

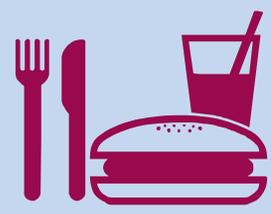
음식료

Overweight
(Maintain)

2016.11.16

중국, 새로운 기회가 열린다

국내 F&B 업체들의 중국 확장 스토리는 새로운 국면으로 전개되고 있다. 오리온의 성장성이 다소 둔화된 가운데, 국내 업체들은 다양한 카테고리에서 新 성장동력을 찾고 있다. 부문별로 매출 성장 속도의 차이가 두드러지는 가운데, 중장기적으로 구조적 트렌드에 편승할 수 있는 업체는 어디일까? 정체된 내수 시장에서 벗어나, 글로벌 시장에서 새로운 기회를 찾아야만, Re-rating이 가능할 것이다.



음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

키움증권 

Contents



I. 중국 시장에서 찾는 기회 3

- > 문제 제기: 속도의 차이에 주목 3
- > 중국 외식업의 질적 성장과 수요의 다변화 4
- > 온라인 채널 확대 : 개와 고양이의 싸움 15

II. 2017년 음식료 산업 전망 23

- > 카테고리별 주요 이슈 점검 23
- > 음식료 업종 투자전략 30

기업분석 31

- > CJ제일제당(097950) 32
- > CJ프레시웨이(051500) 35
- > 롯데칠성(005300) 38

중국, 새로운 기회가 열린다

>>> 중국 시장, 속도의 차이에 주목할 때

중국 F&B 시장은 1) 소비의 질적 성장, 2) 수요의 다양화, 3) 웰빙의 추구, 4) 온라인 채널 확대로 인해, 성장 속도의 차이가 발생하고 있다. 이러한 성장 속도의 차이는 중국 F&B 시장의 구조적 트렌드를 설명하고 있으며, 국내 업체 중에서는 CJ제일제당, CJ프레시웨이, 농심, 오리온이 해당 기회를 효과적으로 활용할 수 있을 것으로 판단된다.

>>> 치열한 싸움판의 승자는?

2017년 국내 음식료 산업은 전체적으로 경쟁강도가 상승하겠지만, 출하량의 역기저가 사라지고, 해외 사업 기회가 한층 탄력을 받을 것으로 판단된다. 수익성 개선 측면에서 글로벌 사료용 아미노산, 국내 유가공 및 라면 카테고리에 대한 관심이 유효하고, 점유율 변화 측면에서 가공식품과 주류 카테고리에 대해 주목할 필요가 있다. 이러한 변화 속에 수혜를 볼 수 있는 업체로 CJ제일제당, 농심, 대상, 롯데칠성, 매일유업에 주목해야 한다.

>>> Top picks: CJ제일제당, 농심, 롯데칠성

음식료 업종 최선호주로 CJ제일제당, 차선호주로 농심, 롯데칠성을 제시한다. CJ제일제당은 글로벌 사료용 아미노산 시황 개선 속에 라이신 산업은 수익성 개선에 탄력을 받을 수 있고, 국내외 가공식품 외형 성장 측면에서 매력적이다. 농심은 이력 역성장에 대한 우려가 주가에 많이 반영되었고, 해외 사업 비중이 지속 확대되는 점이 긍정적이다. 또한, 그룹의 지배구조 개선 속에, 영업가치가 저평가 되어 있고, 맥주 점유율 상승이 기대되는 롯데칠성에 주목해야 한다.

- > 당사는 11월 15일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

I. 중국 시장에서 찾는 기회

>>> 문제 제기: 속도의 차이에 주목

한국 내수 F&B 시장은 한마디로 정체되어 있다. 출산률 저하, 인구 고령화 등이 장기간에 걸쳐 Q의 성장을 가로막는 구조적 요인이 되고 있다. 우리 눈앞에 남북통일과 같은 정말 극적인 상황이 벌어지는 것이 아니라면, 현재의 가정이 바뀌는 것은 너무 어려운 일이다. 따라서, 우리는 국내가 아닌 해외에서 Q의 성장을 찾을 수밖에 없으며, 그런 기업들에게 희망을 가지고 밸류에이션 프리미엄을 부여하게 된다.

국내 F&B 업체들 입장에서, 가장 먼저 고려하는 해외 시장은 이웃나라 중국이다. 이것은 굉장히 쉬운 답변일 것이다. 소득 수준이 고성장 하면서 소비 성향과 수준이 가파르게 올라가고 있고, 문화적/지리적으로도 가까우며, 미국 시장과 함께 전 세계적으로 가장 큰 소비시장이기 때문이다. 실제로 대다수의 국내 음식료 업체들은 중국 시장에서 추가적인 외형 성장을 도모하고 있거나, 새로운 사업 기회를 찾고 있는 상황이다.

하지만, 문제는 경쟁에 있다. 우리가 한번쯤 들어본 듯한 글로벌 기업들은 대부분 중국에서 사업을 하고 있다. 한국에 진출한 글로벌 기업들 중에서, 중국에서 비즈니스를 하지 않는 회사를 골라내기는 결코 쉬운 일이 아닐 것이다. 이러한 상황 속에서, 중국 시장에서 나름 큰 파이를 가져가려면, 그들의 변화에 좀 더 민감해질 수밖에 없다. 과거대비 트렌드에 맞는 사업에 적시에 진입하는 것이 중요해졌고, 업체 간의 치열한 경쟁으로 인해 성공 확률도 점점 떨어지고 있기 때문이다.

이러한 인식 속에, 우리가 주목한 흥미로운 점은 바로 속도의 차이이다. 같은 업을 하고 있음에도 불구하고, 매출 상승 속도의 차이가 상당히 크게 느껴진다. 똑같은 유통 업체지만, 오프라인 리테일러와 온라인 리테일러의 매출 성장률 차이는 20~30%p 벌어져 있다. 똑같은 음료인데, 생수와 탄산음료의 매출 성장률은 10%p 이상 벌어져 있다. 똑같이 외식업을 영위하는데, 어떤 회사는 매장을 급격하게 늘리고 있고, 어떤 회사는 사업 매각을 고민하고 있다. 이러한 차이 속에 어떤 기회가 숨어있다고 봐야 하는 것일까?

중국은 도시 인구가 증가하면서, 식품 소비가 지속적으로 외부화 될 수밖에 없다. 그것이 집에서 간편하게 조리하는 일이 될 수도 있고, 밖에 나가서 음식을 사먹는 일이 될 수도 있다. 어떤 방향이든지, 음식료 업체들이 탐을 낼 수 있는 시장이 커진다는 뜻이다. 이러한 시장의 성장과 전술한 속도의 차이에 주목하여, 국내 음식료 업체들이 변화무쌍한 중국 시장에서 어떤 기회를 얻을 수 있는지 고민해보고자 한다.

>>> 중국 외식업의 질적 성장과 수요의 다변화

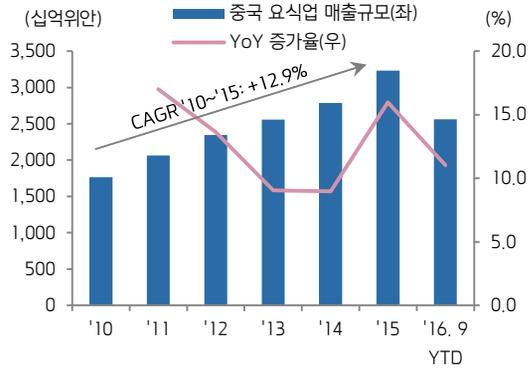
중국 외식산업, 대도시 중심으로 고성장 중

중국의 외식산업 시장 규모는, 저조한 대형마트 성장률과 달리, 고성장 가도를 달리고 있다.

중국 국가통계국 자료에 따르면, **중국 외식산업 매출규모는 2010년부터 2015년까지 연평균 12.9% 성장한 것으로 파악된다.** 비록, 시진핑 정부가 들어서면서 2013년에 공급의 외식소비 규제 규정의 영향으로 성장률이 일시적으로 둔화되었지만, 최근 들어 다시 회복세를 보이고 있다. 왜 이렇게 고성장을 달릴 수 있었을까? 가장 큰 이유는, **중국의 소득 수준이 상승하면서, 식품소비 외부화가 지속되었기 때문**이다. 도시화가 진행되면서 집에서 음식을 해먹는 시간이 줄어들 수밖에 없었고, 전체적으로 소득 수준이 상승하면서 외식을 할 수 있는 구매력을 갖추게 되었다.

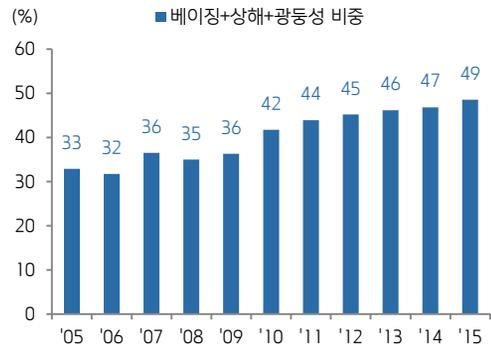
특히, 현재 1인당 GDP 수준이 1만불 중반 수준에 형성되어 있는 **대도시에서 이러한 현상이 더욱 가속화**되고 있다. 중국 체인 외식업 내에서 대도시의 매출 비중이 지속 상승하고 있는데, 특히 베이징, 상해, 광둥성이 차지하는 비중은 매년 1~2%p 증가하고 있다. 이들 3개 지역의 2015년 매출비중은 49%까지 상승하였는데, 해당 지역이 중국 전체 인구와 전체 GDP에서 차지하는 비중은 각각 11%, 18% 수준임을 감안한다면, 매우 높은 수치로 판단된다.

중국 외식업(Catering)¹⁾ 매출규모 추이



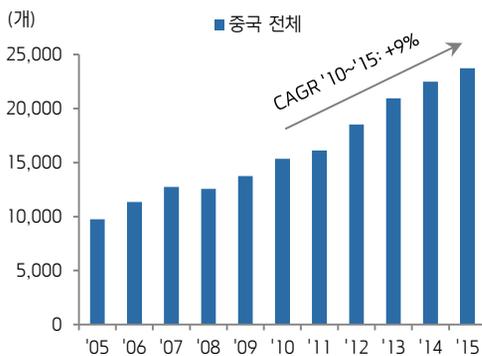
자료: CEIC, 중국 국가통계국

중국 체인 외식업¹⁾ 내 대도시 매출비중 상승 추세



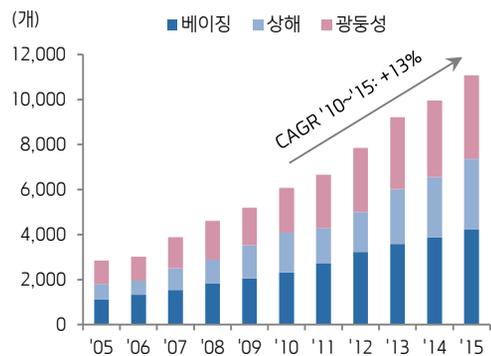
자료: CEIC, 중국 상무부, 키움증권 리서치

중국 전체 체인 외식업소 영업점 수 추이



자료: CEIC, 중국 상무부

베이징/상해/광둥성 체인 외식업소 영업점 수 추이



자료: CEIC, 중국 상무부

중국 프랜차이즈 시장의 질적 발전과 규제 완화

특히, 외식업 발달과 연관성이 높은 중국 프랜차이즈 시장은 1) 시장 개방, 2) 법규 완비, 3) 소비자들의 인지도 상승에 따라, 질적 발전과 규제 완화가 진행되고 있는 것으로 판단된다. 프랜차이즈 경영(중국법률에서는 ‘상업특허경영(商業特許經營)’으로 명명)은 1980년대 외자 기업들에 의해 중국 시장에 처음으로 선보이게 된다. 1984년에 피에르가르망이 베이징 기업에 상표를 판매한 것이, 외국계 프랜차이즈의 진출 첫 사례였으나, 초기에는 시장이 활성화 되지 못했다.

하지만, 1990년대부터 다국적 외식업 브랜드들의 중국 진출로 인해, 프랜차이즈가 본격적으로 발전하게 된다. KFC는 1987년에 중국에 최초 직영점을 오픈한 이후에, 1993년에 최초로 가맹점 모집을 시작하게 된다(하지만, 시장 환경 미성숙으로 실패하여 2000년부터 재시도하게 됨). 중국 로컬 기업은 1993년부터 가맹영업을 시작하였고(북경오리구이 첨쥬더, 스포츠용품 판매점 리닝 등), 1997년 ‘상업 프랜차이즈관리시범방법’ 제도 마련 후, 1990년대말부터 가맹영업이 체계적으로 발전하게 된다.

2000년대 들어서면서, 중국 프랜차이즈 시장은 빠르게 발전하였다. 소비 수준이 높아지면서 외식 이외에도 세탁, 의료보건, 가사서비스, 미용, 이코노미 호텔 등으로 확대되었고, 2003년말에는 중국 프랜차이즈 기업이 1,900개사에 도달하면서, 중국이 미국을 제치고 전세계 최다 프랜차이즈 기업 보유국으로 부상하게 된다. **또한, 2004년 중국 상무부가 ‘외상투자사업영역관리방법’을 발표함에 따라, 2005년 2월부터 외국계 자본 독자기업(지분율 100%)의 중국 내 프랜차이즈 경영이 가능해졌고, 이로 인해 외국계 기업의 가맹점 모집이 본격화 되었다.**

2008년에는 중국이 하계 올림픽을 수도 베이징에서 개최하면서, 프랜차이즈 기업 수가 크게 늘고 대형화 되었으며, 그 이후에는 차츰 안정적인 성장을 보이기 시작하였다. 2013년에는 시진핑 정부가 들어서면서, 외식업 전반이 다소 위축되었으나, 최근에는 대도시를 중심으로 프랜차이즈 레스토랑이 꾸준히 성장하고 있다.

중국 프랜차이즈 시장의 발전과정

구분	1980년대	1990년대	2000년대
특징	프랜차이즈 경영 도입	중국 로컬 기업 위주로 성장	외국계 기업의 프랜차이즈 비중 확대
진출형태	직영점	직영점 위주, 프랜차이즈 도입	프랜차이즈비중 확대
진출주체	KFC 등 거대 다국적기업	다국적 기업 및 중국업체도 시장참여 시작	중국, 선진국, 한국 등 시장진출 가속화
주요 진출분야	외식업	외식업, 호텔, 커피숍, 소매업	서비스(미용, 스포츠, 자동차, 교육 등), 소매업, 외식업

자료: KOTRA, 언론보도, 키움증권 리서치

중국 프랜차이즈 기업의 자격 요건

항목	주요 내용
1) 사업 주체	▪ 법상 사업주체는 기업이므로, 기업이 아닌 조직 혹은 개인은 프랜차이즈 제공자가 될 수 없음
2) 적격 요건	▪ 중국 내 에서 1년 이상 경영한 직영 매장이 2개 이상 이어야 함 ▪ 1997년 상업프랜차이즈관리시범방법: 외자기업 진입조건외의 구체성 결여 ▪ 2004년 외상투자사업영역관리방법: 외자기업 프랜차이즈 영업 정식 허용 발표(2005. 2 시행)
3) 외자 규제	(지분 100% 독자기업으로 프랜차이즈 경영 가능해짐) ▪ 현재, ‘외상투자산업지도목록’(2015년판)에서 금지류로 분류한 산업을 제외하고, 모든 업종은 중국 시장진출이 가능함. 또한, 적격 요건 외에 매장수와 최단 영업연한 관련 특별한 규제도 없어 상대적으로 제한이 적은 편임.

자료: KOTRA, 언론보도, 키움증권 리서치

외식 수요의 고급화 및 다변화

최근 들어 글로벌 패스트푸드 브랜드가 중국 시장에서 어려움을 겪고 있다. 맥도날드는 중국 지역 매출이 감소하면서, 중국과 홍콩 프랜차이즈 매각에 나섰다. 또한, KFC와 Pizza Hut을 보유한 Yum! Brands는 중국 사업부를 분사하여(Yum! China), 중국 사모펀드사인 춘화 캐피탈그룹과 Alibaba의 금융회사인 Ant Financial에 지분 일부를 매각하였다.

왜 이런 일들이 발생한 것일까? 과거 중국에서는 패스트푸드가 가격이 합리적인 서구식 식단으로 인기가 높았다. 하지만, **최근 중산층의 소득이 오르면서 소비자들의 입맛이 까다롭게 바뀌고, 레스토랑 선호가 점점 더 고급화 되었다. 이로 인해, 소비자들의 선호는 점점 캐주얼 다이닝 레스토랑으로 옮겨가고 있고, 저가 시장은 경쟁이 심화되면서 로컬 업체들에게 점유율을 빼앗기고 있는 상황이다.** 이에 대응하기 위해, Yum! Brands는 작년 4월에 고급 이탈리아 레스토랑 ‘아토 프리모’를 상해에 개장하기도 하였으나, 결국 주주들의 압박으로 인해 중국 사업부를 별도 법인으로 분사하게 되었다.

또한, 2014년 여름에 KFC가 유통기한이 지난 것으로 알려진 육류를 공급한 업체로부터 납품을 받았다는 보도가 알려지면서 브랜드 이미지가 실추되었다. 시장조사업체 유로모니터에 따르면, Yum! Brands의 중국 패스트푸드 시장점유율은 2012년에 40% 수준이었으나, 2015년에 24%까지 하락하였다. 반면에, 프랜차이즈 업체 Xiabuxiabu는, 80~100위안 수준의 샵샤브 메뉴를 앞세워, 매장 수를 2019년까지 Pizza Hut에 필적할만한 수준인 1,000개까지 늘린다는 계획을 가지고 있다.

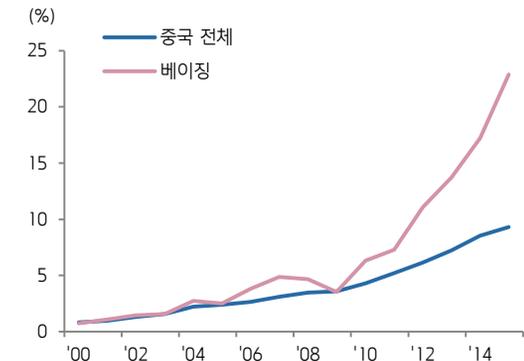
더불어, 다양한 레스토랑에 대한 수요가 증가하고 있는 것으로 추산된다. **중국인들의 해외 여행 경험이 늘어나면서, 다양한 음식 문화를 경험한 인구의 비중이 늘어나고 있고, 인터넷 사용이 확산되면서 정보 공유가 빨라지고 있기 때문이다.** 매년 중국 전체 인구의 약 9%가 해외로 출국하고 있는데(한국의 1990년대 후반 수준), 베이징은 이 비중이 23%까지 증가하였다(한국의 2000년대 중반 수준). 전체 해외 출국자 대비 홍콩/마카오 向 비중도, 중국 전체에서는 절반이 넘지만, 대도시들의 비중은 좀 더 낮은 것으로 추산되는데, 실제 베이징은 7%에 불과하다(자료: CEIC). 또한, 인터넷과 모바일에 익숙한 빠링허우(80년대생), 지우링허우(90년대생)가 주력 소비 계층으로 부상하면서 전체적인 소비 선호도가 변화하고 있고, 맛집 평가 사이트(예: Dianping(大众点评)) 등을 통한 정보 공유도 활발해지면서, **외식 문화가 변화**하고 있는 것으로 판단된다.

YoY 매출 성장률 비교: Yum! Brands vs Xiabuxiabu



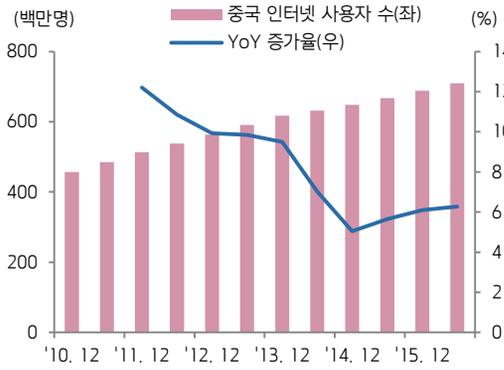
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치(위안화 기준)

전체 인구 대비 해외 출국자 수 비중 추이



자료: CEIC, 키움증권 리서치

중국 인터넷 사용자 수 추이



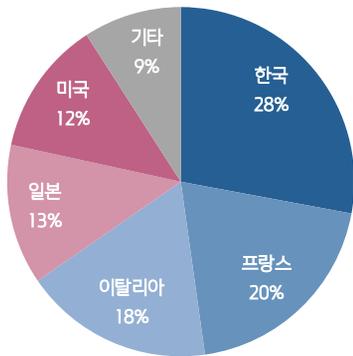
자료: CEIC, CINIC

중국 맛집 평가 사이트(앱) Dianping



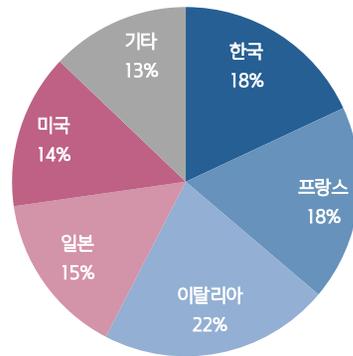
자료: Dianping

북경 유동인구 선호 에스닉 식당 유형 분포



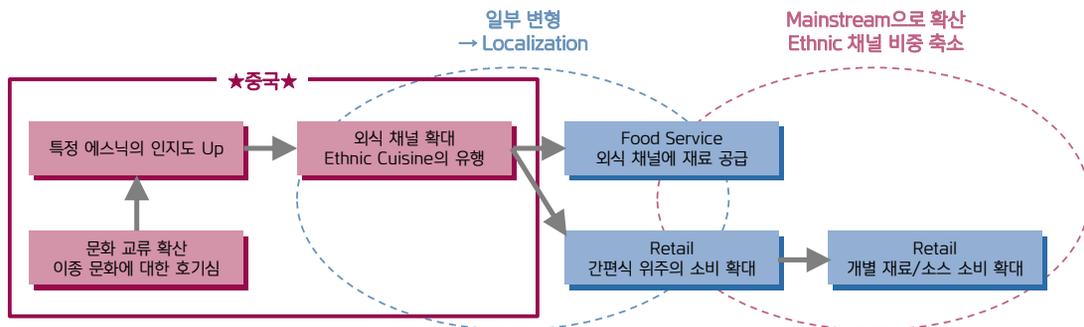
자료: 한식재단(2014 해외 외식 및 한식사업 조사)

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

식품안전 사고의 발생과 정부 규제 강화

중국 내 지속적인 식품안전 사고로 인한 정부 규제의 강화도 식자재 유통업의 기업화를 촉진시킬 수 있는 요인이다.

2000년대 들어서 식품 안전에 관한 문제가 꾸준히 제기되었고, 매년 300~400건 정도의 식품안전사고가 발생하였다. 특히, 중화권 글로벌 신문그룹인 대가원시보에 따르면, 2015년 중국에서 식품안전사고로 인한 사망자 수가 1만명, 경제적 손실이 50억 위안에 이른 것으로 밝혀졌다.

이처럼, 문제가 심각해지자 식품 산업에 대한 정부 규제가 강화되고 있다. 2013년 리커창 총리는 전국 인민정치협상회의(정협) 1호 안건으로 친환경농업과 식품안전문제를 채택하였고, 2016년 시진핑 국가주석도 “가장 엄격한 위생기준·감독관리·처벌·문책 등을 통해 국민에게 ‘허끝의 안전’을 보장해야 한다”고 밝혔다. 특히, 중국 정부는 2015년에 라벨링 제도 강화, 식품리콜제 관리법 시행, 식품안전법 개정을 통해, 식품의 생산 및 판매 과정에 대한 관리감독 수위를 높여나가고 있다.

2010년 이후 중국 내 주요 식품 안전 사고 사례

시기	카테고리	사건 내용 및 영향
2010. 8	조제분유	<ul style="list-style-type: none"> 유제품 대기업 성위안사의 분유를 먹은 여아 3명이 성조숙증을 보인다는 의혹 제기 아기 3명의 체내에서 에스트로겐 등 여성호르몬이 성인 여성의 평균치 이상으로 검출 중국 위생부는 샘플 검사를 통해, "분유에 성조숙증 성분이 없다"고 해명
2011. 2	조제분유	<ul style="list-style-type: none"> 피혁우유 파동, 우유의 단백질 수치가 떨어지는 것을 감추기 위해, 가족에서 추출한 단백질을 우유에 첨가 버려진 가죽옷, 소파, 신발 등에서 비롯된 염색제나 화학물질로 인한, 치사 가능성 제기
2012. 6	소금/간장	<ul style="list-style-type: none"> 공업용 소금으로 만든 간장이 발각됨 문제의 간장을 제조한 공장은 연간 약 100만병의 간장과 식초 등을 생산하는 업체로 큰 파장을 일으킴 공업용 소금에 함유된 아질산염에 중독되면 호흡곤란, 구토, 설사 증세를 보이며 심한 경우 사망에 이림
2013. 8	조제분유	<ul style="list-style-type: none"> 세계적인 낙농업체인 뉴질랜드 폰테라 사가 생산한 분유의 박테리아 오염 의혹이 제기됨 폰테라 사가 자사 제품의 문제를 확인한 뒤 공개적으로 중국 소비자들에게 사과
2014. 7	육류	<ul style="list-style-type: none"> 쓰레기고기 파동, 상해(上海)의 식품가공업체인 푸시(福喜)식품유한공사가 유통기한을 초과한 육류를 공급 유통기한을 초과한 닭고기, 소갈비, 햄버거용 고기 등이 맥도널드, KFC, 피자헛 등에 공급됨 감독당국은 푸시식품의 영업을 중단시켰고, 맥도널드/KFC 등에 해당 재료를 쓴 제품의 판매를 중단시킴
2014. 9	라면	<ul style="list-style-type: none"> 대만에서 라면을 튀기는데 저질 돼지기름이 사용됨 중국 라면 MS 1, 2 위 업체가 모두 대만 업체. 중국 시장에서 동일한 의혹 제기되면서, 매출 역성장
2015. 7	소금	<ul style="list-style-type: none"> 공업용 소금을 '요오드 첨가 소금' 등 고급 정제 식염으로 둔갑시킴 요오드 함유량은 전무했고, 암을 유발할 수 있는 '아질산염'이 다량 검출 소규모 시장, 소매상, 식당, 식품가공상, 회사 구내식당 등에서 사용된 것으로 밝혀짐
2016. 3	식당	<ul style="list-style-type: none"> 중국의 대표적인 음식 배달 애플러머가 비위생적으로 운영되는 무허가 식당과 제휴한 사실이 드러남 음식점 주소 허위 기재, 실물과 다른 가짜 사진 등록, 비위생적인 취사환경, 무허가 운영 등이 보도됨

자료: 언론보도, KOTRA, 키움증권 리서치

2015년 10월 중국 식품안전법 개정 방향 및 주요 내용

개정방향	<ul style="list-style-type: none"> 기존 10장 104 조항에서, 10장 154 조항으로 50 조항이 추가되었으며, 신규내용 외에 기존내용 보완 중국 역사상 가장 엄격한 식품안전법으로 평가
8대 방침	<ul style="list-style-type: none"> 식품안전감독기구 전문화 식품생산경영자의 책임확대 및 감독관리 강화(처벌강화) 식품안전 예방 및 리스크 방지를 위한 중점제도 추가 식품안전사회를 위한 매체, 소비자 역할 확대 보건식품, 영유아식품 등 특별식품에 대한 감독관리 강화 신선 농산물(과실, 채소, 찻잎)에 대한 농약(독성 등) 관리 강화 식용 가공식품에 대한 관리 강화 식품안전에 대한 법률책임제도 구축

자료: 한국농수산물유통공사, 키움증권 리서치

식자재 유통업자에게 열리는 새로운 기회

이처럼 대도시를 중심으로 1) 외식 산업이 질적으로 성장하고, 2) 수요층이 다변화 되면서, 식재료의 Quality가 점점 중시되고, 새로운 상품의 차별화를 시도할 수 있는 기회가 열릴 것으로 기대된다. 특히, 중국에서 벌어진 수많은 식품 안전성 사고로 인해, 식재료의 신뢰성 개선은 정부 입장에서 매우 민감한 이슈가 되었고, 관련 규제들이 강화되고 있다. 따라서, **식자재 유통업의 기업화가 진행될 수 있는 환경이 조성될 것으로** 판단된다.

현재, 국내 식자재유통 업체 중에 중국에 진출한 업체는 CJ프레시웨이, SPC삼립, 아워홈, 삼성웰스토리 정도로 알려져 있는데, 업계 1위인 CJ프레시웨이의 행보에 특히 주목할 만하다. 동사는 CJ그룹의 자회사로서 CJ제일제당, CJ CGV, CJ푸드빌 등과의 시너지 효과가 가능하며, 중국 옹휘마트와의 전략적 제휴를 통해 현지 유통망에 대한 약점을 보완하였다. 특히, CJ푸드빌은 현재 중국에서 100개 이상의 푸레쥬르 매장을 운영 중이고, 2020년에 매장을 1천개까지 확대할 목표를 가지고 있다. 또한, CJ제일제당은 중국 시장 내 가공식품 매출 확대를 위해, 현지 업체 M&A를 지속 검토하고 있는 상황이다.

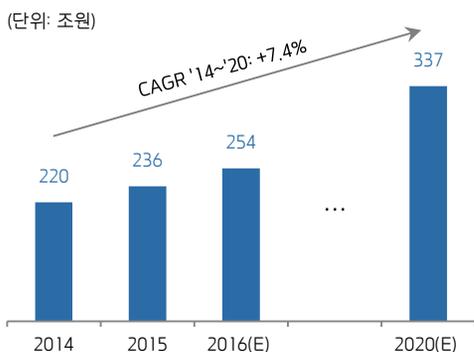
더불어, 동사는 베트남과 미국에 현지법인을 세우고, 글로벌 소싱력 강화에 힘을 쏟고 있다. 이를 통해 중국 내 고급 식재 수요 증가에 대응하고, 현지 업체 대비 차별화가 가능한 killer item 확보에 나설 것으로 판단된다.

국내 식자재유통 기업의 중국 시장 진출 현황(급식 포함)

회사명	형태	중국 진출 전략
CJ 프레시웨이	JV	<ul style="list-style-type: none"> 중국 옹휘마트와 JV 2개 설립하여, 현지 Captive 유통망 추가 확보(2016. 11 법인 설립) 베트남/미국 네트워크 중심으로 글로벌 소싱력을 강화하여 중국 시장 내 상품 경쟁력 확보 계획 2020년 해외 매출 목표 2.7조원
SPC 삼립	단독	<ul style="list-style-type: none"> 2015년 4월에 중국 상해에 현지법인 설립. Captive 파리바게뜨향식자재 공급 중. 향후에는 중국 전 지역 파리바게뜨로공급망을 넓혀 국내와 중국의 식자재 통합 구매를 추진할 계획 2020년 전사 매출 목표 4조원
아워홈	단독	<ul style="list-style-type: none"> 2010년 국내 급식기업 최초로 중국 시장에 진출. 2015년 매출 규모 580억원 수준 베이징, 난징, 광저우, 톈진, 옌타이 등 10개 도시에서 30개의 위탁 및 오피스 급식 사업장 운영 중 2020년 전사 매출 목표 2.5조원
삼성웰스토리	JV	<ul style="list-style-type: none"> 일본 최대 식자재유통 기업인 '고쿠부그룹', 중국 국영농산기업 '은용농업발' 과 JV 설립계약 체결(2016. 6) 삼성전자 급식 사업장 Captive 바탕으로 중국 시장 내 유통망 확대 전망. 2020년 해외 매출 목표 8천억

자료: 언론보도, 키움증권 리서치

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, 케슈넛 등	용과, 수입과일, 버팔로(우유) 등
미국	US-Asia 間 No.1 Trade Company	토마토캔, 오렌지, 포도 등	바사, 마히마히, 한국産 상품 등

자료: CJ프레시웨이

>>> Well-being Trend

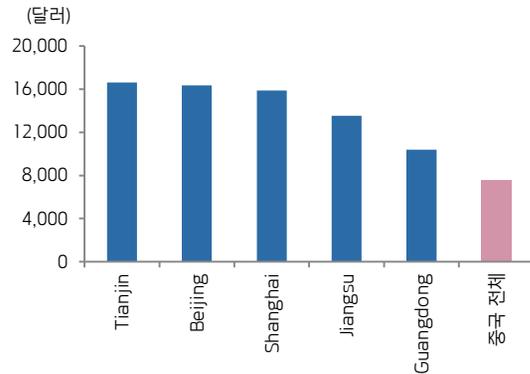
대도시 중심으로 Well-being Trend 확산

소득 수준 성장에 따라, 중국인들 사이에서도 Well-being Trend가 확산되고 있다. 중국 전체 1인당 GDP는 \$8,000 수준이지만, 베이징을 비롯한 대도시들은 이미 1만불 중반 수준까지 오른 상황이다. 이는 한국의 2000년대 중반의 소득 수준과 비슷하다.

한국무역협회와 중국산업정보망 자료에 따르면, **중국 내 웰빙 관련 시장이 연평균 15% 성장**하고 있는 것으로 추산된다. 또한, 음료 시장에서 탄산음료, 과즙음료 소비의 비중이 지속적으로 감소하고 있고, 생수와 기능성음료가 확대되고 있다. 비만이 늘어나면서 설탕에 민감해지고 있고, 그 결과 탄산음료 보다는 생수를, 전통적인 과즙음료 보다는 무가당/무첨가의 천연과채음료(5년전 대비 시장 규모 2배로 성장)를 선호하기 시작하였다.

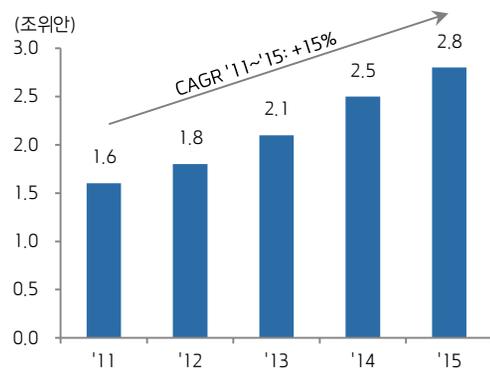
또한, 최근에는 요구르트 시장이 급성장 하면서, 업체들이 신제품 출시에 열을 올리고 있다. 중국 요구르트 시장 규모는 최근 5년 동안 연평균 20% 정도 성장하였고, 요구르트 시장 1위 업체인 광명유업(Bright Dairy, MS 23%)은 2015년 전사 매출이 5년전 대비 2배 이상으로 성장하였다.

주요 대도시 vs 중국 전체 1인당 GDP 비교



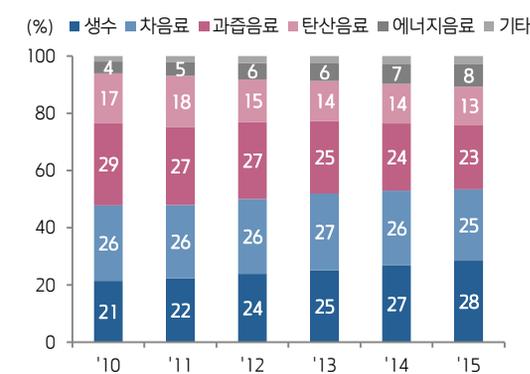
자료: CEIC, 중국 국가통계국

중국 웰빙 시장 성장추이



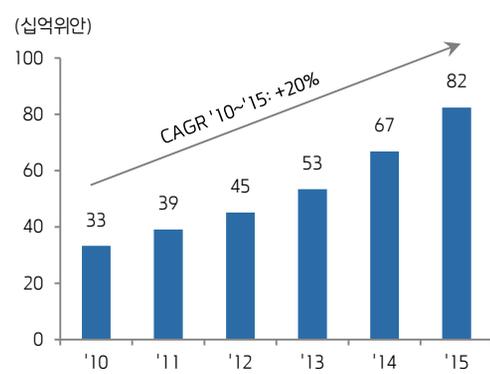
자료: 한국무역협회, 중국산업정보망

중국 음료 소매 시장 비중 추이



자료: 한국무역협회, Euromonitor

중국 요구르트 시장 규모 추이



자료: 한국무역협회, Euromonitor

새로운 시장을 공략하는 식품 업체들

소비자들의 Well-being 선호 현상에 따라, 주요 업체들도 적극적으로 新 시장 공략에 나서고 있다.

Mondelez와 Pepsi Co는 건강과 영양 밸런스를 중시한 아침 식사 대용식, 건강음료 브랜드를 런칭하였다. **Mondelez**는 건강/영양/편의성을 강조한 breakfast biscuit 제품인 “belVita” 를, **Pepsi Co**는 아침 식사 대용식, 오트밀 음료 브랜드인 “Quaker” 를 각각 지난 해 중국 시장에 런칭하였다. 특히, Mondelez는 2020년까지 웰빙 스낵이 전체 매출에서 차지하는 비중을 50%까지 확대할 계획이다.

중국 로컬 분유 업체인 **Biostime**은 작년 9월에 호주 최대 비타민 제조사인 스위스웰니스그룹을 약 1조원에 인수하였다. 동사는 중국에서 호주산 건강 보조제 수요가 급증하는 부분에 주목하였고, 그 결과 본업인 조제분유 매출 역성장에도 불구하고, 올해 주가는 상승 추세를 그렸다. 2014년에 라이신 생산을 중단했던 **Fufeng**은 건강과 웰빙 컨셉에 맞는 High-end 아미노산 제품 확대에 주력하고 있다. 그 결과 High-end 아미노산 사업부는 매년 30% 이상의 매출 성장률을 시현하고 있다. 한편, **WantWant**과 **Tingyi**는 후발주자로 요구르트 사업에 뛰어들었고, **Yili**는 유기농 우유 업체 인수에 46억 위안을 투자하였다(한화 7,800억원 수준).

중국에 진출한 국내 기업들도 이러한 트렌드에 대응해 나가고 있다. **CJ제일제당**은 올해 4월에 중국 기능성 아미노산 업체인 하이더(2015년 매출 500억 엔더)를 인수하면서, 기능성 아미노산 시장에 신규로 진출하였다. **농심**은 정제수 대신 미네랄워터 비중이 확대되는 생수 시장에 “백산수” 제품을 출시하였고, **오리온**은 천연 재료, 영양 밸런스 등을 강조한 프리미엄 제과 브랜드 “마켓오”, “닥터유” 브랜드를 중국에서 확대할 계획이다.

중국 내 주요 음식료 업체들의 웰빙트렌드 대응 현황

구분	회사명	대응 현황
Global	Mc Donalds	<ul style="list-style-type: none"> 외식 트렌드 변화에 따라, 중국/홍콩 사업부를 Master Franchise 계약으로 전환 추진 중
	Mondelez	<ul style="list-style-type: none"> 2020년까지 전체 제품 포트폴리오 내 웰빙 스낵 비중 50% 목표
	Pepsi Co.	<ul style="list-style-type: none"> 2015년, 건강/영양 비스킷 제품 belVita 를 중국 시장에 런칭(아침 식사 대용식 컨셉)
	Yum! Brands	<ul style="list-style-type: none"> 외식 트렌드 변화에 따라, 중국 사업부를 분사하여, 중국 사모펀드사인 춘화 캐피탈그룹과 Alibaba의 금융회사인 Ant Financial 에지분 일부를 매각
Local	Biostime	<ul style="list-style-type: none"> 중국 내 호주산 건강보조제 수요 급증에 주목 2015년 9월, 호주 최대 비타민 제조사 스위스웰니스그룹을 약 1조원에 인수
	Fufeng	<ul style="list-style-type: none"> MSG 사업부의 성장성에 한계, Health & Wellness 컨셉에 맞는 고부가가치 아미노산 제품 판매 및 개발
	WantWant	<ul style="list-style-type: none"> 건강/웰빙컨셉에 맞는 살과자제품 마케팅 강화(원재료로 흑미/흑실탕 사용). 요구르트 신제품 출시(상온 요구르트, 프로바이오틱스 요구르트 등)
	Tingyi	<ul style="list-style-type: none"> 프리미엄 기능성 유음료 브랜드 출시(Lactic acid drink)
	Yili	<ul style="list-style-type: none"> 2016년 10월에 유기농 우유 업체 China Shengmu Organic Milk 인수 발표(46억 위안에 인수)
Korea	CJ제일제당	<ul style="list-style-type: none"> Health & Wellness 컨셉에 맞는 고부가가치 아미노산 제품 판매 및 개발(중국 하이더 인수)
	농심	<ul style="list-style-type: none"> 프리미엄 미네랄워터 백산수 출시
	오리온	<ul style="list-style-type: none"> 마켓오, 닥터유 브랜드 런칭(식품 첨가제/트랜스 지방 無, 영양 밸런스, 천연 재료 강조 등)

자료: 각 사 자료, 언론보도, 키움증권 리서치

Mondelez: belVita



자료: Mondelez

Pepsi Co: Quaker



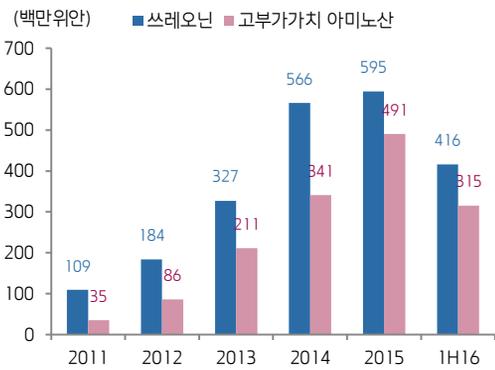
자료: Pepsi Co

Swisse Wellness의 제품 포트폴리오



자료: Swisse Wellness

Fufeng: 주요 아미노산 매출액 추이



자료: Bloomberg

Want Want: 흑미쌀과자



자료: Want Want

Tingyi: 유음료 신제품 런칭



자료: Tingyi

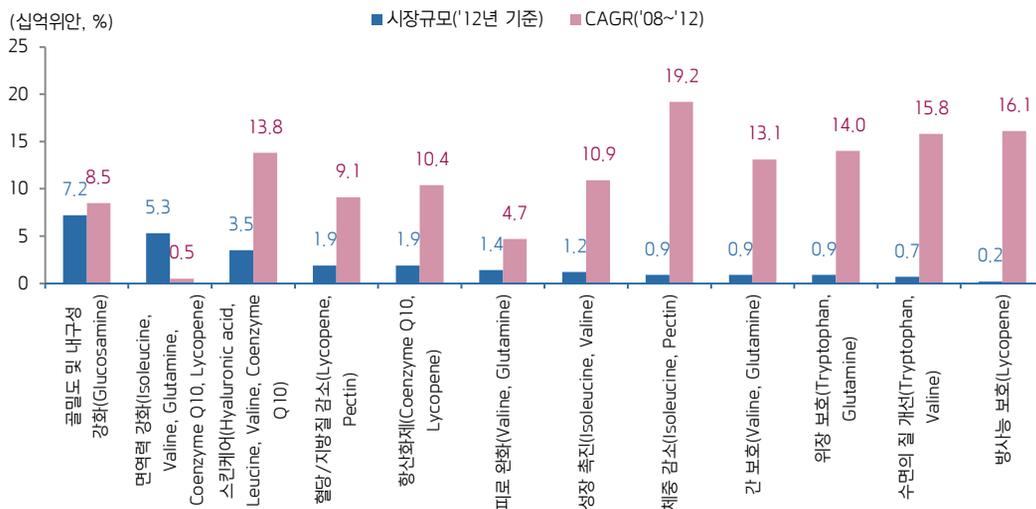
CJ제일제당의 기능성 아미노산 사업에 주목

CJ제일제당은 올해 4월에 중국 기능성 아미노산 전문 업체인 하이더를 인수하였다. 주요 제품 포트폴리오인 화장품/건강기능식품 소재로 쓰이는 시스테인, 운동 보조제의 성분으로 사용되는 시트룰린, 오르니틴 등이 있다. 당사는 현재 심양 공장의 라이신 생산을 중단하고, 시스테인의 주요 원재료인 시스틴의 호환 설비를 설치하고 있다.

현재 CJ제일제당과 비슷한 분야에서 사업을 하고 있는 회사가 중국의 Fufeng이다. 2014년부터 라이신 생산을 중단했던 **Fufeng은 자신들의 정제/발효 기술 분야의 장점을 극대화하기 위해, 쓰레오닌(Capa 13.6만톤)과 고부가가치 아미노산을 중심으로 포트폴리오를 재편**하였다. 당사는 10월말에 Fufeng을 방문하여, 경영 전략을 점검하였는데, 1) MSG 중소기업 퇴출, 2) 고부가가치 아미노산 확대 등의 계획을 가지고 있었다. Fufeng은 중국 국내 MSG 수요 성장률은 2~3% 정도로 정체되어 있기 때문에, 원가 경쟁력 우위를 바탕으로 경쟁사의 시장 퇴출을 유도하여 수익성을 극대화하고, 건강과 웰빙 컨셉에 맞는 고부가가치 아미노산 제품 확대를 통해 외형을 성장시키고자 한다. 당사는 중국 신장(Xinjiang) 지역의 공장에서 Valine, Leucine, Isoleucine, Glutamine, Hyaluronic acid 등의 생산을 중점적으로 확대하고 있다. 또한, 골밀도 및 내구성 개선에 탁월한 Glucosamine, 혈당/지방질 감소와 항산화에 탁월한 Lycopene, 화장품의 원료로 많이 쓰이는 Coenzyme Q10의 개발을 시도하고 있다.

중국 시장에서 건강 & 웰빙 관련 성분은 대체로 연평균 10% 이상의 성장률을 보이고 있기 때문에, 향후 기회가 많은 시장으로 판단된다. 특히, CJ제일제당은 1) 기존 아미노산 사업을 통해 정제/발효 관련하여 높은 기술 수준을 보유하고 있고, 2) 하이더 인수를 통해 기능성 아미노산 관련한 기술력을 보강하였으며, 3) 기존 아미노산 생산 공정과 시너지를 낼 수 있는 부분도 있기 때문에, 기능성 아미노산 분야에서 성장성을 기대해 볼만 하다. 당사는 이번 시스틴 생산의 내재화를 시작으로, 식용 아미노산 비중을 확대하여, 2020년까지 사료용 아미노산, 식품 아미노산, 식의약용 아미노산의 비중을 균등하게 가져가는 것을 목표로 하고 있다.

중국 건강 & 웰빙 관련 성분의 시장규모 및 성장성



자료: Fufeng

오리온: 웰빙 프리미엄 제품 마켓오/닥터유에 주목

한편, 오리온은 중국에서 마켓오, 닥터유 브랜드 제품을 확대해 나갈 계획이다. 동사가 해당 제품을 한국에서 2008년에 런칭 했던 점과 현재 중국 1선 대도시의 소득 수준을 감안한다면, 한국 보다는 조금 이른 시기에 런칭하는 셈이다.

마켓오(Market O), 닥터유(Dr. You) 브랜드는 기본적으로 웰빙 컨셉에 맞는 제품 라인업을 보유하고 있다. 마켓오는 한국 유기농 농장에서 재배된 천연 원재료를 강조한 브랜드이다. MSG와 인공색소 같은 식품 첨가제를 넣지 않고, 나쁜 콜레스테롤 수치를 높이는 트랜스 지방이 0%임을 강조하였다. 주요 제품은 리얼 브라우니, 리얼 치즈칩, 리얼 크래커 등이 있다. 중국에서는 올해 9월에 브라우니 제품이 가장 먼저 런칭 되었다.

닥터유는 서울대학교 의사가 R&D에 참여한 브랜드로, 역시 MSG와 인공색소 같은 식품 첨가제를 넣지 않았고, 제품의 영양 밸런스를 맞추는 데 중점을 두었다. 기존 제품들을 좀 더 건강하게 먹을 수 있도록 개선하기 위해, 칼슘, 단백질, 철분, 섬유질 등의 영양소에 대해 적절한 균형을 추구하였다. 주요 제품은 다이제, 에너지바, Kids 쿠키 등이 있으며, 중국에는 아직 런칭 되지 않은 상황이다. 하지만, 올해 9월에 런칭된 마켓오의 중국 내 시장 반응이 좋다면, 닥터유도 추가로 중국에서 런칭될 가능성이 높다.

기존에 중국인 여행객들로부터 마켓오/닥터유 선물세트의 인기가 높았던 점과 중국 시장 내 웰빙 트렌드를 감안한다면, 동사의 프리미엄 브랜드는 중국 시장에서 성공을 거둘 가능성이 높은 것으로 판단된다. 따라서, 최근 중국 제과 시장 경기 부진으로 인한, 성장성 우려를 극복하는데 큰 도움이 될 것으로 판단된다.

Market O 제품 라인업



자료: 오리온

Dr. You 제품 라인업



자료: 오리온

>>> 온라인 채널 확대: 개와 고양이의 싸움

온라인 채널의 거침 없는 영토 확장

중국 소매 시장에서 온라인 채널의 거침 없는 영토 확장은 현재진행형이다.

전체 소매 판매액 증가율과 온라인 소매 판매 증가율의 현격한 차이는 지속되고 있다. 식료품이 포함된 FMCG 카테고리에서도 마찬가지로 현상이 벌어지고 있다. Kantar Worldpanel 자료에 따르면, **FMCG 카테고리에서 온라인 채널이 차지하는 비중은 약 4% 수준이지만(2015년 기준), 매년 30~40% 수준의 성장률이 나타나고 있어, 전체 성장률과의 큰 괴리가 유지되고 있다.**

일반 업체들의 매출 성장률도 이와 비슷하게 나타나고 있다. 이미 전체 소매 시장에서 Tmall/Taobao의 Alibaba와 JD.com이 중국 내 시장점유율 1위와 2위를 기록하고 있다. 이들은 매출 성장률에 있어서 오프라인 리테일러들을 압도하며, 점유율 상승을 지속하고 있다. 게다가, 오프라인 리테일러들의 SSSG는 대체로 플랫폼에서 역성장 수준으로 부진하고, 외형 성장을 점포 확대에 의존하고 있어, 온라인 리테일러들에게 유리한 상황이 전개되고 있다.

하지만, 식료품 업체들의 매출에서 온라인 채널이 차지하는 비중은 매우 낮은 편이다. 전술한 Kantar Worldpanel의 데이터에서, 화장품의 온라인 채널 비중을 감안한다면, 식료품의 온라인 채널 비중은 좀 더 낮은 편으로 추산된다. 또한, 중국에서 사업을 하고 있는 오리온의 온라인 채널 비중도 3% 수준으로 아직 작은 편이다.

온라인 채널은 전체적인 유통 비용 하락을 통해 균형 가격을 낮추고, 소비자들의 구매 접근성을 향상시키는 효과가 있다. 가격이 낮아지고 접근성이 올라가기 때문에 수요량도 늘어나기 용이한 구조이다. 하지만, **조제분유를 제외한 주요 F&B Player들은 아직 영향권 밖에 있는 상황이다. 이러한 상황에 변화가 일어날 가능성은 없을까?**

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

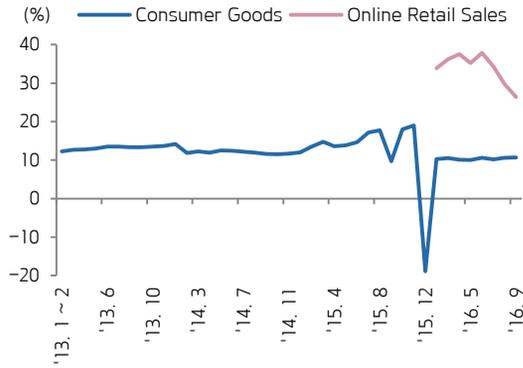
자료: Sun Art Retail

2015년 중국 하이퍼마켓 시장점유율 현황 (단위 %)

순위	회사명	MS
1	China Resources Enterprise	15.2
2	Sun Art Retail	13.7
3	Wal-Mart Stores Inc	9.6
4	Yonghui Superstores	5.8
5	Carrefour	5.2
6	Bailian Group	2.7
7	CP Lotus	2.1
8	A. Best	1.8
9	WU Mart	1.8
10	Zhongbai Supermarket	1.7
합계		59.6

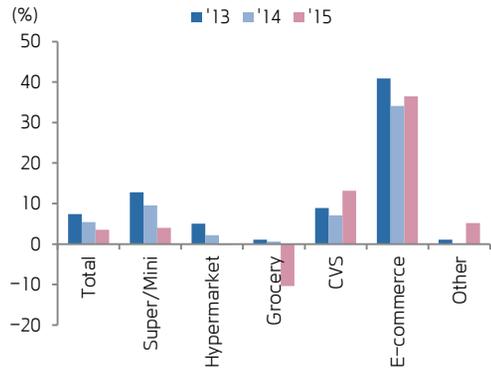
자료: Sun Art Retail

소매 판매액 YoY 증가율: 전체 vs 온라인



자료: CEIC, 중국 국가통계국

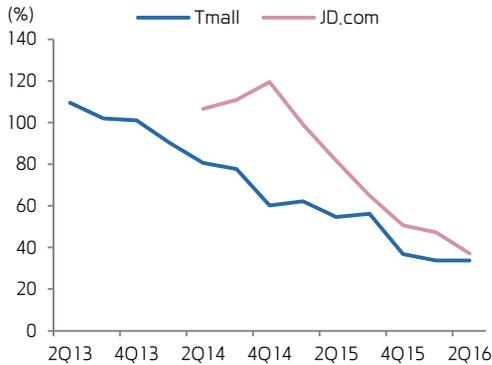
FMCG 소매 판매액 YoY 증가율



자료: Kantar Worldpanel, Bain Analysis

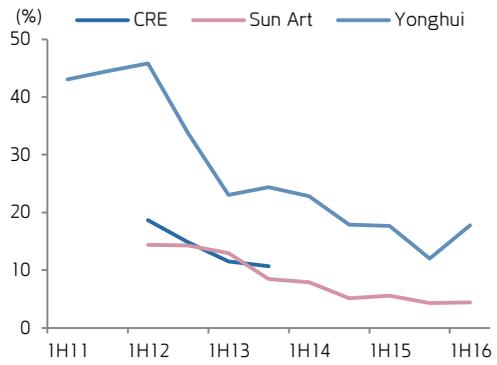
주 1) FMCG: Fast Moving Consumer Goods
 주 2) Hypermarket: >= 6,000m², Super/Mini: 100~6,000m²,
 Grocery: <= 100m²(영업면적 기준)

온라인 Retailer YoY GMV 증가율



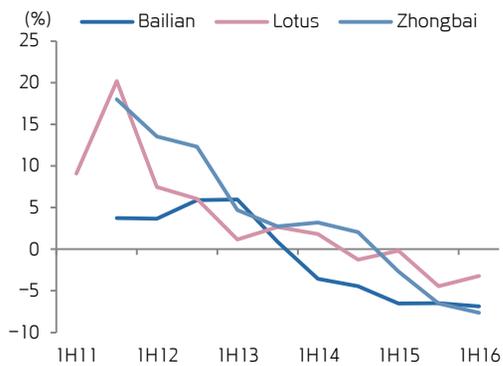
자료: Bloomberg

오프라인 Retailer YoY 매출액 증가율 (1)



자료: Bloomberg

오프라인 Retailer YoY 매출액 증가율 (2)



자료: Bloomberg

Walmart China YoY 매출액 증가율 및 SSSG



자료: Walmart

개와 고양이의 싸움 (1): Tmall과 JD.com, 전자상거래의 거인으로 성장하다

중국 온라인 채널의 성장 과정에서 Taobao/Tmall과 JD.com의 존재감은 독보적이다. 또한, 이 둘의 싸움은 크게는 Alibaba와 Tencent의 싸움이라 할 수 있다.

1999년에 마윈에 의해 설립된 Alibaba 그룹은, 2003년부터 C2C(Consumer-to-Consumer) 채널의 **Taobao**를 바탕으로 전자상거래 시장을 공략하기 시작하였다. 설립 초기 eBay와의 경쟁 구도에서, Taobao는 제품 공급자(판매자)들에게 수수료를 받지 않고 서비스를 무료로 제공하였고, 그 결과 많은 공급자들이 인터넷 상에 모이게 되었다. 2004년에 배송을 기다리는 구매자들의 공금증과 불안함을 해소 시키기 위해 Aliwangwang이라는 채팅 서비스를 런칭하였고, 이어서 구매를 원하는 고객들의 결제 편의성 증진과 불안감 해소를 위해 Alipay 서비스를 런칭하였다. 이러한 서비스들을 바탕으로, 제품 공급자에 대한 수수료 무료를 시행한 지 20일 만에 1만여 명의 회원이 등록되었고, 2008년에는 회원 수가 980만명이 되면서, 중국 및 아시아 최대규모의 오픈마켓으로 자리 잡았다.

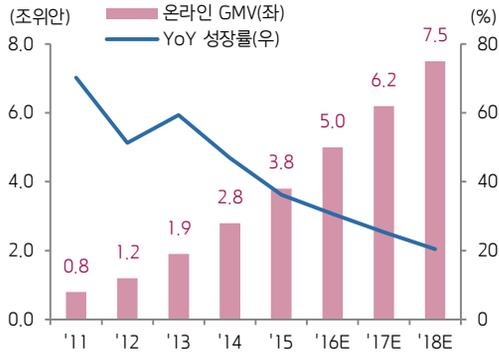
한편, **Tmall**은 2008년에 Taobao Mall이라는 이름으로 오픈 되었고, 2011년에 Tmall이라는 별도의 도메인으로 독립하였다(Taobao에서 분리). Tmall은 Taobao와 달리 B2C(Business-to-Consumer) 채널이다. Taobao는 소비자들에게 온라인 구매의 편의성을 일깨워 주었지만, 제품 공급자의 영세성과 신뢰성 측면에서 분명한 한계가 있었다. 하지만, B2C 쇼핑몰인 Tmall을 통해 질적으로 우수한 브랜드 상품들을 공급하기 시작하면서, 기존 C2C 채널의 한계점을 극복해 나가기 시작했다.

JD.com(징동닷컴)은 1998년에 류창동에 의해 설립되었다. 류창동은 2004년에 오프라인 점포를 정리하고, B2C 온라인 쇼핑몰을 처음으로 오픈하였다. 초기 도메인은 jdlaser.com 이었으나, 2007년에 360buy.com 으로 변경하였다. 사업 초기에는 주로 전자제품을 판매하면서, 신뢰도 높은 물류/배송 인프라를 구축하였고, 2008년부터 전자제품 외의 일반 상품 카테고리로 확대하기 시작하였다. 이러한 상품 카테고리 확장과 물류 인프라를 바탕으로 Alibaba에 이어 전자상거래 업계 2위로 올라서게 된다. 2013년 3월에 도메인을 현재의 JD.com으로 변경하였고, 2014년 3월에 Alibaba의 라이벌 Tencent로부터 지분 투자를 유치하는데 성공하였으며, 그 해 5월에 미국 나스닥 시장에 상장하였다.

Alibaba와 JD.com의 e-commerce 관련 전략은 몇 가지 상이한 점이 있으나, 가장 큰 차이점은 물류 전략으로 판단된다. Alibaba는 창고 보관, 배송 등을 직접 영위하기 보다는, 전략적 파트너들에게 대부분의 물류 기능을 아웃소싱 하면서, 영업 네트워크를 빠르게 확대하고 있다(중국 및 해외 90개 물류회사와 제휴). 한편, JD.com은 과거에 전자제품 판매를 통해 구축한 인프라를 바탕으로, 물류 기능의 상당 부분을 직접 커버하고 있어, 상대적으로 높은 투자 금액이 요구될 수 있지만, 신선식품의 배송과 배송 시점의 정확한 관리 측면에서는 장점으로 부각 받고 있다. 또한, 비즈니스 모델 측면에서도 Alibaba는 직접 상품을 매입해서 판매를 하지 않고, 플랫폼 사용 수수료만 수취하지만(일종의 광고수수료), JD.com은 오히려 플랫폼 보다는 재고 부담이 있는 직접 판매의 비중이 더 높은 편이다.

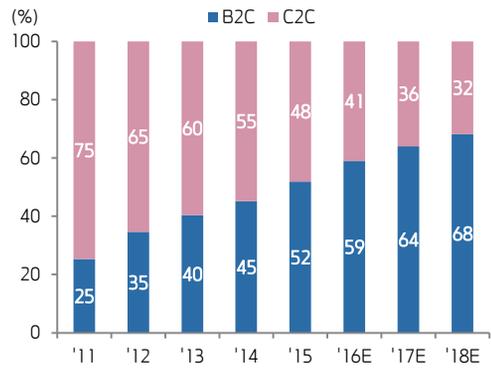
한편, GMV 성장률 측면에서 JD.com이 Taobao와 Tmall 대비 상대적으로 높은 성장률을 보여주고 있지만, 규모 측면에서 Alibaba 쇼핑몰과의 차이는 여전히 큰 편이다. 현재 중국 전자상거래 시장에서 Taobao와 Tmall의 합산 점유율은 70% 이상으로 추정되는데, Taobao와 Tmall의 비중은 6:4 정도로 추산된다. 반면, JD.com의 GMV는 아직도 Tmall의 절반 정도 수준에 불과하다.

중국 온라인 쇼핑물 GMV 추이



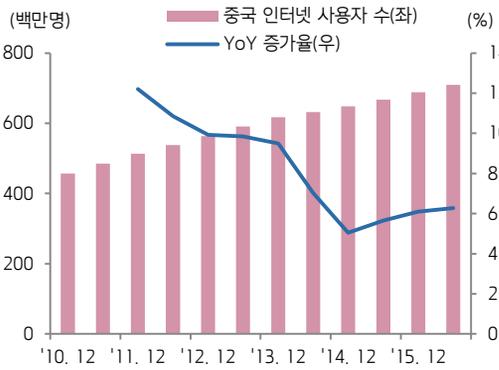
자료: iResearch

중국 온라인 쇼핑물 GMV Mix 추이: B2C vs C2C



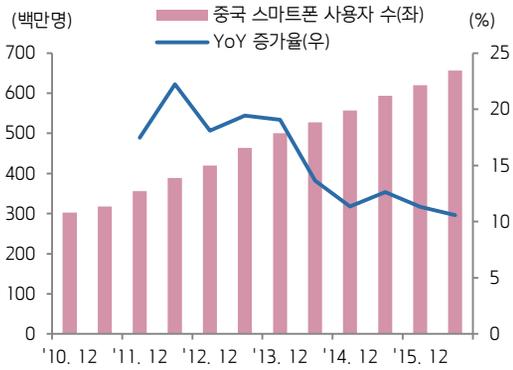
자료: iResearch

중국 인터넷 사용자 수 추이



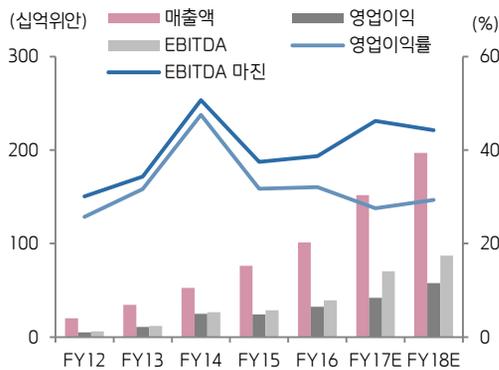
자료: CEIC, CINIC

중국 스마트폰 사용자 수 추이



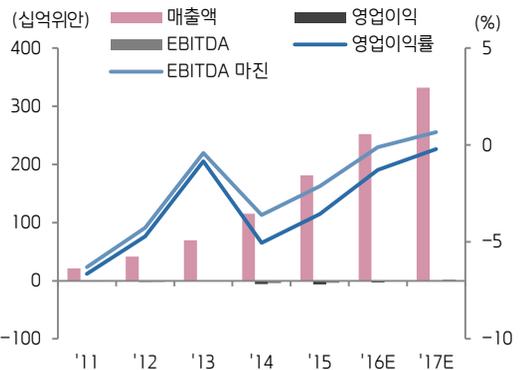
자료: CEIC, CINIC

Alibaba의 매출액과 수익성 추이



자료: Alibaba(FY16 = 2015. 4 ~ 2016. 3)

JD.com의 매출액과 수익성 추이



자료: JD.com

개와 고양이의 싸움 (2): 전략적 제휴를 통해 확대된 싸움판

JD.com이 규모 측면에서 Alibaba 대비 상당한 열세를 보여왔지만, Tencent가 싸움판에 뛰어들면서 상황이 바뀌었다.

Tencent는 2014년 3월에 JD.com의 지분 15%를 취득하면서, 그 해 여름에 그들의 메신저 플랫폼인 WeChat(모바일)과 QQ(PC)에서 JD.com 쇼핑물에 직접 접근할 수 있는 권한을 부여하였다(현재 Tencent는 21% 수준의 지분을 보유하고 있으며, JD.com의 1대 주주임). 이를 통해, JD.com의 고객 기반이 크게 확장되는 효과가 나타났고, 자연스럽게 GMV가 상승하는 결과가 나타나게 되었다. Tencent 또한 JD.com을 자신의 플랫폼으로 끌어들이면서, Alibaba 대비 취약한 e-commerce 분야를 보강하게 된다.

Jingdong의 네트워크 확장은 이에 그치지 않았다. 2015년 8월에, 오프라인 리테일 마켓에서 지속적으로 점유율을 상승시키고 있는 **Yonghui Superstores 의 지분 10% 인수를** 발표하였다. Jingdong은 이를 통해, 1) SCM 협력을 강화하고, 2) Fresh food에서 O2O 플랫폼 사업 기회를 모색하며, 3) 신선식품을 2시간 이내에 배송하는 시스템을 구축하겠다고 밝혔다. Jingdong의 플랫폼과 Yonghui가 보유한 물류 Capa의 시너지 효과를 노린 것이다.

또한, **Jingdong은 글로벌 유통업체 Walmart를 주요 주주로 끌어들이었다.** 중국 시장에서 고전하고 있던 Walmart는 온라인 식료품 전문 유통업체인 Yihaodian(1号店)의 지분을 늘려 왔었다. Walmart는 2015년 7월에 해당 지분을 100%까지 늘린 뒤에, 2016년 6월에 지분 모두를 Jingdong에 매각하고, JD.com의 지분 5%를 받았다(현재 Walmart는 올해 10월에 추가 지분을 확보하여 11% 수준의 지분을 보유하고 있으며, JD.com의 3대 주주임). 대신에 Walmart는 중국에서 새로운 웹사이트를 시작할 수 있는 권리를 포기하였고(기존 Walmart와 Sam's Club 웹사이트 제외), JD.com의 배송 역량 제고, 글로벌 소싱력 강화를 추진하고 있으며, 이를 통해 거인 Alibaba에 대항하려 하고 있다.

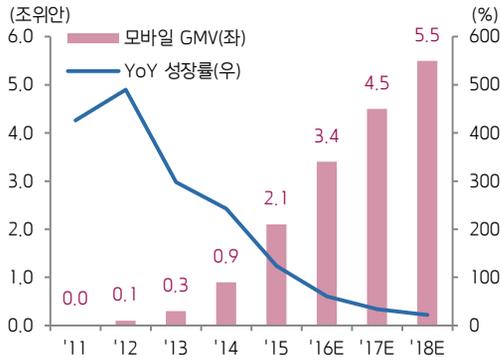
Alibaba도 이러한 Jingdong 연합군의 움직임에 대항하기 위해 전략적 파트너십을 강화해왔다. 2015년 8월에 중국 가전 유통업체인 **Suning에 지분 20%를 투자**하였다. 동사는 이를 통해 1) e-commerce, 2) 물류, 3) O2O 사업에서 시너지 효과를 기대하고 있다. 또한, 최근에는 Mondelez, Mars 등 글로벌 F&B 브랜드와 전략적 파트너십을 체결하면서, 상품 경쟁력 강화에 힘쓰고 있다.

Tmall과 JD.com의 주요 투자관계 및 전략적 Partnership 현황

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

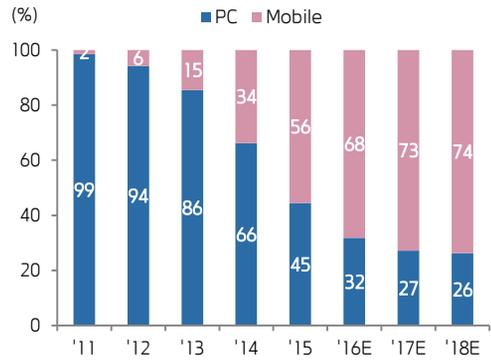
자료: 언론보도, Bloomberg, 각 사 자료, 키움증권 리서치

중국 모바일 쇼핑물 GMV 추이



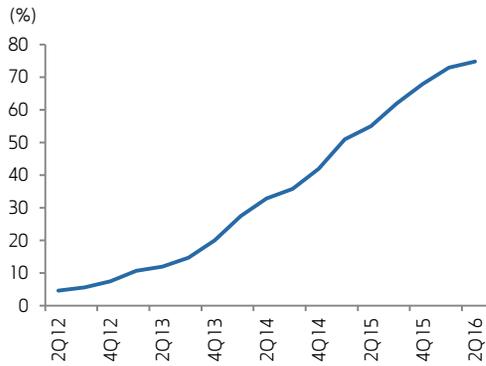
자료: iResearch

중국 온라인 쇼핑물 GMV Mix 추이: PC vs Mobile



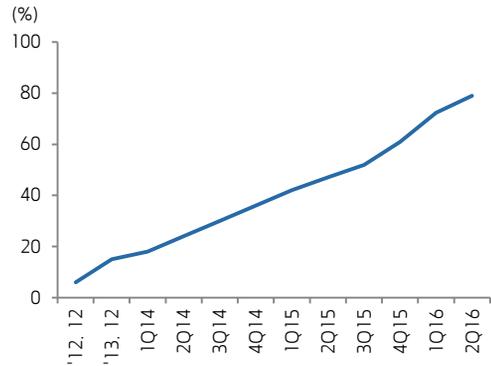
자료: iResearch

Alibaba의 GMV 내 Mobile 비중 추이



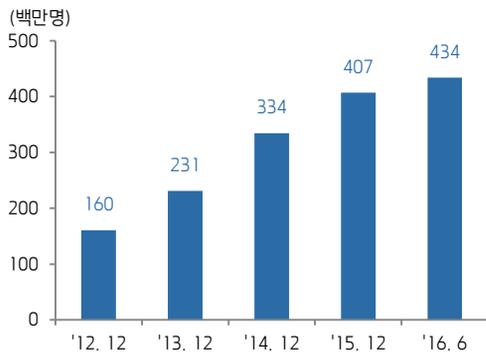
자료: Alibaba

JD.com의 주문건수 내 Mobile 비중 추이



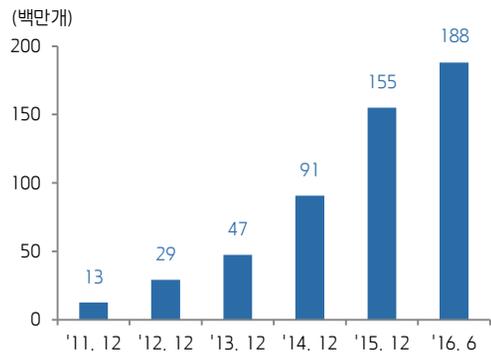
자료: JD.com

Alibaba의 Annual Active Buyers 추이



자료: Alibaba(최근 12개월 기준)

JD.com의 Active Customer Accounts 추이



자료: JD.com(최근 12개월 기준)

개와 고양이의 싸움 (3): 식료품 유통에 대한 투자 확대

최근 들어, 개와 고양이의 싸움은 FMCG 카테고리, 특히 F&B 카테고리로 번지고 있다.

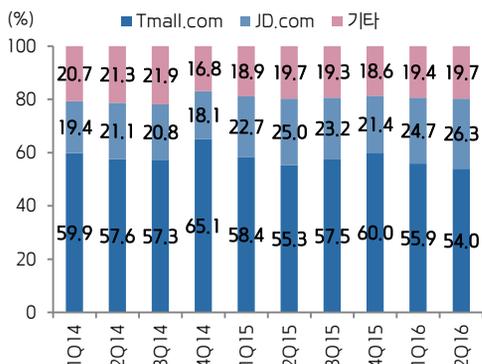
그들의 싸움이 F&B 카테고리에 집중되는 이유는 크게 두 가지로 판단된다. **첫째, 시장 규모 대비 온라인 채널 침투율이 낮기 때문이다.** F&B는 중국 전체 소비에서 30% 수준을 차지할 정도로 큰 시장인데, 온라인 채널 유통 비중은 1~2% 수준으로 현저히 낮다(2016년 9월 누계기준 온라인 채널이 중국 전체 재화 소비에서 차지하는 비중은 12% 수준). **둘째, frequent traffic을 만들 수 있기 때문이다.** 중국인들이 그들의 온라인 슈퍼마켓에서 식료품을 구매하기 시작하면, 좀 더 빈번하게 그들의 쇼핑몰을 방문할 것이고, 추가적인 소비 확대로 이어질 가능성이 높아진다.

그렇다면 현재 경쟁 상황은 어떠한가? **Tmall과 JD.com은 F&B 카테고리에 대한 프로모션과 함께, 배송 서비스 업그레이드에 심혈을 기울이고 있다.** 1) 배송 기간 단축, 2) 예측 가능한 배송 시점의 확보를 통해, 구매자의 편의를 도모하고 있다. 양사는 Top-tier 도시(북경, 상해, 광저우, 텐진 등)들을 중심으로 오전 11시 이전에 발생한 주문에 대해, 당일 배송을 실시하고 있고, 대부분의 도시들을 익일 배송권으로 묶고 있으며, 지역 커버리지를 지속확대 하고 있다.

그 결과, 최근 실적발표에서 Alibaba와 Jingdong은 GMV의 성장이 가장 빠른 카테고리로 F&B를 지목했다. 식료품 중심인 Tmall Supermarket의 GMV는 2Q16에 YoY +202% 성장하였다. 또한, JD.com은 F&B가 일반 상품 중에서 가장 높은 성장률을 보였고(일반 상품은 2Q16에 YoY +63% 성장), 수입 식품은 1H16에 YoY +140% 성장했다고 밝혔다.

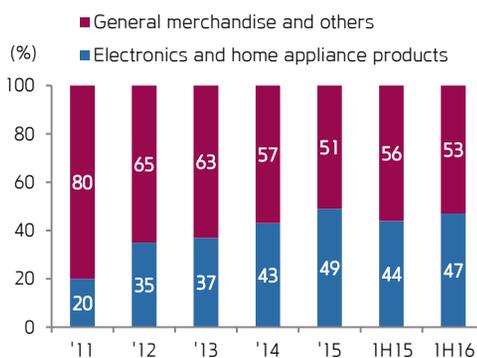
더불어, 온라인 리테일러들은 F&B 카테고리 강화를 위해 주문 시점으로부터 2시간 이내에 배송완료 하는 것을 추진하고 있다. 특히, 물류에 강점이 있는 Jingdong과 Walmart 진영이 적극적이다. 양사는 중국 내 특정 20개 Walmart 점포로부터 3km 이내 지역에 대해, 주문 이후 2시간 이내에 배송하는 서비스를 추진 중이다. 만약, 이 배송 서비스가 성공적으로 정착되고, Walmart가 보유한 중국 170개 도시 426개 매장으로 확대된다면, 그리고 Yonghui Superstores의 300여개 매장까지 결합된다면, 생각보다 파급력이 빠르게 커질 수 있다.

중국 B2C 온라인 리테일 시장점유율 추이



자료: iResearch

JD.com의 GMV Mix 추이



자료: JD.com

식료품 시장에 미치는 영향은?

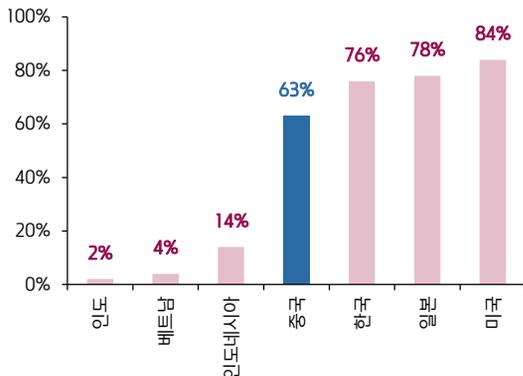
하지만, 현재로서는 이러한 그들의 싸움이 어떤 결과로 이어질지는 예측하기 어렵다. 그 이유는 첫째, 식료품은 기업 입장에서 배송의 효율성이 낮다. 상품의 부피 대비 단가가 낮고, 신선도 유지를 위해 추가 물류비가 발생할 수 있으며, SKU가 굉장히 많기 때문이다. 둘째, 식료품은 다른 재화 대비 구매 직후 빠르게 소비된다. 상품의 신선도가 높을수록 소비에 따른 효율성과 만족감이 크고, 구매 즉시 소비를 원하는 경우도 있기 때문이다(예: 갈증이 나서 음료수를 구매하는 경우). 셋째, 제품 선택의 어려움이다. 특히, 신선식품의 경우 제품을 직접 눈으로 확인하고 만져볼 수 없으며, 식품 안전성 이슈에 노출될 가능성이 높다.

다만, 중국 시장은 MT 채널의 침투율이 상대적으로 낮고, Alibaba, JD.com, Walmart와 같은 글로벌 플레이어들을 중심으로 투자 확대가 일어날 수 있다는 점이, 다른 국가 대비 특징적인 부분이다. 따라서, 여기서 분명한 것은 양사 간의 싸움을 통해 1) 물류 인프라에 대한 투자 가속화와 2) 소비자들의 구매 접근성 향상으로 이어질 수 있다는 것이다.

이에 따라, 오프라인 채널 침투율이 낮지만, 브랜드 인지도가 있는 제품들은 중국 시장 점유율 확대에 좋은 기회가 될 것으로 판단한다. 왜냐하면, 온라인 채널을 통해 효율적인 판촉 집행의 어려움을 해결할 수 있기 때문이다. 전국적인 유통망이 갖춰져 있지 않은 상황에서, 파급력이 큰 매체 광고 등의 확대는 비효율적일 수밖에 없는데, 웹페이지 전면에도 노출 시키는 것 자체가 광고 효과로 이어질 수 있다. 또한, 영업망이 침투되지 못한 Low-tier city에서 구매도 가능해질 것이다. 오프라인 매장에서 구매할 수 없는 Quality Product를 온라인 채널을 통해 구매할 수 있기 때문이다. Alibaba는 “Rural e-commerce” 강화를 3대 전략의 축으로 밝히고 있고, 해당 지역에서의 쇼핑물 이용자 수도 가파르게 증가하고 있다. 또한, 실제 질적으로 우수한 수입 신선식품의 매출이 가파르게 증가하고(JD.com의 경우 1H16에 YoY +140% 증가), 글로벌 조제분유 브랜드의 수입이 온라인 채널을 통해 가파르게 늘고 있는 점도, 소비자들의 Quality Product에 대한 강한 수요를 증명하고 있다.

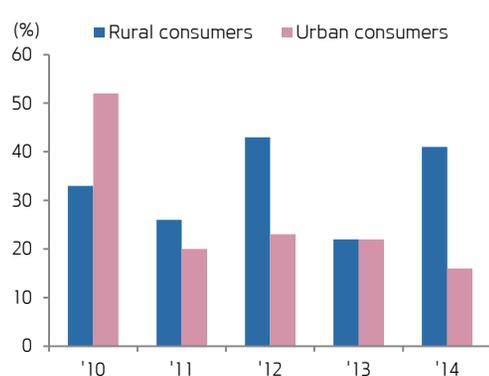
당사는 농심이 이러한 이점을 가장 잘 살릴 수 있는 업체라고 생각한다. 그 이유는, 1) 중국 시장에서 신라면을 통해 어느 정도 프리미엄 라면으로서의 인지도를 높였고, 2) 중서부 내륙 지역으로 커버리지가 확대되는 국면에 있기 때문이다. 현재 중국 내 온라인 매출 비중은 한 자리 수에 불과하지만, 매출 성장률은 30~50% 수준을 기록하고 있는 상황이다. 이러한 이점을 마케팅에 잘 활용한다면, 중국에서 좀 더 효과적인 커버리지 확대가 가능할 것으로 판단한다.

국가별 MT 채널 침투율 현황 (2012년 기준)



자료: Euromonitor, Planet Retail, Bain & Company

중국 온라인 쇼핑물 이용자 수 증가율



자료: CINIC

II. 2017년 음료 산업 전망

>>> 카테고리별 주요 이슈 점검

2017년 이익결정변수 점검: 글로벌 확장이 요구되는 시기

2017년 음료 산업은 내수 성장성의 한계 속에 경쟁강도가 완만히 상승하는 국면이 전개될 것으로 판단된다. 따라서, 글로벌 확장성을 보유한 업체들을 중심으로 선별적으로 투자하는 전략이 필요하다.

2016년 실적 모멘텀을 둔화시켰던 가장 큰 요인은 출하량이었다. 2015년에 빅히트 신제품이 이례적으로 쏟아졌으나, 이러한 추세가 2016년까지 지속되지 못했기 때문이다. 라면, 제과, 주류 업체들은 이익 역성장을 맞이하였고, 밸류에이션 둔화와 맞물려 주가 급락을 경험하게 되었다. 하지만, 이러한 신제품 역기저는 2016년 4분기부터 완화되기 때문에, 2017년 실적에 대한 영향은 제한적일 것으로 판단된다.

2017년에 가장 걱정스러운 부분은 경쟁강도의 상승이다. 내수 성장성의 한계 속에 유통 업체들의 PB 확장 전략이 지속되면서 경쟁강도의 완만한 상승이 불가피하기 때문이다. 유통 업체들은 1) 자회사 제조업체(신세계푸드, 롯데푸드), 2) 가동률이 낮은 2nd-tier 업체, 3) 영세 OEM 업체들을 활용하여, 지속적으로 PB 비중을 늘려나갈 것이다. 심지어 Top-tier 업체인 농심, 오리온까지 PB 제품 생산에 가세하기 시작하였다.

다행스러운 것은 음료 업체들의 해외 매출 비중이 지속적으로 상승하고 있다는 점이다. 이를 통해, 내수 시장의 지나친 경쟁을 완화하고, 신규 시장 창출을 통한 외형 성장을 추구할 수 있다. 제과와 분유는 성장성 측면에서 다소 둔화 우려가 있지만, 라면/가공식품/담배/식자재유통/아미노산 카테고리의 확대를 기대할 필요가 있다.

이익결정변수 Summary

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

자료: 키움증권 리서치

글로벌 사료용 아미노산: 라이신 산업, 수익성 회복의 초입 국면

글로벌 라이신 시황에 대해서는 강세 관점을 유지한다. 강세의 이유는 **1) 중국 사료 수요 회복에 따라 라이신 수요가 회복 중이고, 2) 3년여 간의 판가 하락 과정에서 Capa 증설이 거의 없었기 때문이다.** 더불어, Top-tier 중심으로 고부가가치 아미노산으로 고도화 하거나, 제품 포트폴리오를 다변화 하려는 움직임이 나타나고 있어서, 수급은 좀 더 타이트해 질 가능성이 높다.

중국 라이신의 주요 원재료로 옥수수를 쓴다(내수 조달). 중국 옥수수 가격은 정부의 가격규제 완화에 따라 하락 추세인데, 라이신 Spot 가격의 밴드는 오히려 우상향하고 있다. 그 이유는, 중국 돈육 시황이 개선되면서, 모돈 수 감축이 줄어들고, 사료 수요가 회복되고 있기 때문이다. 중국 정부가 1) 축산업 대형화, 2) 환경 규제 등을 이유로, 중소형 농가 위주로 폐업을 유도했고, 그 결과 돼지사육두수 꾸준히 감소해왔었다. 하지만, 돈육가격이 오르고, 사료 가격이 내려가면서, 양돈업자들의 수익성은 크게 개선되었다. 그 결과, 양돈업자들은 더 이상 사육두수를 줄이지 않고 있으며, 오히려 모돈 수를 늘려나가기 좋은 시점이 되고 있다.

더불어, **Top-tier 중심으로 고부가가치 아미노산으로 고도화 하거나, 제품 포트폴리오를 다변화 하려는 움직임이 나타나고 있어서, 수급은 좀 더 타이트해 질 가능성이 있다.** CJ제일제당, Fufeng은 기능성 아미노산 시장을 공략하기 시작하였고, 매화는 올해부터 잔탄검 생산을 시작하였다.

중국 라이신 Spot 가격 추이



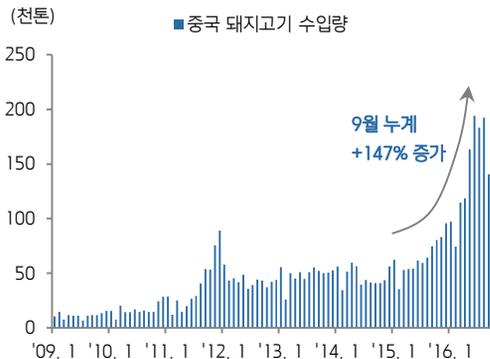
자료: Wind

중국 돈육가격 추이



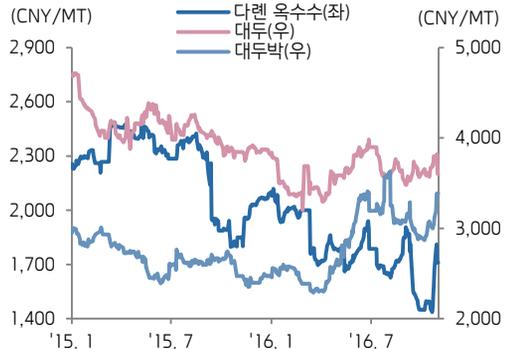
자료: Bloomberg

중국 돼지고기 수입량 추이



자료: Bloomberg

중국 곡물 시세 추이



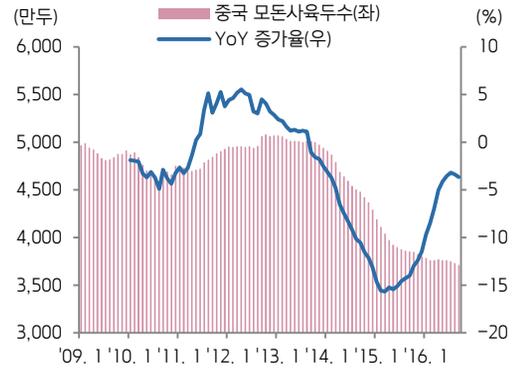
자료: Bloomberg

중국 돼지사육두수 추이



자료: Wind

중국모돈사육두수 추이



자료: Wind

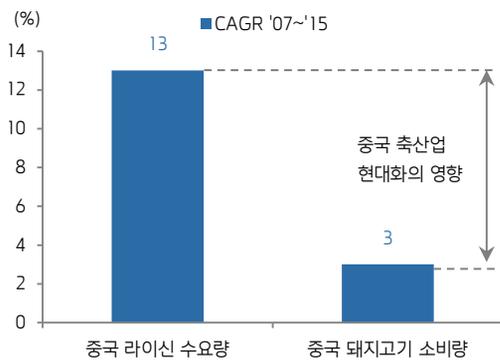
국가별 축산업 현대화 지표 비교: 중국 라이신 수요 성장 여력 높음 (단위: 백만톤, 백만두, %)

지역	2012년			2013년			2014년			3년 평균		
	미국	EU	중국									
라이신 수요량 (A) (천톤)	370	580	640	390	610	700	410	630	725	390	607	688
양돈사료 생산량 (B)	24	50	77	25	49	84	26	49	80	25	49	80
연평균 돼지사육두수 (C)	66	148	472	65	147	475	66	147	470	66	147	472
연간 돼지도축두수 (D)	113	253	698	112	251	720	107	253	735	111	252	718
(E) = (A) / (B) (%)	1.57	1.16	0.83	1.55	1.24	0.83	1.60	1.30	0.90	1.57	1.23	0.86
(F) = (B) / (C) (Kg/두)	356	338	163	384	336	177	387	330	171	376	335	170
(G) = (A) / (C) (Kg/두)	0.56	0.39	0.14	0.60	0.42	0.15	0.62	0.43	0.15	0.59	0.41	0.15
(H) = (D) / (C) (%)	171	170	148	171	171	151	161	172	156	168	171	152

자료: C제일제당, IFIF, USDA, Eurostat, FEAC, 중국 국가통계국, 중국사료공업협회, 키움증권 리서치

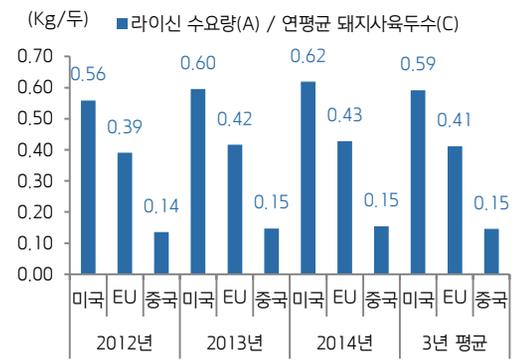
주: 1) 연평균 돼지사육두수는 "(연초 사육두수 + 연말 사육두수) / 2" 로 산출

중국 라이신 수요량 vs 돼지고기 소비량 CAGR 비교



자료: C제일제당, 중국사료공업협회, USDA, Bloomberg, 키움증권 리서치

국가별 라이신 침투율 비교 (G)



자료: C제일제당, USDA, Eurostat, 중국 국가통계국, 중국 사료공업협회, 키움증권 리서치

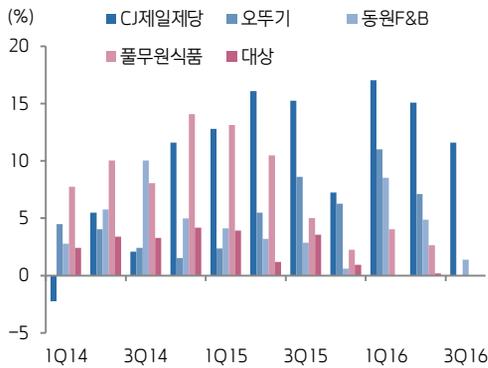
가공식품: CJ제일제당의 점유율 확대 지속 전망

PB 제품을 중심으로 HMR 상품의 구색을 빠르게 갖추어 나가고 있는 유통업체들의 공세가 거센 가운데, 제조업체 중에서는 CJ제일제당의 성과가 단연 압도적이다. **CJ제일제당은 2014년 4분기 이후, 가공식품 매출 성장률 10% 이상의 기초를 유지하고 있고, 경쟁사들을 크게 아웃퍼폼** 하고 있다.

가공식품은 다른 카테고리 대비 SKU 개수가 굉장히 많고, 신제품이 빈번하게 쏟아지는 시장이다. 게다가 상대적으로 기술적 장벽이 높지 않아서, 시장에 수많은 미투 제품이 쏟아진다. 하지만, 투자한 만큼 어느 정도 마진을 확보하려면, 제품의 규모를 어느 정도 키워야 하기 때문에, 프로모션 확대가 불가피하다. 이러한 판촉 투자 과정을 거쳐서, 세분시장이 대형화되고, 거기서 1~2위를 차지해야 높은 수익성을 확보할 수 있다.

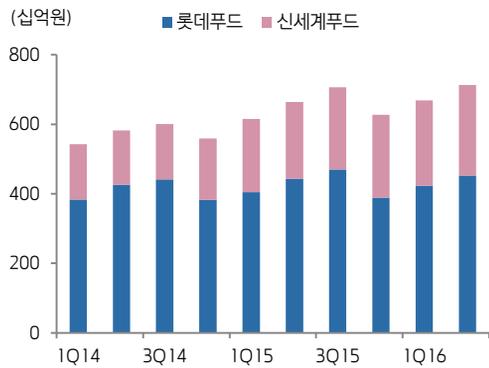
CJ제일제당은 1) 경쟁사 대비 압도적인 자본력, 2) 트렌드 선도 능력(그룹의 미디어 채널 보유), 3) 제품 개발 능력 등을 바탕으로 국내 시장점유율을 지속 확대해 나가고 있다. 특히, 만두, 김치 카테고리에서 점유율을 빠르게 높이고 있고, 국/탕/찌개류 HMR 출시를 통한 신규 시장 개척도 기대된다. 더불어 국내와 해외 시장에서 bibigo 가 한식 브랜드로써 인지도를 높여가는 점도, 향후 점유율 확대에 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단된다.

분기별 식품 매출 YoY 성장률 추이



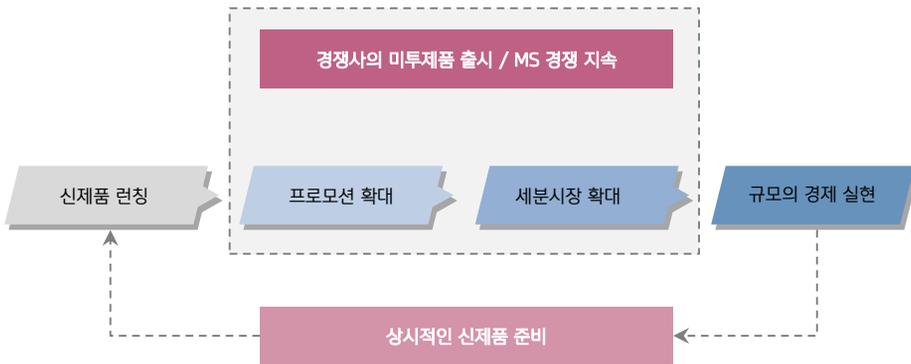
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치
 주: 1) CJ제일제당, 대상은 소재부문 매출 제외하고 계산

분기별 롯데푸드/신세계푸드 매출액 추이



자료: 각 사 자료

가공식품 비즈니스 순환 도식도



자료: 키움증권 리서치

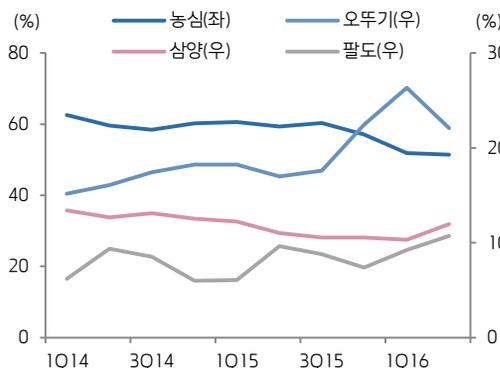
라면: 판촉 경쟁은 언제까지 지속될까?

국내 라면 시장은 당분간 경쟁심화가 불가피할 전망이다. 지속적인 신제품 출시를 통해 시장 규모는 다소 커지고 있지만, 작년 대비 신제품의 영향력이 줄어들었고, 작년 이후 출시한 신제품에 대한 프로모션이 늘고 있기 때문이다. 오투기는 지난 해 히트 제품인 “진짬뽕”에 대한 프로모션을 강화하고 있고, 농심도 “맛짬뽕”, “부대찌개라면” 등에 대한 판촉을 강화하며 대응하고 있는 양상이다.

게다가 라면 시장은 지속적으로 상위 브랜드의 시장 집중도가 떨어지고 있다. 1) 소비자의 기호가 다양화 되고 있고, 2) 프리미엄 신제품이 런칭 되었기 때문이다. 따라서, 주력 제품의 볼륨에 의존하기 보다는, 프리미엄 제품을 통한 적극적인 믹스 개선이 필요하다.

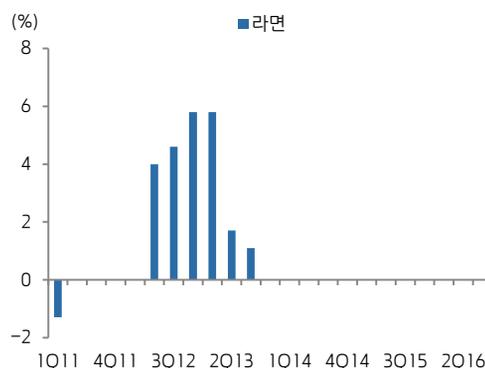
다만, 오투기의 판촉 전략 변화에 따라, 라면 시장의 경쟁강도가 내려갈 가능성이 있다. 오투기는 주력 제품의 원가 경쟁력을 바탕으로, 라면 시장의 점유율을 공격적으로 확대해왔다. 그 결과, “진라면”, “진짬뽕” 등의 제품은 “신라면” 매출의 40~50% 수준까지 육박하였고(소매점 매출액 기준), 동사 점유율은 최대 20% 중반까지 상승했었다. 하지만, 현재의 시장 트렌드를 감안 했을 때, 점유율의 지속적 확장을 위해서는 신제품이 필요하고, 오투기 입장에서는 간편식/편의식과 같은 성장성이 높은 카테고리를 공략할 필요성도 있다. 또한, CJ제일제당이 국/탕/찌개류 레토르트 제품을 확대하고, 유통업체들이 HMR 카테고리의 구색을 강화해 나가는 점도, 전체 판촉 전략에서는 부담으로 작용할 수 있다.

국내 라면 시장 점유율 추이



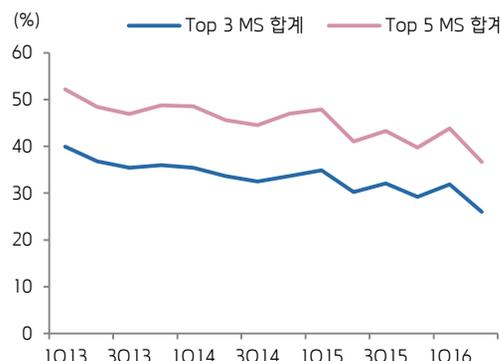
자료: 식품산업통계정보, 링크아즈텍, 키움증권 리서치

라면 PPI 지수 YoY 증가율 추이



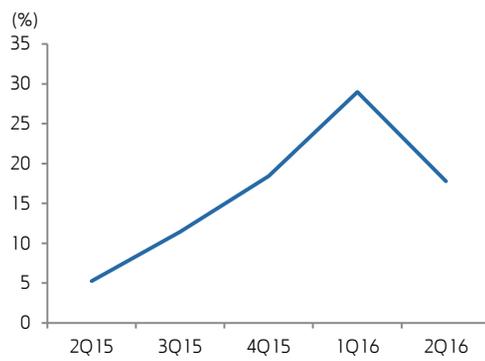
자료: 통계청

라면 상위 브랜드 시장집중도 추이



자료: 식품산업통계정보, 링크아즈텍, 키움증권 리서치

프리미엄 라면 브랜드 MS 추이



자료: 식품산업통계정보, 링크아즈텍, 키움증권 리서치
 주: 1) 짜왕 이후 런칭한 프리미엄 신제품 기준

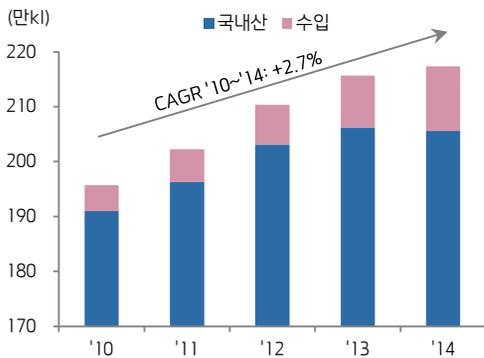
주류: 소비자들은 새로운 맥주를 원한다

국내 맥주 시장은 수량 기준으로 연평균 2~3% 정도 성장해왔던 것으로 추산된다. 국내산 맥주의 출고량은 대체로 정체세를 보였으나, 수입 맥주가 매년 20~30% 정도 성장세를 보여왔다. 이처럼 **수입 맥주가 고성장한 이유는 음주문화의 변화로 주류 소비가 다양해졌기 때문이다.** 1) 여성의 경제활동 참가율이 늘어났고, 2) 과음을 부르던 직장 회식 문화가 변화하고 있으며, 3) 1인 가구 증가로 주류 소비가 개인화 되었기 때문이다.

더불어, **소득 수준 성장에 따라 맥주의 기호도 점점 세분화**(라거, 필스너, 바이젠, 에일, 블랙 등) 되었으나, 국내 맥주 업체들은 기존 제품에 대한 카니발 우려로 이러한 소비에 효과적으로 대응하지 못했던 것으로 판단된다. 그 결과 좀 더 개인화 된 소비의 비중이 높은 가정용 시장이 크게 변화하였고, 수입 맥주의 점유율이 일부 할인점과 편의점에서 50%까지 증가한 것으로 판단된다.

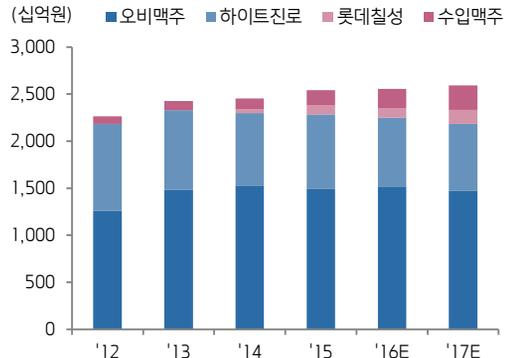
국내 맥주 시장은 롯데칠성의 맥주 2공장 가동에 따라, 시장 경쟁이 한층 치열해 질 것으로 전망된다. 특히, 내년에는 업소용 시장 내 경쟁이 한층 강해질 것으로 판단된다. 현재 업소용 시장은 오비와 하이트가 시장을 양분하고 있고, 브랜드 포트폴리오도 “Cass”와 “Hite”에 쏠려 있는 상태로 추산된다. 하지만, **소비자들이 기존 브랜드보다는 새로운 맥주를 원하고 있고, 롯데칠성의 자본력과 유통망이 경쟁사 못지 않게 강하기 때문에, 중기적으로 롯데칠성의 점유율 확장이 가능할 것으로 판단된다.**

맥주 출고량 추이



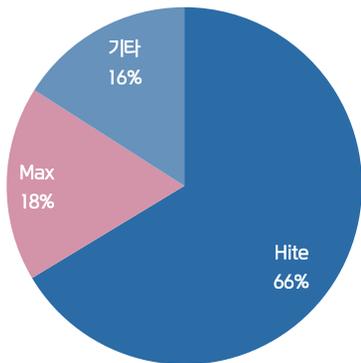
자료: 국제청

연도별 맥주 매출액 추이 및 전망



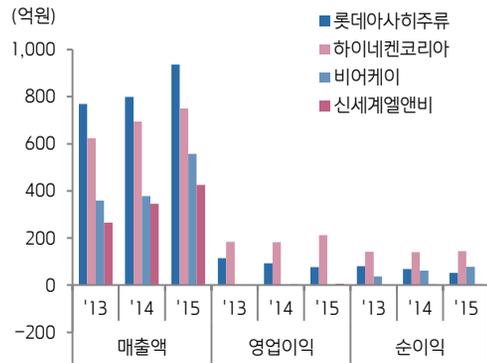
자료: 각 사 자료, 관세청(수입맥주는 관세청 신고가 기준), 키움증권 리서치

하이트진로의 맥주 브랜드별 매출 비중(1H16 기준)



자료: 하이트진로

국내 주요 수입맥주 유통업체 실적 추이



자료: 각 사 자료

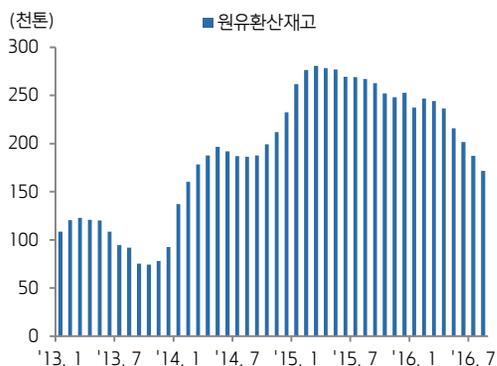
유가공: 원유공급과잉 완화될 수밖에 없을 것

국내 유가공 산업은 출산율의 하락으로 인해, 원유(Raw milk) 사용량이 크게 증가하기 어려운 환경에 놓여있다. 하지만, 원유가격연동제와 쿼터제로 인해, 전체적인 원유 재고 레벨은 여전히 높은 상황이다.

시장 논리로 따져본다면, 과도했던 원유 재고 레벨의 하락은 불가피할 것으로 판단된다. 원유 사용량은 크게 증가하기 어렵는데, FTA로 인해 저가의 수입 유제품이 시장에 공급될 수밖에 없기 때문이다. 더불어, 소비의 구조도 백색시유 보다는 가공유, 발효유, 치즈, 커피음료 등으로 옮겨가면서, 출산률과 상대적으로 연관성이 높은 백색시유의 비중이 차츰 낮아질 수밖에 없다.

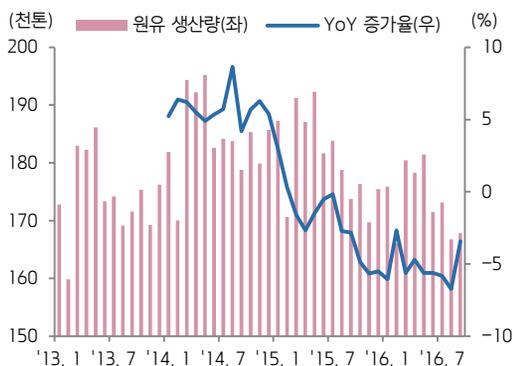
걱정거리는 둔화된 중국 조제분유 수출이다. 올해 수출은 작년 대비 크게 성장하지 못하고 있는데, 주요 이유는 1) 국내 분유 업체의 브랜드 인지도가 여전히 낮고, 2) 중국 정부의 규제가 강화되고 있기 때문이다. 하지만, 중국 정부의 규제에도 불구하고, 여전히 수입 분유에 대한 선호도가 높기 때문에, 온라인 채널 확대를 중심으로 기회 요인을 찾아야 할 것으로 판단된다.

국내 원유(Raw milk) 재고추이



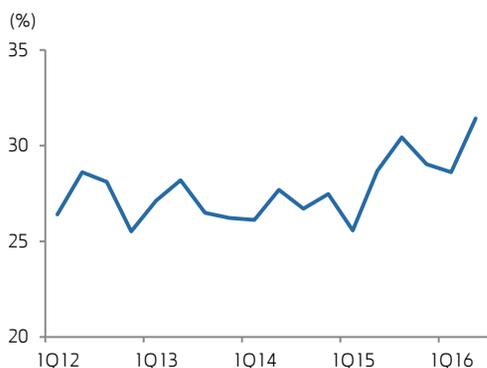
자료: 낙농진흥회

국내 원유(Raw milk) 생산량 추이



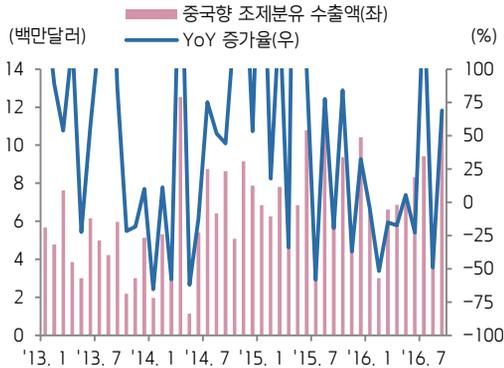
자료: 낙농진흥회

매일유업 별도기준 매출총이익률 추이



자료: 매일유업, 키움증권 리서치

중국향 조제분유 수출액 추이



자료: 관세청(출항일 기준)

>>> 음식료 업종 투자전략

Top Picks: CJ제일제당, 농심, 롯데칠성 제시

음식료 업종 최선호주로 CJ제일제당, 차선호주로 농심과 롯데칠성을 제시한다. **CJ제일제당**은 1) 사료용 아미노산 시황 개선, 2) 국내외 가공식품 점유율 확대, 3) 바이오 포트폴리오 다변화를 통해, 꾸준한 이익 성장이 가능할 전망이다. 중국궤 수요 회복으로 인해, 라이신 등 사료용 아미노산의 시황이 전반적으로 회복될 것으로 기대되고, 미국과 중국 시장을 중심으로 가공식품의 사업의 글로벌 진출이 확대될 것으로 판단된다. 또한, 기능성 아미노산 신제품, 메치오닌, 트립토판 등의 판매량 확대를 통해, 점진적으로 이익 안정성이 개선될 것으로 판단된다.

농심은 1) 라면 시장 경쟁완화 가능성, 2) 해외 시장 확장성에 주목해야 한다. 농심은 2016년 실적 악화로 라면 가격을 인상할 유인이 있고, 경쟁사의 강한 판촉이 완화될 개연성에 주목해야 한다. 주요 경쟁사인 오뚜기는 1) 추가적인 신제품이 없이는 라면 점유율 확대가 어렵고, 2) 성장성이 높은 HMR 시장에서 안정적인 점유율을 확보해야 하기 때문에, 2017년 중에 경영전략의 변화가 나타날 가능성이 있다고 판단된다. 또한, 해외 사업은 중국/미국을 중심으로 기존 제품 중심의 고성장이 일어나고 있어서, 추가적인 채널 및 SKU의 확대가 가능한 상황이다.

롯데칠성은 1) 비영업자산의 현실화 가능성, 2) 맥주/생수 시장 점유율 확대에 주목해야 한다. 그룹의 지배구조 개선이 재개되면서, 동사가 보유한 비영업자산이 주목 받을 가능성이 높다. 또한, 경쟁사 대비 우위에 있는 자본력과 유통망을 바탕으로, 맥주 시장에서 점유율 확대가 예상되고, 구조적 성장이 지속되고 있는 생수 카테고리에서도 외형 확대가 지속될 가능성이 높다.

더불어, 업황 변화에 따라 주목해야 할 관심종목으로 대상, 매일유업, CJ프레시웨이를 제시한다. **대상**은 1) 라이신 시황 개선 기대, 2) 전분당 Capa 확장에 주목해야 한다. 동사는 라이신을 주로 유럽에 수출하고 있기 때문에, 중국 시황 개선에 따른 수혜를 볼 가능성이 높다(중국 판가가 글로벌 벤치마크이고, 중국에서 유럽으로 수출이 많이 되기 때문). 더불어, 동사의 주력 사업인 전분당 Capa를 국내와 인도네시아에 증설한 점도 긍정적이다. 특히, 필리핀 전분당 사업이 2년만에 10% 이상의 마진을 달성하였고, 인도네시아에 영업 네트워크가 있는 점을 감안한다면, 해외 사업의 가시성도 높은 편으로 판단된다.

매일유업은 1) 원유 공급과잉 완화 가능성, 2) 중국 분유 수출 모멘텀 회복에 관심을 가져야 한다. 현재 국내 원유 재고는 여전히 높은 상황이나, 점차 줄어들 것으로 판단된다. 중장기적으로, FTA 체결 영향으로 인해 국내 원유 생산량이 줄어들고, 저렴한 수입 유제품이 증가할 수밖에 없고, 단기적으로는 착유우두수가 감소하고 있기 때문이다. 이로 인해, 과도했던 원가 부담이 정상화되고, 커피음료/유기농/발효유와 같은 고수익성 제품 믹스가 확대되는 효과와 맞물려 전체적인 원가율 개선이 나타날 가능성이 높다. 다만, 광고판촉비 지출 증가로 인한, 영업이익률의 높은 변동성이 변수가 될 것이다. 한편, 조제분유 수출은 온라인 채널을 통해서 확대될 가능성이 높고, 중국 분유 시장이 계속 수입 브랜드 중심으로 가고 있기 때문에, 여전히 확장 기회가 있을 것으로 판단된다.

CJ프레시웨이는 1) 그룹 Captive 물량 확대 가능성, 2) M&A 가능성에 주목해야 한다. 동사는 그룹 내에서 가장 공격적인 확장 계획을 보유하고 있으나, 회사의 규모는 아직 크게 미치지 못하는 수준이다. 구매 역량이 갖춰지는 시점에, 그룹의 전략적인 관점에서 Captive 물량 확대 등이 나타날 가능성이 높고, 이를 통해 향후 국내외 M&A를 위한 실탄 확보에 들어갈 가능성이 높다. 따라서, 전사 EBITDA 레벨이 확대될 가능성이 유효하다.



기업분석

CJ제일제당
(097950)

BUY(Maintain)/목표주가 550,000원
매력적인 성장주

CJ프레시웨이
(051500)

BUY(Initiate)/목표주가 50,000원
국내 1위에 안주하지 않는다

롯데칠성
(005300)

BUY(Maintain)/목표주가 2,400,000원
맥주 사업 확대 본격화

CJ제일제당 (097950)



BUY(Maintain)

주가(11/15) 370,000원

목표주가 550,000원

라이신 시황은 지속적으로 회복되고 있고, 바이오 부문은 포트폴리오가 다변화되면서 제품 믹스 개선과 안정성 개선이 돋보일 전망이다. 가공식품과 생물자원 부문은 각각 미국/중국, 동남아 지역을 중심으로 글로벌 매출 비중이 확대될 것을 기대된다. 동사에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 55만원을 유지한다.

Stock Data

KOSPI (11/15)	1,967.53pt		
시가총액	51,122억원		
52주주가동향	최고가	최저가	
	422,500원	334,000원	
최고/최저가대비동락	-12.43%	10.78%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	6.6%	9.6%
	6M	-7.4%	-7.4%
	1Y	9.5%	9.8%

Company Data

발행주식수	14,489천주
일평균거래량(3M)	42천주
외국인지분율	25.55%
배당수익률(16.E)	0.68%
BPS (16.E)	238,661원
주요주주	CJ 외 6인 34.35%
	국민연금공단 13.03%

Price Trend



매력적인 성장주

>>> 라이신 시황 개선 지속

중국 라이신 Spot 판가가 회복세를 보이고 있다. 모든 수 감소 영향이 축소되면서, 라이신 수요가 회복되고 있기 때문이다. 이에 따라, 시황 개선에 따른 동사의 수익성 개선이 기대되는 가운데, 수익성이 높은 메치오린, 트립토판, 기능성 아미노산의 매출 비중이 확대되면서, 바이오 부문의 제품 믹스도 점진적으로 개선될 것으로 판단된다.

>>> 글로벌 성장 가속화

실적 모멘텀 측면에서 라이신 시황 개선이 긍정적인 가운데, 중기적으로 글로벌 성장이 가속화되는 점이 매력적이다. 미국 가공식품 시장에서 “비비고 만두”가 9월부터 Walmart에 입점하기 시작하였고, 생물자원 부문은 동남아를 중심으로 해외 매출 비중이 지속확대 되고 있다.

>>> 투자 의견 BUY, 목표주가 55만원 유지

CJ제일제당에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 55만원을 유지한다. 중국 돈육 시황 회복이 라이신 시황에 긍정적으로 작용할 것으로 판단되며, 글로벌 매출 비중이 꾸준히 올라갈 가능성도 매력적이다. 업종 Top pick으로 제시한다.

투자지표, IFRS 연결	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	16.0	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	7.0	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

C제일제당 연결기준 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16P	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E
매출액	3,534	3,610	3,679	3,754	3,921	3,991	4,111	4,160	12,924	14,577	16,183
(YoY)	13.3%	14.0%	9.3%	14.7%	10.9%	10.6%	11.7%	10.8%	10.4%	12.8%	11.0%
식품	1,160	1,103	1,244	1,063	1,250	1,189	1,343	1,148	4,150	4,570	4,930
(YoY)	10.6%	11.1%	8.0%	11.1%	7.8%	7.7%	8.0%	8.0%	8.1%	10.1%	7.9%
소재	478	473	478	420	490	485	490	430	1,782	1,848	1,894
(YoY)	2.5%	6.1%	2.7%	3.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.3%	3.7%	2.5%
가공	682	630	766	643	761	704	853	718	2,368	2,722	3,036
(YoY)	17.1%	15.1%	11.6%	16.6%	11.5%	11.6%	11.4%	11.6%	12.9%	14.9%	11.5%
바이오	428	456	456	473	491	496	506	509	1,740	1,813	2,002
(YoY)	6.6%	5.1%	-1.8%	7.4%	14.6%	8.7%	11.1%	7.7%	17.7%	4.2%	10.4%
헬스케어	118	126	130	140	128	136	141	152	457	513	557
(YoY)	11.1%	11.1%	16.6%	11.0%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	6.2%	12.4%	8.5%
생물자원	489	521	479	558	563	600	550	642	1,805	2,048	2,355
(YoY)	10.4%	22.1%	6.4%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	11.6%	13.4%	15.0%
물류	1,445	1,514	1,490	1,594	1,596	1,681	1,690	1,783	5,056	6,043	6,749
(YoY)	22.3%	19.5%	17.3%	19.1%	10.4%	11.1%	13.4%	11.9%	10.9%	19.5%	11.7%
대통제의 기준	2,195	2,206	2,308	2,234	2,431	2,420	2,541	2,451	8,152	8,944	9,843
(YoY)	9.8%	12.2%	6.0%	11.2%	10.8%	9.7%	10.1%	9.7%	10.7%	9.7%	10.1%
매출총이익	827	804	871	801	912	898	975	892	2,886	3,303	3,677
(GPM)	23.4%	22.3%	23.7%	21.3%	23.3%	22.5%	23.7%	21.4%	22.3%	22.7%	22.7%
대통제의 기준	669	632	701	622	732	701	775	684	2,347	2,625	2,892
(GPM)	30.5%	28.7%	30.4%	27.9%	30.1%	29.0%	30.5%	27.9%	28.8%	29.3%	29.4%
판매비	594	593	628	621	641	642	682	674	2,135	2,435	2,639
(판매비율)	16.8%	16.4%	17.1%	16.5%	16.4%	16.1%	16.6%	16.2%	16.5%	16.7%	16.3%
대통제의 기준	486	480	515	505	523	515	553	539	1,760	1,986	2,130
(판매비율)	22.2%	21.8%	22.3%	22.6%	21.5%	21.3%	21.8%	22.0%	21.6%	22.2%	21.6%
영업이익	233	211	243	181	271	256	293	218	751	867	1,038
(YoY)	3.3%	9.8%	9.4%	61.5%	16.2%	21.5%	20.6%	20.6%	29.6%	15.4%	19.6%
(OPM)	6.6%	5.8%	6.6%	4.8%	6.9%	6.4%	7.1%	5.2%	5.8%	5.9%	6.4%
식품	118	84	114	41	126	93	128	50	349	358	398
(OPM)	10.2%	7.6%	9.2%	3.8%	10.1%	7.8%	9.6%	4.4%	8.4%	7.8%	8.1%
바이오	31	30	40	42	46	47	54	54	139	143	202
(OPM)	7.3%	6.5%	8.7%	9.0%	9.4%	9.5%	10.7%	10.7%	8.0%	7.9%	10.1%
헬스케어	18	17	14	19	17	20	17	21	52	68	75
(OPM)	15.6%	13.6%	10.7%	13.4%	13.4%	15.0%	12.2%	13.6%	11.5%	13.3%	13.6%
생물자원	15	21	18	16	19	26	22	20	47	70	87
(OPM)	3.1%	4.0%	3.8%	2.8%	3.4%	4.3%	4.1%	3.1%	2.6%	3.4%	3.7%
물류	53	60	60	68	66	71	74	78	187	241	288
(OPM)	3.7%	3.9%	4.0%	4.3%	4.1%	4.2%	4.4%	4.4%	3.7%	4.0%	4.3%
대통제의 기준	183	152	186	118	208	186	222	145	587	639	762
(OPM)	8.3%	6.9%	8.1%	5.3%	8.6%	7.7%	8.7%	5.9%	7.2%	7.1%	7.7%
세전이익	204	133	165	124	204	189	225	150	365	626	768
당기순이익	149	72	117	91	149	138	165	110	254	429	563
지배주주순이익	123	42	111	59	121	107	130	72	189	335	429
(YoY)	33.0%	-18.4%	260.4%	309.2%	-1.6%	152.2%	17.4%	21.7%	105.8%	76.9%	28.2%

자료: C제일제당, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	117,018	129,245	145,770	161,832	176,920
매출원가	92,584	100,384	112,744	125,066	136,445
매출총이익	24,434	28,860	33,026	36,766	40,476
판매비및일반관리비	18,634	21,346	24,353	26,390	28,639
영업이익(보고)	5,799	7,514	8,672	10,376	11,837
영업이익(핵심)	5,799	7,514	8,672	10,376	11,837
영업외손익	-3,369	-3,866	-2,412	-2,695	-2,660
이자수익	280	146	135	138	136
배당금수익	34	62	62	63	62
외환이익	1,221	1,202	900	900	900
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	-401	-405	-407
법인세차감전이익	2,430	3,648	6,260	7,681	9,177
법인세비용	1,051	1,111	1,971	2,053	2,453
유효법인세율 (%)	43.3%	30.5%	31.5%	26.7%	26.7%
당기순이익	1,379	2,537	4,289	5,628	6,724
지배주주지분순이익(억원)	920	1,893	3,347	4,292	5,317
EBITDA	10,275	12,350	13,976	15,941	17,648
현금순이익(Cash Earnings)	5,855	7,373	9,593	11,193	12,535
수정당기순이익	1,665	2,431	4,067	5,628	6,724
증감률(% YoY)					
매출액	7.9	10.4	12.8	11.0	9.3
영업이익(보고)	67.9	29.6	15.4	19.6	14.1
영업이익(핵심)	67.9	29.6	15.4	19.6	14.1
EBITDA	41.4	20.2	13.2	14.1	10.7
지배주주지분당기순이익	-21.2	105.8	76.8	28.2	23.9
EPS	-21.3	105.2	60.5	28.2	23.9
수정순이익	N/A	46.1	67.3	38.4	19.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	6,886	11,546	9,613	9,923	12,630
당기순이익	1,379	2,537	4,289	5,628	6,724
감가상각비	3,612	3,945	4,248	4,458	4,657
무형자산상각비	865	891	1,056	1,108	1,154
외환손익	602	472	1,100	1,100	1,100
자산처분손익	-1,862	166	-324	0	0
지분법손익	347	-23	-300	-309	-318
영업활동자산부채 증감	-1,509	817	706	-899	477
기타	2,540	3,356	-1,162	-1,162	-1,163
투자활동현금흐름	-5,372	-6,930	-6,819	-7,647	-7,785
투자자산의 처분	-793	813	308	-157	87
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	-1,840	-1,009	-1,327
단기차입금의 증가	-3,626	-11,962	0	0	0
장기차입금의 증가	4,044	7,568	-1,590	-1,000	-1,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-371	-422	-354	-354	-354
기타	-1,461	1,171	103	345	27
현금및현금성자산의순증가	41	938	954	1,268	3,519
기초현금및현금성자산	4,319	4,360	5,298	6,251	7,519
기말현금및현금성자산	4,360	5,298	6,251	7,519	11,038
Gross Cash Flow	8,395	10,728	8,908	10,822	12,153
Op Free Cash Flow	989	3,502	4,952	4,919	7,244

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	39,733	40,185	43,057	47,236	52,102
현금및현금성자산	4,360	5,298	6,252	7,519	11,038
유동금융자산	2,062	2,147	2,187	2,233	2,212
매출채권및유동채권	21,403	21,387	22,426	24,154	24,918
재고자산	10,656	10,976	11,756	12,844	13,403
기타유동비금융자산	1,251	377	437	485	531
비유동자산	94,093	97,328	99,868	102,642	105,365
장기매출채권및기타비유동채권	2,975	2,963	3,342	3,711	4,057
투자자산	8,593	8,814	9,152	9,633	9,949
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	142,925	149,878	157,467
유동부채	41,224	43,357	44,633	45,871	46,973
매입채무및기타유동채무	14,972	16,710	18,846	20,923	22,873
단기차입금	15,682	14,407	14,407	14,407	14,407
유동성장기차입금	8,955	11,483	9,893	8,893	7,893
기타유동부채	1,616	758	1,487	1,648	1,800
비유동부채	43,102	40,303	40,504	40,945	41,061
장기매입채무및비유동채무	666	767	865	960	1,050
사채및장기차입금	34,836	31,572	31,572	31,572	31,572
기타비유동부채	7,600	7,964	8,067	8,412	8,439
부채총계	84,327	83,660	85,137	86,816	88,035
자본금	723	724	724	724	724
주식발행초과금	9,102	9,183	9,183	9,183	9,183
이익잉여금	21,872	23,342	26,483	30,563	35,664
기타자본	-1,848	-1,819	-1,819	-1,819	-1,819
지배주주지분자본총계	29,849	31,431	34,571	38,652	43,752
비지배주주지분자본총계	19,650	22,421	23,216	24,410	25,679
자본총계	49,499	53,852	57,788	63,062	69,432
순차입금	53,051	50,017	47,434	45,120	40,623
총차입금	59,473	57,462	55,872	54,872	53,872

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당EPS(원)					
EPS	7,014	14,393	23,106	29,630	36,707
BPS	206,344	216,981	238,661	266,829	302,039
주당EBITDA	78,374	93,922	96,485	110,048	121,830
CFPS	44,655	56,069	66,227	77,270	86,533
DPS	2,000	2,500	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	43.7	26.2	16.0	12.5	10.1
PBR	1.5	1.7	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	11.4	9.8	8.1	7.0	6.0
PCFR	6.9	6.7	5.6	4.8	4.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.0	5.8	5.9	6.4	6.7
영업이익률(핵심)	5.0	5.8	5.9	6.4	6.7
EBITDA margin	8.8	9.6	9.6	9.9	10.0
순이익률	1.2	2.0	2.9	3.5	3.8
자기자본이익률(ROE)	2.8	4.9	7.7	9.3	10.1
투자자본이익률(ROIC)	3.4	5.4	6.0	7.6	8.5
안정성(%)					
부채비율	170.4	155.4	147.3	137.7	126.8
순차입금비율	107.2	92.9	82.1	71.5	58.5
이자보상배율(배)	2.9	4.2	5.0	6.1	7.1
활동성(배)					
매출채권회전율	5.8	6.0	6.7	6.9	7.2
재고자산회전율	11.3	11.9	12.8	13.2	13.5
매입채무회전율	8.2	8.2	8.2	8.1	8.1

CJ프레시웨이 (051500)



BUY(Maintain)

주가(11/15) 39,900원

목표주가 50,000원

투자성 판단비의 증가로 올해 실적은 만족스럽지 않은 추세에 있다. 하지만, 고정비 증가에 대한 우려는 대부분 주가에 많이 반영되었고, 국내에서는 기업형 식자재유통의 성장에 따른 수혜가 전망되며, 중국 외식업의 질적 발전에 따라 해외 사업도 탄력을 받을 가능성이 높다. 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 5만원을 제시한다.

Stock Data

KOSDAQ (11/15)	617.43pt		
시가총액	4,743억원		
52주주가동향	최고가	최저가	
	85,100원	36,800원	
최고/최저가대비등락	-53.06%	8.56%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	1.7%	9.5%
	6M	-30.8%	-21.0%
	1Y	-43.0%	-38.1%

Company Data

발행주식수	11,872천주	
일평균거래량(3M)	28천주	
외국인지분율	12.24%	
배당수익률(16.E)	0.50%	
BP (16.E)	15,993원	
주요주주	CJ 외 2인	58.65%
	국민연금공단	11.25%

Price Trend



국내 1위에 안주하지 않는다

>>> 국내 식자재유통의 기업화를 주도

CJ프레시웨이는 매출 기준 국내 식자재유통 1위 업체로서, 국내 식자재유통업의 기업화를 주도해왔다. CJ제일제당, CJ푸드빌 등 Captive 물량을 바탕으로, 프랜차이즈 고객을 확대해왔고, 프레시원 JV 모델을 통해 국내 영업 네트워크를 확장하고 있다. 전체적으로 규모가 크게 확대되면서, 원가경쟁력이 개선되고 있어, 중장기적으로 국내 사업의 수익성 개선이 기대된다.

>>> 글로벌 소싱력 확대를 통한 해외 확장

글로벌 소싱력 확대를 통한 해외 확장도 흥미로운 부분이다. 동사는 중국, 베트남, 미국 법인을 축으로, 글로벌 Packer와의 네트워크 확장에 나서고 있고, 이를 통해 국내외에서 상품 경쟁력을 강화하고자 한다. 특히, 유휴마트와의 JV를 통해 진출한 중국 시장에 관심을 가져야 한다. 중국 외식업의 질적 발전 및 수요의 다변화, 식품 안전성에 대한 Needs 강화로 인해, 동사의 외형 확장이 탄력을 받을 가능성이 있기 때문이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 5만원 제시

CJ프레시웨이에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 5만원을 제시한다(2017년 예상 DEPS에 PER 30배 적용). 동사는 국내 식자재유통 1위 업체로서, 식자재유통 기업화의 수혜가 기대되고, 모회사 그룹 네트워크와 글로벌 소싱력을 바탕으로 해외 확장성을 기대할 수 있는 점이 매력적이다.

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	17,953	20,724	23,666	27,034	30,342
보고영업이익(억원)	273	315	280	391	497
핵심영업이익(억원)	273	315	280	391	497
EBITDA(억원)	405	494	481	587	689
세전이익(억원)	107	120	111	270	376
순이익(억원)	93	67	76	204	285
지배주주지분순이익(억원)	106	109	82	206	288
EPS(원)	975	915	689	1,739	2,428
증감률(%YoY)	N/A	-6.1	-24.7	152.5	39.6
PER(배)	47.3	90.8	58.0	23.0	16.5
PBR(배)	2.6	4.8	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA(배)	14.0	16.1	13.4	11.4	9.6
보고영업이익률(%)	1.5	1.5	1.2	1.4	1.6
핵심영업이익률(%)	1.5	1.5	1.2	1.4	1.6
ROE(%)	4.9	3.3	3.8	10.4	13.0
순부채비율(%)	64.5	93.8	107.9	97.2	81.2

CJ프레시웨이 연결기준 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16P	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E
매출액	535.8	597.0	606.5	627.3	614.9	681.2	702.3	705.1	2,072.4	2,366.6	2,703.4
(YoY)	14.7%	15.3%	12.1%	14.8%	14.8%	14.1%	15.8%	12.4%	15.4%	14.2%	14.2%
식자재 유통	451.9	493.4	507.2	515.2	505.8	551.5	572.5	577.3	1,751.3	1,967.6	2,207.2
(YoY)	13.3%	13.2%	10.6%	12.4%	11.9%	11.8%	12.9%	12.1%	14.3%	12.4%	12.2%
외식/급식 유통	215.3	240.4	237.4	240.6	232.6	259.7	261.2	259.9	887.2	933.8	1,013.3
(YoY)	9.4%	7.0%	-0.5%	6.0%	8.0%	8.0%	10.0%	8.0%	13.0%	5.3%	8.5%
프레시원 유통	131.9	146.7	153.9	150.9	147.7	164.3	172.4	169.0	493.0	583.4	653.4
(YoY)	17.8%	16.3%	23.4%	16.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	24.2%	18.3%	12.0%
1차상품 도매 및 원료 유통	104.6	106.2	115.8	123.7	125.6	127.5	139.0	148.5	371.1	450.4	540.5
(YoY)	16.4%	25.3%	21.9%	22.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	6.2%	21.4%	20.0%
단체급식	67.8	82.2	83.9	85.6	83.0	97.3	102.6	93.5	270.1	319.5	376.4
(YoY)	14.9%	17.9%	19.2%	20.5%	22.4%	18.5%	22.3%	9.2%	23.8%	18.3%	17.8%
기타	16.2	21.5	15.4	26.5	26.0	32.4	27.2	34.2	50.9	79.5	119.8
(YoY)	72.1%	73.7%	26.8%	55.7%	61.1%	50.8%	76.5%	29.4%	12.4%	56.2%	50.7%
용휘 JV1	3.0	3.0	2.5	6.1	6.5	7.0	8.0	8.5		14.5	30.0
(YoY)					120.3%	137.3%	220.0%	39.3%			106.9%
매출총이익	65.7	79.4	78.1	83.9	75.5	89.8	90.0	93.9	271.0	307.1	349.3
(GPM)	12.3%	13.3%	12.9%	13.4%	12.3%	13.2%	12.8%	13.3%	13.1%	13.0%	12.9%
판매비	62.5	70.3	69.8	76.5	69.9	78.0	77.7	84.5	239.5	279.2	310.1
(판매비율)	11.7%	11.8%	11.5%	12.2%	11.4%	11.5%	11.1%	12.0%	11.6%	11.8%	11.5%
영업이익	3.2	9.1	8.3	7.4	5.6	11.8	12.3	9.4	31.5	27.9	39.1
(YoY)	-3.7%	-23.3%	-19.3%	22.2%	74.2%	30.0%	49.2%	27.3%	15.5%	-11.2%	40.1%
(OPM)	0.60%	1.52%	1.36%	1.18%	0.91%	1.73%	1.76%	1.33%	1.52%	1.18%	1.45%
세전이익	0.4	4.3	2.4	3.9	2.7	8.7	9.2	6.3	12.0	11.0	27.0
당기순이익	0.4	2.8	1.3	3.0	2.0	6.6	7.0	4.8	6.7	7.5	20.4
지배주주순이익	0.7	3.1	1.3	3.0	2.1	6.7	7.0	4.9	10.9	8.1	20.6
(YoY)	-31.8%	-59.2%	-62.7%	흑전	200.0%	115.0%	429.7%	61.9%	2.7%	-25.2%	154.2%

자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	17,953	20,724	23,666	27,034	30,342
매출원가	15,856	18,014	20,587	23,542	26,395
매출총이익	2,097	2,710	3,079	3,493	3,948
판매비및일반관리비	1,824	2,395	2,799	3,101	3,451
영업이익(보고)	273	315	280	391	497
영업이익(핵심)	273	315	280	391	497
영업외손익	-166	-194	-169	-122	-120
이자수익	6	7	7	8	10
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	28	9	0	0	0
이자비용	46	52	59	59	59
외환손실	50	36	0	0	0
관계기업지분법손익	32	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-1	-3	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-7	15	0	0	0
기타	-128	-134	-118	-72	-71
법인세차감전이익	107	120	111	270	376
법인세비용	13	54	35	65	91
유효법인세율 (%)	12.5%	44.8%	31.6%	24.2%	24.2%
당기순이익	93	67	76	204	285
지배주주지분순이익(억원)	106	109	82	206	288
EBITDA	405	494	481	587	689
현금순이익(Cash Earnings)	226	246	276	400	477
수정당기순이익	100	60	76	204	285
증감률(% YoY)					
매출액	-4.4	15.4	14.2	14.2	12.2
영업이익(보고)	221.3	15.5	-11.0	39.7	26.9
영업이익(핵심)	221.3	15.5	-11.0	39.7	26.9
EBITDA	89.6	22.0	-2.7	22.1	17.3
지배주주지분당기순이익	N/A	2.7	-24.7	152.5	39.6
EPS	N/A	-6.1	-24.7	152.5	39.6
수정순이익	N/A	-40.0	26.4	170.0	39.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	316	-201	-78	250	329
당기순이익	107	120	76	204	285
감가상각비	103	122	128	133	137
무형자산상각비	29	58	72	63	55
외환손익	19	1	0	0	0
자산처분손익	3	8	0	0	0
지분법손익	9	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-41	-541	-131	-150	-148
기타	88	32	-223	0	0
투자활동현금흐름	-243	-374	-211	-219	-225
투자자산의 처분	-114	5	-11	-13	-12
유형자산의 처분	13	13	0	0	0
유형자산의 취득	-88	-189	-200	-206	-212
무형자산의 처분	-58	-205	0	0	0
기타	4	2	0	0	0
재무활동현금흐름	-112	611	351	-12	7
단기차입금의 증가	-74	-13	0	0	0
장기차입금의 증가	0	698	175	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-23	-24	-24	-24
기타	-38	-51	201	12	31
현금및현금성자산의순증가	-38	36	63	19	112
기초현금및현금성자산	111	73	110	172	192
기말현금및현금성자산	73	110	172	192	303
Gross Cash Flow	358	340	54	400	477
Op Free Cash Flow	183	-582	61	136	208

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	3,493	4,185	4,826	5,508	6,270
현금및현금성자산	73	110	172	192	303
유동금융자산	72	42	48	54	61
매출채권및유동채권	2,208	2,317	2,646	3,022	3,392
재고자산	1,139	1,717	1,961	2,240	2,514
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,238	3,403	3,429	3,469	3,519
장기매출채권및기타비유동채권	109	148	168	192	216
투자자산	201	204	209	215	220
유형자산	2,161	2,254	2,326	2,399	2,474
무형자산	768	798	726	663	608
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	6,731	7,588	8,255	8,977	9,789
유동부채	4,131	4,626	5,261	5,789	6,307
매입채무및기타유동채무	3,067	3,205	3,660	4,181	4,692
단기차입금	505	1,380	1,380	1,380	1,380
유동성장기차입금	500	0	175	175	175
기타유동부채	60	41	47	53	60
비유동부채	647	907	1,109	1,123	1,155
장기매입채무및비유동채무	46	10	12	13	15
사채및장기차입금	400	699	699	699	699
기타비유동부채	201	198	399	411	441
부채총계	4,778	5,533	6,371	6,912	7,462
자본금	109	119	119	119	119
주식발행초과금	505	906	906	906	906
이익잉여금	445	495	553	735	1,000
기타자본	261	321	321	321	321
지배주주지분자본총계	1,919	2,063	1,899	2,081	2,346
비지배주주지분자본총계	34	-8	-14	-16	-19
자본총계	1,953	2,055	1,884	2,065	2,327
순차입금	1,260	1,928	2,034	2,008	1,889
총차입금	1,405	2,079	2,254	2,254	2,254

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	975	915	689	1,739	2,428
BPS	17,665	17,380	15,993	17,531	19,757
주당EBITDA	3,731	4,162	4,048	4,944	5,800
CFPS	2,080	2,071	2,326	3,368	4,018
DPS	200	200	200	200	200
주가배수(배)					
PER	47.3	90.8	58.0	23.0	16.5
PBR	2.6	4.8	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	14.0	16.1	13.4	11.4	9.6
PCFR	22.2	40.1	17.2	11.9	9.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.5	1.5	1.2	1.4	1.6
영업이익률(핵심)	1.5	1.5	1.2	1.4	1.6
EBITDA margin	2.3	2.4	2.0	2.2	2.3
순이익률	0.5	0.3	0.3	0.8	0.9
자기자본이익률(ROE)	4.9	3.3	3.8	10.4	13.0
투자자본이익률(ROIC)	11.3	5.2	5.0	7.5	9.1
안정성(%)					
부채비율	244.6	269.2	338.1	334.7	320.7
순차입금비율	64.5	93.8	107.9	97.2	81.2
이자보상배율(배)	5.9	6.1	4.8	6.7	8.5
활동성(배)					
매출채권회전율	7.7	9.2	9.5	9.5	9.5
재고자산회전율	20.9	14.5	12.9	12.9	12.8
매입채무회전율	6.4	6.6	6.9	6.9	6.8

롯데칠성 (005300)



BUY(Maintain)

주가(11/15) 1,608,000원

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. 또한, 경쟁사가 탄산음료 가격 인상을 단행함에 따라, 동사의 가격인상 가능성도 높아졌고, 내년도 맥주 신제품에 대한 기대는 점점 확대될 것으로 기대된다. 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 240만원을 제시한다.

Stock Data

KOSPI (11/15)	1,967.53pt		
시가총액	20,750억원		
52주주가동향	최고가	최저가	
	2,426,000원	1,501,000원	
최고/최저가대비등락	-33.72%	7.13%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-1.6%	1.2%
	6M	-20.3%	-20.3%
	1Y	-25.7%	-25.5%

Company Data

발행주식수	1,357천주	
일평균거래량(3M)	3천주	
외국인지분율	17.97%	
배당수익률(16.E)	0.57%	
BPS (16.E)	1,782,317원	
주요주주	신격호 외 9인	54.2%
	국민연금공단	10.4%

Price Trend



맥주 사업 확대 본격화

>>> 주목 받을 수 있는 비영업가치

롯데그룹 지배구조에 대한 우려가 완화 되면서, 동사가 보유한 지분가치가 다시 주목을 받기 시작하였다. 또한, 서초동 부지는 지방자치단체 사업 개발의 재원으로 고려되고 있어서, 중장기적으로 개발이 기대되는 곳이다. 이러한 비영업가치에도 불구하고, PBR이 1배 미만으로 하락하면서, 동사의 주가는 저평가 국면에 들어선 것으로 판단된다.

>>> 맥주 MS 확대 기대

수입맥주 확대에 대한 우려에도 불구하고, 동사가 가져올 맥주 시장의 파이는 아직도 많이 남아있다. 동사의 시장 점유율은 3~4% 수준으로, 수입맥주에 대해 큰 영향을 받을 단계는 아니라고 판단된다. 롯데칠성이 보유한 자본력과 유통망은 경쟁사에 결코 뒤지지 않고, 오히려 우위를 보이는 부분도 있는 상황이다. 이러한 경쟁력을 바탕으로 새로운 맥주를 원하는 소비자들을 공략한다면, 업소용 채널 내 맥주 점유율 확대는 가시성이 높다고 판단된다.

>>> 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	23,649	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
증감률(%YoY)	-81.5	433.3	-4.4	-10.6	15.4
PER(배)	107.9	30.2	22.9	25.7	22.2
PBR(배)	0.9	1.3	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	13.2	13.1	10.4	10.6	9.6
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

롯데칠성 연결기준 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

(단위: 십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2015	2016E	2017E
매출액	518.7	620.9	645.5	514.1	542.8	628.5	665.9	522.1	2,299.2	2,364.9	2,498.9
(YoY)	2.0%	5.6%	6.1%	7.3%	4.7%	1.2%	3.2%	1.6%	5.3%	2.9%	5.7%
본사(별도기준)	496.5	594.0	615.6	488.8	519.6	596.9	641.7	496.8	2,194.9	2,254.9	2,388.8
(YoY)	3.2%	5.5%	5.7%	6.9%	4.7%	0.5%	4.2%	1.6%	5.3%	2.7%	5.9%
음료	309.6	395.9	419.8	310.4	329.0	418.5	454.1	322.1	1,435.8	1,523.6	1,577.8
(YoY)	-3.5%	-0.5%	4.3%	11.0%	6.3%	5.7%	8.2%	3.8%	2.5%	6.1%	3.6%
내수	300.6	377.7	405.8	301.0	317.8	397.6	439.2	311.5	1,385.1	1,466.1	1,517.4
(YoY)	-2.4%	-0.1%	5.0%	11.3%	5.7%	5.3%	8.2%	3.5%	3.1%	5.8%	3.5%
수출	8.9	18.2	14.1	9.5	11.2	20.9	14.9	10.6	50.6	57.5	60.4
(YoY)	-31.0%	-8.5%	-11.7%	0.8%	24.8%	14.8%	5.7%	12.0%	-12.9%	13.5%	5.0%
주류	186.9	198.0	195.8	178.4	190.6	178.4	187.6	174.7	759.1	731.3	811.0
(YoY)	16.8%	19.8%	8.9%	0.5%	2.0%	-9.9%	-4.2%	-2.1%	11.2%	-3.7%	10.9%
내수	165.0	176.9	180.2	161.4	169.2	158.7	170.9	158.4	683.5	657.2	736.9
(YoY)	22.6%	27.0%	14.3%	2.5%	2.5%	-10.3%	-5.2%	-1.9%	16.0%	-3.9%	12.1%
수출	21.9	21.1	15.6	17.0	21.4	19.7	16.7	16.4	75.6	74.2	74.2
(YoY)	-13.9%	-18.5%	-29.3%	-15.2%	-2.0%	-6.8%	7.0%	-4.0%	-19.1%	-1.9%	0.0%
매출총이익	225.9	265.1	277.9	212.0	235.2	279.6	295.0	217.6	980.8	1,027.5	1,097.2
(GPM)	43.5%	42.7%	43.1%	41.2%	43.3%	44.5%	44.3%	41.7%	42.7%	43.4%	43.9%
판매비	189.8	215.9	224.0	208.3	197.3	228.9	238.6	213.2	838.0	877.9	951.7
(판매비율)	36.6%	34.8%	34.7%	40.5%	36.3%	36.4%	35.8%	40.8%	36.4%	37.1%	38.1%
영업이익	36.1	49.2	54.0	3.7	38.0	50.7	56.4	4.4	142.9	149.6	145.5
(YoY)	-3.9%	65.3%	71.5%	흑전	5.3%	3.2%	4.6%	21.0%	53.6%	4.7%	-2.7%
(OPM)	7.0%	7.9%	8.4%	0.7%	7.0%	8.1%	8.5%	0.8%	6.2%	6.3%	5.8%
세전이익	31.3	42.8	47.7	-23.8	37.7	39.8	48.9	0.8	97.9	127.2	121.5
당기순이익	21.6	27.2	34.1	-21.9	26.3	29.0	39.2	0.6	100.3	95.2	85.1
지배주주순이익	22.0	27.1	34.1	-21.8	26.4	28.9	39.2	0.6	99.6	95.2	85.1
(YoY)	4.2%	133.7%	107.0%	적전	19.8%	6.7%	14.9%	흑전	433.3%	-4.4%	-10.6%

자료: 롯데칠성, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	21,841	22,992	23,649	24,989	26,595
매출원가	12,707	13,183	13,375	14,017	15,072
매출총이익	9,134	9,808	10,275	10,972	11,523
판매비및일반관리비	8,204	8,380	8,779	9,517	9,898
영업이익(보고)	930	1,429	1,496	1,455	1,625
영업이익(핵심)	930	1,429	1,496	1,455	1,625
영업외손익	-605	-449	-224	-239	-223
이자수익	34	42	42	45	48
배당금수익	27	35	36	38	40
외환이익	41	33	0	0	0
이자비용	276	254	255	297	284
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	1,272	1,215	1,403
법인세비용	188	370	320	365	421
유효법인세율 (%)	57.9%	37.8%	25.2%	30.0%	30.0%
당기순이익	206	1,003	952	851	982
지배주주지분순이익(억원)	187	996	952	851	982
EBITDA	2,155	2,761	2,855	3,001	3,234
현금순이익(Cash Earnings)	1,431	2,335	2,311	2,397	2,591
수정당기순이익	293	992	952	851	982
증감률(% YoY)					
매출액	-1.4	5.3	2.9	5.7	6.4
영업이익(보고)	-46.1	53.6	4.7	-2.7	11.7
영업이익(핵심)	-46.1	53.6	4.7	-2.7	11.7
EBITDA	-23.1	28.1	3.4	5.1	7.8
지배주주지분당기순이익	-81.5	433.3	-4.4	-10.6	15.4
EPS	-81.5	433.3	-4.4	-10.6	15.4
수정순이익	-74.4	238.2	-4.0	-10.6	15.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	1,482	2,739	2,272	2,351	2,543
당기순이익	206	1,003	952	851	982
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	-5	-11	-10
기타	360	234	-35	-36	-38
투자활동현금흐름	-3,867	-3,287	-3,742	-4,696	-2,096
투자자산의 처분	-1,040	-741	-245	-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	1,732	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	261	-87	-133
기초현금및현금성자산	1,199	1,082	2,034	2,295	2,208
기말현금및현금성자산	1,082	2,034	2,295	2,208	2,075
Gross Cash Flow	1,897	2,705	2,276	2,362	2,553
Op Free Cash Flow	-1,754	-342	-1,026	-1,646	1,237

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	8,317	9,547	10,023	10,373	10,766
현금및현금성자산	1,082	2,034	2,295	2,208	2,075
유동금융자산	1,469	1,932	1,987	2,100	2,235
매출채권및유동채권	3,000	3,023	3,109	3,285	3,497
재고자산	2,618	2,407	2,476	2,616	2,784
기타유동비금융자산	148	151	155	164	175
비유동자산	32,683	34,273	36,646	39,741	40,157
장기매출채권및기타비유동채권	279	371	382	403	429
투자자산	9,738	10,231	10,456	10,878	11,379
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	46,670	50,115	50,923
유동부채	10,120	8,370	10,296	10,623	10,344
매입채무및기타유동채무	4,795	5,128	5,275	5,574	5,932
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	11,920	14,313	14,543
장기매입채무및비유동채무	141	153	157	166	177
사채및장기차입금	4,533	8,567	8,567	10,767	10,767
기타비유동부채	3,039	3,103	3,196	3,379	3,599
부채총계	17,834	20,194	22,217	24,936	24,887
자본금	68	68	68	68	68
주식발행초과금	42	42	42	42	42
이익잉여금	18,779	19,641	20,469	21,196	22,054
기타자본	3,848	3,611	3,611	3,611	3,611
지배주주지분자본총계	22,737	23,361	24,190	24,917	25,775
비지배주주지분자본총계	429	265	263	262	261
자본총계	23,166	23,626	24,453	25,179	26,036
순차입금	7,229	7,457	8,905	11,079	10,403
총차입금	9,780	11,423	13,187	15,387	14,713

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	13,763	73,398	70,136	62,689	72,345
BPS	1,675,276	1,721,282	1,782,317	1,835,901	1,899,137
주당EBITDA	158,784	203,435	210,355	221,149	238,319
CFPS	105,405	172,060	170,292	176,646	190,910
DPS	4,900	9,200	9,200	9,200	9,200
주당배수(배)					
PER	107.9	30.2	22.9	25.7	22.2
PBR	0.9	1.3	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	13.2	13.1	10.4	10.6	9.6
PCFR	14.1	12.9	9.4	9.1	8.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.3	6.2	6.3	5.8	6.1
영업이익률(핵심)	4.3	6.2	6.3	5.8	6.1
EBITDA margin	9.9	12.0	12.1	12.0	12.2
순이익률	0.9	4.4	4.0	3.4	3.7
자기자본이익률(ROE)	0.9	4.3	4.0	3.4	3.8
투자자본이익률(ROIC)	1.9	4.1	4.9	4.0	4.3
안정성(%)					
부채비율	77.0	85.5	90.9	99.0	95.6
순차입금비율	31.2	31.6	36.4	44.0	40.0
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

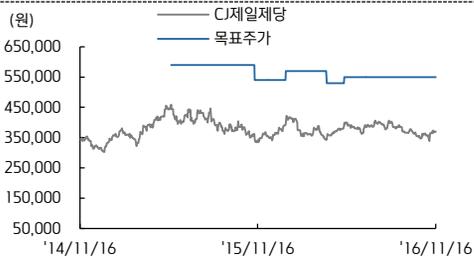
투자의견 변동내역 (2개년)

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

종목명	일자	투자의견	목표주가
C프레시웨이	2016/11/16	BUY(Initiate)	50,000원
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
	2016/11/16	BUY(Maintain)	2,400,000원

목표주가 추이 (2개년)

C제일제당



C프레시웨이



롯데칠성



투자의견및적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상주가상승예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상초과수익예상
Outperform(시장수익률상회)	시장대비 +10~+20% 주가상승예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가변동예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상초과하락예상
Underperform(시장수익률하회)	시장대비 -10~-20% 주가하락예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하주가하락예상		

투자등급 비율 통계 (2015/10/1~2016/9/30)

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