

음식료

Overweight
(Maintain)

2017. 3. 21

불확실성을 넘어서

1) 내수 경기 부진, 2) 중국 리스크 우려, 3) 업종 순환매 확대 등으로 인해, 실적 추정 및 주가 흐름의 불확실성이 커지고 있다. 음식료 업종 지수와 기업별 주가도, 종목별 펀더멘털 보다는 Macro Event에 좀 더 민감하게 반응하고 있는 상황이다. 이러한 불확실성을 넘어설 수 있는 중기적 대안은 없을까? 불확실성이 커진 시장 환경 속에, '본업'의 방향성에 집중하는 투자전략이 필요한 시점이다.



음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

키움증권

Contents



I. 산업 이익결정변수 점검	3
> 이익결정변수 점검	3
II. 음식료 업종 투자전략	6
> '본업'의 방향성에 집중할 때	6
III. 담배/건강기능식품: KT&G	9
> 전자담배 우려 : 객관적인 시각이 필요한 시점	9
> 수출담배 : 단가 인상 기회는 지속된다	20
> 인삼공사 : 제품 구매층 다양화에 주목	22
IV. 유가공: 매일유업	25
> 유가공 사업의 가치가 부각되는 시점	25
V. 식자재유통: CJ프레시웨이	30
> 외식 경기 Bottom-out에 관심을 가질 때	30
> 수익성이 좋아질 수 있는 이유	33
기업분석	37
> KT&G (033780)	38
> 매일유업 (005990)	41
> CJ프레시웨이 (051500)	44

불확실성을 넘어서

>>> 불확실성 속에 중기적 대안은?

지난 해, 기상 및 작황 우려에 따른 곡물가격 상승 기초에서 벗어나, 원재료 매입/투입 단가는 점차 안정세를 찾을 것으로 판단된다. 더불어, 소재식품 판가 상승을 통해, 가격 전가력을 회복하면서, 주요 소재식품 업체들의 마진 스프레드가 점차 개선될 것으로 판단된다.

다만, 1) 내수 경기 부진, 2) 중국 리스크 우려, 3) 업종 순환매 확대 등으로 인해, 실적 추정 및 주가 흐름의 불확실성이 확대되고 있다. 따라서, '본업'의 방향성이 호조를 보이고 있는 업체들 위주로 포트폴리오를 구축함으로써, 중기적인 초과 수익을 추구할 필요가 있다.

>>> '본업'의 방향성에 집중할 때

음식료 업종 Top picks로 KT&G, 매일유업, CJ프레시웨이를 제시한다. 대형주에서는 수출담배와 인삼공사의 성장이 기대되는 KT&G를 선호한다. KT&G는 전자담배 대한 우려가 대부분 주가에 반영되었고, 이익 안정성이 높은 업체이기 때문에, 비교적 저가에 매수할 수 있는 기회로 판단된다.

한편, 중소형주에서는 원유 수급 정상화와 제품 믹스 개선이 기대되는 매일유업, 외식 경기 회복에 따른 수익성 개선이 기대되는 CJ프레시웨이 등을 주목할 필요가 있다. 매일유업은 유가공 제품의 정사가 판매율이 회복되면서, 전사 매출총이익률이 개선되고 있다. CJ프레시웨이는 외식 경로 내 기존 거래처의 매출이 회복되면서, 전사 수익성이 개선될 것으로 기대된다.

> 당사는 3월 20일 현재 동 자료상 투자이견이 제시된 기업중 '롯데푸드'의 발행주식을 1%이상 보유하고 있으며, 그 밖에 언급된 종목들의 발행주식은 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 > 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
 > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
 > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

I. 산업 이익결정변수 점검

>>> 이익결정변수 점검

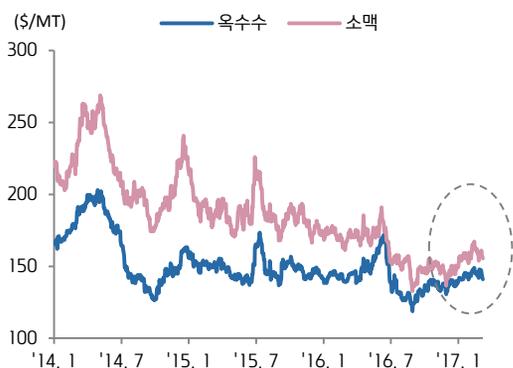
곡물가격: 안정화 되는 추세

음식료 주요 업체들의 원가 레벨을 좌우하는 곡물가격은 대체로 안정화 되는 추세이다.

2015년 엘니뇨 발생에 따른 기상 이변 우려가 있었으나, 미국 곡물 작황이 예상 보다 양호한 수준으로 나타나면서, 곡물가격 상승에 대한 우려가 완화되기 시작하였다. 남미 쪽 작황의 영향을 많이 받는 대두와 원당은 다소 불안한 모습을 보였으나, 최근에는 라니냐 우려까지 사라지면서, 선물가격 레벨이 안정을 찾고 있다.

주간 ONI 지수는 작년 말부터 라니냐 zone을 벗어났고, 올해 1월에는 월별 ONI 지수도 정상적인 수준으로 돌아왔다. 이러한 **기상 측면의 공급 우려가 사라지면서, 곡물가격 레벨은 점차 안정화될 것으로 판단**되기 때문에, 섹터 업황에 긍정적으로 판단된다.

옥수수/소맥 선물시세 추이



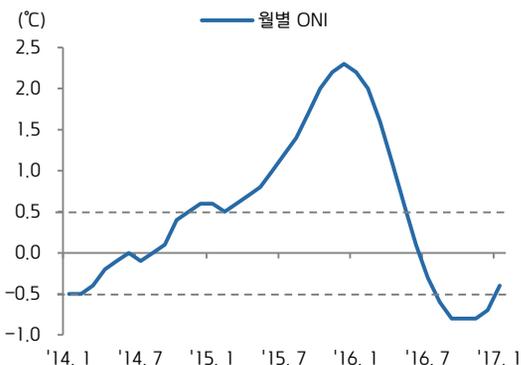
자료: Bloomberg

대두/원당 선물시세 추이



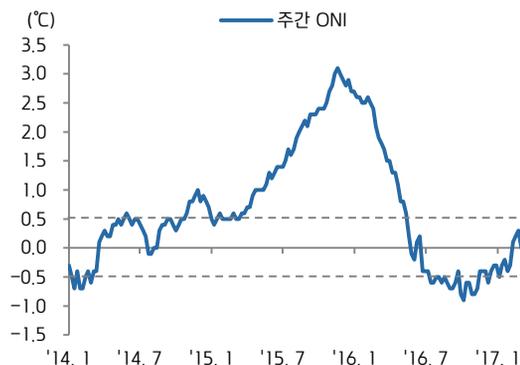
자료: Bloomberg

월별 ONI 지수 추이



자료: Bloomberg

주간 ONI 지수 추이



자료: Bloomberg

소재식품: 판가 인상을 통한 마진 스프레드 회복 기대

올해 상반기까지, 전년동기 대비 원당/대두의 투입단가 상승으로 인한 수익성 우려가 있을 것으로 예상되지만, 최악의 시점은 지나고 있는 것으로 판단된다.

특히 원당의 경우, 작년 2분기부터 평균가격이 가파르게 상승하였기 때문에, 이러한 매입가격 상승 부담이 올해 1분기까지 이어질 전망이다. 이로 인해, 원재료 투입단가 부담은 최대 3Q17까지 이어질 수 있다. 그러나 정제당 시장은 현재 3社 과점 체제이고, 수익성 측면에서 작년 4분기에 매우 좋지 않았었기 때문에, 올해 1분기부터 판가 인상을 통한 마진 스프레드 회복이 이어질 것으로 판단된다.

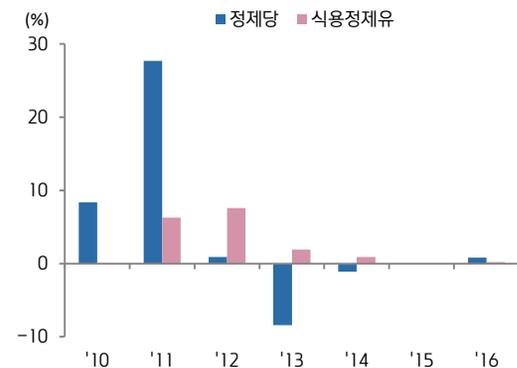
소재 부문의 비중이 큰 삼양사의 경우, 작년 4분기에 영업적자를 기록했었다. 또한, 국내 1위 업체인 CJ제일제당의 식품 부문 수익성도, 지난 해 가공식품 수익성의 기저를 감안한다면, 회복이 더딘 편이었다. 더불어, 정제당 PPI 지수도 오르고 있는 추세이기 때문에, 전분기 대비 마진 스프레드의 회복이 가능할 전망이다.

분기 평균 환율/곡물가격 추이

구분	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E
환율(원/달러)	1,168	1,158	1,201	1,163	1,121	1,157	1,162	1,147
(YoY)	14%	7%	9%	6%	-4%	-0%	-3%	-1%
옥수수(\$/Ton)	151	147	143	154	131	137	144	142
(YoY)	7%	-0%	-6%	7%	-13%	-7%	1%	-8%
소맥(\$/Ton)	188	181	171	173	149	148	158	157
(YoY)	-4%	-11%	-11%	-7%	-21%	-18%	-8%	-10%
대두(\$/Ton)	348	323	323	388	373	367	379	368
(YoY)	-17%	-13%	-11%	9%	7%	14%	17%	-5%
원당(\$/Ton)	250	323	317	375	447	459	445	396
(YoY)	-29%	-7%	2%	37%	79%	42%	40%	6%

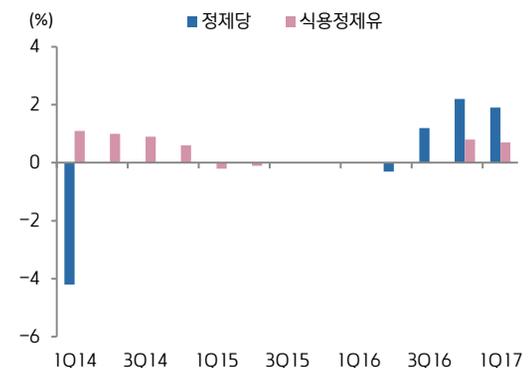
자료: 한국은행, Bloomberg, 키움증권 리서치

연도별 PPI YoY 증가율 추이



자료: 통계청

분기별 PPI YoY 증가율 추이



자료: 통계청

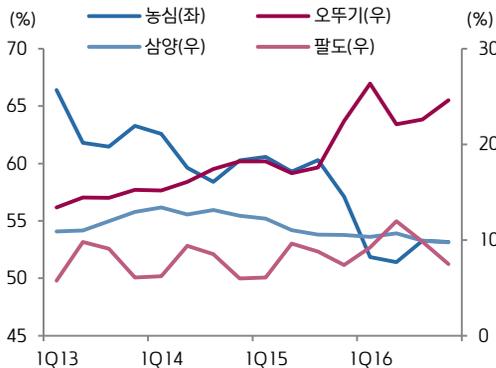
주: 1Q17은 2017년 1월 수치 기준

점유율 이슈: 라면, 맥주

라면 점유율은 오투기의 강세가 지속되고 있다. 농심이 작년 말에 가격인상을 단행하였기 때문에, 올해 1분기 점유율 변화가 관전 포인트가 될 것으로 판단된다. 오투기는 가격 경쟁력을 앞세운 가운데, '함흥비빔면' 신제품으로 비수기 매출 보완에 나서고 있다. 반면, 농심은 '볶음너구리'와 같은 기존 제품 리뉴얼 혹은 신제품 출시를 통해, 점유율 방어에 나설 것으로 판단된다. 소비자들의 라면에 대한 기호가 지속적으로 다양화 되고 있기 때문에, 중장기적으로는 오투기도 신제품 출시 확대로 옮겨갈 가능성이 높은 편이다.

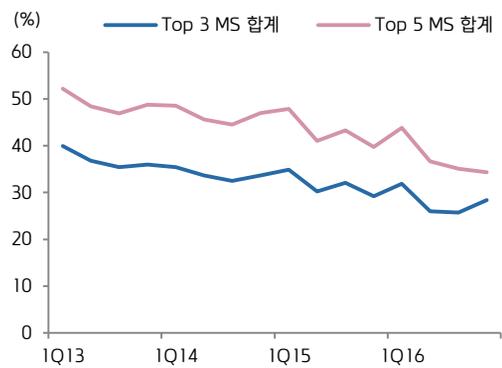
맥주는 수입 맥주의 강세가 지속되고 있다. 일반 리테일 유통에서는 수입 맥주의 점유율이 40~50% 수준까지 확대되었으나, 카스와 하이트 같은 국내 맥주들은 아직 반등하지 못하고 있는 것으로 판단된다. 업소용 시장에서는 여전히 국산 맥주들이 강세를 보이고 있지만, 가정용 시장에서 점유율은 여전히 어려움을 겪고 있는 상황이다. 향후 국산 맥주 점유율의 방향성은 1) 정부의 국산 맥주 할인 규제 완화, 2) 롯데칠성의 신제품 출시에 따라 영향을 받을 것으로 판단된다.

국내 라면 MS 추이



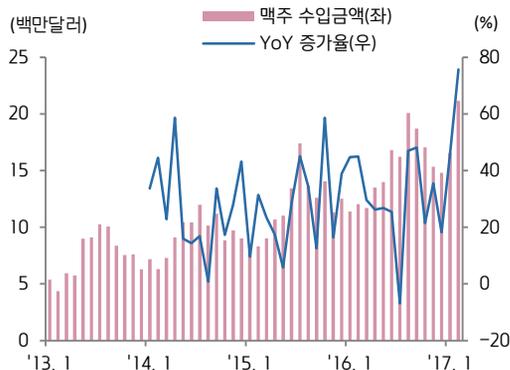
자료: 식품산업통계정보, 링크아즈텍, 키움증권 리서치

라면 상위 브랜드 시장 집중도 추이



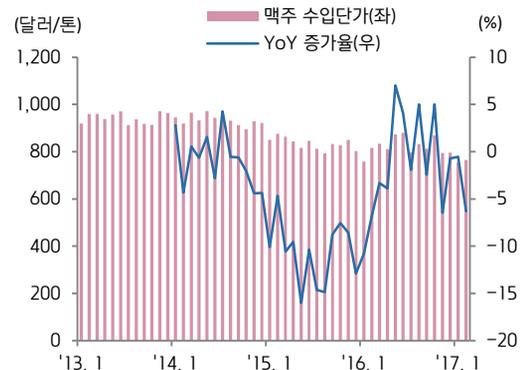
자료: 식품산업통계정보, 링크아즈텍, 키움증권 리서치

맥주 수입금액 추이



자료: 관세청, 키움증권 리서치

맥주 수입단가 추이



자료: 관세청, 키움증권 리서치

II. 음식료 업종 투자전략

>>> '본업' 의 방향성에 집중할 때

불확실성을 넘을 수 있는 중기적 대안은?

곡물가격과 환율의 흐름을 감안했을 때, '숲' 보다는 '나무'를 볼 시점으로 판단된다. 소재식품 부문의 가격 전가력 회복을 통한 마진 스프레드 회복을 제외한다면, 산업 전체적인 관점에서 실적 모멘텀을 찾기는 쉽지 않은 상황이다. 다만, 음식료 업체들은 개별 종목별로 특성이 다양하기 때문에, 업체별 투자 포인트에 집중할 필요가 있다.

더불어, 최근에 내수 경기 부진이 지속되고, 정치적 이슈가 빈번해지면서, 실적 추정과 추가 흐름의 불확실성이 강해지고 있다. 이로 인해, 추가 변동성이 확대 되고 있기 때문에, **종목별 '본업' 의 방향성에 집중할 필요**가 있다. 여러 가지 투자포인트 중에서 옥석을 가릴 필요가 있기 때문이다.

업종 Top picks: KT&G, 매일유업, CJ프레시웨이

당사는 이러한 관점에서, 대형주는 KT&G를 선호하고, 중소형주는 매일유업과 CJ프레시웨이를 선호한다.

KT&G는 전자담배 우려가 대부분 주가에 반영되었고, 이익의 40% 수준을 차지하는 수출담배와 인삼공사의 성장성에 관심을 가질 필요가 있다. 글로벌 메이저들의 지속되는 가격 인상으로 인해, 수출담배는 P와 Q가 모두 성장 가능한 구조이고, 인삼공사는 홍삼 제품의 구매층이 다양화 되면서 이익 성장이 가속화 될 것으로 기대된다.

CJ제일제당은 메치오닌 공급 증가가 다소 우려스럽지만, 소재식품의 판가인상, 라이신 시황 개선, 가공식품 성장성에 주목해야 한다. 1분기는 소재식품 수익성의 부진으로 이익 추정치가 다소 하향될 수 있으나, 정제당 제품의 시장 집중도를 감안한다면, 수익성이 다시 회복될 수 있을 것으로 판단된다. 한편, 라이신은 돈육 시황이 호조를 보이고 있고, 공급 증가가 제한적이어서, 메치오닌 공급 증가 우려를 상쇄해줄 것으로 기대된다. 가공식품은 국내는 HMR, 해외는 M&A를 중심으로 외형과 이익이 성장할 것으로 기대된다.

오리온은 중국 제과 사업의 부진이 올해 내내 부담이 될 것으로 판단된다. 1) 지난 해 허니 감자칩의 호조로 매출의 역기저가 높고, 2) 제과 시장 성장성이 여전히 부진하며, 3) 위안화 환율도 전년대비 부정적인 상황이기 때문이다. 춘절 효과에 따른 부진은 2018년에 만회될 것으로 판단되나, 공격적인 매출 성장률의 개선을 위해서는, 프리미엄 신제품의 성공이 필요할 것으로 판단된다.

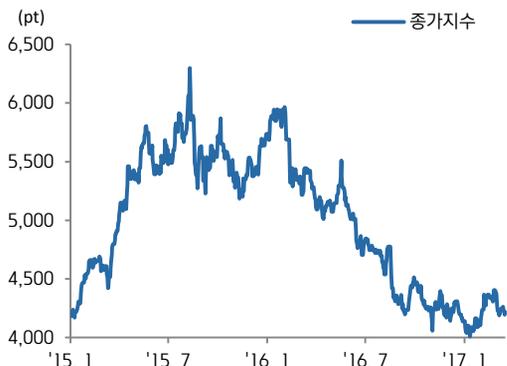
매일유업은 유가공 부문의 수익성 개선이 지속되는 가운데, 인적분할 이후 밸류에이션 디스카운트가 해소될 것으로 기대된다. 적자 계열사인 제로투세븐이 지주회사로 이동함에 따라, 유가공 사업회사에 대한 리스크 요인이 사라지기 때문이다. 또한, 원유공급과잉으로 하락했던 주요 제품의 ASP가 회복되면서, 본업의 수익성이 정상화 될 것으로 기대된다.

CJ프레시웨이는 오랜 기간 지속된 고정비성 투자 증가와 외식 경기 부진으로 인해 수익성이 많이 악화되었으나, 외식 경기가 Bottom-out 하면서 영업이익률이 다시 상승할 것으로 기대된다. 당사는 지난해 ERP 투자 증가와 인력 채용 확대로 전사 판관비가 16% 증가하였으나, 외식 경기 부진으로 기존

거래처의 매출이 부진했었다. 하지만, 이러한 외식 경기 부진은 주로 정치적 이슈에 기인한 것이어서, 올해 기존 거래처의 매출이 점차 회복될 것으로 기대된다. 따라서, 매출 성장과 판관비율 하락이 동시에 가능할 것으로 기대된다.

동원산업은 올해 3월들어 어가가 하락 반전하면서, 주가가 다소 하락한 상황이다. 지난 해 4분기 이후 어가의 흐름과 올해 2분기 이후의 계절성을 감안한다면, 다시 상승 반전할 가능성이 높을 것으로 판단된다. 통상 참치캔 메이저 업체가 2개월 정도 재고를 가져가는 점을 감안한다면, 4월 어가 흐름이 중요한 관전포인트가 될 것으로 판단된다.

KOSPI 음식료 업종지수 추이



자료: Fn Guide

KOSPI 음식료 업종 FW12M PER 추이



자료: Fn Guide

음식료 업체별 실적점검 및 투자전략

장기 성장성	종목명	투자 매력도	실적점검 및 투자전략
★★★★	CJ제일제당	★★	<ul style="list-style-type: none"> 메치오닌 공급 증가는 우려 요인이거나, 소재식품 수익성은 저점에서 서서히 회복되는 과정 라이신/가공식품 중심의 이익 증가세 지속 전망. 원재료 투입단가 우려 강할 때 매출 적기
★★★★	농심	★★	<ul style="list-style-type: none"> 가격인상 이후 국내 라면 점유율 흐름이 관건. IH17 라면 점유율 불확실성 높은 편 해외는 미국/중국 중심으로 고성장 지속 중이나, 단기 실적은 국내 라면 수익성이 중요
★★★★	CJ프레시웨이	★★★★	<ul style="list-style-type: none"> 외식 경기 저점을 다지는 중. 외식 경기 회복되면서 기존 거래처 매출 회복 기대 작년에 고정비용 비용 증가가 많았기 때문에, 예상 보다 영업레버리지 강할 가능성 있음
★★★	KT&G	★★★	<ul style="list-style-type: none"> 전자담배와 1Q17 실적에 대한 우려는 대부분 주가에 반영되었다고 판단 2Q17 이후에는 수출담배와 인삼공사 이익 성장에 주목할 필요가 있음
★★★	오리온	★★	<ul style="list-style-type: none"> 위안화 약세, 중국 매출 성장률 둔화로 전사 이익 성장이 쉽지 않은 상황 2Q17 이후 중국 프리미엄 신제품 성과가 관전 포인트가 될 것. 현재는 온라인 중심으로 판매 증
★★	매일유업	★★★★	<ul style="list-style-type: none"> 유가공 제품의 정세가 판매율 회복, 제품 Mix 개선 등으로 수익성 개선세 지속 올해 5월에 있을 인적분할도 유가공 사업회사 밸류에이션 디스카운트 해소에 도움이 될 것
★★	오뚜기	★★	<ul style="list-style-type: none"> 가격 경쟁력에 기반한 라면 점유율 확대로 중장기 이익 성장 기반 다지고 있음 다만, 업종 내 Peer 대비 높은 밸류에이션 레벨이 부담
★☆☆	동원산업	★★	<ul style="list-style-type: none"> 올해 3월 들어 Skipjack 방콕 시세 하락 중이어서, 4월까지 시세를 관망할 필요 다만, 지난 해 4분기 이후 보여준 어가 흐름을 감안했을 때, 추세적 하락 가능성은 낮다고 판단
★☆☆	롯데칠성	★★	<ul style="list-style-type: none"> 주력 음료 제품 가격인상에 대한 기대가 있었으나, 경쟁사와 달리 특별한 움직임이 없는 상황 밸류에이션 매력도가 높기 때문에, 맥주 신제품이 출시되는 2Q17 이후에 추가 모멘텀 강할 가능성
★☆☆	롯데푸드	★★	<ul style="list-style-type: none"> 돈육 후지단가 상승 등으로 인해, 작년 보다 실적 모멘텀 둔화 전망 멜리카 사업 성장성은 양호하나 조제분유 수출 둔화는 다소 우려
★☆☆	대상	★★	<ul style="list-style-type: none"> 라이신 수익성 개선에 대한 기대감이 있는 가운데, 인니 전분당 초기 적자와 장류 MS 하락이 부담 라이신 가격 움직임을 고려한 트레이딩 전략 필요
★☆☆	롯데제과	★★	<ul style="list-style-type: none"> 카자흐스탄 환율 평가절하 영향 마무리 되면서, 라하트 실적 개선 기대감 확대 다만, 호텔롯데 상장 연기 등에 따른 지배구조 관련 불확실성이 부담 요인
★☆☆	남양유업	★★	<ul style="list-style-type: none"> 전사 실적 턴어라운드 이후, 영업과 마케팅이 정상화 되는 과정 '루카스나인 라떼' 신제품 출시로, 영업적자 부담이 컸던 커피믹스 부문 수익성 개선 기대

자료: 키움증권 리서치

음식료 업체별 실적 추이 및 전망

회사명	구분	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	YoY	2Q17E	YoY	2016	2017E	YoY
KT&G	매출액	10,913	10,881	12,202	11,036	10,855	-0.5%	11,452	5.3%	45,033	46,845	4.0%
	영업이익	3,930	3,459	4,263	3,049	3,600	-8.4%	3,688	6.6%	14,701	15,298	4.1%
	OPM	36.0%	31.8%	34.9%	27.6%	33.2%	-2.8%p	32.2%	0.4%p	32.6%	32.7%	0.0%p
	순이익	2,844	2,849	2,501	4,118	3,330	17.1%	3,358	17.8%	12,313	11,763	-4.5%
오리온	매출액	6,606	4,962	5,972	6,324	6,075	-8.0%	5,209	5.0%	23,863	23,828	-0.1%
	영업이익	1,189	279	944	850	1,028	-13.6%	489	75.6%	3,262	3,274	0.4%
	OPM	18.0%	5.6%	15.8%	13.4%	16.9%	-1.1%p	9.4%	3.8%p	13.7%	13.7%	0.1%p
	순이익	691	67	806	671	724	4.7%	334	398.3%	2,280	2,282	0.1%
CJ제일제당	매출액	35,340	36,096	36,790	37,406	39,091	10.6%	39,790	10.2%	145,633	160,863	10.5%
	영업이익	2,328	2,106	2,433	1,569	2,207	-5.2%	2,318	10.1%	8,436	9,485	12.4%
	OPM	6.6%	5.8%	6.6%	4.2%	5.6%	-0.9%p	5.8%	0.0%p	5.8%	5.9%	0.1%p
	순이익	1,226	423	1,110	-1	1,135	-7.4%	806	90.5%	2,759	3,770	36.6%
CJ프레시웨이	매출액	5,358	5,970	6,065	5,886	5,894	10.0%	6,611	10.7%	23,279	26,201	12.6%
	영업이익	32	91	83	5	31	-5.1%	114	25.1%	210	327	55.7%
	OPM	0.6%	1.5%	1.4%	0.1%	0.5%	-0.1%p	1.7%	0.2%p	0.9%	1.2%	0.3%p
	순이익	7	31	13	-98	3	-62.7%	64	106.7%	-47	163	-449.7%
남양유업	매출액	2,923	3,213	3,239	3,158	3,010	3.0%	3,374	5.0%	12,408	13,027	5.0%
	영업이익	52	140	99	107	49	-5.9%	168	20.1%	420	484	15.3%
	OPM	1.8%	4.4%	3.1%	3.4%	1.6%	-0.2%p	5.0%	0.6%p	3.4%	3.7%	0.3%p
	순이익	50	115	84	118	46	-8.5%	136	18.1%	373	402	7.7%
농심	매출액	5,681	5,272	5,477	5,739	5,912	4.1%	5,609	6.4%	22,170	23,467	5.8%
	영업이익	324	124	228	221	354	9.3%	246	98.2%	897	1,213	35.2%
	OPM	5.7%	2.4%	4.2%	3.9%	6.0%	0.3%p	4.4%	2.0%p	4.0%	5.2%	1.1%p
	순이익	1,438	147	231	175	304	-78.9%	221	50.6%	1,990	1,061	-46.7%
대상	매출액	6,843	7,106	7,508	7,093	7,188	5.0%	7,363	3.6%	28,550	29,842	4.5%
	영업이익	324	330	365	91	305	-5.9%	283	-14.3%	1,111	1,207	8.7%
	OPM	4.7%	4.6%	4.9%	1.3%	4.2%	-0.5%p	3.8%	-0.8%p	3.9%	4.0%	0.2%p
	순이익	223	200	297	-75	194	-13.2%	178	-11.0%	646	773	19.6%
동원산업	매출액	3,790	4,008	3,980	3,986	5,074	33.9%	6,017	50.1%	15,764	22,800	44.6%
	영업이익	187	452	451	424	286	52.4%	605	34.0%	1,514	1,966	29.8%
	OPM	4.9%	11.3%	11.3%	10.6%	5.6%	0.7%p	10.1%	-1.2%p	9.6%	8.6%	-1.0%p
	순이익	138	197	308	130	150	8.7%	392	99.1%	774	1,223	58.1%
롯데제과	매출액	5,316	5,495	5,933	5,736	5,490	3.3%	5,691	3.6%	22,480	23,348	3.9%
	영업이익	278	292	519	274	296	6.3%	318	9.1%	1,362	1,487	9.1%
	OPM	5.2%	5.3%	8.8%	4.8%	5.4%	0.2%p	5.6%	0.3%p	6.1%	6.4%	0.3%p
	순이익	298	79	413	152	267	-10.5%	182	130.9%	942	994	5.6%
롯데칠성	매출액	5,428	6,285	6,659	5,322	5,617	3.5%	6,542	4.1%	23,695	24,982	5.4%
	영업이익	380	507	564	37	415	9.2%	498	-1.9%	1,488	1,296	-12.9%
	OPM	7.0%	8.1%	8.5%	0.7%	7.4%	0.4%p	7.6%	-0.5%p	6.3%	5.2%	-1.1%p
	순이익	264	289	392	-252	260	-1.5%	291	0.7%	693	710	2.4%
롯데푸드	매출액	4,229	4,522	4,796	4,077	4,363	3.2%	4,691	3.7%	17,624	18,263	3.6%
	영업이익	197	242	335	24	176	-11.0%	266	10.0%	798	851	6.6%
	OPM	4.7%	5.4%	7.0%	0.6%	4.0%	-0.6%p	5.7%	0.3%p	4.5%	4.7%	0.1%p
	순이익	153	156	228	44	142	-7.6%	189	21.1%	582	611	5.0%
매일유업	매출액	3,932	4,071	4,169	4,176	4,167	6.0%	4,255	4.5%	16,347	17,169	5.0%
	영업이익	88	83	191	164	102	15.8%	129	56.0%	526	620	17.9%
	OPM	2.2%	2.0%	4.6%	3.9%	2.4%	0.2%p	3.0%	1.0%p	3.2%	3.6%	0.4%p
	순이익	81	35	112	175	98	22.2%	106	199.4%	403	527	30.8%
오뚜기	매출액	5,156	4,880	5,164	4,722	5,087	-1.3%	4,962	1.7%	19,924	20,331	2.0%
	영업이익	356	405	453	213	394	10.9%	387	-4.4%	1,426	1,499	5.1%
	OPM	6.9%	8.3%	8.8%	4.5%	7.8%	0.9%p	7.8%	-0.5%p	7.2%	7.4%	0.2%p
	순이익	490	257	356	188	331	-32.4%	325	26.4%	1,291	1,265	-2.0%

자료: 키움증권 리서치

주: 1) 롯데푸드는 별도기준. 나머지는 연결기준.

Ⅲ. 담배/건강기능식품: KT&G

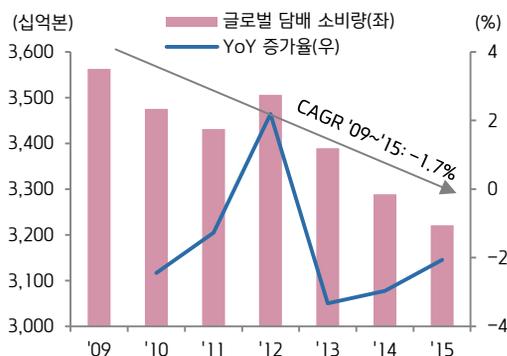
>>> 전자담배 우려: 객관적인 시각이 필요한 시점

역성장하는 글로벌 담배 수요

글로벌 담배 회사들은 역성장하는 담배 수요량에 대해 우려하고 있다. Tobacco Merchants의 자료에 따르면, 글로벌 담배 소비량은 2009년부터 2015년까지 연평균 -1.7% 감소해왔다. 특히, 담배 소비량 상위 10개국 중에서 러시아, 미국, 일본 등의 하락세가 두드러진다. 또한, PMI, BAT, JTI, Imperial Brands 등 주요 글로벌 담배 회사들의 판매량도 매년 감소하는 추세에 있다.

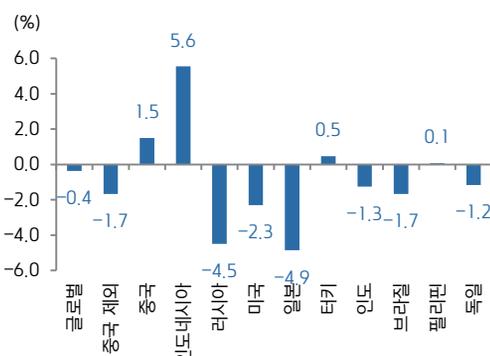
이처럼, **글로벌 담배 수요가 감소하는 주요 이유는 1) 인체에 대한 유해성, 2) 정부 규제 강화, 3) 대체재의 등장** 등으로 판단된다. 담배의 주요 유해 성분 중 “타르”는 대표적인 발암물질로 인식되어 있어서, 흡연자들이 가장 걱정하는 부분이다. 또한, 2003년 세계보건총회(WHA)에서 만장일치로 채택된 WHO의 담배규제기본협약(FCTC)에 따라, 매년 흡연에 대한 각국 정부의 규제가 강화되고 있으며, 기존 쉐련 담배(Cigarette)를 대체하는 전자담배와 같은 제품들도 계속해서 등장하고 있는 상황이다.

역성장하는 글로벌 담배 소비량



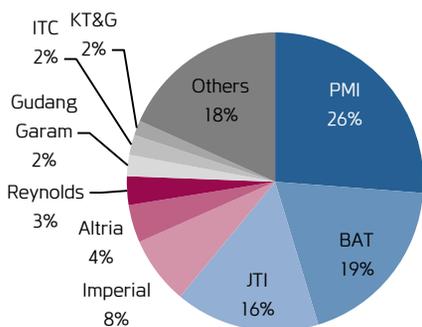
자료: Bloomberg, Tobacco Merchants(중국 제외, 쉐련 담배 기준)

주요 국가별 담배 소비량 성장률(CAGR '09~'15)



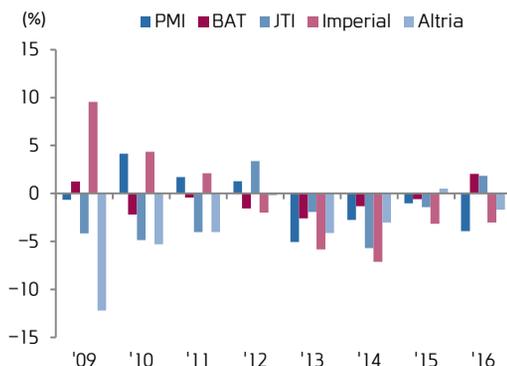
자료: Bloomberg, Tobacco Merchants(쉐련 담배 기준)
주: 1) 국가별 담배 소비량 상위 10개국 기준

2015년 글로벌 담배 시장 점유율 현황



자료: Bloomberg, Euromonitor
주: 1) China National Tobacco 제외, 쉐련 담배 수량 기준

점유율 상위 5사 담배 판매량 YoY 증가율 추이



자료: Bloomberg, 각 사 자료
주: 1) 쉐련 담배 수량 기준
2) '16년 증가율은 3분기 누계 기준(Imperial 제외)
3) Imperial의 회계연도 말은 9월말. '16년은 '16년 9월말 기준

건강에 해로운 담배의 주요 유해 성분

성분명	인체에 주는 주요 영향
니코틴	<ul style="list-style-type: none"> - 담배의 습관성 중독을 일으키는 마약성 물질 - 통상, 담배 한 개피에는 10mg 정도의 니코틴이 들어있음 - 흡연시 니코틴이 뇌에 도달할 때까지 걸리는 시간은 약 7초 정도
타르	<ul style="list-style-type: none"> - 일반적으로 담배진이라고 부르는 물질로, 수천 종의 독성화학 물질이 이 속에 들어 있음 - 흡연시 인체에 가장 해로운 물질로, 각종 독성물질과 발암물질 포함(약 20여종의 A급 발암물질 포함) - 담배연기를 통하여 폐로 들어가 혈액에 스며들어 우리 몸의 세포, 장기 등을 파괴하거나 만성 염증을 일으킴
일산화탄소(CO)	<ul style="list-style-type: none"> - 연탄가스로 우리에게 잘 알려진 물질 - 흡연을 하는 것은 마치 적은 양의 연탄가스를 지속적으로 맡고 있는 것과 같음 - 일산화탄소는 혈액의 산소운반 능력을 감퇴시켜, 만성적인 저산소증을 일으키고, 신진대사에 장애를 주며 노화현상을 일으킴

자료: 대한폐암학회, 키움증권 리서치 정리

WHO 담배규제기본협약(FTC, Framework Convention on Tobacco Control)의 주요 내용

수요감소 전략	<ul style="list-style-type: none"> - 가격 및 세금 정책(제 6 조) - 비가격 정책(제 7 조) <ul style="list-style-type: none"> - 담배연기예의 노출로부터 보호(제 8 조) - 담배제품의 성분에 관한 규제(제 9 조) - 담배제품의 공개에 관한 규제(제 10 조) - 담배제품의 포장 및 라벨 규제(제 11 조) - 교육, 의사소통, 훈련을 통한 일반인의 인식 변화 유도(제 12 조) - 담배광고, 판촉 및 후원에 대한 규제(제 13 조) - 담배 금연 프로그램 활성화(제 14 조)
공급감소 전략	<ul style="list-style-type: none"> - 담배제품의 불법거래 금지(제 15 조) - 미성년자의 담배판매 및 구매 금지(제 16 조) - 담배공급의 변화로 인하여 경제적 불이익을 받게 되는 노동자, 경작자 등에 대한 대체활동 지원(제 17 조)

자료: 보건복지부, 한국보건사회연구원

JTI의 전자담배: LOGIC PRO



자료: Japan Tobacco

Altria의 Smokeless Tobacco Brands



자료: Altria

글로벌 담배 회사의 전략: 평가 인상과 믹스 개선

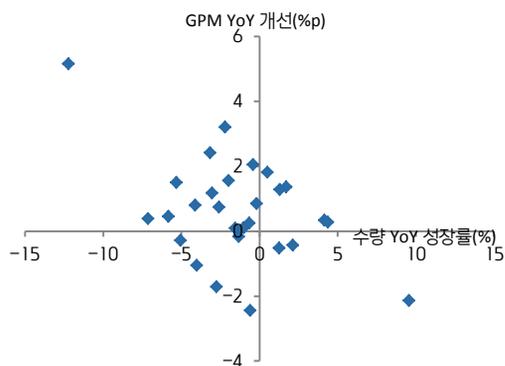
볼륨(Q)이 감소하는 시장 상황 속에서도, 글로벌 담배 회사들은 이익을 증가시켜왔다. **각 회사들의 판매량은 매년 감소하는 추세였지만, 전사 수익성(GPM/OPM)의 개선을 통해, 전체 이익의 증가를 만들어 낼 수 있었다.** 실제로 글로벌 담배 4개사(PMI, BAT, Imperial, Altria)의 판매량 성장률과 마진 개선폭을 비교해 보면, 대체로 분기별 판매량이 전년동기 대비 감소하는 상황 속에서도, 매출총이익률과 영업 이익률이 전년동기 대비 개선되고 있음을 알 수 있다.

어떻게 이익 증가가 가능했을까? **글로벌 담배 회사들이, 볼륨(Q)이 감소하는 시장에서 채택한 전략은, 1) 평가 인상과 2) Product Mix 개선이다.**

기본적으로 글로벌 담배 시장은 과점 시장에 가깝다. 따라서, 시장 지배력을 통해, 가격 인상을 지속할 수 있었다. 예를 들어, 중국을 제외한 시장에서 글로벌 1위를 하고 있는 PMI의 경우, 매년 국가별로 담배 가격 인상을 시행하고 있으며, 매년 평균 10여개국에서 가격을 인상해왔다. 가격 인상이 가장 많았던 2009년에는 24개국에서 인상을 했었고, 지난 해에도 15개국에서 담배 가격을 인상했었다. 이러한 가격 인상은 정부의 세금 인상과 함께 추진되는 것이 보통이지만, 세금 인상 없이도 가격 인상을 시행한 사례도 꽤 많았다. 그렇다면, 볼륨(Q)이 줄지 않았을까? 기본적으로, 담배의 니코틴은 중독성이 높은 편이기 때문에, 담배 수요량의 가격탄력성은 낮은 편이다. 따라서, 대체로 가격 인상을 대비 낮은 볼륨 하락률이 나타났고, 그 결과 담배 회사들의 매출액과 이익은 증가할 수 있었다.

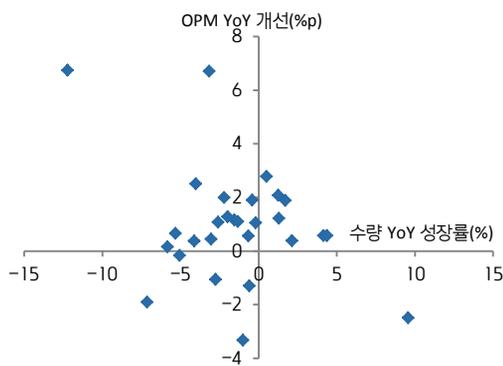
또한, 글로벌 담배 회사들은 지속적인 Product Mix 개선을 통해, 수익성이 높은 제품의 비중을 늘려 나갔다. PMI는 대표 브랜드인 Marlboro/L&M/Parliament의 점유율 올리기 위해 노력해왔고, BAT/JTI/Imperial Brands는 각각 Global Drive Brands, Global Flagship Brands, Growth Brands 라는 명칭 아래, 수익성이 높은 제품의 판매 비중을 확대해왔다.

글로벌 담배 4개사 수량 성장률 vs GPM 개선



자료: Bloomberg, 각 사 자료, 키움증권 리서치
 주: 1) 글로벌 담배 5개사 PMI, BAT, Imperial, Altria의 '09~'15년까지의 관련 담배 수량 YoY 성장률(%)과 GPM YoY 개선폭(%p)을 비교
 2) JTI는 '14년 회계연도 말 변경으로 비교가 불가능하여 제외

글로벌 담배 4개사 수량 성장률 vs OPM 개선



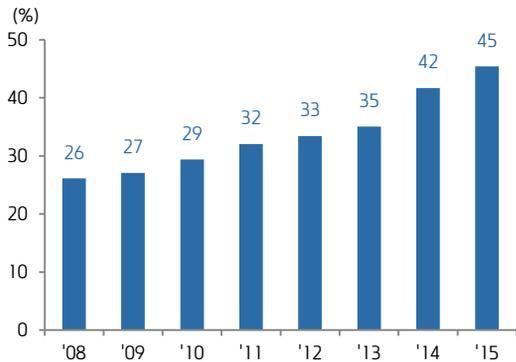
자료: Bloomberg, 각 사 자료, 키움증권 리서치
 주: 1) 글로벌 담배 5개사 PMI, BAT, Imperial, Altria의 '09~'15년까지의 관련 담배 수량 YoY 성장률(%)과 OPM YoY 개선폭(%p)을 비교
 2) JTI는 '14년 회계연도 말 변경으로 비교가 불가능하여 제외

연도별 PMI의 담배가격 인상 현황 (2009~2016년)

연도	국가 수(개)	가격인상 시행 국가
2009	24	그리스, 남아프리카공화국, 도미니카공화국, 독일, 러시아, 루마니아, 말레이시아, 멕시코, 브라질, 사우디, 스페인, 아르헨티나, 영국, 우크라이나, 이탈리아, 인도네시아, 캐나다, 태국, 터키, 파키스탄, 폴란드, 프랑스, 필리핀, 호주
2010	8	러시아, 아르헨티나, 영국, 이탈리아, 인도네시아, 일본, 폴란드, 프랑스
2011	17	그리스, 독일, 러시아, 멕시코, 브라질, 사우디, 스페인, 아르헨티나, 알제리, 우크라이나, 이탈리아, 인도네시아, 캐나다, 프랑스, 필리핀, 호주
2012	3	러시아, 스페인, 한국
2013	5	독일, 러시아, 인도네시아, 터키, 필리핀
2014	8	독일, 러시아, 스페인, 아르헨티나, 인도네시아, 일본, 터키, 포르투갈
2015	12	멕시코, 아르헨티나, 알제리, 우크라이나, 이탈리아, 인도네시아, 폴란드, 필리핀, 한국, 호주, 독일, 러시아
2016	15	네덜란드, 독일, 러시아, 멕시코, 브라질, 사우디, 스페인, 아르헨티나, 우크라이나, 이탈리아, 인도네시아, 캐나다, 터키, 폴란드, 호주

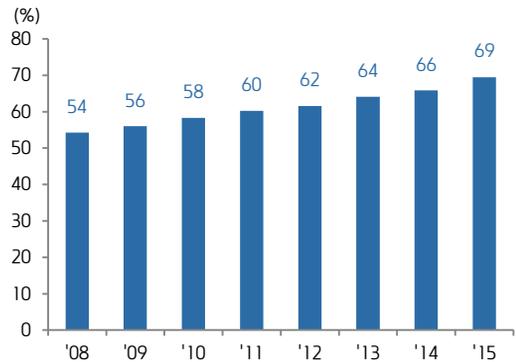
자료: Philip Morris International, 키움증권 리서치 정리
 주: 1) 가격인상 국가 현황은 PMI의 IR 자료를 참조하여 정리. 실제 인상 국가 수와 다소 차이가 있을 수 있음.

BAT의 Global Drive Brand 판매 비중



자료: British American Tobacco(판매 수량 기준)

JTI의 Global Flagship Brand 판매 비중



자료: Japan Tobacco International(일본 제외한 판매 수량 기준)

BAT의 Global Drive Brands



자료: British American Tobacco

JTI의 Global Flagship Brands



자료: Japan Tobacco International

iQOS의 등장(1): iQOS는 무엇인가?

PMI가 개발한 **iQOS는 일반적인 쥘련 담배(Cigarette)가 아니라, Heat-not-Burn Tobacco(HnB) 카테고리**에 속하는 담배 중에 하나이다. 동 제품은 라이터 역할을 하는 “**Device**”와 기존의 쥘련 담배 역할을 하는 “**Heatstick**”으로 구성되어 있다.

기존 쥘련 담배를 흡연할 때, 가장 몸에 해로운 물질은, 제조된 담배 연초를 연소할 때 나오는 “타르”와 같은 유독성 물질이다. 하지만, **iQOS는 흡연 과정에서 연소의 3요소를 충족시키지 않음으로써, 담배 연초가 연소되지 않게 함으로써, “타르”와 같은 유독성 물질이 발생하는 양을 90% 정도 줄이고, 중독성이 있는 니코틴 향을 즐길 수 있게 해준다.** 담배 연초가 가열(Heat)만 되고 연소(Burn)가 되지 않게 하는 방법은, “Device”가 “Heatstick”에 가하는 온도를 연료(담배 연초)의 발화점 이하(300°C 내외)로 통제하고, “Heatstick”을 수분이 함량된 담뱃잎으로 제조하여, 연료의 Quality를 떨어뜨리는 것이다.

이를 통해, iQOS 흡연자는 담배 연기가 아닌, 니코틴이 포함된 증기(vaping)를 마시게 되고, 발암물질에 노출될 리스크는 낮아지게 된다(PMI는 iQOS와 같은 제품을 RRP(Reduced Risk Product)로 통칭). 동사는 현재 이탈리아 볼로냐에서 iQOS Heatstick을 직접 생산하고 있으며, 2017년말까지 생산능력을 500억 개비로 확대할 계획이다(2016년말 기준 Capa는 150억 개비). 이에 따라, Philip Morris는 올해 연간 320억 개비 정도 판매 가능할 것으로 예측하고 있다(작년 4분기 출하량 37억 개비 수준).

PMI가 출시한 iQOS(Heat-not-Burn Tobacco)



자료: Philip Morris International

연소(Combustion)의 3요소와 iQOS의 작동 원리

1. 발화점 이상의 온도

iQOS Device(라이터 역할)를 통해, Heatstick에 가하는 온도를 발화점 이하로 통제

2. 연료

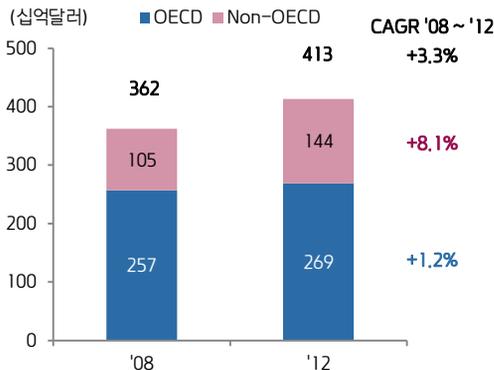
연초(담뱃잎으로 제조)가 수분을 다소 함유하도록 하여, 연료의 Quality를 떨어뜨림

3. 산소

산소 공급은 흡연의 기본 원리상 통제 불가

자료: Philip Morris International, 키움증권 리서치

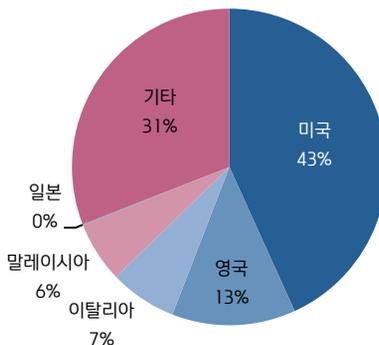
글로벌 담배 시장 규모: OECD vs Non-OECD



자료: Philip Morris International

주: 1) Non-OECD 국가에서 중국과 면세 시장(Duty-free)은 제외

글로벌 전자담배 국가별 매출 비중



자료: Euromonitor(2015년 기준)

iQOS의 등장(2): PMI가 얻을 수 있는 것은 무엇인가?

PMI가 2조원 이상의 천문학적인 돈을 투자하여 개발한 iQOS를 통해 얻을 수 있는 것은 무엇인가? 당사는, 1) 판매량 성장과 2) 세금 절감에서 기회가 있는 것으로 판단된다.

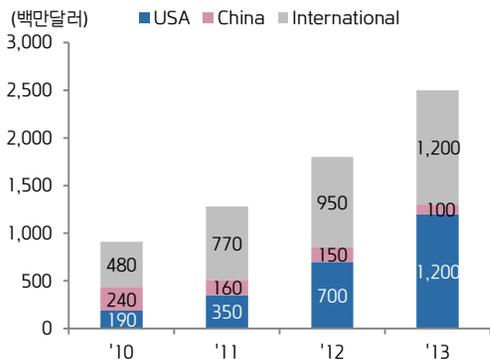
PMI를 비롯한 글로벌 담배 회사들은 기존 궤련 담배에서 판매량 성장을 만들어 내기가 매우 어렵다. 시장 규모가 큰 선진국 시장에서 흡연율이 하락하고 있고, 정부의 흡연 규제가 나날이 강화되고 있기 때문이다. 판매량 하락을 방어하기 위해 신흥국 시장에 M&A 등을 통해 적극적으로 진출하였으나, 여전히 선진국 시장의 비중이 높고, 정부의 규제는 강화되고 있으며, 신흥국의 통화 가치 변동에 대한 리스크도 증가하고 있어서, 전사 실적 증가를 만들어 내기 어려운 상황이다. 하지만, 인체에 대한 유해성을 줄인 전자담배와 같은 담배 대체품은, 선진국 시장을 중심으로 새롭게 커지고 있는 시장이기 때문에, 전사 판매량 성장과 시장 점유율 확대를 이끌어 낼 수 있는 핵심 제품이 될 수 있다.

또한, 전자담배는 기존 궤련담배와 다른 과세체계를 가지고 있는 경우가 많다. 예를 들어, 궤련담배는 ‘개비 수’를 과세표준으로 하여 세금이 부과되는데, 전자담배는 ‘중량’이나 ‘부피’를 과세표준으로 하여 세금이 부과되는 경우가 많다. 따라서, 해당 과세체계에 맞추어 제품을 개량하면, 기존 궤련담배 대비 적은 세금을 낼 수 있는 기회가 있다.

실제 PMI는 2017년 2월초까지 총 20개국에서 iQOS 제품을 출시하였는데, 모든 국가에서 iQOS Heatstick에 부과되는 세금이 기존 궤련 담배 대비 20~80% 수준이고, Heatstick의 소매가격을 기존 일반 궤련담배와 동일한 수준으로 책정했다고 밝혔다. 실제 가장 성과가 좋은 일본에서도, iQOS Heatstick의 세금 부담이 기존 궤련 담배 대비 82% 수준에 불과하고, 기존의 Marlboro 궤련 담배와 소매가격이 동일한 상황이다.

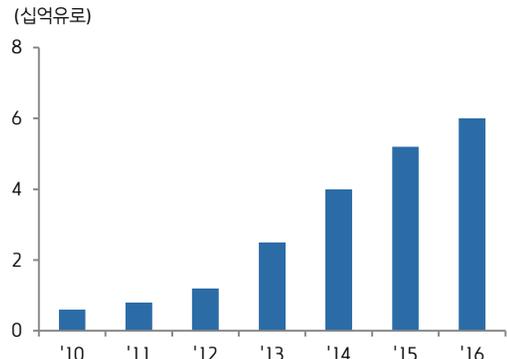
다만, 이러한 세금 절감의 기회가 지속될 수 있을지는 의문이다. 세금 부담이 낮은 전자담배의 점유율이 확대되면, 각국 정부들의 세수가 줄어들 수 있기 때문이다. 따라서, 전자담배 시장이 커질수록, 추가적인 세금 부과에 대한 논의가 발생할 가능성이 높다.

글로벌 전자담배 시장 규모 추이



자료: Philip Morris (International은 가장 큰 6개 시장 기준)

글로벌 Vapor(증기 담배) 시장 규모 추이



자료: British American Tobacco

Philip Morris International 실적 및 총매출액 대비 비율 추이

(단위: 백만달러, %)	'11	'12	'13	'14	'15	'16
총매출액(소비세 포함)	76,346	77,393	80,029	80,106	73,908	74,953
소비세(매출액 차감 계정)	45,249	46,016	48,812	50,339	47,114	48,268
순매출액(소비세 제외)	31,097	31,377	31,217	29,767	26,794	26,685
매출원가	10,678	10,373	10,410	10,436	9,365	9,391
매출총이익	20,419	21,004	20,807	19,331	17,429	17,294
판매비	6,978	7,058	6,983	6,465	6,738	6,479
영업이익	13,441	13,946	13,824	12,866	10,691	10,815
세전이익	12,641	13,087	12,851	11,814	9,683	9,924
당기순이익	8,879	9,154	8,850	7,658	7,032	7,250
총매출액 대비 비율						
총매출액(소비세 포함)	100	100	100	100	100	100
소비세(매출액 차감 계정)	59	59	61	63	64	64
순매출액(소비세 제외)	41	41	39	37	36	36
매출원가	14	13	13	13	13	13
매출총이익	27	27	26	24	24	23
판매비	9	9	9	8	9	9
영업이익	18	18	17	16	14	14
세전이익	17	17	16	15	13	13
당기순이익	12	12	11	10	10	10

자료: Philip Morris International, Bloomberg

iQOS는 총 20개국에 출시된 상태 (2017년 2월초 기준)

EU Region (11)

- Denmark
- Germany
- Greece
- Italy
- Monaco
- Netherlands
- Portugal
- Romania
- Spain
- Switzerland
- United Kingdom

EEMA Region (6)

- Duty Free^(a)
- Israel
- Kazakhstan
- Russia
- South Africa
- Ukraine

Asia Region (2)

- Japan (National)
- New Zealand

LA&C Region (1)

- Canada

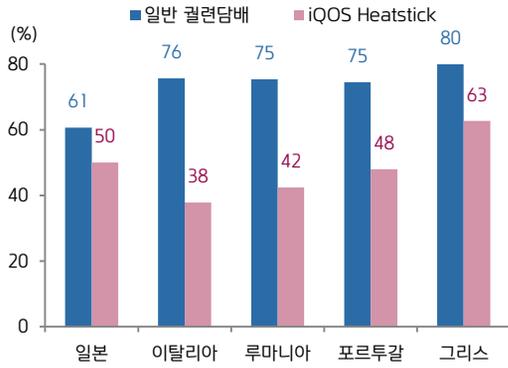
Target
30-35
Markets by
end 2017^(b)



(a) Japan (Chubu, Fukuoka, Osaka and Tokyo airports); Switzerland (Zurich airport)
 (b) Subject to HeatSticks capacity
 Note: Reduced-Risk Products ("RRPs") is the term PMI uses to refer to products that present, are likely to present, or have the potential to present less risk of harm to smokers who switch to these products versus continued smoking

자료: Philip Morris International의 IR자료 재인용

국가별 담배 소매가격 대비 세금 비율 비교



자료: WHO, Philip Morris, 언론 보도, Vapor Products Tax, 키움증권 리서치 추정

2016년 PMI ASP: iQOS Heatstick vs 궤련담배

구분	2016년
iQOS 순매출액(백만달러)	733
Device	161
Heatstick	572
Q(백만본)	7,400
ASP(달러/갑)	1.55
PMI 궤련담배 ASP(달러/갑)	0.66
Asia	0.64
EEME & Africa	0.54
EU	0.84
Latin America and Canada	0.65

자료: Philip Morris International, 키움증권 리서치

일본 시장 세금 부담 비교: 궤련담배 vs iQOS Heatstick

세목	근거규정	제조사 제품명	PMI Marlboro Combustible	PMI iQOS: Marlboro Heatstick
세법상 구분				
단위 환산: 일반 궤련 담배(Cigarette) 1 갑 =			Cigarette	Pipe tobacco
국가담배세 (国たばこ税)	담배세법 (たばこ税法)	과세표준 세울 환산세율	담배세법 제 2 조의 2-1-1 20 개비	담배세법 제 2 조의 2-1-2 16.0 gram
담배특별세 (たばこ特別税)	주석 참조 ¹⁾	과세표준 세울 환산세율	개비수 5,302 엔/천본 106.0 엔/갑	중량 5,302 엔/천 gram 84.8 엔/갑
도부현담배세 (道府県たばこ税)	지방세법 (地方税法)	과세표준 세울 환산세율	개비수 820 엔/천본 16.4 엔/갑	중량 820 엔/천 gram 13.1 엔/갑
시정촌담배세 (市町村たばこ税)	지방세법 (地方税法)	과세표준 세울 환산세율	개비수 860 엔/천본 17.2 엔/갑	중량 860 엔/천 gram 13.8 엔/갑
소비세 (消費税)	소비세법 (消費税法)	과세표준 세울 환산세율	채널 매출 8 % 34.1 엔/갑	채널 매출 8 % 34.1 엔/갑
세금 합계			279.0 엔/갑	229.9 엔/갑
소매 가격			460.0 엔/갑	460.0 엔/갑
유통 마진(10% 가정)			46.0 엔/갑	46.0 엔/갑
제조사 출고가			135.0 엔/갑	184.1 엔/갑

자료: 일본 법령 데이터 제공 시스템, Philip Morris International, 키움증권 리서치 추정

주: 1) 일반 회계의 채무의 승계 등에 따라 필요한 자원의 확보에 관한 특별 조치 법
(一般会計における債務の承継等に伴い必要な財源の確保に係る特別措置に関する法律)

iQOS의 등장(3): 일본 시장에서만 점유율 상승이 빠른 이유는?

다만, 흥미로운 점은 iQOS 제품의 점유율 상승은, 일본 시장에서만 가파르게 나타나고 있다는 점이다.

Philip Morris는 현재 총 20개 국가에 iQOS를 런칭하였다. 특히, 일본 포함 6개국에 대하여 2014~15년에 iQOS를 런칭하였기 때문에, 런칭 후 최소 1년이 지난 상태라 할 수 있다. 일본과 이탈리아는 모두 2014년 11월에 iQOS가 출시되었는데, 2016년 마지막 주 기준으로 일본의 시장점유율은 7%까지 상승하였으나, 이탈리아의 시장점유율은 0.3% 수준에 그쳤다. 그 이후에 출시된 국가들도 모두 1% 미만의 전국 혹은 특정 도시의 점유율을 기록하고 있는 상황이다(스위스의 특정 도시 점유율만 예외).

Philip Morris에 따르면, **일본 시장의 점유율 상승이 좋았던 요인은 1) 남에게 피해를 주기 싫어하는 문화, 2) 전자담배 실내 흡연에 대한 낮은 규제, 3) 담배 마케팅 규제의 차이** 등이다. 특히, 일본과 거의 비슷한 시기에 출시된 이탈리아는, 담배 마케팅에 대한 규제가 강해서, 신제품이 침투하는 속도가 매우 더딘 것으로 알려져 있다.

iQOS 국가별 출시 상황 (2014~15년 출시 국가)

	 Japan	 Italy	 Switzerland	 Portugal	 Romania	 Russia
Initial Launch Date	November 2014	November 2014	August 2015	November 2015	November 2015	November 2015
Focus Area (December 2016)	National	5 cities	6 cities	Lisbon	5 cities	Moscow / St. Petersburg
Focus Area Cigarette Industry Volume Coverage ^(a)	~100%	~20%	~35%	~25%	~25%	~10%

(a) Portion of cigarette industry volume covered by iQOS focus area in each market (as of December 2016)
Note: Reduced-Risk Products ("RRPs") is the term PMI uses to refer to products that present, are likely to present, or have the potential to present less risk of harm to smokers who switch to these products versus continued smoking

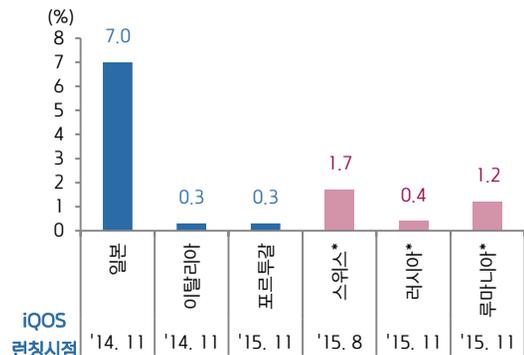
자료: Philip Morris International의 IR자료 재인용

iQOS Heatstick의 일본 전국 MS 추이



자료: Philip Morris International

국가별 iQOS Heatstick 점유율 비교



자료: Philip Morris International('16년 마지막 주 기준)

주: 1) 일본, 이탈리아, 포르투갈은 전국 시장 기준

2) 스위스, 러시아, 루마니아는 일부 도시(Focus Area) 기준

iQOS의 국내 성공 가능성은? 세금과 장소 규제가 관건

최근, iQOS의 국내 시장 진출 가능성으로 인해, KT&G 주가가 많이 하락한 상황이다. 유럽 국가들처럼 iQOS의 점유율이 1% 내외 수준에 그친다면, KT&G의 실적에 미치는 부정적 영향이 크지 않지만, 일본처럼 점유율이 가파르게 상승한다면, 실적에 미치는 부정적 영향이 커질 수 밖에 없다. **실제 내수담배 점유율이 5%p 정도 감소하면, EPS는 약 5~6% 정도 감소할 것으로 추산된다.**

iQOS가 성공하려면 어느 정도 가격적인 메리트가 확보될 필요가 있다. 해당 제품은 인체에 대한 유해성을 완화한다는 측면에서 가치가 있으나, 제품 휴대/충전/필터 청소 등으로 인해 소비자가 불편해 할 수 있는 요소들이 있다. Philip Morris가 기존에 iQOS를 출시했던 국가들처럼, 기존 궐련담배와 소매 가격이 동일하게 책정되려면, 세금 부담이 기존 궐련담배와 최소 같거나 낮아야 할 것이다.

현재 국내 법제에 따르면, iQOS Heatstick의 과세표준은 ‘중량’ 이 적용될 수 있는 상황이다. 만약, 일본처럼 연초와 필터를 모두 포함해서 중량을 측정한다면(16gram/20개비), iQOS Heatstick의 세금 부담은 일반 궐련담배 대비 높은 수준이 된다.

하지만, 현재 국회에서는 궐련담배 대비 과세 형평성 제고 차원에서 지방세법/국민건강증진법/개별소비세법에 대한 개정안이 발의되어 있는 상황이다. 해당 발의안이 통과된다면, iQOS Heatstick과 같은 궐련형 전자담배의 세율은 일반 궐련담배와 동일하게 책정될 것으로 기대된다. **따라서, 국내 시장에서는 다른 국가들처럼 iQOS Heatstick의 ASP가 일반 궐련담배 대비 높아지기 어렵고, 소매가격과 ASP가 모두 동일할 가능성이 높은 것으로 판단된다. 세금 절감의 기회가 제한될 수 있다는 측면에서, 제조사에게 만족스러운 상황은 아닐 수 있다.** 또한, 법안이 처리되는 시간을 감안한다면, 올해 국내 시장에서 iQOS가 큰 점유율을 가져가기는 어려울 것으로 판단된다.

장소에 대한 규제는 한국이 일본 보다 강한 것으로 판단된다. 일본은 전자담배에 대한 실내 흡연이 상대적으로 용이하나, 한국은 니코틴이 함유된 모든 담배는 실내 흡연이 불가하다. 따라서, 규제의 변화가 없다면, KT&G에게 유리한 부분으로 판단된다.

다만, 건강관리에 대한 관심이 증가하고 있는 상황을 감안한다면, 중장기적으로 인체에 덜 유해한 전자담배의 시장이 확대될 가능성은 충분하다. 궁극적으로는 KT&G가 경쟁사와 비슷한 수준의 신제품을 내놓을 수 있는지가 중요하다. Heat-not-Burn 카테고리 좋은 반응을 얻고 있기 때문에, 동사도 비슷한 유형의 신제품으로 대응할 가능성이 높겠지만, 성공 가능성은 현 시점에서 판단하기 어려운 부분이다.

KT&G 내수담배 MS 변화에 따른 시나리오 분석 (단위 십억원)

구분	'17E 기존 가정	Negative Scenario			
KT&G 내수담배 MS(%)	59.5	57.5	55.0	52.5	50.0
매출액	4,684	4,623	4,546	4,469	4,392
내수담배	1,834	1,773	1,696	1,619	1,542
영업이익	1,530	1,493	1,447	1,401	1,354
(OPM, %)	32.7	32.3	31.8	31.3	30.8
세전이익	1,525	1,488	1,442	1,395	1,349
순이익	1,113	1,086	1,052	1,019	985
EPS(원)	8,107	7,912	7,666	7,420	7,174
(기준가정 대비, %)		-2	-5	-8	-12
'17E P/E(배)	12.0	12.3	12.7	13.1	13.6

자료: 키움증권 리서치(공헌이익률 60% 가정, 밸류에이션은 2017년 3월 17일 종가 기준)

한국 시장 세금 부담 비교: 궤련담배 vs iQOS Heatstick (중량을 과세표준으로 적용)

세목	근거규정	제조사 제품명	PMI	PMI
			Marlboro Combustible	iQOS: Marlboro Heatstick
세법상 구분			궤련	전자담배
단위 환산: 일반 궤련 담배(Cigarette) 1 갑 =			담배소비세법 제 48 조의 2-1-1	담배소비세법 제 48 조의 2-1-5
담배소비세	지방세법	과세표준	20 개비	16.0 gram
		서울	1,007.0 원/20 개비	88 원/gram
		환산세율	1,007.0 원/갑	1,407.5 원/갑
지방교육세	지방세법	과세표준	담배소비세	담배소비세
		서울	43.99 %	43.99 %
		환산세율	443.0 원/갑	619.1 원/갑
폐기물부담금	주석 참조 ¹⁾	과세표준	개비수	지방세법과 동등한 규정 없음
		서울	24.4 원/20 개비	
		환산세율	24.4 원/갑	24.4 원/갑
국민건강증진기금	국민건강증진법 ²⁾	과세표준	개비수	중량
		서울	841.0 원/20개비	73 원/gram
		환산세율	841.0 원/갑	1,167.6 원/갑
개별소비세	개별소비세법 ³⁾	과세표준	개비수	중량
		서울	594.0 원/20개비	51 원/gram
		환산세율	594.0 원/갑	815.7 원/갑
연초생산안정화기금	담배사업법	과세표준	개비수	해당사항 없음(궤련만 해당)
		서울	5.0 원/20 개비	
		환산세율	5.0 원/갑	0 원/갑
부가가치세	부가가치세법	과세표준	세전가액	세전가액
		서울	10 %	10 %
		환산세율	409 원/갑	409 원/갑
세금 합계			3,323 원/갑	4,443 원/갑

자료: 법제처, Philip Morris International, 국회의안정보시스템, 키움증권 리서치 추정

주: 1) 자원의 절약과 재활용 촉진에 관한 법률 및 동법 시행령

2) 2017년 3월 2일 국회 본회의에서 수정가결 된 국민건강증진법 일부개정법률안 기준

3) 2016년 11월 28일 박남춘 의원이 대표 발의한 개별소비세법 일부개정법률안 기준

4) 폐기물부담금은 iQOS Heatstick에 대한 명확한 규정이 존재하지 않아, 일반 궤련담배와 세금이 같다고 가정

5) 위의 표는 iQOS가 국내에 출시된다고 가정하고, 당사가 세금 예상액에 대한 추정을 한 것이며,

근거규정의 해석 차이로 인해 예상 세금에 대한 추정치가 다소 달라질 수 있음

국회에 발의된 궤련형 전자담배 과세형평성 제고 방안

의안번호	발의연월일	개정 대상 법률	대표발의자	주요 내용
5559	2017. 2. 10	지방세법	김영진 의원	궤련형 전자담배 서울: 20개비당 1,007원
5586	2017. 2. 10	국민건강증진법	박인숙 의원	궤련형 전자담배 서울: 20개비당 841원
5584	2017. 2. 10	개별소비세법	박인숙 의원	궤련형 전자담배 서울: 20개비당 594원

자료: 국회의안정보시스템, 키움증권 리서치 정리

기존 궤련담배 대비 iQOS 제품의 장단점 분석

구분	장단점 분석
가격적 측면	<ul style="list-style-type: none"> - 현재 해외 시장의 경우, 소매가격은 일반 궤련담배와 동일하게 책정(Marlboro Price Parity) - 다만, 담배 회사 입장에서 세금 부담이 궤련담배 대비 낮다면, 시장 지배력을 가지고 있는 담배 회사가 iQOS 제품의 소비 비중을 늘리기 위해 노력할 것으로 판단
비가격적 측면	<p>< 장점 ></p> <ul style="list-style-type: none"> - 인체에 대한 유해성 경감(Low or No 타르) 및 불쾌한 냄새 완화 - iQOS와 같은 담배 대체품에 한하여 흡연 장소 규제를 완화해 줄 가능성 <p>< 단점 ></p> <ul style="list-style-type: none"> - Device 구매시 초기 비용과 교체 비용 부담(일본 기준 9,980 엔) - Device 휴대, 충전, 필터 청소 등의 불편함

자료: 키움증권 리서치

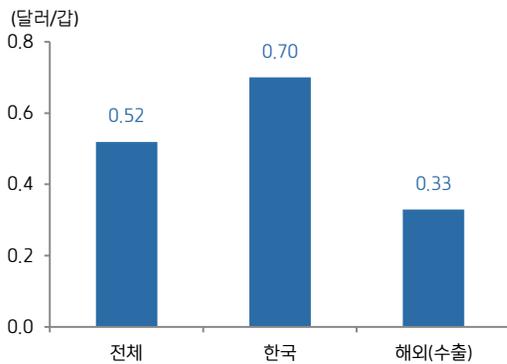
>>> 수출담배: 단가 인상 기회는 지속된다

글로벌 경쟁사 대비 여전히 낮은 ASP

글로벌 담배 회사의 ASP 레벨을 감안한다면, KT&G의 수출 담배 ASP 레벨은 여전히 낮은 편이어서, 가성비 측면에서 매력적인 상황이다. 한국 시장에서 검증된 품질 경쟁력을 바탕으로, 해외 시장에서 판매량을 늘려 나갈 수 있는 조건을 갖추고 있는 것으로 판단된다.

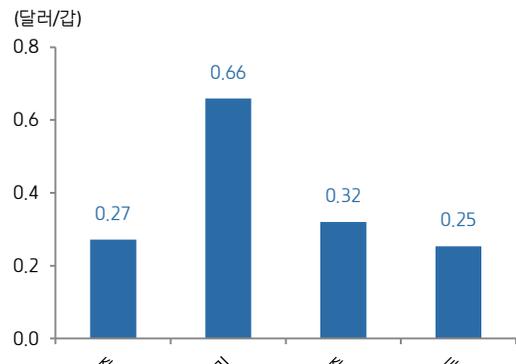
KT&G 수출담배의 순매출단가는 2016년 기준으로 갑당 33센트 수준이다. 동사의 주요 수출 지역은 중동인데, 글로벌 경쟁사들의 EEMEA(Eastern Europe, Middle East & Africa) 지역 순매출단가 레벨은 갑당 45~55센트 수준으로 추산된다. 또한, KT&G가 신시장으로 개척하고 있는 미주와 동남아 등의 시장도 경쟁사들의 판가 레벨을 감안한다면 여전히 낮은 편으로 판단된다(2016년 기준, 미국에서 킬런 담배 MS 1위를 기록하고 있는 Altria의 순매출단가는 갑당 2.7달러 수준).

KT&G 킬런담배 순매출단가 현황 (2016년 기준)



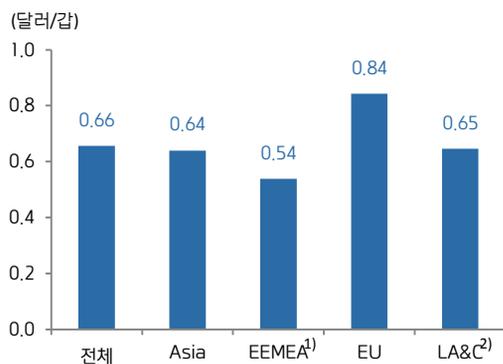
자료: KT&G, 키움증권 리서치
주: 1) 해외현지판매는 제외

KT&G 수출담배 지역별 순매출단가 현황 (2015년 기준)



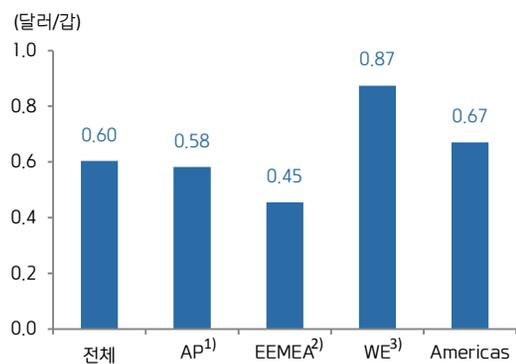
자료: KT&G, 키움증권 리서치

PMI 킬런담배 순매출단가 현황 (2016년 기준)



자료: Philip Morris International
주: 1) Eastern Europe, Middle East & Africa
2) Latin America and Canada

BAT 킬런담배 순매출단가 현황 (2015년 기준)



자료: British American Tobacco
주: 1) Asia Pacific
2) Eastern Europe, Middle East & Africa
3) Western Europe

단가 인상 기회는 지속된다

그렇다면, 경쟁사들이 가격을 낮춰서 시장 점유율을 늘릴 가능성은 없을까? 현재로서는 그 가능성은 매우 희박해 보이고, 오히려 KT&G가 지속적으로 수출 계약 단가를 올려 나갈 가능성이 높은 것으로 판단된다.

첫째, 글로벌 담배 회사들은 가격을 내리기가 어렵다. Marlboro와 같은 글로벌 브랜드들을, 특정 시장에서 낮은 가격에 판매한다면, 불법 수출입이 늘어날 가능성이 높다. 또한, 기본적으로 글로벌 담배 회사들은 궤련담배 판매량이 빠지고 있는 상황이어서, 오히려 가격을 올리거나 믹스를 개선하기 위해 노력하고 있다. 궤련담배 판매량 감소 속에, 판가 인상과 믹스 개선이 이익을 늘릴 수 있는 유일한 수단이기 때문이다.

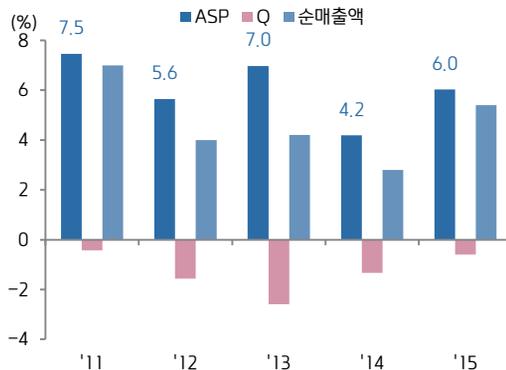
둘째, 이해 관계자들이 모두 담배 판매가를 올리고 싶어하는 상황으로 추산된다. 담배 제조사는 물론이고, 각국 정부, 금연 관련 단체는 모두 판매가를 올려야 할 이유가 있다. 글로벌 담배 회사들은 자신들의 이익 증가를 위해서 판가를 올려야 하고, 각국 정부와 금연 관련 단체들은 흡연율을 떨어뜨리기 위해 판가를 올려야 하는 상황이다. 이러한 배경 속에, KT&G 수출담배의 순매출단가는 상대적으로 낮은 편이기 때문에, 수출담배의 P와 Q가 모두 상승할 가능성이 높은 것으로 판단된다.

PMI 궤련담배 ASP/Q/순매출액 YoY 증가율 추이



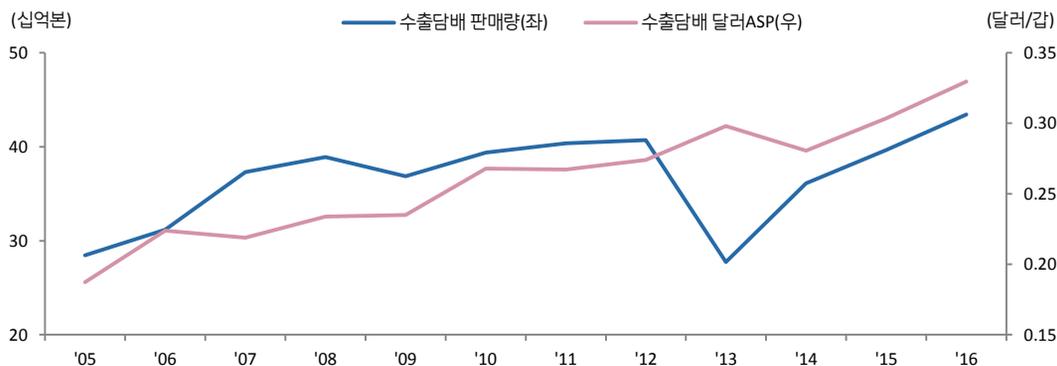
자료: Philip Morris International
주: 1) ASP와 순매출액의 YoY 증가율은 환율효과 제외 기준

BAT 궤련담배 ASP/Q/순매출액 YoY 증가율 추이



자료: British American Tobacco
주: 1) ASP와 순매출액의 YoY 증가율은 환율효과 제외 기준

KT&G 수출담배 판매량 및 순매출단가 추이



자료: KT&G, 키움증권 리서치

>>> 인삼공사: 제품 구매층 다양화에 주목

건강기능식품 시장의 성장과 홍삼 유통 채널 다변화

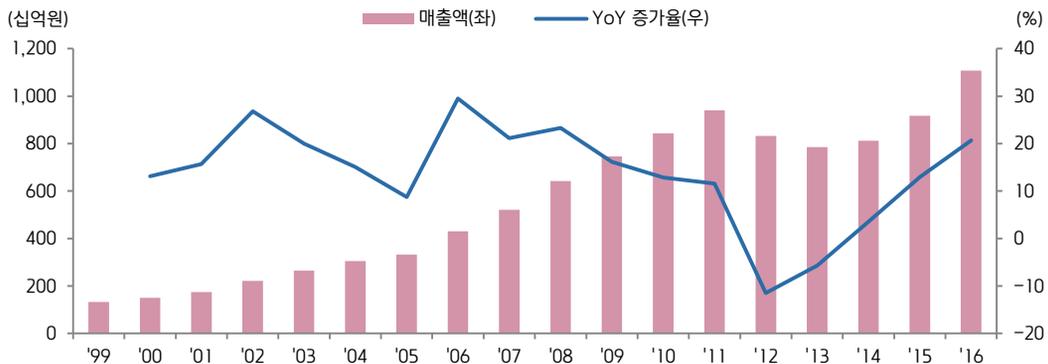
건강기능식품은 인체에 유용한 기능성을 가진 원료나 성분을 사용하여 제조한 식품으로, 식품의약품안전처로부터 안전성과 기능성 인증을 받은 제품을 의미한다. 국내 건강기능식품 시장은 연평균 +10% 이상의 성장률을 보여왔는데, 이는 1) 건강관리에 대한 관심 증가, 2) 인구 고령화, 3) 선물용 소비로의 효용 등에 기인한다.

현재 국내 건강기능식품 중에서 가장 대표적인 제품은 홍삼이다. 홍삼은 면역력 강화 측면에서, 그 기능성을 널리 인정 받고 있다. 2015년 기준, 국내 건강기능식품 생산액에서 39%의 비중을 차지하고 있으며, KT&G의 자회사 한국인삼공사가 약 70%의 시장점유율로 1위를 지키고 있다. 과거 대비 건강기능식품 내에서 차지하는 비중은 줄어들었으나, 2012년을 저점으로 인삼공사의 매출 성장률이 회복 되고 있는 점이 매우 고무적이다.

1999년에 창립된 한국인삼공사는 2004년에 정관장 프랜차이즈를 런칭하며, 본격적으로 시장을 키워나갔다. 특히, 중장년층 남성 사이에서 인기를 끌면서 외형이 확대 되었고, 2009년부터 로드샵 외의 백화점/대형마트/홈쇼핑 등의 신규 법인채널들을 개발하기 시작하였다. 이로 인해, 백화점/대형마트 등이 포함된 법인채널의 매출 비중이 44%까지 확대되었고, 홈쇼핑/온라인 등 기타 채널의 매출 비중도 24%까지 확대되었다(2016년 기준).

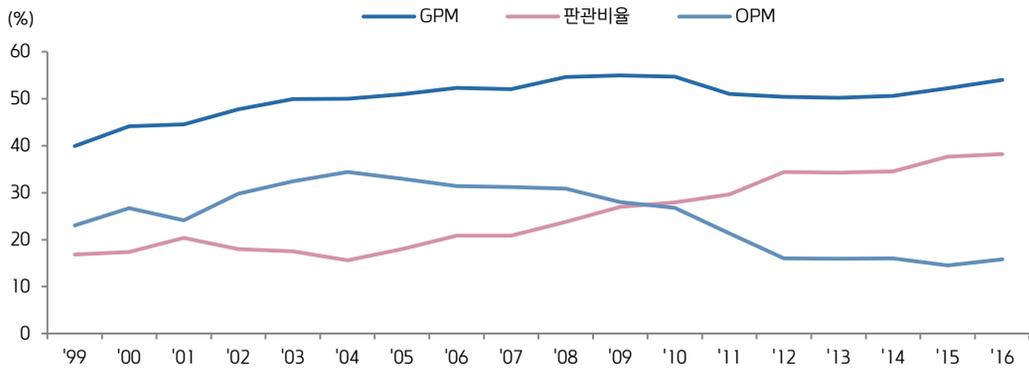
2012~13년에 1) 홍삼 외에 건강기능식품이 다양화 되고, 2) 대형마트 등이 ‘반값 홍삼’ 등을 출시하면서 어려움을 겪었으나, 1) 백수오 사태, 2) 메르스 사태 등을 겪으면서, 소비자들은 다시 홍삼에 관심과 신뢰를 보이기 시작하였다. 이로 인해, 지난 해에는 ‘홍삼정 에브리타임’, ‘화애락’, ‘천녹삼’ 등의 브랜드가 주목 받으며, 20%대의 매출 성장률을 보였다. 이러한 고성장에 힘입어, 지난 해 KT&G 연결기준 실적에서 한국인삼공사가 차지하는 매출 및 영업이익의 비중은 각각 25%, 12%까지 확대되었으며, 수출담배 부문과 함께 동사의 외형 성장을 이끌고 있다.

한국인삼공사 매출액 추이



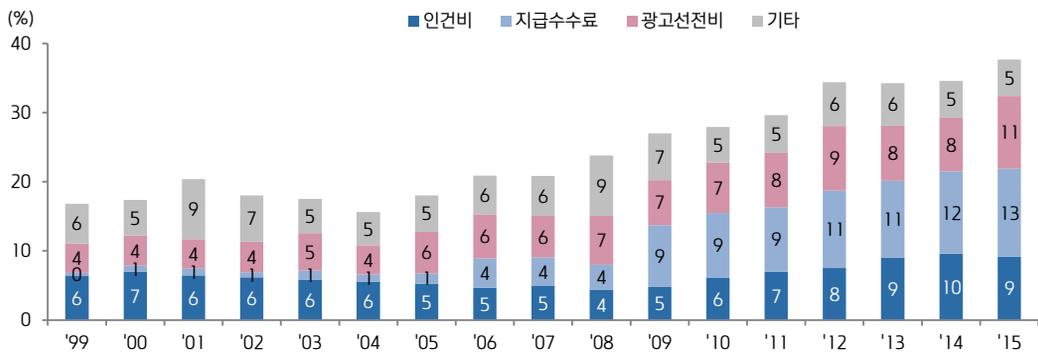
자료: KT&G

한국인삼공사 수익성 추이



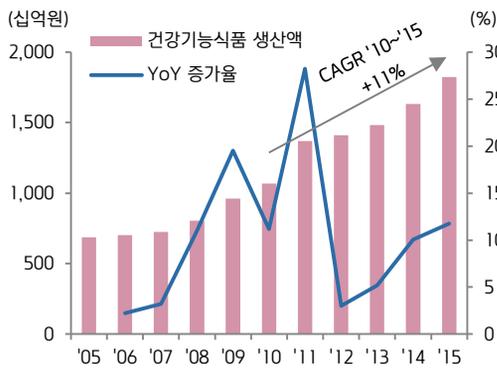
자료: KT&G

한국인삼공사 판관비율 추이(비용 항목별)



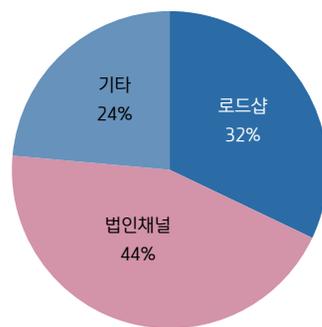
자료: KT&G

국내 건강기능식품 시장규모 추이



자료: 식품의약품안전처

한국인삼공사 채널별 매출 비중(2016년 기준)



자료: KT&G

제품 구매층 다변화에 주목

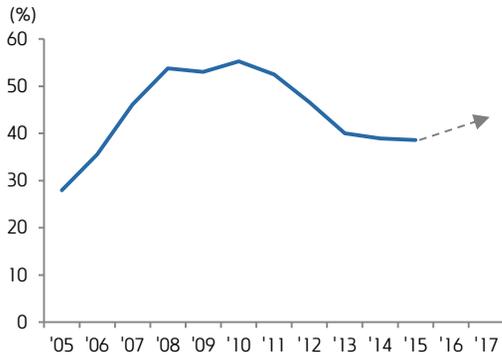
과거 인삼공사의 홍삼 브랜드 ‘정관장’은 비교적 가격대가 높고, 특정 연령층의 구매 비중이 높은 점이 아쉬운 부분이었다. 특히, 어느 정도의 매출 성장 이후에는, 로드샵 위주의 채널 구성으로는 매출 확대가 쉽지 않았었다. 하지만, 동사는 2009년부터 일반 리테일 채널에 대한 판촉 투자를 늘려왔고, 백화점/대형마트/홈쇼핑 등의 매출 비중이 늘어나기 시작하였다.

이로 인해, **고객들의 구매 접근성이 개선되면서, 홍삼 제품에 대한 저변이 확대되었다.** 특히, 백화점과 대형마트는 상대적으로 트래픽이 높은 채널이기 때문에, 자연스럽게 광고 효과를 얻는 이점이 있다. 따라서, 특정 연령층과 로드샵 충성 고객에 대한 구매 비중이 높다는 단점들을 극복할 수 있는 여건들이 마련되었다.

이러한 **채널 환경 변화에 맞추어, 동사도 다양한 연령층에 어필할 수 있는 신제품들을 내놓기 시작**하였다. 연령층에 맞추어 시장을 세분화하고, 홍삼을 베이스로 각 연령층의 수요에 맞는 차별화 포인트를 반영하여 신제품을 출시하였다. ‘홍이장군’과 ‘아이키커’는 어린이들이 먹기 좋게 맛과 제형을 변화시켰고, ‘홍삼정 에브리타임’은 스틱형 제품으로 휴대성과 편의성을 강조하여 20~30대를 공략하였다. 또한, ‘화애락’은 40~50대 갭년기 증상이 있는 여성들을 겨냥하여 홍삼농축액에 녹용/당귀/작약 등을 첨가하였다.

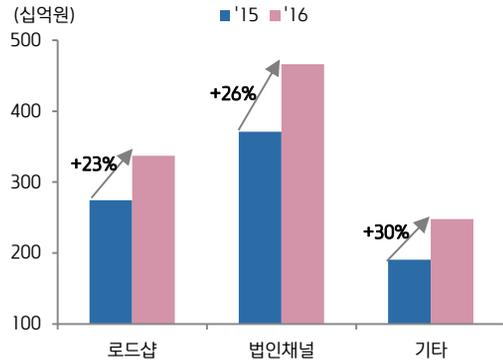
이로 인해, **비교적 한정되어 있던 구매 고객층이 확대되는 효과가 발생하였고, 매출 성장률이 반등하기 시작**하였으며, 전 채널에 걸쳐 고른 성장이 나타났다. ‘홍삼정 에브리타임’은 작년에 단일 브랜드 기준 매출 2위로 올라섰고, ‘화애락’ 브랜드도 백수오가 주축한 시장을 공략하며, 年 매출 500억원에 근접한 수준으로 매출이 확대된 것으로 추산된다. 이러한 제품 구매층 다양화를 통해, 건강기능식품 생산액 내 홍삼 비중이 다시 확대될 수 있을 것으로 판단되며, 他 건강기능식품 업체 대비 우위에 있는 동사의 자본력과 유통망의 강점이 발휘될 것으로 기대된다.

국내 건강기능식품 생산액 내 홍삼 비중



자료: 식품의약품안전처, 키움증권 리서치

한국인삼공사 채널별 매출 변화



자료: KT&G, 키움증권 리서치

한국인삼공사 주요 브랜드 현황

Segment	주요 브랜드	특징
어린이	 홍이장군	- 성장기 어린이 타겟 - 야외활동이 많은 어린이들의 면역력/체력 증강에 초점 - 어린이들이 먹기 좋게 맛과 제형을 변형
	 아이키커	
청소년	 아이패스	- 성장기 청소년(중고등학생) 타겟 - 면역력 증진, 피로개선, 기억력 개선에 도움
20~30 대	 홍삼정 에브리타임	- 스틱형 제품으로 휴대성과 편의성 강조 - 제품 개발 단계부터 '테이크아웃 홍삼' 컨셉 적용 - 바쁜 일정으로 시간이 부족한 20~30 대 중심으로 확산 - 인삼공사 내 단일 브랜드 매출 2 위(年 매출 1 천억 언더)
	 굿베이스	
40 대 이상	 홍삼정 (플러스)	- 40 대 이상 남성 고객 비중 높은 편 - 면역력과 건강관리 강조 - 인삼공사 내 단일 브랜드 매출 1 위
	 화애락	

자료: 한국인삼공사, 키움증권 리서치

IV. 유가공: 매일유업

>>> 유가공 사업의 가치가 부각되는 시점

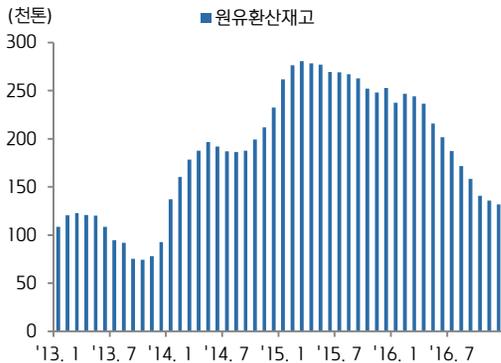
원유 수급 정상화 과정 진행 중

2013년 8월 원유가격연동제 시행 이후, 낙농가들의 원유 생산이 증가하면서, 국내 원유(Raw milk) 재고가 증가하기 시작하였다. 출산율 하락과 인구 구조 변화 등으로 인해, 시유 수요의 성장성에 한계가 있었지만, 원유 공급이 늘어나면서 유가공 업체들은 비정상적인 가격에 제품을 판매할 수밖에 없었다.

하지만, 1) 착유우 도축, 2) 원유 감산 유도 등에 힘입어, 국내 원유 재고 레벨과 원유 생산량은 감소하는 추세이다. 따라서, **현재 유가공 산업은 과잉 공급으로 인해 만들어졌던 과잉 수요가 정상화 되는 단계로 판단된다. 이로 인해, 유가공 제품의 ASP가 정상화 되면서, 업체들의 수익성도 회복되고 있다.**

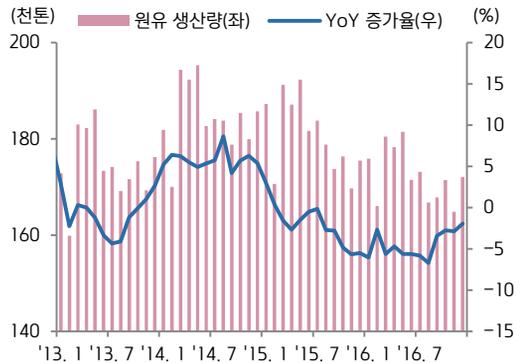
또한, 국내 원유 소비 구조와 인구 구조를 감안한다면, 기존 시유 중심의 판매로는 지속적인 이익 성장이 어렵다. 따라서, 고부가가치 유가공 제품의 판매 확대를 통해 제품 Mix를 개선해야 한다. 매일유업은 기존의 백색시유 매출 비중이 줄어들고, 유기농우유/커피음료 등의 제품 군이 확대되며, 수익성이 좋은 조제분유의 수출을 확대하고 있기 때문에, 중장기적인 이익 성장이 가능할 것으로 판단된다.

국내 원유환산재고 추이



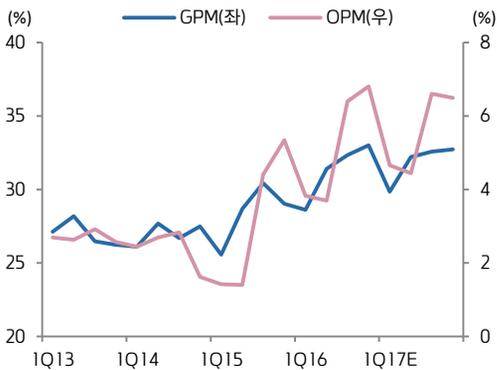
자료: 낙농진흥회

국내 원유생산량 추이



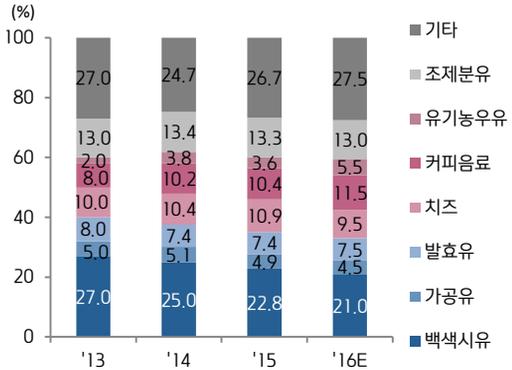
자료: 낙농진흥회

매일유업 별도기준 수익성 추이 및 전망



자료: 매일유업, 키움증권 리서치

매일유업 별도기준 매출 비중 추이



자료: 매일유업, 키움증권 리서치

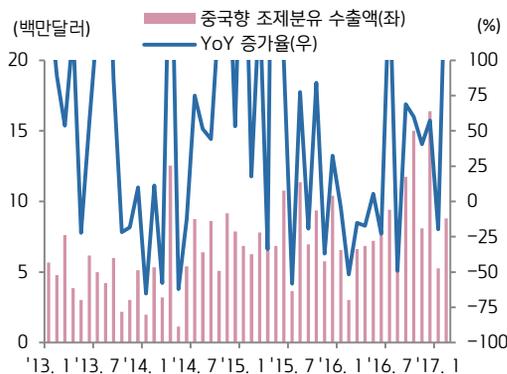
중국 수출: 규제 우려 보다는 양호한 편

지난 해 10월에 발효된 중국의 新조제분유법으로 인해, 매일유업 중국 수출에 대한 우려가 확대되었다. 식품 안전성 강화라는 명목 하에, 중국 내 로컬 분유 대기업을 육성하고자 하는 의지가 담겨있었기 때문이다. 특히, 3개 브랜드와 9개 SKU로 통제하는 정부의 정책은, 중국 시장 내 외형 확대를 추진하는 업체들에게 큰 걸림돌이 될 수밖에 없다.

하지만, 동사의 수출 실적은 비교적 양호한 편이다. 원래부터 SKU 개수가 많지 않았기 때문이다. 특히, Top 2 브랜드의 매출 비중이 높아서, 경쟁사 대비 해당 규제에 대한 영향이 적은 것으로 추산된다. **정부 규제와 위안화 약세 등으로 매출 성장률이 +10% 수준으로 둔화된 것은 사실이지만, 위축되고 있는 내수 시장을 방어하기에는 충분한 것으로 판단된다.**

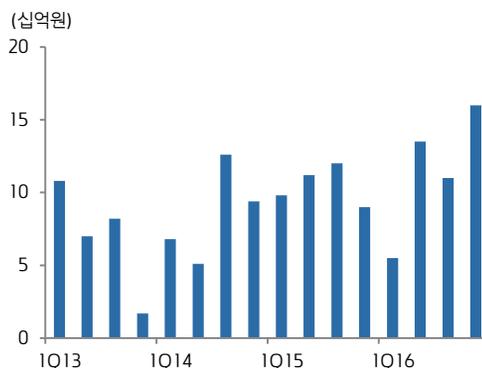
또한, **동사에게 여전히 기회 요인이 존재하고 있다. 중국 소비자들이 여전히 로컬 분유 업체들에 대한 신뢰도가 높지 않기 때문이다.** 중국해관총서에 따르면, 2016년 중국의 조제분유 수입액은 전년대비 20% 정도 증가하였고, 주요 로컬 6개사는 모두 역성장 추세에 있기 때문이다. 따라서, 수익성이 가장 높은 조제분유의 매출액은 2017년에도 증가세가 유지될 것으로 판단된다.

중국향 조제분유 수출액 추이



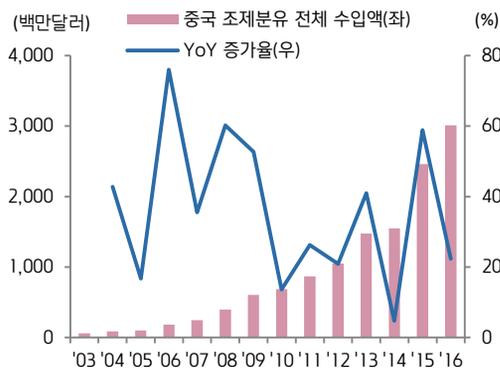
자료: 관세청

매일유업 중국향 조제분유 수출액 추이



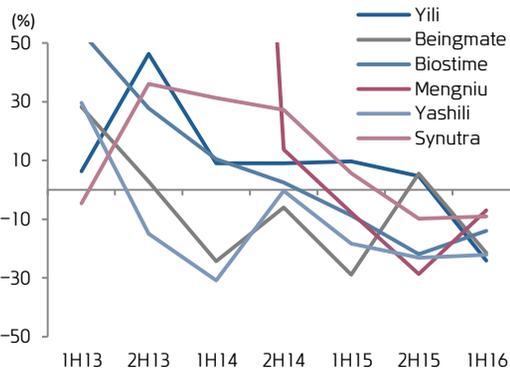
자료: 매일유업, 키움증권 리서치

중국 조제분유 수입액 추이



자료: 중국해관총서

중국 조제분유 업체 매출 성장률 추이



자료: Bloomberg (CNY 기준)

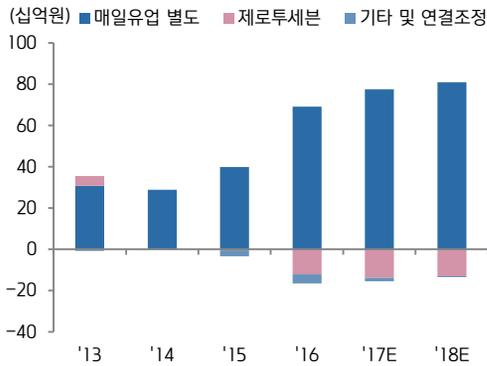
유가공 사업회사의 가치가 부각되는 시점

2017년 5월에 있을 기업 인적분할도 매일유업의 주가에 긍정적으로 작용할 것으로 판단된다. **인적분할 이후, 지주회사와 사업회사의 합산 가치가 현재 기업가치 보다 커질 가능성이 높기 때문이다. 주요 이유는 1) 적자 계열사 리스크 축소, 2) 자사주 가치의 현실화에 있다.**

인적분할로 인해, 지주회사와 사업회사의 합산 실적을 예측하는 변수가 크게 변할 것은 없다. 하지만, 현재 투자가 많아서 영업적자를 보이고 있는 계열사들이 지주회사로 이동하면서, 매일유업 사업회사의 밸류에이션 디스카운트 요인이 해소될 것으로 판단된다. 특히, 제로투세븐의 영업적자 증가는 매일유업 투자자들에게 있어 부담요인이었다. 유가공 본업의 실적은 좋았지만, 제로투세븐의 상황이 좋지 않았기 때문이다. 실제로, 2016년 매일유업 별도기준 영업이익은 전년대비 73% 정도 증가했지만, 2015년말 이후 주가 상승률은 10% 수준에 불과하다.

또한, 매일유업은 현재 약 7% 수준의 자사주를 보유하고 있다. 통상적으로 인적분할 이전에 보유하고 있었던 자사주는, 지주회사가 사업회사를 보유하는데 활용되기 때문에, 해당 자사주의 가치가 일부 현실화 되게 된다. 따라서, 지주회사와 사업회사의 합산 가치를 올리는 데 긍정적으로 작용할 것으로 판단된다.

연도별 매일유업 영업이익 추이 및 전망



자료: 매일유업, 키움증권 리서치

분기별 매일유업 영업이익 추이 및 전망



자료: 매일유업, 키움증권 리서치

매일유업 기업분할 일정

구분	일자
이사회결의일	2016. 11. 22
매매거래정지 예정기간	2017. 4. 28 ~ 2017. 6. 4
분할기일	2017. 5. 1
신주의 상장예정일	2017. 6. 5

자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

매일유업 분할 전후 요약 재무상태표(2016년 9월 30일 기준)

구분	분할 전	분할 후	
	매일유업 연결기준	매일홀딩스(가칭) 분할존속회사	매일유업(가칭) 분할신설회사
I. 유동자산	376.2	61.6	314.6
(1) 당좌자산	283.6	61.5	222.2
(2) 재고자산	92.5	0.1	92.4
II. 비유동자산	347.0	131.4	225.7
(1) 투자자산	70.2	80.3	0.0
(2) 투자부동산	32.2	31.9	0.3
(3) 유형자산	189.3	3.7	185.6
(4) 무형자산	10.2	3.0	7.1
(5) 기타비유동자산	45.1	12.5	32.6
자산총계	723.1	192.9	540.3
I. 유동부채	172.6	6.3	166.2
II. 비유동부채	163.0	3.3	159.8
부채총계	335.6	9.6	326.0
I. 자본금	6.8	3.2	3.6
II. 자본잉여금	68.2	63.1	210.7
III. 자본조정	-19.2	-214.7	-
IV. 기타포괄손익누계액	-16.8	-16.8	-
V. 이익잉여금	348.6	348.6	-
자본총계	387.6	183.4	214.3
부채와 자본총계	723.1	192.9	540.3

자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

V. 식자재유통: CJ프레시웨이

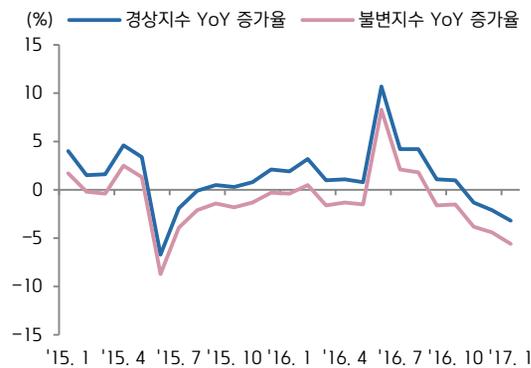
>>> 외식 경기 Bottom-out에 관심을 가질 때

외식 경기 저점을 지나고 중

국내 외식 경기가 저점을 지나고 있다. 1) 작년 9월 김영란법 시행, 2) 4Q16 이후 정치적 이슈에 따른 집회 증가 등의 악재가 모두 드러난 상황이기 때문이다. 특히, **정치적 이슈에 따른 집회로 인해, 서울 및 지방 핵심 상권의 음식점 방문 트래픽이 저점을 다진 것으로 추산된다.**

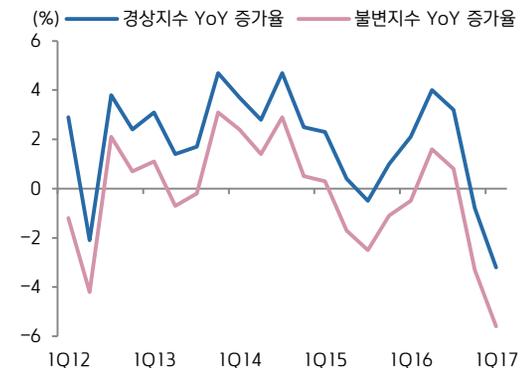
통계청 데이터에 따르면, 외식 경기는 작년 3분기말부터 악화되기 시작한 것으로 판단된다. 음식점/주점업 소매판매액이 역성장하고, 음식서비스 CPI의 상승세가 둔화되었기 때문이다. 김영란법 시행에 따라, 핵심 메뉴의 단가가 내려가면서 Product Mix가 악화되었고, 정치적 이슈에 따른 집회 증가로 서울 중심부(종로/을지로/명동 등) 및 지방 핵심 상권에 대한 접근성이 떨어졌기 때문이다.

월별 음식점/주점업 소매판매액 지수 YoY 증가율 추이



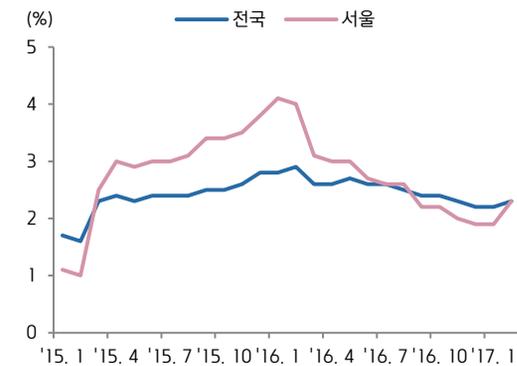
자료: 통계청
주: 1) 소매판매액 지수의 1Q17 데이터는 2017년 1월 데이터 기준

분기별 음식점/주점업 소매판매액 지수 YoY 증가율 추이



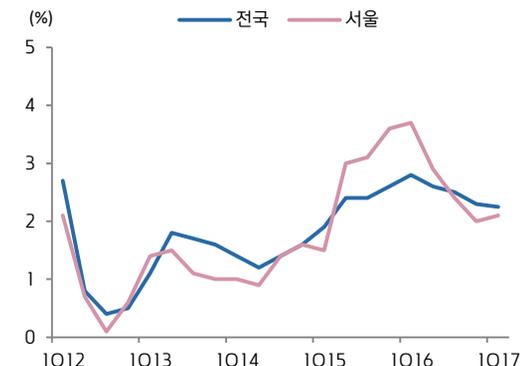
자료: 통계청
주: 1) 소매판매액 지수의 1Q17 데이터는 2017년 1월 데이터 기준

월별 음식서비스 CPI YoY 증가율 추이



자료: 통계청
주: 1) 음식서비스 물가지수의 1Q17 데이터는 2017년 1~2월 평균 데이터 기준

분기별 음식서비스 CPI YoY 증가율 추이



자료: 통계청
주: 1) 음식서비스 물가지수의 1Q17 데이터는 2017년 1~2월 평균 데이터 기준

외식 경기 회복에 따른 매출 성장을 증가 기대

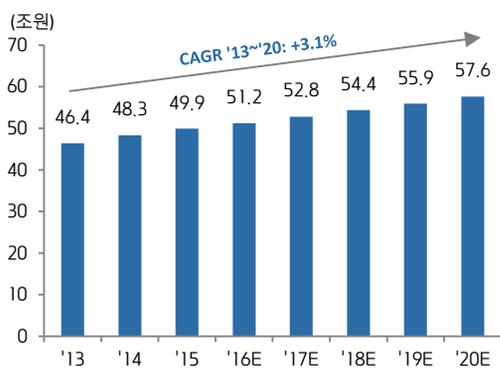
하지만, 정치적 이슈에 따른 집회가 연중 내내 계속된다고 보기에는 어렵다. 또한, 김영란법의 영향은 일부 고가 식당 중심으로 영향을 줄 가능성이 높은 이슈이다. 따라서, **2Q17 이후 외식 경기의 반등 시그널이 나올 가능성에 주목해야 하며, CJ프레시웨이가 외식 경기 회복에 따른 수혜주가 될 가능성이 높다.**

실제 CJ프레시웨이의 매출 성장률은 외식 경기에 민감하게 작용해왔다. 특히, 연결 자회사 편입 효과가 컸던 프레시원 부문 보다는, 별도기준 매출 성장률과 외식/급식 유통의 매출 성장률이 외식 경기와 방향성이 유사했음을 알 수 있다. 식수의 변동성이 낮은 단체급식과 식품 제조업체 경로의 매출은 외식 경기에 대한 민감도가 낮은 편이지만, 그 외의 매출들은 모두 외식 경기에 민감하다고 볼 수 있다. 따라서, **외식 경기에 민감한 매출의 비중이 50% 내외로 판단된다.**

물론, CJ프레시웨이는 외식 경기 부진 속에서도 계속해도 매출이 성장해왔다. 그 이유는 거래처 수가 늘었기 때문이다. 외식/급식 유통 경로에서 체인 레스토랑과 일반 식당의 직거래 비중은 약 40% 수준으로 추산되는데, 2016년말 거래처 수는 전년대비 각각 16%, 52% 증가하였다. 그렇다면, 외식/급식 유통 경로의 2016년 매출 성장률은, 왜 5% 밖에 나오지 않은 것일까? 그 이유는 외식 경기 부진으로 기존 거래처의 매출이 부진했기 때문이다.

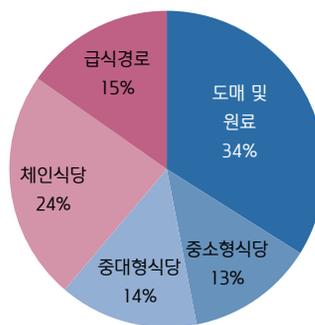
반면, 동사는 증장기성 투자 비용을 작년에 많이 늘렸고, 그 결과 전사 판관비가 전년대비 16% 증가하면서, 전사 매출 증가율을 상회하였다. 만약, 큰 이슈 없이 외식 경기가 정상적인 수준이었다면 어땠을까? 작년 수익성의 레벨은 실제와 다르게 전개되었을 가능성이 높다. 실제 작년도 영업이익률은 전년대비 0.62%p 하락하였는데, 가장 큰 이유는 판관비율이 0.40%p 증가했기 때문이다. 따라서, 작년 실적은 동사의 경상적인 이익 레벨로 보기 어렵고, 빠르면 올해 2분기, 늦어도 하반기부터 상당한 기저효과가 작용할 가능성이 있다.

국내 식자재유통 시장 규모 추이 및 전망



자료: CJ프레시웨이

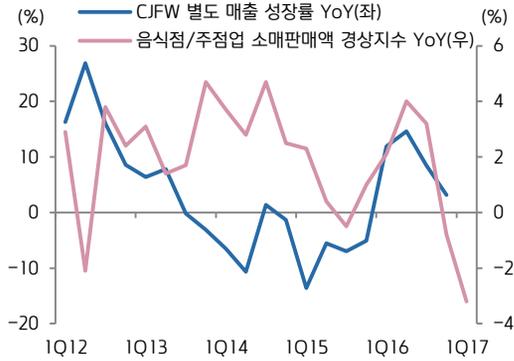
식자재유통 경로별 매출 비중 전망('20E 기준)



자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

주: 1) 식당 규모 구분: 중대형(연매출 3억 이상), 중소형(연매출 3억 이하)
2) 급식 경로는 산업체/오피스/병원/군대/학교 등 전체 시장 포함

CJFW 별도 매출 vs 외식 경기 (1)



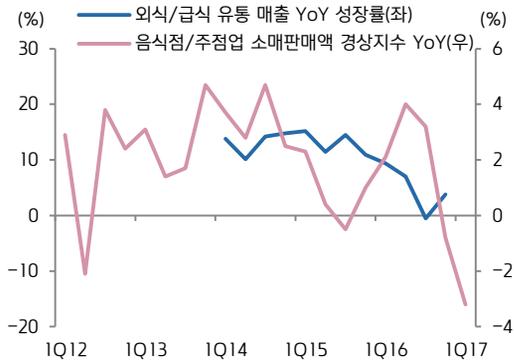
자료: CJ프레시웨이, 통계청
주: 1) 소매판매액 지수의 1Q17 데이터는 2017년 1월 데이터 기준

CJFW 별도 매출 vs 외식 경기 (2)



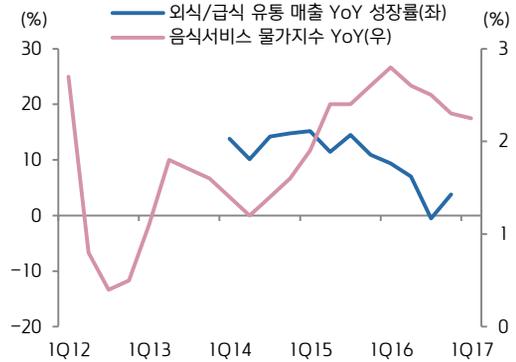
자료: CJ프레시웨이, 통계청
주: 1) 음식서비스 물가지수의 1Q17 데이터는 2017년 1~2월 평균 데이터 기준

CJFW 외식/급식 유통 매출 vs 외식 경기 (1)



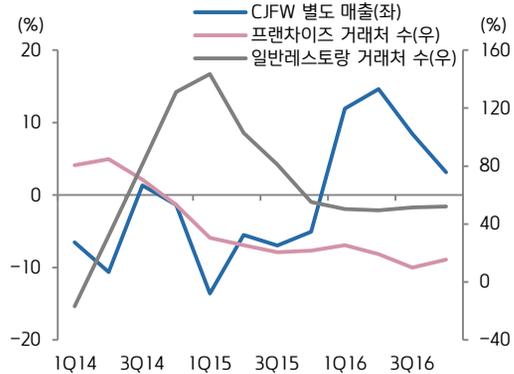
자료: CJ프레시웨이, 통계청
주: 1) 소매판매액 지수의 1Q17 데이터는 2017년 1월 데이터 기준

CJFW 외식/급식 유통 매출 vs 외식 경기 (2)



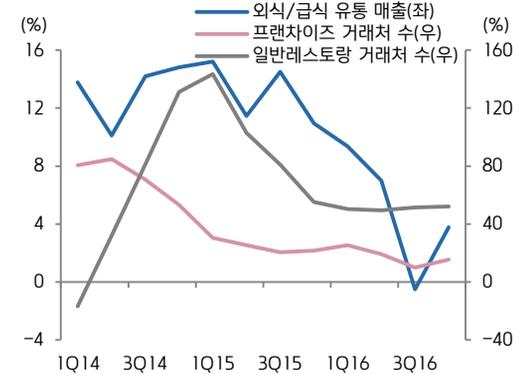
자료: CJ프레시웨이, 통계청
주: 1) 음식서비스 물가지수의 1Q17 데이터는 2017년 1~2월 평균 데이터 기준

YoY 증가율: CJFW 별도 매출 vs 거래처 수



자료: CJ프레시웨이, 카움증권 리서치

YoY 증가율: CJFW 외식/급식 유통 매출 vs 거래처 수



자료: CJ프레시웨이, 카움증권 리서치

>>> 수익성이 좋아질 수 있는 이유

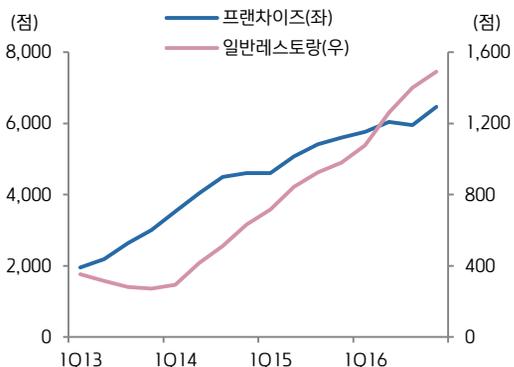
수익성 관리가 필요한 시점

CJ프레시웨이의 매출은 매년 10% 이상의 성장세를 보이고 있으나, 성장 중심의 경영 전략으로 인해 수익성의 변동성이 큰 편이다. 하지만, 지난 해 경영진 교체 이후, 저수익성 경로에 대해서 전략적 디마케팅이 시작되었으며, 회사의 재무구조와 증장기 투자 계획을 감안한다면 손익 관리가 필요한 시점으로 판단된다. 따라서, 올해는 과거 대비 **수익성에 무게를 둔 경영전략**을 펼칠 가능성이 높은 것으로 판단된다.

이미 지난 해 하반기부터 이러한 흐름이 나타나고 있는 것으로 판단된다. 판매수수료율이 높은 저수익성 체인 레스토랑에 대한 디마케팅으로 인해, 매출액 대비 지급수수료율이 하락하고, 식자재유통 거래처 수 증가세가 둔화되었기 때문이다. 또한, 단체급식 운영점포 수도 일시적 감소 추세가 나타났었다.

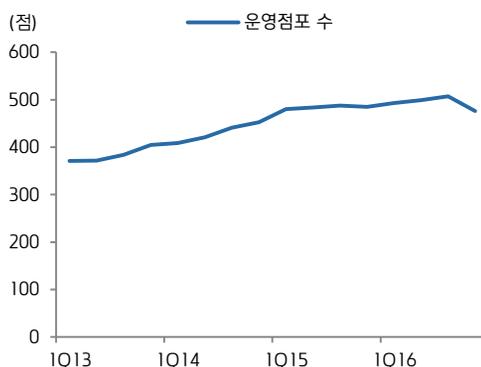
한편, 송림푸드 인수 등을 통해 **제조업 영역을 강화**하는 것도, 수익성 제고 측면에서 긍정적으로 판단된다. 동사는 송림푸드에서 생산되는 소스 제품 등을 활용하여 기존 거래처를 대상으로 매출을 늘려나갈 것으로 기대된다. 기본적으로 제조업의 수익성이 식자재유통 보다 좋고, 기존 거래처의 매출이 늘어날 수 있기 때문에, 올해 전사 수익성 제고에 긍정적으로 작용할 것으로 기대된다.

CJ프레시웨이 식자재유통 거래처 수 추이



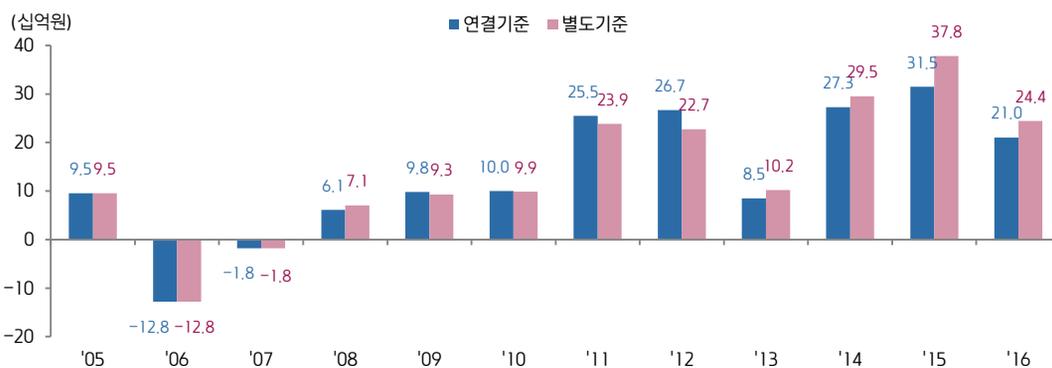
자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

CJ프레시웨이 단체급식 운영점포 수 추이



자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

CJ프레시웨이 연도별 영업이익 추이



자료: CJ프레시웨이

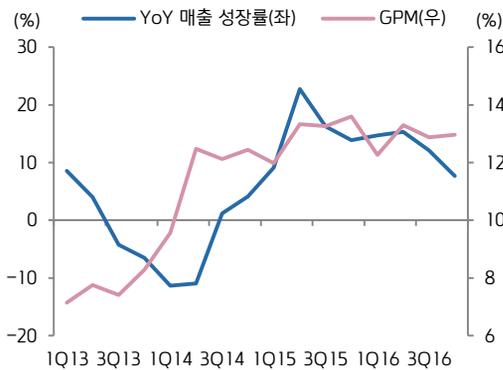
기존 거래처 매출 회복에 따른 판관비율 하락 기대

외식 경기 회복에 따른 기존 거래처 매출 회복도 수익성 개선에 긍정적이다. 동사의 매출 성장은 대체로 거래처 수 증가의 기여가 컸었는데, 이러한 거래처 수 증가는 식자재를 운반해야 하는 spot 수의 증가를 수반한다. 반면, **외식 경기가 회복된다면, 기존 거래처의 매출액이 회복될 가능성이 높기 때문에, 물류 효율성 측면에서 좀 더 긍정적이다.** 또한, 이러한 물류의 운영 효율성 개선은 중장기적으로 지속될 수 있는 요소이기도 하다.

실제 미국 식자재유통 1위 업체인 Sysco도 FY02년부터 FY12년까지 판관비율이 하락하는 추세를 보였었는데, 가장 큰 요인 물류 측면의 운영 효율성 개선이었다. 매출 볼륨이 커지면서 상품 적재의 효율성이 개선되었고, 비효율적인 물류 spot이 줄어들면서, 매출액 대비 물류비의 비율이 감소하였기 때문이다.

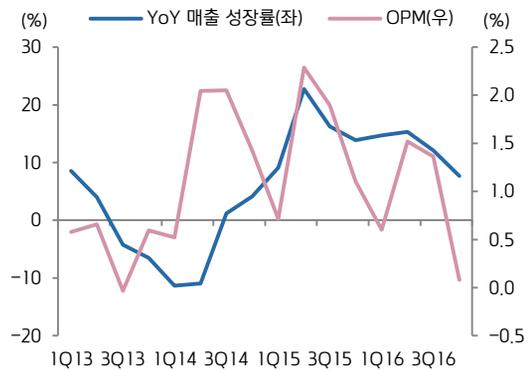
또한, **CJ프레시웨이는 지난 해 인건비/감가상각비 등 고정비성 판관비의 증가로 수익성이 악화되었기 때문에, 생각보다 영업레버리지 강하게 나타날 수 있다.** 동사의 올해 신입 및 경력사원 채용 인원 수가 작년보다 적고, 지난 해 ERP 시스템 투자로 인해 감가상각비가 이미 많이 증가하였으며, 프레시원 연결편입 및 신규 거점/분점의 출점 과정에서 비용 증가 요인이 있었기 때문이다. 따라서, 올해부터는 판관비율 상승 요인 보다는 하락 요인이 우세할 것으로 판단되기 때문에, 전년대비 수익성 개선에 주목할 필요가 있다.

CJ프레시웨이 연결 매출 성장률 vs GPM



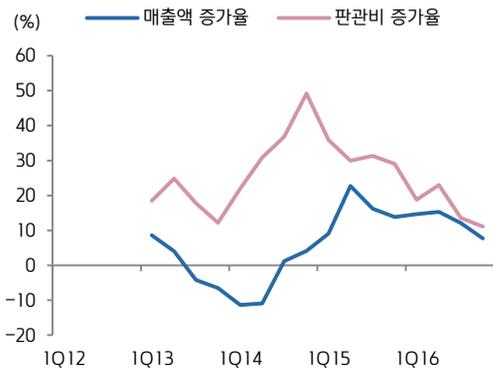
자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

CJ프레시웨이 연결 매출 성장률 vs OPM



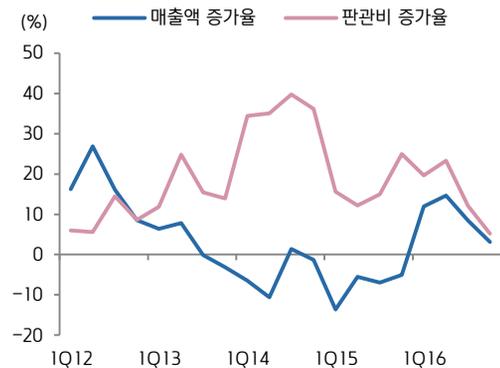
자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

CJFW 연결 매출 증가율 vs 판관비 증가율



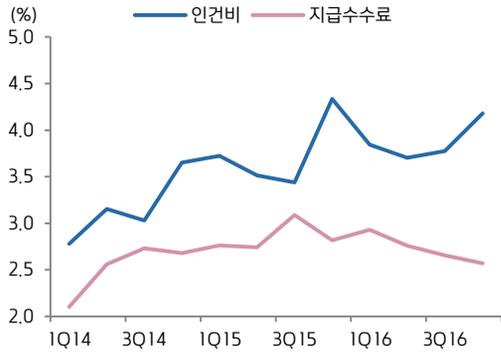
자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

CJFW 별도 매출 증가율 vs 판관비 증가율



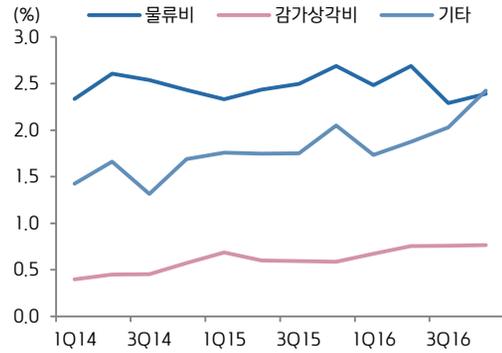
자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

CJ프레시웨이 비용 항목별 판관비율 추이 (1)



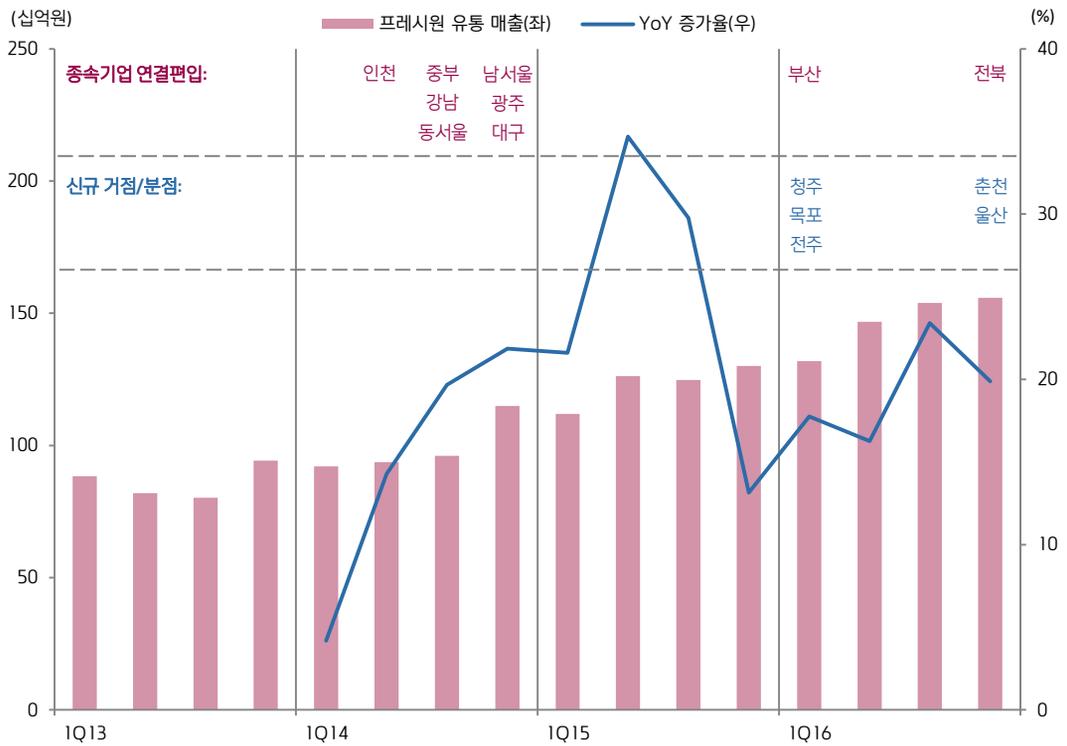
자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

CJ프레시웨이 비용 항목별 판관비율 추이 (2)



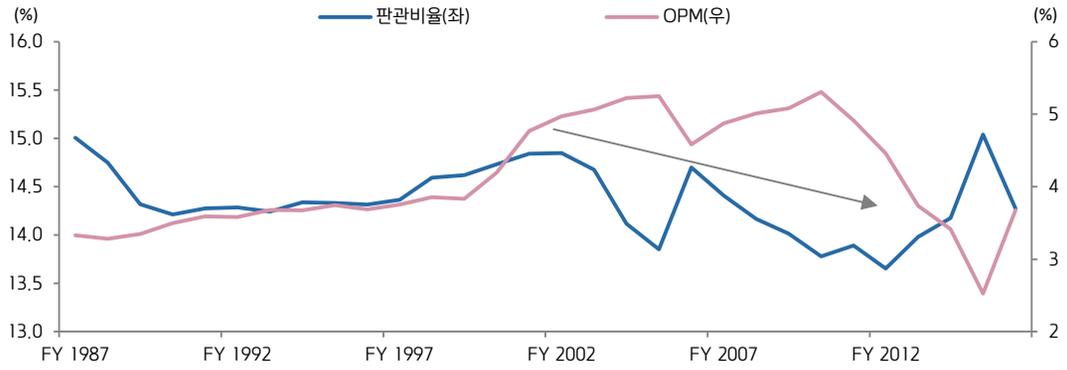
자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

프레시원 유통 부문 매출 추이



자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

Sysco 판관비율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
 주: 1) FY2016년: 2015. 7 ~ 2016. 6



기업분석

KT&G
(033780)

BUY(Maintain)/목표주가 144,000원
흔들릴 때가 기회다

매일유업
(005990)

BUY(Maintain)/목표주가 60,000원
달콤한 것만 남는다

CJ프레시웨이
(051500)

BUY(Maintain)/목표주가 45,000원
약재는 과거일 뿐

KT&G (033780)



BUY(Maintain)

주가(3/20) 96,800원

목표주가 144,000원

전자담배와 1Q17 실적에 대한 우려 속에 주가가 크게 조정을 받은 상황이다. KT&G의 실적은 수출담배와 홍삼을 중심으로 2Q17부터 증가세로 전환 가능하고, 높은 수익성과 채널 장악력으로 이익 방어력도 강하기 때문에, 우리가 강할 수록 매수의 기회로 판단된다. 투자의견 BUY, 목표주가 144,000원을 유지한다.

Stock Data

KOSPI (3/20)	2,157.01pt	
시가총액	132,899억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	137,000원	97,000원
최고/최저가 대비 등락	-28.83%	0.52%
주가수익률	절대	상대
1M	-3.5%	-7.2%
6M	-16.3%	-22.7%
1Y	-10.1%	-17.5%

Company Data

발행주식수	137,292천주
일평균 거래량(3M)	335천주
외국인 지분율	53.21%
배당수익률(16.P)	3.56%
BPS (16.P)	51,319원
주요 주주	국민연금공단 8.6%

Price Trend



흔들릴 때가 기회다

>>> 수출담배와 홍삼이 이끄는 성장

KT&G의 주력 사업부인 내수 담배의 실적은 정체가 예상되지만, 수출담배와 홍삼이 외형 성장을 이끌 것으로 기대된다. 글로벌 메이저들의 지속적인 가격 인상으로, 수출담배의 P와 Q가 모두 성장 가능하고, 홍삼은 제품 구매층 다양화를 통해 외형이 확대될 것으로 기대된다. 수출담배와 홍삼의 이익 비중이 40%까지 확대되었기 때문에, 동사의 성장성이 점차 부각 받게 될 것이다.

>>> 흔들릴 때가 기회다

iQOS 국내 출시에 대한 우려에도 불구하고, 동사의 이익 방어력은 매우 견조하다. 높은 수익성과 채널 장악력으로, MS에 대한 실적 민감도를 낮출 수 있다. 또한, iQOS의 국내 ASP는 일반 필러담배 높게 책정될 가능성이 낮은 점도, 전자담배에 대한 우려를 낮출 수 있는 요인으로 판단된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 144,000원

KT&G에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 144,000원을 유지한다. 전자담배와 1Q17 실적에 대한 우려로 주가가 크게 조정을 받았으나, 2Q17부터는 다시 정상적인 성장세로 회귀할 것으로 기대된다.

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016P	2017E	2018E
매출액(억원)	41,129	41,698	45,033	46,845	48,819
보고영업이익(억원)	11,719	13,659	14,701	15,298	16,201
핵심영업이익(억원)	11,719	13,659	14,701	15,298	16,201
EBITDA(억원)	13,339	15,278	16,283	16,779	17,699
세전이익(억원)	11,579	14,144	15,878	16,114	17,018
순이익(억원)	8,138	10,322	12,260	11,763	12,423
지배주주지분순이익(억원)	8,256	10,357	12,313	11,763	12,423
EPS(원)	6,013	7,544	8,968	8,568	9,049
증감율(%YoY)	44.7	25.4	18.9	-4.5	5.6
PER(배)	12.7	13.9	11.3	11.4	10.8
PBR(배)	1.9	2.3	2.0	1.7	1.6
EV/EBITDA(배)	7.1	8.5	7.1	6.3	5.6
보고영업이익률(%)	28.5	32.8	32.6	32.7	33.2
핵심영업이익률(%)	28.5	32.8	32.6	32.7	33.2
ROE(%)	14.7	17.2	18.3	15.7	15.1
순부채비율(%)	-14.3	-21.8	-31.8	-36.1	-39.9

KT&G 연결기준 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	1,091	1,088	1,220	1,104	1,085	1,145	1,295	1,159	4,503	4,684	4,882
(YoY)	-4.0%	5.4%	7.6%	27.3%	-0.5%	5.3%	6.1%	5.0%	8.0%	4.0%	4.2%
KT&G	701	746	754	768	659	776	793	802	2,968	3,030	3,131
(YoY)	-8.9%	10.2%	7.3%	14.1%	-6.1%	4.1%	5.1%	4.5%	5.2%	2.1%	3.3%
담배	656	661	695	658	614	692	734	692	2,670	2,732	2,833
(YoY)	-6.9%	4.9%	4.7%	8.1%	-6.5%	4.6%	5.6%	5.3%	2.4%	2.3%	3.7%
내수	424	468	498	449	422	467	497	449	1,839	1,834	1,834
(YoY)	-25.5%	4.3%	4.8%	3.7%	-0.5%	-0.2%	-0.3%	-0.1%	-4.5%	-0.3%	0.0%
총 시장(백만본)	17,696	19,405	20,503	18,710	17,165	19,114	20,196	18,429	76,315	74,905	73,781
(YoY)	40.4%	7.3%	0.8%	1.1%	-3.0%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	9.7%	-1.8%	-1.5%
MS	59.5%	59.3%	59.6%	58.5%	59.8%	59.4%	59.7%	59.0%	59.2%	59.5%	59.5%
(YoY, %pt)	3.0%	0.8%	0.4%	-0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.5%	0.8%	0.2%	0.0%
판매량(백만본)	10,537	11,501	12,216	10,953	10,272	11,347	12,053	10,881	45,207	44,554	43,886
(YoY)	47.8%	8.7%	1.4%	0.6%	-2.5%	-1.3%	-1.3%	-0.7%	11.2%	-1.4%	-1.5%
ASP(원/갑)	805	814	816	820	822	823	824	825	814	823	836
(YoY)	-49.6%	-4.1%	3.3%	3.1%	2.1%	1.1%	1.0%	0.6%	-14.2%	1.2%	1.5%
수출	232	194	197	208	192	225	237	243	831	897	999
(YoY)	70.8%	6.6%	4.5%	18.9%	-17.4%	16.2%	20.6%	16.8%	22.0%	8.0%	11.3%
판매량(백만본)	11,711	10,435	10,273	11,000	10,540	11,583	11,404	12,210	43,420	45,737	48,481
(YoY)	28.1%	-4.6%	1.7%	16.2%	-10.0%	11.0%	11.0%	11.0%	9.5%	5.3%	6.0%
ASP(달러/갑)	0.33	0.32	0.34	0.33	0.31	0.34	0.36	0.34	0.33	0.34	0.36
(YoY)	22.1%	5.5%	7.0%	2.4%	-5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	8.6%	2.7%	5.0%
평균환율(원/달러)	1,201	1,163	1,121	1,157	1,160	1,160	1,160	1,160	1,162	1,160	1,160
(YoY)	9.2%	6.0%	-4.0%	0.0%	-3.4%	-0.3%	3.4%	0.2%	2.6%	-0.2%	0.0%
기타	45	84	59	110	45	84	59	110	298	298	298
(YoY)	-30.4%	83.2%	50.0%	71.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	39.2%	0.0%	0.0%
KGC	296	254	345	213	332	280	381	234	1,108	1,227	1,324
(YoY)	23.7%	18.0%	21.9%	17.9%	12.4%	10.5%	10.3%	9.8%	20.7%	10.8%	7.8%
내수	284	241	331	195	318	265	364	218	1,051	1,165	1,259
(YoY)	28.9%	27.0%	28.1%	16.4%	12.0%	10.0%	10.0%	12.0%	25.7%	10.9%	8.0%
수출	11	12	15	18	14	15	17	16	57	62	65
(YoY)	-38.3%	-49.9%	-41.2%	35.3%	22.8%	21.0%	16.4%	-13.0%	-30.4%	9.2%	5.0%
기타	94	89	121	123	94	89	121	123	427	427	427
(YoY)	-26.3%	-36.8%	-18.4%	839.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.7%	0.0%	0.0%
매출총이익	667	648	743	648	654	690	800	693	2,707	2,828	2,962
(GPM)	61.1%	59.6%	60.9%	58.7%	60.3%	60.3%	61.8%	59.8%	60.1%	60.4%	60.7%
판매비	274	302	317	343	294	322	337	355	1,236	1,299	1,342
(판매비율)	25.1%	27.8%	25.9%	31.1%	27.1%	28.1%	26.0%	30.6%	27.5%	27.7%	27.5%
영업이익	393	346	426	305	360	369	463	338	1,470	1,530	1,620
(YoY)	-7.0%	11.9%	15.1%	15.6%	-8.4%	6.6%	8.6%	10.8%	7.6%	4.1%	5.9%
(OPM)	36.0%	31.8%	34.9%	27.6%	33.2%	32.2%	35.8%	29.1%	32.6%	32.7%	33.2%
KT&G	327	323	349	306	284	343	379	338	1,305	1,345	1,406
(OPM)	46.7%	43.3%	46.3%	39.8%	43.1%	44.2%	47.8%	42.2%	44.0%	44.4%	44.9%
KGC	69	35	69	2	79	38	76	2	175	195	220
(OPM)	23.3%	13.8%	19.9%	1.1%	23.9%	13.4%	19.9%	1.0%	15.8%	15.9%	16.6%
기타	-3	-12	8	-3	-3	-12	8	-3	-10	-10	-6
(OPM)	-3.5%	-13.4%	7.0%	-2.5%	-3.5%	-13.4%	7.0%	-2.5%	-2.3%	-2.3%	-1.3%
세전이익	393	383	352	460	372	375	470	394	1,588	1,611	1,702
당기순이익	285	286	250	406	328	331	415	103	1,226	1,176	1,242
지배주주순이익	284	285	250	412	333	336	421	87	1,231	1,176	1,242
(YoY)	-7.9%	6.2%	-17.4%	152.8%	17.1%	17.8%	68.2%	-78.9%	18.9%	-4.5%	5.6%

자료: KT&G, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016P	2017E	2018E
매출액	41,129	41,698	45,033	46,845	48,819
매출원가	18,408	16,306	17,967	18,561	19,197
매출총이익	22,720	25,392	27,066	28,284	29,622
판매비및일반관리비	11,002	11,733	12,365	12,987	13,421
영업이익(보고)	11,719	13,659	14,701	15,298	16,201
영업이익(핵심)	11,719	13,659	14,701	15,298	16,201
영업외손익	-140	485	1,177	816	817
이자수익	382	338	379	417	435
배당금수익	168	121	151	150	148
외환이익	631	854	900	675	641
이자비용	109	95	67	75	75
외환손실	469	481	495	371	352
관계기업지분법손익	32	151	21	21	21
투자및기타자산처분손익	40	371	236	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	132	-78	0	0
기타	-815	-906	129	0	0
법인세차감전이익	11,579	14,144	15,878	16,114	17,018
법인세비용	3,441	3,822	3,618	4,351	4,595
유효법인세율 (%)	29.7%	27.0%	22.8%	27.0%	27.0%
당기순이익	8,138	10,322	12,260	11,763	12,423
지배주주지분순이익(억원)	8,256	10,357	12,313	11,763	12,423
EBITDA	13,339	15,278	16,283	16,779	17,699
현금순이익(Cash Earnings)	9,758	11,941	13,842	13,244	13,921
수정당기순이익	8,110	9,955	12,138	11,763	12,423
증감률(% YoY)					
매출액	7.6	1.4	8.0	4.0	4.2
영업이익(보고)	15.6	16.6	7.6	4.1	5.9
영업이익(핵심)	15.6	16.6	7.6	4.1	5.9
EBITDA	12.0	14.5	6.6	3.0	5.5
지배주주지분 당기순이익	44.7	25.4	18.9	-4.5	5.6
EPS	44.7	25.4	18.9	-4.5	5.6
수정순이익	45.4	22.7	21.9	-3.1	5.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016P	2017E	2018E
영업활동현금흐름	7,652	12,592	14,978	12,193	12,793
당기순이익	8,138	10,322	12,260	11,763	12,423
감가상각비	1,494	1,511	1,523	1,426	1,446
무형자산상각비	126	108	59	55	52
외환손익	-156	-193	-484	-304	-289
자산처분손익	132	139	158	0	0
지분법손익	0	-151	-21	-21	-21
영업활동자산부채 증감	-3,158	128	1,755	-880	-957
기타	1,076	729	-273	153	139
투자활동현금흐름	-3,429	-7,476	-7,026	-2,732	-2,861
투자자산의 처분	-90	-5,281	-5,083	-1,048	-1,141
유형자산의 처분	115	103	120	0	0
유형자산의 취득	-3,304	-2,102	-1,617	-1,650	-1,683
무형자산의 처분	-19	-32	-77	0	0
기타	-131	-164	-368	-33	-37
재무활동현금흐름	-3,538	-3,810	-4,884	-4,478	-4,509
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	508	560	-549	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-4,029	-4,281	-4,283	-4,546	-4,546
기타	-17	-89	-52	67	36
현금및현금성자산의순증가	685	1,298	3,046	4,983	5,424
기초현금및현금성자산	3,479	4,164	5,462	8,508	13,491
기말현금및현금성자산	4,164	5,462	8,508	13,491	18,914
Gross Cash Flow	10,810	12,464	13,222	13,072	13,751
Op Free Cash Flow	3,376	9,581	12,994	10,119	10,684

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016P	2017E	2018E
유동자산	44,086	55,709	66,206	73,512	81,464
현금및현금성자산	4,164	5,462	8,508	13,491	18,914
유동금융자산	6,779	11,552	16,762	17,437	18,172
매출채권및유동채권	13,314	17,437	18,020	18,745	19,534
재고자산	19,825	21,191	22,654	23,565	24,558
기타유동비금융자산	4	67	263	274	285
비유동자산	30,101	31,025	31,919	32,717	33,570
장기매출채권및기타비유동채권	1,953	1,373	1,233	1,283	1,337
투자자산	8,777	10,373	13,261	13,806	14,383
유형자산	17,534	17,898	16,019	16,243	16,480
무형자산	1,549	1,054	1,049	994	942
기타비유동자산	287	327	358	391	428
자산총계	74,187	86,734	98,126	106,229	115,033
유동부채	11,246	18,717	21,534	22,342	23,221
매입채무및기타유동채무	8,007	14,128	17,970	18,693	19,480
단기차입금	1,419	2,064	1,366	1,366	1,366
유동성장기차입금	12	277	96	96	96
기타유동부채	1,808	2,248	2,102	2,187	2,279
비유동부채	5,860	5,262	5,409	5,487	5,534
장기매입채무및비유동채무	468	240	246	256	266
사채및장기차입금	431	303	629	629	629
기타비유동부채	4,961	4,718	4,535	4,603	4,639
부채총계	17,106	23,979	26,943	27,829	28,755
자본금	9,550	9,550	9,550	9,550	9,550
주식발행초과금	0	0	0	0	0
이익잉여금	46,223	52,318	60,094	67,358	75,276
기타자본	534	222	813	813	813
지배주주지분자본총계	56,306	62,089	70,457	77,721	85,638
비지배주주지분자본총계	775	666	726	679	640
자본총계	57,081	62,755	71,183	78,400	86,278
순차입금	-8,134	-13,651	-22,649	-28,306	-34,464
총차입금	2,809	3,363	2,621	2,621	2,621

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016P	2017E	2018E
주당EPS(원)					
EPS	6,013	7,544	8,968	8,568	9,049
BPS	41,012	45,224	51,319	56,610	62,376
주당EBITDA	9,716	11,128	11,860	12,221	12,891
CFPS	7,108	8,697	10,082	9,647	10,140
DPS	3,400	3,400	3,600	3,600	3,600
주가배수(배)					
PER	12.7	13.9	11.3	11.4	10.8
PBR	1.9	2.3	2.0	1.7	1.6
EV/EBITDA	7.1	8.5	7.1	6.3	5.6
PCFR	10.7	12.0	10.0	10.1	9.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	28.5	32.8	32.6	32.7	33.2
영업이익률(핵심)	28.5	32.8	32.6	32.7	33.2
EBITDA margin	32.4	36.6	36.2	35.8	36.3
순이익률	19.8	24.8	27.2	25.1	25.4
자기자본이익률(ROE)	14.7	17.2	18.3	15.7	15.1
투자자본이익률(ROIC)	19.7	23.2	28.0	28.4	29.3
안정성(%)					
부채비율	30.0	38.2	37.9	35.5	33.3
순차입금비율	-14.3	-21.8	-31.8	-36.1	-39.9
이자보상배율(배)	107.0	144.1	218.6	203.3	215.3
활동성(배)					
매출채권회전율	3.2	2.7	2.5	2.5	2.6
재고자산회전율	2.1	2.0	2.1	2.0	2.0
매입채무회전율	4.8	3.8	2.8	2.6	2.6

매일유업 (005990)



BUY(Maintain)

주가(3/20) 45,000원

목표주가 60,000원

매일유업은 원유 수급 정상화, Product Mix 개선, 조제분유 수출 성장 등을 통해, 경쟁사 대비 차별화 된 실적이 가능할 전망이다. 또한, 올해 5월에 있을 기업 인적분할을 통해, 유가공 사업회사의 밸류에이션 디스카운트 요인이 해소될 것으로 기대된다. 투자의견 BUY, 목표주가 6만원을 유지한다.

Stock Data

KOSDAQ (3/20)	609.11pt		
시가총액	6,124억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	48,600원	33,200원	
최고/최저가 대비 등락	-8.54%	33.89%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	6.7%	7.7%
	6M	23.0%	32.4%
	1Y	-7.5%	4.3%

Company Data

발행주식수	13,608천주
일평균 거래량(3M)	46천주
외국인 지분율	10.42%
배당수익률(16.P)	0.56%
BPS (16.P)	30,142원
주요 주주	김정완 외 51.6%
	국민연금공단 6.2%

Price Trend



달콤한 것만 남는다

>>> 원유 수급 정상화에 따른 수혜 기대

작년에 이어 올해도 원유 과잉 공급으로 야기된 유음료의 과잉 수요가 정상화 될 것으로 기대된다. 이에 따라, 유가공 제품의 ASP가 정상화 되고, 매일유업의 수익성이 개선될 것으로 기대된다. 동사는 지난 3년 동안, 유기능우유/커피음료/조제분유 수출 확대를 통해, 백색시유의 매출 비중을 줄여왔다. 이러한 Product Mix 변화가 원유 수급 정상화와 맞물려, 수익성 개선 효과가 극대화 될 수 있다.

>>> 인적분할을 통한 주주가치 제고 기대

올해 5월에 있을 기업 인적분할도 주주가치 제고에 긍정적이다. 제로투세븐을 비롯한 적자 계열사가 지주회사로 이동함으로써, 사업회사의 밸류에이션 디스카운트 요인이 해소될 것으로 기대되기 때문이다. 인적분할 이후 지주회사와 사업회사의 합산 실적은 동일하나, 밸류에이션이 상승하면서, 합산 가치가 증가할 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 6만원

매일유업에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 6만원을 유지한다. 동사는 원유 수급 정상화, Product Mix 개선, 조제분유 수출 성장 등을 통해, 경쟁사 대비 차별화 된 수익성 개선을 이뤄낼 것으로 기대된다. 또한, 올해 5월에 있을 인적분할도 주주가치 제고에 긍정적이다.

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016P	2017E	2018E
매출액(억원)	14,479	15,422	16,347	17,169	18,097
보고영업이익(억원)	287	364	526	620	673
핵심영업이익(억원)	287	364	526	620	673
EBITDA(억원)	640	727	895	997	1,057
세전이익(억원)	320	350	484	605	663
순이익(억원)	239	261	337	459	502
지배주주지분순이익(억원)	242	268	403	527	567
EPS(원)	1,805	2,001	2,978	3,883	4,179
증감율(%YoY)	11.5	10.9	48.8	30.4	7.6
PER(배)	20.6	22.1	14.9	11.4	10.6
PBR(배)	1.4	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	8.9	8.9	6.2	5.5	5.0
보고영업이익률(%)	2.0	2.4	3.2	3.6	3.7
핵심영업이익률(%)	2.0	2.4	3.2	3.6	3.7
ROE(%)	6.3	6.6	7.9	9.9	9.9
순부채비율(%)	19.5	18.1	11.8	5.1	-1.1

매일유업 연결기준 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	393.2	407.1	416.9	417.6	416.7	425.5	436.9	437.8	1,634.7	1,716.9	1,809.7
(YoY)	6.1%	8.4%	6.2%	3.5%	6.0%	4.5%	4.8%	4.9%	6.0%	5.0%	5.4%
별도기준	321.4	331.2	339.4	336.1	342.5	345.6	355.2	351.6	1,328.1	1,395.0	1,462.2
(YoY)	5.0%	7.5%	7.1%	3.9%	6.5%	4.4%	4.7%	4.6%	5.9%	5.0%	4.8%
제로투세븐	64.9	54.5	50.6	59.8	58.4	54.5	50.6	59.8	229.8	223.3	230.0
기타 및 연결조정	6.8	21.5	26.8	21.7	15.8	25.4	31.1	26.4	76.9	98.7	117.5
매출총이익	130.8	144.1	150.4	146.1	141.0	153.0	158.1	157.6	571.4	609.8	645.0
(GPM)	33.3%	35.4%	36.1%	35.0%	33.8%	36.0%	36.2%	36.0%	35.0%	35.5%	35.6%
별도기준	91.9	104.0	109.8	110.9	102.2	111.3	115.7	115.1	416.7	444.4	469.3
(GPM)	28.6%	31.4%	32.3%	33.0%	29.9%	32.2%	32.6%	32.7%	31.4%	31.9%	32.1%
판매비	122.0	135.8	131.3	129.8	130.9	140.1	136.6	140.3	518.8	547.8	577.8
(판매비율)	31.0%	33.4%	31.5%	31.1%	31.4%	32.9%	31.3%	32.0%	31.7%	31.9%	31.9%
별도기준	79.7	91.8	88.0	88.1	86.3	96.0	92.3	92.3	347.5	366.9	388.4
(판매비율)	24.8%	27.7%	25.9%	26.2%	25.2%	27.8%	26.0%	26.2%	26.2%	26.3%	26.6%
영업이익	8.8	8.3	19.1	16.4	10.2	12.9	21.5	17.3	52.6	62.0	67.3
(YoY)	120.3%	132.4%	37.6%	9.6%	15.8%	56.0%	12.7%	5.8%	44.5%	17.9%	8.6%
(OPM)	2.2%	2.0%	4.6%	3.9%	2.4%	3.0%	4.9%	4.0%	3.2%	3.6%	3.7%
별도기준	12.3	12.2	21.7	22.9	15.9	15.3	23.5	22.8	69.1	77.5	80.9
(YoY)	183.9%	182.7%	55.7%	32.4%	29.7%	25.4%	8.0%	-0.3%	73.3%	12.2%	4.3%
(OPM)	3.8%	3.7%	6.4%	6.8%	4.7%	4.4%	6.6%	6.5%	5.2%	5.6%	5.5%
제로투세븐	-1.5	-3.0	-2.0	-5.7	-4.9	-1.9	-1.4	-5.6	-12.2	-13.9	-13.1
기타 및 연결조정	-2.0	-0.9	-0.6	-0.9	-0.9	-0.5	-0.5	0.1	-4.4	-1.7	-0.5
세전이익	8.7	6.7	14.4	18.6	9.8	12.6	21.3	16.9	48.4	60.5	66.3
당기순이익	7.2	2.0	10.1	14.3	7.4	9.5	16.1	12.8	33.7	45.9	50.2
지배주주순이익	8.1	3.5	11.2	17.5	9.8	10.6	16.8	15.5	40.3	52.7	56.7
(YoY)	152.4%	34.1%	3.3%	72.7%	22.2%	199.5%	50.4%	-11.8%	50.3%	30.8%	7.6%

자료: 매일유업, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016P	2017E	2018E
매출액	14,479	15,422	16,347	17,169	18,097
매출원가	9,866	10,307	10,633	11,072	11,646
매출총이익	4,614	5,115	5,714	6,098	6,450
판매비및일반관리비	4,327	4,751	5,188	5,478	5,778
영업이익(보고)	287	364	526	620	673
영업이익(핵심)	287	364	526	620	673
영업외손익	33	-14	-42	-15	-10
이자수익	30	30	30	32	34
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	31	29	29	29	29
이자비용	49	52	48	44	40
외환손실	16	23	23	23	23
관계기업지분법손익	36	4	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-15	-5	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	1	4	0	0	0
기타	16	0	-30	-9	-9
법인세차감전이익	320	350	484	605	663
법인세비용	81	89	147	146	160
유효법인세율 (%)	25.2%	25.4%	30.4%	24.2%	24.2%
당기순이익	239	261	337	459	502
지배주주지분손이익(억원)	242	268	403	527	567
EBITDA	640	727	895	997	1,057
현금순이익(Cash Earnings)	593	624	706	835	887
수정당기순이익	250	262	337	459	502
증감률(% YoY)					
매출액	6.1	6.5	6.0	5.0	5.4
영업이익(보고)	-17.3	26.9	44.5	17.9	8.6
영업이익(핵심)	-17.3	26.9	44.5	17.9	8.6
EBITDA	-7.1	13.6	23.1	11.4	6.1
지배주주지분 당기순이익	11.5	10.9	50.3	30.8	7.6
EPS	11.5	10.9	48.8	30.4	7.6
수정순이익	2.1	4.8	28.6	36.3	9.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016P	2017E	2018E
영업활동현금흐름	275	655	599	741	780
당기순이익	239	261	337	459	502
감가상각비	344	352	359	367	375
무형자산상각비	9	11	10	10	9
외환손익	-8	1	-5	-5	-5
자산처분손익	27	21	0	0	0
지분법손익	-6	-4	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-285	48	-107	-95	-107
기타	-46	-35	5	5	5
투자활동현금흐름	-441	-540	-481	-488	-499
투자자산의 처분	-2	67	-23	-20	-23
유형자산의 처분	14	24	0	0	0
유형자산의 취득	-406	-528	-453	-462	-472
무형자산의 처분	-37	-24	0	0	0
기타	-10	-79	-5	-5	-5
재무활동현금흐름	233	190	-165	-289	-352
단기차입금의 증가	-325	-611	0	0	0
장기차입금의 증가	581	817	-247	-300	-370
자본의 증가	0	0	60	0	0
배당금지급	-16	-16	-16	-32	-32
기타	-7	0	37	43	50
현금및현금성자산의순증가	71	311	-48	-36	-72
기초현금및현금성자산	650	721	1,033	985	949
기말현금및현금성자산	721	1,033	985	949	877
Gross Cash Flow	560	607	706	835	887
Op Free Cash Flow	-161	130	175	290	316

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016P	2017E	2018E
유동자산	4,428	4,730	4,904	5,066	5,216
현금및현금성자산	721	1,033	985	949	877
유동금융자산	196	184	195	205	216
매출채권및유동채권	1,580	1,721	1,824	1,916	2,019
재고자산	1,885	1,735	1,839	1,932	2,036
기타유동비금융자산	46	57	61	64	67
비유동자산	3,323	3,625	3,749	3,870	3,997
장기매출채권및기타비유동채권	271	384	408	428	451
투자자산	555	468	480	490	502
유형자산	2,223	2,473	2,568	2,663	2,759
무형자산	123	135	125	115	106
기타비유동자산	152	164	169	174	179
자산총계	7,751	8,355	8,653	8,936	9,213
유동부채	2,588	2,390	2,518	2,630	2,736
매입채무및기타유동채무	1,844	1,947	2,064	2,168	2,285
단기차입금	307	249	249	249	249
유동성장기차입금	322	67	70	70	50
기타유동부채	114	128	136	144	153
비유동부채	1,286	1,914	1,703	1,447	1,149
장기매입채무및비유동채무	27	27	29	30	32
사채및장기차입금	1,043	1,635	1,385	1,085	735
기타비유동부채	216	252	289	332	382
부채총계	3,874	4,304	4,221	4,077	3,885
자본금	67	67	68	68	68
주식발행초과금	17	17	76	76	76
이익잉여금	2,975	3,227	3,616	4,114	4,651
기타자본	406	333	333	333	333
지배주주지분자본총계	3,465	3,644	4,093	4,591	5,128
비지배주주지분자본총계	412	407	339	268	201
자본총계	3,877	4,051	4,432	4,858	5,329
순차입금	755	734	523	249	-60
총차입금	1,673	1,951	1,704	1,404	1,034

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016P	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	1,805	2,001	2,978	3,883	4,179
BPS	25,855	27,192	30,142	33,809	37,766
주당EBITDA	4,775	5,426	6,608	7,339	7,786
CFPS	4,423	4,656	5,211	6,152	6,529
DPS	125	125	250	250	250
추가배수(배)					
PER	20.6	22.1	14.9	11.4	10.6
PBR	1.4	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	8.9	8.9	6.2	5.5	5.0
PCFR	8.4	9.5	8.5	7.2	6.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.0	2.4	3.2	3.6	3.7
영업이익률(핵심)	2.0	2.4	3.2	3.6	3.7
EBITDA margin	4.4	4.7	5.5	5.8	5.8
순이익률	1.7	1.7	2.1	2.7	2.8
자기자본이익률(ROE)	6.3	6.6	7.9	9.9	9.9
투자자본이익률(ROIC)	5.4	6.4	8.1	10.0	10.5
안정성(%)					
부채비율	99.9	106.3	95.3	83.9	72.9
순차입금비율	19.5	18.1	11.8	5.1	-1.1
이자보상배율(배)	5.8	6.9	11.0	14.2	16.7
활동성(배)					
매출채권회전율	9.4	9.3	9.2	9.2	9.2
재고자산회전율	8.1	8.5	9.1	9.1	9.1
매입채무회전율	7.9	8.1	8.2	8.1	8.1

CJ프레시웨이 (051500)



BUY(Maintain)

주가(3/20) 32,650원

목표주가 45,000원

외식 경기가 최악의 시간을 지나고 있다. 정치적 이슈 관련 집회가 마무리 되면서, 소비 심리와 외식 트래픽이 회복될 것으로 기대된다. 이로 인해, 기존 거래처向 매출이 회복되면서, 수익성 개선이 예상보다 가파를 수 있는 가능성에 주목해야 한다. 투자의견 BUY, 목표주가 45,000원을 유지한다.

Stock Data

KOSDAQ (3/20)	609.11pt	
시가총액	3,811억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	63,900원	30,800원
최고/최저가 대비 등락	-49.77%	4.22%
주가수익률	절대	상대
1M	-2.6%	-1.7%
6M	-19.4%	-13.3%
1Y	-48.3%	-41.7%

Company Data

발행주식수	11,872천주
일평균 거래량(3M)	27천주
외국인 지분율	13.35%
배당수익률(16.P)	0.62%
BPS (16.P)	14,911원
주요 주주	CJ주식회사 외
	국민연금공단
	58.7%
	11.3%

Price Trend



악재는 과거일 뿐

>>> 외식 경기 Bottom-out 기대

작년 4분기부터 이어졌던 정치적 이슈 관련 집회가 마무리 되면서, 서울 및 지방 중심 상권의 외식 트래픽이 회복될 것으로 기대된다. CJ프레시웨이의 전사 매출의 50~60%가 외식 경로와 관련성이 높기 때문에, 기존 거래처들의 매출 회복에 따른 매출 성장을 회복이 기대된다.

>>> 수익성 개선에 주목할 때

이러한 기존 거래처向 매출 회복은 수익성 개선에도 긍정적이다. 물류 spot의 증가를 야기하지 않기 때문이다. 또한, 지난 해 수익성 악화로 인해, 새로운 경영진은 올해 수익성 개선에 집중해야 할 needs가 있다. 이에 따라, 올해 인력 채용 증가가 줄고, 인당 생산성이 높아질 것으로 예상되며, 중장기적으로는 물류비 효율화가 진행될 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 45,000원

CJ프레시웨이에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 45,000원을 유지한다. 동사는 중장기적으로 국내 식자재유통의 기업화에 따른 수혜가 전망되며, 올해는 수익성 개선 중심으로 이익이 증가할 것으로 기대된다.

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016P	2017E	2018E
매출액(억원)	17,953	20,724	23,279	26,201	29,424
보고영업이익(억원)	273	315	210	327	454
핵심영업이익(억원)	273	315	210	327	454
EBITDA(억원)	405	494	430	587	694
세전이익(억원)	107	120	-50	207	337
순이익(억원)	93	67	-58	157	255
지배주주지분순이익(억원)	106	109	-47	163	259
EPS(원)	975	915	-393	1,375	2,179
증감율(%YoY)	N/A	-6.1	N/A	N/A	58.4
PER(배)	47.3	90.8	-81.6	23.3	14.7
PBR(배)	2.6	4.8	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA(배)	14.0	16.1	16.1	9.6	8.0
보고영업이익률(%)	1.5	1.5	0.9	1.2	1.5
핵심영업이익률(%)	1.5	1.5	0.9	1.2	1.5
ROE(%)	4.9	3.3	-3.1	8.6	12.8
순부채비율(%)	64.5	93.8	123.2	106.5	83.8

CJ프레시웨이 연결기준 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016P	2017E	2018E
매출액	535.8	597.0	606.5	588.6	589.4	661.1	683.6	685.9	2,327.9	2,620.1	2,942.4
(YoY)	14.7%	15.3%	12.1%	7.7%	10.0%	10.7%	12.7%	16.5%	12.3%	12.6%	12.3%
식자재 유통	451.9	493.4	507.2	484.1	488.4	539.8	562.9	569.7	1,936.6	2,160.8	2,414.7
(YoY)	13.3%	13.2%	10.6%	5.6%	8.1%	9.4%	11.0%	17.7%	10.6%	11.6%	11.7%
외식/급식 유통	215.3	240.4	237.4	235.6	224.0	257.3	261.2	263.9	928.8	1,006.3	1,106.9
(YoY)	9.4%	7.0%	-0.5%	3.8%	4.0%	7.0%	10.0%	12.0%	4.7%	8.3%	10.0%
프레시원 유통	131.9	146.7	153.9	155.9	149.6	165.9	173.8	174.6	588.4	663.9	743.6
(YoY)	17.8%	16.3%	23.4%	19.9%	13.4%	13.1%	12.9%	12.0%	19.4%	12.8%	12.0%
1차상품 도매 및 원료 유통	104.6	106.2	115.8	92.7	114.8	116.7	127.9	131.2	419.3	490.6	564.2
(YoY)	16.4%	25.3%	21.9%	-8.7%	9.7%	9.8%	10.4%	41.6%	13.0%	17.0%	15.0%
단체급식	67.8	82.2	83.9	82.6	77.4	90.5	94.9	84.8	316.5	347.7	382.4
(YoY)	14.9%	17.9%	19.2%	16.2%	14.2%	10.1%	13.2%	2.7%	17.2%	9.9%	10.0%
기타	16.2	21.5	15.4	21.8	23.6	30.8	25.8	31.4	74.8	111.6	145.3
(YoY)	72.1%	73.7%	26.9%	28.3%	46.2%	43.5%	67.5%	43.9%	47.1%	49.2%	30.2%
용휘 JV1	3.0	3.0	2.5	2.6	4.5	6.0	7.0	7.5	11.0	25.0	50.0
(YoY)					73.1%	33.3%	16.7%	7.1%		127.3%	100.0%
매출총이익	65.7	79.4	78.1	76.3	72.0	87.2	87.7	87.3	299.5	334.2	377.7
(GPM)	12.3%	13.3%	12.9%	13.0%	12.2%	13.2%	12.8%	12.7%	12.9%	12.8%	12.8%
판매비	62.5	70.3	69.8	75.8	68.9	75.8	75.7	80.9	278.5	301.4	332.3
(판매비율)	11.7%	11.8%	11.5%	12.9%	11.7%	11.5%	11.1%	11.8%	12.0%	11.5%	11.3%
영업이익	3.2	9.1	8.3	0.5	3.1	11.4	12.0	6.4	21.0	32.7	45.4
(OPM)	0.60%	1.52%	1.36%	0.08%	0.52%	1.72%	1.75%	0.93%	0.90%	1.25%	1.54%
세전이익	0.4	4.3	2.4	-12.1	0.2	8.3	8.8	3.4	-5.0	20.7	27.9
당기순이익	0.4	2.8	1.3	-10.3	0.1	6.3	6.7	2.6	-5.8	15.7	21.2
지배주주순이익	0.7	3.1	1.3	-9.8	0.3	6.4	6.8	2.8	-4.7	16.3	21.5
(YoY)	-31.9%	-59.2%	-62.7%	적지	-62.7%	106.7%	414.8%	흑전	적전	흑전	31.4%

자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016P	2017E	2018E
매출액	17,953	20,724	23,279	26,201	29,424
매출원가	15,856	18,014	20,284	22,859	25,647
매출총이익	2,097	2,710	2,995	3,342	3,777
판매비및일반관리비	1,824	2,395	2,785	3,014	3,323
영업이익(보고)	273	315	210	327	454
영업이익(핵심)	273	315	210	327	454
영업외손익	-166	-194	-260	-121	-117
이자수익	6	7	7	8	9
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	28	9	0	0	0
이자비용	46	52	60	60	57
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	-208	-69	-69
법인세차감전이익	107	120	-50	207	337
법인세비용	13	54	9	50	82
유효법인세율 (%)	12.5%	44.8%	-17.3%	24.2%	24.2%
당기순이익	93	67	-58	157	255
지배주주지분순이익(억원)	106	109	-47	163	259
EBITDA	405	494	430	587	694
현금순이익(Cash Earnings)	226	246	161	416	496
수정당기순이익	100	60	-58	157	255
증감률(% YoY)					
매출액	-4.4	15.4	12.3	12.6	12.3
영업이익(보고)	221.3	15.5	-33.2	55.7	38.6
영업이익(핵심)	221.3	15.5	-33.2	55.7	38.6
EBITDA	89.6	22.0	-13.0	36.5	18.3
지배주주지분 당기순이익	N/A	2.7	N/A	N/A	58.4
EPS	N/A	-6.1	N/A	N/A	58.4
수정순이익	N/A	-40.0	N/A	N/A	63.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016P	2017E	2018E
영업활동현금흐름	316	-201	99	320	390
당기순이익	107	120	-58	157	255
감가상각비	103	122	131	131	132
무형자산상각비	29	58	89	128	108
외환손익	19	1	0	0	0
자산처분손익	3	8	0	0	0
지분법손익	9	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-41	-541	160	-96	-106
기타	88	32	-223	0	0
투자활동현금흐름	-243	-374	-506	-159	-168
투자자산의 처분	-114	5	-24	-11	-12
유형자산의 처분	13	13	0	0	0
유형자산의 취득	-88	-189	-141	-148	-156
무형자산의 처분	-58	-205	-341	0	0
기타	4	2	0	0	0
재무활동현금흐름	-112	611	412	-16	-94
단기차입금의 증가	-74	-13	-460	0	0
장기차입금의 증가	0	698	700	0	-100
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-23	-24	-24	-24
기타	-38	-51	196	8	30
현금및현금성자산의순증가	-38	36	5	145	128
기초현금및현금성자산	111	73	110	115	260
기말현금및현금성자산	73	110	115	260	388
Gross Cash Flow	358	340	-61	416	496
Op Free Cash Flow	183	-582	145	264	323

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016P	2017E	2018E
유동자산	3,493	4,185	4,192	4,849	5,542
현금및현금성자산	73	110	115	260	388
유동금융자산	72	42	47	53	59
매출채권및유동채권	2,208	2,317	2,425	2,729	3,065
재고자산	1,139	1,717	1,605	1,807	2,029
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,238	3,403	3,702	3,617	3,561
장기매출채권및기타비유동채권	109	148	166	187	209
투자자산	201	204	222	227	233
유형자산	2,161	2,254	2,265	2,282	2,305
무형자산	768	798	1,050	921	813
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	6,731	7,588	7,894	8,466	9,102
유동부채	4,131	4,626	4,340	4,769	5,242
매입채무및기타유동채무	3,067	3,205	3,374	3,797	4,264
단기차입금	505	1,380	920	920	920
유동성장기차입금	500	0	0	0	0
기타유동부채	60	41	46	52	58
비유동부채	647	907	1,805	1,814	1,745
장기매입채무및비유동채무	46	10	12	13	15
사채및장기차입금	400	699	1,399	1,399	1,299
기타비유동부채	201	198	394	402	432
부채총계	4,778	5,533	6,144	6,583	6,988
자본금	109	119	119	119	119
주식발행초과금	505	906	906	906	906
이익잉여금	445	495	424	563	798
기타자본	261	321	321	321	321
지배주주지분자본총계	1,919	2,063	1,770	1,909	2,144
비지배주주지분자본총계	34	-8	-20	-26	-29
자본총계	1,953	2,055	1,750	1,883	2,115
순차입금	1,260	1,928	2,157	2,006	1,771
총차입금	1,405	2,079	2,319	2,319	2,219

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016P	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	975	915	-393	1,375	2,179
BPS	17,665	17,380	14,911	16,084	18,061
주당EBITDA	3,731	4,162	3,623	4,946	5,849
CFPS	2,080	2,071	1,359	3,507	4,178
DPS	200	200	200	200	200
추가배수(배)					
PER	47.3	90.8	-81.6	23.3	14.7
PBR	2.6	4.8	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	14.0	16.1	16.1	9.6	8.0
PCFR	22.2	40.1	23.6	9.2	7.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.5	1.5	0.9	1.2	1.5
영업이익률(핵심)	1.5	1.5	0.9	1.2	1.5
EBITDA margin	2.3	2.4	1.8	2.2	2.4
순이익률	0.5	0.3	-0.3	0.6	0.9
자기자본이익률(ROE)	4.9	3.3	-3.1	8.6	12.8
투자자본이익률(ROIC)	11.3	5.2	6.5	6.5	8.9
안정성(%)					
부채비율	244.6	269.2	351.0	349.6	330.4
순차입금비율	64.5	93.8	123.2	106.5	83.8
이자보상배율(배)	5.9	6.1	3.5	5.5	8.0
활동성(배)					
매출채권회전율	7.7	9.2	9.8	10.2	10.2
재고자산회전율	20.9	14.5	14.0	15.4	15.3
매입채무회전율	6.4	6.6	7.1	7.3	7.3

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
KT&G	2014/11/06	Outperform (Maintain)	105,000원
담당자변경	2015/06/08	Marketperform (Reinitiate)	100,000원
담당자변경	2016/04/05	Outperform (Reinitiate)	126,000원
	2016/04/22	BUY (Upgrade)	144,000원
	2016/07/22	BUY (Maintain)	144,000원
	2016/10/04	BUY (Maintain)	144,000원
	2016/10/28	BUY (Maintain)	144,000원
	2016/11/22	BUY (Maintain)	144,000원
	2017/01/17	BUY (Maintain)	144,000원
	2017/01/20	BUY (Maintain)	144,000원
	2017/03/21	BUY (Maintain)	144,000원
CJ프레시웨이	2016/11/16	BUY (Initiate)	50,000원
	2017/01/17	BUY (Maintain)	50,000원
	2017/02/09	BUY (Maintain)	45,000원
	2017/03/21	BUY (Maintain)	45,000원

종목명	일자	투자의견	목표주가
매일유업	2014/11/06	BUY (Maintain)	48,000원
담당자변경	2015/11/05	BUY (Reinitiate)	46,000원
	2015/11/17	BUY (Maintain)	52,000원
	2015/11/24	BUY (Maintain)	52,000원
	2016/01/27	BUY (Maintain)	54,000원
	2016/03/10	BUY (Maintain)	65,000원
	2016/04/05	BUY (Maintain)	65,000원
	2016/05/17	BUY (Maintain)	65,000원
	2016/06/28	BUY (Maintain)	65,000원
	2016/08/17	BUY (Maintain)	60,000원
	2016/11/15	BUY (Maintain)	60,000원
	2016/11/23	BUY (Maintain)	60,000원
	2017/01/09	BUY (Maintain)	60,000원
	2017/01/17	BUY (Maintain)	60,000원
	2017/03/06	BUY (Maintain)	60,000원
	2017/03/21	BUY (Maintain)	60,000원

목표주가 추이 (2개년)

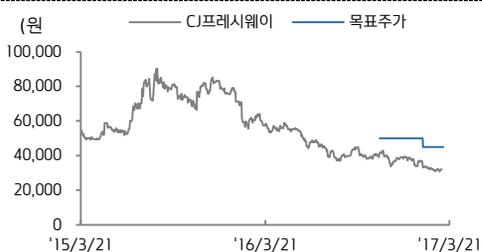
KT&G



매일유업



CJ프레시웨이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 증가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 증가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 증가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 증가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 증가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2016/1/1~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%