



# 오뚜기(005010)

2008년 11월 8일

음식료

## 식음료업계의 명품주, 주가도 매출도 이익도 오뎅

# BUY

### Valuation

Target Price: 206,700

Price: 144,500

Margin of Safety: 43%

MktCap.(100mn): 4,971

ROE: 14.31%

Op.Magin: 5.79%

PER: 8.15

PBR: 1.35

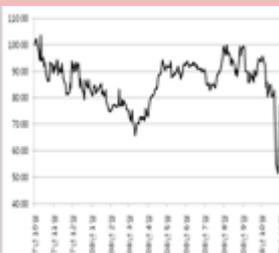
Dividend Yield: 1.1%

Major Sh.Holder:

합태호 외1인(45.42%)

Foreign Shr.: 14.98%

### KOSPI 비교 차트



### 기업분석 1팀

김민정, 김선교, 오정민  
이상욱, 최호선

#### ● 오뚜기의 독점적 지위

국내에서 최초, 독점적 제품을 가장 많이 보유하고 있는 식품기업 중의 하나로 마요네즈, 케찹, 3분류(3분미트볼, 3분짜장 등) 시장에서 M/S 80%를 차지하고 있다. 식초 및 참기름에서는 M/S 60%를 넘는 시장장악률을 보여준다. 어려운 경기 속에서도 브랜드파워와 높은 소비자 충성도를 바탕으로 한 꾸준한 영업이익률을 내고 있는 기업이다.

#### ● 식품 업계 매출 1조원 클럽 가입(CJ, 농심, 대상, 롯데칠성, 롯데제과, 오뚜기)

2007년을 기준으로 매출이 1조원이 넘었다. 절대적인 시장 지배력으로 인한 높은 가격전가력이 경기 악화로 인한 원재료 가격 인상되는 현시점에 매출 증대효과를 발생시킨 것이다. 경쟁이 치열한 업소용 제품인 비주력 제품군의 경우에는 매출할인율이 감소되었음에도 불구하고 여전히 견고한 수요를 보이고 있다.

#### ● 꾸준한 성장성

마요네즈, 케찹 등 소스시장은 2002년부터 연평균 10%의 성장하고 있으며 드레싱류 시장은 연평균 14%씩 성장 중이다. 이는 80%의 시장을 장악하는 오뚜기에 큰 수혜로 작용한다. 소스류에서는 전체 매출 비중 20%에 달하는 수출비중과 25%의 수출성장율로 인해 해외시장에서 급격하게 매출이 증대되고 있으며, 레토르트 부분에서는 1인, 1세대가구 비중 증가로 인한 조리식품 시장의 성장 잠재력을 주목할만 하다.

#### ● 공장 설비 이전화로 인한 큰 차익 실현 전망

최근 오뚜기는 충북 음성에 대풍공장 신설 완료 생산설비 이전을 진행중이다. 안양 평촌 공장의 유희화로 인한 매각시 동사에게는 1000억원의 차익 예상되는데 이는 현 시가총액의 20%를 상회하는 수준이다. 안양시가 공장 밀집지역의 주거단지 재정비계획을 세우고 있음을 고려할 때 오뚜기의 안양공장부지는 조만간 매각될 것으로 전망된다.

#### ● Valuation 및 결론

Research Team 1은 절대적가치평가방법을 통해 3가지의 시나리오를 살펴보았으며, 시나리오 3을 통해 목표주가 206,700원, 안전마진 43%를 도출하였다. 본 Research Team 1은 안정적인 내수주이자 대표적인 경기방어주이면서 끊임 없는 자구노력과 독점적 시장지배력을 바탕으로 내재 가치를 상승시키고 있는 오뚜기에 대하여 BUY 의견을 제시한다.

## 0. 기업선정 이유

금융위기와 실물경기 침체 우려로 현재 주식시장은 어둠 속에 있다.

요즘 증시는 '어둠 속'에 있다. 주가는 고점대비 -57%까지 떨어졌으며, 단기적으로는 상승/하락이 예측하기 힘든 Random Walk의 모습을 보여주고 있다. 지난 2007년 미국의 서브프라임 모기지 사태로 금융위기가 시작된 이후, 2008년 9월 세계투자은행 3위의 '리먼 브라더스' 부도와 전세계 1위 보험업체인 'AIG'의 파산위기, 아일랜드 국가부도 위기 등의 금융역사상 전례가 없었던 상황이 눈 앞에 펼쳐지고 있다.

현재 시점에 금융위기의 끝이 어디까지인지 예측하는 것은 불가능하다. 금융기관들의 도산에 그치는 것이 아니라 전세계적으로 실물경제가 공포 얼어붙고 있다는 신호가 여기저기서 들려오고 있다. 최근 KOSPI가 상승하는 모습을 보이고 있지만, 여러 경제전문가들은 실물경제의 침체가 이제 막 시작되었다는 의견들을 내놓고 있다.

그림 1. KOSPI의 시계열 추세



자료: Research Team 1 Database

현시점에서의 가치투자자로서의 주식투자는 장기적 낙관론에 기반하고있다.

만약 'KOSPI, KOSDAQ의 바닥이 어디인지?' 물어본다면, 주식투자자로 전세계 2위 부자가 된 워렌버핏도 전혀 대답을 하지 못할 것이다. 다만, 지금 시점에서 워렌 버핏은 10월17일 뉴욕타임즈 기고문을 통해 "개인 계좌를 통해 미국 미래의 조각을 저가에 사들이고 있다"라며 금융위기 때문에 폭락한 주식들을 매입하고 있음을 밝혔다. 또한 그는 "남들이 열광할 때 오히려 공포를 느껴야 하고 남들이 두려워할 때를 오히려 투자 시기로 잡아야 한다"는 그의 투자원칙을 밝혔다. 버핏은 전세계 금융시장은 혼란에 빠져있지만 "장기적으로 보면 20세기 전반에 걸쳐 그랬듯이 주식시장에서 좋은 소식이 나올 것"이라고 전망했다. 그리고 그는 "지금의 나쁜 소식들은 5년, 10년, 또는 20년의 미래를 내다보는 투자자들에게 기회를 제공할 것"이라고 내다보며 장기적 관점의 투자로서 지금 주식들을 매입하고 있음을 밝혔다. '가치투자자의 관점'에서 지금과 같은 불안한 주식시장에 참여하고 있는 투자자는

버핏이 말한 것처럼 '장기적으로 시장상황이 좋아질 것이며, 좋은 기업의 가격은 제 가치를 찾을 것이다'라는 전제 하에서 주식투자를 하고 있을 것이다. Research Team 1은 현재의 불안한 시장에 참여하고 있는 가치투자자를 크게 2가지 유형으로 나누었고, 투자성향과 제시하고자 하는 기업을 연결하고자 한다.

**그림 2. 투자자의 유형 정의**

투자성향 유형	특징	대표주자
공격적 투자성향	Risk 선호, 성장주 선호	필립 피셔
시장방어적 투자성향	Risk 중립 또는 회피, 시장독점주, 배당주 선호	워렌 버핏

자료: Research Team 1 Database

**Research Team 1은 보수적 투자성향을 가진 투자자의 관점으로 투자대상 기업을 찾고자 하였으며, 그 기업은 '오뚜기'이다**

2가지 유형으로 모든 가치투자자의 성향을 규정지을 수는 없지만 큰 방향은 제시할 수 있다고 생각한다. 공격적 투자성향을 가진 투자자는 현재의 금융위기 속에서도 매출의 양/질의 성장을 보이고 있는 기업들이 시장상황 때문에 제 가치를 평가 받지 못하고 낙폭과대 되었다고 판단할 것이다. 그러나 우리나라에서의 성장주 대부분이 수출중심의 IT업종에 몰려있는 경향이 있기 때문에, 전세계적 실물경기 침체가 좀 더 구체화되거나 그 우려가 증폭된다면 중단기적으로 큰 손실의 아픔을 겪을 수 있다. 또한 경기침체가 장기화된다면, 그 낙폭은 감당할 없을 정도로 커질 수 있다. 시장방어적 투자성향의 투자자들은 지금과 같은 상황에서는 시장을 방어할 수 있는 주식들이 싸졌다는 점에 주목할 것이다. 일반적으로 시장 독점주는 경기에 둔감한 경향이 있기 때문에, 경기침체에 따른 낙폭이 다른 기업들보다 적은 경향이 있다. Research Team 1은 시장방어적 성향의 투자자나 포트폴리오를 지키기 위한 헛지 수단으로써의 안전하고 수익을 얻을 수 있는 기업을 제시하고자 다음의 조건들에 대해 요목조목 따져보았다.

1	시장경기에 둔감할 것	안정성
2	시장을 지배하고 있는 상품의 매출비중이 높으며, 그 지배력이 오랫동안 유지될 수 있을 것	안정성
3	안정적인 재무상황과 순현금흐름을 가지고 있을 것	안정성
4	매출이 꾸준히 상승하고 있으며, 영업이익 또한 개선되고 있을 것	성장성
5	시장의 성장성의 여지가 남아있을 것	성장성

Research Team 1이 위의 조건들을 꼼꼼히 따져보았을 때 산출된 기업이 바로 '오뚜기'이다. Research Team 1은 불안한 시장 속에서도 장기투자의 즐거움 가져다 줄 수 있는 기업으로 '오뚜기'를 제시하고자 한다.

# 1. 기업 소개

오뚜기는 가장 많은 1등 제품을 가지고 있는 업력 40년의 식품기업이다.

오뚜기의 케첩과 마요네즈는 해외기업의 거센도전을 이겨냈고 확고한 1등 자리를 유지하고 있다

## 오뚜기는?

오뚜기는 1969년 설립된 업력 40년의 음식료 제조업체이다. '오뚜기 삼분요리~!!' 라는 CM송으로 유명한 동사는 국내에서 최초, 1등 제품을 가장 많이 보유하고 있는 식품 기업 중의 하나이다. 오뚜기는 1969년 '오뚜기 분말 즉석카레'를 동사의 1호 제품이면서 국내 최초로 생산, 출시당시 일본제품이 전부였던 카레시장을 1년 만에 장악하였으며 국내시장에서도 현재 M/S 86% 이상을 유지하고 있다.

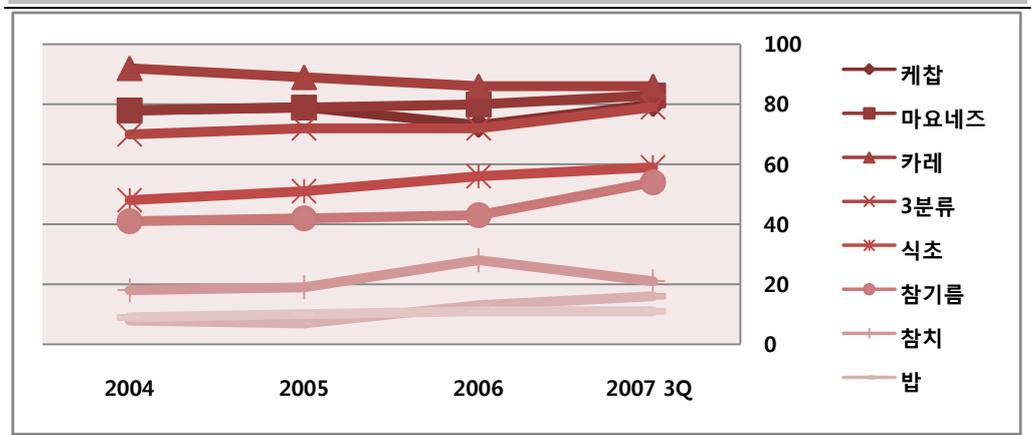
## 해외기업의 아성에도 끄떡없다

해외기업과 맞서 이겨낸 오뚜기의 시장 장악 스토리는 비단 '오뚜기 카레'에 국한되지 않는다. 동사는 지난 80년대초 세계시장을 지배하는 외국회사와 마요네즈, 케첩 시장을 놓고 극심한 경쟁을 펼쳤다. 마요네즈 시장에서는 미국의 CPC인터내셔널과, 케첩시장에선 세계 최대의 식품회사인 Heinz와 경쟁이 붙었는데 당시 외국 업체들은 공격적인 마케팅을 통해 M/S를 35%까지 끌어 올렸다. 상대적으로 오뚜기의 시장점유율은 유례없이 하락하였다. 그러나 오뚜기는 고급제품 출시와 적극적인 광고전략으로 그 이름에 걸맞게 다시 '오뚜' 일어섰고, 현재 동사의 케첩, 마요네즈는 M/S 80% 이상을 꾸준히 유지하고 있다. 세계 1위의 하인즈의 케첩의 국내시장 점유율은 현재 2.3%이며, CPC인터내셔널은 국내에서 철수하였다.

## 오뚜기의 제품들

앞서 살펴본 카레와 마요네즈, 케첩 외에도 동사는 3분류(3분미트볼, 3분짜장 등) 시장에서 M/S 80%를 차지하고 있으며, 식초 및 참기름에서도 M/S 60%를 넘어서는 엄청난 시장장악률을 보여주고 있다. 이 제품들은 오뚜기의 주력 제품군으로써, 높은 소비자 충성도를 바탕으로 동사의 영업이익을 든든하게 뒷받침해주고 있다.

그림 3. 동사 제품군의 시장점유율 (단위 : %)



자료: DART, Research Team 1 Database

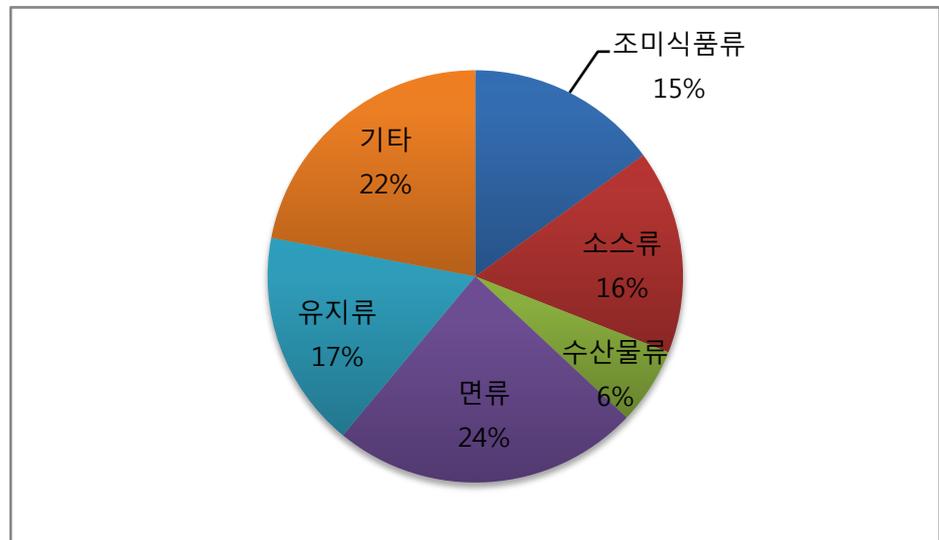
오뚜기는 주력상품 이외에도 유지류, 면류, 참치 및 수산물류의 제품을 생산하고 있다.

오뚜기의 제품별 매출비중을 확인해 보면 동사는 주력 제품군인 1등 제품 이외의 다른 식품제품군에서도 많은 매출을 올리고 있다는 것을 알 수 있다. 동사는 조미식품 및 소스분야에서 독점적 지위를 가지게 된 후 제품 카테고리를 확대하면서라면, 참치, 유지 시장에 진출하는데 주력하였다. 그러나 오뚜기의 진출 이전에 이미 라면시장에는 농심이, 참치시장에는 동원이, 그리고 유지시장에서는 해표가 시장을 지배하고 있었다. 그리고 2004년 진출한 밥 시장은 CJ라는 거대한 기업이 지키고 있었다.

오뚜기는 과거에는 비주력 상품군의 매출 증대를 위한 전략을 통해 성과를 이루어 냈고 최근에는 확보한 M/S를 기반으로 영업 이익의 향상을 위한 노력을 하고있다.

후발주자로서 오뚜기는 막대한 마케팅비 지출, 저가전략, 밀어내기 매출 등을 통해 매출의 외형은 커지지만, 영업적자가 발생하여 재무부담이 가중되는 상황에 직면하게 되었다. 그러나 독점적 지위를 차지하는 업체의 시장점유율을 일정부분 침투에 성공하여 현재 시장 2위를 차지하고 있으며, 동사의 수익성 강화전략의 결과로서 그 적자폭이 꾸준히 감소하고 있다는 사실을 볼 때, 이 비주력 제품군의 사업부가 점차 정상궤도로 향해가고 있다고 판단할 수 있다. 밥류 제품은 빠른 속도로 성장하여 진출 3년만에 20%에 가까운 M/S를 기록하고 있어 향후 수익성이 개선되었을 때 영업이익의 증가에 기여할 것으로 기대된다.

그림 4. 오뚜기의 매출비중



자료: DART, Research Team 1 database

오뚜기의 매출액은 1조를 돌파하였고, 꾸준한 매출액 증가세를 보이고 있다.

**꾸준한 매출액 증가세**

오뚜기의 매출액은 2007년 기준으로 처음으로 1조를 넘어 1조 580억원을 기록하였다. 또한 매출액은 꾸준히 증가하는 추세를 보이고 있으며, 2008년 상반기 매출액으로 6298 억원으로 22%가 증가하였다. 일반적으로 식품산업의 영업이익률이 다른 산업보다 낮다는 점을 고려할 때, 동사의 매출액이 1조가 넘었다는 사실은

더욱 큰 의미를 가진다. 매출액 규모는 장기적으로 순이익의 증가에 기여하는 부분이 많기 때문이다. 국내에서 2007년 기준으로 매출 1조원을 넘어선 식품업체는 CJ, 농심, 대상, 롯데칠성, 롯데제과 5곳에 불과하다.

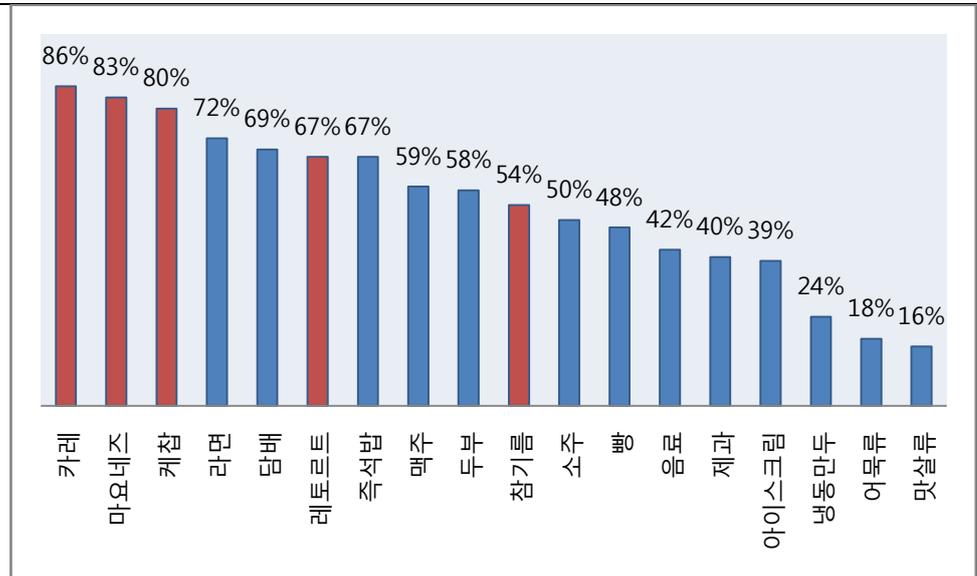
## 2. 핵심 경쟁력을 지닌 오뚜기

오뚜기의 마요네즈,카레, 3분요리의 시장독점의 지위는 확고하다.

### 독점적 경쟁우위의 제품군을 지닌 오뚜기

앞서 잠시 살펴보았듯이 오뚜기의 주력 제품군의 시장점유율은 거의 독점적이다. 2007년 기준으로 시장점유율을 살펴보았을 때 마요네즈, 케찹, 카레, 3분요리의 MS는 각각 80%, 83%, 86%, 79%에 달했다. 식초와 참기름 제품류에서도 60%에 달하는 점유율을 나타내고 있다. 식품업계는 시장의 크기보다도 시장에서 얼마나 큰 영향력을 발휘하는지가 경쟁력의 척도가 된다는 점을 고려해볼 때, 오뚜기의 주력 상품들은 대기업도 차마 진출하지 못할 만큼의 견고한 시장점유율을 보여주고 있다. 오뚜기의 주력 제품군에 한해서는 동사가 거의 가격 결정력을 지니고 있다고 보아도 무방할 정도이다.

그림 5. 시장지위 1위업체의 소업종별 시장점유율 (빨간색은 오뚜기)



자료: 통계청, Research Team 1 Database

독점력을 바탕으로 오뚜기는 높은 가격 전가력을 가지고 있다.

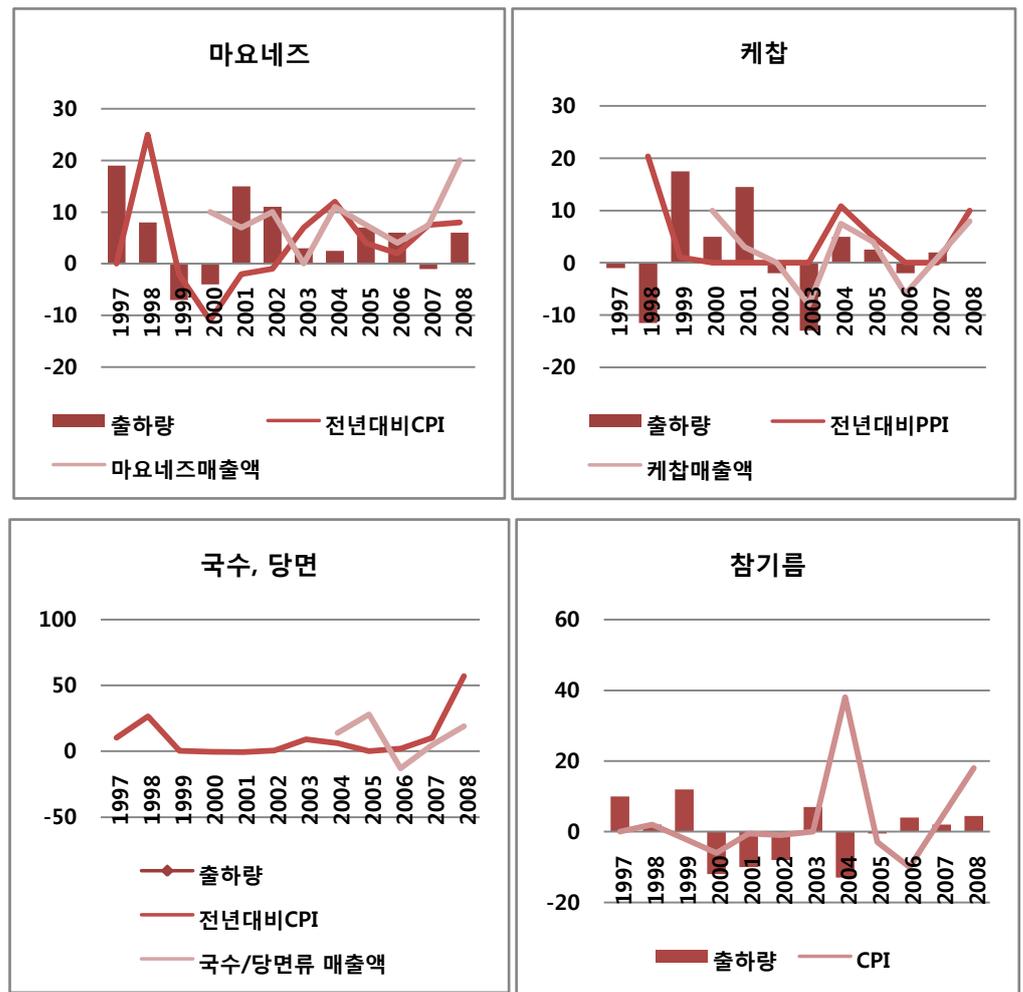
### 높은 가격전가력을 지닌 오뚜기

따라서 올해들어 타 업체들이 어려움을 겪고 있는 원재료 가격 인상 문제와 같은 경우에도 동사에게는 오히려 실적을 개선할 수 있는 호기로써 작용하고 있다. 동사 주력제품군의 절대적인 시장지배력(80% 내외)은 오뚜기로 하여금 제품 가격을 인상하더라도 소비자들의 수요가 유지될 수 있는 저력을 제공해 주기 때문이다. 특히 높은 품질의 대체 상품을 찾기 어려우며 제품 가격 인상에 따라 시장 규모가

급감할 가능성이 낮은 동사의 주력 제품군의 특성상, 동사의 가격 전가력은 국내 어느 음식료업체보다도 뛰어나다고 말할 수 있다.

실제로 동사는 올해 1~3월 원가 부담을 줄이기 위해 주력제품군인 마요네즈, 카레, 케찹, 국수, 당면 등의 제품 단가를 9~30% 인상하였다. 그 결과, 2008년 6월 통계청 기준 소비자 물가지수를 확인해 보았을 때 마요네즈, 케찹, 카레, 국수, 당면 등의 단가가 각각 전년대비 10.2%, 11.1%(생산자 물가지수 기준), 8.7%, 55.7%, 20.9% 인상되었다. 그러나 신기한 것은 이렇게 큰 폭의 가격 인상에도 불구하고 2008년 상반기의 출하량이 전년대비 유지될 뿐 아니라 약간의 증가추세마저 보여주었다는 점이다. 이는 앞서 언급했듯 오투기가 지닌 독점에 가까운 시장장악력이 있기에 가능한 것이었다. 이에 따라 동사의 상반기 매출액은 전년대비 20% 이상의 증가를 보여주었으며 제품 출하량 또한 3%정도의 증가세를 보였다. 이렇게 높은 가격 전가력은 오투기에게 있어 동종 산업 내의 핵심 경쟁우위로서 작용 가능할 것이다.

그림 6. 오투기 주력제품군의 CPI/출하량과 각 제품군별 동사의 매출액



자료: 통계청, Research Team 1 Database

비주력 제품의 적자 규모는 점차 개선되고 있다.

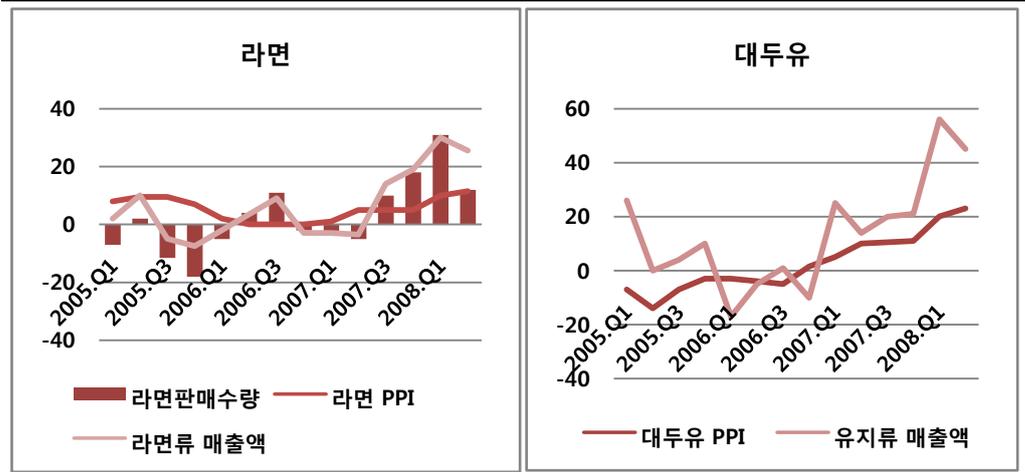
**비주력 제품군의 적자폭 축소**

지금까지는 오뚜기의 든든한 버팀목이 되어주는 주력 제품군의 파워로 인한 동사의 가격전가력에 대해 이야기 하였다. 이제부터는 동사의 비주력제품군(비주력 제품이라고는 하나 시장 점유율이 20~40% 정도이다)의 이익이 개선되고 있는 부분에 대해 살펴보자.

비주력 제품군은 경쟁이 매우 치열한 업소용 제품이 대부분이다. 다르게 말하면, 오뚜기에게 있어 주력제품군의 이익 기여도가 매우 높으며 앞서 언급하였듯 주력 제품군의 제품가격 인상이 동사의 수익성 개선에 절대적인 역할을 한다는 뜻이다. 주목할만한 점은 한 때 40%에 달했던 비주력 제품군의 매출할인율이 최근 큰 폭으로 축소되고 있다는 점이다. 2006년에는 10% 후반대, 2007년에는 10%초반대로, 올해는 한자리 수인 9%정도로 파악되었다.

경쟁상황에서 바뀐 점이 없는데도 불구하고 오뚜기가 이렇게 매출할인율을 과감하게 축소시킬 수 있었던 이유는 동사의 제품이 선두업체의 제품에 비해 매출할인율을 축소시킨 이후인 지금도 가격경쟁력을 지니기 때문이다. 라면, 참치캔, 대두유 등 평균 제품의 가격이 적게는 10%, 크게는 40%정도 증가한 지금, 경쟁사와 매출할인율의 괴리가 줄어든다고 해도 여전히 가격 경쟁력을 지닌 오뚜기 제품에 대한 수요는 줄지 않을 것이다. 결론적으로, 비주력 제품군의 판매 단가가 늘어났으나 그에 대한 수요가 견조하므로 자동적으로 오뚜기의 이익은 증가하게 된다.

**그림 7. 오뚜기 비주력 제품군의 PPI와 각 제품군 별 동사의 매출액**



자료: 통계청, Research Team 1 Database

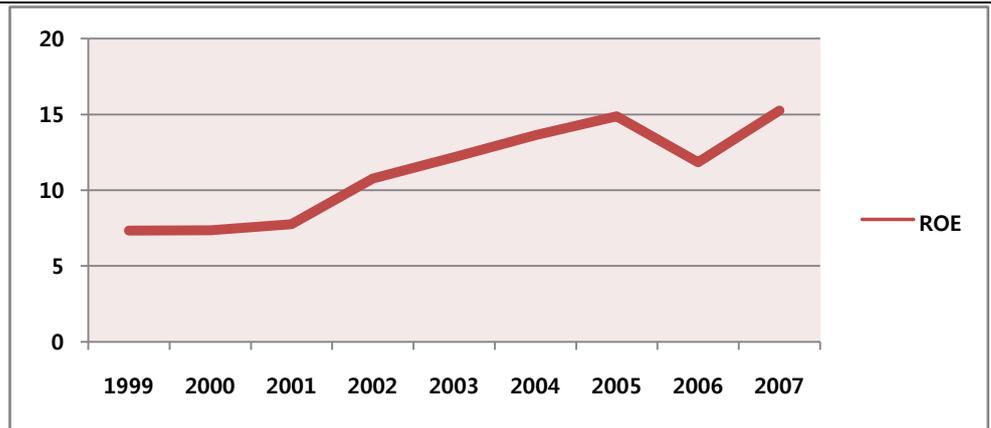
우월한 시장지위는 낮은 판관비 지출로 이어지며 동사의 매출이 향상될 수록 이익률 좋아지는 선순환 구조를 가지고 있다.

**고정비 상승에 따른 이익향상 가능성**

지금까지 살펴본 바에 따르면, 오뚜기의 주력 제품군은 가격 인상에도 불구하고 출하량이 늘고 있으며 비주력 제품군은 매출 할인율의 감소에도 불구하고 수요가 견조한 상황이다. 그에 반해 높은 브랜드 파워와 소비자 충성도로 판매관리비의 지출 증가는 제한적이다. 동사의 판관비율은 2007년 기준 20.9%로, 타 주요 음식료 업체의 평균인 24.7% 대비 현저히 낮은 편임을 알 수 있다. 오뚜기는 영업력의 강화와 더불어 인건비, 감가상각비 등의 판관비가 꾸준히 매출의 20% 내외로 적절히 통제되고 있으며 향후에도 이 수치를 지속적으로 유지할 의사를 밝힘으로써, 앞으로 오뚜기의 매출 확대는 고스란히 동사의 이익 증대로 이어질 것이다.

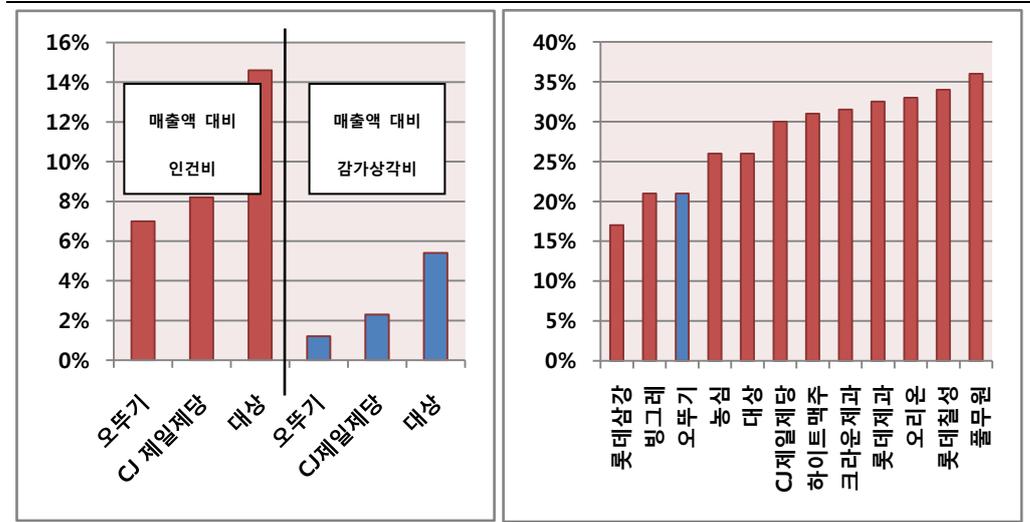
실제로 이러한 노력에 따라 동사의 ROE 수치는 1998년 5.9%에서 2007년 14.3%까지 부침없이 꾸준히 향상되는 양상을 보여주고 있다.

**그림 8. 오뚜기 ROE수치 시계열 그래프**



자료: Kislne, Research Team 1 Database

**그림 9. 주요식품업체 매출액 대비 고정비**      **그림 10. 음식료업체 판관비율 현황**



자료: 동양증권애널리포트, Research Team 1 Database

오뚜기의 올해 2분기 실적은 판관비와 정부 규제에 의한 것이며, 일시적인 것으로 판단된다.

### 2008년 하반기 오뚜기의 실적은 개선될 것

오뚜기는 2000년 이후로 4~6년동안 4%대의 영업이익률을 꾸준히 유지해왔다. 식품주의 특성상 영업이익률의 변화가 크지 않다는 점을 고려할 때 오뚜기의 영업이익률은 딱 GDP 성장 정도와 거의 유사했음을 확인 할 수 있다. 그러나 최근 주력 제품군의 제품 단가의 꾸준한 상승과 비주력 제품군의 적자폭 감소 등의 이익 개선 노력으로 인해 2007년에는 5.54%, 2008년 반기 기준으로는 8%까지 영업이익률이 증가하였다. 수치로 계산해 보았을 때 영업이익의 증가율은 50%에 달한다. 오뚜기가 식품주임을 고려해 볼 때 이렇게 높은 영업이익 증가율은 나타나기가 쉽지 않다. 동사가 얼마나 큰 노력을 해왔는지를 알 수 있는 대목이다. 그리고 이러한 노력의 결과 올해 상반기를 넘어서 오뚜기의 하반기 수익성은 더 높게 나타날 것으로 전망된다.

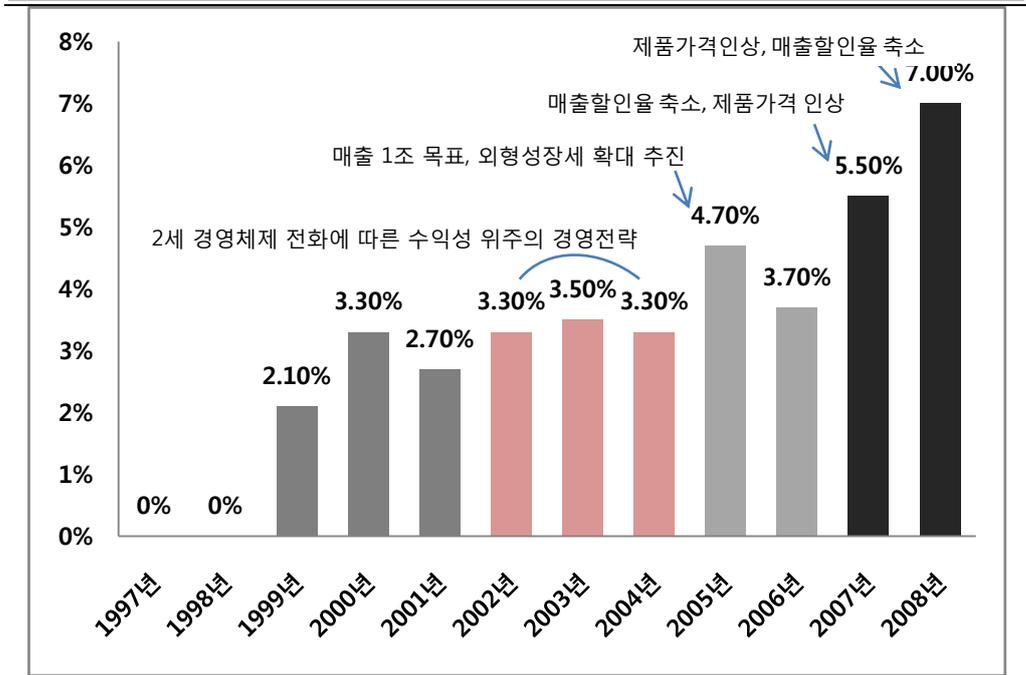
오뚜기의 2008년 2분기의 매출액과 영업이익은 기존 당사의 추정치를 하회한 3068억원과 178억원이었다. 2분기의 실적이 좋지 않았던 이유는 전년 동기대비 80%나 증가한 대규모 광고 선전비와 더불어 정부의 규제로 인하여 예정되었던 제품 가격 인상 시점이 지연되면서 가중된 원가 부담 때문이다. 소맥을 제외한 주요 원재료(대두정제유, 팜유, 물엿 및 과당류)의 가격이 지속적으로 급등하였음에도 불구하고 정부의 물가통제 움직임으로 3월이후 제품 가격 상승이 이루어지지 못했던 것이다. 실제로 동사의 2008년 2분기의 매출원가율은 전년 동기대비 1.5%포인트가 높았다.

따라서 동사는 원가부담 상쇄를 위해 정부의 통제가 풀린 직후인 6~7월 주력 제품 가격 인상을 단행하였다. 동사의 주력 제품인 마요네즈나 카레와 같은 경우는 전월 대비 각각 8%, 14%의 단가 상승을 보였다. 그러나 앞서 살펴 보았듯, 높은 브랜드 파워와 소비자 충성도를 바탕으로 한 원재료 가격 상승분을 넘어서는 제품 단가 상승율, 그리고 가격 인상 이후에도 유지되는 판매량은 오뚜기의 하반기 실적 개선에 힘을 실어줄 것으로 보인다. 게다가 3분기는 추석이 포함되어 있어 제품 가격 인상 효과가 극대화 될 전망이다. 실제로 지금까지 오뚜기의 수익성 개선 발자취를 살펴본다면 몇 차례의 제품 가격 인상에도 불구하고 이익이 건재한, 아니 오히려 이익이 증가하는 오뚜기의 모습을 확인할 수 있을 것이다(그림 11).

동사는 또한 예로부터 지금까지 큰 폭의 이익 개선이 이루어진 해당 년도에는 매번 브랜드 광고를 실시해왔다. 올해 제품 가격의 꾸준한 인상으로 오뚜기의 실적이 크게 개선된 바 있어, 현재까지 동사의 발자취를 살펴보았을 때 오는 4분기에 광고가 대규모로 집행될 것이라 예상되었다. 그러나 4분기로 예상하던 광고비가 1분기의 어닝 서프라이즈로 인해 2분기에 당겨서 집행되면서 하반기 판관비 부담이 완화되었다. 이 또한 오뚜기의 하반기 실적 개선을 뒷받침해 줄 것이다.



그림 11. 오뚜기의 수익성 개선 History (세로축 : 영업이익률)



자료: DART, Research Team 1 Database

### 3. 꾸준한 성장

오뚜기는 꾸준한 성장을 하고 있다

이미 성숙기에 접어든 식품 산업의 특성상 산업 전반적으로 급격한 성장이 이루어지지 않고 있는 것이 사실이다. 하지만 오뚜기의 경우는 2000년 이후 연평균 매출 성장률이 5%정도로 꾸준한 성장을 이루고 있다. 특히 작년에는 9%의 매출액 성장률을 이뤄 산업전체 평균보다 2%이상 높은 성장을 이루었고 전반적으로 시장보다 높은 성과를 내고 있다. 여러 1등 제품들이 든든하게 버티고 있으며, 고수익 주력 부문인 소스류와 조리식품이 성장잠재력을 가지고 있음을 고려해 볼 때 동사는 현재의 성장세를 이어나갈 수 있을 것으로 본다.

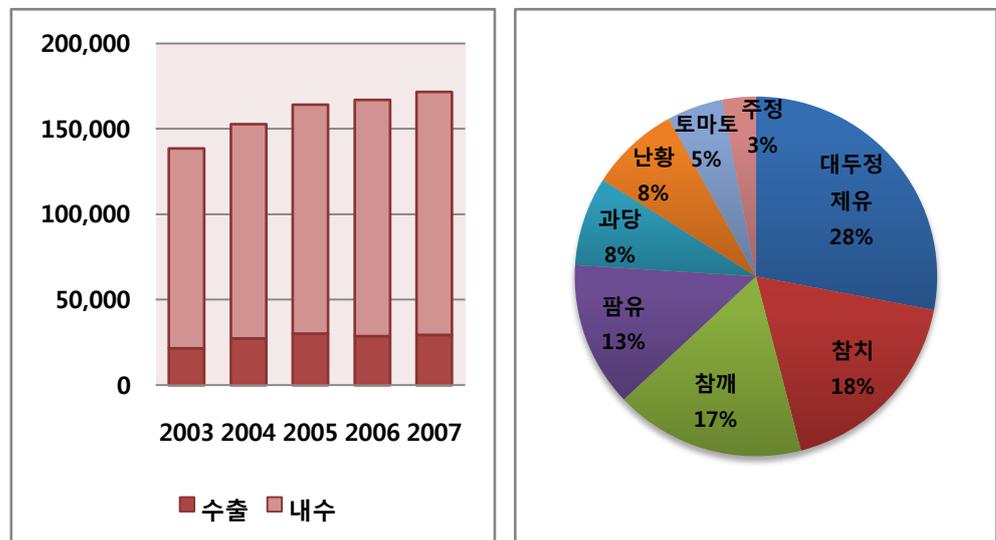
수익성이 높은 소스류는 고성장 중이며, 오뚜기의 수익도 같이 커져가고 있다.

#### 1) 꾸준한 성장의 소스류

소스류는 전체 매출의 16.2%를 차지하는 품목으로 다른 부문들에 비해 수익성이 높다. 여기에 속하는 제품으로는 마요네즈, 케찹 및 드레싱 등이 있는데, 여기에는 시장 점유율 80%가 넘는 주력상품이 2가지나 포함되어 있다. 소스류는 식습관의 서구화가 진행되면서 꾸준한 성장을 해오고 있다. 마요네즈, 케찹 등의 소스는 2002년부터 연 평균 9.8%의 성장을 보여주고 있고, 웰빙 트렌드와 같이 성장하고 드레싱류는 연평균 13.9%의 성장을 하고 있다. 올해 상반기의 소스류 매출은 작년 분기 대비 25%나 성장하여 올해는 더 높은 성장률을 기록할 것으로 예상된다. 그리고 이들 소스류 시장의 성장은 그 시장을 80%가 넘게 장악하고 있는 오뚜기에 게 큰 수혜로써 작용할 것이다.

이렇게 지속적인 내수의 성장 뿐 아니라, 소스류는 또한 꾸준한 수출을 보여주고 있다. 이 제품군은 다른 부분과는 다르게 수출이 전체에서 차지하는 비중이 20% 정도로 꽤 큰편이다. 최근 러시아로의 마요네즈 수출 성장률이 25%이상으로 고속 성장하였으며, 시장점유율 1위를 유지하는 등 해외에서 품질을 인정받고 있다. 동사는 작년부터 실질적으로 수출부분의 매출증대를 위한 노력을 시작하였지만, 빠른 시간 내에 러시아, 멕시코 등의 시장에서 괄목할만한 성과를 보이고 있다. 이점은 동사가 해외시장 개척을 경영의 화두로 삼고 있다는 점을 고려할 때, 향후 해외시장 개척을 통한 매출액 성장을 기대할 수 있다.

그림 12. 소스류 내수/수출 비중 (단위:백만)      그림 13. 원재료 구성 비율



자료: DART, Research Team 1 Database

독신 및 소가족 인구의 증가로 레토르트는 높은 성장세를 보이고 있다.

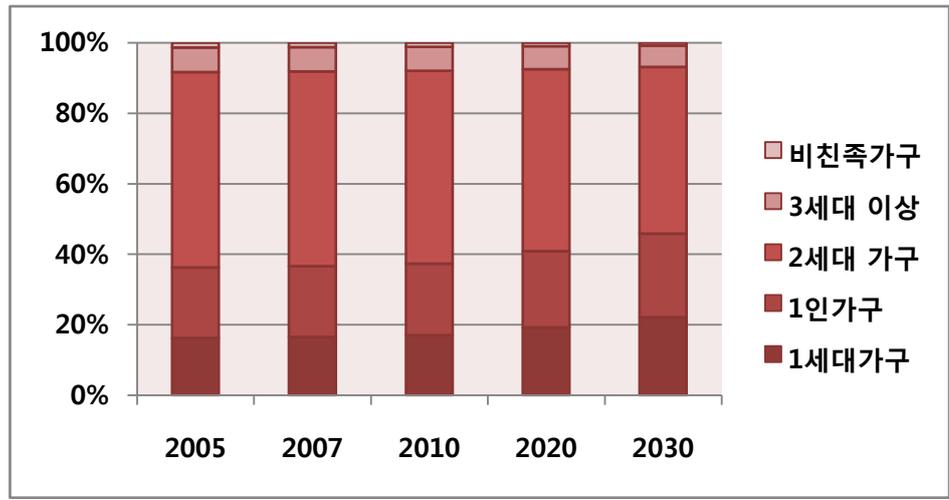
**2) 장기적인 성장이 예상되는 레토르트**

조리 식품은 독신 및 소가족의 증가와 인구 구성 변화와 같은 사회 구조의 변화에 따라 1995년에서 2004년 연간 10.5%의 높은 성장세를 유지하였다. 그리고 향후에도 국내의 조리식품 분야는 높은 성장 잠재력을 지니고 있다. 조리식품분야에서 우리나라보다 신제품 출시가 20년정도를 앞서간다고 판단되는 일본의 경우 1990년에서 2006년까지 조리식품의 지출비중이 8%에서 12%로 늘어났다. 우리나라의 경우는 이 기간 3.7%에서 3%로 낮아졌으며 전반적으로 일본에 비해 훨씬 낮은 비중을 유지하고 있다. 우리나라의 사회 구조적 변화와 소비양상이 앞으로 선진국화된다면 조리식품의 소비는 확대될 것이다.

독신 및 소가족의 증가추세는 편의성을 강조하는 조리식품의 성장에 긍정적으로 영향을 미친다. 일본의 경우는 2005년 이미 1인가구와 1세대가구의 비중이 전체의 50%를 넘어섰다. 우리나라 또한 이들의 비중이 36.5%이며 앞으로 2030년에는

45.8%로 성장할 것으로 예상하고 있다. 이런 사회구조의 변화가 조리식품 시장을 키운다면 이 시장에서 높은 점유율의 제품을 많이 가진 오뚜기에게 긍정적인 영향을 줄 것이다. 이런 사회구조의 변화는 조리식품 시장의 성장을 가속화 시키고 있다. 이 사실은 조리식품 시장에서 높은 점유율의 제품을 많이 가진 오뚜기가 시장 성장의 가장 큰 수혜자가 될 수 있음을 시사하고 있다.

그림 14. 한국의 가구구성 변화



자료: 통계청, Research Team 1 Database

## 4. Risk

### 원재료 비용의 증가

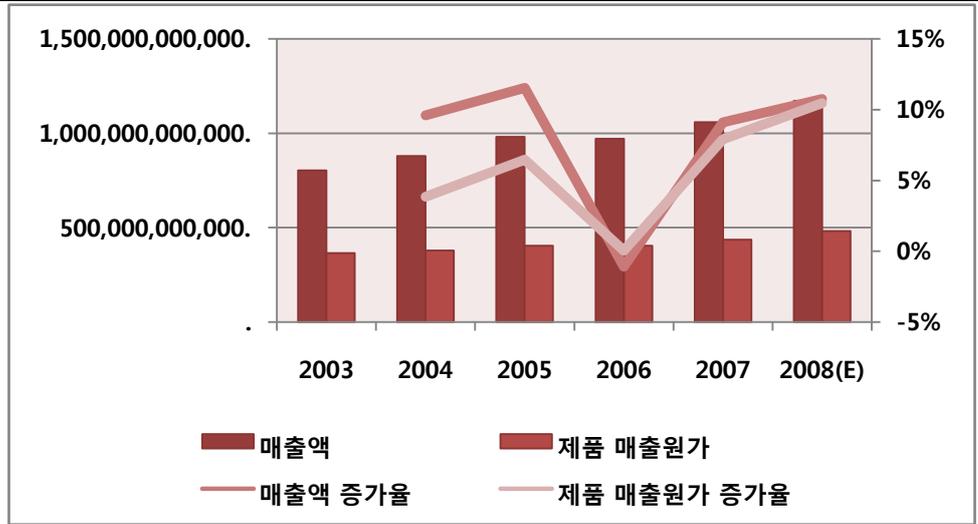
최근의 원재료 상승은 기업에 리스크로 작용할 수 있다. 원재료는 대두정제유, 참치, 참깨, 팜유 등 여러가지가 있는데 08년도의 상품가격의 상승으로 제품 매출원가가 늘어나고 있다. 여기서 살펴볼 것은 이런 원재료의 상승분을 제품가격으로 전가할 수 있느냐이다.

오뚜기는 원재료 비용의 전가를 통해 오히려 이익을 증대시키고 있다.

오뚜기의 원재료 비용은 제품 제조원가의 86%를 차지하고 있다. 당사의 08년도 상반기 매출액 증가율은 22%이고 제품 매출원가의 증가율도 22%이다. 따라서 원재료비의 증가율이 전체에 영향을 주는 것은 18.9%라고 할 수 있다. 매출액의 증가율이 원재료의 증가율보다 더 높다는 것은 오뚜기 자체가 가격 전가를 잘 하고 있는 부분이라고 해석할 수 있다. 그리고 원재료 증가에 따라 가격을 상승시킨 분이 더 크다면 이를 통한 수익성 개선까지 기대할 수 있을 것이다. 이것이 가능한 것은 시장 독점을 하고 있는 제품이 많아 높은 시장 지위를 가지고 있기 때문이다.



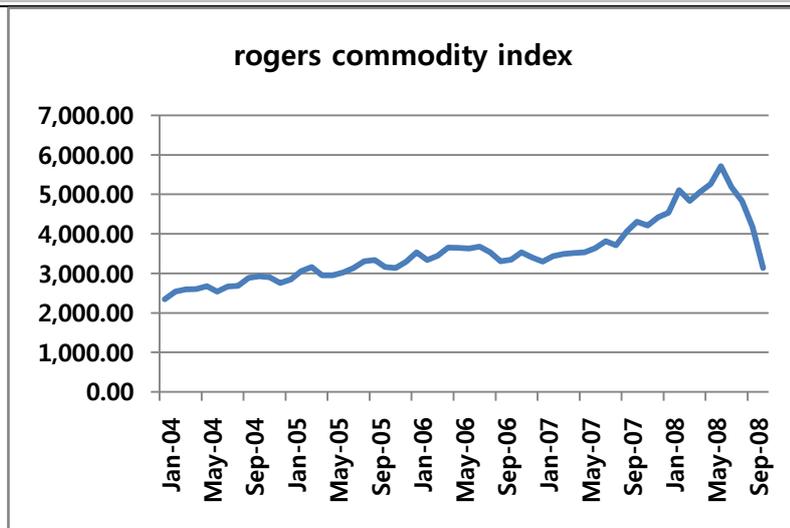
그림 15. 원재료 가격 증가율



자료: DART, Research Team 1 Database

그리고 원재료 가격에 있어 이미 하반기에는 원재료 가격이 매우 떨어져 있어 원재료 상승의 분위기는 이미 많이 꺾여 있는 상태라고 할 수 있다. 전세계 상품 가격의 index로 많이 사용되고 있는 Rogers commodity index를 살펴보면 08년 상반기까지는 급속하게 가격상승이 이루어졌으나 하반기들어 다시 상품가격이 급속하게 떨어짐을 알 수 있다. 이 인덱스 자체에 원유 및 곡물류 등이 포함되어 있어 당사의 원재료에 해당하는 제품의 가격을 반영한다 볼 때, 앞으로 원재료 가격은 하락할 것으로 기대된다.

그림 16. Rogers Commodity Index



자료: Rogers International Commodity Index, Research Team 1 Database

## 4. Other Points

오뚜기의 자회사들은 오뚜기에 의존하며 오뚜기의 매출액 성장과 함께하고 있다.

### 오뚜기에 의존하는 7개의 자회사

오뚜기는 7개 지분법적용대상 자회사, 8개 투자 회사, 6개 해외 계열사를 보유하고 있으며 합산 장부가액은 2008년 2분기 기준 701억원으로, 시가총액의 15.4%에 해당한다. 동사는 오뚜기라면으로부터 면류, 스프/프리믹스, 오뚜기제유로부터 유지류, 후추 등을 상품으로 매입하고 있고, 오뚜기냉동식품(구 삼포식품), 조흥, 풍림 P&P 등 기타 자회사들도 오뚜기와 내부거래가 이루어지고 있다. 이들 자회사들은 매출 중 오뚜기 및 다른 자회사로의 매출액 비중이 80.9%에 달할 정도로 오뚜기에 절대적으로 의존한다. 자회사들의 실적은 전적으로 오뚜기의 매출에 의존하므로 앞서 분석하였듯 오뚜기의 매출이 상승할 경우 자회사들도 동반 수혜를 입을 것으로 예상된다.

그림 17. 2007년 오뚜기 및 자회사들의 내부거래 현황

회사명	매출액	순이익	오뚜기 및 자회사로의 매출액	오뚜기 비중
오뚜기라면	265,083,059	8,502,364	262,652,802	99.08%
오뚜기제유	20,931,946	1,619,346	19,063,547	91.07%
오뚜기물류서비스	51,802,449	2,572,363	39,188,341	75.65%
조흥	66,135,013	-579,346	2,074,886	3.14%
풍림 P&P	30,357,683	1,729,182	24,921,630	82.09%
오뚜기냉동식품	18,920,475	227,669	18,613,125	98.38%
계	453,230,625	14,071,578	366,514,331	80.87%

\* 오뚜기 S&F 는 2008 년 2 분기에 신규 투자한 자회사이므로 관련 자료가 공개되지 않았다.  
\* 풍림 P&P 의 지분 중 오뚜기의 지분은 16.41%에 불과하나, 자회사들의 지분까지 전부 더하면 54.04%이다

자료: KIS, Research Team 1 Database

아파트에 둘러쌓여 있는 평촌공장은 추후 개발될 가능성을 가지고 있다.

### 평촌 공장의 유희화로 매각이 실현될 경우

충북 음성에 대풍공장을 신설 완료하고 생산 설비 이전을 진행 중임에 따라, 안양 평촌공장의 유희화 기대도 높아진 상황이다. 오뚜기의 안양 평촌공장 1.1만 평은 장부가액 452억 원이나 시가는 약 1,700억 원으로 (1,400만 원/평) 매각이나 개발 시 큰 차익이 전망된다. 약 1,150억 원으로 예상되는 매각차익은 현 시가총액의 20%를 상회한다. 평촌공장 매각이나 개발 시 기존 설비는 음성 대풍공장으로 이전하면 되기 때문에 추가적인 설비투자는 없을 예정이다. 현재 대풍공장으로의 설비 이전은 50% 가량 진행된 상태다.



아직 구체적인 매각이나 개발계획은 없지만 공장 주위를 아파트가 둘러싸고 있어 매각이나 개발 가능성은 상당히 높다. 게다가 안양시가 도심 한복판에 있는 공장 밀집지역을 2020년까지 주거단지 위주로 재정비하는 계획을 세우고 있어서 매각이나 개발 시기가 멀지 않은 것으로 판단된다.

안양시의 '2020년 도시기본계획'에 따르면 시는 중·소규모 공장이 들어서 있는 평촌동, 관양동 일대 공업지역 43만㎡를 우선적으로 2011년부터 2015년까지 주거용지로 바꿔 아파트 등을 짓도록 할 계획이다. 특히 시청에 게재된 자료에 “오뚜기 식품 등 중·소규모 공장”이라고 지칭되어 있으므로 매각이 실현될 가능성은 상당히 높은 것으로 판단된다.

**그림 18. 2020년 안양도시기본계획**



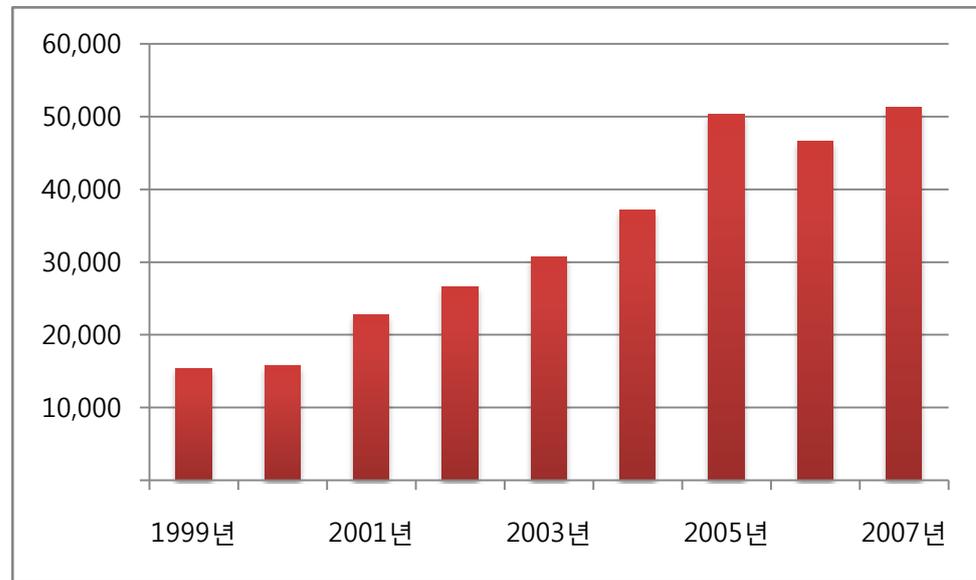
자료: 안양시, Research Team 1 Database

오뚜기는 큰 폭의 수출액 증가율을 보이고 있으며, 향후 성장성이 기대된다.

**꾸준한 그러나 소소한 수출**

대표적인 내수 기업으로 손꼽히는 오뚜기지만, 수출도 꾸준히 하고 있다. 특히 오뚜기 마요네즈의 경우 러시아에서 매년 25% 이상의 고속 성장세를 이어가고 있으며, 봉지면은 멕시코에서 70%의 시장 점유율을 차지하고 있을 정도다. 또한 아메리카 사모아에서는 '뿌셔뿌셔'가 사모아 학생들의 간식으로 큰 인기를 모으고 있다고 한다. 비록 아직 매출액 전체에서 차지하는 비중이 5% 수준에 불과하지만 꾸준히 성장한다면 내수 위주의 매출 포트폴리오에 활력을 불어넣을 수 있을 것으로 전망한다.

그림 19. 수출액 증가 추이 (1999년~2007년) (단위: 백만 원)



자료: DART, Research Team 1 Database

식품 업종 주요 투자지표 비교

2008년 상반기		오뚜기	오리온	CJ제일제당	롯데칠성	롯데제과	농심	동서
손익 (억 원)	매출액	6,298	2,831	16,625	5,803	6,061	8,068	1,376
	영업이익	452	241	1,390	446	507	531	155
	당기순이익	344	338	1,074	401	732	463	521
성장성	매출증가율	22.00%	11.15%	N/A	5.35%	9.47%	4.87%	16.51%
	영업이익 증가율	53.06%	42.56%	N/A	21.59%	-11.83%	-9.29%	14.13%
	순이익 증가율	48.95%	-23.12%	N/A	17.53%	-1.60%	-11.7%	26.81%
수익성	매출원가율	74.16%	61.25%	66.92%	60.25%	60.93%	71.61%	83.50%
	판관비율	18.64%	30.20%	24.72%	32.04%	30.69%	21.79%	5.16%
	영업이익률	5.79%	9.35%	6.95%	8.14%	10.01%	4.86%	11.05%
	순이익률	4.24%	7.22%	6.36%	7.30%	12.35%	3.84%	33.79%
안정성	유동비율	120.2%	66.71%	63.67%	200.51%	216.80%	113.7%	781.0%
	당좌비율	78.25%	51.32%	32.87%	161.80%	173.82%	93.73%	726.6%
	부채비율	69.92%	109.2%	210.08%	31.35%	33.15%	57.87%	16.81%
배당	배당수익률	1.10%	1.32%	N/A	0.37%	0.27%	1.94%	3.35%
상대 지표	PER	8.15	13.20	15.60	12.37	14.48	12.04	8.03
	PBR	1.35	2.02	2.53	0.64	0.93	1.19	1.37

## 5. Valuation

### 절대적 평가방법

대표적인 내수주이며 매우 안정적인 경기방어주이기 때문에 오투기의 가치평가방법은 절대적 평가방법, 그 중에서도 FCFF를 사용하였다. 상대적 평가방법도 동시에 사용하여 절대적 평가방법을 통해 산출된 기업가치의 적정성을 확인하려고 하였으나, 식품 업계에서 특별한 비교가능대상이 없으므로 밸류에이션에서 제외하였다. 대신 주가와 EPS의 역사적 상관관계를 통해 기업의 내재 가치 변화가 실제 주가에 반영되었는지 확인하였다. 참고로, 5. Other Points에 언급한 공장부지이전은 아직 실현 계획이 없으므로 밸류에이션에 미반영하였음을 밝힌다.

FCFF를 위하여 세 가지 시나리오를 상정하였다. 세 시나리오 공히 1년일별베타 0.82965, 3년 국고채 수익률 5.16%, 한국시장프리미엄 7.31%, 한계조달금리는 AA 등급 무보증 3년 회사채 수익률인 8.56%를 사용하였다.

1. 시나리오 1: 가장 보수적인 시나리오이다. 지금까지 발표된 2008년 3기까지의 매출액에 4분기의 매출액 성장률을 0%로 가정하여, 2008년의 매출액은 2008년 3기까지의 매출액에 2007년 4분기의 매출액을 그대로 더하여 계산하였다.

2009년부터 2012년까지의 매출액 성장률은 0%로 추산하고, 영업이익률, 매출액 대비 유,무형자산상각비, 영업용운전자본, 순유형고정자산, 순무형고정자산, 기타영업용순자산 비율 역시 모두 2007년의 수치가 그대로 유지될 것이며 영구 성장률 0%로 가정하였다. 오투기의 내재 가치 증가가 영업이익률 상승에 있다는 것을 감안할 때, 시나리오 1의 가정은 매우 보수적인 수준이라고 생각한다. 시나리오 1에 따라 도출된 목표주가는 171,200원으로 2008년 11월 19일 종가인 144,500원 대비 18%의 수익률을 기대할 수 있는 것으로 계산되었다.

2. 시나리오 2: 지금까지 발표된 2008년 3기까지의 매출액에 4분기의 매출액 성장률을 10%로 가정하여, 2008년의 매출액은 2008년 3기까지의 매출액에 2007년 4분기 매출액의 1.1배를 더하여 계산하였다. 2008년 3기까지의 전년 동기 대비 매출액 성장률이 22%라는 측면을 감안할 때, 역시 보수적인 접근이라고 할 수 있다.

주력 제품군의 매출액 성장률은 2009년 이후 4%로 유지되며, 비주력제품군과 수출의 매출액 성장률은 모두 2%로 추산하였다. 영업이익률, 매출액 대비 유,무형자산상각비, 영업용운전자본, 순유형고정자산, 순무형고정자산, 기타영업용순자산 비율, 영구성장률은 시나리오 1과 동일하다. 시나리오 2에 따라 도출된 목표주가는 186,000원으로 2008년 11월 19일 종가인 144,500원 대비 29%의 수익률을 기대할



수 있는 것으로 계산되었다.

3. 시나리오 3: Research Team 1이 가장 현실적일 것으로 예상하는 시나리오이다. 지금까지 발표된 2008년 3기까지의 매출액에 4분기의 매출액 성장률을 15%로 가정하여, 2008년의 매출액은 2008년 3기까지의 매출액에 2007년 4분기 매출액의 1.15배를 더하여 계산하였다.

주력 제품군과 비주력 제품군의 매출액 성장률은 2009년 이후 4%, 수출의 매출액 성장률은 2%가 유지될 것이라고 가정하였다. 다만 2008년 상반기 오투기의 실적이 수직상승할 수 있었던 밑바탕인 영업이익률 상승과 상각비용, 자산 등 일부 비율 변화를 반영하였고, 영구성장률 역시 현실적인 수치인 2%를 사용하였다.

매출액대비비율	2007	적용	2008 3기
영업이익률	5.54%	6.05%	6.73%
유·무형자산상각비	1.84%	1.64%	1.36%
영업용운전자본	-3.63%	-2.11%	-0.08%
순유형고정자산	22.86%	24.38%	26.42%
순무형고정자산	0.20%	0.22%	0.25%
기타영업용순자산	-1.27%	-1.46%	-1.71%

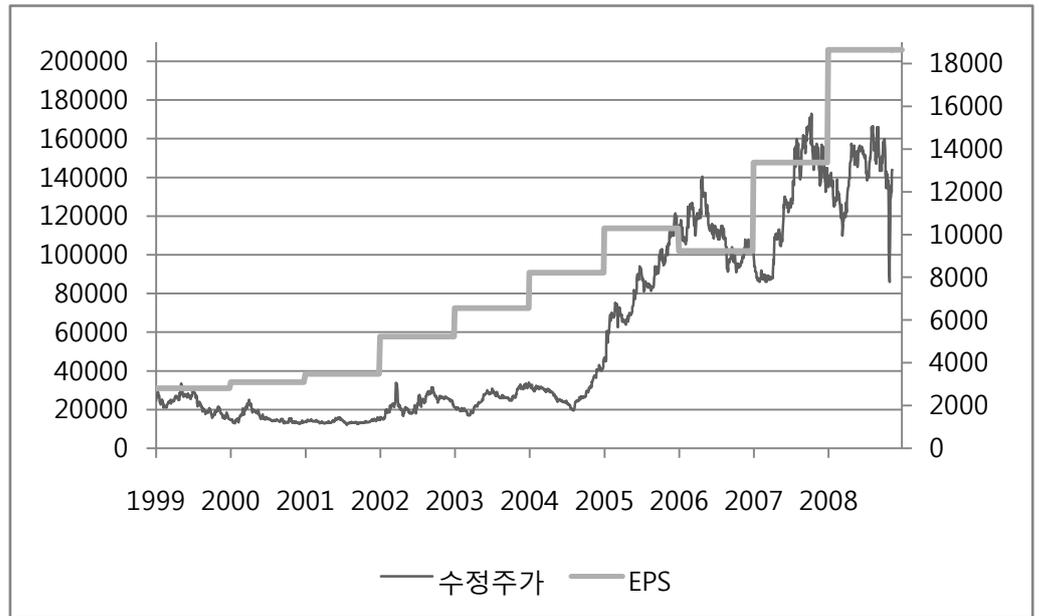
2008년 3기 오투기의 영업이익은 전년동기대비 26.2%나 증가하였고, 그 동안의 역사적인 3기 영업이익률 중 가장 높은 6.73%를 기록하였다. 보고서에서 설명하였듯 주력 제품군에서의 압도적인 시장점유율과 꾸준한 원가절감노력에 의한 개선이었다. 하지만, 보수적 입장을 견지하기 위하여 FCFF에는 2007년의 비율과 2008년 3기의 비율을 기간에 따라 4:3으로 가중평균하여 반영하였다.



	2007	2008	2009	2010	2011	2012
예상매출액	1,058,467,793	1,274,874,645	1,324,425,993	1,375,930,523	1,415,708,637	1,456,772,693
내수	1,007,251,311	1,202,692,776	1,250,800,487	1,300,832,507	1,339,108,660	1,378,640,717
주력제품군	500,655,266	566,730,008	589,399,209	612,975,177	637,494,184	662,993,952
성장률		13.2%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
비주력제품군	506,596,045	635,962,768	661,401,278	687,857,329	701,614,476	715,646,766
성장률		25.5%	4.0%	4.0%	2.0%	2.0%
수출	51,216,482	72,181,869	73,625,506	75,098,016	76,599,976	78,131,976
성장률		2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
총계	1,058,467,793	1,274,874,645	1,324,425,993	1,375,930,523	1,415,708,637	1,456,772,693
성장률		20.4%	3.9%	3.9%	2.9%	2.9%
예상EBIT	58,667,395	77,126,510	80,124,234	83,240,120	85,646,590	88,130,856
NOPLAT	42,533,818	55,916,720	59,852,803	64,927,294	66,804,340	68,742,067
(+)유, 무형자산 상각비	19,457,823	20,844,903	21,655,095	22,497,223	23,147,617	23,819,037
총현금유입	61,991,641	76,761,623	81,507,898	87,424,516	89,951,957	92,561,104
영업용운전자본	-38,474,383	-26,927,394	-27,973,997	-29,061,855	-29,902,033	-30,769,372
순유형고정자산	241,997,950	310,842,595	322,924,309	335,482,250	345,181,033	355,193,357
기타 영업용 순자산	-13,417,286	-18,602,591	-19,325,629	-20,077,168	-20,657,598	-21,256,793
IC	190,046,281	265,312,611	275,624,682	286,343,227	294,621,402	303,167,193
예상ROIC(평균)	22.8%	24.6%	22.1%	23.1%	23.0%	23.0%
예상ROIC(기초)	23.1%	29.4%	22.6%	23.6%	23.3%	23.3%
IC증가액		75,266,330	10,312,071	10,718,545	8,278,175	8,545,791
(+)유, 무형자산 상각비		20,844,903	21,655,095	22,497,223	23,147,617	23,819,037
총투자액		96,111,234	31,967,166	33,215,768	31,425,792	32,364,827
예상 FCFF		-19,349,611	49,540,732	54,208,749	58,526,165	60,196,277
할인기간		0.13	1.13	2.13	3.13	4.13
현재가치		-19,098,119	44,038,007	43,399,177	42,199,671	39,090,885
WACC	11.03%					
영구성장률	2.00%					
예상 ROIC(2단계)	23.00%					
FCFF추정(2단계)	62,764,181					
Terminal Value	694,811,457					
현재가치의 합	149,629,621					
PV of TV	451,203,895					
현금 + 시장성유가증권	59,799,898					
비영업용자산	71,337,761					
Value of the Firm	731,911,174					
(-)Value of the Debt	22,085,028					
전환사채	0					
신주인수권부사채 및 S/O 등	0					
우선주 현재주가	0					
우선주 발행주식수	0					
(-) Value of the preferred stocks	0					
Value of the Equity	709,826,146					
발행주식수	3,432,634					
희석주식수						
목표주가	₩ 206,788					
현재주가	₩ 144,500					
기대수익률	43%					

시나리오 3에 따라 도출된 목표주가는 206,700원으로 2008년 11월 19일 종가인 144,500원 대비 43%의 수익률을 기대할 수 있는 것으로 계산되었다.

Research Team 1은 시나리오 3의 목표주가인 206,700원을 오뚜기의 목표주가로 제시하며, 주가와 EPS의 역사적 상관관계를 통해 이러한 기업의 내재 가치 변화가 실제 주가에 반영되었음을 증명하였다. 2008년 예상 EPS는 앞선 시나리오 3에 의해 도출된 EPS인 17,613원을 사용하였다.



다음은 안양 평촌공장 매각시 추가로 반영될 수 있는 주당가치를 나타낸 표이다. 현재 공시지가로 계산할 경우 추가로 주당 3,260원, 시가로 계산할 경우 주당 24,381원의 가치가 더해질 것으로 예상된다. 그러나 이 부분은 실현 가능성이 높지만 아직 구체적인 계획이 수립되지 않은 상황이므로 밸류에이션에 반영하지는 않았다.

면적 (㎡)	장부가액 (백만원)	공시지가 (㎡/백만원)	시가 (㎡/백만원)	보통주 주식수
36,364	55,476	1.95	4.70	3,432,634
공시지가기준 (백만원)	매각차익 (백만원)	세금 (백만원)	세후매각차익 (백만원)	주당가치 (원)
70,910	15,434	4,244	11,190	3,260
시가기준 (백만원)	매각차익 (백만원)	세금 (백만원)	세후매각차익 (백만원)	주당가치 (원)
170,911	115,435	31,745	83,690	24,381

따라서, 본 Research Team 1은 안정적인 내수주이자 대표적인 경기방어주이면서 끊임없는 자구노력과 독점적 시장지배력을 바탕으로 내재 가치를 상승시키고 있는 오뚜기에 대하여 BUY 의견을 제시하는 바이다.