

# 음식료

Overweight  
(Maintain)

2016. 10. 4

## Bottom-out에 대한 기대

회복의 조짐이 서서히 나타나고 있다. 이익결정변수가 회복되고, 신제품 역기저가 완화되면서, 연내에 컨센서스의 방향성이 바뀔 가능성이 높다. 단기적으로는 대형 3社の 안정적인 어닝을 선호하며, 중기적으로는 선별적인 중소형주 picking이 필요한 시점이다. 당사는 1) 라니냐 우려 완화, 2) 라이신 시황 개선, 3) 가격인상 가능성에 주목하고 있으며, 업종 Top pick으로 CJ제일제당을 제시하고, 관심종목으로 대상, 롯데칠성을 제시한다.



음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

키움증권

## Contents



### I. 업종 Bottom-out에 대한 기대 3

> Performance Review	3
> 밸류에이션 점검	4
> 업종 이익결정변수 회복 추세	5
> 신제품 역기저 영향은 4Q16부터 완화 전망	8

### II. 주목해야 할 3대 이슈 9

> 3Q16 Preview: 대형 3社 중심의 증익 전망	9
> 주목할 이슈 3가지: 라니냐, 라이신, 가격인상	12

### III. 음식료 업종 투자전략 19

> 투자 매력도가 개선되는 시점	19
-------------------	----

### 기업분석 21

> KT&G (033780)	22
> CJ제일제당 (097950)	25
> 오리온 (001800)	28
> 대상 (001680)	31
> 롯데칠성 (005300)	34

## Bottom-out에 대한 기대

### >>> 회복의 조짐

1) 이익결정변수 회복, 2) 신제품 역기저 완화를 통해 서서히 펀더멘털이 회복될 것으로 판단된다. 업종 전체적으로 밸류에이션 부담이 완화되었고, 곡물가격과 환율이 하락 반전하기 시작하였으며, 신제품 역기저 부담은 올해 4분기부터 완화되기 시작할 것으로 판단된다. 단기적으로는 대형 3社(KT&G, CJ제일제당, 오리온)의 안정적인 어닝이 매력적인 가운데, 중소형주에 대한 선별적 확대 시점이 다가오고 있다.

### >>> 라니냐, 라이신, 가격인상에 관심

당사가 주목하고 있는 3대 이슈는 1) 라니냐 우려 완화, 2) 라이신 시황 회복, 3) 가격인상 가능성이다. 기상 관련 주요 전문 기관들의 라니냐 우려는 완화되고 있고, 전방 산업 수요 회복에 따른 라이신 시황 개선이 기대되고 있다. 또한, 연말이 다가옴에 따라 가격인상 가능성이 높은 품목들에 대해 관심을 가져야 한다. 따라서, 음식료 업종에 대한 비중을 확대해 나갈 시기로 판단된다.

### >>> Bottom-out을 기대할 때

업종 Top pick으로 CJ제일제당을 제시하고, 주요 관심종목으로 대상과 롯데칠성을 제시한다. 중기적인 관점에서, CJ제일제당과 대상은 라이신 시황 개선 기대감이 여전히 유효하고, 롯데칠성은 가격인상과 맥주 신제품 모멘텀을 보유하고 있어 업종 내 가장 매력적인 가치주로 판단된다.

- > 당사는 9월 30일 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.





## >>> 밸류에이션 점검

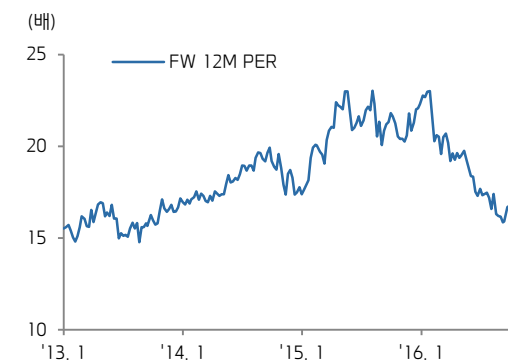
### 밸류에이션 부담 축소

음식료 업종은 2010년대초 가격인상 랠리로 인한 한 차례 re-rating 된 이후에, 1) CJ제일제당의 가공식품 SKU 구조조정에 따른 경쟁강도 완화(2Q13~), 2) 곡물가격과 환율 하락에 따른 원재료비 절감 효과(3Q13~), 3) 허니버터칩 등 신제품 빅히트로 인한 기대감 형성(1Q15~)으로 인해, 업종 밸류에이션이 PER 20~25배, PBR 1배 후반 수준으로 상승했었다.

### Long bias 관점의 접근 필요

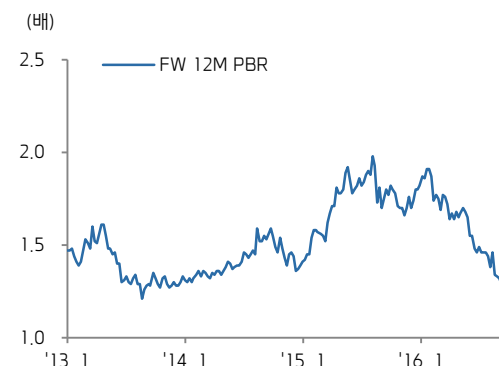
하지만, 위의 3가지 가정에 변화가 생기면서, 업종 밸류에이션 레벨은 2013년초 수준으로 재조정 된 것으로 판단된다. 1) CJ제일제당은 가공식품 신제품에 드라이브를 걸기 시작했고(4Q14~), 2) 기상 이변에 따른 원재료비 상승 우려가 제기되었으며(3Q15~), 3) 신제품 빅히트 이후 역기저로 오히려 컨센서스 레벨에 부담(2Q16~)이 생겼기 때문이다. 따라서, 현 시점부터는 오버슈팅에 대한 경계감 보다는, Long bias 관점의 접근이 필요하다고 판단된다.

### 음식료 업종 FW 12M PER 추이



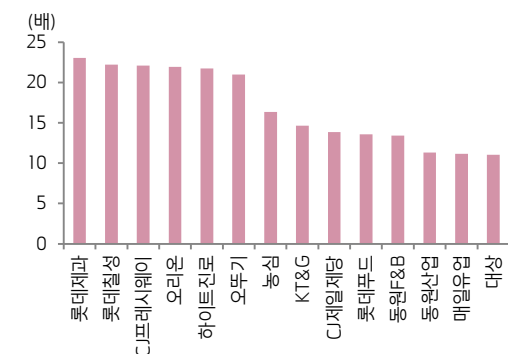
자료: Quantwise

### 음식료 업종 FW 12M PBR 추이



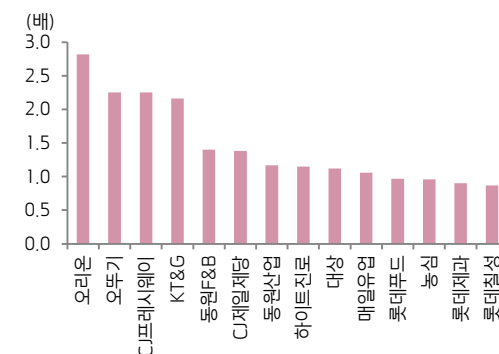
자료: Quantwise

### 주요 기업 예상 PER(2017년 컨센서스 기준)



자료: Fn Guide

### 주요 기업 예상 PBR(2017년 컨센서스 기준)



자료: Fn Guide

## >>> 업종 이익결정변수 회복 추세

### 곡물가격과 환율은 최근 안정세

올해 상반기에는 음식료 업체들이 주요 원재료로 사용하는 옥수수/소맥/대두/원당의 선물가격이 꾸준히 상승하는 모습을 보였고, 원화의 달러 대비 평가절하가 지속되면서, 주요 업체들의 원가율 우려가 상승했었다. 하지만, 하반기 들어서 **1) 원/달러 환율 상승세가 진정되고 있고, 2) 원당을 제외한 국제 곡물가격도 하락 반전한** 상황이다. 통상 원재료 매입과 투입 간의 시차가 3~6개월 정도임을 감안한다면, 원가율 부담에 대한 우려는 점진적으로 완화될 것이며, 업종 전체 밸류에이션에도 긍정적으로 작용할 것으로 판단된다. 또한, **옥수수/소맥을 주요 원재료로 하는 Value Chain에서는 내년도에 원재료비 절감 효과가 재현될 가능성이 높다.**

### 엘니뇨 우려에도 미국 작황은 양호한 편

엘니뇨에 따른 기상 이변으로 인한 작황 우려도 크지 않은 것으로 판단된다. 글로벌 옥수수, 대두 생산 비중 1위인 미국의 작황 상태가 평년 대비 비슷한 수준이기 때문이다. 미국 USDA에서는 옥수수, 대두의 작황 상태를 5단계로 나누어 주간 단위로 체크한다(Very poor - Poor - Fair - Good - Excellent). 엘니뇨와 라니냐 같은 기상 이변이 발생하면, 주요 작물의 작황이 평년 대비 부진한 경우가 많은데(2011~12, 15년 Case), **올해 미국 옥수수와 대두 작황은 평년 대비 양호한** 수준으로 판단된다. 그 결과, 국제 곡물가격이 올해 하반기부터 하락 반전한 것으로 판단된다.

### 라니냐 발생 가능성과 레벨에 대한 의문이 강해지고 있는 상황

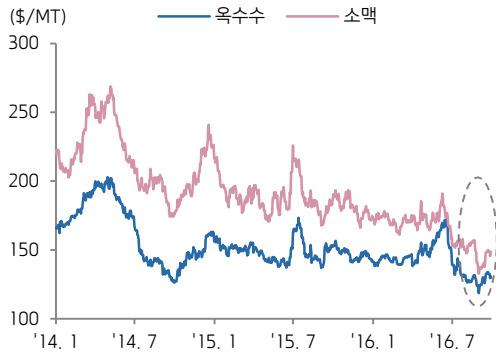
미국 NOAA(National Oceanic and Atmospheric Administration)는 올해 가을에 라니냐가 발생할 가능성을 지속적으로 하향 조정하고 있다. 올해 6월 75%에서 7월에 55~60% 수준으로 하향하였고, 8월에는 40%로 재차 하향 조정하였다. 하지만, 일본 JMA(Japanese Meteorological Agency), 호주 ABM(Australian Bureau of Meteorology)의 해석은, 미국 NOAA와 다른 상황이다. 향후 추이를 좀 더 지켜볼 필요는 있겠지만, **1) 라니냐 발생 가능성에 대한 우려는 하향 조정되고 있고, 2) ONI 지수의 레벨도 예상보다는 완만하게 떨어지는 상황**(주간 ONI 지수: 9/21 기준 -0.4도)으로 판단된다. 만약, 라니냐 발생 우려가 해소된다면, 국제 곡물가격의 추가 하향 조정 가능성까지 호재로 염두해 두어야 한다.

### 원/달러 환율 및 곡물가격 분기 평균 Data 추이

구분	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E
환율(원/달러)	1,100	1,098	1,168	1,158	1,201	1,163	1,124
(YoY)	3%	7%	14%	7%	9%	6%	-4%
옥수수(\$/Ton)	152	144	151	147	143	154	131
(YoY)	-15%	-24%	7%	-0%	-6%	7%	-14%
소맥(\$/Ton)	193	186	188	181	171	173	150
(YoY)	-15%	-23%	-4%	-11%	-11%	-7%	-20%
대두(\$/Ton)	364	354	348	323	323	388	378
(YoY)	-27%	-35%	-17%	-13%	-11%	9%	9%
원당(\$/Ton)	311	274	250	323	317	375	439
(YoY)	-14%	-28%	-29%	-7%	2%	37%	76%

자료: 한국은행, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 옥수수, 소맥 국제 시세 추이



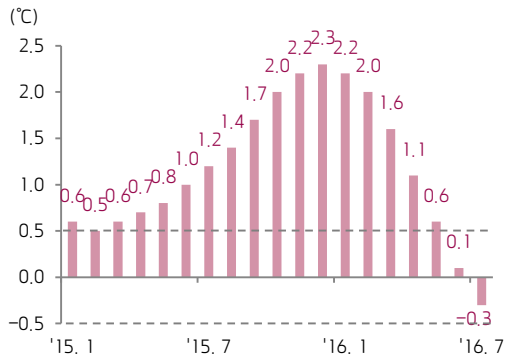
자료: Bloomberg

### 대두, 원당 국제 시세 추이



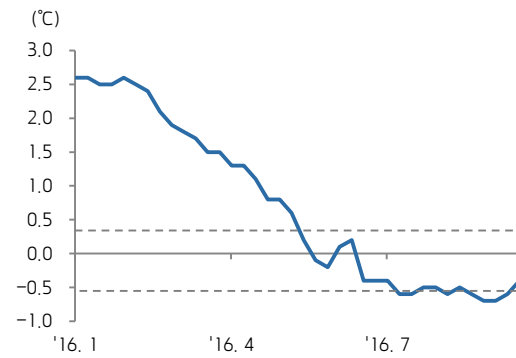
자료: Bloomberg

### 월별 ONI 지수 추이



자료: NOAA

### 주간 ONI 지수 추이



자료: NOAA

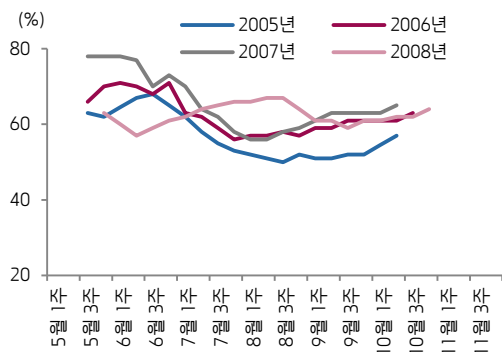
### 2005년 이후 월별 ONI 지수 분석 (단위: °C)

구분	기간	엘니뇨 여부	Max Level	구분	기간	라니냐 여부	Min Level
ONI >= 0.5°C	2004. 7 ~ 2005. 4 (10 개월)	O	0.7	ONI <= -0.5°C	2005. 11 ~ 2006. 2 (4 개월)	X	-0.7
	2006. 9 ~ 2007. 1 (5 개월)	O	0.9		2007. 8 ~ 2008. 6 (11 개월)	O	-1.4
	2009. 7 ~ 2010. 4 (10 개월)	O	1.3		2008. 11 ~ 2009. 2 (4 개월)	X	-0.7
	2014. 11 ~ 2016. 5 (7 개월)	O	2.3		2010. 7 ~ 2011. 4 (10 개월)	O	-1.5
					2011. 8 ~ 2012. 2 (7 개월)	O	-1.0

자료: NOAA, 키움증권 리서치

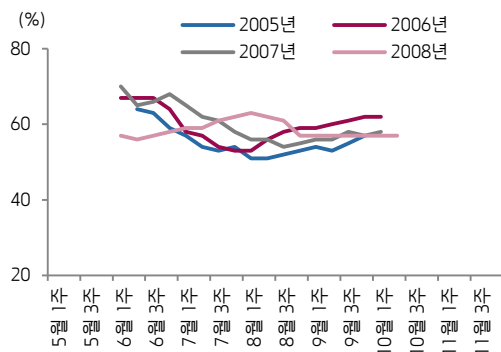
주: 1) 엘니뇨/라니냐 여부의 판단은 미국 NOAA 기준(ONI지수가 0.5도 이상 혹은 이하인 상태로 5개월 이상 지속되는 경우)

미국 옥수수 작황 추이 1(Good or Excellent 비중)



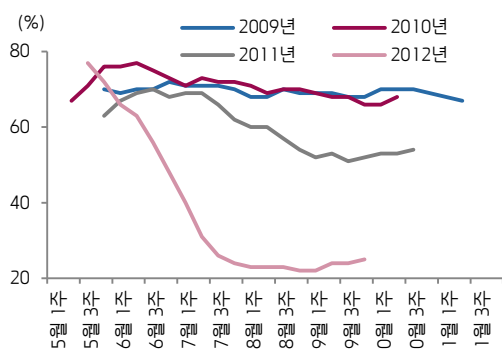
자료: USDA

미국 대두 작황 추이 1(Good or Excellent 비중)



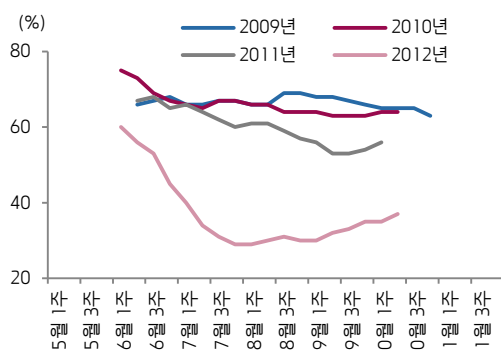
자료: USDA

미국 옥수수 작황 추이 2(Good or Excellent 비중)



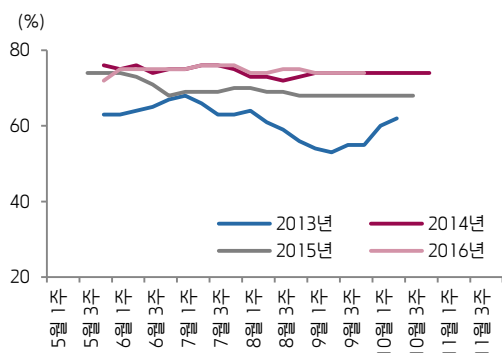
자료: USDA

미국 대두 작황 추이 2(Good or Excellent 비중)



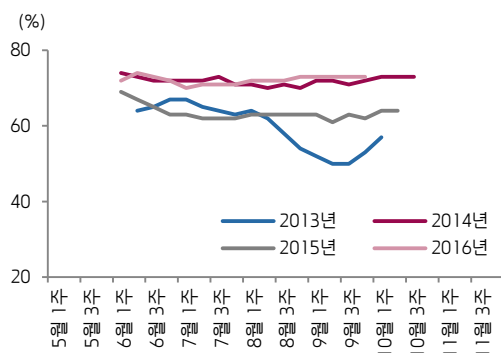
자료: USDA

미국 옥수수 작황 추이 3(Good or Excellent 비중)



자료: USDA

미국 대두 작황 추이 3(Good or Excellent 비중)



자료: USDA



## >>> 신제품 역기저 영향은 4Q16부터 완화 전망

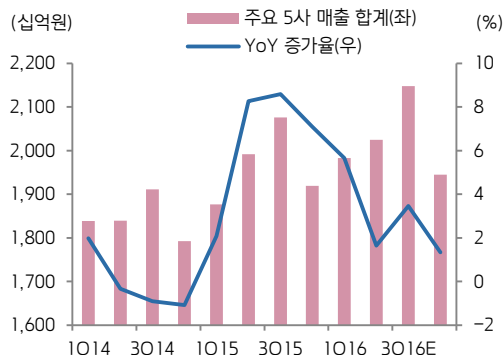
### 신제품의 빅히트로 2Q15~3Q15 이익 기저 높은 편

2015년은 음식료 업체들의 성공적인 신제품이 유난히 눈에 띄는 한 해였었다. 2014년 8월에 생산을 시작한 “허니버터칩”은, 작년 초부터 품귀 현상을 보였다. 2015년 3월에 런칭된 “순하리”는, 국내 리큐르 소주 열풍을 주도하였다. “굼은 면” 열풍을 일으킨 짜왕은, 2015년 4월에 런칭 되어, 월 매출이 한 때 100억원 후반까지 갔었다. 이러한 신제품의 빅히트는, **1) 경쟁사들의 미투 제품 출시, 2) 단기적인 시장 고성장, 3) 어닝 서프라이즈**로 이어졌다. 그 결과, 지난 해 2분기와 3분기의 영업이익이 매우 높은 수준에서 형성되었고, 시장 컨센서스와 주가 레벨이 상향 조정 되는 계기가 되었다.

### 실적 컨센서스 하향 마무리되며, 4Q16부터 역기저 부담 완화 시작

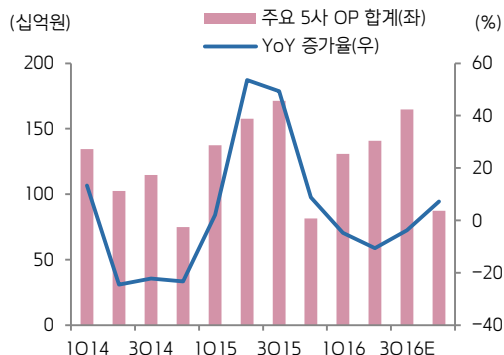
하지만, 이러한 어닝 서프라이즈는 오래 갈 수 없었다. **1) 미투 제품의 확대로 경쟁이 심화되었고, 2) 신제품 열풍이 지속되지 못했기 때문**이다. 탄탄한 실적을 자랑하던 오투기는, 라면 매출 고성장에도 불구하고, 4Q15에 어닝 쇼크를 기록했다. 또한, “허니버터칩”을 제외한 대부분의 신제품 매출이 감소하는 아픔을 겪었다. 이로 인해, 4Q15부터 영업이익과 영업이익률의 상승이 주춤하였고, 2Q16 실적이 컨센서스 대비 하회하면서, 올해 하반기 실적 컨센서스는 일부 하향 조정된 상황이다. 이러한 상황을 감안했을 때, 4Q16 영업 실적부터 역기저 부담이 완화되기 시작할 것으로 판단된다.

#### 신제품 Hit Player들의 매출액 추이



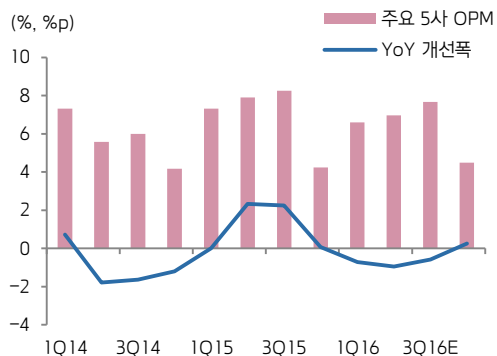
자료: Fn Guide(3Q16 이후 추정치는 컨센서스 기준)  
주: 1) 주요 5사는 농심, 오투기, 롯데칠성, 무학, 크라운제과

#### 신제품 Hit Player들의 영업이익 추이



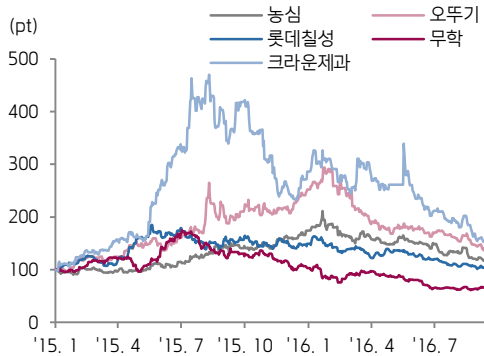
자료: Fn Guide  
주: 1) 주요 5사는 농심, 오투기, 롯데칠성, 무학, 크라운제과

#### 신제품 Hit Player들의 영업이익률 추이



자료: Fn Guide  
주: 1) 주요 5사는 농심, 오투기, 롯데칠성, 무학, 크라운제과

#### 신제품 Hit Player들의 주가 추이(14년말=100)



자료: Fn Guide



## II. 주목해야 할 3대 이슈

### >>> 3Q16 Preview: 대형 3社 중심의 증익 전망

#### 대형 3社: 편안한 기저와 견조한 펀더멘털 속에 증익 기조 전망

대형 3社(KT&G, CJ제일제당, 오리온)의 3분기 영업이익은 모두 증익할 것으로 전망된다. **KT&G**는 15년 내수 담배 수요 충격으로 인해, 이익 기저가 편안한 가운데, 인삼공사의 외형성장이 두드러지게 나타나고 있다. 다만, 수출 성장률은 볼륨 측면에서는 다소 둔화될 것으로 판단된다. **CJ제일제당**은 16년 라이신 가격이 15년과 달리 상저하고의 양상을 보이고 있고, 가공식품 매출이 꾸준히 10% 이상 성장하고 있어서 편안한 증익이 전망되고, **오리온**은 지난 해 2Q~3Q에 인식된 건설 부문의 일회성 손실로 인해 이익 기저가 낮고, 2Q16에 중국 시장에 선집행된 판촉비로 QoQ 마진 회복이 전망된다.

#### 중소형 社: 신제품 빅히트 역기저 속에 동원산업의 실적 모멘텀 돋보일 듯

대형 3社와 달리, 주요 중소형 社는 전체적으로 지난 해 영업이익의 기저가 높은 편이다. **농심**은 “짜왕”, **롯데칠성**은 “순하리” 히트와 “클라우드” 고성장으로 인한 역기저가 부담스럽고, **동원F&B**는 Skipjack의 원화기준 투입단가 상승이 Cash cow인 참치캔 수익성에 여전히 부담스러운 요인이다. **매일유업**은 작년 하반기부터 원유공급과잉 완화와 제품 믹스 개선에 따른 증익 기조가 지속되고 있는데, 자회사 제로투세븐(지분율 34.7%)의 적자와 우유 가격 인하 압력이 우려가 될 것으로 판단된다. 반면, **동원산업**은 주요 중소형 社 중에, 가장 실적 모멘텀이 돋보일 전망이다. 그 동안의 어선 대형화 투자가 참치어가 회복기에 맞물려 효과가 극대화 되고 있기 때문이다.

#### 3Q16 실적 Preview (1)

회사명	구분	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	YoY	4Q16E	2015	2016E	2017E
KT&G	매출액	11,344	8,667	10,913	10,881	11,873	4.7%	10,201	41,698	43,868	45,811
	영업이익	3,705	2,579	3,930	3,459	4,025	8.6%	3,025	13,659	14,438	15,262
	OPM	32.7%	29.8%	36.0%	31.8%	33.9%	1.2%p	29.7%	32.8%	32.9%	33.3%
	순이익	3,027	1,629	2,844	2,849	2,916	-3.7%	2,187	10,357	10,797	11,189
오리온	매출액	6,394	6,040	6,606	4,962	5,993	-6.3%	5,981	23,824	23,542	24,339
	영업이익	786	664	1,189	279	929	18.1%	730	2,993	3,126	3,344
	OPM	12.3%	11.0%	18.0%	5.6%	15.5%	3.2%p	12.2%	12.6%	13.3%	13.7%
	순이익	376	286	691	67	707	88.2%	551	1,622	1,989	2,310
CJ 제일제당	매출액	33,664	32,732	35,340	36,096	37,933	12.7%	37,678	129,245	147,048	161,874
	영업이익	2,225	1,118	2,328	2,106	2,557	14.9%	1,660	7,514	8,651	10,226
	OPM	6.6%	3.4%	6.6%	5.8%	6.7%	0.1%p	4.4%	5.8%	5.9%	6.3%
	순이익	308	144	1,226	423	1,135	268.5%	431	1,893	3,215	4,256
CJ 프레시웨이	매출액	5,409	5,465	5,358	5,970	6,248	15.5%	6,306	20,724	23,883	28,262
	영업이익	102	60	32	91	90	-12.3%	78	315	291	323
	OPM	1.9%	1.1%	0.6%	1.5%	1.4%	-0.5%p	1.2%	1.5%	1.2%	1.1%
	순이익	36	-13	7	31	57	59.1%	45	109	140	155
농심	매출액	5,460	5,662	5,681	5,272	5,482	0.4%	5,754	21,816	22,190	23,153
	영업이익	375	289	324	124	244	-34.9%	243	1,183	936	1,170
	OPM	6.9%	5.1%	5.7%	2.4%	4.5%	-2.4%p	4.2%	5.4%	4.2%	5.1%
	순이익	291	284	1,438	147	227	-22.2%	198	1,173	1,986	1,026
대상	매출액	6,973	6,509	6,843	7,106	7,680	10.1%	7,172	26,350	28,802	30,371
	영업이익	436	82	324	330	457	4.8%	231	1,099	1,342	1,471
	OPM	6.3%	1.3%	4.7%	4.6%	6.0%	-0.3%p	3.2%	4.2%	4.7%	4.8%
	순이익	240	26	223	200	264	9.7%	151	583	838	958

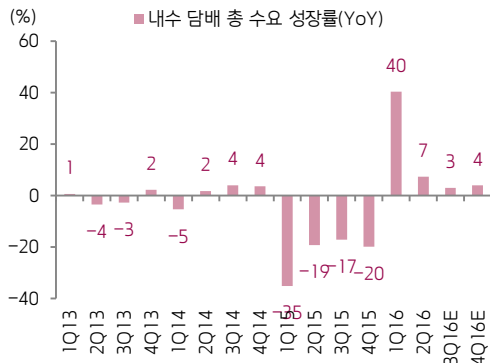
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

## 3Q16 실적 Preview (2)

회사명	구분	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	YoY	4Q16E	2015	2016E	2017E
동원 F&B	매출액	5,576	4,495	5,637	5,104	6,265	12.4%	4,885	19,310	21,891	23,640
	영업이익	358	0	278	117	307	-14.1%	25	771	727	788
	OPM	6.4%	0.0%	4.9%	2.3%	4.9%	-1.5%p	0.5%	4.0%	3.3%	3.3%
	순이익	256	3	203	80	224	-12.5%	12	568	519	563
동원산업	매출액	3,618	3,208	3,790	4,008	3,985	10.2%	3,439	13,597	15,222	15,476
	영업이익	306	80	187	452	432	41.3%	315	573	1,386	1,482
	OPM	8.4%	2.5%	4.9%	11.3%	10.8%	2.4%p	9.1%	4.2%	9.1%	9.6%
	순이익	169	-52	138	197	294	74.3%	225	116	854	1,010
롯데제과	매출액	5,945	5,550	5,316	5,495	5,949	0.1%	5,681	22,579	22,441	22,912
	영업이익	550	252	278	292	526	-4.4%	282	1,445	1,378	1,481
	OPM	9.2%	4.5%	5.2%	5.3%	8.8%	-0.4%p	5.0%	6.4%	6.1%	6.5%
	순이익	220	-72	298	79	349	58.6%	172	752	898	968
롯데칠성	매출액	6,455	5,141	5,428	6,285	6,709	3.9%	5,221	22,992	23,643	24,982
	영업이익	540	37	380	507	524	-2.9%	44	1,429	1,456	1,414
	OPM	8.4%	0.7%	7.0%	8.1%	7.8%	-0.5%p	0.8%	6.2%	6.2%	5.7%
	순이익	341	-218	264	289	348	1.8%	-8	615	873	823
롯데푸드	매출액	4,696	3,887	4,229	4,522	4,865	3.6%	4,108	17,062	17,724	18,488
	영업이익	301	15	197	242	336	11.5%	95	692	870	968
	OPM	6.4%	0.4%	4.7%	5.4%	6.9%	0.5%p	2.3%	4.1%	4.9%	5.2%
	순이익	189	23	153	156	235	23.9%	54	503	598	675
매일유업	매출액	3,924	4,077	3,932	4,071	4,190	6.8%	4,287	15,422	16,480	17,487
	영업이익	139	149	88	83	140	0.5%	170	364	481	567
	OPM	3.5%	3.7%	2.2%	2.0%	3.3%	-0.2%p	4.0%	2.4%	2.9%	3.2%
	순이익	108	102	81	35	120	11.3%	143	268	379	468
오뚜기	매출액	5,035	4,594	5,156	4,880	5,316	5.6%	4,695	18,831	20,048	20,520
	영업이익	394	180	356	405	435	10.6%	259	1,334	1,455	1,534
	OPM	7.8%	3.9%	6.9%	8.3%	8.2%	0.4%p	5.5%	7.1%	7.3%	7.5%
	순이익	327	88	490	257	356	8.7%	220	1,045	1,322	1,275
하이트진로	매출액	5,019	4,952	4,093	5,005	5,251	4.6%	5,093	19,075	19,442	19,796
	영업이익	482	314	272	276	490	1.7%	328	1,340	1,366	1,398
	OPM	9.6%	6.3%	6.6%	5.5%	9.3%	-0.3%p	6.4%	7.0%	7.0%	7.1%
	순이익	246	143	61	101	269	9.2%	158	533	589	648

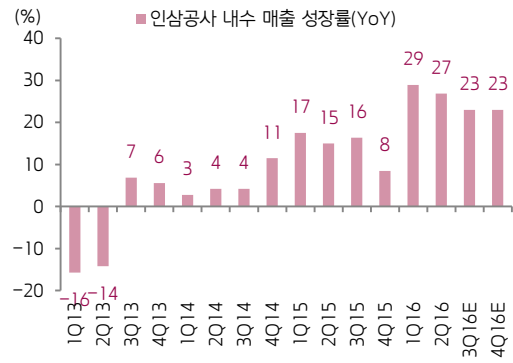
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

## 내수 담배 총 수요 추이 및 전망



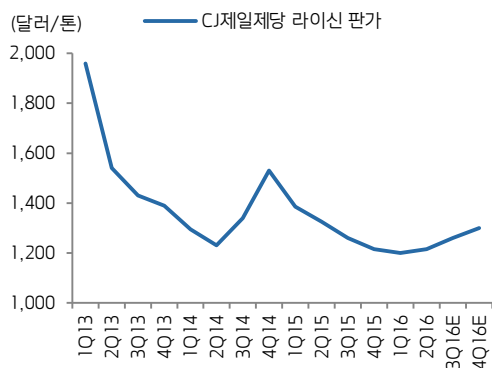
자료: KT&amp;G, 키움증권 리서치

## 인삼공사 내수 매출 성장률 추이 및 전망



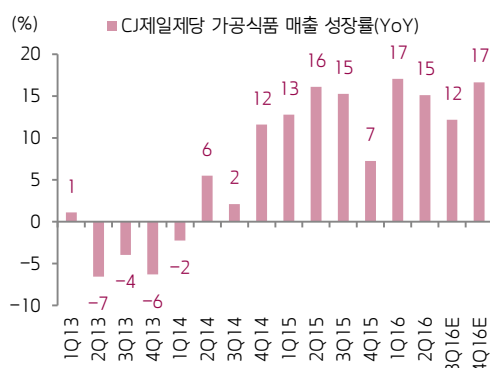
자료: KT&amp;G, 키움증권 리서치

### CJ제일제당 라이신 판가 추이 및 전망



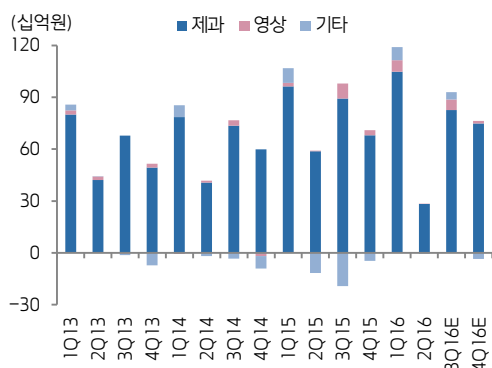
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

### CJ제일제당 가공식품 매출 성장률 추이 및 전망



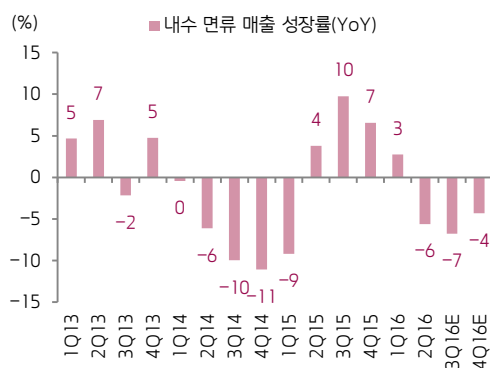
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

### 오리온 부문별 영업이익 추이 및 전망



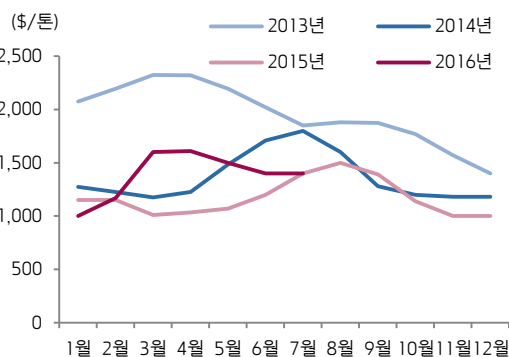
자료: 오리온, 키움증권 리서치

### 농심 내수 면류 매출 성장률 추이 및 전망



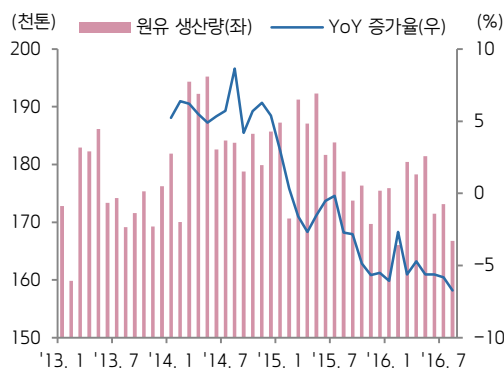
자료: 농심, 키움증권 리서치

### Skipjack 월별 평균가격 추이



자료: Thai Union

### 국내 원유(Raw Milk) 생산량 추이



자료: 낙농진흥회



## >>> 주목할 이슈 3가지: 라니냐, 라이신, 가격인상

### 라니냐 우려가 사라진다면?

앞에서 언급한 것처럼, 라니냐 우려가 사라진다면, 곡물가격은 하향 압력을 받을 가능성이 높다. 곡물 수요의 완만한 변화를 가정한다면, 곡물 단기 시황은 공급에 좌우될 수밖에 없는데, 대체로 공급에 가장 중요한 변수는 “기상”이다. 이로 인해, 통상적으로 엘니뇨/라니냐가 오면, 기상 이변에 대한 우려가 커지면서 곡물가격은 상승하게 되고, 해당 우려가 사라지면 다시 하향 압력을 받게 된다.

과거의 곡물 시황을 봤을 때에도 비슷한 상황이 전개 됐다. 미국 NOAA에 따르면, ONI 지수가 0.5도 이상 레벨로 5개월 이상 지속되면 엘니뇨, -0.5도 이하 레벨로 5개월 이상 지속되면 라니냐라고 정의한다. 엘니뇨/라니냐 레벨에 들어섰으나, 엘니뇨/라니냐가 발생하지 않았던 때에는, 곡물가격은 대체로 하향 추세를 보였었다(p.13~14의 6개 구간의 ONI 지수와 곡물시세 차트 참조). 예를 들어, 1967년 2~4월에 ONI 지수가 -0.5도 이하로 떨어졌었지만, 라니냐가 발생할 정도로 강하지는 않았고, 그 이후에 주요 곡물의 시세가 하락세를 보였었다. 이외에도 1983년, 1993년, 2008년, 2014년의 상황에서도 비슷한 하향세를 목격할 수 있다.

이러한 곡물가격의 하향세는 음식료 업종 전반에 긍정적으로 작용할 수 있다. 특히, 환율의 하향세를 감안한다면, 옥수수과 소맥을 원재료로 한 밸류체인에서, 내년도에 원재료비 절감 효과가 재현될 가능성이 있다. 이러한 기대감들은 해당 업체들의 밸류에이션에 긍정적으로 작용할 수 있다.

연간 원재료 매입액 추정치(옥수수, 소맥 익스포저가 높은 기업 중심으로) (단위: 십억원)

구분	곡물 원재료				곡물 가공품			
	옥수수	소맥	대두/박/유	원당	전분/당	밀가루	유지류	설탕
CJ제일제당	645.7	180.5	329.3	497.1				
대상	156.4			75.0				
대한제분		162.2						
사조동아원	26.1	111.6	21.5					
삼양사	134.4	88.4		126.2				
팜스코	79.3	35.0	74.0					
농심						201.6		
삼양식품						33.6		

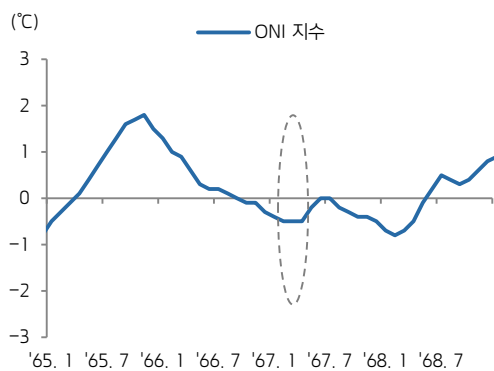
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치 추정

### 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℃ 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℃ 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

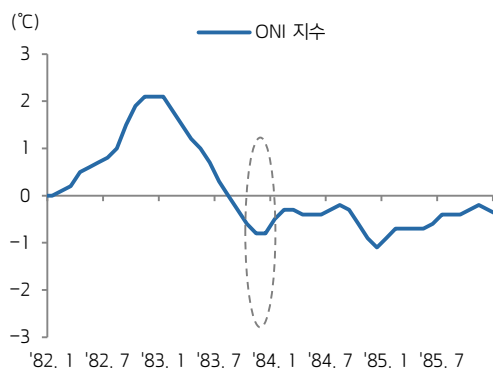
자료: 기상청, NOAA

ONI 지수 추이 1 (ONI -0.5도 이하: '67. 2~4)



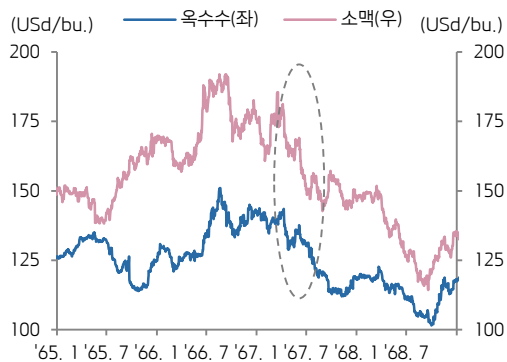
자료: NOAA

ONI 지수 추이 2 (ONI -0.5도 이하: '83. 10~84. 1)



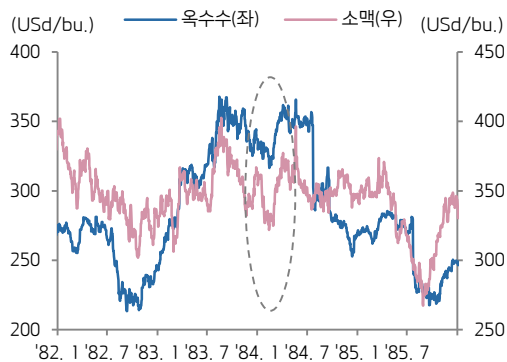
자료: NOAA

옥수수, 소맥 시세 추이 1



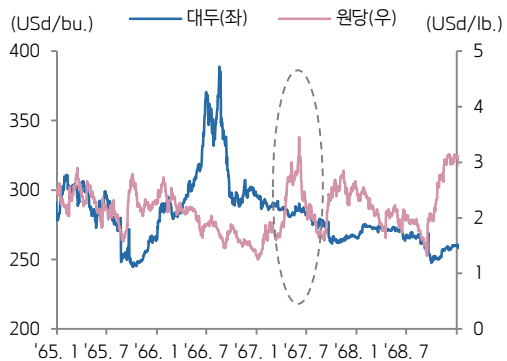
자료: Bloomberg

옥수수, 소맥 시세 추이 2



자료: Bloomberg

대두, 원당 시세 추이 1



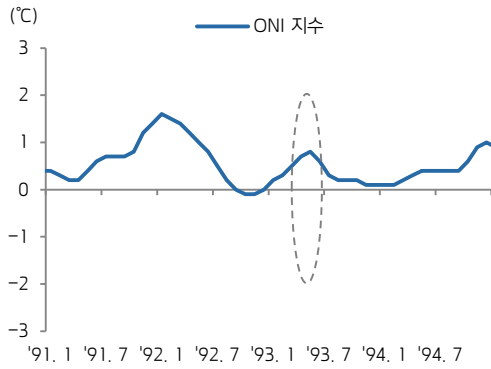
자료: Bloomberg

대두, 원당 시세 추이 2



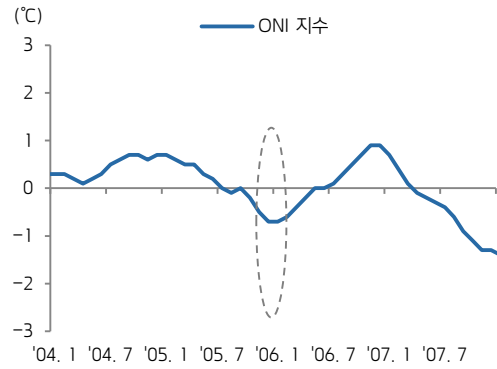
자료: Bloomberg

ONI 지수 추이 3 (ONI 0.5도 이상: '93. 3 ~ 6)



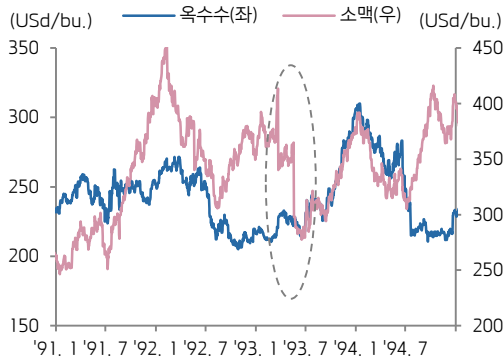
자료: NOAA

ONI 지수 추이 4 (ONI -0.5도 이하: '05. 11 ~ '06. 2)



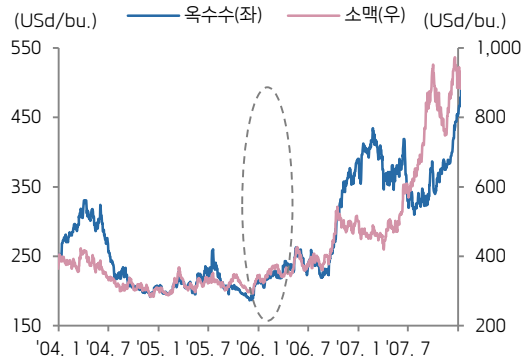
자료: NOAA

옥수수, 소맥 시세 추이 3



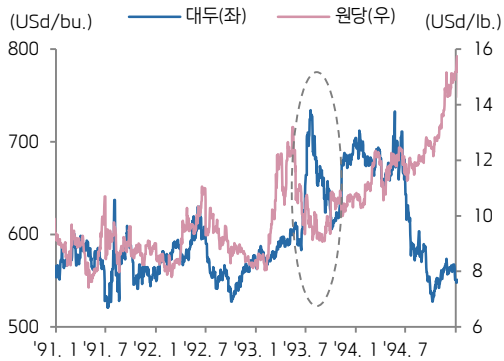
자료: Bloomberg

옥수수, 소맥 시세 추이 4



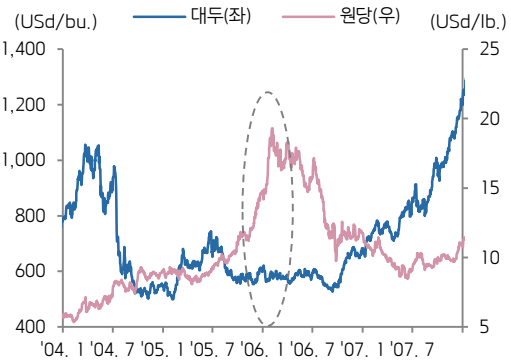
자료: Bloomberg

대두, 원당 시세 추이 3



자료: Bloomberg

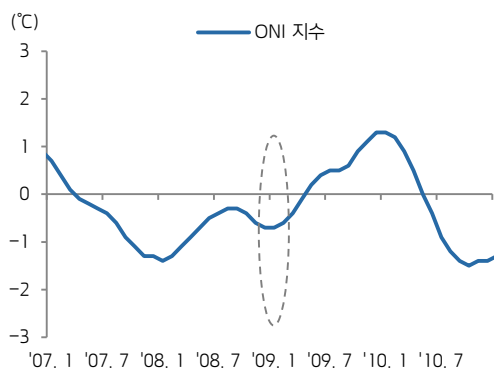
대두, 원당 시세 추이 4



자료: Bloomberg

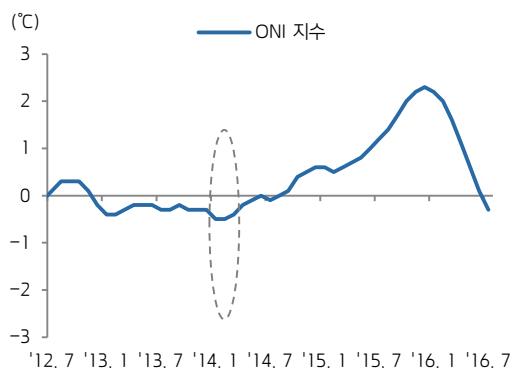


ONI 지수 추이 5 (ONI -0.5도 이하: '08. 11 ~ '09. 2)



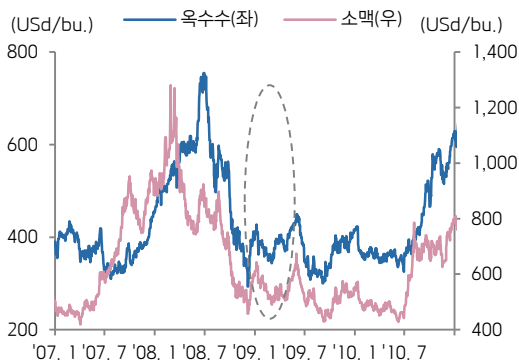
자료: NOAA

ONI 지수 추이 6 (ONI -0.5도 이하: '14. 1 ~ 2)



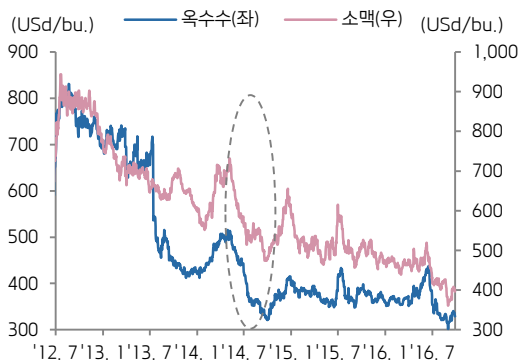
자료: NOAA

옥수수, 소맥 시세 추이 5



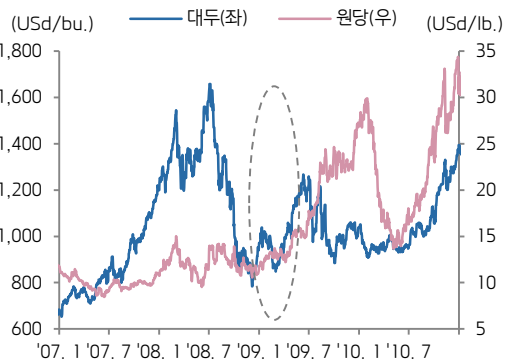
자료: Bloomberg

옥수수, 소맥 시세 추이 6



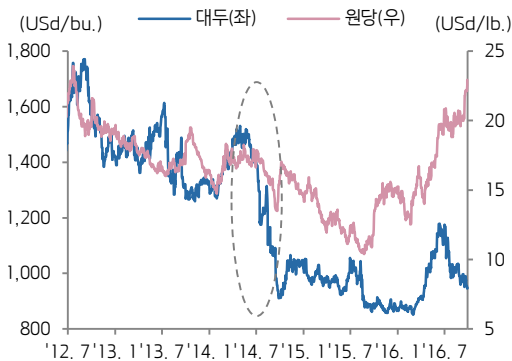
자료: Bloomberg

대두, 원당 시세 추이 5



자료: Bloomberg

대두, 원당 시세 추이 6



자료: Bloomberg

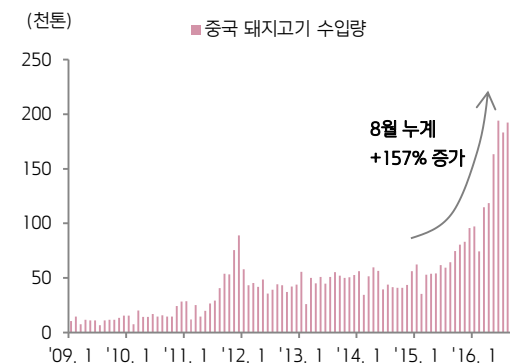
## 라이신 시장 회복에 무게

**전방산업 수요 회복에 따른 라이신의 시장 회복에 대한 기대감은 여전히 유효**하다(관련종목: CJ제일제당, 대상). 중국 국내 돈육 공급은 지난 3년 여간의 모돈 및 자돈 사육두수 감소로 공급 부족 상태에 놓이게 되었다. 그 결과, 미국과 유럽으로부터의 돼지고기 수입이 가파르게 증가하여, 올해 8월 누계 돈육 수입량이 전년대비 157% 증가한 상황이다. 동시에 중국 내수 돈육가격이 상승하고, 사료의 주요 원료인 옥수수 가격이 하향 조정되면서(YTD -27% 하락), 양돈 농가들의 수익성은 상승한 것으로 추산된다(중국 Hog to corn Ratio는 2006년 1월 이후 역대 최고치 기록 중). 따라서, **양돈 농가들의 돼지 사육두수 확대 유인이 늘어나고 있기 때문에**, 라이신을 비롯한 사료용 아미노산의 수요 회복에 긍정적이다.

또한, **중국 정부 입장에서 돈육 가격 안정화에 민감해지는 시점**이다. 중국은 1인당 연간 돼지고기 소비량이 40kg 수준으로, 소득 수준 대비 소비량이 높은 편이며, 생활 물가에서 차지하는 비중이 큰 것으로 알려져 있다. 다가올 춘절 이전의 성수기 시즌에 돈육 가격이 다시 한 번 강세를 보인다면, 양돈업자에 대한 정부 차원의 장려 정책이 나올 가능성도 고려해야 한다. 지난 3년간, 축산 농가 대형화 정책과 환경 오염 관련 규제가 모돈 수 감소에 큰 영향을 주었던 점을 감안한다면, 정책 스탠스 변화는 생각보다 큰 catalyst가 될 수 있다.

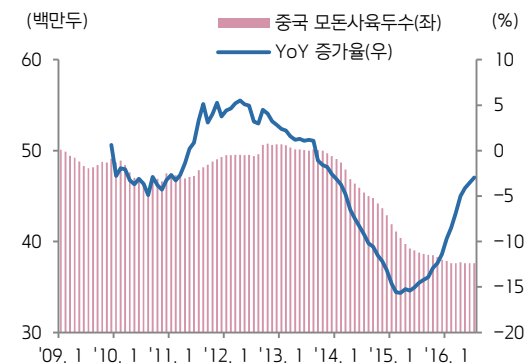
당사는, 현재 라이신 생산량 비중이 가장 높은 중국의 Spot 가격이, 이러한 수요 회복을 일정 부분 반영하고 있는 것으로 추산하고 있다. 주요 원재료인 중국 옥수수 가격의 하락세에도 불구하고(중국의 옥수수 수입량은 매우 미미하여, 대부분 국내 생산으로 조달), 중국 라이신 Spot 가격은 저점과 고점을 높여가며 오르는 흐름을 보이고 있기 때문이다. 따라서, **전방산업 수요 회복 구간에서 중국 라이신 Spot 가격 밴드가 올라갈 가능성**이 높으며, 라이신 외의 다른 사료용 아미노산과 중국 외의 글로벌 시장에도 긍정적으로 작용할 가능성이 높다.

중국 돼지고기 수입량 추이



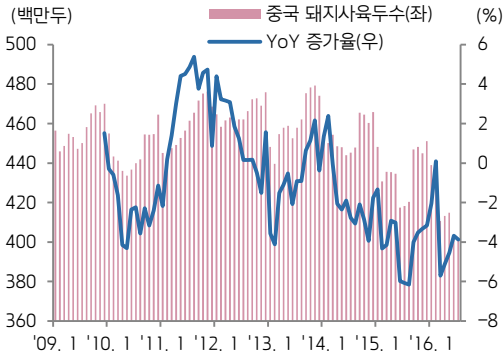
자료: Bloomberg

중국 모돈사육두수 추이



자료: CEIC

### 중국 돼지사육두수 추이



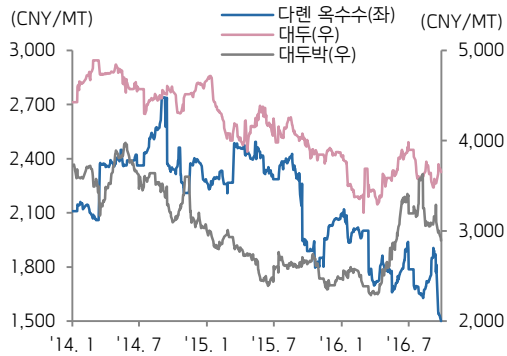
자료: CEIC

### 중국 돈육가격 추이



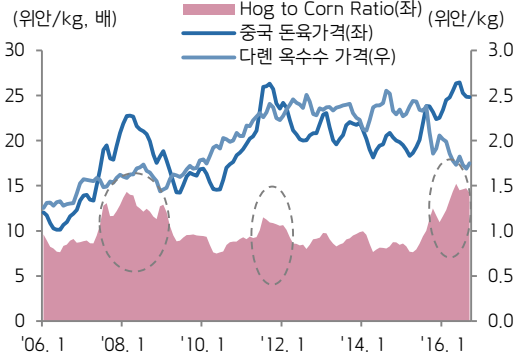
자료: Bloomberg

### 중국 곡물 선물시세 추이



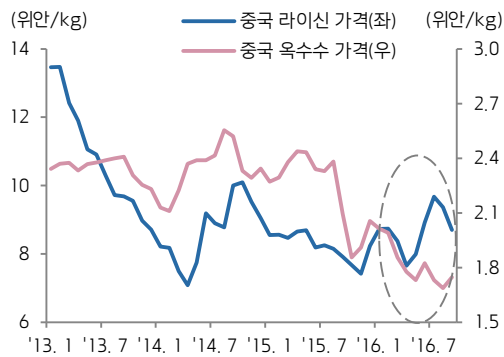
자료: Bloomberg

### 중국 Hog to corn ratio 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국 라이신 vs 옥수수 월별평균가격 추이



자료: Wind, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국 라이신 Spot 가격 추이



자료: Wind

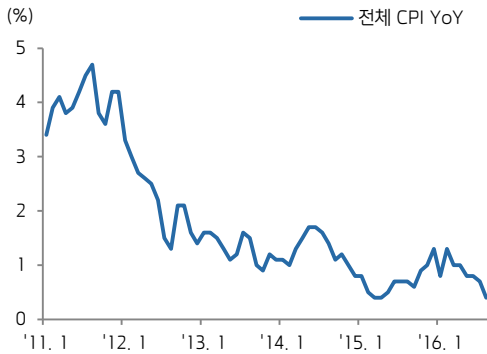


## 설탕과 탄산음료의 가격인상 가능성 높은 편

전체적인 소비자 물가 상승률의 둔화로 가격인상에 대한 장애물은 낮은 편으로 판단된다. 국제 원당 시세의 상승을 감안할 때, **설탕과 탄산음료의 가격 인상은 불가피 할 것으로** 판단된다(관련종목: CJ제일제당, 삼양사, 대한제당, 롯데칠성). 특히 롯데칠성의 경우, 지난 해 경쟁사의 탄산음료 가격 인상에도 불구하고, 주요 제품에 대한 판가 인상을 하지 않았었다. 전년대비 높은 수준의 유가 레벨까지 감안한다면, 원재료 가격 상승을 판가 상승으로 전가할 가능성이 높은 것으로 추산된다.

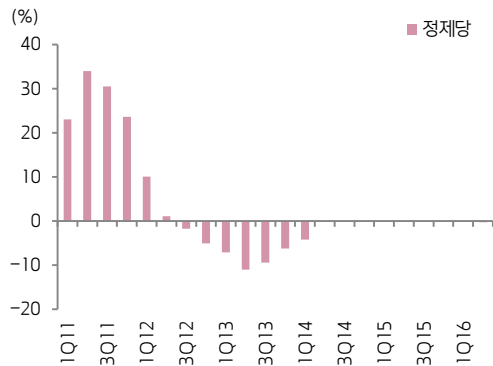
라면과 맥주의 가격인상 가능성은 계속해서 중요한 변수로 작용할 가능성이 높다(관련종목: 농심, 오뚜기, 하이트진로). 가격인상을 시행한지 오래 되었지만, 경쟁 관계 때문에 판가 인상이 지연된 부분이 크기 때문이다. 다만, **맥주 가격인상에 대해서는 당분간 보수적인 접근이 유효할 것으로** 판단된다. 1) 수입 맥주의 공세가 여전하고, 2) 롯데칠성의 신제품이 예상되기 때문이다. 반면, **라면 가격인상은 다소 가능성을 열어둘 필요**가 있다. 1) 프리미엄 신제품 성공을 통해 소비자들의 지불 용의 상향이 확인 되었고, 2) HMR과 같은 각종 대체재 대비 낮은 가격대를 유지하고 있으며, 3) 오뚜기의 사업 전략 변화에 따라, 판가가 인상될 가능성이 있기 때문이다.

소비자물가지수 YoY 증가율 추이



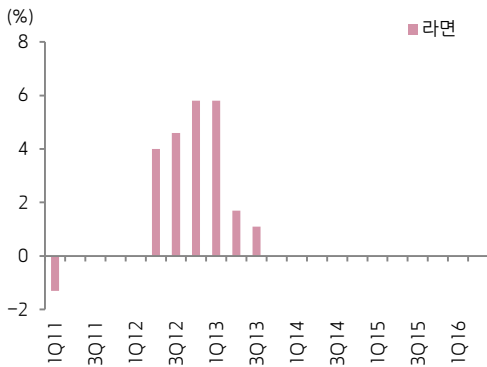
자료: 통계청

정제당 PPI 지수 YoY 증가율 추이



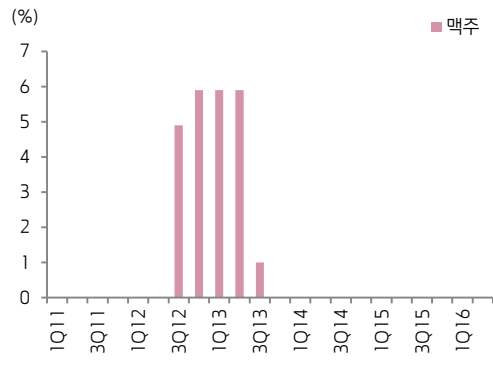
자료: 통계청

라면 PPI 지수 YoY 증가율 추이



자료: 통계청

맥주 PPI 지수 YoY 증가율 추이



자료: 통계청

### Ⅲ. 음식료 업종 투자전략

#### >>> 투자 매력도가 개선되는 시점

##### 컨센서스 하향의 마무리 국면

업종 이익결정변수는 회복되고 있지만, 단기적인 실적 모멘텀은 약한 편이다. 1) 원재료 투입단가 측면에서 어닝 모멘텀이 약하고, 2) 신제품 빅히트에 따른 역기저가 있기 때문이다. 따라서, 3Q16 실적 흐름은 여전히 대형 3사가 편만한 증익 흐름을 보일 것이고, 동원산업을 제외한 중소형 종목들은 대체로 고전하는 흐름이 예상되기 때문에, 단기적으로는 대형 3사 위주의 포트폴리오 전략이 여전히 유효할 것으로 판단된다.

하지만, 주가 측면에서는 4Q16부터 펀더멘털이 개선되는 흐름이 전개될 것으로 판단된다. 4Q16 원재료 투입단가 측면에서는 여전히 불확실하지만, 1) 신제품 역기저가 완화되기 시작하고, 2) 라니냐 우려가 해소될 가능성이 있으며, 3) 가격인상 가능성이 부각될 수 있기 때문이다. 따라서, 2017년 어닝에 대한 기대치가 상승할 가능성이 높다.

##### 사료용 아미노산 시장 회복 기대

중기적인 측면에서, 중국 사료 수요 회복에 따른 글로벌 사료용 아미노산 시장 회복 가능성이 높기 때문에 CJ제일제당과 대상에 대해 관심을 가져야 한다. CJ제일제당은 가공식품 부문에서 경쟁사 대비 압도적인 성과를 보이고 있고, 바이오 부문의 실적 모멘텀이 좋기 때문에, 업종 Top pick으로 제시한다. 또한, 미국 시장을 중심으로 글로벌 식품 매출을 확대해 나가는 점도 장기적으로 Re-rating 요소가 될 수 있다. 대상은 라인신 시장 회복과 전분당 Capa 확장을 통해, 소재 사업의 이익이 증가하는 점이 매력적이다. 그 동안 문제가 되었던 자회사 베스트코의 영업도 정상화 되고 있어서, 소재 사업의 성장성이 더욱 부각될 수 있을 것으로 기대한다.

##### 롯데그룹주 회복 가능성은?

롯데그룹 식품 계열사의 회복 가능성에도 관심을 가져야 할 시기로 판단된다(롯데제과, 롯데칠성, 롯데푸드). 본래, 롯데그룹 3사는 1) 그룹 지배구조 개선에 대한 기대, 2) 유통 사업과의 시너지, 3) 사업 다각화 등이 주요 투자포인트로 주목 받았었다. 하지만, 1) 호텔롯데 상장 연기, 2) 오너 일가에 대한 검찰 수사 확대, 3) 빙과, 맥주 매출의 부진 등으로 인해, 주가가 PBR 1배 언더로 조정 받은 상황이다. 그러나 현재 상황에서 회사들이 보유한 자산가치와 펀더멘털을 감안한다면, 롯데칠성에 대해 특히 주목할 필요가 있다. 롯데칠성은 1) 올해 말~내년 초에 주력 제품의 가격 인상 가능성이 있고, 2) Captive와 기존 제품의 외식 채널 유통망을 바탕으로 내년에 맥주 신제품을 런칭 할 가능성이 높다. 현재 동사의 맥주 시장 점유율은 3~4% 정도 수준이기 때문에, 기존에 보유한 유통망을 바탕으로 매출을 확대할 수 있는 여력이 클 것으로 판단된다.

## Peer Group Valuation

구분	단위	현재가	PER(배)		EV/EBITDA(배)		PBR(배)		ROE(%)		배당수익률(%)	
		9/29	'16E	'17E	'16E	'17E	'16E	'17E	'16E	'17E	'16E	'17E
KT&G	KRW	126,500	15.5	14.7	9.4	8.6	2.4	2.2	16.8	16.2	2.7	2.8
BAT	GBp	4,947	20.2	18.2	18.8	17.7	16.3	11.9	87.0	87.1	3.3	3.6
JT	JPY	4,125	17.7	17.4	12.1	12.0	3.0	2.8	16.9	16.9	3.1	3.4
PM	USD	98	21.8	19.9	15.4	14.2	N/A	N/A	N/A	N/A	4.2	4.4
오리온	KRW	824,000	26.6	21.9	11.7	10.9	3.2	2.8	12.8	13.9	0.7	0.8
롯데제과	KRW	180,000	26.0	23.1	10.9	9.9	0.9	0.9	3.6	4.0	0.6	0.6
WantWant	HKD	4.85	14.9	14.8	9.1	9.2	4.5	3.9	27.8	25.0	2.7	2.8
Calbee	JPY	3,830	27.2	23.8	11.8	10.8	3.8	3.4	15.0	15.4	1.1	1.3
Mondelez	USD	43.1	23.3	20.6	17.0	15.6	2.3	2.2	9.9	11.8	1.6	1.8
PepsiCo	USD	108	22.6	20.8	13.9	13.1	13.1	12.6	56.0	59.9	2.7	2.9
CJ 제일제당	KRW	367,500	15.1	13.8	8.6	7.8	1.5	1.4	9.8	10.8	0.7	0.8
Ajinomoto	JPY	2,284	23.3	20.2	10.1	9.4	2.1	2.0	9.2	10.1	1.3	1.5
Meihua	CNY	6.01	22.4	17.6	10.5	9.5	2.0	1.8	8.6	9.9	1.4	1.9
Evonik	EUR	30.0	15.7	13.5	6.3	5.6	1.9	1.8	11.3	12.7	3.8	4.0
농심	KRW	321,500	9.4	16.3	7.2	6.2	1.0	1.0	11.8	6.3	1.2	1.2
Nissin Food H	JPY	6,200	29.8	25.3	15.4	13.3	1.8	1.7	6.5	7.2	1.3	1.5
Toyo Suisan	JPY	4,370	21.6	21.3	9.4	9.0	1.7	1.6	7.8	7.9	1.4	1.5
Tingyi	HKD	9.03	37.6	27.7	9.7	8.8	16.9	16.0	5.7	7.4	0.2	0.2
UPCH	HKD	5.61	21.0	20.2	8.5	7.9	2.0	1.8	8.2	8.1	0.9	1.0
대상	KRW	29,500	11.8	11.0	6.6	5.9	1.2	1.1	10.3	10.6	1.4	1.4
동원 F&B	KRW	233,000	14.8	13.4	8.4	7.6	1.6	1.4	11.0	11.0	1.1	1.1
롯데푸드	KRW	714,000	15.4	13.6	7.4	6.6	1.0	1.0	6.9	7.3	0.7	0.7
오뚜기	KRW	755,000	20.5	21.0	13.7	12.3	2.5	2.3	12.8	11.3	0.7	0.7
풀무원	KRW	131,000	15.4	11.6	0.0	0.0	0.0	0.0	11.1	0.0	0.0	0.0
롯데칠성	KRW	1,609,000	24.1	22.2	9.5	9.1	0.9	0.9	3.8	4.0	0.5	0.5
무학	KRW	24,450	15.8	14.4	8.6	8.1	1.5	1.3	9.8	9.9	1.0	1.0
하이트진로	KRW	22,750	26.6	21.7	10.1	9.4	1.2	1.2	4.6	5.6	4.4	4.4
동서	KRW	29,700	20.1	20.5	49.6	44.5	2.5	2.3	12.8	11.7	2.0	2.0
남양유업	KRW	700,000	23.2	20.6	3.8	3.1	0.7	0.7	3.1	3.4	0.1	0.1
매일유업	KRW	35,400	13.9	11.4	6.8	5.9	1.2	1.1	9.1	10.1	0.4	0.4
빙그레	KRW	60,900	22.9	17.2	6.5	5.1	1.1	1.0	5.0	6.4	2.1	2.1
크라운제과	KRW	30,450	14.6	11.9	8.6	7.9	1.9	1.9	12.7	16.0	0.7	0.7
CJ 프레스웨이	KRW	43,500	33.3	22.1	13.5	11.2	2.5	2.3	7.6	10.7	0.5	0.5
동원산업	KRW	304,500	13.0	11.3	7.0	6.4	1.3	1.2	10.5	10.9	0.8	0.9

자료: Fn Guide, Bloomberg

주: 1) 국내 기업은 Fn Guide 컨센서스, 해외 기업은 Bloomberg 컨센서스 참조





## 기업분석

KT&G  
(033780)

BUY(Maintain)/목표주가 144,000원  
고배당의 매력이 부각되는 시기

CJ제일제당  
(097950)

BUY(Maintain)/목표주가 550,000원  
회복이 시작되는 시점

오리온  
(001800)

BUY(Maintain)/목표주가 1,060,000원  
우려가 서서히 완화되는 국면

대상  
(001680)

BUY(Maintain)/목표주가 40,000원  
핵심 역량이 주목 받을 시기

롯데칠성  
(005300)

BUY(Maintain)/목표주가 2,400,000원  
좋아질 것이 많다



KT&amp;G (033780)



BUY(Maintain)

주가(9/30) 125,000원

목표주가 144,000원

연말로 갈수록 고배당주의 매력이 확대되는 가운데, KT&G의 중장기 성장성은 여전히 유효한 것으로 판단된다. 홍삼은 올해 내내 호실적을 보여줄 것으로 예상되고, 담배 수출은 초슬림 담배를 중심으로 지역 다각화가 예상된다. 지난 해 높은 기고에도 불구하고, 올해 증익이 가능할 것으로 판단되기 때문에, 기말배당금 상향 가능성도 여전히 유효하다.

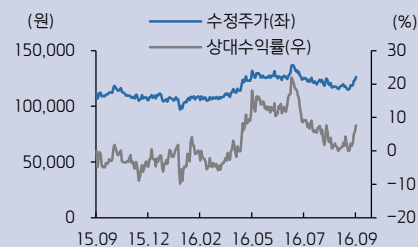
## Stock Data

KOSPI (9/30)	2,043.63pt	
시가총액	171,616억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	137,000원	97,000원
최고/최저가 대비 등락	-7.66%	30.41%
주가수익률	절대	상대
	1M	7.2% 5.3%
	6M	15.0% 10.9%
	1Y	19.9% 12.6%

## Company Data

발행주식수	137,292천주	
일평균 거래량(3M)	321천주	
외국인 지분율	55.49%	
배당수익률(16.E)	2.69%	
BPS (16.E)	50,003원	
주요 주주	국민연금공단	9.4%
	중소기업은행	7.5%

## Price Trend



## 고배당의 매력이 부각되는 시기

## &gt;&gt;&gt; 3분기도 순항 중

KT&G는 1) 내수 담배의 회복, 2) 홍삼의 고성장으로 3Q16 매출액과 영업이익은 전년동기 대비 각각 5%, 9% 성장할 전망이다. 내수 담배는 왜곡되었던 총 수요의 회복과 면세 채널 가격 인상 효과가 유효하고, 홍삼 매출은 상반기 수준의 성장률이 가능할 전망이다. 상반기에 고성장 했던 담배 수출 물량이 다소 정체이지만, 가격 인상과 제품 믹스 개선 효과는 3분기에도 지속될 것으로 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 성장성을 보유한 고배당주

동사는 업종 내 대표적인 고배당주로서, 담배 수출과 홍삼에서 성장성을 보여주고 있다. 3분기 담배 수출은 일시적인 물량 정체가 예상 되지만, 1) 초슬림 담배의 확대와 2) 규제가 약한 개도국 시장의 개척을 통해, 중장기적인 외형 확대가 가능할 것으로 판단된다. 또한, 홍삼은 1) 기능성 다양화, 2) 편의성 증진, 3) 자가 수요 확대 등을 통해 하반기에도 상반기와 같은 성장 추세가 유지될 것으로 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 투자 의견 BUY, 목표주가 14.4만원 유지

KT&G에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 144,000원을 제시한다. 동사는 지난 해 재고평가이익에도 불구하고, 1) 내수 담배 회복, 2) 수출 담배와 홍삼 고성장을 통해, 올해도 증익이 예상된다. 증익으로 인한 연말 배당금 상향 가능성이 있는 가운데, 글로벌 성장성을 보유하고 있어, 점진적인 밸류에이션 상향이 가능할 전망이다.

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	41,129	41,698	43,868	45,811	48,085
보고영업이익(억원)	11,719	13,659	14,438	15,262	16,196
핵심영업이익(억원)	11,719	13,659	14,438	15,262	16,196
EBITDA(억원)	13,339	15,278	15,966	16,824	17,847
세전이익(억원)	11,579	14,144	14,745	15,328	16,265
순이익(억원)	8,138	10,322	10,807	11,189	11,873
지배주주지분순이익(억원)	8,256	10,357	10,797	11,189	11,873
EPS(원)	6,013	7,544	7,864	8,150	8,648
증감율(%YoY)	44.7	25.4	4.2	3.6	6.1
PER(배)	12.7	13.9	16.1	15.5	14.6
PBR(배)	1.9	2.3	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA(배)	7.1	8.5	9.8	9.0	8.2
보고영업이익률(%)	28.5	32.8	32.9	33.3	33.7
핵심영업이익률(%)	28.5	32.8	32.9	33.3	33.7
ROE(%)	14.7	17.2	16.4	15.4	14.9
순부채비율(%)	-14.3	-21.8	-25.1	-28.5	-31.7

KT&G 연결기준 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
<b>매출액</b>	<b>1,137</b>	<b>1,032</b>	<b>1,134</b>	<b>867</b>	<b>1,091</b>	<b>1,088</b>	<b>1,187</b>	<b>1,020</b>	<b>4,170</b>	<b>4,387</b>	<b>4,581</b>
(YoY)	18.0%	4.0%	2.5%	-17.5%	-4.0%	5.4%	4.7%	17.7%	1.4%	5.2%	4.4%
<b>KT&amp;G</b>	<b>770</b>	<b>676</b>	<b>703</b>	<b>673</b>	<b>701</b>	<b>746</b>	<b>743</b>	<b>703</b>	<b>2,822</b>	<b>2,892</b>	<b>2,968</b>
(YoY)	22.0%	0.7%	-2.7%	-6.3%	-8.9%	10.2%	5.7%	4.4%	2.9%	2.5%	2.6%
<b>담배</b>	<b>705</b>	<b>630</b>	<b>664</b>	<b>608</b>	<b>656</b>	<b>661</b>	<b>703</b>	<b>658</b>	<b>2,608</b>	<b>2,679</b>	<b>2,755</b>
(YoY)	22.2%	3.9%	-0.9%	-5.9%	-6.9%	4.9%	6.0%	8.1%	4.3%	2.7%	2.8%
<b>내수</b>	<b>569</b>	<b>449</b>	<b>475</b>	<b>433</b>	<b>424</b>	<b>468</b>	<b>508</b>	<b>468</b>	<b>1,927</b>	<b>1,868</b>	<b>1,877</b>
(YoY)	33.1%	-8.1%	-11.1%	-16.0%	-25.5%	4.3%	6.8%	8.1%	-2.1%	-3.0%	0.5%
총 시장(백만본)	12,606	18,090	20,349	18,511	17,696	19,405	20,960	19,251	69,557	77,313	75,767
(YoY)	-35.1%	-19.2%	-17.1%	-19.8%	40.4%	7.3%	3.0%	4.0%	-22.2%	11.2%	-2.0%
MS	56.6%	58.5%	59.2%	58.8%	59.5%	59.3%	59.4%	59.5%	58.4%	59.4%	59.7%
(YoY, %pt)	-6.0%	-3.5%	-2.5%	-4.1%	3.0%	0.8%	0.2%	0.6%	-3.9%	1.0%	0.3%
판매량(백만본)	7,129	10,576	12,043	10,890	10,537	11,501	12,443	11,448	40,638	45,928	45,237
(YoY)	-41.4%	-23.8%	-20.5%	-25.1%	47.8%	8.7%	3.3%	5.1%	-27.1%	13.0%	-1.5%
ASP(원/갑)	1,597	848	789	796	805	814	816	818	948	813	830
(YoY)	126.9%	20.5%	11.8%	12.0%	-49.6%	-4.1%	3.4%	2.8%	34.3%	-14.2%	2.0%
<b>수출</b>	<b>136</b>	<b>182</b>	<b>188</b>	<b>175</b>	<b>232</b>	<b>194</b>	<b>196</b>	<b>189</b>	<b>681</b>	<b>811</b>	<b>879</b>
(YoY)	-8.9%	53.2%	39.7%	34.2%	70.8%	6.6%	4.0%	8.1%	27.8%	19.1%	8.3%
판매량(백만본)	9,140	10,941	10,102	9,471	11,711	10,435	10,203	10,039	39,654	42,388	45,356
(YoY)	-6.1%	43.8%	17.0%	-6.3%	28.1%	-4.6%	1.0%	6.0%	9.9%	6.9%	7.0%
ASP(달러/갑)	0.27	0.30	0.32	0.32	0.33	0.32	0.34	0.34	0.30	0.33	0.34
(YoY)	-5.7%	0.0%	4.9%	34.5%	22.1%	5.5%	7.0%	5.0%	8.2%	9.2%	4.0%
평균환율(원/달러)	1,100	1,098	1,168	1,158	1,201	1,163	1,124	1,124	1,132	1,155	1,124
(YoY)	2.9%	6.5%	13.8%	6.5%	9.2%	6.0%	-3.7%	-2.9%	7.5%	2.0%	-2.7%
기타	65	46	39	64	45	84	39	45	214	213	213
(YoY)	19.2%	-28.8%	-25.8%	-9.5%	-30.4%	83.2%	0.0%	-30.1%	-11.8%	-0.4%	0.0%
<b>KGC</b>	<b>239</b>	<b>215</b>	<b>283</b>	<b>181</b>	<b>296</b>	<b>254</b>	<b>333</b>	<b>221</b>	<b>918</b>	<b>1,103</b>	<b>1,210</b>
(YoY)	15.7%	14.4%	16.7%	2.9%	23.7%	18.0%	17.5%	22.1%	12.9%	20.1%	9.8%
<b>기타</b>	<b>128</b>	<b>141</b>	<b>148</b>	<b>13</b>	<b>94</b>	<b>89</b>	<b>112</b>	<b>97</b>	<b>430</b>	<b>392</b>	<b>403</b>
(YoY)	1.8%	5.8%	4.9%	-91.7%	-26.3%	-36.8%	-24.6%	638.9%	-22.8%	-8.9%	2.7%
<b>매출총이익</b>	<b>727</b>	<b>582</b>	<b>658</b>	<b>573</b>	<b>667</b>	<b>651</b>	<b>709</b>	<b>612</b>	<b>2,539</b>	<b>2,639</b>	<b>2,771</b>
(GPM)	63.9%	56.4%	58.0%	66.1%	61.1%	59.8%	59.7%	59.9%	60.9%	60.2%	60.5%
<b>판매비</b>	<b>304</b>	<b>273</b>	<b>287</b>	<b>309</b>	<b>274</b>	<b>297</b>	<b>307</b>	<b>317</b>	<b>1,173</b>	<b>1,195</b>	<b>1,245</b>
(판매비율)	26.7%	26.5%	25.3%	35.6%	25.1%	27.3%	25.8%	31.1%	28.1%	27.2%	27.2%
<b>영업이익</b>	<b>423</b>	<b>309</b>	<b>371</b>	<b>264</b>	<b>393</b>	<b>354</b>	<b>403</b>	<b>295</b>	<b>1,366</b>	<b>1,444</b>	<b>1,526</b>
(YoY)	62.4%	7.9%	9.6%	-8.1%	-7.0%	14.5%	8.6%	11.6%	16.6%	5.7%	5.7%
(OPM)	37.2%	29.9%	32.7%	30.4%	36.0%	32.5%	33.9%	28.9%	32.8%	32.9%	33.3%
<b>KT&amp;G</b>	<b>380</b>	<b>271</b>	<b>316</b>	<b>270</b>	<b>327</b>	<b>331</b>	<b>333</b>	<b>288</b>	<b>1,237</b>	<b>1,279</b>	<b>1,327</b>
(OPM)	49.4%	40.0%	45.0%	40.2%	46.7%	44.4%	44.8%	41.0%	43.9%	44.2%	44.7%
<b>KGC</b>	<b>48</b>	<b>31</b>	<b>53</b>	<b>1</b>	<b>69</b>	<b>35</b>	<b>68</b>	<b>13</b>	<b>133</b>	<b>186</b>	<b>218</b>
(OPM)	20.2%	14.6%	18.7%	0.5%	23.3%	13.8%	20.6%	6.1%	14.5%	16.9%	18.0%
<b>기타</b>	<b>-6</b>	<b>7</b>	<b>1</b>	<b>-7</b>	<b>-3</b>	<b>-12</b>	<b>1</b>	<b>-7</b>	<b>-5</b>	<b>-21</b>	<b>-19</b>
(OPM)	-4.4%	4.9%	0.8%	-55.8%	-3.5%	-13.4%	1.1%	-6.9%	-1.1%	-5.3%	-4.8%
<b>세전이익</b>	<b>419</b>	<b>354</b>	<b>420</b>	<b>220</b>	<b>393</b>	<b>383</b>	<b>400</b>	<b>299</b>	<b>1,414</b>	<b>1,475</b>	<b>1,533</b>
<b>당기순이익</b>	<b>309</b>	<b>261</b>	<b>301</b>	<b>162</b>	<b>285</b>	<b>286</b>	<b>292</b>	<b>219</b>	<b>1,032</b>	<b>1,081</b>	<b>1,119</b>
<b>자배주순이익</b>	<b>309</b>	<b>268</b>	<b>303</b>	<b>163</b>	<b>284</b>	<b>285</b>	<b>292</b>	<b>219</b>	<b>1,036</b>	<b>1,080</b>	<b>1,119</b>
(YoY)	60.8%	43.7%	12.4%	-8.2%	-7.9%	6.2%	-3.7%	34.3%	25.4%	4.2%	3.6%

자료: KT&G, 키움증권 리서치



## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	41,129	41,698	43,868	45,811	48,085
매출원가	18,408	16,306	17,480	18,099	18,917
매출총이익	22,720	25,392	26,387	27,712	29,169
판매비및일반관리비	11,002	11,733	11,949	12,450	12,972
영업이익(보고)	11,719	13,659	14,438	15,262	16,196
영업이익(핵심)	11,719	13,659	14,438	15,262	16,196
영업외손익	-140	485	307	66	68
이자수익	382	351	451	471	495
배당금수익	168	121	120	120	120
외환이익	631	854	640	480	456
이자비용	109	95	71	71	71
외환손실	469	481	361	271	257
관계기업지분법손익	32	151	23	23	23
투자및기타자산처분손익	40	371	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	119	0	0	0
기타	-815	-906	-496	-687	-697
법인세차감전이익	11,579	14,144	14,745	15,328	16,265
법인세비용	3,441	3,822	3,938	4,139	4,391
유효법인세율 (%)	29.7%	27.0%	26.7%	27.0%	27.0%
당기순이익	8,138	10,322	10,807	11,189	11,873
지배주주지분손이익(억원)	8,256	10,357	10,797	11,189	11,873
EBITDA	13,339	15,278	15,966	16,824	17,847
현금순이익(Cash Earnings)	9,758	11,941	12,335	12,751	13,524
수정당기순이익	8,110	9,965	10,807	11,189	11,873
증감률(% YoY)					
매출액	7.6	1.4	5.2	4.4	5.0
영업이익(보고)	15.6	16.6	5.7	5.7	6.1
영업이익(핵심)	15.6	16.6	5.7	5.7	6.1
EBITDA	12.0	14.5	4.5	5.4	6.1
지배주주지분 당기순이익	44.7	25.4	4.2	3.6	6.1
EPS	44.7	25.4	4.2	3.6	6.1
수정순이익	45.4	22.9	8.5	3.5	6.1

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	7,652	12,592	10,971	11,515	12,102
당기순이익	8,138	10,322	10,807	11,189	11,873
감가상각비	1,494	1,511	1,432	1,476	1,574
무형자산상각비	126	108	96	86	77
외환손익	-156	-193	-280	-210	-199
자산처분손익	132	139	0	0	0
지분법손익	0	0	-23	-23	-23
영업활동자산부채 증감	-3,158	128	-1,220	-1,093	-1,279
기타	1,076	577	159	90	79
투자활동현금흐름	-3,429	-7,476	-3,773	-3,727	-3,946
투자자산의 처분	-90	-5,281	-1,028	-921	-1,078
유형자산의 처분	115	103	0	0	0
유형자산의 취득	-3,304	-2,102	-2,700	-2,754	-2,809
무형자산의 처분	-19	-32	0	0	0
기타	-131	-164	-45	-51	-59
재무활동현금흐름	-3,538	-3,810	-5,080	-3,952	-4,044
단기차입금의 증가	0	0	-1,000	0	0
장기차입금의 증가	508	560	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-4,029	-4,281	-4,281	-4,281	-4,532
기타	-17	-89	201	329	489
현금및현금성자산의순증가	685	1,298	2,118	3,837	4,113
기초현금및현금성자산	3,479	4,164	5,462	7,580	11,417
기말현금및현금성자산	4,164	5,462	7,580	11,417	15,530
Gross Cash Flow	10,810	12,464	12,191	12,608	13,381
Op Free Cash Flow	3,376	9,581	8,190	8,856	9,386

## 재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	44,086	55,709	60,440	66,620	73,473
현금및현금성자산	4,164	5,462	7,580	11,417	15,530
유동금융자산	6,779	11,552	12,153	12,691	13,321
매출채권및유동채권	13,314	17,437	18,344	19,156	20,107
재고자산	19,825	21,191	22,294	23,281	24,437
기타유동비금융자산	4	67	70	74	77
비유동자산	30,101	31,025	32,885	34,718	36,600
장기매출채권및기타비유동채권	1,953	1,373	1,445	1,509	1,584
투자자산	8,777	10,373	10,944	11,469	12,060
유형자산	17,534	17,898	19,166	20,444	21,679
무형자산	1,549	1,054	958	872	795
기타비유동자산	287	327	372	424	482
자산총계	74,187	86,734	93,325	101,338	110,073
유동부채	11,246	18,717	18,569	19,332	20,225
매입채무및기타유동채무	8,007	14,128	14,863	15,522	16,292
단기차입금	1,419	2,064	1,064	1,064	1,064
유동성장기차입금	12	277	277	277	277
기타유동부채	1,808	2,248	2,365	2,470	2,593
비유동부채	5,860	5,262	5,475	5,815	6,317
장기매입채무및비유동채무	468	240	253	264	277
사채및장기차입금	431	303	303	303	303
기타비유동부채	4,961	4,718	4,919	5,248	5,737
부채총계	17,106	23,979	24,044	25,148	26,542
자본금	9,550	9,550	9,550	9,550	9,550
주식발행초과금	0	0	0	0	0
이익잉여금	46,223	52,318	58,880	65,827	73,204
기타자본	534	222	222	222	222
지배주주지분자본총계	56,306	62,089	68,651	75,599	82,975
비지배주주지분자본총계	775	666	630	591	556
자본총계	57,081	62,755	69,281	76,190	83,531
순차입금	-8,134	-13,651	-17,370	-21,746	-26,489
총차입금	2,809	3,363	2,363	2,363	2,363

## 투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	6,013	7,544	7,864	8,150	8,648
BPS	41,012	45,224	50,003	55,064	60,437
주당EBITDA	9,716	11,128	11,630	12,254	13,000
CFPS	7,108	8,697	8,984	9,287	9,851
DPS	3,400	3,400	3,400	3,600	3,600
주가배수(배)					
PER	12.7	13.9	16.1	15.5	14.6
PBR	1.9	2.3	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	7.1	8.5	9.8	9.0	8.2
PCFR	10.7	12.0	14.1	13.6	12.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	28.5	32.8	32.9	33.3	33.7
영업이익률(핵심)	28.5	32.8	32.9	33.3	33.7
EBITDA margin	32.4	36.6	36.4	36.7	37.1
순이익률	19.8	24.8	24.6	24.4	24.7
자기자본이익률(ROE)	14.7	17.2	16.4	15.4	14.9
투자자본이익률(ROIC)	19.7	23.2	24.4	24.3	24.6
안정성(%)					
부채비율	30.0	38.2	34.7	33.0	31.8
순차입금비율	-14.3	-21.8	-25.1	-28.5	-31.7
이자보상배율(배)	107.0	144.1	203.7	215.3	228.5
활동성(배)					
매출채권회전율	3.2	2.7	2.5	2.4	2.4
재고자산회전율	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0
매입채무회전율	4.8	3.8	3.0	3.0	3.0

CJ제일제당 (097950)



## BUY(Maintain)

주가(9/30) 363,000원

목표주가 550,000원

상반기 실적은 전년과 유사하였으나, 하반기부터는 회복이 시작될 것으로 판단된다. 가공식품의 고성장이 지속되는 가운데, 라이신 판가가 회복 국면에 진입하였기 때문이다. 중기적으로 미국 Wal-mart 입점, 중국 모든 수 회복, 바이오 포트폴리오 다변화 효과에 주목하여야 한다. 투자 의견 BUY, 목표주가 55만원을 유지한다.

## Stock Data

KOSPI (9/30)		2,043.63pt	
시가총액		50,167억원	
52주 주가동향		최고가	최저가
		422,500원	334,000원
최고/최저가 대비 등락		-13.02%	10.03%
주가수익률		절대	상대
1M		-5.2%	-6.8%
6M		4.3%	0.5%
1Y		-1.1%	-7.1%

## Company Data

발행주식수	14,489천주
일평균 거래량(3M)	39천주
외국인 지분율	25.95%
배당수익률(16.E)	0.68%
BPS (16.E)	237,750원
주요 주주	CJ 외 6인 34.3%
	국민연금공단 13.1%

## Price Trend



## 회복이 시작되는 시점

## &gt;&gt;&gt; 하반기부터 증익 기조 전환

CJ제일제당은 1) 국내외 가공식품 고성장, 2) 라이신 수익성 회복에 힘입어 하반기부터는 증익 전환할 것으로 판단되며, 3분기 대한통운 제외 매출액과 영업이익은 전년 동기 대비 각각 9%, 12% 성장할 것으로 판단된다. 특히, 선물세트 매출 성장률이 경쟁사 대비 아웃퍼폼하고 있고, 주요 제품의 MS가 꾸준히 확장되고 있으며, HMR 신제품의 초기 반응 호조로 Capa 확장 가능성이 있다는 점이 긍정적이다.

## &gt;&gt;&gt; 글로벌 성장 가속화

실적 모멘텀 측면에서 라이신 시황 개선이 긍정적인 가운데, 중기적으로 글로벌 성장이 가속화되는 점이 매력적이다. 미국 가공식품 시장에서 “비비고 만두”가 9월부터 Wal-mart에 입점하기 시작하였고, 바이오 부문은 메치오닌 판매량 확대, 기능성 아미노산으로의 다변화가 매력적이다. 따라서, 성장성과 안정성 측면에서 구조적인 개선이 예상된다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 BUY, 목표주가 55만원 유지

CJ제일제당에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 55만원을 유지한다. 중국 돈육 시황 회복이 라이신 시황에 긍정적으로 작용할 것으로 판단되며, 가공식품의 성장성이 올라갈 가능성도 매력적이다. 업종 Top pick으로 제시한다.

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	117,018	129,245	147,048	161,874	176,807
보고영업이익(억원)	5,799	7,514	8,651	10,226	11,768
핵심영업이익(억원)	5,799	7,514	8,651	10,226	11,768
EBITDA(억원)	10,275	12,350	13,955	15,791	17,579
세전이익(억원)	2,430	3,648	6,336	7,630	9,208
순이익(억원)	1,379	2,537	4,393	5,591	6,747
자배주주지분순이익(억원)	920	1,893	3,215	4,256	5,339
EPS(원)	7,014	14,393	22,194	29,379	36,859
증감율(%YoY)	-21.3	105.2	54.2	32.4	25.5
PER(배)	43.7	26.2	16.6	12.5	10.0
PBR(배)	1.5	1.7	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	11.4	9.8	8.4	7.1	6.0
보고영업이익률(%)	5.0	5.8	5.9	6.3	6.7
핵심영업이익률(%)	5.0	5.8	5.9	6.3	6.7
ROE(%)	2.8	4.9	7.9	9.2	10.2
순부채비율(%)	107.2	92.9	82.0	71.4	58.3

C제일제당 연결기준 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	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>3,610</b>	<b>3,793</b>	<b>3,768</b>	<b>12,924</b>	<b>14,705</b>	<b>16,187</b>
(YoY)	10.6%	11.9%	13.2%	6.3%	13.3%	14.0%	12.7%	15.1%	10.4%	13.8%	10.1%
식품	1,049	993	1,152	957	1,160	1,103	1,247	1,063	4,150	4,573	4,932
(YoY)	8.7%	6.6%	11.1%	5.5%	10.6%	11.1%	8.3%	11.1%	8.1%	10.2%	7.9%
소재	466	446	465	405	478	473	477	420	1,782	1,847	1,894
(YoY)	4.0%	-3.2%	5.5%	3.2%	2.5%	6.1%	2.5%	3.5%	2.3%	3.6%	2.5%
가공	583	548	686	552	682	630	770	643	2,368	2,725	3,038
(YoY)	12.8%	16.1%	15.3%	7.3%	17.1%	15.1%	12.2%	16.6%	12.9%	15.1%	11.5%
바이오	402	434	465	440	428	456	465	476	1,740	1,826	1,927
(YoY)	14.9%	26.1%	31.1%	2.1%	6.6%	5.1%	0.2%	8.3%	17.7%	5.0%	5.6%
헬스케어	106	113	111	126	118	126	124	140	457	507	550
(YoY)	-1.5%	9.7%	4.0%	12.5%	11.1%	11.1%	11.0%	11.0%	6.2%	11.1%	8.5%
생물자원	443	427	450	486	489	521	526	568	1,805	2,105	2,421
(YoY)	16.0%	11.9%	12.1%	7.2%	10.4%	22.1%	17.0%	17.0%	11.6%	16.6%	15.0%
물류	1,181	1,267	1,270	1,338	1,445	1,514	1,512	1,594	5,056	6,065	6,728
(YoY)	9.7%	13.2%	12.0%	8.7%	22.3%	19.5%	19.1%	19.1%	10.9%	20.0%	10.9%
<b>대통제의 기준</b>	<b>1,999</b>	<b>1,967</b>	<b>2,177</b>	<b>2,009</b>	<b>2,195</b>	<b>2,206</b>	<b>2,362</b>	<b>2,248</b>	<b>8,152</b>	<b>9,011</b>	<b>9,830</b>
(YoY)	10.9%	11.7%	14.6%	5.5%	9.8%	12.2%	8.5%	11.9%	10.7%	10.5%	9.1%
<b>매출총이익</b>	<b>715</b>	<b>701</b>	<b>772</b>	<b>698</b>	<b>827</b>	<b>804</b>	<b>864</b>	<b>781</b>	<b>2,886</b>	<b>3,275</b>	<b>3,627</b>
(GPM)	22.9%	22.2%	22.9%	21.3%	23.4%	22.3%	22.8%	20.7%	22.3%	22.3%	22.4%
<b>대통제의 기준</b>	<b>589</b>	<b>570</b>	<b>634</b>	<b>554</b>	<b>669</b>	<b>632</b>	<b>693</b>	<b>602</b>	<b>2,347</b>	<b>2,597</b>	<b>2,847</b>
(GPM)	29.5%	29.0%	29.1%	27.6%	30.5%	28.7%	29.3%	26.8%	28.8%	28.8%	29.0%
<b>판매비</b>	<b>489</b>	<b>510</b>	<b>550</b>	<b>586</b>	<b>594</b>	<b>593</b>	<b>609</b>	<b>615</b>	<b>2,135</b>	<b>2,410</b>	<b>2,605</b>
(판매비율)	15.7%	16.1%	16.3%	17.9%	16.8%	16.4%	16.0%	16.3%	16.5%	16.4%	16.1%
<b>대통제의 기준</b>	<b>406</b>	<b>417</b>	<b>457</b>	<b>479</b>	<b>486</b>	<b>480</b>	<b>494</b>	<b>498</b>	<b>1,760</b>	<b>1,959</b>	<b>2,089</b>
(판매비율)	20.3%	21.2%	21.0%	23.9%	22.2%	21.8%	20.9%	22.2%	21.6%	21.7%	21.2%
<b>영업이익</b>	<b>225</b>	<b>192</b>	<b>222</b>	<b>112</b>	<b>233</b>	<b>211</b>	<b>256</b>	<b>166</b>	<b>751</b>	<b>865</b>	<b>1,023</b>
(YoY)	92.0%	55.4%	33.0%	-35.0%	3.3%	9.8%	14.9%	48.5%	29.6%	15.1%	18.2%
(OPM)	7.2%	6.1%	6.6%	3.4%	6.6%	5.8%	6.7%	4.4%	5.8%	5.9%	6.3%
식품	111	79	132	26	118	84	134	35	349	372	403
(OPM)	10.6%	8.0%	11.5%	2.8%	10.2%	7.6%	10.7%	3.3%	8.4%	8.1%	8.2%
바이오	50	48	23	17	31	30	35	41	139	138	193
(OPM)	12.5%	11.0%	5.0%	4.0%	7.3%	6.5%	7.5%	8.7%	8.0%	7.5%	10.0%
헬스케어	12	13	11	17	18	17	14	18	52	67	80
(OPM)	11.4%	11.1%	9.9%	13.2%	15.6%	13.6%	11.0%	12.7%	11.5%	13.2%	14.6%
생물자원	9	13	11	14	15	21	16	9	47	61	82
(OPM)	2.1%	3.1%	2.4%	2.8%	3.1%	4.0%	3.1%	1.7%	2.6%	2.9%	3.4%
물류	48	45	52	43	53	60	63	67	187	243	280
(OPM)	4.0%	3.5%	4.1%	3.2%	3.7%	3.9%	4.2%	4.2%	3.7%	4.0%	4.2%
<b>대통제의 기준</b>	<b>183</b>	<b>153</b>	<b>177</b>	<b>74</b>	<b>183</b>	<b>152</b>	<b>199</b>	<b>104</b>	<b>587</b>	<b>638</b>	<b>758</b>
(OPM)	9.1%	7.8%	8.1%	3.7%	8.3%	6.9%	8.4%	4.6%	7.2%	7.1%	7.7%
세전이익	138	88	87	51	204	133	193	104	365	634	763
당기순이익	100	62	50	41	149	72	142	76	254	439	559
<b>지배주주순이익</b>	<b>92</b>	<b>52</b>	<b>31</b>	<b>14</b>	<b>123</b>	<b>42</b>	<b>113</b>	<b>43</b>	<b>189</b>	<b>322</b>	<b>426</b>
(YoY)	83.4%	93.2%	248.1%	138.8%	33.0%	-18.4%	268.5%	200.0%	105.8%	69.9%	32.4%

자료: C제일제당, 키움증권 리서치



## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	117,018	129,245	147,048	161,874	176,807
매출원가	92,584	100,384	114,295	125,601	136,844
매출총이익	24,434	28,860	32,753	36,273	39,963
판매비및일반관리비	18,634	21,346	24,102	26,048	28,196
영업이익(보고)	5,799	7,514	8,651	10,226	11,768
영업이익(핵심)	5,799	7,514	8,651	10,226	11,768
영업외손익	-3,369	-3,866	-2,314	-2,595	-2,560
이자수익	280	146	136	138	136
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	300	309	318
투자및기타자산처분손익	-166	-58	324	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-339	209	0	0	0
기타	-760	-1,369	-404	-405	-407
법인세차감전이익	2,430	3,648	6,336	7,630	9,208
법인세비용	1,051	1,111	1,943	2,040	2,461
유효법인세율 (%)	43.3%	30.5%	30.7%	26.7%	26.7%
당기순이익	1,379	2,537	4,393	5,591	6,747
지배주주지분손이익(억원)	920	1,893	3,215	4,256	5,339
EBITDA	10,275	12,350	13,955	15,791	17,579
현금순이익(Cash Earnings)	5,855	7,373	9,697	11,156	12,558
수정당기순이익	1,665	2,431	4,169	5,591	6,747
증감률(% YoY)					
매출액	7.9	10.4	13.8	10.1	9.2
영업이익(보고)	67.9	29.6	15.1	18.2	15.1
영업이익(핵심)	67.9	29.6	15.1	18.2	15.1
EBITDA	41.4	20.2	13.0	13.2	11.3
지배주주지분 당기순이익	-21.2	105.8	69.9	32.4	25.5
EPS	-21.3	105.2	54.2	32.4	25.5
수정순이익	N/A	46.1	71.4	34.1	20.7

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	6,886	11,546	9,570	10,029	12,669
당기순이익	1,379	2,537	4,393	5,591	6,747
감가상각비	3,612	3,945	4,248	4,458	4,657
무형자산상각비	865	891	1,056	1,108	1,154
외환손익	602	472	1,000	1,000	1,000
자산처분손익	-1,862	166	-324	0	0
지분법손익	347	-23	-300	-309	-318
영업활동자산부채 증감	-1,509	817	558	-756	493
기타	2,540	3,356	-1,062	-1,062	-1,063
투자활동현금흐름	-5,372	-6,930	-6,873	-7,595	-7,779
투자자산의 처분	-793	813	255	-105	92
유형자산의 처분	370	293	0	0	0
유형자산의 취득	-4,743	-6,735	-7,000	-7,350	-7,718
무형자산의 처분	-525	-641	0	0	0
기타	320	-660	-127	-140	-154
재무활동현금흐름	-1,414	-3,645	-1,783	-1,064	-1,333
단기자입금의 증가	-3,626	-11,962	0	0	0
장기자입금의 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	161	289	21
현금및현금성자산의순증가	41	938	914	1,369	3,556
기초현금및현금성자산	4,319	4,360	5,298	6,212	7,582
기말현금및현금성자산	4,360	5,298	6,212	7,582	11,138
Gross Cash Flow	8,395	10,728	9,012	10,785	12,176
Op Free Cash Flow	989	3,502	4,860	4,951	7,209

## 재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	39,733	40,185	43,340	47,308	52,176
현금및현금성자산	4,360	5,298	6,212	7,582	11,138
유동금융자산	2,062	2,147	2,206	2,234	2,210
매출채권및유동채권	21,403	21,387	22,623	24,160	24,902
재고자산	10,656	10,976	11,859	12,847	13,395
기타유동비금융자산	1,251	377	441	486	530
비유동자산	94,093	97,328	99,932	102,644	105,360
장기매출채권및기타비유동채권	2,975	2,963	3,372	3,712	4,054
투자자산	8,593	8,814	9,186	9,634	9,947
유형자산	63,839	66,902	69,654	72,546	75,606
무형자산	17,509	17,373	16,318	15,210	14,056
기타비유동자산	1,176	1,275	1,402	1,543	1,697
자산총계	133,825	137,513	143,272	149,953	157,536
유동부채	41,224	43,357	44,811	45,877	46,958
매입채무및기타유동채무	14,972	16,710	19,011	20,928	22,859
단기자입금	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	1,499	1,648	1,799
비유동부채	43,102	40,303	40,569	40,947	41,056
장기매입채무및비유동채무	666	767	873	961	1,049
사채및장기차입금	34,836	31,572	31,572	31,572	31,572
기타비유동부채	7,600	7,964	8,125	8,414	8,435
부채총계	84,327	83,660	85,380	86,824	88,014
자본금	723	724	724	724	724
주식발행초과금	9,102	9,183	9,183	9,183	9,183
이익잉여금	21,872	23,342	26,351	30,396	35,520
기타자본	-1,848	-1,819	-1,819	-1,819	-1,819
지배주주지분자본총계	29,849	31,431	34,440	38,485	43,608
비지배주주지분자본총계	19,650	22,421	23,452	24,644	25,913
자본총계	49,499	53,852	57,892	63,129	69,522
순차입금	53,051	50,017	47,454	45,057	40,524
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	22,194	29,379	36,859
BPS	206,344	216,981	237,750	265,676	301,046
주당EBITDA	78,374	93,922	96,334	109,012	121,353
CFPS	44,655	56,069	66,944	77,017	86,690
DPS	2,000	2,500	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	43.7	26.2	16.6	12.5	10.0
PBR	1.5	1.7	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	11.4	9.8	8.4	7.1	6.0
PCFR	6.9	6.7	5.5	4.8	4.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.0	5.8	5.9	6.3	6.7
영업이익률(핵심)	5.0	5.8	5.9	6.3	6.7
EBITDA margin	8.8	9.6	9.5	9.8	9.9
순이익률	1.2	2.0	3.0	3.5	3.8
자기자본이익률(ROE)	2.8	4.9	7.9	9.2	10.2
투자자본이익률(ROIC)	3.4	5.4	6.1	7.5	8.4
안정성(%)					
부채비율	170.4	155.4	147.5	137.5	126.6
순차입금비율	107.2	92.9	82.0	71.4	58.3
이자보상배율(배)	2.9	4.2	5.0	6.0	7.0
활동성(배)					
매출채권회전율	5.8	6.0	6.7	6.9	7.2
재고자산회전율	11.3	11.9	12.9	13.1	13.5
매입채무회전율	8.2	8.2	8.2	8.1	8.1

## 오리온 (001800)



## BUY(Maintain)

주가(9/30) 827,000원

목표주가 1,060,000원

2분기 실적 부진의 충격이 있었지만, 중국 신제품 출시를 통해 3분기부터 외형 성장이 회복될 것으로 판단된다. 중국에서 초코파이, 브라우니, 젤리 카테고리 신제품 효과가 기대되고, 국내 매출 역성장 폭도 2분기 대비 줄어든 것으로 판단된다. 투자 의견 BUY, 목표주가 106만원 을 유지한다.

## Stock Data

KOSPI (9/30)	2,043.63pt	
시가총액	49,689억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	1,200,000원	712,000원
최고/최저가 대비 등락	-31.33%	15.73%
주가수익률	절대	상대
	1M	11.1%
	6M	-9.9%
	1Y	-11.3%
		9.1%
		-13.2%
		-16.7%

## Company Data

발행주식수	6,008천주
일평균 거래량(3M)	23천주
외국인 지분율	41.91%
배당수익률(16.E)	0.73%
BP (16.E)	259,213원
주요 주주	이화경 외 6인
	28.5%

## Price Trend



## 우려가 서서히 완화되는 국면

## &gt;&gt;&gt; 충격을 딛고 회복 중

오리온은 2분기 실적 부진에도 불구하고, 1) 신제품 출시(초코파이, 브라우니, 젤리 카테고리 신 SKU)를 통해 중국 매출 성장률이 회복되고 있고, 2) 국내 매출 역성장이 완화되고 있다. 3분기 매출액은 부정적인 환율 영향으로 전년동기 대비 -6% 역성장이 예상되지만, 1) 3Q15 메가마크 관련 일회성 손실에 따른 기저효과와 2) 중국 매출 성장을 회복을 통해, 영업이익은 전년동기 대비 18% 증가할 것으로 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 신제품과 지역 확장에 기대

중장기적으로 긍정적인 포인트는 중국 신제품과 동남아 시장에 대한 지역 확대에 판단된다. 당사는 국내에서 반응이 좋은 신제품을 중국 시장에 맞게 전략적으로 런칭하고 있으며, 베트남 법인과 인도네시아 JV를 바탕으로 동남아 시장을 확대해 나갈 것으로 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 BUY, 목표주가 106만원 유지

오리온에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 106만원을 유지한다. 당사는 신제품을 통해 중국 매출 성장률이 회복되고 있으며, 판관비를 정상화를 통해 실적 관련 우려가 완화될 것으로 기대된다.

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	21,998	23,824	23,542	24,339	25,815
보고영업이익(억원)	2,489	2,993	3,126	3,344	3,880
핵심영업이익(억원)	2,489	2,993	3,126	3,344	3,880
EBITDA(억원)	3,953	4,816	4,992	5,291	5,848
세전이익(억원)	2,289	2,518	2,900	3,178	3,812
순이익(억원)	1,743	1,771	2,112	2,409	2,890
지배주주지분순이익(억원)	1,635	1,623	1,989	2,310	2,776
EPS(원)	27,363	27,164	33,285	38,652	46,455
증감율(%YoY)	12.1	-0.7	22.5	16.1	20.2
PER(배)	37.1	42.9	24.8	21.3	17.7
PBR(배)	4.9	5.1	3.2	2.8	2.5
EV/EBITDA(배)	17.7	16.8	11.4	10.3	8.8
보고영업이익률(%)	11.3	12.6	13.3	13.7	15.0
핵심영업이익률(%)	11.3	12.6	13.3	13.7	15.0
ROE(%)	13.0	12.1	13.1	13.3	14.1
순부채비율(%)	38.7	32.5	26.2	14.4	-0.8

오리온 연결기준 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
<b>매출액</b>	<b>626.4</b>	<b>512.6</b>	<b>639.4</b>	<b>604.0</b>	<b>660.6</b>	<b>496.2</b>	<b>599.3</b>	<b>598.1</b>	<b>2,382.4</b>	<b>2,354.2</b>	<b>2,433.9</b>
(YoY)	6.9%	3.2%	15.2%	7.4%	5.5%	-3.2%	-6.3%	-1.0%	8.3%	-1.2%	3.4%
제과	602.2	498.9	572.8	564.6	616.4	487.0	559.3	578.1	2,238.6	2,240.8	2,333.9
(YoY)	6.1%	3.9%	9.6%	2.8%	2.4%	-2.4%	-2.4%	2.4%	5.6%	0.1%	4.2%
한국(별도기준)	189.0	177.8	167.1	173.5	173.8	166.6	161.0	176.7	707.4	678.1	690.4
(YoY)	-3.4%	-5.7%	-7.7%	-6.9%	-8.0%	-6.3%	-3.7%	1.8%	-5.9%	-4.1%	1.8%
중국(Pan Orion)	353.7	268.1	372.7	338.4	378.4	272.0	361.8	342.2	1,332.9	1,354.4	1,402.9
(YoY)	13.1%	9.3%	24.4%	11.5%	7.0%	1.5%	-2.9%	1.1%	14.8%	1.6%	3.6%
베트남(OFV)	49.9	34.2	36.3	44.6	58.9	42.4	40.9	51.1	164.9	193.3	216.3
(YoY)	8.6%	8.3%	14.8%	8.6%	18.0%	24.1%	12.8%	14.7%	9.9%	17.3%	11.9%
러시아(OIE)	12.4	16.3	16.1	13.4	13.7	14.0	14.9	13.3	58.1	55.9	65.1
(YoY)	-32.7%	-19.1%	-9.7%	-49.2%	10.4%	-14.2%	-6.9%	-0.7%	-29.7%	-3.8%	16.5%
영상	23.8	13.5	66.3	39.1	43.8	8.7	40.0	20.0	142.7	112.5	100.0
기타 및 연결조정	0.4	0.1	0.3	0.3	0.4	0.4	0.0	0.0	1.1	0.8	0.0
<b>매출총이익</b>	<b>306.3</b>	<b>233.3</b>	<b>280.0</b>	<b>295.1</b>	<b>324.9</b>	<b>235.1</b>	<b>292.8</b>	<b>302.0</b>	<b>1,114.7</b>	<b>1,154.7</b>	<b>1,222.4</b>
(GPM)	48.9%	45.5%	43.8%	48.9%	49.2%	47.4%	48.8%	50.5%	46.8%	49.0%	50.2%
<b>판매비</b>	<b>199.4</b>	<b>185.9</b>	<b>201.4</b>	<b>228.8</b>	<b>205.9</b>	<b>207.2</b>	<b>199.9</b>	<b>229.0</b>	<b>815.4</b>	<b>842.1</b>	<b>888.0</b>
(판매비율)	31.8%	36.3%	31.5%	37.9%	31.2%	41.8%	33.4%	38.3%	34.2%	35.8%	36.5%
<b>영업이익</b>	<b>106.9</b>	<b>47.4</b>	<b>78.6</b>	<b>66.4</b>	<b>118.9</b>	<b>27.9</b>	<b>92.9</b>	<b>73.0</b>	<b>299.3</b>	<b>312.6</b>	<b>334.4</b>
(YoY)	26.0%	19.1%	7.2%	30.5%	11.3%	-41.3%	18.1%	9.9%	20.3%	4.4%	7.0%
(OPM)	17.1%	9.3%	12.3%	11.0%	18.0%	5.6%	15.5%	12.2%	12.6%	13.3%	13.7%
제과	96.2	58.8	89.3	68.0	104.7	28.3	82.7	74.9	312.3	290.6	325.4
(OPM)	16.0%	11.8%	15.6%	12.0%	17.0%	5.8%	14.8%	13.0%	14.0%	13.0%	13.9%
한국(별도기준)	30.2	27.3	19.3	18.3	23.9	16.6	12.4	17.8	95.1	70.6	73.2
(OPM)	16.0%	15.4%	11.5%	10.5%	13.7%	10.0%	7.7%	10.1%	13.4%	10.4%	10.6%
중국(Pan Orion)	56.9	29.6	66.9	47.0	68.1	7.1	64.7	50.5	200.4	190.4	215.6
(OPM)	16.1%	11.0%	17.9%	13.9%	18.0%	2.6%	17.9%	14.7%	15.0%	14.1%	15.4%
베트남(OFV)	8.5	0.5	1.1	3.2	11.3	3.5	4.2	5.4	13.3	24.4	30.1
(OPM)	17.0%	1.6%	3.0%	7.2%	19.3%	8.1%	10.3%	10.6%	8.1%	12.6%	13.9%
러시아(OIE)	0.7	1.3	2.0	-0.5	1.3	1.2	1.4	1.3	3.5	5.2	6.6
(OPM)	5.4%	8.1%	12.6%	-4.0%	9.7%	8.8%	9.1%	9.5%	6.0%	9.2%	10.1%
영상	2.1	0.3	8.6	3.0	6.8	0.2	6.0	1.5	14.1	14.5	8.0
기타 및 연결조정	8.6	-11.7	-19.3	-4.6	7.4	-0.6	4.2	-3.4	-27.1	7.6	1.0
세전이익	98.7	41.4	58.6	53.1	99.2	19.9	95.4	75.6	251.8	290.1	317.8
당기순이익	74.9	17.4	44.6	39.6	74.2	7.4	72.3	57.4	176.5	211.3	240.9
<b>지배주주순이익</b>	<b>79.4</b>	<b>16.6</b>	<b>37.6</b>	<b>28.6</b>	<b>69.0</b>	<b>6.9</b>	<b>68.1</b>	<b>55.0</b>	<b>162.2</b>	<b>198.9</b>	<b>231.0</b>
(YoY)	65.6%	-18.1%	-20.6%	-45.4%	-13.2%	-58.7%	81.3%	92.2%	-2.5%	22.7%	16.1%
<b>현지 통화 기준 매출 성장률</b>											
중국(Pan Orion)	12.5%	1.5%	12.6%	9.3%	2.9%	1.6%	6.0%	8.2%	9.3%	4.8%	7.0%
베트남(OFV)	4.6%	-6.4%	2.7%	5.0%	11.3%	16.0%	13.0%	13.0%	2.0%	13.0%	11.0%
러시아(OIE)	17.2%	15.4%	37.0%	-27.8%	19.7%	0.1%	0.0%	0.0%	4.9%	4.5%	15.0%

자료: 오리온, 키움증권 리서치



## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	21,998	23,824	23,542	24,339	25,815
매출원가	11,624	12,677	11,994	12,115	12,502
매출총이익	10,374	11,147	11,547	12,224	13,313
판매비및일반관리비	7,885	8,154	8,421	8,880	9,434
영업이익(보고)	2,489	2,993	3,126	3,344	3,880
영업이익(핵심)	2,489	2,993	3,126	3,344	3,880
영업외손익	-200	-475	-226	-166	-67
이자수익	57	90	122	126	134
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	119	179	143	143	143
이자비용	347	296	288	233	141
외환손실	263	405	202	202	202
관계기업지분법손익	14	-3	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-1	-25	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-32	-10	0	0	0
기타	255	-5	0	0	0
법인세차감전이익	2,289	2,518	2,900	3,178	3,812
법인세비용	517	753	788	769	923
유효법인세율 (%)	22.6%	29.9%	27.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	1,743	1,771	2,112	2,409	2,890
지배주주지분손이익(억원)	1,635	1,623	1,989	2,310	2,776
EBITDA	3,953	4,816	4,992	5,291	5,848
현금순이익(Cash Earnings)	3,207	3,594	3,977	4,356	4,859
수정당기순이익	1,768	1,795	2,112	2,409	2,890
증감률(% YoY)					
매출액	-11.5	8.3	-1.2	3.4	6.1
영업이익(보고)	-4.1	20.3	4.4	7.0	16.0
영업이익(핵심)	-4.1	20.3	4.4	7.0	16.0
EBITDA	-0.7	21.8	3.7	6.0	10.5
지배주주지분 당기순이익	12.2	-0.7	22.5	16.1	20.2
EPS	12.1	-0.7	22.5	16.1	20.2
수정순이익	11.6	1.5	17.6	14.1	20.0

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	2,157	4,821	3,979	4,307	4,778
당기순이익	1,772	1,765	2,112	2,409	2,890
감가상각비	944	1,044	1,088	1,169	1,190
무형자산상각비	520	779	778	778	779
외환손익	141	170	60	60	60
자산처분손익	86	85	0	0	0
지분법손익	-14	3	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-1,360	488	1	-49	-80
기타	67	486	-60	-60	-60
투자활동현금흐름	-1,206	-3,022	-3,125	-2,400	-1,742
투자자산의 처분	237	-1,684	44	-125	-232
유형자산의 처분	88	69	0	0	0
유형자산의 취득	-1,550	-1,350	-2,400	-1,500	-1,530
무형자산의 처분	9	-50	-800	-800	0
기타	6	-17	31	25	20
재무활동현금흐름	-1,120	-1,439	-787	-2,141	-3,320
단기자입금의 증가	-2,645	-2,300	0	0	-1,000
장기자입금의 증가	1,747	1,394	-459	-1,850	-2,050
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-208	-363	-316	-316	-316
기타	-13	-170	-12	25	46
현금및현금성자산의순증가	-170	363	67	-235	-283
기초현금및현금성자산	2,332	2,165	2,528	2,595	2,361
기말현금및현금성자산	2,162	2,528	2,595	2,361	2,077
Gross Cash Flow	3,517	4,332	3,977	4,356	4,859
Op Free Cash Flow	490	3,010	944	2,133	3,299

## 재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	10,286	9,617	9,600	9,603	9,759
현금및현금성자산	2,162	2,528	2,595	2,361	2,077
유동금융자산	2,725	2,586	2,555	2,641	2,802
매출채권및유동채권	2,696	2,335	2,307	2,385	2,530
재고자산	2,155	1,881	1,859	1,922	2,039
기타유동비금융자산	547	287	284	293	311
비유동자산	19,039	20,372	21,655	22,040	21,688
장기매출채권및기타비유동채권	618	560	554	572	607
투자자산	556	1,548	1,535	1,573	1,645
유형자산	17,271	17,575	18,887	19,218	19,558
무형자산	397	530	552	574	-206
기타비유동자산	197	159	128	103	83
자산총계	29,325	29,988	31,255	31,643	31,446
유동부채	8,635	7,423	7,206	7,176	5,758
매입채무및기타유동채무	3,885	3,539	3,497	3,615	3,835
단기자입금	2,615	1,772	1,772	1,772	772
유동성장기차입금	1,851	1,766	1,607	1,457	807
기타유동부채	284	346	330	332	345
비유동부채	6,665	7,304	6,992	5,317	3,964
장기매입채무및비유동채무	31	13	13	13	14
사채및장기자입금	5,845	6,532	6,232	4,532	3,132
기타비유동부채	789	759	747	772	819
부채총계	15,300	14,727	14,198	12,493	9,723
자본금	299	299	299	299	299
주식발행초과금	666	669	669	669	669
이익잉여금	12,003	13,298	15,002	17,025	19,512
기타자본	-497	-479	-479	-479	-479
지배주주지분자본총계	12,471	13,787	15,491	17,514	20,001
비지배주주지분자본총계	1,554	1,475	1,567	1,636	1,723
자본총계	14,025	15,262	17,057	19,150	21,724
순차입금	5,424	4,956	4,461	2,759	-168
총차입금	10,311	10,070	9,611	7,761	4,711

## 투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	27,363	27,164	33,285	38,652	46,455
BPS	208,725	230,704	259,213	293,063	334,682
주당EBITDA	66,173	80,595	83,534	88,542	97,865
CFPS	53,690	60,143	66,555	72,891	81,302
DPS	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
주가배수(배)					
PER	37.1	42.9	24.8	21.3	17.7
PBR	4.9	5.1	3.2	2.8	2.5
EV/EBITDA	17.7	16.8	11.4	10.3	8.8
PCFR	18.9	19.4	12.4	11.3	10.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	11.3	12.6	13.3	13.7	15.0
영업이익률(핵심)	11.3	12.6	13.3	13.7	15.0
EBITDA margin	18.0	20.2	21.2	21.7	22.7
순이익률	7.9	7.4	9.0	9.9	11.2
자기자본이익률(ROE)	13.0	12.1	13.1	13.3	14.1
투자자본이익률(ROIC)	10.3	10.9	11.6	12.3	14.3
안정성(%)					
부채비율	109.1	96.5	83.2	65.2	44.8
순차입금비율	38.7	32.5	26.2	14.4	-0.8
이자보상배율(배)	7.2	10.1	10.8	14.4	27.5
활동성(배)					
매출채권회전율	8.1	9.5	10.1	10.4	10.5
재고자산회전율	9.9	11.8	12.6	12.9	13.0
매입채무회전율	5.0	6.4	6.7	6.8	6.9

## 대상 (001680)



## BUY(Maintain)

주가(9/30) 29,500원

목표주가 40,000원

대상의 3분기 실적 모멘텀은 다소 둔화되지만, 이는 지난 해 high base에 따른 부담 때문이다. 라이신 시황이 개선되고 있고, 동사의 핵심 사업인 전분당의 Capa가 확장되고 있다. 대상이 보유한 핵심 역량이 주목 받을 수 있는 시기로 판단된다. 투자의견 BUY, 목표주가 4만원 을 유지한다.

## Stock Data

KOSPI (9/30)	2,043.63pt	
시가총액	10,408억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	37,800원	26,950원
최고/최저가 대비 등락	-21.96%	9.46%
주가수익률	절대	상대
1M	-6.6%	-8.3%
6M	-1.7%	-5.2%
1Y	-3.6%	-9.5%

## Company Data

발행주식수	36,018천주
일평균 거래량(3M)	193천주
외국인 지분율	11.62%
배당수익률(16.E)	1.36%
BPS (16.E)	23,966원
주요 주주	임창욱 외 6인 45.0%
	국민연금공단 12.2%

## Price Trend



## 핵심 역량이 주목 받을 시기

## &gt;&gt;&gt; 3분기 어닝 모멘텀은 다소 둔화될 것

대상의 3분기 매출액과 영업이익은 각각 전년동기 대비 10%, 5% 증가할 것으로 전망된다. 작년 3분기는 본사 식품 부문의 광고판촉비 축소로 이익의 기저가 높은 편이다. 다만, 자회사 베스트코의 적자가 축소되고 있고, 작년 11월에 인수한 라이신 사업부에서 흑자가 예상되기 때문에, 3Q16 영업이익은 전년동기 대비 소폭 증가할 것으로 예상된다.

## &gt;&gt;&gt; 소재 부문의 이익 확대에 주목

중기적으로는 소재 부문의 성장에 주목해야 한다. 라이신 부문은 지난 해 11월 이후, 전체적인 시황이 회복 기조를 보이고 있고, 핵심 사업부인 전분당은 인도네시아 Capa 증설을 통해 판매량 확대를 추진하고 있다. 따라서, 3분기 실적 모멘텀은 전년도 high base에 따른 둔화일 뿐, 4분기 이후 영업이익 증가율은 다시 올라갈 가능성이 높다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 BUY, 목표주가 4만원 유지

대상에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 4만원을 유지한다. 3분기 어닝 모멘텀이 강한 편은 아니지만, 4Q16 이후에는 라이신 시황 개선 속도와 전분당 매출 확대에 따라 실적 모멘텀이 다시 강해질 가능성이 높다.

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	25,888	26,350	28,802	30,371	31,735
보고영업이익(억원)	1,403	1,099	1,342	1,471	1,631
핵심영업이익(억원)	1,403	1,099	1,342	1,471	1,631
EBITDA(억원)	2,033	1,775	2,136	2,275	2,447
세전이익(억원)	1,139	777	1,063	1,220	1,404
순이익(억원)	900	472	805	925	1,065
지배주주지분순이익(억원)	928	583	838	958	1,098
EPS(원)	2,696	1,694	2,328	2,660	3,047
증감율(%YoY)	-15.3	-37.2	37.4	14.3	14.6
PER(배)	12.4	19.2	12.7	11.1	9.7
PBR(배)	1.6	1.5	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	6.9	7.4	6.2	5.6	4.9
보고영업이익률(%)	5.4	4.2	4.7	4.8	5.1
핵심영업이익률(%)	5.4	4.2	4.7	4.8	5.1
ROE(%)	12.0	5.9	9.5	10.0	10.6
순부채비율(%)	32.9	46.4	37.5	27.4	17.0

대상 연결기준 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
<b>매출액</b>	<b>639.9</b>	<b>646.8</b>	<b>697.3</b>	<b>650.9</b>	<b>684.3</b>	<b>710.6</b>	<b>768.0</b>	<b>717.2</b>	<b>2,635.0</b>	<b>2,880.2</b>	<b>3,037.1</b>
(YoY)	3.7%	1.0%	0.7%	1.9%	6.9%	9.9%	10.1%	10.2%	1.8%	9.3%	5.4%
<b>별도기준</b>	<b>406.9</b>	<b>400.4</b>	<b>445.5</b>	<b>375.4</b>	<b>446.1</b>	<b>456.8</b>	<b>504.4</b>	<b>434.9</b>	<b>1,628.3</b>	<b>1,861.2</b>	<b>1,920.5</b>
(YoY)	4.4%	1.8%	2.2%	-1.8%	9.6%	14.1%	13.2%	15.8%	1.7%	14.3%	3.2%
식품	284.8	272.1	322.1	256.1	284.7	272.5	327.9	261.5	1,135.1	1,146.6	1,190.6
(YoY)	3.9%	1.2%	3.6%	0.9%	-0.1%	0.2%	1.8%	2.1%	2.5%	1.0%	3.8%
소재	116.9	121.5	116.7	132.3	153.3	174.5	166.7	163.6	487.5	677.1	691.2
(YoY)	3.2%	-0.2%	-3.9%	6.5%	31.2%	43.6%	42.8%	23.6%	1.4%	38.9%	2.1%
기타	5.2	6.8	6.7	7.0	8.0	9.8	9.8	9.8	25.7	37.5	38.6
(YoY)	127.2%	144.6%	94.9%	68.7%	54.2%	43.5%	47.5%	40.6%	103.2%	45.9%	3.0%
<b>대상 F&amp;F</b>	<b>51.0</b>	<b>59.5</b>	<b>72.1</b>	<b>63.7</b>	<b>63.3</b>	<b>70.2</b>	<b>86.8</b>	<b>77.5</b>	<b>246.3</b>	<b>297.8</b>	<b>315.7</b>
(YoY)	11.1%	10.1%	5.0%	9.5%	24.0%	18.1%	20.4%	21.8%	8.6%	20.9%	6.0%
<b>대상베스트코</b>	<b>125.5</b>	<b>129.9</b>	<b>129.6</b>	<b>125.2</b>	<b>114.0</b>	<b>128.6</b>	<b>129.6</b>	<b>125.2</b>	<b>510.2</b>	<b>497.5</b>	<b>512.4</b>
(YoY)	20.3%	14.3%	10.0%	1.2%	-9.1%	-1.0%	0.0%	0.0%	11.0%	-2.5%	3.0%
<b>PT 마윈 인도네시아</b>	<b>34.2</b>	<b>33.2</b>	<b>33.0</b>	<b>31.4</b>	<b>32.7</b>	<b>32.2</b>	<b>31.9</b>	<b>32.1</b>	<b>131.8</b>	<b>128.9</b>	<b>182.7</b>
(YoY)	-10.6%	-10.4%	-2.3%	-6.4%	-4.4%	-3.1%	-3.1%	2.1%	-7.6%	-2.2%	41.8%
기타 및 연결조정	22.4	23.8	17.2	55.1	28.2	22.8	15.2	47.4	118.4	94.8	105.8
<b>매출총이익</b>	<b>179.1</b>	<b>183.0</b>	<b>209.6</b>	<b>168.0</b>	<b>189.6</b>	<b>192.9</b>	<b>221.3</b>	<b>184.2</b>	<b>739.7</b>	<b>788.0</b>	<b>829.5</b>
(GPM)	28.0%	28.3%	30.1%	25.8%	27.7%	27.1%	28.8%	25.7%	28.1%	27.4%	27.3%
<b>판매비</b>	<b>145.3</b>	<b>158.8</b>	<b>166.0</b>	<b>159.8</b>	<b>157.2</b>	<b>159.8</b>	<b>175.6</b>	<b>161.2</b>	<b>629.9</b>	<b>653.8</b>	<b>682.5</b>
(판매비율)	22.7%	24.5%	23.8%	24.5%	23.0%	22.5%	22.9%	22.5%	23.9%	22.7%	22.5%
<b>영업이익</b>	<b>33.8</b>	<b>24.2</b>	<b>43.6</b>	<b>8.2</b>	<b>32.4</b>	<b>33.0</b>	<b>45.7</b>	<b>23.1</b>	<b>109.9</b>	<b>134.2</b>	<b>147.1</b>
(YoY)	-22.1%	-23.7%	34.4%	-75.0%	-4.2%	36.4%	4.8%	181.9%	-21.7%	22.2%	9.6%
(OPM)	5.3%	3.7%	6.3%	1.3%	4.7%	4.6%	6.0%	3.2%	4.2%	4.7%	4.8%
<b>별도기준</b>	<b>33.7</b>	<b>25.4</b>	<b>43.4</b>	<b>17.9</b>	<b>31.0</b>	<b>28.5</b>	<b>41.3</b>	<b>22.8</b>	<b>120.3</b>	<b>123.5</b>	<b>134.9</b>
(OPM)	8.3%	6.3%	9.7%	4.8%	6.9%	6.2%	8.2%	5.2%	7.4%	6.6%	7.0%
식품	18.7	8.9	28.3	10.3	15.0	10.7	23.9	11.3	66.3	60.9	62.5
(OPM)	6.6%	3.3%	8.8%	4.0%	5.3%	3.9%	7.3%	4.3%	5.8%	5.3%	5.2%
소재	15.1	16.6	15.3	7.9	16.9	18.7	17.6	11.8	54.9	65.1	74.8
(OPM)	12.9%	13.6%	13.1%	6.0%	11.1%	10.7%	10.6%	7.2%	11.3%	9.6%	10.8%
기타	-0.1	-0.1	-0.3	-0.3	-1.0	-0.9	-0.3	-0.3	-0.8	-2.5	-2.5
세전이익	27.9	16.0	31.0	2.8	27.6	25.2	34.3	19.1	77.7	106.3	122.0
당기순이익	18.3	9.5	21.6	-2.1	21.0	19.1	26.0	14.5	47.2	80.5	92.5
<b>지배주주순이익</b>	<b>20.0</b>	<b>11.7</b>	<b>24.0</b>	<b>2.6</b>	<b>22.3</b>	<b>20.0</b>	<b>26.4</b>	<b>15.1</b>	<b>58.3</b>	<b>83.8</b>	<b>95.8</b>
(YoY)	-35.8%	-53.9%	46.6%	-87.1%	11.9%	70.8%	9.8%	489.2%	-37.2%	43.9%	14.3%

자료: 대상, 키움증권 리서치



## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	25,888	26,350	28,802	30,371	31,735
매출원가	18,595	18,953	20,921	22,076	22,986
매출총이익	7,293	7,397	7,880	8,295	8,749
판매비및일반관리비	5,890	6,299	6,538	6,825	7,118
영업이익(보고)	1,403	1,099	1,342	1,471	1,631
영업이익(핵심)	1,403	1,099	1,342	1,471	1,631
영업외손익	-264	-322	-279	-251	-227
이자수익	111	99	101	107	111
배당금수익	2	2	2	2	2
외환이익	137	170	127	121	115
이자비용	230	252	293	274	259
외환손실	182	242	181	172	163
관계기업지분법손익	18	43	40	41	42
투자및기타자산처분손익	4	-17	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-53	-73	-25	-25	-25
기타	-71	-52	-50	-50	-50
법인세차감전이익	1,139	777	1,063	1,220	1,404
법인세비용	239	305	257	295	340
유효법인세율 (%)	21.0%	39.3%	24.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	900	472	805	925	1,065
지배주주지분손이익(억원)	928	583	838	958	1,098
EBITDA	2,033	1,775	2,136	2,275	2,447
현금순이익(Cash Earnings)	1,530	1,148	1,599	1,729	1,881
수정당기순이익	939	526	824	944	1,084
증감률(% YoY)					
매출액	1.8	1.8	9.3	5.4	4.5
영업이익(보고)	-10.0	-21.7	22.2	9.6	10.9
영업이익(핵심)	-10.0	-21.7	22.2	9.6	10.9
EBITDA	-5.6	-12.7	20.3	6.5	7.6
지배주주지분 당기순이익	-15.3	-37.2	43.9	14.3	14.6
EPS	-15.3	-37.2	37.4	14.3	14.6
수정순이익	-12.4	-44.0	56.6	14.5	14.8

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	1,627	924	1,342	1,560	1,741
당기순이익	900	472	805	925	1,065
감가상각비	580	624	737	748	760
무형자산상각비	50	52	56	56	56
외환손익	23	-35	54	51	49
자산처분손익	12	25	0	0	0
지분법손익	-18	-43	-40	-41	-42
영업활동자산부채 증감	-151	-608	-216	-125	-95
기타	232	436	-56	-53	-51
투자활동현금흐름	-1,613	-1,875	-1,070	-1,021	-1,031
투자자산의 처분	-546	8	-207	-133	-115
유형자산의 처분	43	8	0	0	0
유형자산의 취득	-1,075	-1,849	-850	-876	-902
무형자산의 처분	-36	-42	0	0	0
기타	0	0	-13	-13	-14
재무활동현금흐름	-463	1,946	-1,227	-422	-330
단기차입금의 증가	-2,324	20	-274	-247	-222
장기차입금의 증가	1,915	1,974	-983	-204	-137
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-54	-108	-144	-144	-144
기타	0	60	175	173	173
현금및현금성자산의순증가	-454	976	-955	117	380
기초현금및현금성자산	2,014	1,560	2,537	1,582	1,699
기말현금및현금성자산	1,560	2,537	1,582	1,699	2,079
Gross Cash Flow	1,778	1,532	1,557	1,685	1,836
Op Free Cash Flow	478	-1,155	745	918	1,056

## 재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	8,622	10,019	9,760	10,323	11,090
현금및현금성자산	1,560	2,537	1,582	1,699	2,079
유동금융자산	2,087	1,908	2,086	2,199	2,298
매출채권및유동채권	2,542	2,698	2,949	3,110	3,250
재고자산	2,433	2,849	3,114	3,283	3,431
기타유동비금융자산	0	27	30	31	33
비유동자산	9,526	11,027	11,192	11,355	11,530
장기매출채권및기타비유동채권	301	268	293	309	323
투자자산	1,158	1,361	1,433	1,495	1,556
유형자산	6,786	8,016	8,128	8,256	8,398
무형자산	1,131	1,131	1,074	1,018	962
기타비유동자산	151	251	264	277	291
자산총계	18,148	21,046	20,953	21,678	22,620
유동부채	5,634	7,985	7,251	7,154	7,089
매입채무및기타유동채무	2,664	3,032	3,314	3,494	3,651
단기차입금	2,637	2,742	2,468	2,221	1,999
유동성장기차입금	87	1,950	1,171	1,104	1,059
기타유동부채	245	261	298	335	380
비유동부채	4,670	4,875	4,855	4,897	4,983
장기매입채무및비유동채무	98	94	103	108	113
사채및장기차입금	3,505	3,549	3,345	3,208	3,116
기타비유동부채	1,066	1,232	1,407	1,581	1,754
부채총계	10,303	12,861	12,106	12,051	12,073
자본금	360	360	360	360	360
주식발행초과금	735	735	735	735	735
이익잉여금	4,680	5,087	5,786	6,603	7,559
기타자본	1,804	1,751	1,751	1,751	1,751
지배주주지분자본총계	7,579	7,934	8,632	9,449	10,405
비지배주주지분자본총계	266	252	214	178	142
자본총계	7,845	8,185	8,847	9,627	10,547
순차입금	2,582	3,797	3,317	2,635	1,797
총차입금	6,229	8,242	6,984	6,533	6,174

## 투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	2,696	1,694	2,328	2,660	3,047
BPS	21,042	22,027	23,966	26,235	28,889
주당EBITDA	5,907	5,158	5,931	6,315	6,795
CFPS	4,445	3,337	4,440	4,800	5,221
DPS	300	400	400	400	400
주가배수(배)					
PER	12.4	19.2	12.7	11.1	9.7
PBR	1.6	1.5	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.9	7.4	6.2	5.6	4.9
PCFR	7.5	9.8	6.6	6.1	5.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.4	4.2	4.7	4.8	5.1
영업이익률(핵심)	5.4	4.2	4.7	4.8	5.1
EBITDA margin	7.9	6.7	7.4	7.5	7.7
순이익률	3.5	1.8	2.8	3.0	3.4
자기자본이익률(ROE)	12.0	5.9	9.5	10.0	10.6
투자자본이익률(ROIC)	12.2	6.7	9.4	10.1	11.0
안정성(%)					
부채비율	131.3	157.1	136.8	125.2	114.5
순차입금비율	32.9	46.4	37.5	27.4	17.0
이자보상배율(배)	6.1	4.4	4.6	5.4	6.3
활동성(배)					
매출채권회전율	10.3	10.1	10.2	10.0	10.0
재고자산회전율	10.9	10.0	9.7	9.5	9.5
매입채무회전율	10.0	9.3	9.1	8.9	8.9

## 롯데칠성 (005300)



## BUY(Maintain)

주가(9/30) 1,600,000원

목표주가 2,400,000원

롯데그룹 우려와 주류 사업의 정체가 동사 주가 상승의 발목을 잡은 요인이었다. 하지만, 비영업자산의 가치와 주류 사업의 성장가치를 감안했을 때, 현 주가는 지나친 저평가 국면으로 판단된다. 연말로 갈수록 가격인상 가능성과 내년도 맥주 신제품에 대한 기대가 커질 것으로 기대된다. 투자 의견 BUY, 목표주가 240만원 제시한다.

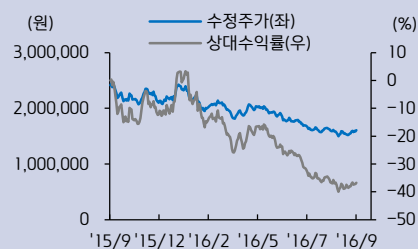
## Stock Data

KOSPI (9/30)		2,043.63pt
시가총액		20,682억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	2,442,000원	1,501,000원
최고/최저가 대비 등락	-34.11%	7.20%
주가수익률	절대	상대
	1M	2.9% 1.1%
	6M	-13.1% -16.2%
	1Y	-30.8% -35.0%

## Company Data

발행주식수	1,357천주	
일평균 거래량(3M)	3천주	
외국인 지분율	18.08%	
배당수익률(16.E)	0.57%	
BPS (16.E)	1,776.524원	
주요 주주	신격호 외 9인	54.2%
	국민연금공단	10.0%

## Price Trend



## 좋아질 것이 많다

## &gt;&gt;&gt; 3분기 실적, 음료의 선방을 기대

롯데칠성의 3분기 매출액은 전년동기 대비 4% 성장할 것으로 기대되나, 영업이익은 소폭 역성장 할 것으로 판단된다. 소주 부문의 고정비 부담이 있고, 지난 해 “순하리” 신제품의 역기저가 있기 때문이다. 다만, 음료는 우호적인 날씨 덕분에, 탄산음료 매출이 호조를 보이고 있어, 7% 정도의 매출 성장률이 기대된다. 더불어, 생수 카테고리에서는 삼다수 공급 부족에 따른 수혜를 보고 있는 것으로 판단된다(YoY 30% 가까이 신장 전망).

## &gt;&gt;&gt; 좋아질 것이 많다

펀더멘털 측면에서 동사의 주가가 하락한 요인은, 맥주 매출 성장 정체로 판단된다. 하지만, 내년에는 신제품 출시를 통해 외형 성장이 가능할 전망이다. 수입 맥주의 공세가 부담이지만, 1) 동사의 MS는 Big 2 대비 아직 낮은 편이고, 2) Captive와 기존 외식 채널 유통망을 가지고 있기 때문에, 맥주 매출 확대가 비교적 용이할 것으로 판단된다. 더불어, 지난 해 경쟁사의 탄산음료 가격 인상에도 불구하고, 동사는 가격을 인상하지 않았기 때문에, 제품 가격인상 가능성도 높은 편으로 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 BUY, 목표주가 240만원 제시

롯데칠성에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 240만원을 제시한다. 동사는 전반적인 롯데그룹주 약세 속에, 주류 사업 성장이 둔화되면서, 밸류에이션이 PBR 1배 밑으로 하락한 상황이다. 하지만, 동사가 보유한 非 영업자산과 주류 사업의 성장가치를 감안하여, 매수를 추천한다.

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	21,841	22,992	23,643	24,982	26,589
보고영업이익(억원)	930	1,429	1,456	1,414	1,584
핵심영업이익(억원)	930	1,429	1,456	1,414	1,584
EBITDA(억원)	2,155	2,761	2,815	2,961	3,193
세전이익(억원)	325	979	1,232	1,176	1,362
순이익(억원)	206	1,003	873	823	953
자배주주지분순이익(억원)	187	996	873	823	953
EPS(원)	13,763	73,398	64,343	60,654	70,248
증감율(%YoY)	-81.5	433.3	-12.3	-5.7	15.8
PER(배)	107.9	30.2	25.0	26.5	22.9
PBR(배)	0.9	1.3	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	13.2	13.1	10.6	10.8	9.8
보고영업이익률(%)	4.3	6.2	6.2	5.7	6.0
핵심영업이익률(%)	4.3	6.2	6.2	5.7	6.0
ROE(%)	0.9	4.3	3.6	3.3	3.7
순부채비율(%)	31.2	31.6	36.9	44.6	40.7

롯데칠성 연결기준 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
<b>매출액</b>	<b>518.7</b>	<b>620.9</b>	<b>645.5</b>	<b>514.1</b>	<b>542.8</b>	<b>628.5</b>	<b>670.9</b>	<b>522.1</b>	<b>2,299.2</b>	<b>2,364.3</b>	<b>2,498.2</b>
(YoY)	2.0%	5.6%	6.1%	7.3%	4.7%	1.2%	3.9%	1.6%	5.3%	2.8%	5.7%
본사(별도기준)	496.5	594.0	615.6	488.8	519.6	596.9	641.0	496.8	2,194.9	2,254.3	2,388.2
(YoY)	3.2%	5.5%	5.7%	6.9%	4.7%	0.5%	4.1%	1.6%	5.3%	2.7%	5.9%
<b>음료</b>	<b>309.6</b>	<b>395.9</b>	<b>419.8</b>	<b>310.4</b>	<b>329.0</b>	<b>418.5</b>	<b>447.9</b>	<b>322.1</b>	<b>1,435.8</b>	<b>1,517.4</b>	<b>1,571.4</b>
(YoY)	-3.5%	-0.5%	4.3%	11.0%	6.3%	5.7%	6.7%	3.8%	2.5%	5.7%	3.6%
내수	300.6	377.7	405.8	301.0	317.8	397.6	432.2	311.5	1,385.1	1,459.0	1,510.1
(YoY)	-2.4%	-0.1%	5.0%	11.3%	5.7%	5.3%	6.5%	3.5%	3.1%	5.3%	3.5%
수출	8.9	18.2	14.1	9.5	11.2	20.9	15.7	10.6	50.6	58.4	61.3
(YoY)	-31.0%	-8.5%	-11.7%	0.8%	24.8%	14.8%	12.0%	12.0%	-12.9%	15.3%	5.0%
<b>주류</b>	<b>186.9</b>	<b>198.0</b>	<b>195.8</b>	<b>178.4</b>	<b>190.6</b>	<b>178.4</b>	<b>193.1</b>	<b>174.7</b>	<b>759.1</b>	<b>736.8</b>	<b>816.8</b>
(YoY)	16.8%	19.8%	8.9%	0.5%	2.0%	-9.9%	-1.4%	-2.1%	11.2%	-2.9%	10.8%
내수	165.0	176.9	180.2	161.4	169.2	158.7	178.1	158.4	683.5	664.4	744.3
(YoY)	22.6%	27.0%	14.3%	2.5%	2.5%	-10.3%	-1.1%	-1.9%	16.0%	-2.8%	12.0%
수출	21.9	21.1	15.6	17.0	21.4	19.7	15.0	16.4	75.6	72.4	72.4
(YoY)	-13.9%	-18.5%	-29.3%	-15.2%	-2.0%	-6.8%	-4.0%	-4.0%	-19.1%	-4.2%	0.0%
<b>매출총이익</b>	<b>225.9</b>	<b>265.1</b>	<b>277.9</b>	<b>212.0</b>	<b>235.2</b>	<b>279.6</b>	<b>293.1</b>	<b>217.6</b>	<b>980.8</b>	<b>1,025.5</b>	<b>1,095.2</b>
(GPM)	43.5%	42.7%	43.1%	41.2%	43.3%	44.5%	43.7%	41.7%	42.7%	43.4%	43.8%
<b>판매비</b>	<b>189.8</b>	<b>215.9</b>	<b>224.0</b>	<b>208.3</b>	<b>197.3</b>	<b>228.9</b>	<b>240.6</b>	<b>213.2</b>	<b>838.0</b>	<b>880.0</b>	<b>953.8</b>
(판매비율)	36.6%	34.8%	34.7%	40.5%	36.3%	36.4%	35.9%	40.8%	36.4%	37.2%	38.2%
<b>영업이익</b>	<b>36.1</b>	<b>49.2</b>	<b>54.0</b>	<b>3.7</b>	<b>38.0</b>	<b>50.7</b>	<b>52.4</b>	<b>4.4</b>	<b>142.9</b>	<b>145.6</b>	<b>141.4</b>
(YoY)	-3.9%	65.3%	71.5%	흑전	5.3%	3.2%	-2.9%	21.0%	53.6%	1.9%	-2.8%
(OPM)	7.0%	7.9%	8.4%	0.7%	7.0%	8.1%	7.8%	0.8%	6.2%	6.2%	5.7%
세전이익	31.3	42.8	47.7	-23.8	37.7	39.8	49.7	-1.1	97.9	123.2	117.6
당기순이익	21.6	27.2	34.1	-21.9	26.3	29.0	34.8	-0.8	100.3	87.3	82.3
<b>지배주주순이익</b>	<b>22.0</b>	<b>27.1</b>	<b>34.1</b>	<b>-21.8</b>	<b>26.4</b>	<b>28.9</b>	<b>34.8</b>	<b>-0.8</b>	<b>99.6</b>	<b>87.3</b>	<b>82.3</b>
(YoY)	4.2%	133.7%	107.0%	적전	19.8%	6.7%	1.8%	적지	433.3%	-12.3%	-5.7%

자료: 롯데칠성, 키움증권 리서치



## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	21,841	22,992	23,643	24,982	26,589
매출원가	12,707	13,183	13,388	14,029	15,085
매출총이익	9,134	9,808	10,255	10,952	11,504
판매비및일반관리비	8,204	8,380	8,800	9,538	9,920
영업이익(보고)	930	1,429	1,456	1,414	1,584
영업이익(핵심)	930	1,429	1,456	1,414	1,584
영업외손익	-605	-449	-223	-238	-222
이자수익	34	42	36	38	41
배당금수익	27	35	36	38	40
외환이익	41	33	0	0	0
이자비용	276	254	248	289	277
외환손실	67	122	0	0	0
관계기업지분법손익	4	-10	0	0	0
투자및기타자산처분손익	10	-42	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-218	60	0	0	0
기타	-161	-192	-47	-25	-27
법인세차감전이익	325	979	1,232	1,176	1,362
법인세비용	188	370	359	353	409
유효법인세율 (%)	57.9%	37.8%	29.1%	30.0%	30.0%
당기순이익	206	1,003	873	823	953
지배주주지분손이익(억원)	187	996	873	823	953
EBITDA	2,155	2,761	2,815	2,961	3,193
현금순이익(Cash Earnings)	1,431	2,335	2,233	2,370	2,563
수정당기순이익	293	992	873	823	953
증감률(% YoY)					
매출액	-1.4	5.3	2.8	5.7	6.4
영업이익(보고)	-46.1	53.6	1.9	-2.8	12.0
영업이익(핵심)	-46.1	53.6	1.9	-2.8	12.0
EBITDA	-23.1	28.1	2.0	5.2	7.9
지배주주지분 당기순이익	-81.5	433.3	-12.3	-5.7	15.8
EPS	-81.5	433.3	-12.3	-5.7	15.8
수정순이익	-74.4	238.2	-11.9	-5.7	15.8

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	1,482	2,739	2,193	2,323	2,514
당기순이익	206	1,003	873	823	953
감가상각비	997	1,098	1,125	1,313	1,375
무형자산상각비	228	234	234	234	234
외환손익	29	67	0	0	0
자산처분손익	82	58	0	0	0
지분법손익	-4	10	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-415	35	-4	-11	-10
기타	360	234	-35	-36	-38
투자활동현금흐름	-3,867	-3,287	-3,740	-4,696	-2,097
투자자산의 처분	-1,040	-741	-242	-498	-598
유형자산의 처분	64	52	0	0	0
유형자산의 취득	-2,944	-2,593	-3,500	-4,200	-1,500
무형자산의 처분	-11	-5	0	0	0
기타	65	0	2	2	2
재무활동현금흐름	2,278	1,504	1,731	2,259	-579
단기차입금의 증가	328	427	0	0	0
장기차입금의 증가	2,160	1,126	1,765	2,200	-674
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-65	-78	-125	-125	-125
기타	-145	29	92	183	220
현금및현금성자산의순증가	-117	952	185	-115	-161
기초현금및현금성자산	1,199	1,082	2,034	2,218	2,104
기말현금및현금성자산	1,082	2,034	2,218	2,104	1,942
Gross Cash Flow	1,897	2,705	2,198	2,334	2,525
Op Free Cash Flow	-1,754	-342	-1,114	-1,674	1,208

## 재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	8,317	9,547	9,944	10,267	10,630
현금및현금성자산	1,082	2,034	2,218	2,104	1,942
유동금융자산	1,469	1,932	1,987	2,099	2,234
매출채권및유동채권	3,000	3,023	3,108	3,284	3,496
재고자산	2,618	2,407	2,475	2,615	2,783
기타유동비금융자산	148	151	155	164	175
비유동자산	32,683	34,273	36,644	39,739	40,155
장기매출채권및기타비유동채권	279	371	381	403	429
투자자산	9,738	10,231	10,454	10,876	11,377
유형자산	18,539	19,881	22,256	25,142	25,267
무형자산	4,110	3,776	3,542	3,308	3,075
기타비유동자산	17	14	12	10	8
자산총계	41,000	43,820	46,588	50,006	50,786
유동부채	10,120	8,370	10,295	10,622	10,343
매입채무및기타유동채무	4,795	5,128	5,274	5,572	5,931
단기차입금	1,050	1,793	1,793	1,793	1,793
유동성장기차입금	4,197	1,063	2,827	2,827	2,153
기타유동부채	78	386	401	429	466
비유동부채	7,713	11,823	11,919	14,312	14,542
장기매입채무및비유동채무	141	153	157	166	177
사채및장기차입금	4,533	8,567	8,567	10,767	10,767
기타비유동부채	3,039	3,103	3,195	3,378	3,598
부채총계	17,834	20,194	22,214	24,933	24,885
자본금	68	68	68	68	68
주식발행초과금	42	42	42	42	42
이익잉여금	18,779	19,641	20,390	21,090	21,920
기타자본	3,848	3,611	3,611	3,611	3,611
지배주주지분자본총계	22,737	23,361	24,111	24,811	25,640
비지배주주지분자본총계	429	265	263	262	261
자본총계	23,166	23,626	24,374	25,073	25,901
순차입금	7,229	7,457	8,982	11,184	10,537
총차입금	9,780	11,423	13,187	15,387	14,713

## 투자지표

(단위: 원, 백, %)

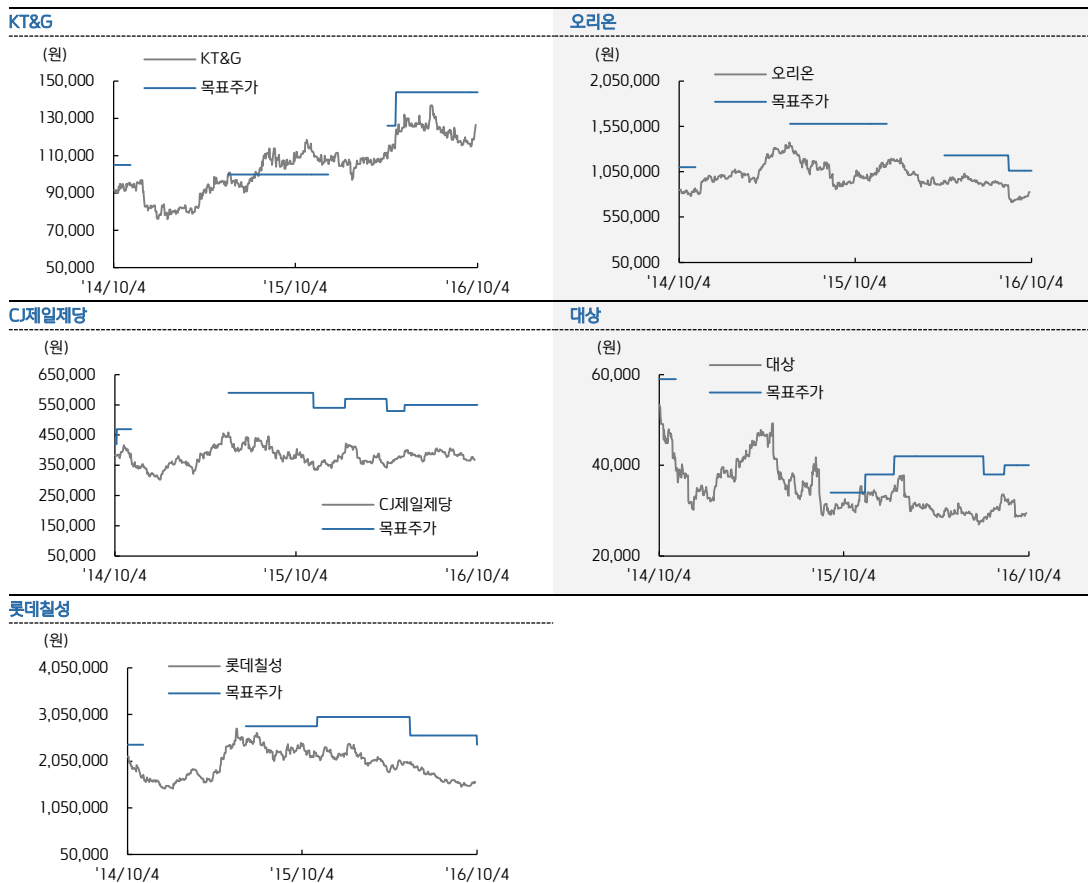
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	13,763	73,398	64,343	60,654	70,248
BPS	1,675,276	1,721,282	1,776,524	1,828,073	1,889,213
주당EBITDA	158,784	203,435	207,406	218,155	235,294
CFPS	105,405	172,060	164,499	174,611	188,814
DPS	4,900	9,200	9,200	9,200	9,200
주가배수(배)					
PER	107.9	30.2	25.0	26.5	22.9
PBR	0.9	1.3	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	13.2	13.1	10.6	10.8	9.8
PCFR	14.1	12.9	9.8	9.2	8.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.3	6.2	6.2	5.7	6.0
영업이익률(핵심)	4.3	6.2	6.2	5.7	6.0
EBITDA margin	9.9	12.0	11.9	11.9	12.0
순이익률	0.9	4.4	3.7	3.3	3.6
자기자본이익률(ROE)	0.9	4.3	3.6	3.3	3.7
투자자본이익률(ROIC)	1.9	4.1	4.5	3.9	4.2
안정성(%)					
부채비율	77.0	85.5	91.1	99.4	96.1
순차입금비율	31.2	31.6	36.9	44.6	40.7
이자보상배율(배)	3.4	5.6	5.9	4.9	5.7
활동성(배)					
매출채권회전율	7.3	7.6	7.7	7.8	7.8
재고자산회전율	9.0	9.2	9.7	9.8	9.9
매입채무회전율	4.8	4.6	4.5	4.6	4.6

## 투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
KT&G	2014/09/12	Outperform (Maintain)	105,000원
	2014/10/17	Outperform (Maintain)	105,000원
	2014/11/06	Outperform (Maintain)	105,000원
담당자변경	2015/06/08	Marketperform (Reinitiate)	100,000원
담당자변경	2016/04/05	Outperform (Reinitiate)	126,000원
	2016/04/22	BUY (Upgrade)	144,000원
	2016/07/22	BUY (Maintain)	144,000원
	2016/10/04	BUY (Maintain)	144,000원
CJ제일제당	2014/10/08	BUY (Maintain)	470,000원
	2014/11/06	BUY (Maintain)	470,000원
담당자변경	2015/06/08	BUY (Reinitiate)	590,000원
담당자변경	2015/09/08	BUY (Reinitiate)	590,000원
	2015/11/09	BUY (Maintain)	540,000원
	2015/11/24	BUY (Maintain)	540,000원
	2016/01/12	BUY (Maintain)	570,000원
	2016/01/13	BUY (Maintain)	570,000원
	2016/02/11	BUY (Maintain)	570,000원
	2016/04/05	BUY (Maintain)	530,000원
	2016/04/28	BUY (Maintain)	530,000원
	2016/05/11	BUY (Maintain)	550,000원
	2016/06/28	BUY (Maintain)	550,000원
	2016/08/08	BUY (Maintain)	550,000원
	2016/09/19	BUY (Maintain)	550,000원
	2016/10/04	BUY (Maintain)	550,000원

종목명	일자	투자 의견	목표주가
오리온	2014/10/13	BUY (Maintain)	1,100,000원
	2014/11/06	BUY (Maintain)	1,100,000원
담당자변경	2015/06/08	BUY (Reinitiate)	1,580,000원
담당자변경	2016/04/05	BUY (Reinitiate)	1,230,000원
	2016/05/16	BUY (Maintain)	1,230,000원
	2016/08/17	BUY (Maintain)	1,060,000원
	2016/10/04	BUY (Maintain)	1,060,000원
대상	2014/09/01	Marketperform (Downgrade)	59,000원
	2014/11/06	BUY (Upgrade)	59,000원
담당자변경	2015/09/08	Outperform (Reinitiate)	34,000원
	2015/11/16	Outperform (Maintain)	38,000원
	2016/01/12	BUY (Upgrade)	42,000원
	2016/07/07	BUY (Maintain)	38,000원
	2016/08/17	BUY (Maintain)	40,000원
	2016/10/04	BUY (Maintain)	40,000원
롯데칠성	2014/11/06	BUY (Upgrade)	2,400,000원
	2015/06/08	Outperform (Reinitiate)	2,800,000원
담당자변경	2015/11/05	BUY (Reinitiate)	3,000,000원
	2015/11/17	BUY (Maintain)	3,000,000원
	2015/12/24	BUY (Maintain)	3,000,000원
	2016/05/17	BUY (Maintain)	2,600,000원
	2016/10/04	BUY (Maintain)	2,400,000원

## 목표주가 추이 (2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과이익 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 (2015/9/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%