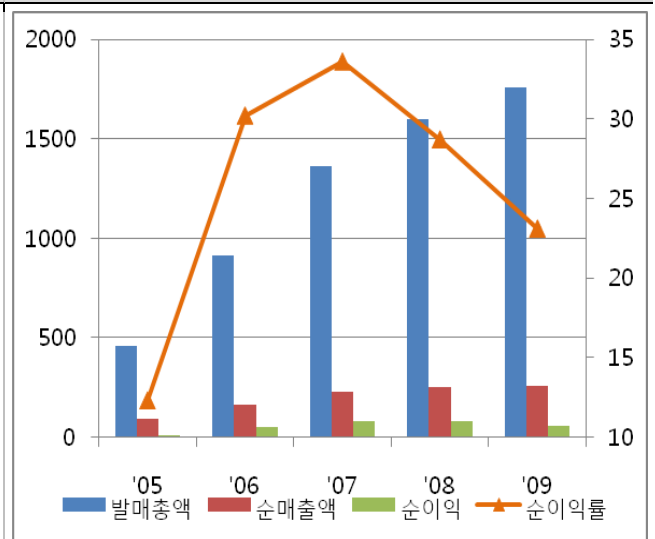
하지만, 지속적인 수익 배분을 하락은 성장의 걸림돌

스포츠토토는 국민체육진흥공단과 3년마다 수익배분을 재협상을 진행한다. 현재 스포츠토토측의 배분율은 지속적으로 하락하고 있으며, '10년 3월의 재협상에서도 전체적으로 배분율이 소폭 하락되었다. 스포츠에 대한 관심이 증대되는 사회적 분위기와 스포츠토토의 독점사업권, 그리고 안정적인 수익창출 능력은 동사의 기업가치에 매력적인 요소임에는 틀림없지만 수익배분율의 하락추세는 이러한 매력들을 상쇄하여 동사의 큰 성장동력은 되지 못할 것으로 보인다. 또한 2012년 재계약에 실패한 후 동사의 스포츠토토 지분이 기대보다 낮은 가격에 매각될 리스크도 염두에 두어야 한다.

표 #. 스포츠토토 수익배분율 변화

기간	발매액(억원)	배분율	비고
'07~'09년	12,000	19.4%	발매액 구간별 배분율 차등 적용
	12,000~13,000	12,000억원 초과액에 대해 16.4%	
	13,000~14,000	13,000억원 초과액에 대해 13.4%	
	14,000 초과	14,000억원 초과액에 대해 8.0%	
'10~'12년	14,000	17.2%	발매액이 속하는 구간에 대해 동일 배분율 적용
	15,000	16.7%	
	16,000	16.2%	
	17,000	15.7%	
	18,000	15.2%	

그림 #. 스포츠토토 매출, 수익 현황 (단위: 십억원, %)



출처: IBK 투자증권

출처: 스포츠토토 감사보고서

VIII. Risk & Issues

1. Pan Orion 상장 이슈

동사는 중국법인 지주회사 Pan Orion을 '11년~12년에 홍콩 증시에 상장할 계획이다. Pan Orion은 '08년 8월 북경지역의 생산을 전담하고 중국의 마케팅 총괄하는 북경법인 및 생산전담법인 상해공장(OFS), 북경스넥공장(OSC), 광주공장(OFG)을 총괄하는 지주회사이며, 현물출자 방식을 통해 설립되었다. 상장을 하는 이유는 현재 보유하고 있는 설비뿐만 아니라, 광주공장 추가 증설 및 북부(동북 3성), 내륙 지역에 최소 2개 이상 신공장 투자를 계획하고 있어 재원확보 필요성이 크기 때문이다.

Pan Orion 상장 시에 동사에게는 여러 가지 긍정적인 효과가 예상된다. 홍콩 증시에 상장할 경우, 1) 증시에 상장하는 과정을 통해 중국 제과 사업이 더욱 주목되면서 가치가 증대될 것으로 예상되며, 2) 중국 법인의 독자적 자금 확보를 통해 본사의 투자 부담이 경감될 것이다. 3) 특히, 상장으로 유입될 현금을 통해 사업 영역을 중국 내륙 및 북부 지역으로 추가 확대할 전망이기 때문에 중국 법인의 성장에 또 한번 큰 계기가 될 전망이다.

Pan Orion의 상장은 그 자체로 동사의 기업가치 확대에 영향을 줄 것이 분명하며, 직간접적으로 중국법인의 성장에 영향을 줄 것이기 때문에, 상장 시점에서 동사 주가의 재평가가 일어날 것으로 전망한다. 다만, 시장 상황에 따라 공모가가 다르게 결정되기 때문에 정확한 시점은 아직 결정되지 않았기 때문에 아직 동사의 주가에 실질적인 영향을 주기에는 이른 시점인 것으로 보인다.

2. 유통업체의 협상력 증대와 PB/PL 제품의 확산

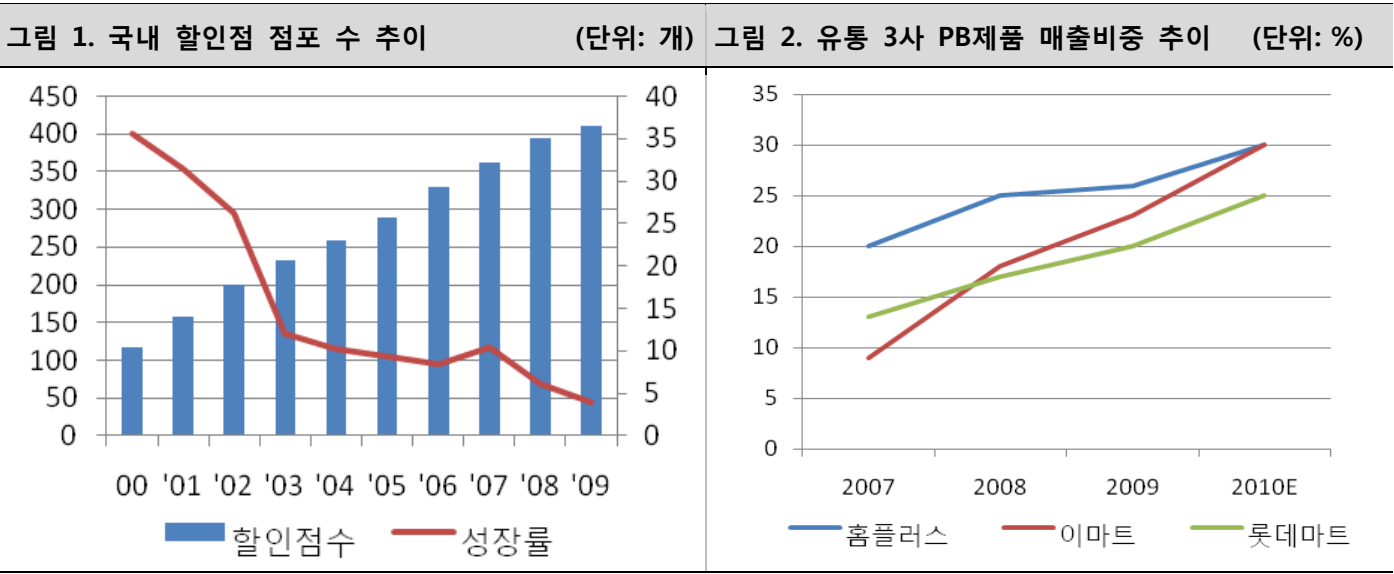
PB(유통업체 브랜드, Private Brand)는 대형 소매상이 자기 매장의 특성과 고객 성향에 맞게 독자적으로 개발한 브랜드로서, 유통업체가 자체 생산하거나 기획생산의 형태로 들여와 파는 형식을 취하고 있다. PB 제품은 해당 점포에서만 판매되기 때문에 NB(제조업체 브랜드, National Brand)와 구별된다.

PB 제품군의 확대는 제조업체에 대한 유통업체의 협상력이 증대됨을 의미한다.. 유통업체는 가치사슬을 효율화하고 제조업체에 단가 인하 압력을 넣음으로써 제품의 품질을 유지하는 동시에 가격을 낮출 수 있다. 이는 고객들에게 낮은 가격에 좋은 품질의 제품을 제공하는 동시에, 경쟁이 갈수록 심해지고 있는 유통시장에서 매장을 다른 곳과 차별화 할 수 있는 전략적 수단이 된다.

이와 같은 상황에서 제조업체와 유통업체간의 갈등은 갈수록 두드러지고 있다. 유통업체간의 경쟁이 치열해지면서 유통업체가 경쟁적으로 최저가격 보상제를 실시하면서, 제품공급업체의 납품가격을 낮추려는 시도를 하고 있기 때문이다. 실제로 이마트는 '가격혁명'을 모토로 '07년부터 PL산업에 본격적으로 뛰어들면서, NB보다 20~30%정도 저

렴한 PB브랜드를 출시하여 PB의 비중을 큰 폭으로 확대시켰는데, '08년 1월 기사화 되었던 이마트와 CJ간의 가격대립을 비롯 농심·진로·빙그레 등의 대기업 뿐만 아니라 중소기업들까지 이러한 추세에 영향을 받고 있다.

살펴본 바와 같이 대형 유통업체의 시장지배력이 강화되는 것은 제조업체로서 동사에게 또한 일정부분의 영향을 줄 것으로 판단된다. 물론 동사는 프리미엄 제품군을 출시함으로써 제품 차별화를 시도함으로써 새로운 니치마켓을 개척하였고, 중국 등 성장성이 두드러지는 국가에 직접 진출을 함으로써 이와 같은 위기 상황에 대응하고 있으나, 그럼에도 불구하고 장기적 측면에서 협상력 약화로 인한 수익성 하락은 피할 수 없을 것으로 보인다.



출처: 통계청, 한국체인스토어협회, Research Team 5

출처: 각 사 IR자료, Research Team 5

IX. Valuation

1. Residual Income Method

동사의 실적에 큰 영향을 미치는 해외 법인의 실적은 지분법 이익의 형태로 영업외 수익에 반영된다. 따라서 동사의 지속적인 영업가치를 반영하기 위해, RIM법을 사용하여 가치평가를 하였다. RIM법은 대상 기업의 미래 잔여이익을 일정한 비율로 할인하여 가치를 추정하는 방법으로써, 특정 이유로 인한 주관적 프리미엄에 큰 영향을 받지 않는 절대적 가치평가방법이라고 할 수 있다.

먼저 ROE를 추정하기 위하여 Dupont 분석을 활용하였다.

→ ROE = 재무레버리지 X 자산회전율 X 당기순이익률

당기순이익률 = 당기순이익/세전이익 X 세전이익/영업이익 X 영업이익률

ROE 추정

	00년	01년	02년	03년	04년	05년	06년	07년	08년	09년	10년 전기
당기순이익(NI)	26,398,931	15,403,386	34,889,045	6,258,457	20,366,376	37,313,604	106,918,582	66,804,700	-29,044,176	37,056,349	13,825,800
법인세비용차감전이익	23,283,552	22,691,686	48,883,174	8,206,806	29,403,209	46,012,716	145,025,114	92,727,246	-12,326,399	59,025,011	66,846,295
지분법순익	-35,740,447	4,060,411	10,318,287	-28,285,697	-2,439,766	17,053,250	33,303,799	74,601,656	-2,123,350	26,934,948	10,475,041
이자순익	-20,973,340	-21,004,206	-16,325,928	-13,963,540	-12,944,043	-12,636,556	-12,859,334	-15,266,051	-21,254,713	-24,242,061	-5,895,503
영업이익	32,446,478	39,442,594	53,658,675	49,393,845	43,280,466	40,602,082	27,292,308	30,062,394	31,893,650	52,898,053	37,090,206
매출총이익	184,865,500	197,939,152	221,220,410	205,798,735	190,827,000	205,585,063	208,219,391	202,150,102	213,516,140	234,501,058	135,211,081
판매비	152,419,022	158,496,559	167,561,734	156,404,890	147,546,534	164,982,971	180,927,083	172,087,708	181,622,489	181,603,005	98,120,874
매출액	455,669,271	479,164,299	528,920,711	511,436,672	513,375,020	537,535,815	543,062,406	536,157,054	558,431,124	597,792,855	333,454,201
총자산	565,026,504	560,858,719	559,306,004	615,000,314	693,915,992	744,718,771	824,646,535	970,263,343	1,090,576,057	1,158,438,382	1,368,852,751
총자본	205,551,488	218,681,434	251,227,464	289,005,791	335,938,448	327,020,490	416,498,661	459,653,521	442,469,219	470,066,034	637,436,885
배당	1,985,478	2,758,000	3,466,726	4,681,259	4,722,373	7,752,629	9,084,975	11,721,542	11,769,707	9,179,279	
배당성향	7.5%	17.9%	9.9%	74.8%	23.2%	20.8%	8.5%	17.5%	-40.5%	24.8%	
재무레버리지		2.65	2.38	2.17	2.09	2.17	2.11	2.05	2.28	2.46	2.28
자산회전율		0.85	0.94	0.87	0.78	0.75	0.69	0.60	0.54	0.53	
당기순이익률	5.8%	3.2%	6.6%	1.2%	4.0%	6.9%	19.7%	12.5%	-5.2%	6.2%	4.1%
당기순이익/세전이익	113.4%	67.9%	71.4%	76.3%	69.3%	81.1%	73.7%	72.0%	235.6%	62.8%	20.7%
세전이익/영업이익	71.8%	57.5%	91.1%	16.6%	67.9%	113.3%	531.4%	308.4%	-38.6%	111.6%	180.2%
영업이익률	7.1%	8.2%	10.1%	9.7%	8.4%	7.6%	5.0%	5.6%	5.7%	8.8%	11.1%
ROE		7.3%	14.8%	2.3%	6.5%	11.3%	28.8%	15.2%	-6.4%	8.1%	

	9년치 평균	09년	10년(E)	11년(E)	12년(E)	13년(E)	14년(E)	15년(E)
매출액추정		597,792,855	666,908,402	700,253,822	735,266,513	772,029,839	810,631,331	851,162,897
영업이익추정			66,690,840	70,025,382	73,526,651	77,202,984	81,063,133	85,116,290
지분법순익추정			20,950,082	41,900,164	83,800,328	150,840,590	241,344,945	337,882,922
이자순익추정		-24,242,061	-16,969,443	-15,272,498	-13,745,249	-12,370,724	-11,133,651	-10,020,286
당기순이익/세전이익				0.78	0.78	0.78	0.78	0.78
세전이익/영업이익				1.06	1.38	1.95	2.79	3.84
영업이익률				0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
재무레버리지	2.26	2.46	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88
자산회전율	0.73	0.53	0.53	0.51	0.49	0.47	0.45	0.43
당기순이익률	4.7%	6.2%	8.3%	10.8%	15.2%	21.8%	30.0%	37.8%
ROE	7.8%	8.1%	8.3%	10.3%	14.0%	19.3%	25.3%	30.6%
총자본	122,758,798	442,469,219	606,012,944	655,543,214	728,373,222	839,411,258	1,007,820,497	1,251,952,887
당기순이익	32,236,525		206,551,229	62,555,369	91,982,298	140,237,988	212,696,240	308,332,498
매출액	6,712,197		43,007,504	13,025,100	19,152,290	29,199,951	44,287,001	64,200,108
배당성향	20.8%		20.8%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%
예상잔여이익			181,772,953	28,618,645	55,271,878	99,449,088	165,689,209	251,894,550
할인기간			0.08	1.08	2.08	3.08	4.08	5.08
현재가치			180,982,319	26,983,112	49,349,558	84,084,498	132,661,663	190,987,994

**차입금 상환으로
재무레버리지 감소**

동사의 재무레버리지는 '07년 이후 부채가 증가하면서 지속적으로 증가하였다. 부채가 증가한 것은 동가사 지속적으로 대규모 투자를 단행해왔기 때문인데, 해외사업을 꾸준히 확대하고 자회사 메가마크 설립 및 스포츠토토 인수 등을 위한 것이었다. 그러나 동사는 '10년 온미디어 매각대금 1,700억 원을 부채 상황 및 재무구조 개선에 사용한다는 계획을 가지고 있기 때문에, 전체 대금을 모두 그와 같은 용도로 사용한다는 가정 하에 재무레버리지를 30% 할인 적용하여 1.88로 추정하였다.

**자산회전율은 회사의
성장에 따라 하락**

동사의 국내 매출액 성장은 제한적인 반면, 회사의 성장은 지속되어왔기 때문에 동사의 자산회전율은 꾸준히 감소하여 '09년에는 0.53을 기록하였다. 앞으로도 해외 법인의 지속적인 성장이 이어질 전망이다 반면, 국내 시장은 큰 규모의 성장을 이루기에는 한계가 있기 때문에 자산회전율은 해마다 0.2씩 감소하는 가정하에 수치를 적용하였다.

**당기순이익률은 동사의
긍정적인 전망을
최대한 반영**

당기순이익률은 위에서 제시한 바와 같이 (당기순이익/세전이익 X 세전이익/영업이익 X 영업이익률)로 분할하여 추정하였다. 당기순이익/세전이익은 법인세율 22%를 적용하여 0.78로 대입하였고, 세전이익은 (영업이익 + 지분법손익 + 이자손익)을 통해 계산하였다. 매출액은 성장이 정체된 국내 시장에서도 해마다 5%씩 꾸준히 성장하는 것으로 긍정적인 예측을 하였으며 영업이익률 또한 동사가 희망하는 수준인 10%를 적용하였다. 그 결과 당기순이익률은 해마다 큰 폭으로 증가하여 '15년에는 약 37.8%에 이를 것으로 전망하였다.

자기자본비용	5.6%
배당성향	20.8%
Persistent factor	0.3
Continuing value	333,193,849

자기자본비용	5.6%
1년치일별베타	0.300
Adj.한국시장프리미엄	7.0%
3년만기국채수익률	3.5%

자기자본장부가치	637,436,885
RI 현재가치의 합	665,049,144
PV of CV	266,776,880
Value of the Equity	1,569,262,909
발행주식수(희석효과고려)	5,963,808
적정주가	₩ 263,131
현재주가	₩ 401,500
안전마진	-34.5%

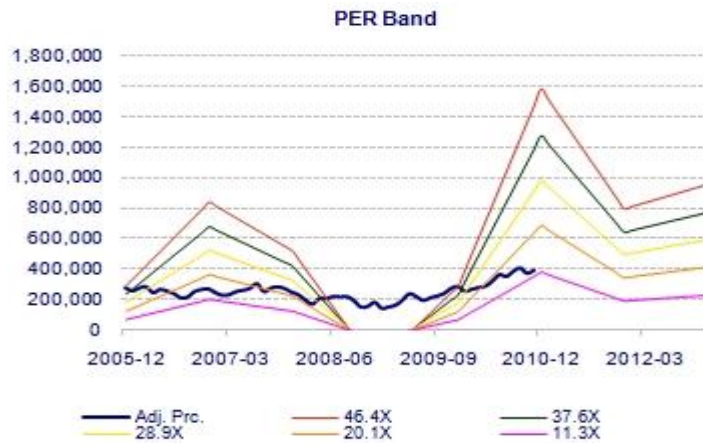
민감도분석

PF	적정주가	기대수익률
0.1	253,773	-42.0%
0.2	257,905	-35.8%
0.3	263,131	-34.5%
0.4	269,950	-32.8%
0.5	279,222	-30.5%

'15년 이후에는 동사가 이미 성장이 정체된 국내시장뿐만 아니라, 중국 등의 해외 시장에서도 경쟁이 치열해 질 것을 감안하여, PF(Persistent Factor)를 0.3으로 적용하였으며, 자기자본비용은 1년치 일별베타 및 3년 만기 국채수익률('10년 11/5 기준) 3.5%, 한국시장프리미엄 7.0%를 적용하여 5.6%를 설정하였다. 그 결과로 적정 주가는 약 263,131원이 도출되었으며, **현재주가 401,500원은 이미 적정주가에서 34.5% 정도 상승한 상태**라고 할 수 있다. PF에 대한 민감도 분석 결과 적정 주가는 250,000원 에서 270,000원 사이인 것으로 판단된다.

2. PER Method

동사의 현재가는 401,500원으로 52주 최저가 234,000원 에서 약 71.5%가량 급등한 상태이나, 동사의 PER Band를 살펴보면 11.3배 선에서 약간 높은 위치에 있다는 것을 알 수 있다. 그러나 이는 '10년 온미디어 매각에 따른 EPS의 상승으로 인한 일시적인 것으로서, Research Team 5는 **매각 차익을 제외한** 동사의 추정 EPS를 통해 동사의 주가가 지나치게 높은 상태라는 것을 PER Method를 통해 보이고자 한다.



<출처: FnGuide>

'10년 예상 EPS 추정 : 6,120원

먼저 RIM법으로 추정된 '10년 예상 당기순이익을 발행주식수로 나누어 주당순이익을 계산하도록 하겠다.

$$('10년\ 예상\ 당기순이익 - 온미디어\ 매각차익) / 유통주식수 = 추정\ EPS$$

$$\rightarrow 2,065\text{억 원} - 1,700\text{억 원} / 5,963,808\text{ 주} = 6,120\text{원}$$

'10년 예상 PER 추정 : 약 65배

'10년 11/5일 현재 동사의 시가 총액을 '10년 추정 EPS로 나누어 예상 PER를 구해보면, 동사의 PER은 65배로 동사의 주가는 지나치게 상승한 상태라고 할 수 있다.

$$\text{현재 주가} / \text{추정 EPS} = \text{추정 PER}$$

$$\rightarrow 401,500\text{원} / 6,120\text{원} = 65\text{배}$$

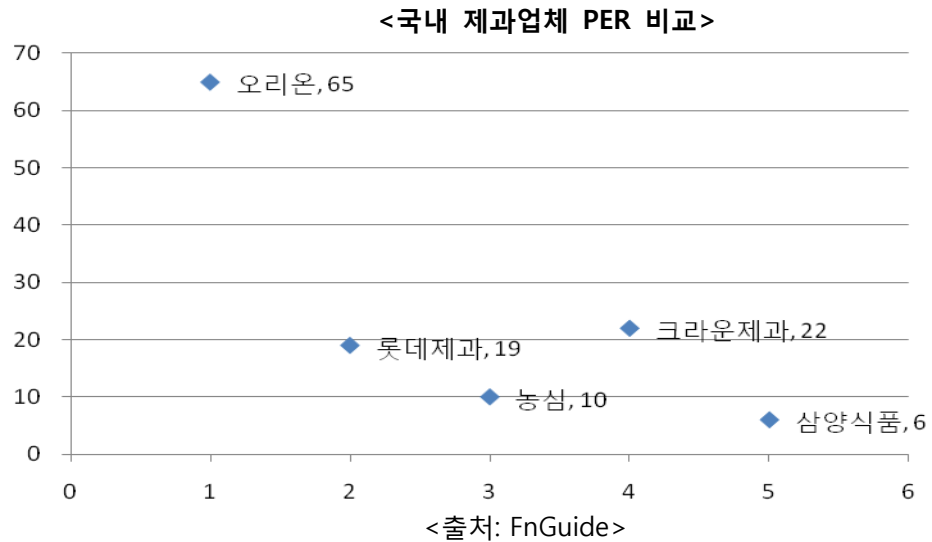
'11년에도 상황은 크게 변하지 않는다. 동사의 '11년 추정 PER을 아래와 같이 구해보면 38배로 여전히 주가는 높은 수준이라는 것을 알 수 있다.

$$'11년\ 예상\ 당기순이익 / 유통주식수 = 추정\ EPS$$

$$\rightarrow 625\text{억 원} / 5,963,808\text{ 주} = 10,480\text{원}$$

$$\text{현재 주가} / \text{추정 EPS} = \text{추정 PER}$$

$$\rightarrow 401,500\text{원} / 10,480\text{원} = 38\text{배}$$



동사가 지나치게 높은 프리미엄을 받고 있다는 것은 국내의 타 제과 업체들과 PER을 비교해 보면 보다 직관적으로 알 수 있다. FnGuide에서 추정한 국내 음식료업체들의 PER(롯데제과, 농심, 크라운제과, 삼양식품)은 평균 PER은 14.25배로 동사의 PER이 약 450%가량 높다는 것을 직관적으로 알 수 있다.

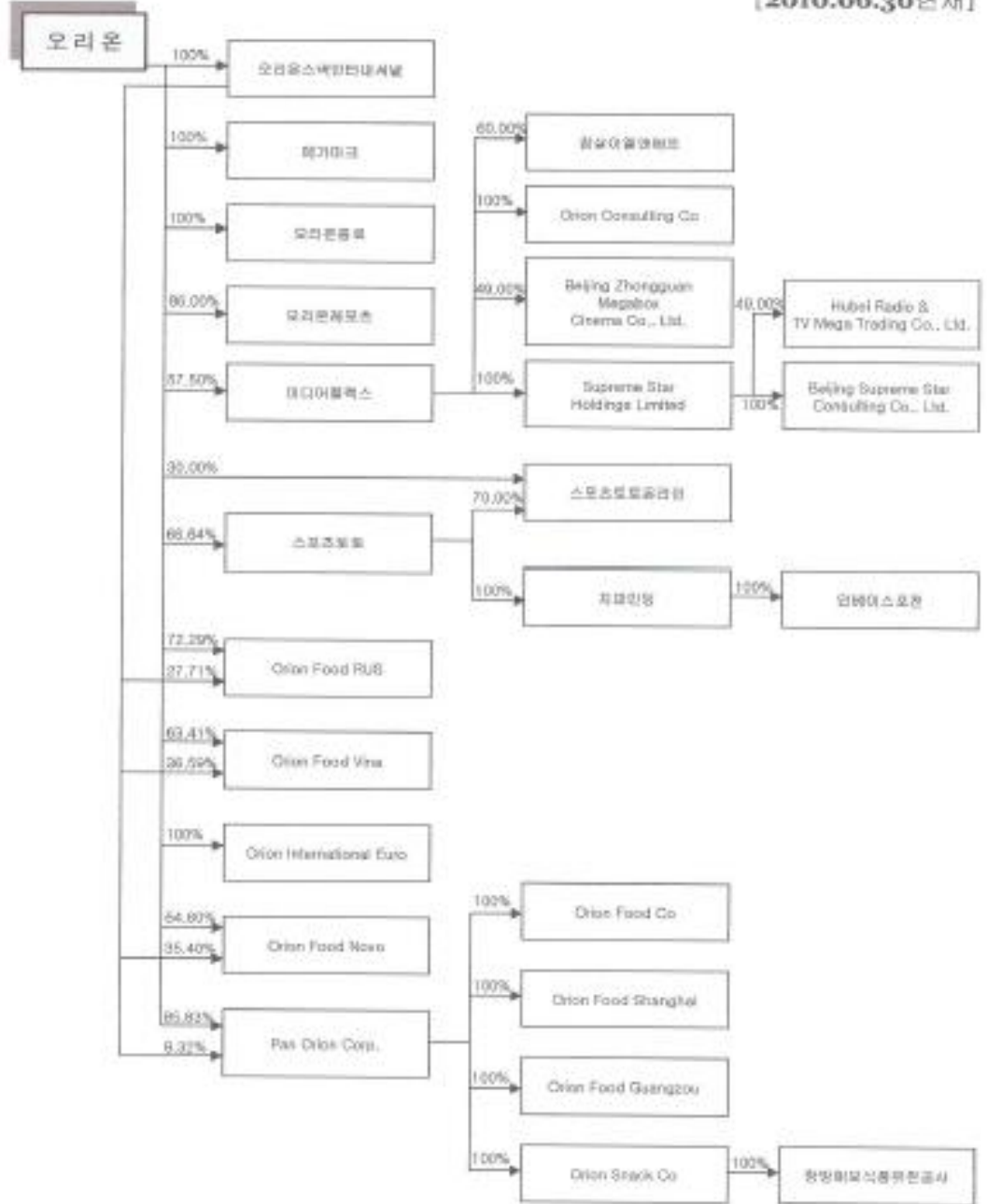
3. 결론

Research Team 5는 절대평가 방법인 RIM을 활용하여 동사의 적정 주가가 250,000원에서 270,000원 사이임을 도출하였다. 또한 상대평가 방법인 PER을 활용하여, 일회적인 자회사 매각차익을 제외하고 추정한 동사의 PER은 국내 타 업체 대비 지나치게 높은 프리미엄을 받고 있다는 것을 확인하였다. 살펴본 바와 같이 동사는 선구적인 해외진출 및 프리미엄 제품군 니치마켓 개척, 자회사 매각을 통한 제과사업 집중 및 재무구조 개선 노력 등을 통하여 시장의 뜨거운 관심을 받으며 주가가 상승하였으나, 현재 주가는 기업의 근본적인 역량을 지나치게 상회하고 있다는 것을 알 수 있다. 따라서 Research Team 5는 동사에 대하여 투자의견 **SELL**을 제시한다.

X. Appendix

1. 계열회사 현황

[2010.06.30현재]



2. Snap Shot

손익계산서				
(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
매출액	5,431	5,362	5,584	5,978
매출원가	3,348	3,340	3,449	3,633
매출순이익	2,082	2,022	2,135	2,345
판매비	1,809	1,721	1,816	1,816
인건비	941	933	1,035	972
광고상각비	49	51	49	42
무형자산상각비	5	8	11	13
연구개발비	18	20	22	22
기타 판매비	263	238	202	203
기타 인건비	514	471	497	564
영업이익	273	301	319	529
영업외손익	1,177	627	-442	61
이자손익	-129	-153	-213	-242
지분변손익	333	746	-21	269
회계손익	3	-0	-17	4
회계손익손익	-0	-18	-603	170
기타 영업외손익	970	52	412	-140
세전계속사업이익	1,450	927	-123	590
법인세비용	381	259	167	220
당기순이익	1,069	668	-290	371
EPS	18,084	11,246	-4,878	6,223

원금요즘표				
(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
영업활동 현금흐름	240	-222	290	633
당기순이익	1,069	668	-290	371
비현금수익비용가감	-1,007	-440	299	27
광고상각비	164	178	175	172
무형자산상각비	5	8	11	13
회계손익	-0	-18	-699	171
지분변환가손익	333	746	-21	269
기타	-1,509	-1,354	733	-699
영업활동으로 인한 자산부족변경	178	-480	231	235
투자활동 현금흐름	288	-957	-564	-1,050
유형자산 투자	335	399	459	851
유형자산 처분	196	47	133	127
무형자산 구매	13	18	16	15
지분변환 자산 구매	-705	584	289	264
기타	-268	-3	66	-47
재무활동 현금흐름	-523	1,191	421	269
당기IBD 구매	-243	659	126	674
당기IBD 판매	500	1,933	1,297	1,995
자본구매	10	17	16	0
배당금 지급	-91	-117	-118	-92
기타	-700	-1,301	-901	-2,309
순원금요즘	5	12	146	-149
기초현금	62	67	79	225
기말현금	67	79	225	76

매출비율표				
(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
유형자산	1,608	1,707	1,650	1,798
현금 및 현금동가물	223	234	231	77
미수채권	995	1,020	964	859
재고자산	351	417	374	371
비유형자산	6,638	7,996	9,256	9,787
투자자산	4,373	5,522	6,217	6,698
유형자산	2,182	2,357	2,388	2,947
무형자산	20	30	35	38
자산총계	8,246	9,703	10,906	11,584
유형주채	2,157	2,385	2,662	3,398
미수채권	495	368	371	425
당기차익금	275	334	358	121
유형설비차익금	699	1,300	900	2,309
비유형주채	1,925	2,721	3,819	3,485
사채	1,925	2,721	3,819	3,485
당기차익금	106	642	1,159	306
주채총계	4,081	5,106	6,481	6,884
자본금	296	297	298	298
자본잉여금	1,277	1,300	1,323	1,323
미리잉여금	2,600	3,160	2,752	3,031
자본조정	-150	-255	-380	-970
자본총계	4,165	4,597	4,425	4,701

주요투자지표				
	2006	2007	2008	2009
Growth Ratios				
매출액성장률 %	1.0%	-1.3%	4.2%	7.0%
EBITDA성장률 %	-19.5%	10.2%	3.7%	41.4%
EBIT성장률 %	-33.5%	11.6%	1.9%	54.9%
순자산성장률 %	10.7%	17.7%	12.4%	6.2%
Profitability Ratios				
매출순이익률 %	38.3%	37.7%	38.2%	39.2%
EBITDA margin %	8.1%	9.1%	9.0%	11.9%
EBIT margin %	5.0%	5.6%	5.7%	8.8%
세전이익률 %	26.7%	17.3%	-2.2%	9.9%
당기순이익률 %	19.7%	12.5%	-5.2%	6.2%
Stability Ratios				
부채비율 %	98.0%	111.1%	146.5%	146.4%
순부채비율 %	59.0%	81.7%	111.0%	111.7%
유동비율 %	74.6%	71.6%	62.0%	52.9%
당파비율 %	58.3%	54.1%	47.9%	42.0%
이자보상비율	191.0%	182.4%	139.6%	205.0%
Performance Ratios				
ROE %	25.7%	14.5%	-6.6%	7.9%
RDA %	13.0%	6.9%	-2.7%	3.2%
ROIC %	8.8%	7.7%	7.4%	11.8%
Per Share Ratios				
BPS	70,369	77,380	74,308	78,943
DPS	1,980	1,981	1,542	1,782

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 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.