

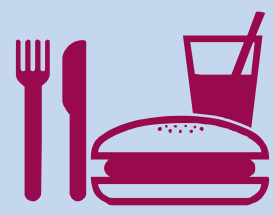
# 음식료

Overweight  
(Maintain)

2016. 6. 28

## 한식, 세계인의 식탁에서 진화하다

국내 식품 업체들의 해외 진출이 점점 활발해지고 있다. 한류 열풍에 편승하며 시작된 활발한 해외 진출은, 최근 들어 의미 있는 성과들을 나타내기 시작하였다. 이에 따라, 향후 국내 식품 업체가 해외 시장에서 기대할 수 있는 부분과 성장 경로를 미국과 중국 시장을 중심으로 점검해 보고자 한다. 향후, 국내 1위 업체들의 경쟁사는, 더 이상 국내 시장에 한정 되지 않을 것이다. 해외 시장의 주요 경쟁자에 대해 분석할 필요가 있다.



음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

키움증권

## Contents



### I. 하반기 전망 및 투자전략 3

- > 해외로 나가는 식품 업체에 주목할 때 3
- > 2Q16 실적 Preview 4

### II. 원재료 투입단가 점검 6

- > 곡물가격 상승, 가격인상으로 방어 가능 6
- > 원가율 개선 기대 요인 9

### III. 한식, 세계인의 식탁에서 진화하다 11

- > 해외사업 동향 11
- > 美國 가공식품 시장: Ethnic Food의 Mainstream 채널 확대 기대 13
- > 美國 라면 시장: 일본 라면을 추격하는 후라면 25
- > 中國 가공식품 시장: 초기 시장으로 기회 요인 풍부 28
- > 中國 라면 시장: 소비의 질적 성장과 중서부 내륙 진출에 주목 34

### APPENDIX I. 미국 진출 식품 기업 소개 43

- > Gruma SAB 43
- > Kikkoman 44
- > Ebro Foods 45
- > Toyo Suisan 46
- > Nissin Food Holdings 47

### 기업분석 49

- > CJ제일제당(097950) 50
- > 농심(004370) 54
- > 매일유업(005990) 58

## 한식, 세계인의 식탁에서 진화하다

### >>> 곡물가 상승, 가격인상으로 방어 전망

최근 음식료 산업 투자자 입장에서 가장 우려스러운 부분은 곡물가격 상승이다. 이는, 엘니뇨/라니냐에 따른 기상 이변 가능성에 대한 걱정이다. 하지만, 모든 엘니뇨/라니냐가 곡물가 상승으로 이어지는 것은 아니며, 실제 원가율 상승 압박이 발생하더라도, 가격인상을 통해 충분히 수익성 방어가 가능할 것으로 판단된다. 1) 과거에도 곡물가 랠리 이후 CPI 증가율이 올라가는 추세를 보였고, 2) 현재 거시경제적 측면에서 디플레이션을 우려하고 있기 때문이다.

### >>> Alpha 요인은 해외 사업이 될 것

원가 상승 우려로 인해, 내수 사업의 리레이팅 요인이 제한되는 가운데, 초과수익의 원천은 해외 사업에서 나올 것으로 판단된다. 중국 사업에서 큰 성공을 거둔 오리온처럼, 가공식품, 라면 등의 사업 카테고리에서 기대할 부분이 커지고 있다. 1) 한식당의 해외매장이 늘어나고 있고, 2) 미국/중국을 중심으로 한식의 인기가 상승하고 있으며, 3) 국내 상위 업체들의 사업 역량이 과거보다 강화되었기 때문이다.

### >>> K-Food 의 확장에 주목할 때

올해 하반기 음식료 산업 최선호주로 CJ제일제당과 매일유업을 유지한다. 또한, 단기적 이익 가시성은 낮지만, 중장기적으로 해외 사업의 성공 가능성이 기대되는 농심에 주목한다. CJ제일제당은 미국 식품 사업 확대를 주목해야 하고, 매일유업은 분유 수출 회복과 원유가격연동제의 변화 가능성에 관심을 가져야 한다. 농심은 미국 Mainstream 채널 진출과 중국 중서부 내륙 지역 확장이 기대되는 부분이다.

- > 당사는 6월 27일 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.

# I. 하반기 전망 및 투자전략

## >>> 해외로 나가는 식품 업체에 주목할 때

올해 하반기 음식료 산업의 투자의견을 Overweight로 유지한다. 곡물가격 상승에 따른 원가율 상승은 부담스러운 요인이지만, 올해 연말부터 가격인상을 통한 수익성 방어에 나설 가능성이 높다. 또한, 외형 확대 측면에서는 지속적인 해외 사업 확장을 통해, 성장성에 대한 기대 요인이 점증될 것으로 판단된다.

올해 하반기도 상반기처럼 해외 사업 모멘텀이 있는 회사들이 전체적으로 아웃퍼폼 할 가능성이 높다. 국내 소업종별 원재료비 절감 효과가 선별적으로 나타나서, 내수 사업만으로는 밸류에이션 리레이팅에 한계가 존재하기 때문이다. 따라서, 전체적으로 해외 사업 모멘텀이 있는 회사 위주로 비중을 늘리고 (CJ제일제당, 매일유업, 오리온, 농심 등), 수익성 개선에 따른 실적 상승 요인이 있는 업체 위주로 저가 매수하는 전략을 추천한다(동원산업, 롯데푸드 등).

하반기 업종 최선호주는 CJ제일제당과 매일유업을 유지한다. CJ제일제당은 바이오 사업부의 수익성과 안정성이 개선되는 가운데, 국내 식품 사업의 성장성이 지속되고 있고, 미국 시장에서 유통망 확대 효과가 나올 수 있을 것으로 기대한다. ‘비비고 만두’의 성공 경험이 대형 리테일러 사이에서 좋은 평판으로 작용할 가능성이 높으며, 이를 통해 추가적인 Mainstream 채널 확장, SKU 확대 가능성이 생길 것으로 판단한다. 향후, M&A, 해외 외식 매장 확대를 통해, 한국 음식을 세계인의 식탁에 올려 놓기 위한 전략들이 한층 강화될 것으로 판단된다.

매일유업은 본업인 유가공 사업부의 수익성 개선이 지속되고, 중국 분유 수출 확대 모멘텀이 밸류에이션 확장에 도움을 줄 것으로 판단된다. 제품 믹스 개선, 원유공급과잉 완화 효과가 지속되고 있고, 원유기본가격 협상도 유가공 업체들에게 유리하게 작용할 것이다. 또한, 중국 분유 수출에 있어서, 新조제분유법의 영향도 제한적 일 것이다. 동사는 중국 수출 브랜드가 3개 밖에 없기 때문에, 규제의 직접적 대상이 아니고, 기존 Major 업체들의 영업 활동이 위축되는 부분으로 인해, 수혜를 받을 가능성도 존재한다.

또한, 중장기적으로 농심의 행보에 주목해야 한다. 단기적으로는 국내 라면 사업 부진으로 수익성이 부진할 가능성이 높으나, 연말로 갈수록 high base 효과는 줄어들 것으로 판단된다. 더불어, 미국과 중국 시장을 비롯한 해외 사업에서 매출 성장률이 20% 수준을 나타내고 있는 점이 긍정적이다. 라면은 매출이 성장한다면 비교적 규모의 경제 효과가 나오기 용이한 카테고리이기 때문에, 가동률이 상승하며 원가율이 점차 하락할 가능성이 높다. 현지 시장에 대한 판촉 투자 확대가 둔화되는 시점에, 동사의 해외 사업 수익성은 가파르게 개선될 가능성이 높다.



## >>> 2Q16 실적 Preview

### 2분기 실적 Preview (1) (연결기준)

회사명	구분	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	2Q16E	YoY	3Q16E	2015	2016E	2017E
KT&G	매출액	10,319	11,344	8,667	10,913	10,772	4.4%	11,762	41,698	43,506	45,477
	영업이익	3,090	3,705	2,579	3,930	3,392	9.8%	4,052	13,659	14,314	15,076
	OPM	29.9%	32.7%	29.8%	36.0%	31.5%	1.5%p	34.4%	32.8%	32.9%	33.2%
	순이익	2,612	3,027	1,629	2,844	2,596	-0.6%	3,049	10,357	10,687	11,333
오리온	매출액	5,126	6,394	6,040	6,606	5,435	6.0%	6,397	23,824	24,691	26,211
	영업이익	474	786	664	1,189	598	26.1%	1,072	2,993	3,653	4,161
	OPM	9.3%	12.3%	11.0%	18.0%	11.0%	1.7%p	16.8%	12.6%	14.8%	15.9%
	순이익	166	376	286	691	394	137.6%	732	1,622	2,480	2,906
CJ제일제당	매출액	31,650	33,664	32,732	35,340	35,508	12.2%	37,486	129,245	145,694	159,847
	영업이익	1,918	2,225	1,118	2,328	2,105	9.8%	2,657	7,514	8,806	10,171
	OPM	6.1%	6.6%	3.4%	6.6%	5.9%	-0.1%p	7.1%	5.8%	6.0%	6.4%
	순이익	518	308	144	1,226	677	30.5%	1,034	1,893	3,601	4,365
CJ프레시웨이	매출액	5,178	5,409	5,465	5,358	5,857	13.1%	6,218	20,724	23,756	27,646
	영업이익	118	102	60	32	123	3.7%	102	315	360	476
	OPM	2.3%	1.9%	1.1%	0.6%	2.1%	-0.2%p	1.6%	1.5%	1.5%	1.7%
	순이익	76	36	-13	7	84	11.1%	69	109	218	288
남양유업	매출액	3,207	3,091	3,023	2,923	3,280	2.3%	3,239	12,150	12,396	12,612
	영업이익	61	50	66	52	80	30.4%	99	201	274	282
	OPM	1.9%	1.6%	2.2%	1.8%	2.4%	0.5%p	3.1%	1.7%	2.2%	2.2%
	순이익	69	30	163	50	70	1.4%	84	267	246	251
농심	매출액	5,295	5,460	5,662	5,681	5,396	1.9%	5,511	21,816	22,341	23,422
	영업이익	242	375	289	324	233	-3.7%	356	1,183	1,203	1,382
	OPM	4.6%	6.9%	5.1%	5.7%	4.3%	-0.3%p	6.5%	5.4%	5.4%	5.9%
	순이익	364	291	284	1,438	181	-50.2%	275	1,173	2,104	1,173
대상	매출액	6,468	6,973	6,509	6,843	6,893	6.6%	7,532	26,350	28,262	29,897
	영업이익	242	436	82	324	288	18.9%	441	1,099	1,245	1,425
	OPM	3.7%	6.3%	1.3%	4.7%	4.2%	0.4%p	5.9%	4.2%	4.4%	4.8%
	순이익	117	240	26	223	169	43.8%	285	583	775	933
동원 F&B	매출액	4,378	5,576	4,495	5,637	4,989	14.0%	6,262	19,310	21,810	23,256
	영업이익	134	358	0	278	131	-2.7%	359	771	767	789
	OPM	3.1%	6.4%	0.0%	4.9%	2.6%	-0.4%p	5.7%	4.0%	3.5%	3.4%
	순이익	92	256	3	203	95	3.6%	270	568	567	584

회사명	실적 점검 세부 사항
KT&G	<ul style="list-style-type: none"> <li>담배 내수 시장 불륜은 흡연을 회복으로 YoY +6% 내외 전망. 수출은 1분기 보다는 상승세 둔화(YoY +11%)</li> <li>홍삼 판촉 활동 강화되면서 고성장 지속(매출 YoY +19%). 홍삼 기능성 제품 늘어나면서 원가율 호조</li> </ul>
오리온	<ul style="list-style-type: none"> <li>2분기 중국 매출 성장률은 1분기 대비 회복될 전망(+high single)</li> <li>국내 스낵 시장 기고에도 불구하고, 매출 하락폭 제한적일 것. 베트남/러시아는 LC 기준 +double digit 전망.</li> </ul>
CJ제일제당	<ul style="list-style-type: none"> <li>메치오닌 판가 하락으로 2분기 바이오 OP는 QoQ 감소 전망되나, 라이신 판가 상승으로 하반기 회복 전망.</li> <li>가공식품 사업은 국내외 호조 지속으로 YoY +15% 성장 전망</li> </ul>
CJ프레시웨이	<ul style="list-style-type: none"> <li>10% 이상의 매출 고성장 지속 전망. GPM 개선을 위한 지속적인 규모 확대 中.</li> <li>인력 선투자, 물류 시설 투자 등으로 인한 높은 판관비 증가율과 Cash Outflow는 다소 부담스러운 상황</li> </ul>
남양유업	<ul style="list-style-type: none"> <li>유가공 업체 최악 국면 탈피, 15년 전사 턴어라운드 성공</li> <li>원가율 개선 가능성 높으나, 커피믹스 사업의 방향성 여전히 불확실</li> </ul>
농심	<ul style="list-style-type: none"> <li>프리미엄 라면(짜왕/맛짱)의 분기 매출 240억 내외 예상. ASP 상승 추세는 다소 둔화 전망.</li> <li>미국/중국 중심으로 해외 사업 호조세 지속. 해외매출 YoY +20% 이상 전망.</li> </ul>
대상	<ul style="list-style-type: none"> <li>라이신 사업 수익성은 시장 기대치 상회하고 있으나, 장류 매출의 하락이 부담</li> <li>이익 측면에서는 베스트코 적자가 축소되는 부분의 기여가 클 것</li> </ul>

자료: 각 사 자료, 카움증권 리서치

## 2분기 실적 Preview (2) (연결기준)

회사명	구분	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	2Q16E	YoY	3Q16E	2015	2016E	2017E
동원산업	매출액	3,414	3,618	3,208	3,790	3,829	12.2%	3,849	13,597	14,822	15,132
	영업이익	147	306	80	187	374	153.9%	345	573	1,173	1,235
	OPM	4.3%	8.4%	2.5%	4.9%	9.8%	5.5%p	9.0%	4.2%	7.9%	8.2%
	순이익	60	169	-52	138	252	321.8%	227	116	785	822
롯데제과	매출액	5,605	5,945	5,550	5,316	5,486	-2.1%	5,941	22,579	22,498	23,117
	영업이익	360	550	252	278	368	2.4%	581	1,445	1,515	1,597
	OPM	6.4%	9.2%	4.5%	5.2%	6.7%	0.3%p	9.8%	6.4%	6.7%	6.9%
	순이익	271	220	-72	298	200	-26.3%	354	752	980	1,026
롯데칠성	매출액	6,209	6,455	5,141	5,428	6,442	3.7%	6,637	22,992	23,781	25,060
	영업이익	492	540	37	380	512	4.1%	546	1,429	1,496	1,535
	OPM	7.9%	8.4%	0.7%	7.0%	7.9%	0.0%p	8.2%	6.2%	6.3%	6.1%
	순이익	271	341	-218	264	309	13.8%	331	615	892	910
롯데푸드	매출액	4,432	4,696	3,887	4,229	4,686	5.7%	4,951	17,062	18,104	19,083
	영업이익	247	301	15	197	311	26.2%	352	692	957	1,088
	OPM	5.6%	6.4%	0.4%	4.7%	6.6%	1.1%p	7.1%	4.1%	5.3%	5.7%
	순이익	181	189	23	153	217	19.9%	247	503	671	791
매일유업	매출액	3,755	3,924	4,036	3,932	4,000	6.5%	4,174	15,422	16,348	17,308
	영업이익	36	139	149	88	119	232.5%	166	364	512	610
	OPM	1.0%	3.5%	3.7%	2.2%	3.0%	2.0%p	4.0%	2.4%	3.1%	3.5%
	순이익	26	108	102	81	97	268.4%	128	268	414	479
오뚜기	매출액	4,557	5,035	4,594	5,156	4,937	8.3%	5,396	18,831	20,223	21,234
	영업이익	371	394	180	356	356	-4.2%	399	1,334	1,314	1,435
	OPM	8.1%	7.8%	3.9%	6.9%	7.2%	-0.9%p	7.4%	7.1%	6.5%	6.8%
	순이익	301	327	88	490	314	4.2%	347	1,045	1,355	1,312
풀무원	매출액	4,623	4,798	4,730	4,597	5,134	11.0%	5,303	18,465	20,235	21,601
	영업이익	92	62	208	9	128	39.6%	98	395	489	607
	OPM	2.0%	1.3%	4.4%	0.2%	2.5%	0.5%p	1.9%	2.1%	2.4%	2.8%
	순이익	61	31	113	-7	92	51.4%	66	203	321	425
하이트진로	매출액	4,793	5,019	4,952	4,093	4,863	1.5%	5,185	19,075	19,190	19,491
	영업이익	281	482	314	272	300	6.7%	552	1,340	1,463	1,567
	OPM	5.9%	9.6%	6.3%	6.6%	6.2%	0.3%p	10.6%	7.0%	7.6%	8.0%
	순이익	80	246	143	61	143	78.2%	310	533	710	769

회사명	실적 점검 세부 사항
동원산업	<ul style="list-style-type: none"> <li>2분기 Skipjack 판가는 달러기준 YoY +19% 전망. 어가 계절성으로 인해 3분기에도 \$1400~1500 수준 전망</li> <li>선박 Mix 개선으로 어획량 회복도 긍정적. 2분기 어획량 3만톤 후반 수준 가능.</li> </ul>
롯데제과	<ul style="list-style-type: none"> <li>작년 허니버터칩 열풍에 따른 국내 스낵 시장 기고 지속. 건과 매출 성장을 부진 전망.</li> <li>해외사업은 환율 평가절하로 인해, 현지 통화 매출 성장이 가려져 있는 상태. 향후 통화 가치 정상화시 수혜 가능.</li> </ul>
롯데칠성	<ul style="list-style-type: none"> <li>클라우드 매출 부진이 속제. 수입 맥주의 고성장으로 매출 성장을 기대치 하회.</li> <li>음료 사업은 더운 날씨로 인해 순탄한 편. 2분기 매출 성장률 +6% 내외 전망</li> </ul>
롯데푸드	<ul style="list-style-type: none"> <li>육가공 사업 수익성 개선 지속. 돈육 투입단가 안정화로 마진 확대 구간 진입.</li> <li>편의점 도시락 호조로, 델리카 사업부의 매출 고성장과 OPM의 가파른 개선세 전망</li> </ul>
매일유업	<ul style="list-style-type: none"> <li>중국 분유 수출 모멘텀 회복, 원유공급과잉 완화로 인해, 업종 내 2분기 실적 모멘텀 돋보일 것</li> <li>엠즈씨는 계절적 영향으로 전분기 대비 적자 축소 가능하나, 제로투세븐은 실적 악화 불가피</li> </ul>
오뚜기	<ul style="list-style-type: none"> <li>진짬뽕 1분기 매출 300억 후반 예상. 계절적 MS 하락 요인을 볶음진짬뽕, 아라비아따 등의 신제품으로 방어 시도</li> <li>2015년 라면 자회사 Capex 2배로 급증. 올해도 라면 시장 MS 확장 전략 이어질 전망.</li> </ul>
풀무원	<ul style="list-style-type: none"> <li>해외 실적 신뢰 회복 중요. 최근 Vitasoy 미국 법인 인수를 통해 물류비 절감 시도.</li> <li>국내 식품 사업 이익 모멘텀은 다소 둔화되나, 메르스 기저로 인해 식자재/급식은 회복 보일 전망</li> </ul>

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

주: 롯데푸드는 별도기준

## II. 원재료 투입단가 점검

### >>> 곡물가격 상승, 가격인상으로 방어 가능

#### 기상이변 우려로 곡물가격 상승

올해 들어 곡물가격의 움직임이 심상치 않다. 작년에 발생한 엘니뇨로 인한 영향과 향후 라니냐가 발생할 우려들이 겹치면서, 글로벌 곡물 수급에 대한 우려가 커진 상황이다. 모든 엘니뇨와 라니냐가 글로벌 곡물 수급에 부담을 주고, 반드시 가격을 상승시키지는 않지만, 기상이변으로 인한 공급 충격에 대한 걱정은 무시할 수 없는 부분이다.

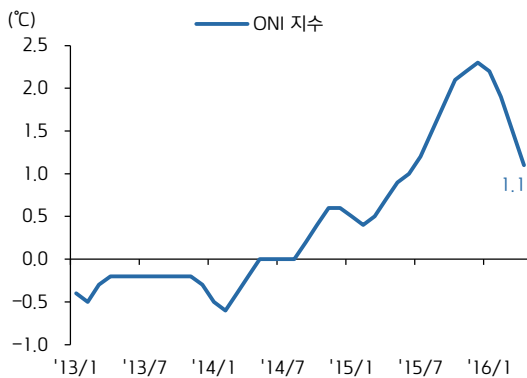
이러한 우려 때문에, 주요 국제 곡물 시세는 연초 대비 많이 상승한 상태이다. 특히, 남미 쪽 작황에 민감한 대두와 원당의 가격 상승은, 국내 식품 업체들에게 부담으로 작용할 가능성이 높다. 향후 방향성은 어떻게 전망할 수 있을까? 대두와 옥수수의 재고 비율이 다소 하향 트렌드를 보이고 있지만, 전체적으로 재고 비율은 과거 대비는 높은 수준으로 판단된다. 라니냐로 인한 충격이 아니라면, 곡물가격이 상승할 요인은 낮은 것으로 판단되기 때문에, ONI 지수의 하락 속도를 유심히 지켜볼 필요가 있는데, 주간 데이터(NOAAANT 34 ANOM Index)를 보더라도 아직 -0.5도 이하로 내려간 상황은 아니다.

#### 곡물가격 및 환율 분기평균 추이

구분	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E
환율(원/달러) (YoY)	1,069 -1%	1,030 -8%	1,026 -8%	1,087 2%	1,100 3%	1,098 7%	1,168 14%	1,158 7%	1,201 9%	1,163 6%
옥수수(\$/Ton) (YoY)	178 -37%	189 -27%	142 -30%	147 -13%	152 -15%	144 -24%	151 7%	147 0%	143 -6%	154 7%
소맥(\$/Ton) (YoY)	226 -17%	240 -6%	195 -19%	204 -15%	193 -15%	186 -23%	188 -4%	181 -11%	171 -11%	174 -6%
대두(\$/Ton) (YoY)	498 -6%	541 0%	419 -19%	371 -23%	364 -27%	354 -35%	348 -17%	323 -13%	323 -11%	386 9%
원당(\$/Ton) (YoY)	362 -11%	381 1%	351 -5%	348 -11%	311 -14%	274 -28%	250 -29%	323 -7%	317 2%	371 35%
환율(원/위안) (YoY)	175 1%	165 -9%	166 -8%	177 1%	176 1%	177 7%	185 11%	181 2%	183 4%	178 1%
중국 옥수수(위안/Ton) (YoY)	2,282 -4%	2,370 2%	2,593 9%	2,354 2%	2,326 2%	2,399 1%	2,312 -11%	2,002 -15%	1,983 -15%	1,832 -24%

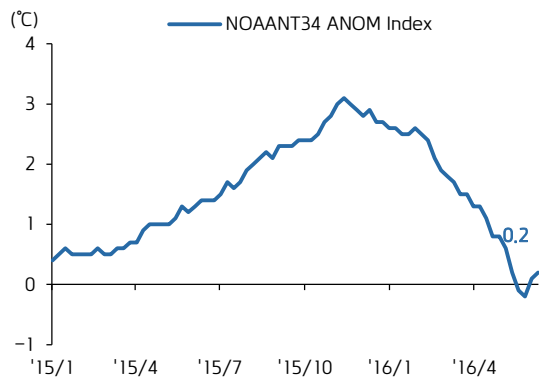
자료: Bloomberg, 한국은행, 키움증권 리서치

#### ONI 지수 추이(Monthly)



자료: Bloomberg, NOAA

#### NOAAANT34 ANOM Index 추이(Weekly)



자료: Bloomberg, NOAA

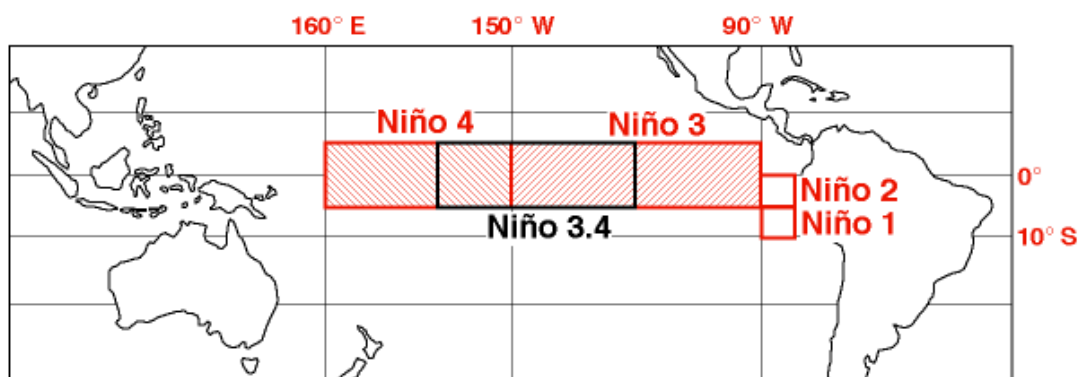


## 엘니뇨/라니냐 정의와 주요 영향

구분	정의 (미국 기준)	주요 영향
엘니뇨	엘니뇨 감시구역(열대 태평양 Nino 3.4 지역)에서, 3개월 이동 평균한 해수면 온도의 편차가 <b>0.5°C 이상 나타나는 달이 5개월 이상 지속될 때</b> , 그 첫 달을 엘니뇨 발달의 시작으로 판단	동태평양(남미): 폭우와 홍수 서태평양(인도네시아, 필리핀, 호주 등): 건조기후
라니냐	엘니뇨 감시구역(열대 태평양 Nino 3.4 지역)에서, 3개월 이동 평균한 해수면 온도의 편차가 <b>-0.5°C 이하 나타나는 달이 5개월 이상 지속될 때</b> , 그 첫 달을 라니냐 발달의 시작으로 판단	동태평양(남미): 추위와 심한 가뭄 서태평양(인도네시아, 필리핀, 호주 등): 폭우와 홍수

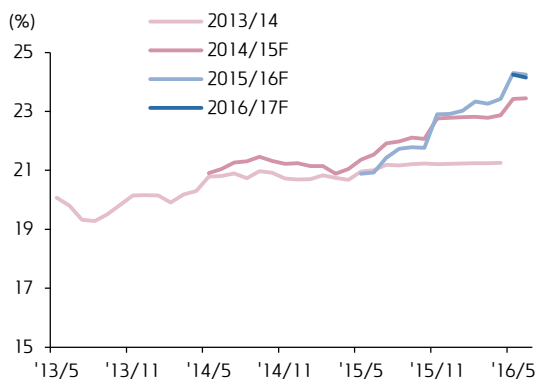
자료: 기상청, NOAA

## 엘니뇨 감시구역



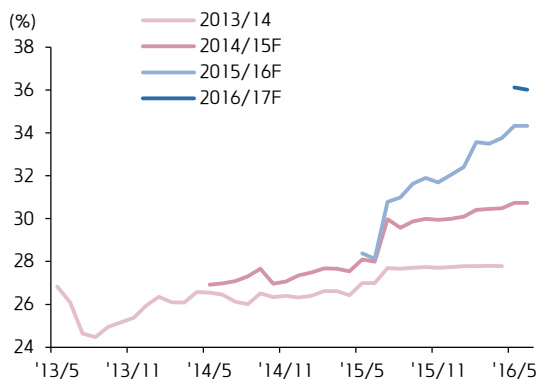
자료: NOAA

## 곡물전체 재고비율 추이



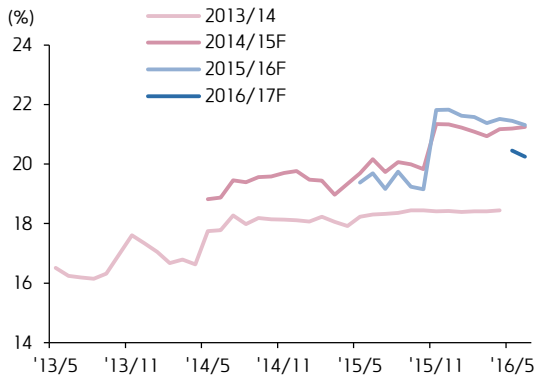
자료: USDA

## 소맥 재고비율 추이



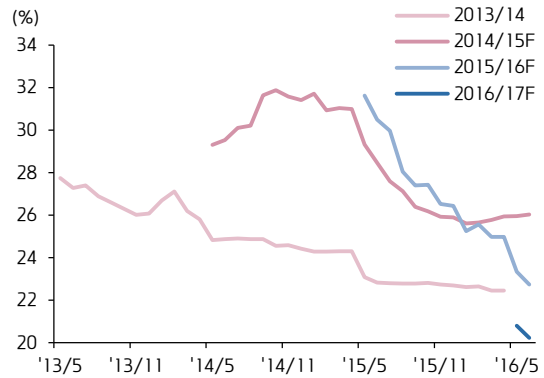
자료: USDA

옥수수 재고비율 추이



자료: USDA

대두 재고비율 추이



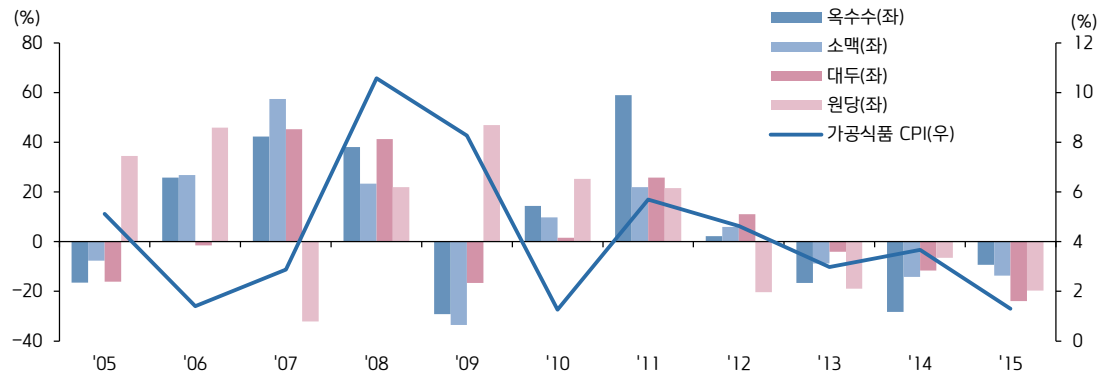
자료: USDA

### 연말부터 가격 인상 가능성 상존

과거 추이를 볼 때, 곡물 가격의 상승은 대체로 제품 가격 인상으로 연결되는 경우가 많았었다. 그 이유는, 음식료 업체들 입장에서 원재료비 상승을 방어해야 하기 때문이다. 곡물가 상승과 가공식품 CPI 추이를 비교해보면, 가공식품 소비자 물가 상승률은 '07~'09년, '11~'12년에 비교적 높은 수준을 형성했었다. 해당 시기는 모두 곡물가격이 급등한 이후로써, 가격 인상이 비교적 빈번했던 구간이다.

국내 식품 업체들은, 주요 카테고리에서 시장 지배력을 가지고 있고, 시장 조직도 많이 과점화 된 상태이다. 또한, 거시경제 측면에서, 저성장이 지속되고, 물가 상승률이 둔화되고 있다. 따라서, 음식료 업체들이 가격 인상에 실패할 리스크는 비교적 낮은 편으로 판단된다.

곡물가격 및 가공식품 CPI YoY 증가율 추이



자료: Bloomberg, 통계청, 키움증권 리서치



## >>> 원가율 개선 기대 요인

### 중국의 옥수수 최저가격제 폐지

그렇다면 원가 절감을 기대할 수 있는 요인은 없는가? 먼저, 중국의 옥수수 최저가격제 폐지에 주목해야 한다.

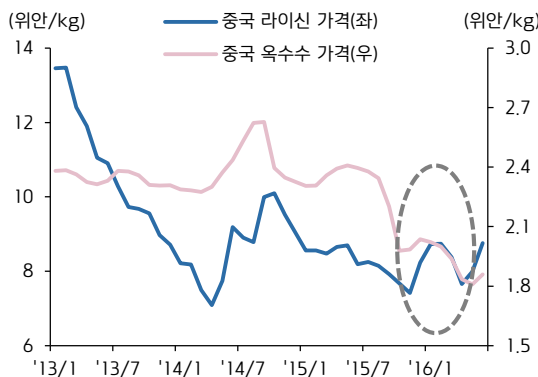
중국 정부는 기존에 옥수수의 가격을 정해 놓고, 일정 수준 이하로 떨어지면 사들이는 방법으로 가격을 조정해왔다. 게다가, 수입 쿼터를 제한하여, 사실상 국내 수요를 국내 생산으로 충당했었다. 그 결과 중국의 옥수수 시세는 국제 시세 대비 2배 이상 높은 수준으로 형성되어 있었다.

하지만, 정부는 이러한 최저가격제를 폐지하고, 옥수수 재배 농가에 보조금을 지급하는 방식으로 제도를 개선할 계획이다. 아직 보조금의 규모가 불명확 하지만, 정부의 규제 강도가 다소 내려가는 것은 사실이다. 이에 따라, 중국의 옥수수 가격이 구조적으로 하락할 가능성 있으며, 중국 Corn Refinery 업체들이 글로벌 업체 대비 원가경쟁력이 개선될 가능성이 높다.

또한, 이러한 정책적 변화로 중국의 옥수수 수입이 증가할 가능성이 높다. 중국 정부가 시장 효율성 증대와 글로벌 옥수수 가격과의 괴리 축소를 목표로 하고 있기 때문이다. 이러한 중국 정부의 정책적 방향으로 인해, 글로벌과 중국의 옥수수 스프레드가 축소될 수 있기 때문에, 중국 라이신 업체들의 수익성이 구조적으로 개선되는 효과가 발생할 것이다.

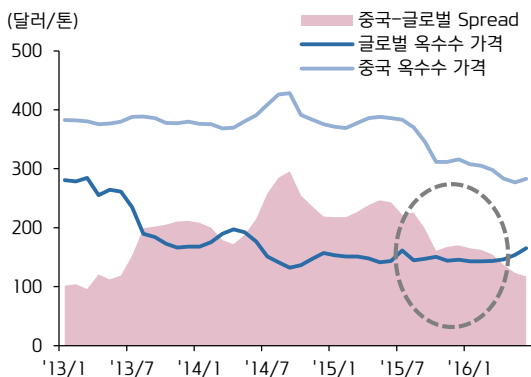
이러한 정책적 변화는, 중국에서 라이신 사업을 하고 있는 CJ제일제당에게는 수혜가 될 전망이다. 물론, 경쟁사들의 원가 경쟁력이 좋아지는 부분이 양날의 검으로 작용할 수 있으나, Ajinomoto, ADM 등 글로벌 경쟁사 대비 유리해지는 부분이 더욱 긍정적일 것으로 판단된다.

### 중국 라이신 가격과 옥수수 가격 추이



자료: Wind, Bloomberg, 키움증권 리서치  
주: 각각 월별 평균 가격 추이. 옥수수 가격은 중국 8개 지역 평균 기준.

### 글로벌과 중국 옥수수 가격 비교



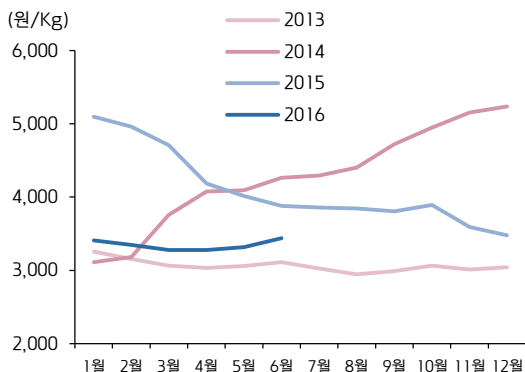
자료: Bloomberg  
주: 각각 월별 평균 가격 추이. 옥수수 가격은 중국 8개 지역 평균 기준.

## 육가공, 유가공 제품의 수익성 개선 가능성

국내 육가공, 유가공 업체들의 수익성 개선 가능성도 여전히 유효한 상황이다. 국내산 후지 가격은 전년 대비 계속 안정된 수준을 유지하고 있어, 돈육투입단가 하락 효과가 지속될 전망이다. 유가공 업체들도 원유 재고가 줄고, 생산량이 축소되고 있기 때문에, 재고 손실과 유음료 밀어내기 판촉이 과거보다는 축소될 전망이다.

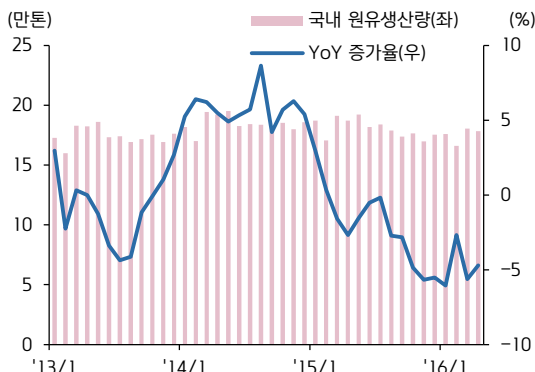
유가공 산업에서 향후 주목해야 할 부분은 원유기본가격 협상이다. 매년 8월 1일에 정부, 낙농가, 유가공 업체들의 협상을 통해 원유기본가격을 변경하는데, 올해는 기본가격이 인상될 가능성이 매우 낮다. 그 이유는 2015년 우유 생산비가 전년동기 대비 34원 감소하였고, 낙농가들의 순수익이 전년동기 대비 16% 증가하였기 때문이다. 따라서, 원유기본가격 협상에서 오히려 기대할 수 있는 부분이 있을 것이다. 그 동안 유가공 업체들이 원유공급과잉으로 인해 영업에 어려움을 겪어왔기 때문에, 원유가격연동제에 변화를 주기 위한 움직임이 나타날 가능성이 높다.

국내산 후지 가격 추이(일반 냉장 기준)



자료: 한국육류유통수출협회, 키움증권 리서치

국내 원유생산량 추이



자료: 낙농진흥회, 키움증권 리서치

우유생산비, 원유기본가격, CPI 증가율 추이

	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15
우유생산비(₩/리터)	585	614	641	718	784	807	796	763
(YoY, 원)		29	27	77	67	23	-11	-34
원유기본가격(₩/리터)	627	704	704	752	834	940	940	940
(YoY, 원)		77	0	48	82	106	0	0
소비자물가상승률(%)	4.7	2.8	3.0	4.0	2.2	1.3	1.3	0.7

자료: 통계청, 농림축산식품부

낙농가의 젖소 두당 수익성 추이 (단위: 천원/마리)

	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15
총수입(A)	6,720	7,282	7,398	7,748	8,562	8,907	9,730	10,057
비용합계(B)	5,201	5,486	5,588	6,239	6,932	7,139	7,307	7,248
순수익(A-B)	1,520	1,796	1,810	1,508	1,629	1,768	2,422	2,809

자료: 통계청

# III. 한식, 세계인의 식탁에서 진화하다

## >>> 해외사업 동향

### 주요 음식료 업체 해외사업 擴大一路

2000년대 후반, 국내 제과 업체인 오리온이 중국 시장에서 큰 성공을 거두는 모습을 보였기 때문에, 투자자들은 해외 시장에서 새로운 오리온의 탄생 가능성에 대해 늘 관심을 가지고 있다. 국내 주요 음식료 업체들도, 내수 시장의 출하량 성장이 사실상 어려워졌기 때문에, 신규 시장 확대에 심혈을 기울이고 있다. 주요 타겟 시장은 지리적/문화적으로 인접한 중국이지만, 최근에는 미국, 동남아 시장 등으로 확대해 나가는 모습도 눈에 띈다.

현재, 오리온(해외 매출 비중 65%)을 제외하면, 주요 음식료 업체의 해외 매출 비중은 20% 내외에서 형성되어 있는 수준이다. 특히, KT&G, CJ제일제당, 롯데제과, 농심 등 국내 1위 업체들이 해외 시장에서 적극적인 행보를 보이고 있다. 아직 매출 비중이 높지는 않지만, 채널 확대, SKU 다각화 등이 수반되었을 때에는, 높은 성장률이 나타날 수 있다. 그것이 투자자들이 밸류에이션 프리미엄을 부여하는 가장 중요한 근거이기도 하다.

### 주요 상장사 해외 사업 현황

종목명	시가총액 (억원)	해외 매출 비중 ('15년 기준, %)	소업종	현황
KT&G	172,302	25	담배	<ul style="list-style-type: none"> <li>신시장, 슬림담배 시장 확대를 통해, 글로벌 담배 수출 확대 목표</li> <li>지난 해, 단가 인상을 통해, 내수 사업과 유사한 수준으로 수익성 향상</li> </ul>
오리온	57,849	65	제과	<ul style="list-style-type: none"> <li>2009년부터 중국 제과 시장 이익 확장 본격화. 스낵/파이 카테고리 내 강점 보유</li> <li>중국 TT채널, 동남아, 러시아 시장 등으로 채널 확장 지속</li> </ul>
CJ 제일 제당	50,733	30	소제식품 가공식품 아미노산	<ul style="list-style-type: none"> <li>대체감미료 제품 바탕으로 선진국 시장 공략 추진</li> <li>기술 우위 기초소재 바탕으로 개도국 시장 확대 추진</li> <li>'비비고' 브랜드 바탕으로, 미국 Mainstream 채널 확대 목표</li> <li>한식 BASE 신제품 출시, 대형 브랜드의 글로벌화를 통해, 해외 매출 비중 확대 추진</li> <li>기존 아미노산 수출 개선, 메치오닌 확대 등을 바탕으로 원가 경쟁력 지속 개선</li> <li>신규 아미노산 출시를 통해, 특정 아미노산 시장 변화에 따른 영향 최소화</li> </ul>
롯데제과	32,408	22	제과	<ul style="list-style-type: none"> <li>아시아 내 신흥 시장 바탕으로, 해외 비중 확대 가속화(카자흐스탄, 인도, 파키스탄 등)</li> <li>그룹 지배구조 개편 이후, 일본 롯데와의 협업을 통해, 사업 전략 재편 전망</li> </ul>
농심	23,540	17	라면	<ul style="list-style-type: none"> <li>미국, 중국에서 경쟁사 대비 라면 매출 성장률 아웃퍼폼 지속 중</li> <li>미국은 Mainstream 채널 확대, 중국은 중서부 내륙 지역 확장에 주력 전망</li> </ul>
대상	10,117	19	소재	<ul style="list-style-type: none"> <li>백광산업 라이선 사업 양수를 통해, 사업 포트폴리오 다각화</li> <li>전분당 경쟁력 바탕으로 동남아 내 Capa 확대 진행</li> </ul>
CJ 프레시 웨이	6,565	3	식자재 유통	<ul style="list-style-type: none"> <li>중국 용휘마트와의 JV 설립을 통해, 중국 진출 발판 마련</li> <li>글로벌 Packer와의 1차 상품 소싱 네트워크 구축 추진</li> </ul>
풀무원	6,495	13	식품	<ul style="list-style-type: none"> <li>사업 구조조정, 생산시설 통합 과정의 시행 착오로 영업적자 지속 중</li> <li>최근 비타소가 미국 두부 사업부 인수, 미국 지역 신제품 출시를 통해 외형 회복 시도 중</li> </ul>
매일유업	5,975	5	조제분유	<ul style="list-style-type: none"> <li>기존 중 대리상 포함 Beingmate, 온라인 채널 등으로 다양한 파트너와 협업 관계 구축</li> <li>제품 리뉴얼로 1분기 수출 일시적으로 부진했으나, 2분기부터 회복 전망</li> </ul>

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치



## 高 성장 카테고리에 주목

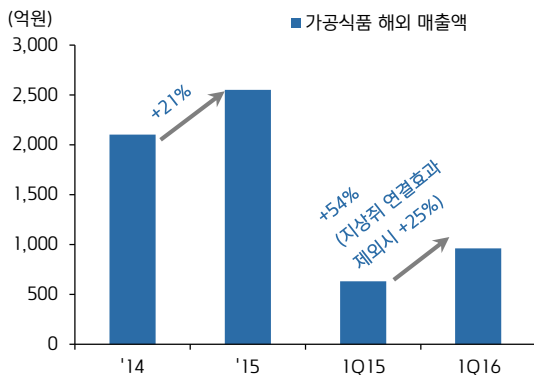
많은 음식료 업체들이 해외 시장 공략에서 좋은 성과를 보이고 있지만, 우리가 주목하는 업체는 가파른 성장률을 보이기 시작한 CJ제일제당과 농심이다.

국내 종합식품업체 중에 가장 큰 규모를 자랑하는 CJ제일제당은, 2014년 4분기부터 매분기 가공식품 매출 10% 이상 성장을 시현하고 있다(2015년 4분기는 WHO의 육가공 1군 발암물질 분류로 일시적 부진). 내수 소비재 중에서 좀처럼 보기 힘든 성장률을 보여주고 있는 것도 맞지만, 해외 사업 확대의 성과도 높은 성장률에 기여를 하고 있다. 2015년 기준으로 가공식품 內 해외 매출 비중은 11% 수준인데, 가장 큰 부분을 차지하고 있는 품목은 “비비고 만두”이다. 동 제품은 작년에 미국 매출 700억원, Costco 內 만두 MS 1위를 달성하면서, 한국 식품 업체가 해외에서 통할 수 있다는 기대감을 만들어 주었다.

국내 라면 1위 업체 농심의 해외 사업 성과도 괄목할 만한 수준이다. 2015년에 해외 매출 3,600억원을 달성하며, 매출 비중을 전년 대비 3%pt 높은 17%까지 끌어 올렸다. 중국, 미국, 일본, 호주 시장에서 매출이 주로 발생하고 있는데, 특히 중국과 미국 시장의 성장성이 돋보인다. 중국은 “해를 따라 서쪽으로”라는 슬로건 하에, 중서부 내륙 지방에서 채널 확장을 지속하고 있고, 미국은 한인 마트, 에스닉 섹션(혹은 채널)에서 주류 시장으로 지속 확대해 나가고 있다.

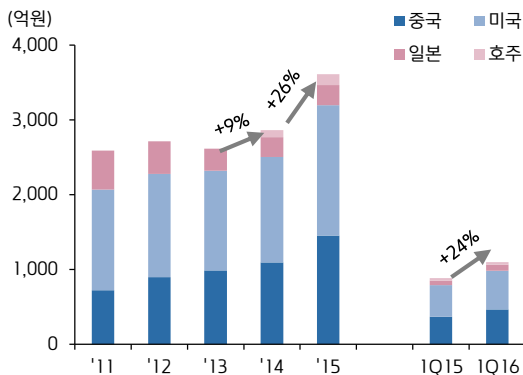
양사가 좋은 성과를 보이고 있는 미국과 중국 시장은, 기본적으로 한국 시장 보다 인구가 많아서, 시장 규모가 훨씬 크다. 식품산업통계정보 자료에 따르면, 미국과 중국 식품 시장은 각각 한국의 17배 수준으로 추정되고 있다. 향후 소득 수준의 성장을 감안한다면, 중국 식품 시장의 규모는 훨씬 더 커질 가능성이 높다.

### CJ제일제당 가공식품 해외 매출액 추이



자료: CJ제일제당

### 농심 해외 매출액 추이



자료: 농심

### 국가별 식품시장 비교

지역	한국	미국	중국
1인당 GDP(천달러)	27.9	54.6	7.5
인구(백만명)	51	322	1,375
시장규모(십억달러)	59	999	1,021
소비 Trend	1) 인구고령화 가속화 2) 1인가구 증가 3) 간편식, PB 발달	1) 1인가구 증가 2) 백인 비중 축소, 多 인종화. 3) Gluten-free 선호	1) 소비 Quality의 가파른 상승 2) 현대유통의 급격한 성장 3) 식품 안전에 대한 관심 증가

자료: CJ제일제당, Nielsen, Bloomberg, World Bank, IMF, Datamonitor, 식품산업통계정보, 키움증권 리서치

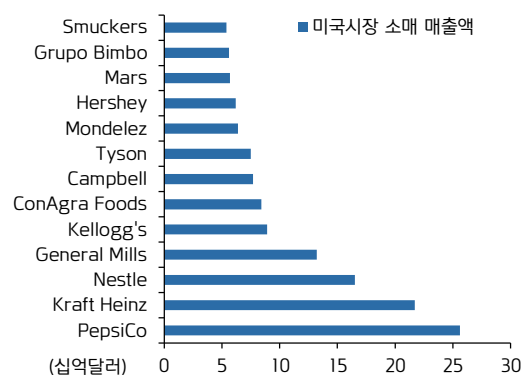
주: 1) 식품시장규모는 음료, 담배를 포함한 값

## >>> 美國 가공식품 시장: Ethnic Food의 Mainstream 채널 확대 기대

### 한국 1등도 미국에선 Minor 업체일 뿐

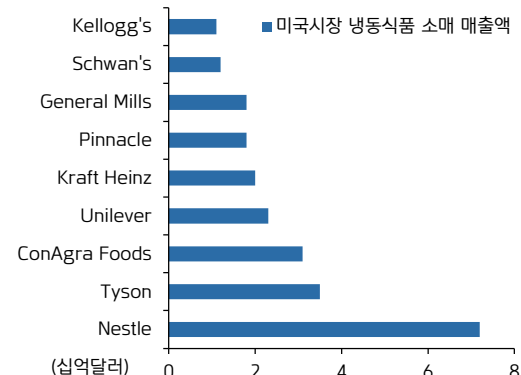
전술한 것처럼, 미국 식품 시장 규모는 한국의 17배 수준이다. 게다가 훨씬 더 많은 업체들, 큰 규모의 업체들이 시장을 장악하기 위해 경쟁하고 있다. Tyson Foods의 자료에 따르면, 현재 식품회사 중에서 미국 내 식품 매출 1위와 2위는, PepsiCo와 Kraft Heinz이다. 두 회사의 미국 내 매출은 각각 256억, 217억 달러이다. CJ제일제당이 한국에서 4조원 수준의 식품 매출(소매와 B2B 채널 포함)을 올리고 있는 것에 비하면, 얼마나 큰 규모인가? 네슬레는 냉동식품으로만 미국에서 年 매출 72억 달러를 올리고 있다. 기본적으로 미국에서 경쟁하는 업체들은, 국내에서 보던 회사들의 규모와는 큰 차이가 있다.

주요 식품회사 미국시장 소매 매출액



자료: IRI, Tyson Foods(2016. 4. 24 기준 최근 52주 Data)

주요 식품회사 미국시장 냉동식품 소매 매출액



자료: IRI, Tyson Foods(2016. 4. 24 기준 최근 52주 Data)

### 주요 미국 식품 기업 소개

품목 구분	기업 소개
음료	<b>PEPSICO</b> 현재 콜라 브랜드인 '펩시(Pepsi)' 제품으로만 연간 소매 판매액 10억 달러 이상을 기록하고 있는 미국을 대표하는 청량음료 제조기업
	<b>NESTLE USA</b> 2013년 기준 누적 판매액이 100억 달러에 달하며 초콜릿음료, 커피음료, 차(茶)음료를 취급하고 있음
제빵류	<b>General Mills</b> 각 종 베이커리 제품과 스낵류, 시리얼, 냉동 제빵가공식품 등을 제조 및 유통하여 미국 제빵 시장 점유율을 압도적으로 점유하고 있는 제조기업
	<b>Kellogg</b> 17개국에 생산 공장을 보유하고 있으며 시리얼, 크래커, 와플 등의 제과제빵 제품을 전 세계 180여개국에 수출 및 판매중임
면류	<b>Hormel</b> 총 5가지의 브랜드별로 다양한 인스턴트 면 제품을 취급하고 있음. 대표적인 브랜드는 컴플릿츠(Completes)임
	<b>ConAgra Foods Inc</b> 1919년에 설립된 가공식품과 냉동식품을 생산하는 식품 기업으로 '베르톨리(Bertolli)'라는 인스턴트 면 제품을 주력으로 취급하고 있음
소스류	<b>Tree House</b> 2005년 일리노이(Illinois) 주에서 설립되어 샐러드 드레싱, 파우더 믹스, 파우더 크림을 제조 및 유통함
	<b>McCormick &amp; Co. Inc</b> 미국 Maryland에서 1889년에 설립된 소스 제조회사로 글로벌 포춘지에서 선정한 100대 기업으로서 양념, 허브, 조미료 등을 125개국에 유통하고 있음
빙과류	<b>Wells Enterprise</b> 1913년에 설립된 미국에서 빙과류 시장점유율 3위를 차지하고 있는 아이스크림 제조회사임
	<b>Unilever</b> 연 매출이 6,800억 달러에 달하는 세계에서 가장 큰 아이스크림 제조업체임
기타 인기 식품 취급 기업	<b>Kraft</b> 미국 식품 브랜드 포트폴리오로서, 북미지역이 가장 선호하는 유명 브랜드의 가공식품 및 음료를 취급함
	<b>Tyson</b> 300개가 넘는 가공시설에 11만5천명의 직원을 보유하고 있으며, 6,729개의 독립 양계장과 계약을 맺고 있는 육가공 식품 제조회사임

자료: 농수산식품수출지원정보



게다가 SKU 구성도 편이하다. 한국 食 문화가 과거보다 많이 서구화 된 것은 사실이나, 미국인들이 즐기는 메뉴와 맛과는 괴리가 존재한다. 해외 여행을 나간 한국인들이 김치와 된장찌개를 찾는 것과 같은 이치라고 생각된다. 실제로 Kraft Heinz에서 매출 비중이 가장 큰 카테고리는 치즈와 케첩이고, 주요 회사들의 제품들을 보면, 피자, 파스타 등의 요리류 중심으로 발달했음을 느낄 수 있다. 결과적으로, 그들의 食 문화와 관능을 인정하지 못한다면, 미국 內 주류 시장을 공략하는데 큰 어려움을 겪을 가능성이 높기 때문에, 한식의 현지화가 필요할 것으로 판단된다.

#### Kraft Heinz 주요 제품



자료: Kraft Heinz

#### Nestle 주요 제품



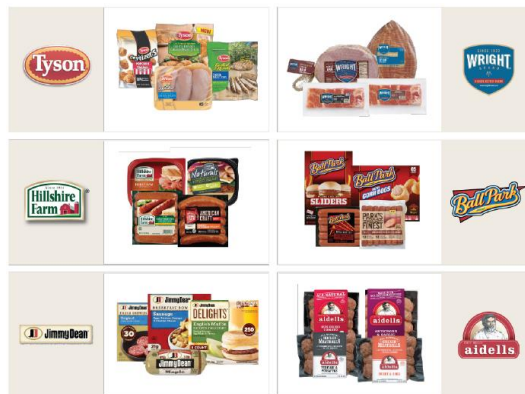
자료: Nestle

#### ConAgra Foods 주요 제품



자료: ConAgra Foods

#### Tyson Foods 주요 제품



자료: Tyson Foods

마지막으로, 미국 시장 內 국내 업체를 바라봄에 있어서 가장 중요한 절대적 가정은, 그들이 국내에서는 Major 업체이지만, 미국에서는 Minor라는 것이다. 국내 소비자들은, CJ제일제당과 농심과 같은 국내 1위 업체들의 제품을 국내 어느 마트와 편의점에서도 쉽게 만날 수 있다. 하지만, 미국에서는 절대 그렇지 않다. 국내 1위 업체라도, 철저하게 Minor 업체로써, 리테일 채널들에게 평가를 받을 수밖에 없다. 미국에서 높은 매출을 올리고 있는 채널들에게 절대적으로 “을”의 위치에 있는 것이다.

결과적으로, 규모도 작고, 채널 협상력도 약한 업체가 시장에서 점유율을 확대하려면, 그들이 마케팅하는 Killer Category가 “남과 다른 무엇”이어야 하고, “시장의 트렌드”에도 부응해야 한다. 저렴하게 판다고 이길 수 있는 시장이 아닌 것이다.

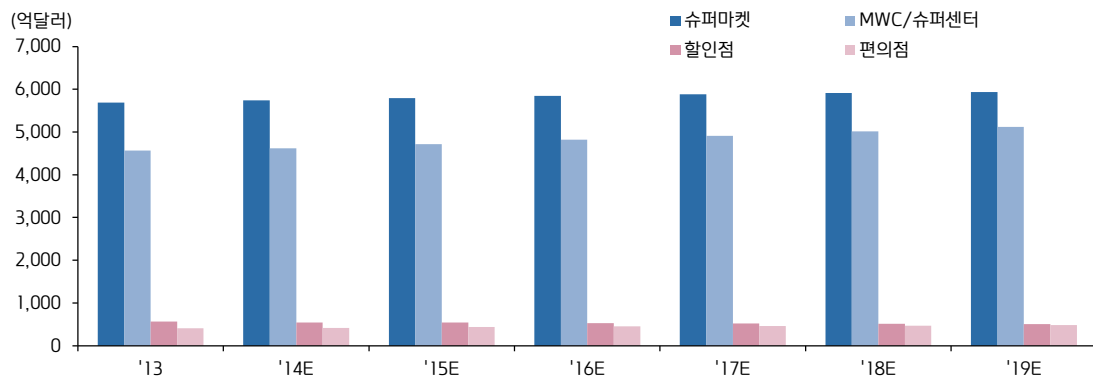


# 미국 상위 20개 소매 업체 (2014년 기준)

순위	회사명	본사	Retail Sales (백만달러)	매장 수
1	Wal-Mart Stores	Bentonville, Ark.	343,624	5,109
2	The Kroger Co.	Cincinnati, Ohio	103,033	3,730
3	Costco	Issaquah, Wash.	79,694	464
4	The Home Depot	Atlanta	74,203	1,965
5	Walgreen	Deerfield, Ill.	72,671	8,157
6	Target	Minneapolis	72,618	1,790
7	CVS Caremark	Woonsocket, R.I.	67,974	7,808
8	Lowe's Companies	Mooresville, N.C.	54,805	1,793
9	Amazon.com	Seattle	49,353	N/A
10	Safeway	Pleasanton, Calif.	36,330	1,326
11	Best Buy	Richfield, Minn.	35,957	1,445
12	McDonald's	Oak Brook, Ill.	35,447	14,350
13	Publix Super Markets	Lakeland, Fla.	30,560	1,296
14	Apple Store / iTunes	Cupertino, Calif.	28,380	259
15	Macy's	Cincinnati, Ohio	28,027	821
16	Rite Aid	Camp Hill, Pa.	26,528	4,570
17	Royal Ahold / Ahold USA	Carlisle, Pa.	25,976	768
18	Sears Holdings	Hoffman Estates, Ill.	25,763	1,659
19	TJX	Framingham, Mass.	22,206	2,569
20	H-E-B Grocery	San Antonio, Texas	19,819	317

자료: National Retail Federation

## 미국 대형 유통업체 연도별, 형태별 시장규모와 전망



자료: IBIS World, 농수산물수출지원정보

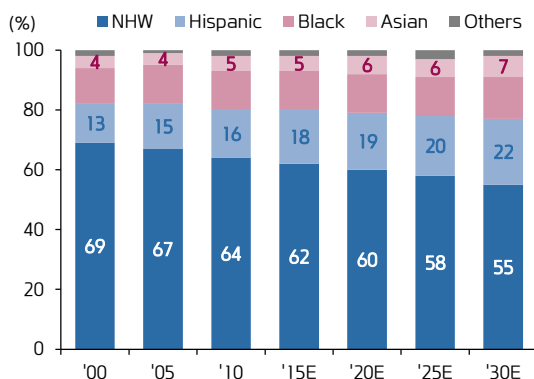
## 하지만, 미국 인구 구조는 인종의 다양화가 심화되는 중

다행스럽게도 국내 식품 업체 입장에서 반길 만한 시장 트렌드가 있다고 생각된다. 그 트렌드는 바로, 미국 내 인종 다양성의 심화이다.

미국은 지구상의 모든 인종과 민족이 뒤섞여 있는 세계 최대의 다민족국가이다. 이러한 민족 구성 때문에, 다양한 음식 문화가 혼재되어 있는 것이 사실이다. 그런데 이러한 다양성이 지속적으로 심화되고 있다. NHW(Non-Hispanic White, 히스패닉 인종이 아닌 백인) 인구의 미국 내 비중은 2000년에 69% 수준이었으나, 2015년에 62%까지 하락하였고, 2030년에 55%까지 하락할 것으로 추산된다. 대신에, 히스패닉, 흑인, 아시안계 인구가 증가하면서, 인종 다양성이 심화되고 있다.

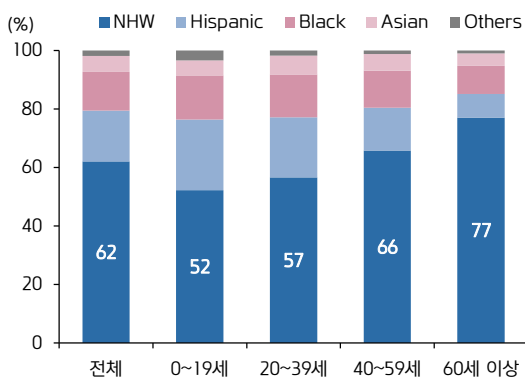
미국의 인구 증가율도 1% 내외에 그치고 있기 때문에, 소비재를 파는 업체 입장에서 인구 구성의 변화가 매우 중요할 수밖에 없다. 특히, 젊은 세대일수록 인종 다양성이 더욱 심화되어 있고, NHW 외 인종들의 소득 수준이 상승하면서, 구매력도 가파르게 증가하고 있다. 인종별 구성 비중은, NHW 다음으로 히스패닉이 크고, 아시안계는 5~6% 수준의 비중을 차지할 것으로 보인다. 아시안계는 비중이 히스패닉 보다는 크지 않지만, 향후 15년간 인구 증가율이 41%로 다른 인종들에 비해 가장 높고, 구매력도 히스패닉 대비 높은 편이다. 아시안계 인구가 히스패닉의 1/3이 안 되지만, 구매력 측면에서는 거의 히스패닉의 절반 수준에 육박하기 때문이다.

### 미국 인구 구조는 多 인종화 추세 심화



자료: U.S. Census  
주: NHW: Non-Hispanic White

### 젊은 세대(미래 소비 세력)일수록 인종 다양성 심화



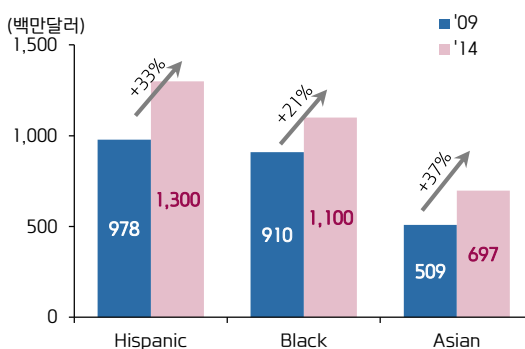
자료: U.S. Census  
주: NHW: Non-Hispanic White

### 미국 인종별 인구 증가율 추산 (단위: 천명)

구분	'15E (A)	'30E (B)	증가율
Total	321,369	359,402	12%
NHW	198,354	199,403	1%
Hispanic	56,754	77,463	36%
Black	42,456	48,768	15%
Asian	17,538	24,726	41%
Others	6,267	9,042	44%

자료: U.S. Census  
주) NHW: Non-Hispanic White

### 미국 인종별 구매력 변화 추산



자료: Selig Center, Agricultural Marketing Resource Center

## 현지화 된 Ethnic Food의 Mainstream 진출 기대

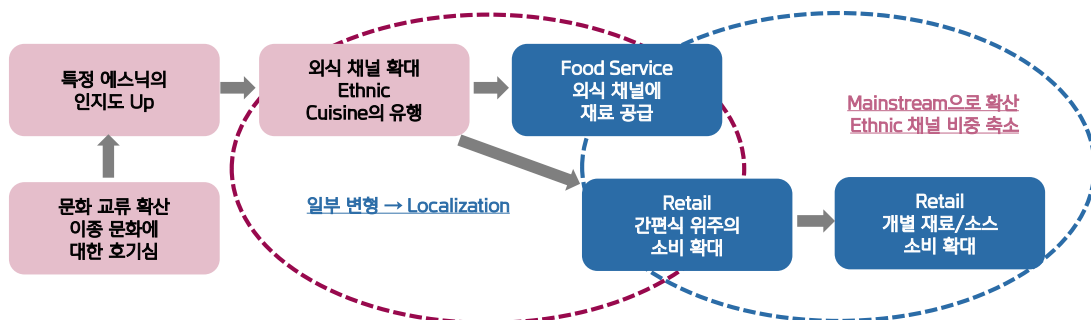
인구 구조의 다양성이 심화되면서, 다양한 문화가 미국 사회에 노출될 가능성은 증가할 수밖에 없다. 식품 시장도 마찬가지이다. 채널별로 에스닉 슈퍼마켓이 상대적으로 높은 성장률을 보일 것으로 추산되고 있고, Mainstream 내에서도 Ethnic Food의 확대 가능성이 높을 것으로 판단된다.

Ethnic Food는 이국적인 느낌이 나는 제3세계의 고유한 전통 음식을 의미하는데, 미국인들 입장에서는 라틴계, 아시안계 메뉴들이 Ethnic Food에 해당한다. 이처럼 Ethnic Food가 상대적으로 고성장하는 이유는, 1) 인종 구성의 다양성 심화, 2) 이국적인 요리와 문화에 대한 호기심 증가에 기인한다. 그 결과, 다양한 에스닉의 레스토랑이 늘어났고, 해당 에스닉 요리에 필요한 식재료를 구매하기 시작했으며, 식재료와 간단한 메뉴(간편식)들까지 리테일 채널에서 팔리게 되었다.

Ethnic Food는 크게 두 가지 경로로 발달하고 있는 것으로 추산된다. 첫 번째는, 에스닉 식료품 채널이다. 에스닉 채널은 특정 에스닉 별 제품을 판매하고 있는 슈퍼마켓 등으로 한인 마트, 중국계 마트, 히스패닉 마트 등이 이에 해당한다. 예를 들면, H-마트(한인 마트), Tawa Supermarkets(중국계 마트), Superior Grocers(히스패닉 마트) 등이 있다. 두 번째는, Mainstream 채널 내에서의 성장이다. 여기서의 Mainstream 채널이란, 미국의 클럽 스토어, 슈퍼마켓, 할인점 등을 의미한다(Walmart, Kroger, Costco, Safeway 등). 미국 내에서 인종의 다양성이 심화 되고, 젊은 세대들을 중심으로 이국적인 요리에 대한 거부감이 줄어들면서, Mainstream 채널 내에서도 Ethnic Food의 수요가 늘어나고 있는 것으로 추산된다.

특히, Ethnic Food가 Mainstream에서 확대되어 팔리기 위해서는, 맛이나 재료 등이 현지의 문화에 맞게 일부 변형될 필요가 있다. Costco에서 성공한 제품으로 평가 받는 ‘비비고 만두’의 경우도 현지화에 성공한 사례로 보여진다. CJ제일제당은 미국 현지인들의 선호도를 고려하여, 만두소를 돼지고기가 아닌 닭고기를 사용하여 ‘치킨 만두’를 개발하였고, 특유의 향으로 한국인에게 호불호가 갈리는 고수를 사용하며, 현지인들의 입맛을 사로 잡는 데 성공하였다(글로벌 기업들의 자세한 사례는 “Appendix 1” 참조).

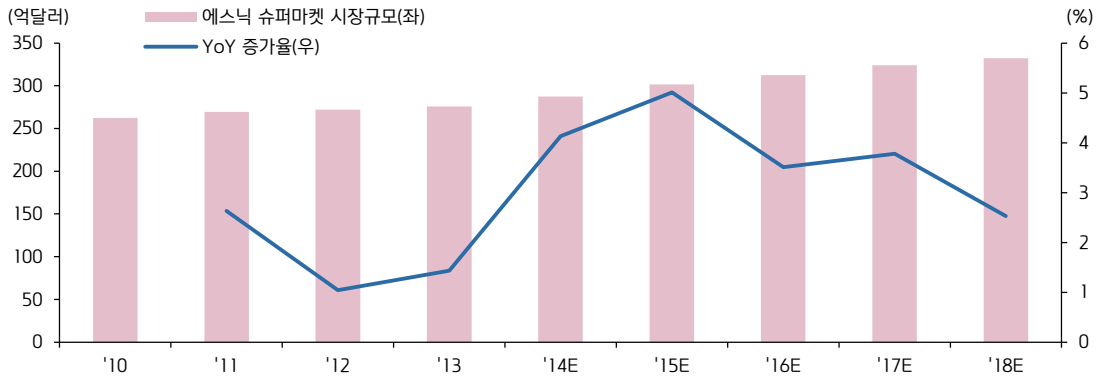
### 미국 내 Ethnic Food의 전파 단계



자료: 키움증권 리서치



## 미국 에스닉 슈퍼마켓 연도별 시장규모 및 전망



자료: IBIS World, 농수산물수출지원정보

## 미국 내 대표 에스닉 슈퍼마켓 Top 10

순위	회사이름	마켓분류	매출(억달러)	매장 수	설립년도
1	수페리어 그로스(Superior Grocers)	히스패닉	16.0	42	1981
2	바샤스(Bashas)	히스패닉	16.0	124	1932
3	보데가 라티나(Bodega Latina)	히스패닉	10.0	45	1997
4	노스게이트 곤잘레스 마켓(Northgate Gonzales Market)	히스패닉	9.0	36	1980
5	카르데나스 마켓(Cardenas Market)	히스패닉	8.9	29	1981
6	바야르타 슈퍼마켓(Valarta Supermarkets)	히스패닉	6.9	42	1985
7	새다노스(Sedano's)	히스패닉	4.6	32	1961
8	미 푸에블로 푸드센터(Mi Pueblo Food Centers)	히스패닉	4.0	21	1991
9	타와 슈퍼마켓(Tawa Supermarkets)	중국	3.2	35	1984
10	미쯔와 마켓플레이스(Mitsuwa Marketplace)	일본	1.1	9	1998

자료: Supermarket News, IBIS World, 농수산물수출지원정보

주: 매출은 2012, 2013년 기준. 에스닉 마켓 중 매출 확인 안 되는 곳은 제외. 카르데나스 마켓의 매출은 2010년 기준.

## 미국 시장을 노리는 Ethnic Food Makers

미국 시장 내 이러한 흐름을 반영하듯, 수많은 非 미국계 기업들이 미국 지역에서 식품 사업을 확대해 나가고 있다. 현재, 멕시코, 스페인, 일본, 한국계 기업들의 연간 매출 규모는 최대 \$70억 수준까지 형성되어 있는데, 최근에 WH Group과 Ajinomoto가 각각 미국의 Smithfield社와 Windsor社를 인수하면서 매출 규모를 크게 확대하였다.

## 非 미국계 기업의 미국 지역 식품 매출 현황 (단위: 백만달러, 네슬레 제외)

회사명	국가	식품 매출	주요 카테고리	비고
GRUPO BIMBO	멕시코	7,350	Bread & Bakery Products	
WH Group	중국	7,173	육가공품	'13년 9월 美 Smithfield 인수 (매출 \$7,173M)
Gruma SAB	멕시코	2,689	Corn Flour, Tortillas, Corn Chips	유럽 매출이 포함되어 있음
Kikkoman	일본	1,475	간장	
Ebro Foods	스페인	1,008	쌀, 파스타	
Ajinomoto	일본	800	냉동식품(교자 등), 조미료, 소스	'14년 9월 美 Windsor 인수 (매출 \$670M)
Toyo Suisan	일본	645	라면, 냉장/냉동식품, 수산식품	미국 외의 북미 지역 매출 일부 포함
Nissin Foods Holdings	일본	327	라면, 냉장/냉동식품	미국 외의 북미 지역 매출 일부 포함
Deoleo	스페인	204	유지	
C제일제당	한국	186	냉동식품(만두 등), 고추장 소스	
농심	한국	154	라면	
풀무원	한국	140	두부, 파스타	Vitasoy 미국 법인 포함('16년 5월 인수)

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

그 외의 다른 非 미국계 기업들도 미국 지역에서 식품 매출을 확대해 나가고 있다.

먼저, GRUPO BIMBO의 미국 內 주요 제품은 빵과 베이커리 카테고리(샌드위치, 토스트, 도너츠 등)인데, 동사는 1) 몇 차례의 M&A, 2) Regional Brand의 National Distribution 확대를 통해, 10년 만에 매출 규모를 7배로 키웠다. 2008년말에 베이커리 카테고리의 강자인 Weston Food社를 인수하였고, 2011년 상반기에 Sara Lee社를 인수하여 케이크 카테고리를 강화하였으며, 2014년에 Canada Bread社를 인수하여 포장용 빵 사업으로 확대하였다.

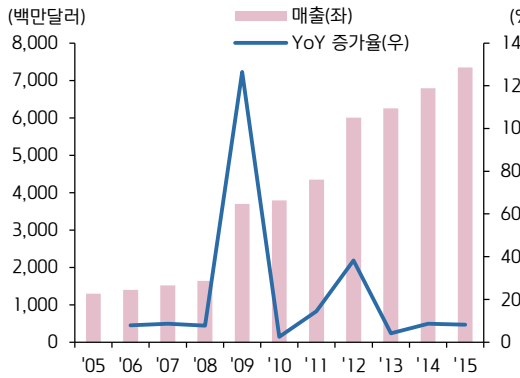
두 번째로, Gruma SAB의 미국 內 주요 제품은 전분과 토띠야(Tortilla)인데, 토띠야 매출이 확대되면서 전분 매출이 동시에 확대되어왔다. 리테일, 푸드서비스, 가공식품 업체 B2B 등으로 채널을 다각화해왔고, 시장 지배력을 바탕으로 원재료 가격 상승기에 가격 인상을 통해 마진을 방어해왔다. 작년에는 미국 및 유럽 부문의 매출이 달러기준으로 20% 이상 성장하였는데, Non-Hispanic 소비자들로부터 토띠야의 인지도가 확대 되면서 유통망 확대와 PB 제품 공급 계약이 늘어났기 때문이다. 동사는, 미국 내에서 히스패닉 인구 비중이 늘어나는 것에 맞추어 자사 제품의 확대 전략을 세우고 있다. 향후 미국 內 멕시코 레스토랑 수를 늘리고, 미국 內 레스토랑에서 토띠야(Tortilla) 요리가 메뉴에 많이 포함되게 하여, 당사 제품들을 Mainstream 채널에서 지속 확대하고자 한다.

세 번째로, 일본의 Kikkoman은 1957년에 처음 미국 법인을 설립하고, 간장을 주력 제품으로 성장해왔으며, 최근에는 일본계 에스닉 푸드 카테고리도 확대하고 있다. 해외 시장에서 간장의 판매량이 꾸준히 연평균 4% 정도의 성장률을 시현하고 있고(CAGR '04~'14 기준), 일식에 대한 인기가 상승하면서 일본계 에스닉 푸드 제품의 매출도 확대되고 있다. 특히, 2013년부터 가공식품 제품들을 Mainstream 채널로 확장하면서, 최근에 북미 지역 매출 성장률이 제고되고 있다.

네 번째로, 스페인의 Ebro Foods는 미국 내에서 Rice 관련 간편식과 파스타를 판매하는 업체로서, 몇 차례의 M&A를 통해 11년간 미국 매출 규모를 5배로 확대하였다. 2005년에 쌀가공 및 파스타 업체인 Panzani社를 인수하였고, 2006년에 Minute Rice社를 인수하여 미국 내 쌀가공 사업의 입지를 강화한다. 2000년대 중반 파스타 브랜드 Panzani의 시장 점유율이 확대되면서 매출이 가파르게 성장하였고, 쌀가공 간편식을 통해 SKU를 다각화한다. 최근까지도 쌀가공 간편식은 꾸준히 성장하고 있으나, 저칼로리 제품에 대한 선호도가 증가하면서 파스타 매출은 최근 주춤하고 있어, 글루텐 프리 파스타 제품 등을 강화하고 있다.

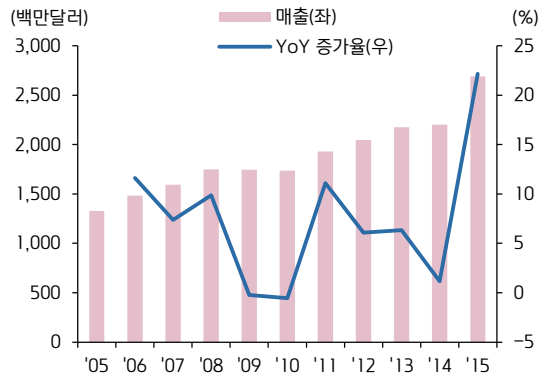
마지막으로, 일본 Ajinomoto는 2014년 9월에 미국 냉동식품 업체 Windsor社(年 매출 \$6.7억 수준)를 인수하여, 미국 시장에서 식품 매출 확대를 꾀하고 있다. 2020년까지 미국 시장에서 연간 1조원 수준의 매출 달성을 목표로 하고 있는데, 핵심 포트폴리오로 아시안계, 히스패닉계 에스닉 푸드 등을 계획 중이다. Ajinomoto의 기존 식품 브랜드 'SAMURAI'가 주로 일본계 에스닉 푸드 중심이었다면, Windsor는 일본 외의 아시안계, 멕시코, 이탈리아인 에스닉 푸드 등을 포트폴리오로 갖추고 있다. Ajinomoto는 이번 M&A와 향후 추가적인 시장 개척을 통해, 2020년까지 북미 지역에서 아시안 에스닉 푸드 시장 1위의 지위를 확보할 계획이다.

### GRUPO BIMBO 미국 매출액 추이



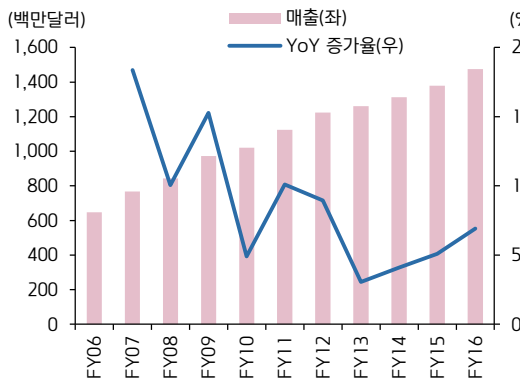
자료: Bloomberg

### Gruma SAB 미국 및 유럽 매출액 추이



자료: Bloomberg

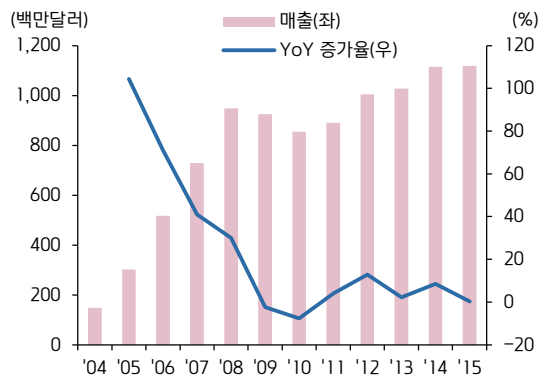
### Kikkoman 북미 매출액 추이



자료: Bloomberg

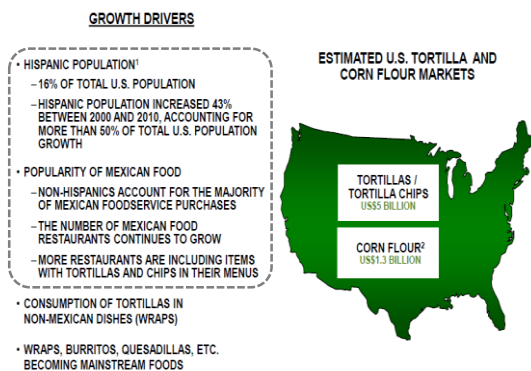
주: 1) FY16의 결산일은 2016. 3. 31

### Ebro Foods 북미 매출액 추이



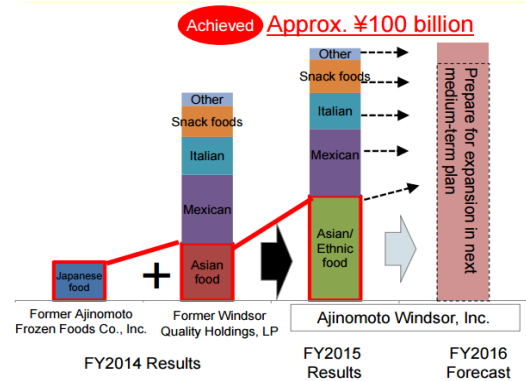
자료: Bloomberg

### Gruma SAB의 미국 시장 확대 계획



자료: Gruma SAB

### Ajinomoto의 미국 시장 확대 계획



자료: Ajinomoto



### Grupo Bimbo 주요 제품



자료: Grupo Bimbo

### Gruma SAB 주요 제품



자료: Gruma SAB

### Ebro Foods 주요 제품



자료: Ebro Foods

### Ajinomoto 주요 제품



자료: Ajinomoto

## “한식의 세계화”를 향해 달린다

이러한 최근 非 미국계 식품 기업들의 움직임에서 얻을 수 있는 시사점을 3가지로 요약할 수 있다. 첫째, 미국 시장에서 Ethnic Food의 Mainstream 진출 가능성이 높아지고 있다. 둘째, Mainstream 진출을 위해서는 Ethnic Food의 인지도 상승과 현지화가 필요하다. 셋째, 유통망 확대와 제품 포트폴리오 다각화를 위한 M&A가 필요하다.

그렇다면, 미국 내에서 한식 Ethnic Food의 인지도는 어느 정도인가? IBIS World 자료에 따르면, 2014년 기준 미국 내 한식당의 매장 수는 3,700여개 수준으로 파악되고 있다. 이는 2009년에 한식재단이 미국 내 한식당 수를 조사했을 때에 비하면, 2배 이상 많은 수치이다(2009년 미국 내 한식당 수는 1,628개로 추산 - 한식재단 조사 자료). 또한, 최근에는 한국 외식기업들의 해외진출이 활발해지면서, 미국과 중국 시장을 중심으로 매장 수가 가파르게 증가하고 있으며, 정부차원에서 2020년까지 한국 외식기업의 해외 매장 수를 7천개로 확대하는 것을 추진하고 있다. 따라서, 아직 중식이나 이탈리아식에 비교하기는 어렵겠지만, Ethnic Food 내 한식에 대한 선호도가 상승할 여지는 충분한 것으로 판단된다.

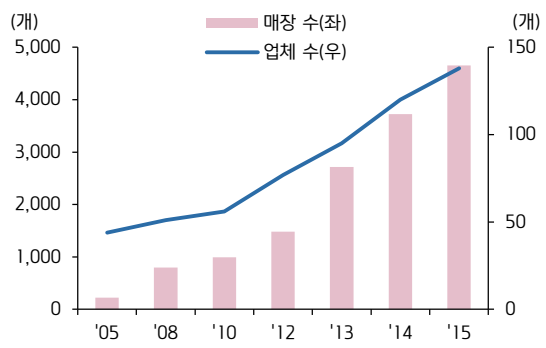
또한, 한식 Ethnic Food의 특색을 바탕으로 다양한 Ethnic Food Portfolio를 가져가는 것도 좋은 전략이 될 수 있다. 특히, 히스패닉 인종들은 Rice 메뉴에 대한 친숙도가 높아서 한식 메뉴에 대한 거부감이 적을 가능성이 높기 때문에, Ajinomoto社처럼 다양한 Ethnic Food 라인업을 가져가는 것도 좋은 방법이 될 수 있다.

#### 미국 내 에스닉별 레스토랑 현황

에스닉	매출규모 (억달러)	매장 수 (개)	FSR 비중	기준년도
이탈리아	571	66,902	55%	2013
멕시코	357	28,997	N/A	2014
일본	20	4,135	62%	2013
<b>한국</b>	<b>15</b>	<b>3,744</b>	<b>65%</b>	<b>2014</b>

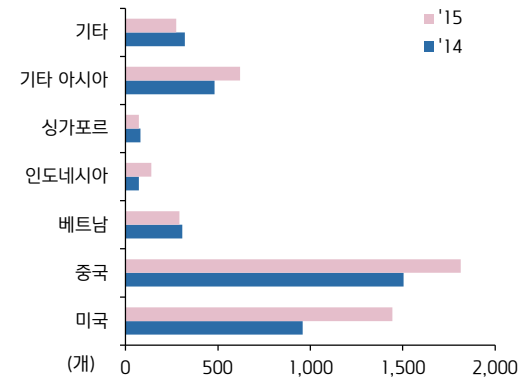
자료: IBIS World, 농수산식품수출지원정보

#### 한국 외식기업 해외진출 추이



자료: 농림축산식품부, 한국농수산식품유통공사

#### 지역별/국가별 한국 외식기업 해외진출 동향



자료: 농림축산식품부, 한국농수산식품유통공사

#### 미국 인종별 Ethnic Food 선호도

에스닉	백인	흑인	히스패닉	아시안
중국	86%	87%	82%	85%
이탈리아	85%	72%	81%	75%
스페인	57%	65%	70%	47%
일본	52%	43%	51%	67%
태국	50%	40%	44%	65%
라틴아메리카	39%	41%	69%	26%
그리스	44%	32%	33%	35%
<b>한국</b>	<b>27%</b>	<b>25%</b>	<b>27%</b>	<b>56%</b>
지중해	45%	27%	29%	37%
프랑스	37%	32%	32%	33%
베트남	28%	19%	26%	53%
인도/파키스탄	30%	26%	24%	42%

자료: 한국농수산식품유통공사(2014년 미국 소비자 설문조사)

이러한 에스닉 푸드의 확대 가능성을 감안했을 때, 한국 식품 업체들의 미국 내 사업 기회는 무궁무진한 것으로 판단된다. 다만, M&A에 필요한 자본력과 글로벌 네트워크를 감안했을 때, Mainstream 채널 내에서의 확대 가능성 측면에서는 국내 식품 1위 업체인 CJ제일제당에게 가장 후한 점수를 부여할 만하다.

CJ그룹은 2013년 8월 미국에서의 기자간담회를 통해 2020년까지 CJ제일제당과 CJ푸드빌 등 식품 부문 전체 매출을 15조원까지 올리고, 이 중 절반 이상인 8조원을 해외에서 달성하겠다고 밝힌 바 있다. 그룹의 사업 포트폴리오를 고려했을 때, CJ푸드빌이 외식 레스토랑을 열고, CJ프레시웨이와 CJ제일제당이 식재료와 가공식품 등의 콘텐츠를 공급하는 형태로 판단된다. 특히, CJ푸드빌은 최근 몇 년 동안 꾸준히 해외 매장 수를 늘려왔다(1Q16말 기준 269개 점포 운영 중). 대표적으로 뚜레쥬르, 빙스 등의 외식 브랜드를 보유하고 있으나, 최근 들어 비비고, 계절밥상, 제일제면소 등 한식과 연관성이 있는 카테고리 등을 강화해 나가고 있는 점이 눈에 띈다. 특히, 비비고(bibigo)는 그룹 차원에서 글로벌 식품 사업 확대를 위해 전략적으로 육성하고 있는 브랜드로서, 향후 CJ제일제당이 해외에서 가공식품 사업을 확장하는 데 큰 도움을 줄 것으로 판단된다.



한편, CJ제일제당은 약 4,700억원 규모의 미국 만두 시장 내에서, 자사 브랜드를 연간 매출 규모 1천 억원대의 대형 브랜드로 성장 시켰다(Retail price 기준). 전술한 것처럼, 한국에서 판매하고 있는 만두 제품을 일부 변형하여 현지화 하였으며, 중국식 만두와 달리 만두피가 얇고 채소가 많은 만두 속을 강조하여 ‘건강식’으로 차별화 한 점이 주요 하였다.

그 결과 미국 內 채널 포트폴리오 측면에서, 에스닉 채널의 비중이 축소되고 있으며, 향후에도 이러한 추세가 이어질 것으로 판단된다. 현재 CJ제일제당 미국 가공식품 매출에서 에스닉 채널 비중이 30~40% 수준인데, 성장률이 높은 ‘비비고 만두’는 Costco 채널 비중만 60%를 넘기 때문이다. 또한, Costco에서 확보된 레퍼런스를 바탕으로, 아직 입점 되지 않은 다른 Mainstream 채널로 확장할 가능성도 있다.

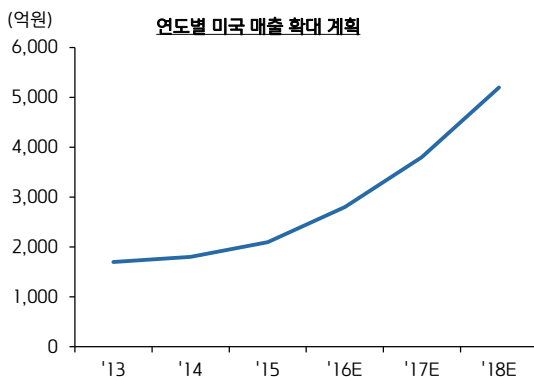
추가적으로 주목할 점은, Ajinomoto社를 비롯한 몇몇 식품 업체들이 그랬던 것처럼 미국 내 식품 업체를 인수할 가능성이 높다는 점이다. 이미 CJ제일제당은 2013년 3월 미국에서 TMI트레이딩, 트윈마르퀴스(Twin Marquis), 셰프원(CHEF ONE) 지분 80%를 520억원에 인수한 전례가 있다. 해당 3개사는 TMI푸드그룹의 구성원으로 미국에서 아시아음식 제조 및 판매사업을 영위하고 있는데, 주로 중국계 프랜차이즈 판다 익스프레스에 제품을 납품하고 있다(주요 카테고리인 만두, 국수, 덮밥 등). 향후에도 이와 비슷한 M&A를 통해, 제품 포트폴리오를 다각화하고 유통망을 확대할 가능성에 주목할 필요가 있다.

#### CJ제일제당의 미국 內 주요 제품 Line-up



자료: CJ제일제당

#### CJ제일제당의 미국 시장 확대 계획



자료: CJ제일제당

주: 1) 2013~2015 현지법인 매출 단순합산 기준, 2016E~2018E Organic 성장 가정

#### CJ제일제당의 미국 사업 전략 방향

- (1) 전략제품(만두, 면, 김, 소스) 고 성장 위한 기반 확보
  - 14~15년 만두(스팀덤펍링, 유기농만두), 김스낵, 고추장 소스 등 신제품 출시로 중장기 성장 동력 확보
  - Costco 중심 클립 경로 대형화
- (2) 만두 미국 內 1위 달성을 위한 광고/인프라 투자 및 전략제품 (냉동, 스낵김, 소스 등) 커버리지 확대
  - Grocery 경로 집중 확대(냉동/건강스낵) 통한 고정장 기조 유지
  - 한식 Flavor 냉동 레디미 제품 출시(K-BBQ/hot stone bowl)
  - 조리냉동 비비고 레스토랑 메뉴 연계 신제품 적극 출시(갈비찜 등)
  - 동부 TMI 만두 공장 및 서부 FMC 증설 통한 Infra 확보
  - 중남미(멕시코, 브라질), 유럽 확대를 통한 냉동 전진기지 역할 강화
  - 서부 지역 Bibigo TV/신문 광고를 통한 브랜드 포지셔닝 강화
- (3) Bibigo 내셔널 브랜드 확대 본격화 및 미국 內 Asian Food 대표 기업 지위 확보



### CJ제일제당 대형 브랜드 Globalization 계획 (단위: 억원)

브랜드	매출	적용 제품	브랜드 전략
비비고	2,100	냉동/김치/소스 쌀가공/육가공/김스낵	전통성 + Fusion 점목된 한류 식품 대표 브랜드화 한식 전통(Authentic), 진화된 한식(Modern)
다시다	2,650	조미료/중국 장류, 양념장	복합조미료 확대 및 제형 다양화 중식장류 M&A 및 한식장류/양념장 육성
백설	2,000	양념장/소스/상온면 물/소금	소재성 상품과 원료성 강한 소비재 대표브랜드화
쁘띠첼	700	디저트	국내 전문점 수유 전환하는 No. 1 프리미엄 디저트 브랜드 중국, 한류문화와 기술접목으로 디저트 문화 창출
BYO/H.O.P.E. HAN	600	건강/뷰티	바이오 세계 1등 기술과 연계된 Original 유산균 및 기능성을 대표하는 건강/뷰티 브랜드

자료: CJ제일제당

주: 매출액은 2015년 국내+해외 매출 기준

### CJ제일제당 bibigo 브랜드 Globalization 계획

카테고리	세부계획
bibigo 냉동 (만두, 조리냉동, 어묵)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 현지 식문화 접목 스낵류 확대: 브리또/잡채 에그롤</li> <li>• 편의형 Asian Appetizer 출시: Wonton bite, Korean Boo</li> </ul>
bibigo 냉동 레디밀	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 현지메뉴화, 형태다변화: Rice/Noodle형 Ready meal</li> </ul>
bibigo 김치	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 김치 주요메뉴 상품화: 김치찜, 김치찌개, 김치전 등</li> </ul>
bibigo 상온 레디밀	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 복합 편의식밥 메뉴 확대</li> <li>• 한식반찬형 레토르트 상품화: 갈비찜 등</li> </ul>
bibigo 소스	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 현지 용도 소스 확대: Table, Cooking sauce</li> </ul>
bibigo 김스낵	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 건강곡물 김스낵 확장: 견과김, 슈퍼곡물(렌틸콩, 퀴노아 등)</li> </ul>

자료: CJ제일제당

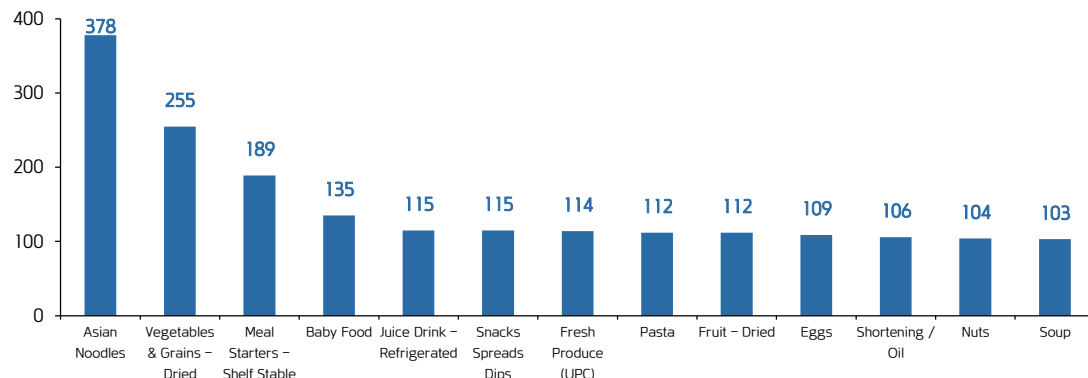
## >>> 美國 라면 시장: 일본 라면을 추격하는 후라면

### 프리미엄 전략으로 Mainstream 채널 확대

라면은 아시안계 미국인들의 구매 금액이 크고, 히스패닉계 미국인들에게 인기가 많아서, 일본 업체들이 Mainstream 채널을 상당 부분 개척해 놓은 것으로 판단된다. 닐슨 데이터에 따르면, 아시안계 미국인들은 Asian Noodle 제품들에 대한 구매액이 상대적으로 높은 것으로 알려져 있다.

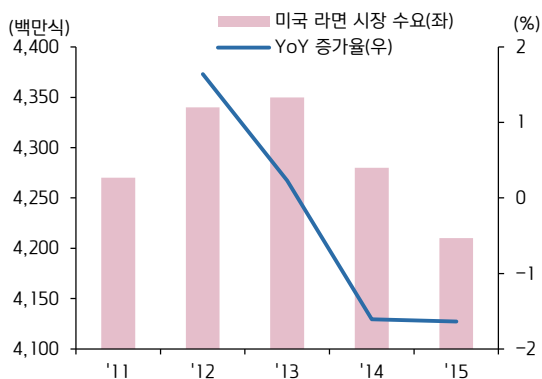
현재 미국 라면 시장 규모는 1.5조원 내외로 추산된다. 연간 시장 수요량은 40억식 초반에서 정체되어 있는 성숙시장이고, 가격인상을 통해 시장 규모가 소폭 성장하고 있는 상황이다. 유로모니터에 따르면, 2014년 기준 일본의 Toyo Suisan과 Nissin이 현재 시장 점유율 1, 2위를 달리고 있는데, 이들이 성공적으로 매출을 확대할 수 있었던 이유는, 1) 저렴한 간편식으로 소비자들에게 어필한 점과 2) 일본 라면이 미국에 많이 알려진 부분이 컸었기 때문이다. 하지만, 최근 미국 시장 내에서 건강식과 웰빙에 대한 선호도가 높아지면서, 시장 수요량은 계속 정체된 모습이다.

### 아시안계 미국인의 구매액이 높은 식품 품목들 (미국인 전체 평균 = 100)



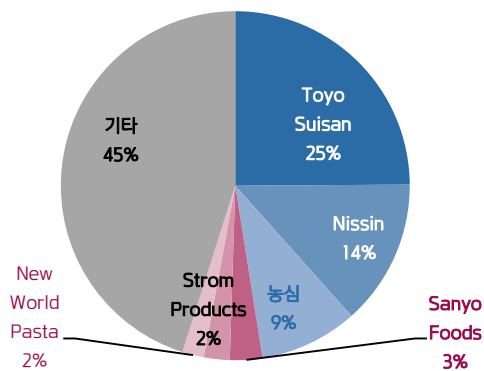
자료: Nielsen(2015년 2월 7일 기준 최근 52주 Data)

### 미국 라면 시장 수요 추이



자료: 세계라면협회

### 미국 라면 시장 점유율 현황






자료: Euromonitor, 식품산업통계정보





### 주요 3사의 라면 가격 비교

회사	제품명	사진	가격(\$)	수량(개)	단가(USD)	단가(KRW)
도요 수산	Maruchan Chicken Flavor Ramen Noodle Soup		14.82	36	0.41	473.42
닛신	Nissin Top Ramen Chicken Flavor Ramen Noodle Soup		10.95	24	0.46	524.69
농심	Nongshim Shin Ramyun Gourmet Spicy Noodle Soup		18.70	20	0.94	1,075.25

자료: Amazon, 키움증권 리서치 (1 USD = 1,150 KRW 가정)

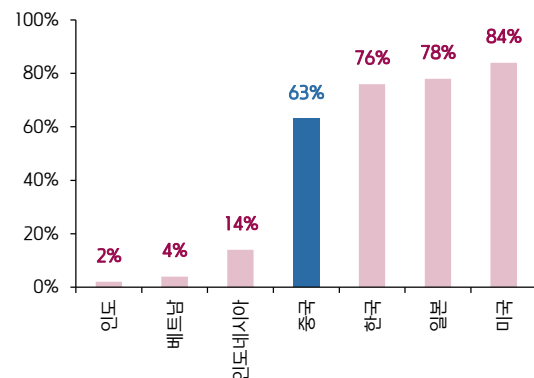
## >>> 中國 가공식품 시장: 초기 시장으로 기회 요인 풍부

### 중국 MT 채널의 발달과 새로운 사업 기회

중국 시장은 소득수준이 고성장 하고, MT 유통 채널이 확대 되면서, 식품 시장에서 새로운 사업 기회가 열리고 있는 것으로 판단된다. 특히, 주요 Modern Retailer들의 매장이 지속 확대되고, MT 채널 침투율이 선진국 수준에 근접하면서, 냉동/냉장식품을 공급하기 좋은 여건이 마련되고 있다. 상온에서 유통되는 제품과 달리, 냉동/냉장식품은 현대화 된 유통 인프라가 더욱 중요하기 때문이다. 따라서, 공급자 측면에서 봤을 때, 중국 내에서 신규 가공식품 시장을 개척하기 좋은 여건이 마련되고 있는 것으로 판단된다.

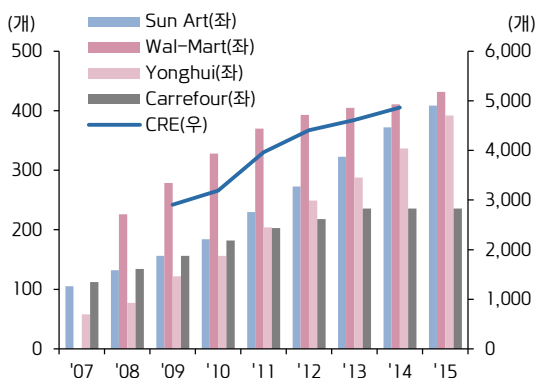
수요 측면에서는, 식품소비의 외부화 현상이 가속화 될 수밖에 없다. 도시화가 지속되고, 가사 노동에 쏟는 시간이 부족해지면서, 가정에서 모든 먹거리를 생산 혹은 조리하는 것은 비효율적인 것이 된다. 그 결과, 간단히 먹을 수 있거나 조리의 편의성이 높은 간편식에 대한 수요가 증가하고, 가공식품 내에 다양한 세분시장이 생겨난다. 한국의 CJ제일제당, 대상, 오뚜기 등이 그랬던 것처럼, 중국 식품 업체들도 새로운 수요에 대응하는 신제품을 개발하여, 가공식품 시장을 키워 나갈 가능성이 높다.

국가별 MT 채널 침투율 현황 (2012년 기준)



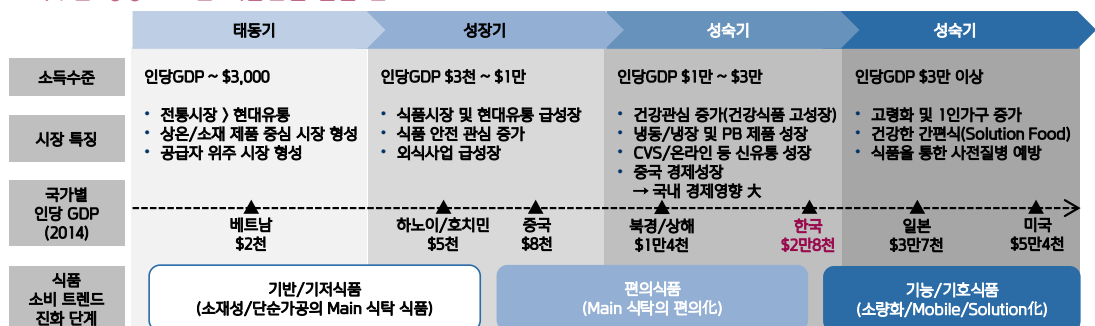
자료: Euromonitor, Planet Retail, Bain & Company

중국 주요 Modern Retailer 매장 수 추이



자료: 각 사 자료

### 소득수준 성장에 따른 식품산업 발달 단계



자료: CJ제일제당

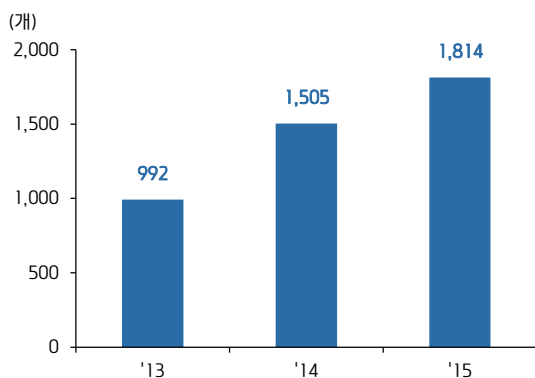
## 장기적으로 한국 식품회사의 성공 가능성에 주목

향후 중국 가공식품 시장의 변화를 예측하는 것은 쉽지 않지만, 장기적으로 한국 식품회사의 성공 가능성에 주목해야 한다. 현재 중국 가공식품 시장은 1) 낮은 소득수준과 지역별 편차, 2) 부가가치가 낮은 제품 위주의 생산으로, 인구 대비 시장규모가 미국의 24%, 한국의 64% 수준으로 추산된다.

미국 시장의 사례에서 확인했듯이, 한국 식품회사가 중국 시장에서 성공하기 위해 가장 중요한 것은, 한국 음식과 문화에 대한 관심이다. 다행스럽게도, 중국은 문화적/지리적 인접성으로 인해, 한국과 문화 교류가 매우 활발한 편이고, 한식에 대한 관심도 높은 편으로 판단된다.

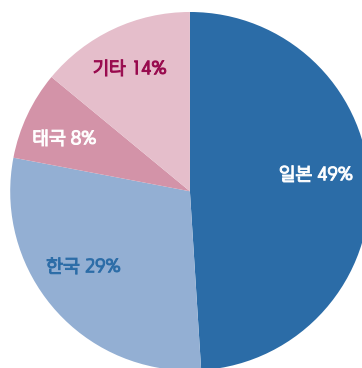
농림축산식품부에 따르면, 2015년 기준 한국 외식기업들의 중국 내 매장 수는 1,814개로, 2년 전에 비해 거의 2배에 가까운 수준이 되었다. 중국 내에서 상대적으로 소득 수준이 높은 동부 연안 도시에서도 한식의 인기는 높은 편이다. 한국프랜차이즈산업협회에 따르면, 텐진 지역 내 아시아 음식점 중에 한식당의 비중은 29% 수준으로 파악되고 있고, 2014년 한식재단 조사에 따르면, 북경/상해 주요 도심의 유동인구들에 대한 설문조사 결과 다양한 에스닉 레스토랑 중에서도 한식을 1~2 순위로 선호하는 것으로 알려졌다.

### 한국 외식기업들의 중국 내 매장 수 추이



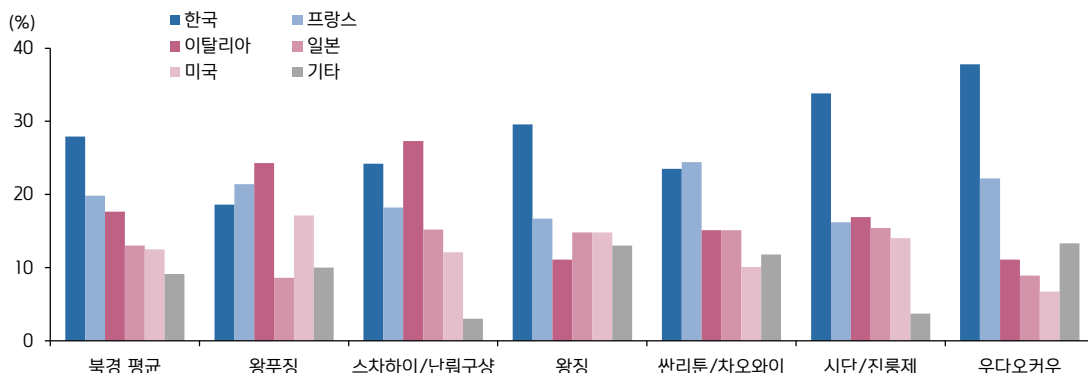
자료: 농림축산식품부

### 텐진 지역 내 아시아 음식점 비율



자료: 한국프랜차이즈산업협회, Dianping.Com(2014년말 기준)

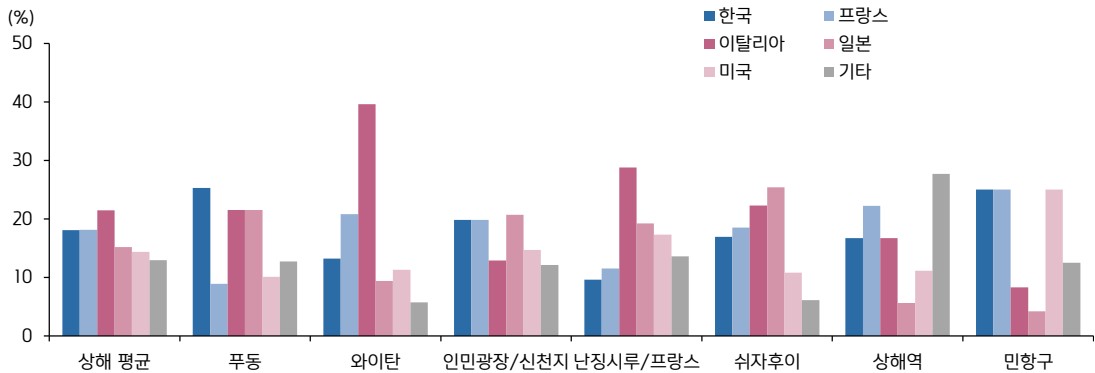
### 북경 유동인구 선호 에스닉 식당 유형



자료: 한식재단(2014 해외 외식 및 한식사업 조사)



### 상해 유동인구 선호 에스닉 식당 유형



자료: 한식재단(2014 해외 외식 및 한식사업 조사)

### 중국 냉동식품 시장의 발달, 그리고 미래 종합식품회사의 경쟁 구도는?

유통 인프라가 현대화 되면서, 2013년 기준 중국 냉동식품 시장 규모는 약 11.5조원 수준으로 추산되고 있다(KOTRA Global window, 중국산업연구원 자료 인용). 하지만, 현재 냉동식품 기업은 2천개가 넘어 시장 조직은 굉장히 파편화 되어 있으며, 산업 전체의 수익성 레벨도 취약한 편으로 판단된다.

현재 중국 내 냉동식품 기업들 중에서, 산취엔(三全)社の 매출 규모가 가장 큰 것으로 알려져 있다(年 매출 7천억원 수준). 특히, 산취엔은 2013년 7월에 Heinz로부터 룡펑(龍鳳)을 1.6억위안에 인수하면서, 중국 냉동식품 업계에서 M&A가 확산될 가능성을 보여주었다.

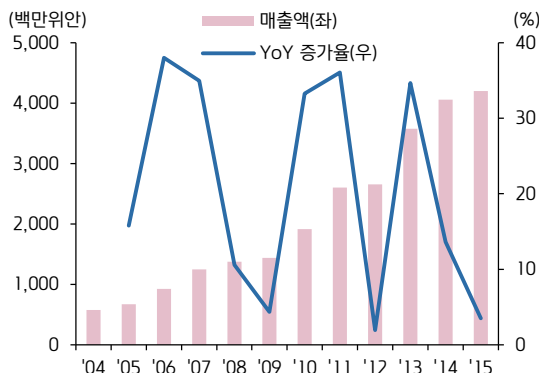
### 중국 內 냉동식품 기업 Top 10

연번	국가	브랜드	기업로고	주요 상품	매출액 추정치	비고
1	홍콩 (합자)	산취엔 (三全)		탕위엔(湯圓), 종즈(粽子), 만두	7 천억원 이상 (룡펑 합산 기준)	
2	중국	스니엔 (思念)		만두, 탕위엔, 빵류, 아침식사 종류, 레저식품	3 천억원 이상	
3	미국	General Mills (灣仔碼頭)		물만두, 탕위엔, 하겐다즈 아이스크림	3 천억원 내외	1997 년에 미국 General Mills 가 인수
4	홍콩 (합자)	룡펑 (龍鳳)		탕위엔, 만두, 덩싱, 푸딩, 샐러드		2013 년 7 월, Heinz 가 1.6 억 위안에 산취엔(三全)에게 매각
5	대만	하이바왕 (海霸王)		훙궈(火鍋)용 완자, 찐빵, 만두, 탕위엔, 샐러드		
6	중국	안징 (安井)		물만두, 탕위엔, 만두, 찐빵, 해물완자, 고기완자	3 천억원 내외	
7	중국	원허 (云鶴)		쇼자빙(手抓餅), 국수 면발, 춘취안(春卷), 종즈		
8	대만	과관 (桂冠)		훙궈용 물만두, 완자, 샐러드		
9	중국	커디 (科迪)		만두, 탕위엔		
10	홍콩 (합자)	요우강 (祐康)		만두, 탕위엔, 빵류, 종즈, 아이스크림		

자료: KOTRA, Bloomberg, 키움증권 리서치

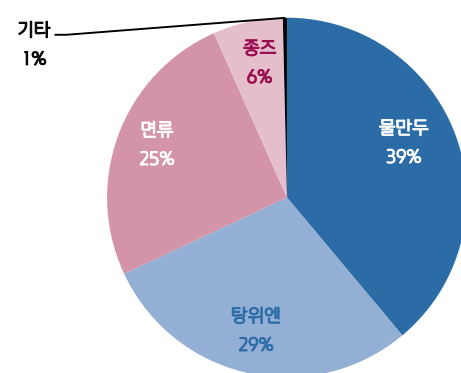
하지만, 이러한 규모의 확대에도 불구하고, 산취엔의 수익성은 계속 악화되고 있다. 2005년에 영업이익률 10%를 기록한 이래로, 전사 수익성은 지속적으로 하락 중이다. 이처럼 수익성이 하락하는 이유는 1) 큰 시장을 두고 기업들의 경쟁이 치열하고, 2) Capex가 증가하면서 감가상각비가 꾸준히 증가하고 있기 때문이다. 특히, 2011년부터는 Capex 레벨이 EBITDA 규모를 넘어서 버렸다. 동사는 2013년 롱 평 인수 이후, 통합과정을 거치면서 수익성이 좋아질 것이라 기대 했지만, 2014년에 마케팅 비용이 전년동기 대비 34% 증가하면서 영업적자로 전환하였다. 작년에는 추가적인 마케팅 확대의 어려움을 겪으며, 전년동기 매출 성장률이 3% 수준에 그친 상황이다.

### 산취엔(三全) 매출의 가파른 성장



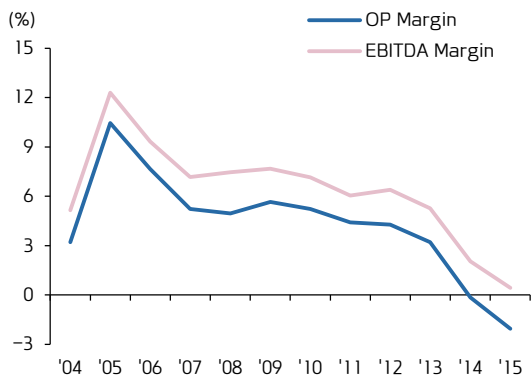
자료: 산취엔(三全), Bloomberg, 키움증권 리서치

### 산취엔(三全) 매출비중 (2015년 기준)



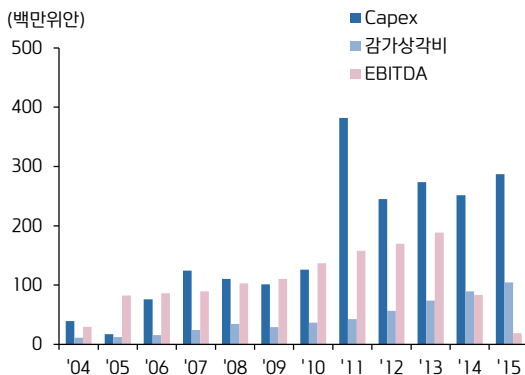
자료: 산취엔(三全), Bloomberg, 키움증권 리서치

### 산취엔(三全) 수익성은 규모 확대에도 악화



자료: 산취엔(三全), Bloomberg, 키움증권 리서치

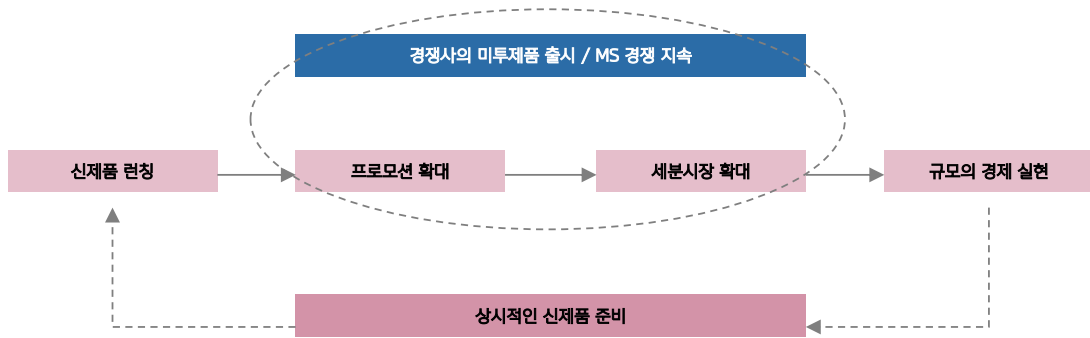
### 투자는 증가하는데 EBITDA가 줄어드는 산취엔(三全)



자료: 산취엔(三全), Bloomberg, 키움증권 리서치

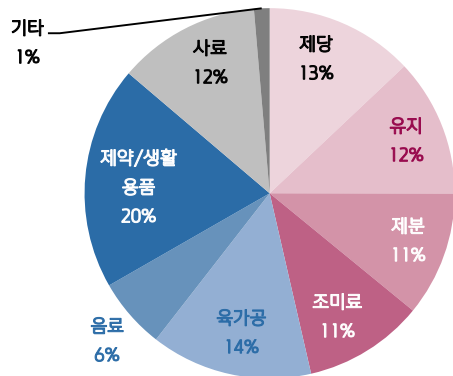
이러한 산취엔의 어려움을 이해하기 위해, 국내 종합식품회사로서 비교적 오래된 연혁을 가지고 있는 CJ제일제당, 대상과 비교해 볼 필요가 있다고 생각한다. 90년대 후반에 CJ제일제당과 대상은 가공식품 사업을 키울 수 있는 다른 Cash Cow가 존재하고 있었다. 두 회사는 각각 소재식품, 라이신 등 규모의 경제가 달성된 사업부가 존재하였기 때문에, 이를 바탕으로 가공식품 SKU를 늘려나가면서 종합식품회사로 성장하였다. 왜 이런 발달 과정을 거치게 된 것일까? 기본적으로 특정 가공식품 제품은 기타 다른 제품과 수많은 대체재 관계를 형성하고, 트렌드에 민감하기 때문에, 해당 제품만 가지고 대형화하기에는 위험 요인이 많다. 따라서, 확고한 Cash Cow와 자본력 없이는 사업을 키우는 데 한계가 존재할 수밖에 없다.

## 가공식품 비즈니스 순환 도식도



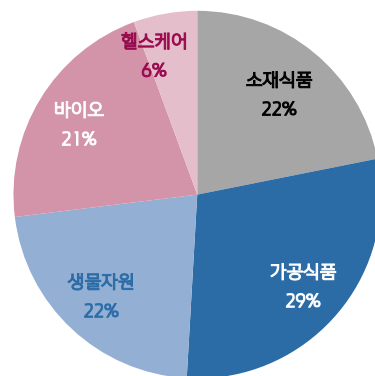
자료: 키움증권 리서치

### CJ의 1996년 매출 비중(전사 매출 1.8조원)



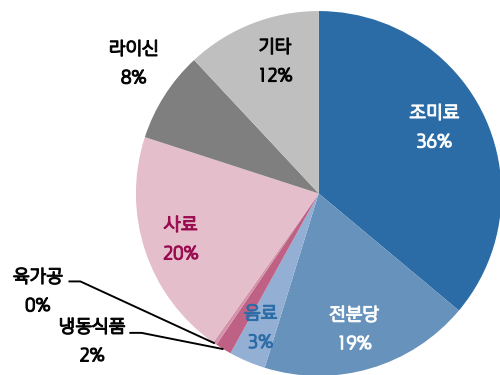
자료: CJ

### CJ제일제당의 2015년 매출 비중(전사 매출 8.2조원)



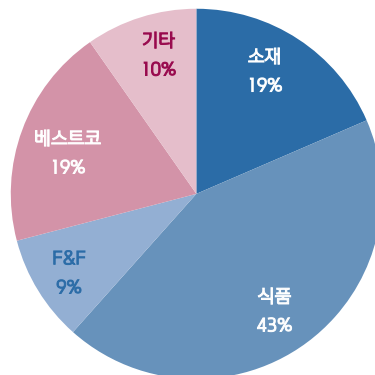
자료: CJ제일제당(대한통운 제외 기준)

### 대상의 1998년 매출 비중(전사 매출 1.1조원)



자료: 대상

### 대상의 2015년 매출 비중(전사 매출 2.6조원)



자료: 대상



결과적으로, 중국도 한국 시장과 비슷한 상황이 전개될 가능성이 높다. 현재 냉동식품 시장 내의 Top 플레이어가 향후에도 그럴 가능성은 현저히 낮다고 판단된다. 수많은 M&A를 거쳐서 회사가 커질 수도 있고, 소재식품 Cash Cow를 보유한 업체들이 가공식품으로 사업 다각화를 진행할 가능성도 높기 때문이다(예를 들면, Wilmar, Fufeng, Meihua, Foshan Haitian 등). 따라서, 가공식품 제품 개발 능력 못지 않게, 중국 전역에 보급할 수 있는 유통망과 자본력을 갖추는 방법이 중요할 것으로 판단된다. 따라서, 한국 식품 업체들도 중국 시장으로의 직접 진출보다는 M&A 중심의 진출이 보다 효과적일 것으로 판단된다.

'Forbes 2000' 內 주요 식품 기업(중국 기업 중심으로) (단위: 십억달러)

식품부문 내 순위	전체 순위	분야	회사명	국가	Sales	Profits	Assets	Market Value
1	30	Food Processing	Nestle	스위스	100.1	15.8	134.3	247.3
2	57	Beverage	AB InBev	벨기에	47.1	9.2	144.9	204.6
3	93	Beverage	Coca-Cola	미국	45.9	7.1	92.0	179.9
45	785	Food Processing	WH Group	홍콩	22.2	0.8	14.7	8.9
51	850	Beverage	Kweichow Moutai	중국	4.6	2.4	9.6	36.6
58	987	Food Processing	Inner Mongolia Yili	중국	8.6	0.7	6.3	15.7
68	1140	Food Retail	Sun Art Retail Group	홍콩	14.9	0.5	8.5	9.0
70	1179	Food Processing	Tingyi	중국	10.2	0.4	9.2	12.2
72	1200	Food Retail	China Resources Enterprise	홍콩	21.8	-0.2	23.4	4.7
78	1257	Food Processing	CJ Corp	한국	18.6	0.2	21.0	4.5
80	1266	Beverage	Wuliangye Yibin	중국	3.1	0.9	7.3	14.5
87	1325	Beverage	Jiangsu Yanghe Brewery	중국	2.3	0.7	4.8	14.6
90	1369	Food Processing	Want Want China	중국	3.8	0.6	4.3	15.3
91	1384	Food Processing	China Mengniu Dairy	중국	8.1	0.4	7.6	10.1
93	1398	Tobacco	KT&G	한국	3.9	0.8	6.7	11.4
100	1505	Food Processing	New Hope Liuhe	중국	11.3	0.3	5.6	7.4
108	1694	Food Processing	CJ Cheiljedang	한국	11.1	0.1	12.2	4.6

자료: 식품산업통계정보, Forbes

주: 1) 순위는 Sales, Profits, Assets, Market Value를 고려하여 2,000 기업을 랭크

## >>> 中國 라면 시장: 소비의 질적 성장과 중서부 내륙 진출에 주목

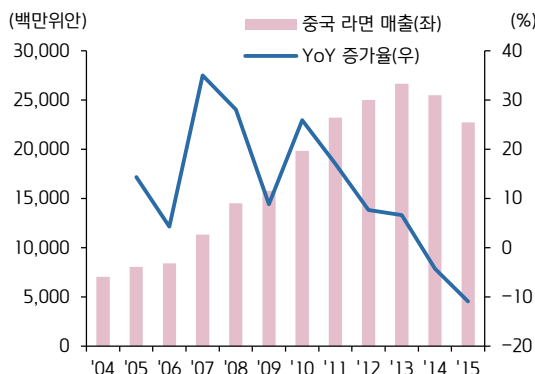
### 중국 라면 시장의 변화에 관심

당사가 중국 가공식품 시장 보다 좀 더 관심을 가지고 있는 부분은, 최근 중국 라면 시장에서 벌어지고 있는 변화들이다.

라면은 비교적 제품의 표준화 정도가 높고, 저가에 포지셔닝 되어 있기 때문에, 중국에서도 다른 가공식품 대비 산업화가 빨랐던 품목이다. 그 결과, 시장 과점화가 비교적 일찍 이루어졌고, 현재 Top 4의 합산 MS는 85% 수준까지 상승하였다(Top 2 MS는 73% 수준). 하지만, 최근 업종 내 상위권 업체들의 매출이 하락하는 모습이 나타나고 있다. 중국 라면 1위 업체인 Tingyi(캉스푸)의 매출은 2014년부터 역성장으로 돌아섰고, UPCH(통이) 역시 작년에 매출이 역성장 하였기 때문이다.

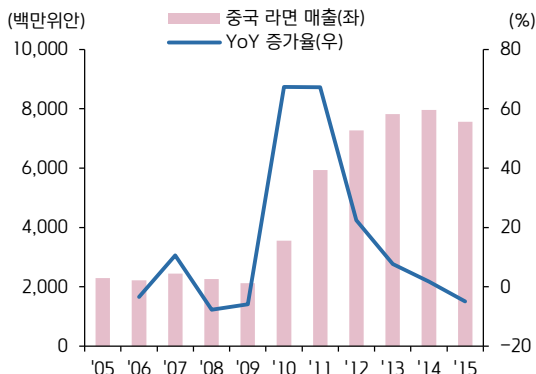
반면에, 농심의 중국 내 라면 매출은 10% 이상의 고성장을 지속하고 있고, 최근에 매출 증가율이 상승하는 모습이 나타나고 있다. 물론, 농심의 중국 내 매출 규모는 Tingyi나 UPCH보다 낮은 수준이기 때문에, 중국 경기 부진에 따른 영향은 비교적 덜한 편이라 할 수 있다. 하지만, 상위 2개 업체들의 매출이 하락하는 상황에서, 심지어 시장 점유율을 계속 올려왔던 UPCH의 매출까지 하락하는 상황에서, 농심의 높은 매출 성장률은 기대 이상의 성과로 판단된다.

#### Tingyi(캉스푸) 중국 라면 매출 추이



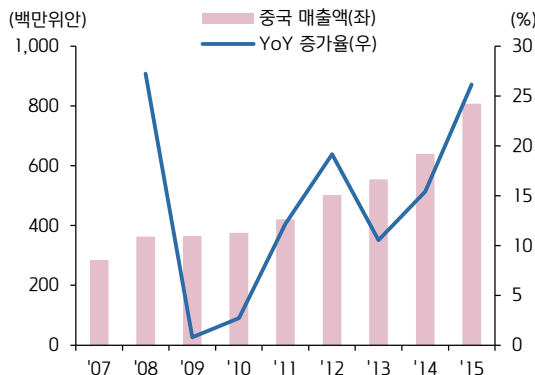
자료: Bloomberg

#### UPCH 중국 라면 매출 추이



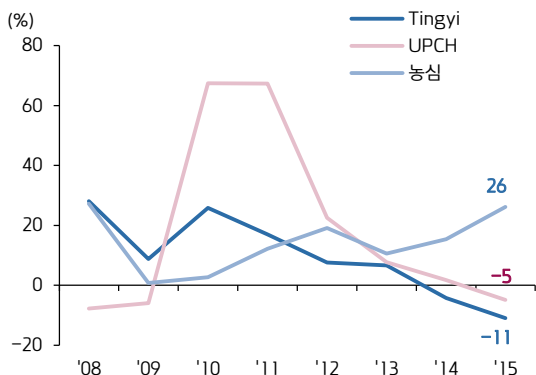
자료: Bloomberg

#### 농심 중국 라면 매출 추이



자료: 농심

#### 중국 라면 매출 성장률 비교(위안화 기준)



자료: Bloomberg, 농심

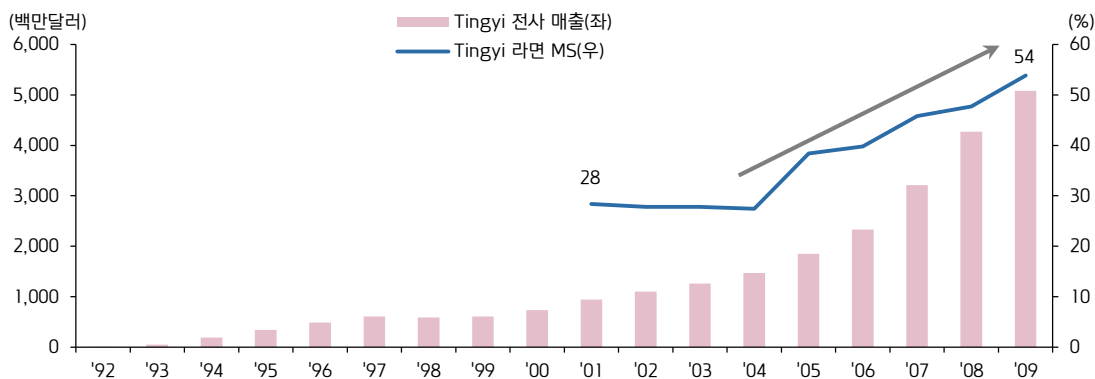
## 중국 라면 시장 (1): 절대 강자 Tingyi(강스푸)의 등장

현재 중국 라면 시장 점유율 1위를 차지하고 있는 Tingyi는, 1988년 중국이 대만에 문호를 개방한 이후, 1992년부터 중국 본토에 라면 제품을 판매하기 시작하였다. 식용유 사업에 실패한 웨이잉저우 회장은, 중국 본토에서 라면 시장의 성장 가능성에 주목하였고, 일본의 산요식품(Sanyo Foods)과 합작하여 텡이국제식품(現 Ting Hsin International Holdings社, Tingyi의 대주주)을 설립하였다.

Tingyi는 초기에 저가 컵라면 판매에 승부를 걸었다(홍소우육면). 당시만 해도 라면은 중국에서 생소한 식품이었기 때문에, 출시 초기에 소비자들로부터 높은 호응을 얻을 수 있다. 1인당 라면 소비량 확대로, 시장이 고성장 하면서, Tingyi의 외형도 성장 가도를 달렸다. 특히, 2000년대 들어서 중국의 소득 수준이 가파르게 성장하고, 도시화가 가속화 되면서, 동사는 우수한 품질의 고가면과 편의성을 강조한 용기면 위주로 확장하는 전략을 가져갔다. 또한, 2선 이하의 도시에서는 가격경쟁력을 갖춘 저가면 “福满多(Fumanduo)” 브랜드에 대한 마케팅을 강화하며, 상대적으로 소득 수준이 낮은 지역의 시장 점유율도 가져갈 수 있었다. 그 이후, 2007년부터 시작된 원자재 가격 상승 Cycle에서 규모가 작은 경쟁사들의 생산 경쟁력이 악화되면서, 시장 1위 지위를 더욱 공고히 할 수 있었다.

90년대 후반부터는, 음료 사업으로 영역을 확장하며, 사업 포트폴리오 다각화를 추진하였다. RTD Tea, 주스, 생수 등의 제품 포트폴리오를 더하며, 외형 확장을 지속해왔다. 2012년 3월부터 Pepsi와 전략적 제휴를 체결하고, 중국 내에서 Pepsi의 탄산음료와 스포츠음료 브랜드를 생산 및 판매하기 시작했다.

### Tingyi의 매출과 라면 MS 추이



자료: Tingyi, Nielsen

### 강스푸의 홍소우육면(红烧牛肉面)



자료: Tingyi

### 강스푸의 빙홍차(冰红茶)



자료: Tingyi



## 중국 라면 시장 (2): 캉스푸(Tingyi)와 통이(UPCH)의 2강 체제 진입

2000년대 후반부터, 진마이랑(Jinmailang)과 바이샹(Baixiang)의 시장 점유율이 하락하고, 캉스푸(Tingyi)와 통이(UPCH)의 시장 점유율이 상승하면서, 중국 라면 시장은 2강 체제로 진입하였다. 특히, 통이는 2008년 하반기부터 기존 제품과 차별화된 고가면에 주력하기 시작하였고, 2010년에 매운 맛의 소고기 육수를 강조한 라오탄싼차이멘(老壇酸菜牛肉麵)이 시장에서 큰 성공을 거두게 된다. 그 결과, 2011년에 진마이랑을 제치고 중국 내 라면 시장 점유율 2위를 차지하게 된다.

통이의 히트 제품인 라오탄싼차이멘(老壇酸菜牛肉麵)은 2011년 라면 시장 내 브랜드 2위(홍소우육면이 1위)를 차지하였고, 2012년에는 UPCH의 라면 매출 내 비중이 60%까지 상승하게 된다. 그 결과 UPCH의 전사 라면 시장 점유율은, 2014년말에 18%까지 상승하게 된다(1Q16 기준 20%). 이처럼 양사가 시장을 주도하게 되면서, 시장 과점화 정도는 더욱 상승하게 되었고, 라면 업체들은 2000년대 후반부터 몇 차례에 걸쳐 소비자 가격 인상을 하게 된다.

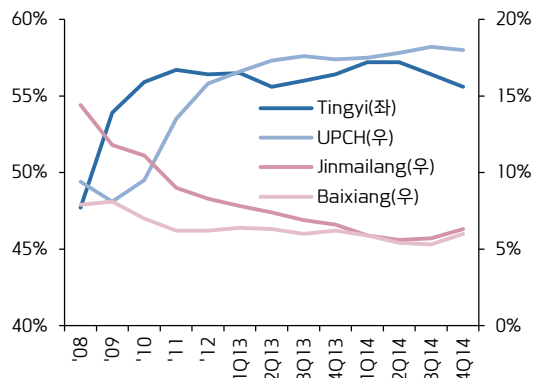
하지만, 이러한 지속적인 소비자 가격 인상으로 인해 소비자들의 반감을 사게 되었고, 유통 업체 까르푸가 캉스푸의 라면 가격 인상을 거부하면서, 일시적으로 캉스푸의 까르푸向 제품 납품이 중단되는 사태 발생하기도 했었다(2010년 11월).

### 통이의 라오탄싼차이멘(老壇酸菜牛肉麵)



자료: UPCH

### 중국 라면 MS 추이: 캉스푸와 통이의 2강 체제 진입



자료: Tingyi, Nielsen

## 중국 라면 시장 (3): 소비의 질적 성장과 라면 시장의 역성장

중국인들의 소득 수준이 가파르게 증가하면서, 소비 수준도 나날이 업그레이드 되었다. 따라서, 중국 라면 업계는 2008년부터 5위안 이상의 고가면 출시로 제품 믹스 개선을 시도해왔다.

2008년 12월 통이(統一)의 탕달인(汤达人)을 시작으로, 주요 4개사가 소비자 가격 5위안 이상의 고가면을 지속 출시하였다. 농심도 2011년 9월에 신라면 블랙을 내놓으며, 라면의 고급화 대열에 동참하였다. 이러한 업계의 신제품 출시로 인해, 시장 전체에서 고가면의 믹스가 점진적으로 확대되었다.

중국 라면 시장이 어느 정도 과점화 되면서, 기존 제품의 가격이 인상되고, 고가 라면 신제품 출시가 활발해졌다. 그 결과 로컬 업체와 농심 제품 간의 가격 차이는 서서히 좁혀진 것으로 추정된다. 소득 수준이 성장하면서, 농심 라면 제품의 가격 레벨도 Mass에 가까운 영역으로 진입한 것이다(현재, 농심의 중국 라면 출하기준 ASP는 2위안 후반대로 추산).

중국 라면 업계 고가면 출시 추이

시기	회사명 (or 브랜드)	제품명	제품사진	특징	가격대 (Retail Price)
2008. 12	통이 (統一)	탕달인 (汤达人)		- 토마토 맛 - 소고기 육수	6 ~ 8 위안
2010. 12	바이샹 (白象)	라왕 (拉王)		- 생면 - 돼지사골 육수	5.5 ~ 6 위안
2011. 9	농심 (农心)	신라면 블랙 (辛拉面-黑版)		- 매운 맛 - 소고기 육수	10 ~ 11 위안
2014. 8	캉스푸 (康師傅)	아이센따찬 (愛鮮大餐)		- 닭고기 육수 - 비유탕면	6 ~ 7 위안
2014. 8	통이 (統一)	거미엔 (革面)		- 토마토 맛 - 소고기 육수	5 ~ 6 위안
2014. 12	통이 (統一)	관전방 (冠軍榜)		- 굵은 면 - 토마토 맛	10 ~ 12 위안
2015. 2	캉스푸 (康師傅)	편랴오뚜오 (珍料多)		- 닭고기 육수	4.5 ~ 5 위안
2015. 9	진마이랑 (今麦郎)	이차이먼 (一菜一面)		- 토마토 맛 - 계란 첨가	7 위안
2015. 10	캉스푸 (康師傅)	탕따쓰 (汤大师)		- MSG free - 생면 - 소고기 육수	5 ~ 6 위안
2015. 11	통이 (統一)	칭슈 (轻蔬)		- Light noodle - 풍부한 야채 - 젊은 여성층 타깃	5 위안

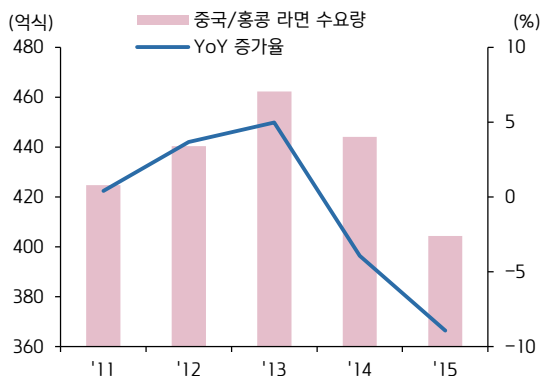
자료: 각 사 자료, 언론보도, 키움증권 리서치

이러한 고가면 출시 노력에도 불구하고, 2014년부터 중국 라면 시장의 수요량은 역성장을 보이고 있다. 생산 기술의 발달로 편의식이 업그레이드 되면서 냉동식품 판매 비중이 확대되었고, 소득 수준이 성장하면서 웰빙과 건강식에 대한 선호도가 증가했기 때문이다. 20년 전에는 중국 내 냉동식품 생산량이 라면의 1/5 수준에 그쳤으나, 2013년부터 냉동식품 생산량이 라면 생산량을 초과하기 시작하였다. 또한, 기름에 튀긴 유탕면은 건강에 좋지 않다는 인식이 늘어나고, 각종 식품 안전사고가 터지면서, 라면 제품 자체에 대한 부정적 여론이 인터넷 미디어 등을 통해 확산되었다.

특히, 중국 라면 1, 2위 브랜드인 캉스푸와 통이는, 2016년 3·15 소비자 권익의 날 조사에서, 각각 중국인들이 가장 싫어하는 식품/음료 브랜드 1위와 3위로 선정되었다(캉스푸는 중국인들이 가장 선호하는 식품/음료 브랜드 5위에도 랭크). 2000년대 후반부터 지속된 제품 가격 인상, 2010년대 초반의 캉스푸와 통이의 프로모션 전쟁, 2013~14년 식품 안전사고 등으로 인해, 중국 소비자들 사이에서 브랜드 이미지가 악화된 것으로 판단된다.

그 결과 Tingyi의 라면 매출은 2014년 2분기부터 역성장 하기 시작하였고, UPCH의 라면 매출은 2014년 하반기부터 역성장 하기 시작하였다. 반면, 농심의 매출 성장률은 2013년 +11%를 저점으로, 2014년 +15%, 2015년 +26%로 확대되는 모습이 나타났다(위안화 기준). 중국인들의 소비 수준 업그레이드에 따른 수혜와 경쟁사들의 브랜드 이미지 악화에 대한 반사 수혜가 있었던 것으로 판단된다.

#### 중국 라면 시장 수요량 추이



자료: 세계라면협회

#### 중국 라면 시장 규모 감소 요인

##### 1) 대체재 확대

- 편의식이 업그레이드 되면서 냉동식품 판매 확대
- 소득 수준 성장하면서, 외식 빈도 증가

##### 2) 식품 안전성 논란

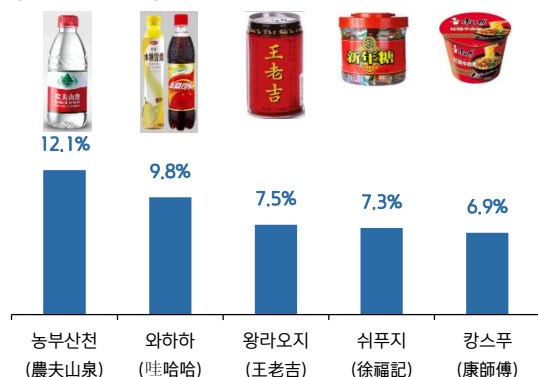
- 라면에서 형광물질이 검출되고(2013년 6월), 저질 돼지기름이 사용되었다(2014년 9월)는 언론 보도
- 인터넷 미디어에서 라면 제품에 대한 여론 악화

##### 3) 소비 수준 업그레이드

- 전체적으로 소비 수준 업그레이드 되면서, 웰빙과 건강식에 대한 선호도 증가

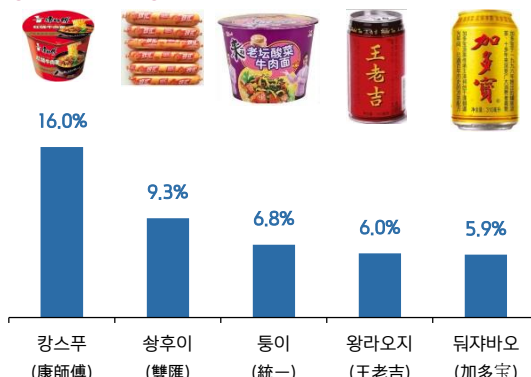
자료: Tingyi, UPCH, 언론보도, 키움증권 리서치

#### 중국인들이 가장 선호하는 식품/음료 브랜드



자료: 2016년 3.15 소비자 권익의 날 조사 (흰추왕(环球网))

#### 중국인들이 가장 싫어하는 식품/음료 브랜드



자료: 2016년 3.15 소비자 권익의 날 조사 (흰추왕(环球网))



#### 중국 라면 시장 (4): 캄스푸/통이의 고난 vs 농심의 성공적인 시장 개척

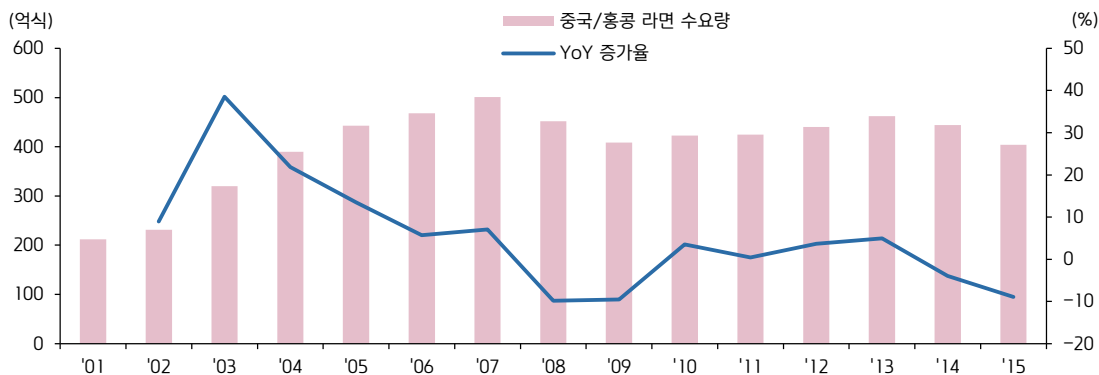
중국 라면 시장은 2007년까지 가파른 성장세를 경험한 뒤에, 수요량의 성장이 정체되기 시작되었고, 2014년부터는 수요량이 감소하고 있는 상황이다. 반면에, 농심은 캄스푸와 통이의 브랜드 이미지가 악화된 상황 속에서, 성공적인 시장 개척을 통해 중국 내에서 매출을 꾸준히 늘려 나가고 있다.

농심의 매출이 경쟁사 대비 고성장 하는 이유는 무엇인가? 첫째, 소비 수준의 성장과 가격 차이의 축소에 기인한다. 중국은 동부 연안 대도시를 중심으로 소득 수준이 가파르게 성장하고 있고, 이에 따라 개개인의 소비 수준도 지속적으로 상승하고 있다. 또한, 과거에는 농심 라면의 제품 가격이 중국 로컬 업체들의 제품 가격과 3배 정도 차이가 났었으나, 중국 업체들이 수 차례 가격 인상을 단행하면서, 그 갭이 30~50% 수준으로 줄어든 상황이다. 그 결과, 농심의 중국 내 주요 고객층이 확대되는 효과가 나타나고 있는 것으로 판단된다.

둘째, 중서부 내륙 진출을 통해 매출이 확대되고 있기 때문이다. 농심이 최근 발표한 언론보도 자료에 따르면, 작년에 우한, 청두, 지난시의 매출이 각각 전년동기 대비 94%, 79%, 150% 성장하며, 전사 성장률을 크게 압도하였다. 또한, 법인별 매출 성장률 측면에서도, 상해법인이 심양법인 보다 좋은 상황인데, 그 이유는 상해법인을 통해 중서부 내륙 매출이 발생하고 있기 때문이다. 현재, 중국은 지역별 소득수준의 편차가 큰 편이다. 국가의 1인당 GDP는 \$7~8천 수준이지만, 가장 소득 수준이 높은 Tianjin의 1인당 GDP는 가장 소득 수준이 낮은 Gansu의 4배가 넘는다. 소득 수준이 낮은 지역일 수록, 1) 유통 채널의 현대화 정도가 떨어지고, 2) 냉동식품과 같은 편의식 대체재가 적기 때문에, 라면 소비가 확대될 수 있는 개연성이 높다(과거 한국 시장도 2000년부터 성장률이 한 자릿 수로 둔화). 따라서, 농심이 비교적 적절한 시기에 중서부 내륙 시장을 공략하고 있는 것으로 판단된다.

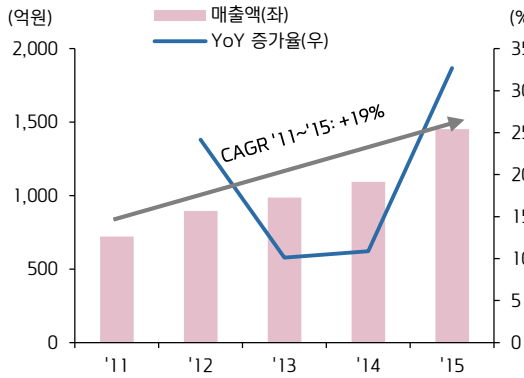
현재, 농심의 지역별 시장 점유율은 상대적으로 상해와 동북 3성에서 높은 것으로 알려져 있다. 중국 전역 MS는 2% 수준에 불과한데, 이러한 지역 커버리지 확대에 성공한다면, 중국 전역에 유통 가능한 National Brand로 도약할 가능성이 높다. 따라서, 보다 효과적인 판촉 전략의 수행이 가능해질 것으로 판단된다.

#### 중국/홍콩 라면 수요량 추이



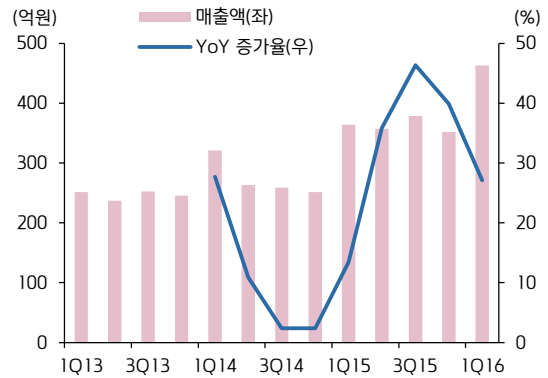
자료: 세계라면협회, Nissin

## 농심 연도별 중국법인 매출 추이



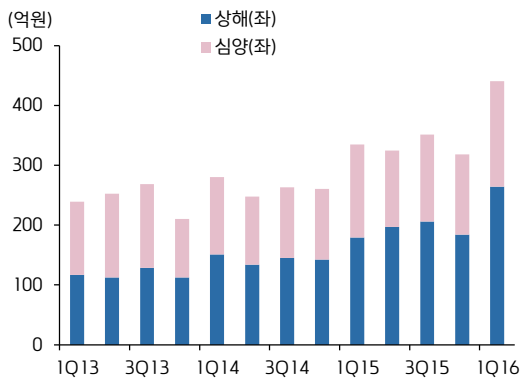
자료: 농심

## 농심 분기별 중국법인 매출 추이



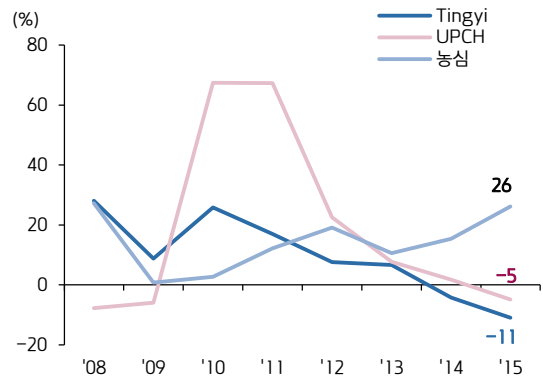
자료: 농심

## 농심 상해법인 매출이 좀 더 가파르게 증가



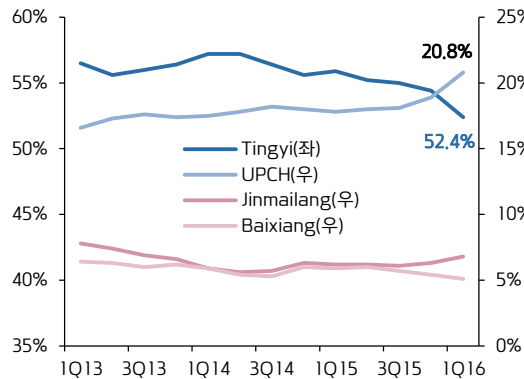
자료: 농심

## 중국 라면 매출 성장률 비교(위안화 기준)



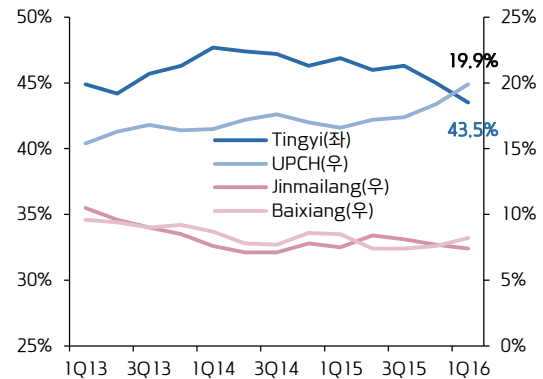
자료: Bloomberg, 농심

## 중국 라면 시장 점유율 추이 (금액 기준)



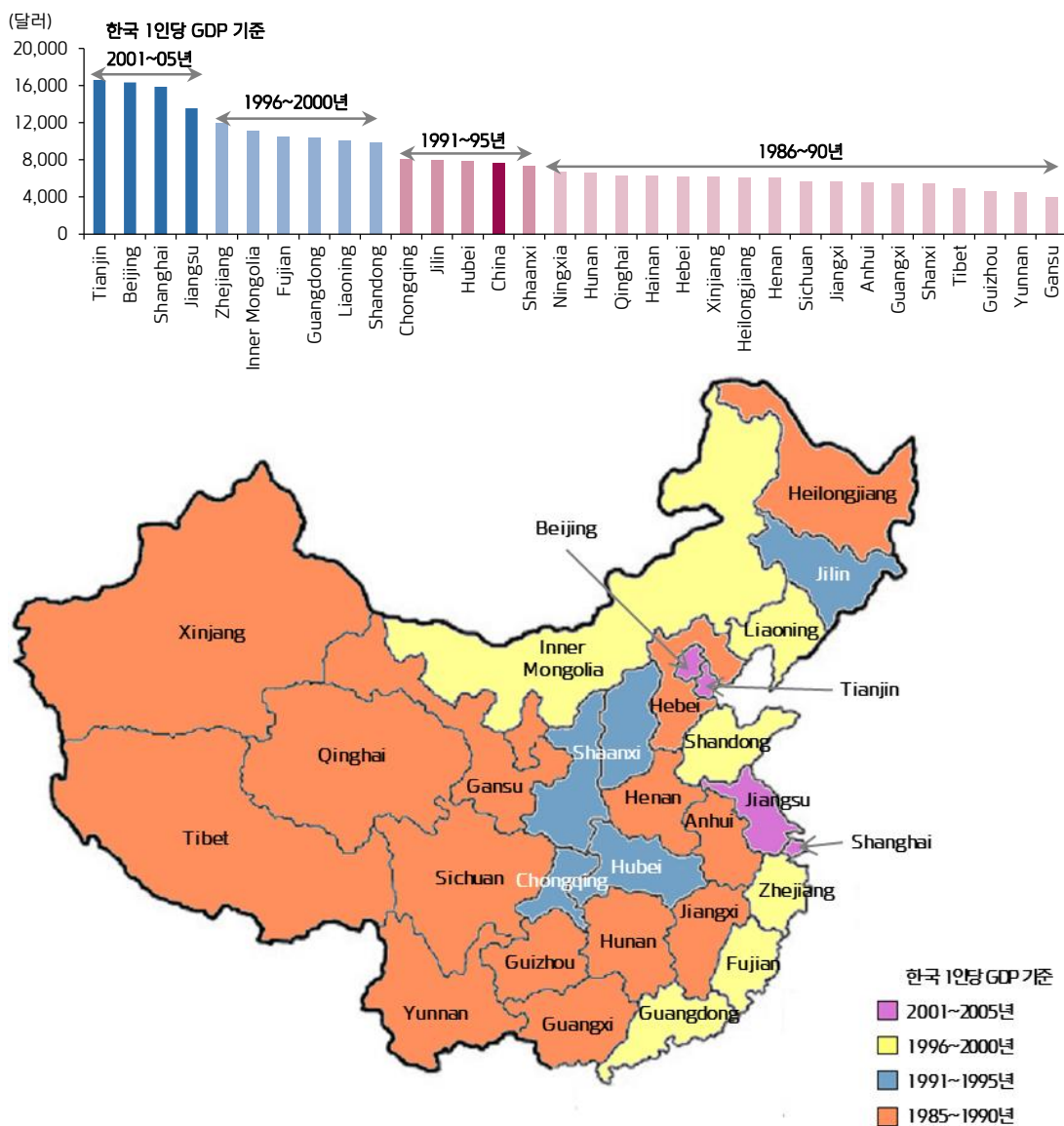
자료: Nielsen, Tingyi

## 중국 라면 시장 점유율 추이 (수량 기준)



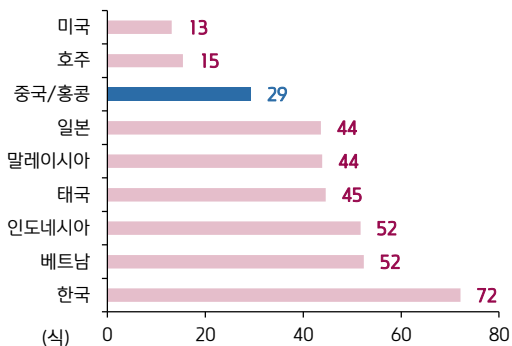
자료: Nielsen, Tingyi

# 중국 지역별 1인당 GDP 현황 (2015년 기준)



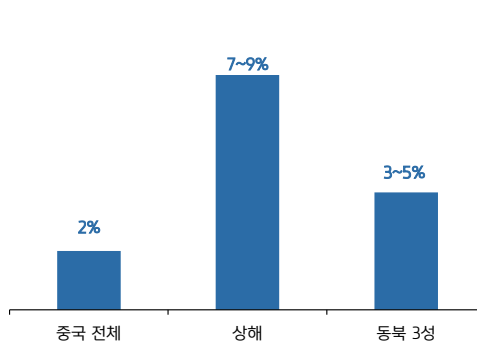
자료: 중국국가통계국, IMF, 키움증권 리서치 (1달러 = 6.5위안 가정)

## 국가별 1인당 라면 소비량 비교 (2015년 기준)



자료: 세계라면협회, Nissin

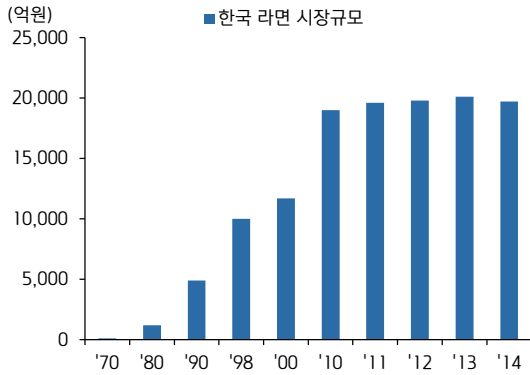
## 농심 중국 라면 시장 점유율 (2015년 기준)



자료: 농심

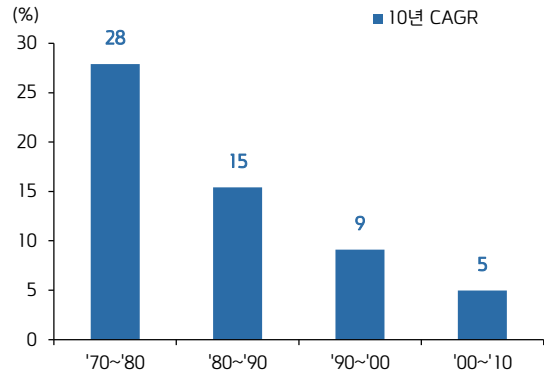


### 한국 라면 시장규모 추이



자료: 한국식품연감, 언론보도

### 한국 라면 시장규모 10년 CAGR 추이



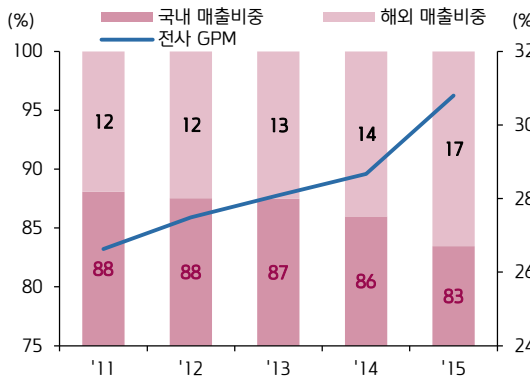
자료: 한국식품연감, 언론보도, 키움증권 리서치

### 농심의 수익성 개선 시점은? 흘러가는 시간은 주주의 편이다.

농심의 단기적인 수익성 전망은 우호적이지 못한 편으로 판단된다. 국내 라면 시장 점유율이 작년보다 하락한 부분이 있고, 해외 사업에서는 분기별로 판관비율의 변동성이 나타나고 있기 때문이다. 하지만, 시간이 지날수록 해외에서 규모가 확대되는 점을 고려한다면, 전사 수익성이 점차 개선될 가능성이 높다. 1) 수출 확대를 통해 국내 생산 법인의 가동률 하락을 방어할 수 있고, 2) 해외 생산 법인은 매출이 고성장 하면서 가동률이 꾸준히 증가할 수 있다.

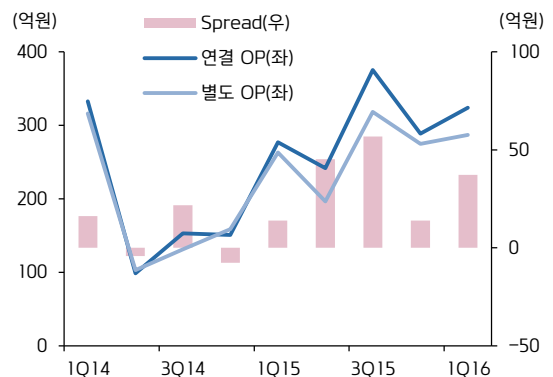
동사는 올해 중국에서 라면 라인을 추가로 증설할 예정이다(연말 기준 Capa 13% 증가 예상). 미국은 올해는 증설이 없을 것으로 예상되나, 매출 확대 속도에 따라서 동부 지역에 생산 시설을 늘릴 가능성은 있다. 2015년 기준, 동사 전체 매출의 58%가 국내 라면에서 나오고 있으며, 해외 사업의 매출 비중은 약 16% 수준이다. 작년에 프리미엄 라면 매출로 인해, 올해 base가 높은 상황인 점을 감안한다면, 전사 매출 성장률은 올해를 저점으로 내년부터 회복될 가능성이 높을 것으로 판단된다.

### 농심 지역별 매출 비중과 전사 GPM 추이



자료: 농심

### 농심 영업이익 추이



자료: 농심

# Appendix 1. 미국 진출 식품 기업 소개

## >>> Gruma SAB

### 적극적 M&A로 글로벌 Tortilla 생산 업체로 도약

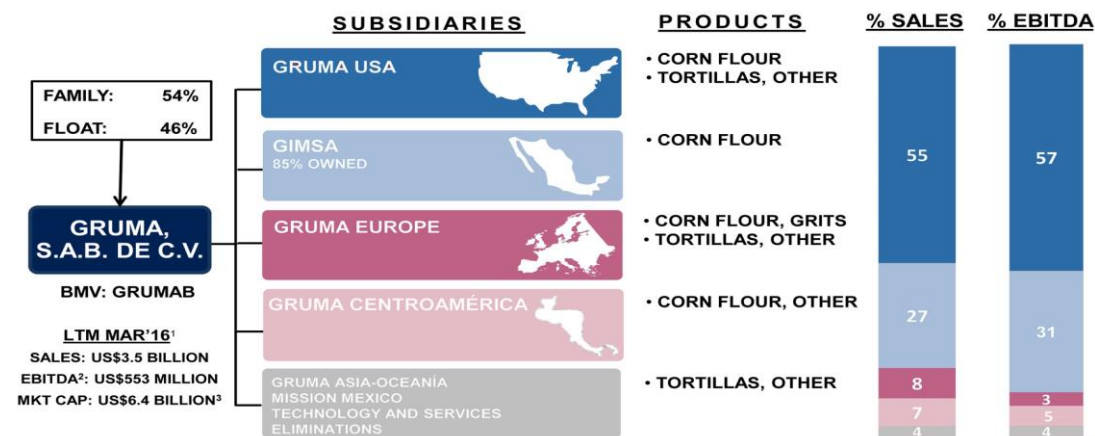
멕시코의 Gruma SAB는 1949년 토띠야에 필요한 전분 생산 업체로 시작한 기업으로, 1950년대 MASECA(전분 브랜드)를 성공시키며, 매출 규모를 확대해 나갔다. 동사는 1970년대부터 해외로 사업을 확장하기 시작하였다. 1973년에 코스타리카 시장에 진출하여 토띠야 제품을 판매하기 시작하였고, 여기서 자사 제품 글로벌화의 초석을 다진다.

Gruma SAB의 창업주인 Roberto Gonzalez Barrera는 1970년대 중반에 미국 내에서 멕시코 제품이 성장하는 부분을 포착하였고, 1976년에 캘리포니아 Mission Foods 공장을 인수하여 미국 시장에 진출한다. 멕시코 전분 공장에 있는 기계를 가져오기 어려워서, 캘리포니아의 Elecktra Food Machinery Company를 인수하였으며, 멕시코 토띠야를 미국에서 확대하며 큰 성공을 거두게 된다. 1980년대에는 글로벌 확장 전략에 따라, 미국에서 10개 전분 공장을 인수하였고, 1990년대에 미국에서 리딩 기업으로 도약하게 된다.

동사의 Globalization은 미국에 그치지 않았다. 1990년대에 중남미 지역으로 사세를 확장하여, 과테말라, 엘살바도르, 온두라스, 니카라과, 베네주엘라 등으로 진출하였다. 1997년부터는 미국 공장에서 영국으로 토띠야를 수출하기 시작하였고, 2000년에 영국 코벤트리에 자사의 공장을 최초 오픈하게 된다. 2004년에는 네덜란드에서 토띠야 공장도 이탈리아 베니스에 있는 전분 공장을 인수하며, 유럽 대륙으로 확장하게 된다. 2006년에 중국 상하이에 소맥분 공장을 건립하며, 중국에 진출한 최초의 멕시코 기업이 되었으며, 중동과 인도 지역에서 인기 있는 flatbread 카테고리(pita, naan 등)로 확대하기 위해, 영국의 Pride Valley Foods社를 인수한다. 또한, 호주 시장에 진출하기 위해 현지에서 토띠야와 콘칩을 공급하는 업체인 Rositas Investments社도 인수하게 된다.

동사는 이러한 적극적인 M&A 전략에 힘입어, 현재 105개국에서 전분과 토띠야 제품을 판매 중이며, 매출의 73%, EBITDA의 69%가 멕시코가 아닌 해외에서 발생하고 있다.

### Gruma SAB의 글로벌 사업 현황



자료: Gruma SAB

## >>> Kikkoman

### 데리야끼 소스 개발을 통해 현지화에 성공

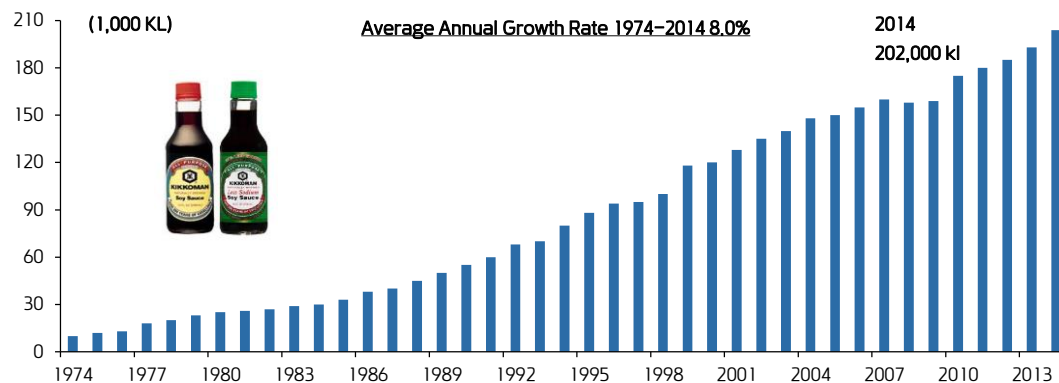
최초에 일본의 Kikkoman社는 1917년 8개 가문의 회사를 합병하여 노다간장이라는 이름으로 설립되었고, 1964년에 오늘날의 Kikkoman으로 개명하였다. 동사는 1949년에 처음 간장 제품 수출을 개시하였고, 1957년에 샌프란시스코에 법인을 설립하며, 미국 시장에 진출하였다.

Kikkoman은 미국인들이 구운 고기에 된장을 찍어 먹는 것에 주목했고, 1961년에 일종의 육류용 마리네이드인 Kikkoman 데리야끼 마리네이드를 출시하였다. 이 제품은 미국인들의 사랑을 받으며 미국 전역으로 퍼져나갔다. 동사는 데리야끼 마리네이드를 건강식으로 소비자들에게 인식 시켰고, 포장에 성조기를 본뜬 기년 로고를 삽입하기도 하였다. 이러한 데리야끼 마리네이드의 성공을 바탕으로, 동사는 저염 간장, 저염 데리야끼 소스 등을 런칭하며, 미국 시장 내에서 SKU를 확장해 나갔다.

미국 시장에서 매출이 커지면서, 1972년에 위스콘신주에 최초의 현지 생산 공장을 설립하였고, 1979년에는 독일 뒤셀도르프에 법인을 설립하며 유럽 시장으로 확장하였다. 마침내 1983년에 현지 화학 간장 “La Choy”를 제치고 미국 내 간장 시장 1위로 등극하였고, 1994년에 미국 가정용 간장 시장에서 점유율 50%를 돌파하였다. 동사는 2014년 기준으로 미국 가정용 간장 시장에서 시장 점유율 56%를 기록하고 있으며, 2016년 3월말 현재 미국 2개, 중국 2개, 대만/싱가포르/네덜란드에 각각 1개의 간장 공장을 보유하고 있다(총 Capa 26만kl).

이처럼 국내 시장에 주저하지 않고, 해외 시장을 적극적으로 개척해온 결과, 2015년 기준으로 동사 매출의 55%, 영업이익의 81%가 일본이 아닌 해외에서 발생하고 있다.

### Kikkoman의 해외 간장 판매량(1974~2014)



자료: Kikkoman



## >>> Ebro Foods

### M&A를 통해 주력 사업을 변경

1965년에 설립된 스페인의 Ebro Foods는 유럽에서 주로 설탕, 유제품, 쌀가공 제품을 생산 및 판매하는 업체였다. 동사는 2004년에 미국의 쌀가공 업체인 Riviani를 \$3.8억에 인수하면서, 미국 시장에 진출한다.

Ebro Foods는 미국에서 영업 중인 非 미국계 식품 기업 중에서 가장 빈번하게 M&A를 했던 회사이다. 동사는, 미국에서 사업을 확대하기 위해 일련의 M&A들을 성사 시켰는데, 2005년에 파스타 업체 Panzani를 인수하였고, 2006년에는 Minute Rice와 New World Pasta를 인수하였으며, 2011년에는 Healthy Pasta에 강점을 보유한 Strom Products를 인수하였다. 식품 업계의 트렌드가 간편식과 기능성 식품에 대한 수요가 증가하고, Rice와 Pasta 사업부의 시너지를 감안하여 내린 결정들이었다.

반면에, 기존의 주력 사업인 설탕과 유제품 사업은 과감하게 매각해버렸다. 2008년에 설탕 사업을 영국의 Associated British Foods社에 매각하였고, 2010년에 유가공 비즈니스를 프랑스의 Lactalis社에 매각하였다. 이를 통해, 동사는 고부가가치 Rice 및 Pasta 제품 개발에 초점을 맞추며, 미국 시장에서 매출 성장을 지속하였다.

2007년부터 파스타의 원재료인 듀럼밀 가격이 상승하면서 수익성이 악화되었지만, 경쟁사들의 입지가 더욱 약해지면서, 동사의 미국 내 시장 점유율은 더욱 상승하였다. 특히, 2008년에 가르보나라 파스타가 성공을 거두며, 미국 내 파스타 볼륨이 8% 성장하고, 매출이 15% 성장하였다. 2010년부터는 원재료 듀럼밀 가격의 상승을 소비자 가격으로 전가하면서, 수익성 회복에 초점을 맞추었다. 최근에는 1) 저칼로리 식사의 선호도 증가, 2) 원재료 단가(듀럼밀)의 지속 상승, 3) 판촉 경쟁 심화 등으로 인해, 미국에서 일반 파스타 매출은 부진한 상황이다. 하지만, 쌀가공 제품들이 호조를 보이면서, 미국 내에서 매출 성장을 지속하고 있으며, 건강식을 선호하는 트렌드에 대응하기 위해 글루텐 프리 파스타 제품을 확대 중이다.

동사의 모국인 스페인 지역 매출 비중은 6% 수준에 불과하며, 전체 매출의 41%가 북미지역에서 발생하고 있다. 현재 세계에서 가장 큰 쌀가공 제품 생산 업체이며, 파스타에서는 이탈리아의 BARILLA에 이어 세계 2위 업체로 알려져 있다(3위는 네슬레).

### Ebro Foods社의 주요 M&A History

구분	연도	인수한 회사	가격	구분	연도	매각 사업부	거래 상대방	가격
인수	'04	미국 Riviani (Rice)	380백만달러	매각	'08	설탕 사업	영국 A. British Foods	385백만유로
	'05	프랑스 Panzani (Pasta)	636백만유로		'10	유제품 사업	프랑스 Lactalis	630백만유로
	'06	미국 Minute Rice (Rice)	280백만유로					
		프랑스 New World Pasta (Pasta)	363백만유로					
	'11	미국 Storm Products (Pasta)	38백만유로					
	'13	캐나다 Olivieri (Pasta)	120백만캐나다달러					

자료: 언론보도, Ebro Foods

## >>> Toyo Suisan

### 미국 라면 1위 Maruchan

Toyo Suisan은 1953년에 도쿄에서 창립된 일본 식품 회사로, 현재 라면, 수산가공품, 냉동식품 등을 주력으로 생산 및 판매하고 있다. 1970년대부터 많은 일본 식품 기업들이 해외로 진출하기 시작했는데, 동사도 1972년에 처음으로 해외 시장에 진출하였고, 1977년에 미국에 “Maruchan Inc.” 법인을 설립 하였다.

동사는 1978년 캘리포니아주에서 미국 내 첫 번째 라면 공장을 오픈 하였고, 1980년대에 미국 내에서 일식이 크게 유행하면서, 동사의 라면 제품이 관심을 받기 시작한다. 1984년 LA 하계올림픽 때 Official Soup으로 선정되면서 유명세를 타기 시작하였고, 마침내 1994년에 미국 라면 시장 점유율 1위에 올라서게 된다.

2004년에 볶음면 브랜드인 “Yakisoba”를 미국 시장에 런칭 하였고, 2007년부터는 원자재 가격이 상승하면서, 미국 시장에서 닛신과 함께 라면 가격 인상을 주도하게 된다. 그 결과 전체 시장 볼륨 성장의 정체에도 불구하고, 매출액이 상대적으로 가파르게 상승하게 된다. 게다가 미국 경기가 불황에 접어들면서, 상대적으로 저가인 라면의 소비량도 늘어날 수 있었다.

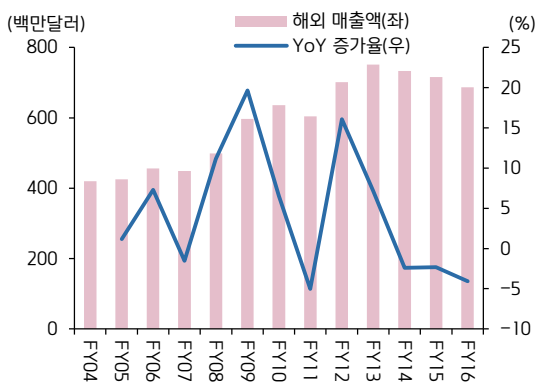
동사는 현재 미국에 라면 공장 4개를 보유하고 있는데, 캘리포니아에 2개, 버지니아에 1개, 텍사스에 1개를 보유하고 있어서, 미국 전 지역의 채널을 커버하는데 충분한 시설을 갖추고 있다(미국 매출은 연간 5천억원 내외 추산). 이러한 지속적인 해외 사업 확장 덕분에, FY16년 기준으로 매출의 20%, 영업이익의 43%가 해외 라면 사업에서 발생하고 있는데, 특히 해외 라면 사업의 지난 해 영업이익률은 15.7%로, 이는 전사 영업이익률의 두 배가 넘는 수준이다. 다만, 최근에는 미국 내 건강식 선호 현상, 외식 채널 트래픽 증가, 가공식품 업계 경쟁 격화로 인해, FY14년부터 해외 사업 매출이 정체를 보이고 있다(달러기준).

Toyo Suisan 실적 추이 (단위: 십억엔, %)

손익계산서	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16
매출액	321.0	344.5	372.2	381.3	383.3
(YoY)		7.3	8.0	2.4	0.5
국내라면	106.6	117.0	124.8	117.4	123.9
해외라면	57.6	70.7	75.4	86.0	77.3
매출총이익	118.4	129.6	142.0	136.3	142.8
(GPM)	36.9	37.6	38.2	35.8	37.3
영업이익	25.5	29.6	30.6	25.1	28.3
(OPM)	7.9	8.6	8.2	6.6	7.4
국내라면	10.7	12.0	12.1	9.2	10.0
(OPM)	10.0	10.3	9.7	7.8	8.1
해외라면	8.3	13.2	13.1	12.2	12.1
(OPM)	14.4	18.6	17.4	14.1	15.7
당기순이익	16.1	17.3	22.7	16.9	18.4

자료: Toyo Suisan(FY16 = 2016년 3월말 기준)

Toyo Suisan 해외 매출액 추이



자료: Toyo Suisan(FY16 = 2016년 3월말 기준)

## >>> Nissin Food Holdings

### 세계 최초의 인스턴트 라면 개발 업체

1948년에 설립된 일본의 식품 기업으로, 세계 최초로 인스턴트 라면(1958년)과 컵라면(1971년)을 개발한 회사이다. 현재 라면 외에도 냉동식품, 스낵 제품 등을 생산 및 판매하고 있다. 동사 역시 1970년에 미국에 처음 법인을 설립하였고, 동사의 Top Ramen 제품을 수출하기 시작하였다.

Top Ramen과 Cup Noodles를 주력 제품으로 미국에서 사업을 전개해왔으며, 2004년에 멕시코 현지 법인을 설립하며, 멕시코 현지 시장 공략을 가속화한다. Toyo Suisan의 해외 사업이 미국, 멕시코, 중남미 중심으로 되어 있는 반면에, 동사는 해당 지역 외의 국가로도 진출이 좀 더 활발한 편으로 추산된다(인도, 중국, 콜롬비아 등).

2007년부터 원자재 가격이 상승하면서, 동사도 미국에서 라면 제품 가격 인상을 지속 시도하였다. 하지만, Toyo Suisan의 매출 성장 보다는 상대적으로 저조한 흐름을 보이고 있으며, FY16년의 북미 매출액 고성장은 브라질 법인 지분 확대에 따른 연결효과에 기인한다. 미국 판매 볼륨은 2010년대 들어서 비교적 정체된 흐름으로 판단된다.

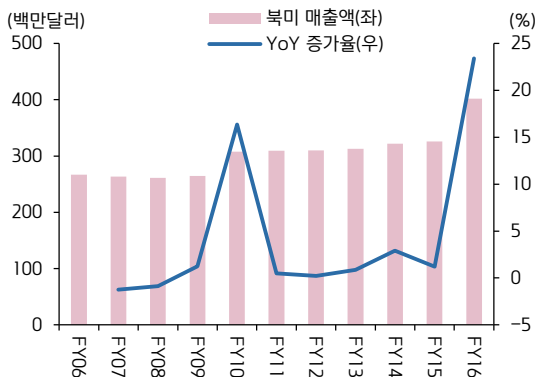
FY16년 기준 전사 매출에서 해외 사업이 차지하는 비중은 22% 수준으로, Toyo Suisan과 비슷한 편이지만, 해외 지역 영업이익률이 2.8% 수준에 불과하여 이익 기여도는 매우 낮은 편이다. 미국 라면 시장에서 MS 14%로 2위를 기록하고 있지만, 북미 지역(멕시코 포함) 영업이익률은 1% 수준에 불과하다. 미국 매출 성장률도 2년 연속 전년동기 대비 플랫으로 정체되어 있는 상태이다(미국 매출은 연간 2,500억원 내외 추산).

Nissin Food Holdings 실적 추이 (단위: 십억엔, %)

손익계산서	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16
매출액	380.7	382.8	417.6	431.6	468.1
(YoY)		0.6	9.1	3.3	8.5
국내라면	241.3	240.2	250.5	255.0	264.3
북미	24.4	25.9	32.2	35.7	48.3
매출총이익	167.0	171.4	186.3	188.7	207.6
(GPM)	43.9	44.8	44.6	43.7	44.3
영업이익	26.2	24.0	27.7	24.3	26.4
(OPM)	6.9	6.3	6.6	5.6	5.6
국내라면	26.3	25.5	27.7	25.1	21.4
(OPM)	10.9	10.6	11.1	9.8	8.1
북미	-0.3	0.2	0.5	0.7	0.5
(OPM)	-1.2	0.8	1.6	2.0	1.0
당기순이익	18.5	18.9	19.3	18.5	26.9

자료: Nissin(FY16 = 2016년 3월말 기준)

Nissin Food Holdings 북미 매출액 추이



자료: Nissin(FY16 = 2016년 3월말 기준)

주: 1) FY3Q16부터 브라질 법인 지분이 100%로 확대되면서 연결로 반영





이 페이지는 편집상 공백입니다



# 기업분석

CJ제일제당  
(097950)

BUY(Maintain)/목표주가 550,000원  
글로벌 식품 기업으로 도약한다

농심  
(004370)

BUY(Reinitiate)/목표주가 450,000원  
한국 라면이 名品이다

매일유업  
(005990)

BUY(Maintain)/목표주가 65,000원  
본업이 좋아진다



CJ제일제당 (097950)



## BUY(Maintain)

주가(6/27) 391,000원

목표주가 550,000원

최근 수요 회복에 따른 중국 라이신 가격 반등과 구조적 원재료 단가 하락 가능성으로 인해, 바이오 사업의 수익성 전망은 좀 더 긍정적으로 변화하고 있다. 또한, 식품 사업은 한국과 미국 지역을 중심으로 높은 성장률이 나타날 것으로 기대된다. 투자 의견 BUY와 목표주가 55만원을 유지한다.

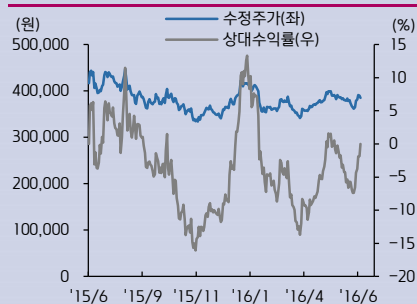
## Stock Data

KOSPI (6/27)	1,926.85pt		
시가총액	54,281억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	446,500원	334,000원	
최고/최저가 대비 등락	-13.77%	15.27%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	0.8%	1.4%
	6M	6.1%	9.7%
	1Y	-7.7%	0.0%

## Company Data

발행주식수	14,489천주
일평균 거래량(3M)	45천주
외국인 지분율	23.41%
배당수익률(16.E)	0.65%
BP (16.E)	240,646원
주요 주주	CJ 외 6인 34.4%
	국민연금공단 13.2%

## Price Trend



## 글로벌 식품 기업으로 도약한다

## &gt;&gt;&gt; 바이오 사업의 반등이 다가온다

CJ제일제당의 바이오 사업 부문 수익성은 2분기를 저점으로 반등할 것으로 판단된다. 1) 중장기적으로 중국 옥수수 가격이 하락 가능하고, 2) 올해 대두박 가격의 상승으로 인해 라이신 수요 회복이 예상되며, 3) 중국 돼지 사육두수도 저점을 통과하고 있기 때문이다. 특히, 최근 라이신 Spot Price가 상승하면서, 2015년 11월의 전고점인 8.8위안을 돌파하였기 때문에, 하반기 수익성 개선 가시성이 높아진 것으로 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 식품 사업은 국내외 고공행진 중

식품 사업은 한국, 미국 시장에서 고공행진 중이며, 중국 시장에서의 성공 가능성도 주목해야 한다. 한국에서는 국, 탕, 찌개류의 HMR 신제품 출시를 통해 외형이 확장될 것으로 전망되며, 미국에서는 '비비고 만두'의 Reference를 활용하여 Mainstream 채널 내에서 입지가 더 넓어질 것으로 기대한다.

## &gt;&gt;&gt; 투자 의견 BUY, 목표주가 55만원 유지

CJ제일제당에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 55만원을 유지한다. 동사는 1) 식품 사업의 국내외 확장, 2) 바이오 사업의 포트폴리오 다변화를 통해, 지속적인 실적 개선이 기대된다. 업종 내 돋보이는 해외 사업 성장성과 바이오 수익성의 안정화를 통해, 점진적인 밸류에이션 Re-rating이 기대된다.

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	117,018	129,245	145,694	159,847	175,041
보고영업이익(억원)	5,799	7,514	8,806	10,171	11,237
핵심영업이익(억원)	5,799	7,514	8,806	10,171	11,237
EBITDA(억원)	10,275	12,350	13,662	15,205	16,330
세전이익(억원)	2,430	3,648	6,473	7,558	8,658
순이익(억원)	1,379	2,537	4,669	5,411	6,199
자배주지분순이익(억원)	920	1,893	3,601	4,365	4,912
EPS(원)	7,014	14,393	24,861	30,135	33,912
증감율(%YoY)	-21.3	105.2	72.7	21.2	12.5
PER(배)	43.7	26.2	15.5	12.8	11.4
PBR(배)	1.5	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	11.4	9.8	8.7	7.4	6.7
보고영업이익률(%)	5.0	5.8	6.0	6.4	6.4
핵심영업이익률(%)	5.0	5.8	6.0	6.4	6.4
ROE(%)	2.8	4.9	8.3	8.9	9.4
순부채비율(%)	107.2	92.9	84.2	72.7	59.9



C제일제당 연결기준 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

구분	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
<b>매출액</b>	<b>3,120</b>	<b>3,165</b>	<b>3,366</b>	<b>3,273</b>	<b>3,534</b>	<b>3,551</b>	<b>3,749</b>	<b>3,736</b>	<b>12,924</b>	<b>14,569</b>	<b>15,985</b>
(YoY)	10.6%	11.9%	13.2%	6.3%	13.3%	12.2%	11.4%	14.1%	10.4%	12.7%	9.7%
식품	1,049	993	1,152	957	1,160	1,086	1,249	1,064	4,150	4,559	4,955
(YoY)	8.7%	6.6%	11.1%	5.5%	10.6%	9.3%	8.5%	11.2%	8.1%	9.8%	8.7%
소재	466	446	465	405	478	455	472	416	1,782	1,820	1,857
(YoY)	4.0%	-3.2%	5.5%	3.2%	2.5%	2.0%	1.5%	2.5%	2.3%	2.1%	2.0%
가공	583	548	686	552	682	631	777	648	2,368	2,739	3,098
(YoY)	12.8%	16.1%	15.3%	7.3%	17.1%	15.3%	13.2%	17.5%	12.9%	15.6%	13.1%
바이오	402	434	465	440	428	435	453	477	1,740	1,793	1,967
(YoY)	14.9%	26.1%	31.1%	2.1%	6.6%	0.5%	-2.5%	8.3%	17.7%	3.1%	9.7%
헬스케어	106	113	111	126	118	121	119	133	457	491	520
(YoY)	-1.5%	9.7%	4.0%	12.5%	11.1%	7.0%	7.0%	5.0%	6.2%	7.4%	6.0%
생물자원	443	427	450	486	489	483	504	549	1,805	2,024	2,247
(YoY)	16.0%	11.9%	12.1%	7.2%	10.4%	13.0%	12.0%	13.0%	11.6%	12.1%	11.0%
물류	1,181	1,267	1,270	1,338	1,445	1,494	1,504	1,588	5,056	6,031	6,625
(YoY)	9.7%	13.2%	12.0%	8.7%	22.3%	18.0%	18.4%	18.7%	10.9%	19.3%	9.8%
대통제의 기준	1,999	1,967	2,177	2,009	2,195	2,125	2,325	2,222	8,152	8,867	9,689
(YoY)	10.9%	11.7%	14.6%	5.5%	9.8%	8.0%	6.8%	10.6%	10.7%	8.8%	9.3%
<b>매출총이익</b>	<b>715</b>	<b>701</b>	<b>772</b>	<b>698</b>	<b>827</b>	<b>781</b>	<b>869</b>	<b>784</b>	<b>2,886</b>	<b>3,259</b>	<b>3,578</b>
(GPM)	22.9%	22.2%	22.9%	21.3%	23.4%	22.0%	23.2%	21.0%	22.3%	22.4%	22.4%
대통제외 기준	589	570	634	554	669	622	701	609	2,347	2,602	2,822
(GPM)	29.5%	29.0%	29.1%	27.6%	30.5%	29.3%	30.2%	27.4%	28.8%	29.3%	29.1%
<b>판매비</b>	<b>489</b>	<b>510</b>	<b>550</b>	<b>586</b>	<b>594</b>	<b>570</b>	<b>603</b>	<b>612</b>	<b>2,135</b>	<b>2,379</b>	<b>2,561</b>
(판매비율)	15.7%	16.1%	16.3%	17.9%	16.8%	16.1%	16.1%	16.4%	16.5%	16.3%	16.0%
대통제의 기준	406	417	457	479	486	466	492	498	1,760	1,943	2,065
(판매비율)	20.3%	21.2%	21.0%	23.9%	22.2%	21.9%	21.2%	22.4%	21.6%	21.9%	21.3%
<b>영업이익</b>	<b>225</b>	<b>192</b>	<b>222</b>	<b>112</b>	<b>233</b>	<b>210</b>	<b>266</b>	<b>172</b>	<b>751</b>	<b>881</b>	<b>1,017</b>
(YoY)	92.0%	55.4%	33.0%	-35.0%	3.3%	9.8%	19.4%	53.5%	29.6%	17.2%	15.5%
(OPM)	7.2%	6.1%	6.6%	3.4%	6.6%	5.9%	7.1%	4.6%	5.8%	6.0%	6.4%
식품	111	79	132	26	118	94	141	25	349	378	425
(OPM)	10.6%	8.0%	11.5%	2.8%	10.2%	8.6%	11.3%	2.4%	8.4%	8.3%	8.6%
바이오	50	48	23	17	31	29	41	54	139	155	196
(OPM)	12.5%	11.0%	5.0%	4.0%	7.3%	6.7%	9.1%	11.3%	8.0%	8.7%	10.0%
헬스케어	12	13	11	17	18	17	13	17	52	65	69
(OPM)	11.4%	11.1%	9.9%	13.2%	15.6%	13.9%	11.2%	12.6%	11.5%	13.3%	13.3%
생물자원	9	13	11	14	15	17	14	15	47	60	67
(OPM)	2.1%	3.1%	2.4%	2.8%	3.1%	3.5%	2.8%	2.7%	2.6%	3.0%	3.0%
물류	48	45	52	43	53	60	63	66	187	242	280
(OPM)	4.0%	3.5%	4.1%	3.2%	3.7%	4.0%	4.2%	4.2%	3.7%	4.0%	4.2%
대통제의 기준	183	153	177	74	183	156	209	110	587	659	757
(OPM)	9.1%	7.8%	8.1%	3.7%	8.3%	7.4%	9.0%	5.0%	7.2%	7.4%	7.8%
세전이익	138	88	87	51	204	125	181	137	365	647	756
당기순이익	100	62	50	41	149	90	129	98	254	467	541
<b>지배주주순이익</b>	<b>92</b>	<b>52</b>	<b>31</b>	<b>14</b>	<b>123</b>	<b>68</b>	<b>103</b>	<b>66</b>	<b>189</b>	<b>360</b>	<b>437</b>
(YoY)	83.4%	93.2%	248.1%	138.8%	33.0%	30.5%	235.7%	362.4%	105.8%	90.3%	21.2%

자료: C제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당 바이오 사업부 실적 추이 및 가정 (단위: 십억원)

구분	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
바이오	402	434	465	440	428	435	453	477	1,740	1,793	1,365
(YoY)	14.9%	26.1%	31.1%	2.1%	6.6%	0.5%	-2.5%	8.3%	17.7%	3.1%	-23.9%
라이신	215	215	206	176	192	201	214	222	812	829	892
(YoY)	15.0%	13.2%	-2.0%	-22.8%	-10.8%	-6.6%	4.0%	26.2%	-0.4%	2.1%	7.7%
ASP(달러/톤)	1,385	1,325	1,260	1,215	1,200	1,235	1,308	1,354	1,305	1,274	1,338
(QoQ)	-9.5%	-4.3%	-4.9%	-3.6%	-1.2%	2.9%	5.9%	3.5%			
(YoY)	6.9%	7.7%	-6.0%	-20.6%	-13.4%	-6.8%	3.8%	11.5%	1.2%	-2.4%	5.0%
Q(천톤)	141	148	140	125	133	140	140	140	550	553	570
(YoY)	4.4%	-1.3%	-8.5%	-8.8%	-5.7%	-5.4%	0.0%	12.0%	-4.3%	0.5%	3.1%
핵산	47	53	55	58	50	57	57	59	213	224	234
(YoY)	0.5%	8.8%	18.5%	7.0%	6.8%	7.6%	4.3%	1.4%	8.6%	4.9%	4.5%
ASP(달러/kg)	8.1	7.6	7.3	6.8	7.0	7.0	7.0	7.2	7.4	7.0	7.0
(QoQ)	-2.4%	-6.2%	-3.9%	-6.8%	2.9%	0.0%	0.0%	3.0%			
(YoY)	2.5%	1.3%	-6.4%	-18.1%	-13.6%	-7.9%	-4.1%	6.0%	-1.9%	-4.8%	0.0%
Q(천톤)	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	25.5	27.0	28.4
(YoY)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.6%	5.9%	5.0%
메치오닌	10	49	86	102	87	81	90	102	247	360	441
(YoY)					764.1%	63.8%	4.4%	-0.1%		45.5%	22.6%
ASP(달러/kg)	4.6	5.0	4.9	4.4	4.0	3.5	3.5	3.5	4.8	3.6	3.8
(QoQ)		8.7%	-2.0%	-10.2%	-9.1%	-13.0%	0.0%	0.0%			
(YoY)					-13.0%	-30.4%	-29.0%	-20.9%		-24.5%	5.0%
Q(천톤)	2.0	9.0	15.0	20.0	18.2	20.0	22.0	25.0	46.0	85.2	100.0
(YoY)					810.0%	122.2%	46.7%	25.0%		85.2%	17.4%
기타	129	116	118	104	99	96	92	94	467	381	400
(YoY)	12.0%	10.4%	20.7%	-30.0%	-23.9%	-16.7%	-21.9%	-9.6%	0.1%	-18.4%	5.0%
원/달러 평균환율	1,100	1,098	1,168	1,158	1,201	1,163	1,170	1,170	1,131	1,176	1,170
(QoQ)	1.2%	-0.2%	6.4%	-0.9%	3.8%	-3.2%	0.6%	0.0%			
(YoY)	2.9%	6.5%	13.8%	6.5%	9.2%	5.9%	0.2%	1.1%	2.9%	4.0%	-0.5%

자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	117,018	129,245	145,694	159,847	175,041
매출원가	92,584	100,384	113,100	124,065	135,577
매출총이익	24,434	28,860	32,594	35,782	39,463
판매비및일반관리비	18,634	21,346	23,788	25,611	28,226
영업이익(보고)	5,799	7,514	8,806	10,171	11,237
영업이익(핵심)	5,799	7,514	8,806	10,171	11,237
영업외손익	-3,369	-3,866	-2,332	-2,613	-2,579
이자수익	280	146	135	136	135
배당금수익	34	62	62	63	62
외환이익	1,221	1,202	1,000	1,000	1,000
이자비용	1,970	1,805	1,732	1,701	1,670
외환손실	1,693	2,466	2,000	2,000	2,000
관계기업지분법손익	23	213	280	288	297
투자및기타자산처분손익	-166	-58	324	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-339	209	0	0	0
기타	-760	-1,369	-401	-400	-403
법인세차감전이익	2,430	3,648	6,473	7,558	8,658
법인세비용	1,051	1,111	1,804	2,146	2,459
유효법인세율 (%)	43.3%	30.5%	27.9%	28.4%	28.4%
당기순이익	1,379	2,537	4,669	5,411	6,199
지배주주지분손이익(억원)	920	1,893	3,601	4,365	4,912
EBITDA	10,275	12,350	13,662	15,205	16,330
현금순이익(Cash Earnings)	5,855	7,373	9,525	10,445	11,292
수정당기순이익	1,665	2,431	4,435	5,411	6,199
증감률(% YoY)					
매출액	7.9	10.4	12.7	9.7	9.5
영업이익(보고)	67.9	29.6	17.2	15.5	10.5
영업이익(핵심)	67.9	29.6	17.2	15.5	10.5
EBITDA	41.4	20.2	10.6	11.3	7.4
지배주주지분 당기순이익	-21.2	105.8	90.3	21.2	12.5
EPS	-21.3	105.2	72.7	21.2	12.5
수정순이익	N/A	46.1	82.4	22.0	14.6

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	6,886	11,546	8,830	9,246	11,218
당기순이익	1,379	2,537	4,669	5,411	6,199
감가상각비	3,612	3,945	4,014	4,245	4,354
무형자산상각비	865	891	842	789	739
외환손익	602	472	1,000	1,000	1,000
자산처분손익	-1,862	166	-324	0	0
지분법손익	347	-23	-280	-288	-297
영업활동자산부채 증감	-1,509	817	-30	-849	285
기타	2,540	3,356	-1,062	-1,062	-1,063
투자활동현금흐름	-5,372	-6,930	-7,561	-6,156	-6,300
투자자산의 처분	-793	813	311	-83	76
유형자산의 처분	370	293	0	0	0
유형자산의 취득	-4,743	-6,735	-7,860	-6,060	-6,363
무형자산의 처분	-525	-641	0	0	0
기타	320	-660	-13	-13	-13
재무활동현금흐름	-1,414	-3,645	-1,844	-1,088	-1,315
단기차입금의 증가	-3,626	-11,962	0	0	0
장기차입금의 증가	4,044	7,568	-1,590	-1,000	-1,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-371	-422	-354	-354	-354
기타	-1,461	1,171	100	265	39
현금및현금성자산의순증가	41	938	-575	2,001	3,603
기초현금및현금성자산	4,319	4,360	5,298	4,722	6,724
기말현금및현금성자산	4,360	5,298	4,722	6,724	10,326
Gross Cash Flow	8,395	10,728	8,859	10,095	10,933
Op Free Cash Flow	989	3,502	3,317	5,407	7,061

## 재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	39,733	40,185	41,509	45,953	50,954
현금및현금성자산	4,360	5,298	4,722	6,724	10,327
유동금융자산	2,062	2,147	2,185	2,206	2,188
매출채권및유동채권	21,403	21,387	22,414	23,858	24,654
재고자산	10,656	10,976	11,749	12,686	13,261
기타유동비금융자산	1,251	377	437	480	525
비유동자산	94,093	97,328	101,037	102,813	104,747
장기매출채권및기타비유동채권	2,975	2,963	3,341	3,665	4,013
투자자산	8,593	8,814	9,130	9,542	9,844
유형자산	63,839	66,902	70,748	72,563	74,572
무형자산	17,509	17,373	16,532	15,743	15,003
기타비유동자산	1,176	1,275	1,288	1,301	1,314
자산총계	133,825	137,513	142,546	148,767	155,701
유동부채	41,224	43,357	43,878	44,692	45,651
매입채무및기타유동채무	14,972	16,710	18,836	20,666	22,630
단기차입금	15,682	14,407	14,407	14,407	14,407
유동성장기차입금	8,955	11,483	9,893	8,893	7,893
기타유동부채	1,616	758	742	725	720
비유동부채	43,102	40,303	40,500	40,850	40,979
장기매입채무및비유동채무	666	767	865	949	1,039
사채및장기차입금	34,836	31,572	31,572	31,572	31,572
기타비유동부채	7,600	7,964	8,064	8,329	8,368
부채총계	84,327	83,660	84,378	85,541	86,630
자본금	723	724	724	724	724
주식발행초과금	9,102	9,183	9,183	9,183	9,183
이익잉여금	21,872	23,342	26,737	30,891	35,585
기타자본	-1,848	-1,819	-1,819	-1,819	-1,819
지배주주지분자본총계	29,849	31,431	34,826	38,979	43,674
비지배주주지분자본총계	19,650	22,421	23,342	24,246	25,397
자본총계	49,499	53,852	58,168	63,225	69,071
순차입금	53,051	50,017	48,965	45,943	41,358
총차입금	59,473	57,462	55,872	54,872	53,872

## 투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	7,014	14,393	24,861	30,135	33,912
BPS	206,344	216,981	240,416	269,090	301,497
주당EBITDA	78,374	93,922	94,312	104,963	112,735
CFPS	44,655	56,069	65,755	72,106	77,956
DPS	2,000	2,500	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	43.7	26.2	15.5	12.8	11.4
PBR	1.5	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	11.4	9.8	8.7	7.4	6.7
PCFR	6.9	6.7	5.9	5.3	4.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.0	5.8	6.0	6.4	6.4
영업이익률(핵심)	5.0	5.8	6.0	6.4	6.4
EBITDA margin	8.8	9.6	9.4	9.5	9.3
순이익률	1.2	2.0	3.2	3.4	3.5
자기자본이익률(ROE)	2.8	4.9	8.3	8.9	9.4
투자자본이익률(ROIC)	3.4	5.4	6.4	7.2	7.8
안정성(%)					
부채비율	170.4	155.4	145.1	135.3	125.4
순차입금비율	107.2	92.9	84.2	72.7	59.9
이자보상배율(배)	2.9	4.2	5.1	6.0	6.7
활동성(배)					
매출채권회전율	5.8	6.0	6.7	6.9	7.2
재고자산회전율	11.3	11.9	12.8	13.1	13.5
매입채무회전율	8.2	8.2	8.2	8.1	8.1



농심 (004370)



## BUY(Reinitiate)

주가(6/27) 368,000원

목표주가 450,000원

국내 사업의 불확실성이 존재하고 있지만, 이는 연말로 갈수록 서서히 해소될 것으로 판단된다. 관심을 가져야 할 부분은 미국과 중국 시장에서 점유율이 확대되고 있다는 점이다. 프리미엄 후라면을 앞세운 농심의 마케팅 전략이 효과를 내기 시작한 것으로 판단된다. 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 45만원을 제시한다.

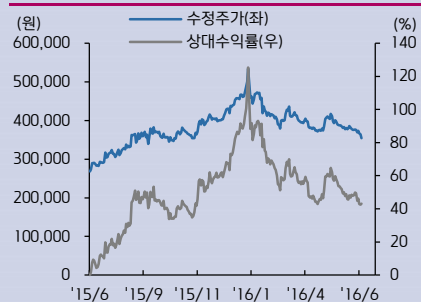
## Stock Data

KOSPI (6/27)		1,926.85pt
시가총액		22,384억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	534,000원	273,500원
최고/최저가 대비 등락	-33.61%	29.62%
주가수익률	절대	상대
	1M	-9.0% -8.4%
	6M	-15.3% -12.4%
	1Y	32.0% 43.0%

## Company Data

발행주식수	6,083천주	
일평균 거래량(3M)	24천주	
외국인 지분율	20.57%	
배당수익률(16.E)	0.91%	
BP (16.E)	299,399원	
주요 주주	농심홀딩스 외 3인	45.5%
	국민연금공단	11.1%

## Price Trend



## 한국 라면이 명품이다

## &gt;&gt;&gt; 국내 신제품으로 MS 하락 방어 중

농심은 최근 국내 라면 시장에서 점유율 방어에 초점을 맞추고 있다. 작년부터 짜왕, 맛짬뽕 등 프리미엄 라면을 통해 이익을 방어해왔고, 올해는 드레싱누들과 같은 새로운 카테고리를 통해, 수익성 방어에 집중할 것으로 판단된다. 다만, 단기적으로는 프리미엄 면류의 high base로 인해 수익성은 다소 둔화될 전망이며, 연말부터 매출 성장률의 회복세가 가능할 것으로 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 해외 사업 확장으로 Re-rating 기대

관심을 가져야 할 부분은 해외 사업 확장에 따른 Re-rating 가능성이다. 미국 시장에서는 프리미엄 라면 전략으로, Mainstream 채널에서 일본 업체들의 점유율을 가져오고 있다. 또한, 중국 시장에서는 소비의 질적 수준 성장과 로컬 업체들과의 가격 gap 축소로 인해, 주력 소비 계층이 넓어지고 있다. 또한, 중서부 내륙 지역의 전략적 확대를 통해, 중국 전역을 커버할 수 있는 라면 회사로 성장해 나가고 있다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 BUY, 목표주가 45만원 제시

농심에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 45만원을 제시한다. 목표주가는 2017년 예상 EBITDA에 EV/EBITDA 9 배를 적용한 수치이며(오리온 대비 20% 할인), 향후 해외 사업 수익성 개선 속도에 따라, 밸류에이션 Re-rating 이 가능할 것으로 판단된다.

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	20,417	21,816	22,341	23,422	24,947
보고영업이익(억원)	735	1,183	1,203	1,382	1,620
핵심영업이익(억원)	735	1,183	1,203	1,382	1,620
EBITDA(억원)	1,546	1,982	2,105	2,293	2,540
세전이익(억원)	973	1,535	2,458	1,548	1,796
순이익(억원)	645	1,174	2,104	1,173	1,361
지배주주지분순이익(억원)	650	1,173	2,104	1,173	1,361
EPS(원)	10,687	19,291	34,582	19,291	22,380
증감율(%YoY)	-26.5	80.5	79.3	-44.2	16.0
PER(배)	23.6	22.8	12.7	22.8	19.6
PBR(배)	1.0	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	7.3	11.4	9.8	8.6	7.4
보고영업이익률(%)	3.6	5.4	5.4	5.9	6.5
핵심영업이익률(%)	3.6	5.4	5.4	5.9	6.5
ROE(%)	4.2	7.3	12.1	6.2	6.9
순부채비율(%)	-25.8	-25.6	-32.8	-35.9	-39.3

농심 연결기준 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, 백만RMB, 백만USD)

구분	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
매출액	539.9	529.5	546.0	566.2	568.1	539.6	551.1	575.2	2,181.6	2,234.1	2,342.2
(YoY)	-0.4%	8.0%	11.9%	8.7%	5.2%	1.9%	0.9%	1.6%	6.9%	2.4%	4.8%
한국	451.5	443.3	455.5	470.4	458.4	433.3	444.1	462.0	1,820.8	1,797.8	1,842.3
(YoY)	-3.6%	5.4%	8.3%	5.5%	1.5%	-2.3%	-2.5%	-1.8%	3.7%	-1.3%	2.5%
면류	299.7	302.9	318.7	339.2	308.0	283.3	291.5	316.0	1,260.5	1,200.0	1,203.4
(YoY)	-9.2%	3.8%	9.7%	6.6%	2.8%	-6.5%	-8.5%	-6.8%	2.4%	-4.8%	0.3%
스낵	87.7	77.7	71.4	74.9	76.3	73.8	72.8	76.4	311.7	299.3	305.3
(YoY)	15.1%	0.3%	-6.4%	-3.5%	-13.0%	-5.0%	2.0%	2.0%	1.3%	-4.0%	2.0%
음료	19.5	28.8	32.1	23.1	25.2	33.1	37.1	26.9	103.5	122.3	134.5
(YoY)	10.2%	14.7%	18.9%	20.3%	29.2%	14.9%	15.6%	16.3%	16.3%	18.1%	10.0%
수출/상품/기타	92.2	81.1	81.7	85.8	104.4	89.2	89.9	94.4	340.8	377.9	404.3
(YoY)	4.4%	13.6%	15.9%	11.7%	13.2%	10.0%	10.0%	10.0%	11.0%	10.9%	7.0%
차이	-47.6	-47.2	-48.4	-52.6	-55.5	-46.1	-47.2	-51.6	-195.7	-200.4	-205.3
중국	36.4	35.7	37.9	35.2	46.3	46.5	47.5	44.2	145.2	184.5	223.6
(YoY)	13.4%	35.9%	46.4%	39.9%	27.1%	30.2%	25.5%	25.6%	32.7%	27.1%	21.2%
RMB 기준	206	202	204	195	253	261	268	249	807	1,031	1,260
(YoY)	12.7%	27.0%	31.3%	37.0%	22.4%	29.4%	31.2%	27.8%	26.1%	27.7%	22.3%
원/위안	176	177	185	181	183	178	177	177	180	179	177
(YoY)	0.7%	7.0%	11.5%	2.1%	3.8%	0.6%	-4.3%	-1.7%	5.2%	-0.5%	-0.9%
미국	42.3	40.1	41.9	50.0	51.6	47.2	46.6	56.1	174.4	201.6	222.5
(YoY)	21.4%	17.0%	30.0%	26.9%	22.1%	17.6%	11.2%	12.2%	23.8%	15.6%	10.4%
USD 기준	38	37	36	43	43	41	40	48	154	171	190
(YoY)	17.9%	9.9%	14.2%	19.1%	11.8%	11.0%	11.0%	11.0%	15.4%	11.2%	11.0%
원/달러	1,100	1,098	1,168	1,158	1,201	1,163	1,170	1,170	1,131	1,176	1,170
(YoY)	2.9%	6.5%	13.8%	6.5%	9.2%	5.9%	0.2%	1.1%	7.4%	4.0%	-0.5%
일본	6.3	6.7	6.8	7.3	8.3	8.7	8.7	9.2	27.1	34.8	37.7
(YoY)	-10.2%	-9.0%	18.2%	11.3%	31.3%	29.8%	26.7%	27.1%	1.6%	28.6%	8.2%
호주	3.4	3.6	3.9	3.3	3.6	3.9	4.2	3.7	14.2	15.4	16.1
(YoY)		100.1%	9.4%	-13.5%	4.9%	8.8%	8.7%	10.8%	54.6%	8.3%	4.7%
매출총이익	161.1	160.2	172.6	178.1	180.9	167.1	178.6	185.7	672.0	712.2	770.2
(GPM)	29.8%	30.3%	31.6%	31.4%	31.8%	31.0%	32.4%	32.3%	30.8%	31.9%	32.9%
판매비	133.4	136.0	135.1	149.2	148.5	143.8	143.0	156.8	553.7	592.0	632.0
(판매비율)	24.7%	25.7%	24.7%	26.3%	26.1%	26.6%	25.9%	27.3%	25.4%	26.5%	27.0%
영업이익	27.7	24.2	37.5	28.9	32.4	23.3	35.6	28.9	118.3	120.3	138.2
(YoY)	-16.8%	144.9%	145.1%	91.3%	17.1%	-3.7%	-5.1%	0.1%	60.8%	1.7%	14.9%
(OPM)	5.1%	4.6%	6.9%	5.1%	5.7%	4.3%	6.5%	5.0%	5.4%	5.4%	5.9%
세전이익	31.9	48.1	38.3	35.2	156.2	28.2	40.5	33.8	153.5	245.8	154.8
당기순이익	23.4	36.5	29.2	28.3	143.7	21.3	30.7	25.6	117.4	210.4	117.3
지배주주순이익	23.4	36.4	29.1	28.4	143.8	21.3	30.7	25.6	117.3	210.4	117.3
(YoY)	-20.0%	194.5%	92.2%	245.3%	514.5%	-41.3%	5.3%	-9.9%	80.5%	79.3%	-44.2%

자료: 농심, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	20,417	21,816	22,341	23,422	24,947
매출원가	14,564	15,096	15,219	15,720	16,448
매출총이익	5,853	6,720	7,122	7,702	8,499
판매비및일반관리비	5,118	5,537	5,920	6,320	6,879
영업이익(보고)	735	1,183	1,203	1,382	1,620
영업이익(핵심)	735	1,183	1,203	1,382	1,620
영업외손익	238	352	1,255	166	176
이자수익	126	99	101	106	113
배당금수익	1	1	1	1	1
외환이익	43	58	40	40	40
이자비용	20	19	19	19	19
외환손실	78	106	74	74	74
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	45	204	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	121	117	1,206	112	115
법인세차감전이익	973	1,535	2,458	1,548	1,796
법인세비용	329	361	354	375	435
유효법인세율 (%)	33.8%	23.5%	14.4%	24.2%	24.2%
당기순이익	645	1,174	2,104	1,173	1,361
지배주주지분손이익(억원)	650	1,173	2,104	1,173	1,361
EBITDA	1,546	1,982	2,105	2,293	2,540
현금순이익(Cash Earnings)	1,455	1,973	3,006	2,085	2,281
수정당기순이익	615	1,018	2,104	1,173	1,361
증감률(% YoY)					
매출액	-2.2	6.9	2.4	4.8	6.5
영업이익(보고)	-20.6	60.8	1.7	14.9	17.3
영업이익(핵심)	-20.6	60.8	1.7	14.9	17.3
EBITDA	-12.0	28.2	6.2	8.9	10.8
지배주주지분 당기순이익	-26.5	80.5	79.3	-44.2	16.0
EPS	-26.5	80.5	79.3	-44.2	16.0
수정순이익	-29.1	65.6	106.6	-44.2	16.0

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	987	2,019	3,033	2,135	2,352
당기순이익	645	1,174	2,104	1,173	1,361
감가상각비	796	791	895	903	913
무형자산상각비	14	8	8	8	8
외환손익	24	46	34	34	34
자산처분손익	68	225	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-748	-132	28	52	71
기타	188	-94	-35	-35	-35
투자활동현금흐름	-682	-1,677	-1,107	-1,240	-1,351
투자자산의 처분	290	-559	-107	-220	-311
유형자산의 처분	90	321	0	0	0
유형자산의 취득	-1,059	-1,215	-1,000	-1,020	-1,040
무형자산의 처분	-3	-228	0	0	0
기타	0	6	0	0	0
재무활동현금흐름	-266	183	-226	-194	-174
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-35	500	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-231	-232	-231	-231	-231
기타	0	-85	5	38	57
현금및현금성자산의순증가	38	535	1,700	701	826
기초현금및현금성자산	1,116	1,154	1,688	3,388	4,090
기말현금및현금성자산	1,154	1,688	3,388	4,090	4,916
Gross Cash Flow	1,735	2,151	3,006	2,084	2,280
Op Free Cash Flow	-513	128	960	990	1,179

## 재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	8,996	9,978	11,878	12,990	14,395
현금및현금성자산	1,154	1,688	3,388	4,090	4,916
유동금융자산	3,814	4,049	4,146	4,347	4,630
매출채권및유동채권	2,138	2,289	2,344	2,458	2,618
재고자산	1,730	1,730	1,772	1,857	1,978
기타유동비금융자산	161	222	227	238	254
비유동자산	13,245	14,209	14,319	14,455	14,613
장기매출채권및기타비유동채권	136	126	129	135	144
투자자산	1,879	2,181	2,192	2,213	2,242
유형자산	10,881	11,330	11,435	11,552	11,679
무형자산	345	568	560	552	545
기타비유동자산	4	4	4	4	4
자산총계	22,241	24,187	26,197	27,445	29,009
유동부채	5,537	6,344	6,477	6,745	7,121
매입채무및기타유동채무	4,529	4,998	5,118	5,366	5,715
단기차입금	745	966	966	966	966
유동성장기차입금	10	0	0	0	0
기타유동부채	252	379	392	412	439
비유동부채	1,169	1,379	1,384	1,421	1,478
장기매입채무및비유동채무	5	0	0	0	0
사채및장기차입금	198	554	554	554	554
기타비유동부채	966	824	829	867	924
부채총계	6,707	7,722	7,860	8,166	8,599
자본금	304	304	304	304	304
주식발행초과금	1,237	1,237	1,237	1,237	1,237
이익잉여금	14,607	15,536	17,410	18,354	19,485
기타자본	-802	-728	-728	-728	-728
지배주주지분자본총계	15,347	16,350	18,224	19,167	20,299
비지배주주지분자본총계	188	115	113	112	110
자본총계	15,535	16,465	18,337	19,279	20,409
순차입금	-4,013	-4,216	-6,014	-6,916	-8,024
총차입금	954	1,521	1,521	1,521	1,521

## 투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	10,687	19,291	34,582	19,291	22,380
BPS	252,302	268,798	299,604	315,116	333,716
주당EBITDA	25,412	32,587	34,615	37,694	41,766
CFPS	23,918	32,443	49,427	34,270	37,508
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	23.6	22.8	12.7	22.8	19.6
PBR	1.0	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	7.3	11.4	9.8	8.6	7.4
PCFR	10.6	13.5	8.9	12.8	11.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.6	5.4	5.4	5.9	6.5
영업이익률(핵심)	3.6	5.4	5.4	5.9	6.5
EBITDA margin	7.6	9.1	9.4	9.8	10.2
순이익률	3.2	5.4	9.4	5.0	5.5
자기자본이익률(ROE)	4.2	7.3	12.1	6.2	6.9
투자자본이익률(ROIC)	4.8	8.5	9.5	9.6	11.2
안정성(%)					
부채비율	43.2	46.9	42.9	42.4	42.1
순차입금비율	-25.8	-25.6	-32.8	-35.9	-39.3
이자보상배율(배)	37.2	61.6	62.6	71.9	84.4
활동성(배)					
매출채권회전율	9.8	9.9	9.6	9.8	9.8
재고자산회전율	12.4	12.6	12.8	12.9	13.0
매입채무회전율	4.4	4.6	4.4	4.5	4.5





ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

## 매일유업 (005990)



## BUY(Maintain)

주가(6/27) 41,050원

목표주가 65,000원

가장 중요한 것은 역시 본업의 회복이다. 여러 가지 변수들이 섞여 있지만, 제품 믹스 개선, 원유공급과잉 완화, 정사가 판매를 개선을 통한, 본업의 수익성 개선 효과가 매우 두드러지게 나타날 것이다. 자회사에 대한 시장의 걱정도, 실적에 대한 영향력과 계절성을 감안한다면, 크게 우려할 부분은 아닐 것으로 판단된다. 매일유업에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 65,000원을 유지한다.

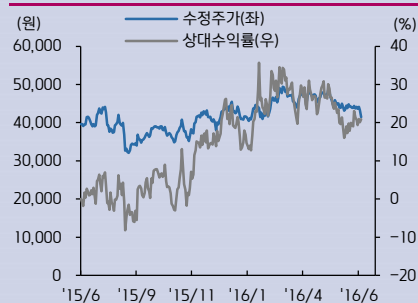
## Stock Data

KOSDAQ (6/27)	648.12pt	
시가총액	5,574억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	49,400원	32,050원
최고/최저가 대비 등락	-15.99%	29.49%
주가수익률	절대	상대
1M	-8.1%	-2.3%
6M	-5.5%	-4.1%
1Y	4.8%	20.9%

## Company Data

발행주식수	13,579천주
일평균 거래량(3M)	59천주
외국인 지분율	10.92%
배당수익률(16.E)	0.30%
BP (16.E)	30,283원
주요 주주	김정완 외 6인 37.9%
	진암사회복지재단 10.5%

## Price Trend



## 본업이 좋아진다

## &gt;&gt;&gt; 본사 수익성 지속 개선 전망

매일유업의 본업 개선에 주목해야 한다. 동사는 백색시유 비중을 축소하고, 조제분유/유기농/커피음료 등의 고부가가치 제품의 비중을 지속 확대 하고 있다. 또한, 원유공급과잉 완화가 지속되면서, 재고 손실이 축소되고, 바리스타를 포함한 유음료에 대한 매출에누리 축소가 지속되고 있는 점도 긍정적이다. 우려했던 중국 분유 수출은 5월부터 정상화 되어, 2분기 수출은 전년동기 대비 16% 증가할 것으로 예상되며, 하반기 수출 성장률은 더욱 올라갈 것으로 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 자회사 우려, 생각보다 크지 않다

주력 자회사인 제로투세븐과 엠즈씨드에 대한 우려는 주가에 지나치게 반영되어 있는 것으로 판단된다. 동사의 제로투세븐 지분율은 35%에 불과하기 때문에, 전사 지배주주순이익에 미치는 영향이 작고, 엠즈씨는 풀바셋이 성수기에 진입하기 때문에, 전분기 보다 적자가 축소될 것으로 기대되기 때문이다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 BUY, 목표주가 6.5만원 유지

매일유업에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 65,000원을 유지한다. 동사는 국내 본업 수익성 개선, 중국 분유 수출 확대를 통해, 업종 내에서 실적 모멘텀이 돋보일 것으로 판단된다. 중장기적으로는 중국 온라인 채널에서 분유 매출이 확대될 가능성에 주목해야 할 것이다.

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	14,479	15,422	16,348	17,308	18,248
보고영업이익(억원)	287	364	512	610	676
핵심영업이익(억원)	287	364	512	610	676
EBITDA(억원)	640	727	881	993	1,073
세전이익(억원)	320	350	502	609	687
순이익(억원)	239	261	387	462	521
지배주주지분순이익(억원)	242	268	414	479	536
EPS(원)	1,805	2,001	3,058	3,528	3,950
증감율(%YoY)	11.5	10.9	52.8	15.4	11.9
PER(배)	20.6	22.1	13.6	11.8	10.5
PBR(배)	1.4	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	8.9	8.9	6.6	5.8	5.1
보고영업이익률(%)	2.0	2.4	3.1	3.5	3.7
핵심영업이익률(%)	2.0	2.4	3.1	3.5	3.7
ROE(%)	6.3	6.6	9.1	9.8	10.1
순부채비율(%)	19.5	18.1	11.6	5.8	-0.4

매일유업 연결기준 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

구분	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
<b>매출액</b>	<b>370.6</b>	<b>375.5</b>	<b>392.4</b>	<b>403.6</b>	<b>393.2</b>	<b>400.0</b>	<b>417.4</b>	<b>424.2</b>	<b>1,542.2</b>	<b>1,634.8</b>	<b>1,730.8</b>
(YoY)	6.2%	6.2%	6.2%	7.4%	6.1%	6.5%	6.4%	5.1%	6.5%	6.0%	5.9%
별도기준	306.0	308.1	316.9	323.4	321.4	328.1	337.1	342.7	1,254.4	1,329.4	1,400.1
(YoY)	5.0%	3.8%	2.8%	5.8%	5.0%	6.5%	6.4%	6.0%	4.3%	6.0%	5.3%
<b>매출총이익</b>	<b>114.5</b>	<b>126.5</b>	<b>137.2</b>	<b>133.3</b>	<b>130.8</b>	<b>140.7</b>	<b>150.3</b>	<b>145.6</b>	<b>511.5</b>	<b>567.4</b>	<b>609.6</b>
(GPM)	30.9%	33.7%	35.0%	33.0%	33.3%	35.2%	36.0%	34.3%	33.2%	34.7%	35.2%
별도기준	78.2	88.3	96.5	93.8	91.9	100.2	105.9	100.7	356.9	398.8	427.3
(GPM)	25.6%	28.7%	30.4%	29.0%	28.6%	30.5%	31.4%	29.4%	28.4%	30.0%	30.5%
<b>판매비</b>	<b>110.5</b>	<b>122.9</b>	<b>123.3</b>	<b>118.3</b>	<b>122.0</b>	<b>128.8</b>	<b>133.7</b>	<b>131.7</b>	<b>475.1</b>	<b>516.2</b>	<b>548.6</b>
(판매비율)	29.8%	32.7%	31.4%	29.3%	31.0%	32.2%	32.0%	31.0%	30.8%	31.6%	31.7%
별도기준	73.9	84.0	82.5	76.6	79.7	86.5	88.7	84.6	317.0	339.4	362.9
(판매비율)	24.1%	27.3%	26.0%	23.7%	24.8%	26.4%	26.3%	24.7%	25.3%	25.5%	25.9%
<b>영업이익</b>	<b>4.0</b>	<b>3.6</b>	<b>13.9</b>	<b>14.9</b>	<b>8.8</b>	<b>11.9</b>	<b>16.6</b>	<b>14.0</b>	<b>36.4</b>	<b>51.2</b>	<b>61.0</b>
(YoY)	-53.4%	-46.0%	69.2%	182.7%	120.3%	232.5%	19.5%	-6.5%	26.9%	40.8%	19.0%
(OPM)	1.1%	1.0%	3.5%	3.7%	2.2%	3.0%	4.0%	3.3%	2.4%	3.1%	3.5%
별도기준	4.3	4.3	14.0	17.3	12.3	13.7	17.2	16.1	39.9	59.3	64.3
(YoY)	-39.2%	-45.9%	59.7%	250.2%	183.9%	217.2%	23.3%	-6.8%	38.5%	48.7%	8.4%
(OPM)	1.4%	1.4%	4.4%	5.3%	3.8%	4.2%	5.1%	4.7%	3.2%	4.5%	4.6%
세전이익	3.8	3.0	15.9	12.3	8.7	11.5	16.3	13.7	35.0	50.2	60.9
당기순이익	3.7	2.0	11.7	8.6	7.2	8.8	12.3	10.4	26.1	38.7	46.2
<b>지배주주순이익</b>	<b>3.2</b>	<b>2.6</b>	<b>10.8</b>	<b>10.2</b>	<b>8.1</b>	<b>9.7</b>	<b>12.8</b>	<b>10.8</b>	<b>26.8</b>	<b>41.4</b>	<b>47.9</b>
(YoY)	-48.0%	-50.4%	51.2%	82.5%	152.4%	268.4%	18.9%	6.0%	10.9%	54.4%	15.7%

자료: 매일유업, 키움증권 리서치



## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	14,479	15,422	16,348	17,308	18,248
매출원가	9,866	10,307	10,673	11,212	11,738
매출총이익	4,614	5,115	5,674	6,096	6,510
판매비및일반관리비	4,327	4,751	5,162	5,486	5,834
영업이익(보고)	287	364	512	610	676
영업이익(핵심)	287	364	512	610	676
영업외손익	33	-14	-10	-1	11
이자수익	30	30	30	32	34
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	31	29	29	29	29
이자비용	49	52	46	38	28
외환손실	16	23	23	23	23
관계기업지분법손익	36	4	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-15	-5	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	1	4	0	0	0
기타	16	0	0	0	0
법인세차감전이익	320	350	502	609	687
법인세비용	81	89	115	147	166
유효법인세율 (%)	25.2%	25.4%	22.9%	24.2%	24.2%
당기순이익	239	261	387	462	521
지배주주지분손이익(억원)	242	268	414	479	536
EBITDA	640	727	881	993	1,073
현금순이익(Cash Earnings)	593	624	756	845	917
수정당기순이익	250	262	387	462	521
증감률(% YoY)					
매출액	6.1	6.5	6.0	5.9	5.4
영업이익(보고)	-17.3	26.9	40.8	19.0	10.9
영업이익(핵심)	-17.3	26.9	40.8	19.0	10.9
EBITDA	-7.1	13.6	21.2	12.7	8.0
지배주주지분 당기순이익	11.5	10.9	54.4	15.7	11.9
EPS	11.5	10.9	52.8	15.4	11.9
수정순이익	2.1	4.8	47.9	19.3	12.8

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	275	655	649	734	809
당기순이익	239	261	387	462	521
감가상각비	344	352	359	374	388
무형자산상각비	9	11	10	10	9
외환손익	-8	1	-5	-5	-5
자산처분손익	27	21	0	0	0
지분법손익	-6	-4	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-285	48	-107	-111	-108
기타	-46	-35	5	5	5
투자활동현금흐름	-441	-540	-528	-539	-548
투자자산의 처분	-2	67	-23	-24	-23
유형자산의 처분	14	24	0	0	0
유형자산의 취득	-406	-528	-500	-510	-520
무형자산의 처분	-37	-24	0	0	0
기타	-10	-79	-5	-5	-5
재무활동현금흐름	233	190	-165	-273	-336
단기차입금의 증가	-325	-611	0	0	0
장기차입금의 증가	581	817	-247	-300	-370
자본의 증가	0	0	60	0	0
배당금지급	-16	-16	-16	-16	-16
기타	-7	0	37	43	50
현금및현금성자산의순증가	71	311	-44	-77	-75
기초현금및현금성자산	650	721	1,033	988	911
기말현금및현금성자산	721	1,033	988	911	836
Gross Cash Flow	560	607	756	845	917
Op Free Cash Flow	-161	130	157	225	281

## 재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	4,428	4,730	4,908	5,061	5,211
현금및현금성자산	721	1,033	988	911	836
유동금융자산	196	184	195	207	218
매출채권및유동채권	1,580	1,721	1,824	1,931	2,036
재고자산	1,885	1,735	1,839	1,947	2,053
기타유동비금융자산	46	57	61	65	68
비유동자산	3,323	3,625	3,795	3,963	4,127
장기매출채권및기타비유동채권	271	384	408	432	455
투자자산	555	468	480	492	504
유형자산	2,223	2,473	2,614	2,750	2,883
무형자산	123	135	125	115	106
기타비유동자산	152	164	169	174	179
자산총계	7,751	8,355	8,703	9,024	9,338
유동부채	2,588	2,390	2,519	2,649	2,756
매입채무및기타유동채무	1,844	1,947	2,064	2,185	2,304
단기차입금	307	249	249	249	249
유동성장기차입금	322	67	70	70	50
기타유동부채	114	128	136	145	154
비유동부채	1,286	1,914	1,703	1,448	1,149
장기매입채무및비유동채무	27	27	29	30	32
사채및장기차입금	1,043	1,635	1,385	1,085	735
기타비유동부채	216	252	289	333	382
부채총계	3,874	4,304	4,221	4,096	3,906
자본금	67	67	68	68	68
주식발행초과금	17	17	76	76	76
이익잉여금	2,975	3,227	3,627	4,091	4,613
기타자본	406	333	333	333	333
지배주주지분자본총계	3,465	3,644	4,104	4,568	5,090
비지배주주지분자본총계	412	407	378	359	343
자본총계	3,877	4,051	4,482	4,928	5,433
순차입금	755	734	520	285	-20
총차입금	1,673	1,951	1,704	1,404	1,034

## 투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	1,805	2,001	3,058	3,528	3,950
BPS	25,855	27,192	30,222	33,643	37,485
주당EBITDA	4,775	5,426	6,509	7,313	7,899
CFPS	4,423	4,656	5,584	6,224	6,757
DPS	125	125	125	125	125
주가배수(배)					
PER	20.6	22.1	13.6	11.8	10.5
PBR	1.4	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.9	8.9	6.6	5.8	5.1
PCFR	8.4	9.5	7.4	6.7	6.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.0	2.4	3.1	3.5	3.7
영업이익률(핵심)	2.0	2.4	3.1	3.5	3.7
EBITDA margin	4.4	4.7	5.4	5.7	5.9
순이익률	1.7	1.7	2.4	2.7	2.9
자기자본이익률(ROE)	6.3	6.6	9.1	9.8	10.1
투자자본이익률(ROIC)	5.4	6.4	8.7	9.7	10.3
안정성(%)					
부채비율	99.9	106.3	94.2	83.1	71.9
순차입금비율	19.5	18.1	11.6	5.8	-0.4
이자보상배율(배)	5.8	6.9	11.2	16.2	24.3
활동성(배)					
매출채권회전율	9.4	9.3	9.2	9.2	9.2
재고자산회전율	8.1	8.5	9.1	9.1	9.1
매입채무회전율	7.9	8.1	8.2	8.1	8.1

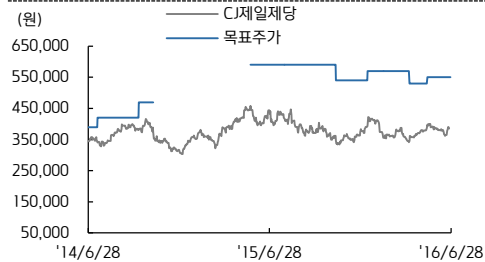
## 투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
C제일제당 (097950)	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
	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
담당자 변경	2016/02/11	BUY(Maintain)	570,000원
	2016/04/05	BUY(Maintain)	530,000원
	2016/04/28	BUY(Maintain)	530,000원
	2016/05/11	BUY(Maintain)	550,000원
	2016/06/28	BUY(Maintain)	550,000원

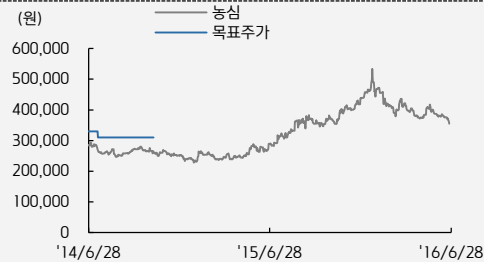
종목명	일자	투자 의견	목표주가
농심 (004370)	2014/07/17	Outperform (Maintain)	310,000원
	2014/11/06	Outperform (Maintain)	310,000원
담당자 변경	2016/06/28	BUY(Reinitiate)	450,000원
매일유업 (005990)	2014/09/01	BUY(Maintain)	48,000원
	2014/11/06	BUY(Maintain)	48,000원
	2015/11/05	BUY(Reinitiate)	46,000원
	2015/11/17	BUY(Maintain)	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
	2016/05/17	BUY(Maintain)	65,000원
	2016/06/28	BUY(Maintain)	65,000원

## 목표주가 추이 (2개년)

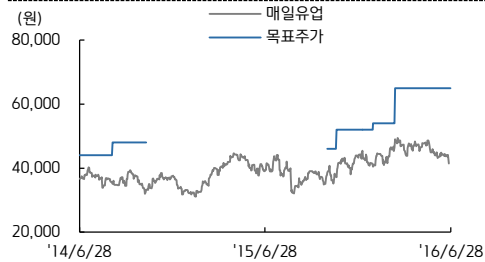
C제일제당(097950)



농심(004370)



매일유업(005990)



## 투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)	업종	적용 기준(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 (2015/4/1~2016/3/31)

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