

MAY.2017



SK INDUSTRY ANALYSIS

# 음식료

## 랠리(Rally)의 조건

음식료/화장품. 서영화 | 3773-9182, donaldseo@sk.com

연구원. 전영현 | 3773-9181, yj6752@sk.com



**Analyst**  
**서영화**  
donaldseo@sk.com  
02-3773-9182



**R.A**  
**전영현**  
yj6752@sk.com  
02-3773-9181

## 음식료 [비중확대(OVERWEIGHT)/신규]

### 랠리(Rally)의 조건

최근 음식료업종이 곡물가격 하락, 원화강세, 정권교체 시기의 P 인상 기대감, 소비관련 지표들의 호조 등을 배경으로 관심을 받고 있다. 당사는 2010년 이후 두 차례 랠리를 이어나갔던 구간과 현 시점을 비교해 보았다. 결과적으로 랠리의 조건을 모두 만족시키지는 못하지만 지금은 충분히 매력적인 구간으로 평가된다. 금번 보고서를 통해 랠리의 조건을 최대한 만족시킬 수 있는 산업, 강한 개별 모멘텀을 가진 기업을 제시하고자 한다.

### 음식료업종 다시 한 번의 랠리(Rally)가 가능할까?

음식료업종은 2010년 이후 3Q11~1Q13, 1Q14~4Q15 두 차례 랠리를 이어갔다. 현재 음식료업종은 1)장기 주가 하락에 따른 밸류에이션 매력 부각, 2)낮은 수준이 지속 유지되고 있는 곡물 가격과 긍정적인 재고 현황, 3)하반기 원화강세에 대한 기대감(당사 연말기준 원/달러 추정치 1,080 원, 4)정권교체 이후 내수 부양 기대감, 5)정권 교체 시기의 가격 인상 기대감이 존재하는 구간이다. 당사는 음식료업종이 프리미엄을 받았던 구간과 현 시점을 비교하여, 다시 한번 음식료업종이 랠리를 이어나갈 수 있을지를 점검하고자 한다.

### 랠리의 조건

음식료업종 랠리에는 4 가지 조건이 필요하다. P 측면에서는 식료품 CPI 증가율이 우상향하거나 또는 총지수 CPI 증가율보다 높은 경우이어야 한다. Q 측면에서는 식료품 제조업 출하지수가 총지수 출하지수 증가율보다 높거나, y-y 마이너스에서 플러스로 구조적으로 반전될 수 있는 상황이어야 한다. C 측면에서는 4대 곡물 가격이 우하향 국면에 있어야 한다. 여기에 수출, 신제품, 중국, 식자재, 간편식과 같은 새로운 모멘텀이 있을 때 음식료 업종은 프리미엄을 받았다.

### Price 와 Cost 는 랠리의 조건을 충족

P : 대통령이 바뀌는 해에는 통상적으로 식료품 CPI 증가율이 높았으며, 개별 산업적으로 보았을 때도 긍정적이다. 실제 과점화된 산업군들을 중심으로 가격인상이 나타나고 있다. Q : 대통령이 바뀌는 해라고 특별히 다르지 않았다. 전년의 기저가 다소 부담스럽다. 그래도 소비관련 지표들이 개선되고 있는 점은 긍정적이다. C : 옥수수, 소맥의 가격은 2010년 이후 최저수준이며, 재고율은 최고수준이다. 팜유와 원당의 가격이 부담스러우나 옥수수와 소맥이 차지하는 비중이 절대적이며, 연말 원화강세를 예측하고 있는 상황이어서 긍정적이다. M(Momentum) : 개별산업 별로 일부 모멘텀이 있으나, 과거 랠리를 이어나가던 시기보다는 약하다.

### Top-picks: CJ 제일제당, 오리온

결과적으로 P, C는 음식료업종 랠리의 조건을 충족시키나, Q와 Momentum 이 다소 떨어져 보인다. 네 가지 중 적어도 세 가지를 충족시킬 수 있는 산업군 및 기업으로의 투자가 현시점에 유효한 투자전략이라 판단한다. 당사는 세 가지를 충족시킬 수 있는 종합식품 회사인 CJ 제일제당과 P, Q, C를 떠나 개별 모멘텀을 지니게 될 오리온을 음식료업종 탑픽으로 제시한다.

# Contents

---

<b>1. 랠리의 조건.</b>	<b>3</b>
(1) 랠리의 조건 Summary	3
(2) F&B 다시 한 번 랠리가 가능할까?	4
(3) 랠리의 조건 1. Price	6
(4) 랠리의 조건 2. Quantity	9
(5) 랠리의 조건 3. Cost	12
(6) 랠리의 조건 4. Momentum	15
<b>2. 개별 산업 분석</b>	
(1) 빙과 / 유제품 산업	21
(2) 라면산업 - 눈에 띄는 P의 개선	26
(3) 주류 산업 - 모멘텀은 맥주보단 소주	30
(4) 음료 산업 - P, Q가 가장 이상적인 산업	36
(5) 제과 산업 - P가 이끌어가는 성장	40
(6) 양계 산업 - 긍정적인 2017년 수급 상황, 문제는 2018년	44
<b>3. 개별 기업 분석.</b>	
(1) CJ제일제당	51
(2) 농심	56
(3) 오리온	60

## 랠리(Rally)의 조건

### Summary

#### P, C는 충족. Q, M은 다소 떨어지는 상황

P(Price) : 1, 2 차 랠리의 시기와 유사한 상황이라 판단한다. 대통령이 바뀌는 시기에 통상적으로 식료품 CPI 증가율이 높았으며, 개별 산업적으로 보았을 때도 긍정적이다. 일부 업체가 과점화하고 있는 제품군들의 실질적인 가격 인상이 지속되고 있는 점도 긍정적이다. 전반적으로 낮은 수준이 계속 유지된 곡물가격이 다소 부담스러울 수 있으나, 최근의 원당가격 상승은 가격 인상의 빌미를 제공할 수 있을 것으로 판단한다.

Q(Quantity) : 내수 회복에 대한 기대감은 분명히 존재한다. 그러나 전년의 기저가 다소 부담스러우며, 개별 산업적으로 보았을 때도 시장 성장이 크게 나타날 만한 카테고리도 많아 보이지 않는다. 2016 년 식료품 내수출하지수는  $y-y +1.9%$  증가하면서 2012 년~2015 년 연평균 증가율  $+1.1%$  보다 높은 수치를 기록하였다. Q 측면에서 현 시점은 1, 2 차 랠리의 시기보다 매력적이지 않다. 그러나 정권교체 이후 내수 부양에 대한 기대감 정도는 가져볼 만 하다고 판단한다. 과거 데이터(대통령이 바뀌는 시기와 Q 와의 상관관계)와의 연관성은 떨어지지만, 최근 소비 지표의 회복 신호가 나타나고 있기 때문이다.

C(Cost) : 1, 2 차 랠리의 시기보다 낮은 수준으로 원가가 투입될 전망이다. 4 대 곡물 중 2016 년 기준 수입비중이 가장 높은 옥수수(45%)와 소맥(24%)가격이 10 년내 최저 수준이며 재고율은 최고 수준이다. 대두 또한 낮은 수준의 가격이 지속되고 있다. 원당 가격이 다소 부담스러우나 원당의 수입 비중(17%)을 감안하면, 전체적으로는 부담스럽지 않다.

M(Momentum) : 수출, 신제품, 중국, 식자재, 간편식 등 1, 2 차 랠리 때와 같은 새로운 모멘텀을 찾기는 쉽지 않아 보인다. 다만 개별 산업별로 살펴보면, 메가브랜드를 활용한 매출 확대, 발포주, 가향위터, 대중국 관련주들의 턴어라운드와 체질개선 등 정도의 모멘텀은 기대해 볼 수 있다. 1, 2 차 랠리의 모멘텀들은 회사의 새로운 성장동력이 되기도 하였고 큰 폭의 외형 성장과 수익성 개선을 이끌어내기도 하였다. 이를 감안하면, 현 시점에서 기대해 볼 수 있는 새로운 모멘텀들은 영향력이 다소 미미해 보인다.

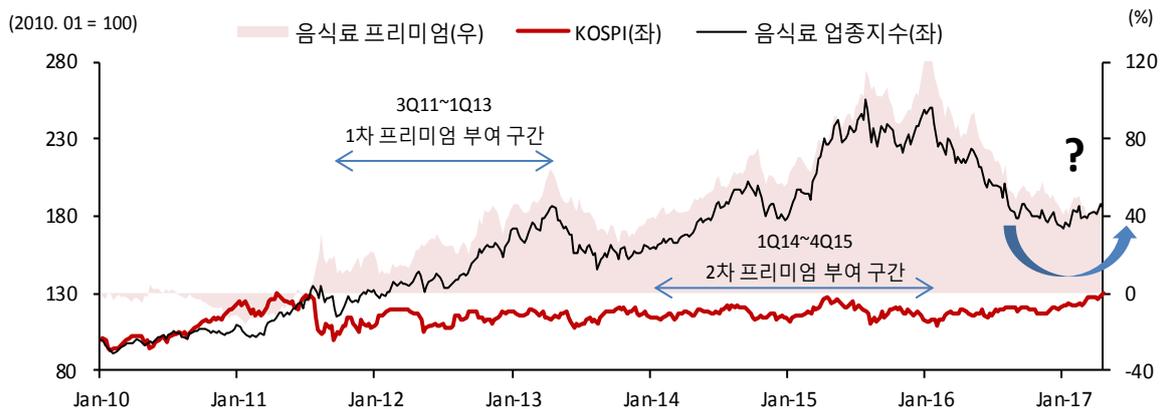
결과적으로 P, C는 음식료업종 랠리의 조건을 충족시키나, Q와 Momentum이 다소 떨어져 보인다. 따라서 네 가지 중 세 가지를 충족시킬 수 있는 산업군 및 기업으로의 투자가 현시점에 유효한 투자전략이라 판단한다. 당사는 세 가지를 충족시킬 수 있는 종합식품 회사인 CJ제일제당과 P, Q, C를 떠나 개별 모멘텀을 지니고 있는 오리온을 음식료업종 탐픽으로 제시한다.

## F&B

### 다시 한 번의 랠리가 가능할까?

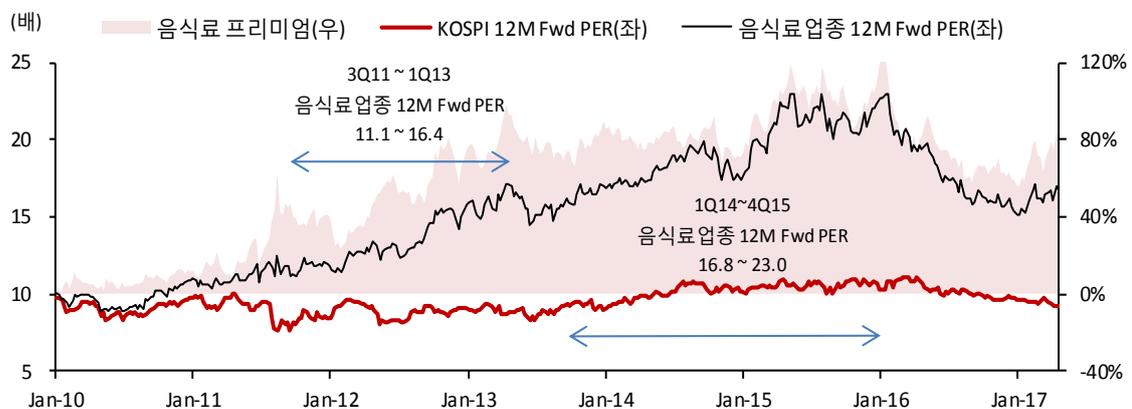
음식료업종은 2010년 이후 3Q11~1Q13, 1Q14~4Q15 까지 두 차례 랠리를 이어갔다. 4Q15 이후 장기간 쉬던 음식료업종 주가는 2017년 초부터 다시 반등의 기미를 보이고 있다. 현재 음식료업종은 1)장기 주가 하락에 따른 밸류에이션 매력 부각, 2)낮은 수준이 지속 유지되고 있는 곡물 가격과 긍정적인 재고 현황, 3)하반기 원화강세에 대한 기대감(당사 연말기준 원/달러 추정치 1,080 원, 4)정권교체 이후 내수 부양 기대감, 5)정권 교체 시기의 가격 인상 기대감이 존재하는 구간이다. 당사는 음식료업종이 프리미엄을 받았던 구간과 현 시점을 비교하여, 다시 한번 음식료업종이 랠리를 이어나갈 수 있을지를 점검하고자 한다.

음식료 업종지수와 KOSPI 추이



자료 : Quantwise, SK 증권

KOSPI, 음식료업종 12M Fwd PER 추이



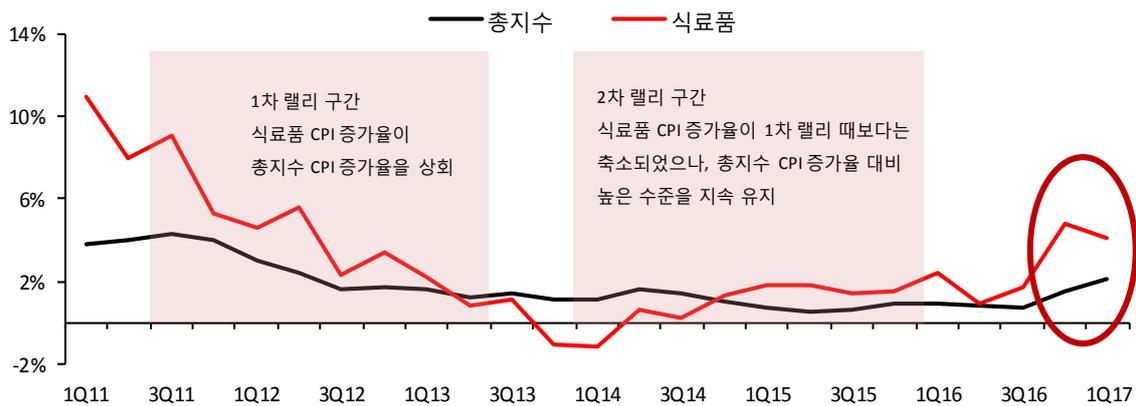
자료 : Quantwise, SK 증권

## 랠리의 조건 1. Price

### 식료품 CPI 증가율 > 총지수 CPI 증가율

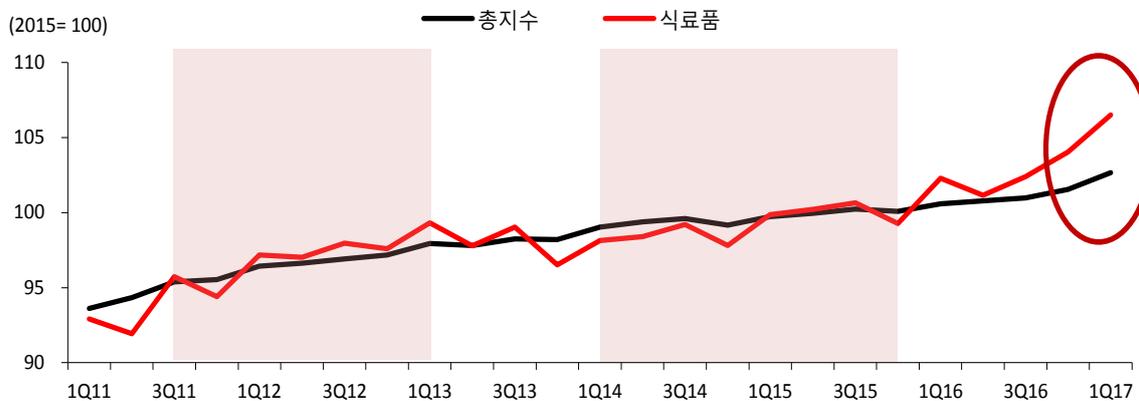
2010 년 이후 음식료업종이 프리미엄을 받은 구간을 3Q11~2Q13, 1Q14~4Q15 두 구간으로 분류하였다. 두 구간에서 공통적으로 나타나는 특징은 대부분 기간 동안 식료품 CPI 증가율이 총지수 CPI 증가율을 상회하였음을 알 수 있다. 1 차 랠리를 종료한 시점은 총지수 CPI 증가율과 식료품 CPI 증가율이 역전된 구간이었다. 1Q14 식료품 CPI 증가율이 y-y 마이너스 반전된 이후 식료품 CPI 증가율이 다시 우상향하면서 2 차 랠리가 시작되었고 결국 식료품 CPI 증가율은 다시 총지수 CPI 증가율을 상회하는 모습을 보였다. 즉, 식료품 CPI 증가율이 우상향하는 구간 혹은 총지수 CPI 증가율 보다 높은 경우가 음식료업종 프리미엄의 필요 조건이다.

총지수, 식료품 CPI-y 증가율 : 랠리의 필요 조건은 식료품 CPI 증가율 > 총지수 CPI 증가율



자료 : 통계청, SK 증권

총지수, 식료품 CPI

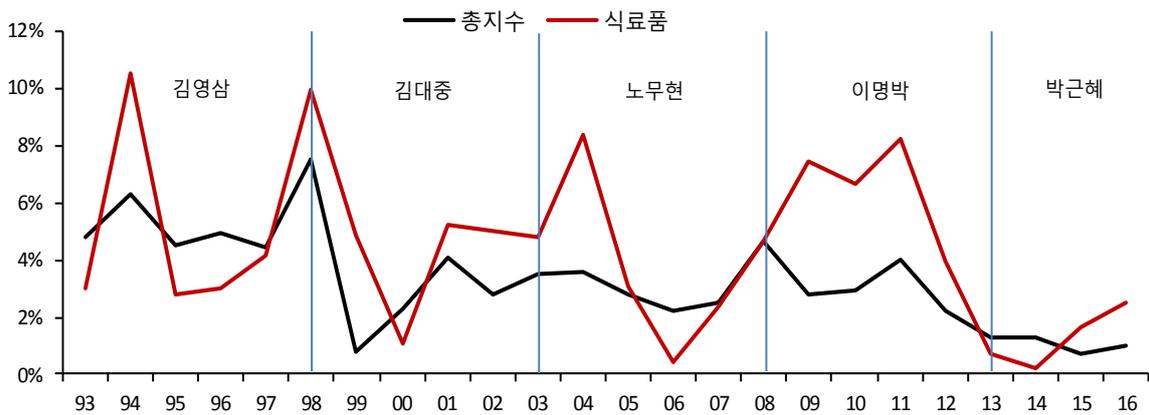


자료 : 통계청, SK 증권

### 대통령이 바뀌는 시기, 식료품 CPI 증가율 > 총지수 CPI 증가율

1998년 김대중 대통령이 취임했을 때부터 2013년 박근혜 대통령이 취임했을 때까지 대통령이 바뀐 해와 그 다음 해의 CPI를 살펴보면, 박근혜 대통령이 취임했을 때를 제외하고는 대통령이 바뀌던 해, 식료품 CPI 증가율이 총지수 CPI 증가율 보다 높게 나타났다. 새로운 대통령 취임 다음 해까지도 식료품 CPI 증가율이 총지수 CPI 증가율을 압도하는 모습을 보였다. 이는 대통령 선거가 있는 해에 식료품 가격 인상이 빈번하게 일어나기 때문으로 판단한다. 2017년 역시 대통령이 바뀌는 해로 식료품 CPI 증가율이 총지수 CPI 증가율을 상회할 수 있을 것이라는 기대감을 갖게 한다. 실제 1분기 식료품 CPI 증가율은 +4.1%로 총지수 CPI 증가율 +2.1%를 상회하였다.

총지수, 식료품 CPI-y 증가율 : 대통령이 바뀌는 시기 식료품 CPI 증가율 > 총지수 CPI 증가율



자료 : 통계청, SK 증권

## 이미 호조를 보인 1Q17, 개별적으로 보더라도 P의 모멘텀은 존재

제품 카테고리별로 살펴보아도 2017년 음식료업종의 가격인상 모멘텀은 2016년 대비 개선될 것으로 판단한다. 음료산업은 2016년말 코카콜라의 가격 인상 이후, 통상적으로 가격 인상에 동조하던 롯데칠성이 아직까지 가격 인상을 하지 않은 상황이다. 롯데칠성의 가격 인상 가능성이 존재하며, 코카콜라의 가격 인상분 역시 2017년에 온기로 반영된다. 아이스크림산업의 경우 2016년 3월~4월 1위~3위 사업자가 모두 가격을 올렸으나, 실질적인 가격 인상은 아이스크림 가격표시제가 시행된 8월부터 반영되었다. 아이스크림 역시 가격인상이 2017년에 온기로 반영된다. 라면산업은 2016년말 농심이 가격인상을 한 이후 경쟁사들의 가격 인상이 없어서 실질적인 가격인상 효과를 볼 수 없었지만, 2017년 5월 삼양식품이 가격 인상을 선언함에 따라 가격 인상 효과가 나타날 것이다. 이외 종합식품 업체들 또한 2017년 1월부터 업체별로 과점화하고 있는 제품들의 가격을 선제적으로 인상하기 시작하였다. 2017년 1월 동원 F&B가 참치 캔류 가격 인상을 하였으며, CJ 제일제당, 롯데푸드가 식용유류의 가격을 인상하였다. 이러한 부분들은 실제 CPI에 반영되었으며, 앞서 언급한 것과 같이 2017년 1분기 식료품 CPI는  $y-y +4.1\%$  상승하였다.

총지수, 식료품 소비자물가지수

(2015 = 100)

	2012	2013	2014	2015	2016	1Q16	1Q17	y-y %
총지수	96.8	98.0	99.3	100.0	101.0	100.6	102.7	2.1%
식료품	97.4	98.2	98.4	100.0	102.5	102.3	106.5	4.1%
빵및곡물	95.6	99.8	100.5	100.0	98.1	98.9	97.2	-1.7%
우유치즈및계란	90.5	93.8	99.9	100.0	97.9	98.6	108.4	10.0%
식용유지	96.1	98.5	101.0	100.0	100.3	101.4	99.8	-1.5%
과자빙과류및당류	87.6	91.1	98.5	100.0	99.0	99.4	101.1	1.8%
기타식료품	101.7	99.1	97.5	100.0	100.0	100.0	100.0	0.1%
비주류음료	94.7	97.1	98.2	100.0	99.8	100.2	100.0	-0.2%
주류	94.7	99.1	99.2	100.0	102.2	101.9	105.9	3.9%

자료 : 통계청, SK 증권

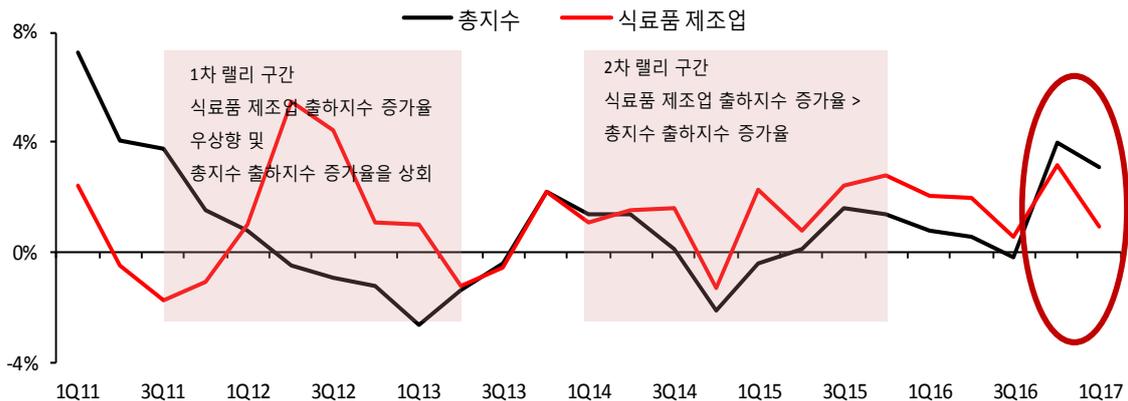
## 랠리의 조건 2. Quantity

### 식료품 내수출하지수 증가율 > 총지수 내수출하지수 증가율

음식료업종 1차 랠리를 이어나간 3Q11~1Q13은 식료품 제조업 출하지수의 y-y 증가율이 바닥을 찍고 우상향하는 구간이었다. 1Q12 이후로는 총지수 출하지수 증가율이 y-y (-)반전된 반면 식료품 제조업 출하지수 증가율은 지속적으로 y-y (+)를 기록하였다. 2Q13 식료품 제조업 출하지수 마저 y-y (-)반전되면서 음식료업종은 1차 랠리를 종료하였다. 1Q14~4Q15 2년간의 음식료업종 2차 랠리를 이어나간 구간에서는 식료품 제조업 출하지수 증가율이 총지수 증가율보다 지속적으로 높게 나타났다.

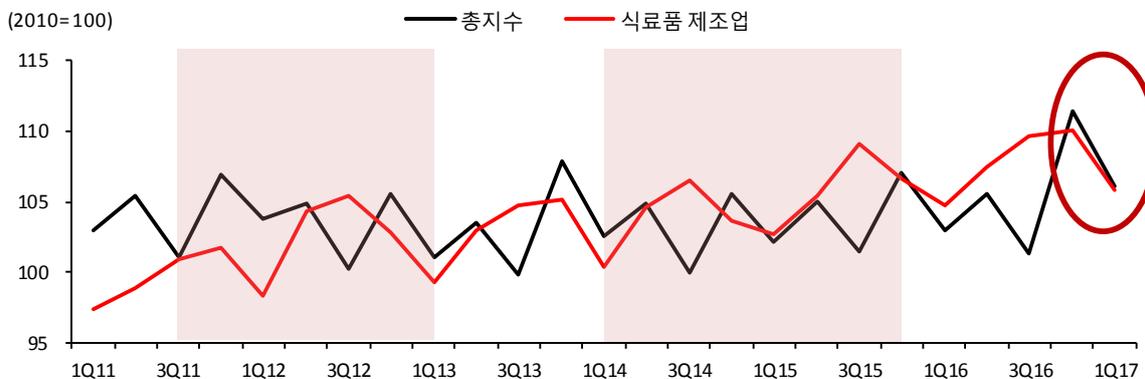
결과적으로 식료품 제조업 출하지수가 총지수 출하지수 증가율보다 높거나, y-y 마이너스에서 플러스로 구조적으로 반전될 수 있는 상황이 음식료업종 랠리의 필요조건이라 할 수 있다. 다시 말해, 음식료업종 랠리에는 Q의 성장이 동반되어야 한다.

총지수, 식료품제조업 출하지수 y-y 증감률 : 랠리의 필요조건은 식료품 제조업 출하지수 y-y % > 총지수 출하지수 y-y %



자료 : 통계청, SK 증권

총지수, 식료품제조업 출하지수(원지수)

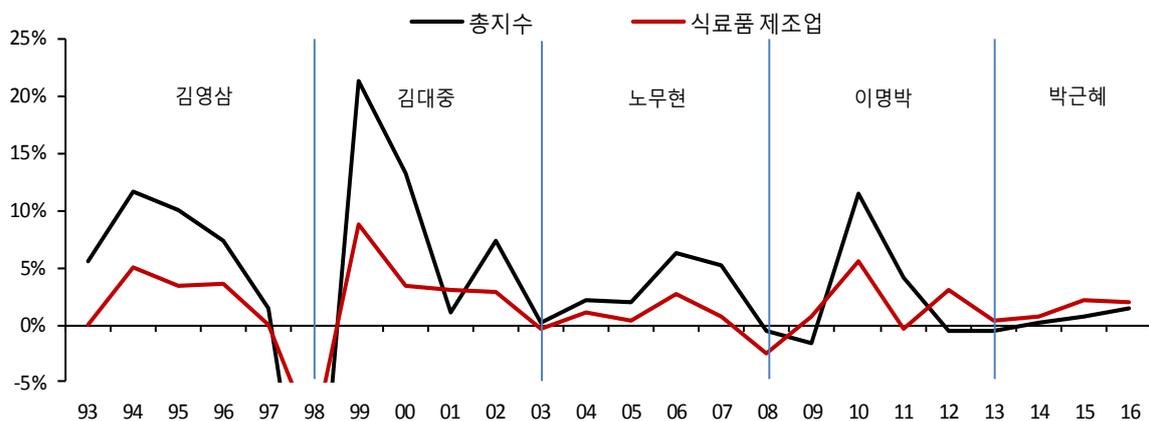


자료 : 통계청, SK 증권

## 대통령이 바뀌는 시기라고 특별히 Q가 증가하지는 않았다

식료품 CPI와는 다르게 대통령이 바뀌는 시기라고 해서 식료품 제조업의 출하지수가 특별한 방향성을 보이지는 않았다. 오히려 대통령이 바뀌는 해 식료품 제조업 출하지수의 y-y 증감률은 마이너스 혹은 Zero에 가까운 수치를 보였다. 2017년 역시 Q의 모멘텀을 크게 기대하기는 힘든 상황이라 판단한다. 1Q17 역시 총지수 출하지수는 y-y +3.1% 증가한 106.1을 기록한 반면, 식료품 제조업 출하지수는 y-y +1.0% 증가한 103.8에 그쳤다.

총지수, 식료품 제조업 출하지수 y-y 증감률 : 대통령이 바뀌는 시기에 오히려 Q는 부정적



자료 : 통계청, SK 증권

## 제품 카테고리별로 보아도 다소 약해보이는 Q의 모멘텀

제품 카테고리별로 살펴봐도 2017년 음식료업종의 Q의 모멘텀은 다소 약해보인다. 식료품제조업 내수출하지수는 2016년 +1.9% 증가하면서 2012년~2015년 연평균 증가율 +1.1% 보다 높은 수치를 기록하였다. 음료제조업 내수출하지수 역시 2016년 y-y +3.7% 증가하면서 2012년~2015년 연평균 증가율 +1.1% 보다 높은 수치를 기록하였다. 식료품제조업, 음료제조업에서 내수량을 알 수 있는 품목은 총 36 항목인데 전체 36 항목 중 20개 항목의 2016년 내수량 증가율이 2012년~2015년 연평균 증가율 대비 높았다.

기저효과 만으로 보았을 때, Q의 성장이 가능한 회사는 장류, 소스류, 유지류, 냉동조리식품, 밀가루, 전분 등을 생산하는 종합식품 회사이다. 이외 꾸준히 Q의 성장을 지속해나간다는 측면에서 음료산업 역시 안정적인 Q의 성장이 가능할 것이다.

내수출하지수(원지수) 및 식료품 내수량 추이

(적색 표시가 12~15년 대비 16년 증가율이 높았던 항목)

항목	2012	2013	2014	2015	2016	2016 y-y %	2012~2015 CAGR %	
출하지수	총지수	103.6	103.1	103.2	103.9	105.3	1.3%	0.1%
2010=100	식료품 제조업	102.7	103.1	103.8	106.0	108.0	1.9%	1.1%
	음료 제조업	106.6	107.1	107.9	110.3	114.4	3.7%	1.1%
내수량	햄 (M/T)	111,518	103,369	103,601	101,605	108,269	6.6%	-3.1%
	소시지(축육) (M/T)	69,636	72,890	80,256	82,010	88,486	7.9%	5.6%
	수산물통조림 (M/T)	68,708	65,785	69,800	74,815	74,388	-0.6%	2.9%
	농산물통조림 (M/T)	18,047	14,772	18,241	19,520	19,672	0.8%	2.6%
	참기름 (kℓ)	14,048	11,419	10,074	11,882	12,935	8.9%	-5.4%
	대두유(식용) (kℓ)	406,831	381,448	413,072	474,296	485,895	2.4%	5.2%
	옥수수유 (kℓ)	37,244	39,721	45,045	44,043	40,621	-7.8%	5.7%
	시유 (kℓ)	1,702,300	1,701,478	1,673,286	1,591,377	1,594,624	0.2%	-2.2%
	분유 (M/T)	20,366	20,510	19,381	19,973	15,969	-20.0%	-0.6%
	유산균발효유 (kℓ)	525,837	550,962	500,152	496,024	493,892	-0.4%	-1.9%
	치즈 (kg)	44,663,833	54,410,720	58,861,586	58,747,156	59,213,419	0.8%	9.6%
	아이스크림류 (M/T)	366,483	370,406	356,157	302,502	294,600	-2.6%	-6.2%
	밀가루 (M/T)	1,863,207	1,835,147	1,891,020	1,946,354	1,971,160	1.3%	1.5%
	프리믹스 (M/T)	140,380	144,769	154,493	167,566	168,177	0.4%	6.1%
	전분 (M/T)	329,359	355,955	381,408	417,440	421,920	1.1%	8.2%
	물엿 (M/T)	387,052	395,854	353,954	364,743	362,843	-0.5%	-2.0%
	과당 (M/T)	394,299	370,269	325,184	340,986	348,192	2.1%	-4.7%
	빵밋케이크 (M/T)	419,598	407,877	386,768	378,124	381,721	1.0%	-3.4%
	설탕과자 (M/T)	120,292	114,138	112,406	135,675	145,905	7.5%	4.1%
	건과자및스낵류 (M/T)	261,133	253,530	268,328	263,143	257,283	-2.2%	0.3%
	라면류 (M/T)	456,813	469,150	466,882	488,986	527,928	8.0%	2.3%
	혼합조미료 (M/T)	48,086	50,223	46,675	48,063	48,252	0.4%	0.0%
	마요네즈 (M/T)	54,705	52,529	55,791	59,290	59,978	1.2%	2.7%
	케첩 (M/T)	52,071	47,144	46,791	51,368	50,506	-1.7%	-0.5%
	간장 (kℓ)	173,830	176,799	184,076	197,492	197,714	0.1%	4.3%
	고추장 (M/T)	136,279	125,307	125,593	131,787	127,068	-3.6%	-1.1%
	커피크리머 (M/T)	42,603	30,091	29,181	31,316	35,165	12.3%	-9.8%
	커피 (M/T)	17,530	16,674	18,396	17,511	18,863	7.7%	0.0%
	냉동조리식품 (M/T)	302,166	328,592	354,362	389,890	411,576	5.6%	8.9%
	레토르트식품 (M/T)	94,405	83,469	86,040	91,727	106,826	16.5%	-1.0%
	생수 (kℓ)	1,980,303	2,172,422	2,475,290	2,702,144	2,972,276	10.0%	10.9%
	탄산음료 (kℓ)	1,327,674	1,429,569	1,471,991	1,561,504	1,741,384	11.5%	5.6%
과즙음료 (kℓ)	795,722	749,873	602,041	619,015	592,206	-4.3%	-8.0%	
두유 (kℓ)	248,030	255,378	239,091	245,378	251,071	2.3%	-0.4%	
커피음료 (kℓ)	296,698	309,572	349,162	353,788	396,868	12.2%	6.0%	
혼합음료 (kℓ)	788,182	761,129	772,677	761,234	883,159	16.0%	-1.2%	

자료 : 통계청, SK 증권

## 랠리의 조건 3. Cost

### Cost 는 두 차례 랠리를 이어나간 시기보다 유리한 상황

결론부터 이야기하면, Cost 는 두 차례 랠리를 이어나갔던 3Q11~1Q13, 1Q14~4Q15 의 상황 대비 다소 유리해 보인다. 소맥, 옥수수, 대두의 17년 1월~4월 평균 가격이 두 차례 랠리를 이어나갔던 시기의 평균 가격보다 이미 낮은 수준이다. 소맥, 옥수수의 경우는 재고율 또한 최근 10년내 사상 최고 수준에 있어 현재의 낮은 가격이 당분간 지속 유지될 전망이다. 대두 또한 재고율이 다시 올라오고 있는 구간이다. 원당 가격은 과거 두 차례 랠리를 이어나간 기간의 평균 가격보다 다소 높은 수준이나, 원당의 4대 곡물 내 수입비중은 2016년 기준 17%에 불과하다. 원달러 환율은 현재 1, 2차 랠리 시기보다 다소 불리하지만, 당사는 하반기 원화강세를 전망하고 있으며 연말기준 당사 추정치는 1,080 원이다.

#### 1,2차 랠리시기의 평균, 최고, 최저 곡물가격 및 원/달러 환율

	1차랠리시기								2차랠리시기								1Q17	17.04
	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15		
<b>밀 (센트/부셸)</b>	3Q11~2Q13 Average = 717.1								1Q14~4Q15 Average = 547.8									
평균	688.4	615.0	642.8	641.0	871.3	845.1	737.9	695.1	616.4	652.4	528.3	556.0	523.2	503.5	510.6	492.3	429.6	420.1
최고	717.4	626.6	649.2	655.9	876.9	866.7	768.3	699.1	679.0	682.7	546.4	614.9	543.6	518.9	546.9	507.0	437.5	420.1
최저	668.7	606.0	630.5	630.9	860.9	807.2	710.5	687.8	574.3	592.1	500.2	511.2	508.6	490.0	486.0	474.4	424.1	420.1
<b>옥수수 (센트/부셸)</b>	3Q11~2Q13 Average = 683.6								1Q14~4Q15 Average = 396.3									
평균	695.5	620.4	640.7	618.0	781.4	736.1	716.0	660.8	452.3	479.2	359.4	372.8	384.9	365.9	382.6	372.9	364.6	363.0
최고	713.4	632.1	650.8	633.9	803.6	750.1	726.3	671.6	482.4	502.2	383.3	395.8	388.1	373.9	406.4	383.1	369.2	363.0
최저	683.8	602.0	630.9	603.2	763.3	717.9	707.0	648.5	427.3	446.7	335.4	349.4	382.9	359.3	367.7	366.3	362.8	363.0
<b>대두 (센트/부셸)</b>	3Q11~2Q13 Average = 1413.1								1Q14~4Q15 Average = 1095.7									
평균	1355.5	1174.7	1269.7	1426.7	1676.1	1481.8	1450.1	1469.8	1356.1	1470.8	1147.6	1009.3	990.5	965.0	946.1	879.8	1022.0	946.8
최고	1365.8	1213.9	1350.7	1440.9	1695.3	1539.1	1459.8	1524.5	1420.6	1489.2	1260.7	1032.4	1000.1	971.4	1013.4	891.1	1036.6	946.8
최저	1336.1	1143.2	1202.2	1417.8	1658.6	1450.7	1431.7	1409.2	1295.8	1437.0	1003.9	964.6	978.7	957.9	880.6	868.4	996.4	946.8
<b>원당 (센트/파운드)</b>	3Q11~2Q13 Average = 21.9								1Q14~4Q15 Average = 14.7									
평균	28.7	24.7	24.6	21.2	20.9	19.6	18.4	17.1	16.4	17.2	15.9	15.8	14.1	12.5	11.3	14.7	19.7	16.3
최고	29.5	26.3	24.9	23.0	22.8	20.4	18.7	17.7	17.6	17.5	17.2	16.5	15.1	12.9	11.9	15.0	20.5	16.3
최저	27.7	23.4	24.1	20.3	19.5	19.2	18.2	16.6	15.4	17.0	14.6	15.0	12.8	11.8	10.7	14.1	18.1	16.3
<b>원/달러환율</b>	3Q11~2Q13 Average = 1118.0								1Q14~4Q15 Average = 1092.2									
평균	1085.0	1145.1	1130.9	1152.2	1132.7	1089.7	1085.3	1122.9	1069.4	1028.9	1026.6	1087.1	1100.7	1096.8	1170.8	1157.1	1153.1	1133.6
최고	1192.9	1196.9	1163.7	1185.4	1151.4	1115.4	1119.3	1161.2	1084.7	1058.7	1055.2	1117.6	1131.7	1125.2	1204.0	1184.8	1208.3	1145.9
최저	1050.0	1104.9	1115.6	1121.9	1111.4	1064.4	1054.7	1086.6	1050.3	1011.8	1008.6	1047.3	1077.2	1068.5	1117.6	1121.1	1113.0	1115.4

자료: Bloomberg, USDA, SK 증권

소맥 재고율 및 가격 추이



자료: USDA, Bloomberg, SK 증권

옥수수 재고율 및 가격 추이



자료: USDA, Bloomberg, SK 증권

대두 재고율 및 가격 추이



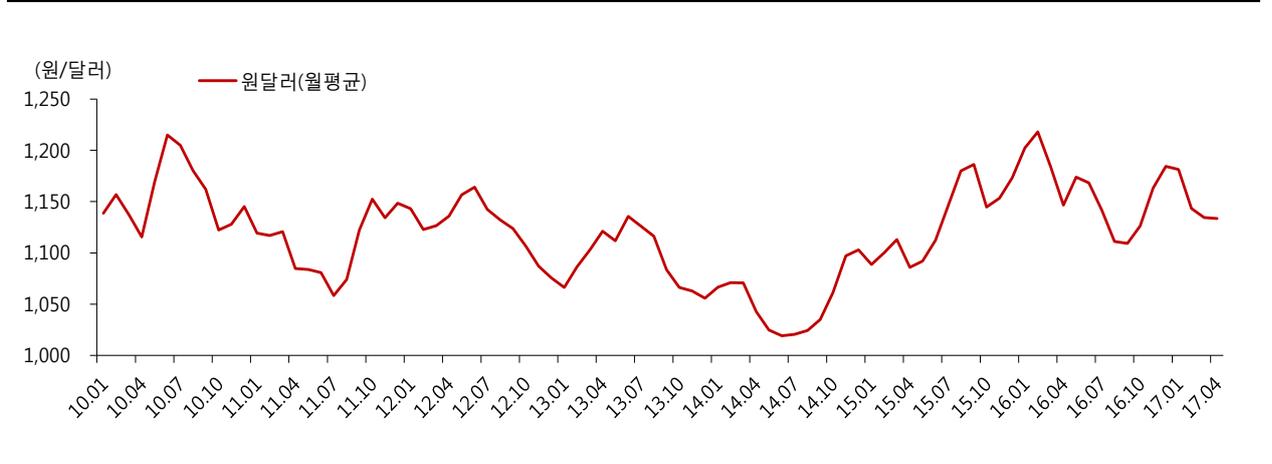
자료: USDA, Bloomberg, SK 증권

원당 재고율 및 가격 추이



자료: USDA, Bloomberg, SK 증권

원/달러 환율 추이



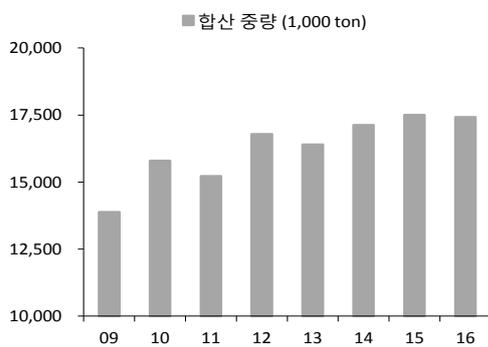
자료: Bloomberg, SK 증권

### 2016년 기준 4대 곡물 수입액 비중 옥수수 >> 밀 > 원당 > 대두

글로벌 곡물가격의 하락은 우리나라의 곡물 수입액 하락으로 연결되었다. 물론 곡물에 대한 총수요가 줄지 않았기에 총 곡물 수입량은 감소하지 않았다. 2016년 대두(hs code 1201), 밀(hs code 1001), 옥수수(hs code 1005), 원당(hs code 1701)을 합산한 수입증량은 17.4 백만 ton으로 2013년의 수입증량 16.4 백만 ton 대비 +6.3% 증가하였다. 반면 동기간 수입액은 -28.6% 하락하였다.

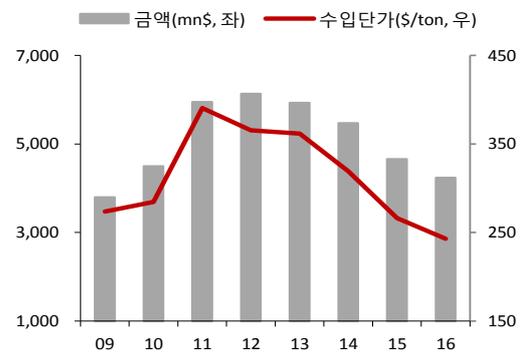
2016년 기준 4대 곡물의 수입액 기준 비중은 옥수수 45%, 밀 24%, 원당 17%, 대두 14%로 옥수수와 밀이 차지하는 비중이 절대적이다. 현재 옥수수와 소맥의 재고율은 최근 10년내 최고 수준이며, 가격은 최근 10년내 최저 수준이다. 원당과 대두가격 또한 부담없는 수준으로 현재의 'Cost' 요인은 1차, 2차 랠리를 이어나갈 당시보다 오히려 나은 수준이라 판단한다.

대두, 밀, 옥수수, 원당 수입 증량 : 수입 증량은 줄지 않음



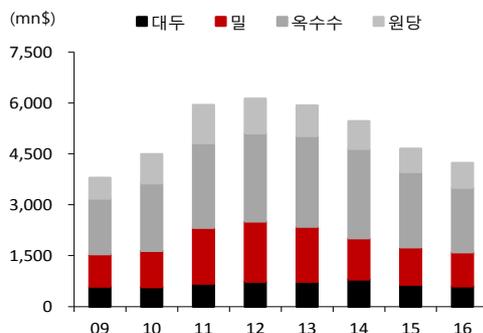
자료 : Kita, SK 증권

대두, 밀, 옥수수, 원당 수입액 및 수입단가 : 지속 하락세



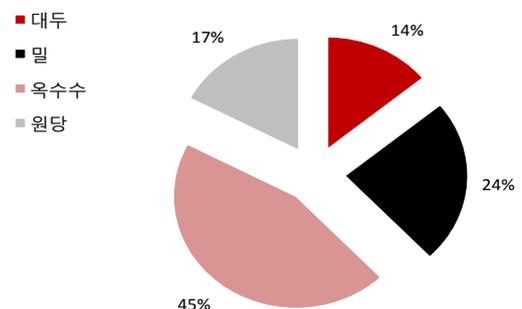
자료 : Kita, SK 증권

2009년~2016년 4대 곡물 수입액 추이



자료 : Kita, SK 증권

2016년 기준 4대 곡물 수입 비중



자료 : Kita, SK 증권

## 랠리의 조건 4. Momentum

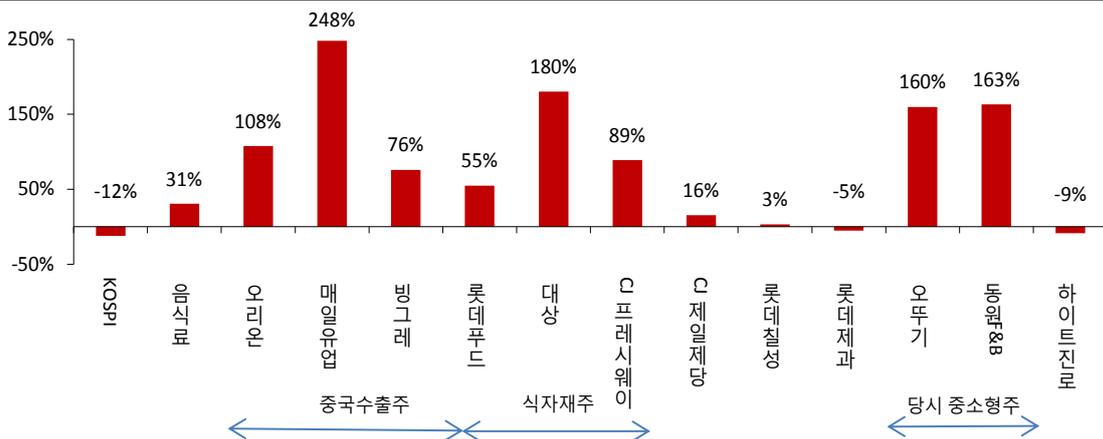
### 1 차 랠리의 모멘텀 : 중국, 식자재, 중소형주

P, Q, C 이외에도 음식료업종에 랠리를 이어나가기 위해서는 또다른 개별 모멘텀이 필요하다. 2010년 이후 두 번의 랠리에서도 마찬가지였다.

1차 랠리를 이어간 3Q11~2Q13 기간을 살펴보면, 2011년 먼저 오리온과 CJ 제일제당의 해외 성장성이 부각되었고 두 회사는 큰 폭의 이익 성장을 시현하였다. 또한 당시에는 연초부터 중순까지 곡물가공품에서부터 기호식품까지 가격 인상이 지속되었다. 식자재업체들의 성장성이 부각되는 시점이기도 하였다. 2012년에는 빙그레(바나나맛우유)와 매일유업(분유)의 중국 수출이 부각되었으며, 이와 함께 중국 익스포저가 가장 높은 오리온은 지속적으로 아웃퍼폼하는 모습을 보였다. 2013년 상반기에는 대형주가 실적 부진으로 다소 주춤하는 가운데 니치마켓, B2B 시장에서 입지를 다진 중소형업체들이 호조를 보이며, 랠리를 이어나갔다.

결국 1차 랠리의 중심에는 ‘중국모멘텀, 식자재업체들의 성장 잠재력 부각, 저평가되어 있던 중소형주들의 부각’이라는 추가적인 모멘텀들이 존재하였다.

3Q11 ~ 2Q13 주요 음식료업체 주가 수익률



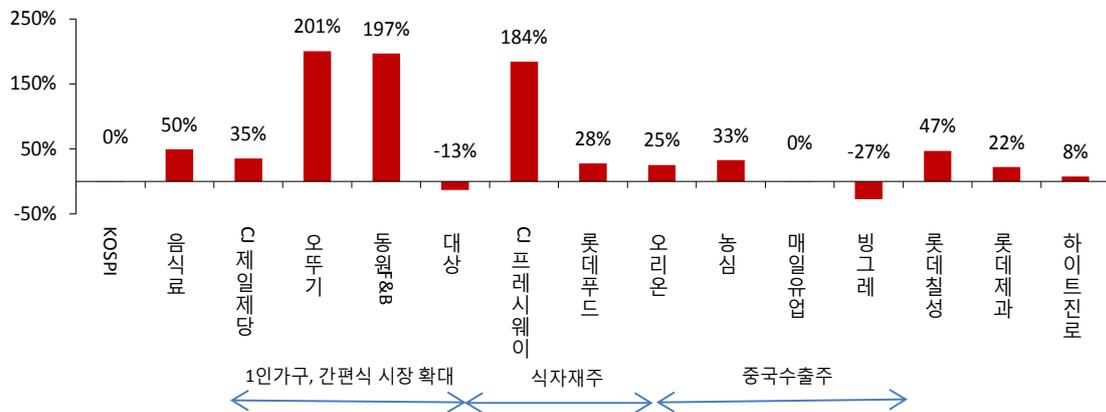
자료 : Quantwise, SK 증권

## 2 차 랠리의 모멘텀 : 1 인 가구, 간편식, 신제품

1Q14~4Q15 2 차 랠리 구간에는 P, Q, C 이외 1 인 가구의 증가, 간편식 시장의 확대, 수혜 기업들의 밸류에이션 리레이팅 그리고 빅히트를 친 신제품 모멘텀(허니버터칩 2014.08, 짜왕 2014.04, 과일소주 순하리 2015.03)이 2 차 랠리를 이끌어 나갔다.

오리온, 매일유업, 빙그레의 중국 모멘텀 약화에도 불구하고 간편식 사업의 절대 강자인 오투기가 상승을 주도해 나갔고 CJ 제일제당, 동원F&B 도 주가 호조세를 이어나갔다. 식자재 사업에 대한 기대감은 2 차 랠리 때도 유효하였다. 1 차 랠리와 다른 점은 업체간 차별화가 나타났다는 점이다. 대상의 경우는 1 인가구 수혜, 식자재 모멘텀 모두 가지고 있었으나, 지속되는 수익성 악화로 결국 1Q14~4Q15 기간 동안 마이너스 수익률을 기록하였다. 또한 1 차 랠리 때 중국 모멘텀을 근거로 큰 폭의 주가 상승률을 보였던 매일유업과 빙그레는 중국 수출 모멘텀 약화와 함께 업종 내에서 뒤쳐지는 수익률을 기록하였다.

1Q14 ~ 4Q15 주요 음식료업체 주가 수익률



자료 : Quantwise, SK 증권

### 3 차 랠리를 이어나갈 모멘텀은 무엇이 있을까?

3 차 랠리를 이끌기 위해서도 1 차, 2 차 랠리 때와 마찬가지로 P, Q, C 이외의 새로운 모멘텀이 있어야 한다. 음료 전체에서 완전히 새로운 모멘텀을 찾기는 쉽지 않아 보인다. 수출, 신제품, 중국, 식자재, 간편식 등 1, 2 차 랠리 때 다양하고 새로운 모멘텀들이 제시되었다. 현 시점에서 음료업종에 P, Q, C 를 제외한 새로운 모멘텀이 될 만한 요인들이 무엇이 있을까?

기호식품(제과, 음료, 빙과) : 여전히 메가 히트를 칠 수 있는 신제품을 기대하지만, 과거 허니버터칩 열풍 때만큼의 주가 상승을 일으키기는 쉽지 않을 것이다. 과일소주, 허니버터칩, 짜왕 등의 신제품 모멘텀은 시간이 지나면서 소멸된다는 것을 많은 투자자들이 눈으로 확인했기 때문이다.

최근 당사가 주목해서 보는 것은 ‘메가브랜드를 활용한 매출 확대’이다. 오리온은 2016년 바나나맛, 녹차맛 초코파이를 출시하면서 국내 초코파이 매출액이 y-y +37% 증가한 1,400 억원을 시현하였다. 2017년 역시 딸기맛 초코파이를 출시하며, 제품 익스텐션을 이어나갈 전망이다. 빙그레는 옐로우 카페, 다른 산업과의 협업을 통한 화장품 출시 등 마케팅을 다양화하면서 2016년 바나나맛우유 매출액 1,900 억원 (y-y +10% 이상)을 시현하였다. 기존 브랜드들을 활용한 신제품 출시는 다른 신제품 출시보다 투입 비용이 적게 들며, 마케팅 비용 또한 절감할 수 있는 장점이 있다. 2017년에도 제과, 음료, 빙과 시장에서 기존 메가브랜드를 활용한 매출 확대의 노력이 지속될 것이며, 이 안에서 또다른 히트제품이 나올 것으로 판단한다.

빙그레의 옐로우 카페



자료 : 언론자료, SK 증권

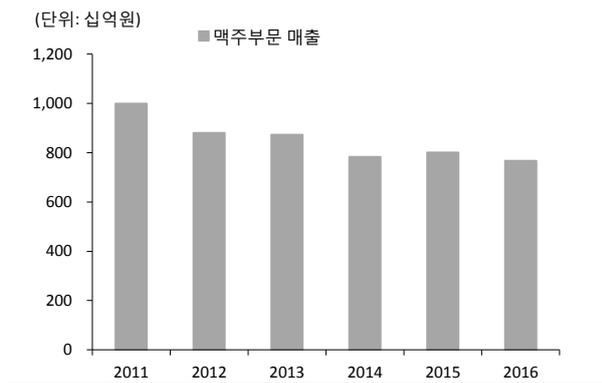
오리온의 딸기맛 초코파이



자료 : 언론자료, SK 증권

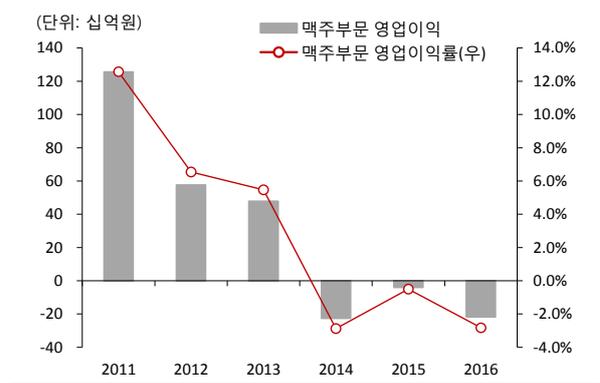
**주류시장** : 시장 전체적으로는 기쁠 수 있는 모멘텀이 아직은 없다. 다만, 업체별로는 개별 모멘텀이 될 수 있는 요인들이 있다. 하이트진로가 출시한 발포주 '필라이트'는 현재 하이트진로의 최대 과제인 '맥주 공장 가동률'을 높여줄 수 있는 제품이다. 맥주와 유사한 맛을 구현해 내지만, 출고가는 맥주의 약 60% 수준에 불과하다(필라이트 355ml 출고가 717 원, 하이트 355ml 출고가 1,239 원). 발포주는 기타주류로 분류되어 상대적으로 낮은 세금이 부과되어 필라이트는 소위 말하는 가성비(가격 대비 성능비)를 갖추었다. 현재 일본의 맥주/발포주 시장은 제 3맥주가 35.5%, 발포주가 13.7%를 차지하고 있다. 일본의 사례를 감안하면, 국내 맥주제조사에 의해서 처음 출시된 발포주는 충분히 가능성이 있다고 판단하며 매출 추이를 반드시 지켜볼 필요가 있다.

**하이트진로 맥주부문 매출액 추이**



자료: 전자공시, SK 증권

**하이트진로 영업이익 및 영업이익률 추이**



자료: 전자공시, SK 증권

**하이트진로 필라이트 만원에 12개**



자료 : 하이트진로, SK 증권

**하이트진로 필라이트, 발포주란 무엇인가?**

**일본 맥주/발포주 시장 변화**



자료 : 뉴데일리, SK 증권

음료시장 : 아직 생각보다 가향워터( '0' 혹은 아주 낮은 수준의 칼로리이지만 향이 나는 물) 시장이 확대되지 않았다. 눈에 띄는 신제품도 없었다. 저염, 저당에 대한 선호도가 높아지고 있는 웰빙트렌드를 감안 시 분명히 성장할 수 있는 시장이라 판단한다. 2016 년 기준 음료 시장(커피, 생수, 탄산수, 탄산음료, 주스) 규모는 약 3 조 6,500 억 원 수정으로 추정되는데, 생수가 약 7,400 억원, 탄산수가 약 860 억원 수준이다. 가향 워터 시장이 탄산수 정도의 시장을 형성한다고 가정하면, 실제 음료 회사의 매출에 기여도는 크지 않을 수 있지만, 통상적으로 물에 가까울수록 마진율이 좋아짐을 감안 할 때 일정 수준의 매출 이상에서는 음료회사 이익 개선에 기여할 수 있을 것으로 판단한다.

대중국 관련주 : 중국시장은 전화위복의 기회가 될 수 있다. 예를 들면 오리온이다. 2017 년 상반기 사드관련 중국의 대한국 제재로 오리온의 중국 사업이 부진한 상황이다. 통상적으로 전체 매대에 20%를 차지하는 행사 매대(매출비중은 30% 이상)에 제품 진열이 힘든 상황이며, 제품에 대한 프로모션 역시 어려운 상황이다. 이와 함께 유통업체들이 오리온 제품에 대한 반쯤까지도 요구하고 있는 상황이다.

최근 2 년동안 오리온의 중국사업은 제과 시장 MS 정체, 제품 차별성 하락, 신제품 출시 지연 등의 문제를 겪었다. 금번 일을 계기로 제품 라인업 재정비, 차별화된 신제품들의 빠른 출시 그리고 중국 현지 인력의 재정비를 통해서 회사는 체질 개선을 할 수 있을 것이다. 이와 함께 중국 이외의 시장을 적극적으로 공략하는 계기도 될 수 있을 것이다.

## 밸리의 조건 : P, C 는 충족, Q, M 은 다소 아쉬운 상황

### P, Q, C 상황을 감안한 탑픽은 CJ제일제당

P(Price) : 1, 2 차 밸리의 시기와 유사한 상황이라 판단한다. 대통령이 바뀌는 시기에 통상적으로 식료품 CPI 증가율이 높았으며, 개별 산업적으로 보았을 때도 긍정적이다. 일부 업체가 과점화하고 있는 제품군들의 실질적인 가격 인상이 지속되고 있는 점도 긍정적이다. 전반적으로 낮은 수준이 유지된 곡물가격이 다소 부담스러울 수 있으나, 최근의 원당가격 상승은 가격 인상의 빌미를 제공할 수 있을 것으로 판단한다.

Q(Quantity) : 내수 회복에 대한 기대감은 분명히 존재한다. 그러나 전년의 기저가 다소 부담스러우며, 개별 산업적으로 보았을 때도 시장 성장이 크게 나타날 만한 카테고리가 많아 보이지 않는다. 2016 년 식료품 내수출하지수는  $y-y +1.9%$  증가하면서 2012 년~2015 년 연평균 증가율  $+1.1%$  보다 높은 수치를 기록하였다. Q 측면에서 현 시점은 1, 2 차 밸리의 시기보다 매력적이지 않다. 그러나 권권교체 이후 내수 부양에 대한 기대감 정도는 가져볼 만 하다고 판단한다. 과거 데이터(대통령이 바뀌는 시기와 Q 와의 상관관계)와의 연관성은 떨어지지만, 최근 소비 지표의 회복 신호가 나타나고 있기 때문이다.

C(Cost) : 1, 2 차 밸리의 시기보다 낮은 수준으로 원가가 투입될 전망이다. 4 대 곡물 중 2016 년 기준 수입비중이 가장 높은 옥수수(45%)와 소맥(24%) 가격이 10 년내 최저 수준이며 재고율은 최고 수준이다. 대두 또한 낮은 수준의 가격이 지속되고 있다. 원당 가격이 다소 부담스러우나 원당의 수입 비중(17%)을 감안하면, 전체적으로는 부담스럽지 않다.

M(Momentum) : 수출, 신제품, 중국, 식자재, 간편식 등 1, 2 차밸리 때와 같은 새로운 모멘텀을 찾기는 쉽지 않아 보인다. 다만 개별 산업별로 살펴보면, 메가브랜드를 활용한 매출 확대, 발포주, 가향위터, 대중국 관련주들의 턴어라운드와 체질개선 등 정도의 모멘텀은 기대해 볼 수 있다. 1, 2 차 밸리의 모멘텀들은 회사의 새로운 성장동력이 되기도 하였고 큰 폭의 외형 성장과 수익성 개선을 이끌어내기도 하였다. 이를 감안하면, 현 시점에서 기대해 볼 수 있는 새로운 모멘텀들은 영향력이 다소 미미해 보인다.

종합식품회사는 P 측면에서는 시기적으로 식료품 CPI 증가율 상승에 따른 기대감을 가져볼 수 있으며, 실제 개별 산업적으로도 과점화된 제품군을 중심으로 가격 인상이 나타나고 있다. Q 측면에서는 Base 가 가장 부담이 없으며, CJ 제일제당의 경우는 대부분 카테고리에서 점유율을 확대해 나가고 있다. C 는 종합식품회사가 수혜를 가장 크게 받을 수 있는 여건이 형성되고 있다. 밸리의 조건, P, Q, C 측면에서 종합식품회사인 CJ 제일제당을 추천하며, 음식료업종 탑픽으로 제시한다.

## 개별 산업 분석

빙과, 유제품, 제과, 라면, 주류(소주/맥주), 음료, 양계산업의 이익 결정 요소들을 점검해보고 2017년 하반기를 전망해 보고자 한다.

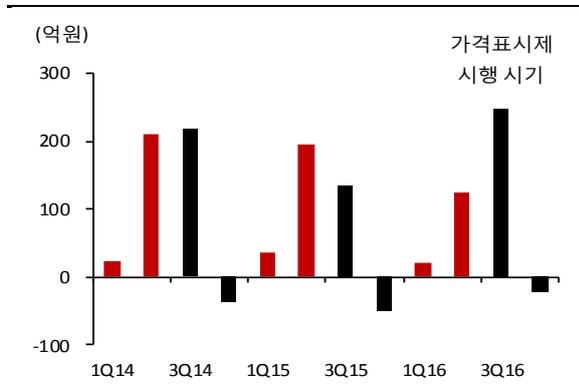
## 빙과 & 유제품 산업

### 아이스크림, 7년만에 제값 받는 아이스크림

아이스크림은 2010년 7월 제조업체가 정하는 권장소비자가격을 폐지하고 최종 판매업자가 가격을 정하는 제도인 '오픈 프라이스'가 도입되었었다. 하지만, 2011년 6월 이 제도는 유통채널별로 가격 편차가 크게 난다는 이유 등으로 폐지되었고 아이스크림 제조업체들은 다시 포장지에 '권장소비자가격'을 찍어서 출고할 수 있게 되었다. 그럼에도 불구하고 유통업계의 반발과 아이스크림 시장의 경쟁과열로 아이스크림 업체들은 가격을 표시하지 않았다. 2013~2014년 아이스크림 업체들은 가격정찰제 도입을 시도하였으나, 제대로 시행되지 못하였다.

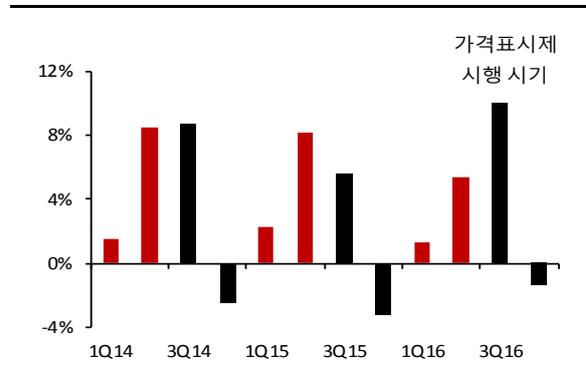
결국 아이스크림 시장은 2013년을 기점으로 지속 축소되었고 경쟁 과열 구도 또한 지속되었다. 이에 따라 아이스크림 업체들의 손익이 악화 되었고 2016년 8월 아이스크림 제조업체들은 다시 가격표시제(매출비중이 가장 높은 바형 아이스크림)를 실시하였다. 이는 실제 아이스크림 업체들의 ASP 상승으로 이어졌으며, 일부 업체들은 2016년 3분기부터 큰 폭의 실적 개선세를 시현하였다. 전체 매출액에서 아이스크림의 비중이 가장 높은 빙그레는 2016년 하반기 매출액 4,127억원으로 y-y +3.3%, 영업이익 225억원 y-y +167.5%의 성장을 시현하였으며, 하반기 영업이익률 5.5%p로 y-y +3.4%p 개선되는 호조를 보였다. 2017년 아이스크림업체들은 가격표시제 확대 및 중고가 세그먼트 제품 출시 확대에 따른 ASP 상승효과를 누릴 전망이다.

빙그레 분기별 매출액과 y-y 증감률



자료 : 전자공시, SK 증권

빙그레 분기별 영업이익률

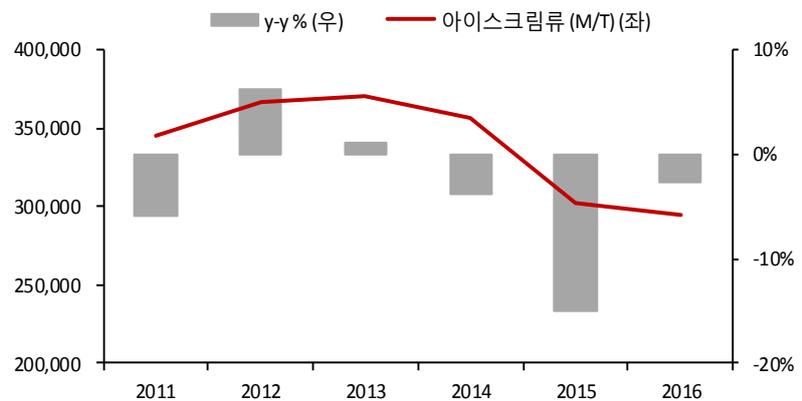


자료 : 전자공시, SK 증권

## 아이스크림, 지속되는 Q의 감소세. 그러나 그 폭은 완화

아이스크림의 내수량은 2012년, 2013년 y-y (+)를 기록한 이후 3년간 역성장을 지속하고 있다. 2015년의 경우는 기저효과에 대한 기대감(2014년 여름철 아이스크림 판매에 비우호적인 날씨가 지속되었음)이 존재하였음에도 불구하고 아이스크림 내수량은 오히려 y-y -15.1% 감소하였다. 아이스크림이 저가 경쟁을 지속하고 있었음에도 불구하고 테이크 아웃 음료 시장, 커피 전문점의 확대로 아이스크림 시장이 축소된 것이다. 2016년에도 아이스크림 내수량은 y-y -2.6% 감소하였다. 2017년 역시 아이스크림 시장이 확대될 것으로 예상하기는 힘든 상황이라 판단한다. 다만, 커피 전문점 시장 및 테이크 아웃 음료 시장이 포화상태에 이르렀으며, 아이스크림 내수량이 2014년 대비 이미 큰 폭으로 축소된 상황이어서 아이스크림 내수량의 역성장 폭은 제한적일 것으로 판단한다.

### 아이스크림 내수량과 y-y 증감률



자료 : 통계청, SK 증권

### 유제품, 바닥을 찍은 소비

유제품에 대한 소비는 바닥을 찍은 것으로 판단된다. 2016년 국내 우유소비량(국내원유생산량+전기이월+수입-수출-재고)은 391만톤으로 2015년 383만톤 대비 소폭 증가하였다. 먼저 원유의 소비가 가장 큰 폭으로 이루어지는 시유의 일인당 소비량을 살펴보면, 2012년 1인당 소비량이 28.1kg을 기록하였던 백색시유 소비량은 매년 소비량이 감소하여 2015년 26.6kg까지 하락하였다. 그러나 2016년에는 백색시유 소비량이 감소세를 멈추고 상승반전 하였다. 2016년 1인당 백색시유 소비량은 27kg을 기록하였다. 확실히 어느 정도 바닥을 다진 모습이다. 이외 가공시유의 2010년~2016년 1인당 소비량은 5.6~6kg의 밴드 수준에서 안정적으로 움직이고 있다. 결과적으로 원유 소비의 절대적인 비중을 차지하는 시유의 소비가 안정적으로 이루어지고 있는 셈이다. 이외 치즈는 큰 폭은 아니지만, 소비가 지속적으로 우상향하는 추세를 보이고 있으며, 액상 발효유의 2016년 1인당 소비량은 최근 4년내 최저 수준을 기록하였다. 2016년의 액상 발효유 소비량은 2011년에 근접한 수준으로 2017년 소비는 우상향할 수 있을 것으로 판단한다.

#### 유제품 소비 현황

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
국내소비량	총량(톤)	3,171,341	3,517,909	3,358,850	3,582,185	3,645,665	3,834,096	3,913,515	
	1인당(kg)	64.2	70.7	67.2	71.3	72.4	75.7	76.4	
1인당소비량 (kg)	시유	백색	27.6	26.9	28.1	27.7	26.9	26.6	27
		가공	5.7	5.8	5.6	5.8	5.6	6	5.7
	발효유	액상	7.4	7.8	8.8	9	9.1	9.3	8
		호상	2.6	2.6	2.3	2.3	2.1	2.4	2
	치즈	자연	1.3	1.5	1.5	1.7	1.9	2.1	2.1
		가공	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.7

자료 : 한국유가공협회, 농림축산식품부, SK 증권

주 : 1. 우유소비량 총량: 국내원유생산량+전기이월+수입-수출-재고

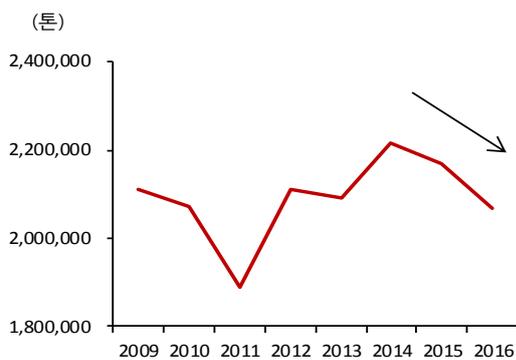
2. 우유소비량 1인당: 국내우유소비총량/인구수

3. 1인당 유제품별 소비량: 유제품별소비량/인구수

### 유제품, 원유 생산량의 감소는 수익성 개선으로 연결

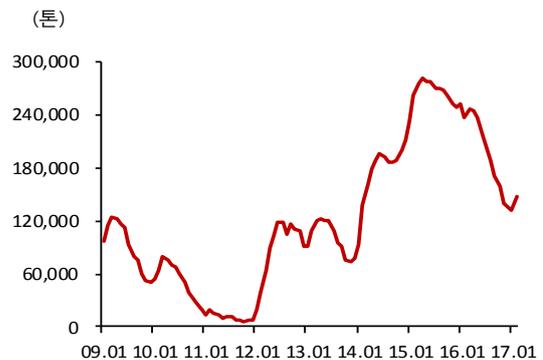
원유의 수급 상황은 유제품 회사 손익에 중대한 영향을 미치게 된다. 이 과정을 살펴보자. 유제품업체들은 매일 원유를 공급받고 있으며, 공급받는 원유의 양은 매년 낙농진흥협회와 계약을 통해서 이루어진다. 대부분 공급받게 되는 원유의 양은 시장 점유율에 따라 배분된다. 2014년 원유 생산량이 Peak를 찍었으며, 연중 내내 원유 초과공급이 이슈가 되었다. 이러한 시기에는 유제품 업체들은 회사가 필요로 하는 양 이상의 원유를 공급받게 된다. 원유가 초과로 공급되게 되면 유제품 업체는 해당 원유를 탈지화를 시키거나 원유가 가장 많은 양을 필요로 하는 시유를 생산하게 된다. 먼저 원유를 탈지화하는 순간, 다시 말해 원유가 분유가 되는 순간 가치가 하락하기 때문에 손실이 발생될 수 밖에 없다. 시유를 생산한 경우에는 시유의 판매를 위해 프로모션 및 판촉을 진행할 수 밖에 없다. 시유의 소비가 우상향하는 구간이 아니기에 이렇게 생산된 시유들은 대부분 원가 이하에서 판매되게 된다. 결국 원유 초과공급은 유제품 회사들의 손익을 큰 폭으로 악화시킨다. 최근의 원유 수급 상황에서 긍정적인 것은 원유 생산량이 2015년, 2016년 지속적으로 감소하고 있다는 것이다. 이에 따라 원유 재고 및 분유 재고도 빠른 속도로 감소하고 있다.

원유 생산량 : 17년 1Q 역시 y-y (-) 추세 유지



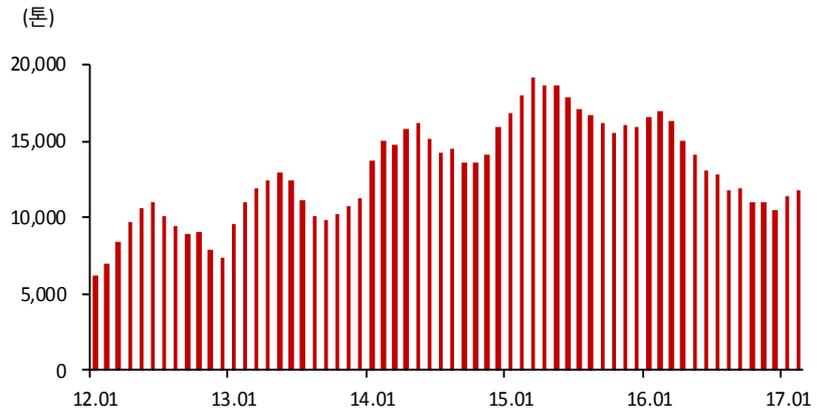
자료 : 한국유가공협회, 농림축산식품부, SK 증권

원유 전기이월량



자료 : 한국유가공협회, 농림축산식품부, SK 증권

분유 재고량 : 15년 Peak 이후 감소 추세



자료 : 통계청, SK 증권

Summary : 빙과는 ASP 상승, 유제품은 구조적 수익성 개선이 핵심

빙과산업은 가격 정찰제 시행에 따른 ASP 상승을 기대할 수 있는 국면이다. Q의 측면에서는 커피 전문점 시장과 테이크 아웃 음료 시장이 어느 정도 포화상태에 이르러 내수량의 역신장 폭이 제한적일 것이다. 원유와 탈지분유를 원재료로 하기에 원가 측면에서도 부담은 없다. 결국 P의 개선이 전체 실적 개선을 이끌어 나갈 것이다.

유제품 산업은 소비가 바닥을 찍은 모습이다. 2016년 시유 내수량이 y-y (+) 반등하였으며, 1Q17 역시 성장세가 유지 중이다. 시유 소비 증가와 원유 생산량 감소 그리고 분유 재고 감소는 유제품업체들의 수익성 개선으로 연결된다. 현재는 원유 가격 인상 요인도 크지 않은 상황이다. 유제품 산업은 구조적 산업 상황 개선과 Q의 모멘텀으로 실적 개선을 이끌어 나갈 것이다.

빙과, 유제품 산업은 2010년 이후 음식료 랠리에서 유제품, 빙과 그리고 조제분유 수출 모멘텀으로 주목받았다. 과거와 같은 새로운 모멘텀은 없지만, 일부 회사들의 ‘메가 브랜드를 활용한 매출 확대’를 기대해 볼 수 있다. 가장 좋은 예가 빙그레인데, 빙그레는 옐로우 카페, 다른 산업과의 협업을 통한 화장품 출시 등 마케팅을 다양화하면서 2016년 바나나맛우유 매출액 1,900억원 y-y +10% 이상을 시현하였다. 기존 브랜드들을 활용한 신제품 출시는 다른 신제품 출시보다 투입 비용이 적게 들며, 마케팅 비용 또한 절감할 수 있어 회사의 수익성 개선에 크게 기여한다.

## 라면산업 - 눈에 띄는 P의 개선

### 실질적인 가격 인상 효과가 나타날 수 있는 구간

과거 라면 가격은 선두 업체가 라면 가격을 인상 혹은 인하하면 후발 업체가 따라가는 형태를 보여왔다. 2001년 5월 선제적으로 농심이 라면 가격을 인상하고 6월 삼양식품, 7월 오투기가 가격 인상을 하였다. 2002년~2008년에도 농심이 선제적으로 가격 인상을 하고 삼양식품과 오투기가 순차적으로 가격을 인상하는 모습을 보였다.

하지만 이러한 흐름은 2010년 라면 가격 인하와 함께 점차 바뀌게 되었다. 2010년 1월말 삼양식품이 선제적으로 삼양라면의 가격을 750원에서 700원으로 인하하였으며, 7일 이내에 농심과 오투기도 신라면과 진라면의 가격을 각각 750원 → 730원, 750원 → 720원으로 인하하였다. 과거 농심에서부터 시작되었던 라면 가격의 변화가 삼양식품으로 바뀌게 된 것이다.

2011년부터는 과거와는 또다른 가격인상 패턴의 변화가 나타났다. 2011년 11월 농심이 신라면 가격을 730원 → 780원에서 인상하였으나, 오투기와 삼양식품은 라면 가격 인상에 동참하지 않았다. 이듬해인 2012년 8월이 되어야 삼양식품은 삼양라면의 가격을 700원 → 760원으로 인상하였으며, 오투기는 2012년에도 가격인상을 실시하지 않았다. 2016년 12월, 2017년 4월 역시 농심과 삼양식품은 신라면과 삼양라면의 가격을 각각 50원 인상하였으나, 오투기는 여전히 2010년의 가격을 유지하고 있다.

오투기의 실질적인 마지막 가격 인상은 2008년으로 대략 10년전이다. 원가 압박이 있을 수 밖에 없으며, 삼양라면, 신라면과 절대적으로 같은 금액을 올린다 하더라도 여전히 가격 경쟁력을 가질 수 있기 때문에 당사는 오투기 역시 가격 인상에 동참할 것으로 전망한다. 라면업체들은 2017년 하반기~2018년 상반기 라면가격 인상에 따른 외형 성장과 수익성 개선의 수혜를 누릴 것으로 전망한다.

#### 라면가격 인상 내역

	신라면(농심)	삼양라면(삼양식품)	진라면(오투기)
2001년 5월 ~ 2001년 7월	480	480	480
2002년 10월 ~ 2003년 1월	520	520	520
2003년 12월 ~ 2005년 4월	550	550	550
2004년 12월 ~ 2005년 4월	600	600	600
2007년 3월 ~ 9월	650	650	650
2008년 2월 ~ 4월	750	750	750
2010년 1월 ~ 2월	730	700	<b>720</b>
2011년 11월	780	700	720
2012년 8월	780	760	720
2016년 12월	<b>830</b>	760	720
2017년 4월	830	<b>810</b>	720

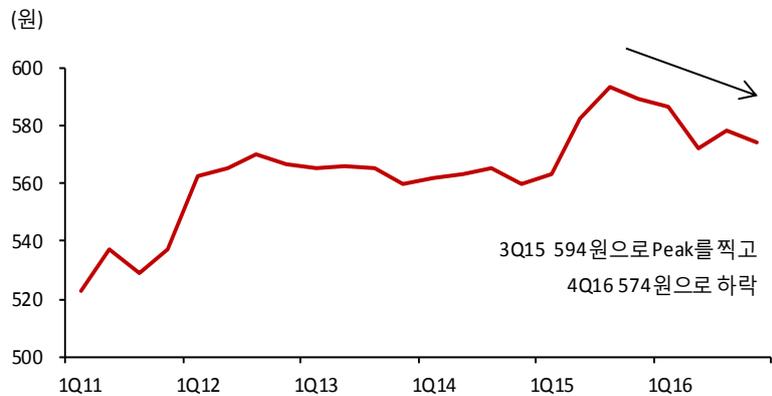
자료 : 언론자료, SK 증권

## Product Mix 개선을 통한 ASP 상승 여력은 제한적

과거 라면 업체들이 주력 제품의 가격 인상이 어려운 상황에서 택한 방법은 Product Mix 개선을 통한 ASP 상승이다. 현재는 프리미엄 라면, 고가 라면들의 판매가 다소 둔화된 상황이다. 이에 따라 라면업체들이 주력 제품의 가격 인상을 시도한 것이라 판단한다.

농심의 경우 2011년 11월 이후 제품가격을 인상하지 못하였지만, 2015년 '짜왕'을 필두로 Product Mix 개선을 통한 ASP 상승을 꾀하였다. 3Q14 565 원에 머물렀던 동사의 라면 ASP 는 3Q15 594 원까지 상승하였다. 그러나 동사의 라면 ASP 는 3Q15 를 정점으로 다시 우하향 추세에 접어들었다. 동사는 짬뽕류를 비롯하여 고가의 제품군을 지속 출시하였으나, ASP 의 하락 추세를 개선시키지 못하였다. 소비여력의 감소와 일시적 유행 이후 '오리지널' 상품으로 회귀하는 소비자들의 심리 그리고 라면시장 경쟁과 열에 따른 지속되는 프로모션을 감안하였을 때 Product Mix 개선을 통한 ASP 상승은 쉽지 않은 상황이라 판단한다.

### 농심 라면 ASP 추이

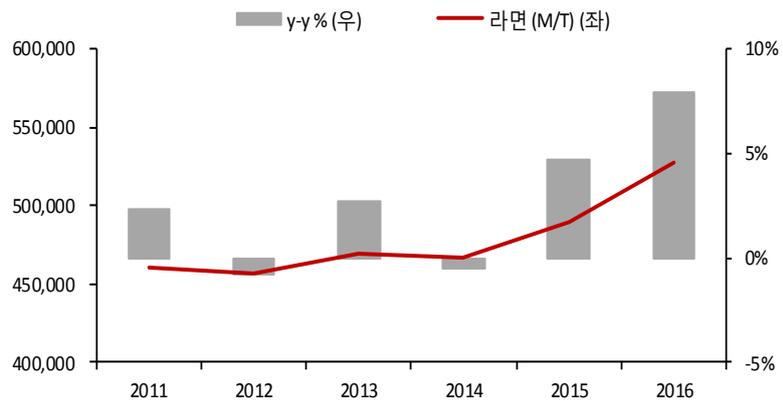


자료 : 농심 SK 증권

### Q의 모멘텀을 기대해 볼 수 있는 상황

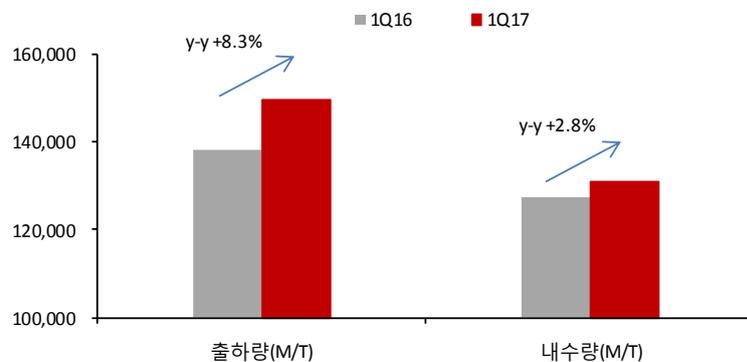
2010년 ~ 2014년 국내 라면 시장은 정체기였다. 해당 기간 동안 라면 내수량은 +3.8%, 연평균 +0.9% 증가하는데 그쳤다. 2015년부터 라면 시장은 기존의 프레임에서 벗어난 신제품 출시를 통한 시장 성장을 이끌어 나가기 시작한다. 이에 따라 2015년, 2016년 라면 내수량은 각각 +4.7%, +7.9% 증가한다. 국내 라면업체들의 수출 호조세까지 지속되어서 해당 기간의 라면 출하량은 +4.9%, +10.0% 증가하였다. 2015년, 2016년의 Base가 부담스럽지만, 2017년 역시 호조세가 지속되고 있는 상황이다. 2017년 1분기 라면 출하량은 y-y +8.3%, 라면 내수량은 y-y +2.8% 증가하였다. 라면시장의 지속되는 과열 경쟁, 다양한 신제품들의 지속적인 출시 그리고 수출 호조세로 2017년에도 Q의 성장은 지속될 수 있을 전망이다. 결과적으로 라면산업은 Q의 모멘텀 또한 나쁘지 않은 구간에 있다.

#### 라면 출하량과 y-y 증감률



자료 : 통계청, SK 증권

#### 1Q16, 1Q17 라면 출하량과 내수량



자료 : 통계청, SK 증권

## Summary - P는 긍정적, Q, C 나쁘지 않은 상황. M은 부재

라면산업은 시장을 주도해나갈 새로운 모멘텀은 없지만, P, Q, C 모두 나쁘지 않은 상황이다.

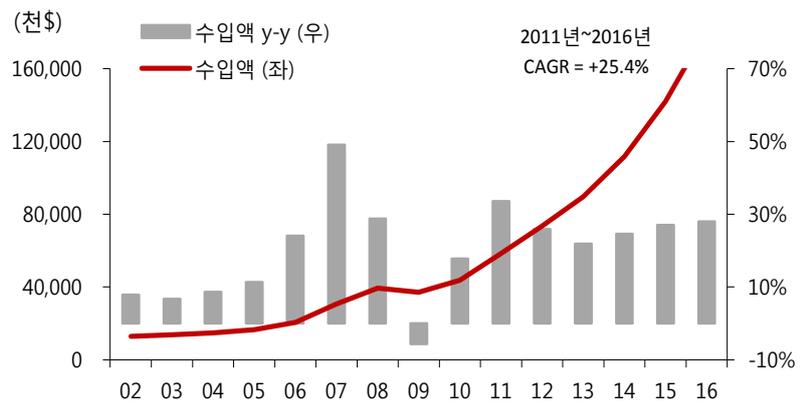
P는 오투기의 가격 인상이라는 전제조건이 따르지만, 라면업체 전반적으로 5~6년만의 실질적인 가격인상이 가능한 상황이다. Q는 2015년~2016년 지속된 출하량, 내수량 고공 행진의 기저가 부담스럽지만, 현재는 수출 증가와 다양한 신제품 출시에 따른 판매량 증가가 나타날 수 있는 구간이다. C는 팜유의 가격이 다소 부담스러우나 하반기 투입분이 상반기 대비 낮은 수준이며, 2010년 이후 최저 수준의 소맥, 대두 가격이 이를 상쇄해 줄 수 있는 상황이라 판단한다.

## 주류산업 - 모멘텀은 맥주보단 소주

### 맥주 P를 무작정 올리기 힘든 상황 : 맥주 수입 단가의 가파른 하락

주류산업은 대내외 환경이 모두 비우호적이다. 먼저 맥주는 수입맥주의 공급이 거세다. 맥주 시장의 성장이 연간 +Low Single 수준에 불과한데 비해, 맥주 수입액은 최근 3년간 연평균 26.5% 증가하였다. 맥주 수입액의 증가보다 눈에 띄는 것은 맥주 수입단가의 하락이다. 맥주 수입단가는 2011년 991\$/ton에서 2016년 823\$/ton까지 하락하였다. 주류의 수입물가 또한 2010년 100을 기준으로 2016년에는 94.7까지 하락하였다. 과거 수입맥주가 다양성과 새로움을 무기로 소비자들에게 어필했다면, 현재는 가격 경쟁력까지 갖추고 소비자들에게 어필하고 있는 상황이다. 현재 10%p를 상회하고 있는 것으로 추정되고 있는 수입맥주의 점유율은 지속 우상향 할 것으로 판단한다.

#### 맥주 수입액과 y-y 증감률



자료 : 통계청, SK 증권

#### 맥주 수입단가 추이



자료 : 통계청, SK 증권

### 맥주. 롯데칠성의 대규모 증설을 눈앞에 둔 시점

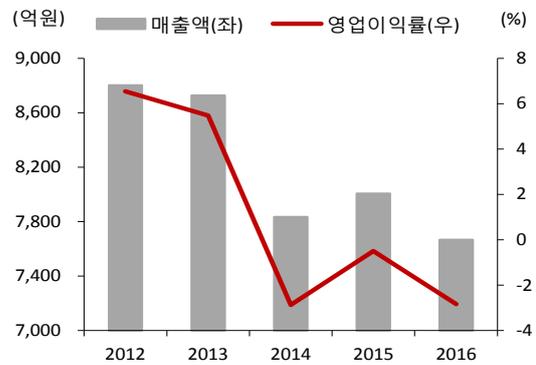
국내 맥주업체인 OB 맥주, 하이트진로 그리고 롯데칠성 모두 수입맥주에 밀려서 점유율이 하락하고 있는 가운데 하이트진로와 롯데칠성의 맥주부문은 모두 영업적자의 상황이다. 하이트진로의 경우는 고정비를 넘지 못하는 가동률로 점유율 회복이 무엇보다 시급한 과제이다. 5 월에는 롯데칠성의 신규 맥주 공장의 가동 또한 예정되어 있다. 롯데칠성의 신규 맥주공장 가동시 롯데칠성의 Capa 는 기존 10 만kl 에서 30 만kl 로 확대된다. 국내 맥주업체들간의 경쟁 강도는 시간이 갈수록 더욱 강해질 전망이다.

롯데칠성음료, 새 라거 맥주 '피츠 슈퍼클리어'



자료 : SK 증권

하이트진로 맥주부문 매출액, 영업이익

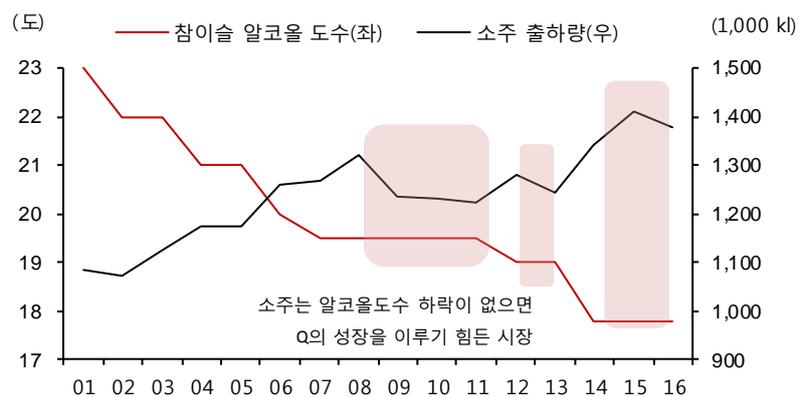


자료: 전자공시, SK 증권

### 소주. 조심스럽게 알코올도수 인하 전망 → Q의 성장을 기대

소주시장은 주력 소주들의 알코올도수 하락이 없이는 Q의 성장을 시현하기는 힘든 시장이다. 이러한 사실은 장기 시계열로 명확하게 확인된다. 2001년 23도에 이르렀던 참이슬, 처음처럼(산)의 알코올도수는 2007년 19.5도까지 하락하였다. 알코올도수가 순차적으로 하락하는 과정에서 국내 소주 출하량은 우상향하였다. 2008년~2011년까지 참이슬과 처음처럼의 알코올도수는 19.5도로 장기간 동결되었다. 해당 기간동안 국내 소주 출하량은 132만kl에서 122만kl까지 축소되었다. 2012년 국내 소주 시장 점유율 1위인 참이슬의 알코올도수가 19도로 하락하자 소주시장은 바로 반등하였다. 출하량이 122만kl에서 128만kl로 다시 늘어난 것이다. 2013년 참이슬과 처음처럼의 알코올도수는 또다시 동결되었다. 이에 따라 소주 시장은 축소되었다. 2014년 2월 처음처럼의 알코올도수가 19.5도에서 18도로 큰 폭으로 하락하였고 2014년 11월 참이슬의 알코올도수는 19도에서 17.8도로 하락하였다. 2014년 연초부터 연말까지 진행된 알코올도수의 하락은 2014년~2015년 소주 시장의 큰 폭의 Q 성장을 견인하였다. 2014년, 2015년 소주 출하량은 각각 y-y +8.2%, +5.1% 증가하였다. 2016년 참이슬, 처음처럼의 알코올도수는 동결되었으며, 이는 결국 소주시장 축소로 연결되었다. 주력 소주들의 알코올도수 변화가 없었던 2017년 1분기 역시 국내 소주 출하량은 y-y -3.0% 축소되었다. 다시 말해 2017년 참이슬과 처음처럼의 추가적인 알코올도수 하락이 없이는 소주 시장의 성장을 기대하기 힘든 상황이라는 것이다.

#### 참이슬 알코올도수와 소주 출하량 추이



자료 : 통계청, SK 증권

연도별 하이트진로, 롯데칠성 주력 소주 알코올 도수 변화 추이

연도	도수	비고
1965	진로소주 30도	
1973	진로소주 25도	
1998.1	참이슬 23도	진로가 참이슬을 출시하며 23도 소주시대를 시작함
2001.01	산소주 22도	1999년 '미(米) 소주'로 소주시장에 진입한 후 2년 만에 '산소주'로 브랜드를 대체함
2001.02	참이슬 22도	기존 23도 참이슬을 1도 낮추는 리뉴얼 작업을 진행함
2004.02	참이슬 21도	진로가 먼저 21도 소주를 출시함
2004.02	산소주 21도	같은 달 두산주류 역시 21도 소주를 출시함
2006.02	참이슬 20.1도	진로가 하루 먼저 20도 대의 소주를 출시함
2006.02	처음처럼 20도	두산주류는 처음처럼 런칭 후 1년 만에 소주시장 점유율 10%를 넘김
2006.08	참이슬후레쉬 19.8도	기존의 참이슬(20.1도)을 유지하며, 20도 이하의 참이슬후레쉬를 출시함
2007.07	처음처럼 19.5도	두산주류가 먼저 19.5도 소주시대를 열음
2007.08	참이슬후레쉬 19.5도	참이슬후레쉬 출시 1주년을 맞는 시점에 19.5도의 참이슬후레쉬를 출시함
2012.01	참이슬 19도	참이슬후레쉬를 참이슬로 변경하고 19도로 낮춤, 기존 참이슬오리지널은 클래식으로 명칭변경
2012.06	처음처럼 19도	처음처럼, 처음처럼프리미엄, 처음처럼쿨을 처음처럼으로 통합하고 기존 처음처럼은 19도로 낮춤
2014.02	처음처럼 18도	'깨끗함에 건강까지 생각하는 소주' 컨셉으로 처음처럼 18도로 낮춤
2014.02	참이슬 18.5도	참이슬 18.5도로 낮추면서 리뉴얼과 함께 에코캠페인을 진행
2014.11	참이슬 17.8도	참이슬 선제적으로 17도 소주시대를 열음
2014.12	처음처럼 17.5도	처음처럼 참이슬 보다 더 낮은 알코올 도수로 대응

자료 : SK 증권

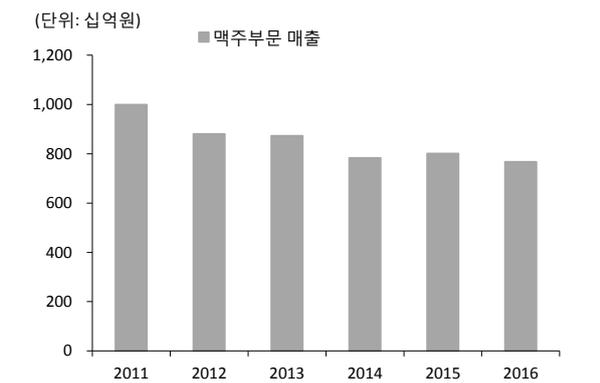
소주. 가격 인상이 쉽지 않기에 더더욱 알코올 도수 인하를 전망

당사는 경남지역 시장을 장악하고 있는 무학의 좋은데이의 알코올도수인 16.9 도까지는 알코올 도수가 추가적으로 내려갈 룬이 있다고 판단한다. 알코올도수의 하락은 1)소주시장 Q의 성장에 따른 외형 성장, 2)병당 주정 투입량 감소에 따른 원가개선을 가져다 줄 수 있다. 국내 주요 소주업체인 하이트진로와 롯데칠성은 2017 년에도 맥주부문 수익성 악화가 지속된다면, 국내 소주업체들은 알코올도수 인하 카드를 꺼낼 것으로 판단한다. 소주의 경우 빈병보증금 인상 등으로 음식점 및 소매채널에서의 판매가격이 연초 인상된 상황이어서 현재 소주 출고가의 인상은 쉽지 않은 상황이라는 점을 감안하면, 소주업체들이 알코올도수 인하를 통한 성장 모멘텀을 추구할 가능성은 더더욱 높다고 판단한다.

### 모멘텀. 발포주에 거는 기대감

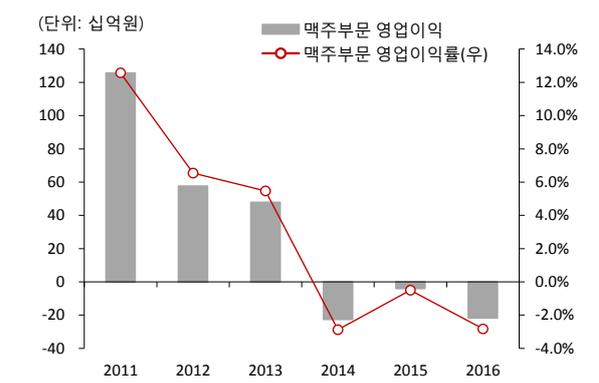
하이트진로가 출시한 발포주 '필라이트'는 현재 하이트진로의 최대 과제인 '맥주 공장 가동률'을 높여줄 수 있는 제품이다. 맥주와 유사한 맛을 구현해 내지만, 출고가는 맥주의 약 60% 수준에 불과하다(필라이트 355ml 출고가 717 원, 하이트 355ml 출고가 1,239 원). 발포주는 기타주류로 분류되어 상대적으로 낮은 세금이 부과되어 필라이트는 소위 말하는 가성비(가격 대비 성능비)를 갖추었다. 현재 일본의 맥주/발포주 시장은 제 3 맥주가 35.5%, 발포주가 13.7%를 차지하고 있다. 일본의 사례를 감안하면, 국내 맥주제조사에 의해서 처음 출시된 발포주는 충분히 가능성이 있다고 판단하며 매출 추이를 반드시 지켜볼 필요가 있다.

#### 하이트진로 맥주부문 매출액 추이



자료: 전자공시, SK 증권

#### 하이트진로 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 전자공시, SK 증권

#### 하이트진로 필라이트 만원에 12개



자료 : 하이트진로, SK 증권

#### 하이트진로 필라이트, 발포주란 무엇인가?

##### 일본 맥주/발포주 시장 변화



자료 : 뉴데일리, SK 증권

## Summary - 산업 매력도가 떨어지는 상황

맥주 산업은 안팎으로 힘든 상황이다. 수입 맥주의 점유율이 확대되고 있으며, 최근에는 맥주 수입단가 또한 지속 우하향하고 있어 국산 맥주는 계속해서 가격 경쟁력을 잃어가고 있다. 내부적으로는 롯데칠성의 대규모 증설에 의한 경쟁 과열이 예고되어 있는 상황이다.

소주 산업은 빈병 보증금 인상에 따른 가격인상으로 당분간 추가적인 가격 인상이 쉽지 않은 상황이다. 다만 알코올도수 하락에 따른 Q 확대 정도는 기대해 볼 수 있다. 하이트진로와 롯데칠성의 맥주 부진이 지속된다면, 양사는 주력 소주의 알코올도수 인하 카드를 꺼낼 수 있다고 판단한다. 하지만, 소주에서 Q의 모멘텀이 발생한다 하더라도 하이트진로와 롯데칠성 양사는 모두 맥주 사업을 병행하고 있어 그 모멘텀은 소멸될 수 있다.

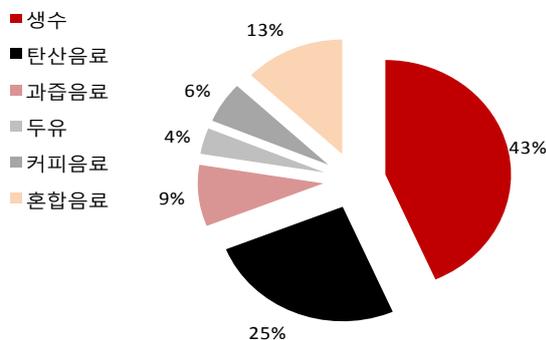
## 음료산업- P, Q 가 가장 이상적인 산업

### 꾸준한 Q 의 성장세

음료산업은 꾸준히 Q 가 성장하는 산업이다. 국내 메이저 음료업체인 롯데칠성과 LG 생활건강 음료사업부문에 이익비중이 가장 높은 카테고리는 '탄산음료' 부문인데, 탄산음료는 2011 년 이후 시장 성장을 지속해나가고 있다. 탄산음료의 내수량은 2011 년 ~2016 년 연평균 +7.7% 증가하였으며, 2016 년에는 y-y +11.5% 증가하는 호조세를 보였다. 웰빙 트렌드에 따라 탄산음료 시장이 축소될 것으로 예상하기 쉬우나, 실제 탄산음료는 외식 산업 및 배달 음식 문화 확대 그리고 탄산수 시장 확대에 따라 성장을 지속해나가고 있다. 2017 년에도 탄산음료 카테고리는 y-y +5% 이상의 시장 성장을 이루며, 국내 메이저 음료회사들의 외형 성장과 이익 성장에 기여할 전망이다.

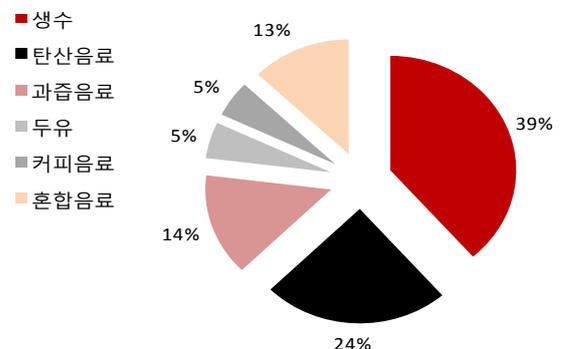
이외 눈에 띄는 시장 성장세를 보이는 카테고리가 생수와 커피음료이다. 음료시장에서 중량 기준으로 절대적으로 높은 비중을 차지하는 생수가 2011 년~2016 년 연평균 +8.9%, 2016 년 y-y +10.0%의 내수량 성장을 시현하였다. 일반 가정에서 생수를 구매하여 먹는 비중이 확대되고 있으며, 음식점에서도 생수를 구매하여 제공하는 새로운 트렌드가 생겨나고 있음을 감안시 생수시장은 2017 년에도 성장을 이어나갈 것으로 판단한다. 이외 커피음료가 2011 년~2016 년 연평균 +9.1%, 2016 년 y-y +12.2%의 큰 폭의 내수량 성장을 시현하였다. 커피음료 시장 또한 시장 성장 국면으로 2017 년 시장 성장을 이어나갈 수 있을 것으로 판단한다. 이외 카테고리는 양적 성장이 제한되었으나, 전체적으로는 탄산음료, 생수, 커피음료의 성장세가 견조할 것으로 판단되어 음료 시장은 Q 의 성장을 이어나갈 수 있을 것으로 판단한다.

국내 음료시장 중량기준 비중 2016 년



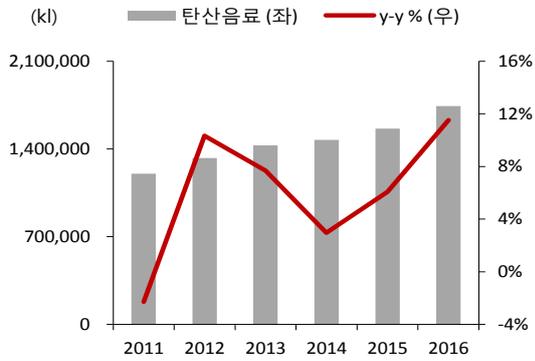
자료 : 통계청, SK 증권

국내 음료시장 중량기준 비중 2011 년



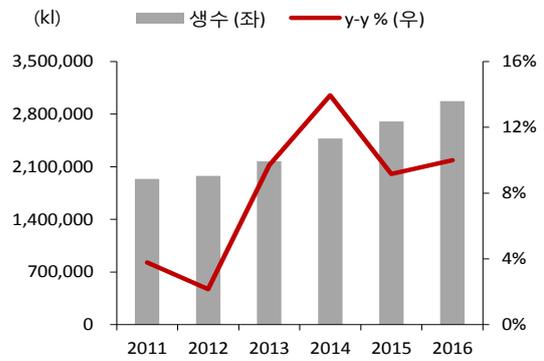
자료 : 통계청, SK 증권

탄산음료 내수량 및 y-y 증감률



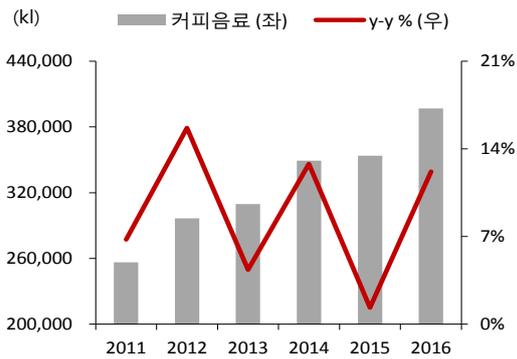
자료 : 통계청, SK 증권

생수 내수량 및 y-y 증감률



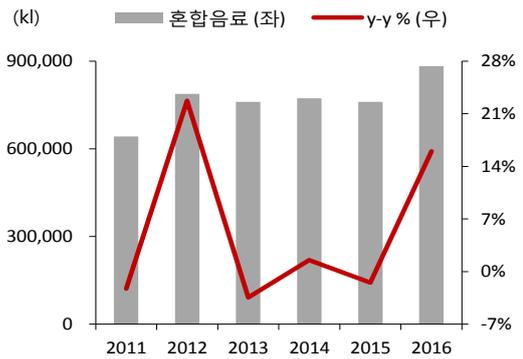
자료 : 통계청, SK 증권

커피음료 내수량 및 y-y 증감률



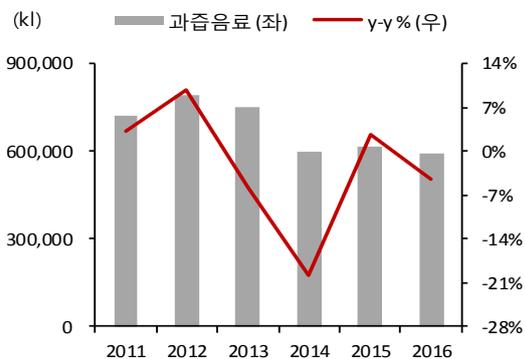
자료 : 통계청, SK 증권

혼합음료 내수량 및 y-y 증감률



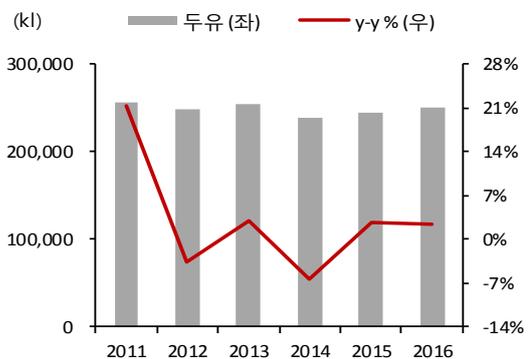
자료 : 통계청, SK 증권

과즙음료 내수량 및 y-y 증감률



자료 : 통계청, SK 증권

두유 내수량 및 y-y 증감률



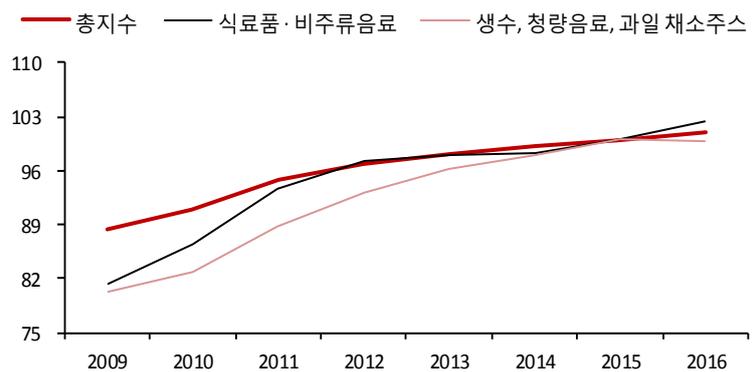
자료 : 통계청, SK 증권

### 꾸준히 우상향하는 음료부문 소비자물가지수. 2016년 일시적 하락

음료시장의 전체적인 소비자물가지수는 2016년 99.9로 2015년 100 대비 소폭 하락하였다. 매년 꾸준히 소비자물가지수 상승을 견인해 오던 탄산음료의 소비자물가지수가 2016년 99.5로 하락한 것이 영향을 미친 것으로 판단된다. 2016년의 경우 롯데칠성의 가격 인상이 없었으며, 코카콜라는 11월이 되어서 가격인상을 단행하였다. 또한 탄산음료의 비중이 커지면서, 전체 탄산카테고리의 소비자물가 지수가 하락한 것으로 판단된다. 하지만, 과거 수년간 음료부문의 소비자물가지수가 지속적으로 우상향했던 점과 롯데칠성의 가격 인상 주기를 감안할 때, 2017년 음료부문 소비자물가지수는 다시 우상향할 가능성이 높다.

소비자물가지수 : 총지수, 식료품/비주류음료, 비주류음료

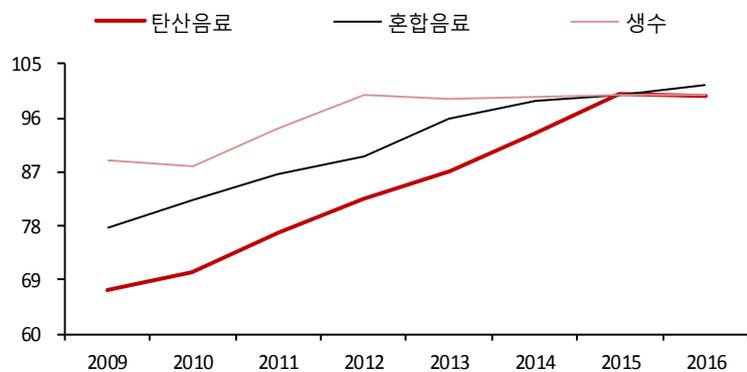
(2015=100)



자료 : 통계청, SK 증권

소비자물가지수 : 탄산음료, 혼합음료, 생수

(2015=100)



자료 : 통계청, SK 증권

## 음료부문은 상대적으로 가격 인상이 수월한 카테고리

음료 카테고리는 다른 식품 부문 대비 가격 인상이 수월하며, 국내 대표 음료회사(롯데칠성, LG 생활건강 음료부문) 가격 지표의 Key는 사이다와 콜라 가격이다. 실제 음료 카테고리는 아이스크림, 라면, 제과 등과 비교했을 때 상대적으로 빈번하게 가격 인상이 이루어졌다. 금액 기준 가장 큰 시장 규모를 차지하는 탄산음료 시장의 경우 콜라는 LG 생활건강, 사이다는 롯데칠성으로 시장을 완벽하게 과점하고 있는 사업자가 있어 상대적으로 가격 인상이 수월하다.

실제 최근의 가격 인상 내역을 보면 LG 생활건강은 2014년 1월 코카콜라 음료 31개 제품 출고가를 평균 6.5% 인상하였으며, 2015년 12월에는 스프라이트 5개 제품 및 업소용 코카콜라의 제품가격을 평균 5% 인상하였다. 그리고 2016년 11월에는 코카콜라 및 환타 출고가를 평균 5% 인상하였다. 롯데칠성의 경우는 작년 말에 경쟁사의 가격 인상이 있었으며, 롯데칠성 자체적으로도 마지막 사이다 가격 인상 시기가 2015년 1월이었기에 2017년 추가적인 가격 인상 가능성이 있다. 사이다와 코카콜라는 양사의 수익성을 대변하는 핵심 제품으로 코카콜라(LG 생활건강)는 2016년 11월 가격 인상 모멘텀이, 롯데칠성은 2017년 추가적인 가격 인상을 통한 이익 모멘텀이 발생할 수 있는 상황이다.

## Summary - 투자매력도가 높은 산업. 그러나 마땅한 투자처가 없다

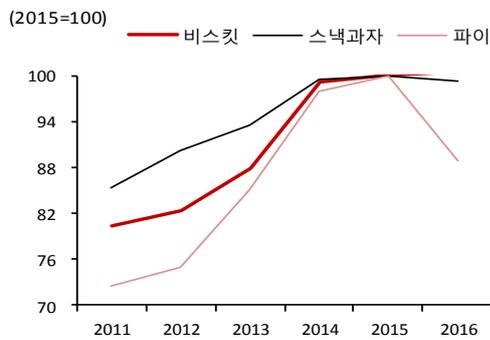
음료부문은 다른 음식료 카테고리보다 가격 인상이 수월하게 이루어지고 있으며, 탄산과 생수를 중심으로 시장 자체가 커지고 있다. 원재료 측면에서는 최근 원당 가격 상승이 부담스러울 수 있으나, 지속적인 가격 인상으로 원가 부담은 크지 않은 상황이다. 분명 투자매력도가 높은 산업이지만, 롯데칠성은 실적의 Key를 쥐고 있는 것이 주류 사업부문(맥주)이고 LG 생활건강은 화장품 부문이 전체 실적을 좌지우지한다.

## 제과산업- P 가 이끌어 가는 성장

### 2014 년부터 억눌리기 시작한 P

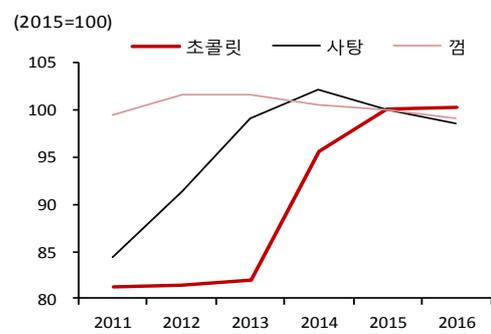
2014 년까지 제과산업의 소비자물가지수는 총지수, 식료품 소비자물가지수보다 가파르게 상승하였으나, 제과산업의 하위카테고리 대부분이 2014 년을 기점으로 하락 반전하였다. 1)국내 제과 시장의 경쟁 과열, 2)대형마트 규제, 3)Q 의 성장이 정체된 시장 상황, 4)수입제과의 공급으로 국내 제과업체들은 실질적으로 P 의 인상에 제한을 받았다.

소비자물가지수 : 비스킷, 스낵과자, 파이



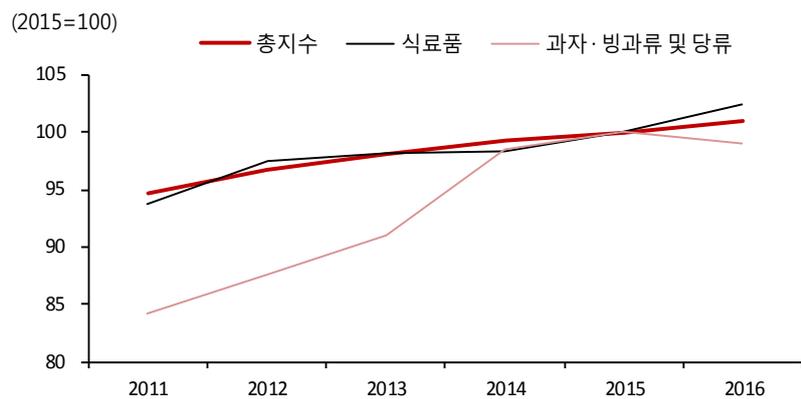
자료 : 통계청, SK 증권

소비자물가지수 : 비스킷, 스낵과자, 파이



자료 : 통계청, SK 증권

소비자물가지수 : 총지수, 식료품, 과자 빙과류 및 당류



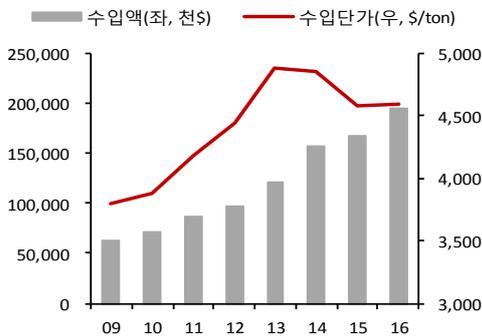
자료 : 통계청, SK 증권

### 점점 더 높아지는 수입과자들의 가격경쟁력

설탕과자(HS Code 1704), 초콜릿과 코코아를 함유한 그밖의 조제식료품(HS Code 1806), 빵 파이 케이크 비스킷과 그 밖의 베이커리제품(HS Code 1905) 의 수입 데이터를 살펴보면, 2014년까지는 대부분 수입액과 수입단가가 함께 우상향하는 모습을 보였다. 하지만 2015년부터는 다른 모습이 나타나는데, 전체 수입액은 대부분 우상향하지만 수입단가가 하락하는 모습을 볼 수 있다. 초콜릿을 제외한 나머지 품목들은 2016년이 되어서도 수입단가의 하락이 지속되었다.

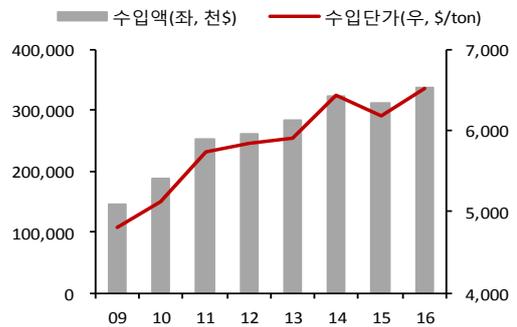
이는 수입과자들의 가격 경쟁력이 높아졌음을 의미한다. 다시 말해, 국내 내수 시장이 정체된 가운데 수입과자들은 가격경쟁력까지 확보하게 되었고 이는 결국 국내 제과 산업의 P를 억누르는 요인으로 작용하게 되었다. 경쟁 구도가 여전히 변화된 것이 없기에 2017년 역시 P를 통한 모멘텀을 찾기는 쉽지 않을 것이라 판단한다.

설탕과자 수입액과 수입단가 추이



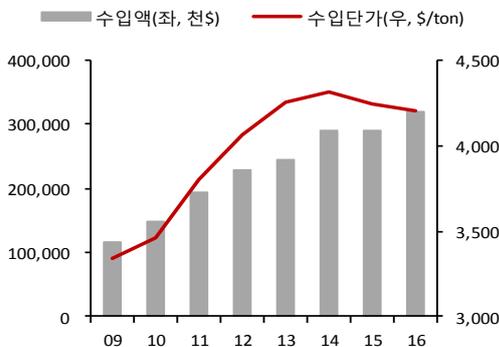
자료 : Kita, SK 증권

초콜릿과코코아를 함유한 그밖의 조제식료품 수입액과 수입단가 추이



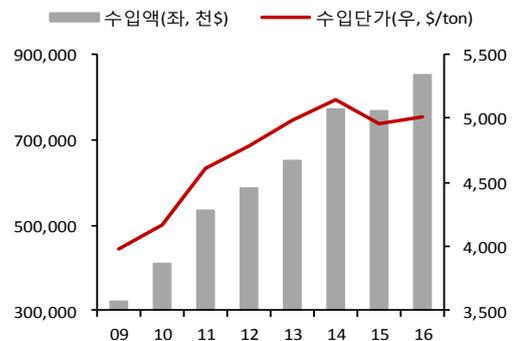
자료 : Kita, SK 증권

빵 파이 케이크 비스킷과 그밖의 베이커리 수입액과 수입단가 추이



자료 : Kita, SK 증권

3개 HS Code 합산 수입액과 수입단가 추이



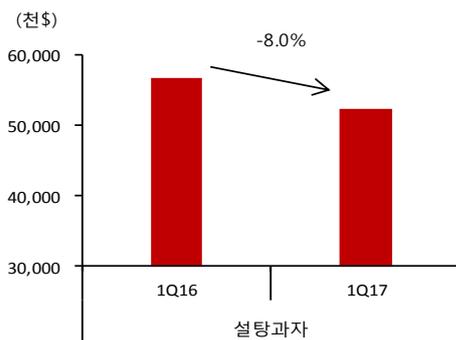
자료 : Kita, SK 증권

### 진정된 수입과자 확산세. 1Q17 수입액 y-y (-) 전환. Q의 성장 기대

다만, 국내 제과시장의 볼륨 성장은 가능할 수 있다고 판단한다. 2016 년을 기점으로 수입과자의 확산세가 어느 정도 진정되었기 때문이다. 2013 년~2016 년까지 수입과자들의 확산세가 지속되면서, 현재는 대형마트 내에서도 수입과자 매대가 이미 포화 상태에 이른 것으로 판단된다.

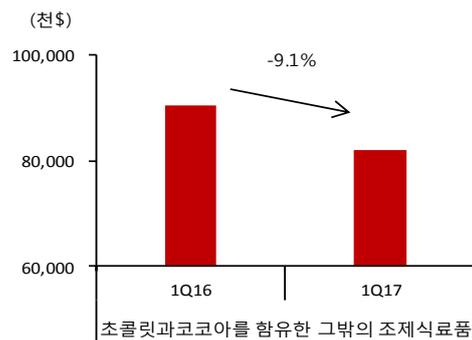
실제로 2017 년 1 분기 과자 수입액은 y-y (-) 전환되었다. 설탕과자, 초콜릿과 코코아를 함유한 그밖의 조제식료품의 2017 년 1 분기 수입액은 각각 y-y -8.0%, y-y -9.0% 감소하였다. 비스킷, 파이류 이외의 베이커리도 포함되어 있는 HS Code 1905 는 2017 년 1 분기 y-y +10.6% 증가하였지만, 이를 설탕과자와 초콜릿과 합산한 수입액은 y-y -2.2% 감소하였다.

설탕과자 수입액 추이



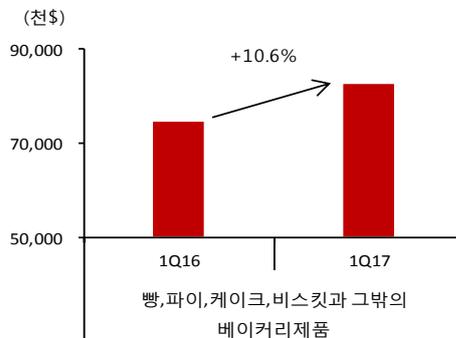
자료 : Kita, SK 증권

초콜릿과코코아를 함유한 그밖의 조제식료품 수입액 추이



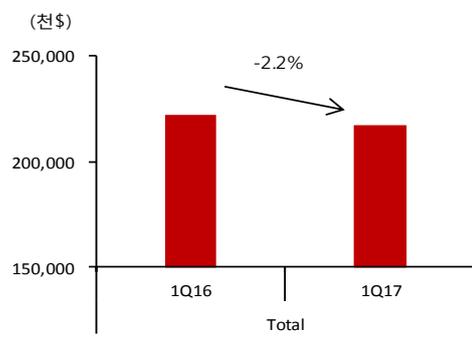
자료 : Kita, SK 증권

빵 파이 케이크 비스킷과 그밖의 베이커리 수입액 추이



자료 : Kita, SK 증권

3개 HS Code 합산 수입액 추이



자료 : Kita, SK 증권

## Summary - P 보다는 Q. 개별 매력을 보유한 오리온

국내 제과업체에 기대해 볼 수 있는 모멘텀은 'Q의 증가' 정도이다. 수입과자들의 지속적인 수입단가 하락이 P인상의 부담요인으로 작용하고 있다. 가격이 인상 모멘텀이 발생한다 하더라도, 이는 실제 원가 부담(팜유, 원당)에 의한 가격 인상이 될 것이다. 제과 산업 전체적으로는 투자 매력도가 떨어지지만, 개별 기업 관점에서는 새로운 모멘텀들이 발생할 수 있는 오리온에 긍정적 투자의견을 가지고 있다.

먼저, 오리온은 초코파이, 오감자, 예감, 고래밥 등과 같은 매출액 1,000 억원 이상의 메가 브랜드들을 보유하고 있다. 2017년 이러한 메가 브랜드를 활용한 매출 확대가 지속될 것으로 판단한다. 오리온은 2016년 바나나맛, 녹차맛 초코파이를 출시하면서 국내 초코파이 매출액이  $y-y + 37%$  증가한 1,400 억원을 시현하였다. 2017년 역시 딸기맛 초코파이를 출시하며, 제품 익스텐션을 이어나갈 전망이다. 기존 브랜드들을 활용한 신제품 출시는 다른 신제품 출시보다 투입 비용이 적게 들며, 마케팅 비용 또한 절감할 수 있어 회사의 수익성 개선에 기여할 수 있다.

두 번째로 오리온은 최근 음료사업 진출을 공시하였다. 향후 5년간 3,000 억원을 투자하여 음료사업을 확대하고자 한다. 국내 음료산업은 안정적으로 Q의 성장이 나오는 시장이며, P의 인상 또한 상대적으로 수월하다. 제과사업을 통한 식음료 산업의 경험과 이미 유통망을 확보하고 있다는 것은 신사업을 함에 있어서 분명한 강점이 될 수 있다. 향후에는 음료사업을 중국으로까지 확대시킬 수 있기에 성장 잠재력 또한 크다.

세 번째로 최근 오리온은 옥수수 베이스의 과자를 창사 이래 처음 출시하였다. 이는 향후에 사업을 영위함에 있어서 제과 영역에 제한을 두지 않고 경쟁사가 입지를 굳히고 있는 시장도 공략하겠다는 의미로 해석되며, 동사의 외형 성장에 대한 의지를 엿볼 수 있다.

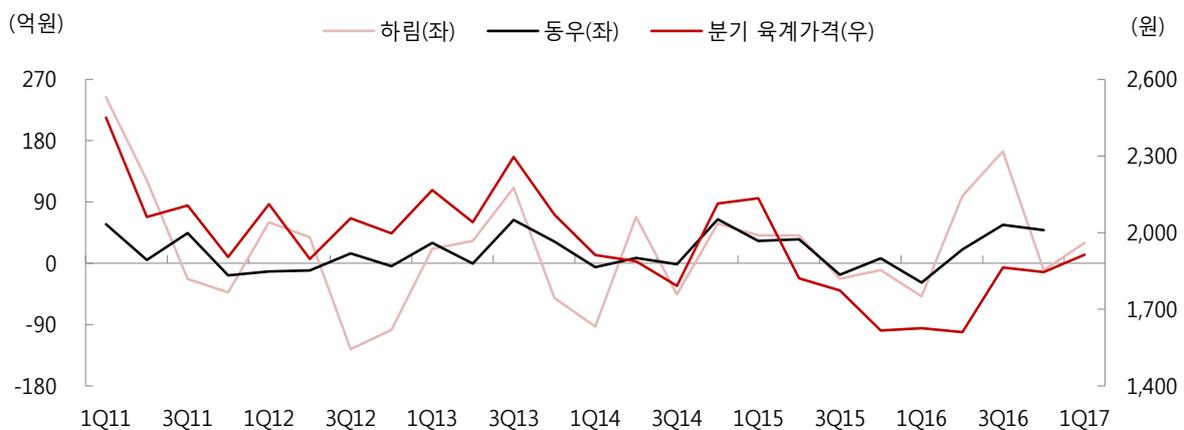
네 번째로 중국시장은 전화위복의 기회가 될 수 있다. 2017년 상반기 사드관련 중국의 대한국 제재로 오리온의 중국 사업이 부진한 상황이다. 통상적으로 전체 매대에 20%를 차지하는 행사 매대(매출비중은 30% 이상)에 제품 진열이 힘든 상황이며, 제품에 대한 프로모션 역시 어려운 상황이다. 이와 함께 유통업체들이 오리온 제품에 대한 반품까지도 요구하고 있는 상황이다. 최근 2년동안 오리온의 중국사업은 제과 시장 MS정체, 제품 차별성 하락, 신제품 출시 지연 등의 문제를 겪었다. 금번 일을 계기로 제품 라인업 재정비, 차별화된 신제품들의 빠른 출시 그리고 중국 현지 인력의 재정비를 통해서 회사는 체질 개선을 할 수 있을 것이다. 이와 함께 중국 이외의 시장을 적극적으로 공략하는 계기도 될 수 있을 것이다.

## 양계산업 - 긍정적인 2017년 수급상황, 문제는 2018년

### 절대 이익변수 육계가격 : 3Q17 > 4Q17 >> 2018 전망

양계업체들의 절대 이익변수는 육계가격이며, 육계가격은 철저하게 수요와 공급에 의해 결정된다. 결국, 수급상황의 개선은 가격 강세로, 수급상황의 악화는 가격 약세로 연결되며, 이는 양계회사들의 영업이익에 반영된다. 당사는 병아리 생산잠재력, 종계입식수, 원종계 수입현황 그리고 1Q17에 진행된 AI에 의한 종계 살처분 등을 감안하여, 육계 수급상황을 점검하였다. 결과적으로 육계 수급상황은 단기적으로는 긍정적이나 중장기적으로는 다시 악화될 수 있는 상황이라 판단한다. 이에 따라 육계가격 또한 성수기인 3분기까지는 강세, 4분기는 강보합 그리고 그 이후에는 약세 전환할 것으로 추정한다.

#### 분기 육계가격 추이와 하림과 동우 영업이익

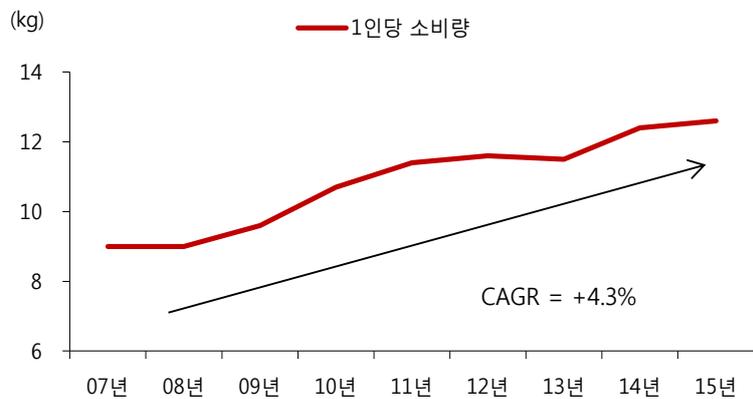


자료 : 전자공시, SK 증권

### 수요 : 안정적인 성장. 결국 공급의 Key는 공급

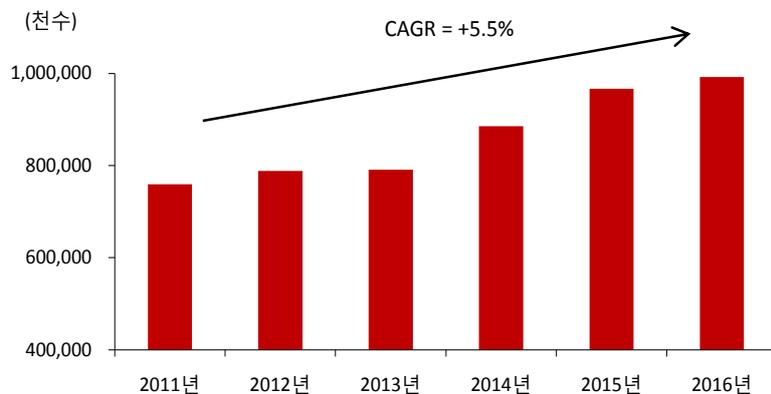
2007년 9.0kg에 불과하였던 1인당 닭고기 소비량은 2015년 12.6kg까지 증가하였다. 해당기간 동안 연평균 +4.3% 인당 소비량이 증가한 것이다. 하지만 꾸준한 닭고기 소비량의 증가에도 불구하고 아직까지 우리나라의 1인당 닭고기 소비량은 북미지역의 절반에도 미치지 못하는 상황이다. 소득 수준이 높아질수록 백색육에 대한 선호도가 높아지는 현상과 웰빙 트렌드에 따른 부분육 소비가 지속 증가하고 있음을 감안한다면, 우리나라의 육계 수요는 중장기적으로 우상향하는 추세가 유지될 전망이다. 결국 육계 수요는 꾸준히 증가하고 있기에 육계 공급 상황을 결정짓는 핵심 요소는 '공급'이다.

#### 1인당 닭고기 소비량 : 안정적으로 증가



자료 : 하림 SK 증권

#### 연간 육계 도축수 : 수요 증가와 함께 안정적으로 증가



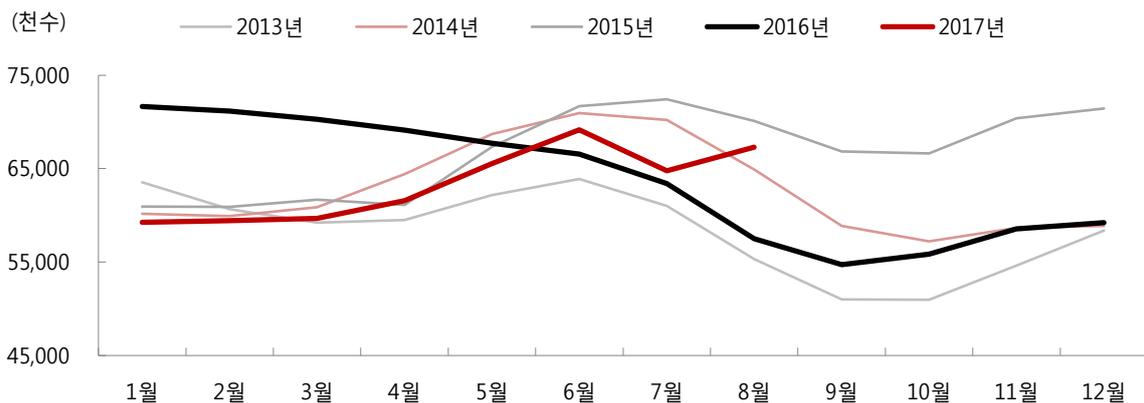
자료 : 한국계육협회 SK 증권

### 단기 공급 : 2Q~3Q17E 까지 긍정적인 수급상황 전개 예상

3Q17E 까지의 육계 공급상황은 긍정적이라 판단한다. 1)2Q17E 병아리 생산잠재력은 1억 9,628 만수로 y-y -3.5% 감소한 수치를 기록하였으며, 2)2Q17E 의 육계수급에 반영되는 3월 병아리 생산잠재력이 y-y -15.1% 감소한 5,968 만수에 불과하며, 3)7월, 8월의 병아리 생산잠재력은 각각 y-y +2.2%, +17.1% 증가하였으나, 1Q17 산란계에서 육계로 번진 AI에 의한 종계 살처분을 감안 시 실제 3Q17E의 병아리 생산잠재력은 전년 동기와 유사한 수준에서 이루어질 가능성이 높기 때문이다.

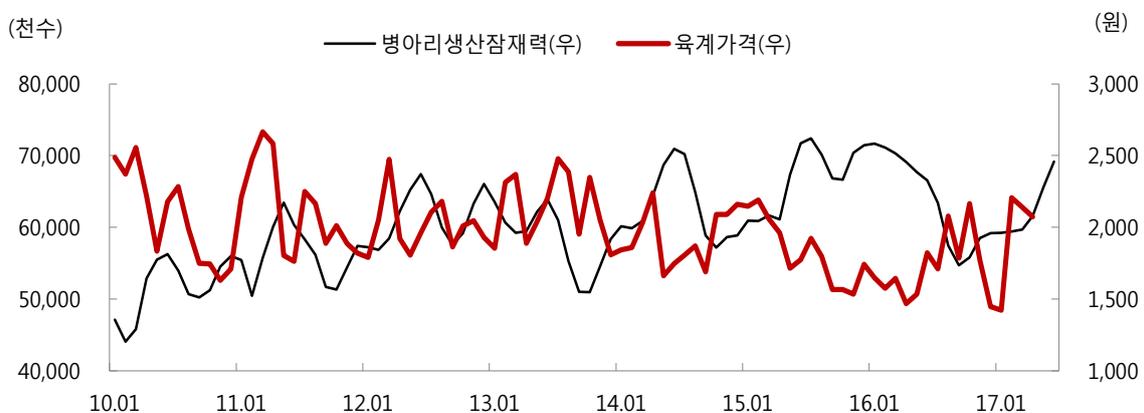
1Q17 살처분된 종계의 수량은 정확히 파악되지는 않으나, 업계에서는 육계 공급 기준 약 15% 수준에서 공급에 영향을 미쳤을 것으로 추정하고 있다. 종계의 생산 사이클을 감안 시, 1Q17의 종계 살처분은 2017년 하반기 공급 제한 요인으로 작용할 것이다.

#### 병아리 생산잠재력 : 1Q17 종계 살처분 영향 감안 시 3Q17E 까지의 공급은 긍정적일 전망



자료 : 한국계육협회, SK 증권

#### 병아리 생산잠재력과 육계가격 : 역의 상관관계

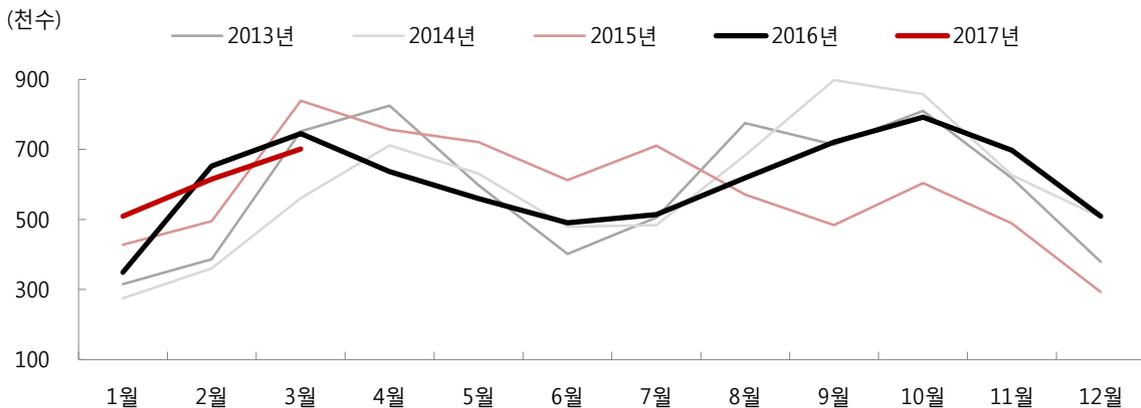


자료 : 한국계육협회, SK 증권

### 중기 공급 : 2Q~3Q17E 까지 긍정적인 수급상황 전개 예상

1Q17의 종계 살처분이 없었다면, 실제 육계 수급 상황은 9월부터 급속히 악화되었을 것이다. 2015년 8월을 기점으로 2016년 7월까지 2월을 제외하고 매월 전년 동기 대비 큰 폭으로 감소해오던 종계 입식수는 2016년 8월부터 y-y 플러스 전환 되었으며, 2016년 8월부터 2017년 1월까지의 종계입식수는 y-y +37.9% 증가하였다. 종계 한 마리가 150여마리의 육계를 생산함을 감안 시, y-y +38% 수준의 종계입식수는 분명한 부담요인이다. 그러나 종계 살처분 영향으로 2월, 3월 종계입식수는 다시 전년 동기 대비 소폭 감소하였으며, 이는 결과적으로 4Q17E의 공급 상황 개선 요인으로 작용하게 되었다. 그러나 2016년 하반기 큰 폭으로 증가했던 종계입식수 감안 시 4Q17E의 공급 상황 개선 폭은 상당히 제한될 것으로 판단한다.

종계입식수 : 2016년 하반기, 2017년 1월 2월 높은 수준을 지속적으로 유지



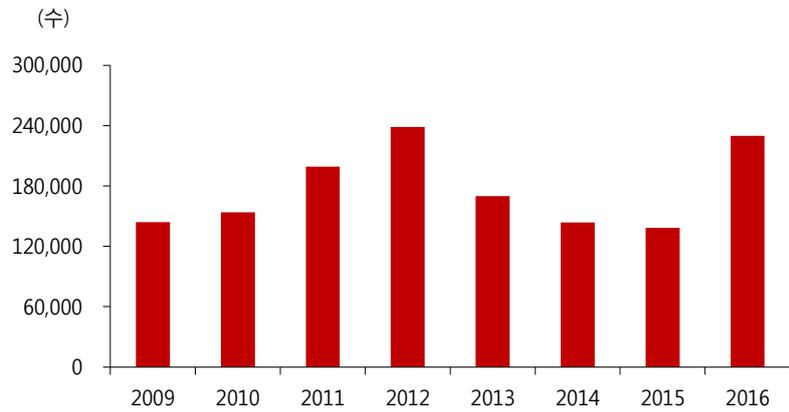
자료 : 한국계육협회, SK 증권

### 장기 공급 : 원종계 수입량 폭증으로 부정적

2016년의 원종계 수입 현황을 바탕으로 최대 2018년까지의 육계 수급 상황을 전망해 볼 수 있는데, 종계 도태와 같은 인위적인 조치가 없다면 육계 수급 상황은 2014년 ~2015년 수준을 벗어나지 못할 것으로 판단된다. 2016년의 원종계 수입량은 약 23만수인데 이는 원종계 수입량이 사상 최대치를 기록하였던 2012년의 23만 8,700수와 유사한 수준이며, 2015년 대비 +66.1% 증가한 수치이다. 2015년 미국 AI 발생에 따른 원종계 수입 지연 물량의 유입과 동우의 원종계사업 진출이 맞물리며, 2016년 원종계 수입량이 큰 폭으로 증가한 것이다.

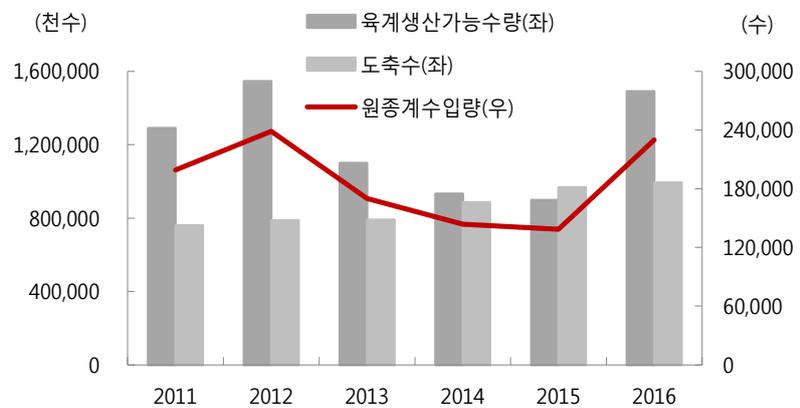
\* 참고. 원종계 1 마리는 45 마리의 종계를 생산(90~100 개의 알을 낳지만 암컷만 종계로 사용될 수 있음), 종계는 150~170 개의 알을 낳으며 수율은 90% 수준. 결과적으로 원종계 1 마리는 = 1 X 45 X 145 = 6,525 마리 이상의 육계를 생산

**원종계 수입량 : 2016 년 23 만수로 폭증**



자료 : 하림 SK 증권

**원종계 수입량을 육계 생산 가능 수로 환산 (생산 사이클은 감안하지 않음)**



자료 : 하림 SK 증권

### 원가 : 여전히 낮은 원가, 곡물가격 하락의 최대 수혜주

육계의 생산 원가에서 약 50%를 차지하는 것이 배합사료인데, 곡물가격 하향 안정화에 따른 원가 하락의 수혜는 지속될 전망이다. 육계 생산 BEP 를 1,500 원이라 가정했을 때 배합사료 750 원, 병아리값 200~400 원, 농가수수료 300~400 원, 이외 유틸리티 및 기타비용 100~150 원으로 구성된다. 매출원가에서 가장 큰 비중을 차지하는 것은 배합사료이며, 배합사료의 80~90%는 옥수수다.

그런데 옥수수 가격의 하향 안정화 추세가 지속되고 있다. 옥수수 소비 대비 재고율 또한 21% 수준으로 2014 년 옥수수 가격의 하락세가 지속되던 시기의 재고율이 유지되고 있다. 양계업체에 투입되는 곡물은 글로벌 곡물가격과 약 6 개월의 시차를 가지고 있기에 현재의 옥수수 가격과 재고율을 감안 할 때 낮은 수준의 원가는 2017 년 연중으로 지속될 전망이다. 국내 대형 양계업체들은 곡물을 직접 매입하여 사료를 생산(하림)하거나 자회사를 통해서 사료를 생산(동우)하기에 곡물가격 하락 분을 배합사료에 그대로 반영할 수 있게 된다. 상기와 같은 업체들은 원가 하락에 따른 P(Price)의 하락이 수반되지 않기에 실제 곡물 가격 하락에 따른 수혜를 가장 크게 받을 수 있다.

#### 옥수수재고율과 옥수수가격 : 15년~16년 수준의 옥수수 가격과 재고율이 유지



자료 : USDA, Bloomberg, SK 증권

#### 육계 원가 구성

항목	비용	비고
사료값	750원	곡물가격 변동에 따른 변화
병아리값	200~400원	병아리 수급 상황에 따른 변동
농가수수료	300~400원	고정비
이외 유틸리티 비용 및 운반비	100~150원	변동 요인 크지 않음
Total	약 1,500원	

자료 SK 증권

## Summary - 17 년의 호조세, 그러나 18 년의 공급과잉이 우려스럽다

양계산업은 '긍정적인 수요'와 '낮은 수준이 지속 유지되는 원가' 라는 두 가지 긍정적인 요소를 갖추었으나, 이 둘이 '사상 최대 수준에 육박한 원종계 수입에 의한 육계 공급의 증가' 라는 부정적인 요소를 상쇄하기는 힘들어 보인다.

단기적으로 3Q17 까지의 육계 가격을 긍정적으로 보기에 단기 실적에 포커스를 맞춘 투자 전략은 유효하다고 판단된다. 그러나 2018 년의 공급 상황은 앞서 언급한 것과 같이 부정적이다. 2016 년 사상 최대 수준에 근접하게 수입된 원종계의 육계 생산물량이 2016 년부터 나오기 시작한다. 양계산업은 철저하게 육계의 수급과 공급에 의해서 매일 가격이 결정되며 가격의 변동 폭이 다른 어떠한 산업보다 크다. 육계가격의 약세가 예상되는 구간에서 양계업체들의 실적은 당연히 저조할 수 밖에 없다. 중장기적으로 양계산업은 매력도가 상대적으로 떨어지는 구간이라 판단한다.

# Company Analysis

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**서영화**

donaldseo@sk.com  
02-3773-9182

### Company Data

자본금	72 십억원
발행주식수	1,316 만주
자사주	36 만주
액면가	5,000 원
시가총액	4,667 십억원
주요주주	
씨제이(주)(외6)	37.80%
국민연금공단	12.80%
외국인지분률	24.50%
배당수익률	0.70%

### Stock Data

주가(17/05/09)	354,500 원
KOSPI	2292.76 pt
52주 Beta	0.65
52주 최고가	406,500 원
52주 최저가	335,000 원
60일 평균 거래대금	14 십억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.5%	-3.8%
6개월	-4.6%	-16.6%
12개월	-6.5%	-19.4%

CJ 제일제당 (097950/KS | 매수(신규편입) | T.P 450,000 원(신규편입))

P, Q, C 모두 개선될 수 있는 구간

CJ 제일제당에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 450,000 원으로 커버리지를 재개한다. CJ 제일제당이 영위하고 있는 종합식품 산업군은 P, Q, C 모두 개선될 수 있는 상황이다. 이외 가공식품부문의 수출 호조세가 지속되고 있으며, 바이오 부문은 메티오닌을 제외한 대부분의 아미노산 수익성 개선이 기대된다. CJ 제일제당을 음식료 업종 탑픽으로 제시한다.

### P, Q, C 모두 개선될 수 있는 구간

'10년 이후 음식료 업종이 두 차례 밸리를 이어나갈 때, 음식료 산업은 P, Q, C가 모두 개선되었다. 현재 동사가 영위하고 있는 종합식품 산업군은 P, Q, C가 모두 개선될 수 있는 상황이라 판단한다. P: 대통령이 바뀌는 시기는 식료품 CPI 증가율이 총지수 CPI 증가율을 상회하였다. 작년 말부터 과점화되어 있는 산업군들을 중심으로 가격 인상이 나타나고 있는 점도 긍정적이다. Q: '16년 식료품제조업 내수출하지수가 y-y +1.9% 증가하며, '12년~'15년 연평균 증가율 +1.1%를 상회하였다. 전반적으로 음식료 산업은 Q의 Base가 부담된다. '16년 Q의 부담이 덜한 제품군은 장류, 소스류, 유제품, 냉동조리식품, 밀가루, 전분 등 종합식품 회사가 영위하는 제품군들이다. 동사의 경우는 점유율 또한 상승하고 있는 국면이어서 Q의 레버리지를 기대해 볼 수 있다. C: 원당 가격이 안정세로 돌아섰으며, 원당을 제외한 4대 곡물은 '16년 보다 낮은 수준이다. 옥수수, 소맥은 재고율 또한 높으며, 연말 원화 강세까지 예측된다. 이외 바이오 부문은 메티오닌을 제외한 대부분의 아미노산이 수익성 개선되고 있어 긍정적이다.

### 투자 의견 Buy, 목표주가 450,000 원 제시

CJ 제일제당에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 450,000 원으로 커버리지를 재개한다. 목표주가는 2017년 예상 지배주주순이익에 국내 음식료 업종 평균 PER을 적용하여 산출하였다. 동사는 국내 가공식품 부문에 독점적 지위를 확보하고 있으며, 전사 해외 매출 비중이 오른 다음으로 높고 그리고 무엇보다 2017년 2분기부터의 영업환경이 P, Q, C 모두 유리한 위치에 있는 점을 감안하면, 음식료 업종 평균 수준 멀티플을 적용한 밸류에이션은 충분히 보수적이라 판단한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	11,702	12,924	14,563	16,052	17,643	19,378
yoy	%	7.9	10.5	12.7	10.2	9.9	9.8
영업이익	십억원	580	751	844	933	1,152	1,288
yoy	%	67.9	29.6	12.3	10.6	23.4	11.8
EBITDA	십억원	1,028	1,235	1,375	1,573	1,806	1,955
세전이익	십억원	243	365	528	682	906	1,048
순이익(지배주주)	십억원	92	189	276	369	513	603
영업이익률%	%	5.0	5.8	5.8	5.8	6.5	6.6
EBITDA%	%	8.8	9.6	9.4	9.8	10.2	10.1
순이익률	%	1.2	2.0	2.4	2.8	3.4	3.6
EPS	원	6,369	13,073	19,044	25,432	35,398	41,617
PER	배	48.1	28.9	18.8	13.9	10.0	8.5
PBR	배	1.5	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	11.4	10.3	9.7	8.4	7.2	6.4
ROE	%	3.1	6.2	8.4	10.3	12.7	13.2
순차입금	십억원	5,325	5,016	5,665	5,406	5,085	4,676
부채비율	%	170.4	155.4	160.2	153.4	144.6	135.7

## Valuation &amp; 실적추정

## CJ제일제당 PER Valuation

(억원 배 원)

구분	Value	Multiple	Fair Value	비고
2017년 예상 지배주주순이익	3,686	17.4	64,136	국내 음식료업종 평균 PER
Shares Outstanding('000)			14,127	
Fair Value per share			453,999	
Target Price			450,000	

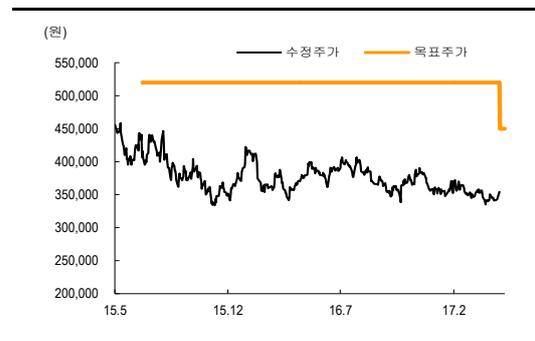
## CJ제일제당 부문별 실적 추정

(단위: 억원)

		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
Sales	Total	35,340	36,096	36,791	37,406	38,521	39,574	40,876	41,546	145,633	160,516	176,426
	대통제외	21,949	22,062	23,084	22,318	23,523	23,856	25,524	24,648	89,413	97,550	107,163
	식품	11,598	11,035	12,439	11,053	12,533	11,996	13,674	12,137	46,125	50,339	54,832
	제약	1,177	1,255	1,299	1,412	1,298	1,384	1,433	1,557	5,143	5,673	6,240
	바이오	4,282	4,558	4,560	4,616	4,697	5,000	5,057	5,193	18,016	19,948	22,341
	사료	4,892	5,214	4,786	5,237	4,995	5,475	5,360	5,761	20,129	21,590	23,749
y-y	Total	13.3%	14.0%	9.3%	14.3%	9.0%	9.6%	11.1%	11.1%	12.7%	10.2%	9.9%
	대통제외	9.8%	12.2%	6.0%	11.1%	7.2%	8.1%	10.6%	10.4%	9.7%	9.1%	9.9%
	식품	10.6%	11.1%	8.0%	15.5%	8.1%	8.7%	9.9%	9.8%	11.1%	9.1%	8.9%
	제약	11.1%	11.1%	16.6%	11.7%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	12.6%	10.3%	10.0%
	바이오	6.6%	5.1%	-1.8%	4.9%	9.7%	9.7%	10.9%	12.5%	3.6%	10.7%	12.0%
	사료	10.3%	22.1%	6.4%	7.9%	2.1%	5.0%	12.0%	10.0%	11.5%	7.3%	10.0%
OP	Total	2,328	2,105	2,433	1,569	2,085	2,368	2,785	2,094	8,435	9,331	11,518
	대통제외	1,830	1,521	1,861	1,033	1,560	1,711	2,141	1,490	6,245	6,902	8,831
	식품	1,181	844	1,143	351	859	799	1,280	650	3,519	3,588	4,850
	제약	184	171	139	185	204	190	155	206	679	755	831
	바이오	314	298	398	410	432	495	496	530	1,420	1,952	2,346
	사료	151	208	181	87	65	227	211	104	627	607	805
y-y	Total	3.3%	9.8%	9.3%	40.3%	-10.4%	12.5%	14.5%	33.4%	12.3%	10.6%	23.4%
	대통제외	0.2%	-0.4%	5.1%	39.2%	-14.8%	12.5%	15.1%	44.3%	6.5%	10.5%	28.0%
	식품	6.6%	6.3%	-13.3%	33.0%	-27.3%	-5.3%	12.0%	85.3%	1.0%	2.0%	35.2%
	제약	52.1%	36.8%	26.4%	10.8%	11.0%	11.1%	11.3%	11.1%	29.8%	11.1%	10.2%
	바이오	-37.7%	-37.5%	70.8%	135.6%	37.6%	66.1%	24.5%	29.2%	2.3%	37.5%	20.1%
	사료	62.4%	58.8%	67.6%	-36.5%	-57.0%	8.9%	16.4%	19.9%	33.7%	-3.2%	32.6%
% OPM	Total	6.6%	5.8%	6.6%	4.2%	5.4%	6.0%	6.8%	5.0%	5.8%	5.8%	6.5%
	대통제외	8.3%	6.9%	8.1%	4.6%	6.6%	7.2%	8.4%	6.0%	7.0%	7.1%	8.2%
	식품	10.2%	7.6%	9.2%	3.2%	6.9%	6.7%	9.4%	5.4%	7.6%	7.1%	8.8%
	제약	15.6%	13.6%	10.7%	13.1%	15.7%	13.7%	10.8%	13.2%	13.2%	13.3%	13.3%
	바이오	7.3%	6.5%	8.7%	8.9%	9.2%	9.9%	9.8%	10.2%	7.9%	9.8%	10.5%
	사료	3.1%	4.0%	3.8%	1.7%	1.3%	4.1%	3.9%	1.8%	3.1%	2.8%	3.4%

자료: SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.05.10	매수 담당자 변경	450,000원
	2016.11.17	매수	520,000원
	2016.11.03	매수	520,000원
	2016.09.27	매수	520,000원
	2016.08.08	매수	520,000원
	2016.05.11	매수	520,000원
	2016.04.11	매수	520,000원
	2016.02.05	매수	520,000원
	2015.11.06	매수	520,000원
	2015.10.05	매수	520,000원
	2015.08.05	매수	520,000원
	2015.07.07	매수	520,000원



### Compliance Notice

- 작성자(서명)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 5월 10일 기준)

매수	95.68%	중립	4.32%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

**재무상태표**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	4,019	4,881	5,534	6,276	7,143
현금및현금성자산	530	644	904	1,225	1,633
매출채권및기타채권	1,769	2,198	2,423	2,663	2,925
재고자산	1,098	1,280	1,411	1,551	1,703
<b>비유동자산</b>	9,733	10,886	10,957	11,104	11,242
장기금융자산	396	481	481	481	481
유형자산	6,690	7,281	7,344	7,490	7,620
무형자산	1,737	2,334	2,291	2,251	2,214
<b>자산총계</b>	13,751	15,766	16,491	17,380	18,386
<b>유동부채</b>	4,336	4,699	4,915	5,145	5,396
단기금융부채	2,595	2,592	2,592	2,592	2,592
매입채무 및 기타채무	1,294	1,613	1,777	1,954	2,146
단기충당부채	3	4	4	4	5
<b>비유동부채</b>	4,030	5,007	5,069	5,129	5,189
장기금융부채	3,166	4,094	4,094	4,094	4,094
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	8,366	9,706	9,983	10,273	10,585
<b>지배주주지분</b>	3,143	3,409	3,774	4,286	4,888
자본금	72	72	72	72	72
자본잉여금	923	924	924	924	924
기타자본구성요소	-295	-302	-302	-302	-302
자기주식	-100	-100	-100	-100	-100
이익잉여금	2,334	2,567	2,900	3,381	3,952
비지배주주지분	2,242	2,651	2,734	2,821	2,913
<b>자본총계</b>	5,385	6,060	6,508	7,107	7,801
<b>부채외자본총계</b>	13,751	15,766	16,491	17,380	18,386

**현금흐름표**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,155	800	1,127	1,280	1,360
당기순이익(손실)	254	354	452	601	696
비현금성항목등	922	957	1,121	1,205	1,259
유형자산감가상각비	394	437	537	554	570
무형자산상각비	89	95	103	100	98
기타	349	251	80	80	80
운전자본감소(증가)	77	-359	-217	-222	-242
매출채권및기타채권의 감소(증가)	175	-175	-225	-240	-262
재고자산감소(증가)	-27	-171	-131	-140	-153
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-61	75	165	176	192
기타	-10	-87	-26	-18	-20
법인세납부	-99	-151	-229	-305	-353
<b>투자활동현금흐름</b>	-693	-1,409	-640	-734	-728
금융자산감소(증가)	106	-82	0	0	0
유형자산감소(증가)	-644	-807	-600	-700	-700
무형자산감소(증가)	-64	-61	-61	-61	-61
기타	-91	-459	21	26	33
<b>재무활동현금흐름</b>	-364	726	-228	-224	-224
단기금융부채증가(감소)	-1,196	-858	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	757	1,660	0	0	0
자본의증가(감소)	7	1	0	0	0
배당금의 지급	-42	-54	-35	-32	-32
기타	111	-23	-192	-192	-192
<b>현금의 증가(감소)</b>	94	115	259	321	408
기초현금	436	530	644	904	1,225
기말현금	530	644	904	1,225	1,633
FCF	462	45	381	436	519

자료 : CJ제일제당, SK증권 추정

**포괄손익계산서**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	12,924	14,563	16,052	17,643	19,378
<b>매출원가</b>	10,038	11,275	12,343	13,517	14,839
<b>매출총이익</b>	2,886	3,288	3,708	4,126	4,539
매출총이익률 (%)	22.3	22.6	23.1	23.4	23.4
<b>판매비와관리비</b>	2,135	2,444	2,775	2,974	3,251
영업이익	751	844	933	1,152	1,288
영업이익률 (%)	5.8	5.8	5.8	6.5	6.6
비영업손익	-387	-315	-251	-246	-240
<b>순금융비용</b>	166	161	171	166	160
외환관련손익	-126	-59	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	21	1	0	0	0
세전계속사업이익	365	528	682	906	1,048
세전계속사업이익률 (%)	2.8	3.6	4.3	5.1	5.4
계속사업법인세	111	175	229	305	353
<b>계속사업이익</b>	254	354	452	601	696
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	254	354	452	601	696
<b>순이익률 (%)</b>	2.0	2.4	2.8	3.4	3.6
지배주주	189	276	369	513	603
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	1.46	1.89	2.3	2.91	3.11
비지배주주	64	78	84	88	92
<b>총포괄이익</b>	242	384	483	631	726
지배주주	174	307	400	544	634
비지배주주	68	77	83	87	92
EBITDA	1,235	1,375	1,573	1,806	1,955

**주요투자지표**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	10.5	12.7	10.2	9.9	9.8
영업이익	29.6	12.3	10.6	23.4	11.8
세전계속사업이익	50.1	44.8	29.0	32.9	15.7
EBITDA	20.2	11.3	14.4	14.8	8.2
EPS(계속사업)	105.3	45.7	33.5	39.2	17.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	6.2	8.4	10.3	12.7	13.2
ROA	1.9	2.4	2.8	3.6	3.9
EBITDA마진	9.6	9.4	9.8	10.2	10.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	92.7	103.9	112.6	122.0	132.4
부채비율	155.4	160.2	153.4	144.6	135.7
순차입금/자기자본	93.2	93.5	83.1	71.6	60.0
EBITDA/이자비용(배)	6.8	7.7	8.2	9.4	10.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	13,073	19,044	25,432	35,398	41,617
BPS	216,981	235,302	260,380	295,707	337,253
CFPS	46,479	55,714	69,602	80,557	87,654
주당 현금배당금	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	35.1	22.2	14.6	10.5	8.9
PER(최저)	23.2	17.8	13.2	9.5	8.1
PBR(최고)	2.1	1.8	1.4	1.3	1.1
PBR(최저)	1.4	1.4	1.3	1.1	1.0
PCR	8.1	6.4	5.1	4.4	4.0
EV/EBITDA(최고)	11.1	10.4	8.5	7.3	6.6
EV/EBITDA(최저)	9.4	9.5	8.2	7.0	6.3

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**서영화**  
donaldseo@sk.com  
02-3773-9182

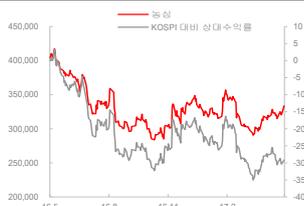
### Company Data

자본금	30 십억원
발행주식수	608 만주
자사주	30 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,029 십억원
주요주주	
(주)농심홀딩스(외3)	45.48%
국민연금공단	11.00%
외국인지분률	19.90%
배당수익률	1.20%

### Stock Data

주가(17/05/09)	333,500 원
KOSPI	2292.76 pt
52주 Beta	0.41
52주 최고가	417,500 원
52주 최저가	283,500 원
60일 평균 거래대금	9 십억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.9%	-1.6%
6개월	10.1%	-3.8%
12개월	-13.2%	-25.1%

농심 (004370/KS | 매수(신규) | T.P 380,000 원(신규))

## 라면 부진의 끝자락

농심에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 380,000 원으로 커버리지를 재개한다. 농심은 1분기 국내 라면 부문의 부진을 끝으로 2분기부터 가격 인상에 따른 ASP 상승 효과와 기저 효과 및 점유율 개선에 따른 Q의 증가 효과를 함께 누릴 전망이다. 중국은 2분기까지 일시적 부진이 예상되지만, 미국은 여전히 두 자릿수의 성장을 이어나갈 전망이다.

### [1Q17E Preview] 라면 부진의 끝자락

1분기 매출액 5,890 억원(y-y +3.7%), 영업이익 313 억원(y-y -3.5%)을 추정한다. 전년 동기에 맞짱빔에 의한 High base 효과가 존재하는 상황으로 라면부문 매출액 역신장이 불가피한 상황이다. 국내 라면부문은 ASP가 y-y -1.1% 하락함에 따라 매출액이 y-y -1.2% 감소할 것으로 추정된다. 이외 1분기 라면부문 점유율은 2H16과 유사한 상황이며, 백산수와 스낵 부문의 호조가 전체 외형 성장을 이끈 것으로 추정된다.

### 2분기부터는 P와 Q 모두 올라간다

경쟁사 삼양식품의 가격 인상으로 2분기부터는 실질적인 가격 인상 효과가 나타날 수 있을 것으로 판단한다. 이에 따라 2Q16부터 1Q17E까지 y-y 하락한 ASP는 2Q17E부터 y-y (+) 반전될 것으로 전망한다. Q 측면에서도 2분기부터는 기저효과가 존재하는 구간이어서 부담이 완화된다. 다만, 중국은 아직 사드 이슈관련 제재가 부담스러운 상황이다. 2분기 당사 추정 중국 성장률은 y-y +5%이다. 이외 미국은 지속적으로 두 자릿수의 성장세를 이어나갈 전망이다.

### 투자의견 Buy, 목표주가 380,000 원 제시

농심에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 380,000 원으로 커버리지를 재개한다. 목표주가는 2017년 예상실적을 기준으로 산출하였으며, 국내 음식료업종 PER 평균을 +20% 할증하여 적용하였다. 해외 시장 성장성('16년 기준 중국 y-y +16.6%, 미국 y-y +17.3%, 일본 y-y +28.4%)과 전체 매출의 20% 수준을 차지하고 있는 해외 매출 비중 그리고 최근 점유율이 하락하긴 하였으나, 국내 라면 시장에서 여전히 독보적인 입지를 가지고 있다는 점이 밸류에이션 프리미엄의 근거이다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	2,042	2,182	2,217	2,355	2,506	2,672
yoy	%	-2.2	6.9	1.6	6.2	6.4	6.6
영업이익	십억원	74	118	90	106	121	138
yoy	%	-20.6	60.8	-24.2	18.6	13.4	14.2
EBITDA	십억원	155	198	175	199	217	235
세전이익	십억원	97	154	233	144	159	177
순이익(지배주주)	십억원	65	117	199	110	121	135
영업이익률%	%	3.6	5.4	4.1	4.5	4.8	5.2
EBITDA%	%	7.6	9.1	7.9	8.4	8.7	8.8
순이익률	%	3.2	5.4	9.0	4.7	4.8	5.0
EPS	원	10,687	19,291	32,764	18,037	19,929	22,141
PER	배	23.6	22.8	10.2	18.5	16.7	15.1
PBR	배	1.0	1.6	1.1	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	7.6	11.5	8.6	7.4	6.6	5.8
ROE	%	4.3	7.4	11.6	6.0	6.4	6.8
순차입금	십억원	-401	-422	-523	-574	-610	-690
부채비율	%	43.2	46.9	37.7	38.2	38.5	38.8

## Valuation, 실적추정

### 농심 PER Valuation

(억원 배 원)

구분	Value	Multiple	Fair Value	비고
2017년 예상 지배주주순이익	1,097	20.0	21,984	음식료업종 평균 16.7X를 20% 할증
Shares Outstanding('000)			5,783	
Fair Value per share			380,171	
Target Price			380,000	

자료 : Quantwise, SK 증권

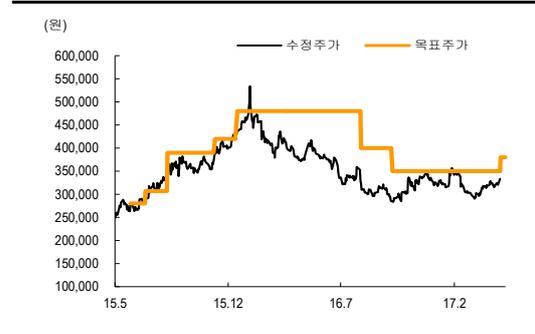
### 농심 분기별 실적 추정

(단위 : 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
Sales	568	527	548	574	589	562	587	618	2,217	2,355	2,506
y-y	5.2%	-0.4%	0.3%	1.4%	3.7%	6.5%	7.2%	7.6%	1.6%	6.2%	6.4%
라면부문	340.1	317	327	365	336	335	346	386	1,350	1,403	1,459
y-y	4.2%	-3.6%	-5.0%	-0.6%	-1.2%	5.5%	5.8%	5.8%	-1.3%	4.0%	4.0%
Q(백만식)	580	554	566	635	580	568	579	650	2,336	2,377	2,427
y-y	0.1%	-1.9%	-2.5%	2.0%	0.0%	2.4%	2.3%	2.3%	-0.5%	1.8%	2.1%
P(원)	586	573	578	574	580	590	598	594	578	590	601
y-y	4.1%	-1.7%	-2.6%	-2.6%	-1.1%	3.0%	3.4%	3.4%			
스낵부문	82	80	83	82	87	85	87	86	327	345	361
y-y	-11.8%	-4.8%	7.5%	3.3%	6.1%	6.1%	5.1%	5.1%	-2.0%	5.6%	4.5%
중국	46	41	43	39	51	43	48	44	169	187	211
y-y	27.1%	15.5%	13.1%	10.7%	10%	5%	13%	13%	16.6%	10.2%	13.0%
미국	52	48	49	56	59	55	57	64	204	235	270
y-y	22.1%	19.5%	17.6%	11.1%	15%	15%	15%	15%	17.3%	15.0%	15.0%
일본	8	9	8	9	9	10	9	10	35	38	42
y-y	31.3%	37.8%	19.8%	25.2%	10%	10%	10%	10%	28.4%	10.0%	10.0%
영업이익	32	12	23	22	31	22	26	27	90	106	121
y-y	17.1%	-48.7%	-39.4%	-23.5%	-3.5%	75.9%	13.3%	24.2%	-24.2%	18.6%	13.4%
% OP	5.7%	2.4%	4.2%	3.9%	5.3%	3.9%	4.4%	4.4%	4.0%	4.5%	4.8%

자료 : SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.05.10	매수 담당자변경	380,000원
	2016.10.17	매수	350,000원
	2016.08.18	매수	400,000원
	2016.07.25	매수	480,000원
	2016.02.16	매수	480,000원
	2015.12.28	매수	480,000원
	2015.11.16	매수	420,000원
	2015.10.05	매수	390,000원
	2015.08.18	매수	390,000원
	2015.07.07	매수	307,000원



### Compliance Notice

- 작성자(서명)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 5월 10일 기준)

매수	95.68%	중립	4.32%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	998	1,057	1,134	1,200	1,313
현금및현금성자산	169	179	230	266	346
매출채권및기타채권	227	239	254	271	289
재고자산	173	169	180	191	204
<b>비유동자산</b>	1,421	1,424	1,445	1,491	1,507
장기금융자산	40	85	85	85	85
유형자산	1,133	1,092	1,101	1,136	1,141
무형자산	57	59	61	64	66
<b>자산총계</b>	2,419	2,481	2,579	2,691	2,819
<b>유동부채</b>	634	549	581	616	654
단기금융부채	97	40	40	40	40
매입채무 및 기타채무	330	279	296	315	336
단기충당부채	9	9	10	11	11
<b>비유동부채</b>	138	130	131	132	134
장기금융부채	55	59	59	59	59
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	13	15	17	18	19
<b>부채총계</b>	772	679	712	748	788
<b>지배주주지분</b>	1,635	1,790	1,855	1,931	2,021
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	121	121	121	121	121
기타자본구성요소	-81	-81	-81	-81	-81
자기주식	-81	-81	-81	-81	-81
이익잉여금	1,554	1,721	1,808	1,906	2,017
비지배주주지분	11	13	12	11	11
<b>자본총계</b>	1,646	1,802	1,867	1,943	2,032
<b>부채외자본총계</b>	2,419	2,481	2,579	2,691	2,819

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	192	214	169	184	198
당기순이익(손실)	117	199	110	121	135
비현금성항목등	120	147	89	96	100
유형자산감가상각비	79	84	91	95	96
무형자산감가상각비	1	1	1	1	1
기타	8	32	-30	-30	-30
운전자본감소(증가)	-13	-80	5	5	6
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-13	-13	-15	-16	-18
재고자산감소(증가)	-1	1	-11	-11	-13
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	12	-6	17	19	21
기타	-11	-62	13	14	16
법인세납부	-33	-52	-35	-38	-43
<b>투자활동현금흐름</b>	-156	-125	-93	-122	-92
금융자산감소(증가)	-55	-83	0	0	0
유형자산감소(증가)	-89	-48	-100	-130	-100
무형자산감소(증가)	-23	-4	-4	-4	-4
기타	11	10	11	11	12
<b>재무활동현금흐름</b>	17	-80	-26	-26	-26
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	50	-55	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-23	-23	-23	-23	-23
기타	-10	-2	-3	-3	-3
<b>현금의 증가(감소)</b>	53	11	50	36	81
기초현금	115	169	179	230	266
기말현금	169	179	230	266	346
FCF	96	75	75	60	104

자료 : 농심 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	2,182	2,217	2,355	2,506	2,672
<b>매출원가</b>	1,510	1,504	1,619	1,715	1,819
<b>매출총이익</b>	672	713	737	791	853
매출총이익률 (%)	30.8	32.2	31.3	31.6	31.9
<b>판매비와관리비</b>	554	624	630	671	715
영업이익	118	90	106	121	138
영업이익률 (%)	5.4	4.1	4.5	4.8	5.2
비영업손익	35	144	38	39	39
<b>순금융비용</b>	-8	-7	-8	-9	-9
외환관련손익	-5	1	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	154	233	144	159	177
세전계속사업이익률 (%)	7.0	10.5	6.1	6.4	6.6
계속사업법인세	36	34	35	38	43
<b>계속사업이익</b>	117	199	110	121	135
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	117	199	110	121	135
<b>순이익률 (%)</b>	5.4	9.0	4.7	4.8	5.0
지배주주	117	199	110	121	135
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	5.38	8.99	4.66	4.84	5.04
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	125	177	87	99	112
지배주주	124	178	88	100	113
비지배주주	0	-1	-1	-1	-1
EBITDA	198	175	199	217	235

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	6.9	1.6	6.2	6.4	6.6
영업이익	60.8	-24.2	18.6	13.4	14.2
세전계속사업이익	57.7	52.0	-38.2	10.5	11.1
EBITDA	28.2	-11.6	13.5	9.2	8.1
EPS(계속사업)	80.5	69.8	-45.0	10.5	11.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	7.4	11.6	6.0	6.4	6.8
ROA	5.1	8.1	4.3	4.6	4.9
EBITDA마진	9.1	7.9	8.4	8.7	8.8
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	157.3	192.4	195.2	194.9	200.8
부채비율	46.9	37.7	38.2	38.5	38.8
순차입금/자기자본	-25.6	-29.0	-30.7	-31.4	-34.0
EBITDA/이자비용(배)	103.2	52.5	75.5	82.4	89.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	19,291	32,764	18,037	19,929	22,141
BPS	268,798	294,260	304,940	317,512	332,296
CFPS	32,431	46,812	33,224	35,777	38,081
주당 현금배당금	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	22.8	16.3	19.8	17.9	16.1
PER(최저)	11.9	8.7	16.1	14.6	13.1
PBR(최고)	1.6	1.8	1.2	1.1	1.1
PBR(최저)	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9
PCR	13.6	7.1	10.0	9.3	8.8
EV/EBITDA(최고)	11.5	15.6	8.1	7.3	6.4
EV/EBITDA(최저)	5.0	6.9	6.1	5.4	4.6

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**서영화**  
donaldseo@sk.com  
02-3773-9182

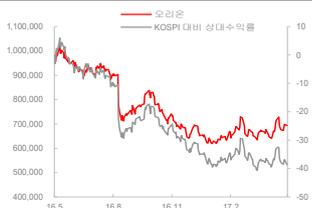
### Company Data

자본금	30 십억원
발행주식수	601 만주
자사주	71 만주
액면가	5,000 원
시가총액	4,170 십억원
주요주주	
이화경(외6)	28.47%
오리온 자사주	11.80%
외국인지분률	42.70%
배당수익률	0.90%

### Stock Data

주가(17/05/09)	694,000 원
KOSPI	2292.76 pt
52주 Beta	0.62
52주 최고가	1,028,000 원
52주 최저가	619,000 원
60일 평균 거래대금	15 십억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.9%	-2.5%
6개월	-6.3%	-18.2%
12개월	-28.4%	-38.3%

오리온 (001800/KS | 매수(신규편입) | T.P 860,000 원(신규편입))

## 중국보다 기대되는 국내

오리온에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 860,000 원으로 커버리지를 재개한다. 과거 동사가 받던 프리미엄의 이유는 중국이었으나, 2017 년은 중국보다 국내가 기대된다. Base 부담이 없는 상황에서 1)메가 브랜드를 활용한 제품 익스텐션, 2)경쟁 제과사 시장으로의 침투, 3)다양한 신사업 등이 진행되면서 국내 성장을 재개할 전망이다.

## 중국보다 기대되는 국내

2017 년은 중국보다 오히려 국내가 기대된다. 국내 기존 사업은 전년 이천 공장 화재에 따른 매출 손실로 Base 부담이 없는 상황이며, 동사는 신사업, 신제품 출시를 통해 외형 성장을 지속해나갈 전망이다. 1)메가 브랜드를 활용한 매출 확대가 지속될 것이다. '16 년 바나나맛, 녹차맛 초코파이를 출시하면서 동사의 초코파이 매출액은 y-y +37% 증가하였다. '17 년 역시 딸기맛 초코파이가 출시가 좋은 예이다. 2)동사는 과거 시도하지 않았던 부문의 신제품 출시를 통해 경쟁사들이 가지고 있던 시장에 침투할 것이다. 2017 년 출시한 옥수수 베이스의 신제품 꼬북칩이 좋은 예이다. 3)동사는 다양한 신사업을 시도해 나가며 추가적인 외형 성장을 이끌어낼 것이다. 동사는 연초 한국아쿠르트와 제휴하여 생브라우니, 생크림치즈롤을 출시하여 방판 시장에 제품을 출시하였고 이외 PB 제품 추가 출시 농협과 JV 를 통한 쌀과자 시장 진출 등 다양한 신사업이 활발히 진행될 예정이다.

사드 이슈 이후 중국은 행사 매대 진열 중단, 프로모션 제한, 반품 등의 어려움을 겪고 있다. 2Q 까지도 부정적 상황이 지속되고 있는데, 오히려 금번 이슈가 중국사업 체질 개선의 기회이자 제품 라인업 재정비의 시간이 될 수도 있다고 판단한다.

## 투자의견 Buy, 목표주가 860,000 원 제시

오리온에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 860,000 원으로 커버리지를 재개한다. 중국의 대한국 제재관련 노이즈가 사라질 것으로 예상되는 2018 년을 기준으로 밸류에이션 하였다. 동사의 성장 잠재력을 높게 평가하지만, 국내 제과 사업 다각화, 음료 관련 신사업, 중국 시장 점유율 회복 등에 대한 불확실성도 함께 공존하고 있어서 음식료업종 평균 PER 을 적용하여, 목표주가를 산출하였다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	2,200	2,382	2,386	2,312	2,608	2,820
yoy	%	-11.5	8.3	0.2	-3.1	12.8	8.1
영업이익	십억원	249	299	326	279	389	427
yoy	%	-4.1	20.3	9.0	-14.6	39.4	9.8
EBITDA	십억원	395	482	488	424	510	545
세전이익	십억원	229	252	307	265	379	424
순이익(지배주주)	십억원	163	162	237	205	291	325
영업이익률%	%	11.3	12.6	13.7	12.1	14.9	15.1
EBITDA%	%	18.0	20.2	20.4	18.3	19.6	19.3
순이익률	%	7.9	7.4	10.4	9.4	11.6	12.0
EPS	원	27,854	27,070	36,783	31,305	45,729	51,357
PER	배	36.4	43.1	17.8	22.2	15.2	13.5
PBR	배	4.9	5.1	2.5	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	배	17.1	15.8	9.2	10.7	8.3	7.1
ROE	%	13.8	12.4	15.9	12.2	15.5	15.1
순차입금	십억원	542	496	450	229	-77	-416
부채비율	%	109.1	96.5	70.6	63.5	57.3	51.1

## Valuation &amp; 실적추정

## 오리온 PER Valuation

(억원 배 원)

구분	Value	Multiple	Fair Value	비고
2018년 예상 지배주주순이익	2,912	15.6	45,427	국내 음식료업종 평균 PER
Shares Outstanding('000)			5,266	
Fair Value per share			862,694	
Target Price			860,000	

자료 : Quantiwise, SK 증권

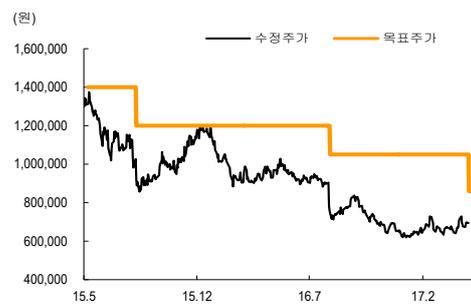
## 오리온 분기별 실적 추정

(단위 : 십억원)

	2016	2017E	2018E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
Sales	2,386	2,312	2,608	661	496	597	632	553	477	631	652
y-y %	0.2%	-3.1%	12.8%	5.5%	-3.2%	-6.6%	4.7%	-16.3%	-3.8%	5.6%	3.1%
Sales KOREA	679	706	735	174	167	160	179	178	174	167	187
CHINA	1,346	1,214	1,446	378	272	348	347	293	219	349	353
RUSSIA	61	74	81	14	14	15	18	17	17	19	21
VIETNAM	171	186	204	52	32	36	51	55	34	41	55
Mediaplex	122	132	143	44	9	34	35	9	33	55	36
y-y % KOREA	-4.0%	4.0%	4.0%	-8.0%	-6.3%	-4.1%	3.0%	2.5%	4.5%	4.5%	4.5%
CHINA	1.0%	-9.8%	19.1%	7.0%	1.5%	-6.5%	2.6%	-22.5%	-19.4%	0.1%	1.6%
RUSSIA	5.4%	20.4%	9.7%	10.4%	-14.2%	-3.6%	35.4%	27.6%	18.3%	22.4%	14.8%
VIETNAM	3.6%	8.7%	9.9%	4.5%	-7.5%	-0.2%	14.3%	5.8%	8.7%	12.8%	8.7%
Mediaplex	-14.3%	8.8%	8.0%	84.7%	-33.1%	-48.5%	-9.8%	-80.0%	270.0%	60.0%	3.0%
OP	326	279	389	119	28	94	85	77	33	77	93
y-y %	9.0%	-14.6%	39.4%	11.2%	-41.2%	20.1%	28.1%	-35.5%	17.9%	-19.0%	8.9%
OPM %	13.7%	12.1%	14.9%	18.0%	5.6%	15.8%	13.4%	13.9%	6.9%	12.1%	14.2%
OP KOREA	79	83	87	24	17	12.1	26.2	25	18	13	28
CHINA	199	141	239	68	7	70.7	52.7	38	5	47	50
RUSSIA	8	9	10	1	1	2.2	2.9	2	1	3	3
VIETNAM	27	30	33	11	4	5.7	6.0	12	4	7	7
Mediaplex	19	16	19	7	0	5.3	6.3	0	4	7	5
OPM KOREA	11.6%	11.7%	11.9%	13.7%	10.0%	7.5%	14.7%	13.8%	10.2%	7.7%	14.9%
CHINA	14.8%	11.6%	16.5%	18.0%	2.6%	20.3%	15.2%	13.0%	2.5%	13.5%	14.2%
RUSSIA	12.6%	12.6%	12.8%	9.7%	8.7%	14.4%	16.2%	9.8%	8.8%	14.5%	16.3%
VIETNAM	15.5%	16.0%	16.3%	21.7%	11.1%	15.7%	11.8%	22.2%	11.6%	16.2%	12.3%
Mediaplex	15.3%	12.2%	13.0%	15.6%	2.2%	15.5%	17.9%	0.5%	13.0%	13.0%	13.0%

자료 : SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.05.10	매수 담당자 변경	860,000원
	2016.10.04	매수	1,050,000원
	2016.08.19	매수	1,050,000원
	2016.07.29	매수	1,200,000원
	2016.02.12	매수	1,200,000원
	2016.01.04	매수	1,200,000원
	2015.10.05	매수	1,200,000원
	2015.09.25	매수	1,200,000원
	2015.08.18	매수	1,200,000원
	2015.07.07	매수	1,400,000원
	2015.05.26	매수	1,400,000원
	2015.05.18	매수	1,400,000원



### Compliance Notice

- 작성자(서명)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 5월 10일 기준)

매수	95.68%	중립	4.32%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	962	780	947	1,271	1,611
현금및현금성자산	253	240	421	687	986
매출채권및기타채권	163	178	173	195	211
재고자산	188	194	188	212	230
<b>비유동자산</b>	2,037	2,129	2,094	2,084	2,078
장기금융자산	116	110	110	110	110
유형자산	1,757	1,817	1,800	1,784	1,770
무형자산	53	53	28	26	26
<b>자산총계</b>	2,999	2,909	3,042	3,355	3,689
<b>유동부채</b>	742	872	860	910	946
단기금융부채	354	471	471	471	471
매입채무 및 기타채무	222	216	209	236	255
단기충당부채	3	3	3	3	4
<b>비유동부채</b>	730	332	322	312	303
장기금융부채	653	277	237	197	157
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	1,473	1,204	1,182	1,222	1,248
<b>지배주주지분</b>	1,379	1,600	1,745	2,009	2,306
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	67	67	67	67	67
기타자본구성요소	-36	7	7	7	7
자기주식	-32	-32	-32	-32	-32
이익잉여금	1,330	1,537	1,709	2,000	2,325
비지배주주지분	147	105	115	125	134
<b>자본총계</b>	1,526	1,705	1,860	2,133	2,441
<b>부채외자본총계</b>	2,999	2,909	3,042	3,355	3,689

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	409	359	372	420	446
당기순이익(손실)	177	249	217	304	337
비현금성항목등	332	273	224	223	224
유형자산감가상각비	104	108	117	116	115
무형자산상각비	78	53	28	5	3
기타	33	31	0	0	0
운전자본감소(증가)	-37	-92	-4	-14	-12
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-8	-22	6	-22	-16
재고자산감소(증가)	31	-11	6	-24	-17
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	20	-5	-7	27	19
기타	-80	-53	-9	6	2
법인세납부	-63	-70	-64	-92	-103
<b>투자활동현금흐름</b>	-205	-36	-97	-94	-88
금융자산감소(증가)	-81	214	0	0	0
유형자산감소(증가)	-128	-234	-100	-100	-100
무형자산감소(증가)	-5	-3	-3	-3	-3
기타	10	-13	6	10	15
<b>재무활동현금흐름</b>	-169	-335	-93	-60	-59
단기금융부채증가(감소)	-230	-220	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	139	-45	-40	-40	-40
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-36	-33	-32	0	0
기타	-42	-37	-21	-20	-19
<b>현금의 증가(감소)</b>	36	-14	181	266	299
기초현금	216	254	240	421	687
기말현금	253	240	421	687	986
FCF	312	153	249	299	326

자료 : 오리온, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	2,382	2,386	2,312	2,608	2,820
<b>매출원가</b>	1,268	1,236	1,212	1,346	1,450
<b>매출총이익</b>	1,115	1,151	1,101	1,263	1,371
매출총이익률 (%)	46.8	48.2	47.6	48.4	48.6
<b>판매비와관리비</b>	815	824	822	874	944
영업이익	299	326	279	389	427
영업이익률 (%)	12.6	13.7	12.1	14.9	15.1
비영업손익	-48	-19	-14	-9	-3
<b>순금융비용</b>	21	15	15	11	4
외환관련손익	-23	-12	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	2	2	2	2
세전계속사업이익	252	307	265	379	424
세전계속사업이익률 (%)	10.6	12.9	11.5	14.6	15.0
계속사업법인세	75	75	64	92	103
<b>계속사업이익</b>	177	233	200	287	321
중단사업이익	1	16	16	16	16
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	177	249	217	304	337
<b>순이익률 (%)</b>	7.4	10.4	9.4	11.6	12.0
지배주주	162	237	205	291	325
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	6.81	9.92	8.84	11.16	11.52
비지배주주	15	12	12	12	12
<b>총포괄이익</b>	178	219	187	273	307
<b>지배주주</b>	162	209	177	264	298
<b>비지배주주</b>	15	10	10	10	10
EBITDA	482	488	424	510	545

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	8.3	0.2	-3.1	12.8	8.1
영업이익	20.3	9.0	-14.6	39.4	9.8
세전계속사업이익	10.0	22.1	-13.8	43.2	11.8
EBITDA	21.8	1.2	-13.0	20.2	6.9
EPS(계속사업)	-2.8	35.9	-14.9	46.1	12.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	12.4	15.9	12.2	15.5	15.1
ROA	6.0	8.4	7.3	9.5	9.6
EBITDA마진	20.2	20.4	18.3	19.6	19.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	129.6	89.5	110.2	139.7	170.4
부채비율	96.5	70.6	63.5	57.3	51.1
순차입금/자기자본	32.5	26.4	12.3	-3.6	-17.1
EBITDA/이자비용(배)	16.3	19.4	19.8	25.1	28.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	27,070	36,783	31,305	45,729	51,357
BPS	230,704	266,213	290,419	334,326	383,861
CFPS	57,668	66,454	58,223	68,640	73,739
주당 현금배당금	6,000	6,000	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	50.8	32.6	23.3	15.9	14.2
PER(최저)	31.7	17.4	19.8	13.5	12.1
PBR(최고)	6.0	4.5	2.5	2.2	1.9
PBR(최저)	3.7	2.4	2.1	1.9	1.6
PCR	20.2	9.9	11.9	10.1	9.4
EV/EBITDA(최고)	18.4	15.9	11.1	8.7	7.5
EV/EBITDA(최저)	12.0	9.0	9.6	7.4	6.3

**memo**

---