

동원 F&B(049770)

동원 F&B 기업분석 리포트

2006. 04. 07



SNU Midas Investment Club

Research Team #2

이지훈, 김일로, 강동수, 안세윤

*들어가며.

동원 F&B는 국내 대표의 식품 기업이다. 과거 참치의 대명사였던 이미지를 벗어나 종합 식품 기업으로 변화하며 국민의 건강한 식탁을 책임지는 우량 기업이 되겠다는 포부를 밝힌다. 특히 올해는 매출 1조 클럽에 들겠다는 야심 찬 포부를 밝히며 우리의 주목을 받고 있다. 이 당돌한 식품 기업의 현재와 미래를 지금부터 철저하게 해부해 보자.

1. 산업 분석.

1.1. 식품 산업의 특성

노동집약형이다. 원료의 특성과 소비자 기호의 다양화를 인해 기계화할 수 있는 가공공정의 범위가 한정되어 있기 때문에 노동에 대한 의존도가 높다. 고원료비 구조이다. 기술상으로 규격화 및 품질 균일화가 어려워 가공도가 높아질 수 밖에 없는 한계가 있어 전체 매출액 중 원료비가 높은 비중을 차지한다. 지역밀착형. 입지한 지역의 특산물을 이용하는 것은 물론, 현지인력을 고용하는 등 지역발전의 견인차 역할을 담당한다.

동원 F&B가 종합 식품 회사이지만 영업의 가장 주된 부분은 수산물 가공업이라 볼 수 있다. 수산물 가공업의 일반적인 특성은 별첨 하겠다.

별첨1) 수산물 가공업의 특성과 현황.

1.2. 각 산업군의 현황

1.2.1. 통조림 산업

통조림 수산물 가공업은 기존의 수산물가공업과 달리 지역밀착성과 노동집약성은 크지 않으나 고원료비 구조라는 약점이 있다. 따라서 통조림 산업에서 수익성을 확보하기 위해서는 안정적인 원어의 확보와 함께 원가절감 노력이 필요하다.

또한 통조림산업은 기계설비를 이용하여 자동화할 수 있는 부분이 크고 소비자의 기호에 맞춰 다양한 제품군을 시장에 내놓을 수 있는 장점이 있다. 여기에 신속하게 대량생산이 가능하면서 동시에 장기보관이 가능하므로 재고 및 기타 투자를 전략적으로 조절할 수 있다.

별첨2) 통조림의 제조방식과 유형별 구분

1.2.2. 음료 산업

국내에서 생산되고 있는 생수 브랜드는 2005년 말을 기준으로 100가지가 넘고, 공장 소재지는 경기도에서 제주도까지 전국 팔도를 망라하고 있다. 이처럼 생수 업체들의 과열경쟁이 연출되는 까닭은 수돗물 불신 풍조가 뿌리 깊이 박힌 상황에서 생수 시장의 파이가 꾸준히 커지고 있기 때문이다. 업계 관계자들에 따르면 국내 생수시장은 매년 두 자릿 수 이상의 가파른 성장세를 타고 있어 2010년쯤에는 생수 시장의 규모가 연간 5천억원 대로 커질 것이라는 전망도 나온다(참고로 생수 시장은 소매용 페트병 시장을 지칭하고 정수기 시장과 기타 식수 시장을 모두 포함하면 2조 규모의 시장이다).

시장은 진로석수(진로), 동원샘물(동원F B), 제주삼다수(제주도지방개발공사), 풀무원샘물(풀무원), 푸리스(하이트맥주) 등 상위 5개 브랜드가 전체 시장의 절반에 가까운 44%를 장악하고 있다.

1.2.3. 냉동/ 냉장 산업 현황

대부분의 냉동 / 냉장 산업은 성수기에서 쇠퇴기로 이어지면서 전체 시장은 담보 상태이며, 가격경쟁 싸움으로만 치달아 제살 깎아 먹기 식의 출혈경쟁을 하고 있다. 게다가 해외 각국의 수자원 보호 정책과 러시아의 명태 쿼터 확보 실패 및 자원의 고갈에 따른 원료 수급의 불균형에 따라 원료 가격급상승이 곧바로 제조원가 부담으로 다가오고 있다. 게맛살과 어묵 시장의 현황은 별첨 하겠다.

별첨3) 게맛살과 어묵 시장 현황.

이 부분에서 유일한 성장 동력을 찾으려고 하면 김치를 볼 수 있을 것이다. 김치 산업의 특성은 크게1)시장 진입장벽이 낮고 2)원료조달이 불안정하며 3)유통과정상의 제약이 있고 4) 맛과 신뢰성이 중시 되는 시장이라는 점을 볼 수 있다. 즉, 전래의 보편적인 제조방법으로 쉽게 상품화 가능하며, 노동집약적이고 시설투자비가 적어 소자본으로도 참여가 가능하고, 김치 제조원가 60%이상이 원료이지만 특성상 계절별 가격변동폭이 크고 저장성이 약해 원료의 안정적 조달이 매우 어려운 실정이다. 또한 김치는 발효식품으로 가공식품에 비해 유통기간이 짧고 콜드체인 시스템이 필요하다 이 때문에 소규모 영세업체는 운송수단 외 별다른 유통시설이 필요 없는 대량 수요처 납품과 주문 생산 방식에 치중하고 있고 대기업은 저온 유통체제와 대리점 등 정규 유통과정을 통해 가정용 포장김치 판매에 주력하고 있다. 끝으로 김치를 구입하는 소비자는 가격보다는 맛과 신뢰성을 상대적으로 중시하고 있고, 최근에는 시판김치의 품질과 위생상태에 대한 관심이 증대하여 제품에 대한 신뢰성 확보가 김치 판매확대의 관건이 되고 있다. 대기업은 상표인지도와 기업의 신뢰성을 바탕으로 가정용

김치시장 진출에 유리한 측면이 있다.

국민 식생활의 서구화로 전체적인 김치 소비량은 감소 추세를 보이고 있으나 소득 증대와 맞벌이 가정 확대에 따른 국민 식생활 편의화로 공장 김치의 수요가 점차 늘고 있다. 업계에 따르면 2001년 우리 나라의 김치 총 소비량은 약 155만 톤 규모로 1인당 소비량은 전년 대비 1.6% 감소한 33.26kg인 것으로 나타났다. 반면에 김치 총수요량 대비 공장 김치 소비량은 1992년 7.5%, 1994년 12.4%, 1997년 27.1%, 2001년 30%로 매년 증가 추세를 보이고 있다. 업체별로 보면 증가집김치의 두산식품BG가 68%의 점유율(2003년 자료)을 차지, 절대적 우위를 보이고 있고 기존의 동원F&B, 농협, 한성김치, 한울농산, 제일제당, 풀무원 등이 치열한 경쟁을 벌이고 있다.

1.2.4. 건강 식품 산업 현황.

건강기능식품 시장은 지난해 3.4조원 규모로 커지면서 연간 20% 이상 빠르게 성장을 하고 있는 것으로 추산(하나증권 이슈분석 보고서)된다. 그러나 지난해 말부터 건강기능성 식품에 대한 영업체제가 신고제에서 허가제로 바뀌면서 효능성이 입증된 성분에 대해서만 품목이 인정되는 등 엄격해진 법규 시행에 따라 시장 자체에 지각변동이 일어나고 있다. 500개 이상으로 추정되는 제조업체 중 기술력 없이 과대 광고에 의존해온 대다수 중소기업들은 퇴출 위기에 몰리고, 기술·자금·유통력의 3박자를 고루 갖춘 대기업들에 의해 시장재편이 이뤄지고 있는 것이다. 소비자들은 홈쇼핑, 백화점, 약국, 전문점 등에서 건강기능식품을 직접 구매하고 있다. 특히 브랜드에 대한 신뢰성 때문에 건강기능식품 전문점에 대한 선호도가 높다. 건강기능식품을 판매하는 기업의 입장에서 백화점이나 홈쇼핑 등 일반 유통만으로는 명절이나 5월 감사의 달 등에만 매출이 편중되는 한계가 있어 안정적인 매출을 위한 전문점 개설에 집중하고 있다

1.2.5. 우유 산업 현황

우유산업은 동원F&B의 신규 사업 부분에서 가장 핵심이기 때문에 볼 필요가 있겠다고 판단된다. 총 우유류 시장 규모는 1조 8천억, 그 중 발효유 시장이 1조를 넘게 형성하고 있다. 따라서 백색 시유, 기능성우유, 가공우유의 시장규모는 8천억 정도라고 보면 된다. 백색 시유 시장에서는 서울 우유가, 남양유업은 발효유시장에서 강세를 보이고 있으며 최근 매일 우유는 기능성 우유로 시장을 공략하고 있다.

시유 생산 규모는 발효유 보다 압도적으로 크지만, 발효유의 판매가가 비싼 까닭에 시유에 비해 반도 안 되는 생산량으로 시장규모는 더 크다.

별첨4) 우유시장 현황

동원 F&B는 해태우유를 인수할 경우, 발효유 시장은 덴마크에, 백색 시유를 비롯한 우유 시장은 해태 우유를 통해서 시장을 공략하게 될 것이다. 현재 1인당 우유 소비량은 5년째 횡보, 우유시장은 마이너스 성장이고 발효유 시장 역시 물가 상승률 수준으로 미약하다 볼 수 있다.

2. 기업 분석

2.1. 기업의 현재에 관한 일반론.

2.1.1. 매출 일반.

제품별 매출액

(단위: 억원)

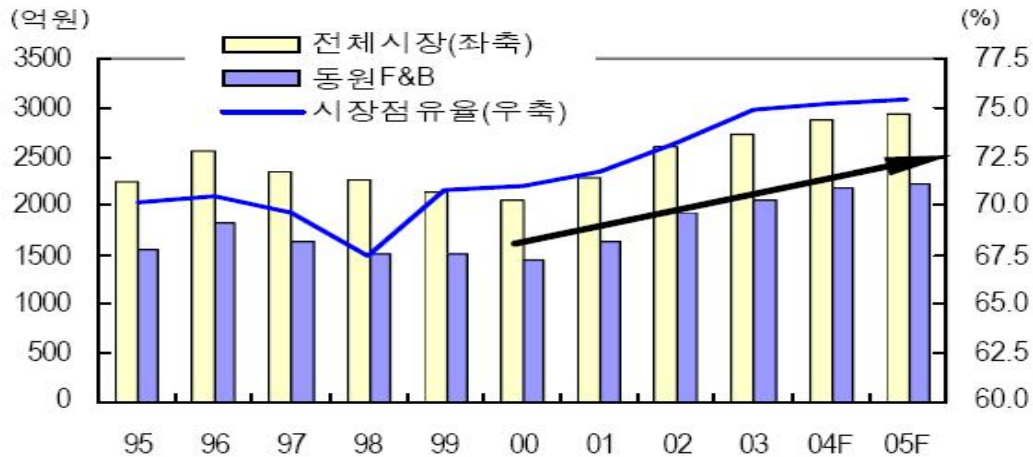
	2001	2002	2003	2004E	2005E	2006E
참치캔	1,662	1,894	2,002	2,192	2,313	2,471
일반캔	603	730	815	943	1,042	1,158
냉장식품	897	1,002	990	953	1,003	1,054
냉동식품	338	354	400	363	418	438
음료.샘물	503	551	583	643	703	768
해조류 등	817	642	598	693	721	764
내수	4,820	5,173	5,388	5,787	6,200	6,653
수출	633	565	390	513	539	567
기타	73	68	83	86	90	95
합계	5,526	5,806	5,861	6,386	6,829	7,315

자료: 동원F&B, SK증권 추정

매출액의 30% 이상이 참치통조림 판매를 통해 이루어지고 있고 이것은 영업이익률의 기여도가 70%에 이른다. 2004년 원재료인 참치원어의 구입금액은 820억원으로 추정되면, 이는 참치캔 매출액의 38%, 전체매출액의 13%정도이다. 당사는 원어구입의 95% 이상을 계열사인 동원산업에 의존하지만, 구입가격은 국제가격에 따른다. 따라서 참치통조림의 원재료가 되는 참치의 국제가격을 시계열상으로 평가해보고 미래의 가격 변동성을 점검해 볼 필요가 있겠다. 참치의 어획량과 그에 따른 공급은 어느 때 보다 풍부하다고 말 할 수 있고 수요 역시 전 세계 적으로 일정하다. 참치의 수요는 산업화와 함께 늘어난다는 일반적인 보고가 있긴 한데 역시 변수는 중국이다. 하지만 2팀의 예상에 중국이 산업화가 된다고 하여도 크게 참치 수요량이 증가 될 것 같지는 않은데, 이제껏 어떤 중국요리에서도 참치를 본적이 없기 때문이다. 환율은 대단히 예측하기 어렵지만 일단 900원 초반으로 대 달러 환율을 유지할 것으로 본다. 예측에 사용한 모형은 별첨한다.

별첨5) 참치의 국제 가격.

별첨6) 환율 변동 예측



현재마켓리더인 해당 업체는 거의 참치통조림 시장을 독점하다시피 하고 있는 상황으로 볼 수 있다. 이는 동사가 통조림에 대한 가격결정력을 가졌다는 것을 의미하는 것이며 원재료 값의 상승을 제품 가격 인상을 통해서 상쇄시킬 수 있는 능력을 가졌다는 의미가 된다. 일단 제품의 가격이 인상되면 시장의 특성상 쉽게 가격을 내리지 않게 되므로 원재료 값의 절감이 바로 수익성 개선으로 연결될 것으로 보여진다.

2.1.2. 현재 Biz 모델의 특성.

한마디로 별 특성 없다. 참치, 만두, 샘물 등의 사업 자체가 특징이 없는 데다가 동원 F&B가 갖고 있는 특별함도 전혀 찾아 볼 수 없다. 매출액 중 참치의 비중이 크나 참치 제품을 제작, 판매하는 과정은 극히 무난하고 재미없는 것이다.

Biz모델이라고 보기는 어렵지만 기업 영업에 관한 얘기를 조금 한다면 신규 사업 진출과 투자가 확대 되면서 마케팅 능력이 관건으로 떠오르고 있다는 점을 주목할 만 하다. 또한 트렌디 한 제품들이 점차 기업 매출에서 차지하는 비중을 늘리고 있는데 그로 인해 판관비 관리도 중요한 이슈로 떠오르고 있다. 이제까지 동원이 보여준 마케팅 능력은 형편 없는 것이었지만 이번에 공동 대표이사로 취임한 김해관 사장은 CJ 엔프라니에서 햇반을 비롯한 히트상품들을 제조한 마케팅 고수로 이 부분의 보강이 기대된다.

2.2. 기업의 미래를 보라.

2.2.1. 기업의 Goal

그 동안 그룹의 모기업 격인 식품 쪽이 금융에 비해 미약한 활약을 했기 때문에(또한 금융과 식품은 양쪽 아들에게 승계될 예정이므로 승계 때까지 어느 정도 구색을 맞출 필요도 있지 않을까 싶다) 그룹 차원에서 역량 강화를 위해 총력을 기울일 것으로 보인다. 구체적으로 올해 안에 1조 클럽 가입(54%정도의 성장이 있어야 가능하다)을 목표로하고 새로운 성장 동력을 찾는 데 주력하고 있다. 동원F&B는 올해 새로 진출하는 유가공 사업 부문에서 1500억 원대의 매출을 올릴 수 있을 것으로 내다보고 있다. 디엠푸드와 해태유업을 결합하게 되면 동원은 고온 살균우유와 발효유 치즈 등의 생산시설과 유통망을 갖추게 돼 서울우유 남

양유업 매일 유업 등 유가공업계 `빅3`에 도전장을 내밀 수 있게 된다.

건강식품 매장인 GNC 습은 올해 지난해보다 40여 개를 늘려 100여개 점포를 확보해 매출 규모를 작게는 150억 원, 많게는 200억 원으로 늘릴 방침이다. GNC 습에서는 종합비타민, 글루코사민 등 전통 식품에서 요즘 새롭게 뜨고 있는 스피루리나까지 150개 품목을 팔고 있다. 올해 새롭게 진출한 간식시장에서도 200억 원의 이상의 신규 매출을 거둔다는 계획이다. 최근 출시한 유럽형 간식 슈나페가 갈수록 상승세를 타고 있어 올해 100억 원의 매출이 무난할 것으로 내다보고 있다. 또 군밤장수 호두장수 등 건과류도 틈새시장을 열어 줄 것으로 기대하고 있다. 동원은 이들 제품에 7, 8개 품목을 더해 모두 10여 가지의 아이템을 출시할 계획이다. 장기적으로 해양 심층수 사업권을 확보하는 등 앞으로 5년간은 격동의 세월을 보낼 계획이다.

별첨7) 해양 심층수에 관하여.

별첨8) 건강식품 시장 현황

별첨9) GNC는 어떤 곳?

2.2.2. 가능한 미래 시나리오들

이 부분은 조원 전부가 각각의 긍정적, 부정적 시나리오를 작성하고 이를 모두 검토한 후 가장 개연성이 높다고 생각된 부분을 추린 것이다

2.2.2.1. 참치캔 시장의 정체

동원의 캐시 카우인 참치캔의 시장 성장률은 연 물가상승률 정도로 정체되어 있다. 동원은 국내 참치 캔 시장을 70%이상 점유하고 있고, 주로 90% 이상이 내수에 집중되어 있기 때문에 국내 참치캔시장 전체 성장률과 비슷한 정도로 성장할 것이라 생각하여 향후 5년간 4%의 성장률을 상정한다.

2.2.2.2. 음료시장의 과열

A) 녹차 시장

연 2~30%의 성장을 하고 있는 녹차 시장에서 동원은 시장 점유율 45%를 차지, 1위를 고수하고 있다. 현재 녹차 시장의 규모는 500억 원 정도이지만 이제는 웰빙이 트렌드가 아니라 생활의 일부로 완전히 자리잡았기 때문에 녹차 시장의 성장은 2010년까지 1000억 원 정도로 성장할 것이라는 예상이 일반적이다. 그러나 동원 녹차가 계속 1위를 고수할 수 있을지 또한, 지금처럼 시장의 거의 반을 차지할 수 있을지에 대해서는 의문이 든다. 녹차 시장의 파이가 커짐에 따라 많은 업체들이 계속 시장에 참여하여 경쟁이 치열해지고 있는데, 동원은 그에 못 미치는 마케팅 능력을 보여주지 못하고 있기 때문이다. 따라서 녹차시장에서 동원의 매출 성장률을 향후 2년간 20% , 이후 3년은 15% 정도로 추정한다. 05년 동원이 녹차시장에서 250억 매출(전체시장 500억)을 얻었으므로 올해 매출 300억 원, 2010년 500억 원대의 매출을 기대한다.

B) 먹는 샘물 시장

먹는 물 시장은 약 3200억 원 규모이며 말통 시장은 1120억, 소용량 페트 시장이 2200억 정도이다. 동원은 말통 시장에서 1위를 차지하고 있지만, 소용량 페트 시장에서는 10% 미만의 점유율을 보이고 있다. 먹는 물 시장은 2010년까지 연 15% 성장할 것으로 예상되지만, 동원의 샘물 사업 부문은 향후 5년간 6% 성장 (05년 5.8% 성장)을 유지할 것으로 생각한다. 시장 성장률보다 낮게 잡은 것은 주 5일 근무로 인해 먹는 샘물 시장에서 말통 부분이 차지하는 비율이 감소하고 있을 뿐더러 하이트와 진로의 합병으로 말통 시장에서 동원이 밀려나고 있기 때문이다. 또한 소용량 페트 시장에서는 삼다수라는 강력한 경쟁 브랜드로 물 시장이 커지는 이익을 온전히 받지 못할 것이라는 판단이다.

C) 심층수 시장

동원은 심층수의 상용화에 적극적인 입장으로, 해수부로부터 해양 심층수 실용화 연구사업으로 선정되었으므로 신규 생성된 심층수 시장에서 초기에 독점적 지위를 누릴 것이라고 가정한다. 심층수는 정부에서 역량을 집중하는 부분이고 웰빙이라는 시대적 요구에 부합하는 제품이다. 일본의 경우 기존 먹는 물 시장의 20%가 심층수라고 하니, 초기에 심층수 시장 규모를 전체 물 시장의 5%, 2년간 연 50% 성장을 가정하고 이후에는 먹는 샘물의 성장률인 15% 성장을 가정한다. 또한 동원은 심층수 시장에서 초기 2년간 시장의 60%를 점유한다고 가정한다. 심층수 제조비는 생수 가격의 100분의 1에 불과하다. 해양심층수의 담수화 비용은 수도물 값의 2배인 톤당 1200원이나 1리터에 800원꼴로 팔리는 광천수의 가격(제조원가는 100~200원)과 비교하면 월가면에서 대단한 경쟁력을 가진다. 따라서 심층수 사업 부문의 영업이익률을 다소 높은 70%로 잡았다.

2.2.2.3. 냉장, 냉동 식품

냉장 식품 시장에서 동원은 향후 5년간 10% 성장을 할 것으로 예상한다. 먼저 어묵과 맛살 사업에서는 물가상승률 정도의 성장을 예상하는데 그 이유는 시장 자체가 이미 성숙도이고, CJ가 삼호를 인수함에 따라 시장 관도가 변화했기 때문이다. 백설 만두 등 CJ가 냉장 식품에서 갖는 인지도는 동원에 불리하게 작용할 것이다. 김치 시장은 지난 3년간 약 30%의 성장을 해오고 있다. 1인당 김치 소비는 줄어들고 있지만, 공장형 김치 소비는 꾸준히 늘고 있기 때문이다. 여성의 사회 진출이 활발하게 이루어지면서 향후 5년간 김치 시장은 20~25% 성장을 할 수 있을 것이며, 김치 시장에서 2,3 위를 다투고 있는 동원의 김치 부문 성장은 10% 정도가 될 것으로 생각한다. 어묵, 맛살 부문과 김치 부문을 가중 평균하여 동원의 냉장식품 성장율을 10%로 잡았다. 냉동식품은 물가상승률을 성장율로 잡았다.

2.2.2.4. 건강식품 시장의 거품

일본의 경우 앵겔 지수를 비롯한 식료품에 대한 소비지수가 우리나라와 흡사 하므로 직접 비교가 가능하리라 본다. 현재 우리나라 건강식품 시장은 1조 5천억 규모로 매년 20% 이

상 성장해 왔다. 관계 법령의 개편으로 중소형 건강식품 업체들이 경쟁력을 상실하고 있고 브랜드가 보증하는 건강 식품에 대한 선호도가 증가 하고 있다. 시장의 성장 동력은 웰빙 열풍과 고령화 사회로 볼 수 있다. 하지만 이 성장은 그리 오래 가지 않으리라 본다. 일본의 경우 고령화 사회가 완성 되어 있고 웰빙 트렌드도 진작 성숙기에 접어 들었다. 이러한 상황에서 건강식품 시장은 10조 규모(작년 기준 1조 300억엔+ 성장률 4%로 완속기. 2001년만해도 20% 성장)를 형성하고 있는데 음식과 건강에 대한 관심도가 우리나라와 흡사하고 GDP가 약 6배 수준이라는 가정 하에 우리나라 시장 규모는 향후 5년간 2조원에 수렴할 것이라고 본다. 결국 지금의 폭발적 성장세는 다소 과장된 성장이고 성장률 역시 단기간의 급성장을 거친 후에는 바로 저성장으로 추세가 바뀔 것으로 예상 된다. 매출 예상 올해 150억에 5년간 200억 원에 수렴할 것으로 예상된다.

2.2.2.5. 인삼시장에서의 불투명한 선전 가능성.

인삼 제품은 내수시장은 정체 되어 있고 해외시장이 성장중인 반면 국내 수출은 90년 1억 6천만 달러 수출에서 2000년 7900만 달러로 계속 감소 추세이다. 국내 삼의 가격이 미국의 4배 & 중국의 14배 인데 특별한 한국삼의 가치를 외국인들이 잘 모르기 때문이다. 홍삼시장은 유일한 대안인데 전매제 폐지 이후 시장이 과열 되고 있다. CJ에는 테스크 포스팀이 하나 있고 웅진 식품의 경우도 수출 주도의 홍삼판매 전략을 구체화 하고 있다. 하지만 동원 F&B는 대중매체를 통해 판단해 볼 때는 아직 활발한 움직임을 안보이고 있고 이더딘 움직임은 시장에서 선전할 가능성을 줄이고 있다. 홍삼 시장 2500억 중 동원 F&B는 최대 10%정도 점유가 가능할 것으로 예상된다. 올해 매출 150억 원 5년간 20% 성장 가정하면 2010년 310억 원 매출을 올릴 것으로 보인다. .

2.2.2.6. 우유시장의 기대 이하 부진

동원은 2005년 덴마크 우유를 인수하여 유가공 업에 뛰어들었다. 현재 동원 f&b 이슈의 핵이라고 할 수 있는 해태유업의 인수건을 보면, 올해 해태유업을 인수 한다고 해도 제품과 CI 등의 정비를 하고 나서 07년 이후부터 비로서 본격적 매출이 발생할 것으로 보인다. 해태우유가 과거 약 3%의 시장을 점유하고 있었는데 인수 이후 동원의 자금력으로 보다 공격적인 마케팅을 감행한다면 08년까지 시장 점유율을 4% 대로 끌어올릴 수 있으리라 생각한다. 그러나 우유 제품의 선택은 절대적으로 제품에 대한 소비자의 신뢰에 따라 결정되는데, 동원우유는 아직 제품에 대한 검증이 이루어지지 않았고, 기존 연구력으로는 획기적인 신제품을 곧바로 내놓기도 힘들다. 따라서 동원우유가 백색 시유 외 기능성 우유 시장에 바로 뛰어들기는 어려울 것이다. 하지만 시장 상황을 보면 백색 시유 시장은 계속 감소 추세이고, 성장을 하고 있는 것은 발효유, 기능성, 가공 우유뿐이다. 또한 동원이 해태우유를 인수하게 된 배경에는 자사의 유통망을 적극적으로 이용하여 시너지 효과를 발생시키겠다는 포부였는데 동원이 소매 영업망을 잘 갖추었다 하더라도 유업은 80%이상이 대리점 판매이므로 이러한 유통구조 속에서 동원에 특별히 유리하게 작용할 것이 없다.

따라서 유업시장 자체가 3~4% 정도의 성장을 하고 있는 상황을 고려하여, 07년 이후 5년간 매출액 5% 정도의 성장을 예상했다. 07년, 가능한 매출액을 최대 800억에 영업이익&순이익이 비슷하게 잡히는 유업의 특성과 남양&매일 유업의 이익률 평균인 4%로 잡아 당기 순이익은 32억 원 정도 예상했다.

2.2.3. 기업 방문 결과

Q 신규사업 (심층수, 유가공제품, 인삼)에 대한 앞으로 시장규모가 어떻게 될 것이라고 생각하시고, 동원 F&B가 해당 시장에서 몇 % 점유율을 목표로 하는지요?

A 신규사업은 아니지만 참치의 경우는 원재료 가격에 영향을 많이 받는다. 환율이 950 원대까지 내려서 이익이 증가하겠지만 내부적으로 1 억불의 외환을 보유하고 있기 때문에 환율상승에 크게 영향 받지 않는다.

심층수의 경우는 해양수산부로부터 실용화 연구기업으로 선정되었으나, 구체적으로 진행된 것이 없고 시장이 작다고 판단되어 현재는 진지하게 검토하고 있지 않다.

유가공 제품은 올해 500 억 정도의 매출을 기대하고 있다. 하지만 전부 회사로 들어오지는 않는다.(IR 담당자가 말했듯이 대형 할인 마트에서 판촉행사로 하는 끼워팔기 때문일 듯.)

유가공 제품 중에서 제일 돈이 되는 것은 분유와 요쿠르트와 같은 발효품이며 시유는 이익이 남지 않는다. 기업 이미지 차원에서 시유를 생산하고 있다.

디엠프드는 150 억을 출자하여 지분을 모두 인수했으며, 100%자회사이다. 유가공업계에 본격적으로 뛰어들기 위해 인수하려 했던 해태유업의 인수는 지지부진한 상태이다. 동원 F&B의 경우 신선 가공 식품 분야가 취약하기 때문에 유가공 업체를 인수하여 보완하려는 계획이다.

인삼 사업은 한국인삼공사와 농협이 시장을 주도하고 있으며 홍삼 쪽은 생각하지 않고 있다. 올해 매출로는 20 억에서 30 억 정도를 기대하고 있다.

Q.GNC 매상의 규모, 동원 F&B와 매출구조가 어떤 식으로 연결 되어 있는지요? 수수료는 어느 정도인가요?

A 건강식품사업부인 GNC는 직매장과 가맹점을 50 대 50의 비율로 가지고 있으며 매장의 개수를 올해 100 개까지 늘리고 150 억의 매출을 기대하고 있다. 매출액의 4~5%를 수수료로써 미국 본사에 지급하고 있으나 실제수수료는 조금 낮은 편이다. 가맹점이 하나 늘 경우 1~2 만불 정도의 수수료를 별도로 지급하고 있다. GNC의 제품은 유통마진과 관세로 인해 타사의 건강식품에 비해 비싸다. 가격이 비싼 만큼 주고객층은 부유층이다. 병·의원 쪽으로 유통경로를 확대하고 있다.

Q. 지급수수료가 2003년 6,198,062 천원에서 2004년 9,479,443 천원으로 오른 것은 2003년 계약 체결된 GNC의 매출 수수료의 영향인가요?

A. GNC 가 부유층을 대상으로 영업을 하기 때문에 부유층이 사는 곳에 건물을 얻어야 하므로 임대료가 비싸고 비정규직 직원이 아니라 파견직 직원을 쓰기 때문에 인건비로 계상되지 않고 판매수수료로 계상된다.

Q.청도법인 2001 년에 지분법평가손실을 통해 12 억 ->5 억 7 천이 되고, 2002 년 지분법 평가손실로 투자유가증권금액이 0 원이 되었다는 것을 사업보고서에서 확인했습니다.

청도법인에 대해서 2001 년 기준으로 매출 80 억, 매입 140 억 이던 것이 2002 년 매출 10 억, 매입 34 억이 되었던데. 무슨 일이 있었는지요? 청도법인을 회사 내부적으로는 어떻게 생각하고 있으며 앞으로 어떤 식으로 처리하실 건가요?

A.중국에 동원 F&B 는 청도동원 F&B 식품유한공사와 청도동원식품유한공사를 설립하였다. 이중에서 청도동원 F&B 식품유한공사는 거의 폐쇄된 상태이며 대손 충당금을 많이 잡고 있다.

중국은 신선한 먹거리가 많아 참치캔 수요가 대도시에서만 있을 뿐 중국전체의 참치캔 소비는 미미하다. (국내 김치 시장은 종갓집 조차 M&A 매물로 나올 만큼 이익이 안 나는 부분이며, 배추값 폭등일 때만 반짝 수요가 생긴다. 회장의 뜻이 동원 F&B 가 종합식품회사를 지향하는 만큼 밥, 김치, 물 시장은 놓치면 안된다는 생각을 가지고 있기 때문에 키울 생각은 있다. 김치가 동원 F&B 의 매출액 중 200 억 원 정도이다.

중국의 김치시장은 꾸준히 매출이 증가 하고 있다. 중국에서 생산된 김치는 국내로 들여오지 않으며 80~90%는 일본으로 수출하고 있다. 수출액은 20~30 억이다.)

Q.뉴스 기사를 보니. 회장님께서 동원 F&B 의 M&A 가능성에 대해서 언급한 부분이 있던데, 신규사업에 대한 의지인지요? 아님 실제 전략적으로 추진 중이신 건가요?

A.육가공 업체인 대림수산 인수를 준비 중이다. CJ 는 이미 삼호를 인수 했다. 현재 국내 어묵/맛살 시장은 정제되어 있는데 동원 F&B 가 대림수산을 인수할 경우 대기업주도로 파이를 키울 수 있을 것이다.

또 대림수산은 어묵/맛살 이외에 육가공업을 하고 있는데 작년 매출이 100 억 원 정도이다. 동원 F&B 가 대림수산을 인수한다면 160 억 원 정도의 매출을 기대할 수 있다. 동원 F&B 의 대림수산 인수는 시너지 효과를 낼 수 있다.

생수시장에서 PET 병은 이익이 안 나고 있다. 삼다수 조차 이익이 나지 않는다. 물의 매출원가는 0 이지만, 운송료, 보관비, 할인점 수수료로 인해 이익이 거의 없다. 반면에 말통의 경우에는 수익률이 좋고 매출이 안정적이다.

녹차의 경우 전년도에 250 억 원의 매출을 올렸으면 시장에서의 경쟁이 점차 치열해지고 있다. 롯데가 가장 위협적인 경쟁사이다. 왜냐하면 강력한 유통망을 바탕으로 저가 경쟁을 유발시키고 있기 때문이다.

2.2.4. 기업 방문으로부터 얻은 결론.

애석하게도 우리가 예상했던 시나리오는 적어도 당분간 실현될 가능성이 없어 보인다. 실제로 기업 측의 입장에서는 공격적으로 새로운 시장을 개척할 의사가 없다. 기업 규모의 확대는 완전히 M&A에 의한 방향으로 보고 있으며 기업의 매출 구성은 이전과 같이 참치와 육가공업 위주로 가겠다는 것이 기업의 의지이다. 여기에 더욱 암담한 것은 해태유업의 인수 가능성도 점점 낮아지고 있는데 이유는 노사 문제 때문이다. 동원 F&B의 기업 문화에서 노조의 목소리는 그리 크지 않다. 이에 반해 해태 유업은 노조가 왕성한 활동을 하는 기업인데 이 부분에서의 충돌은 쉽게 해결의 실마리를 찾지 못하고 있다. 과거 신동방과 해태제과가 모두 노조 문제로 합병에 실패한 것을 보면 해태 유업 상황 역시 낙관하기 매우 힘들다. 결국 CJ와 같은 방향으로 M&A를 통해 영세 업체들을 점령해 나가고 강력한 브랜드 위주로 음식 시장을 재편하는 것이 수익성 향상에 기여할 수 있는 유일한 길이다. 단순히 부피만 확대 되는 것이 아니라 그 속에서 새로운 성장원을 찾을 수도 있다. 예를 들어 현재 어묵 시장이 침체되어 있는데 이는 IMF 사태 이후 어묵(오뎅)이 초 저가 시장 위주로 재편되었기 때문이다. 즉, 부산 오뎅 같이 싸구려고 팔아도 남지도 않는 것들이 오뎅이라는 제품 시장을 형성하고 경쟁력을 갖추었다고 시장 내에서 평가를 받고 있는데, 이러한 중소 업체들이 CJ와 동원에게 합병 되어 나간다면 이들 메이저 업체들은 보다 상품성 강한 형태로 오뎅 시장을 재편해 나갈 것이다. 마치 게맛살의 신성 크래미처럼 말이다. 이럴 경우 이미 성장성이 없다고 판단한 제품 군에서 의외로 짭짤한 수익을 올릴 수도 있다.

3. 재무 분석

3.1. 재무제표에 관하여

단위: 백만원)

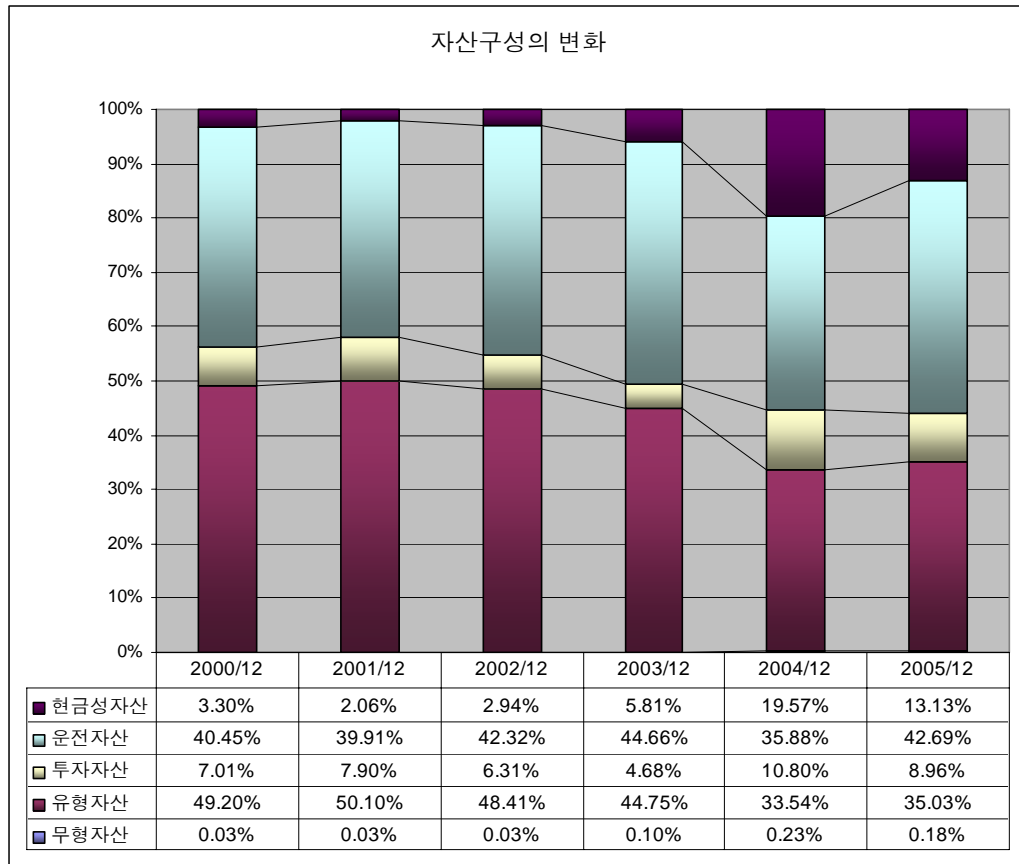
구분	제 6 기	제 5 기	제 4 기	제 3 기	제 2 기
[유동자산]	237,229	248,920	174,186	145,779	128,761
· 당좌자산	118,074	135,656	69,299	48,311	54,635
· 재고자산	119,155	113,264	104,887	97,468	74,126
[고정자산]	187,738	200,047	170,928	176,374	178,033
· 투자자산	38,071	48,467	16,144	20,332	24,239
· 유형자산	148,884	150,566	154,425	155,953	153,709
· 무형자산	783	1,014	359	89	85
자산총계	424,968	448,967	345,114	322,153	306,794
[유동부채]	85,550	119,982	134,845	138,231	154,294
[고정부채]	113,867	111,170	10,567	8,091	8,159
부채총계	199,417	231,152	145,412	146,322	162,453
[자본금]	15,671	15,671	15,671	15,671	15,000

구분	제 6 기	제 5 기	제 4 기	제 3 기	제 2 기
[자본잉여금]	120,114	120,114	120,114	120,994	120,454
· 자본준비금	78,578	78,578	78,578	78,578	75,550
· 재평가적립금	41,536	41,536	41,536	42,416	44,904
[이익잉여금]	87,652	80,706	63,917	39,166	8,856
[자본조정]	2,114	1,324	-	-	31
자본총계	225,551	217,815	199,702	175,831	144,341
매출액	641,072	632,633	586,083	580,556	552,653
영업이익	20,592	28,238	38,792	42,368	24,726
경상이익	17,601	30,389	38,724	40,780	18,115
당기순이익	12,673	22,637	29,453	30,310	13,236

결론부터 말하자! 왜 당기 순이익이 줄어 드는가? 이유는 간단하다 매출원가의 증가로부터 이어지는 영업이익 감소가 그것 이다. 매출원가가 증가하는 이유는 크게 두 가지다 하나는 최근 3년간 돼지고기 값이 2배로 뛰었고 참치 값 역시 오른점, 두 번째는 유통구조의 변화이다. 돼지고기와 참치 값이 똥 것에는 할말이 없다만 왜 판매 방식이 더 저 수익구조로 바뀐다는 것인지 선뜻 이해하기 힘들다. 이 부분은 매출이 발생함에 있어서 대리점을 통한 매출은 줄고(36%) 대형유통할인점과 백화점을 통한 매출(45%)이 증가하고 있다는 데서 이유를 찾을 수 있다. 그런데 왜 수수료가 아닌 매출원가가 증가 할까? 이번 조사를 통해 알게 된 것인데 갑의 위치에 있는 이들 대형 소매점은 덤으로 끼워주는 것을 비롯한 각종 행사를 임의로 자주하고 이에 발생하는 금액(한마디로 공짜로 끼워 준 것)을 기업에게 비용으로 전가하며 이 부분이 동원 입장에서는 매출원가로 잡히기 때문이다. 즉, 끼워서 판 제품의 원가는 계상되고 이 제품의 매출은 기록되지 않는 상황이 발생하고 있다. 이 부분이 매출원가의 4%정도나 차지한다. 또한 판관비 부분에서 자세히 교통비와 보관료의 증가도 볼 수 있다. 교통비, 보관료는 유통망의 발달에 따라 줄어야 할 것 아닌가? 하지만 이 역시 할인점 위주로 업계 재편을 하며 비용증가가 발생했다. 과거의 경우 직접 물건을 각 대형할인유통점으로 운송하였지만, 지금은 제품을 대형할인유통점의 본사로 물건을 보내고 본사에서 각 지역에 있는 할인점으로 직접 배송한다. 그리고 본사에서 각 지역 할인점으로 운송한 운송비를 제조사측에 청구하기 때문에 유통비가 전보다 훨씬 늘어났다. 이로 인해 1.5배 정도의 비용 증가가 있었고 최근 이익이 떨어 지는 추세는 이로 모두 설명할 수 있다고 해도 과언이 아니다.

3.2. 재무 비율 분석

3.2.1. 자산 구성의 변화



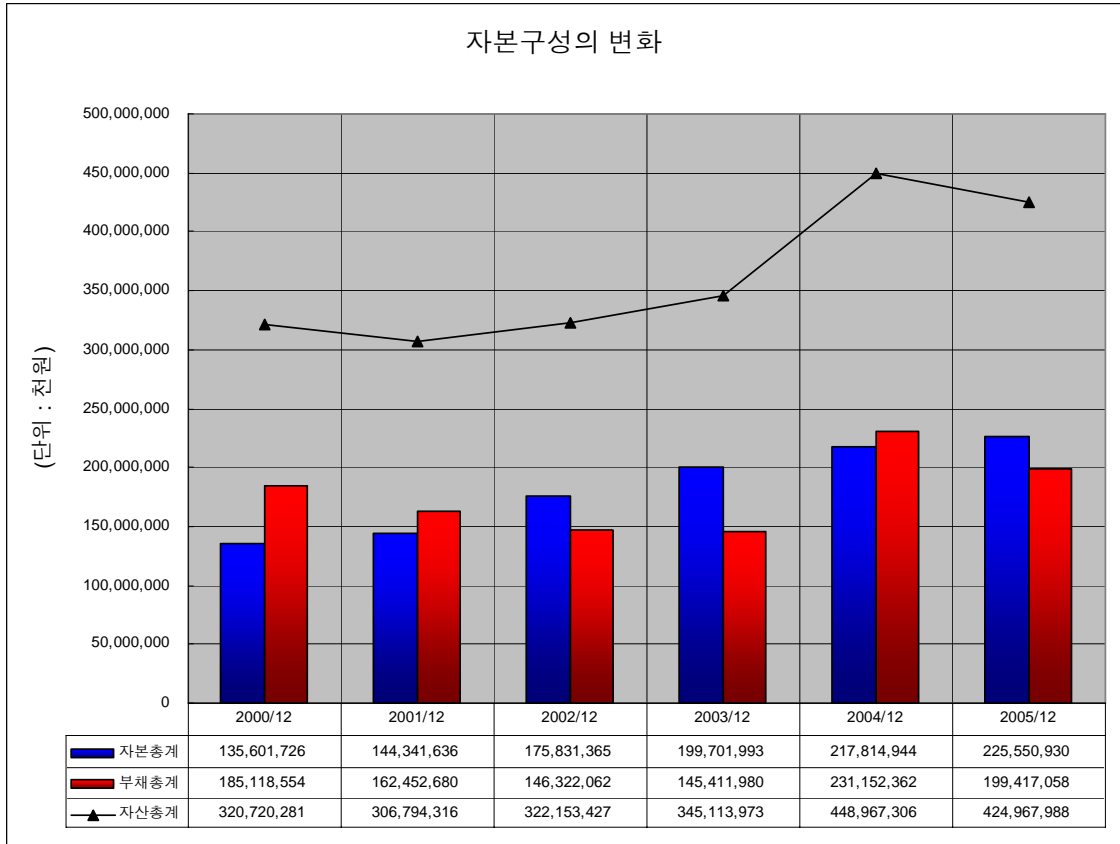
자산구성을 살펴보면 2004년부터 현금성자산과 운전자산의 합이 크게 늘었다. 이는 2004년도에 발행한 사채를 발행하여 1000억에 가까운 현금이 유입되었기 때문이다. 만기가 2007년 7월 20일이기 때문에 1000억 원의 돈이 곧 단기성 부채가 될 것이고 기존의 유동 부채 850억과 함께 당사의 유동성을 일시적으로 위협할 가능성도 있겠다. 물론 2005년 시점에 유동성자산이 2372억이므로 당사에 유동성위기가 오지는 않을 것으로 보인다. 하지만 기업 입장에서는 여유 만만인데 사실 해태 제과와 신동방 인수를 위해 빌린 천억의 이자율이 극히 낮은 상태이고 실제로 대출 이율이 예금 이율보다 낮기 때문에 그저 이 돈을 은행예금에만 넣어두어도 기업 입장에서는 이익이다. 그러므로 계속 내부에 자금을 유보하고 M&A 대형 건을 기다리고 있는 입장이다.

(단위: 천원)

종 류	발 행 일	만 기 일	연이자율	발 행 금 액
제 3 회 무보증사채	2004.7.20	2007.7.20	4.89%	100,000,000

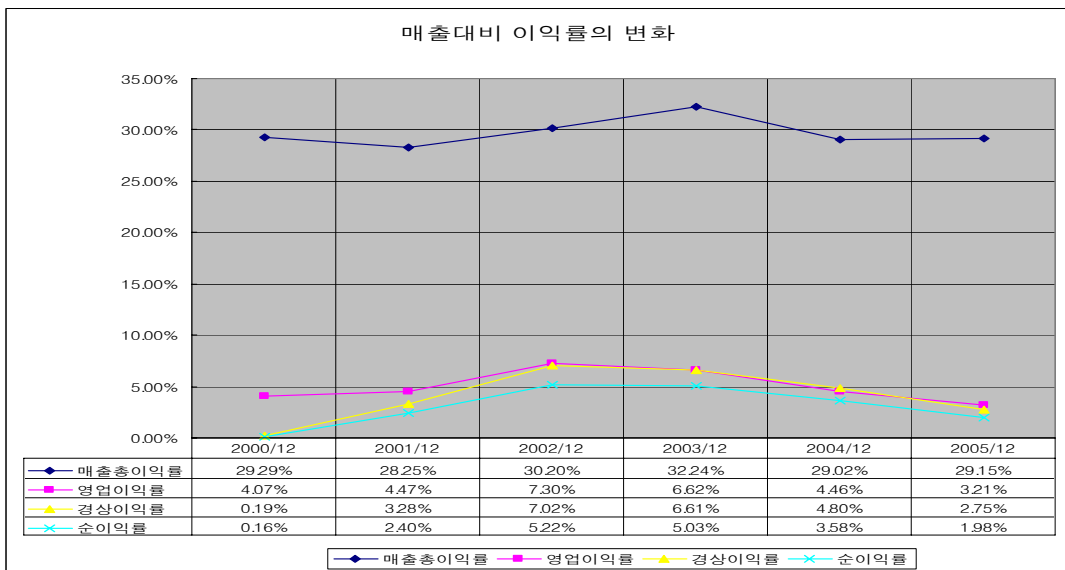
또한 조원들은 회사채의 신용 등급이 A-수준인데 4%대 이율이 믿기지 않았고 따라서 동원 그룹 내에서 자금을 조달한 건 아닐까 의심해 보았지만 요즘 기업 투자가 적은 관계로 은행 및 금융권에서는 돈을 빌려가 달라고 오히려 사정하는 분위기라고 한다. 이러한 연유로 저리의 쓸데 없는 회사채를 발행 한 것이다.

3.2.2. 자본 구성의 변화



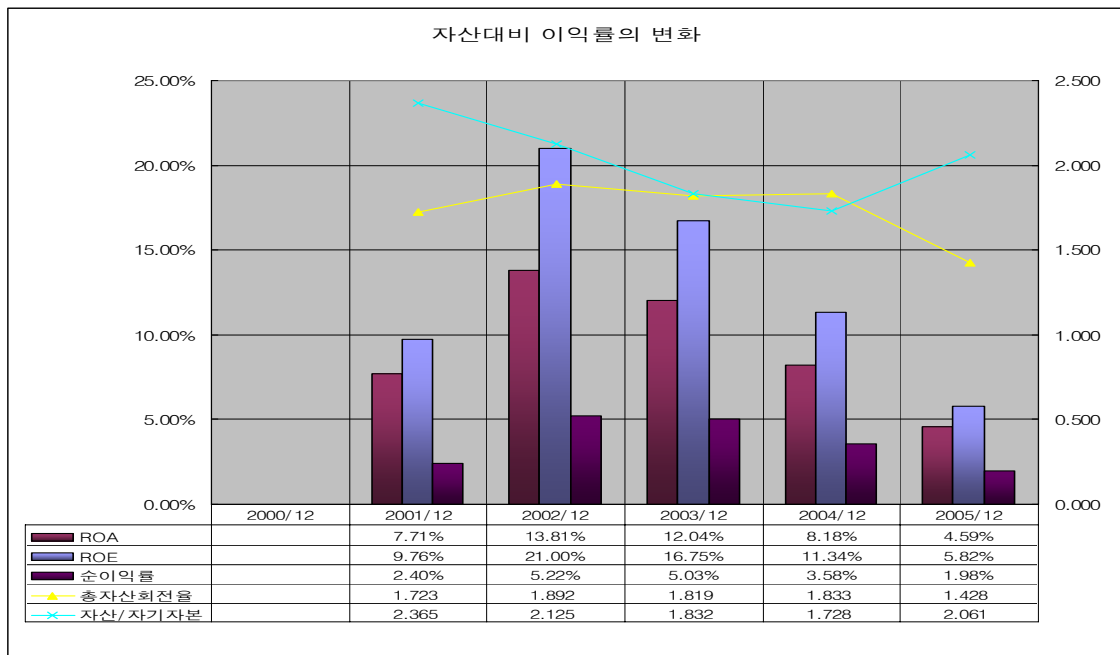
2004년도에는 앞에서 얘기했던 사채의 발행을 통해 부채가 증가한 것으로 보인다.

3.2.3. 매출대비 이익률의 변화



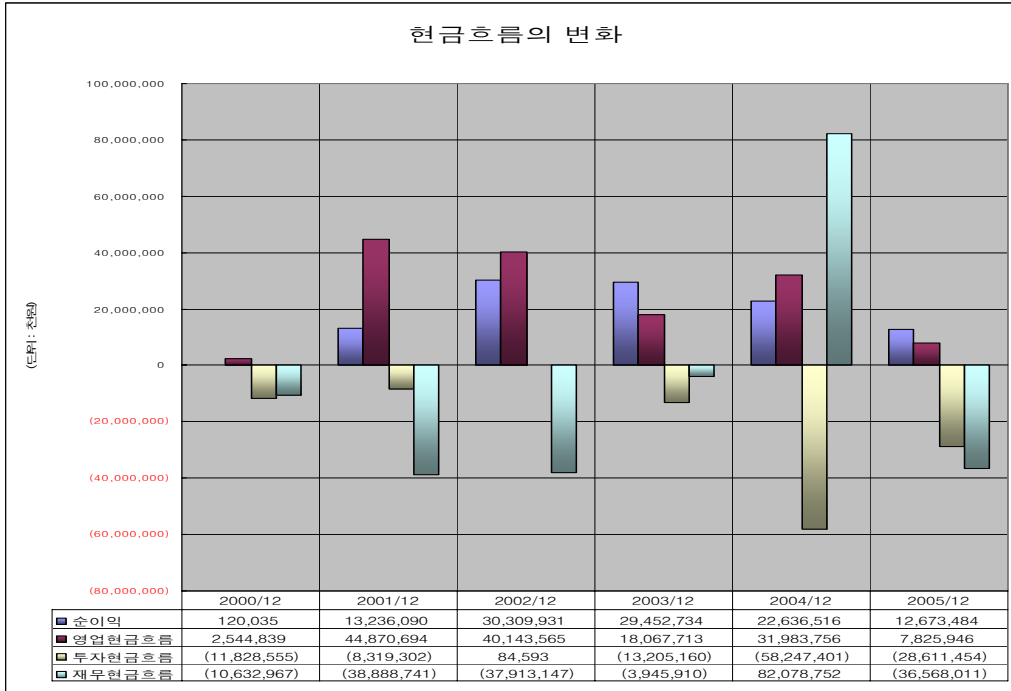
2003년에서 2004년에는 매출원가 상승이 영업이익의 감소로 연결되었으나 2004년에서 2005년에는 판관비의 증가가 영업이익의 감소에 직접적으로 연결되었다. 또한 청도동원F&B(유)의 누적결손으로 당기 이전까지의 장부가액 전액을 감액하였고, 당기 중 유상증자에 의한 신규 취득액 2,057백 만원을 감액하여 20억이 매도가능증권감액손실로 처리되었고 2004년 발행된 사채에 대한 이자비용으로 인해 영업외비용이 40%증가 되었다.

3.2.4. 자산대비 이익률 변화



2004년에 발행하여 조달된 자금 1000억 중 많은 부분이 아직 내부 유보중인 것으로 생각됨. 따라서 2005년 총자산회전율이 급격하게 떨어진 것으로 보이고 실제로도 단기금융상품이 2003년 63억에서 2004년 220억, 2005년 462억으로 급격하게 증가하였다. 2003년 기준 당사의 총자산은 3451억이었던 것을 생각하면 사채 1000억의 조달은 상당히 큰 규모의 현금을 확보한 것이고, 앞에서 언급했듯이 당사 신규사업 진출에 대한 강한 의욕을 드러낸 것이라 할 수 있겠다.

3.2.5. 현금흐름의 변화



2004년도 사채발행으로 인해 재무현금흐름이 크게 증가하였고, 증가된 현금을 바탕으로 단기금융상품이 (220 - 69)억이 증가하였고, 동원창투제5호기업구조조정 조합의 지분 94.89%를 174.6억 원에 투자하였다. 또한 지분법적용 투자주식인 레스코에 대한 지분을 확대하였는데 내용은 아래와 같다.

2004년 (단위: 천원)					
회 사 명	주 식 수	지 분 율	취 득 원 가	순자산가액	장 부 가 액
(주)레스코	3,216,000	67.00%	16,080,000	18,445,043	17,299,755
동원산업(주)(*1)	257,688	10.01%	609,660	7,022,670	6,656,369
청도동원식품(유)(*2)	1	100.00%	2,893,230	-	-
합 계			19,582,890	25,467,713	23,956,124

(*1) 2004년 1월 31일을 합병기준일로 하여 지분법적용대상회사인 동원식품(주)가 동원산업(주)에 흡수합병됨에 따라 당기말 현재 회사의 지분법적용대상회사는 동원식품(주)에서 동원산업(주)로 변경되다.

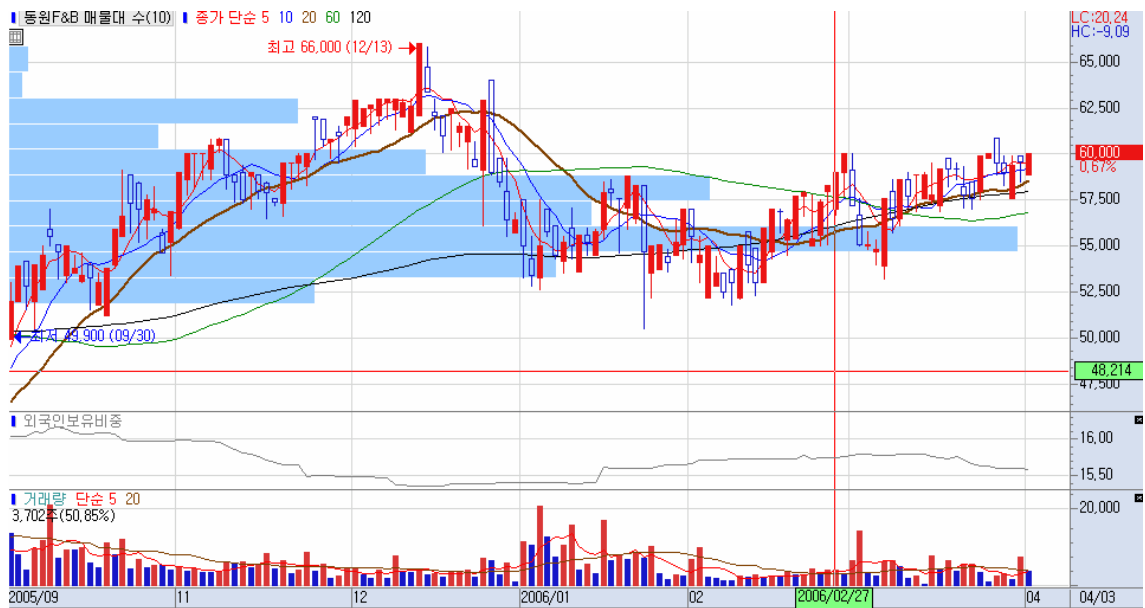
(*2) 당기중 청도동원식품(유)는 유상증자를 실시하였으며 회사는 동 유상증자 금액이 당기 이전에 미반영손실에 해당되므로 관련 금액 1,147백만원을 전기 및 그 이전 이익잉여금의 감소로 하여 감액처리하다. 또한, 유상증자후에도 지분법적용투자주식의 가액이 영(0)이 되어 지분법적용을 중지하였으며, 동사에 대한 지급보증과 관련하여 그 대지급 발생가능성 및 발생금액을 고려하여 739,980천원을 지급보증충당금으로 계상하였다.

2003년 (단위: 천원)					
회 사 명	주 식 수	지 분 율	취 득 원	순자산가액	장 부 가

			가		액
(주)레스코	816,000	34.00%	4,080,000	5,041,817	4,987,885
동원식품(주)	270,000	45.00%	609,660	3,924,367	3,534,749
청도동원식품(유)	1	100.00%	1,260,380	-	-
(주)동원홈푸드	182,200	29.40%	911,000	848,245	814,637
합 계			6,861,040	9,814,429	9,337,271

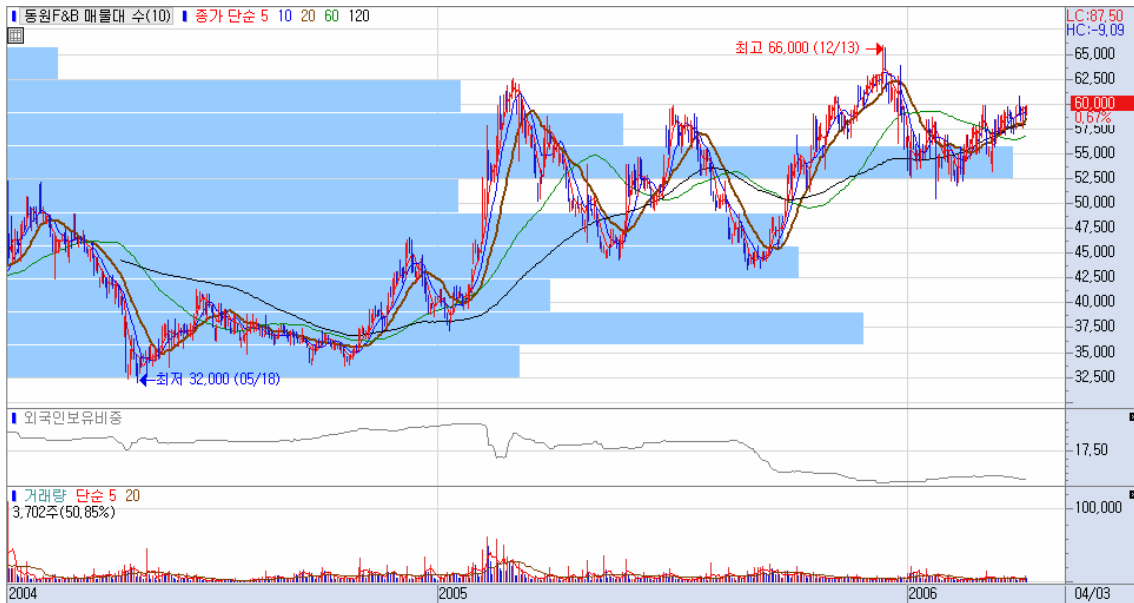
4. 주가분석

4.1 최근 6개월 일봉



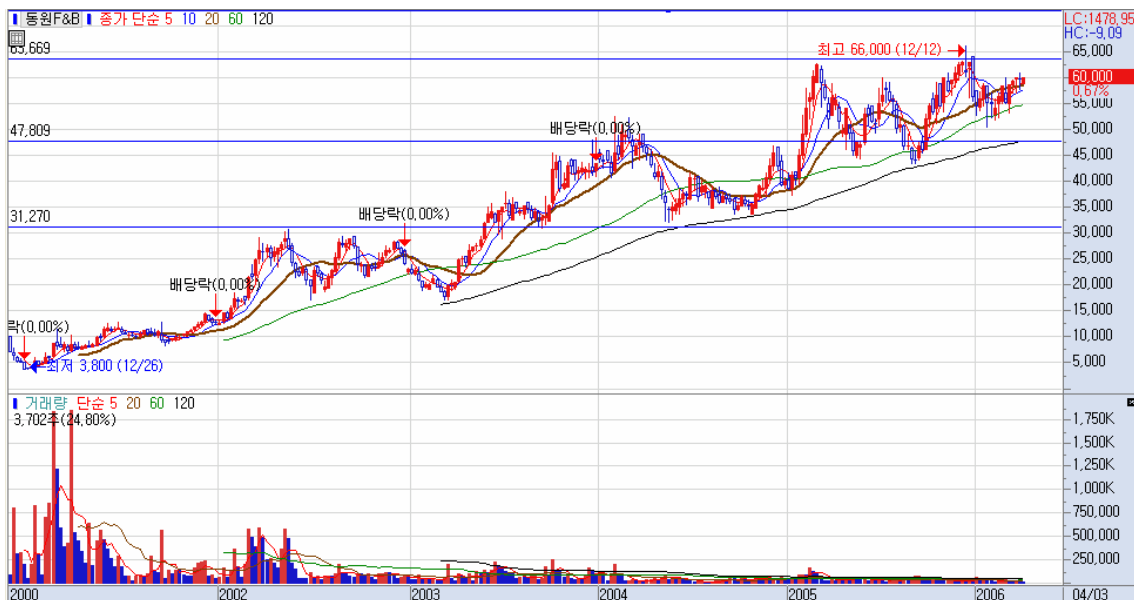
9월과 1월 정도에 차트가 꺾이는 시점에서 거래량이 평상시보다 2배이상 크게 터지고 있다. 그러면서 매물대가 55,000원정도에서 형성되어 있는 것을 볼 때 대략 53,000원 정도가 1차 지지를 형성하고 있는 듯하다. 차트와 거래량을 보면 알 수 있다시피 고점에서 12월 거래량이 터지지 않고 내려와 1월부터 2월까지 1차 바닥권에서 거래량이 터진 것을 볼 때 장기투자를 노리고 접근한 시장세력들이 꽤 됨을 짐작할 수 있다. 그렇다면 당연히 장기적으로 접근 했을 때 수익성이 있는지를 체크해야 할 것이다.

4.2 최근 2년간 일봉



최근 2년간 주가를 돌아보면 기본적으로 차트의 모양새는 일반적으로 얘기하는 상승췌기형의 형태이면서 동시에 삼중고점을 형성하였다. 그러나 2006년에 들어 재차 상승을 하고 있으나 거래량이나 상승하는 힘이 부족하므로 상승보다는 하락에 무게를 뒤야 하지 않을까 싶다. 아무래도 지금의 주가는 종합주가지수 및 국내외 증권시장의 호전, 환율하락에 의한 반사이익의 영향으로 하락하지 않고 유지하는 수준인 듯하다. 참고로 외국인 보유비중을 보면 2005년 이후로 꾸준히 감소하고 있는 추세이다.

4.3 최근 6년간 주봉



2002년 주가가 30,000이 된 후 45,000원이 되기까지 2년이 걸렸다. 이후 2004년 45,000이었던 주가는 60,000이 되기까지 1년이 걸렸고 지금까지 1년 이상을 횡보 중이다. 이 상태로 보면 기존의 비즈니스모델로 계속 나간다면 60,000원이 90,000원이 되려면 4~5년 이

상 더 소요되는 상황이 될 지도 모른다. 회사 입장에서 신규사업목적을 추가하고, 그룹차원에서 식품과 물류 중심으로 회사규모를 키우려고 하는 중이라고 하니 당사가 추진하는 신규사업의 성공여부가 주가의 추가상승 여부를 결정하는 중요한 요인이 될 것으로 보인다.

5. 동원 F&B의 가치

5.1. Price Multiple Method

5.1.2. 예상 시나리오

동원의 각 사업 부문에 대하여 작성한 시나리오를 토대로 5년 간의 성장률을 구했다. 예상 순이익률은 시나리오 결과에 따라 구한 영업 이익률에 1%를 차감하여 구했는데 이는 매년 동원F&B의 순이익률이 영업 이익률에 비하여 약 1% 정도 작기 때문이다. 그렇게 해서 구한 5년 뒤 예상 EPS는 10,833원으로 이를 동원 F&B 의 WACC 12%로 할인했으며 적정 가격의 산정은 음식료 산업 평균 PER 12를 기준으로 하여 결과를 얻었다.

제품	성장률		영업이익률 가정	2006		2007		2008		2009		2010	
	1단계	2단계		매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익
참치캔		4.00%	5.00%	2,392	120	2,488	124	2,587	129	2,691	135	2,798	140
일반캔		4.00%	3.00%	1,144	34	1,190	36	1,237	37	1,287	39	1,338	40
냉장식품		6.00%	3.00%	1,060	32	1,102	33	1,146	34	1,192	36	1,240	37
냉동식품		4.00%	3.00%	416	12	433	13	450	13	468	14	487	15
차음료	20.00%	15.00%	7.00%	300	21	360	25	414	29	476	33	548	38
유가공	5.00%	5.00%	4.00%	0	0	1,575	63	1,654	66	1,736	69	1,823	73
먹는샘물		6.00%	5.00%	350	18	371	19	393	20	417	21	442	22
심홍수	50.00%	15.00%	40.00%	0	0	115	46	173	69	259	104	298	119
기능성 식품		8.00%	3.00%	150	5	162	5	175	5	189	6	204	6
기타		4.00%	2.00%	750	15	780	16	811	16	844	17	877	18
합계				6,562	256	8,575	379	9,041	420	9,559	473	10,055	508
영업이익률					3.90%		4.42%		4.64%		4.94%		5.05%
순이익률					2.70%		3.11%		3.20%		3.50%		3.40%
순이익					177		267		289		335		342
EPS					5,653		8,509		9,231		10,674		10,908
할인율 wacc 12%													
당기순이익 현재 (06년 기준)					158		213		207		214		195
적용 PER 11													
적정 가격					₩62,183		₩93,603		₩101,537		₩117,418		₩119,987
매수가격	₩	57,000											
매매 차익	₩	62,987											
세후 배당수익	₩	3,388											
세후 투자수익	₩	66,375											
예상연수익률		9.43											

배당 수익을 얻은 과정은 다음과 같다.

	EPS	DPS	세후 DPS	기말 FV
2005	2,061	515	436	505
2006	2,169	542	459	516
2007	2,403	601	508	555
2008	2,801	700	592	629
2009	3,437	859	727	749
2010	4,440	1,110	939	939
			세후배당수익	3,388

따라서 시나리오 작성에 따른 벨류에이션 결과에 의하면 현재 동원 F&B 주식에 투자했을 경우 연 9.5%의 수익을 얻게 되며, 이는 평균 기대 시장 성장율인 15%에 못 미치는 수익

를이라고 할 수 있겠다.

5.1.3. 기업 방문 후의 예상 시나리오

위의 시나리오에서는 심층수 시장에 대한 기대와 해태 유업 인수로 유가공 시장에서의 성장률을 비교적 높게 잡았으나 기업 방문 결과, 동원 F&B가 해태 유업의 노조 문제로 인수할 가능성이 적고, 오히려 어묵 맛살 시장에서 대림수산을 인수할 예정임을 알게 됐다. 따라서 기존 시나리오에서의 유가공 산업 부문의 성장률을 낮추고, 대신 어묵, 맛살이 포함된 냉장 사업 부문의 성장률을 8%로 높게 잡았다. 또한 확인 결과 동원 F&B가 심층수에 대한 사업 의지가 그다지 강해 보이지 않아 심층수 부문의 성장률과 이익률을 크게 조정했다. 그 결과는 다음과 같다.

제품	성장률		영업이익 가산	2006		2007		2008		2009		2010	
	1단계	2단계		매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익
참치캔	4.00%	5.00%	2,392	120	2,536	127	2,698	134	2,849	142	3,020	151	
일반캔	4.00%	3.00%	1,144	343	1,213	364	1,285	386	1,363	409	1,444	433	
냉장식품	8.00%	3.00%	1,080	32	1,145	34	1,213	36	1,286	39	1,363	41	
냉동식품	4.00%	3.00%	416	8	441	9	467	9	495	10	525	11	
차음료	20.00%	15.00%	300	0	300	0	300	0	300	0	345	0	
유가공	3.00%	3.00%	0	0	1,545	0	1,591	0	1,591	0	1,591	0	
먹는샘물		6.00%	350	0	350	0	350	0	350	0	350	0	
심층수	15.00%	10.00%	0	0	115	0	115	0	115	0	127	0	
기능성 식품	8.00%	3.00%	150	0	150	0	150	0	150	0	150	0	
기타	4.00%	2.00%	750	0	795	0	843	0	893	0	947	0	
합계			6,582	504	8,589	534	9,003	566	9,393	600	9,862	636	
영업이익률				7.65%		6.21%		6.28%		6.38%		6.45%	
순이익률				2.70%		3.11%		3.20%		3.50%		3.40%	
순이익				178		267		288		329		335	
EPS				5,670		8,523		9,192		10,489		10,699	
할인율 wacc	12%												
적용 PER	11												
적정 가격				62,373		93,750		101,114		115,381		117,690	
매수가격	₩	57,000											
매매 차익	₩	60,690											
세후 배당수익	₩	3,388											
세후 투자수익	₩	64,078											
예상연수익률		9.39											

5.2 DCF MODEL

1단계 성장율은 ROIC 7%* 유보율(투자율) 75% = 5.25%로 다소 보수적인 관점에서 잡았다. 5년간 5.25%의 성장을 한 이후에는 계속 연 3%씩 성장을 한다고 가정하였다. 할인율은 베타를 이용하여 나온 WACC 12%를 사용하였다.

FCF	2005/12	2004/12	2003/12	2002/12	2001/12
NOPLAT	15,927,732	20,135,122	28,138,915	34,459,112	19,710,092
감가상각	6,811,295	6,698,474	5,478,535	4,358,189	5,015,991
총현금흐름	22,739,027	26,833,596	33,617,450	38,817,301	24,726,083
차감: 운전자본 증가액	(1,707,115)	(72,621,136)	(25,126,701)	(18,491,718)	24,486,361
차감: 설비투자	2,606,800	6,310,286	7,197,316	1,058,653	285,536
차감: 기타 자산 증가액	303,201	90,850	(25,388)	723,604	1,302,733
총투자액	1,202,886	(66,220,000)	(17,954,773)	(18,156,669)	26,074,630
FCF	23,941,913	(39,386,404)	15,662,677	20,660,632	50,800,713

05년 기말 FCF를 유통 주식수 나눈 것을 기초로 한 06년 이후의 추정치는 다음과 같다.

	FCF	->PV		
2005	7,639		2단계기초CPS	9,866
2006	8,040	7,179	2단계 성장률=	3%
2007	8,462	6,746		
2008	8,906	6,339	2단계기초가치	109,624
2009	9,374	5,957	2단계 PV=	62,203
2010	9,866	5,598		
	1단계 PV=	31,820		

1단계와 2단계의 주당 현금흐름의 현재가치를 모두 더하면 약 94,000원 정도이므로 DCF MODEL로 밸류에이션 한 결과 동원F&B의 주당 내재가치는 94,000원이며 이 주식을 현재가 57000원에 매입하면 39.38%의 안전마진을 확보할 수 있다.

할인율과 1단계, 2단계 성장율의 변화에 따라 예상 안전마진은 다음과 같이 달라진다.

<안전 마진>										
5.00%	75.67%	78.48%	80.92%	83.05%	84.90%	86.53%	87.95%	89.20%	90.30%	91.27%
6.00%	64.08%	68.09%	71.59%	74.67%	77.36%	79.74%	81.82%	83.67%	85.30%	86.74%
7.00%	52.83%	57.91%	62.39%	66.34%	69.83%	72.91%	75.64%	78.05%	80.20%	82.10%
8.00%	41.87%	47.93%	53.30%	58.07%	62.30%	66.05%	69.39%	72.36%	75.01%	77.37%
9.00%	31.19%	38.13%	44.32%	49.84%	54.77%	59.16%	63.09%	66.60%	69.73%	72.54%
10.00%	20.75%	28.48%	35.43%	41.66%	47.24%	52.25%	56.73%	60.76%	64.37%	67.61%
11.00%	10.52%	18.99%	26.63%	33.52%	39.72%	45.30%	50.33%	54.85%	58.92%	62.59%
12.00%	0.50%	9.63%	17.92%	25.42%	32.20%	38.34%	43.88%	48.88%	53.40%	57.48%
13.00%	-9.35%	0.40%	9.28%	17.35%	24.69%	31.34%	37.38%	42.85%	47.80%	52.29%
14.00%	-19.02%	-8.72%	0.71%	9.32%	17.18%	24.33%	30.83%	36.75%	42.13%	47.02%
15.00%	-28.55%	-17.73%	-7.79%	1.32%	9.67%	17.29%	24.25%	30.60%	36.39%	41.66%
16.00%	-37.94%	-26.65%	-16.23%	-6.65%	2.16%	10.23%	17.63%	24.40%	30.58%	36.23%
17.00%	-47.21%	-35.47%	-24.62%	-14.59%	-5.35%	3.16%	10.97%	18.14%	24.71%	30.73%
18.00%	-56.35%	-44.22%	-32.95%	-22.50%	-12.85%	-3.94%	4.27%	11.83%	18.78%	25.15%
19.00%	-65.39%	-52.89%	-41.23%	-30.40%	-20.35%	-11.05%	-2.46%	5.47%	12.78%	19.51%
할인율										
1단계 성장률	-7.25%	-4.75%	-2.25%	0.25%	2.75%	5.25%	7.75%	10.25%	12.75%	15.25%

<안전 마진>										
5.00%	72.64%	75.20%	77.86%	80.63%	83.51%	86.53%	89.67%	92.96%	96.40%	100.00%
6.00%	66.39%	68.85%	71.41%	74.07%	76.85%	79.74%	82.75%	85.90%	89.18%	92.62%
7.00%	60.08%	62.45%	64.91%	67.47%	70.14%	72.91%	75.80%	78.81%	81.96%	85.24%
8.00%	53.71%	56.00%	58.37%	60.83%	63.39%	66.05%	68.82%	71.71%	74.72%	77.86%
9.00%	47.30%	49.50%	51.78%	54.15%	56.61%	59.16%	61.82%	64.59%	67.47%	70.47%
10.00%	40.83%	42.95%	45.15%	47.43%	49.79%	52.25%	54.80%	57.45%	60.21%	63.08%
11.00%	34.32%	36.37%	38.48%	40.68%	42.95%	45.30%	47.75%	50.29%	52.93%	55.68%
12.00%	27.77%	29.74%	31.78%	33.89%	36.07%	38.34%	40.68%	43.12%	45.65%	48.28%
13.00%	21.17%	23.07%	25.04%	27.07%	29.17%	31.34%	33.60%	35.93%	38.36%	40.88%
14.00%	14.54%	16.37%	18.26%	20.22%	22.24%	24.33%	26.49%	28.73%	31.06%	33.47%
15.00%	7.87%	9.63%	11.45%	13.34%	15.28%	17.29%	19.37%	21.52%	23.75%	26.06%
16.00%	1.16%	2.86%	4.62%	6.43%	8.30%	10.23%	12.23%	14.30%	16.44%	18.65%
17.00%	-5.58%	-3.94%	-2.25%	-0.50%	1.30%	3.16%	5.08%	7.06%	9.11%	11.24%
18.00%	-12.35%	-10.77%	-9.14%	-7.46%	-5.73%	-3.94%	-2.09%	-0.19%	1.78%	3.82%
19.00%	-19.16%	-17.63%	-16.06%	-14.44%	-12.77%	-11.05%	-9.28%	-7.44%	-5.55%	-3.60%
할인율										
2단계 성장률	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%

DCF 모델에 의해 구해진 연 평균 수익률은 10.85% 이다.

5.3. 결론

위의 두 가지 방법 중 현재 동원F&B의 상황을 보다 정확하게 반영한 것은 PM 법이라고

본다. PM법의 두 가지 시나리오 중, 기업 내부자로부터 얻은 정보의 사실성을 믿고 기업 방문 후의 시나리오에 가중치 0.9를 두고 예상 시나리오에 가중치 0.1을 주었다. 따라서 현재의 주가로 동원F&B에 투자했을 경우 향후 5년간 예상 연 수익률은 9.4% 이다. 예상 연 수익률이 평균 시장 기대 수익률 보다 낮기 때문에 투자 대상으로서의 매력은 없다고 할 수 있겠다.

***결론**

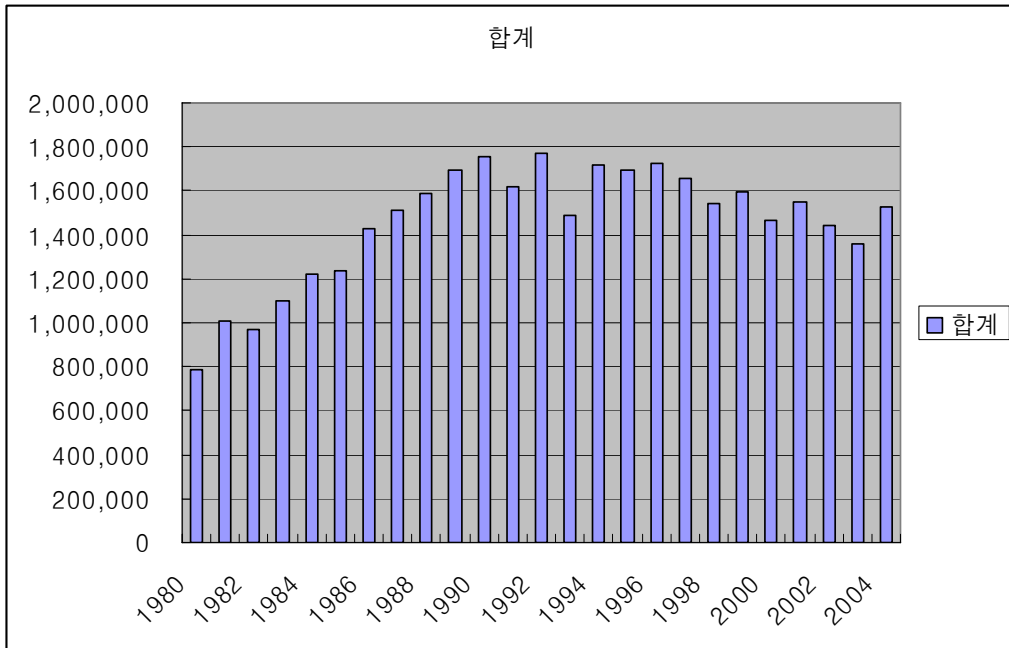
연구를 하면 할수록 1조 클럽의 꿈은 물 건너 가고 있다. 암울하게도 음식품 시장의 성장성은 미지근하기 짝이 없고 뚜렷한 성장동력을 찾으려는 노력조차 보이지 않고 있다. 이 상황에서 주식마저 매력적이지 않은데 기업 스스로 자신들은 주식을 통해 자본금을 조달할 어떠한 동기도 가지고 있지 않다라고 말하기 때문이다. 한투를 위시로 한 금융권과의 친분은 물론이고 특별히 큰돈을 쓸 일도 없는 것이 현실이기 때문이다. 과거에 비해서는 나아 졌지만 주주배려가 전혀 없는 기업이라고 악명 높기도 하다.

만약 당신이 동원 F&B 주식에 관심이 있다면 2조 조원들은 단호하게 **말린다!**

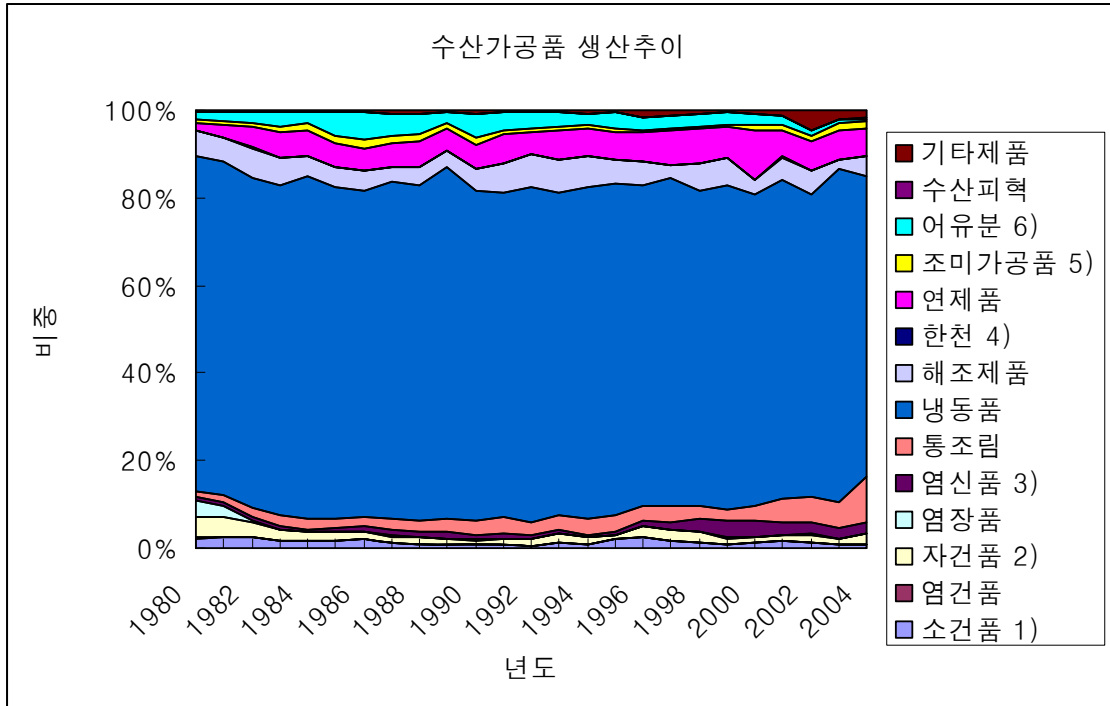
별첨1) 수산물 가공업 종류.

수산물가공 산업은 수산물을 이용하여 제조,가공하는 산업으로서 수산물이 지닌 한계를 극복하여 부가가치를 향상시키고 이용범위를 넓히는 데 기여한다. 가공을 통해 수산물의 안정성을 제고시킬 수 있을 뿐만 아니라 추가적인 부가가치를 창출할 수 있다. 결국 수산물 가공산업은 어업현장에서부터 소비자의 식탁까지 연결시켜주는 종합적인 산업으로서 생산은 물론 소비의 양측을 견인하는 수산업의 핵심적인 산업이다.

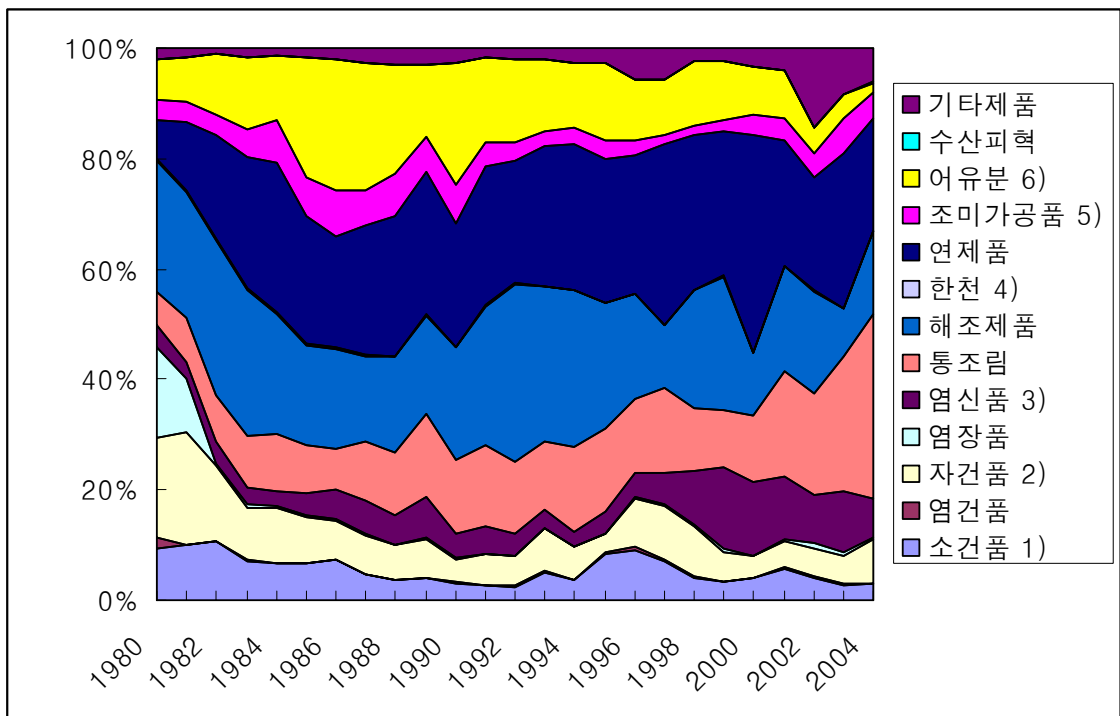
1980년대 이후 우리의 수산물가공산업의 추이를 보면 아래와 같다. <단위는 MT>



수산가공품은 2003년도에 저점을 찍고 다시 수요가 증가하고 있는 상황이다. 그렇다면 새롭게 증가하고 있는 수요에 대비해 제품 매출은 무엇이 늘었는지 확인해보자. 단순히 가공품별로 살펴보면 아래와 같다.



여기서 단순 가공인 냉동품을 제외하면



주 : 1) 생것을 그냥 또는 수세후, 패류는 탈락후 건조시킨 것

2) 짜거나 삶은 후 건조시킨 것

3) 젓갈 생산을 목적으로 소금에 저린 것

- 4) 홍조류의 열탕 가용 추출물을 표백, 탈수, 건조시킨 것
 - 5) 가공공정에 있어 간장, 설탕, 된장 등의 조미료를 넣은 것 또는 구운 것(해조류, 조미, 가공품인 김부각, 건포, 튀김 등)
 - 6) 어패류의 수산동물을 원료로 하여 채취한 기름(조제간유 포함) 및 사료 또는 비료에 가공할 목적으로 그냥 또는 썬 다음 건조 분쇄시킨 것
- 자료 : 해양수산부, 「해양수산통계연보」

별첨2) 통조림의 종류

통조림은 양철관이나 플라스틱, 유리병등의 식품을 넣고 탈기, 밀봉한 후 가열살균하여 공기유통을 차단함으로써 미생물 침입을 방지하여 식품의 변질 및 부패를 막아 장기저장이 가능하도록 한 제품이다. 이는 위생적이고 간편하며 신속하게 대량생산이 가능하다는 장점을 가지고 있다. 통조림의 종류는 다음과 같다.

통조림의 종류

구 분	종 류
보일드 통조림	연어, 고등어, 꽁치, 삼치, 굴 바지락 등
조미 통조림	꽁치, 골뱅이, 오징어, 조개류 등
기름담금 통조림	다랑어, 연어, 고등어 필렛, 멸치 등
훈제기름담금 통조림	굴, 바지락, 다랑어, 갯장어 등
기타 통조림	식초담금, 버터·소스담금, 젤리·소스담금 등

첫째, 보일드 통조림(canned boiled fishes)은 원료를 그대로 또는 삶거나 썬 후 용기에 채우고 식염이나 식염수를 넣어 밀봉, 가열, 살균한 것이다. 기호에 따라 조미, 요리가 가능하며 고등어, 정어리, 꽁치, 굴 등의 제품이 있다.

둘째, 조미 통조림(canned seasoned fishes)은 전처리를 마친 원료를 조미액과 함께 가열한 제품이며 꽁치, 골뱅이 통조림 등이 있다.

셋째, 기름담금 통조림(canned fish in oil)은 원료를 가공 후 기름을 첨가한 것으로 다랑어, 고등어 등이 대표적인 제품이다.

넷째, 훈제기름담금 통조림(canned smoked fish in oil)은 원료를 훈제한 뒤 기름과 함께 충전한 제품으로서 굴, 바지락 훈제통조림등이 이에 속한다.

다섯째, 기타에는 원료를 식초와 식용 혼합용액에 절인 뒤 조미한 식초담금 통조림, 전처리한 어체를 식염수에 침지한 뒤 버터나 소스를 조미한 버터 소스 담금 통조림, 젤리화가 가능한 물질을 첨가하여 조미한 젤리 소스 담금 통조림, 원료와 향신료를 이용하여 가공한 향신료 담금 통조림, 어육연제품을 사용한 어육 연제품 통조림 등이 있다.

별첨3) 게맛살/ 어묵 시장

냉장식품

***냉장식품의 정의**

일반적으로 3℃ 사이 온도에서 유통되고 있는 식품을 말한다. 냉장 온도대는 쿨(cool)과 프론즈(frozen) 사이를 말한다.

실온 ~ 3℃ 내지 5℃ 쿨(cool)

3℃ 내지 5℃ ~ -1℃ 내지 2℃ 칠(chill)

-1℃ 내지 2℃ 이하 프론즈(frozen)

즉, 냉장 온도대는 식품 동결점 (체액속의 수분이 동결을 시작하는 온도) 인 1 ~ 2℃ 와 유독세균 발육 저지온도 한계인 3 ~ 5℃ 사이이다.

***어묵/맛살 시장 분석**

2001년 계맛살 시장은 1,000억원대 시장을 형성한데 이어 2002년에는 무려 전년대비 약 15% 정도 성장했다. 특히 2002년부터 불붙기 시작한 고급맛살 시장은 2002년 145억원, 2003년에는 200억원 이상의 시장을 형성하는 등 프리미엄제품이 그동안 계맛살 시장 성장을 주도해 왔으며, 기존 일반 계맛살 시장은 5%내외의 소폭 성장률을 기록했다.

계맛살 시장은 성수기에서 쇠퇴기로 이어지면서 전체 시장은 답보 상태였으며, 가격경쟁 싸움으로만 치달아 제살 깎아먹기식의 출혈경쟁이 심한 품목 중에 하나다. 게다가 해외 각국의 수자원 보호 정책과 러시아의 명태 쿼터 확보 실패 및 자원의 고갈에 따른 원료 수급의 불균형에 따라 원료 가격급상승이 곧바로 제조원가 부담으로 다가오고 있다.

특히 계맛살 업체들은 프리미엄 제품 출시 이후 시장에 자사의 제품 분포도를 넓히기 위해 치열한 판촉전을 벌였다. 대립수산이 고급제품에 대해 가격인하 정책을 단행했으며, 오양수산, 동원 F&B등 다른 계맛살 업체들도 시장점유율을 높이기 위하여 같은 정책을 구사하였다. 이로 인해 프리미엄급 제품시장에서도 일반 계맛살 시장과 같은 저가격 구도가 재현되었으며 프리미엄급 제품을 시장에 내놓을 때의 기대와는 달리 큰 수익을 올리지 못하고 있는 실정이다.

국내 어묵 시장은 2006년 현재 약 2500억원으로 추정되며, 이중 브랜드 어묵은 900억원 정도로 파악되고 있다. 이 중 삼호와 대립이 각각 350억원 정도의 매출을 기록하고 있고, 나머지 200억원 정도를 동원F&B가 차지하고 있다.

동원그룹의 식품 가공회사인 동원F&B는 어묵과 맛살에서 각각 7%와 13%의 시장 점유율로 업계 3위를 유지하고 있지만 1, 2위와 격차가 큰 실정이다.

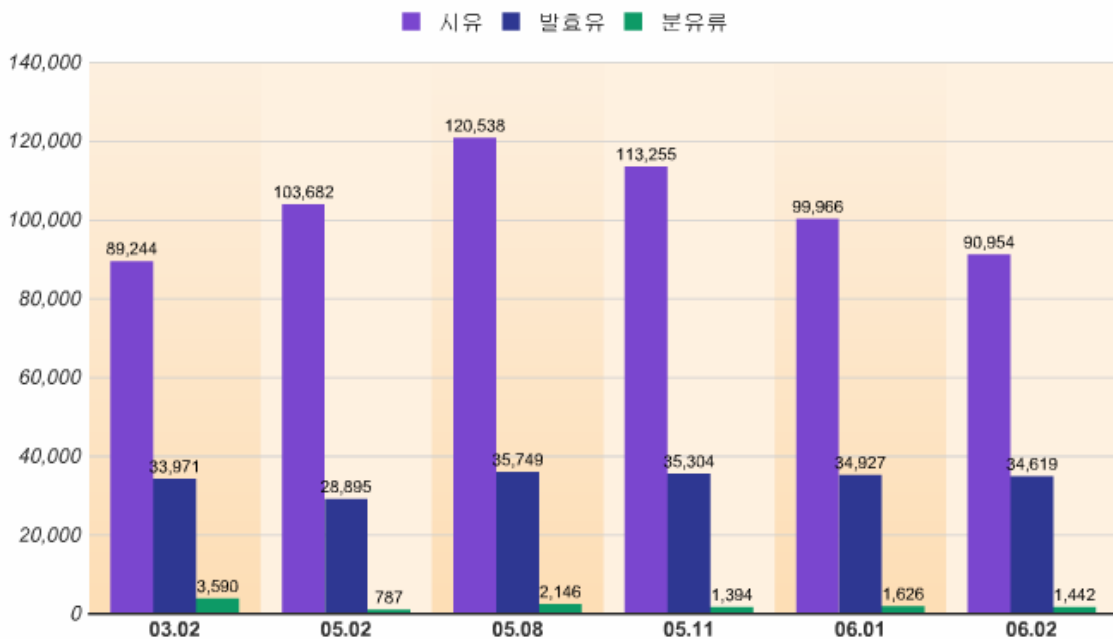
김 회장의 복귀와 함께 종합 식품기업의 위상을 강화하고 있는 동원이 대립을 사들이게 되면 단숨에 업계 1위로 올라설 수 있는데다 동원산업이 계열사로 있어 수산부문 인수에 따

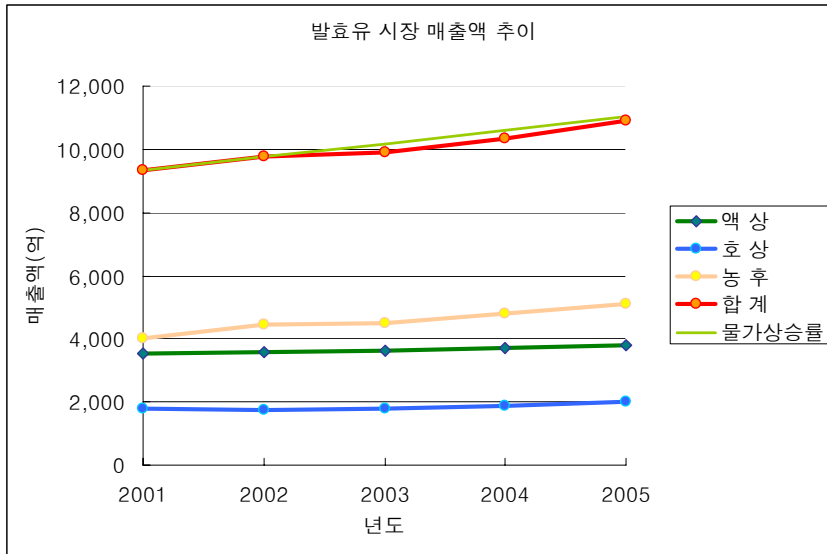
른 부담도 적은 편이다.

이와 함께 지난달 200억원을 들여 수산 식품업계 2위인 삼호F&G를 계열사로 편입한 CJ는 대립수산에도 큰 관심을 보이며 인수에 따른 손익 계산에 나선 것으로 알려졌다. CJ가 대립수산마저 갖게 되면 수산 식품업계에서 독보적인 위치를 차지하게 된다. 삼호와 대립의 매출을 합하면 거의 전체 시장의 80%에 육박하는데 CJ가 이 두 업체를 모두 인수한다면 어묵 시장은 CJ의 독무대가 될 가능성이 있다.

현재 대립수산은 국내 어묵제품 시장의 17.5%, 맛살제품의 16.2%의 점유율을 나타내고 있고 삼호가 15.8%와 14.3%로 그 뒤를 잇고 있다. 하지만 업계에서는 삼호F&G를 매입한 CJ가 대립수산까지 굳이 인수하겠느냐는 관측도 만만치 않게 제기되고 있다. 특히 대립수산은 삼호와 달리 수산사업 부문까지 맡아야 하는 부담이 있다. 원양선사 운영 경험이 없는 CJ로서는 부담스러운 대목이다. 이 때문에 업계에서는 CJ가 원양선사인 사조산업과 손잡고 인수할 가능성이 크다는 전망도 흘러나오고 있다. 사조산업과 CJ가 수산가공 부문에서 전략적 제휴를 맺은 사실이 이 같은 시각을 뒷받침하고 있다.

별첨4) 우유시장 현황





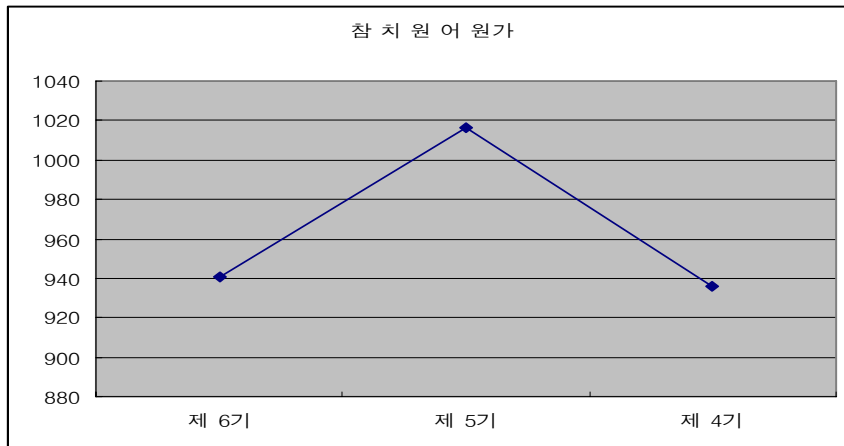
별첨5) 참치 가격 동향

참치원어의 가격추이 체크

(단위 :원/KG)

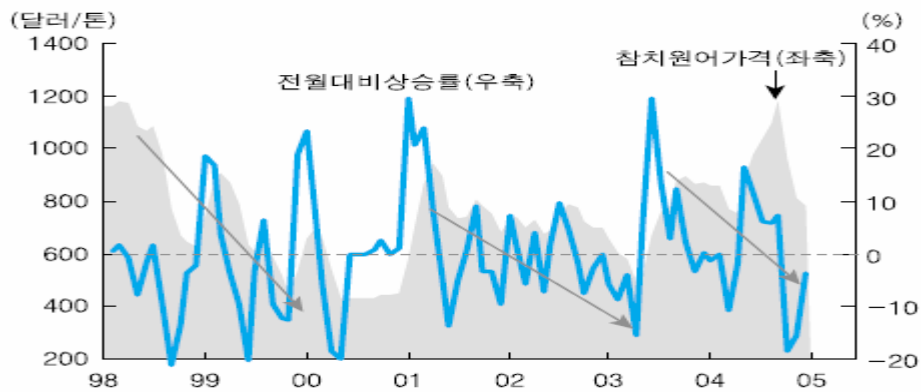
품 목	제 6기	제 5기	제 4기
참치원어	941	1,016	936

최근 3년간의 참치원어의 가격을 보면 아래와 같다.



하지만 참치원어의 가격이라는 것이 참치어획량에 따라 변경되는 것이므로 최근 3년간의 데이터로는 앞으로 가격추이를 예상하기에 부족한 감이 있으므로 지난 10년간의 데이터를 확인해 보자.

참치원어가격 추이(월간)



위에서도 알 수 있듯이 참치가격은 변동성은 꽤 크지만 어느 정도 일정수준의 가격대를 유지할 것으로 보인다.

전세계적으로도 참치의 어장량이 가장 풍부하며 대만에 이어 중국의 신규조업이 증가세를 보이는 등 공급량이 늘어나는 반면, 세계적인 수요는 일정하다고 한다. 최근의 뉴스를 보면 알 수 있듯이 참치시장에 대한 공급은 점점 확대될 것으로 생각된다.

■ 태국, 다랑어 수출 시장 확대할 예정

- 태국의 카시코른(Kasikorn) 연구소에 의하면 태국의 다랑어 시장은 국내와 더불어 해외로 확대될 것이라고 함
 - 이는 2002년부터 국내외 다랑어 수요가 크게 증가하고 있고 이에 부응할 수 있는 태국 다랑어 산업의 잠재적인 성장능력이 크기 때문임
- 2006년도 국내 다랑어 소비는 6% 내지 7% 정도가 증가할 것으로 추정되고 있는데 이는 약 2천 2백만 달러어치에 달함
 - 수출에 있어서도 14.4% 정도가 늘어나 총수출 액은 13억 달러 어치가 될 것으로 추정됨
- 현재 태국의 주요 해외시장은 미국, 유럽 그리고 일본 등인데 이들 주요 수출 국가이외에도 호주, 중동국가 및 캐나다 등으로 수출이 계속적으로 증가할 것으로 예상함
 - 그러나 미국과 일본의 경우 자국의 일부 다랑어 가공공장을 인건비가 매우 낮은 개발도상 국가로 이전시킴에 따라 태국으로부터의 수입은 감소할 것으로 예견됨

◆ 자료 : Fish Information & Service (2006. 3. 20)

■ 산동성, 300여척 원양어선 태평양 공해수역에 중점 진출

- 산동성해양어업국은 산동성의 '11차 5년 계획'에 따라 원양어업을 발전시키기 위하여 현재 300여척인 원양어선을 태평양 공해수역에 집중 투입기로 하였으며
 - 2010년까지 원양어선을 360척으로, 총생산량을 35만 톤으로 늘릴 것을 목표로 하였음
 - 이에 따라 산동성은 향후 연근해어업의 마이너스성장을 유지하는 동시에 원양어업을 확대하는데
 - 오징어채낚기, 참치연승어업으로 서남태평양과 동남태평양어장을 중점적으로 개발할 예정임
 - 지난해 산동성의 원양어선은 310척으로 2000년보다 67% 늘었으며, 20여 개 나라에 걸친 수역에서 조업하여
 - 원양어업 생산량과 금액이 각각 26만 톤, 20억 위안(2,400억 원)으로 2000년의 2배 수준이었음
- ◆ 자료 : 齐鲁晚报 (2006. 3. 23)

별첨6) 환율 예상

일본의 경우 가계부문의 저축이 무위험자산인 선진국의 국채 등에 대한 포트폴리오 투자를 위해 활발히 유출되고 있어 증시에 대한 외국자금의 유입을 어느 정도 상쇄시킬 뿐만 아니라 (해외직접투자 등과 함께) 경상수지흑자에 따른 통화 절상압력을 자본수지적자에 의해 크게 완화시키고 있다.

그러나 한국의 경우는 해외 포트폴리오 투자 중개기관의 부족, 인식부족, 능력부족 등으로 증시투자자금 등 포트폴리오 투자자금의 유출입이 환율의 주 결정요인으로 작용하는 불안요인이 되고 있음. 따라서 상대적으로 예측이 가능한 엔/달러 환율과 원/엔 환율의 예측을 통한 원/달러 환율 예측

(1) 예측모형

① 국제 선물환시장에서의 엔/달러 환율과

국제적으로 주요기관들이 내놓은 엔/달러 예측환율에 추정된 원/엔 환율을 곱하여 원/달러 환율을 구함. 즉,

$$\text{원/달러} = (\text{원/엔}) * (\text{엔/달러})$$

② 모형의 기본가정

첫째, 단기적으로 변동성이 큰 원/달러 환율도 중, 장기적으로는 엔/달러 환율의 경우와 같이 주요 환율들의 국제적 흐름에 동조하게 될 것임.

둘째, 원/엔 환율은 적어도 향후 1년은 2004년 1월 이래의 변동추세를 따라 변할 것임.(즉, parameter 로 봄)

셋째, 향후 미국의 추가적 금리인상은 1회 이상 없으며 국제정치적 긴장으로 국제유가폭등과 달러화가 폭락하는 사태가 발생되지 않음.

(2) 예측결과

① 엔/달러 환율의 예측

(i) 선물환율에 의한 예측치

뉴욕 및 시카고 선물시장에서 형성된 엔화의 선물환율에 입각할 때 엔/달러 환율의 예상치는 다음과 같음.(2월 2일 기준)

3월	6월	9월	12월
117.36	115.87	114.53	113.22

(ii) 주요기관들에 의한 엔/달러 예측치(2005년 말 기준)

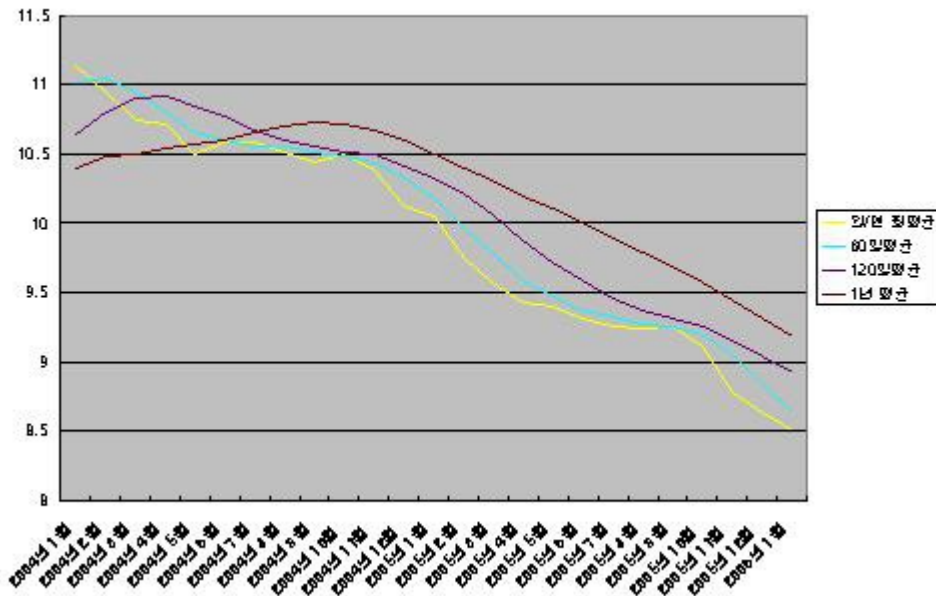
	3월	6월	9월	12월
Royal Bank of Scotland	115	110	105	100
Bank of Montreal	114	111	110	108
Scotia Bank Group	116	113	110	105
Daiwa Institute of Research	118	119	116	113
Bank of Tokyo - Mitsubishi	116	115	112	110
Commerzbank	115	113	112	110
평균	116	114	111	108

② 원/엔 환율의 예측

(i) 회귀분석에 의한 추정

2004년 1월 ~ 2006년 1월의 표본기간 중 원/엔 환율은 다음과 같이 뚜렷한 변동추세를 보이고 있다.

어족별 균선



위의 그림을 반영한 추세방정식을 구하면 다음과 같고, 이를 이용한 원/엔 환율을 추정한 결과도 다음과 같다.

$$W/¥ = 11.13 - 0.102T$$

(172.2) (20.13)

R square = 0.965

S.E = 0.145

() = t값

T = 2004년 1월 기점 기간(월수)

원/엔 예측치

3월	6월	9월	12월
8.38	8.07	7.76	7.46

(ii) 2004년 1월 이래 추세선을 활용한 Corridor Projection에 의한 단기예측

2006년 3월중 평균 원/엔 환율 : 8.1 ~ 8.4

3. 원/달러 환율의 예측결과 (2006년)

원/달러 추정방법	원/엔 환율 추정방법	3월평균	6월평균	9월평균	12월평균
선물 환율	추세방정식	983.5	935.1	888.8	844.6

	corridor projection	950.6 ~ 985.8			
주요기관 예측	추세방정식	972.1	920.0	861.4	805.7
	corridor projection	939.6 ~ 974.4			

< 연세대학교의 정책과제연구비와 박진근경제연구소>

따라서 당분간 환율은 하락추세를 지속할 것으로 보이며 대략 900원대 이하까지 하락할 가능성도 있을 것으로 추정된다. 하지만 FRB가 미금리를 추가로 인상하려고 한다고 하니, 달러에 대한 수요의 증가로 외환자금의 이탈을 고려하면 원달러 환율은 900원대 초반에서 계속적으로 공방이 생기지 않을까?

<참고 : 최근까지의 원/달러 환율>



별첨7) 해양 심층수란 무엇인가.

무병균에 미네랄이 풍부하게 함유된 해양심층수, 미국, 노르웨이, 일본에 이어 세계 4번째로 개발 성공하였다. 생산비도 광천수의 100분의 1이며 하루에 300톤씩 생산, 2007년 말 상용화 예상



▲ 2006년 말 완공될 동해 심층수 개발센터 조감도. 두 개의 시추관이 300m와 500m 수심에서 매일 1100톤의 심층수를 끌어올린다.

1974년, 중동발 오일쇼크에 대응해 새로운 대체에너지를 찾던 미국의 과학자들은 차가운 심해수를 뽑아올려 따뜻한 표층해수와 온도차를 이용해 유체를 이동시킨다면 전기 에너지를 얻을 수 있다는 ‘해양온도차발전’ 이론을 구상해냈다. 20도가 넘는 수온의 차를 이용, 온도에 따라 부피가 달라지는 암모니아 가스 같은 냉매를 이동시켜 터빈을 돌리는 이 연구는 그 후 국제유가가 안정되면서 시들해졌다. 그러나 과학자들은 이 연구를 계기로 전체 바닷물의 95%를 차지하는 심해수에 비밀이 숨겨져 있음을 눈치챘다. ‘인류의 마지막 자원’ ‘미래의 생명수’라는 해양심층수는 그렇게 세상에 모습을 드러냈다.

햇빛이 닿지 않는 200m 수심 아래의 해양심층수는 계절에 상관없이 연중 섭씨 2도 안팎의 저온을 유지하며 병원체나 유기물이 거의 없는 극도의 청정수로, 해양식물의 생장에 필수적인 영양염과 미네랄이 다량 함유돼 있었다.

1976년 일본의 과학자들이 해양심층수의 새로운 이용 가능성에 열정을 보이기 시작했다. 그들은 ‘심층수를 육지로 끌어올려 염분을 제거하고 민물로 바꾼다면 식수로 쓸 수 있을 것’이라 생각했다. 주관을 두드려본 결과 표층해수(얕은 바닷물)를 담수화하는 것보다 비용이 절반도 안 들었다. 각종 불순물을 제거해야 하는 표층해수와 달리 해양심층수는 소금기만 빼면 바로 먹을 수 있기 때문이었다. 더구나 청정성과 영양소가 약수, 생수라 불리는 광천수보다 월등했다. 광천수와 비교해서 다시 생산비용을 산정해본 그들은 흥분에 휩싸였다. 광천수 생산비의 100분의 1에 불과했기 때문이다. 그로부터 30년이 지난 지금 일본의 해양심층수 관련 상품은 연간 2조5000억원의 시장을 형성하고 있다.

바닷물의 95%, 염분 빼면 바로 식수인 심층수, 오는 11월 말이면 3km 길이의 취수관 공사가 완료되고 연말이면 하루 1100톤의 심층수를 뽑아올려 최대 300톤의 담수를 매일 생

산하게 된다. 해양심층수연구센터가 입지한 오호리는 200m 심해까지 불과 2.4km 거리밖에 되지 않는 취수의 적지로 2002년 8월에 이곳을 방문한 일본의 해양심층수 권위자 나카지마 박사는 “천혜의 심층수 해역”이라고 경탄했다.

UN 인구행동연구소가 물 부족국가로 분류한 우리나라에서 심층수는 미래의 식수로 가능성이 점쳐지고 있다. “담은 무한정 지을 수 없지만 심층수는 무한정 뽑아낼 수 있고, 또 생태계에 전혀 영향을 끼치지 않는다는 점에서 환경오염과 자원고갈의 염려가 없는 완벽한 자원”이라고 김현주 한국해양연구원의 해양심층수연구센터장은 말했다



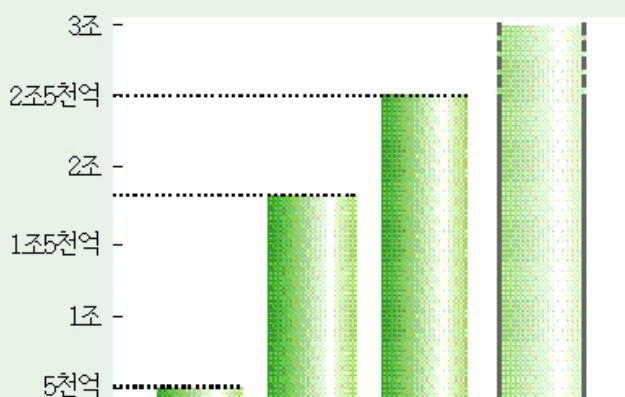
▲ 지름 216mm의 해양심층수 취수관.

‘아무리 바닷물이 광대하지만 끝없이 뽑아내면 그 양이 줄어서 해양생태계의 교란이 일어나진 않을까’ 하는 의구심이 들 수도 있겠지만 심층수연구센터의 문덕수 박사는 “동해라는 그릇에 매일 들어오고 나가는 심층수(사용 가능량)가 하루 48억톤에 달하고, 동해 심층수가 상용화됐을 경우 최대 취수량이 하루 2만톤 이하니까 걱정할 필요는 없다”고 했다.

특히 심층수는 현재 지하 광천수로 만드는 생수보다 청정성과 건강성이 더 뛰어나 상품성이 대단히 높다. 병원균은 전혀 없고 인체에 필요한 미네랄(칼슘, 칼륨, 마그네슘, 나트륨 등)은 더 풍부하다. 그에 비해 제조비는 생수 가격의 100분의 1에 불과하다. 해양심층수의 담수화 비용은 수돗물 값의 2배인 톤당 1200원이니 1리터에 800원꼴로 팔리는 광천수의 가격(제조원가는 100~200원)과 비교하면 대단한 가격경쟁력을 가지는 셈이다

별첨8) 건강식품 시장

건강기능식품 시장 증가 추이



2002년 ‘건강기능식품에관한법률’이 발효된 것도 시장의 확대에 주요했다. 미국의 경우 우리나라의 ‘건강기능식품에관한법률’과 같은 일반식품의 헬스클레임을 인정한

99년 이후 건강기능식품 시장이 폭발적으로 확대된 바 있다.

2005년 현재 건강기능식품 시장의 전체 규모는 2조5000억 원에 달한다. 소비자들은 홈쇼핑, 백화점, 약국, 전문점 등에서 건강기능식품을 직접 구매하고 있다. 특히 브랜드에 대한 신뢰성 때문에 건강기능식품

전문점에 대한 선호도가 높다. 건강기능식품을 판매하는 기업의 입장에서 백화점이나 홈쇼핑 등 일반 유통만으로는 명절이나 5월 감사의 달 등에만 매출이 편중되는 한계가 있어 안정적인 매출을 위한 전문점 개설에 집중하고 있다. 그러나 웰빙 식품이 항상 매출향상 및 신시장 형성으로 연결되는 것은 아니다.

예를 들어 유제품 시장을 잠시 살펴보자. 업계에 따르면 서울우유나 남양유업 등이 기존 흰 우유에서 지방함유비율을 2% 이하로 낮추고 칼로리를 30% 가량 줄여 선보인 저지방 우유는 2003년 대비 2~3배 시장이 커지긴 했지만, 백색 우유시장에서 차지하는 비중은 불과 3%선에 그치고 있다. 연간 총 매출은 500억 규모로 기능성 우유 시장에서도 10%에 머문다. 저지방 제품이 전체의 40% 가량을 차지하는 유럽 시장에 비하면 극히 미미한 수준. 파스퇴르 '팻프리 우유'의 경우 지난해 11월 월 30억원의 매출을 바라보고 출시된 제품이지만, 1년이 지난 지금 실제 매출은 목표액의 절반 수준에 그친다. 지방 함량과 칼로리에 손을 댔다가 낭패를 보고 시장에서 사라진 제품들도 적지 않다. 한국야쿠르트가 지방과 칼로리를 기존 제품의 절반으로 줄여 내놓은 발효유 '실프'는 소비자들의 입맛을 잡는데는 실패해 지난해 생산을 중단했다. 롯데칠성 역시 지난 2003년 펩시콜라에서 설탕 함량을 줄인 '펩시블루'를 출시했지만, 호응을 얻지 못하고 1년만에 판매 중단됐다.

별첨9) GNC에 관하여.

14년간 전세계 건강보조식품 시장 점유율 1위에 오른 미국 최대의 건강식품 전문기업 GNC(제너럴 뉴트리션사)와 2002년 12월 GNC와 독점판매계약 맺은 ㈜동원 F&B는 계약 체결한 이후 1년 여 만에 서울 도곡동 타워팰리스가 있는 스타슈퍼 등 서울·분당에 9개의 직영점을 개설, 운영 중에 있다. 아직까지는 강남권만을 중심으로 전문 매장이 힘을 얻고 있지만 그 기세가 만만찮아 보인다. 내년



까지 전국에 GNC 직영점 65개를 확보할 계획이라는 게 이 부장의 말이다. 커피전문점 스타벅스가 5년간 전국에 89개의 매장을 연 것과 비교하면 GNC 매장의 확산 속도는 스타벅스에 비할 바가 아니다.

GNC 매장에는 무엇을 팔고 있을까? 25평 규모의 문래동 홈플러스 GNC 매장엔 예방의학 차원의 각종 건강기능 식품으로 꽉 차 있다. 종합 비타민제를 비롯, 최근 ‘몸짱’ 열풍을 타고 인기를 끄는 근육 강화제, 장 건강을 돕는 차전자피, 건강기능식품의 고전 로얄젤리와 알로에 클로렐라, 화분, 키토산, 퇴행성 관절염에 좋다는 상어연골, 여성영양제 달맞이꽃 종자유, 각종 비타민제 등. 미네랄과 허브 등 모두 11개 군, 180여 품목에 이른다.

건강기능식품 시장은 지난해 3.4조원 규모로 커지면서 연간 20% 이상 빠르게 성장을 하고 있는 것으로 추산(하나증권 이슈분석 보고서)된다. 그러나 지난해 말부터 건강기능성 식품에 대한 영업체제가 신고제에서 허가제로 바뀌면서 효능성이 입증된 성분에 대해서만 품목이 인정되는 등 엄격해진 법규 시행에 따라 시장 자체에 지각변동이 일어나고 있다. 500개 이상으로 추정되는 제조업체 중 기술력 없이 과대 광고에 의존해온 대다수 중소기업들은 퇴출 위기에 몰리고, 기술·자금·유통력의 3박자를 고루 갖춘 대기업들에 의해 시장재편이 이뤄지고 있는 것이다.