

# 우양

# NR

103840 기업분석 |

목표주가	-	현재주가(07/13)	5,230원	Up/Downside	-
------	---	-------------	--------	-------------	---

2020. 07. 14

## 핫도그만 잘하는 기업이 아닙니다

### News

**냉동간편식과 음료베이스 전문 제조업체:** 우양은 냉동간편식, 음료베이스, 냉동과일, 퓨레 등을 공급하는 식음료 제조기업이다. 국내 냉동 핫도그 시장점유율 1, 2위를 차지하고 있는 CJ제일제당과 풀무원식품의 핫도그 제품 대부분을 동사에서 OEM 제조한다. 또한 스타벅스, 이디야, 할리스 등을 비롯한 국내 주요 음료 프랜차이즈에 음료베이스, 퓨레 등을 공급하고 있다.

### Comment

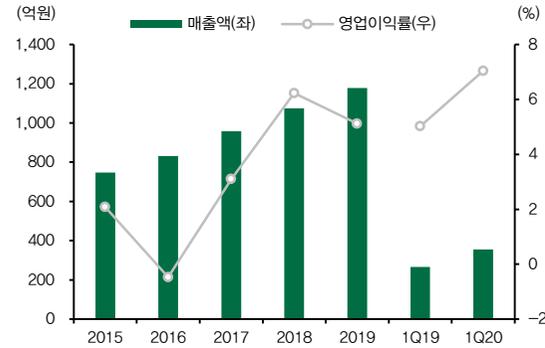
**제품 라인업 다변화와 B2C 공략으로 식품 OEM 기업의 한계 돌파:** 국내 냉동 핫도그 시장이 고속 성장하는 동안 동사의 HMR 부문 매출액은 2016년 203억원에서 2019년 466억원으로 두 배 이상 증가했다. 또 다른 핵심사업인 음료베이스 부문 매출액도 주요 고객사의 시조음료 판매량 증가에 힘입어 2016년 104억원에서 2019년 223억원으로 확대됐다. 동사는 특정 아이템에 의존하는 중소 식음료 OEM 기업의 한계를 돌파하기 위해 냉동 핫도그 수출과 HMR 라인업 다변화를 추진 중이며, 특히 치즈볼은 핫도그의 뒤를 이어 박히트 제품이 될 잠재력이 엿보인다. 한편으로 '쉐프스토리', '더비나인', '뉴뜨레' 등의 자체브랜드를 앞세워 중소 프랜차이즈와 B2C 공략에도 공을 들이고 있다.

### Action

**대규모 설비투자 마무리 단계:** 올해 말 장항 핫도그 신공장 완공을 마지막으로 대규모 설비투자는 일단락될 전망이다. 신공장이 가동되면 동사 냉동 핫도그 생산능력은 500억원에서 1,200억원으로 대폭 증가한다. 200%를 넘는 부채비율이 걸끄러울 수 있지만, 타인자본을 잘 활용해 성장을 이끌어내는 것도 경영자의 능력이다. 올해 예상실적 기준 P/E는 10배 내외로 크게 부담스럽지 않다.

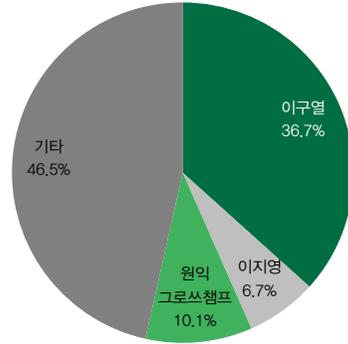
Investment Fundamentals (IFRS개별)						Stock Data	
	(단위: 십억원 원 배 %)						
FYE Dec	2015	2016	2017	2018	2019	52주 최저/최고	2,625/6,050원
매출액	75	83	96	107	118	KOSDAQ /KOSPI	781/2,186pt
(증가율)	13.6	10.7	15.7	11.5	10.3	시가총액	672억원
영업이익	2	0	3	7	6	60일-평균거래량	936,591
(증가율)	-33.3	-100.0	NA	133.3	-14.3	외국인지분율	0.5%
순이익	0	-3	1	4	3	60일-외국인지분율변동추이	+0.3%p
EP□	30	-251	125	380	314	주요주주	이구열 외 2인 45.3%
PER (H/L)	NA/NA	NA / NA	NA/NA	NA/NA	20.4/12.1		
PBR (H/L)	NA/NA	NA/NA	NA/NA	NA/NA	2.7/1.6	<b>주가상승률</b>	
EV/EBITDA (H/L)	NA/NA	NA/NA	NA/NA	NA/NA	10.2/8.7	1M	3M
영업이익률	2.1	-0.5	3.1	6.2	5.1	절대기준	상대기준
ROE	1.8	-12.5	6.4	20.4	13.3	14.1	23.9
						8.9	-5.3
							0.0
							0.0

도표 1. 우양 매출액과 영업이익률



자료: 우양 DB 금융투자

도표 2. 우양 주요 주주 현황



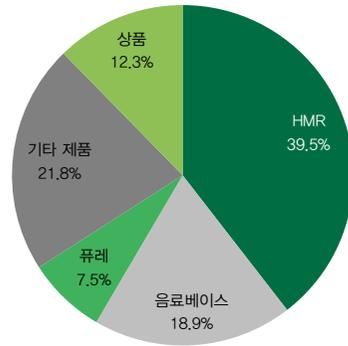
자료: 우양 DB 금융투자

도표 3. 우양 주요 연혁

일자	내용
1992.01	창업자 이동규 회장이 (주)우양냉동식품 설립
1992.12	장항공장 완공 및 증속 제품 출시
1996.04	과일퓨레 제품 출시
2000.04	각자대표이사 이구열 취임
2004.09	HD(핫도그) 공장 완공
2014.07	청송공장 인수 및 HPP 처리설비 구축
2015.11	청양 1공장 완공
2019.03	청양 2공장 완공
2019.06	(주)우양으로 사명 변경
2019.11	코스닥 시장 상장

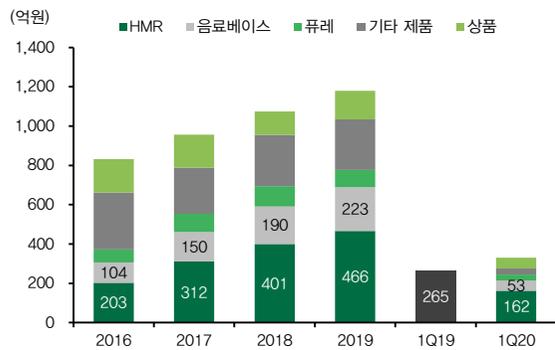
자료: 우양 DB 금융투자

도표 4. 우양 부문별 매출액 비중



자료: 우양 DB 금융투자

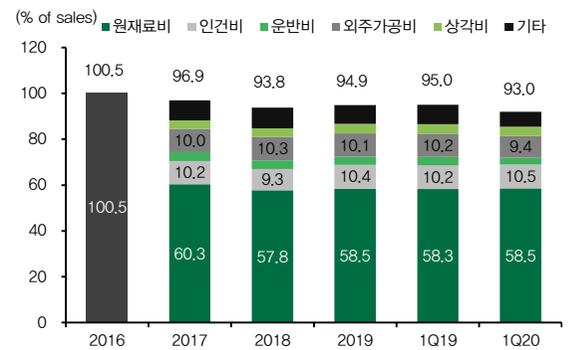
도표 5. 우양 사업부문별 매출액 추이



자료: 우양 DB 금융투자

주: 1Q19는 사업부문별 매출액 정보 없음

도표 6. 우양 주요 비용의 매출액 대비 비중



자료: 우양 DB 금융투자

주: 2016년은 성격별 비용분류 정보 없음

### 냉동 핫도그 시장의 절대강자

핫도그, 치즈볼, 음료베이스 등을 공급하는 식음료 제조기업

우양은 1992년 설립한 중소 식음료 제조기업이다. 주요 매출처는 CJ제일제당, 풀무원식품 등을 비롯한 식품 대기업들과 스타벅스, 이디야, 할리스 등의 음료 프랜차이즈 업체들이다. 사업부문은 냉동 핫도그, 치즈볼 등을 제조해 식품 대기업에 공급하는 HMR 부문, 과채 원물을 가공해 음료 프랜차이즈 업체와 식품회사 등에 반제품을 공급하는 음료베이스 부문, 갈아 놓은 과채류를 공급하는 퓨레 부문, 과일 냉동제품과 가당 제품을 포함하는 기타제품 부문, 상품 부문 등으로 나뉜다. 2019년 부문별 매출액 비중은 HMR 39.6%, 음료베이스 18.9%, 퓨레 7.5%, 기타제품 21.8%, 상품 12.3%이다. 충남 청양 1, 2공장(HMR 음료베이스, 냉동과일, 퓨레 등), 장항 공장(핫도그), 경북 청송 공장(PET음료) 등 국내 제조시설 4곳을 운영하고 있다.

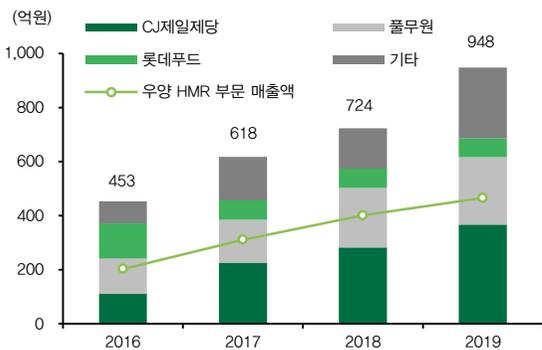
국내 시장의 약 50%를 점유한 냉동 핫도그 시장의 절대강자

동사의 대표 제품은 냉동 핫도그로, 국내시장 점유율 1, 2위를 차지하고 있는 고메 크리스피 핫도그와 풀무원 생가득 핫도그를 OEM 방식으로 공급한다. 2019년 국내 냉동 핫도그 시장 규모는 약 950억원으로 추정되며, CJ제일제당과 풀무원이 각각 38.8%, 26.3%를 점유하고 있다. 우양은 양사가 판매 중인 냉동 핫도그 제품 대부분을 위탁 생산한다. 2019년 냉동 핫도그를 포함한 동사의 HMR 부문 매출액은 전년대비 16.2% 신장한 466억원을 기록했다. 올해 매출액은 코로나19로 인한 냉동간식 특수로 500억원을 상회할 전망이다. 동사의 핫도그 생산능력은 500억원 내외이며, 연말까지 충남 장항에 약 1,200억원 규모의 생산능력을 갖춘 신공장을 완공해 국내 수요 증가와 수출시장에 대응할 계획이다. 기존 설비는 수요가 빠르게 증가하고 있는 치즈볼 등의 생산에 전용한다.

원가경쟁력과 제품 개발능력을 무기로 시즌음료 점유율 확대 중

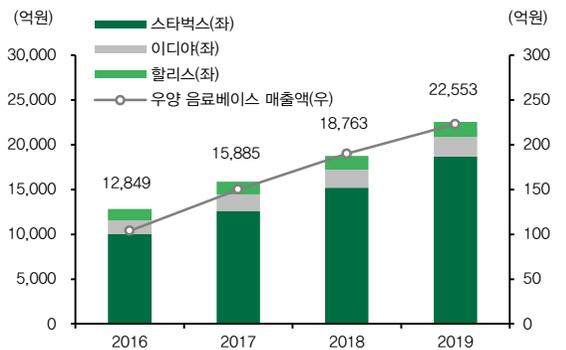
음료베이스 부문에서는 과채 원물을 전처리하고 가공해 냉장/냉동 음료농축액, 스무디 등을 공급한다. 음료베이스는 대형 프랜차이즈의 시즌음료 판매량과 점유율에 따라 매출액이 결정되는데, 동사는 원물 조달에서 전처리, 완제품 생산을 일관화해 원가경쟁력을 갖고 있다. 또한 탁월한 제품개발능력을 바탕으로 고객사 시즌음료 점유율을 꾸준히 높여가는 추세이다. 최대 고객사 스타벅스의 매장 수 증가와 시즌음료 판매량 증가의 수혜도 함께 보고 있다. 2019년 동사의 음료베이스 부문 매출액은 전년대비 17.4% 증가한 223억원을 시현했으며, 2019년 매출액은 250억원을 상회할 것으로 예상된다.

도표 5. 국내 냉동 핫도그 시장 추이와 우양 HMR 매출액



자료: 언론 종합, DB 금융투자 주: 각 사별 냉동 핫도그 매출액 추정치

도표 6. 음료 프랜차이즈 3사와 우양 음료베이스 매출액



자료: DART, DB 금융투자 주: 각 사 매출액

## 수출시장과 B2C에 거는 기대

수출시장 공략과  
제품 다변화로  
내수시장 한계  
극복

국내 식음료 산업이 직면한 문제 중 하나는 협소한 내수시장에 갇혀 있다는 점이다. 날씨에 따르면 2015년 냉동 핫도그 시장 규모는 200억원 중반대에 불과했으나, CJ제일제당의 고메 크리스피 핫도그가 큰 인기를 끌면서 2019년 948억원까지 성장했다. 2020년은 코로나19 특수에 풀무원 모짜렐라 핫도그의 선전이 겹치면서 시장 규모가 1,100억원 수준까지 확대될 전망이다. 다만 내년과 내후년에도 핫도그 시장이 지금과 같은 고속성장을 지속하기는 어려워 보이며, 이미 시장점유율 50% 이상을 차지하고 있는 동사가 점유율을 더욱 높이는 것도 쉽지 않은 일로 생각된다. 결국 성장 추세를 이어가려면 수출시장 공략과 제품 다변화에서 답을 찾아야 한다.

올해 1분기에  
지난해 온기  
수출실적 상회

우양의 2020년 1분기 HMR 제품 해외 매출액은 26억원으로 이미 전년 수준을 넘어섰다. 국내 냉동 핫도그 시장 1, 2위 업체이자 동사의 주요 고객사인 CJ제일제당과 풀무원이 적극적으로 해외시장을 공략하고 있는 까닭이다. 미국식 핫도그(콘도그)는 소시지가 크고 튀김옷이 얇은 반면, 한국식 핫도그는 소시지보다 튀김옷의 질감이 더 중시되고, 감자, 치즈 등의 토핑에 따라 다양한 배리어이션이 가능하다는 특징을 갖는다. 일본에서 모짜렐라 치즈가 길게 늘어나는 한국식 치즈 핫도그가 인기를 끄는 가운데, 대만, 베트남, 미국 등으로 지속적인 시장 확장이 이뤄지고 있다. 중국으로는 동사가 20%의 지분을 보유한 관계사 칭다오 도레미 푸즈에 배터믹스(반죽)를 납품 중이다.

자체브랜드 제품  
출시, 소스시장  
공략

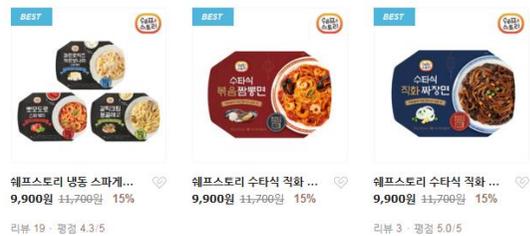
다른 한편으로는 HMR과 음료 자체브랜드 제품을 지속적으로 선보이고 있다. HMR에서는 '쉐프스토리'라는 브랜드로 냉동 핫도그, 치즈볼, 냉동 만두, 간편죽, 파스타 제품 등을 판매하며, 음료에서는 '더비나인', 냉동과일/퓨레/페이스트에서는 '뉴뜨레' 브랜드로 중소 커피 프랜차이즈, 개인 커피전문점, B2C 시장을 공략 중이다. 신규 사업으로는 HMR 시장과 동반 성장하고 있는 소스, 샐러드 드레싱 시장에 진입하기 위해 제품 개발을 진행하고 있다.

도표 7. 중국에서 판매 중인 풀무원 치즈/한식 핫도그



자료: 풀무원 DB 금융투자

도표 8. 자체 브랜드로 이런 제품들도 만들고 있습니다



자료: 우양 DB 금융투자

### 영업레버리지 확대가 관건

**수익성 추가 향상을 위해서는 또 다른 히트제품 필요**  
 다품종 소량생산에 특화된 중소 HMR기업들은 영업이익률을 두자릿수까지 끌어올리기가 만만치 않다. 특히 우양과 같이 원물을 가공하고 반제품을 제조하는 기업들은 인건비와 운반비 부담이 커서 수익성 향상에 어려움을 겪는다. 2014년부터 2019년까지 5년간 동사 매출액은 80% 가까이 증가했지만 영업이익률은 4.2%에서 5.1%로 0.9%p 개선되는데 그쳤다. 여기에 생산 효율을 높이기 위해 자동화 설비에 대규모 투자를 단행하면서 상각비 부담도 높아졌다. 추가적인 수익성 향상을 위해서는 냉동 핫도그 외의 분야에서 규모의 경제가 나오는 히트 제품을 창출할 필요가 있다.

**냉동피자의 성장 흐름을 따라가는 냉동 치즈볼**  
 냉동 핫도그를 이을 우양의 차기 히트작 유력후보는 치즈볼이다. 우양은 올해 초 풀무원을 통해 모짜렐라 치즈볼과 앙크림 치즈볼 2종을 선보였으며, 흡수 문화 확산과 어린이 간식 수요 증가로 판매량이 빠르게 증가하는 추세이다. 피자 전문점의 피자 맛을 냉동피자가 상당 부분 따라잡은 것과 같이, 우리는 우양의 냉동 치즈볼이 이 시장을 개척한 유명 치킨 브랜드의 치즈볼 맛을 따라잡았다고 보고 있다. 에어프라이어의 보급으로 가정에서 냉동 치즈볼을 조리하기가 한결 편해졌기 때문에, 향후에는 가격과 편리성에서 우위가 있는 냉동 치즈볼이 점차 시장을 잠식해 갈 것으로 판단한다.

**큰 설비투자는 일단락, 2021년부터 현금흐름 개선**  
 우양의 1분기 실적은 매출액 356억원(+34.1%), 영업이익 25억원(+88.1%), 영업이익률 7.0%(+2.0%p)로 전년동기비 크게 성장했다. 2분기는 핫도그의 계절적 비수기이고 각국의 검역 강화로 수출 일정이 지연돼 전분기에 비해 실적성장 추세가 다소 둔화될 것으로 예상된다. 그러나 연간으로는 15% 내외의 매출액 증가, 30% 내외의 영업이익 증가가 어렵지 않아 보인다. 지난 10년 동안의 대규모 설비투자로 부채비율이 200%를 상회하고 있다는 점이 다소 걸끄럽지만, 장항 핫도그 신공장 완공 이후에는 큰 설비 투자가 종료돼 현금흐름이 개선될 것이다. 전환상환우선주(140만주)와 올해 예상 순이익(75억원 내외)을 감안한 동사 P/E는 10배 내외로 크게 부담스럽지 않다.

도표 9. 냉동 핫도그, 음료베이스 부문 주요 경쟁기업 실적 현황

(단위: 억원 %)

		2015	2016	2017	2018	2019	비고
우양	매출액	748	832	957	1,074	1,179	
	영업이익	16	-4	30	67	60	
	영업이익률	2.1	-0.5	3.1	6.2	5.1	
홍국F&B	매출액	396	414	449	477	538	국내 최대 음료/베이커리 원재료 공급업체.
	영업이익	86	39	29	43	58	스타벅스, 이디야 등을 고객사로 두고 있음
	영업이익률	21.7	9.4	6.5	9.0	10.8	
푸드웰	매출액	1,028	1,082	1,169	1,238	1,439	딸기 푸레/시럽, 간밤 등 제조. 연결 자회사로
	영업이익	40	38	48	75	86	냉동만두 OEM 업체 푸르온과 중국 과채류
	영업이익률	3.9	3.5	4.1	6.1	6.0	가공법인 청도푸드웰 보유
동화	매출액	423	374	304	385	320	핫도그, 냉동식품 OEM 제조업체. 롯데푸드
	영업이익	3	10	-12	-14	0	핫도그 OEM 제조
	영업이익률	0.7	2.7	-4.1	-3.7	-0.1	
씨엔에스푸드 시스템	매출액	308	281	339	322	352	현대그린푸드 100% 자회사. 우양과 함께 고메
	영업이익	7	7	2	9	12	크리스피핫도그 OEM 담당
	영업이익률	2.4	2.5	0.6	2.8	3.4	

자료: DB 금융투자

도표 10. 우양 주요 재무지표 추이

(단위: 억원)

	2015	2016	2017	2018	2019	1Q19	1Q20
<b>매출액</b>	<b>748</b>	<b>832</b>	<b>957</b>	<b>1,074</b>	<b>1,179</b>	<b>265</b>	<b>356</b>
(%YoY)	12.8	11.3	15.0	12.2	9.7	7.8	34.1
- HMR	n/a	203	312	401	466	265.0	162
- 음료베이스	n/a	104	150	190	223	n/a	53
- 푸레	n/a	65	92	103	88	n/a	31
- 기타 제품	n/a	290	235	261	257	n/a	31
- 상품	n/a	171	169	120	145	n/a	55
(%수출비중)	n/a	n/a	0.1	0.3	2.2	n/a	7.3
<b>매출원가</b>	<b>648</b>	<b>751</b>	<b>848</b>	<b>920</b>	<b>1,015</b>	<b>228</b>	<b>302</b>
- 재료비	n/a	n/a	577	621	689	155	208
- 인건비	n/a	n/a	77	77	91	20	28
- 외주가공비	n/a	n/a	96	111	119	27	33
- 기타	n/a	n/a	97	111	116	26	33
매출총이익	99	81	109	154	164	37	53
(%매출총이익률)	13.3	9.7	11.4	14.4	13.9	14.1	15.0
<b>판매비와관리비</b>	<b>84</b>	<b>85</b>	<b>80</b>	<b>87</b>	<b>103</b>	<b>24</b>	<b>25</b>
- 인건비	n/a	n/a	20	23	32	7	9
- 운반비	n/a	n/a	37	40	42	10	11
- 기타	n/a	n/a	22	25	29	7	5
<b>영업이익</b>	<b>16</b>	<b>-4</b>	<b>30</b>	<b>67</b>	<b>60</b>	<b>13</b>	<b>25</b>
(%YoY)	-44.1	-125.4	-851.2	125.7	-9.9	n/a	88.1
(%영업이익률)	2.1	-0.5	3.1	6.2	5.1	5.0	7.0
<b>영업외손익</b>	<b>-11</b>	<b>-19</b>	<b>-16</b>	<b>-25</b>	<b>-23</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>
- 이자손익	-12	-11	-16	-24	-23	-6	-5
- 외환손익	0	1	5	-2	-1	0	-3
- 기타	2	-9	-5	0	1	0	0
세전이익	4	-23	14	42	38	7	18
법인세	1	2	1	2	4	1	2
<b>당기순이익</b>	<b>3</b>	<b>-25</b>	<b>13</b>	<b>39</b>	<b>34</b>	<b>6</b>	<b>16</b>
EBITDA	39	24	66	106	109	24	40
CAPEX	240	77	38	104	128	36	56
<b>순차입금</b>	<b>390</b>	<b>425</b>	<b>401</b>	<b>506</b>	<b>438</b>	<b>436</b>	<b>468</b>
매출채권/미수금	65	69	78	117	121	123	122
재고자산	265	232	228	235	246	246	256
매입채무	155	155	171	188	205	223	216
순운전자본	175	145	135	165	162	146	161

자료: 우양 DB금융투자

