

음식료

새로운 등불을 찾아서
(1Q16 Preview)

2016. 4. 5

키움증권



음식료
Analyst 박상준, CFA
02) 3787-4807
sjpark@kiwoom.com



Summary

>>> 원재료비 절감 효과 선별적

- 1분기 실적 우상향 흐름 지속. 다만, 곡물가격과 환율 레벨 감안시, 원재료비의 강한 하락을 가정하기 어려운 상황.
- 밸류에이션 모멘텀은 COST에서 TOP LINE으로 옮겨갈 가능성이 높기 때문에, 해외 비즈니스에 좀 더 관심 필요
- 다만, 원유공급과잉 완화와 돈육 투입단가 하락으로 유가공과 육가공은 원재료비 절감 효과 나타날 것

>>> 업종 주요 이슈 점검

- 라이신: 판가 추가 하방 제한적. Cyclical Play 유효. 매화 인수 시 산업 內 Consolidation 가능
- 분유 수출: 수출 둔화 일시적. 국내 업체 중국 규제 리스크 제한적.
- 수산업: 미국 조업일 수 축소로 참치 어가 상승세 진입. 중기적으로 미국과 FFA 협상 관심.

>>> Top Picks: CJ제일제당, 매일유업 유지 (업종 의견 Overweight 유지)

- CJ제일제당: 국내 식품 시장 지배력 확대, 바이오 포트폴리오 안정화, 매화 인수 기대감 유효
- 매일유업: 제품 고급화와 원유공급과잉 완화로 수익성 개선 가능, 중국 분유 수출 기대감 유효

Part I | 1Q16 Preview



이익결정변수 Summary

| 변수 | 변수의 방향성 | 주요 소업종별 점검 |
|------|---------|---|
| Q | 부정적 | <ul style="list-style-type: none"> • 출산을 하락, 인구고령화로 내수 정체 지속. 품목별 차별적 성장세 진행 중 • 담배: 내수 출하 회복(YoY +40%이상). 세금인상 이후 흡연을 일시 감소했다가 회복 국면 • 육가공: WHO의 1군 발암물질 지정 이후, 일시적 수요 감소 이후 회복 중 • 간편식/편의식, 건강기능식품, 생수, 커피음료, 기업형 식자재유통은 구조적 성장세 지속 |
| P | 중립적 | <ul style="list-style-type: none"> • 가격인상 보다는 제품 고급화에 주목 • 제품 고급화: 라면, 간편식/편의식, 발효유/치즈 • 가격인상: 라면, 맥주 가능성 있으나, 경쟁환경상 확신을 가지기 어려운 상황 • 참치어가: 미국 조업일 수 축소, FAD 조업 금지구간 진입으로 상승 구간 진입 |
| C | 중립적 | <ul style="list-style-type: none"> • 원재료비 절감 효과 둔화되나, 일부 소업종은 가능 • 곡물가격은 원당 제외하고 안정. 환율은 상승 후 조정되었으나, 실적 개선 모멘텀으로 이어지기 어려움. • 원유공급과잉 완화, 돈육투입단가 안정화로 유가공/육가공은 수익성 개선 가능 |
| 해외 | 긍정적 | <ul style="list-style-type: none"> • 해외 시장 확대에 대한 관심 집중 • 라면(농심): 중국과 미국에서 매출 고성장세. 중국 Tingyi, UPCH는 역성장. • 분유(매일, 남양, 롯데): 분유 수출 둔화는 제품 리뉴얼로 인한 일시적 현상. 온라인 채널 확장과 중국 정부 규제가 관건. • 담배(KT&G): 1분기 수출 Q 증가율 YoY 8% 전망. 원/달러 환율 상승으로 ASP도 상승. • 가공식품(CJ제일제당, 풀무원): CJ제일제당 비비고 만두 중심으로 확장 중. 풀무원은 해외 사업 구조조정 효과에 주목. • 아미노산(CJ제일제당, 대상): CJ제일제당이 매화를 인수할 경우, 구조적인 라이선 업황 회복 기대 |
| 경쟁강도 | 중립적 | <ul style="list-style-type: none"> • 유가공은 완화, 간편식/편의식과 제과는 심화 • 유가공: 원유공급과잉 우려 완화. 지나친 할인 판매 축소 기대. • 간편식/편의식: CJ제일제당 HMR 드라이브, 성장 시장 내 경쟁구도 심화. • 제과: 오리온 국내 매출 회복 주력. 가격인상 대신 제품 무게 증량 중. |

음식료 업종 최근 하락 이유는?

◎ 밸류에이션 부담으로 업종지수 하락

- KOSPI 음식료 업종지수 2/2 고점대비 약 -15% 조정(4/1 종가지수 기준)
- 음식료 주요 15개社 2016년 영업이익 컨센서스는 연초대비 -1.5% 하락(4/1 기준).
- 추가적인 컨센서스 하향 가능성은 상존하지만, 지수 하락을 이끈 주요 원인은 밸류에이션 하락으로 판단.

◎ 밸류에이션 조정 구간 진입하나, 실적은 안정적 우상향 지속

- 실적 안정성과 해외 확장 기대감으로 2011년 이후 음식료 업종 밸류에이션 꾸준한 상승세
- 다만, 단기적인 밸류에이션 오버슈팅으로 음식료 업종지수 조정 중
- 올해 2월부터 유가 상승. 타업종 실적 매력 부각되면서 업종 밸류에이션 하향세
- 원재료비 절감 효과 둔화되지만, 실적 개선 방향성은 여전히 유효한 것으로 판단. 저점 잡기 타이밍 중요.

음식료 업종 지수 추이



자료: Qunatiwise

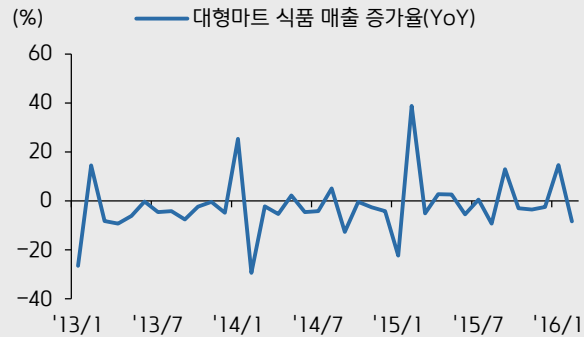
음식료 업종 밸류에이션 추이



자료: 한국은행

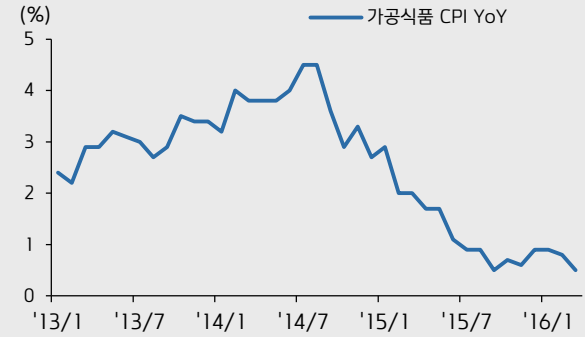
음식료 업종 Key Charts

대형마트 식품 매출 YoY 증가율 추이



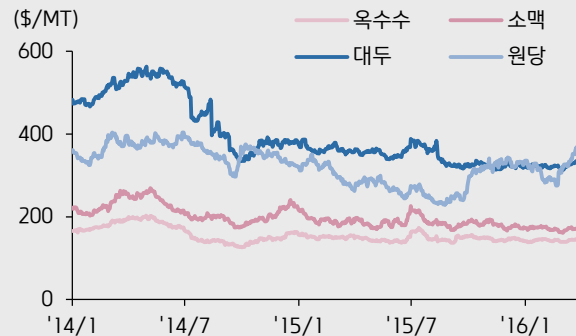
자료: 산업통상자원부

가공식품 CPI YoY 증가율 추이



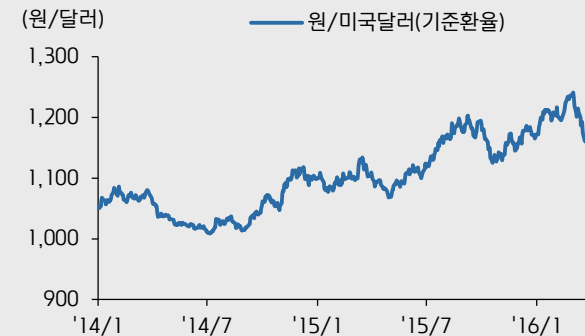
자료: 통계청

국제 곡물가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

원/달러 환율 추이



자료: 한국은행

1Q16 연결기준 실적 Preview (1)

(단위: 억원)

| 회사명 | 구분 | 1Q15 | 2Q15 | 3Q15 | 4Q15 | 1Q16E | YoY | 2Q16E | 2015 | 2016E | 2017E |
|---------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| KT&G | 매출액 | 11,369 | 10,319 | 11,344 | 8,667 | 10,002 | -12.0% | 10,529 | 41,698 | 41,989 | 43,176 |
| | 영업이익 | 4,285 | 3,090 | 3,705 | 2,579 | 2,808 | -34.5% | 3,191 | 13,659 | 12,596 | 12,870 |
| | 영업이익률 | 37.7% | 29.9% | 32.7% | 29.8% | 28.1% | -9.6pt | 30.3% | 32.8% | 30.0% | 29.8% |
| | 순이익 | 3,089 | 2,612 | 3,027 | 1,629 | 2,118 | -31.4% | 2,419 | 10,357 | 9,518 | 9,719 |
| 오리온 | 매출액 | 6,264 | 5,126 | 6,394 | 6,040 | 6,610 | 5.5% | 5,450 | 23,824 | 24,739 | 26,571 |
| | 영업이익 | 1,069 | 474 | 786 | 664 | 1,132 | 5.9% | 591 | 2,993 | 3,619 | 4,162 |
| | 영업이익률 | 17.1% | 9.3% | 12.3% | 11.0% | 17.1% | 0.1pt | 10.8% | 12.6% | 14.6% | 15.7% |
| | 순이익 | 794 | 166 | 376 | 286 | 782 | -1.6% | 390 | 1,622 | 2,470 | 2,873 |
| CJ제일제당 | 매출액 | 31,199 | 31,650 | 33,664 | 32,732 | 34,983 | 12.1% | 35,309 | 129,245 | 144,260 | 156,142 |
| | 영업이익 | 2,254 | 1,918 | 2,225 | 1,118 | 2,222 | -1.4% | 2,073 | 7,514 | 8,977 | 10,631 |
| | 영업이익률 | 7.2% | 6.1% | 6.6% | 3.4% | 6.4% | -0.9pt | 5.9% | 5.8% | 6.2% | 6.8% |
| | 순이익 | 923 | 518 | 308 | 144 | 822 | -10.9% | 752 | 1,893 | 3,363 | 4,316 |
| CJ프레시웨이 | 매출액 | 4,672 | 5,178 | 5,409 | 5,465 | 5,382 | 15.2% | 5,941 | 20,724 | 24,055 | 28,660 |
| | 영업이익 | 33 | 118 | 102 | 60 | 56 | 67.0% | 121 | 315 | 420 | 552 |
| | 영업이익률 | 0.7% | 2.3% | 1.9% | 1.1% | 1.0% | 0.3pt | 2.0% | 1.5% | 1.7% | 1.9% |
| | 순이익 | 10 | 76 | 36 | -13 | 26 | 161.0% | 80 | 109 | 271 | 349 |
| 남양유업 | 매출액 | 2,829 | 3,207 | 3,091 | 3,023 | 2,935 | 3.7% | 3,314 | 12,150 | 12,541 | 12,857 |
| | 영업이익 | 24 | 61 | 50 | 66 | 53 | 122.4% | 100 | 201 | 314 | 355 |
| | 영업이익률 | 0.8% | 1.9% | 1.6% | 2.2% | 1.8% | 1.0pt | 3.0% | 1.7% | 2.5% | 2.8% |
| | 순이익 | 5 | 69 | 30 | 163 | 57 | 980.1% | 95 | 267 | 285 | 318 |

회사명

실적 점검 세부 사항

- KT&G
 - 담배 내수 출하지수 YoY +40% 이상. 기대 이상의 내수 회복으로 하반기 실적 신뢰도 상승.
 - 1분기 수출 Q 증가율 YoY +high single 전망. 원/달러 상승으로 ASP도 상승.
- 오리온
 - 1분기 중국 매출 성장을 전년 동기 high base에도 불구하고, RMB 기준 +7% 성장 전망
 - 2분기부터 매출 성장을 base 낮아짐. 하반기 닥터유/마켓오 신제품 모멘텀 기대.
- CJ제일제당
 - 최근 중국 라이신 Spot Price 하락으로, 1분기 바이오 OP 기대치 하향.
 - 육가공은 발암물질 우려에서 벗어나면서 소비심리 회복. 가공식품 매출 성장률은 기대치 상회 전망.
- CJ프레시웨이
 - 10% 이상의 매출 고성장 지속 전망. GPM 개선을 위한 지속적인 규모 확대 中.
 - 2분기부터 프레스원 확장과 중국 지역에 대한 투자 부담이 관건
- 남양유업
 - 유가공 업체 최악 국면 탈피, 15년 전사 턴어라운드 성공으로 영업 정상화
 - 원가율 개선 가능성 높으나, 커피믹스 사업의 방향성은 여전히 불확실

1Q16 연결기준 실적 Preview (2)

(단위: 억원)

| 회사명 | 구분 | 1Q15 | 2Q15 | 3Q15 | 4Q15 | 1Q16E | YoY | 2Q16E | 2015 | 2016E | 2017E |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|--------|--------|--------|
| 농심 | 매출액 | 5,399 | 5,295 | 5,460 | 5,662 | 5,808 | 7.6% | 5,598 | 21,816 | 23,138 | 24,204 |
| | 영업이익 | 277 | 242 | 375 | 289 | 323 | 16.6% | 248 | 1,183 | 1,345 | 1,530 |
| | 영업이익률 | 5.1% | 4.6% | 6.9% | 5.1% | 5.6% | 0.4%pt | 4.4% | 5.4% | 5.8% | 6.3% |
| | 순이익 | 234 | 364 | 291 | 284 | 298 | 27.2% | 237 | 1,173 | 1,144 | 1,288 |
| 대상 | 매출액 | 6,399 | 6,468 | 6,973 | 6,509 | 6,849 | 7.0% | 6,966 | 26,350 | 28,432 | 30,192 |
| | 영업이익 | 338 | 242 | 436 | 82 | 324 | -4.1% | 268 | 1,099 | 1,279 | 1,483 |
| | 영업이익률 | 5.3% | 3.7% | 6.3% | 1.3% | 4.7% | -0.5%pt | 3.8% | 4.2% | 4.5% | 4.9% |
| | 순이익 | 200 | 117 | 240 | 26 | 217 | 8.5% | 172 | 583 | 851 | 1,023 |
| 동원산업 | 매출액 | 3,358 | 3,414 | 3,618 | 3,208 | 3,679 | 9.6% | 3,740 | 13,597 | 14,455 | 14,765 |
| | 영업이익 | 41 | 147 | 306 | 80 | 156 | 285.0% | 323 | 573 | 1,036 | 1,116 |
| | 영업이익률 | 1.2% | 4.3% | 8.4% | 2.5% | 4.3% | 3.0%pt | 8.6% | 4.2% | 7.2% | 7.6% |
| | 순이익 | -60 | 60 | 169 | -52 | 21 | 흑전 | 146 | 116 | 638 | 706 |
| 롯데제과 | 매출액 | 5,480 | 5,605 | 5,945 | 5,550 | 5,441 | -0.7% | 5,552 | 22,579 | 22,536 | 23,044 |
| | 영업이익 | 283 | 360 | 550 | 252 | 340 | 20.0% | 415 | 1,445 | 1,550 | 1,627 |
| | 영업이익률 | 5.2% | 6.4% | 9.2% | 4.5% | 6.2% | 1.1%pt | 7.5% | 6.4% | 6.9% | 7.1% |
| | 순이익 | 333 | 271 | 220 | -72 | 285 | -14.5% | 239 | 752 | 972 | 1,034 |
| 롯데칠성 | 매출액 | 5,187 | 6,209 | 6,455 | 5,141 | 5,414 | 4.4% | 6,506 | 22,992 | 23,891 | 25,275 |
| | 영업이익 | 361 | 492 | 540 | 37 | 400 | 10.8% | 558 | 1,429 | 1,628 | 1,511 |
| | 영업이익률 | 7.0% | 7.9% | 8.4% | 0.7% | 7.4% | 0.4%pt | 8.6% | 6.2% | 6.8% | 6.0% |
| | 순이익 | 220 | 271 | 341 | -218 | 232 | 5.2% | 309 | 615 | 851 | 738 |

회사명

실적 점검 세부 사항

농심

- 프리미엄 라면(짜왕/맛짱뽕)의 분기 매출 400억 내외 예상. ASP 상승 추세 지속(YoY +4~5% 예상).
- 오뚜기 저가 공세 지속되어, 라면 가격 인상 확산 가지기 어려움. 2분기 이후 high base 부담 속에 해외 사업 확장세가 관심.

대상

- 백광산업 라인인 사업 양수로 인한 실적 불확실성 지속. 당분간 수익성 확인 구간으로 전망세 예상.
- 베스트코 적자 축소 가능성 높으나, 주력 제품(장류/조미료)에 대한 판관비 통제가 관건.

동원산업

- 참치어가 최근 반등세. 1Q Skipjack 평가는 달러기준 YoY +14% 전망.
- 어가 회복으로 수익성 개선 가능. 구조적 성장 모멘텀은 약하지만, 어가 반등으로 주가 강세 예상.

롯데제과

- 국내 매출 전년 1Q base 높은 편이고, 제과 업종은 경쟁강도 다소 상승 중.
- 해외 사업은 수익성 낮은 품목을 정리하여 OPM 1%pt 개선이 목표. 카자흐스탄 환율이 심한 약세인 점이 부담.

롯데칠성

- 클라우드 매출 부진이 속제. 수입 맥주의 고성장으로 매출 성장률 기대치 하회.
- 4월 이후 날씨와 클라우드 매출 회복이 관건. 그나마 소주 가격 인상이 실적 지지 요인으로 판단.

1Q16 연결기준 실적 Preview (3)

(단위: 억원)

| 회사명 | 구분 | 1Q15 | 2Q15 | 3Q15 | 4Q15 | 1Q16E | YoY | 2Q16E | 2015 | 2016E | 2017E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|--------|--------|--------|
| 롯데푸드 | 매출액 | 4,048 | 4,432 | 4,696 | 3,887 | 4,249 | 5.0% | 4,664 | 17,062 | 18,064 | 19,041 |
| | 영업이익 | 129 | 247 | 301 | 15 | 164 | 26.8% | 297 | 692 | 900 | 1,029 |
| | 영업이익률 | 3.2% | 5.6% | 6.4% | 0.4% | 3.9% | 0.7%pt | 6.4% | 4.1% | 5.0% | 5.4% |
| | 순이익 | 110 | 181 | 189 | 23 | 143 | 30.6% | 222 | 503 | 690 | 823 |
| 매일유업 | 매출액 | 3,706 | 3,755 | 3,924 | 4,036 | 3,947 | 6.5% | 4,060 | 15,422 | 16,419 | 17,317 |
| | 영업이익 | 40 | 36 | 139 | 149 | 86 | 114.4% | 126 | 364 | 510 | 606 |
| | 영업이익률 | 1.1% | 1.0% | 3.5% | 3.7% | 2.2% | 1.1%pt | 3.1% | 2.4% | 3.1% | 3.5% |
| | 순이익 | 32 | 26 | 108 | 102 | 65 | 105.0% | 97 | 268 | 396 | 475 |
| 오뚜기 | 매출액 | 4,645 | 4,557 | 5,035 | 4,594 | 4,999 | 7.6% | 4,884 | 18,831 | 20,158 | 20,964 |
| | 영업이익 | 389 | 371 | 394 | 180 | 408 | 4.9% | 384 | 1,334 | 1,433 | 1,589 |
| | 영업이익률 | 8.4% | 8.1% | 7.8% | 3.9% | 8.2% | -0.2%pt | 7.9% | 7.1% | 7.1% | 7.6% |
| | 순이익 | 329 | 301 | 327 | 88 | 308 | -6.1% | 291 | 1,045 | 1,169 | 1,299 |
| 풀무원 | 매출액 | 4,314 | 4,623 | 4,798 | 4,730 | 4,659 | 8.0% | 5,117 | 18,465 | 20,233 | 21,539 |
| | 영업이익 | 33 | 92 | 62 | 208 | 64 | 92.0% | 132 | 395 | 572 | 653 |
| | 영업이익률 | 0.8% | 2.0% | 1.3% | 4.4% | 1.4% | 0.6%pt | 2.6% | 2.1% | 2.8% | 3.0% |
| | 순이익 | -2 | 61 | 31 | 113 | 25 | 흑전 | 78 | 203 | 412 | 469 |
| 하이트진로 | 매출액 | 4,310 | 4,793 | 5,019 | 4,952 | 4,470 | 3.7% | 5,004 | 19,075 | 19,712 | 20,016 |
| | 영업이익 | 263 | 281 | 482 | 314 | 329 | 25.5% | 361 | 1,340 | 1,584 | 1,689 |
| | 영업이익률 | 6.1% | 5.9% | 9.6% | 6.3% | 7.4% | 1.3%pt | 7.2% | 7.0% | 8.0% | 8.4% |
| | 순이익 | 63 | 80 | 246 | 143 | 153 | 141.3% | 175 | 533 | 793 | 863 |

주: * 롯데푸드는 별도기준.

| 회사명 | 실적 점검 세부 사항 |
|-------|--|
| 롯데푸드 | <ul style="list-style-type: none"> • 육가공 사업 턴어라운드 기대. 매출 정상화와 돈육 투입단가 안정화로 마진 확대 구간 진입. • 하반기 HMR 매출 성과가 밸류에이션에 영향을 줄 것으로 판단. |
| 매일유업 | <ul style="list-style-type: none"> • 1분기 실적 숨고르기 예상. 수출 분유 제품 리뉴얼로 1분기 수출분유 매출 기대치 하회 전망. • 2분기부터 원유공급과잉 완화, 계절적 성수기 진입, 분유 수출 재개로 실적 개선 모멘텀 풍부. |
| 오뚜기 | <ul style="list-style-type: none"> • 진짬뽕 1분기 매출 500억 이상 예상되나, 계절적 요인으로 2분기부터 매출 유지 쉽지 않을 듯 • 2015년 라면 자회사 Capex 2배로 급증. 올해도 라면 시장 MS 확장 전략은 이어질 전망. |
| 풀무원 | <ul style="list-style-type: none"> • 해외 실적 신뢰 회복 중요. 최근 Vitasoy 미국 법인 인수를 통해 물류비 절감 시도. • 국내 사업 매출은 +high single 이상의 성장세 지속 전망. |
| 하이트진로 | <ul style="list-style-type: none"> • 소주 가격인상과 지속적인 원가 절감으로 수익성 개선 예상. 치주사는 동사 지분 매각을 통해 차입금 부담 완화. • 맥주 가격 인상 시도 가능성 있으나, 수입 맥주 공세와 주류 시장의 주종 다양화가 부담. |

Part II 업종 주요이슈 점검 및 투자전략



1) 라이신 업황과 CJ제일제당의 매화 인수 가능성

◎ 옥수수 가격과 함께 약세를 보이고 있는 라이신 가격

- 3/28부터 라이신 가격 7위안/kg 대로 회귀(Wind 기준). 옥수수 가격은 1900위안/톤 밑으로 하락.
- 라이신 산업의 수급보다는, 원재료 가격 하락과 대체재 효과로 인해 라이신 가격이 약세를 보인 것으로 판단.
- 옥수수 가격 대비 라이신 가격의 레벨이 과거보다는 높은 수준이고, 중국 돼지사육두수가 회복 중인 점은 긍정적.

◎ 매화 영업이익률 4%대로 하락

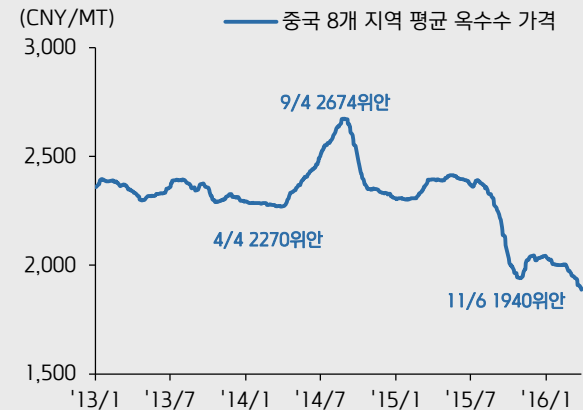
- CJ제일제당과 함께 중국 라이신 Major Player인 매화의 4Q15 영업이익률이 4.7%를 기록. OPM YoY -9%pt 하락.
- 매화 주요 아미노산 판매량('15년): 쓰레오닌 16.8만톤(YoY +22%), 라이신 27.4만톤(YoY +54%, 98.5% 순도 기준)
- 판가 하락으로 판매량 증가만큼 매출 늘어나지 못함. 수익성 4Q14 이후 매분기 하락 중.

중국 라이신 가격 추이



자료: Wind

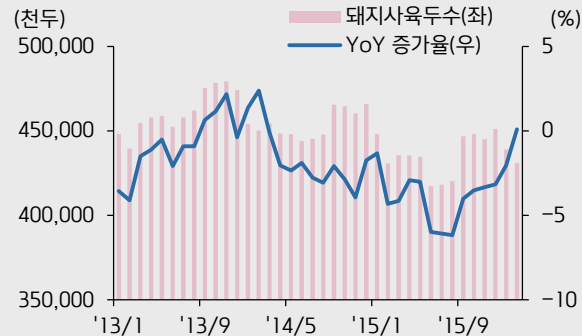
중국 옥수수 가격 추이



자료: Bloomberg

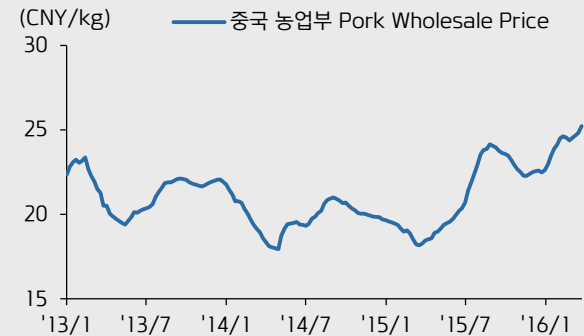
1) 라이신 업황과 CJ제일제당의 매화 인수 가능성

중국 돼지사육두수 추이



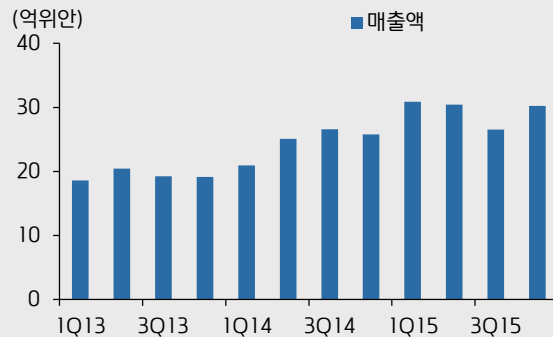
자료: CEIC, 중국 농업부

중국 돼지고기가격 추이



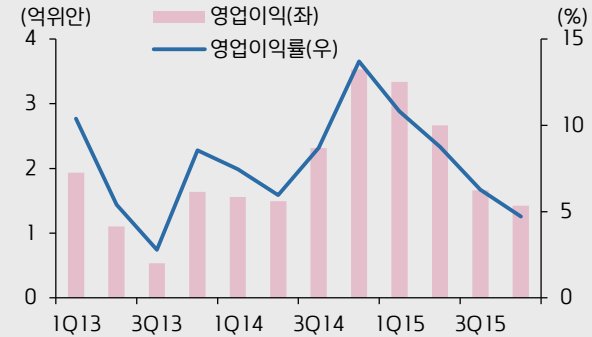
자료: Bloomberg, 중국 농업부

매화 매출액 추이



자료: Bloomberg

매화 영업이익 추이



자료: Bloomberg

1) 라이신 업황과 CJ제일제당의 매화 인수 가능성

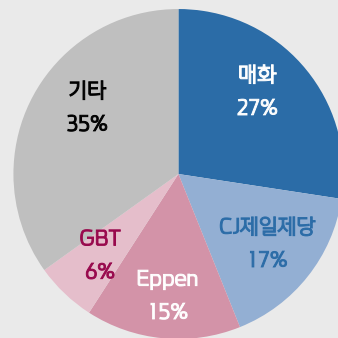
◎ 중국 라이신 플레이어들의 수익성이 한계점에 다다르고 있다고 판단

- 매화 4Q15 OPM 4.7%. 한화 기준 영업이익 250억원 내외로, CJ제일제당의 규모에 크게 미치지 못함.
- GBT는 15년 실적 공시 연기하면서 매출과 GP만 공시하였는데, 지난해 매출은 YoY -47.6% 역성장, GPM -7.7%.
- 자본력, 원가 경쟁력, 사업 안정성 측면에서 CJ제일제당의 상대가 되기 어려움. 매화의 대주주가 Exit 할 가능성이 높은 근거.

◎ CJ제일제당이 매화를 인수한다면, 중국 라이신 판매량 MS 44%로 상승 예상

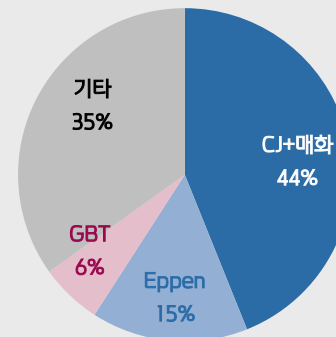
- CJ제일제당이 매화를 인수하게 된다면, 중국 내 판매량 MS 44%로 상승 가능. Top 2 MS는 60% 근처에 도달.
- 매화는 글로벌 쓰레오닌 1위 업체(MS 35~40% 추정)이기 때문에, CJ제일제당이 라이신과 쓰레오닌에서 판가 리더쉽 확보 가능.
- CJ제일제당 바이오 사업부에서 라이신과 쓰레오닌은 유이하게 OPM 10% 언더(라이신 적자, 쓰레오닌 BEP).
- 만약, 매화를 인수하게 된다면, 두 품목에서 연간 영업이익 1,000억원 이상 개선 기대(동 사안에 대해 7월에 재공시 예정)
- 수익성 개선 요인은 1) 판가 인상, 2) 입지 경쟁력 개선, 3) 원재료 매입력 확대, 4) 물류비 효율화에서 발생 가능

중국 라이신 판매량 MS(2015년 기준, 수출 포함)



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치 추정

매화 인수 가정시 중국 라이신 판매량 MS 추정



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치 추정

2) 중국 분유 산업 동향과 규제

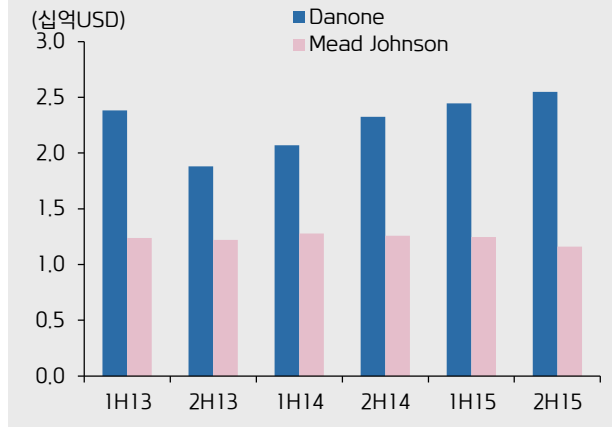
◎ 중국 분유 시장 성장을 추정

- Danone에서는 2015년 중국 분유산업 성장률을 YoY +10%로 추정하고 있으며, 2020년까지 연평균 +7% 성장 전망.
- 2015년 중국 분유 수입 금액은 YoY +59% 성장하며, 산업 성장률을 아웃퍼폼한 것으로 추정

◎ 글로벌 분유 업체 매출 동향: 온라인 채널 승자가 MS Gain

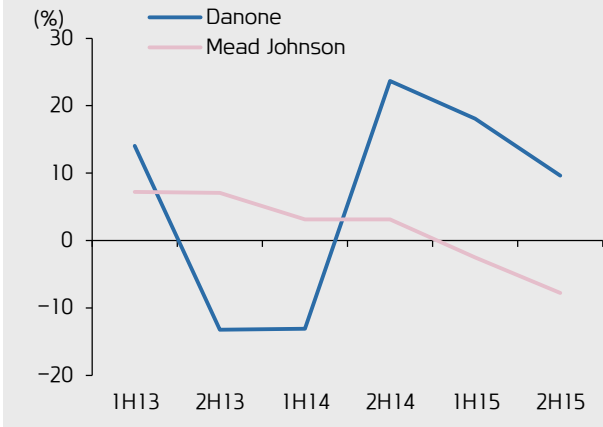
- 온라인 채널에서 적극적인 확장을 펼친 업체들이 MS Gain 한 것으로 판단. 중국 분유 시장에서 온라인 비중은 30% 수준.
- '15년 글로벌 분유 매출 성장률: Danone +14%, Mead Johnson -5%
- Danone은 온라인 채널을 통해 Nutrilon(네덜란드産), Aptamil(독일産) 브랜드를 확장한 것이 주효
- Nestle도 온라인 채널 덕분에 중국 분유 매출이 호조. Wyeth Illuma(아일랜드産) 브랜드가 중국에서 매출 6억불 돌파.
- Mead Johnson의 중국 지역 매출은 -10% 감소. 오프라인 채널 內 가격 전쟁으로 ASP 감소한 것이 주요 원인.

글로벌 분유 매출 추이



자료: Bloomberg

글로벌 분유 매출 증가율 추이(YoY)



자료: Bloomberg

2) 중국 분유 산업 동향과 규제

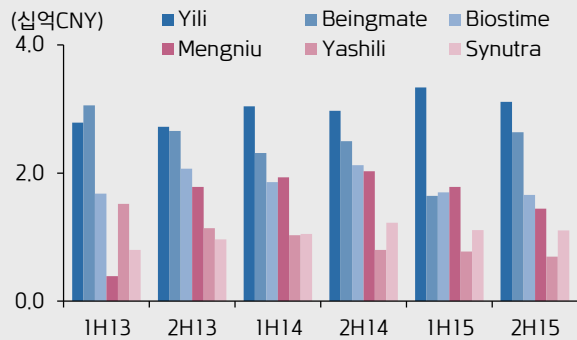
◎ 중국 로컬 업체 분유 매출 동향: 가격 경쟁으로 매출 하락하면서, MS Lose

- '15년 중국 분유 매출 성장률: Yili +7%, Beingmate -11%, Biostime -16%, Mengniu -18%, Yashili -20%, Synutra -3%
- 중국 로컬 분유 업체들 Yili 빼고 대부분 역성장. 주요 이유는 오프라인 채널 內 경쟁강도 상승에 따른 제품가격 할인 심화.
- 가격 할인이 심화된 이유는, 1) 신규 브랜드 진입 증가(PB, NB), 2) 라벨 규제에 따른 기존 제품 재고 밀어내기 등으로 추정.
- 실질적으로 중국 로컬 브랜드 MS Lose. 언론에 보도된 시장점유율은 온라인 매출이 포함되지 않았을 가능성.

◎ 중국 정부의 분유 산업 규제 목적: 1) 식품 안전성 강화, 2) 국내 분유 대기업 육성

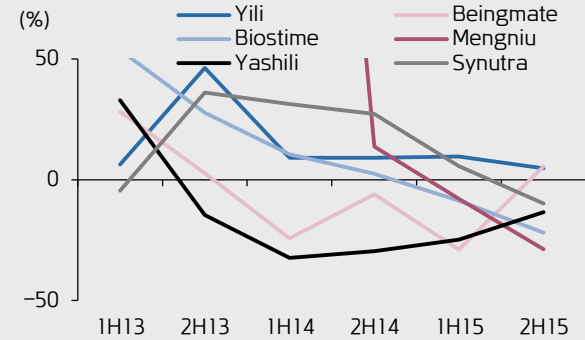
- 중국 정부는 생산허가증 발급과 제품 등록을 까다롭게 함으로써, 분유 산업의 진입장벽을 끌어올리고 있음
- 최근에 발표된 新조제분유법은 브랜드 수를 회사별로 3개로 제한하고자 함(브랜드당 3개 시리즈 가능: 9개 SKU 가능).
- 중국 분유 시장은 같은 회사에서 각 성별로 다른 브랜드를 운용할 정도로 브랜드 수가 많음(2,000개 내외 추정).
- 하지만 유럽, 일본, 한국, 뉴질랜드에서, 해당 규제안이 보호무역이라는 이유로, 3월 중순에 WTO에 이의제기 한 상황

중국 분유 매출 추이



자료: Bloomberg

중국 분유 매출 증가율 추이(YoY)



자료: Bloomberg

2) 중국 분유 산업 동향과 규제

중국 유제품 파동 History

| 시기 | 사건 | 주요 내용 및 영향 |
|---------|-----------------------|---|
| '08년 9월 | 멜라민 분유 파동 | <ul style="list-style-type: none"> • 멜라민을 통해 조제분유의 단백질 함량을 부풀릴 수 있다는 점을 악용 • 22개 분유 회사 제품에서 멜라민 검출 • 신장결석이나 배뇨질환 환자 약 30만명 발생 • 6명의 영유아가 사망 |
| '10년 8월 | 성조숙증 분유 파동 | <ul style="list-style-type: none"> • 유제품 대기업 성위안사의 분유를 먹은 여아 3명이 성조숙증을 보인다는 의혹 제기 • 아기 3명의 체내에서 에스트로겐 등 여성호르몬이 성인 여성의 평균치 이상으로 검출 • 중국 위생부는 샘플 검사를 통해, "분유에 성조숙증 성분이 없다"고 해명 • 우유의 단백질 수치가 떨어지는 것을 감추기 위해, 가축에서 추출한 단백질을 '우유'에 첨가 |
| '11년 2월 | 피혁우유 파동 | <ul style="list-style-type: none"> • 버려진 가죽옷, 소파, 신발 등에서 비롯된 염색제나 화학물질로 인한, 치사 가능성 제기 • '05년 산동성 업체, '09년 저장성의 유명 메이커 천위안의 유제품에서 피혁 단백질 검출 • 농업부가 '11년 2월에 피혁 단백질 샘플 조사를 선언하면서, 피혁우유 재발 우려 제기 |
| '13년 8월 | 뉴질랜드 폰테라 분유 박테리아 오염사고 | <ul style="list-style-type: none"> • 세계적인 낙농업체인 뉴질랜드 폰테라 분유 생산한 분유의 박테리아 오염 의혹이 제기됨 • 폰테라 분유가 자사 제품의 문제를 확인한 뒤 공개적으로 중국 소비자들에게 사과 |

자료: 언론보도, KOTRA, 키움증권 리서치

중국 정부의 분유 산업 관련 주요 규제

| 시기 | 정책 | 주요내용 및 영향 |
|----------|----------------------------|---|
| '10년 9월 | 유제품 품질안전 강화 | <ul style="list-style-type: none"> • '10년말까지 유제품 공급 프로젝트에 대한 심사 완료 • '11년 2월말까지 유제품 생산허가증을 발급받은 업체에 대한 재심사 완료 |
| '13년 1월 | 유제품 수출입 관리 강화 | <ul style="list-style-type: none"> • 해외생산업체 등록제 실시, 미등록 업체에서 생산한 유제품 수입금지 • 유제품 수출 기업 서류제출제 |
| '13년 9월 | 영유아 조제분유 수입에 대한 관리 강화 | <ul style="list-style-type: none"> • 미등록 해외생산업체에서 생산한 영유아 조제분유 수입 불가 • 유통기한 마감일 3개월 내의 조제분유 수입 불가 • 주문자상표부착생산(OEM) 금지 |
| '13년 10월 | 기업 M&A 추진 방안 | <ul style="list-style-type: none"> • 60% 분유기업 매출 목표 • "인수합병 주도기업은 연속 3년 영리"로 규정, 대형 분유기업에 유리 |
| '13년 12월 | 영유아 조제분유 생산업체 허가조건 심사세척 수립 | <ul style="list-style-type: none"> • HACCP, GMP 관리체계 실시 요구, 원유기지 건설 및 관리 강화 • 기업에 R&D 요구, 관리수준 향상 추진 |
| '14년 3월 | 식품 라벨 규범화 | <ul style="list-style-type: none"> • 영유아 조제분유 '보조식' 유제품 등 식품 라벨을 중점적으로 점검 • 중문 라벨을 부착하지 않은 수입식품 판매 금지 |
| '14년 5월 | 생산허가증 심사 강화 | <ul style="list-style-type: none"> • 분유 제조업체 수 40여개 감소 • 2014년 5월말 기준 생산허가증 받은 업체 수 82개, 배합방법 1632개, 제품 종류 2258개 |
| '14년 6월 | 구조조정 추진 방안 발표 | <ul style="list-style-type: none"> • 2014년 6월 국무원이 '영유아 조제분유 기업합병' 구조조정 작업 추진 방안 발표 • 국가개발은행과 민생은행(民生銀行) 관계자는 유제품 기업의 합병, 구조조정에 협조하고 자금을 지원할 계획 |
| '15년 4월 | 식품안전법 개정 | <ul style="list-style-type: none"> • 영유아 조제분유는 국무원 식품약품감독관리부처에 등록 • 등록식 조제분유에 대한 연구보고서, 조제분유의 과학성/안전성 증빙자료도 제출 • OEM 방식 금지 및 조제분유 1개당 브랜드 1개로 규제 |
| '15년 9월 | 영유아 조제분유 등록관리방법 (신정안) | <ul style="list-style-type: none"> • 국산 분유, 수입 분유 모두 당국이 등록제를 통해 관리, 감독 • 분유 생산 허가증을 발급받은 기업은 최대 3개 배합방법(브랜드) 출시 가능 • 만약, 브랜드당 3가지의 단계(1단계, 2단계, 3단계)로 출시된다면, 파생되는 제품 총 9개 가능한 셈 • 2015년 8월말 기준 생산허가증 받은 업체 수는 102개 |

자료: 언론보도, KOTRA, 키움증권 리서치

2) 중국 분유 산업 동향과 규제

◎ 정부 규제가 중국 분유 업계에 미치는 영향

- 현재 新조제분유법의 시행 여부를 확신하긴 어렵지만, 정부 목표는 1) 제품 Quality 개선, 2) 자국 내 대기업을 육성
- 중국 분유 시장 내 M&A가 활성화 될 가능성 높고, 단기적으로는 SKU 확대를 통한 매출 확장은 더더질 가능성 높음
- 다만, 작년에 한 자녀 정책이 폐지되었기 때문에, 전체 분유 수요에 대한 전망은 여전히 긍정적

◎ 한국 분유 업체들의 향후 전망: 온라인 채널이 기회

- 여전히 중국인들은 중국産 분유에 대해서 불신이 높음
- 일부 로컬 메이저 업체들은 해외에서 Capa를 증설하고 있고, 분유 원재료를 수입해서 중국에서 패키징만 하는 경우도 많음
- 한국 분유 업체들은 아직 중국 內 Minor Player. 규제의 영향에서 자유로울 수는 없지만 상대적으로 리스크 제한적.
- 국내 3社は 수출 분유 브랜드 수가 10개 미만, 상위 3개 브랜드 비중이 70% 상회 추정(매일유업 Top 2 비중 95% 이상)
- 혼란스러운 시장 상황 속에 온라인 채널이 기회. 온라인 채널의 매출이 향후 국내 업체의 수출 규모를 좌우할 가능성 높음.

중국 분유 업체들의 해외 증설

| 회사명 | 시기 | 설립 과정 | 관련 브랜드 |
|---------------------------|------|--|--|
| 야스리(Yashili) (雅士利) | '13년 | • - 뉴질랜드 법인 설립, 공장 건설 | • 슈퍼골든, 메이얼러(美兒樂) |
| 허성위안(Biostime) (合生元) | '13년 | • - 프랑스 Isigny Sainte Mere 지분 매입 - 프랑스 유제품 생산업체 La Laiterie de Montaigu와 영유아 조제분유 생산 협의 체결 | • 조수자(智素加), 이수자(益素加), 슈퍼골든 시리즈, 슈퍼 케어 시리즈 |
| 이리(Yili)(伊利) | '14년 | • - 미국 DFA와 전략적 제휴, 세계 최대 규모 분유 가공공장 설립 - 뉴질랜드 1공장 2014년 8월 분유 생산가동, 2공장 건설 중 | • Pro-KIDO |
| 성위안(Syntura) (聖元) | '14년 | • - 프랑스 공장 건설 중 - 유기농 식품은 프랑스 Nutribio 생산 - 네델란드우유(荷蘭乳牛)는 네델란드 Fries land/Campina 생산 | • 유버(優博), 네델란드우유(荷蘭乳牛) |
| 베이인메이 (Beingmate)(貝因美) | '15년 | • - 폰테라와 호주에서 합작기업 설립 - KERRY와 아일랜드 공장 설립 | • 리위아이+(綠愛+) |

자료: KOTRA

3) 선망어업 수익성 개선 가능할까?

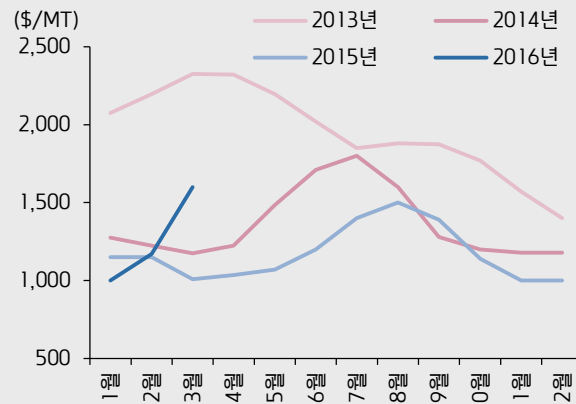
◎ 최근 참치어가 강세로 단기 수익성 개선 기대감 형성

- 2010년초 이후 월별 평균 어가는 \$1,000/MT 이하로 내려간 적이 거의 없음. 어가 약세 속에 원양어업체들 실적 부진 지속
- 미국 ATA¹⁾에서 참치어가 대비 입어료가 너무 높아서 FFA²⁾에 현재의 입어료를 지불하기 어렵다고 통보
- 입어료 협상이 올해 3월초에 타결 되었지만, 협상 결과 올해 미국의 중서부태평양 조업일 수가 기존 계획 대비 -35% 감소
- 참치어가 3월에 \$1,600/MT까지 상승하면서, 참치 원양어업 기업들의 실적 개선 가능성 높아짐

◎ 참치어가 단기 전망은?

- 통상적으로 3분기에 FAD 조업 금지 구간. 2분기부터 재고 축적하면서 어가 상승 구간 돌입.
- 단기적으로 계절적 강세 요인 있고, 미국 어선의 공급이 줄었기 때문에, 평균적으로 전년 대비 높은 가격 수준 기대 가능.

참치어(Skipjack) 방콕 시세 추이

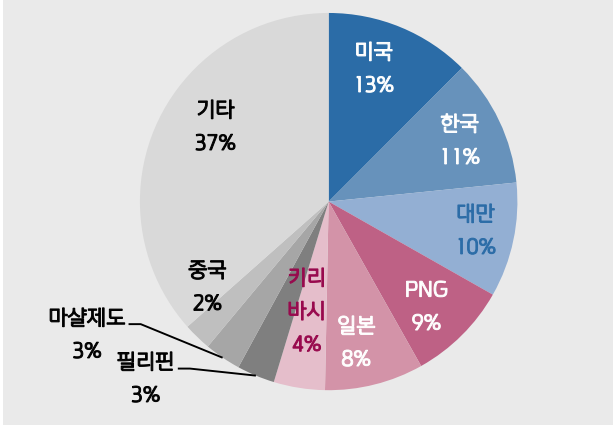


자료: Thai Union

주: 1) American Tunaboat Association

2) Pacific Island Forum Fisheries Agency

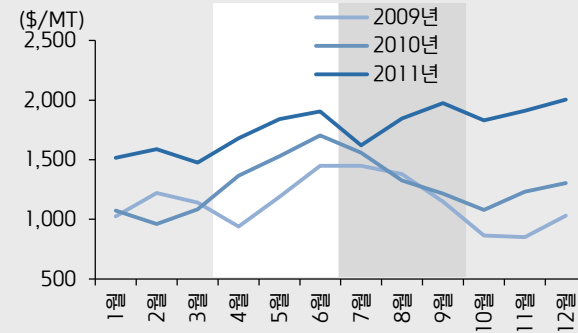
2014년 중서부태평양 선적별 Skipjack 어획량 비중



자료: WCPFC

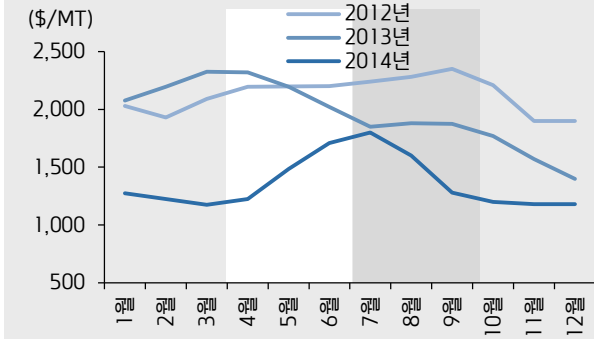
3) 선망어업 수익성 개선 가능할까?

월별 참치어가 추이(2009~2011년)



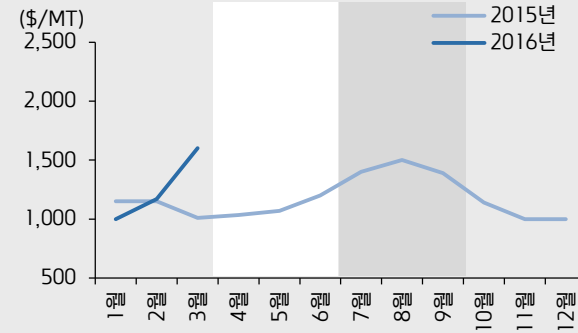
자료: Thai Union

월별 참치어가 추이(2012~2014년)



자료: Thai Union

월별 참치어가 추이(2015~2016년)



자료: Thai Union

FAD 조업금지 현황 정리

| | |
|--------|--|
| 규제 시작 | 2009년 |
| 규제 기간 | 7~9월까지 FAD 조업 금지 (10월까지 하는 경우도 있음) |
| 규제 목적 | FAD를 활용한 조업을 금지하여, 고도회유성어족자원인 참치의 남획 방지 |
| FAD 의미 | Fish Aggregating Device의 약자로, 수중 또는 해저에 어류 유집을 위해 설치한 다양한 형태의 인공적인 구조물을 의미 |

자료: 해양수산부, 회사자료, 키움증권 리서치

3) 선망어업 수익성 개선 가능할까?

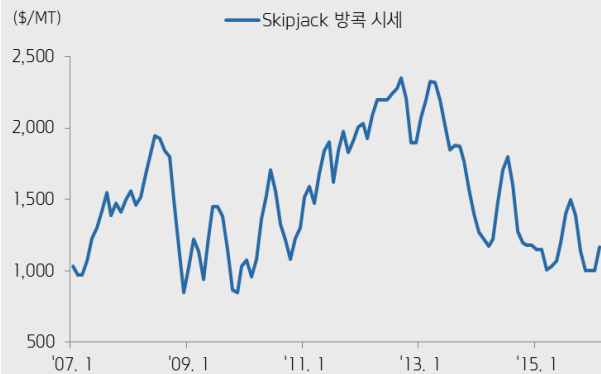
◎ 그 동안 참치어가를 늘렸던 요인은?

- 참치어가는 '12년말 ~ '13년초 정점을 찍고 지속 하락하며, 작년말 \$1,000/MT 초반까지 밀렸었음.
- 구조적인 어가 하락 요인은 중국 선단의 Capa 확대. 1) 자국 선적 혹은, 2) 연안국과의 JV를 통해 선단을 확대해 나가고 있음
- 공급 확대 대비 중국 참치 수요는 성장하지 못하면서, 어가는 지난 몇 년간 구조적으로 하락
- 중국 정부는 FFA 국가들을 경제적으로 지원해주면서, 자국 어선이 연안국 내 입지를 강화하는데 도움을 주었음

◎ 미국 ATA의 입어로 Default 선언

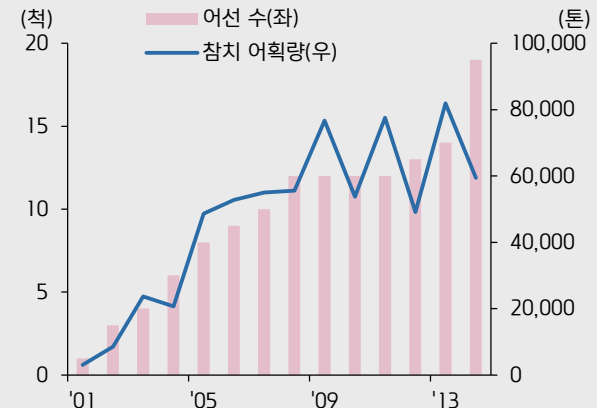
- 문제는 FFA가 요구하는 입어료가 Skipjack 시세 대비 너무 비싸다는 것
- 미국 선망선단이 비교적 대형화 되어있고, 효율성도 좋지만, 현재 시세에는 수익을 내기 어려움
- 올해 미국 어선들이 중서부태평양에서 2개월 동안 조업 중단하면서, FFA 국가들을 입어로 협상 테이블로 끌어냄

Skipjack 방콕 시세 추이



자료: WCPFC

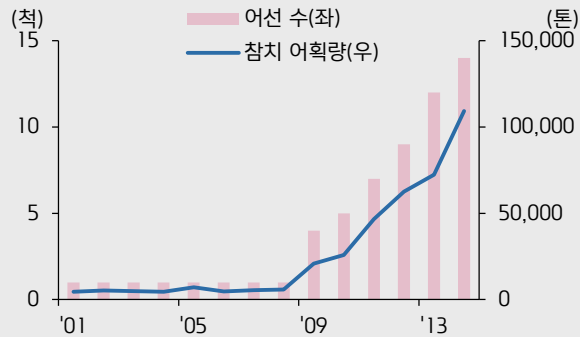
중국 선망선단의 중서부태평양 내 어획량 추이



자료: WCPFC

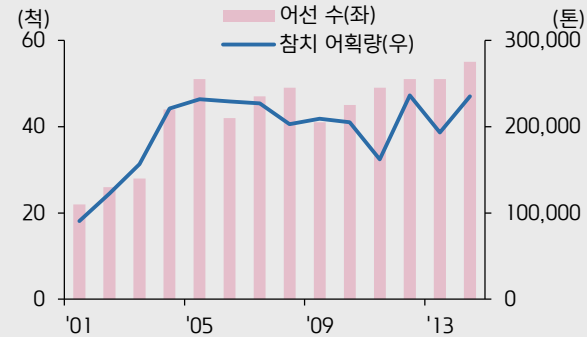
3) 선망어업 수익성 개선 가능할까?

키리바시 선망선단의 중서부태평양 내 어획량 추이



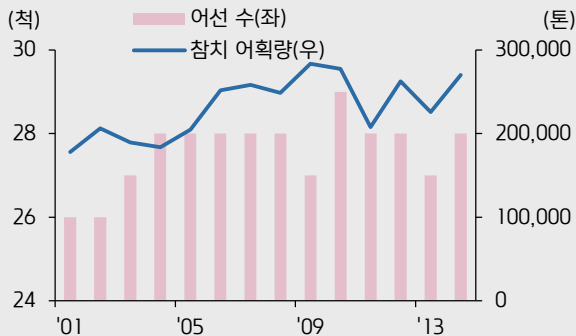
자료: WCPFC

파푸아뉴기니 선망선단의 중서부태평양 내 어획량 추이



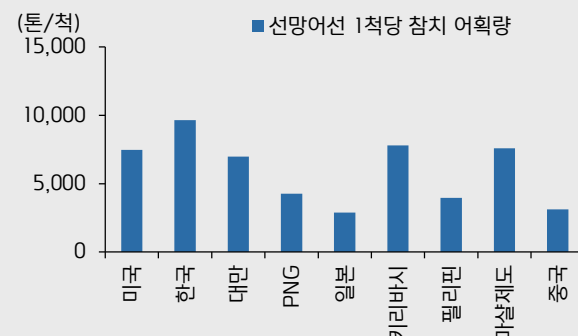
자료: WCPFC

한국 선망선단의 중서부태평양 내 어획량 추이



자료: WCPFC

선망어선 1척당 참치 어획량('14년 기준)



자료: WCPFC, 키움증권 리서치

3) 선망어업 수익성 개선 가능할까?

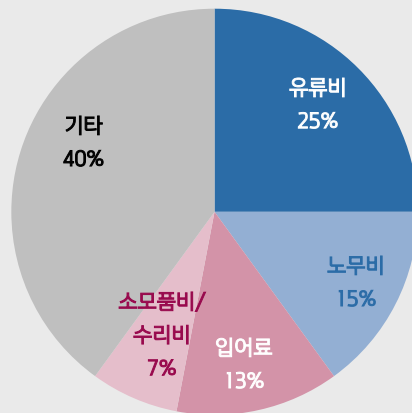
◎ 중기적 이슈: 미국 ATA와 FFA 입어로 협상에 관심

- 現 미국 ATA와 FFA의 Tuna Treaty는 2017년 1월에 종료되기 때문에, 조약 내용 갱신 필요
- 미국 ATA는 현재 조업일 수 기반의 입어로 산정이 불합리하다는 입장.
- Skipjack 시세가 많이 빠졌고, 어획량에 불확실성이 존재하기 때문.
- 현재 어획량 기반의 입어로 산정 등 다양한 계산 방식에 대해 논의가 진행되고 있음. 올해 중에 변화 가능성 있음.

◎ 긍정적 변화 가능성에 대한 기대

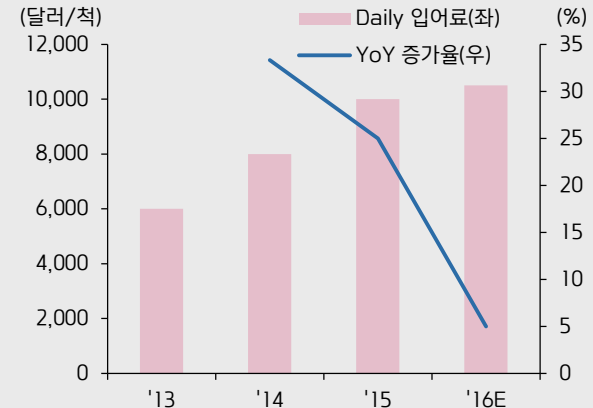
- Skipjack 하락에도 불구하고, 지난 3년 동안 입어로 가파르게 상승. 16년 입어로는 13년 대비 70% 이상 상승 추정.
- 중서부태평양에서 가장 어획량이 많고, 정치적/군사적 영향력이 있는 미국이 FFA를 상대로 어떤 협상을 끌어 낼지가 관건.
- 협상 결과가 원양어선들에게 긍정적인 방향으로 결정된다면, 한국 업체들과 FFA의 협상에도 긍정적인 영향을 줄 수 있음.
- 입어로 협상 결과에 따라 국내 원양어업체들의 수익성 개선 가능. 산정 방식에 따라 실적의 가시성과 안정성 개선 여지 있음.

동원산업 선망선단 운영비 비중



자료: 동원산업, 키움증권 리서치

입어로 추이 및 전망



자료: 동원산업, 키움증권 리서치

4) 결론: CJ제일제당, 매일유업 최선호주 유지

◎ '16년 업종 최선호주로 CJ제일제당, 매일유업 유지

- CJ제일제당: 변수 안 좋을 때 매수 기회. 가공식품 이익 지속 성장하며, Bottom price 우상향 중
- 매일유업: 수출 일시적 둔화로 우려할 필요 없음. 4월 이후 정상화 기대되며, 2분기 실적 모멘텀 확대될 것.
- 롯데푸드: 가공육 매출 회복과 투입단가 하락으로 올해 흑자전환 기대. Captive 채널 바탕으로 품목 다각화 지속.

◎ KT&G, 오리온, 동원산업에 대한 관심 확대

- KT&G: 예상 보다 회복세 좋은 내수 담배 시장. 가격에 민감한 소비자 돌아오면서 MS 동시 회복 가능.
- 오리온: 올해 중국 OP YoY +21% 전망. 오프라인 채널 성장 둔화를 신제품 리더쉽으로 극복 예상.
- 동원산업: 구조적 성장 모멘텀 부재하나, 어가 회복으로 실적 및 주가 흐름 강세 전망. 중기적으로 미국과 FFA의 협상 관심.

| 회사명 | 목표주가(원) | 목표주가 산정 | 투자포인트 요약 |
|--------|-----------|--------------------------------------|---|
| CJ제일제당 | 530,000 | '16~'17년 EPS 평균에 Target P/E 18배 적용 | <ul style="list-style-type: none"> • 국내 식품 시장 내 지배력 지속확대에 따른 실적 개선 지속 • 라이신 수급 개선에 따른 시장 개선 기대(매화 인수 가능성) • 메치오인 매출 비중 확대에 따른 개별 아미노산 가격에 대한 실적 민감도 하락 |
| 매일유업 | 65,000 | '16~'17년 EPS 평균에 Target P/E 20배 적용 | <ul style="list-style-type: none"> • 브랜드 인지도 확대에 따른 중장기적 수익성 개선 기대(바리스타, 풀바셋, 상하목장) • 원유공급과잉 레벨 완화되면서, 원가율 개선 가능 • 중국 수출 분유 확대 기대감 유효(우호적인 정책 환경, 온라인 플랫폼 확대) |
| KT&G | 126,000 | '16~'17년 EPS 평균에 Target P/E 18배 적용 | <ul style="list-style-type: none"> • 담배가격 인상 이후 흡연을 회복에 따른 총 수요 회복 • 가격변동에 대한 민감도가 높은 수요의 회복에 따른 자연적인 내수담배 MS 회복 • 업종 내 고배당 매력도 부각(배당수익률 3.1% 수준, DPS 3,000원 가정) |
| 오리온 | 1,230,000 | '16~'17년 EPS 평균에 Target P/E 27.5배 적용 | <ul style="list-style-type: none"> • 중국 매출 성장률 경쟁사 대비 아웃퍼폼(TT채널 침투/감자스낵 성장/프리미엄 브랜드 출시) • TT채널 비중 확대와 규모의 경제 효과에 따른 중국 사업 수익성 개선 • 중장기적으로 국내외 중국에서 성공한 제품 라인업을 4개 시장에 출시 가능 |
| 롯데푸드 | 1,240,000 | '16~'17년 EPS 평균에 Target P/E 22.5배 적용 | <ul style="list-style-type: none"> • 그룹 Captive 채널을 바탕으로 HMR 매출 확대 • 가공육 WHO 발암물질 우려 완화와 돈육투입단가 하락에 따른 육가공 실적 개선 기대 • 분유 수출 확대, 원두커피 사업 등 다양한 성장동력을 통한 실적 개선 기대 |
| 동원산업 | 410,000 | '16~'17년 BPS 평균에 Target P/B 1.7배 적용 | <ul style="list-style-type: none"> • 우호적인 외부 변수 바탕으로 수산업의 수익성 개선 기대(어가, 환율, 유가) • 지난 해 업황 부진에 따른 선박운용 대리점 관련 일회성 대손 축소 가능 • 중기적으로 미국과 FFA의 입어로 협상에 관심. 산출방식 변경 시 실적 가시성과 안정성 개선 가능성. |

Part III 업체별 투자전략

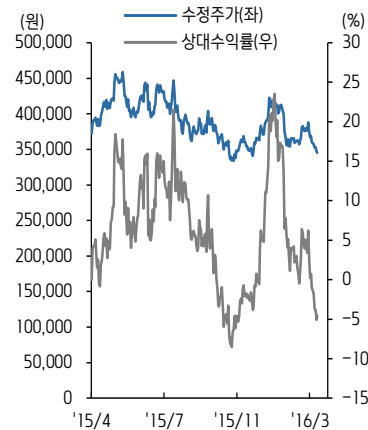


CJ제일제당(097950) 투자 회수기 진입 가능성

BUY (Maintain)

주가(4/4): 341,500원/TP: 530,000원

| | |
|---------------|------------------------------|
| KOSPI(4/4) | 1,978.97pt |
| 시가총액 | 47,650억원 |
| 52주 주가동향 | 최고가 458,500원 최저가 334,000원 |
| 최고/최저가 대비 하락율 | -25.52% 2.25% |
| 상대수익률 | 절대 상대 |
| 1M | -4.3% -5.5% |
| 6M | -8.7% -9.1% |
| 12M | -12.7% -9.7% |
| 발행주식수 | 14,488천주 |
| 일평균거래량(3M) | 61천주 |
| 외국인 지분율 | 21.48% |
| 배당수익률(16.E) | 0.73% |
| BPS(16.E) | 263,409원 |



◎ 사료용 아미노산 투자 회수기 진입 기대

- 중국 내 라이신 플레이어들 수익성 지속 하락 중
- 메치오닌 포트폴리오 확대를 통한 라이신 매출 비중 지속 하락 예상
- 하반기 대화 인수 시, 사료용 아미노산 판가 리더쉽 확보 기대

◎ HMR Drive

- 경쟁사 대비 우월한 규모와 마케팅 능력 바탕으로, 가공식품 매출 성장률 10% 이상 지속 시현 중
- 국, 탕, 찌개류 등의 HMR 본격 확대를 통해, 올해 신제품 매출 1,500억 내외 전망

◎ 라이신 가격 하락 우려 반영, Cyclical Play 유효

- 최근 옥수수 가격과 동행하여 라이신 가격 하락. 해당 우려 대부분 주가에 반영 판단.
- 가공식품 매출과 이익이 지속 우상향하며, Bottom price 레벨 업.
- 변수가 안 좋을 때 매수 진입 기회. Cyclical Play 유효.

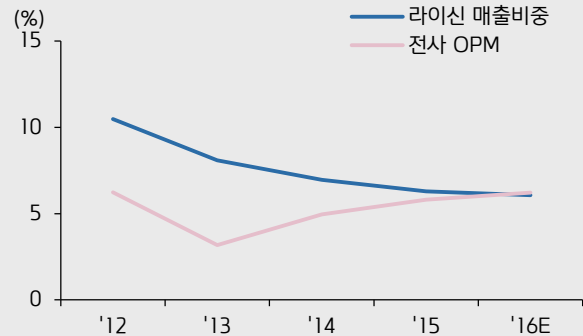
| 투자지표, IFRS연결 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(억원) | 117,018 | 129,245 | 144,260 | 156,142 | 172,261 |
| 보고영업이익(억원) | 5,799 | 7,514 | 8,977 | 10,631 | 12,161 |
| 핵심영업이익(억원) | 5,799 | 7,514 | 8,977 | 10,631 | 12,161 |
| EBITDA(억원) | 10,275 | 12,350 | 13,833 | 15,665 | 17,254 |
| 세전이익(억원) | 2,430 | 3,648 | 6,006 | 7,725 | 9,306 |
| 순이익(억원) | 1,379 | 2,537 | 4,300 | 5,531 | 6,663 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 920 | 1,893 | 3,363 | 4,316 | 5,297 |
| EPS(원) | 7,014 | 14,436 | 25,595 | 32,850 | 40,317 |
| 증감율(%YoY) | -21.3 | 105.8 | 77.3 | 28.3 | 22.7 |
| PER(배) | 43.7 | 23.7 | 13.3 | 10.4 | 8.5 |
| PBR(배) | 1.3 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.0 |
| EV/EBITDA(배) | 11.4 | 9.2 | 8.0 | 6.8 | 5.8 |
| 보고영업이익률(%) | 5.0 | 5.8 | 6.2 | 6.8 | 7.1 |
| 핵심영업이익률(%) | 5.0 | 5.8 | 6.2 | 6.8 | 7.1 |
| ROE(%) | 2.8 | 4.9 | 7.7 | 9.2 | 10.1 |
| 순부채비율(%) | 107.2 | 92.9 | 85.0 | 72.6 | 58.8 |

CJ제일제당(097950) 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q15 | 2Q15 | 3Q15 | 4Q15 | 1Q16E | 2Q16E | 3Q16E | 4Q16E | 2015 | 2016E | 2017E |
|-----------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 3,120 | 3,165 | 3,366 | 3,273 | 3,498 | 3,531 | 3,716 | 3,681 | 12,924 | 14,426 | 15,614 |
| (YoY) | 10.6% | 11.9% | 13.2% | 6.3% | 12.1% | 11.6% | 10.4% | 12.5% | 10.4% | 11.6% | 8.2% |
| 식품 | 1,049 | 993 | 1,152 | 957 | 1,131 | 1,068 | 1,232 | 1,053 | 4,150 | 4,483 | 4,777 |
| (YoY) | 8.7% | 6.6% | 11.1% | 5.5% | 7.8% | 7.5% | 7.0% | 10.0% | 8.1% | 8.0% | 6.6% |
| 생명공학 | 508 | 547 | 576 | 566 | 574 | 600 | 607 | 604 | 2,196 | 2,384 | 2,619 |
| (YoY) | 11.1% | 22.3% | 24.8% | 4.3% | 13.0% | 9.7% | 5.4% | 6.6% | 15.1% | 8.5% | 9.8% |
| 사료 | 443 | 427 | 450 | 486 | 501 | 491 | 513 | 558 | 1,805 | 2,063 | 2,310 |
| (YoY) | 16.0% | 11.9% | 12.1% | 7.2% | 13.0% | 15.0% | 14.0% | 15.0% | 11.6% | 14.3% | 12.0% |
| 물류 | 1,181 | 1,267 | 1,270 | 1,338 | 1,354 | 1,441 | 1,445 | 1,540 | 5,056 | 5,779 | 6,191 |
| (YoY) | 9.7% | 13.2% | 12.0% | 8.7% | 14.6% | 13.7% | 13.8% | 15.1% | 10.9% | 14.3% | 7.1% |
| 대통제외 기준 | 1,999 | 1,967 | 2,177 | 2,009 | 2,205 | 2,159 | 2,352 | 2,215 | 8,152 | 8,930 | 9,706 |
| (YoY) | 10.9% | 11.7% | 14.6% | 5.5% | 10.3% | 9.8% | 8.0% | 10.2% | 10.7% | 9.5% | 8.7% |
| 매출총이익 | 715 | 701 | 772 | 698 | 793 | 779 | 880 | 817 | 2,886 | 3,269 | 3,600 |
| (GPM) | 22.9% | 22.2% | 22.9% | 21.3% | 22.7% | 22.0% | 23.7% | 22.2% | 22.3% | 22.7% | 23.1% |
| 대통제외 기준 | 589 | 570 | 634 | 554 | 646 | 617 | 720 | 631 | 2,347 | 2,614 | 2,866 |
| (GPM) | 29.5% | 29.0% | 29.1% | 27.6% | 29.3% | 28.6% | 30.6% | 28.5% | 28.8% | 29.3% | 29.5% |
| 판매비 | 489 | 510 | 550 | 586 | 571 | 571 | 608 | 621 | 2,135 | 2,371 | 2,537 |
| (판매비율) | 15.7% | 16.1% | 16.3% | 17.9% | 16.3% | 16.2% | 16.4% | 16.9% | 16.5% | 16.4% | 16.2% |
| 대통제외 기준 | 406 | 417 | 457 | 479 | 475 | 466 | 507 | 500 | 1,760 | 1,948 | 2,077 |
| (판매비율) | 20.3% | 21.2% | 21.0% | 23.9% | 21.6% | 21.6% | 21.6% | 22.6% | 21.6% | 21.8% | 21.4% |
| 영업이익 | 225 | 192 | 222 | 112 | 222 | 207 | 272 | 196 | 751 | 898 | 1,063 |
| (YoY) | 92.0% | 55.4% | 33.0% | -35.0% | -1.4% | 8.1% | 22.3% | 75.3% | 29.6% | 19.5% | 18.4% |
| (OPM) | 7.2% | 6.1% | 6.6% | 3.4% | 6.4% | 5.9% | 7.3% | 5.3% | 5.8% | 6.2% | 6.8% |
| 대통제외 기준 | 183 | 153 | 177 | 74 | 171 | 151 | 213 | 131 | 587 | 665 | 789 |
| (OPM) | 9.1% | 7.8% | 8.1% | 3.7% | 7.8% | 7.0% | 9.0% | 5.9% | 7.2% | 7.5% | 8.1% |
| 세전이익 | 138 | 88 | 87 | 51 | 147 | 134 | 198 | 121 | 365 | 606 | 814 |
| 당기순이익 | 100 | 62 | 50 | 41 | 105 | 96 | 142 | 87 | 254 | 434 | 583 |
| 지배주주순이익 | 92 | 52 | 31 | 14 | 82 | 75 | 111 | 68 | 189 | 333 | 461 |
| (YoY) | 83.4% | 93.2% | 248.1% | 138.8% | -10.9% | 45.1% | 260.4% | 372.5% | 105.8% | 75.8% | 38.6% |

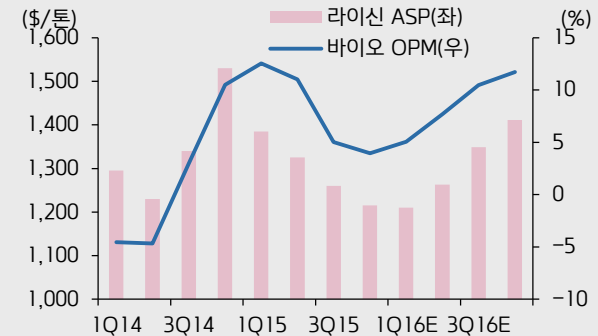
CJ제일제당(097950) Key Charts

라이신 매출 비중과 전사 OPM 추이 및 전망



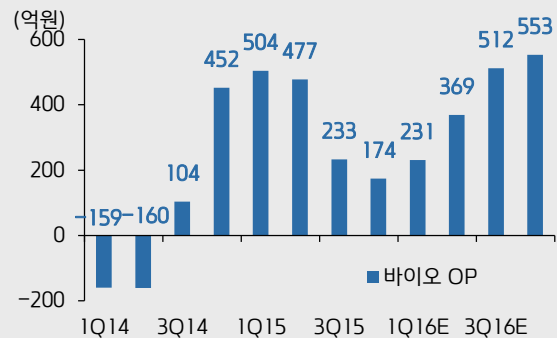
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

분기별 라이신 판가 및 바이오 수익성 추정



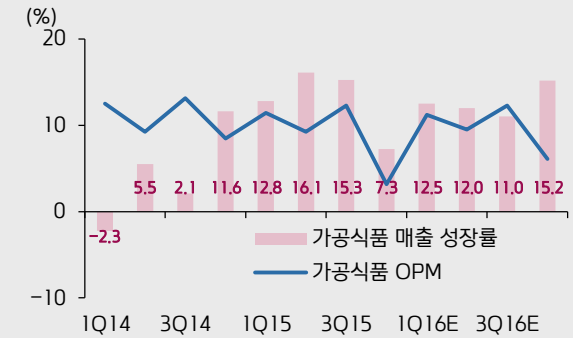
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

분기별 바이오 영업이익 추이 및 전망



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

분기별 가공식품 매출과 수익성 추이 및 전망



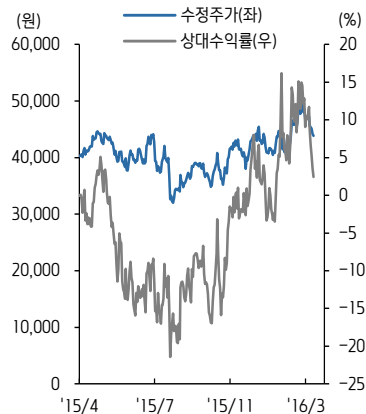
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

매일유업(005990) 제품 고급화와 정상가 판매율 개선 기대

BUY (Maintain)

주가(4/4): 46,250원/TP: 65,000원

| | | |
|---------------|----------|---------|
| KOSDAQ(4/4) | 696.98pt | |
| 시가총액 | 6,280억원 | |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| | 49,400원 | 32,050원 |
| 최고/최저가 대비 등락율 | -6.38% | 44.31% |
| 상대수익률 | 절대 | 상대 |
| | 1M | 0.9% |
| | 6M | 20.3% |
| | 12M | 14.1% |
| 발행주식수 | 13,579천주 | |
| 일평균거래량(3M) | 88천주 | |
| 외국인 지분율 | 10.13% | |
| 배당수익률(16.E) | 0.27% | |
| BPS(16.E) | 30,088원 | |



◎ 일시적 수출 둔화 우려, 4월부터 회복 기대

- 제품 리뉴얼로 인한 중국 분유 수출 일시적 둔화. 4월부터 정상화 되며, 연간 수출 YoY +25% 성장 전망.
- 중국 정부 규제 리스크 제한적. 수출 분유 브랜드의 Top 2 비중 95% 이상.

◎ 국내 수익성 개선 스토리 유효

- 발효유, 치즈, 유기농 카테고리의 제품 고급화를 통한 마진 개선 기대
- 원유공급과잉 완화로 유제품 정상가 판매율 개선 기대
- 폴바셋 매장 출점 수 둔화되며, 연결 자회사 마진 개선 가능.

◎ 저 PSR 주의 마진 개선 스토리에 투자할 때

- 동사는 전형적인 저 PSR 주의 마진 개선 스토리를 보유
- 중국 분유 수출은 온라인 채널 확대와 출산을 증가로 기대가 점증될 전망
- 외형과 마진이 동시에 개선되며 실적 모멘텀 강해질 전망

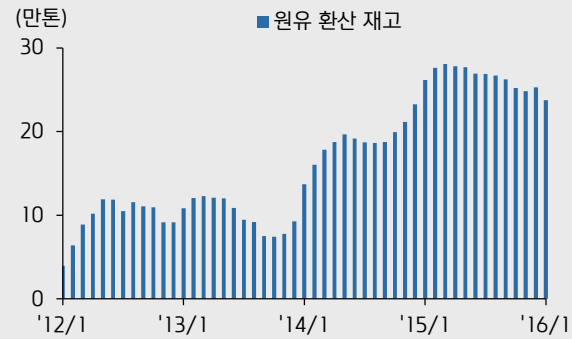
| 투자지표, IFRS연결 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(억원) | 14,479 | 15,422 | 16,419 | 17,317 | 18,186 |
| 보고영업이익(억원) | 287 | 364 | 510 | 606 | 702 |
| 핵심영업이익(억원) | 287 | 364 | 510 | 606 | 702 |
| EBITDA(억원) | 640 | 727 | 879 | 975 | 1,072 |
| 세전이익(억원) | 320 | 350 | 512 | 627 | 745 |
| 순이익(억원) | 239 | 261 | 388 | 475 | 565 |
| 지분법적용순이익(억원) | 242 | 268 | 396 | 475 | 565 |
| EPS(원) | 1,805 | 2,001 | 2,924 | 3,501 | 4,161 |
| 증감율(%YoY) | 11.5 | 10.9 | 46.1 | 19.7 | 18.9 |
| PER(배) | 20.6 | 23.1 | 15.8 | 13.2 | 11.1 |
| PBR(배) | 1.4 | 1.7 | 1.5 | 1.4 | 1.2 |
| EV/EBITDA(배) | 8.9 | 9.4 | 7.5 | 6.6 | 5.6 |
| 보고영업이익률(%) | 2.0 | 2.4 | 3.1 | 3.5 | 3.9 |
| 핵심영업이익률(%) | 2.0 | 2.4 | 3.1 | 3.5 | 3.9 |
| ROE(%) | 6.3 | 6.6 | 9.1 | 10.1 | 10.8 |
| 순부채비율(%) | 19.5 | 18.1 | 9.8 | 2.3 | -5.3 |

매일유업(005990) 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q15 | 2Q15 | 3Q15 | 4Q15 | 1Q16E | 2Q16E | 3Q16E | 4Q16E | 2015 | 2016E | 2017E |
|----------------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 370.6 | 375.5 | 392.4 | 403.6 | 394.7 | 406.0 | 416.8 | 424.5 | 1,542.2 | 1,641.9 | 1,731.7 |
| (YoY) | 6.2% | 6.2% | 6.2% | 7.4% | 6.5% | 8.1% | 6.2% | 5.2% | 6.5% | 6.5% | 5.5% |
| 별도기준 | 306.0 | 308.1 | 316.9 | 323.4 | 316.9 | 331.2 | 336.4 | 338.3 | 1,254.4 | 1,322.7 | 1,391.4 |
| (YoY) | 5.0% | 3.8% | 2.8% | 5.8% | 3.5% | 7.5% | 6.1% | 4.6% | 4.3% | 5.4% | 5.2% |
| 매출총이익 | 114.5 | 126.5 | 137.2 | 133.3 | 126.2 | 144.9 | 150.3 | 143.6 | 511.5 | 564.9 | 611.2 |
| (GPM) | 30.9% | 33.7% | 35.0% | 33.0% | 32.0% | 35.7% | 36.1% | 33.8% | 33.2% | 34.4% | 35.3% |
| 판매비 | 110.5 | 122.9 | 123.3 | 118.3 | 117.6 | 132.3 | 133.3 | 130.7 | 475.1 | 514.0 | 550.6 |
| (판매비율) | 29.8% | 32.7% | 31.4% | 29.3% | 29.8% | 32.6% | 32.0% | 30.8% | 30.8% | 31.3% | 31.8% |
| 영업이익 | 4.0 | 3.6 | 13.9 | 14.9 | 8.6 | 12.6 | 17.0 | 12.9 | 36.4 | 51.0 | 60.6 |
| (YoY) | -53.4% | -46.0% | 69.2% | 182.7% | 114.4% | 252.5% | 22.1% | -13.8% | 26.9% | 40.1% | 18.8% |
| (OPM) | 1.1% | 1.0% | 3.5% | 3.7% | 2.2% | 3.1% | 4.1% | 3.0% | 2.4% | 3.1% | 3.5% |
| 별도기준 | 4.3 | 4.3 | 14.0 | 17.3 | 9.8 | 12.2 | 16.1 | 13.9 | 39.9 | 52.0 | 59.3 |
| (YoY) | -39.2% | -45.9% | 59.7% | 250.2% | 126.4% | 181.6% | 15.7% | -19.5% | 38.5% | 30.5% | 13.9% |
| (OPM) | 1.4% | 1.4% | 4.4% | 5.3% | 3.1% | 3.7% | 4.8% | 4.1% | 3.2% | 3.9% | 4.3% |
| 세전이익 | 3.8 | 3.0 | 15.9 | 12.3 | 9.5 | 10.2 | 16.3 | 15.8 | 35.0 | 51.8 | 63.2 |
| 당기순이익 | 3.7 | 2.0 | 11.7 | 8.6 | 7.2 | 7.7 | 12.4 | 11.9 | 26.1 | 39.2 | 47.9 |
| 지배주주순이익 | 3.2 | 2.6 | 10.8 | 10.2 | 7.3 | 7.9 | 12.6 | 12.2 | 26.8 | 40.0 | 47.9 |
| (YoY) | -48.0% | -50.4% | 51.9% | 81.5% | 129.0% | 199.0% | 16.6% | 20.0% | 10.9% | 49.2% | 19.7% |

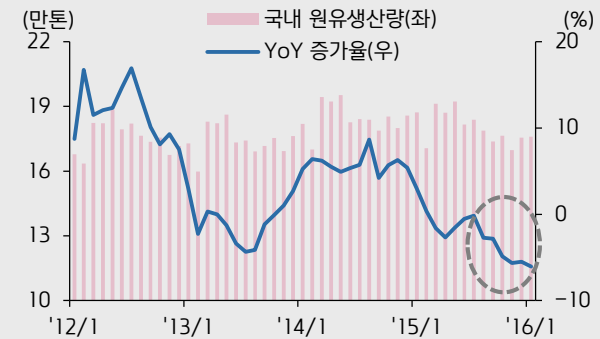
매일유업(005990) Key Charts

원유공급과잉 추세 완화



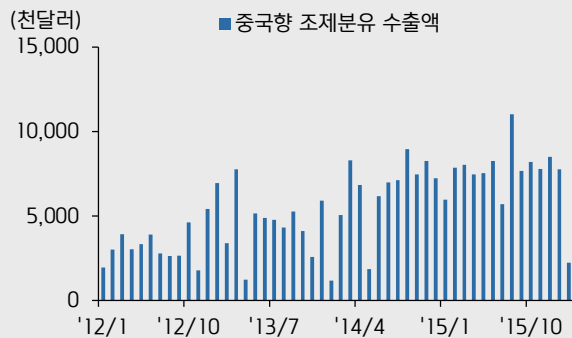
자료: 낙농진흥회

국내 원유 생산량 추이



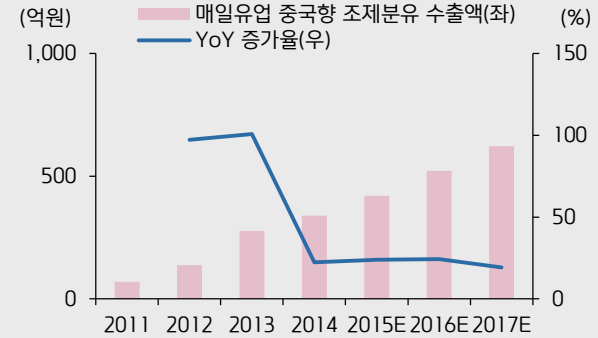
자료: 낙농진흥회

월별 중국향 조제분유 수출액 추이



자료: 관세청

매일유업 중국향 조제분유 수출액 추이 및 전망



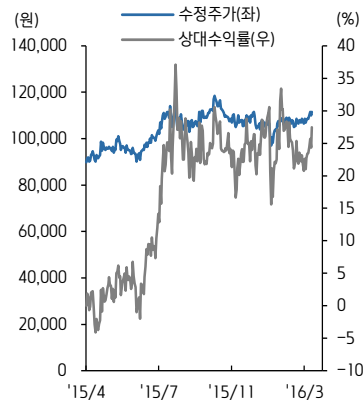
자료: 매일유업, 키움증권 리서치

KT&G(033780) 예상보다 좋은 담배 수요 회복

Outperform (Reinitiate)

주가(4/4): 109,500원/TP: 126,000원

| | | | |
|---------------|------------|---------|-------|
| KOSPI(4/4) | 1,978.97pt | | |
| 시가총액 | 150,335억원 | | |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 | |
| | 118,500원 | 90,100원 | |
| 최고/최저가 대비 등락율 | -7.59% | 21.53% | |
| 상대수익률 | 절대 | 상대 | |
| | 1M | 4.3% | 3.1% |
| | 6M | 0.5% | 0.0% |
| | 12M | 19.2% | 23.2% |
| 발행주식수 | 137,292천주 | | |
| 일평균거래량(3M) | 282천주 | | |
| 외국인 지분율 | 52.66% | | |
| 배당수익률(16.E) | 3.11% | | |
| BPS(16.E) | 49,072원 | | |



◎ 내수 담배 수요 회복 기대치 이상

- 1분기 내수 담배 수요 YoY +40% 이상 가능. 내수출하지수는 기대 이상의 모습 시현 중.
- 내수 담배는 동사 제품 중에 가장 수익성이 높은 카테고리. 매출과 이익 서프라이즈 가능성.
- 수출 담배도 수량 YoY +8% 성장 기대. 원/달러 환율 상승으로 ASP도 동시 상승 가능.

◎ 홍삼 외형 확대 가능

- 담배 사업 호조를 바탕으로 홍삼 외형 확대 주력.
- 마케팅 홍보 강화로 중국인들 관심 상승 중. 매출 서프라이즈 가능성.

◎ 안정적인 이익 성장과 고배당 매력 유효

- 내수 담배 수요 예상보다 좋은 흐름. 재고평가이익 제거 시 올해 영업이익 YoY +17% 전망.
- 업종 내 고배당 매력(배당수익률 3.1%)을 바탕으로 안정적인 주가 흐름 전망.

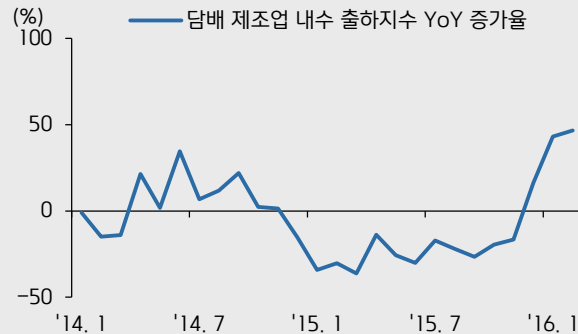
| 투자지표, IFRS연결 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(억원) | 41,129 | 41,698 | 41,989 | 43,176 | 44,481 |
| 보고영업이익(억원) | 11,719 | 13,659 | 12,596 | 12,870 | 13,243 |
| 핵심영업이익(억원) | 11,719 | 13,659 | 12,596 | 12,870 | 13,243 |
| EBITDA(억원) | 13,339 | 15,278 | 14,124 | 14,432 | 14,893 |
| 세전이익(억원) | 11,579 | 14,144 | 13,038 | 13,314 | 13,689 |
| 순이익(억원) | 8,138 | 10,322 | 9,518 | 9,719 | 9,993 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 8,256 | 10,357 | 9,518 | 9,719 | 9,993 |
| EPS(원) | 6,013 | 7,544 | 6,933 | 7,079 | 7,279 |
| 증감율(%YoY) | 44.7 | 25.4 | -8.1 | 2.1 | 2.8 |
| PER(배) | 12.7 | 14.5 | 15.8 | 15.5 | 15.0 |
| PBR(배) | 1.9 | 2.4 | 2.2 | 2.1 | 1.9 |
| EV/EBITDA(배) | 7.1 | 8.9 | 9.4 | 9.0 | 8.5 |
| 보고영업이익률(%) | 28.5 | 32.8 | 30.0 | 29.8 | 29.8 |
| 핵심영업이익률(%) | 28.5 | 32.8 | 30.0 | 29.8 | 29.8 |
| ROE(%) | 14.7 | 17.2 | 14.6 | 13.7 | 13.1 |
| 순부채비율(%) | -14.3 | -21.8 | -25.4 | -28.0 | -30.4 |

KT&G(033780) 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q15 | 2Q15 | 3Q15 | 4Q15 | 1Q16E | 2Q16E | 3Q16E | 4Q16E | 2015 | 2016E | 2017E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 1,137 | 1,032 | 1,134 | 867 | 1,000 | 1,053 | 1,155 | 990 | 4,170 | 4,199 | 4,317 |
| (YoY) | 18.0% | 4.0% | 2.5% | -17.5% | -12.0% | 2.0% | 1.9% | 14.3% | 1.4% | 0.7% | 2.8% |
| KT&G | 770 | 676 | 703 | 673 | 645 | 706 | 737 | 693 | 2,822 | 2,782 | 2,839 |
| (YoY) | 22.0% | 0.7% | -2.7% | -6.3% | -16.2% | 4.4% | 4.9% | 3.0% | 2.9% | -1.4% | 2.1% |
| 담배 | 705 | 630 | 664 | 608 | 581 | 660 | 698 | 629 | 2,608 | 2,568 | 2,625 |
| (YoY) | 22.2% | 3.9% | -0.9% | -5.9% | -17.7% | 4.8% | 5.2% | 3.3% | 4.3% | -1.5% | 2.2% |
| 내수 | 569 | 449 | 475 | 433 | 415 | 454 | 497 | 440 | 1,927 | 1,805 | 1,814 |
| (YoY) | 33.1% | -8.1% | -11.1% | -16.0% | -27.1% | 1.1% | 4.5% | 1.4% | -2.1% | -6.3% | 0.5% |
| 총 시장(백만본) | 12,606 | 18,090 | 20,349 | 18,511 | 17,649 | 19,176 | 20,960 | 18,511 | 69,557 | 76,295 | 75,532 |
| (YoY) | -35.1% | -19.2% | -17.1% | -19.8% | 40.0% | 6.0% | 3.0% | 0.0% | -22.2% | 9.7% | -1.0% |
| MS | 56.6% | 58.5% | 59.2% | 58.8% | 59.0% | 59.2% | 59.2% | 59.2% | 58.4% | 59.2% | 59.2% |
| (YoY, %pt) | -6.0% | -3.5% | -2.5% | -4.1% | 2.4% | 0.7% | 0.0% | 0.4% | -3.9% | 0.7% | 0.0% |
| 판매량(백만본) | 7,129 | 10,576 | 12,043 | 10,890 | 10,413 | 11,352 | 12,408 | 10,959 | 40,638 | 45,132 | 44,680 |
| (YoY) | -41.4% | -23.8% | -20.5% | -25.1% | 46.1% | 7.3% | 3.0% | 0.6% | -27.1% | 11.1% | -1.0% |
| ASP(원/갑) | 1,597 | 848 | 789 | 796 | 797 | 799 | 801 | 802 | 948 | 800 | 812 |
| (YoY) | 126.9% | 20.5% | 11.8% | 12.0% | -50.1% | -5.8% | 1.4% | 0.8% | 34.3% | -15.6% | 1.5% |
| 수출 | 136 | 182 | 188 | 175 | 165 | 207 | 202 | 189 | 681 | 763 | 812 |
| (YoY) | -8.9% | 53.2% | 39.7% | 34.2% | 21.7% | 13.9% | 7.0% | 8.0% | 27.8% | 12.0% | 6.4% |
| 판매량(백만본) | 9,140 | 10,941 | 10,102 | 9,471 | 9,871 | 11,488 | 10,607 | 9,944 | 39,654 | 41,911 | 44,007 |
| (YoY) | -6.1% | 43.8% | 17.0% | -6.3% | 8.0% | 5.0% | 5.0% | 9.9% | 5.7% | 5.7% | 5.0% |
| ASP(달러/갑) | 0.27 | 0.30 | 0.32 | 0.32 | 0.28 | 0.31 | 0.33 | 0.33 | 0.30 | 0.31 | 0.32 |
| (YoY) | -5.7% | 0.0% | 4.9% | 34.5% | 3.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 8.2% | 2.1% | 2.0% |
| 평균환율(원/달러) | 1,100 | 1,098 | 1,168 | 1,158 | 1,204 | 1,167 | 1,167 | 1,167 | 1,132 | 1,175 | 1,167 |
| (YoY) | 2.9% | 6.5% | 13.8% | 6.5% | 9.4% | 6.3% | -0.1% | 0.8% | 7.5% | 3.8% | -0.7% |
| 기타 | 65 | 46 | 39 | 64 | 65 | 46 | 39 | 64 | 214 | 214 | 214 |
| (YoY) | 19.2% | -28.8% | -25.8% | -9.5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | -11.8% | 0.0% | 0.0% |
| KGC | 239 | 215 | 283 | 181 | 258 | 235 | 306 | 201 | 918 | 1,000 | 1,050 |
| (YoY) | 15.7% | 14.4% | 16.7% | 2.9% | 8.0% | 9.3% | 8.1% | 11.0% | 12.9% | 8.9% | 5.0% |
| 기타 | 128 | 141 | 148 | 13 | 97 | 112 | 112 | 97 | 430 | 417 | 428 |
| (YoY) | 1.8% | 5.8% | 4.9% | -91.7% | -24.5% | -20.7% | -24.6% | 638.9% | -22.8% | -3.1% | 2.7% |
| 매출총이익 | 727 | 582 | 658 | 573 | 573 | 617 | 679 | 581 | 2,539 | 2,450 | 2,506 |
| (GPM) | 63.9% | 56.4% | 58.0% | 66.1% | 57.3% | 58.6% | 58.8% | 58.6% | 60.9% | 58.4% | 58.0% |
| 판매비 | 304 | 273 | 287 | 309 | 293 | 298 | 300 | 301 | 1,173 | 1,191 | 1,219 |
| (판매비율) | 26.7% | 26.5% | 25.3% | 35.6% | 29.2% | 28.3% | 26.0% | 30.4% | 28.1% | 28.4% | 28.2% |
| 영업이익 | 423 | 309 | 371 | 264 | 281 | 319 | 379 | 280 | 1,366 | 1,260 | 1,287 |
| (OPM) | 37.2% | 29.9% | 32.7% | 30.4% | 28.1% | 30.3% | 32.8% | 28.3% | 32.8% | 30.0% | 29.8% |
| KT&G | 380 | 271 | 316 | 270 | 239 | 284 | 321 | 271 | 1,237 | 1,114 | 1,124 |
| (OPM) | 49.4% | 40.0% | 45.0% | 40.2% | 37.0% | 40.2% | 43.5% | 39.1% | 43.9% | 40.1% | 39.6% |
| KGC | 48 | 31 | 53 | 1 | 43 | 37 | 60 | 10 | 133 | 150 | 166 |
| (OPM) | 20.2% | 14.6% | 18.7% | 0.5% | 16.7% | 15.6% | 19.5% | 5.2% | 14.5% | 15.0% | 15.8% |
| 세전이익 | 419 | 354 | 420 | 220 | 292 | 331 | 391 | 292 | 1,414 | 1,304 | 1,331 |
| 당기순이익 | 309 | 261 | 301 | 162 | 213 | 241 | 285 | 213 | 1,032 | 952 | 972 |
| 지배주주순이익 | 309 | 268 | 303 | 163 | 213 | 241 | 285 | 213 | 1,036 | 952 | 972 |
| (YoY) | 60.8% | 43.7% | 12.4% | -8.2% | -30.9% | -10.1% | -5.7% | 30.7% | 25.4% | -8.1% | 2.1% |

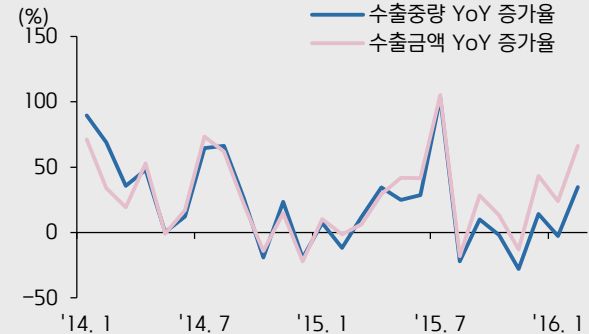
KT&G(033780) Key Charts

담배 내수 출하지수 YoY 증가율



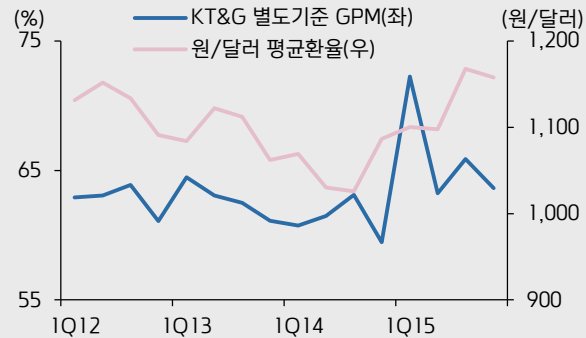
자료: 통계청

담배 수출 추이(일본/호주 제외 기준)



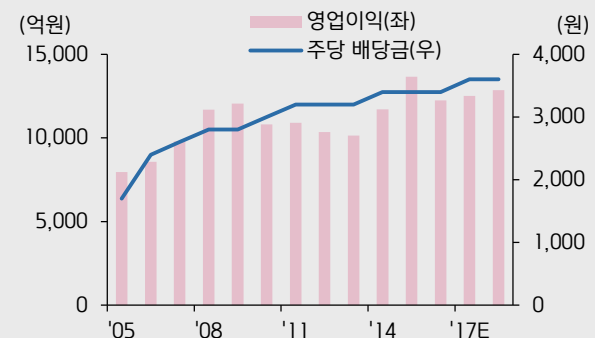
자료: 관세청

수익성과 원/달러 환율 추이



자료: KT&G, 한국은행, 키움증권 리서치

안정적으로 배당금 상향 중



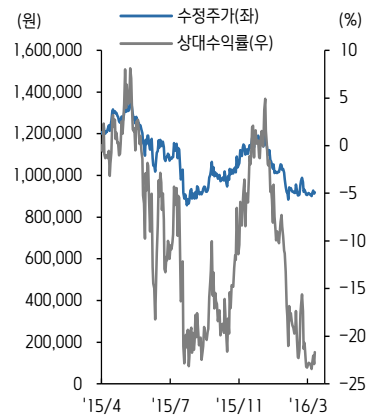
자료: KT&G

오리온(001800) 강화되는 신제품 리더쉽

BUY (Reinitiate)

주가(4/4): 950,000원/TP: 1,230,000원

| | |
|---------------|--------------------------------|
| KOSPI(4/4) | 1,978.97pt |
| 시가총액 | 56,773억원 |
| 52주 주가동향 | 최고가 1,374,000원 최저가 857,000원 |
| 최고/최저가 대비 등락율 | -30.86% 10.85% |
| 상대수익률 | 절대 상대 |
| 1M | 5.1% 3.8% |
| 6M | -5.2% -5.6% |
| 12M | -23.6% -21.0% |
| 발행주식수 | 5,976천주 |
| 일평균거래량(3M) | 19천주 |
| 외국인 지분율 | 37.02% |
| 배당수익률(16.E) | 0.63% |
| BPS(16.E) | 267,304원 |



◎ 중국 외형과 마진 동시 개선 가능

- 오프라인 채널 성장 둔화에도 불구하고, RMB 기준 매출 성장률 10% 가까이 달성 전망
- 1) 파이류의 MS 상승, 2) 감자스낵의 구조적 고성장, 3) 하반기 마켓오/닥터유 신제품 기대
- TT채널 확대와 규모의 경제 효과를 바탕으로 1분기 중국 OP YoY +21% 전망

◎ 강화되는 신제품 리더쉽

- 국내 '초코파이 바나나' 런칭 성공적. 올해 하반기로 갈 수록 외형 돋보일 것.
- 중장기적으로 국내와 중국에서 성공한 제품 라인업을 4개 시장에 출시 가능.
- 강화되는 신제품 리더쉽은 동사 밸류에이션 프리미엄의 근거가 될 것

◎ 2분기 이후 실적 모멘텀 더욱 개선될 것

- 1분기 높은 베이스에도 불구하고 영업이익 YoY +5% 성장 가능.
- 작년 2분기 이후 메가마크 상각에 의한 기저로 인해, 올해 2분기부터 편안한 실적 흐름 전망.

| 투자지표, IFRS연결 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(억원) | 21,998 | 23,824 | 24,739 | 26,571 | 28,699 |
| 보고영업이익(억원) | 2,489 | 2,993 | 3,619 | 4,162 | 4,882 |
| 핵심영업이익(억원) | 2,489 | 2,993 | 3,619 | 4,162 | 4,882 |
| EBITDA(억원) | 3,953 | 4,816 | 5,371 | 6,088 | 6,667 |
| 세전이익(억원) | 2,289 | 2,518 | 3,390 | 3,988 | 4,797 |
| 순이익(억원) | 1,743 | 1,771 | 2,570 | 3,023 | 3,636 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 1,635 | 1,623 | 2,470 | 2,873 | 3,455 |
| EPS(원) | 27,363 | 27,170 | 41,333 | 48,076 | 57,821 |
| 증감율(%YoY) | 12.1 | -0.7 | 52.1 | 16.3 | 20.3 |
| PER(배) | 37.1 | 35.0 | 23.0 | 19.8 | 16.4 |
| PBR(배) | 4.9 | 4.1 | 3.6 | 3.1 | 2.6 |
| EV/EBITDA(배) | 17.7 | 13.9 | 11.8 | 10.1 | 8.7 |
| 보고영업이익률(%) | 11.3 | 12.6 | 14.6 | 15.7 | 17.0 |
| 핵심영업이익률(%) | 11.3 | 12.6 | 14.6 | 15.7 | 17.0 |
| ROE(%) | 13.0 | 12.1 | 15.7 | 16.0 | 16.6 |
| 순부채비율(%) | 38.7 | 32.5 | 24.0 | 9.8 | -6.2 |

오리온(001800) 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q15 | 2Q15 | 3Q15 | 4Q15 | 1Q16E | 2Q16E | 3Q16E | 4Q16E | 2015 | 2016E | 2017E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 626.4 | 512.6 | 639.4 | 604.0 | 661.0 | 545.0 | 643.1 | 625.9 | 2,382.4 | 2,473.9 | 2,657.1 |
| (YoY) | 6.9% | 3.2% | 15.2% | 7.4% | 5.5% | 6.3% | 0.6% | 3.6% | 8.3% | 3.8% | 7.4% |
| 제과 | 602.2 | 498.9 | 572.8 | 564.6 | 640.6 | 524.9 | 602.9 | 605.5 | 2,238.6 | 2,373.9 | 2,557.1 |
| (YoY) | 6.1% | 3.9% | 9.6% | 2.8% | 6.4% | 5.2% | 5.2% | 7.2% | 5.6% | 6.0% | 7.7% |
| 한국 | 185.7 | 168.3 | 160.1 | 166.3 | 176.9 | 166.7 | 161.7 | 169.5 | 680.5 | 674.8 | 687.6 |
| (YoY) | -3.3% | -9.3% | -9.6% | -8.6% | -4.8% | -1.0% | 1.0% | 1.9% | -7.7% | -0.8% | 1.9% |
| 중국(Pan Orion) | 353.7 | 268.1 | 372.7 | 338.4 | 394.2 | 293.1 | 399.4 | 370.2 | 1,332.9 | 1,456.9 | 1,606.9 |
| (YoY) | 13.1% | 9.3% | 24.4% | 11.5% | 11.4% | 9.3% | 7.2% | 9.4% | 14.8% | 9.3% | 10.3% |
| 베트남(OV) | 49.9 | 34.2 | 36.3 | 44.6 | 55.4 | 38.3 | 38.9 | 48.3 | 164.9 | 180.9 | 191.6 |
| (YoY) | 8.6% | 8.3% | 14.8% | 8.6% | 11.1% | 12.0% | 7.1% | 8.5% | 9.9% | 9.7% | 5.9% |
| 러시아(OIE) | 12.4 | 16.3 | 16.1 | 13.4 | 13.6 | 14.8 | 15.3 | 15.5 | 58.1 | 59.2 | 68.9 |
| (YoY) | -32.7% | -19.1% | -9.7% | -49.2% | 10.3% | -9.3% | -4.9% | 16.0% | -29.7% | 1.9% | 16.3% |
| 기타 및 연결조정 | 24.2 | 13.6 | 66.6 | 39.4 | 20.4 | 20.1 | 40.2 | 20.4 | 143.8 | 100.0 | 100.0 |
| 매출총이익 | 306.3 | 233.3 | 280.0 | 295.1 | 333.9 | 260.3 | 321.9 | 320.3 | 1,114.7 | 1,236.5 | 1,351.9 |
| (GPM) | 48.9% | 45.5% | 43.8% | 48.9% | 50.5% | 47.8% | 50.1% | 51.2% | 46.8% | 50.0% | 50.9% |
| 제과 | 303.6 | 238.4 | 292.7 | 287.4 | 330.4 | 256.8 | 314.9 | 316.8 | 1,122.2 | 1,218.9 | 1,334.3 |
| (GPM) | 50.4% | 47.8% | 51.1% | 50.9% | 51.6% | 48.9% | 52.2% | 52.3% | 50.1% | 51.3% | 52.2% |
| 판매비 | 199.4 | 185.9 | 201.4 | 228.8 | 220.6 | 201.2 | 213.0 | 239.6 | 815.4 | 874.6 | 935.8 |
| (판매비율) | 31.8% | 36.3% | 31.5% | 37.9% | 33.4% | 36.9% | 33.1% | 38.3% | 34.2% | 35.4% | 35.2% |
| 제과 | 207.4 | 179.6 | 203.4 | 219.4 | 227.2 | 195.7 | 213.7 | 234.1 | 809.9 | 870.7 | 931.9 |
| (판매비율) | 34.4% | 36.0% | 35.5% | 38.9% | 35.5% | 37.3% | 35.4% | 38.7% | 36.2% | 36.7% | 36.4% |
| 영업이익 | 106.9 | 47.4 | 78.6 | 66.4 | 113.2 | 59.1 | 108.9 | 80.7 | 299.3 | 361.9 | 416.2 |
| (YoY) | 26.0% | 19.1% | 7.2% | 30.5% | 5.9% | 24.6% | 38.5% | 21.6% | 20.3% | 20.9% | 15.0% |
| (OPM) | 17.1% | 9.3% | 12.3% | 11.0% | 17.1% | 10.8% | 16.9% | 12.9% | 12.6% | 14.6% | 15.7% |
| 제과 | 96.2 | 58.8 | 89.3 | 68.0 | 103.1 | 61.1 | 101.2 | 82.7 | 312.3 | 348.2 | 402.4 |
| (OPM) | 16.0% | 11.8% | 15.6% | 12.0% | 16.1% | 11.6% | 16.8% | 13.7% | 14.0% | 14.7% | 15.7% |
| 세전이익 | 98.7 | 41.4 | 58.6 | 53.1 | 108.1 | 54.0 | 103.7 | 75.6 | 251.8 | 339.0 | 398.8 |
| 당기순이익 | 74.9 | 17.4 | 44.6 | 39.6 | 81.9 | 40.9 | 78.6 | 57.3 | 176.5 | 257.0 | 302.3 |
| 지배주주순이익 | 79.4 | 16.6 | 37.6 | 28.6 | 79.4 | 39.4 | 74.9 | 55.1 | 162.2 | 247.0 | 287.3 |
| (YoY) | 65.6% | -18.1% | -20.6% | -45.4% | -0.1% | 137.4% | 99.5% | 92.3% | -2.5% | 52.3% | 16.3% |

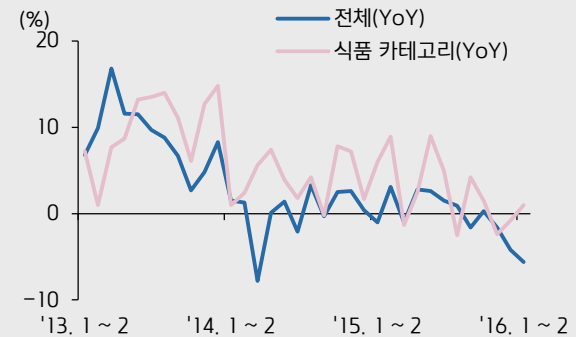
오리온(001800) Key Charts

중국 연도별 소매판매액 증가율 및 온라인 비중 추이



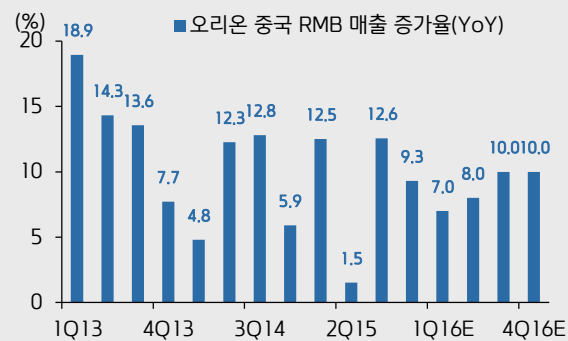
자료: CNCIC, iResearch, Sun Art Retail

중국 Top 100 Retailer 월별 소매판매액 증가율 추이



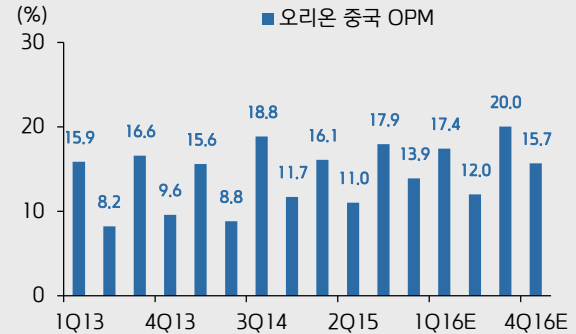
자료: CNCIC

오리온 중국 RMB 매출 증가율(YoY) 추이 및 가점



자료: 오리온, 키움증권 리서치

오리온 중국 OPM 추이 및 가점



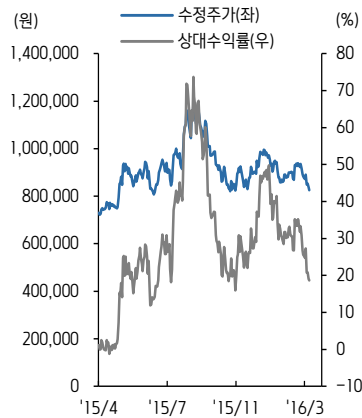
자료: 오리온, 키움증권 리서치

롯데푸드(002270) 육가공 회복 되고 있다

BUY (Maintain)

주가(4/4): 830,000원/TP: 1,240,000원

| | | |
|---------------|------------|----------|
| KOSPI(4/4) | 1,978.97pt | |
| 시가총액 | 11,366억원 | |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| | 1,189,000원 | 722,000원 |
| 최고/최저가 대비 등락율 | -30.19% | 14.96% |
| 상대수익률 | 절대 | 상대 |
| | 1M | -7.8% |
| | 6M | -23.1% |
| | 12M | 14.6% |
| 발행주식수 | 1,369천주 | |
| 일평균거래량(3M) | 5천주 | |
| 외국인 지분율 | 5.78% | |
| 배당수익률(16.E) | 0.58% | |
| BPS(16.E) | 697,439원 | |



◎ 가공육 출하량 쇼크에서 회복 중

- 작년 4분기 WHO 1군 발암물질 지정 이후, 급락한 매출에서 서서히 회복 중
- 돈육 투입단가 하락에 따른 마진 확대 구간 진입. 연간 육가공 OP 100억 이상 개선 기대

◎ 분유 수출 성장세 유효, HMR은 하반기부터 기대

- 중국향 조제분유 수출 성장세 유효. 중장기적으로 동남아로 확대 목표.
- 마트 HMR 브랜드 '요리하다'는 서서히 상품 구색 갖춰 나갈 전망. 하반기부터 외형 확대 본격화 예상

◎ Captive 채널 바탕으로 다양한 품목 성장 기대

- 롯데그룹의 마트, 슈퍼, 편의점 채널을 활용하며 종합식품회사로 성장 중
- 히트상품 제조 내재화 하면서, 식품제조업 영역으로 서서히 침투할 것으로 예상

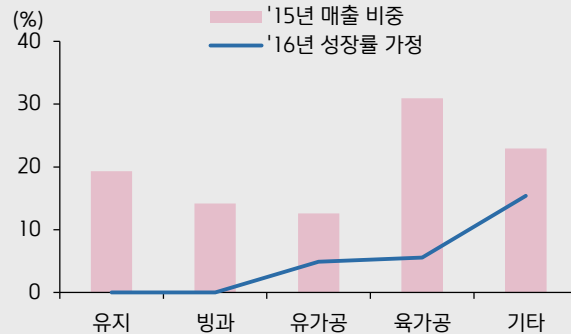
| 투자지표, IFRS별도 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(억원) | 16,330 | 17,062 | 18,064 | 19,041 | 19,906 |
| 보고영업이익(억원) | 659 | 692 | 900 | 1,029 | 1,129 |
| 핵심영업이익(억원) | 659 | 692 | 900 | 1,029 | 1,129 |
| EBITDA(억원) | 1,117 | 1,170 | 1,379 | 1,508 | 1,607 |
| 세전이익(억원) | 732 | 626 | 842 | 1,004 | 1,130 |
| 순이익(억원) | 599 | 503 | 690 | 823 | 926 |
| 지분법적용순이익(억원) | 599 | 503 | 690 | 823 | 926 |
| EPS(원) | 43,721 | 36,711 | 50,413 | 60,106 | 67,652 |
| 증감율(%YoY) | -47.5 | -16.0 | 37.3 | 19.2 | 12.6 |
| PER(배) | 13.3 | 22.6 | 16.5 | 13.8 | 12.3 |
| PBR(배) | 1.0 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |
| EV/EBITDA(배) | 8.0 | 9.9 | 8.3 | 7.3 | 6.4 |
| 보고영업이익률(%) | 4.0 | 4.1 | 5.0 | 5.4 | 5.7 |
| 핵심영업이익률(%) | 4.0 | 4.1 | 5.0 | 5.4 | 5.7 |
| ROE(%) | 7.5 | 5.8 | 7.5 | 8.3 | 8.6 |
| 순부채비율(%) | 11.5 | 3.0 | 1.4 | -4.1 | -9.5 |

롯데푸드(002270) 별도기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q15 | 2Q15 | 3Q15 | 4Q15 | 1Q16E | 2Q16E | 3Q16E | 4Q16E | 2015 | 2016E | 2017E |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 404.8 | 443.2 | 469.6 | 388.7 | 424.9 | 466.4 | 492.7 | 422.4 | 1,706.2 | 1,806.4 | 1,904.1 |
| (YoY) | 5.6% | 4.1% | 6.3% | 1.7% | 5.0% | 5.2% | 4.9% | 8.7% | 4.5% | 5.9% | 5.4% |
| 유지식품 | 174.6 | 183.8 | 183.9 | 179.1 | 188.1 | 197.5 | 196.1 | 200.1 | 721.4 | 781.8 | 842.1 |
| (YoY) | 4.0% | 7.1% | 8.5% | 6.9% | 7.7% | 7.4% | 6.6% | 11.7% | 6.7% | 8.4% | 7.7% |
| 빙과 등 | 97.1 | 134.3 | 136.1 | 89.9 | 99.7 | 137.0 | 138.8 | 92.4 | 457.4 | 467.9 | 477.5 |
| (YoY) | 3.7% | 2.4% | 0.6% | -1.2% | 2.7% | 2.0% | 2.0% | 2.8% | 1.4% | 2.3% | 2.0% |
| 육가공 등 | 133.1 | 125.0 | 149.6 | 119.7 | 137.1 | 131.9 | 157.8 | 129.9 | 527.4 | 556.7 | 584.5 |
| (YoY) | 9.1% | 1.7% | 9.2% | -3.2% | 3.0% | 5.5% | 5.5% | 8.5% | 4.3% | 5.6% | 5.0% |
| 매출총이익 | 76.6 | 95.9 | 105.2 | 70.8 | 85.2 | 106.4 | 113.0 | 86.9 | 348.6 | 391.5 | 421.8 |
| (GPM) | 18.9% | 21.6% | 22.4% | 18.2% | 20.1% | 22.8% | 22.9% | 20.6% | 20.4% | 21.7% | 22.2% |
| 판매비 | 63.7 | 71.3 | 75.1 | 69.3 | 68.8 | 76.6 | 80.5 | 75.5 | 279.4 | 301.5 | 318.9 |
| (판매비율) | 15.7% | 16.1% | 16.0% | 17.8% | 16.2% | 16.4% | 16.3% | 17.9% | 16.4% | 16.7% | 16.7% |
| 영업이익 | 12.9 | 24.7 | 30.1 | 1.5 | 16.4 | 29.7 | 32.5 | 11.4 | 69.2 | 90.0 | 102.9 |
| (YoY) | -11.1% | 1.7% | 14.2% | 91.7% | 26.8% | 20.4% | 8.0% | 644.1% | 5.0% | 30.0% | 14.4% |
| (OPM) | 3.2% | 5.6% | 6.4% | 0.4% | 3.9% | 6.4% | 6.6% | 2.7% | 4.1% | 5.0% | 5.4% |
| 유지식품 | 9.1 | 9.5 | 12.0 | 6.2 | 10.4 | 10.8 | 13.4 | 7.7 | 36.8 | 42.4 | 46.5 |
| (OPM) | 5.2% | 5.1% | 6.5% | 3.5% | 5.5% | 5.5% | 6.9% | 3.8% | 5.1% | 5.4% | 5.5% |
| 빙과 등 | 5.0 | 16.5 | 13.4 | -1.6 | 4.5 | 16.2 | 13.7 | 0.5 | 33.3 | 34.9 | 36.1 |
| (OPM) | 5.1% | 12.3% | 9.9% | -1.8% | 4.5% | 11.8% | 9.8% | 0.5% | 7.3% | 7.5% | 7.6% |
| 육가공 등 | -1.2 | -1.3 | 4.7 | -3.0 | 1.5 | 2.6 | 5.4 | 3.2 | -0.8 | 12.8 | 20.4 |
| (OPM) | -0.9% | -1.0% | 3.1% | -2.5% | 1.1% | 2.0% | 3.4% | 2.5% | -0.2% | 2.3% | 3.5% |
| 세전이익 | 13.4 | 21.0 | 22.0 | 6.2 | 17.5 | 27.1 | 31.5 | 8.2 | 62.6 | 84.2 | 100.4 |
| 당기순이익 | 11.0 | 18.1 | 18.9 | 2.3 | 14.3 | 22.2 | 25.8 | 6.7 | 50.3 | 69.0 | 82.3 |
| (YoY) | -18.8% | -5.7% | -3.0% | -70.1% | 30.6% | 22.7% | 36.5% | 191.1% | -16.0% | 37.3% | 19.2% |

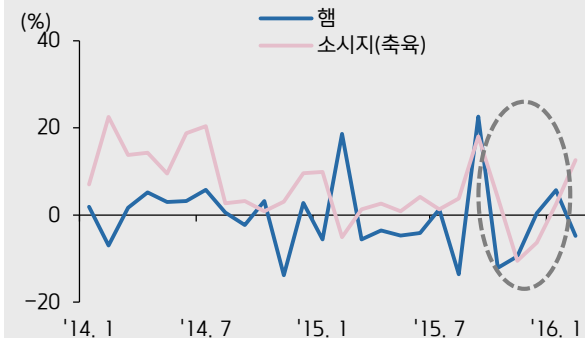
롯데푸드(002270) Key Charts

사업부별 매출 성장률 가정



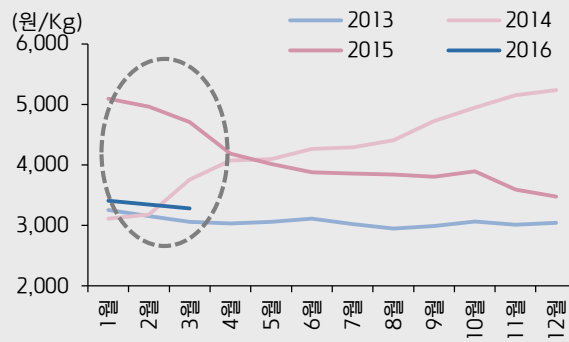
자료: 롯데푸드, 키움증권 리서치

햄/소시지 출하량 YoY 증가율 추이



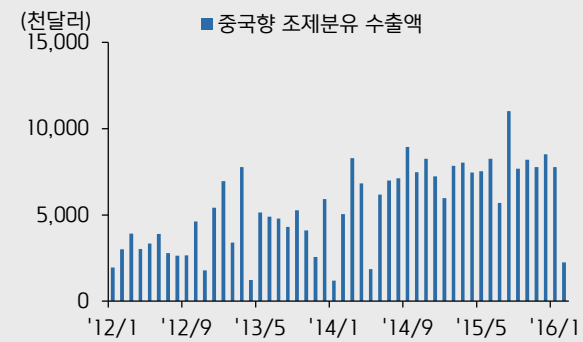
자료: 통계청

국내산 돈육 후지 단가 추이



자료: 한국육류유통수출협회, 키움증권 리서치

월별 중국향 조제분유 수출액 추이



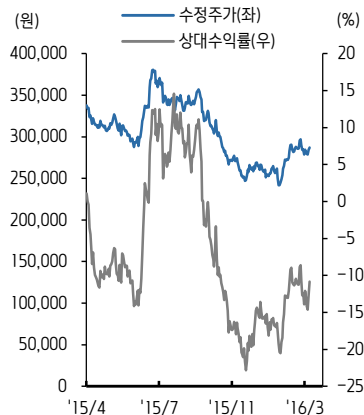
자료: 관세청

동원산업(006040) 어가 상승 모멘텀 기대

BUY (Initiate)

주가(4/4): 288,000원/TP: 410,000원

| | |
|---------------|--------------------------|
| KOSPI(4/4) | 1,978.97pt |
| 시가총액 | 9,686억원 |
| 52주 주가동향 | 최고가 최저가 |
| | 380,500원 242,000원 |
| 최고/최저가 대비 등락율 | -24.31% 19.01% |
| 상대수익률 | 절대 상대 |
| | 1M -0.9% -2.0% |
| | 6M -19.3% -19.7% |
| | 12M -12.1% -9.1% |
| 발행주식수 | 3,363천주 |
| 일평균거래량(3M) | 2천주 |
| 외국인 지분율 | 4.42% |
| 배당수익률(16.E) | 0.69% |
| BPS(16.E) | 228,938원 |



◎ 우호적인 외부 변수로 실적 개선 전망

- 어가, 환율, 유가 모두 전년 대비 우호적인 상황 전개 중.
- 미국 조업일 수 감소로 Skipjack 시세 \$1,600/MT 돌파. 수산사업 마진 개선 기대.
- 선박운용 대리점 관련 대손비용 축소 되면서, 별도기준 영업적자 460억 축소 기대

◎ 중기 수익성 개선의 관전 포인트는 입어로 협상

- FFA 연안국들 입어로 매년 인상하였으나, Skipjack 시세 하락으로 원양어선 수익성 악화
- 미국 ATA는 입어로 레벨과 산출 방식에 불만을 표하며, FFA와 재협상 시도 중
- 현재 Skipjack 시세에서 수익성 내기 쉽지 않은 상황. 협상을 통한 긍정적 변화 기대.

◎ 어가 상승과 함께 실적 흐름 견조할 전망

- 지난 해 어가 기저 매우 낮은 상황. 올해 연평균 어가 YoY +6.4% 상승 기대(달리기준)
- 중기적으로 입어로 산출 방식 개선 시, 실적 가시성과 안정성 개선될 가능성 있음

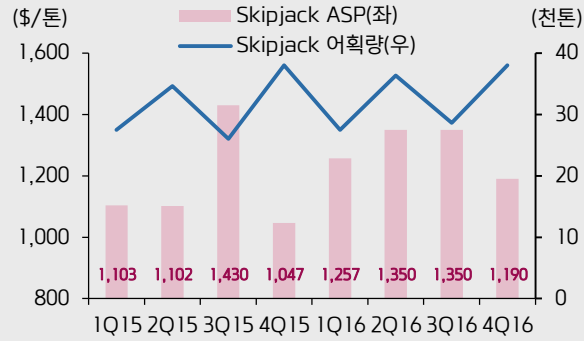
| 투자지표, IFRS연결 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(억원) | 13,839 | 13,597 | 14,455 | 14,765 | 15,091 |
| 보고영업이익(억원) | 812 | 573 | 1,036 | 1,116 | 1,201 |
| 핵심영업이익(억원) | 812 | 573 | 1,036 | 1,116 | 1,201 |
| EBITDA(억원) | 1,415 | 1,210 | 1,612 | 1,724 | 1,839 |
| 세전이익(억원) | 777 | 211 | 842 | 931 | 1,023 |
| 순이익(억원) | 586 | 70 | 638 | 706 | 776 |
| 지배주주순이익(억원) | 607 | 116 | 638 | 706 | 776 |
| EPS(원) | 18,034 | 3,451 | 18,976 | 20,992 | 23,066 |
| 증감율(%YoY) | -20.9 | -80.9 | 449.8 | 10.6 | 9.9 |
| PER(배) | 17.2 | 83.5 | 15.2 | 13.7 | 12.5 |
| PBR(배) | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |
| EV/EBITDA(배) | 10.3 | 9.2 | 9.3 | 8.6 | 7.9 |
| 보고영업이익률(%) | 5.9 | 4.2 | 7.2 | 7.6 | 8.0 |
| 핵심영업이익률(%) | 5.9 | 4.2 | 7.2 | 7.6 | 8.0 |
| ROE(%) | 8.9 | 1.0 | 8.7 | 8.8 | 9.0 |
| 순부채비율(%) | 65.8 | 74.4 | 69.7 | 62.2 | 54.5 |

동원산업(006040) 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q15 | 2Q15 | 3Q15 | 4Q15 | 1Q16E | 2Q16E | 3Q16E | 4Q16E | 2015 | 2016E | 2017E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 335.8 | 341.4 | 361.8 | 320.8 | 367.9 | 374.0 | 369.3 | 334.3 | 1,359.7 | 1,445.5 | 1,476.5 |
| (YoY) | -11.1% | 12.7% | -0.4% | -5.7% | 9.6% | 9.6% | 2.1% | 4.2% | -1.7% | 6.3% | 2.2% |
| 별도기준 | 145.2 | 159.6 | 176.5 | 158.1 | 157.1 | 178.8 | 182.1 | 168.6 | 639.3 | 686.6 | 710.5 |
| (YoY) | -5.4% | 9.0% | -5.7% | -14.7% | 8.2% | 12.0% | 3.2% | 6.7% | -4.9% | 7.4% | 3.5% |
| 어획물 | 37.8 | 48.5 | 60.7 | 46.4 | 46.0 | 63.9 | 62.3 | 53.1 | 193.4 | 225.4 | 233.4 |
| (YoY) | -33.6% | -0.2% | -19.7% | -35.6% | 21.8% | 31.7% | 2.7% | 14.5% | -23.6% | 16.5% | 3.5% |
| 어획물 외 | 107.4 | 111.1 | 115.8 | 111.8 | 111.1 | 114.8 | 119.8 | 115.5 | 445.9 | 461.2 | 477.1 |
| (YoY) | 11.2% | 13.6% | 3.7% | -7.3% | 3.5% | 3.4% | 3.5% | 3.4% | 6.4% | 3.4% | 3.4% |
| 스타키스트 | 191.3 | 182.8 | 191.9 | 165.1 | 211.4 | 196.3 | 193.7 | 168.1 | 731.0 | 769.5 | 776.7 |
| (YoY) | -13.8% | 17.3% | 6.6% | 1.9% | 10.5% | 7.4% | 0.9% | 1.8% | 1.5% | 5.3% | 0.9% |
| 매출총이익 | 41.8 | 51.8 | 64.3 | 54.8 | 56.6 | 67.0 | 63.6 | 57.0 | 212.7 | 244.2 | 253.6 |
| (GPM) | 12.5% | 15.2% | 17.8% | 17.1% | 15.4% | 17.9% | 17.2% | 17.1% | 15.6% | 16.9% | 17.2% |
| 판매비 | 37.8 | 37.0 | 33.7 | 46.8 | 40.9 | 34.7 | 32.4 | 32.5 | 155.3 | 140.5 | 142.0 |
| (판매비율) | 11.2% | 10.8% | 9.3% | 14.6% | 11.1% | 9.3% | 8.8% | 9.7% | 11.4% | 9.7% | 9.6% |
| 영업이익 | 4.1 | 14.7 | 30.6 | 8.0 | 15.6 | 32.3 | 31.2 | 24.5 | 57.3 | 103.6 | 111.6 |
| (OPM) | 1.2% | 4.3% | 8.4% | 2.5% | 4.3% | 8.6% | 8.4% | 7.3% | 4.2% | 7.2% | 7.6% |
| 별도기준 | -10.5 | -16.5 | -1.7 | -20.7 | -7.7 | 4.5 | 3.4 | -3.6 | -49.4 | -3.4 | 3.6 |
| (OPM) | -7.2% | -10.4% | -1.0% | -13.1% | -4.9% | 2.5% | 1.9% | -2.1% | -7.7% | -0.5% | 0.5% |
| 세전이익 | -14.0 | 11.2 | 27.5 | -3.7 | 2.8 | 19.3 | 18.4 | 43.7 | 21.1 | 84.2 | 93.1 |
| 당기순이익 | -6.3 | 5.5 | 16.4 | -8.6 | 2.1 | 14.6 | 13.9 | 33.1 | 7.0 | 63.8 | 70.6 |
| 지배주주순이익 | -6.0 | 6.0 | 16.9 | -5.2 | 2.1 | 14.6 | 13.9 | 33.1 | 11.6 | 63.8 | 70.6 |

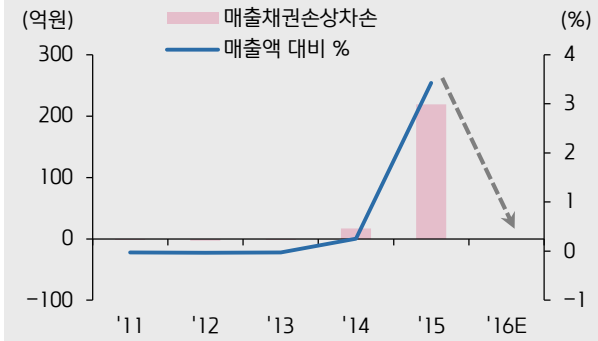
동원산업(006040) Key Charts

선망참치 ASP 및 어획량 가정



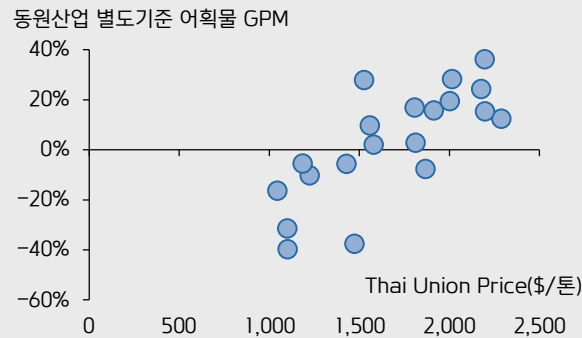
자료: 동원산업, Thai Union, 키움증권 리서치

업황 회복으로 일회성 대손 축소 기대(별도기준)



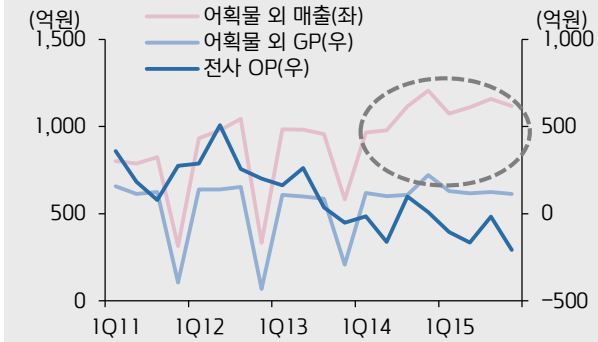
자료: 동원산업, 키움증권 리서치

참치어가와 수익성의 관계



자료: 동원산업, Thai Union, 키움증권 리서치

수산업 외의 사업은 안정적(별도기준)



자료: 동원산업, 키움증권 리서치

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

- > 당사는 4월 4일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

◎ 투자의견 적용기준

| 기업 | 적용기준(6개월) | 업종 | 적용기준(6개월) |
|------------------------|------------------------|--------------------|----------------------|
| Buy(매수) | 시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상 | Overweight (비중확대) | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상 |
| Outperform(시장수익률 상회) | 시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상 | Neutral (중립) | 시장대비 +10~-10% 변동 예상 |
| Marketperform(시장수익률) | 시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상 | Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상 | | |
| Sell(매도) | 시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상 | | |

◎ 투자등급 비율 통계 (2015/3/31~2016/3/31)

| 투자등급 | 건수 | 비율(%) |
|------|-----|--------|
| 매수 | 172 | 94.51% |
| 중립 | 10 | 5.49% |
| 매도 | 0 | 0.00% |

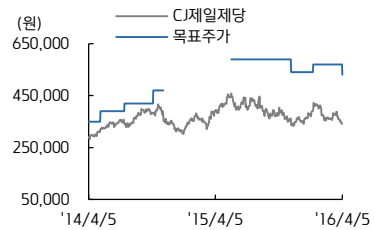
투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 |
|--------------------|------------------|-----------------------|----------|
| CJ제일제당 (097950) | 2014/04/01 | BUY (Upgrade) | 350,000원 |
| | 2014/04/09 | BUY (Maintain) | 350,000원 |
| | 2014/05/09 | BUY (Maintain) | 390,000원 |
| | 2014/05/30 | BUY (Maintain) | 390,000원 |
| | 2014/06/16 | BUY (Maintain) | 390,000원 |
| | 2014/07/17 | BUY (Maintain) | 420,000원 |
| | 2014/08/04 | BUY (Maintain) | 420,000원 |
| | 2014/10/08 | BUY (Maintain) | 470,000원 |
| | 2014/11/06 | BUY (Maintain) | 470,000원 |
| | 담당자변경 | BUY (Reinitiate) | 590,000원 |
| 담당자변경 | 2015/06/08 | BUY (Reinitiate) | 590,000원 |
| | 2015/09/08 | BUY (Reinitiate) | 590,000원 |
| | 2015/11/09 | BUY (Maintain) | 540,000원 |
| | 2015/11/24 | BUY (Maintain) | 540,000원 |
| | 2016/01/12 | BUY (Maintain) | 570,000원 |
| | 2016/01/13 | BUY (Maintain) | 570,000원 |
| | 2016/02/11 | BUY (Maintain) | 570,000원 |
| | 2016/04/05 | BUY (Maintain) | 530,000원 |
| | 매일유업 (005990) | Outperform(Downgrade) | 52,000원 |
| | 2014/06/02 | BUY(Upgrade) | 44,000원 |
| 담당자변경 | 2014/09/01 | BUY(Maintain) | 48,000원 |
| | 2014/11/06 | BUY(Maintain) | 48,000원 |
| | 2015/11/05 | BUY(Reinitiate) | 46,000원 |
| | 2015/11/17 | BUY(Maintain) | 52,000원 |
| | 2015/11/24 | BUY(Maintain) | 52,000원 |
| | 2016/01/27 | BUY(Maintain) | 54,000원 |
| | 2016/03/10 | BUY(Maintain) | 65,000원 |
| | 2016/04/05 | BUY(Maintain) | 65,000원 |
| | 동원산업 (006040) | BUY(Initiate) | 410,000원 |
| | 2016/04/05 | BUY(Initiate) | 410,000원 |

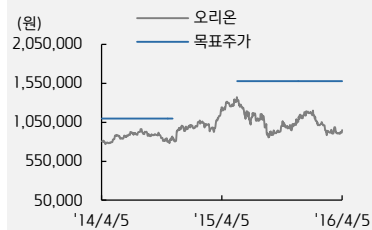
| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 |
|------------------|------------|----------------------------|------------|
| KT&G (033780) | 2014/04/09 | BUY (Maintain) | 96,000원 |
| | 2014/04/18 | BUY (Maintain) | 96,000원 |
| | 2014/07/08 | Outperform (Downgrade) | 105,000원 |
| | 2014/07/18 | Outperform (Maintain) | 105,000원 |
| | 2014/09/12 | Outperform (Maintain) | 105,000원 |
| | 2014/10/17 | Outperform (Maintain) | 105,000원 |
| | 2014/11/06 | Outperform (Maintain) | 105,000원 |
| | 담당자변경 | Marketperform (Reinitiate) | 100,000원 |
| | 2015/06/08 | Marketperform (Reinitiate) | 100,000원 |
| | 담당자변경 | Outperform (Reinitiate) | 126,000원 |
| 오리온 (001800) | 2014/04/09 | BUY(Maintain) | 1,100,000원 |
| | 2014/05/16 | BUY(Maintain) | 1,100,000원 |
| | 2014/05/30 | BUY(Maintain) | 1,100,000원 |
| | 2014/07/17 | BUY(Maintain) | 1,100,000원 |
| | 2014/08/18 | BUY(Maintain) | 1,100,000원 |
| | 2014/10/13 | BUY(Maintain) | 1,100,000원 |
| | 2014/11/06 | BUY(Maintain) | 1,100,000원 |
| | 담당자변경 | BUY(Reinitiate) | 1,580,000원 |
| | 2015/06/08 | BUY(Reinitiate) | 1,580,000원 |
| | 담당자변경 | BUY(Reinitiate) | 1,230,000원 |
| 롯데푸드 (002270) | 2014/04/09 | BUY (Maintain) | 950,000원 |
| | 2014/05/30 | BUY (Maintain) | 950,000원 |
| | 2014/06/16 | BUY (Maintain) | 950,000원 |
| | 2014/07/17 | BUY (Maintain) | 950,000원 |
| | 2014/11/06 | BUY (Maintain) | 950,000원 |
| | 담당자변경 | Outperform (Reinitiate) | 970,000원 |
| | 2015/06/08 | Outperform (Reinitiate) | 970,000원 |
| | 담당자변경 | BUY (Reinitiate) | 1,370,000원 |
| | 2015/09/08 | BUY (Reinitiate) | 1,370,000원 |
| | 2015/11/17 | BUY (Maintain) | 1,370,000원 |
| | 2016/01/18 | BUY (Maintain) | 1,370,000원 |
| | 2016/03/03 | BUY (Maintain) | 1,370,000원 |
| | 2016/04/05 | BUY (Maintain) | 1,240,000원 |

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

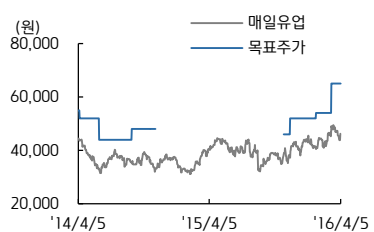
CJ제일제당



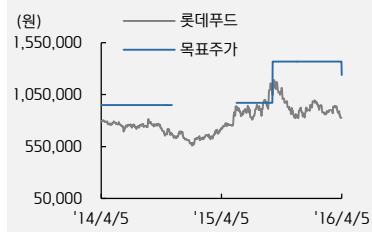
오리온



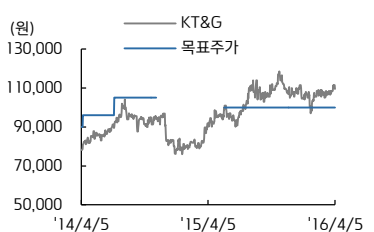
매일유업



롯데푸드



KT&G



동원산업

