



# 2017년 소비재 산업전망

2016. 11. 23

키움증권 

제약/바이오 Analyst 김주용

02) 3787-5109

[jkim21@kiwoom.com](mailto:jkim21@kiwoom.com)

음식료 Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

[sjpark@kiwoom.com](mailto:sjpark@kiwoom.com)

의류/화장품 Analyst 이희재

02) 3787-4704

[heejae0403@kiwoom.com](mailto:heejae0403@kiwoom.com)

헬스케어 Analyst 이지현

02) 3787-4776

[geehyun@kiwoom.com](mailto:geehyun@kiwoom.com)

# Contents

Part I. 제약/바이오

Part II. 음식료

Part III. 의류

Part IV. 헬스케어

# Part I. 제약/바이오 Overweight (Maintain)

## ◎ 2017년 제약업 전망

1. 안정적인 성장 지속, Valuation 부담 완화
2. R&D 강화 및 글로벌 B2B 성과 가시화

## ◎ 제약/바이오 업종 투자 포인트

1. 인구 고령화 및 삶의 질 개선 제품 수요 증가
2. 바이오시밀러 중심의 수출확대로 성장 지속
3. R&D성과 및 글로벌 B2B가 핵심 키워드
4. 바이오/의료 업종 투자비중 지속 증가

## ◎ Top Picks

- 유한양행
- 녹십자
- SK케미칼
- 셀트리온

Analyst 김주용  
02) 3787-5109  
jykim21@kiwoom.com



# Summary

## >>> 업종 투자 의견 'Overweight' 유지

- 제약/바이오 업체 안정적인 성장 지속, 주가조정으로 Valuation 부담 완화
- Samsung, SK, CJ 등 대기업 제약/바이오 시장 진출 긍정적
- 국내 제약/바이오 업체 R&D 강화, 해외 품목등록 및 수출확대 등 글로벌 B2B 성과 확대

## >>> 제약/바이오 산업성장을 요인 점검

- 인구 고령화 / 삶의 질 개선을 위한 의약품 수요 증가
- 완제 및 원료의약품 수출 확대로 성장세 지속할 것
- R&D 성과, 글로벌 빅파마와 Co-Marketing 등 글로벌 B2B가 핵심 키워드
- 바이오시밀러 점유율 경쟁 본격화, 선진국 중심의 바이오의약품 시장 지속 확대

## 업종 투자 의견 'Overweight' 유지

- ◎ 제약/바이오 업체 안정적인 실적 지속, Valuation 부담 완화
  - 내수시장 성장둔화에도 불구하고 주요 제약사들은 비교적 안정적인 실적 실현
  - 미국 대선 및 신약 임상 중단 이슈 등으로 주가 조정, Valuation 부담 완화
  - 제약/바이오 업종 주가는 2015년 주가 랠리 전 수준인 23~24배 수준을 기록
  - 상반기 신약개발 가치 과도한 반영도 충분한 조정 마친 상태, 실적 및 R&D 가치 등 펀더멘털 견조
  - 국내 기술력을 갖춘 바이오 업체들의 코스닥 상장도 이어지고 있어 헬스케어 관련 업종 시가총액 비중 증가 지속
  
- ◎ 국내 대기업 제약/바이오 시장 진출 긍정적
  - 삼성, SK, CJ, LG 등 충분한 자금력을 보유한 국내 대기업 제약/바이오 시장 진출 긍정적
  - 신약개발 시 들어가는 막대한 비용 및 대규모 CMO 사업을 영위하기 위한 자금력 충분
  - 삼성바이로직스: 바이오시밀러 CMO, 삼성바이오에피스: 바이오시밀러 개발
  - SK케미칼: 혈액제제, 백신사업으로 퀀텀점프, SK바이오팜: 뇌/신경질환 치료제 개발 특화, SK바이오텍: API 사업
  - CJ헬스케어: 전문의약품 매출액 상위 업체(상장추진), LG생명과학: LG화학과의 합병으로 그린바이오 및 신약 R&D 연간 3,000억원~5,000억원 투자

## 업종 투자 의견 'Overweight' 유지

### ◎ 제약/바이오 업체 글로벌 B2B 성과 가시화

- 90년대 초부터 지속된 신약 R&D 연구개발 성과 가시화, 시장성 높은 신약개발 긍정적
- 다국적제약사와의 Co-promotion, Co-Marketing 등 영업 및 유통망 공유 확대, 대형품목 증가 기대
- 플랫폼 기술이전, 신약 라이선스 아웃, M&A 등 글로벌 B2B는 지속 확대될 것으로 예상

### ◎ 저성장 시대임에도 불구하고 국내제약 산업은 꾸준한 성장을 나타낼 전망

- 인구 고령화, 뷰티/ QOL(삶의질 개선)에 대한 니즈가 꾸준히 증가, 전문의약품 및 건강기능식품 수요 증가
- 내수산업 중심에서 원료의약품, 완제의약품 등 수출 지속적 확대, 2025년 수출산업으로 안착할 것
- 글로벌 B2B 성과 지속 확대, 해외 및 국내 바이오 투자(벤처캐피탈, 글로벌 헬스케어 펀드 등) 지속 증가 추세

제약업종 주가변동 추이



자료: 한국거래소, 키움증권 리서치센터

## 제약업종 Historical Issue

Date	Issue
2000-05-31	3월초 고점 기록 뒤 7월 의약분업에 따른 불안감 확산되며 급락
2002-07-31	건강보험 적자 해소 위해 보험재증 확충 나서며 약가 인상, 참조가격제 도입으로 경쟁심화
2006-06-30	2015년 12월 황우석 사태 기점으로 급락
2008-10-31	2008년 9월 리먼브라더스 파산신청 등 미국발 글로벌 금융위기 시기
2010-05-31	국내 증시 약세장 지속되는 가운데 제약 업종 실적 양극화 심화되며 추가하락 유발
2011-09-30	정부의 기등재 의약품 약가인하 방침 및 제약사 리베이트 이슈
2012-05-31	약가인하 규제 본격화되며 실적 양극화 심화. 업종 내 실적 부진 종목 증가
2013-12-31	메디톡스와 엘러간과 이노투신 L/O 이후 제약/바이오 상승
2014-07-31	엔화 강세 영향으로 원료 매입가 상승, 원료 의약품 업종이나 제약과 바이오 업종에 부정적 영향
2015-07-31	한미약품 잇다른 대규모 기술이전 계약으로 제약업종 추가 랠리
2015-09-30	한미약품 릴리 대상 기술이전 계약으로 추가 랠리, 백수오 파동 추가 일시적 하락
2016-02-29	글로벌 증시 전반적으로 약세, 힐러리가 약가 인하 정책으로 바이오주가 약값 논쟁
2016-10-11	한미약품 BI 기술반납 및 공시이슈로 추가 디레이팅

자료: 언론자료, 키움증권 리서치센터

제약/바이오 산업성장의 요인점검 : 인구고령화, 삶의 질 개선

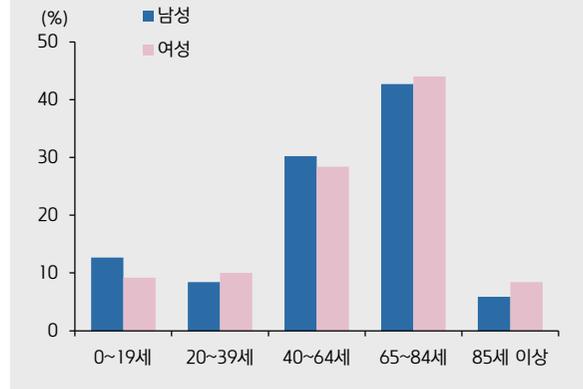
- ◎ 인구고령화에 따른 전문의약품 수요 증가
  - 국내 65세 인구 전체 인구 비중의 13.1% 차지하며 고령화 사회 진입
    - 인구 고령화 및 성인질환(고혈압, 고지혈, 당뇨 등) 증가에 따른 만성질환 관련 원외처방량 지속 증가 전망
  - 노인 인구비중 증가 및 1인당 약제비 증가 등 인구통계학적 구조변화로 지속적인 의약품 수요 증가 예상
  
- ◎ 삶의 질 개선 의약품 및 건강기능식품, 화장품 산업 꾸준히 성장
  - 건강관리를 위한 건강기능식품 및 삶의 질 개선 의약품(Quality of Life)에 대한 수요도 크게 증가할 것
  - 피부, 미용, 성형 등 코슈메디칼 관련 산업도 꾸준히 성장 예상

만성질환 증가에 따른 전문의약품 비중 증가



자료: 국민건강보험공단, 키움증권 리서치센터

생애주기별 1인당 의료비 비중



자료: 한국보건사회연구원, 키움증권 리서치센터

제약/바이오 산업성장의 요인 점검 : 수출확대로 성장지속

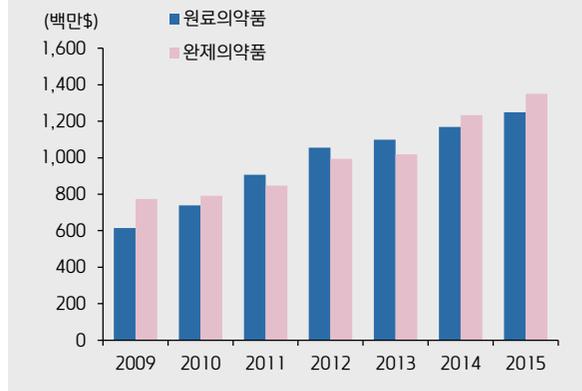
◎ 수출확대로 성장지속

- 원료의약품 및 완제의약품 해외품목 등록으로 수출 꾸준히 증가
- 식약처 ICH(국제의약품규제조화위원회) 정회원 가입, 국내 의약품 글로벌 스탠다드 기준 충족
- 제네릭, 바이오시밀러 의약품 등 저가 의약품에 대한 수요 증가 >> 제네릭 중심의 국내 제약 산업 수혜

◎ 바이오시밀러 중심의 바이오의약품 수출증가

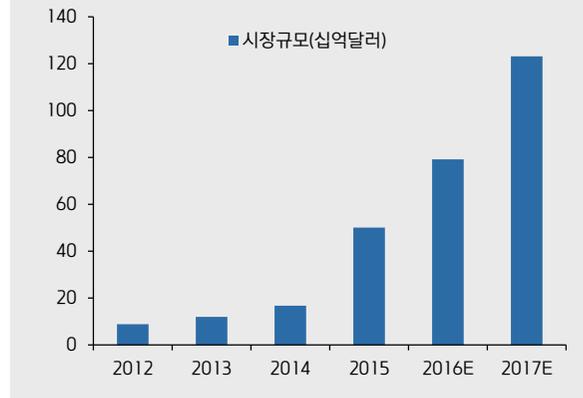
- 미국, 유럽 등 선진국 바이오시밀러에 대한 가이드라인 마련: 환자부담을 낮추기 위한 노력 지속
- 레미케이드, 엔브렐, 휴미라, 허셉틴 등 글로벌 블록버스터급 항체의약품 바이오시밀러 선진국 시장 선점  
→ 셸트리온, 삼성바이오에피스 등

국내 의약품 수출금액 추이



자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

세계 바이오시밀러 시장 전망



자료: 프루스트앤설리번, 키움증권 리서치센터

제약/바이오 산업성장의 요인 점검 : 글로벌 B2B 성과 가시화

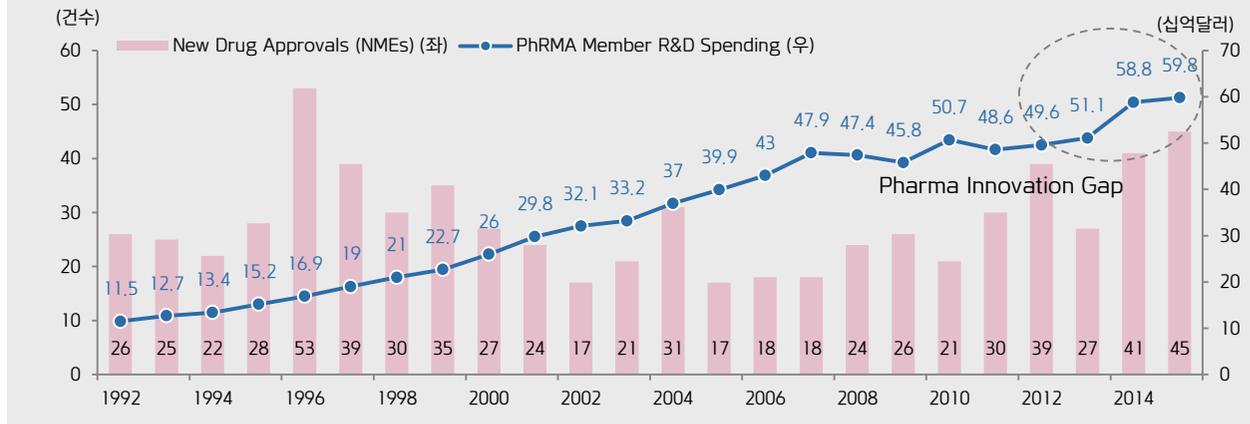
◎ R&D 성과 가시화되며 상용화가 진행중

- 1987년 물질특허제도 도입 이후 신약 출시가 시작
- 백신, 인슐린, 성장호르몬 등 1세대 바이오의약품부터 Mab(Monoclonal antibody), 바이오시밀러 등에 이어 줄기세포 치료제, 유전자치료제, 면역치료제 등 차세대 신약개발까지 다양한 종류의 R&D가 진행되었으며 상용화를 앞두고 신약 가치에 대한 재평가 중

◎ 기술 이전 및 M&A 건수는 증가할 듯

- 글로벌 기술이전이 늘어나는 배경에는 다국적 제약사들이 기존 합성신약의 특허만료에 따른 약가인하 및 제네릭 경쟁심화로 새로운 성장동력을 발굴 필요성 때문
- 대부분의 신약개발 업체들의 R&D 목표는 다국적 제약사로 기술이전을 하거나 기업간 M&A를 진행

R&D 지출 및 신약 승인건수 빠르게 증가



자료 : 미국제약협회, 키움증권

## 제약/바이오 산업성장의 요인 점검 : 글로벌 B2B 성과 가시화

### 국산 신약 기술이전 사례

회사	적응증	후보물질	시기	이전대상	기술이전규모	현황
LG생명과학	항생제	팩티브	1997년 5월	GSK	총 3700만달러	2002년 NDA재신청전 상업화권리 철회
아모레퍼시픽	진통제	PAC200030	2004년 2월	Schwarz Pharma	총 1억725만유로 계약금 325만유로	개발중단
부광약품	B형 간염	레보비르	2005년 6월	Pharmasset	총 3000만달러 계약금 600만달러	임상시험 중단 권리 철회
일양약품	역류성식도염	일라프라졸	2005년 9월	TAP(다케다&에보트)	총 4400만달러 계약금 350만달러	미국임상 3상 중단
동아제약	항생제	DA-7218	2007년 2월	트리우스	총 1720만달러 판매로열티 5~7% 총 2억달러 계약금 2000만달러 +임상2b 마일스톤 300만달러	미국/유럽/한국 판매허가 획득 부작용으로 임상2상 중단
LG생명과학	C형간염	G5-9450	2007년 11월	길리어드	총 6900만달러	계약해지
메지온	발기부전	유데나필	2008년 12월	워너칠코트	총 3100만달러 계약금 200만달러	임상시험 중단
중근당	고도비만치료제	벨로라닙	2009년	자프켄	총 1억 4000만달러 계약금 245만달러	기술이전계약 중도해지
레고켐바이오	세파게항생제		2012년 12월	아스트라제네카	총 3억 6200만달러 계약금 6500만달러	글로벌 임상3상 진행
메디톡스	피부주름개선	보톨리눔독신	2013년 9월	앨러간	총 6억 9000만달러 계약금 5000만달러	2015년말 글로벌 임상 개시 예정
한미약품	류마티스관절염	HM71224	2015년 3월	일라이릴리	총 7억 3000만달러 계약금 5000만달러	기술이전계약 중도해지
한미약품	항암제	HM61713	2015년 7월	베링거인겔하임	총 1,150억원 계약금 230만달러	중국지역
제넥신	항체융합단백질	GX-H9외	2015년 10월	타슬리	총 39억유로 계약금 4억유로	글로벌 임상3상 진행
한미약품	지속형 당뇨치료제	퀀텀프로젝트	2015년 11월	사노피	총 7500만달러 계약금 100만달러	일본, 대만
안트로젠	당뇨병성족부괴양	Allo-ASC	2016년 2월	니신제약	총 6150만달러	북미, 유럽, 호주 등 복합제 개발
동아에스티	NASH	DA-7218	2016년 4월	토비라	총 3,524억원 계약금 11.6억원	-
크리스탈지노믹스	항암제	CG026806	2016년 6월	엡트즈바이오	총 1.2억달러 계약금 600만달러	중국, 홍콩 등 (오스코텍 파이프라인)
유한양행	항암제	YH25448	2016년 7월	루록신	총 9.1억달러 계약금 8,000만달러	국내 1상진행
한미약품	항암제	HM95573	2016년 9월	제넨텍		

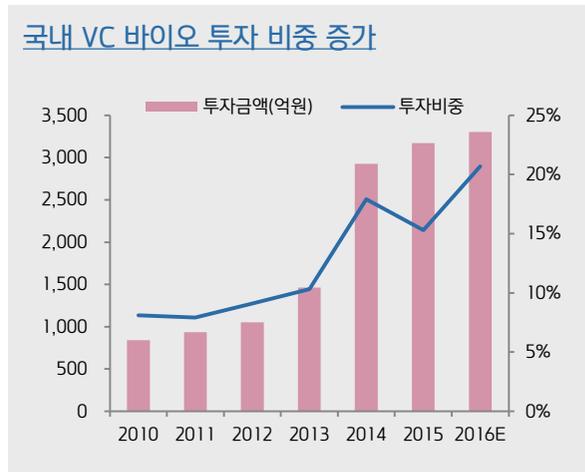
자료 : 각 업체, 키움증권

제약/바이오 산업성장의 요인 점검 : 바이오산업 투자 증가

◎ 국내 벤처캐피탈 바이오 산업 투자 비중 증가

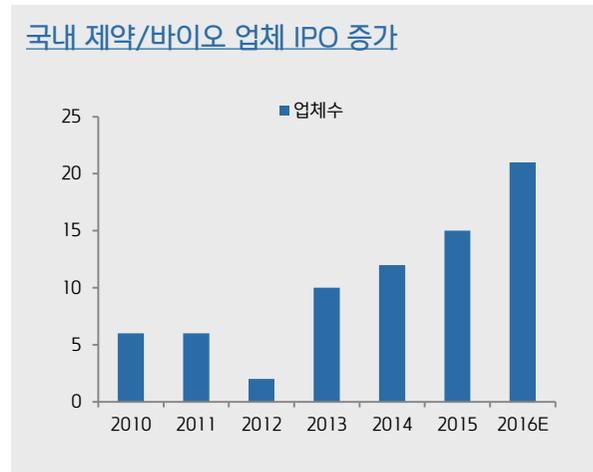
- 국내 벤처캐피탈 신규투자 바이오 및 헬스케어 분야에 집중, 2015년 기준 3,170억원 투자 집행
- 2016년 8월까지 집계된 투자금액은 바이오/의료 분야에 2,643억원으로 전년대비 23% 이상 증가
- 신약허가 건수 증가 및 L/O, M&A, IPO 등 Deal 규모 및 건수 증가에 따른 투자 확대
- 신규 바이오 업체들 다양한 파이프라인 및 비즈니스 모델 보유
  - NRDO(No Research Development Only): 물질발굴 없이 도입해 임상 개발에 집중
  - 희귀질환치료제, 세포치료제, 면역치료제, 플랫폼 기술 등

국내 VC 바이오 투자 비중 증가



자료: 한국벤처캐피탈협회, 키움증권 리서치센터

국내 제약/바이오 업체 IPO 증가



자료: 한국거래소, 키움증권 리서치센터

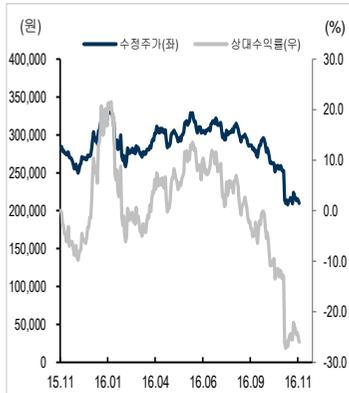
유한양행(000100) 안정적인 실적에 R&D 가치 증가 기대

BUY (Upgrade)

주가(11/21): 198,500원/TP: 360,000원

KOSPI (11/21)	1,983.47pt	
시가총액	22,138억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	335,500원	208,000원
최고/최저가 대비 등락율	-37.41%	0.96%
상대수익률	절대	상대
	1M	-18.9%
	6M	-29.3%
	12M	-25.5%
발행주식수	11,389천주	
일평균거래량(3M)	35천주	
외국인 지분율	31.78%	
배당수익률(16.E)	0.73%	
BPS(16.E)	127,733원	

- ◎ 도입품목 및 API 수출증가로 안정적인 실적 성장
  - 트윈스타, 트라젠타, 비리어드 등 도입품목 매출 지속 증가
  - 강력한 마케팅 능력 보유, 프라닥사, 스트리빌드 등 신규 도입품목 시장 안착
  - 길리어드향 항바이러스 원료의약품(C형간염치료제) 수출 증가
- ◎ 자회사 및 합작회사 실적개선으로 수익성 개선
  - 원료의약품 제조, 공급하는 자회사 유한화학 수출증가에 따른 이익 개선
  - 유한김벌리 브랜드 인지도 상승, 중국 및 호주 지역 프리미엄 제품 판매 호조
  - 자회사, 합작회사 실적개선으로 연결실적 및 지분법 이익 등 이익기여도 높아질 것
- ◎ 오픈이노베이션 기반 투자확대로 R&D 가치 높아
  - 현금성 자산을 바탕으로 바이오 신약개발 업체, 진단, 화장품 업체 지분투자 확대
  - 해당 업체들을 통해 R&D 파이프라인 확보 및 차세대 성장동력 마련
  - 과민성대장증후군, 비소세포폐암 등 시장성 있는 파이프라인 임상 순조롭게 진행



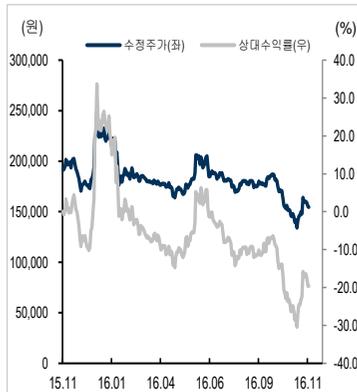
투자지표	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	10,175	11,287	13,012	14,070	15,308
보고영업이익(억원)	744	858	932	986	1,110
핵심영업이익(억원)	744	858	932	986	1,110
EBITDA(억원)	1,009	1,169	1,215	1,275	1,393
세전이익(억원)	1,161	1,683	1,435	1,608	1,763
순이익(억원)	909	1,260	1,113	1,206	1,322
지배주주지분순이익(억원)	909	1,260	1,113	1,206	1,322
EPS(원)	7,986	11,068	9,775	10,590	11,611
증감율(%)	5.2	38.6	-11.7	8.3	9.6
PER(배)	21.2	24.6	27.9	25.7	23.5
PBR(배)	1.5	2.3	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA(배)	15.4	23.6	22.2	20.5	18.0
보고영업이익률(%)	7.3	7.6	7.2	7.0	7.3
핵심영업이익률(%)	7.3	7.6	7.2	7.0	7.3
ROE(%)	7.3	9.5	7.9	8.0	8.2
순부채비율(%)	-28.0	-24.1	-26.1	-30.4	-34.2

녹십자(006280): 2017년 글로벌 시장개척 선도

BUY (Maintain)

주가(11/21): 151,000원/TP: 200,000원

KOSPI (11/21)	1,983.47pt	
시가총액	17,647억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	249,500원	134,000원
최고/최저가 대비 등락율	-38.08%	15.30%
상대수익률	절대	상대
	1M	1.0%
	6M	-7.8%
	12M	-19.1%
발행주식수	11,687천주	
일평균거래량(3M)	36천주	
외국인 지분율	24.73%	
배당수익률(16.E)	1.09%	
BPS(16.E)	85,414원	



- ◎ IVIG(면역글로블린)로 복미 시장 본격 진출
  - 2017년 캐나다 공장 가동으로 복미시장 본격 진출, 글로벌 혈액제제 회사로 거듭나
  - 미국 임상3상이 완료된 혈액제제 IVIG-SN(면역글로블린) FDA 품목허가 기대
- ◎ 독감백신 수출 꾸준히 증가, 대형품목 도입으로 내수시장에서도 선전
  - WHO항(남반구, 북반구) 독감 및 수두백신 수출 꾸준히 증가
  - 국내 독감백신 및 도입 프리미엄 백신 처방 안정적, 꾸준한 점유율 확보
  - 대형품목 바라크루드(B형간염치료제) 도입으로 내수 시장에서도 선전
- ◎ 2017년 기대되는 R&D 성과
  - 헌터라제(헌터증후군) 미국 임상2상, 그린진F(혈우병치료제) 중국 임상3상 완료 기대
  - 동남아시아 및 중동지역 대상 혈액 플랜트 기술이전 및 공급 가능성 부각

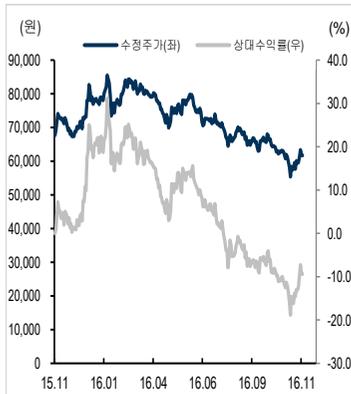
투자지표	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	9,753	10,478	11,467	12,511	13,749
보고영업이익(억원)	970	917	849	926	1,018
핵심영업이익(억원)	970	917	849	926	962
EBITDA(억원)	1,205	1,201	1,100	1,190	1,227
세전이익(억원)	1,167	1,289	827	924	1,065
순이익(억원)	868	957	628	701	807
지배주주지분순이익(억원)	839	950	608	679	781
EPS(원)	7,183	8,126	5,202	5,807	6,685
증감율(%)	15.8	13.1	-36.0	11.6	15.1
PER(배)	19.1	22.5	35.2	31.5	27.4
PBR(배)	1.8	2.2	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA(배)	14.3	18.1	20.1	18.6	17.9
보고영업이익률(%)	9.9	8.7	7.4	7.4	7.4
핵심영업이익률(%)	9.9	8.7	7.4	7.4	7.0
ROE(%)	9.9	10.0	6.2	6.6	7.2
순부채비율(%)	7.4	1.9	0.5	0.3	-0.7

SK케미칼(006120): 실적 턴어라운드, 2017년이 기대된다.

BUY (Maintain)

주가(11/21): 62,000원 /TP: 100,000원

KOSPI (11/21)	1,983.47pt		
시가총액	15,068억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	85,500원	55,400원	
최고/최저가 대비 등락율	-27.84%	11.37%	
상대수익률	절대	상대	
	1M	-1.8%	1.5%
	6M	-17.2%	-17.9%
	12M	-8.9%	-9.4%
발행주식수	27,120천주		
일평균거래량(3M)	107천주		
외국인 지분율	11.14%		
배당수익률(16.E)	0.41%		
BPS(16.E)	57,836원		



- ◎ LS(Life Science)사업부 중장기 성장 동력 확보
  - 세포배양 독감백신 및 프리미엄 백신을 중심으로 빠르게 점유율 확대
  - 혈우병 치료제 앱스틸라(NBP601) 미국 품목허가, 유럽 EMA 시판권고, 2017년 로열티 수취 기대
- ◎ R&D 파이프라인 가치 높이 평가
  - 사노피 파스퇴르(Sanofi Pasteur)와 차세대 폐렴구균백신의 공동개발 및 판매 계약 체결로 글로벌 시장 진출
  - 폐렴구균백신 소아대상 임상3상 결과 기대, 대상포진 백신 국내 허가 임박, 2017년 수익성 개선 본격화
- ◎ GC(Green Chemical)사업부 수익성 개선 기대
  - 저마진 PET 생산규모 축소, 마진 높은 고기능 친환경 소재인 PETG 생산에 집중
  - BD(바이오테일)의 스프레드 개선으로 수익성 개선.

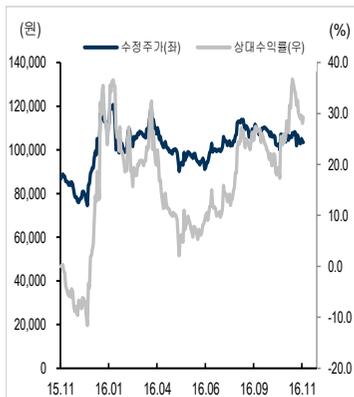
투자지표	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	72,836	52,692	59,140	66,177	74,648
보고영업이익(억원)	1,496	1,143	1,765	2,118	2,389
핵심영업이익(억원)	1,496	1,143	1,765	2,118	2,389
EBITDA(억원)	2,347	2,173	3,135	3,489	3,718
세전이익(억원)	343	1,164	1,577	1,846	2,037
순이익(억원)	140	944	1,260	1,458	1,607
지배주주지분순이익(억원)	-251	556	752	876	964
EPS(원)	-1,041	2,289	2,774	3,231	3,555
증감율(%)	N/A	N/A	21.2	16.5	10.0
PER(배)	-59.9	31.7	26.2	22.5	20.4
PBR(배)	1.2	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	6.3	26.2	17.1	14.4	12.6
보고영업이익률(%)	2.1	2.2	3.0	3.2	3.2
핵심영업이익률(%)	2.1	2.2	3.0	3.2	3.2
ROE(%)	0.7	4.1	4.8	5.3	5.5
순부채비율(%)	112.4	98.3	83.5	68.4	53.5

셀트리온(068270): 바이오시밀러 시장을 선점하다.

BUY (Initiate)

주가(11/21): 102,900원 / TP: 135,000원

KOSDAQ (11/21)	610.74pt		
시가총액	119,980억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	120,600원	74,500원	
최고/최저가 대비 등락율	-14.18%	38.93%	
상대수익률	절대	상대	
	1M	-3.3%	3.0%
	6M	14.7%	26.5%
	12M	19.5%	29.2%
발행주식수	116,598천주		
일평균거래량(3M)	427천주		
외국인 지분율	25.87%		
배당수익률(16.E)	0.00%		
BPS(16.E)	15,933원		



◎ 레미케이드 바이오시밀러 램시마 선진국 시장 선점

- 유럽 레미케이드(Infliximab) 시장 점유율 40%에 근접, 바이오시밀러 시장 선점 주도
- 11월말 미국 램시마 판매로 북미 시장 진출 본격화, 경쟁업체 대비 시장 점유율 빠르게 확보해 나가

◎ 테바, 리룩산 바이오시밀러 트룩시마, 허셉틴 바이오시밀러 허쥬마 독점 판매 계약

- 이스라엘 제약사 테바 트룩시마와 허쥬마에 북미지역 독점판매권 계약 체결
- 테바는 제네릭의약품의 영업력을 보유, 바이오시밀러 시장에서도 적용 가능할 것.
- 트룩시마 국내 식약처 판매허가 획득(11/17), 연내 EMA 승인 기대

◎ 글로벌 바이오시밀러 시장 본격 확대의 최대 수혜

- 미국 의약품 시장에서는 약가인하에 대한 니즈가 확대, 트럼프 당선자 약가의 시장경쟁을 유도.
- 미국 저가 의약품 수입 확대, 국내 바이오시밀러 업체 최대 수혜 기대

투자지표	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	4,710	6,034	6,749	8,698	12,368
보고영업이익(억원)	2,015	2,590	2,747	3,698	5,269
핵심영업이익(억원)	2,015	2,590	2,747	3,698	5,269
EBITDA(억원)	2,777	3,411	3,610	4,597	6,223
세전이익(억원)	1,491	1,631	2,223	2,995	4,267
순이익(억원)	1,175	1,583	1,793	2,423	3,456
지배주주지분순이익(억원)	1,127	1,541	1,594	2,154	3,073
EPS(원)	1,008	1,332	1,368	1,847	2,635
증감율(%)	2.8	32.2	2.7	35.1	42.6
PER(배)	37.5	63.4	61.8	45.7	32.1
PBR(배)	3.4	5.8	5.3	4.8	4.1
EV/EBITDA(배)	18.5	31.3	32.3	25.2	18.3
보고영업이익률(%)	42.8	42.9	40.7	42.5	42.6
핵심영업이익률(%)	42.8	42.9	40.7	42.5	42.6
ROE(%)	9.6	10.0	9.4	11.5	14.4
순부채비율(%)	53.9	35.4	33.7	26.4	14.1

셀트리온(068270): 바이오시밀러 시장을 선점하다.

BUY (Initiate)

## 셀트리온 Valuation Table

구분	2,015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
가. 셀트리온매출액	603	675	870	1,237	1,711	2,035	2,338	2,534	2,797	2,956	3,158	3,319
나. 셀트리온영업이익	259	274	370	527	728	872	1,062	1,151	1,273	1,343	1,436	1,513
OPM(%)	42.9	40.7	42.5	42.6	42.5	42.9	45.4	45.4	45.5	45.5	45.5	45.6
유효법인세율(%)	12	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19
다. NOPLAT =B*(1-19%)		222	300	427	590	706	860	933	1,031	1,182	1,263	1,331
라. 감가상각비	32	37	38	39	39	40	40	40	40	40	40	40
마. 무형자산상각비	50	50	47	43	40	37	37	37	37	37	37	37
바. CAPEX	51	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	51
사. 잉여현금흐름(FCF) =다+라+마-바		260	334	459	619	734	888	960	1,058	1,209	1,291	1,357
아. 예측기간FCF현재가치		242	291	372	469	519	585	591	607	648	645	633
예측 기간 내 FCF의 PV 합계	5,602											
<b>Terminal Value</b>												
g (Perpetual Growth rate)	1.00%											
r (Discount rate)	7.20%											
A (2026FCF)	1,371											
TV = A / (r-g)	22,111											
PV of Terminal Value	10,308											
Enterprise Value	15,910											
Interest Bearing Debt	524											
Equity Value	15,386											
주당평가액	134,757											

자료 : 키움증권

셀트리온(068270): 바이오시밀러 시장을 선점하다.

BUY (Initiate)

## 셀트리온 주요 품목 매출 추정

램시마® 매출	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Infliximab 시장규모(m\$)	9,240	9,646	9,163	8,613	8,011	7,450	7,375	6,859	6,379	6,315	6,252	6,189	6,128
점유율(%) 램시마®	-	2.3	14.0	18.3	26.3	39.2	46.0	53.9	14.5	19.1	27.3	37.8	44.8
램시마®(셀트리온기준)	-	217	641	789	1,054	1,462	1,697	1,847	463	603	853	1,170	1,371
트록시마® 매출	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Rituximab 시장규모(m\$)	7,546	7,324	7,458	7,517	6,475	6,225	5,381	5,288	5,222	5,132	5,041	5,222	5,013
점유율(%) 트록시마®	-	-	-	-	3.8	10.3	11.7	14.3	16.2	18.2	21.2	21.3	23.2
트록시마®(셀트리온기준)	-	-	-	-	146	384	377	454	507	560	640	669	698
허쥬마® 매출	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Trastuzumab 시장규모(m\$)	6,863	6,797	7,000	7,211	6,511	6,284	6,277	6,144	6,313	6,339	6,534	6,733	6,902
점유율(%) 허쥬마®					2.9	6.3	10.0	10.7	10.9	15.2	15.5	15.8	20.3
허쥬마®(셀트리온기준)					114	238	376	394	414	580	609	639	839

자료 : 키움증권 추정

# Part II. 음식료 Overweight (Maintain)

## ◎ 싸움판을 해외로 옮겨라

- 중국, 새로운 기회가 열린다
- 2017년 이익결정변수 Summary
- 카테고리별 주요 이슈 점검
- 음식료 업종 투자전략

## ◎ Top Picks

- CJ제일제당 (097950)
- 농심 (004370)
- 롯데칠성 (005300)



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



# Summary

## >>> 중국, 새로운 기회가 열린다

- 중국 F&B 시장은 1) 소비의 질적 성장, 2) 수요의 다양화, 3) 웰빙의 추구, 4) 온라인 채널 확대에 의해, 성장 속도의 차이가 발생
- 이러한 성장 속도의 차이는 중국 F&B 시장의 구조적 트렌드를 설명
- 국내 업체 중에서는 CJ제일제당, CJ프레시웨이, 농심, 오리온이 해당 기회를 효과적으로 활용할 수 있을 것으로 판단

## >>> 치열한 싸움판의 승자는?

- '17년 국내 음식료 산업은 전체적인 경쟁강도 상승 예상. 다만, 출하량의 역기저가 사라지고, 해외 사업 기회가 한층 탄력 받을 것
- 수익성 개선 측면에서 글로벌 사료용 아미노산, 국내 유가공 및 라면 카테고리에 대한 관심이 유효
- 점유율 변화 측면에서 가공식품과 주류 카테고리에 대해 주목할 필요

## >>> Top Picks: CJ제일제당, 농심, 롯데칠성

- CJ제일제당: 글로벌 사료용 아미노산 시황 개선 수혜, 국내외 가공식품 외형 성장 측면에서 매력적
- 농심: 이익 역성장애 대한 우려가 주가에 많이 반영되었고, 해외 사업 비중이 지속 확대되는 점이 긍정적
- 롯데칠성: 그룹의 지배구조 개선 속에, 영업가치가 저평가 되어 있고, 맥주 점유율 상승이 기대

## 1) 중국: 외식업의 질적 성장과 수요의 다변화

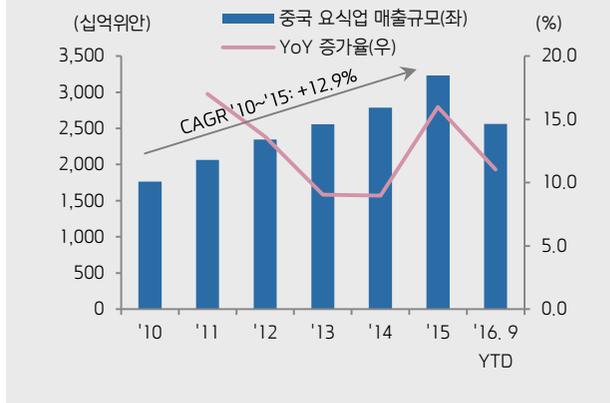
### ◎ 중국 외식산업, 대도시 중심으로 고성장 중

- 중국 외식산업 매출규모는 2010년부터 2015년까지 연평균 12.9% 성장
- 중국의 소득 수준이 상승하면서, 식품소비 외부화가 지속되었기 때문
- 대도시에서 이러한 현상이 더욱 가속화. 베이징, 상해, 광둥성이 차지하는 비중은 매년 1~2%p 증가

### ◎ 중국 프랜차이즈 시장의 질적 발전과 규제 완화

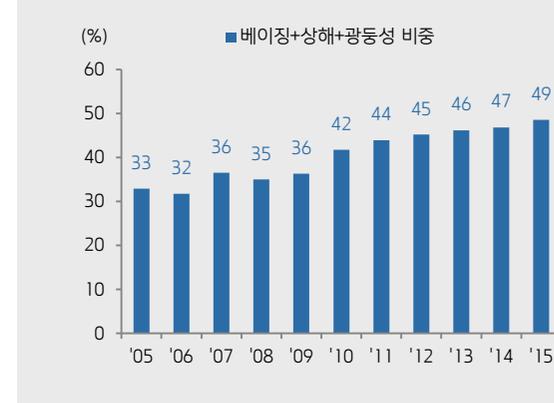
- 1) 시장 개방, 2) 법규 완비, 3) 소비자들의 인지도 상승에 따라, 질적 발전과 규제 완화가 진행되고 있는 것으로 판단
- '05. 2 부터 외국계 자본 독자기업(지분율 100%)의 중국 내 프랜차이즈 경영이 가능해짐. 외국계 기업의 가맹점 모집 본격화
- 중국 내 에서 1년 이상 경영한 직영 매장이 2개 이상인 기업은 프랜차이즈 운영 가능

중국 외식업(Catering) 매출규모 추이



자료: CEIC, 중국 국가통계국

중국 체인 외식업 내 대도시 매출비중 상승 추세



자료: CEIC, 중국 상무부, 키움증권 리서치

## 1) 중국: 외식업의 질적 성장과 수요의 다변화

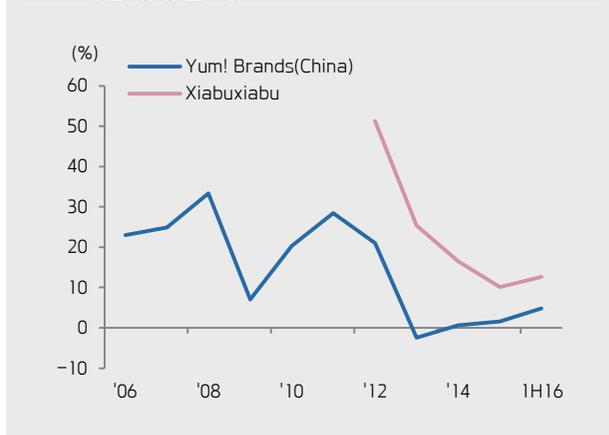
## ◎ 외식 수요의 고급화

- Yum! Brands, 맥도날드 중국 사업부 매각 추진 중
- 중산층의 소득이 오르면서 소비자들의 입맛이 까다롭게 바뀌고, 레스토랑 선호가 점점 더 고급화
- 소비자들의 선호는 점점 캐주얼 다이닝 레스토랑으로 옮겨가고 있음
- 저가 시장은 경쟁이 심화되면서 로컬 업체들에게 점유율을 빼앗기고 있는 상황

## ◎ 외식 수요의 다변화

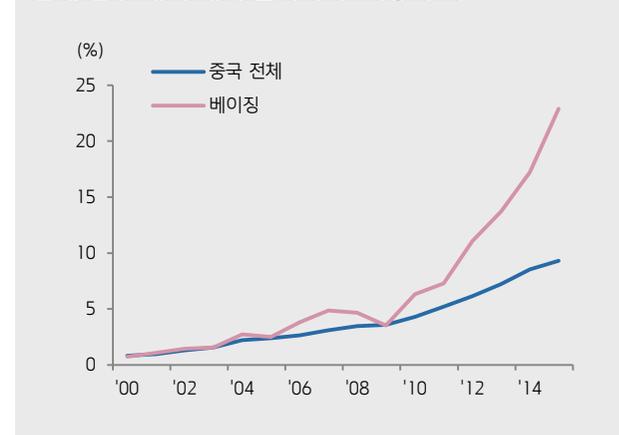
- 해외 여행 경험이 늘어나면서, 다양한 음식 문화를 경험한 인구의 비중이 늘어나고 있음
- 매년 중국 전체 인구의 약 9%가 해외로 출국하고 있는데, 베이징은 이 비중이 23%까지 증가
- 인터넷 사용이 확산되면서 외식 장소에 대한 정보 공유가 빨라지고 있음(예: 맛집 평가 사이트(앱) Dianping.com)
- 인터넷과 모바일에 익숙한 빠링허우(80년대생), 지우링허우(90년대생)가 주력 소비 계층으로 부상

YoY 매출 성장률 비교: Yum! Brands vs Xiabuxiabu



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치(위안화 기준)

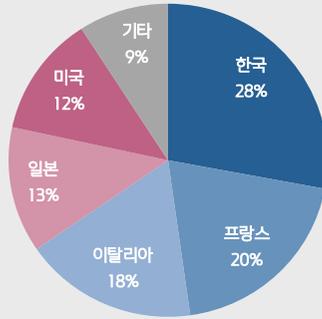
전체 인구 대비 해외 출국자 수 비중 추이



자료: CEIC, 키움증권 리서치

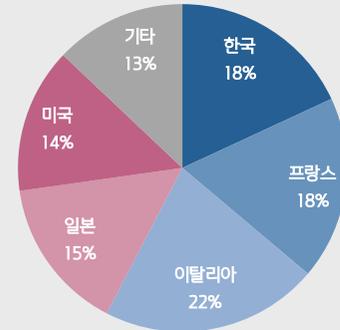
1) 중국: 외식업의 질적 성장과 수요의 다변화

북경 유동인구 선호 에스닉 식당 유형 분포



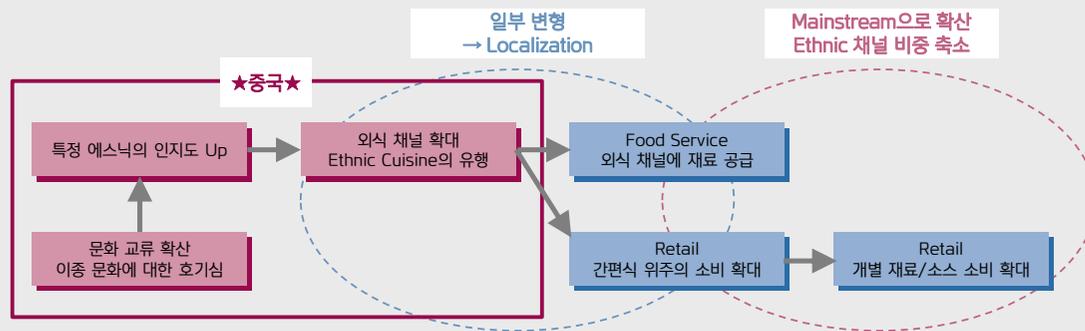
자료: 한식재단(2014 해외 외식 및 한식사업 조사)

상해 유동인구 선호 에스닉 식당 유형 분포



자료: 한식재단(2014 해외 외식 및 한식사업 조사)

미국 내 Ethnic Food의 전파 단계 -> 중국 시장에도 적용 가능

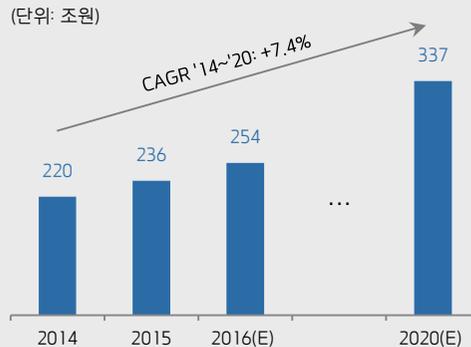


자료: 키움증권 리서치

## 1) 중국: 외식업의 질적 성장과 수요의 다변화

- ◎ 식품안전 사고의 발생과 정부 규제 강화
  - 중국 내 지속적인 식품안전 사고로 인한 정부 규제의 강화도 식자재 유통업의 기업화를 촉진시킬 수 있는 요인
  - 2015년 중국에서 식품안전사고로 인한 사망자 수가 1만명, 경제적 손실이 50억 위안에 이른 것으로 밝혀짐
  - 2015년에 라벨링 제도 강화, 식품리콜제 관리법 시행, 식품안전법 개정을 통해, 규제 수위를 높여나가고 있음
  
- ◎ 식자재 유통업자에게 열리는 새로운 기회
  - 외식 산업이 질적 성장으로 식재료의 Quality가 점점 중시
  - 수요층이 다변화 되면서, 새로운 상품의 차별화를 시도할 수 있는 기회가 열릴 것
  - CJ프레시웨이: 1) CJ그룹과의 시너지, 2) 현지 파트너와의 JV, 3) 글로벌 소싱력 확장을 통해 중국 사업 확장 기대

### 중국 B2B 식자재유통 시장 규모 추이 및 전망



자료: CJ프레시웨이

### CJ프레시웨이 해외 법인 운영 계획

국가	지향점	주요상품	
		소싱	유통
중국	JV1 기반 내수유통 진입 위한 상품/고객 구축	중식캔, 당면, 냉동농산물 등	휘핑크림, 수입과일 등
베트남	상품경쟁력 기반 3국 무역 Network 완성의 Core	연제류, 망고, 용과, 캐슈넛 등	수입과일, 버팔로(우유) 등
미국	US-Asia 間 No.1 Trade Company	토마토캔, 오렌지, 포도 등	바사, 마히마히, 한국産 상품 등

자료: CJ프레시웨이

## 2) 중국: Well-being Trend

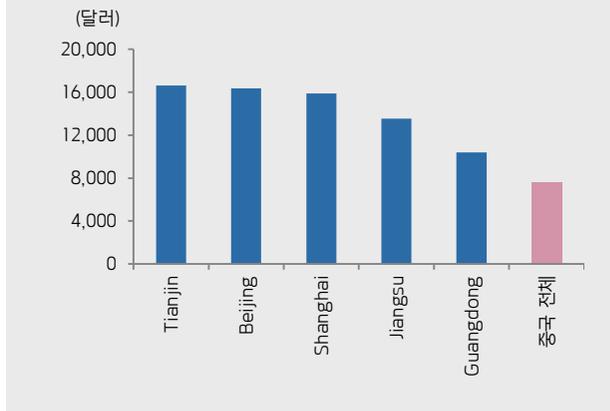
### ◎ 대도시 중심으로 Well-being Trend 확산

- 중국 전체 1인당 GDP는 \$8,000 수준이지만, 베이징을 비롯한 대도시들은 이미 1만불 중반 수준까지 올라온 상황
- 중국 내 웰빙 관련 시장이 연평균 15% 성장하고 있는 것으로 추산
- 탄산음료/과즙음료 소비 축소, 생수/탄산음료/요구르트 소비 증가

### ◎ 새로운 시장을 공략하는 식품 업체들

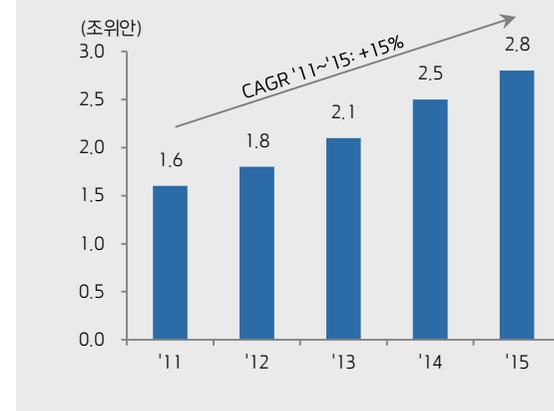
- Mondelez는 건강/영양/편의성을 강조한 breakfast biscuit 제품인 “belVita” 브랜드 런칭
- Pepsi Co는 아침 식사 대용식, 오토밀 음료 브랜드인 “Quaker” 를 각각 지난 해 중국 시장에 런칭
- Biostime은 작년 9월에 호주 최대 비타민 제조사인 스위스웰니스그룹을 약 1조원에 인수
- 2014년에 라이신 생산을 중단했던 Fufeng은 건강과 웰빙 컨셉에 맞는 High-end 아미노산 제품 확대에 주력
- WantWant과 Tingyi는 후발주자로 요구르트 사업에 뛰어들었고, Yili는 유기농 우유 업체 인수에 46억 위안을 투자

주요 대도시 vs 중국 전체 1인당 GDP 비교



자료: CEIC, 중국 국가통계국

중국 웰빙 시장 성장추이



자료: 한국무역협회, 중국산업정보망

## 2) 중국: Well-being Trend

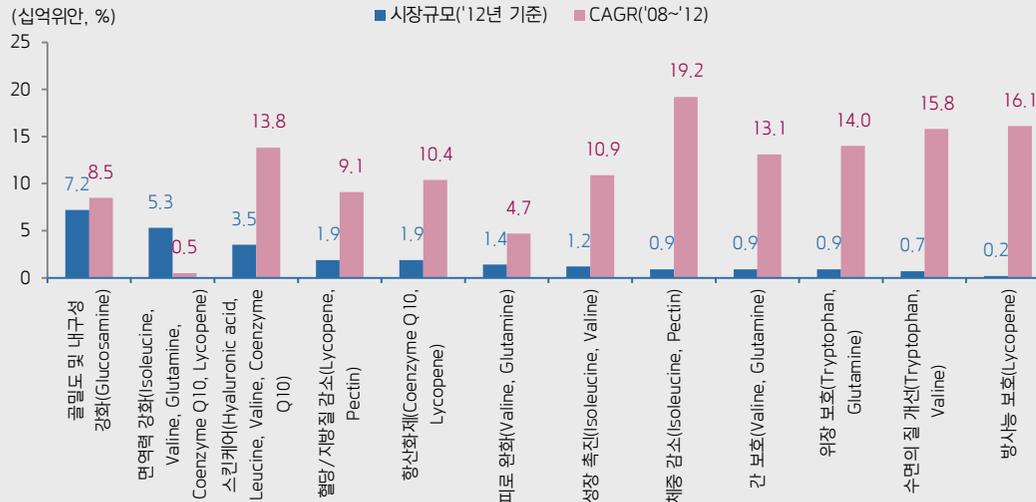
## ◎ CJ제일제당의 기능성 아미노산 사업에 주목

- CJ제일제당은 올해 4월에 중국 기능성 아미노산 전문 업체인 하이더를 인수
- 주요 제품은 화장품/건강기능식품 소재로 쓰이는 시스테인, 운동 보조제의 성분으로 사용되는 시트룰린, 오르니틴 등
- 현재 심양 공장의 라이신 생산을 중단하고, 시스테인의 주요 원재료인 시스틴의 호환 설비를 설치 중

## ◎ Fufeng Case Study

- 자신들의 정제/발효 기술 분야의 장점을 극대화하기 위해, 쓰레오닌과 고부가가치 아미노산을 중심으로 포트폴리오를 재편
- 중국 신장 지역의 공장에서 Valine, Leucine, Isoleucine, Glutamine, Hyaluronic acid 등의 생산을 중점적으로 확대
- 중국 시장에서 건강 & 웰빙 관련 성분은 대체로 연평균 10% 이상의 성장률을 시현. 향후 기회가 많은 시장으로 판단

## 중국 건강 &amp; 웰빙 관련 성분의 시장규모 및 성장성



자료: Fufeng

## 2) 중국: Well-being Trend

- ◎ 오리온의 웰빙 프리미엄 제품 마켓오/닥터유에 주목
  - 한국에서 2008년에 런칭 했던 마켓오, 닥터유 브랜드 제품을 중국에서 확대해 나갈 계획
  - 현재 중국 1선 대도시의 소득 수준을 감안한다면, 한국 보다는 조금 이른 시기에 런칭하는 셈
  - 기존에 중국인 여행객들로부터 마켓오/닥터유 선물세트의 인기가 높았었음
- ◎ 마켓오(Market O), 닥터유(Dr. You) 브랜드는 웰빙 컨셉에 맞는 제품 라인업을 보유
  - 마켓오는 한국 유기농 농장에서 재배된 천연 원재료를 강조한 브랜드
  - MSG와 인공색소 같은 식품 첨가제를 넣지 않고, 나쁜 콜레스테롤 수치를 높이는 트랜스 지방이 0%임을 강조
  - 닥터유는 서울대학교 의사가 R&D에 참여한 브랜드
  - 역시 MSG와 인공색소 같은 식품 첨가제를 넣지 않았고, 제품의 영양 밸런스를 맞추는 데 중점
  - 기존 제품들을 좀 더 건강하게 먹을 수 있도록 개선. 칼슘/단백질/철분/섬유질 등의 영양소에 대해 적절한 균형을 추구

### Market O 제품 라인업



자료: 오리온

### Dr. You 제품 라인업



자료: 오리온

### 3) 중국: 온라인 채널 확대(개와 고양이의 싸움)

#### ○ 온라인 채널의 거침 없는 영토 확장

- 전체 소매 판매액 증가율과 온라인 소매 판매 증가율의 현격한 차이 지속
- 식료품이 포함된 FMCG 카테고리에서도 동일한 현상이 나타나고 있음
- FMCG 카테고리에서 온라인 채널이 차지하는 비중은 약 4% 수준 (2015년 기준). 매년 30~40% 수준의 성장을 지속 중
- 이미 전체 소매 시장에서 Tmall/Taobao의 Alibaba와 JD.com이 중국 내 시장점유율 1위와 2위를 기록

#### ○ Tmall과 JD.com, 전자상거래의 거인으로 성장하다

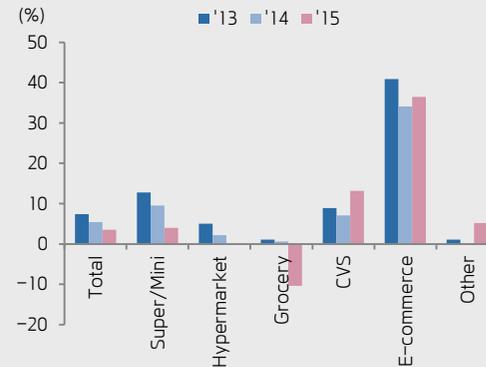
- 중국 온라인 채널의 성장 과정에서 Taobao/Tmall과 JD.com의 존재감은 독보적
- 이 둘의 싸움은 크게는 Alibaba와 Tencent의 싸움이라 할 수 있음
- Alibaba와 JD.com의 e-commerce 관련 전략은 몇 가지 상이한 점이 있으나, 가장 큰 차이점은 물류 전략으로 판단
- Alibaba는 물류 기능을 대체로 아웃소싱 하지만, JD.com은 대체로 내재화하려고 함

2015년 중국 리테일 시장점유율 현황 (단위: %)

순위	회사명	MS
1	Alibaba Group Holding	6.5
2	JD.com	2.8
3	China Resources Enterprise	1.2
4	Suning Appliance	0.9
5	GOME Electrical Appliances Holding	0.8
6	Wal-Mart Stores	0.8
7	Sun Art Retail	0.7
8	Bailian Group	0.5
9	Beijing Xiao Mi	0.5
10	Belle International Holdings	0.3
합계		15.0

자료: Sun Art Retail

FMCG 소매 판매액 YoY 증가율



자료: Kantar Worldpanel, Bain Analysis

주: 1) Hypermarket: >= 6,000m<sup>2</sup>, Super/Mini: 100~6,000m<sup>2</sup>, Grocery: <= 100m<sup>2</sup>(영업면적 기준)

### 3) 중국: 온라인 채널 확대(개와 고양이의 싸움)

◎ 전략적 제휴를 통해 확대된 싸움판

- JD.com이 규모 측면에서 Alibaba 대비 상당한 열세를 보여왔지만, Tencent가 싸움판에 뛰어들면서 상황이 바뀜
- 2014년 3월에 JD.com의 지분 15% 취득
- 그 해 여름에 그들의 메신저 플랫폼인 WeChat(모바일)과 QQ(PC)에서 JD.com 쇼핑물에 직접 접근할 수 있는 권한을 부여

◎ Alibaba와 JD.com의 네트워크 확장

- Alibaba: 2015년 8월에 Suning에 지분 20% 투자, 최근 Mondelez, Mars 등 글로벌 F&B 브랜드와 전략적 파트너십 체결
- JD.com: 2015년 8월에 Yonghui Superstores 지분 10% 인수, Walmart가 현재 JD.com의 3대 주주
- Walmart는 2016년 6월에 Yihaodian 지분을 JD.com에 현물출자하고 JD.com의 지분 5%를 받음(현재 11%)
- Walmart는 중국에서 JD.com의 배송 역량 제고, 글로벌 소싱력 강화를 추진하고 있음(Alibaba와 대결구도 형성)

#### Tmall과 JD.com의 주요 투자관계 및 전략적 Partnership 현황

B2C 쇼핑몰	플랫폼	주요 투자관계 및 전략적 Partnership
	Alibaba	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 주요 주주: Softbank(31%), Yahoo(15%)</li> <li>■ 주요 투자: Suning(20%)</li> <li>■ 전략적 Partnership: Costco, Metro, Mars, Mondelez, Nestle, Unilever 등</li> </ul>
	Tencent	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 주요 주주: Tencent(21%), Walmart(11%)</li> <li>■ 주요 투자: Yonghui(10%), Yihaodian(100%)</li> <li>■ 전략적 Partnership: Unilever 등</li> </ul>

자료: 언론보도, Bloomberg, 각 사 자료, 키움증권 리서치

### 3) 중국: 온라인 채널 확대(개와 고양이의 싸움)

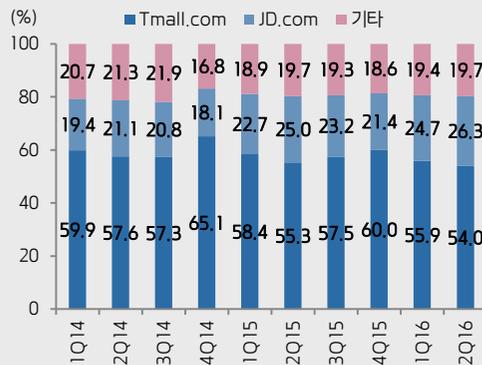
#### ◎ 식료품 유통에 대한 투자 확대

- 싸움이 F&B 카테고리에 집중되는 이유는 1) 시장 규모 대비 낮은 온라인 침투율, 2) Frequent traffic 확보 때문
- Tmall과 JD.com은 F&B 카테고리에 대한 프로모션과 함께, 배송 서비스 업그레이드에 심혈을 기울이고 있음
- 양사는 1) 배송 기간 단축, 2) 예측 가능한 배송 시점의 확보를 통해, 구매자의 편의를 도모
- 그 결과, 최근 실적발표에서 Alibaba와 Jingdong은 GMV의 성장이 가장 빠른 카테고리로 F&B를 지목
- JD.com 진영은 중국 내 특정 20개 Walmart 점포로부터 3km 이내 지역에 대해, 주문 이후 2시간 이내 배송 서비스 추진 중

#### ◎ 식료품 시장에 미치는 영향은?

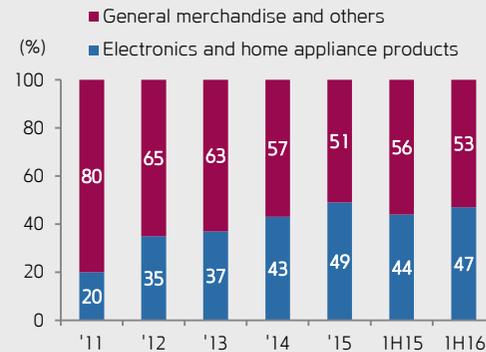
- 식료품은 1) 배송의 효율성이 낮고, 2) 구매 직후 빠르게 소비되며, 3) 제품의 신뢰성 문제가 있어서, 결과를 예측하기 어려움
- 다만, 양사 간의 싸움을 통해 1) 물류 인프라에 대한 투자 가속화와 2) 소비자들의 구매 접근성 향상으로 이어질 수 있음
- 이에 따라, 오프라인 채널 침투율이 낮지만, 브랜드 인지도가 있는 제품들은 중국 시장 점유율 확대에 좋은 기회가 될 것
- 농심의 수혜 전망. 중국에서 신라면을 통해 프리미엄 브랜드로 자리했고, 중서부 내륙 지역으로 커버리지 확대 중이기 때문

중국 B2C 온라인 리테일 시장점유율 추이



자료: iResearch

JD.com의 GMV Mix 추이



자료: JD.com

4) 2017년 이익결정변수 Summary

변수	변수의 방향성	주요 소업종별 점검
Q	중립적	<ul style="list-style-type: none"> <li>출산률 하락, 인구고령화로 내수 정체 지속. 품목별 차별적 성장세 진행 中</li> <li>다만, 신제품 역기저에 대한 부담은 대부분 마무리. High base 영향 거의 소멸</li> <li>간편식/편의식, 건강기능식품, 생수, 커피음료, 기업형 식자재유통은 구조적 성장세 지속</li> </ul>
P	중립적	<ul style="list-style-type: none"> <li>15년말 맥주, 탄산음료 가격 인상(OB맥주, LG생활건강)으로, 경쟁사 가격 인상 가능성 높음</li> <li>라면 가격 인상 가능성 있으나, 경쟁환경상 확신을 가지기 어려운 상황</li> </ul>
C	중립적	<ul style="list-style-type: none"> <li>곡물가격과 환율이 최근에 조정 받으면서, 내년도 옥수수/소맥 밸류체인의 원가 부담 완화</li> <li>라니나 리스크 축소되고 있지만, 아직 경계를 풀 때는 아님. 11/2 기준 주간 ONI 지수는 -0.8도</li> </ul>
해외	긍정적	<ul style="list-style-type: none"> <li>해외 시장 확대에 대한 관심 점증</li> <li>제과(오리온): 중국 제과 경기 둔화 영향을 적극적인 신제품 출시와 프리미엄 제품으로 극복 계획</li> <li>라면(농심): 중국 시장 MS 확대 중, 한국 프리미엄 라면으로 포지셔닝, 온라인 마케팅 확대 가능성</li> <li>분유(매일, 남양, 롯데): 중국 수출 증가세 둔화. 온라인 채널 확대와 정부 규제 영향 중요</li> <li>담배(KT&amp;G): 슬림 담배 확대를 통한 수량 증가 및 믹스 개선 시도. 수출 증가율 8% 내외 전망</li> <li>가공식품(CJ제일제당, 풀무원): CJ제일제당은 미국 Mainstream / 중국 B2C 채널 확대 기대 풀무원은 해외 사업 구조조정 효과 중요</li> <li>식자재유통(CJ프레시웨이): Globalization 시작. 글로벌 소싱력 강화 및 해외 M&amp;A 확대 목표</li> <li>아미노산(CJ제일제당, 대상): 중국 모돈 수 회복에 따른 라이신 수요 회복 국면 전망 CJ제일제당은 기능성 아미노산 시장 공략 본격화</li> </ul>
경쟁강도	부정적	<ul style="list-style-type: none"> <li>내수 성장성 한계, PB 비중 확대로 전체적인 경쟁강도의 완만한 상승 불가피</li> <li>유가공: 원유공급과잉 우려 완화, 지나친 할인 판매 축소에 따른 수익성 개선 기대</li> <li>라면: 신제품 모멘텀 둔화 속에 마케팅 경쟁 심화 전망. 다만, 오투기 경영전략에 따라 바뀔 수 있음</li> <li>주류: 롯데칠성의 맥주 생산 확대로 경쟁강도 상승 불가피</li> </ul>

5) 카테고리별 주요 이슈 점검

◎ 글로벌 사료용 아미노산: 라이신 산업, 수익성 회복의 초입 국면

- 중국 사료 수요 회복에 따라 라이신 수요가 회복 중이고, 3년여 간의 판가 하락 과정에서 Capa 증설이 거의 없었기 때문
- Top-tier 중심으로 고부가가치 아미노산으로 고도화 하거나, 제품 포트폴리오를 다변화하려는 움직임
- CJ제일제당, Fufeng은 기능성 아미노산 시장을 공략하기 시작하였고, 매화는 올해부터 잔탄검 생산을 시작
- 이로 인해, 라이신 수급이 더 타이트해 질 가능성 있음

◎ 가공식품: CJ제일제당의 점유율 확대 지속 전망

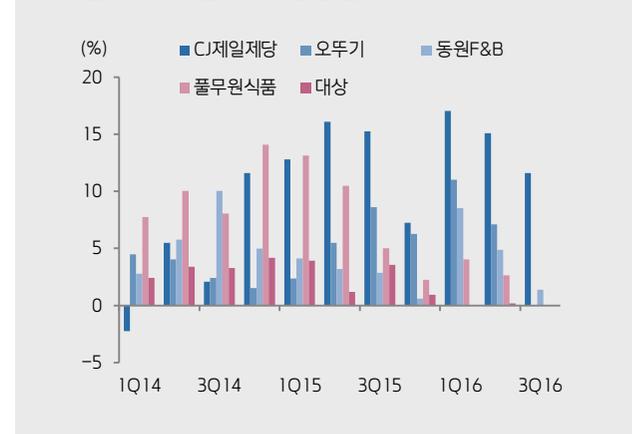
- CJ제일제당은 2014년 4분기 이후, 가공식품 매출 성장률 10% 이상의 기초를 유지하고 있고, 경쟁사들을 크게 아웃퍼폼 중
- 만두, 김치 카테고리에서 점유율을 빠르게 높이고 있고, 국/탕/찌개류 HMR 출시를 통한 신규 시장 개척도 기대
- 더불어 국내와 해외 시장에서 bibigo 가 한식 브랜드로서 인지도를 높여가는 점도, 향후 점유율 확대에 긍정적

중국 라이신 Spot 가격 추이



자료: Wind

분기별 식품 매출 YoY 성장률 추이

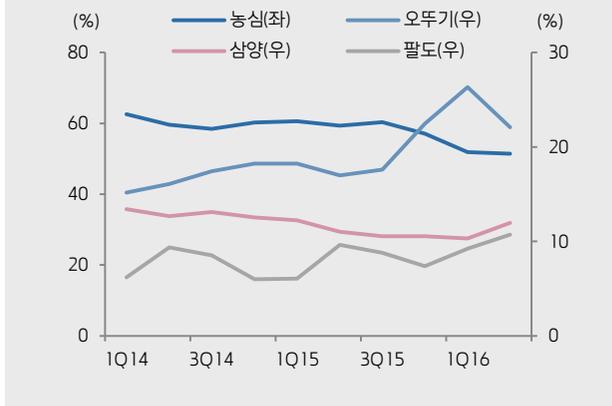


자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치  
 주: 1) CJ제일제당, 대상은 소재부문 매출 제외하고 계산

5) 카테고리별 주요 이슈 점검

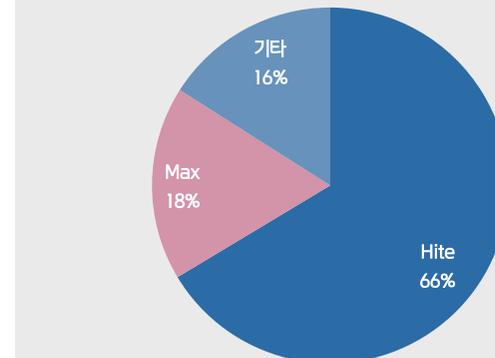
- ◎ 라면: 판촉 경쟁은 언제까지 지속될까?
  - 국내 라면 시장은 당분간 경쟁심화가 불가피할 전망. 신제품에 대한 프로모션 지속 확대 중
  - 소비자의 기호가 다양화 되고, 프리미엄 신제품이 런칭 되면서, 상위 브랜드의 시장 집중도 하락
  - 프리미엄 제품을 통한 적극적인 믹스 개선이 필요하기 때문에, 내년에 오투기 판촉 전략 변화 가능성 있음
- ◎ 주류: 소비자들은 새로운 맥주를 원한다
  - 수입 맥주가 고성장한 이유는 음주문화의 변화로 주류 소비가 다양해졌기 때문
  - 소득 수준 성장에 따라 맥주의 기호도 점점 세분화(라거, 필스너, 바이젠, 에일, 블랙 등)
  - 롯데칠성의 자본력과 유통망이 강하고, 소비자 기호가 변화하고 있어, 롯데칠성의 점유율 확장이 가능할 것으로 판단
- ◎ 유가공: 원유공급과잉 완화될 수밖에 없을 것
  - 시장 논리로 따져본다면, 과도했던 원유 재고 레벨의 하락은 불가피할 것으로 판단
  - 소비 구조도 가공유/발효유/치즈/커피음료 등으로 옮겨갈 듯(백색시유는 출산률과 상대적으로 연관성 높음)

국내 라면 시장 점유율 추이



자료: 식품산업통계정보, 링크아트텍, 키움증권 리서치

하이트진로의 맥주 브랜드별 매출 비중(1H16 기준)



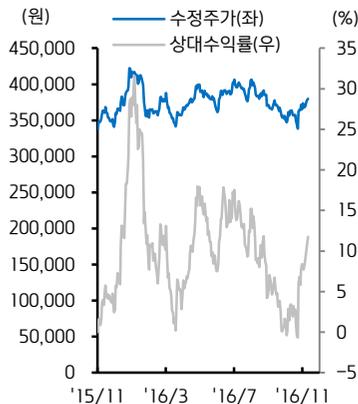
자료: 하이트진로

CJ제일제당(097950)

BUY (Maintain)

주가(11/21): 371,500원/TP: 550,000원

KOSPI(11/21)	1,966.05pt		
시가총액	51,432억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	422,500원	338,500원	
최고/최저가대비등락율	-12.07%	9.75%	
상대수익률	절대	상대	
	1M	2.6%	6.1%
	6M	-5.1%	-6.0%
	12M	6.8%	8.0%
발행주식수	14,489천주		
일평균거래량(3M)	43천주		
외국인 지분율	25.05%		
배당수익률(16.E)	0.67%		
BPS(16.E)	238,661원		



◎ 라이신 시황 개선 지속

- 중국 모돈 수 감소 영향이 축소되면서, 라이신 수요가 회복되고 있기 때문
- 수익성 높은 메치오닌/ทริป토판/기능성 아미노산의 매출 비중 확대로, 제품 믹스도 점진적으로 개선될 것

◎ 글로벌 성장 가속화

- 미국 가공식품 시장에서 “비비고 만두”가 9월부터 Walmart에 입점하기 시작
- 생물자원 부문은 동남아를 중심으로 해외 매출 비중이 지속확대

◎ 매력적인 성장주

- 실적 모멘텀 측면에서 라이신 시황 개선이 긍정적
- 국내 가공식품 성장률은 경쟁사 대비 꾸준히 아웃퍼폼 전망
- 글로벌 매출 비중이 꾸준히 올라갈 가능성도 매력적

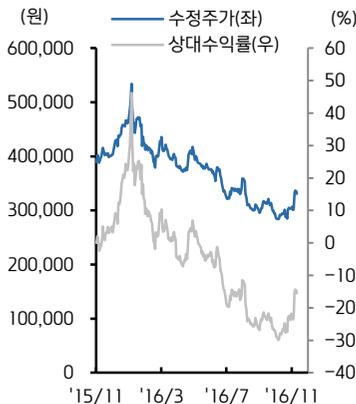
투자지표, IFRS연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	117,018	129,245	145,770	161,832	176,920
보고영업이익(억원)	5,799	7,514	8,672	10,376	11,837
핵심영업이익(억원)	5,799	7,514	8,672	10,376	11,837
EBITDA(억원)	10,275	12,350	13,976	15,941	17,648
세전이익(억원)	2,430	3,648	6,260	7,681	9,177
순이익(억원)	1,379	2,537	4,289	5,628	6,724
지배주주지분순이익(억원)	920	1,893	3,347	4,292	5,317
EPS(원)	7,014	14,393	23,106	29,630	36,707
증감율(%YoY)	-21.3	105.2	60.5	28.2	23.9
PER(배)	43.7	26.2	16.1	12.5	10.1
PBR(배)	1.5	1.7	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	11.4	9.8	8.1	7.1	6.0
보고영업이익률(%)	5.0	5.8	5.9	6.4	6.7
핵심영업이익률(%)	5.0	5.8	5.9	6.4	6.7
ROE(%)	2.8	4.9	7.7	9.3	10.1
순부채비율(%)	107.2	92.9	82.1	71.5	58.5

농심(004370)

BUY (Maintain)

주가(11/21): 318,500원/TP: 450,000원

KOSPI(11/21)	1,966.05pt		
시가총액	19,373억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	534,000원	283,500원	
최고/최저가 대비 등락율	-40.36%	12.35%	
상대수익률	절대	상대	
	1M	9.5%	13.2%
	6M	-20.5%	-21.2%
	12M	-20.5%	-19.5%
발행주식수	6,083천주		
일평균거래량(3M)	24천주		
외국인 지분율	19.31%		
배당수익률(16.E)	1.26%		
BPS(16.E)	298,222원		



◎ 국내 라면 MS 저점에서 회복 추세 전망

- 적극적인 신제품 출시를 통해, 프리미엄 라면 매출 확대 전망
- 드레싱누들, 부대찌개 라면 등을 중심으로 트렌드 주도 지속

◎ 중국/미국에서 경쟁사 대비 매출 성장률 아웃퍼폼 지속

- 캄스푸/통이에 대한 반감, 중서부 지역/온라인 채널 공략을 통해 중국 시장 내 MS Gain 지속
- 한류 열풍, 프리미엄 라면 전략, Mainstream 경로 공략을 통해 미국 시장 내 MS Gain 지속

◎ 지속되는 짜라면의 영토 확장

- 현재 해외 매출 비중 20% 수준이나, 점진적으로 매출 비중 확대 전망
- 한국 대비 미국은 판가가 높고, 중국은 원가가 낮기 때문에, 수익성 더 높을 수 있음
- 해외 이익 비중 확대 시, 동사의 밸류에이션 확장되는 모습 나타날 것

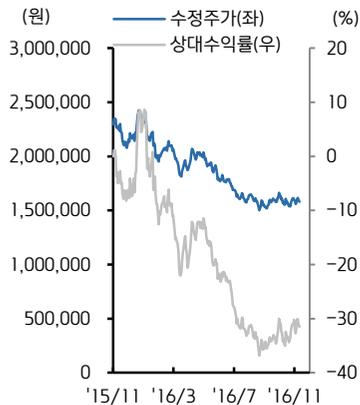
투자지표, IFRS연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	20,417	21,816	22,136	23,140	24,318
보고영업이익(억원)	735	1,183	920	1,171	1,404
핵심영업이익(억원)	735	1,183	920	1,171	1,404
EBITDA(억원)	1,546	1,982	1,799	2,073	2,327
세전이익(억원)	973	1,535	2,351	1,355	1,593
순이익(억원)	645	1,174	2,021	1,027	1,207
지배주주지분순이익(억원)	650	1,173	2,019	1,027	1,207
EPS(원)	10,687	19,291	33,200	16,883	19,849
증감율(%YoY)	-26.5	80.5	72.1	-49.1	17.6
PER(배)	23.6	22.8	9.6	18.9	16.0
PBR(배)	1.0	1.6	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	7.3	11.4	7.5	6.1	5.1
보고영업이익률(%)	3.6	5.4	4.2	5.1	5.8
핵심영업이익률(%)	3.6	5.4	4.2	5.1	5.8
ROE(%)	4.2	7.3	11.6	5.5	6.2
순부채비율(%)	-25.8	-25.6	-32.3	-34.8	-37.8

롯데칠성(005300)

BUY (Maintain)

주가(11/21): 1,551,000원/TP: 2,400,000원

KOSPI(11/21)	1,966.05pt		
시가총액	20,035억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	2,426,000원	1,501,000원	
최고/최저가 대비 등락율	-36.07%	3.33%	
상대수익률	절대	상대	
	1M	-0.2%	3.2%
	6M	-21.7%	-22.4%
	12M	-34.0%	-33.2%
발행주식수	1,357천주		
일평균거래량(3M)	3천주		
외국인 지분율	18.05%		
배당수익률(16.E)	0.59%		
BPS(16.E)	1,782,317원		



◎ 주목 받을 수 있는 비영업가치

- 지배구조에 대한 우려 완화로, 동사가 보유한 지분가치가 다시 주목을 받기 시작
- 서초동 부지는 지방자치단체 사업 개발의 재원으로 고려되고 있어서, 중장기적으로 개발이 기대되는 곳

◎ 맥주 MS 확대 기대

- 동사의 시장 점유율은 3~4% 수준으로, 수입맥주에 대해 큰 영향을 받을 단계는 아니라고 판단
- 동사가 보유한 자본력과 유통망은 경쟁사에 결코 뒤지지 않고, 오히려 우위를 보이는 부분도 있는 상황
- 이를 바탕으로 새로운 맥주를 원하는 소비자들을 공략한다면, 맥주 점유율 확대는 가시성이 높다고 판단

◎ 맥주 회복 + 사이다 가격 인상 = 밸류에이션 Re-rating

- 영업레버리지 큰 맥주 매출의 회복은 전사 증익 가시성을 높여 줌
- 사이다 가격 인상을 통해 판촉 확대 우려 완화, 이익 증익 기조 기대.

투자지표, IFRS연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	21,841	22,992	23,649	24,989	26,595
보고영업이익(억원)	930	1,429	1,496	1,455	1,625
핵심영업이익(억원)	930	1,429	1,496	1,455	1,625
EBITDA(억원)	2,155	2,761	2,855	3,001	3,234
세전이익(억원)	325	979	1,272	1,215	1,403
순이익(억원)	206	1,003	952	851	982
지배주주지분순이익(억원)	187	996	952	851	982
EPS(원)	13,763	73,398	70,136	62,689	72,345
증감율(%YoY)	-81.5	433.3	-4.4	-10.6	15.4
PER(배)	107.9	30.2	22.1	24.7	21.4
PBR(배)	0.9	1.3	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	13.2	13.1	10.1	10.4	9.4
보고영업이익률(%)	4.3	6.2	6.3	5.8	6.1
핵심영업이익률(%)	4.3	6.2	6.3	5.8	6.1
ROE(%)	0.9	4.3	4.0	3.4	3.8
순부채비율(%)	31.2	31.6	36.4	44.0	40.0

# Part III. 의류 Overweight (Maintain)

## ◎ 시장의 판도가 뒤바뀐다

- 브랜드: 의류 시장 재편중 남다른 행보
- OEM: 소비 회복 시그널 찾기

## ◎ Top Picks

- 한섬 (020000)



Analyst **이희재**  
02) 3787-4704  
heejae0403@kiwoom.com



## Summary

### >>> 업종 투자 의견 'Overweight' 유지

- 2017년 브랜드 경쟁력을 바탕으로 차변화된 실적을 내는 회사 중심으로 선별 중요
- 시장 구조조정 진행으로 인한 사업 철수가 타사에게는 또 하나의 기회로 작용 예상
- 신성장 채널인 온라인 활용으로 신규 수요 집객

### >>> 의류 업종 투자포인트

- '가치소비'의 중요도가 높아지는 시기에 브랜드 로열티 높은 회사는 더욱 성장
- '15년 미국 의류 판매 부진이나 재고 부담 완화 진행으로 2Q17이후 OEM업체 반등 가능성 주목
- 의류 단일 사업에서 품목 및 사업 다각화로 성장성 확대

## 의류: 시장의 판도가 뒤바뀐다

### ◎ 2016년 의류 업종에 대한 관심 부족

- 실적 부진으로 고전하던 업체대비 눈부신 실적을 보여주는 업체 마저 소외
- 시장 구조조정으로 건전한 회사들에게는 또 하나의 기회 가능성

### ◎ 2017년 안정적 실적을 내는 회사 중심으로 선별 중요

- 저성장하고 있는 의류 시장내 실적 차별화 보여주는 업체 주목: 최선호주 '한섬'
- 의류 업체에서 생활용품, 화장품 등 사업 다각화 진행중인 '신세계인터내셔널'도 관심
- '17년2분기 이후 턱어라운드 가능성 존재 및 밸류에이션 매력도로 '영원무역', '한세실업' 주목

#### 의류 업종 주가 흐름



자료 : DateGuide, 키움증권 리서치센터, 주: 2016년초=100 기준

# 1. 브랜드: 의류 시장 재편중 남다른 행보

- ◎ '17년 의류 시장 완만한 성장 지속
- ◎ '가치소비' 확대로 브랜드 경쟁력은 더욱 중요
- ◎ SPA 브랜드의 열기도 점차 안정화
- ◎ 구조조정 V.S 공격적인 투자
- ◎ 신규 채널 '온라인'을 잡아라



의류: 시장의 판도가 뒤바뀐다

◎ '17년 의류 시장 완만한 성장 지속

- '15년 의류 소매판매액은 52조 187억원으로 전년대비 +0.6% 성장으로 부진했으나 '16년9월 누적기준으로는 +4.7% 성장, 작년대비 개선됨. '15년 메르스 기저 영향을 제외하더라도 완만한 성장세를 이어갔고 이 기조는 '17년까지 이어갈 것으로 전망함.
- 패션 회사들의 주요 채널인 백화점의 비식품군 기존점 성장율이 '16년9월 누적 평균 3.6% 수준로 완만한 반등 중

의류 소매판매: 완만한 성장세



자료: 통계청, 키움증권 리서치센터  
 주: 전체 소매판매 중 의복 비중은 12%, 신발 및 가방은 3%

백화점 비식품군 기존점 성장율



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터  
 주: 비식품군은 잡화, 여성정장, 여성캐주얼, 남성의류, 아동스포츠, 가정용품, 해외유명브랜드 포함

의류: 시장의 판도가 뒤바뀐다

◎ ‘가치소비’ 확대로 브랜드 경쟁력은 더욱 중요

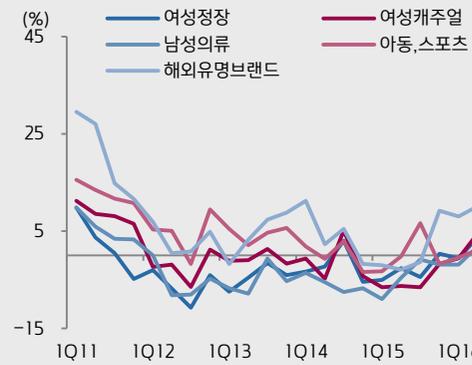
- 최근 1인 가구와 싱글족 급증으로 소비패턴이 ‘나’에 초점이 맞춰지면서 사회 분위기가 달라짐. 필요에 따른 소비가 아니라 ‘기호’에 따른 소비가 확대되고 있음.
- 가치 소비 트렌드에 따라 브랜드 경쟁력이 높은 상품에 대한 소비는 점차 늘어나고 있고 여중간한 중가 위주의 브랜드는 정상이 판매율 하락과 재고자산 부담 확대로 브랜드별 상황이 다름.
- 최근 백화점 기준점 성장율은 여성정장과 해외유명브랜드가 아웃퍼폼하고 있고 여성 캐주얼과 남성의류는 보다 부진한 상황임.

한섬, LF, 신세계인터내셔널 매출액 성장률



자료: DART, 키움증권 리서치센터

복종별 백화점 기준점 성장율



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

주: 비식품군은 잡화, 여성정장, 여성캐주얼, 남성의류, 아동스포츠, 가정용품, 해외유명브랜드 포함

## 의류: 시장의 판도가 뒤바뀐다

## ◎ SPA 브랜드의 열기도 점차 안정화

- 소비 양극화 진행에 따라 애매한 중가 브랜드가 위축되었고 브랜드력 높은 고가 상품 또는 SPA 브랜드 위주로 소비가 몰림
- 하지만 최근 '가치 소비' 트렌드가 생기고 그 중 '작은 사치'에 대한 관심이 많아지면서 SPA 브랜드에 피로감이 어느 정도 나타나고 있음.
- 유니클로는 기능성에 집중함으로써 성장과 수익성을 확보하고 있으나 H&M과 Zara의 낮은 수익성이 보여짐.
- 의류 브랜드력 강화가 중요한 시점이고 악세서리나 특수소재 및 생활용품 등 카테고리 확대와 신규 브랜드 런칭 등 사업 다각화에 투자하는 업체들의 차별화된 실적이 예상됨

국내 주요 SPA 브랜드 현황 (단위: 억원, %)

기업명	브랜드	항목	2013년	2014년	2015년	회계기준(2015년)
에프알엘 코리아	유니클로	매출액	6,938	8,954	11,169	2014-09-01부터 2015-08-31
		영업이익	769	1,077	1,564	
		매출액 YoY	+37.4%	+29.1%	+24.7%	
		OPM	11.1%	12.0%	14.0%	
에이치앤 엠헤네스앤 모리츠	H&M	매출액	1,227	1,383	1,569	2014-12-01부터 2015-11-30
		영업이익	62	34	38	
		매출액 YoY	+36.3%	+12.8%	+13.4%	
		OPM	5.1%	2.4%	2.4%	
자라 리테일 코리아	ZARA	매출액	2,273	2,379	2,905	2015-02-01부터 2016-01-31
		영업이익	118	-80	80	
		매출액 YoY	+11.5%	+4.6%	+22.1%	
		OPM	5.2%	-3.3%	2.8%	

자료: DART, 키움증권 리서치센터

## 의류: 시장의 판도가 뒤바뀐다

### ◎ 구조조정 V.S 공격적인 투자

- 의류 시장의 판도가 변하고 있음. 사업 부진으로 구조조정을 단행하는 전통 패션 강자와 신규 브랜드 런칭 및 사업을 다각화 하고 있는 남다른 행보를 보이고 있는 업체도 존재.
- 아래 표에서 보듯 삼성물산과 SK네트웍스 및 LF등 전통 패션 강자들이 브랜드 구조조정을 단행 중에 있고 그 외에도 TBH글로벌의 베이직하우스 매장 축소, LF 해외사업 축소도 진행중임.
- 하지만 SK네트웍스 보유 브랜드처럼 경쟁력 있는 브랜드들은 M&A를 통해 다른 기업에게는 성장 도약 가능성이 기대됨 . 예) 신세계인터내셔널의 톰보이 인수후 사업 정상화 및 성장성 확보

### 의류 시장 구조조정 내용들

신세계인터내셔널	'15년말 살로몬(아웃도어) 철수
삼성물산	'17년2월 엠비오(남성복)와 라베노바(핸드백) 철수 예정 로가디스 컬렉션을 '갤럭시'로, 중저가 '로가디스 그린'을 '로가디스 스트리트'로 흡수해 재편 예정
SK네트웍스	<b>패션부문 매각 예정</b> (스마트교복, 오브제, 오즈세컨 등 자체 & 수입 CK, 타이힐피거, DKNY등 12개 브랜드) → 현대백화점 그룹이 검토 중
LF	'16년초 질바이질스튜디오(여성캐주얼), 일고르소(남성캐주얼) 백화점 철수 및 온라인 집중 어라운드더코너(편집샵) 10개에서 3개로 축소
LS네트웍스	'프로스펙스'만 남기고 몽벨, 스케처스 사업 철수 예정

자료: 언론, 키움증권 리서치센터

의류: 시장의 판도가 뒤바뀐다

◎ 신규 채널 ‘온라인’을 잡아라

- 의류 판매는 주로 백화점, 대형 쇼핑몰, 대리점 등 다양한 오프라인 매장 형태로 운영되었으나 최근에는 프리미엄 아울렛이 확산중에 있고 이에 더해 지리적 제약이 없는 ‘온라인’ 채널의 역할이 중요시되고 있음.
- 의류 소매판매액 중 온라인 비중은 3Q16기준 12.9%까지 확대
- 온라인 채널 활용의 장점은 유통 수수료가 오프라인대비 현저하게 낮다는 점과 고객의 접근성 확대
- LF는 자체몰을 통해 전체 매출 대비 20% 수준까지 확대 및 한섬은 '15년말 온라인몰 런칭 이후 올해 연간 매출 200억 원 달성 예상됨. 신세계인터내셔널 또한 지난 8월 온라인몰 런칭함.

의류 소매판매 중 온라인 성장률



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

온라인 채널 비중 확대 중



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터  
 주: 비식품군은 잡화, 여성정장, 여성캐주얼, 남성 의류, 아동스포츠, 가정용품, 해외유명브랜드 포함

## 2. OEM: 소비 회복 시그널 찾기

- ◎ 미국 의류 소매판매 회복 시그널 찾기
- ◎ 글로벌 OEM 업체들 흐름



## 의류: 시장의 판도가 뒤바뀐다

### ◎ 미국 의류 소매판매 회복 시그널 찾기

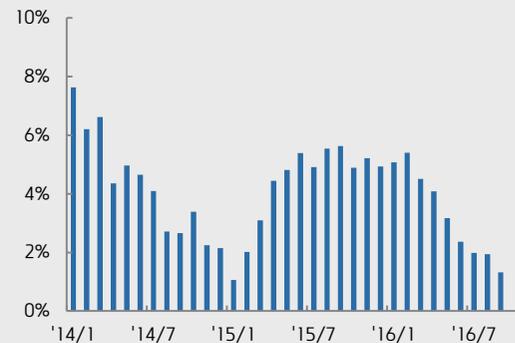
- 미국 의류 소매판매 YoY 성장율은 '15년 +1.7% 저성장 이후 '16년 10월누적 기준 +0.3%로 부진했으나 10월 +2.3% 소폭 반등의 모습을 보여줌. 성장율이 지속될 지는 지켜봐야 할 것임.
- 다만 '15년 재고 부담 이후 최근 재고 증감율이 둔화되고 있는 점은 긍정적.
- 약성 재고 부담이 감소하고 소비가 턴어라운드가 유효하다면 의류OEM 업체들의 오더 또한 회복될 전망.
- 주요 의류OEM 업체들의 주가는 실적 부진으로 인한 급락으로 밸류에이션 매력도 크게 증가.
- 미국 주요 바이어들 단기 실적 트래킹이 필요한 시점.

#### 미국 의류 소매판매액 증감율



자료: US CENSUS, 키움증권 리서치센터

#### 미국 의류 소매재고 증감율



자료: US CENSUS, 키움증권 리서치센터

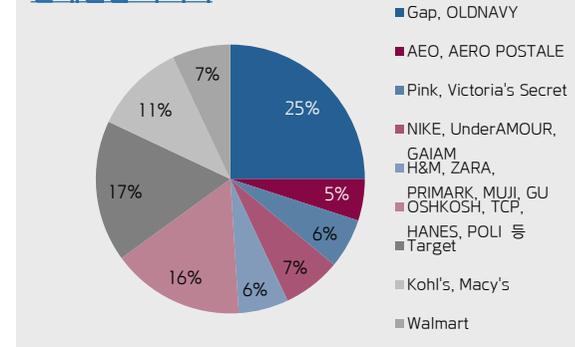
의류: 시장의 판도가 뒤바뀐다

영원무역 주요 바이어

부문	고객 및 주요 제품
의류	The North Face(다운자켓), Patagonia(다운자켓), Lululemon(캐나다, 요가복), Engelbert Stauss(독일, 작업복), L.L Bean(미국, 아웃도어), Ralph Lauren, Under Armour, Burton(스키복), Polo, Nike, Jack wolfskin(독일, 아웃도어), Pearl Izumi(자전거의류), Smartwool(메리노울 제품), Helly Hansen(유럽, 울소재 아웃도어), Ice Breaker(뉴질랜드) 등
신발	ABC마트(PB제품), Puma kids, Decathlon, 캐나다 맥스(작업화), Puma(자가 운동화)
가방	The North Face(백팩)

자료: 영원무역, 키움증권 리서치센터

한세실업 바이어



자료: 한세실업, 키움증권 리서치센터

Under Armour 매출은 20% 이상 고성장



자료: Under Armour, 키움증권 리서치센터

Gap Inc 매출 증감율: 역성장



자료: GAP, 키움증권 리서치센터

의류: 시장의 판도가 뒤바뀐다

◎ 글로벌 OEM 업체들 흐름

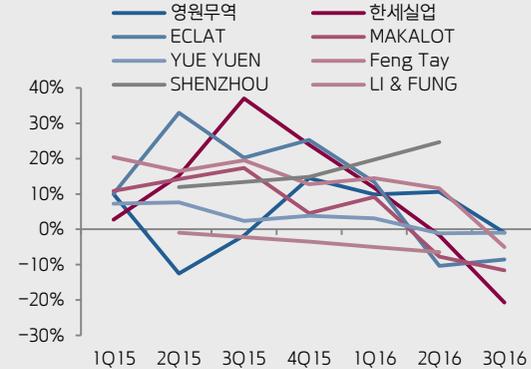
- '16년이후로 많은 글로벌 의류 OEM 업체들의 실적 부진 및 주가 하락이 이어졌음.
- 요인은 주요 고객인 미국 의류 시장 부진에 기인한다고 판단.
- 영원무역과 한세실업은 낙폭과대로 밸류에이션 매력도 향상
- 미국 소비 경기 회복을 기다릴 필요 있음.

의류OEM PEER들 주가 동향



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
 주: 2016년초=100 기준

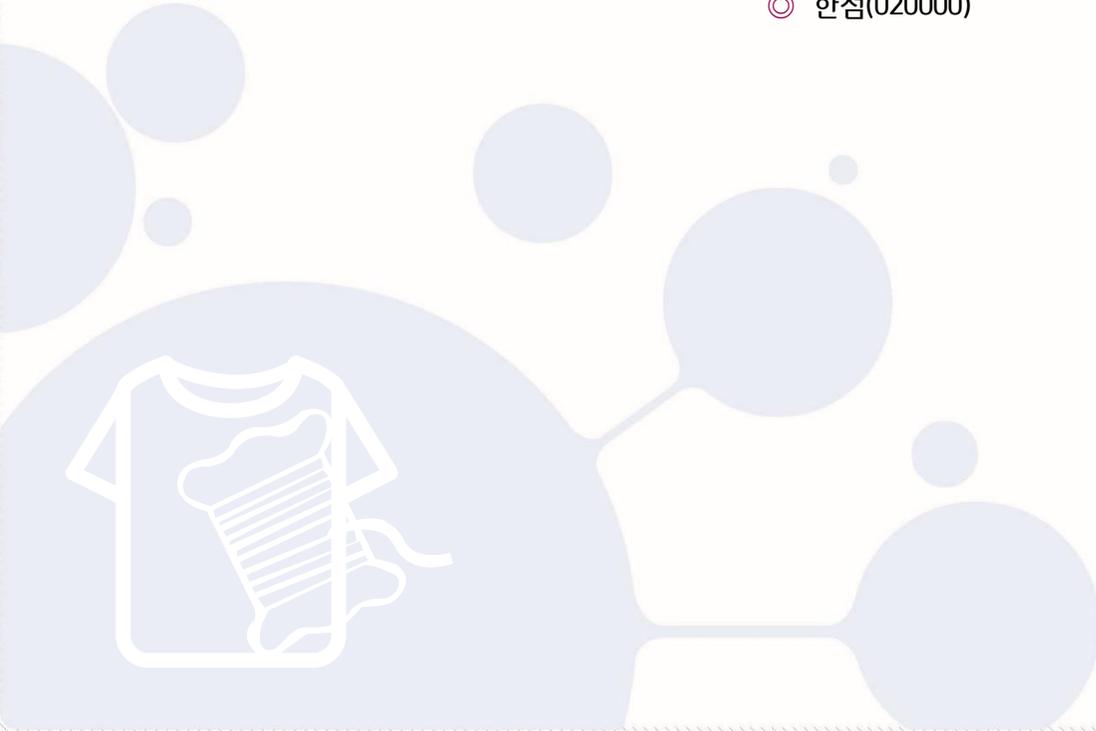
글로벌 OEM 매출액 성장률



자료: 각사 키움증권 리서치센터  
 주: 자국 통화 기준, 영원무역과 한세실업은 OEM사업만

# 3. Top Picks

© 한섬(020000)

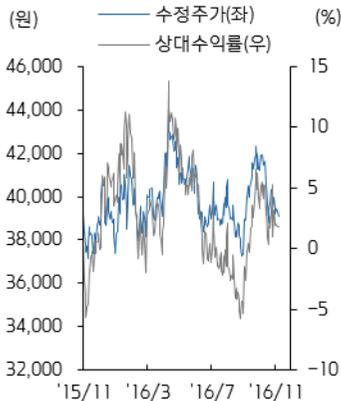


한섬 (020000) 시장 재편 속 빛나는 진주

BUY (Maintain)

주가(11/21): 39,100원/TP: 51,000원

KOSPI(11/21)	1,966.05pt		
시가총액	9,630억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	44,350원	37,150원	
최고/최저가 대비 등락율	-11.84%	-5.25%	
상대수익률	절대	상대	
	1M	-6.7%	-3.5%
	6M	-4.5%	-5.4%
	12M	0.5%	1.7%
발행주식수	24,630천주		
일평균거래량(3M)	52천주		
외국인 지분율	21.31%		
배당수익률(16.E)	0.74%		
BPS(16.E)	36,253원		



◎ 시장 구조조정 속 돋보이는 브랜드력과 지속 성장 전망

- 견고한 브랜드력으로 지속적인 신규 고객 유입
- 현대백화점그룹 계열로 대형 캡티브 유통사 확보는 경쟁 우위
- 고가 자체브랜드의 높은 비중으로 수익성 확보

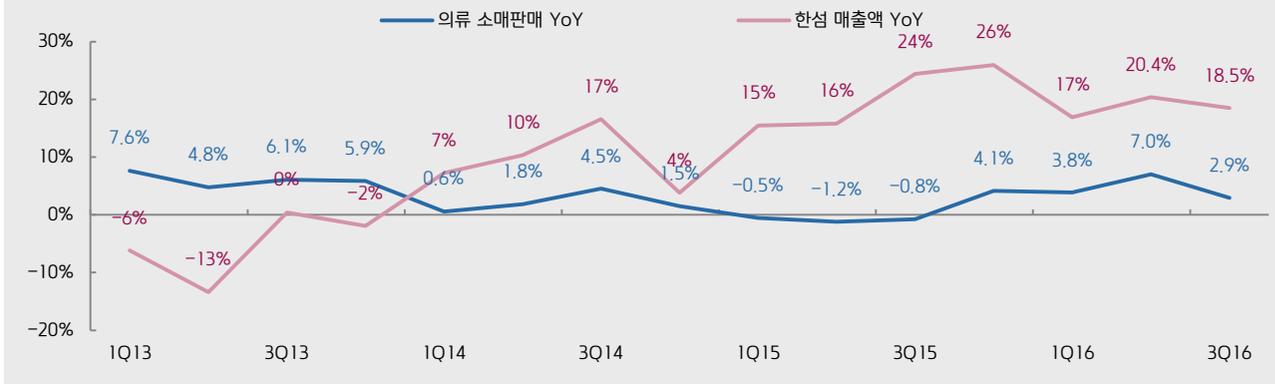
◎ 적극적인 신성장 드라이브 확보 기대

- 가장 강점있는 여성복브랜드(시니어) 런칭 효과 기대 및 잡화 및 특수 소재 등 카테고리 다양화하며 시장 점유율 확대 지속 전망
- 온라인을 통한 고객 접근성 확보와 향후 효율 또한 기대
- 중국 수입 브랜드 유통사와 SYSTEM 수출 계약으로 해외 사업 시작 가시화

투자지표	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	5,100	6,168	7,257	8,476	9,810
보고영업이익(억원)	510	661	850	1,044	1,228
핵심영업이익(억원)	510	661	850	1,044	1,228
EBITDA(억원)	709	847	1,024	1,219	1,405
세전이익(억원)	601	696	885	1,079	1,263
순이익(억원)	364	729	668	814	952
지배주주지분순이익(억원)	376	744	681	830	972
EPS(원)	1,527	3,020	2,766	3,371	3,946
증감율(%YoY)	-14.3	97.8	-8.4	21.9	17.0
PER(배)	21.3	13.4	14.1	11.6	9.9
PBR(배)	1.0	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	11.4	9.6	7.8	6.3	5.3
보고영업이익률(%)	10.0	10.7	11.7	12.3	12.5
ROE(%)	10.0	10.7	11.7	12.3	12.5
순부채비율(%)	4.5	8.8	7.8	8.8	9.4

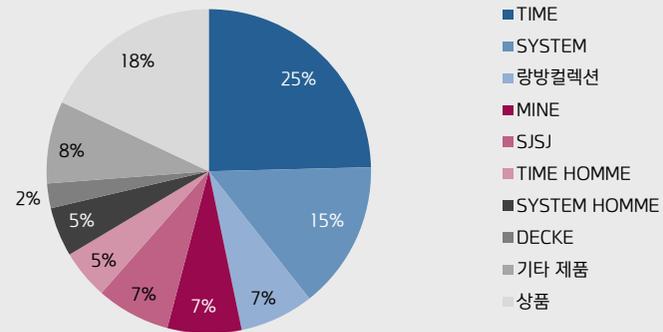
한섬 (020000) 시장 재편 속 빛나는 진주

한섬 매출액과 의류 소매판매 성장을 비교



자료: 한섬, 통계청, 키움증권 리서치센터

한섬 브랜드 매출액 비중



자료: 키움증권 리서치센터 추정

한섬 (020000)

한섬 보유 브랜드 현황

국내브랜드(제품)		해외브랜드(상품)	
'88.02	MINE	'04.05	MUE(편집샵)
'90.02	SYSTEM	'04.07	CHLOE
'93.02	TIME	'07.07	LANVIN
'97.02	SJSJ	'08.05	TOM GREYHOUND(편집샵)
'00.02	TIME HOMME	'12.07	JUICYCOUTURE
'07.08	SEE BY CHOLE(라이선스)	'13.05	ELEVENTY
'08.02	SYSTEM HOMME	'13.08	IRO
'09.08	랑방컬렉션(라이선스)	'14.02	BALLY
'14.02	DECKE	'14.03	지미추
'14.09	랑방스포츠(라이선스)	'14.03	THE KOOPLES
'15.09	랑방컬렉션 약세서리(라이선스)	'14.04	MM6
'15.09	모덴(홍소핑)	'14.09	BELSTAFF
'15.04	BIRD by JUICYCOUTURE(라이선스)	'15.06	EACHxOTHER
'15.08	the CASHMERE		
'16.08	LATT by T		

자료: 한섬, 키움증권 리서치센터

# Part IV. 헬스케어

## Overweight (Maintain)

- ◎ 커지는 의료기기 시장의 넓어지는 국내 기운
  - 외부적 수급 요인에 의한 주가 조정은 적극 매수 기회로
  - 의료기기 시장 확대 지속될 것
  - 국내 의료기기 업체들 실적 순항 계속된다
- ◎ Top Picks
  - 디오(039840)
  - 인터로조(119610)



Analyst 이지현  
02) 3787-4776  
geehyun@kiwoom.com



## Summary

### >>> 업종 투자 의견 'Overweight' 유지

- 2017년 안정적 실적을 내는 회사 중심으로 선별 중요
- 헬스케어에 대한 관심 증대에 따른 해외 실적 호조 기대

### >>> 의료기기 시장 확대 지속될 것

- 의료기기 시장 확대는 세계적인 트렌드
- 고령화와 만성 질환자의 증가, 기술 발전이 그 원인

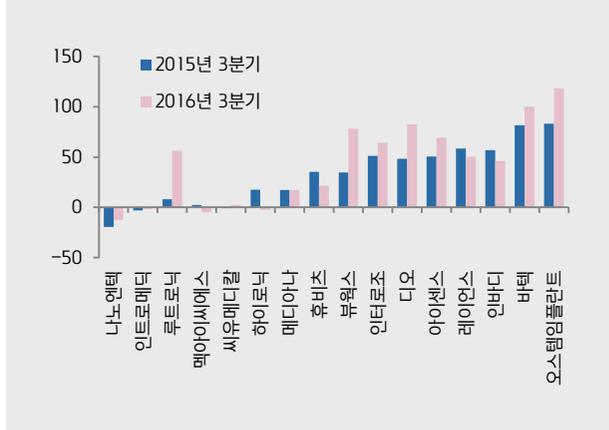
### >>> 국내 의료기기 업체들 실적 순항 계속된다

- 글로벌 의료기기 시장 확대 지속되는 추세
- 의료기기 수출액 지속적인 증가 기대
- 내수 시장에서 의료기기 성장의 바탕 마련 위한 제도적 뒷받침 지속

업종 투자 의견 'Overweight' 유지

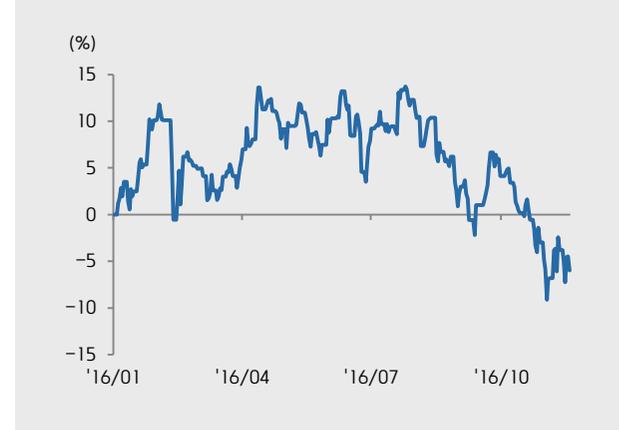
- ◎ 2016년 실적 호조에도 불구하고 조정받은 의료기기 주가
  - 펀더멘탈적 문제이기 보다 외부적 요인으로 판단
  - 적극 매수의 기회로 삼아야
  
- ◎ 2017년 안정적 실적을 내는 회사 중심으로 선별 중요
  - 저성장 시대임에도 불구하고 의료기기 산업은 꾸준한 성장을 나타낼 전망
  - 수출확대로 새로운 성장 동력 마련
  - 글로벌 시장에서 기술력은 입증 받되 합리적인 가격으로 전략적 판매 강화 기대

대부분의 의료기기 기업 이익률 상승에도 불구하고



자료 : DateGuide, 키움증권 리서치센터

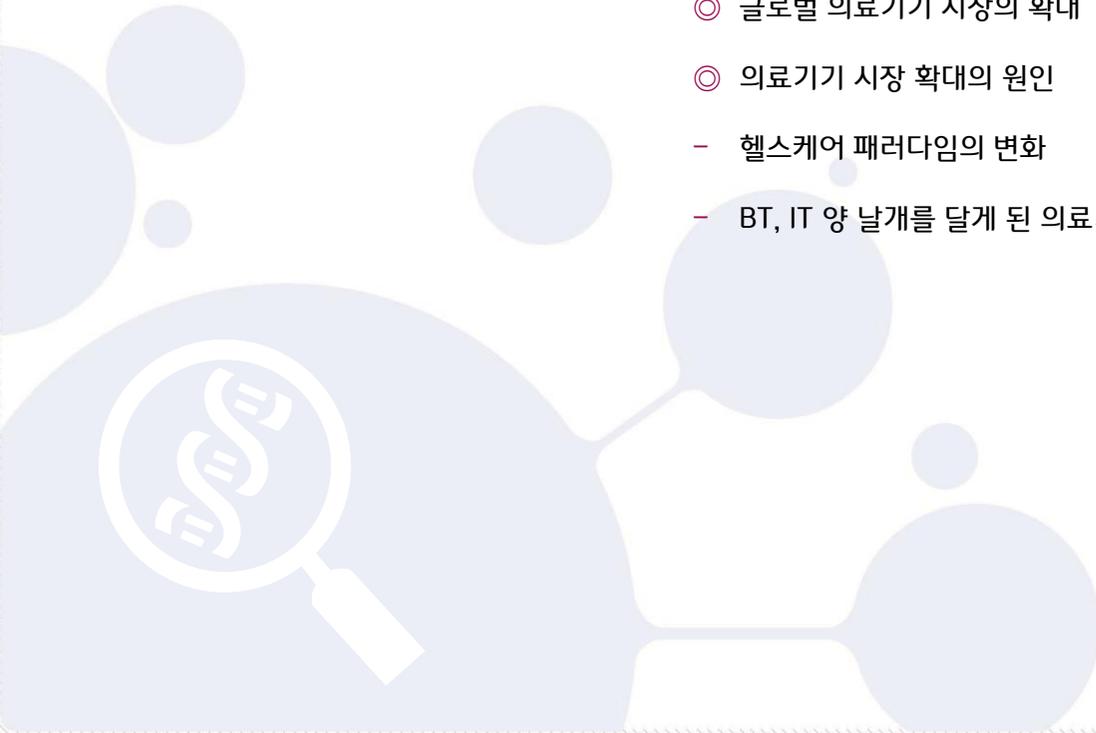
외부 요인으로 조정 받은 의료기기업종 주가



자료 : DateGuide, 키움증권 리서치센터

# 1. 의료기기 시장 확대 지속될 것

- ◎ 글로벌 의료기기 시장의 확대
- ◎ 의료기기 시장 확대의 원인
  - 헬스케어 패러다임의 변화
  - BT, IT 양 날개를 달게 된 의료기기

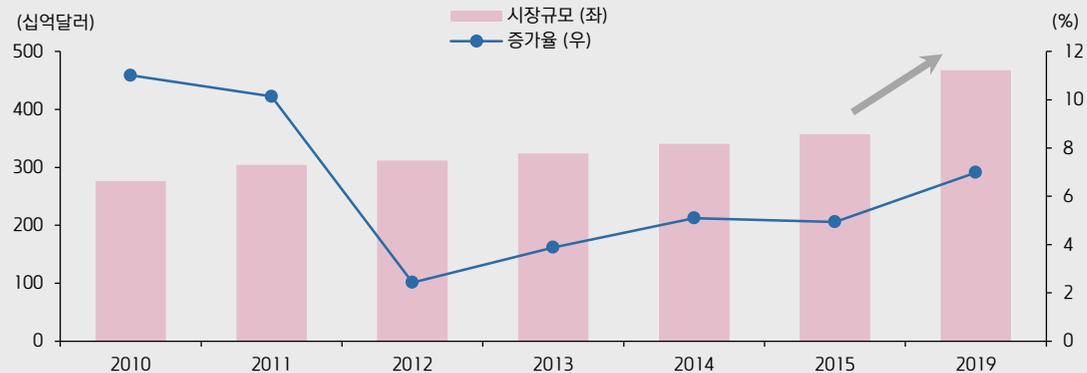


## 글로벌 의료기기 시장의 확대

## ◎ 글로벌 의료기기 시장 연평균 7% 증가세 지속될 것

- 지금까지 선진 시장이 성장을 주도했다면 앞으로의 성장률은 신흥국이 견인할 것
- 북미의 시장 비중이 가장 크고 2,3 위를 유럽과 일본 시장이 차지했는데 최근 중국 시장이 빠른 속도로 증가
- 많은 정부에서 안전성 검증은 강화하되 허가 및 승인 절차 간소화 정책 추진
- 수요 다각화로 인한 Unmet Needs가 늘어나 시장 세분화되며 구조적 확대가 진행중
- 신흥국의 수요가 증가한다는 것은 고기술, 고가 장비만의 확대가 아닌 폭넓은 확대로 펼쳐질 것 기대
- 기술력 있는 국내 업체들에게 더 많은 기회요인이 될 것으로 기대

세계 의료기기 시장 추이



자료: 키움증권

## 의료기기 시장 성장의 원인 I : 헬스케어 패러다임의 변화

### ◎ 단순 질병 치료에서 예방으로 패러다임의 변화

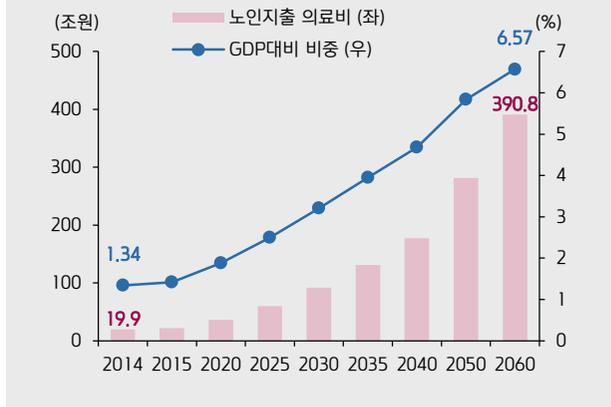
- 헬스케어 1.0 : 공중 보건의 시대 (18-20세기 초)
  - 전염병의 예방과 확산 방지
  - 인두접종의 개발, 청진기, 엑스레이 발명
- 헬스케어 2.0 : 질병 치료의 시대 (20세기 말)
  - 질병의 치료, 기대수명
  - 페니실린 발견, 신약 및 치료법 개발
- 헬스케어 3.0 : 건강수명의 시대 (21세기)
  - 개인 유전체 분석기술 기반 개인 맞춤형 치료
  - 질병 예방 및 의료비 절감

의료기기 시장 성장의 원인 I : 헬스케어 패러다임의 변화

◎ 패러다임 변화의 원인 : 고령화와 만성질환자 수의 증가

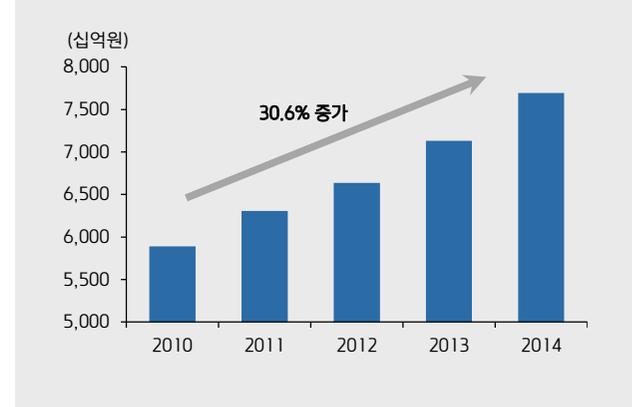
- 사회적 구조적 변화 : 고령화가 빠르게 진행
  - 2100년에는 전 세계 노인 인구가 약 22.6억명으로 전체 인구의 22.3%를 차지할 것으로 전망
  - 고령화로 인한 노인 의료비의 증가 문제
  - 의료비 증가는 사회적 문제로 대두되며 정부 차원에서도 국민 건강 증진을 위해 의료기기 지원 노력

2060년 노인 의료비 최대 20배 증가



자료: 국민건강보험공단, 키움증권 리서치센터

만성질환 진료비 5년간 급격히 증가



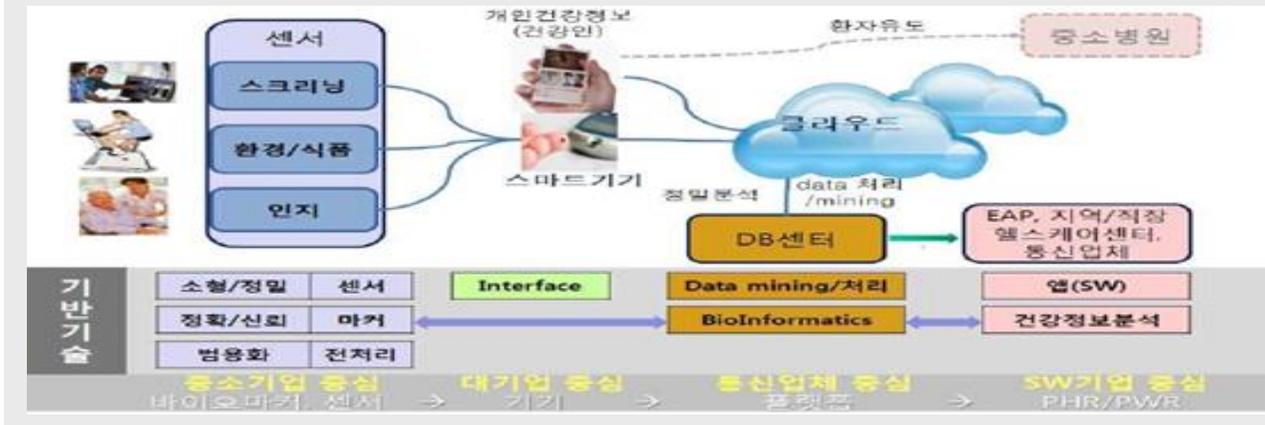
자료: 보건복지부, 키움증권 리서치센터 / 주: 만성질환은 고혈압, 당뇨, 대뇌혈관질환, 신경계질환 포함

의료기기 시장 성장의 원인 II : IT, BT와 결합

◎ 기술 발전으로 실현 가능 영역이 넓어진 의료기기

- IT기술이 접목되면서 측정기기 기술이 발달하게 되고 쌓인 데이터를 통한 빅데이터 관리가 가능
- 기기발달로 인해 소비자와 의료진이 네트워크로 일상 건강관리가 가능
- 바이오센서는 점차 소형화, 고성능화 되고 있으며 빠르게 스크리닝할 수 있는 기술과 바이오칩 이용한 신기술 발달

IT기술을 활용하는 Smart-Healthcare



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

## 2. 국내 업체들의 실적 호황은 지속된다

- ◎ 의료기기 수출액 지속적인 증가 기대
- ◎ 내수 시장에서 의료기기 성장의 바탕 마련 위한  
제도적 뒷받침 지속

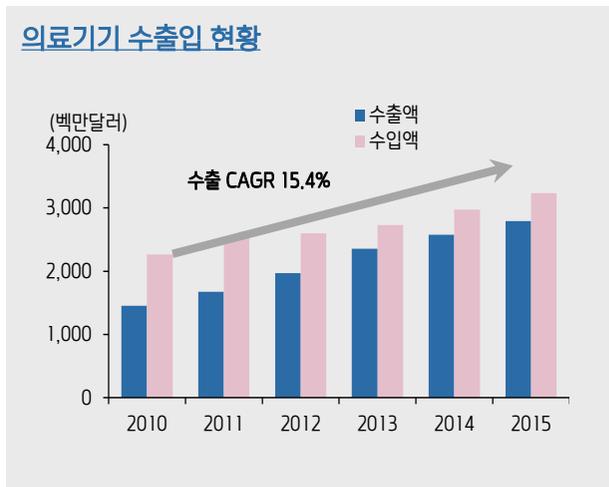


## 국내 의료기기 시장 동향

### ◎ 국내 의료기기 시장 성장 지속될 것

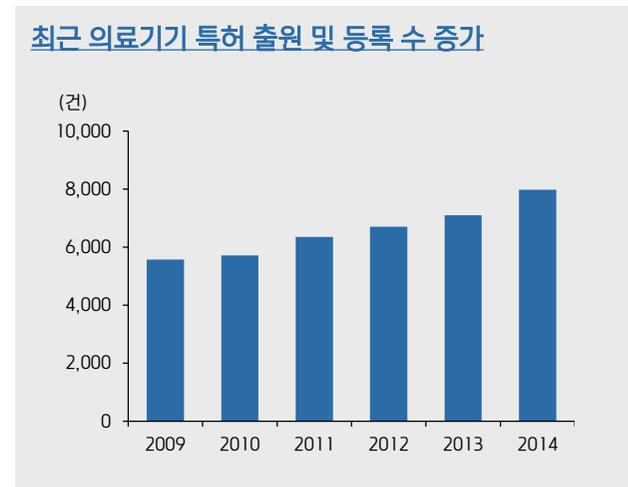
- 시장 성장 만큼 수출액도 지속적으로 증가세
- 부족한 자본금으로도 선택과 집중을 통한 연구개발로 독자적 기술력 확보
- 국내 R&D 투자 비율 계속 증가세
- 낮은 브랜드 인지도는 ODM계약을 통해 극복

의료기기 수출입 현황



자료: 보건산업진흥원, 식약처, 키움증권 리서치센터

최근 의료기기 특허 출원 및 등록 수 증가



자료: 특허청, 키움증권 리서치센터

## 국내 의료기기 시장 성장을 위한 정부의 노력

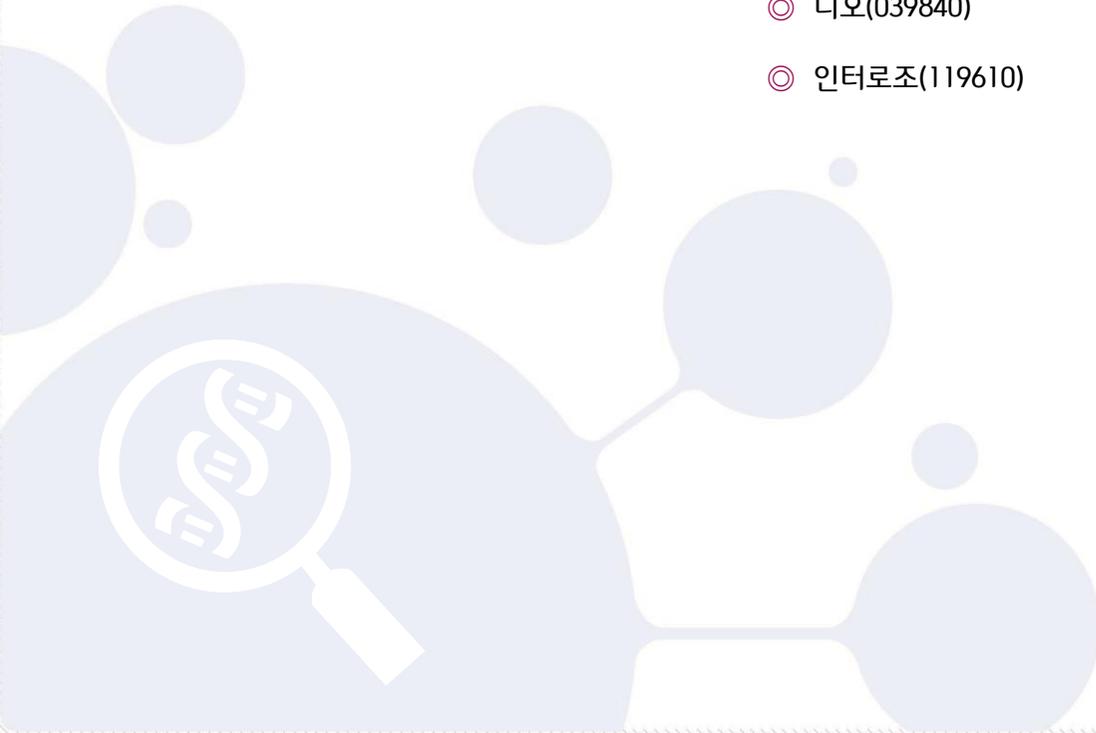
### ◎ 개발부터 상용화까지 밀착 지원할 것

- '바이오헬스케어 규제혁신' 등 발표
- 첨단·융복합 의료기기가 빨리 시장에 나올 수 있게 개발 단계라도 심사자료가 준비되면 미리 심사하고, 시판 신청서를 내면 즉시 허가가 가능한 '단계별 심사제도'도 도입 □ 개발기간 단축 기대
- 해외 진출을 위해 의료기기산업 종합지원센터를 운영하는 등 제약산업과 마찬가지로 산업 적극 지원 전망
- 거래에 수반되는 병원 거래비용 경감에 대한 대책 마련 촉구
- 정부와 기업, 금융 부문이 각각 다각적 시각에서 접근하여 육성 정책 마련

## 3. Top Picks

◎ 디오(039840)

◎ 인터로조(119610)

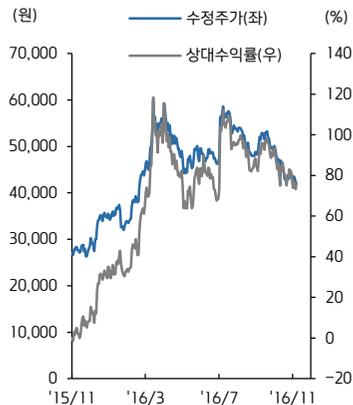


디오 (039840)

BUY (Maintain)

주가(11/21): 42,150원/TP: 65,000원

KOSDAQ(11/21)	609.33pt	
시가총액	6,387억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	59,700원	26,300원
최고/최저가 대비 등락율	-29.48%	60.08%
상대수익률	절대	상대
	1M	-10.0%
	6M	-14.1%
	12M	66.4%
발행주식수	15,171천주	
일평균거래량(3M)	91천주	
외국인 지분율	25.32%	
배당수익률(16.E)	0.00%	
BPS(16.E)	7,038원	



◎ 디오 나비 채택 병원 증가 추세 계속 될 것

- 2014년 디오나비의 출범 이후 국내 임플란트 매출의 약 30%가 디지털 임플란트로 발생
- 기대를 모았던 스마트나비의 공식 출범에 따라 디오 브랜드력의 확산 기대
- 임플란트 뿐 아니라 교정 등 치과 사업에 대한 플랫폼화로 매출 확대 기대

◎ 해외 현지화 전략은 순항중

- 해외 주요 국가 조인트 벤처 설립으로 해외 실적 현실화 본격화 기대
- 상대적으로 임플란트에 숙련된 의사가 적은 해외에서 빠르게 습득 가능한 디지털 임플란트 방식 기대감 고조
- 기존 아날로그 방식에서 임플란트로의 전환도 기대 포인트

투자지표	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	654	731	956	1,180	1,467
증감율(%YoY)	55	207	344	394	534
영업이익(억원)	55	207	344	394	534
증감율(%YoY)	78	229	365	416	558
EBITDA(억원)	-19	136	312	373	532
세전이익(억원)	-19	94	232	275	412
순이익(억원)	-18	96	232	275	412
EPS(원)	-152	665	1,529	1,810	2,715
증감율(%YoY)	N/A	N/A	129.9	18.4	50.0
PER(배)	-48.2	45.1	19.6	16.6	11.0
PBR(배)	1.9	5.4	4.3	3.4	2.6
EV/EBITDA(배)	18.3	19.9	12.3	10.4	7.4
영업이익률(%)	8.4	28.3	36.0	33.4	36.4
ROE(%)	8.4	28.3	36.0	33.4	36.4
순부채비율(%)	-4.4	14.6	24.4	22.8	26.6

디오 (039840)

◎ 디오의 임플란트 시술 과정

- CT촬영, 구강 스캔 > 식립 계획과 모의 수술 > 3D프린터로 수술가이드의 실물을 제작 > 가이드를 따라서 임플란트 식립 (유착 기간이 적게 걸림) > 지대주 체결 > 보철물 장착

구강스캔



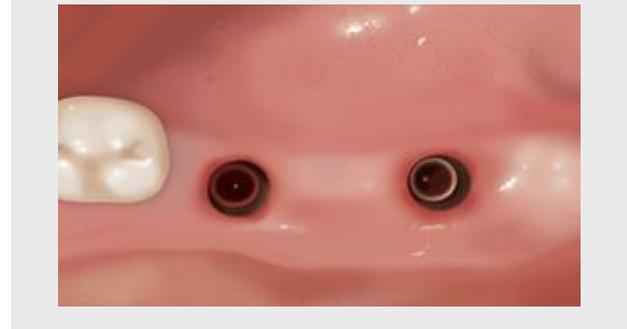
식립계획과 모의 수술



가이드 따라서 임플란트 식립



절개가 적은 임플란트



자료: 디오, 키움증권 리서치센터

## 디오 (039840)

- ◎ 향후 빅데이터와 Dio Navi를 통해 사업군 다각화 수준
  - 주요 사업군은 임플란트 이외 치약 등이 있으며 향후 DDS(Dio Digital Solution)와 연계하여 치과 서비스 제공할 계획
  - 수술 방식이 의료진에게도 간편하므로 임플란트 확산이 빠르게 이루어질 것

## 디오나비 시스템을 통해 보철과 교정 사업도 활용 가능성 농후

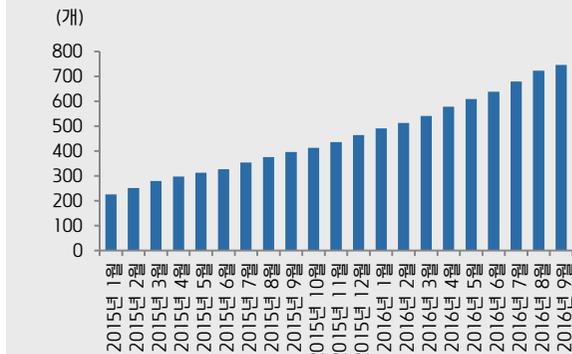


자료: 키움증권 리서치센터

디오 (039840)

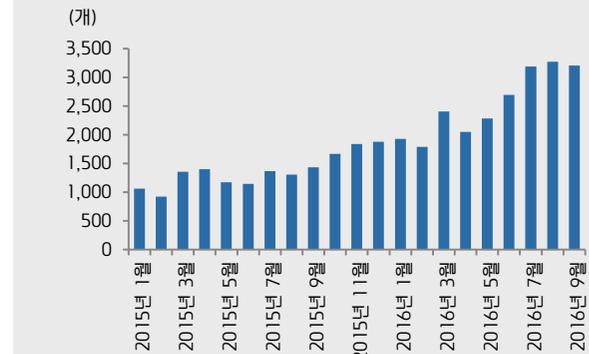
- ◎ DIO Navi 국제 다자간 공동연구(Multi-Study) 협약 체결
  - 연구기간은 2년 10개월이며, 스터디 목표규모는 250,000케이스
  - 의료가기 시장에서 Multi-Study는 데이터의 신뢰도를 높임과 동시에 효과적인 마케팅 도구
  - 대략 1800억원 정도의 매출을 발생시킬 수 있을 것으로 추산
  
- ◎ 이란, 중국, 일본에서 조인트 벤처 설립을 통해 효율적인 매출 가시화될 것

DIO Navi 시술 거래 누적 치과수 현황



자료: 디오, 키움증권 리서치센터

DIO Navi 사용 홀수



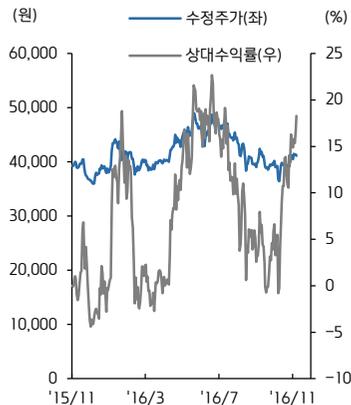
자료: 디오, 키움증권 리서치센터

인터로조 (119610)

BUY (Maintain)

주가(11/21): 41,150원/TP: 55,000원

KOSDAQ(11/21)	609.33pt		
시가총액	4,434억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	48,950원	35,950원	
최고/최저가 대비 등락율	-15.93%	14.46%	
상대수익률	절대	상대	
	1M	4.8%	12.1%
	6M	-6.7%	4.9%
	12M	4.7%	17.7%
발행주식수	10,776천주		
일평균거래량(3M)	26천주		
외국인 지분율	7.55%		
배당수익률(16.E)	0.32%		
BPS(16.E)	8,696원		



◎ 국내 자체 프리미엄 브랜드로 내수 매출 확대될 것

- 수익성 좋은 프리미엄 브랜드 수지그레이와 함께 난시교정용 원데이 뷰티렌즈 효과 계속될 것
- 해외 매출 중에는 특히 뷰티렌즈 ODM 브랜드인 'Bella'를 중심으로 한 중동시장의 성장 유지
- 수익성 높은 뷰티렌즈 제품군의 매출 비중이 늘어남과 동시에 생산성 향상으로 이익률 호조

◎ 아시아 시장 매출 성장 기대

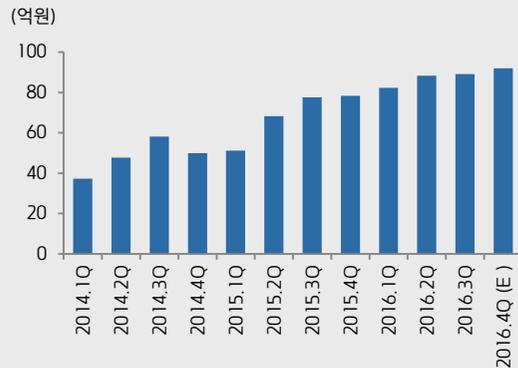
- 중국 시장에서 자체 브랜드 오프라인부터 판매 시작
- 알리바바 소속의 오픈마켓, T-mall 입점 등으로 중국 시장에서의 입지 다질 것.
- 내년 일본시장에서 호야의 콘택트렌즈 유통망에 ODM 공급업체로 선정되어 차후 성장동력 확보

투자지표	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	454	596	725	842	998
증감율(%YoY)	88	163	235	298	368
영업이익(억원)	88	163	235	298	368
증감율(%YoY)	121	200	267	336	413
EBITDA(억원)	88	154	256	304	376
세전이익(억원)	74	126	209	247	305
순이익(억원)	74	126	209	247	305
EPS(원)	688	1,171	1,941	2,296	2,834
증감율(%YoY)	-18.5	70.2	65.8	18.3	23.4
PER(배)	27.5	32.5	19.6	16.5	13.4
PBR(배)	3.3	5.5	4.4	3.5	2.8
EV/EBITDA(배)	16.8	20.1	14.9	11.7	9.4
영업이익률(%)	19.3	27.3	32.4	35.4	36.9
ROE(%)	19.3	27.3	32.4	35.4	36.9
순부채비율(%)	12.7	18.6	24.9	23.5	23.2

인터로조 (119610)

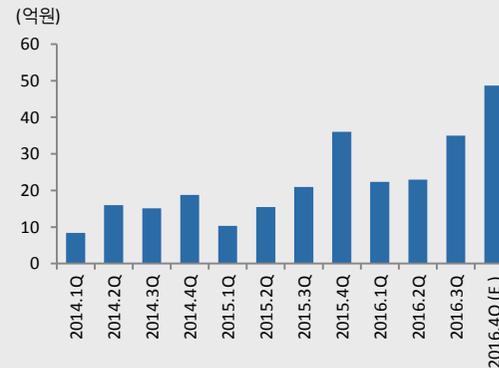
- ◎ 국내 자체 프리미엄 브랜드로 내수 매출 확대될 것
  - 수지그레이와 같은 프리미엄 제품, 난시교정용 원데이 뷰티렌즈 효과 계속될 것
  - 입소문 효과로 보수적인 렌즈 시장에서 컬러렌즈의 브랜드력 강화
  - 수익성 높은 뷰티렌즈 제품군의 매출 비중이 늘어남과 동시에 생산성 향상으로 이익률 호조
- ◎ 해외 매출 중에는 특히 뷰티렌즈 ODM 브랜드인 'Bella'를 중심으로 한 중동시장의 성장 유지
- ◎ 일본시장에서 호야의 콘택트렌즈 유통망에 ODM 공급업체로 선정되며 차후 성장동력 확보

내수 매출 꾸준히 상승세



자료: 인터로조, 키움증권 리서치센터

중동 매출도 매년 증가



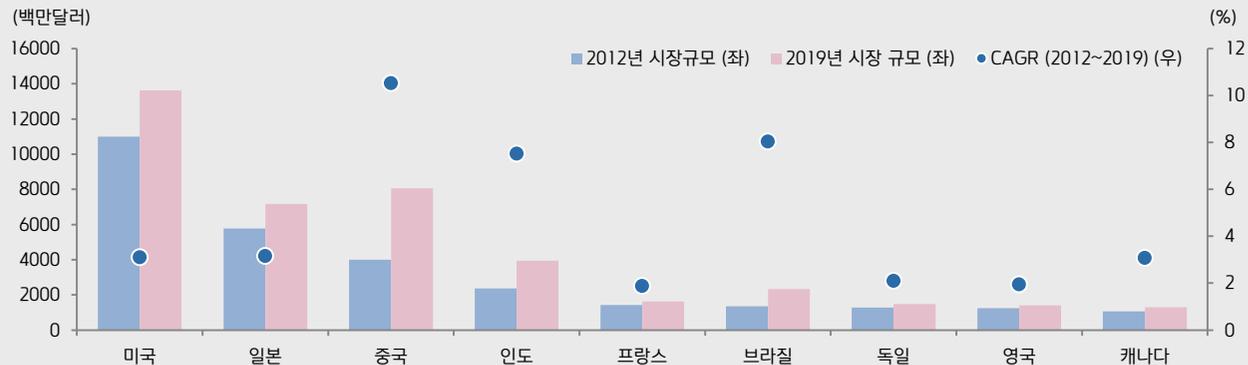
자료: 인터로조, 키움증권 리서치센터

## 인터로조 (119610)

## ◎ 아시아 시장 매출 성장 기대

- 올해 상반기 중국 시장에서 자체 브랜드 오프라인부터 판매 시작
- 알리바바 소속의 오픈마켓, T-mall 입점 등으로 중국 시장에서의 입지 다질 것.
- 내년 일본시장에서 호야의 콘택트렌즈 유통망에 ODM 공급업체로 선정되어 차후 성장동력 확보

## 대륙별 주요국의 시력보정용렌즈 시장 규모 및 전망

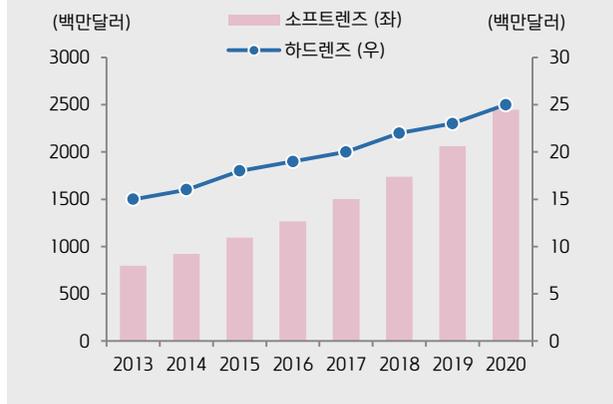


자료: Market Analysis, Value, USD Constant Millions, 2012~2019

인터로조 (119610)

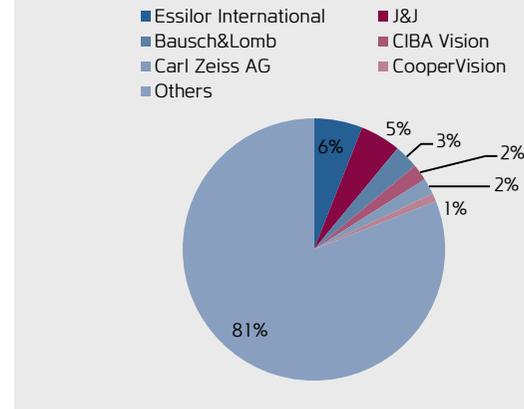
- ◎ 중국 렌즈시장 다른 국가에 비해 글로벌 기업과 주변국 및 자국 내 기업 제품의 시장 경쟁이 치열한 상황
  - 중국 콘택트렌즈 평균 가격은 하드 콘택트렌즈 10.4달러, 소프트렌즈 0.6달러로 나타났으며 학생들의 시력 불량률은 초등학교 40.89%, 중학생이 67.33%, 고등학생이 79.2%로 나타나 학생들의 근시율 매년 높아지는 상황
  - 특히 한류 등의 영향으로 컬러렌즈 성장성이 두드러져 ... 한류 스타들의 매력적인 눈빛을 이야기하다 다양한 컬러렌즈 디자인에 대해 문의하고 실제 구매

중국 렌즈시장 크기



자료: Ophthalmic Devices Market, 키움증권 리서치센터

렌즈시장 점유율



자료: Ophthalmic Devices Market, 키움증권 리서치센터

# 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

- > 당사는 11월 22일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## ◎ 투자의견 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 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 (2015/10/1~2016/9/30)

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

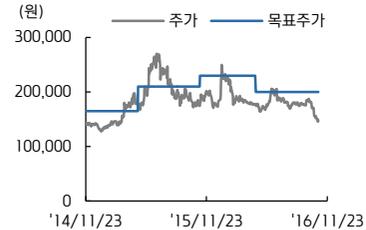
## 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

종목명	일자	투자의견	목표주가
유한양행	2014/02/07	BUY (Maintain)	297000'
	2014/04/30	BUY (Maintain)	297000'
	2014/07/30	BUY (Maintain)	297000'
	2014/10/29	BUY (Maintain)	297000'
	2015/02/26	BUY (Maintain)	297000'
	2015/04/30	BUY (Maintain)	297000'
	2015/11/16	BUY (Reinitiate)	360,000원
	2016/11/23	BUY (Maintain)	360,000원
	2014/02/07	BUY (Maintain)	297000'
	2014/04/30	BUY (Maintain)	297000'
	2014/07/30	BUY (Maintain)	297000'
	2014/10/29	BUY (Maintain)	297000'
	2015/02/26	BUY (Maintain)	297000'
	2015/04/30	BUY (Maintain)	297000'
	2015/11/16	BUY (Reinitiate)	360,000원
	2016/11/23	BUY (Maintain)	360,000원
노심자	2014/08/01	BUY (Upgrade)	165,000원
	2014/11/05	BUY (Maintain)	165,000원
	2015/04/30	Outperform(Downgrade)	210,000원
	2015/11/02	BUY (Reinitiate)	230,000원
	2015/11/23	BUY (Maintain)	230,000원
	2016/04/20	Outperform(Downgrade)	200,000원
	2016/07/28	Outperform(Maintain)	200,000원
	2016/10/28	BUY(Upgrade)	200,000원
	2016/10/28	BUY(Maintain)	200,000원
	2016/11/23	BUY(Maintain)	200,000원
SK케미칼	2015/11/02	BUY (Initiate)	100,000원
	2015/11/23	BUY (Maintain)	100,000원
	2016/11/23	BUY (Maintain)	100,000원
셀트리온	2016/11/23	BUY (Initiate)	135,000원

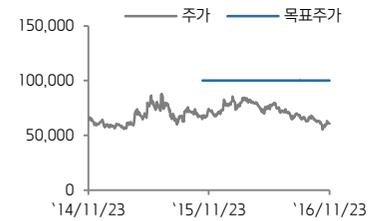
유한양행



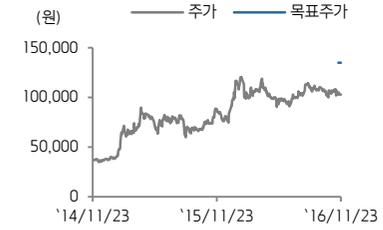
녹십자



SK케미칼



셀트리온

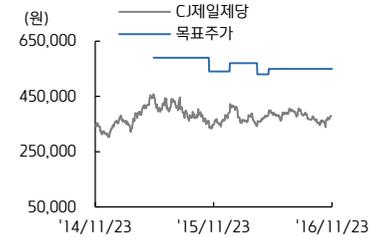


## 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

종목명	일자	투자의견	목표주가
C제일제당	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
		2016/11/03	BUY(Maintain) 550,000원
		2016/11/16	BUY(Maintain) 550,000원
		2016/11/18	BUY(Maintain) 550,000원
		2016/11/23	BUY(Maintain) 550,000원
	농심	2014/07/17	Outperform (Maintain)
2014/11/06		Outperform (Maintain)	310,000원
담당자변경		2016/06/28	BUY(Reinitiate) 450,000원
		2016/08/17	BUY(Maintain) 450,000원
		2016/11/15	BUY(Maintain) 450,000원
	2016/11/23	BUY(Maintain) 450,000원	

종목명	일자	투자의견	목표주가	
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
		2016/11/23	BUY(Maintain)	2,400,000원

C제일제당



농심

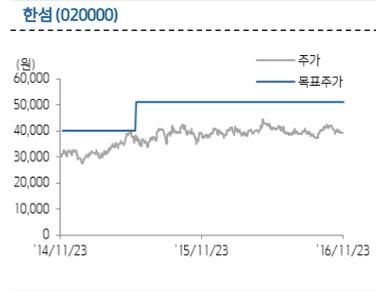


롯데칠성



## 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

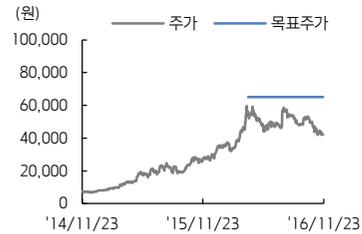
종목명	일자	투자의견	목표주가
한심 (020000)	2014/11/30	BUY(Initiate)	40,000원
	2015/06/07	BUY(Maintain)	51,000원
	2015/06/29	BUY(Maintain)	51,000원
	2015/07/09	BUY(Maintain)	51,000원
	2015/08/19	BUY(Maintain)	51,000원
	2015/11/17	BUY(Maintain)	51,000원
	2016/05/10	BUY(Maintain)	51,000원
	2016/08/16	BUY(Maintain)	51,000원
	2016/11/09	BUY(Maintain)	51,000원
	2016/11/23	BUY(Maintain)	51,000원



## 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

종목명	일자	투자의견	목표주가
디오(039840)	2016/05/02	BUY(Initiate)	65,000원
	2016/07/20	BUY(Maintain)	65,000원
	2016/11/23	BUY(Maintain)	65,000원
인터로조 (119610)	2016/01/22	BUY(Initiate)	49,000원
	2016/05/12	BUY(Maintain)	55,000원
	2016/05/31	BUY(Maintain)	55,000원
	2016/08/03	BUY(Maintain)	55,000원
	2016/11/02	BUY(Maintain)	55,000원
	2016/11/23	BUY(Maintain)	55,000원

디오(039840)



인터로조 (119610)



키움증권 

ONLINE NO.1 KWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다