

윙입푸드

IPO 예정: 우리는 몰랐던 중국 식탁의 필수품

[필수소비재]

김혜미 Equity Analyst

hmkim@barofn.com

+822-6099-8664

Not Rated

Target Price

-

현재주가

-

목표수익률

-

Key Data	2018년 11월 09일
산업분류	생활용품
KOSDAQ	687.29

주요주주	(%)
최대주주 및 특수관계인	59.9
기타주주	13.8
주간사(유진투자증권)	1.3
공모주	25.1

중국 광둥성 베이스의 육가공 업체

- 1886년 중국 광둥성 지역에서 가내수공업 형태로 중국 전통 소시지를 제조, 판매한 이래 4대에 걸쳐 계승되고 있는 육가공 업체, 올해 11월 30일 코스닥 시장 상장 예정
- 동사의 주요 제품인 중국 전통 소시지 '라창'은 돼지고기를 기본 원재료로 첨가물을 더해 건조시켜 제조하며, 특히 중국 남부 지역의 가정과 식당에서 보편적으로 널리 쓰이는 일상 식재료
- 동사의 매출은 2017년 기준으로 821억원 수준이며, 광저우 내 동종 업계 중 4위 점유율(20%) 확보

투자 포인트 : ① 신제품 고성장, ② 유통 채널 확대, ③ CAPA 증설

- ① 즉석 살라미 고성장: 기존의 중국 전통 소시지가 가열 및 조리 과정을 통해 취식할 수 있는데 비해, 동사가 2016년 런칭한 신제품 즉석 살라미는 즉시 섭취가 가능해 인기를 얻으며 매출 성장의 주요 인자로 안착, 가장 GPM 높은 품목으로 수익성 개선에도 기여
- ② 유통 채널 확대: 2018년 상반기 기준으로 동사 매출의 82.5%가 대리상 채널로부터 창출. 압도적인 단일 채널 의존도 및 지역 편중을 해소하기 위해 대형마트 및 온라인 채널을 적극 확대하고 있으며, 공모 이후 마련된 자금으로 직영점까지 넓힐 계획
- ③ 생산능력 확대: 공모 금액 중 가장 큰 비중(41%)이 투입될 것으로 예상되는 부문으로, 현재 14,100톤의 연간 생산량을 2019년 말까지 21,750톤까지 확대해 외형 성장의 발판 마련할 것

IPO 관련 내용

- 2018년 예상 매출액 950억원(+15.8% YoY), 영업이익 276억원(+17.4% YoY) 전망. 신제품 런칭한 2016년 고성장 이후 최근 2년간 성장률 둔화되었으나, 상장 이후 적극적 매출 다변화 성공 시 확대 가능
- 공모가 2,000원-3,000원 가정 시, 예상 시가총액은 814억원-1,221억원으로 2018F 당사 예상치 기준 PER 4.8배-7.1배 수준
- 한국, 중국, 미국 등 자국 육가공 업체들의 밸류에이션과 비교하면 낮은 수준이나 규모에 차이가 존재하고, 국내 상장된 타 업종 중국 업체들의 시장 평가 고려 시 공모가 상단은 다소 부담스러움

Financial and Valuation Summary

Fiscal Year	2015	2016	2017	1H18
매출액 (백만원)	51,611	71,252	82,064	47,271
매출원가 (백만원)	34,257	46,678	49,368	27,144
GPM (%)	33.6	34.5	39.8	42.6
판매비 (백만원)	4,414	6,751	9,236	4,512
영업이익 (백만원)	12,940	17,823	23,460	15,615
OPM (%)	25.1	25.0	28.6	33.0
순이익 (백만원)	9,570	13,457	16,389	10,114
NPM (%)	18.5	18.9	20.0	21.4
P/E (x)	N/A	N/A	N/A	N/A
P/B (x)	N/A	N/A	N/A	N/A
ROE (%)	N/A	N/A	N/A	N/A

Source: 윙입푸드, Baro Research Center

1. 회사 개요

윙입푸드는 코스닥 상장을 위해 홍콩에 설립된 지주회사로, 실질 사업회사 광동영업식품유한공사를 100% 소유하고 있다. 주 사업은 돼지고기 및 가금류를 건조, 훈연, 염장, 조리 및 기타 방법으로 가공·처리하는 육가공업이다. 현재 생산품목은 중국식 살라미(중국 전통 소시지, 납장)와 중국식 베이컨(납육), 간편식품(즉석 소시지) 등이 있다. 한편, 광동영업식품은 현재 광동성 중심의 지역 커버리지를 중국 서부지역으로 확장하고자 휘얼귀스영업을 자회사(지분을 100%)로 설립, 보유하고 있다.

윙입푸드는 1886년 가내수공업의 업태로 중국 전통 소시지를 판매하기 시작해 현재 4대째 계승되고 있는 유서깊은 업체이다. 주력 제품인 전통 소시지(납장) 및 납육은 그 맛과 특색으로 인하여 매출의 대부분이 화남, 화동지역에 집중되어 있으나, 전통 소시지 자체가 중국 전역에서 익숙한 식재료임이 분명한데다 2016년 3월 출시한 신제품이 호조를 보이며 동사의 실적은 지속 성장하고 있다. 2017년 기준 매출액 821억원, 영업이익 235억원을 기록하였으며, 2018년 상반기 누적으로 매출액 473억원, 영업이익 156억원을 기록하였다.

동사는 11월 말 코스닥 시장에 상장할 예정이며, 공모가 2,000원-3,000원을 고려한 시가총액은 814억원-1,221억원이 될 전망이다. 신주 발행된 공모주는 전체 주식의 25.1%로, 최대주주 지분 등 총 주식의 74.9%는 1년 이상 보호예수 될 계획이다.

Exhibit 1. 윙입푸드 주요 연혁

회사명	영업식품 홀딩스 그룹 유한공사
대표이사	왕현도
설립연도	윙입푸드(지주회사) 2015년 광동영업식품유한공사(사업회사) 2010년 휘얼귀스영업유한공사(손자회사) 2017년
자본금	63.8억원 (2017년 연결기준)
매출액	820.6억원 (2017년 연결기준)
임직원수	336명
주요 생산품목	중국식 살라미, 베이컨 중국식 즉석살라미

Source: 윙입푸드, Baro Research Center

Exhibit 2. 상장 일정

액면가	무액면(홍콩법인)
공모주식 수	10,200,000주
공모가	2,000-3,000원
공모 예정 금액	204-306억원
예상 시가총액	814-1,221억원
수요예측일	2018년 11월 14일-15일
청약일	2018년 11월 21일-22일
납입기일	2018년 11월 26일
상장예정일	2018년 11월 30일
대표주관회사	유진투자증권

Source: 윙입푸드, Baro Research Center

Exhibit 3. 공모 후 주주 구성

구분	주식 수(주)	지분율(%)
최대주주 및 특수관계인	24,398,594	59.9
상장주선인	510,000	1.3
기타주주	5,601,406	13.8
공모주주	10,200,000	25.1
합계	40,710,000	100.0

Source: 윙입푸드, Baro Research Center

Exhibit 4. 보호예수 현황

보호예수기간	구분	주식수(주)	비중(%)
3년	최대주주 및 대표이사	20,803,012	51.1
	특수관계인 및 기타주주	7,912,851	19.4
1년 6개월	기타주주	1,284,137	3.2
	상장주선인	510,000	1.2
보호예수주식 합계		30,510,000	74.9
유통가능주식		10,200,000	25.1
합계		40,710,000	100.0

Source: 윙입푸드, Baro Research Center

2. 중국에서 익숙한 식자재, 라창(臘腸; 중국식 소시지)

중국의 육가공 시장은 과거 5년간(2011-2016) 연평균 6.6%의 성장을 지속해 온 가운데, 2020년까지 연평균 5.8%의 성장률을 유지할 것으로 전망된다. 타 국과 비교해 중국은 현재 소득대비 1인당 육류 소비량이 낮은 수준이라고 볼 수는 없다. 그러나, 앞으로도 전체 시장 규모의 지속 성장을 전망하는 근거로 소득의 증가, 식문화의 서양화, 도시화를 확대 등을 제시할 수 있다. 한편, 각국별 1인당 육류 소비를 축종별로 나눠볼 때, 중국은 기본적으로 돼지고기의 비중이 62.8%로 압도적인 수준이다.

이러한 배경으로, 중국에서는 전통 소시지라는 식재료가 한국과 달리 익숙하게 자리잡고 있다. 특히, ‘라창(臘腸)’ 이라고 부르는 육가공품은 원재료인 돼지고기와 갖은 양념 및 술 등 첨가물을 혼합해 바람으로 건조시켜 만드는데, 주로 밥과 함께 찌거나, 볶음밥에 사용하는 등 보편적인 가정과 식당에서 일상적으로 접할 수 있는 식자재이며, 주로 중국 남부 지역에서 즐긴다.

윙입푸드는 광저우 지역에서 100년 이상의 전통을 이어 중국식 소시지와 베이컨 등을 생산하고 있으며, 광저우 내 동중업체에서 4위 점유율을 확보한 업체이다. 2017년 기준으로 상위 4개 업체의 매출 규모는 4천억원 남짓해 크지는 않지만, 동사는 2016년 개발한 신제품 즉석 살라미의 성공으로 최근 3년(2014-2017) CAGR 26.1%의 경쟁사대비 우월한 매출 성장세를 시현하고 있다.

Exhibit 5. 중국식 소시지, 라창



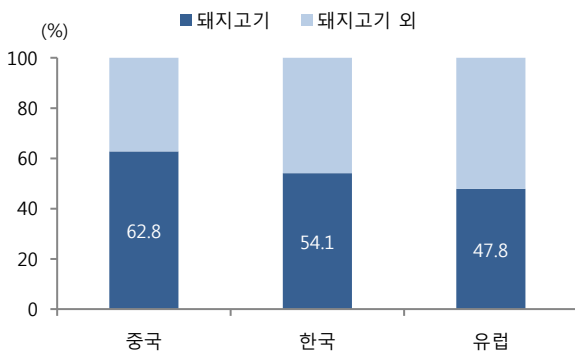
Source: Google, Baro Research Center

Exhibit 6. 라창을 활용한 요리 예시



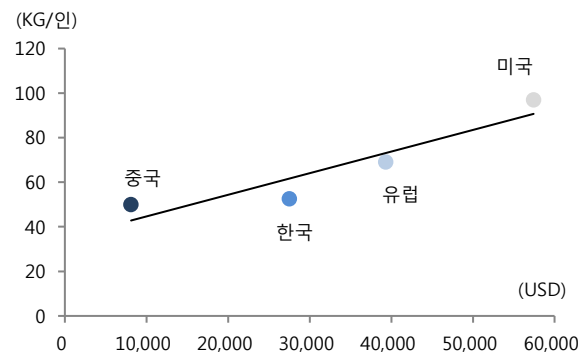
Source: Google, Baro Research Center

Exhibit 7. 주요국 연간 1인당 육류 소비 구성비



Source: OECD, IMF, Baro Research Center

Exhibit 8. GDP 대비 1인당 육류 소비량



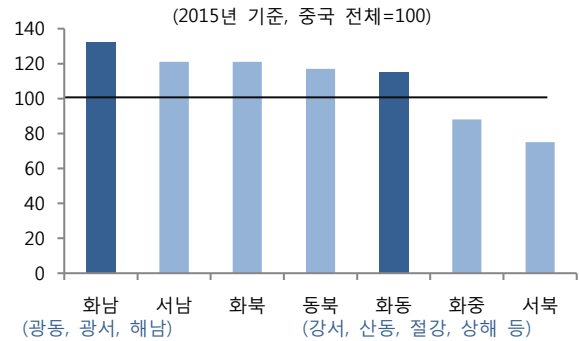
Source: OECD, IMF, Baro Research Center

Exhibit 9. 중국 지역별 GDP

(억 위안)	지역	2015 년	2017 년	2 개년 성장률
1	광둥성	72,813	89,879	23.4%
2	강소성	70,116	85,901	22.5%
3	산둥성	63,002	72,678	15.4%
4	절강성	42,886	51,768	20.7%
5	하남성	37,002	44,988	21.6%

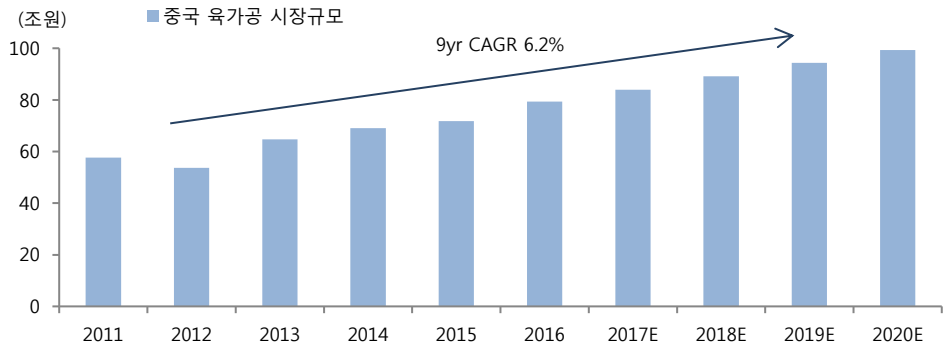
Source: 중국 국가통계국, Baro Research Center

Exhibit 10. 중국 지역별 1인당 육가공 소비액



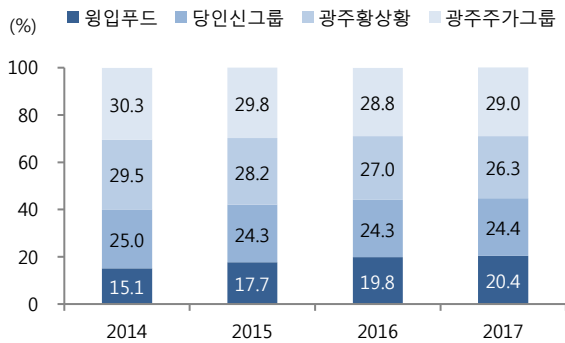
Source: 종연보화, Baro Research Center

Exhibit 11. 중국 육가공 시장규모 전망



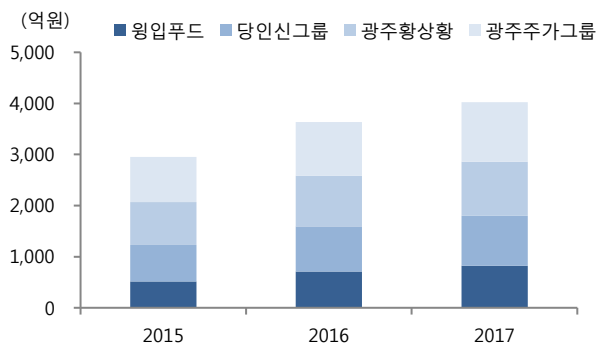
Source: 종연보화, Baro Research Center

Exhibit 12. 광저우의 중국식 살라미 Big 4 업체 점유율



Source: 각 사, 왕입푸드, Baro Research Center

Exhibit 13. 광저우의 중국식 살라미 Big 4 업체 매출액



Source: 각 사, 왕입푸드, Baro Research Center

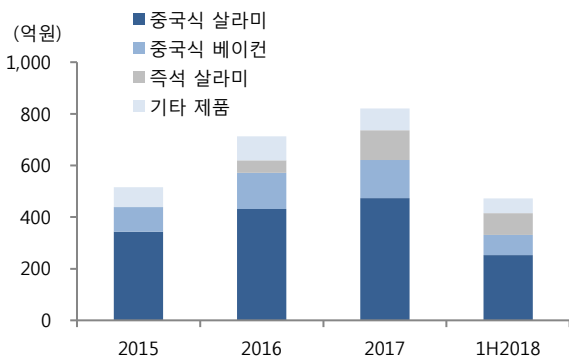
3. 왕입푸드 투자포인트

1) 신제품 히트에 따른 성장동력 확보: 앞서 언급한 바와 같이, 왕입푸드는 기존의 전통 품목 생산에서 신제품 추가 출시로 성장을 견인하고 있다. 중국의 전통 소시지와 베이컨은 대체로 가열 및 조리를 거쳐 취식하게 되는 것이 일반적인데 비해, 신제품으로 런칭한 즉석 살라미의 경우 이러한 과정없이 바로 취식이 가능하다는 간편성의 장점이 있다. 이는 기존의 타겟 고객인 30대 이상의 소비자 외에도 젊은 소비자층의 수요를 증가시켰을 뿐 아니라 중국 각 지역의 기호를 고려하여 5 가지 맛을 출시함에 따라 판매망을 확장 시켰다.

동사는 즉석 살라미를 출시한 2016 년에 관련 매출 49 억원을 기록하였으며, 2017 년에는 147 억원, 2018 년 상반기에는 85 억원의 매출을 달성해 고성장세를 지속하고 있다. 이밖에도 즉석 살라미는 수익성이 높아 이에 대한 매출 확대가 마진 개선으로 이어질 수 있다. 500g 동량용 기준으로 중국식 소시지는 20.7 위안, 중국식 베이컨은 32.5 위안, 즉석 살라미는 41.5 위안이며, 즉석 살라미의 GPM 은 기존 제품대비 5-10%p 정도 높은 것으로 파악된다.

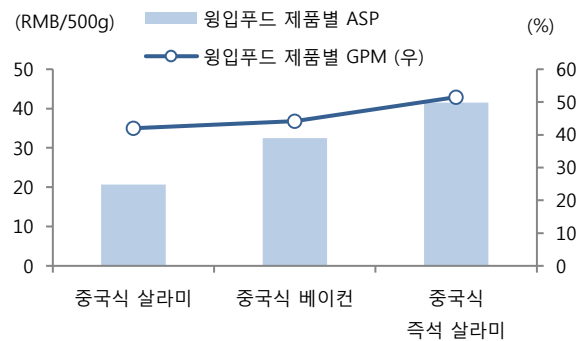
아직까지 경쟁사들은 즉석 살라미를 라인업으로 보유하고 있지 않다고 하지만, 언제든지 진출할 수 있는 가능성은 충분히 존재한다. 다만, 동사의 적극적인 제품 라인업 확대와 이를 통한 시장 선점으로 이에 대처할 것으로 예상된다.

Exhibit 14. 왕입푸드의 품목별 매출액 추이



Source: 왕입푸드, Baro Research Center

Exhibit 15. 왕입푸드의 품목별 GPM



Source: 왕입푸드, Baro Research Center

Exhibit 16. 왕입푸드의 신제품 즉석 살라미



Source: Baro Research Center

2) 인기 채널 입점 및 향후 다변화 계획: wings의 주력 제품인 중국식 전통 소시지 및 베이컨은 그 맛과 풍미 등의 특색으로 인하여 화남, 화동지역에서 대부분의 매출이 발생하고 있다. 따라서 동사는 신제품을 중심으로 지역 편중을 분산시키기 위한 노력을 강구하고 있으며, 이와 함께 유통경로의 다변화도 실시 및 모색 중에 있다.

동사는 2017년 기준 총 96개의 매출처를 보유하고 있으며 총 매출의 79.2%가 대리상을 통하여 발생하였다. 2017년 기준 wings가 거래하고 있는 대리상은 총 72개사로 중국 34개성 중 17개성에 위치하고 있으며 주로 화남, 화동 지역에 밀집되어 있다. 2018년 상반기 기준으로는 대리상 매출 비중이 소폭 증가한 82.5%로 특정 채널 의존도가 심화되어, 동사는 대형마트 및 온라인 등 소비자에게 보다 더욱 근접한 다양한 경로로 유통 채널을 확장시키는 데에 적극적이다.

현재 온라인 채널로는 중국 내 규모있는 유통사인 텐마옴과 징둥 등을 통해 판매가 이뤄지고 있으며, 이번 IPO를 앞두고 wings 본사 및 광저우 지역 유통 채널을 방문한 결과 최근 많은 소비자들로부터 인기를 얻고 있는 매장인 AEON, 허마선생, 가르푸 등에서도 동사 제품을 직접 확인할 수 있었다.

이러한 대형 유통채널 확장은 물론, 동사는 공모 이후 직영점도 공격적으로 확대해 소비자와의 접점을 늘려나갈 계획이다. 또한, 한국 상장사로서 국내 제품을 중국으로 수입해 구색을 다변화하고, 나아가서는 역으로 한국에서 광동식 레스토랑을 오픈해 양국에서의 시너지 창출에 힘을 예정이다.

Exhibit 17. 광저우 시내 AEON 마트 입점



Source: Baro Research Center

Exhibit 18. 광저우 시내 허마선생 매장 입점



Source: Baro Research Center

Exhibit 19. IPO에 따른 유통망 확대 계획

구분	지역	점포 수 (개)	투자금액 (백만원)	투자시기
플래그십 스토어 설립	심천, 광주, 상해, 성도, 충칭	10	2,455	2H2018 ~1H2019
대형마트 내 전문매장 설립	심천, 광주, 상해, 성도, 충칭	20	1,309	
주거단지 내 전문매장 설립	심천, 광주	20	818	
소매점	심천, 광주, 상해, 성도, 충칭	50	1,391	
합계		100	5,973	

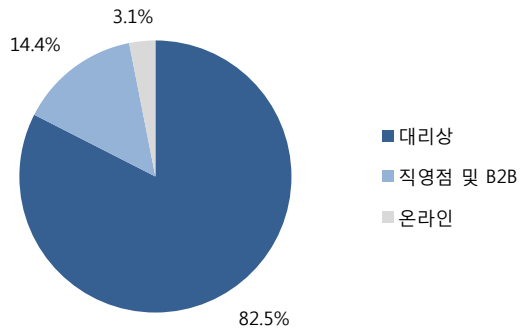
Source: wings, Baro Research Center

Exhibit 20. 직영점 유형 및 지역 상세 계획

직영점 유형	개설도시					합계
	심천(선전)	광주(광저우)	상해(상하이)	성도(청두)	중경(충칭)	
플래그샵 스토어	2	2	2	2	2	10
대형마트 내 전문매장	4	4	4	4	4	20
주민단지 전문매장	10	10	-	-	-	20
소매 전문매장	10	10	10	10	10	50
합계	26	26	16	16	16	100

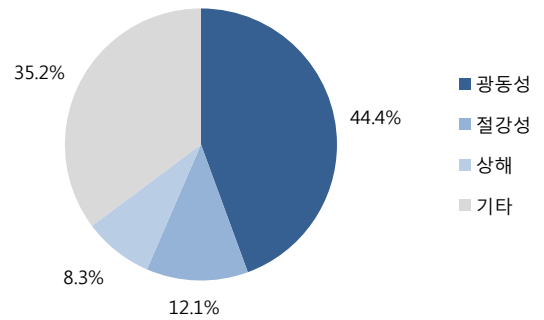
Source: 왕입푸드, Baro Research Center

Exhibit 21. 채널별 매출 비중 (1H2018)



Source: 왕입푸드, Baro Research Center

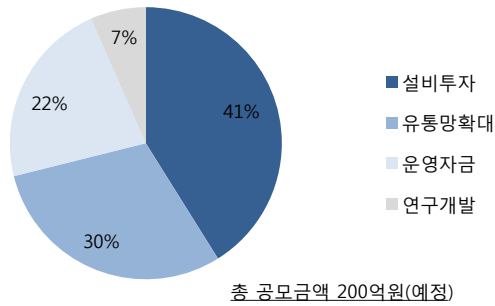
Exhibit 22. 지역별 매출 비중 (1H2018)



Source: 왕입푸드, Baro Research Center

3) Capa 증설을 통한 매출 확대 기대: 이번 공모를 통해 조달한 금액 200 억 중 현재 계획 상 가장 큰 지출이 예상되는 부문은 설비투자이다(41%). 현재 웡입푸드는 중국식 전통 살라미와 베이컨을 생산하는 1 공장과 간편식품인 즉석 살라미를 생산하는 2 공장을 운영하고 있다. 2 공장의 신제품 판매 호조로 2018 년 반기 기준으로 가동률이 70%를 상회하고 있는 상황으로 향후 이에 대한 수요 증가에 따라 2 공장의 생산 능력 확충이 더욱 요구된다. 현재 수량 기준 full capa 는 연간 14,100 톤이며, 2019 년 말 증설 완료 후에는 연간 21,750 톤으로 늘어나게 된다. 다만, 이는 어디까지나 산술적인 가정이므로 동사가 계획하고 있는 판매 전략의 성사 여부와 함께 가동률 수준을 꾸준히 체크할 필요는 있다고 판단한다.

Exhibit 23. 공모금액 사용 계획



Source: 웡입푸드, Baro Research Center

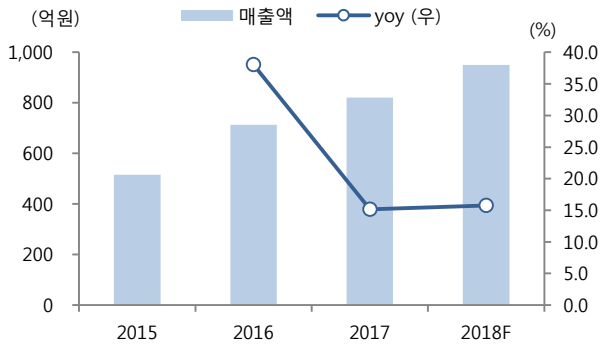
Exhibit 24. 설비투자 계획 상세

구분	투자금액	투자시기	
	(백만원)	2H2018	1H2019
간편식품	5,832	2,080	3,752
전통(살라미, 베이컨)	2,358	2,358	-
합계	8,190	4,438	3,752

Source: 웡입푸드, Baro Research Center

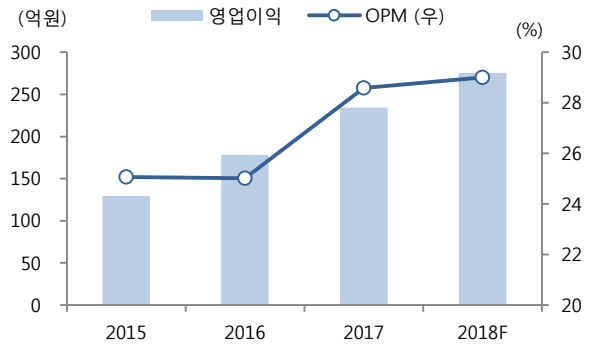
4. 실적전망 및 Valuation 비교

Exhibit 25. 왕입푸드의 매출액 추이 및 전망



Source: 왕입푸드, Baro Research Center

Exhibit 26. 왕입푸드의 영업이익 추이 및 전망



Source: 왕입푸드, Baro Research Center

Exhibit 27. Valuation 비교 표

(mn\$, 배, %)	종목	시가총액	매출액		영업이익		지배주주순이익		PER		PBR		ROE		
			16Y	17Y	16Y	17Y	16Y	17Y	16Y	17Y	16Y	17Y	16Y	17Y	
육가공	중국	쌍후이그룹	11,055.6	7,760.2	7,441.7	821.1	808.5	663.3	639.9	15.7	20.2	4.9	6.0	28.4	30.0
	한국	정다운	49.6	49.8	71.2	2.8	9.8	-0.9	8.7	N/A	7.5	3.6	1.9	-3.8	28.9
		마니커	91.9	198.0	225.2	-3.0	6.1	0.7	-9.6	103.4	N/A	1.2	0.9	1.3	-10.7
		푸드나무	160.7	19.3	30.8	2.9	3.8	2.5	3.5	N/A	N/A	N/A	N/A	75.6	73.1
미국	Hormel Foods	24,001.0	9,523.2	9,167.5	1,325.0	1,280.6	890.1	846.7	23.7	19.4	4.5	3.3	21.1	18.0	
국내상장 중국기업	GRT	119.4	145.7	209.3	43.3	51.8	31.0	42.1	3.5	4.7	1.4	0.8	30.3	20.9	
	크리스탈신소재	78.2	56.0	63.2	27.8	30.3	22.6	25.1	8.1	5.2	1.1	0.7	14.5	13.6	
	오가닉티코스메틱	169.6	138.4	174.8	37.4	53.7	28.7	38.2	6.5	4.0	1.6	0.8	24.6	22.3	

Source: Dataguide, Bloomberg, Baro Research Center

■ Compliance Notice

당사는 자료 작성일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
당사는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 조사분석자료의 애널리스트는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 가지고 있지 않습니다.
본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.