

음식료

새로운 등불을 찾아서
(1Q16 Preview)

2016. 4. 5

키움증권 



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



>>> 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 내 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"> 출산률 하락, 인구고령화로 내수 정체 지속, 품목별 차별적 성장세 진행 中 담배: 내수 출하 회복(YoY +40% 이상). 세금인상 이후 흡연율을 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, 밸효유/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 점증 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, 지난친 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 中.

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 中
- 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%	-9.6%pt	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%	0.1%pt	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%	-0.9%pt	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%	0.3%pt	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%	1.0%pt	3.0%	1.7%	2.5%	2.8%
	순이익	5	69	30	163	57	980.1%	95	267	285	318

회사명

실적 전망 세부 사항

- 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.
- 1분기 중국 매출 성장률 전년 동기 high base에도 불구하고, RMB 기준 +7% 성장 전망
- 2분기부터 매출 성장을 base 낮아짐. 하반기 닥터유/마켓오 신제품 모멘텀 기대.
- 최근 중국 라이신 Spot Price 하락으로, 1분기 바이오 OP 기대치 하향.
- 육가공은 발암물질 우려에서 벗어나면서 소비심리 회복, 가공식품 매출 성장률은 기대치 상회 전망.
- 10% 이상의 매출 고성장 지속 전망. GPM 개선을 위한 지속적인 규모 확대 중.
- 2분기부터 프레시원 확장과 중국 지역에 대한 투자 부담이 관건.
- 유가공 업체 죄악 국면 탈피, 15년 전사 텐어라운드 성공으로 영업 성장화
- 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	<ul style="list-style-type: none"> 프리미엄 라면(짜왕/맛짬뽕)의 분기 매출 400억 내외 예상. ASP 상승 추세 지속(YoY +4~5% 예상). 오뚜기 저가 공세 지속되어, 라면 가격 인상 확신 가지기 어려울. 2분기 이후 high base 부담 속에 해외 사업 확장세가 관심.
대상	<ul style="list-style-type: none"> 백광산업 라이신 사업 양수로 인한 실적 불확실성 지속. 당분간 수익성 확인 구간으로 관망세 예상. 베스트코 적자 축소 가능성 높으나, 주력 제품(장류/조미료)에 대한 판관비 통제가 관건.
동원산업	<ul style="list-style-type: none"> 참치어가 최근 반등세. 1Q Skipjack 판가는 달려기준 YoY +14% 전망. 어가 회복으로 수익성 개선 가능. 구조적 성장 모멘텀은 약하지만, 어가 반등으로 주가 강세 예상.
롯데제과	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 클라우드 매출 부진이 숙제. 수입 맥주의 고성장으로 매출 성장을 기대치 하회. 4월 이후 날씨와 클라우드 매출 회복이 관건. 그러나 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 텐어라운드 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 송고르기 예상. 수출 분유 제품 리뉴얼로 1분기 수출분유 매출 기대치 하회 전망. 2분기부터 원유공급 과잉 완화, 계절적 성수기 진입, 분유 수출 재개로 실적 개선 모멘텀 풍부.
오뚜기	<ul style="list-style-type: none"> 친환경 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"> 소수 가격인상과 지속적인 원가 절감으로 수익성 개선 예상. 지주사는 동사 지분 매각을 통해 차입금 부담 완화. 맥주 가격 인상 시도 가능성 있으나, 수입 맥주 공세와 주류 시장의 주중 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 데지사육두수가 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 돼지고기 가격 추이



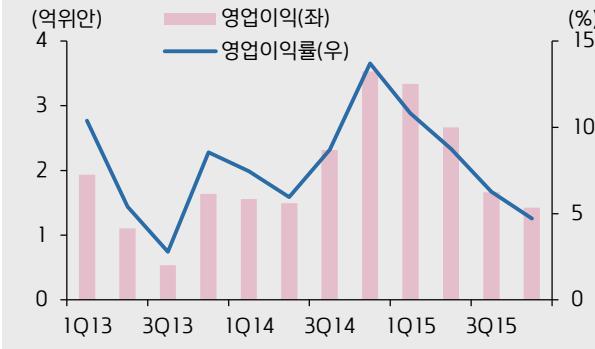
자료: Bloomberg, 중국 농업부

매화 매출액 추이



자료: Bloomberg

매화 영업이익 추이

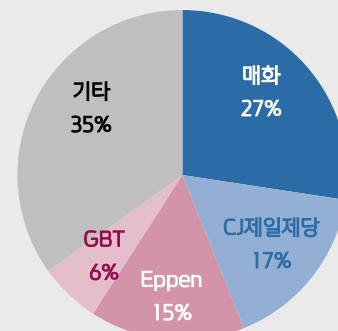


자료: Bloomberg

1) 라이신 업황과 CJ제일제당의 매화 인수 가능성

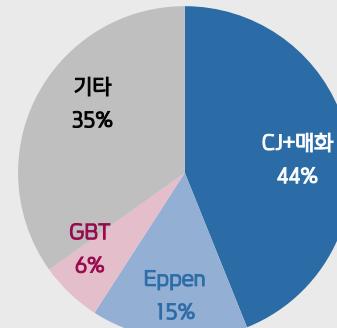
- ◎ 중국 라이신 플레이어들의 수익성이 한계점에 다다르고 있다고 판단
 - 매화 4Q15 OPM 4.7%, 한화 기준 영업이익 250억원 내외로, CJ제일제당의 규모에 크게 미치지 못함.
 - GBT는 15년 실적 공시 연기하면서 매출과 GP만 공시하였는데, 지난해 매출은 YoY -47.6% 역성장, GPM -7.7%.
 - 자본력, 원가 경쟁력, 사업 안정성 측면에서 CJ제일제당의 상대가 되기 어려움. 매화의 대주주가 Exit 할 가능성이 높은 근거.
- ◎ CJ제일제당이 매화를 인수한다면, 중국 라이신 판매량 MS 44%로 상승 예상
 - CJ제일제당이 매화를 인수하게 된다면, 중국 내 판매량 MS 44%로 상승 가능. Top 2 MS는 60% 근처에 도달.
 - 매화는 글로벌 쓰레오닌 1위업체(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

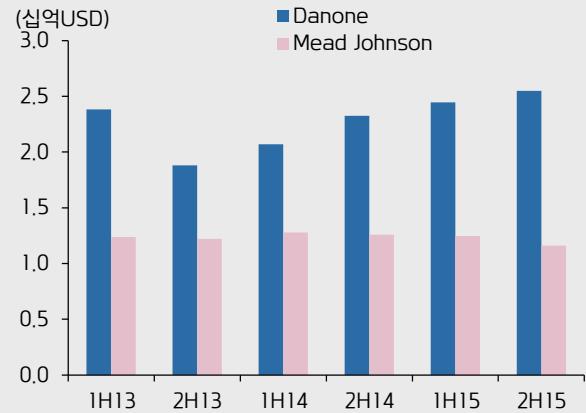
◎ 중국 분유 시장 성장을 추정

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

◎ 글로벌 분유 업체 매출 동향: 온라인 채널 승자가 MS Gain

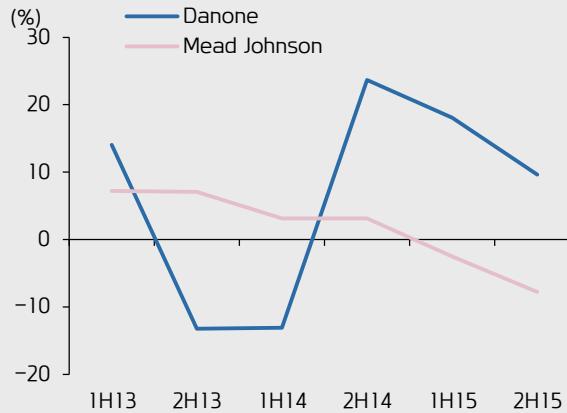
- 온라인 채널에서 적극적인 확장을 펼친 업체들이 MS Gain 한 것으로 판단. 중국 분유 시장에서 온라인 비중은 30% 수준.
- '15년 글로벌 분유 매출 성장률: Danone +14%, Mead Johnson -5%
- Danone은 온라인 채널을 통해 Nutrlion(네덜란드産), Aptamil(독일産) 브랜드를 확장한 것이 주효
- Nestle도 온라인 채널 덕분에 중국 분유 매출이 호조. Wyeth Illuma(아일랜드産) 브랜드가 중국에서 매출 6억불 돌파.
- Mead Johnson의 중국 지역 매출은 -10% 감소.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

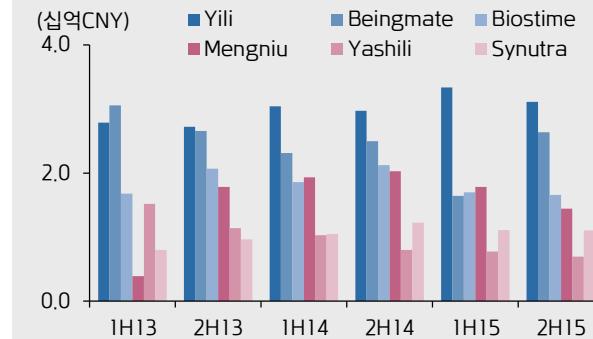
◎ 중국 로컬 업체 분유 매출 동향: 가격 경쟁으로 매출 하락하면서, MS Lose

- ‘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 내 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

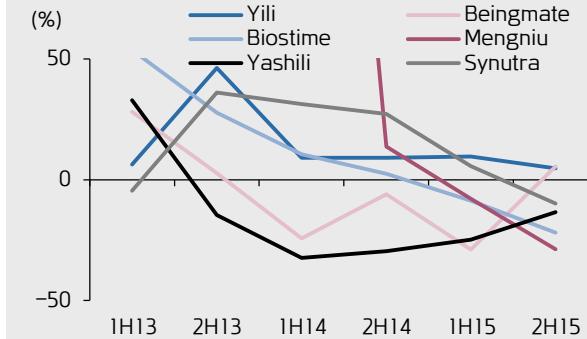
- 중국 정부는 생산허가증 발급과 제품 등록을 까다롭게 함으로써, 분유 산업의 진입장벽을 끌어올리고 있음
- 최근에 발표된 新조제분유법은 브랜드 수를 회사별로 3개로 제한하고자 함(브랜드당 3개 시리즈 가능: 9개 SKU 가능).
- 중국 분유 시장은 같은 회사에서 각 성별로 다른 브랜드를 운용할 정도로 브랜드 수가 많음(2,000개 내외 추정).
- 하지만 유럽, 일본, 한국, 뉴질랜드에서, 해당 규제안이 보호무역이라는 이유로, 3월 중순에 WTO에 이의제기 한 상황

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 에스토로겐 등 여성호르몬이 성인 여성의 평균치 이상으로 검출 • 중국 위생부는 샘플 검사를 통해, "분유에 성조숙증 성분이 없다"고 해명
'11년 2월	피혁우유 파동	<ul style="list-style-type: none"> • 우유의 단백질 수치가 떨어지는 것을 감추기 위해, 가죽에서 추출한 단백질을 우유에 첨가 • 버려진 가죽, 소파, 신발 등에서 비롯된 염색제나 화학물질로 인한, 치사 가능성 제기 • '05년 산동성업체, '09년 저장성의 유명 메이커 천위안의 유제품에서 피혁 단백질 검출 • 농업부가 '11년 2월에 피혁 단백질 샘플 조사를 선언하면서, 피혁우유 재발 우려 제기
'13년 8월	뉴질랜드 푸테라 분유 박테리아 오염사고	<ul style="list-style-type: none"> • 세계적인 낙농업체인 뉴질랜드 푸테라社가 생산한 분유의 박테리아 오염 의혹이 제기됨 • 푸테라社가 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"> • '10년 말까지 유제품 공업 프로젝트에 대한 심사 완료 • '11년 2월 말까지 유제품 생산허가증을 발급받은 업체에 대한 재심사 완료
'13년 1월	유제품 수출입 관리 강화	<ul style="list-style-type: none"> • 해외생산업체 등록제 실시, 미등록업체에서 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 편집 목표 • "인수합병 주도기업은 연속 3년 영리"로 규정, 대형 분유기업에 유리
'13년 12월	영유아 조제분유 생산업체 허가조건 심사세칙 수립	<ul style="list-style-type: none"> • HACCP, GMP 관리체계 실시 요구, 원유기지 건설 및 관리 강화. • 기업에 R&D 요구, 관리수준 혁신 추진
'14년 3월	식품 라벨 규범화	<ul style="list-style-type: none"> • 영유아 조제분유 '보조식' 유제품 등 시험 라벨을 충점적으로 표기 • 종문 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 받은업체 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 • 등록시 조제방법에 대한 연구보고서, 조제분유의 과학성/안전성 증빙자료도 제출 • OEM 방식 금지 및 조제방식 1개당 브랜드 1개로 규제
'15년 9월	영유아 조제분유 등록관리방법 (신청안)	<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 받은업체 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 확신하기 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 더뎌질 가능성 높음
- 다만, 작년에 한 자녀 정책이 폐지되었기 때문에, 전체 분유 수요에 대한 전망은 여전히 긍정적

◎ 한국 분유업체들의 향후 전망: 온라인 채널이 기회

- 여전히 중국인들은 중국산 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 内 Minor Player. 규제의 영향에서 자유로울 수는 없지만 상대적으로 리스크 제한적.
- 국내 3社는 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
아스리(Yashili) (雅士利)	'13년	<ul style="list-style-type: none"> - 뉴질랜드 법인 설립, 공장 건설 	• 슈퍼골든, 메이얼러(美兒樂)
허성위안(Biostime) (合生元)	'13년	<ul style="list-style-type: none"> - 프랑스 Isigny Sainte Mere 지분 매입 - 프랑스 유제품 생산업체 La Laiterie de Montaigu와 영유아 조제분유 생산 협의 체결 	• 증수자(智素加), 이수자(益素加), 슈퍼골든 시리즈, 슈퍼 케어 시리즈
이리(Yili)(伊利)	'14년	<ul style="list-style-type: none"> - 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	<ul style="list-style-type: none"> - 프랑스 공장 건설 중 - 유기농 식품은 프랑스 Nutribio 생산 - 네델란드우유(荷蘭乳牛)는 네델란드 Friesland/Campina 생산 	• 유버(優博), 네델란드우유(荷蘭乳牛)
베이인메이 (Beingmate)(貝因美)	'15년	<ul style="list-style-type: none"> - 폰테라와 호주에서 합작기업 설립 - KERRY와 아일랜드 공장 설립 	• 리위아이+(綠愛+)

자료: KOTRA

3) 선망어업 수익성 개선 가능할까?

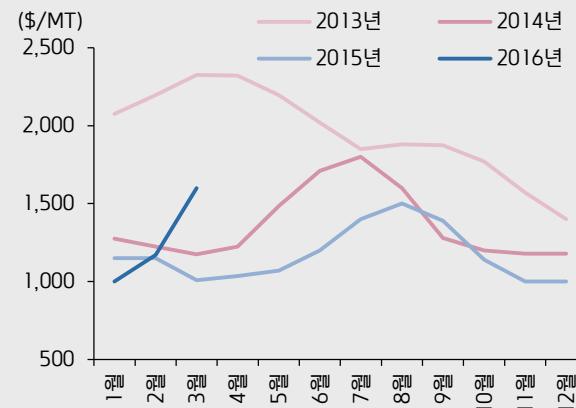
◎ 최근 참치어가 강세로 단기 수익성 개선 기대감 형성

- 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 기준 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.

참치어가(Skipjack) 방콕 시세 추이

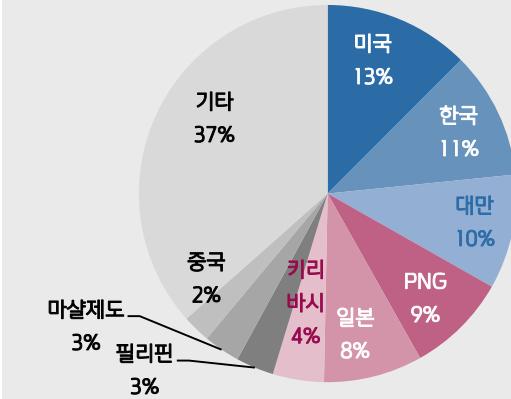


자료: Thai Union

주: 1) American Tunaboot Association

2) Pacific Island Forum Fisheries Agency

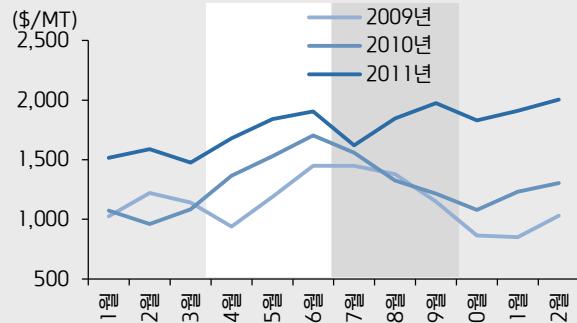
2014년 중서부태평양 선적별 Skipjack 어획량 비중



자료: WCPFC

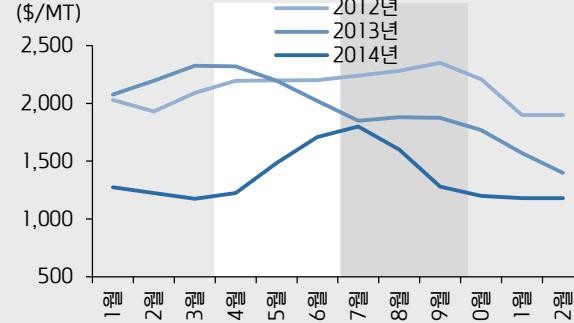
3) 선망어업 수익성 개선 가능할까?

월별 참치어가 추이(2009~2011년)



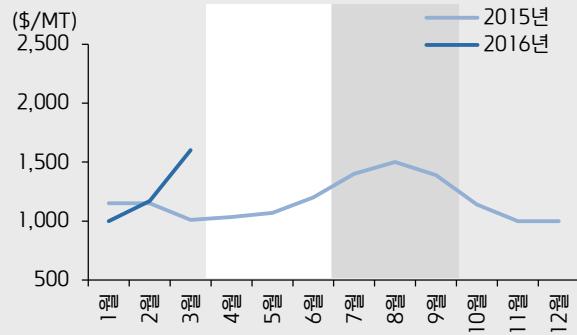
자료: Thai Union

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, 고도회유성어죽자원인 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 높렸던 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 입어료 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 입어료 협상 테이블로 끌어냄

Skipjack 방콕 시세 추이



자료: WCPFC

중국 선망선단의 중서부태평양 내 어획량 추이



자료: WCPFC

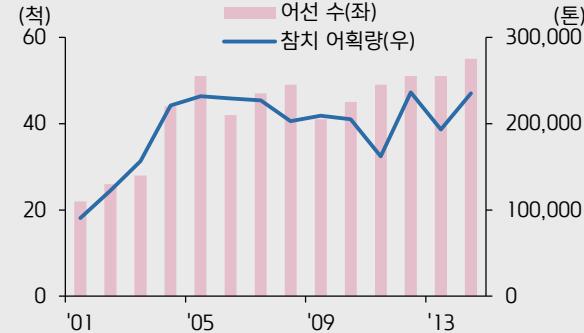
3) 선망어업 수익성 개선 가능할까?

키리바시 선망선단의 중서부태평양 내 어획량 추이



자료: WCPFC

파푸아뉴기니 선망선단의 중서부태평양 내 어획량 추이



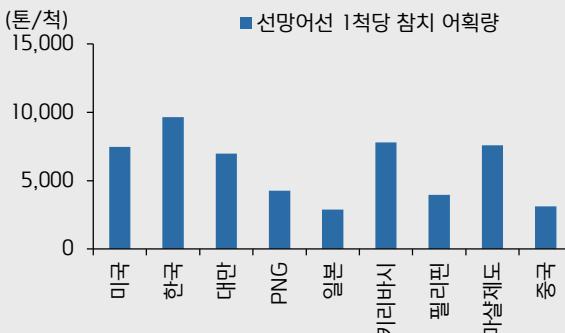
자료: WCPFC

한국 선망선단의 중서부태평양 내 어획량 추이



자료: WCPFC

선망어선 1척당 참치 어획량('14년 기준)



자료: WCPFC, 키움증권 리서치

3) 선망어업 수익성 개선 가능할까?

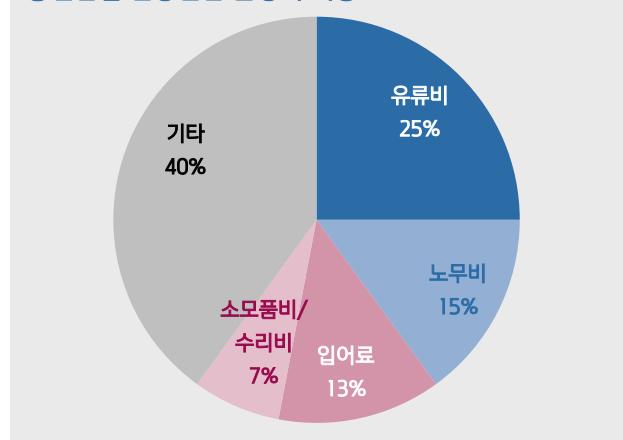
◎ 중기적 이슈: 미국 ATA와 FFA 입어료 협상에 관심

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

◎ 긍정적 변화 가능성에 대한 기대

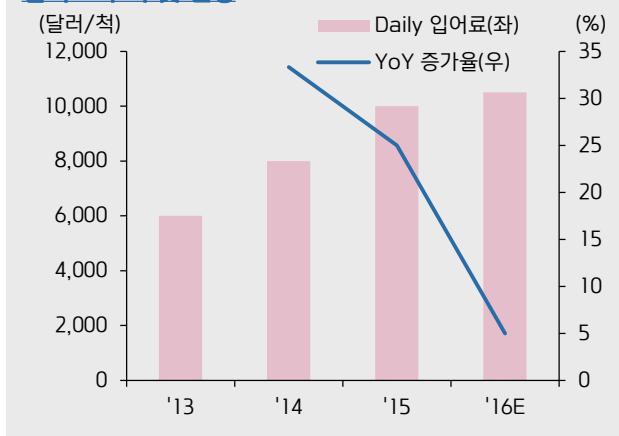
- Skipjack 하락에도 불구하고, 지난 3년 동안 입어료 가파르게 상승. 16년 입어료는 13년 대비 70% 이상 상승 추정.
- 중서부태평양에서 가장 어획량이 많고, 정치적/군사적 영향력이 있는 미국이 FFA를 상대로 어떤 협상을 끌어 낼지가 관건.
- 협상 결과가 원양어선들에게 긍정적인 방향으로 결정된다면, 한국 업체들과 FFA의 협상에서도 긍정적인 영향을 줄 수 있음.
- 입어료 협상 결과에 따라 국내 원양어업체들의 수익성 개선 가능. 산정 방식에 따라 실적의 가시성과 안정성 개선 여지 있음.

동원산업 선망선단 운영비 비중



자료: 동원산업, 키움증권 리서치

입어료 추이 및 전망



자료: 동원산업, 키움증권 리서치

4) 결론: CJ제일제당, 매일유업 최선후주 유지

◎ '16년 업종 최선후주로 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 시황 개선 기대(매화 인수 가능성) • 매치오너 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, 폴바셋, 상하목장) • 원유공급과잉 레벨 완화되면서, 원가율 개선 가능 • 중국 수출 분유 확대 기대감 유호(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 흡연율 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 3,00원 가정)
오리온	1,230,000	'16~17년 EPS 평균에 Target P/E 27.5배 적용	<ul style="list-style-type: none"> • 중국 매출 성장을 경쟁사 대비 아웃퍼퓸(TT채널 침투/감자스낵 성장/프리미엄 브랜드 출시) • TT채널 비중 확대와 규모의 경제 효과에 따른 중국 사업 수익성 개선 • 중장기적으로 국내와 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 일어료 협상에 관심. 산출방식 변경 시 실적 가시성과 안정성 개선 가능성.

Part III 업체별 투자전략

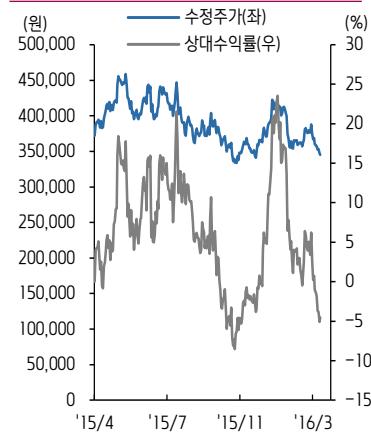


CJ제일제당(097950) 투자 회수기 진입 가능성

BUY (Maintain)

주가(4/4): 341,500원/TP: 530,000원

KOSPI(4/4)	1,978.97pt
시가총액	47,650억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	458,500원 334,000원
최고/최저가 대비 등락률	-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 매화 인수 시, 사료용 아미노산 판가 리더쉽 확보 기대

◎ HMR Drive

- 경쟁사 대비 우월한 규모와 마케팅 능력 바탕으로, 가공식품 매출 성장을 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

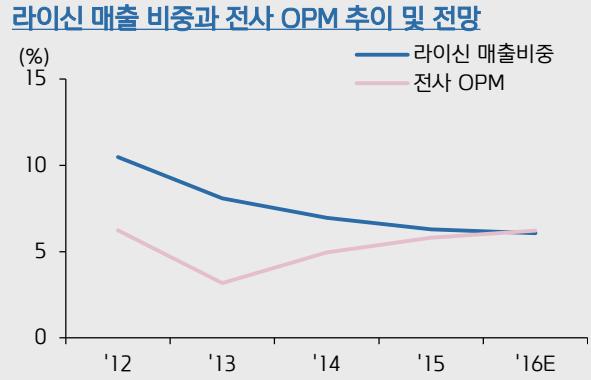
- 최근 옥수수 가격과 동행하여 라이신 가격 하락. 해당 우려 대부분 주가에 반영 판단.
- 가공식품 매출과 이익이 지속 우상향하며, Bottom price 레벨 업.
- 변수가 안 좋을 때 매수 진입 기회. Cyclical Play 유효.

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

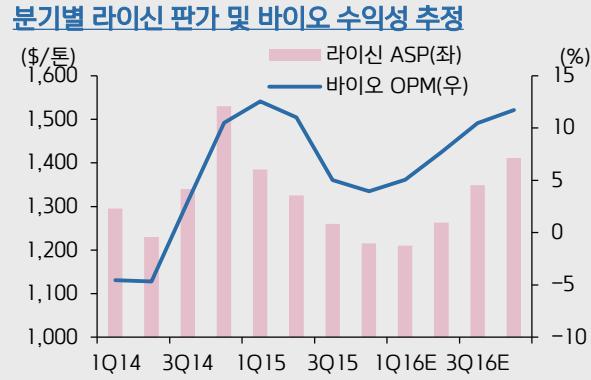
CJ제일제당(097950) 연결기준 실적 추이 및 전망

(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%
판관비	489	510	550	586	571	571	608	621	2,135	2,371	2,537
(판관비율)	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
(판관비율)	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%

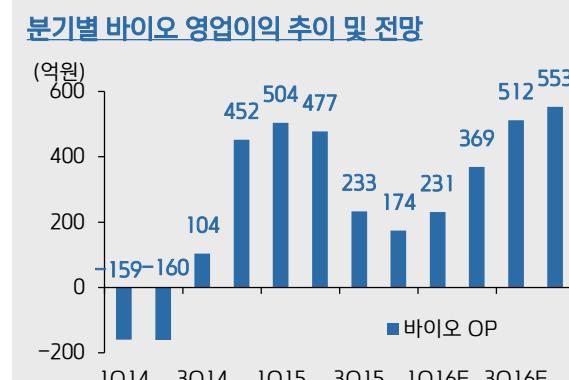
CJ제일제당(097950) Key Charts



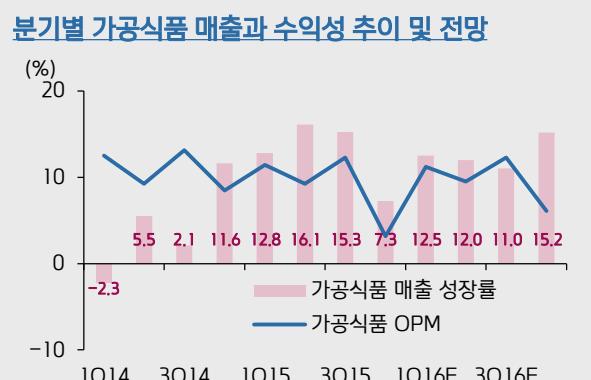
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치



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 등락률	-6.38% 44.31%
상대수익률	절대 상대
1M	0.9% -2.5%
6M	20.3% 18.5%
12M	14.1% 7.7%
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
- 풀바셋 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 출산률 증가로 기대가 점증될 전망
- 외형과 마진이 동시에 개선되며 실적 모멘텀 강해질 전망

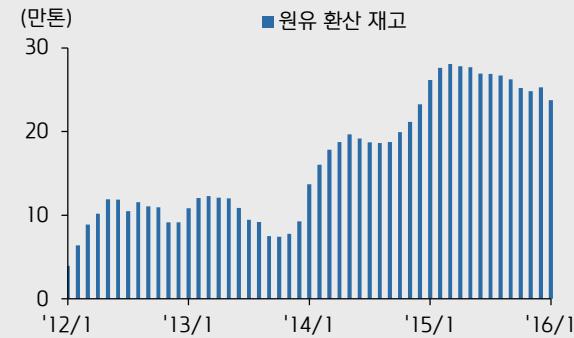
투자지표, IFRS연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	14,479	15,422	16,419	17,317	18,186
보고영업이익(억원)	287	364	510	606	702
핵심영업이익(억원)	287	364	510	606	702
EBITDA(억원)	640	727	879	975	1,072
세전이익(억원)	320	350	512	627	745
순이익(억원)	239	261	388	475	565
지분법 적용 순이익(억원)	242	268	396	475	565
EPS(원)	1,805	2,001	2,924	3,501	4,161
증감률(%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%
판관비	110.5	122.9	123.3	118.3	117.6	132.3	133.3	130.7	475.1	514.0	550.6
(판관비율)	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



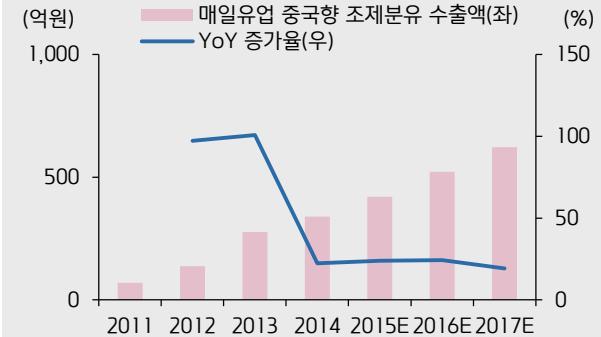
자료: 낙농진흥회

월별 중국향 조제분유 수출액 추이



자료: 관세청

매일유업 중국향 조제분유 수출액 추이 및 전망



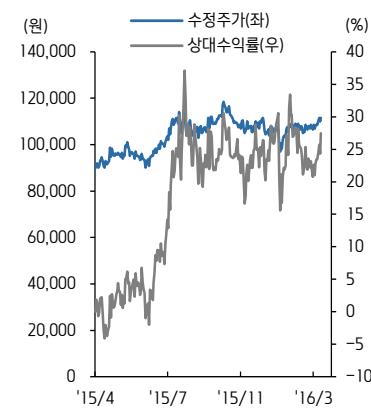
자료: 매일유업, 키움증권 리서치

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 등락률	-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.

◎ 흡삼 외형 확대 가능

- 담배 사업 호조를 바탕으로 흡삼 외형 확대 주력.
- 마케팅 홍보 강화로 중국인들 관심 상승 中. 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: 실억원)	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%
주출	136	183	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%	5.0%	9.9%	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%
판관비	304	273	287	309	293	298	300	301	1,173	1,191	1,219
(판관비율)	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



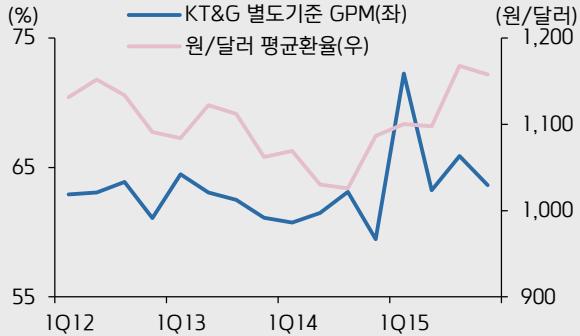
자료: 통계청

담배 수출 추이(일본/호주 제외 기준)



자료: 관세청

수익성과 원/달러 환율 추이



자료: KT&G, 한국은행, 키움증권 리서치

안정적으로 배당금 상향 中



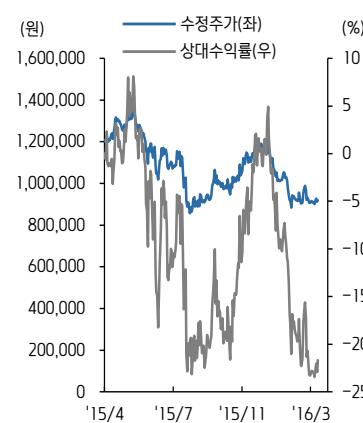
자료: KT&G

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 최저가
	1,374,000원 857,000원
최고/최저가 대비 등락률	-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 성장을 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 돌보일 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(OVF)	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%
판관비	199.4	185.9	201.4	228.8	220.6	201.2	213.0	239.6	815.4	874.6	935.8
(판관비율)	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
(판관비율)	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



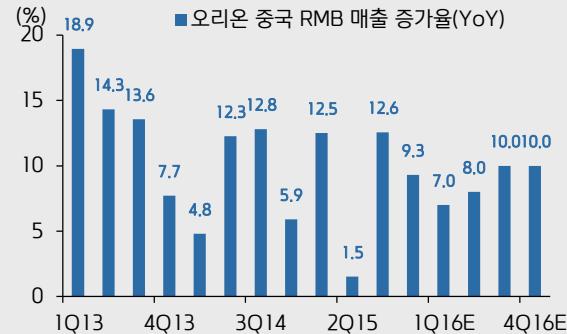
자료: CNCIC, iResearch, Sun Art Retail

중국 Top 100 Retailer 월별 소매판매액 증가율 추이



자료: CNCIC

오리온 중국 RMB 매출 증가율(YoY) 추이 및 가정



자료: 오리온, 키움증권 리서치

오리온 중국 OPM 추이 및 가정



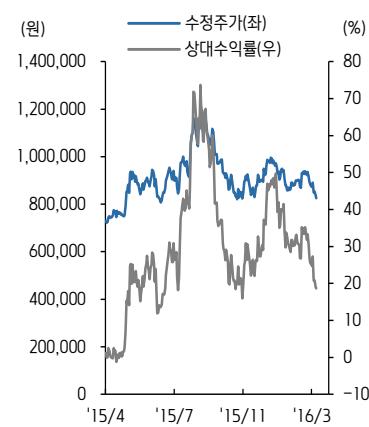
자료: 오리온, 키움증권 리서치

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 -30.19%
최고/최저가 대비 등락률	14.96%
상대수익률	절대 상대
1M	-7.8% -23.1%
6M	-8.9% -23.4%
12M	14.6% 18.5%
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 유호. HMR은 하반기부터 기대

- 중국향 조제분유 수출 성장세 유호. 종장기적으로 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 내재화하면서, 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%
유자식품	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%
판관비	63.7	71.3	75.1	69.3	68.8	76.6	80.5	75.5	279.4	301.5	318.9
(판관비율)	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%
유자식품	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%

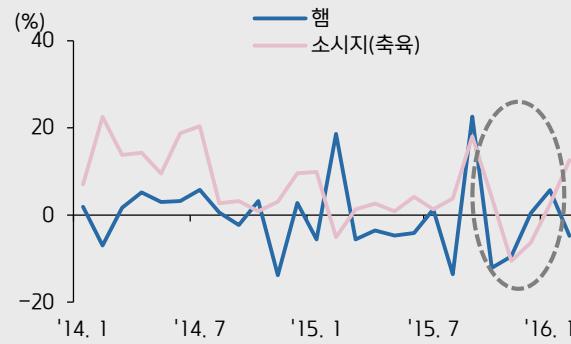
롯데푸드(002270) Key Charts

사업부별 매출 성장률 가정



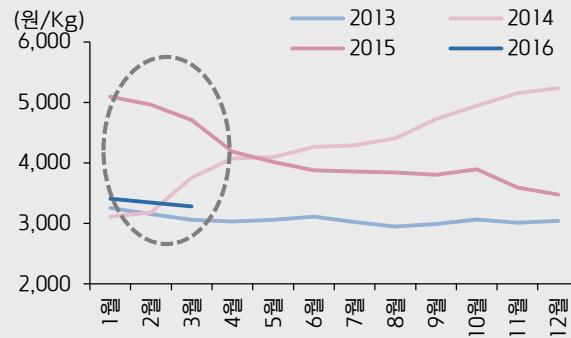
자료: 롯데푸드, 키움증권 리서치

햄/소시지 출하량 YoY 증가율 추이



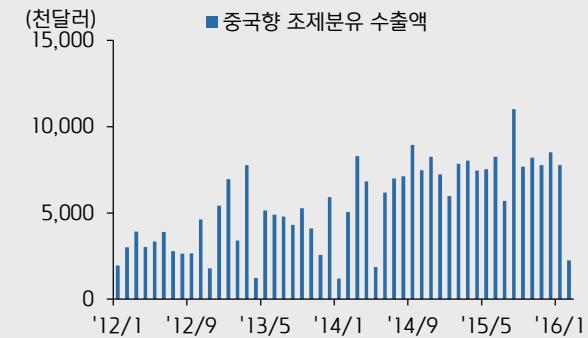
자료: 통계청

국내산 돈육 후지 단가 추이



자료: 한국육류유통수출협회, 키움증권 리서치

월별 중국향 조제분유 수출액 추이



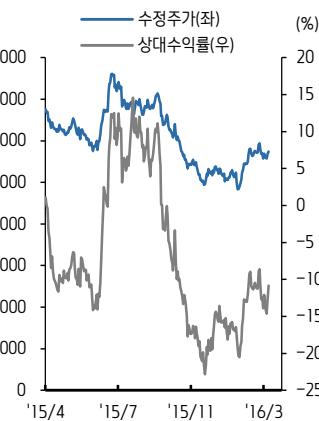
자료: 관세청

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 380,500원 최저가 242,000원 최고/최저가 대비 등락률 -24.31% 19.01%
상대수익률	절대 1M -0.9% 6M -19.3% 12M -12.1% 상대 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 입어료 협상

- FFA 연안국들 입어료 매년 인상하였으나, Skipjack 시세 하락으로 원양어선 수익성 악화
- 미국 ATA는 입어료 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(달러기준)
- 중기적으로 입어료 산출 방식 개선 시, 실적 가시성과 안정성 개선될 가능성 있음

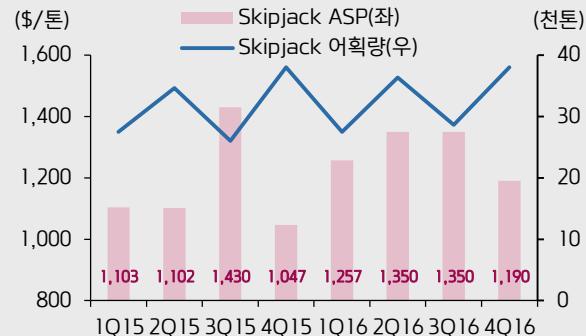
투자지표, IFRS연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	13,839	13,597	14,455	14,765	15,091
보고영업이익(억원)	812	573	1,036	1,116	1,201
핵심영업이익(억원)	812	573	1,036	1,116	1,201
EBITDA(억원)	1,415	1,210	1,612	1,724	1,839
세전이익(억원)	777	211	842	931	1,023
순이익(억원)	586	70	638	706	776
지배주주순이익(억원)	607	116	638	706	776
EPS(원)	18,034	3,451	18,976	20,992	23,066
증감률(%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%
판관비	37.8	37.0	33.7	46.8	40.9	34.7	32.4	32.5	155.3	140.5	142.0
(판관비율)	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



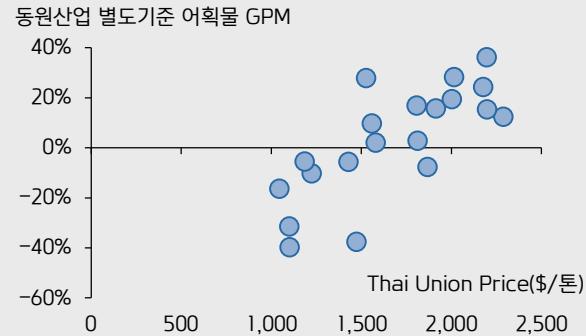
자료: 동원산업, Thai Union, 키움증권 리서치

업황 회복으로 일회성 대손 축소 기대(별도기준)



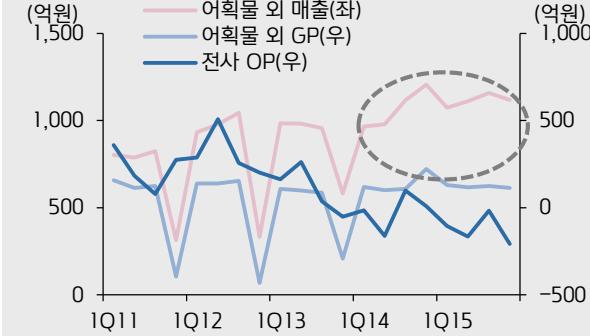
자료: 동원산업, 키움증권 리서치

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 기관투자가 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 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 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
	2015/06/08	BUY (Reinitiate)	590,000원
담당자변경	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
	2014/04/09	Outperform(Downgrade)	52,000원
	2014/06/02	BUY(Upgrade)	44,000원
	2014/09/01	BUY(Maintain)	48,000원
담당자변경	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)	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
	2015/06/08	Marketperform (Reinitiate)	100,000원
	2016/04/05	Outperform (Reinitiate)	126,000원
	2014/04/09	BUY(Maintain)	1,100,000원
오리온 (001800)	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
	2015/06/08	BUY(Reinitiate)	1,580,000원
	2016/04/05	BUY(Reinitiate)	1,230,000원
	2014/04/09	BUY (Maintain)	950,000원
	2014/05/30	BUY (Maintain)	950,000원
롯데푸드 (002270)	2014/06/16	BUY (Maintain)	950,000원
	2014/07/17	BUY (Maintain)	950,000원
	2014/11/06	BUY (Maintain)	950,000원
	2015/06/08	Outperform (Reinitiate)	970,000원
	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

