

우양 (103840)

냉동 김밥, 미국 대형 유통망 점령 기대

K-핫도그 시장 선두주자

우양은 국내 1위 냉동 핫도그 제조 기업으로 핫도그 외에도 냉동 김밥 등 HMR, 푸레, 음료베이스 등을 생산한다. 2023년 3분기 기준 매출 비중은 HMR 41.4%, 음료베이스 16.2%, 푸레 6.1%, 기타제품 24.2%, 상품 12.1%이며, HMR의 88%는 핫도그다. 주요 고객은 CJ제일제당, 풀무원, 스타벅스 등이 있으며, 지역별 매출비중은 내수 91.5%, 수출 8.5%이다.

냉동 김밥, 미국 대형 마트 수출 확보

동사는 2024년 4월부터 미국 현지 대형 유통체인을 통해 냉동 김밥을 수출해 2분기부터 신규 매출이 반영될 전망이다. 냉동 김밥 월 CAPA는 90만개 수준으로, 월 20~25억원의 매출 창출이 가능한 규모이다. 냉동 김밥은 미국에서 최근 품질대란이 일어나는 등 화제를 모은 K-푸드다. 동사는 2023년부터 핫도그를 통해 Costco 등 대형 유통망을 확보한 만큼, 신제품 냉동 김밥의 수출은 더 가속화될 것으로 기대한다.

핫도그, 글로벌 대형 유통망 확장 기대

주력제품인 냉동 핫도그는 미국에서 큰 인기를 끌면서 수출 확대에 나서고 있다. 1H23 이 후부터 시작된 미국향 핫도그 수출에 힘입어 동사의 수출 비중은 2022년 5%에서 2023년 11%로 늘어난 것으로 추정한다. 분기별 수출금액은 1Q23 22억원 → 2Q23 44억원 → 3Q23 54억원을 기록했다. 해외 K-Food 열풍으로 핫도그는 Costco 글로벌 소싱 품목으로 확정되었으며, 1Q24에 호주, 일본, 대만 등 글로벌 Costco로의 확장 논의를 진행 중이다. 동사는 HMR 핫도그 시장의 공급자 우위를 점하고 있다. 국내 Costco 들어가는 모든 핫도그 브랜드의 OEM을 담당하고 있으며, 해외 대형 마트에 납품할 수 있는 기업은 현재 동사가 유일한 것으로 판단된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A
매출액	1,179	1,331	1,392	1,634
영업이익	60	65	21	1
지배순이익	34	41	13	-30
PER	13.8	15.6	60.4	-19.9
PBR	1.8	1.8	1.9	1.5
EV/EBITDA	9.2	9.5	15.0	15.3
ROE	13.3	11.4	3.2	-7.3

자료: 유안타증권



손현정 스몰캡
hyunjeong.son@yuantakorea.com

NOT RATED (I)

목표주가

원 (I)

현재주가 (2/21)

4,695원

상승여력

-

시가총액	768억원
총발행주식수	16,366,428주
60일 평균 거래대금	22억원
60일 평균 거래량	420,102주
52주 고/저	6,630원 / 2,540원
외인지분율	1.44%
배당수익률	0.00%
주요주주	이구열 외 1인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(6.3)	(21.9)	57.0
상대	(8.6)	(26.1)	44.2
절대 (달러환산)	(6.0)	(24.5)	52.5

투자 포인트

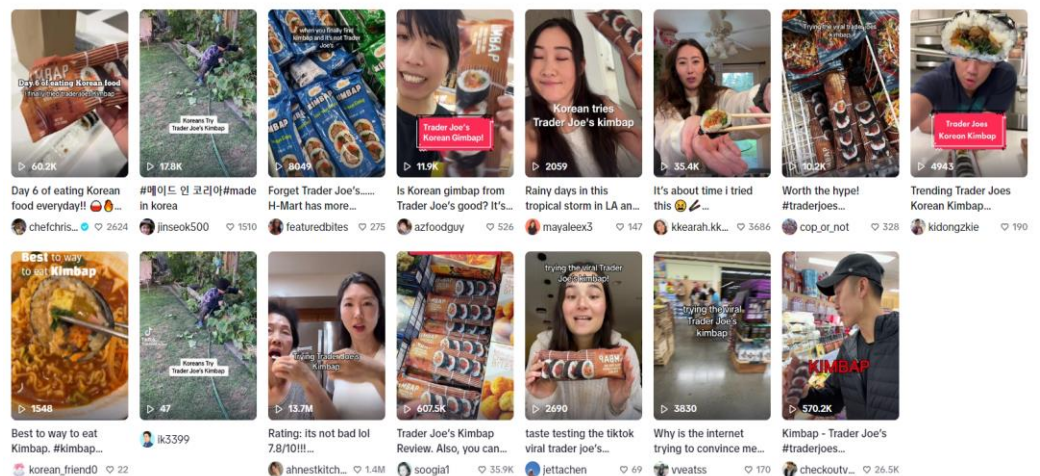
1. '냉동 김밥' 美 대형마트에 수출 개시

동사는 2024년 4월부터 미국 시장에 냉동 김밥을 수출할 계획이다. 현재 미국 현지 대형 유통 체인과 계약이 완료된 상황이며, 2~3월 선적이 완료되면 2분기부터 매출이 발생할 것으로 예상된다. 동사의 냉동 김밥 월 CAPA는 90만개 수준으로, 월 20~25억원의 신규 매출 창출이 가능한 규모이다.

냉동 김밥은 미국에 최근 화제를 모은 K-푸드다. 2023년 8월, 해외 유명 인플루언서의 틱톡 영상에서 냉동 김밥이 화제가 되며 미국 Trader Joe's에서 품질되기도 했다. 이러한 냉동 김밥의 인기와 수요에 따라 동사는 미국을 시작으로 동남아, 유럽 등으로 판매 지역을 확장할 계획이다.

동사는 2023년 상반기부터 미국 Costco에 핫도그를 납품하며 본격적인 수출 성장세를 나타냈다. 최근 Costco 글로벌 소싱 품목으로 확정되며 미국뿐 아니라 일본, 대만, 호주 등으로 확대될 전망이다. 이처럼 동사는 기존 핫도그를 통해 다양한 유통망을 확보한 만큼, 신제품 냉동 김밥의 수출은 더 가속화될 가능성이 높다는 판단이다. 또한 냉동 김밥의 수출 ASP는 핫도그에 비해 2배 이상 높아, 동사의 매출 믹스 개선 효과도 기대할 수 있다.

K-푸드 냉동김밥 해외 열풍



자료: 틱톡, 유안타증권 리서치센터

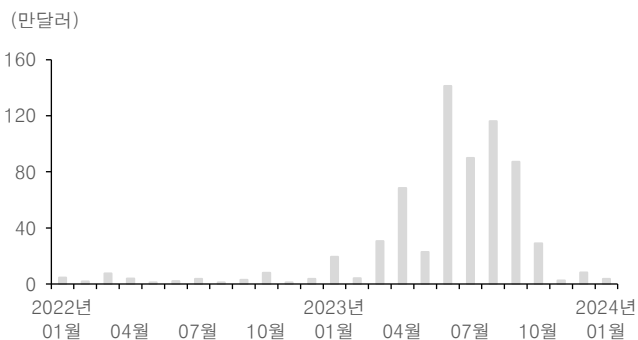
2. K-Food ‘핫도그’ 글로벌 확장 기대

동사의 주력제품인 핫도그는 미국에서 큰 인기를 끌면서 수출 확대에 나서고 있다. 북미 핫도그의 인기에 힘입어 동사의 수출 비중은 2022년 5%에서 2023년 11%로 늘어난 것으로 추정한다. 특히 2023년 상반기 이후부터 미국 Costco에 동사의 핫도그가 납품되며 본격적으로 수출 성장이 나타났다. 분기별로 보면, 동사의 수출금액은 1Q23 22억원 → 2Q23 44억원 → 3Q23 54억원을 기록했다.

수출 데이터를 살펴보면, 충남 서천에 위치한 핫도그 생산공장의 3Q23 수출액은 293만달러로 전년대비 3,704% 급증했다. 2023년 상반기 이후 시작된 미국 Costco 향 핫도그 수출에 기인한다. 2023년 10월 이후부터는 풀무원을 통해 납품하면서, 서울 강남구에 위치한 사업장의 수출데이터를 통해 증가 추이를 확인할 수 있다. 서울 강남구 사업장의 핫도그 수출액은 2023년 9월 81만달러에서 10월 222만달러 → 11월 430만달러로 크게 늘어났다. 분기별로 보면, 4Q23 강남구 사업장의 수출액은 928만달러로 전년대비 282% 급증했다.

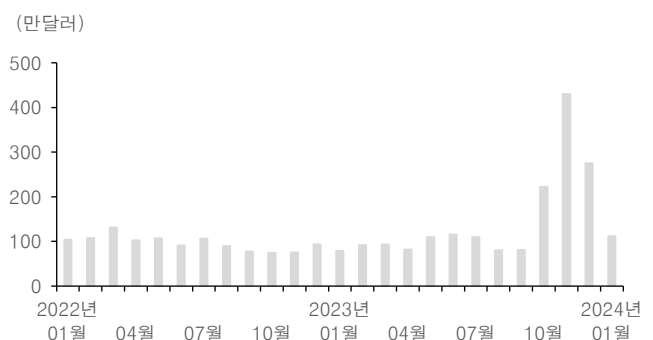
핫도그의 수출 확대는 높은 이익률로 동사의 수익성을 기대할 수 있다. 현재 동사의 핫도그의 매출은 HMR 부문 내에서 88%를 차지하고 있으며 CAPA는 월 1,300만개로, 월 100~110억원의 매출이 가능한 규모이다. 또한 미국 시장을 중심으로 한 글로벌 고객사와의 계약을 통해 4~5%대의 높은 이익률을 유지하고 있다.

충남 서천 핫도그 생산공장 수출데이터



자료: 관세청, 유안타증권 리서치센터

강남구 핫도그 사업장(풀무원) 수출데이터

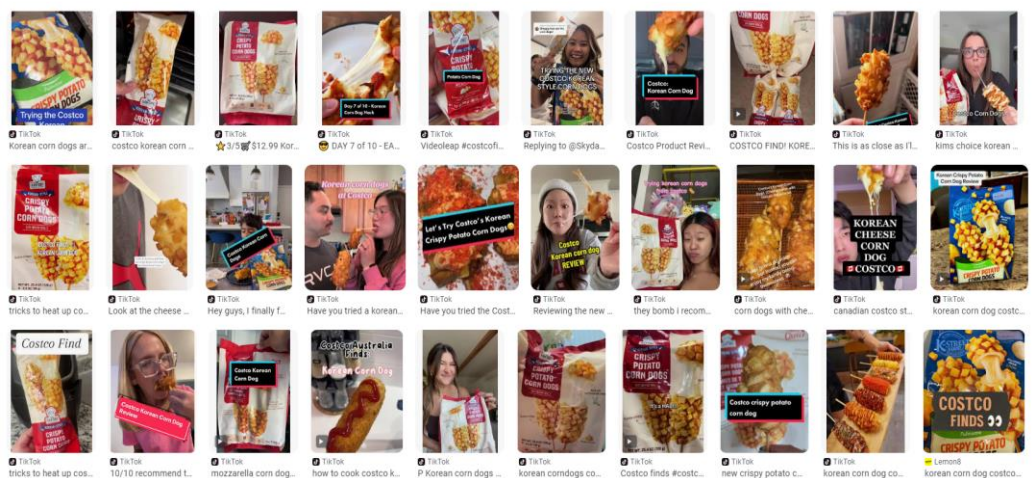


자료: 관세청, 유안타증권 리서치센터

해외 K-Food 열풍은 지속되면서, 핫도그의 수출 확대는 가속화될 전망이다. 동사의 핫도그는 미국 Costco 에 납품될 때 Kim's choice 브랜드로 판매되었으나, 상술했듯이 2023년 10월 이후 풀무원을 통해 납품 중이다. 기존 고객사대비 풀무원의 영업 경쟁력을 감안할 때, 미국 외 다양한 글로벌 고객사와의 계약을 통해 수출은 더욱 확대될 것으로 기대한다.

동사의 핫도그는 Costco 글로벌 소싱 품목으로 확정되었으며, 2024년 1분기 이내 호주, 일본, 대만 등 글로벌 Costco로의 확장을 위한 논의가 진행 중이다. 이외에도 그동안 제한되었던 열처리 가공육 제품의 EU향 수출이 2023년 12월 27일부터 가능해진 점을 감안 시, 향후 EU향 수출에 기대감도 존재한다고 판단된다.

K-푸드 냉동 핫도그(Korean corn dog) 해외 열풍



자료: 틱톡, 유안타증권 리서치센터

3. P의 상승과 C의 감소

1) 비용감소: 치즈 내재화 & 자동화 라인

동사는 2023년 하반기 치즈 제품 개발을 완료하며, 내재화에 성공했다. 이에 자체 브랜드 핫도그 제품에는 자사 치즈가 들어가며, 향후 풀무원 등 OEM 제품에도 적용될 예정이다. 자체 치즈는 2024년 3~4월 본격적인 생산이 가능할 것으로 예상되며, 내재화율은 50% 목표로 두고 있다. 2023년 기준 핫도그 생산을 위해 구매한 치즈 금액은 약 170억원으로 추정된다. 2024년 하반기부터는 치즈 내재화를 통한 비용절감 효과로 수익성 개선이 기대되는 바다.

또한 핫도그를 생산하는 서천 공장의 자동화 라인 확충으로 비용 절감이 기대된다. 2024년 상반기에 자동화 라인이 구축될 전망이며, 이를 통해 연간 25억원의 비용이 줄어든 전망이다.

2) 가격상승: 4% 인상 & 공급자 우위

동사는 2024년 1월부터 내수 매출의 70%를 차지하는 주력 고객사 CJ 제일제당, 풀무원과 4% 가격 인상 계약을 완료했다. 이는 핫도그 등 전체 제품에 해당하며, 2023년 소폭 인상에 이은 추가 인상이다. 한편, 대두유 등 원재료의 가격은 하락 추세로 마진 스프레드는 확대될 것으로 예상한다.

이런 가운데 동사는 공급자 우위를 점하고 있다. 국내 Costco에 들어가는 핫도그 제품 브랜드는 CJ 제일제당, 풀무원 외에도 4곳이 있으며, 동사가 모두 OEM으로 납품하고 있다. 국내 Costco뿐만 아니라 해외 대형 유통사에 핫도그를 납품할 수 있는 기업은 동사가 유일한 것으로 판단된다. 이처럼 공급자 우위 상황에서 향후 가격 인상 등 협상 경쟁력은 강화될 것으로 전망한다.

국내 1위 냉동 핫도그 업체



자료: 우양, 유안타증권 리서치센터

실적

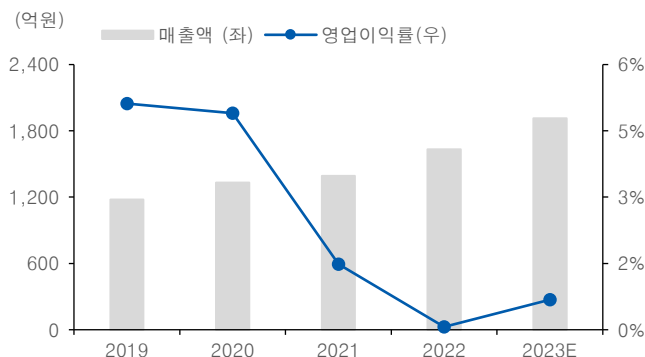
K-Food의 위상을 보여줄 2024년

동사의 2024년 매출액은 2,190억원(YoY +14.5%), 영업이익 95억원(YoY +630.8%, OPM 4.3%)을 예상한다. 해외 K-Food 인기에 따른 핫도그 수출 증가와 국내 제품 가격인상이 성장을 견인할 전망이다. 또한 상반기 자동화 설비 구축이 완료되면 수익성도 개선될 것으로 기대한다. 더불어 2분기부터 본격화되는 냉동 김밥 출시에 따라 향후 실적 전망치 상향 가능성도 존재한다.

2023년 실적 잠정치는 매출액 1,913억원(YoY +17.1%), 영업이익 13억원(YoY +1,256%, OPM 0.7%)이다. 1H23 이후 본격화된 핫도그 수출이 외형 성장을 이끌면서, 사천 공장 가동률 상승에 따라 이익률이 급증한 것으로 추정한다. 이익 턴어라운드를 보여준 2023년에 이어, 2024년에는 제품 믹스개선, 원재료 하락과 가격인상, 자동화 설치 완료 등으로 수익성 개선이 극대화될 것으로 전망한다.

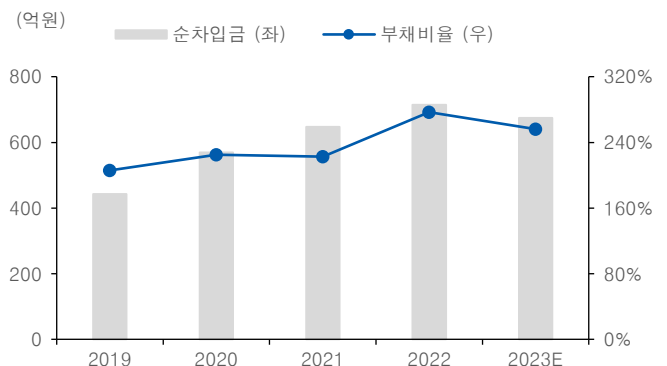
실적 성장세에 힘입어 동사의 재무 안정성도 개선될 것으로 기대한다. 2023년 부채비율은 256%로 추정되며, 차입금 40억원 상환으로 전년대비 약 20%p 줄어들었다. 향후 2~3년에 걸쳐 차입금 상환은 지속적으로 진행될 전망이다. 매년 외형 성장세를 나타냈음에도 불구하고, 그동안 높은 부채비율의 원인은 2020년 화재 이후 늦어진 증설과 정상화에 따른 손익 악화로 해석된다. 또한 2022년에는 원재료 가격 상승으로 운전자본이 확대되면서 차입금이 증가했다. 선제적인 CAPA 증설이 완료된 만큼, 추가적인 투자는 제한적이며 2Q24부터 신제품 매출 증가에 따른 레버리지 효과로 수익성과 함께 재무 안정성 개선을 기대하는 바다.

연간 실적 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

순차입금 및 부채비율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

우양 (103840) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
매출액	1,179	1,331	1,392	1,634	1,913
매출원가	1,015	1,145	1,242	1,482	1,728
매출총이익	164	186	150	152	185
판매비	103	121	129	151	172
영업이익	60	65	21	1	13
EBITDA	109	126	94	87	88
영업외손익	-23	-23	-8	-36	-45
외환관련손익	-1	1	-4	-5	-10
이자손익	-23	-20	-18	-30	-33
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	1	-5	14	-1	-2
법인세비용차감전순이익	38	42	12	-35	-32
법인세비용	4	2	-1	-5	1
계속사업순이익	34	41	13	-30	-33
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	34	41	13	-30	-33
지배지분순이익	34	41	13	-30	-33
포괄순이익	33	42	9	-28	-31
지배지분포괄이익	33	42	9	-28	-31

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
영업활동 현금흐름	92	85	-9	28	42
당기순이익	34	41	13	-30	-33
감가상각비	47	60	73	86	75
외환손익	-1	-1	0	-3	10
중속, 관계기업관련손익	-1	0	-10	-2	0
자산부채의 증감	-8	-64	-106	-42	-27
기타현금흐름	20	50	20	19	16
투자활동 현금흐름	-129	-194	-65	-128	-50
투자자산	0	-2	-12	-2	-6
유형자산 증가 (CAPEX)	-128	-194	-52	-85	0
유형자산 감소	0	0	1	0	0
기타현금흐름	-1	1	-2	-41	-44
재무활동 현금흐름	36	111	73	109	-108
단기차입금	-27	11	70	85	-83
사채 및 장기차입금	-41	116	5	48	0
자본	110	0	31	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-5	-16	-33	-24	-24
연결범위변동 등 기타	0	0	0	0	106
현금의 증감	0	1	-2	9	-9
기초 현금	2	1	3	1	10
기말 현금	1	3	1	10	0
NOPLAT	60	65	21	1	13
FCF	-36	-108	-61	-58	42

자료: 유안타증권

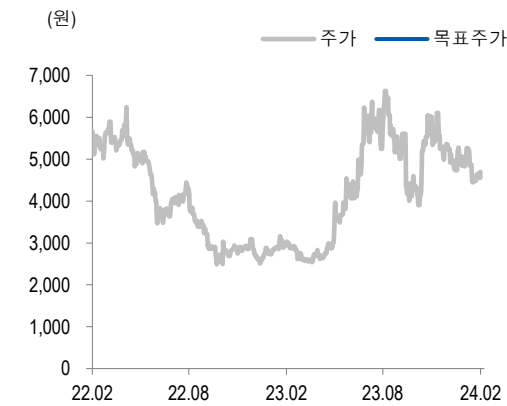
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
유동자산	378	400	495	647	716
현금및현금성자산	1	3	1	10	0
매출채권 및 기타채권	123	121	157	197	232
재고자산	246	265	328	393	432
비유동자산	646	824	851	863	793
유형자산	628	801	799	805	730
관계기업 등 지분관련자산	3	4	20	23	26
기타투자자산	5	6	9	13	15
자산총계	1,024	1,224	1,346	1,510	1,510
유동부채	495	542	668	772	748
매입채무 및 기타채무	231	263	272	324	383
단기차입금	189	193	292	376	291
유동성장기부채	42	44	93	61	61
비유동부채	194	306	261	338	338
장기차입금	177	294	243	268	268
사채	6	0	0	40	40
부채총계	689	847	929	1,110	1,086
지배지분	335	376	417	401	424
자본금	13	13	14	14	14
자본잉여금	120	120	150	150	150
이익잉여금	192	233	242	214	181
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	335	376	417	401	424
순차입금	443	571	647	733	777
총차입금	447	574	649	782	820

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
EPS	314	311	92	-210	-222
BPS	2,347	2,640	2,924	2,810	2,588
EBITDAPS	898	885	662	610	602
SPS	9,761	9,332	9,761	11,461	13,028
DPS	0	0	0	0	0
PER	13.8	15.6	60.4	-19.9	-22.4
PBR	1.8	1.8	1.9	1.5	1.9
EV/EBITDA	9.2	9.5	15.0	15.3	18.0
PSR	0.4	0.5	0.6	0.4	0.4

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
매출액 증가율 (%)	9.7	12.8	4.6	17.4	17.1
영업이익 증가율 (%)	-9.9	8.0	-68.4	-95.3	1,255.5
지배순이익 증가율 (%)	-13.1	18.9	-68.5	적전	적지
매출총이익률 (%)	13.9	14.0	10.8	9.3	9.6
영업이익률 (%)	5.1	4.9	1.5	0.1	0.7
지배순이익률 (%)	2.9	3.1	0.9	-1.8	-1.7
EBITDA 마진 (%)	9.2	9.5	6.8	5.3	4.6
ROIC	7.4	7.4	2.2	0.1	1.3
ROA	3.5	3.6	1.0	-2.1	-2.2
ROE	13.3	11.4	3.2	-7.3	-7.9
부채비율 (%)	206.0	225.2	222.8	276.9	256.3
순차입금/자기자본 (%)	132.3	151.8	155.3	182.9	183.4
영업이익/금융비용 (배)	2.6	3.3	1.1	0.0	0.4

우양 (103840) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-02-22	Not Rated 담당자변경	-	1년		
2021-04-28	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88
Hold(중립)	12
Sell(비중 축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-02-21

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **손현정**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.