

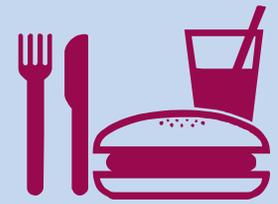
# 음식료

Overweight  
(Maintain)

2017. 9. 13

## 성장의 결실을 기대할 때

성장에 대한 갈망은 투자를 수반한다. 그리고 수확이 시작되며 성과에 대한 갈증이 해소된다. 가공식품, 식자재유통, 건강기능식품은 국내 음식료 소업종에서 가장 성장 잠재력이 높은 업종이다. 해당 소업종 내에서 발생한 치열한 경쟁과 투자 확대 속에 정체되었던 실적 모멘텀이 점차 개선되고 있다. 바야흐로 수확의 결실을 선취할 시점이다.



### 음식료

Analyst 박상준, CFA 02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

RA 김승우 02) 3787-4705

seungwoo@kiwoom.com

키움증권

Contents



I. 하반기 음식료 업종 중간 점검 3

- > 2Q17 실적의 시사점 3
- > 음식료 업종 관전 포인트 4
- > 음식료 업종 투자전략 5

II. CJ제일제당:

모든 사업부가 좋아진다 6

- > 원재료 투입단가 하락 전환 6
- > 가공식품 경쟁강도 완화 기대 8
- > 생물자원 수익성 정상화 기대 13
- > 글로벌 M&A 가능성 17

III. CJ프레시웨이:

안정적 성장궤도 진입 18

- > 업종 내 이익 성장률 돋보일 전망 18
- > 최저임금 인상에 따른 실적 우려는 과도 21

IV. 뉴트리바이오텍:

턴어라운드 의 초입 23

- > 건강기능식품 산업 개요 23
- > 건강기능식품 산업의 성장성에 주목 28
- > 하반기 턴어라운드의 시작을 기대 35

IV. 기업분석 39

- > CJ제일제당 (097950) 40
- > CJ프레시웨이(051500) 44
- > 뉴트리바이오텍(222040) 48
- > 대상 (001680) 52
- > 오뚜기 (007310) 56

Compliance Notice

- 당사는 9월 12일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료 상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

성장의 결실을 기대할 때

>>> 음식료 하반기 관전포인트는?

2분기 실적 발표 이후 음식료 업종의 관전포인트는 1) 가공식품의 경쟁강도 변화, 2) 중국 사드 이슈에 따른 영향, 3) 정부 규제 영향, 4) 전자담배 시장의 변화로 판단된다. 업계 1위인 CJ제일제당의 판촉비 효율화로 가공식품 부문의 판관비율이 내려갈 것으로 전망되고, 중국 사드 영향도 정치적 불확실성이 상존하지만 최악의 국면은 지난 것으로 판단된다. 한편, 최저임금 인상은 부담스러운 요인이나 판가 인상으로 전가 가능할 것으로 판단되며, 전자담배 시장은 KT&G의 신제품 성과가 중요할 것으로 판단된다.

>>> 성장의 결실을 기대할 때

하반기는 성장 잠재력이 높은 소업종에 관심을 가질 필요가 있다. 대표 업체들의 수익성 개선 가능성이 높기 때문이다. CJ제일제당은 가공식품의 판촉비 효율화와 원당 투입단가 하락으로 수익성 개선이 기대되고, CJ프레시웨이는 프레스원 수익성과 물류 효율성의 개선으로 실적 우상향 흐름이 지속될 것으로 판단된다. 한편 건강기능식품 ODM/OEM 업체인 뉴트리바이오텍은 3분기부터 매출 성장률이 반등하고, 4분기부터 전사 실적이 턴어라운드 할 것으로 기대된다.

>>> Top Picks: CJ제일제당, CJ프레시웨이, 뉴트리바이오텍

음식료 업종 Top Picks로 CJ제일제당, CJ프레시웨이, 뉴트리바이오텍을 제시한다. 3사는 성장 잠재력이 높은 가공식품, 식자재유통, 건강기능식품 업종에서 외형이 지속 확대되고 있으며, 3분기부터는 수익성 개선 모멘텀도 강화될 것으로 판단된다. 또한, 가공식품 부문의 경쟁강도 하락에 따라, 오뚜기와 대상의 수익성 개선에도 관심을 가질 필요가 있다.

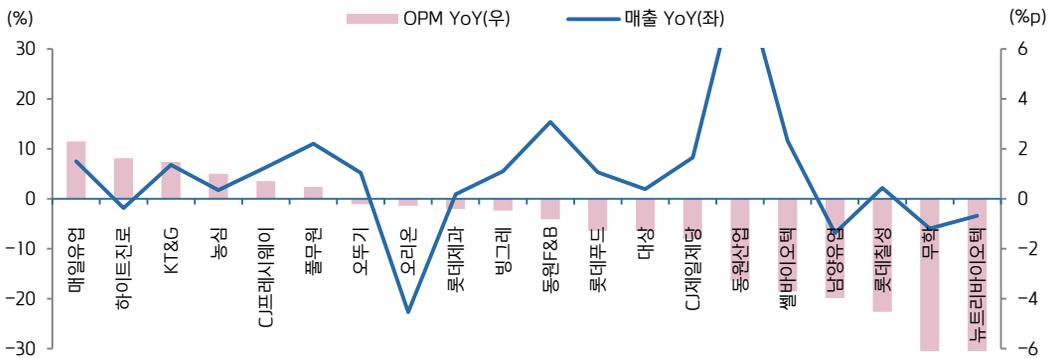
# I. 하반기 음식료 업종 중간 점검

## >>> 2Q17 실적의 시사점

음식료 업체들의 2분기 실적발표를 통해 확인된 부분은 1) 중국 사드 영향에 따른 매출 하락이 최악의 국면을 지나고 있고, 2) 가공식품 업체들의 경쟁강도 상승으로 수익성이 부진했었던 것이다. 오리온과 농심은 2분기 대비 3분기에 중국 매출이 회복될 것을 예상하였다. 오리온은 매출 역성장률이 -10%대로 완화될 것으로 예상되고, 농심은 소폭 성장도 가능해 보인다.

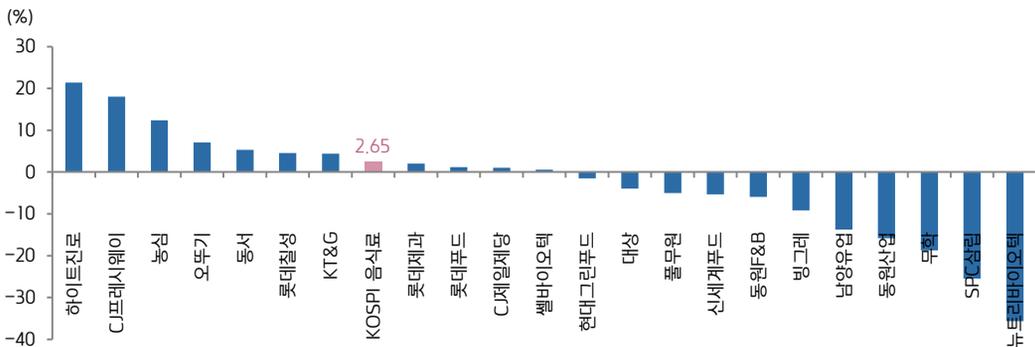
한편, CJ제일제당은 하반기에 가공식품 판촉비를 효율화 하겠다고 밝혔다. 원당 투입단가 상승으로 상반기에 수익성이 급격히 나빠졌기 때문이다. 또한, 다른 가공식품 업체들의 수익성도 부진한 편이었기 때문에, 업계 1위의 판촉비 절감은 산업 전체에 적지 않은 영향을 줄 수 있다. 과거에도 CJ제일제당이 가공식품 SKU를 구조조정 했을 때, 경쟁사들의 수익성이 모두 좋아졌던 사례가 있기 때문이다.

### 음식료 업체별 실적: 2Q17 vs 2Q16



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

### 주요 음식료 업체 6개월 수익률



자료: Fn Guide, 키움증권 리서치 (9/11 증가 기준)

## >>> 음료 업종 관전 포인트

**첫째, 가공식품 시장의 경쟁강도 변화에 관심을 가져야 한다.** 업계 1위 CJ제일제당은 2분기 실적 컨퍼런스 콜을 통해, 가공식품 판촉비 효율화 방침을 밝혔다. 또한, 식품 업계 전체적으로 상반기 수익성이 전년동기 대비 부진했기 때문에, 실질적으로 경쟁강도가 내려갈 가능성이 높은 것으로 판단된다. 따라서, 하반기부터 CJ제일제당 뿐만 아니라 주요 경쟁사들의 수익성이 전반적으로 개선되는 흐름이 나타날 수 있다. **둘째, 중국 사드 이슈에 따른 영향이다.** 최근 북한의 반복된 미사일 발사로 인해, 한/미/일 vs 북/중/러의 대립구도가 심화되고 있다. 이로 인해, 국내 사드 배치가 가속화 되었고, 중국 정부의 경제 보복 우려가 지속되고 있다. 오리온과 농심의 매출 역성장률은 2Q17을 Bottom으로 완화될 가능성이 높으나, 지속되는 정치적 불확실성은 다소 부담스러운 요인이다.

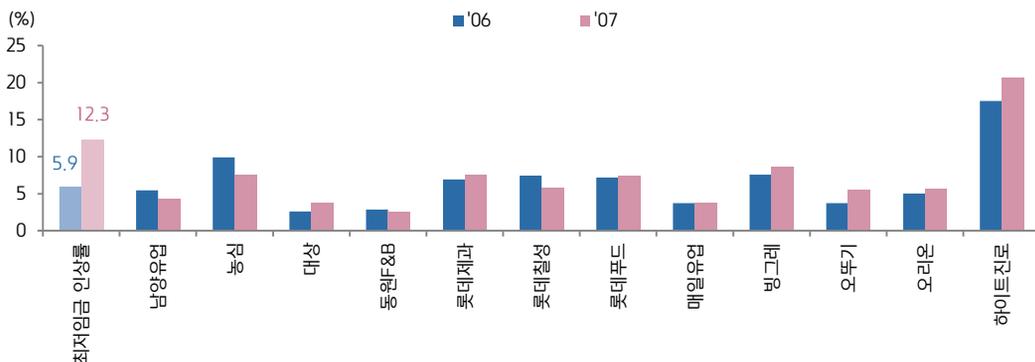
**셋째, 정부규제 영향이다.** 문재인 정부 출범 이후, 유통업과 프랜차이즈 산업에 대한 규제가 강화되고 있다. 또한, 내년엔 최저임금이 +16% 정도 인상되기 때문에, 내수 소비재 기업들의 비용 상승 요인에 대한 우려도 강해지고 있다. 다만, 프랜차이즈 가맹 분사에 대한 마진 공개 압박은 음료 업종 전체에 영향을 주기 어렵고, 최저임금 인상도 판가 인상을 통해 전가할 가능성이 높다. 2007년에도 최저임금이 +12% 정도 상승하였으나, 음료 업체들의 수익성은 크게 나빠지지 않았었다. **넷째, 전자담배 시장의 변화이다.** 올해 6월에 출시된 iQOS가 서울에서 시장 점유율 5%를 달성했다는 보도가 나오면서, 일반 필연담배의 점유율 하락 우려가 커지고 있다. 연말에 국내 1위 업체인 KT&G의 전자담배 신제품이 나오기 때문에, 해당 제품에 대한 소비자 반응이 향후 담배 시장 판도 변화에 중요할 것으로 판단된다.

### 음료 업종 향후 관전포인트

구분	경과	음료 업종 영향
가공식품 경쟁강도	<ul style="list-style-type: none"> <li>업계 1위 CJ제일제당이 실적 컨퍼런스 콜을 통해 판촉비 효율화 방침을 밝힘</li> <li>식품 업계 전체적으로 상반기 수익성이 전년동기 대비 약화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>CJ제일제당이 매출을 확대했던 품목 중심으로 경쟁강도 하락 가능성 있음</li> </ul>
중국 사드 이슈	<ul style="list-style-type: none"> <li>한/미/일 vs 북/중/러 대립으로 사드 이슈 부각 심화</li> <li>오리온과 농심의 2Q17 중국 매출은 각각 -44%, -18% 감소</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>정치적 불확실성 심화로 주가 변동성 확대 요인 있음</li> <li>다만, 매출 역성장은 최악의 국면을 지난 것으로 판단</li> </ul>
정부규제 영향	<ul style="list-style-type: none"> <li>공정위 중심으로 유통업/프랜차이즈에 대한 규제 강화</li> <li>내년도 최저임금 +16% 인상으로 비용 상승 요인 심화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>프랜차이즈 가맹 분사에 대한 마진 공개 압박은 업종 전체에 영향을 주는 요인 아님</li> <li>최저임금 인상은 가격인상과 비용 통제를 통해 수익성 방어 가능</li> </ul>
전자담배 시장	<ul style="list-style-type: none"> <li>iQOS 서울 지역 점유율 5% 달성 보도</li> <li>BAT '글로' 출시, KT&amp;G는 연내 전자담배 신제품 출시 목표</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>일반 필연담배 점유율 하락 불가피</li> <li>연말 KT&amp;G 전자담배 신제품 성과가 중요</li> </ul>

자료: 키움증권 리서치

### 최저임금 인상률과 주요 업체 OPM 변화('06~'07)



자료: Fn Guide, 키움증권 리서치 (주요 업체들의 영업이익률은 별도기준)

## >>> 음료 업종 투자전략

**음료 업종 Top Picks로 CJ제일제당, CJ프레시웨이, 뉴트리바이오텍을 제시한다.** 3사는 각각 가공식품, 식자재유통, 건강기능식품 ODM/OEM 분야에서 가파른 외형 성장을 시현하고 있고, 하반기 수익성 개선 가시성이 높기 때문이다.

먼저 음료 대형주는 가공식품 부문의 경쟁강도가 내려갈 가능성이 높기 때문에, CJ제일제당과 오뚜기에 관심을 가져야 한다. 특히, **CJ제일제당**은 원당 투입단가 하락, Selecta(셀렉타) M&A 효과, 베트남 돈가 반등의 영향으로 모든 사업부가 개선되는 국면에 진입하기 때문에, 3Q17 이후 실적 가시성이 매우 높은 편으로 판단된다. **오뚜기**는 강력한 가격 경쟁력을 바탕으로 전사 매출과 이익이 꾸준히 늘어왔는데, 경쟁사의 마케팅 비용 지출이 완화되면서, 수익성 개선 모멘텀이 강해질 가능성이 있다. 또한, 라면 카테고리 내에서 지나친 할인 판매가 완화되고 있는 점도 긍정적이다.

음료 중소형주는 CJ프레시웨이와 대상에 관심을 가져야 한다. **CJ프레시웨이**는 최근 정부 규제 우려로 주가가 급락하였으나, 외식 경기 회복이 지속되고 있고, 사업구조가 안정화되고 있어서, 업종 내 이익 증가율이 돋보일 전망이다. **대상**은 상반기와 달리 하반기의 실적 기저가 낮고, 김치/장류 부문의 마케팅 비용이 안정화될 가능성이 높다. 또한, 업종 내에서 밸류에이션 레벨이 낮은 점도 매력적이다.

한편, 건강기능식품 업체인 **뉴트리바이오텍**의 턴어라운드 가능성도 높은 편으로 판단된다. 동사는 결제 조건 변경과 미국 공장 가동을 부진으로 상반기에 실적이 부진했었다. 하지만, 3Q17부터 결제조건 변경 영향이 사라지고, 미국 신규 MLM 고객사 확보가 기대되기 때문에, 매출 성장률과 전사 가동률이 반등 구간에 진입할 가능성이 높다.

### 업체별 관전포인트와 당사 View

회사명	Top Picks	관전포인트	당사 View
KT&G		iQOS 성장 속도와 동사 전자담배 신제품 성과	연말 출시가 예상되는 전자담배 신제품 확인 후 대응
CJ 제일제당	★	가공식품 부문의 경쟁강도 변화	업계 전반적으로 마케팅 비용 지출 둔화 흐름이어서 가시성 높음
오리온		사드 이슈 완화와 중국 매출 회복 속도	중국 매출 역성장 완화 가능하나, 정치적 불확실성 상존
CJ프레시웨이	★	정부 규제 우려와 비즈니스 모델 안정화	단체급식 정부 규제 영향 제한적이고, 식자재유통 BM 안정화 진행 중
농심		사드 이슈 완화와 중국 매출 회복 속도	중국 매출 회복 가능하나, 정치적 불확실성 상존
대상		식품 부문의 경쟁강도 변화	업계 전반적으로 마케팅 비용 지출 둔화 흐름이어서 가시성 높음
동원F&B		참치어가 안정화 여부	11월 참치어가 방향성 확인 후 대응
동원산업		참치어가 강세 여부	11월 참치어가 방향성 확인 후 대응
롯데칠성		Fitz 매출 확대 속도와 음료 가격 인상	9월 Fitz 매출 레벨 중요. 커피/탄산음료 가격 인상은 내년에 가능성 있음
롯데푸드		분유 매출 회복과 HMR 성장 속도	분유 시장 위축은 1Q18까지 진행될 가능성 높음
매일유업		분유 매출 회복과 수익성 하락 우려 해소	유음료 수익성 개선 가시성 높으나, 분유 시장 위축은 1Q18까지 진행 전망
오뚜기		식품 부문의 경쟁강도 변화	업계 전반적으로 마케팅 비용 지출 둔화 흐름이어서 가시성 높음
하이트진로		Flite 매출 확대 속도와 수입 맥주 점유율	하반기 맥주 매출 회복 모멘텀 강하나, 수입 맥주 점유율 확대는 지속 전망
뉴트리바이오텍	★	중국/미국 법인 매출 반등 여부	기존 고객 매출 확대와 신규 고객 확보 기대감 긍정적
셀바이오텍		프로바이오틱스 시장 경쟁강도 변화	경쟁강도 완화까지 시간 걸릴 수 있으나, 고가전략 고수는 긍정적

자료: 키움증권 리서치

## II. CJ제일제당: 모든 사업부가 좋아진다

### >>> 원재료 투입단가 하락 전환

#### 원재료 투입단가 하락에 따른 소재/바이오 수익성 개선 기대

CJ제일제당은 기본적으로 곡물을 매입하고 가공 및 판매하는 비즈니스 모델을 가지고 있다. 특히, 소재 식품, 생물자원, 바이오 부문의 수익성 변화는 곡물가격의 변화와 관련성이 높다. 통상 원재료 매입과 투입 시점은 약 3~6개월 정도의 차이가 발생하기 때문에, 올해 상반기에 대두와 원당의 투입단가 상승 부담이 있었다. 하지만, 하반기부터는 투입단가가 하락 전환할 것으로 기대된다. 특히, 원당은 연초대비 약 -30% 정도 하락하였기 때문에, 시간이 지날수록 투입단가 하락효과가 커질 것으로 기대된다.

이러한 **원당 투입단가 하락은 소재식품과 바이오 부문의 수익성 개선에 큰 기여를 할 것으로 판단된다.** 설탕은 원당 투입단가 상승을 판가에 전가해왔기 때문에, 마진 스프레드가 정상적인 수준으로 회복 가능하다. 또한, 메치오닌은 경쟁사(화학회사) 대비 원재료 투입단가 하락이 크기 때문에, 수익성이 반등할 것으로 기대되며, 동남아/남미 지역의 라이신 공장들도 원가 하락 효과가 나타날 수 있다. 더불어, 주요 사료용 아미노산의 중국 Spot 가격이 오름세를 보이고 있어, 전체적으로 바이오 부문의 수익성이 양호한 흐름을 보일 것으로 전망한다.

따라서, 소재식품과 바이오 부문이 3Q17부터 수익성이 개선될 것으로 기대되며, 이러한 개선 효과는 최소 내년 상반기까지 이어질 것으로 판단된다. 또한, 올해 9월부터 CJ셀렉타 법인이 연결로 편입되기 때문에, 소재식품 부문의 수익성 개선 폭은 더욱 커질 것으로 판단된다.

#### 환율/곡물가 분기 평균 추이 및 가정

구분	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E
환율(원/달러)	1,201	1,163	1,121	1,157	1,154	1,129	1,132	1,123
(YoY)	9%	6%	-4%	-0%	-4%	-3%	1%	-3%
옥수수(\$/Ton)	143	154	131	137	143	145	144	135
(YoY)	-6%	7%	-13%	-7%	0%	-6%	10%	-2%
소맥(\$/Ton)	171	173	149	148	158	160	171	151
(YoY)	-11%	-7%	-21%	-18%	-8%	-8%	15%	2%
대두(\$/Ton)	323	388	373	367	375	346	355	344
(YoY)	-11%	9%	7%	14%	16%	-11%	-5%	-6%
원당(\$/Ton)	317	375	447	459	433	335	307	317
(YoY)	2%	37%	79%	42%	36%	-11%	-31%	-31%

자료: 한국은행, Bloomberg, 키움증권 리서치

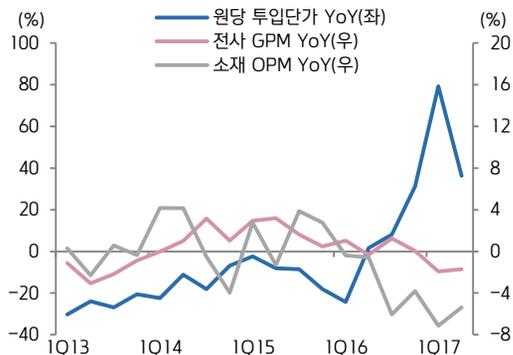
주: 1) 3Q17은 7-8월 평균 기준, 4Q17은 8월말 가격 기준

#### 원당 투입단가 하락에 따른 CJ제일제당 실적 민감도 분석

구분	2016년(대통제외 기준)	원당 투입단가 YoY	연간 원가 절감 가능액	연간 영업이익 대비
매출액	8,941	-10%	-51	8%
영업이익	625	-15%	-76	12%
OPM	7.0%	-20%	-101	16%
원당 매입액	506	-25%	-126	20%
		-30%	-152	24%

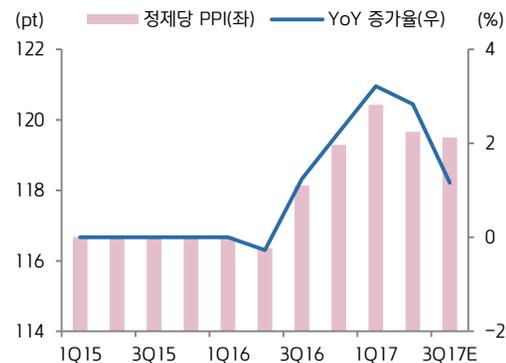
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

### 원당 투입단가 vs CJ제일제당 수익성



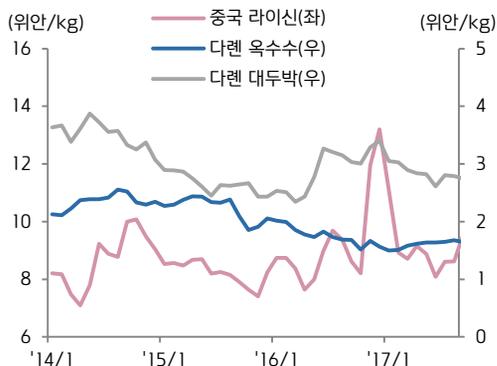
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치  
주: 1) 전사 GPM은 대통제의 기준

### 정제당 PPI 추이



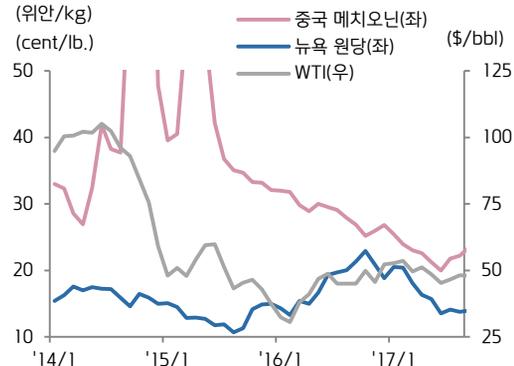
자료: 통계청, 키움증권 리서치

### 월평균 중국 라이신/옥수수/대두박 시세 추이



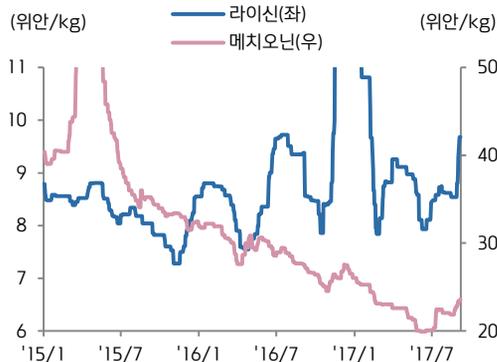
자료: Wind, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 월평균 중국 메치오닌/뉴욕 원당/WTI 시세 추이



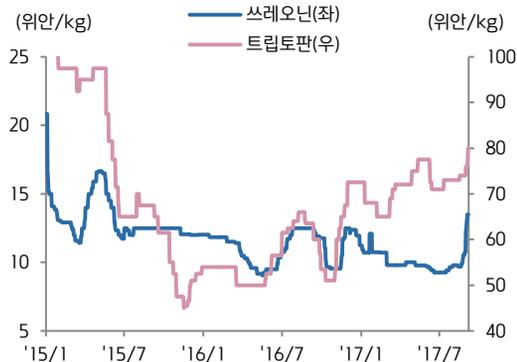
자료: Wind, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국 라이신/메치오닌 Spot 가격 추이



자료: Wind

### 중국 쓰레오닌/트립토판 Spot 가격 추이



자료: Wind

## >>> 가공식품 경쟁강도 완화 기대

### 하반기 가공식품 수익성 개선 전망

올해 상반기 주요 가공식품 업체들의 실적은 대체로 부진한 편이었다. 물류 부문의 낮은 기저와 계란 파동 영향이 있었던 풀무원을 제외한 나머지 식품 업체들의 수익성은 모두 전년동기 대비 악화되었다. 수익성이 악화된 주요 이유는 1) 원재료 투입단가 상승, 2) 가공식품 경쟁강도 심화 때문이다.

전체적으로 원당과 대두의 투입단가가 전년동기 대비 상승하면서, CJ제일제당/대상/오뚜기의 원가율에 부정적으로 작용하였고, 동원F&B는 참치어가 상승에 따라 Cash Cow인 참치캔의 수익성이 급격하게 악화되었다. 더불어, 업계 1위인 CJ제일제당의 적극적인 마케팅 비용 확대가 이어지면서, 국내 주요 가공식품 업체들의 판관비율이 상승하는 흐름을 보였고, 회사별 식품사업 부문의 수익성이 악화되는 모습이 나타났다.

하지만, 하반기부터는 경쟁강도가 완화되면서, 가공식품 부문의 수익성이 개선될 것으로 기대된다. **CJ제일제당이 2Q17 실적 컨퍼런스 콜을 통해 수익성 중심의 경영 계획을 밝혔고, 주요 경쟁사들의 수익성도 상반기 대비 악화된 상황이기 때문이다.** 이미 오뚜기는 판관비를 줄이기 시작했고, 동원F&B는 원어 투입단가 상승 부담으로 판촉 여력이 크지 않다. 또한, 대부분의 업체들이 CJ제일제당 대비 판촉 여력이 작기 때문에, 하반기에 과도하게 마케팅 비용을 집행하기에는 무리가 있을 것으로 판단된다.

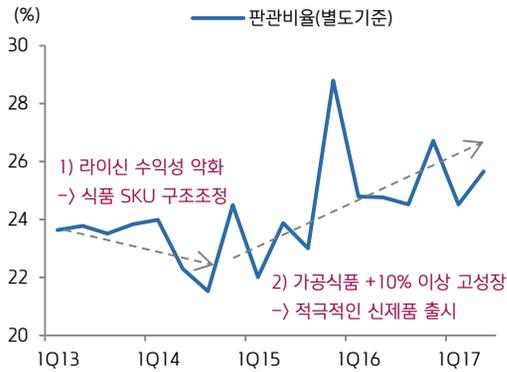
만약, 경쟁강도 완화에 따라 수익성이 개선된다면, CJ제일제당이 첫번째 수혜를 볼 가능성이 높다. 또한, 경쟁사들도 그 동안 외형을 성공적으로 늘려왔고, CJ제일제당과의 경쟁이 심했을 수록, 하반기에 해당 사업부의 수익성이 개선될 가능성이 높다.

### 주요 식품회사 상반기 실적 리뷰

회사명	구분	1Q16	2Q16	1H16	1Q17	2Q17	1H17	YoY
CJ제일제당	매출액	2,194.9	2,206.2	4,401.1	2,399.5	2,327.0	4,726.5	7.4%
	영업이익	183.0	152.1	335.1	144.2	104.1	248.3	-25.9%
	OPM	8.3%	6.9%	7.6%	6.0%	4.5%	5.3%	-2.4%p
대상	매출액	684.3	710.6	1,395.0	714.2	724.1	1,438.3	3.1%
	영업이익	32.4	33.0	65.4	28.9	23.9	52.8	-19.3%
	OPM	4.7%	4.6%	4.7%	4.0%	3.3%	3.7%	-1.0%p
동원 F&B	매출액	563.7	510.4	1,074.1	632.7	588.8	1,221.5	13.7%
	영업이익	27.8	11.7	39.4	30.1	8.7	38.8	-1.6%
	OPM	4.9%	2.3%	3.7%	4.8%	1.5%	3.2%	-0.5%p
롯데푸드	매출액	422.9	452.2	875.1	437.2	476.2	913.3	4.4%
	영업이익	19.7	24.2	43.9	14.1	19.6	33.7	-23.2%
	OPM	4.7%	5.4%	5.0%	3.2%	4.1%	3.7%	-1.3%p
오뚜기	매출액	515.6	488.0	1,003.7	531.8	513.4	1,045.3	4.1%
	영업이익	35.6	40.5	76.0	30.0	41.5	71.5	-5.9%
	OPM	6.9%	8.3%	7.6%	5.6%	8.1%	6.8%	-0.7%p
풀무원	매출액	459.7	504.9	964.6	529.2	560.5	1,089.8	13.0%
	영업이익	0.9	9.6	10.5	4.4	13.3	17.7	68.7%
	OPM	0.2%	1.9%	1.1%	0.8%	2.4%	1.6%	0.5%p

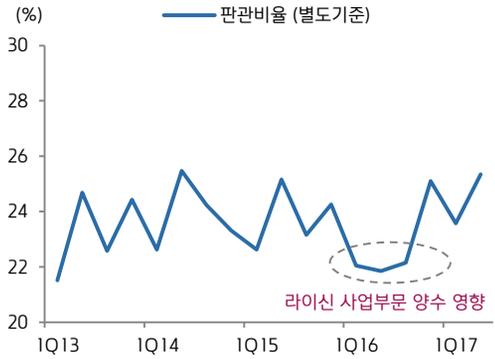
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

C제일제당 판관비율 추이(별도기준)



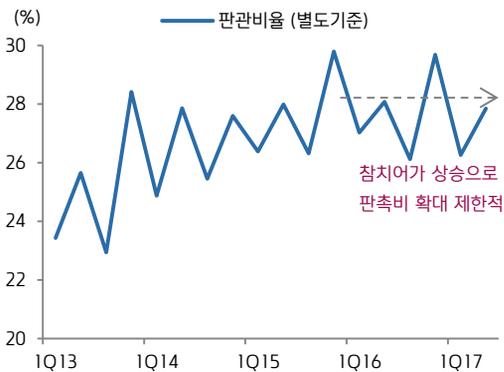
자료: C제일제당

대상 판관비율 추이(별도기준)



자료: 대상

동원F&B 판관비율 추이(별도기준)



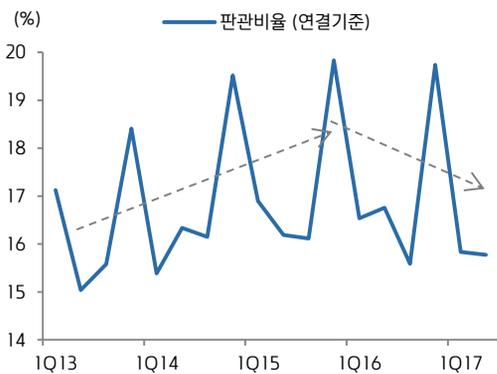
자료: 동원F&B

롯데푸드 판관비율 추이(별도기준)



자료: 롯데푸드

오뚜기 판관비율 추이(연결기준)



자료: 오뚜기

풀무원식품 판관비율 추이(별도기준)



자료: 풀무원

### 판촉 경쟁은 언제, 어디서, 얼마나 있었나?

현재 국내 가공식품 판촉 경쟁은 업계 1위인 CJ제일제당이 주도하고 있고, 매출 증가율과 증가폭도 경쟁사들을 압도하고 있다. CJ제일제당은 1인가구와 맞벌이 여성 인구 증가에 따른 간편식/편의식 시장 확대를 위해, **2014년 4분기부터 공격적인 마케팅 활동을 지속해왔다.** 그 결과 2013년 2분기 가공식품 SKU 구조조정으로 정체를 보이던 동사의 매출 흐름은 2014년 4분기부터 10% 이상의 성장률을 보여 주고 있다.

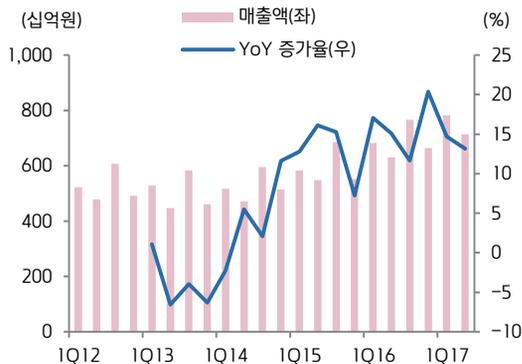
특히, **쌀가공품(햇반)**과 **냉동식품**은 시장 규모와 CJ제일제당의 매출액이 지속적으로 성장하고 있다. 쌀가공품 시장은 CJ제일제당과 오뚜기가 2강 체제를 형성하고 있는데, 큰 점유율 변화 없이 매출이 꾸준히 고성장 해왔고, 조리 편의성이 강조된 냉동식품도 꾸준히 20% 이상의 매출 성장률을 시현하고 있다. 게다가 **만두**와 **김치**는 'bibigo' 브랜드를 앞세워 시장점유율을 공격적으로 확대하고 있으며, **HMR**은 컵반과 고메를 중심으로 매출액이 급격히 상승하고 있다. 최근에는 국/탕/찌개류에서 신제품을 활발하게 출시하면서, 2Q17에 처음으로 분기 매출액이 500억원을 돌파하였다.

그렇다면, 지난 2년반 동안 가공식품 판촉이 얼마나 심했던 것인가? 2014년 4분기와 2017년 2분기의 최근 4개 분기 누계 매출/판관비/OP를 비교해보면, 어느 정도 감을 잡을 수 있다. CJ제일제당 국내 법인은 2년반 동안 연 매출 규모가 약 7,500억원 늘어났고, 판관비가 약 2,900억원 늘어났으며, 영업이익은 760억원 정도 감소하였다. 물론, 소재 부문의 수익성 악화로 원가율이 부진한 영향도 있었으나, 전체적으로 매출 증가 부분의 약 38%가 판관비 상승으로 이어졌음을 알 수 있다.

대체로 판관비 증가는 인건비, 지급수수료, 판매촉진비 증가에 기인하는데, 이는 대부분 가공식품 판매 확대를 위한 판촉비 성격이 강하다. 따라서, 해당 비용에서 효율화가 일어난다면, CJ제일제당을 비롯한 주요 식품 업체들의 영업이익률이 개선되는 흐름이 나타날 수 있다.

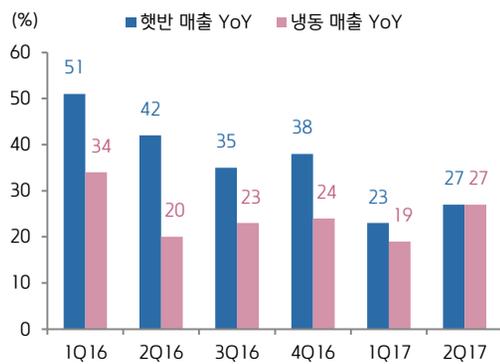
한편, CJ제일제당을 제외한다면, 라면 부문에서 점유율이 급격히 증가한 오뚜기의 매출 확대와 수익성 개선이 인상적이다. 대상은 해당 기간 동안 매출액이 약 3,100억원 증가하였으나, 라이선 사업부문 양수 영향과 주력 자회사의 매출 감소를 감안한다면, 실제 식품 매출 증가액은 1,370억원 수준으로 추산된다.

CJ제일제당 가공식품 매출액 추이



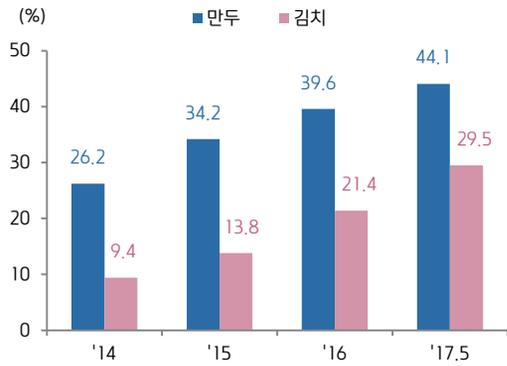
자료: CJ제일제당

CJ제일제당 햇반/냉동식품 매출 성장률 추이



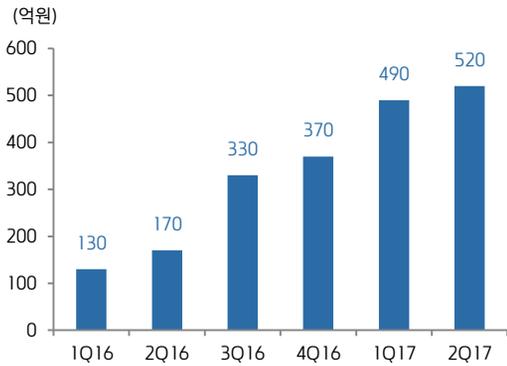
자료: CJ제일제당

CJ제일제당 만두/김치 MS 추이



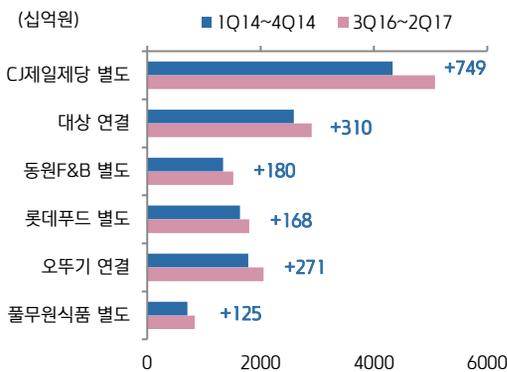
자료: CJ제일제당

CJ제일제당 HMR 신제품 매출액 추이



자료: CJ제일제당

식품 업체 4Q누계 매출 비교(4Q14 vs 2Q17)



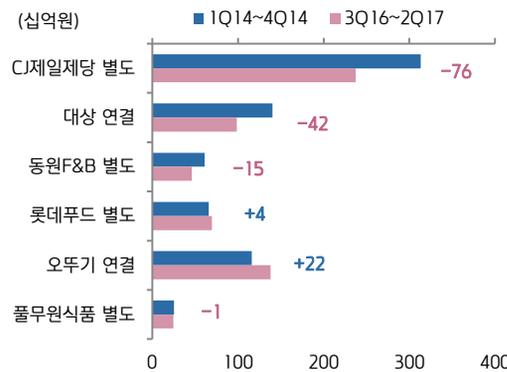
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

식품 업체 4Q누계 판관비 비교(4Q14 vs 2Q17)



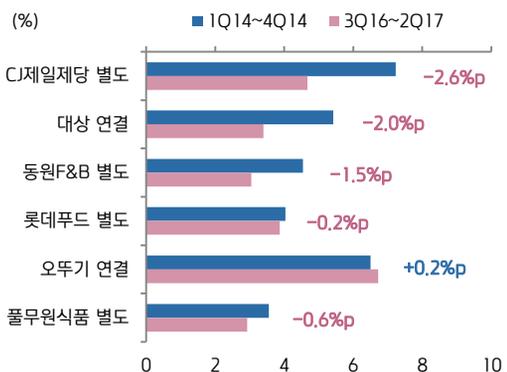
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

식품 업체 4Q누계 영업이익 비교(4Q14 vs 2Q17)



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

식품 업체 4Q누계 OPM 비교(4Q14 vs 2Q17)



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

### Case Study: CJ제일제당의 가공식품 SKU 구조조정(2Q13~)

실제 CJ제일제당은 지금의 판촉 완화 보다 더 강력한 수익성 중심의 경영전략을 펼친 적이 있다. 중국 라이신 가격이 급락하면서, 동사의 수익성이 악화되었고, 2013년 2분기부터 가공식품 SKU를 강력하게 구조조정 했었다.

그 결과 CJ제일제당을 비롯한 주요 식품 업체들의 영업이익률이 개선되는 흐름을 보였었다. 이러한 수익성 개선 흐름은 CJ제일제당이 매출에 강력한 드라이브를 걸기 전까지 약 1년 여간 나타났었다. 그 결과 주요 식품 업체들의 영업이익률이 함께 개선되었고, 해당 업체들의 주가 흐름도 비교적 양호한 모습을 보였었다.

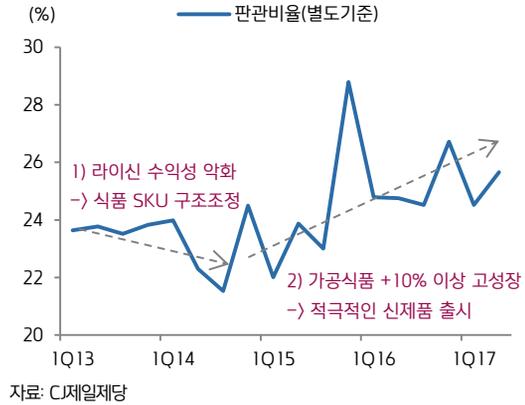
한편, CJ제일제당은 2014년말부터 다시 매출에 강한 드라이브를 걸기 시작하였고, 경쟁 업체들의 영업이익률은 정체하거나 하락하는 흐름을 보여왔었다. 1위 업체인 CJ제일제당의 영업이익률(별도기준)도 2014~15년에는 7.2%를 기록하였으나, 2016년에는 5.9%로 하락하였다.

따라서, 수익성 개선 정도의 차이는 있을 수 있으나, 올해 하반기도 2013년 2분기 SKU 구조조정 때처럼 식품 업체들의 수익성이 개선될 가능성이 높은 것으로 판단된다.

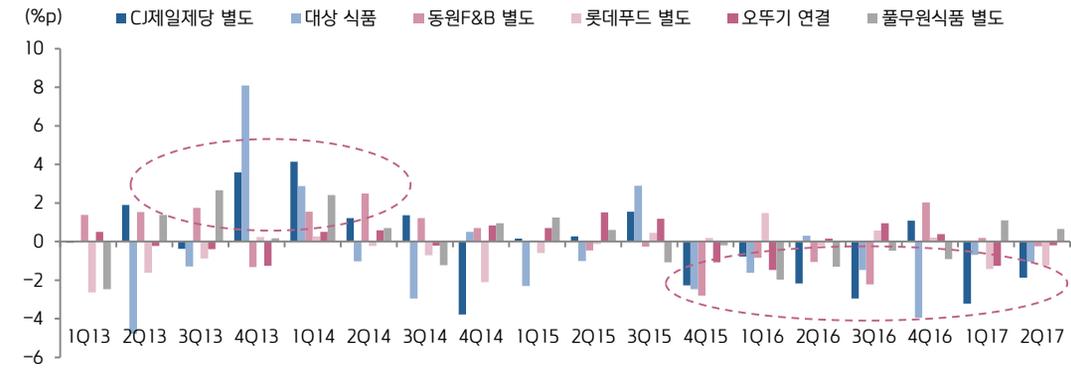
#### 중국 라이신 Spot 가격 추이



#### CJ제일제당 판관비율 추이(별도기준)



#### 식품 업체 영업이익률 YoY 개선폭 추이



## >>> 생물자원 수익성 정상화 기대

### CJ제일제당 생물자원 부문 개요

CJ제일제당 생물자원 사업 부문은 크게 사료와 축산으로 나뉜다. 동사는 중장기적으로 축산 사업 확대를 통해 수익계열화를 완성하고, 두 사업의 시너지를 극대화 시키려 한다. 또한, 국내 회사와 달리 육류 소비가 고성장하는 동남아시아 지역에 집중적으로 투자를 하고 있다. 2016년 기준 동사 생물자원 사업부의 글로벌 매출 비중이 약 72% 수준인데, 인도네시아와 베트남이 각각 37%, 21%를 차지하고 있다. 동사의 작년말 기준 동남아시아 지역 사료 Capa는 연 280만톤 수준인데, 2020년까지 이를 두 배로 확대할 계획이다.

사료와 축산(양돈/양계 중심)의 수익성은 기본적으로 주요 원재료인 곡물가격과 제품 판매가격(돈육/육계)에 따라 변화하는 특성이 있다. 인도네시아는 양계, 베트남은 양돈 중심으로 축산업을 확장하고 있으며, 해당 지역의 육계가격과 돈육가격의 변화가 실적 추정에 중요한 변수가 된다. 또한, 대부분의 사업지역이 신흥국에 위치해 있기 때문에, 달러가 약세일수록 유리할 것으로 판단된다.

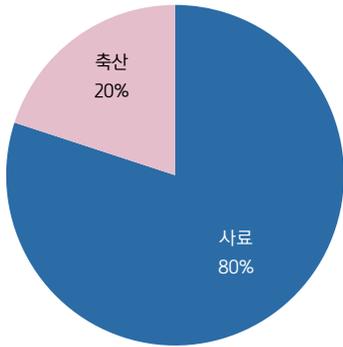
### CJ제일제당 생물자원 부문 해외법인 현황

소재지	사료 법인	축산 법인
홍콩	CJ GLOBAL HOLDINGS LTD.(사료지주회사)	
인도네시아	PT CHEILJEDANG SUPERFEED PT CJ FEED JOMBANG PT CJ FEED MEDAN PT. CJ CHEILJEDANG FEED LAMPUNG PT. CJ CHEILJEDANG FEED SEMARANG PT CJ CHEILJEDANG FEED KALIMANTAN(지분율 51%)	PT SUPER UNGGAS JAYA(중계) PT AGROBIS PANCA EKATAMA(중계)
베트남	CJ VINA AGRI CO., LTD. CJ FEED INGREDIENT VIETNAM CO., LTD.	CJ VINA FOOD CO., LTD.(양돈)
중국	CJ SHENYANG FEED CO., LTD. CJ TIANJIN FEED CO., LTD. CJ HARBIN FEED CO., LTD. CJ QINGDAO FEED CO., LTD. CJ ZHENGZHOU FEED CO., LTD. CJ NANJING FEED CO., LTD. CJ CHENGDU FEED CO., LTD. CJ CHANGCHUN FEED CO., LTD. CJ LIAOCHENG FEED CO., LTD. COFEED FEEDMILL (CHANGCHUN) CO.,LTD. COFEED FEEDMILL (TIANJIN) CO.LTD. COFEED FEEDMILL (QIQIHAER) CO.LTD. HEILONGJIANG JIUSAN COFEED FEEDMILL.,LTD.(지분율 60%) COFEED FARM (FUJU) TECHNOLOGY CO.LTD. CJ(FOSHAN) BIOTECH CO., LTD	
미얀마	CJ FEED MYANMAR CO., LTD	
인도	CJ FEED INDIA PRIVATE LTD.	
캄보디아	CJ CHEILJEDANG FEED (CAMBODIA) CO.,LTD.	
필리핀	CJ PHILIPPINES INC.(지분율 70%)	

자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

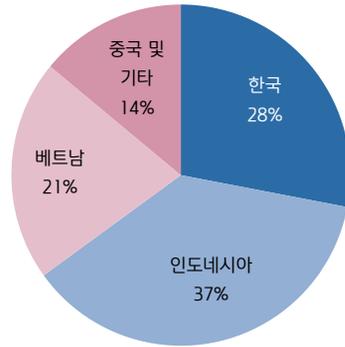
주: 1) 지분율에 대해 특별히 언급이 없는 법인은 모두 지분율이 100%임

생물자원 사업부별 매출 비중



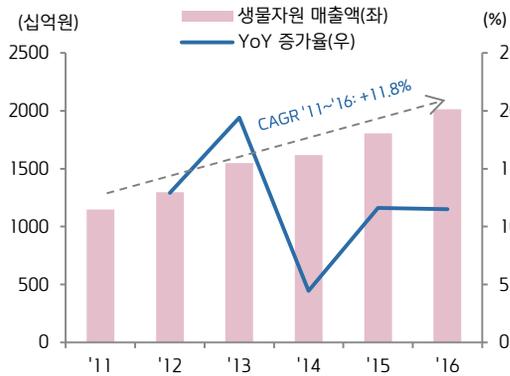
자료: CJ제일제당

생물자원 지역별 매출 비중



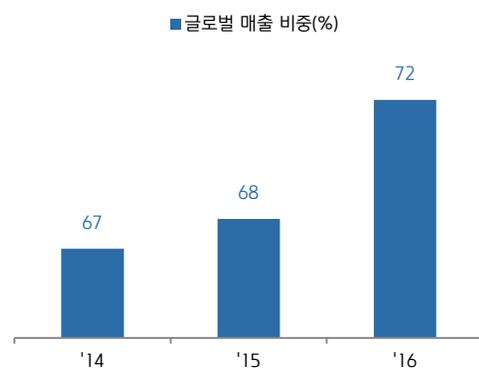
자료: CJ제일제당

CJ제일제당 생물자원 매출액 추이



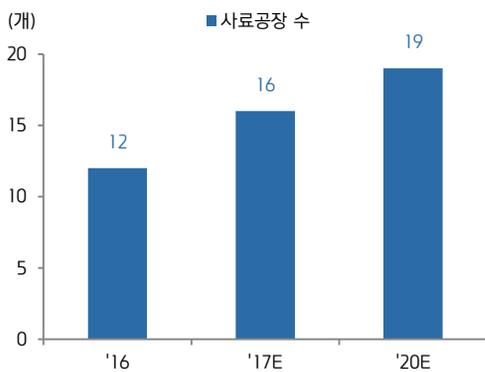
자료: CJ제일제당

CJ제일제당 생물자원 글로벌 매출 비중 추이



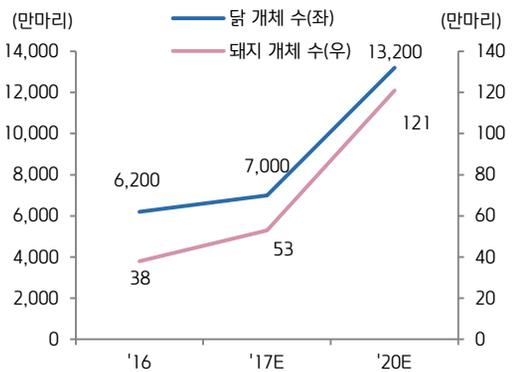
자료: CJ제일제당

CJ제일제당 동남아시아 사료 공장 확대 계획



자료: CJ제일제당

CJ제일제당 동남아시아 축산 사업 확대 계획



자료: CJ제일제당

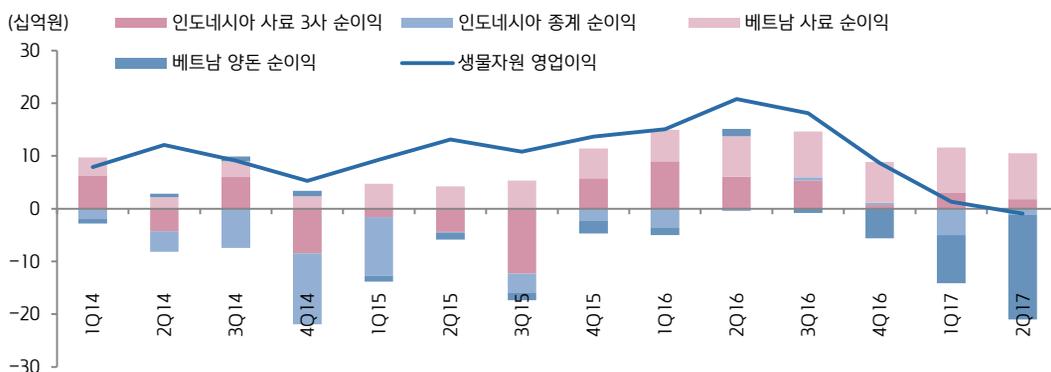
### 베트남: 양돈판가 회복 추세

**생물자원 사업부의 수익성이 악화된 주요 원인은 1) 베트남 양돈판가 하락, 2) 인도네시아 사료법인 수익성 악화로 판단된다.**

CJ제일제당의 베트남 양돈법인(CJ VINA FOOD)의 연간 매출액은 약 1천억원 수준인데, 2016년 11월부터 중국향 수출이 금지되면서, 2Q17 기준으로 양돈판가가 전년동기 대비 -50% 이상 하락하였다. 이로 인해, 베트남 양돈법인의 2Q17 매출액과 순이익은 각각 200억, -198억원을 기록하였다(순이익 -212억 YoY). 통상 베트남 양돈법인은 BEP에서 소폭 적자를 보여왔으나, 예상치 못한 돈가 하락으로 수익성이 크게 악화된 것이다.

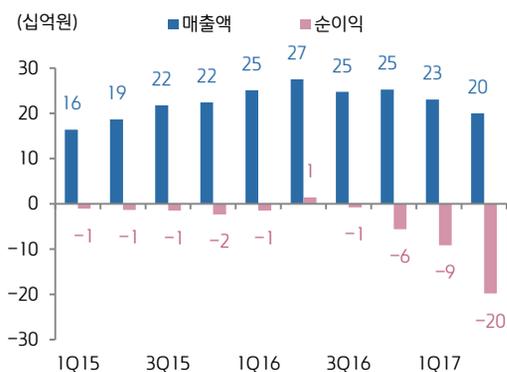
하지만, **3Q17에는 판가가 QoQ로 반등할 것으로 판단된다.** 2분기 ASP가 2만동/kg 수준이기 때문에, 3분기 ASP는 전분기 대비 +50% 내외 상승 가능하다. 베트남 돈가는 정부 주도의 수급 관리 정책(돼지 도축)으로, 7월말 기준 3만동/kg을 넘어선 상황이다(3.2만동/kg). 따라서, 베트남 양돈법인의 적자가 일부 축소되면서, 생물자원 부문의 영업이익이 QoQ로 반등할 가능성이 높다.

#### 주요 생물자원 해외법인 순이익 vs 생물자원 부문 영업이익



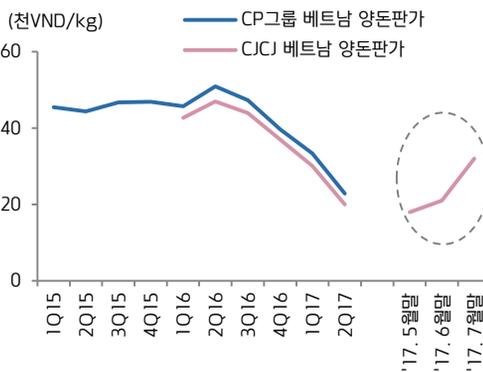
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

#### 베트남 양돈법인(CJ VINA FOOD) 실적 추이



자료: CJ제일제당

#### 베트남 양돈판가 추이



자료: CP Group, CJ제일제당, 키움증권 리서치

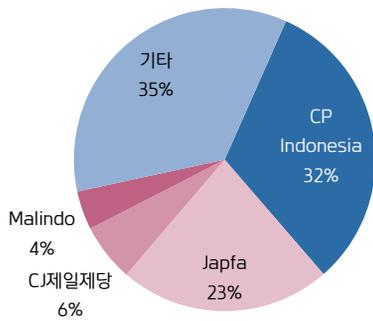
### 인도네시아: 사료 판가 인상 기대

인도네시아 사료 법인은 옥수수 가격 상승으로 수익성이 악화된 상황이다. 정부의 자국 산업 보호 정책에 따라, 인도네시아 농업부가 2017년부터 옥수수 수입을 금지시키고, 자급률 상승을 꾀하고 있기 때문이다. 또한, 인도네시아 현지의 옥수수 작황까지 나빠지면서, 현지 옥수수 가격이 전년동기 대비 약 +20% 정도 상승한 것으로 추산된다.

CJ제일제당은 인도네시아 사료 시장에서 점유율 3위를 기록하고 있기 때문에, 판가를 강하게 인상하기 어려운 입장이다. 하지만, **주요 메이저 업체들도 전년동기 대비 수익성이 하락한 상황이기 때문에, 1~2 위 업체인 CP Indonesia와 Japfa가 판가 인상에 나설 가능성이 있다.** 또한, 올해 현지 옥수수 작황이 나빠진 이유는 기상 이변에 따른 가뭄 영향이 크기 때문에, 이번 옥수수 가격 상승은 일시적인 이벤트 일 가능성이 높다.

따라서, CJ제일제당 생물자원 부문의 수익성은 2Q17을 저점으로 반등할 가능성이 높을 것으로 판단된다. 전체적으로 베트남 양돈법인의 적자 축소가 수익성 회복을 이끌고, 인도네시아 사료 판가 인상 여부에 따라 향후 개선폭이 결정될 것으로 판단된다.

#### 인도네시아 양계사료 Capa 기준 MS 현황



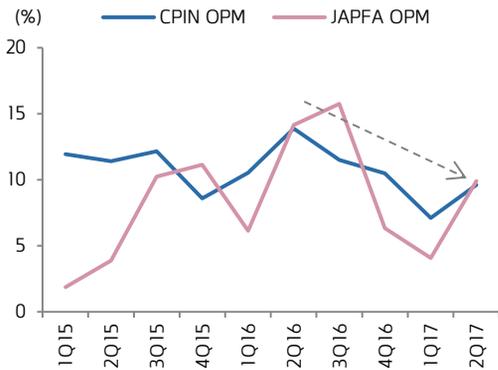
자료: Japfa

#### 인도네시아 사료/옥수수 가격 YoY 추이



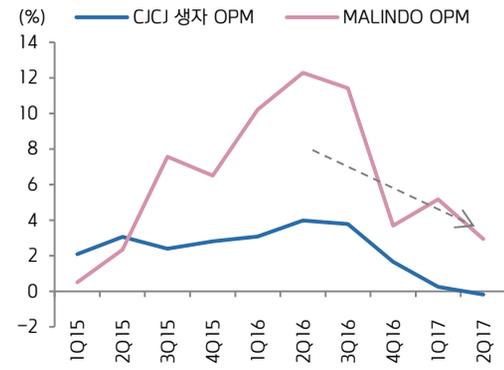
자료: Malindo, 키움증권 리서치(Malindo 가격 기준)

#### CP Indonesia/Japfa OPM 추이



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

#### CJ제일제당 생물자원/Malindo OPM 추이



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

## >>> 글로벌 M&A 가능성

중장기적으로는 동사의 글로벌 M&A 가능성에 주목해야 한다. 동사는 CJ그룹의 글로벌 전략에 따라, 해외에서의 기업 인수에 적극적으로 나서고 있다.

**동사는 지난 2년반 동안, 총 매출규모 6천억원 수준의 기업들을 인수하였다.** 특히, 올해는 농축대두단백 1위 업체인 브라질 Selecta社를 인수함으로써, 발효대두박과 함께 신규 소재 시장 개척을 가속화하고 있다. 또한, 가공식품 부문에서는 베트남/러시아 지역에서 M&A를 성사시키며 신규 시장 진출 기반을 다졌다.

**향후 가장 기대되는 M&A는 미국/중국에서 식품 회사를 인수하는 것이다.** 동사는 'bibigo' 브랜드를 중심으로 글로벌 식품 사업을 확대 중에 있는데, 의미 있는 외형의 성장을 위해서는 Big 2 소비시장인 미국과 중국 지역 내 입지 확보가 중요하다. 실제 미국 시장에서는 어느 정도 Costco와 Walmart 등 Mainstream 유통망이 어느 정도 확보되었으나, 외형이 한 단계 Level-up 할 수 있는 제품 구색이 부족한 상황이기 때문이다.

동사의 차입금 레벨이 비교적 높은 편이나, 1) CJ헬스케어 상장 가능성과 2) 과거 FI 자금 조달 사례(코파펀드 등)를 감안한다면, 재무 안정성에 무리가 가지 않는 선에서 대형 M&A가 가능할 것으로 판단된다.

### CJ제일제당 M&A History

연결 편입 시기	소재지	인수기업명	주요사업	인수 당시 매출 규모(억원)
4Q15	캄보디아	Kodo Feedmill(코도피드밀)	사료	130
1Q16	베트남	Ong Kim's(옹킴스)	김치	27
2Q16	대한민국	Cofeed(코휘드)	낙농사료	560
	중국	HAIDE(하이더)	기능성 아미노산	300
4Q16	베트남	Cau Tre(까우제)	냉동식품(만두)	380
2Q17	베트남	Minh Dat Foods(민닷푸드)	미트볼 가공업체	130
	러시아	Ravioli(라비올리)	냉동식품(만두)	450
3Q17	브라질	Selecta(셀렉타)	농축대두단백	3,800

자료: CJ제일제당, 언론보도, 키움증권 리서치

### Ⅲ. CJ프레시웨이: 안정적 성장궤도 진입

#### >>> 업종 내 이익 성장률 돋보일 전망

##### 외식 경기 회복 흐름 지속

CJ프레시웨이는 하반기에도 업종 내 이익 성장률이 돋보일 전망이다.

4Q16~1Q17 대통령 탄핵집회로 인한 유동인구 감소와 소비심리 부진 이후, **외식 경기는 조금씩 반등** 하고 있는 흐름이다. 전체적으로 외식업 경기전망지수의 방향성이 개선되는 흐름으로 변화하고 있고, 실제 음식점 매출액도 최악의 구간에서 탈피하고 있다. 특히, 4Q17~1Q18는 지난 해 기저가 낮은 구간이기 때문에, 기존 거래처들의 주문이 회복되면서, 매출 성장률이 개선될 가능성이 있다.

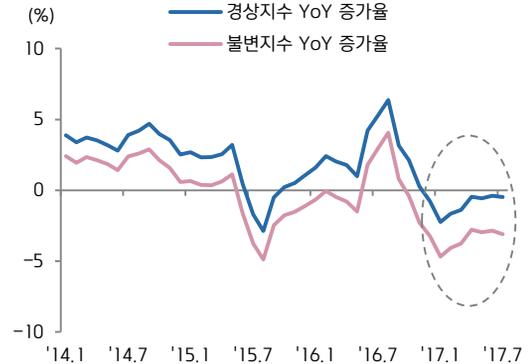
또한, **식자재유통 거래처 수 확장도 지속**되고 있다. 일시적으로 매출 성장률이 둔화되긴 하였으나, 프랜차이즈와 일반레스토랑을 중심으로 거래처 수가 꾸준히 늘고 있기 때문이다. 1) 경쟁사 대비 압도적인 구색(SKU 3만개), 2) 전국적인 물류 인프라를 바탕으로, 꾸준히 시장 점유율을 확대하고 있는 것으로 판단된다.

##### 외식업 경기전망지수 추이



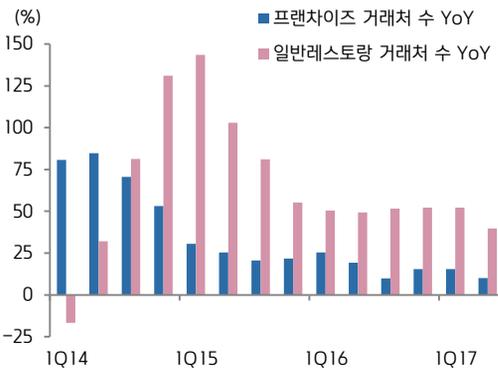
자료: 농림축산식품부  
주: 1) 3Q17은 전망치

##### 음식점/주점업 소매판매액 지수 YoY 증가율 추이(3MA)



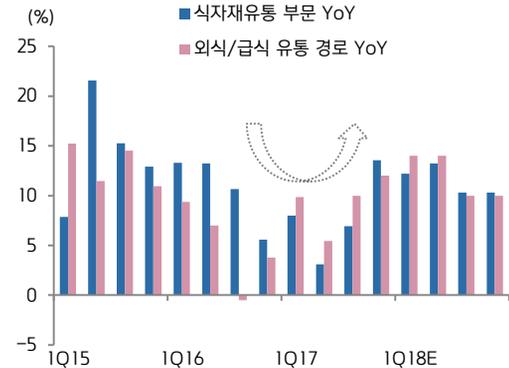
자료: 통계청, 키움증권 리서치

##### 식자재유통 거래처 수 증가율 추이



자료: CJ프레시웨이

##### 식자재유통 부문 매출 성장률 추이 및 전망



자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

## 안정적 성장궤도 진입

한편, 동사의 식자재유통 사업은 점차 안정적 성장궤도에 진입하고 있는 것으로 판단된다.

**프레시원**은 1) 지역 중심 조직 개편, 2) 본사와 구매/물류 분야에서의 시너지 발생으로 인해, 수익성이 개선되고 있다. 특히, 지역 중심의 조직 개편효과가 본격화 된다면, 지방 상권에서의 점유율이 상승하고, 권역 내 물류 효율화가 진행되면서, 영업이익률 안정적으로 상승할 가능성이 높다. 따라서, 서울/수도권 중심의 영업망에서 진정한 의미의 전국 영업망이 완성될 가능성이 높다.

**인당 생산성**도 점차 개선될 것으로 판단된다. 동사는 주요 인력 채용과 ERP 시스템에 대한 투자를 작년 마무리 하였다. 1) 연결 편입 법인 증가와 2) 인센티브 총당금 영향으로 인건비 증가율은 아직 높은 편이나, 신규 채용 직원 수는 확실히 줄어들고 있는 것으로 판단된다. 따라서, 향후 매출액 대비 인건비 비율은 점차 안정화 될 것으로 기대된다.

**물류 효율성**의 개선도 안정적 이익 성장에 긍정적이다. 동사는 1) 재고관리 강화, 2) 프레시원 물류 센터 활용 등을 통해, 보관료와 운반비의 효율화를 도모하고 있다. 또한, 지역 중심의 조직 개편이 안정화 된다면, 지방에서 점유율이 상승할 가능성이 높기 때문에, 지방 권역별 물류 효율성도 개선될 수 있다.

**송림푸드** 인수를 통해 제조역량이 확보되는 점도 긍정적이다. 송림푸드는 B2B 소스 제품 생산 확대를 위해 Capa를 증설하고 있는데, 소스 사업은 영업이익률이 10%를 상회하는 비즈니스다. 또한, 동사는 1) CJ Captive(외식/영화관 등), 2) 단체급식장, 3) 외식경로 고객 등에 송림푸드의 제품을 납품할 수 있기 때문에, 소스 카테고리의 매출 성장률이 시장 예상을 크게 상회할 가능성이 있다.

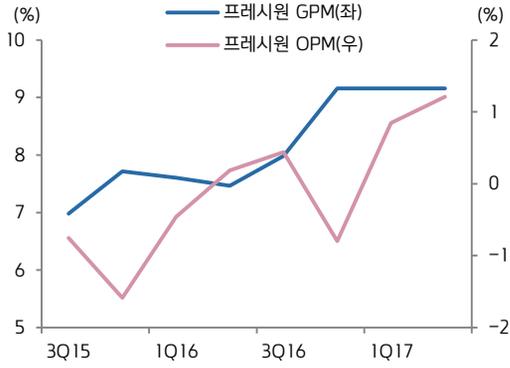
위와 같은 수익성 개선 요인으로 인해, 동사의 매출과 이익 성장률은 업종 내에서 가장 돋보일 것으로 판단된다. 현재 동사의 시장점유율이 5~6% 수준이고, 아직 산업의 Consolidation이 진행 중인 점을 감안한다면, 향후 이익 레벨의 증가는 굉장히 가파르게 진행될 가능성이 높다.

### 프레시원 연결 법인 현황(IH17 기준)

회 사 명	지분율(%)	매출액(백만원)	순이익(백만원)
(주)프레시원강남	51.82	111,019	1,165
(주)프레시원남서울	87.67	47,176	1,165
(주)프레시원동서울	63.28	34,432	307
(주)프레시원대구경북	95.96	33,445	454
(주)프레시원인천	100.00	26,233	41
(주)프레시원광주	91.44	24,635	34
(주)프레시원충부	72.89	17,246	-176
(주)프레시원부산	51.00	15,993	-93
(주)프레시원전북	51.00	8,769	-266

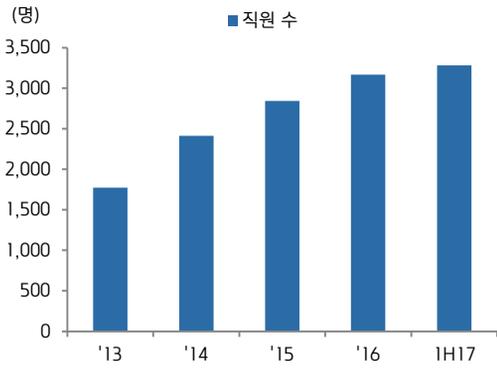
자료: 금융감독원 전자공시시스템

프레시원 수익성 추이



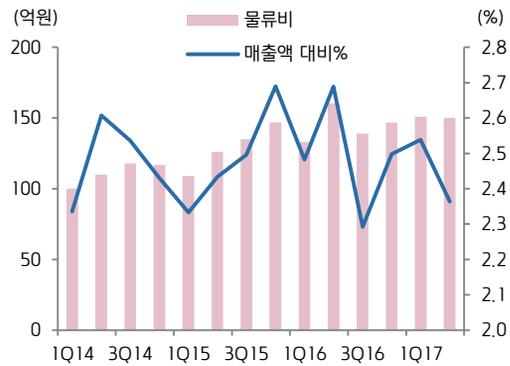
자료: CJ프레시웨이

CJ프레시웨이 전체 직원 수 추이



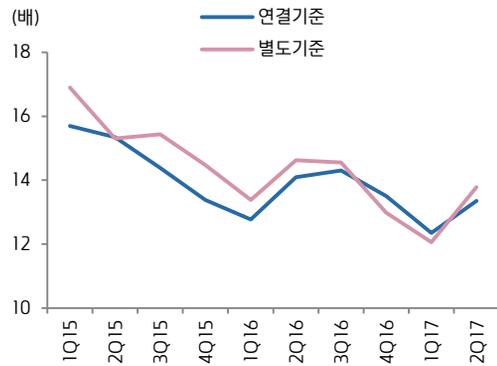
자료: 금융감독원 전자공시시스템

CJ프레시웨이 연결기준 물류비 추이



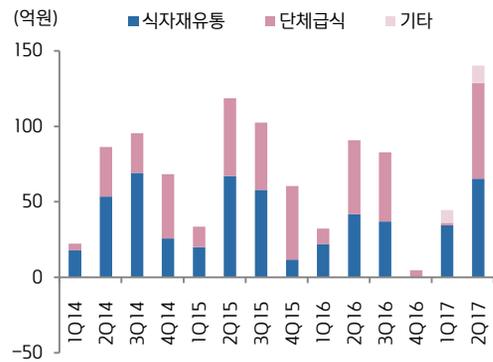
자료: CJ프레시웨이

CJ프레시웨이 재고자산 회전율 추이



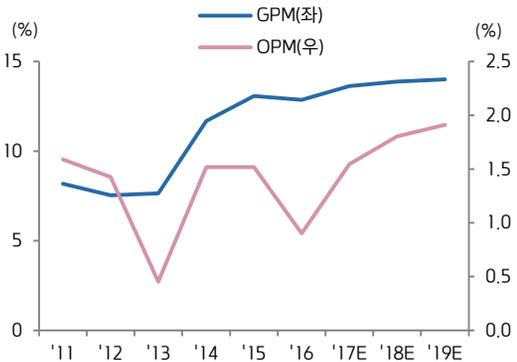
자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

CJ프레시웨이 연결기준 영업이익 Mix 추이



자료: 금융감독원 전자공시시스템

CJ프레시웨이 연결기준 GPM/OPM 추이 및 전망



자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

## >>> 최저임금 인상에 따른 실적 우려는 과도

### 최저임금 인상은 평가 인상으로 전가 가능

단체급식의 대기업 참여에 대해 우려를 표명했던 정부가 단체급식 시장에 대한 불개입을 선언함에 따라, 내년도 정부 규제 우려는 최저임금 인상 정도가 남아있다.

내년도 최저임금 인상률은 +16.4% 로, 올해 최저임금 인상률 +7.3% 대비, 인상률이 +8.1%p 상승하게 된다. 또한, 2007년 이후 처음으로 최저임금 인상률이 내년에 +10%를 넘어서게 된다. 이러한 최저임금 인상은 단체급식을 중심으로 인건비 상승 부담이 발생할 수 있기 때문에, 시장에서 해당 우려가 커지고 있는 상황이다.

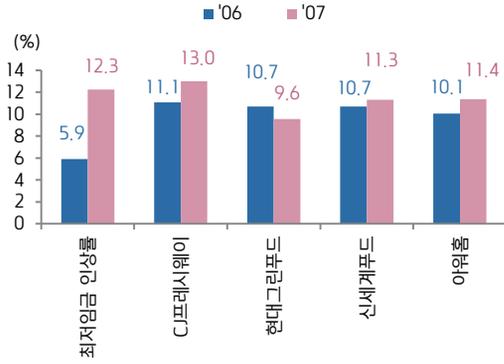
하지만, 이러한 인건비 상승 요인은 전체적으로 큰 부담 요인은 아닐 것으로 판단된다. 1) 이미 동사 급식 조리원들의 전체 급여가 최저임금 레벨 이상이고, 2) 영업장 수가 증가하고 있기 때문에 신규 채용 규모 조절을 통해 임금 인상에 대한 유연한 대응이 가능하다. 또한, 3) 원가 인상 요인이 발생하더라도 급식 단가 인상을 통해, 비용 상승 부담을 전가할 수 있을 것으로 판단된다.

통상, 산업체/병원/레저시설/학교 등에서 단체급식장을 운영하는 이유는, 조직 구성원 혹은 방문객들에게 저렴하고 질 좋은 식사 수단을 제공하기 위해서이다. 따라서, 평균 급식단가는 4,000원 내외로 책정되는데, 이는 보통의 식당 객단가 대비 매우 저렴한 수준이다. 또한, 단체급식 업체들의 영업이익률이 통상 5% 이하로 낮기 때문에, **원가 인상 요인이 발생한다면, 대부분의 업체들이 평가 인상에 나설 가능성이 높다(Cost Push Inflation)**. 실제 CJ프레시웨이는 2Q17부터 급식 단가를 인상해서 수주하고 있으며, 다른 경쟁사들도 평가 인상에 나설 가능성이 높은 것으로 판단된다.

**과거의 사례를 보아도 최저임금의 가파른 증가를 동사의 수익성 악화 요인으로 보기 어렵다.** 2007년에 2006년 대비 최저임금 인상률이 급격히 상승했을 때, 식자재유통 및 단체급식 업체들의 수익성은 오히려 상승하는 흐름을 보였었다. 또한, 방향성이 항상 일치했던 것은 아니지만, CJ프레시웨이의 과거 수익성 흐름을 보면, 오히려 최저임금 인상률이 상승했을 때 이익 및 이익률이 상승하는 흐름을 보였었다.

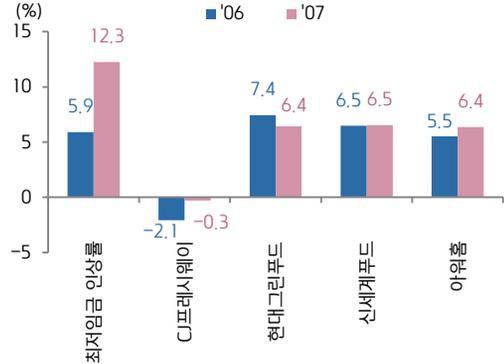
따라서, 2018년도 식자재유통 업체들의 수익성이 최저임금의 가파른 상승으로 크게 악화된다고 보기에 한계가 있다.

최저임금 인상률 vs 식자재유통 업체 GPM('06~'07)



자료: 각 사 자료, 최저임금 위원회, 키움증권 리서치  
 주: 1) 별도기준 GPM 기준, 현대그린푸드는 과거 현대푸드 별도 GPM 기준

최저임금 인상률 vs 식자재유통 업체 OPM('06~'07)



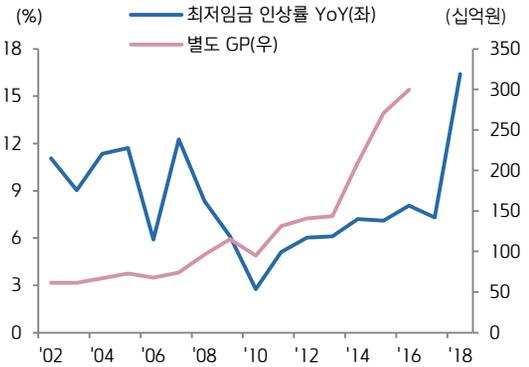
자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

최저임금 인상률 vs CJ프레시웨이 GPM



자료: CJ프레시웨이, 최저임금위원회, 키움증권 리서치

최저임금 인상률 vs CJ프레시웨이 매출총이익



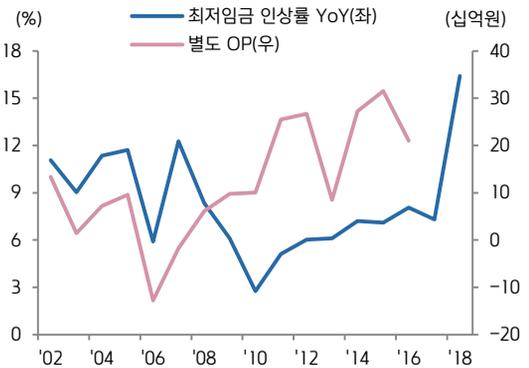
자료: CJ프레시웨이, 최저임금위원회, 키움증권 리서치

최저임금 인상률 vs CJ프레시웨이 OPM



자료: CJ프레시웨이, 최저임금위원회, 키움증권 리서치

최저임금 인상률 vs CJ프레시웨이 영업이익



자료: CJ프레시웨이, 최저임금위원회, 키움증권 리서치

## IV. 뉴트리바이오텍: 턴어라운드의 초입

### >>> 건강기능식품 산업 개요

#### 건강기능식품의 정의

건강과 웰빙에 대한 소비자들의 관심이 늘어남에 따라, 건강기능식품 산업에 대한 관심이 나날이 증가하고 있다. **법적인 측면에서 건강기능식품은 건강기능식품법의 규제를 받으며, 인체에 유용한 기능성을 가진 원료나 성분을 사용하여 제조/가공한 식품을 의미한다.** 하지만, 소비자들은 이러한 법적 테두리에 대한 인식 보다는 건강/웰빙에 대해 효용이 있는 식품에 대한 소비를 늘려 나가고 있다. 정확히 말하면, 법적 건강기능식품이 아닌 건강식품, 건강보조식품, 식이보충제에 대한 수요도 증가하고 있다고 볼 수 있으며, 실제 유통 업체들은 건강기능식품과 함께 건강식품 등에 대한 구색도 강화해 나가고 있다.

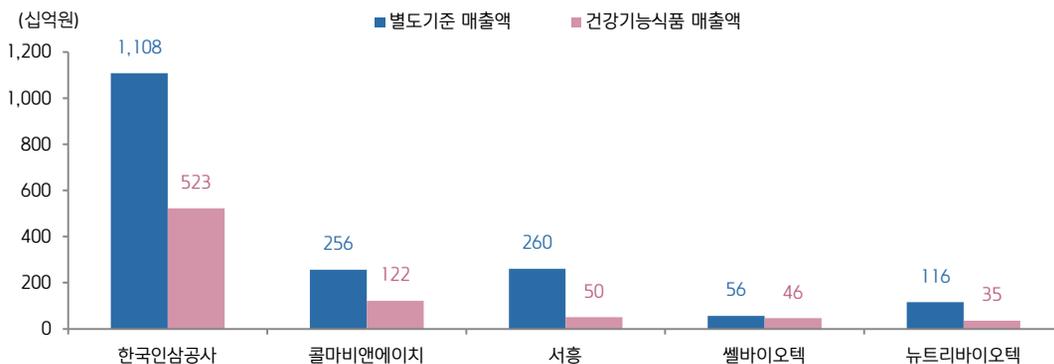
이에 따라, 브랜드 제조 업체들은 법적 건강기능식품 외에도, 건강과 웰빙에 효용이 있는 다양한 제품들을 개발해 나가고 있다. 또한, 우리가 흔히 알고 있는 건강기능식품 업체(ODM/OEM 포함)들의 매출에도 건강기능식품이 아닌 것들이 포함되어 있는 것으로 판단되며, 다수의 식품 제조업체 및 제약회사들이 해당 제품들의 개발에 참여하고 있다. 따라서, **광의의 개념의 건강기능식품에는 법적 건강기능식품과 다양한 건강식품/보조식품 등이 포함되고, 건강기능식품 전문 업체와 식품 및 제약회사들이 치열하게 경쟁하고 있는 시장으로 이해해야 할 것이다.**

#### 건강기능식품과 유사 품목 비교

구분	식품		의약품	
	식품 (건강(보조)식품, 식이보충제)	건강기능식품	의약외품	일반의약품
정의	· 전통적으로 건강에 좋다고 여겨져 널리 섭취되어 온 식품 · 식약처로부터 안전성과 기능성을 인정받지 않은 제품	· 인체에 유용한 기능성을 가진 원료 또는 성분을 사용하여 제조한 식품	· 의약품의 용도로 사용되는 물품을 제외한 것으로 인체에 대한 작용이 경미하거나 직접 작용하지 않는 것	· 사람이나 동물의 질병치료, 예방 목적으로 사용하는 물품 · 사람이나 동물의 구조와 기능에 약리학적 영향을 줄 목적으로 사용하는 물품
관련법	식품위생법, 축산물위생관리법	건강기능식품법	약사법	약사법
대표제품	녹용, 동충하초	홍삼정	박카스 D, 레모나 S 산	까스활명수-큐

자료: 식품의약품안전처, 한국농수산식품유통공사

#### 주요 건강기능식품 업체 매출 비교(2015년 기준)



자료: 각 사 자료, 식품의약품안전처, 키움증권 리서치

### 고시형 원료 vs 개별인정형 원료

그렇다면 법적 건강기능식품으로 인정받는 것은 어떤 점에서 중요할까? 법적 건강기능식품으로 인정받기 위해서는, 해당 원료(혹은 성분)가 인체에 유용한 기능성을 가지고 있어야 한다. 이러한 기능성에 대한 판단은 식품의약품안전처의 기준에 따라 정해진다. 식품의약품안전처는 기능성 원료 평가에 따라 원료의 기능성을 크게 '영양소 기능', '질병발생 위험 감소 기능', '생리활성 기능' 총 3가지로 구분하고 있으며, 혈압조절/면역기능 등을 포함하여 2016년말 기준으로 총 32종의 기능성을 인정하고 있다.

한편, 위의 32가지 기능성 중 하나 이상의 기능성을 보유한 원료를 '기능성 원료'라 볼 수 있는데, '기능성 원료'는 **지적재산권 보호 정도에 따라 '고시형 원료'와 '개별인정형 원료'로 나뉜다.** '고시형 원료'는 건강기능식품 공전(건강기능식품의 기준 및 규격)에 등재되어 있는 기능성 원료로, 공전에서 정하고 있는 제조기준/규격/최종 제품의 요건 등에 적합할 경우 별도의 인정 절차가 필요하지 않은 제품이다. 따라서, 지적재산권의 보호 정도가 낮고, 다수의 사업자가 진입하여 원료를 제조 및 판매할 수 있다(예: 홍삼).

'**개별인정형 원료**'는 '고시형 원료'와 달리, 건강기능식품 공전에 등재되지 않은 원료로, 식품의약품안전처장이 별도로 인정한 원료 또는 성분을 의미한다. 식품의약품안전처장의 인정을 받기 위해서는, 영업자가 원료의 안전성, 기능성, 기준 및 규격 등의 자료를 제출하여, 관련 규정에 따른 평가를 통해 기능성 원료를 인정 받아야 하기 때문에, 인정받은 업체만이 배타적으로 같은 원료를 제조 또는 판매할 수 있다(예: 헤모힘). 위의 '개별인정형 원료'가 '고시형 원료'로 전환되기 위해서는, 기능성 원료 인정 일로부터 6년이 경과하고, 50건 이상 품목제조신고한 원료가 있어야 한다. 따라서, 해당 요건을 만족시키기 전까지는 원료 개발자의 배타적 제조 및 판매가 인정되기 때문에, '고시형 원료'로 생산된 제품보다 진입장벽이 높고, 평균 수익성이 높게 형성될 가능성이 높다.

따라서, 건강기능식품 업체(특히 브랜드 업체)들이 시장의 신규 수요에 대응하고 해당 시장을 키워나가며, 안정적인 수익성을 담보 받기 위해서는 '개별인정형 원료'의 개발을 통해 법적 건강기능식품을 제조하는 것이, 법적으로 보장된 가장 효율적인 방법이라 할 수 있다.

### 연도별 신규 인정된 기능성 내용

연도	신규 인정된 기능성 내용								
	혈압 조절	총치발생 위험감소	기억력 개선	콜레스테롤 개선	인지능력	체지방 감소	관절/뼈건강	혈당조절	혈중중성 지방개선
2004년									
2005년	면역기능	피부건강	항산화	장건강					
2006년	혈행 개선	간건강							
2007년	전립선 건강	눈건강	운동수행 능력향상	긴장완화					
2008년	칼슘흡수								
2009년	요로건강	피로개선							
2010년	갱년기 여성 건강	소화기능							
2011년	배뇨기능 개선								
2013년	면역과민에 의한 피부 상태 개선	갱년기 남성 건강							
2014년	월경 전 불편감 개선	정자 운동 개선	여성의 질 건강	어린이 키성장 개선					
2015년	수면의 질 개선								

자료: 식품의약품안전평가원, 한국농수산식품유통공사

식약처장이 고시한 원료 또는 성분 95종(고시형 원료)

구분	기능성을 가진 원료 또는 성분
영양소 (28 종)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◦비타민 및 무기질(또는 미네랄) 25 종 : 비타민 A, 베타카로틴, 비타민 D, 비타민 E, 비타민 K, 비타민 B1, 비타민 B2, 나이아신, 판토텐산, 비타민 B6, 엽산, 비타민 B12, 비오틴, 비타민 C, 칼슘, 마그네슘, 철, 아연, 구리, 셀레늄(또는 셀렌), 요오드, 망간, 몰리브덴, 칼륨, 크롬</li> <li>◦필수지방산</li> <li>◦단백질</li> <li>◦식이섬유</li> </ul>
기능성원료 (67 종)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ 인삼, 홍삼, 엽록소 함유식물, 클로렐라, 스피루리나, 녹차 추출물, 알로에전잎, 프로폴리스추출물, 코엔자임 Q10, 대두이소플라본, 구아바인추출물, 바나바인추출물, 은행잎추출물, 밀크씨슬(카르두스 마리아누스)추출물, 달맞이꽃종자추출물, 인, 헤마토코쿠스추출물, 쏘팔메토열매추출물, 포스파티딜세린, 글루코사민, 오메가-3 지방산 함유유지, 감마리놀렌산 함유유지, 레시틴, 스쿠알렌, 식물스테롤/식물스테롤에스테르, 알곡시글리세롤 함유 상어간유, 옥타코사놀 함유유지, 매실추출물, 공액리놀렌산, 가르시니아캄보지아추출물, 루테 N-아세틸글루코사민, 뮤코다당·단백, 알로에겔, 영지버섯자실체추출물, 키토산/키토올리고당, 프락토올리고당, 프로바이오틱스, 홍국, 대두단백, 테아닌, 엠에스엠(Methyl sulfonylemethane, MSM), 폴리감마글루탐산, 마늘, 히알루론산, 홍경천추출물, 빌베리추출물, 라피노스, 크레아틴, 유단백가수분해물, 상항버섯추출물, 토마토추출물, 곤약감자 추출물</li> <li>◦ 식이섬유(15 종) : 구아검/구아검가수분해물, 글루코만난(곤약, 곤약만난), 귀리식이섬유, 난소화성말토덱스트린, 대두식이섬유, 목이버섯식이섬유, 밀식이섬유, 보리식이섬유, 아라비아검(아가시아검), 옥수수겨식이섬유, 이눌린/키치리추출물, 차전자피식이섬유, 폴리덱스트로스, 호로파종자식이섬유, 분말한천</li> </ul>

자료: 식품의약품안전처

주: 1) 라피노스, 분말한천, 레아틴, 유단백가수분해물, 상항버섯추출물, 토마토추출물, 곤약감자추출물: '17.7.1 시행

식약처장이 별도로 인정한 원료 또는 성분 263종(개별인정형 원료)

번호	기능성	기능성 원료	건수
1	간 건강	도라지추출물, 밀크씨슬 추출물, 발효올금, 복분자추출물(분말), 브로콜리스프라우트분말, 표고버섯균사체추출물(분말), 표고버섯균사체, 유산균발효마늘추출물	8
	알콜성 손상으로부터 간 보호에 도움	유산균 발효 다시마추출물, 헛개나무과병추출물	2
2	갱년기 남성 건강	MR-10 민들레등복합추출물, 마카 젤라틴화 분말, 윗나무 추출분말	3
3	갱년기 여성 건강	프랑스해안송껍질추출물, 백수오 등 복합추출물, 석류추출물, 홍삼(홍삼농축액), 석류농축액, 회화나무열매추출물, 오미자추출물	7
4	과민피부 상태개선	L. sakei Probio 65, 감마리놀렌산 함유 유지, 과채유래유산균(L.plantarum CJLP133), 프로바이오틱스 ATP	4
5	관절/뼈건강	CMO 함유 FAC(Fatty acid Complex), N-아세틸글루코사민, Dimethylsulfonylemethane(MSM), 가시오갈피 등 복합추출물, 강황추출물, 글루코사민, 까마귀쪽나무 열매 주정추출물, 닭가슴연골분말, 로즈힙분말, 보스웰리아 추출물, 비즈왁스알코올, 전칠삼추출물 등 복합물, 지방산복합물, 차조기등 복합추출물, 초록입홍합추출오일, 호프추출물, 황금 추출물등 복합물, 참당귀추출분말	18
	뼈 건강에 도움	가시오가피속지황 복합추출물, 대두이소플라본, 흑효모배양액분말, 유단백추출물	4
6	기억력 개선	구기자추출물, 녹차추출물/테아닌복합물, 당귀등추출복합물, 비파엽추출물, EPA 및 DHA 함유 유지, 원지추출분말, 은행잎추출물, 인삼가시오갈피 등 혼합추출물, 테아닌등복합추출물, 피브로인 효소가수분해물, 홍삼(홍삼농축액), 천마 등 복합추출물 (HX106)	12
7	긴장완화	N-테아닌, 아쉬아간다 추출물, 유단백가수분해물, 돌외잎추출물	4
8	눈 건강	빌베리추출물, 헤마토코쿠스추출물	2

		눈 건강에 도움	들쪽열매추출물, 루테인/지아잔틴복합추출물, 루테인복합물, 루테인지아잔틴복합추출물 20%, 마리골드 추출물(루테인에스테르), 지아잔틴추출물, EPA 및 DHA 함유 유지	7
9	면역기능 개선	면역력 증진에 도움	L-글루타민, 게르마늄효모, 금사상황버섯, Enterococcus faecalis 가열처리건조분말, 당귀혼합추출물, 동충하초 주정추출물, 스피루리나, 클로렐라, 청국장균, 배양정제물(폴리감마글루탐산칼륨), 표고버섯균사체, 효모베타글루칸, 인삼다당체추출	12
		과민면역반응 완화에 도움	Enterococcus faecalis 가열처리건조분말, 구아바잎추출물등복합물, 다래추출물, 소엽추출물, 피카오프레토 분말 등 복합물, 합성 PLAG	6
10	배뇨기능 개선	방광에 의한 배뇨기능 개선에 도움	호박씨추출물 등 복합물	1
11	수면질 개선	수면의 질 개선에 도움	감태추출물	1
12	어린이 성장발육	어린이 키 성장에 도움	황기추출물등복합물(HT042)	1
13	여성 질건강	유산균증식을 통한 여성 질 건강에 도움	UREX 프로바이오틱스	1
14	월경전 상태개선	월경전 변화에 의한 불편한 상태 개선	감마리놀렌산 함유 유지	1
15	위 건강/ 소화기능	헬리코박터균 증식억제 및 위건강에 도움	감초추출물	1
		위불편감 개선에 도움	매스틱검	1
		위점막을 보호하여 위건강에 도움	비즈왁스알코올	1
		담즙분비를 촉진하여 지방소화에 도움	아트초크추출물	1
16	요로건강	요로 건강에 도움	크랜베리추출물, 파크렌 크랜베리추출분말	2
17	운동수행 능력	운동능력 향상에 도움	마카 젤라틴화 분말, 크레아틴, 헛개나무과병추출분말	3
		지구력 증진에 도움	동충하초 발효 추출물	1
18	인지능력 향상	인지능력 개선에 도움	Lactobacillus Helveticus 발효물, 도라지추출물 (DRJ-AD), 참당귀뿌리추출물, 참당귀추출분말, 프스파티딜세린	5
19	장 건강	장내 유익균 증식 및 유해균 억제에 도움	갈락토올리고당, 구아검가수분해물, 대두올리고당, 라피노스, 락투로스스파우더, 밀전분유래 난소화성 말토덱스트린, 이소말토올리고당, 자일로올리고당, 커피만노올리고당분말, 프락토올리고당	10
		면역을 조절하여 장 건강에 도움	프로바이오틱스(VSL#3)	1
		배변활동 원활에 도움	대두올리고당, 라피노스, 목이버섯, 무화과페이스트, 분말한천, 이소말토올리고당, 자일로올리고당, 커피만노올리고당, 프락토올리고당	9
20	전립선 건강	전립선 건강 유지에 도움	쏘팔메토열매추출물, 쏠파메토열매추출물 등 복합물	2
21	정자 운동성	정자 운동성 개선에 도움	마카젤라틴화분말	1
22	체지방 감소	체지방 감소에 도움	Lactobacillus gasseri BNR17, L-카르니틴타르트레이트, 가르시니아카모보지아껍질추출물, 공액리놀렌산(유리지방산), 공액리놀렌산(트리글리세라이드), 그린마테추출물, 그린커피빈추출물, 깻잎추출물, 녹차추출물, 대두배아추출물등복합물, 돌외잎주정추출분말, 락토펜(우유정제단백질), 레몬 밤 추출물 혼합분말, 마테열수추출물, 미역 등 복합추출물(잔티젠), 발효식초석류복합물, 보이차추출물, 서목태(쥐눈이콩) 펩타이드 복합물, 식물성유지 디글리세라이드, 와일드망고 종자추출물, 중쇄지방산(MCFA)함유 유지, 콜레우스포스콜리추출물, 키토산, 키토올리고당, 풋사과추출폴리페놀, 핑거루트추출분말, 히비스커스등복합추출물	27
23	치아 건강	충치발생 위험 감소에 도움	자일리톨	1
24	칼슘 흡수 촉진	칼슘 흡수에 도움	폴리감마글루탐산, 프락토올리고당	2
25	피로개선	피로 개선에 도움	발효생성아미노산복합물, 헛개나무과병추출물, 홍경천추출물	3

26	피부건강	자외선에 의한 피부손상 피부 건강을 유지하는데 도움	소나무껍질추출물등복합물, 메론추출물, 포스파티딜 세린, 프로바이오틱스 HY7714, 핑거루트추출분말, 홍삼·사상자·산수유복합추출물	6
		피부 보습에 도움	AP 콜라겐 효소분해 펩타이드, Collective 콜라겐펩타이드, N-아세틸글루코사민, 근약감자추출물, 민들레등 복합추출물, 쌀겨추출물, 옥수수배아추출물, 저분자콜라겐펩타이드, 지초추출분말, 포스파티딜세린, 히알루론산, 프로바이오틱스 HY7714, 콩 보리 발효복합물, 밀배유추출물, 핑거루트추출분말	15
27	항산화	항산화에 도움	녹차추출물, 대나무잎추출물, 메론추출물, 복분자추출물(분말), 비즈왁스알코올, 유비퀴놀, 코엔자임 Q10, 토마토추출물, 포도종자추출물, 프랑스해안송겉질추출물, 홍삼(홍삼농축액)	11
28	혈당조절	식후 혈당상승 억제에 도움	L-arabinose, nopal 추출물, 계피추출분말, 구아바잎추출물, 난소화성말토덱스트린, 동결건조누에 분말, 마주정추출물, 바나바잎추출물, 상업추출물, 서목태(쥐눈이콩) 펩타이드 복합물, 솔잎증류농축액, 실크단백질 효소가수분해물, 알부민, 인삼가수분해 농축액, 잔나비결상버섯균사체(인정취소), 지각상엽추출혼합물, 콩발효추출물, 타가토스, 탈지달맞이꽃종자추출물, 피니플, 흥경천등복합추출물, 히드록시프로필메틸셀룰로오스	22
29	혈압조절	높은 혈압 감소에 도움	L-글루타민산유래 GABA 함유분말, 가짜오부시울리고펩타이드, 나토균배양분말, 서목태(쥐눈이콩) 펩타이드 복합물, 연어 펩타이드, 올리브잎추출물, 정어리펩타이드, 카제인가수분해물, 코엔자임 Q10, 포도씨효소분해추출분말, 해태올리고펩티드	11
30	혈중중성지방개선	혈중중성지방 개선에 도움	DHA 농축유지, 글로빈 가수분해물, 난소화성말토덱스트린, 대나무잎추출물, 식물성유지 디글리세라이드, 정어리정제어유, 정제오징어유	7
31	혈중 콜레스테롤 개선	혈중 콜레스테롤 개선에 도움	녹차추출물, 대나무잎추출물, 보리베타글루칸추출물, 보이차추출물, 사탕수수왁스알코올, 스피루리나, 식물스타놀에스테르, 씨폴리놀 감태추출물, 야마인, 알로에복합추출물, 알로에추출물, 적포도발효농축액, 클로렐라, 홍곡쌀, 창녕양파추출액	15
32	혈행개선	혈행 개선에 도움	DHA 농축유지, L-아르기닌, 나토균배양분말, 나토배양물, 메론추출물, 은행잎추출물, 정어리정제어유, 정제오징어유, 카카오분말, 프랑스해안송겉질추출물, 홍삼(홍삼농축액)	11
총 계				263

자료: 식품의약품안전처

주: 1) \_\_\_\_\_ : 고시된 원료로 전환된 원료

2) 인정된 기능성 원료는 총 263개이나, 동일한 원료에서 2개 이상 기능성이 인정된 경우가 포함되어 합산되었음

## >>> 건강기능식품 산업의 성장성에 주목

### 인구 구조 변화와 웰빙 트렌드 확산

그렇다면 국내 건강기능식품 산업은 왜 성장하고 있고, 얼마나 성장할 수 있을까?

현재 국내 건강기능식품 시장규모는 약 2.3조원 수준으로 추산되며, **연평균 +11% 정도 성장**하고 있다 (CAGR 2012~15년 기준). 국내 인구 구조상 고령 인구 비율이 증가하고 있고, 웰빙 트렌드가 확산되면서 다양한 기능성 식품에 대한 수요가 증가하고 있기 때문이다. 국내 시장에서 가장 큰 비중을 차지하는 홍삼의 비중이 줄어들고, 개별인정제품을 중심으로 다양한 기능성을 지닌 건강기능식품의 비중이 확산되고 있는 상황이다.

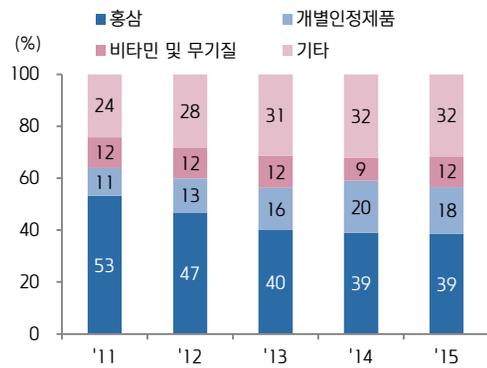
**국내 건강기능식품 시장 규모는 선진국 대비 낮은 편으로 추산된다.** 국내 건강기능식품 시장규모를 전체 인구로 나눠서 계산해 봤을 때, 미국의 1/3, 일본의 1/2 수준으로 추산된다. 또한, 소득 수준과 소비 수준이 고성장하고 있는 중국의 시장규모가 한국의 1/4, 일본의 1/8 정도에 불과해서, 한국을 비롯한 아시아 생산 기지의 중요성이 나날이 커질 것으로 전망된다.

### 국내 건강기능식품 시장규모 vs 고령 인구 비율



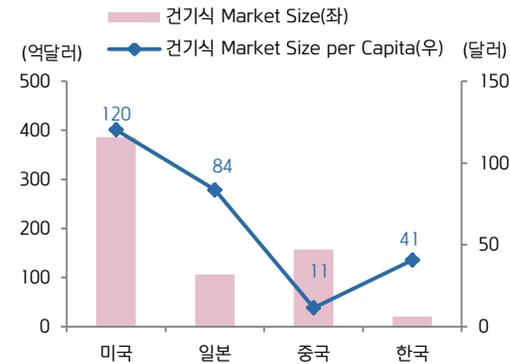
자료: 식품의약품안전처, 한국농수산식품유통공사, 키움증권 리서치

### 국내 건강기능식품 품목별 출하 비중 추이



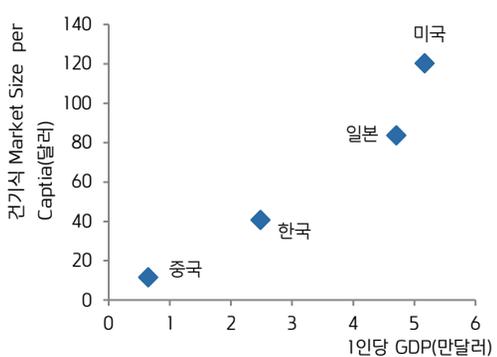
자료: 식품의약품안전처, 한국농수산식품유통공사, 키움증권 리서치

### 국가별 건강기능식품 시장규모 비교('15년 기준)



자료: Nutrition Business Journal Report, US Census, 식품의약품안전처, 키움증권 리서치  
주: 1) 글로벌 건강기능식품 시장규모는 Supplement Market 기준

### 소득수준별 건강기능식품 소비 성향 비교('15년 기준)



자료: Nutrition Business Journal Report, US Census, 식품의약품안전처, World Bank, 키움증권 리서치  
주: 1) 글로벌 건강기능식품 시장규모는 Supplement Market 기준

## 제품 구매층 다변화와 유통업체의 구색 확보

건강기능식품의 채널별 매출 비중을 보면, 다른 상품 대비 직접판매의 비중(55%)이 높다는 것이 특징임을 알 수 있다. 또한, 소매시장에서 비중이 큰 백화점/할인점 대비, 홈쇼핑/인터넷쇼핑의 채널 비중이 큰 편이다.

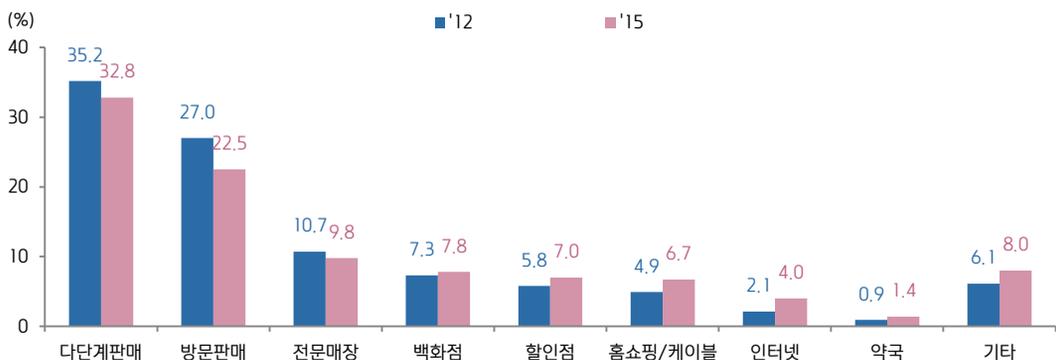
이렇게 채널 비중이 나타나는 이유는 고객에게 특정 건강기능식품 상품에 대한 상세한 설명이 필요하기 때문이다. 소비자들 특이 건강기능식품의 효용에 대한 인지 정도가 높지 않기 때문에, 판매자가 소비자들을 설득하는데 많은 노력이 필요하다(Market Education 부족). 따라서, 고객을 직접 만나서 상담을 하거나, 방송과 인터넷 웹페이지를 통해서 설명하는 과정이 고객의 상품 이해도를 높이기 위해 필요한 것이다.

하지만, 향후 백화점/할인점과 같은 대형채널에서의 입지 확보는 매우 중요할 것으로 판단된다. 소매 시장에서 차지하는 비중과 방문하는 트래픽 수 대비 건강기능식품의 채널 비중이 현저히 낮고, 판매의 효율성 측면에서 매출 규모를 쉽게 키울 수 있는 채널이기 때문이다. 실제 업계 1위인 한국인삼공사는 로드샵 가맹점 중심에서 백화점/대형마트 등의 채널을 개발하여 채널 다변화에 성공하면서, 2016년에 매출 1조원을 돌파하였다.

이러한 과정에서 유통업체들에게 가장 중요한 것은 상품 구색으로 판단된다. 특히, 다양한 연령층의 수요를 충족시키는 제품 구매층 다변화가 필요하다. 백화점과 대형마트의 트래픽 비중에 맞는 상품 구색이 필요하기 때문이다. 한국인삼공사의 홍삼은 본래 주요 구매층이 40대 남성이었으나, 홍이장군/에브리타임/화애락 등을 통해 제품 구매층을 다변화하였다. 약국 유통 비중이 큰 쉐바이오텍의 듀오락은 초기 제품 히트 이후 키즈 라인을 강화하였고, 최근에는 여성 직장인 층 공략에 나서고 있다.

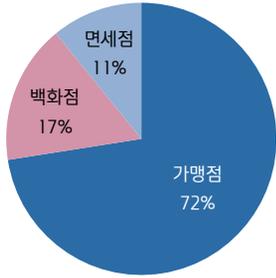
한편, 대형 유통업체들은 부족한 구색을 맞추기 위해 PB 브랜드를 포함한 다양한 상품을 소싱하고 있기 때문에, ODM/OEM 업체들에 대한 발주를 확대하는 것으로 판단된다. 실제 뉴트리바이오텍의 경우, 기존 핵심 채널인 MLM(Multi Level Marketing) 채널 보다, 일반 리테일의 채널 비중이 늘어나고 있는 상황이다.

### 건강기능식품 소매유통채널별 매출 비중 변동 추이



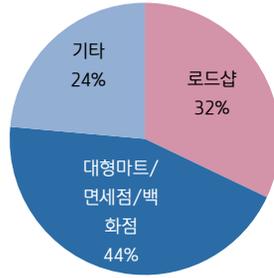
자료: 한국건강기능식품협회, 한국농수산식품유통공사, 키움증권 리서치

2006년 한국인삼공사 채널별 매출 비중



자료: KT&G

2016년 한국인삼공사 채널별 매출 비중



자료: KT&G

주: 1) 기타: 홈쇼핑/온라인/리테일/특수유통(기업체 특판) 등

한국인삼공사의 홍삼정 에브리타임



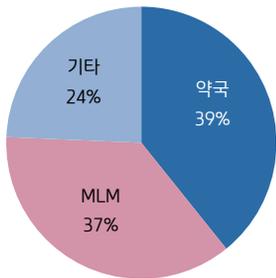
자료: 한국인삼공사

한국인삼공사의 화애락



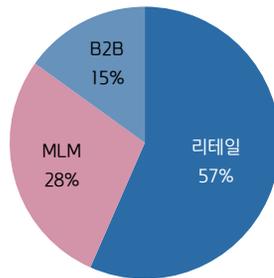
자료: 한국인삼공사

2016년 셀바이오텍 채널별 매출 비중



자료: 셀바이오텍, 키움증권 리서치

2016년 뉴트리바이오텍 채널별 매출 비중



자료: 뉴트리바이오텍(내수판매 기준), 키움증권 리서치

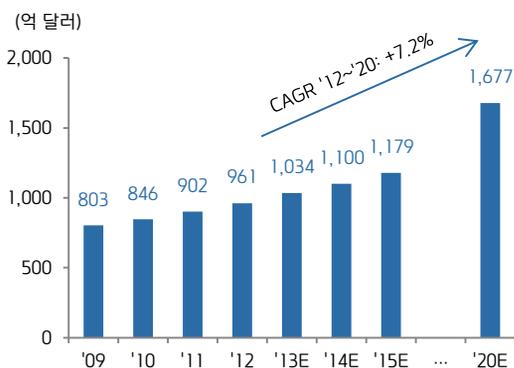
### 글로벌 시장 확대 기회 지속

한편, 건강기능식품은 국내 뿐만 아니라 글로벌 시장 규모도 꾸준히 확대되고 있다. Nutrition Business Journal에 따르면, 건강기능식품 시장은 연평균 +7% 정도 성장하고 있는 것으로 추산된다. 미국과 같은 선진국 시장도 +5% 이상의 성장을 기대하고 있는 가운데, 글로벌 건강기능식품 업체들은 아시아 시장의 성장에 주목하고 있다. 중국을 중심으로 중산층 인구의 가파른 성장이 기대되기 때문이다.

실제로 Herbalife, Usana, Blackmores와 같은 **글로벌 건강기능식품 업체들은 아시아 시장 공략을 강화**하고 있다. 심지어 2015년 9월에 중국 조제분유 업체인 Biostime(現 Health & Happiness Group)은 호주 최대 비타민 제조사인 스위스웰니스그룹을 약 1조원에 인수하기도 했었다. 실제 이들 업체들의 아시아 지역 매출은 견조하게 증가하고 있으며, 호주 업체들은 중국 소비자들의 직구 증가로 인해, 호주 지역 매출까지 가파르게 증가하는 흐름을 보였다.

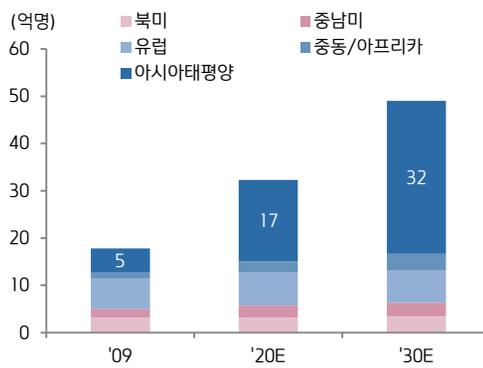
한편, **아시아 지역에 있는 건강기능식품 ODM/OEM 업체들도, 입지적 이점 때문에 크게 외형이 성장할 수 있었다.** 대만의 TCI와 한국의 뉴트리바이오텍이 대표적인 예이다. 지속적인 투자 증가에도 불구하고, 전사 매출 성장률이 견조하게 유지되고 있으며, 수익성도 우상향하는 흐름을 보이고 있다.

### 글로벌 건강기능식품 시장 규모 추이 및 전망



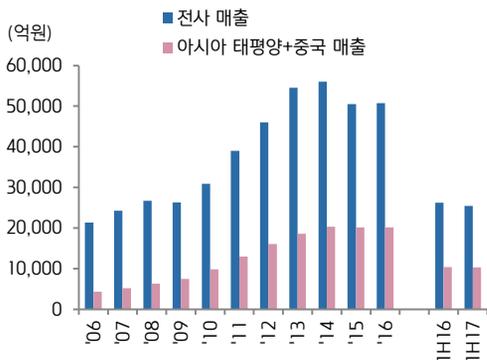
자료: Nutrition Business Journal Report  
주: 1) 시장규모는 Supplement Market 기준

### 아태 중산층 인구 성장이 건강기능식품 시장의 기회



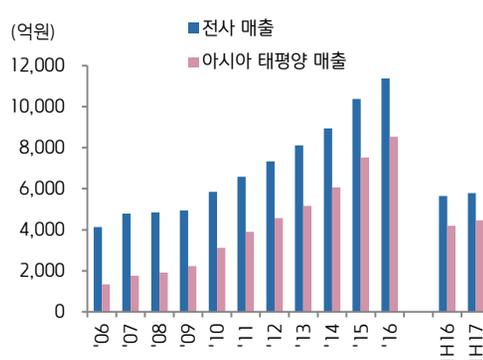
자료: Herbalife, The Atlantic  
주: 1) 여기서 중산층은 1가구의 일지출이 \$10-\$100 수준인 경우를 의미

### 미국 Herbalife 매출액 추이



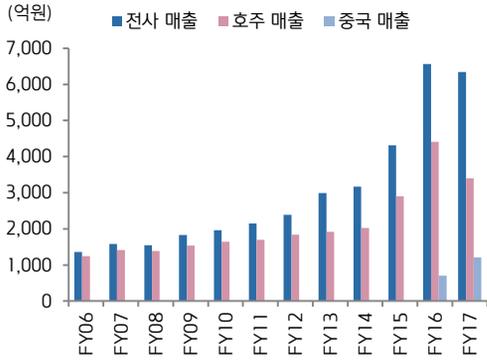
자료: Bloomberg  
주: 1) 1달러 = 1,130원 기준

### 미국 Usana Health Science 매출액 추이



자료: Bloomberg  
주: 1) 1달러 = 1,130원 기준

### 호주 Blackmores 매출액 추이



자료: Bloomberg  
 주: 1) 1 AUD=915원 기준  
 2) FY17은 2017년 6월말 기준

### 미국 Herbalife 주요 건강기능식품



자료: Herbalife

### 미국 Usana Health Science 주요 건강기능식품



자료: Usana Health Science

### 호주 Blackmores 주요 건강기능식품



자료: Blackmores

### 호주 Swiss 주요 건강기능식품



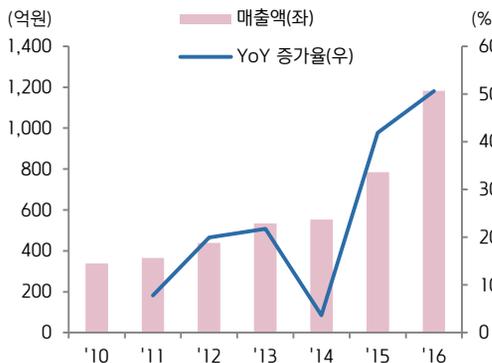
자료: Health & Happiness Group

### 미국 Amway 주요 건강기능식품



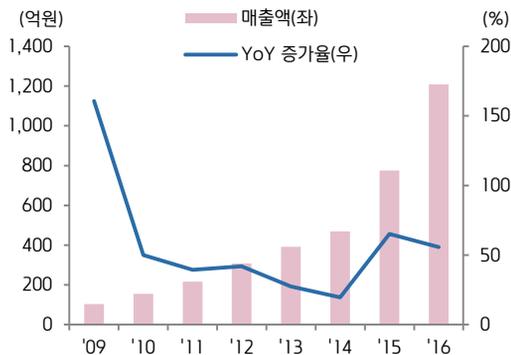
자료: Amway

### 대만 TCI 연결기준 매출액 추이



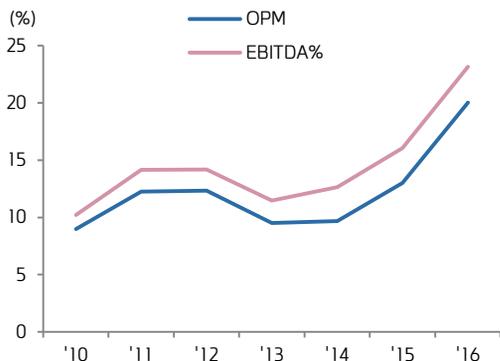
자료: Bloomberg  
주: 1) ITWD = 38원 기준

### 뉴트리바이오텍 연결기준 매출액 추이



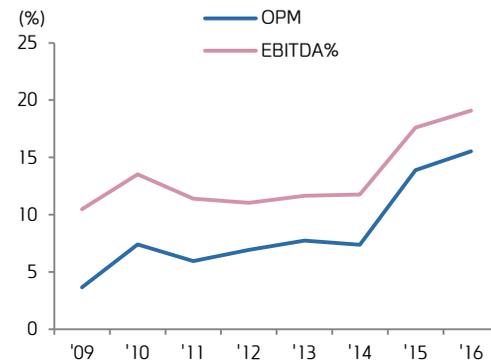
자료: Fn Guide

### 대만 TCI 연결기준 수익성 추이



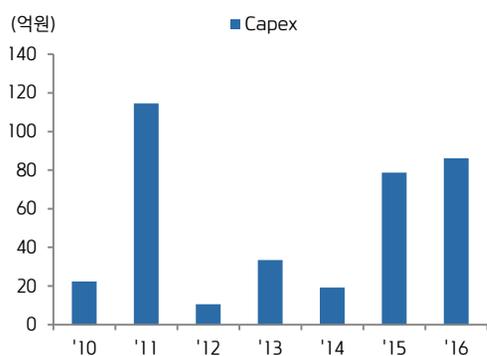
자료: Bloomberg

### 뉴트리바이오텍 연결기준 수익성 추이



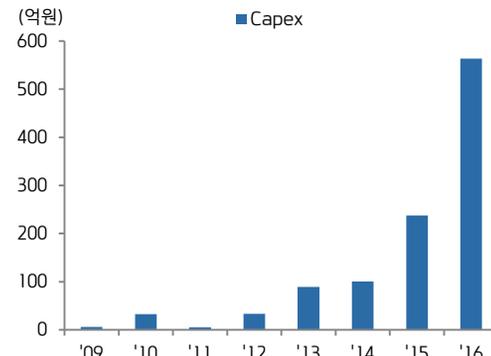
자료: Fn Guide

### 대만 TCI 연결기준 Capex 추이



자료: Bloomberg  
주: 1) ITWD = 38원 기준

### 뉴트리바이오텍 연결기준 Capex 추이



자료: Fn Guide

## ODM/OEM 업체의 수혜 기대

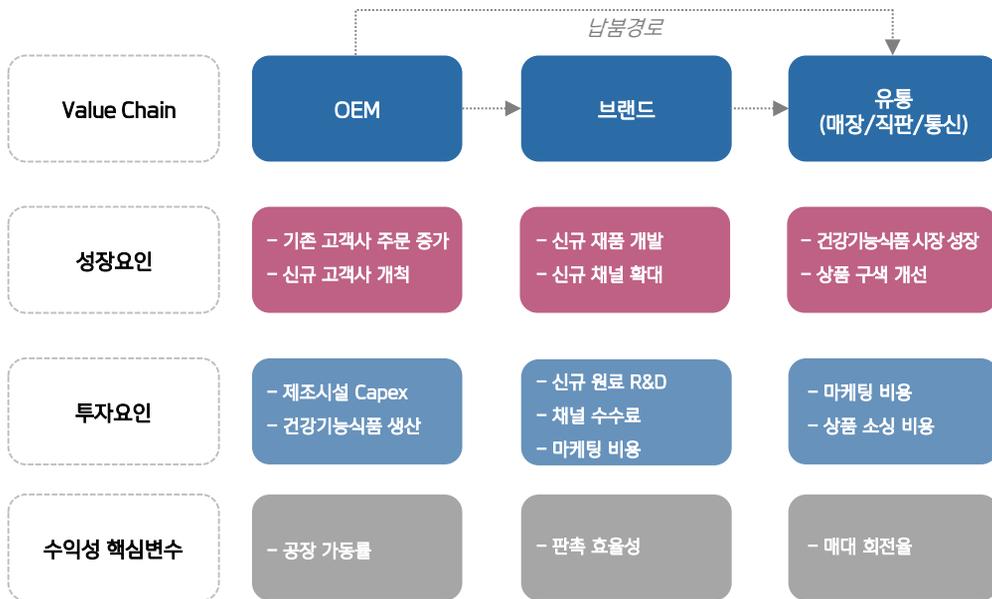
위와 같은 산업 환경을 감안했을 때, 건강기능식품 전문 ODM/OEM 업체의 수혜가 기대된다.

**국내 시장의 경우 외형 성장 모멘텀만 유지된다면, ODM/OEM 업체의 수익성이 훼손될 리스크는 제한적인 것으로 판단된다.** ODM/OEM 업체는 기본적으로 고객사 주문에 맞춰 제품 생산에 들어가고, 브랜드나 유통 업체 대비 마케팅 비용이 매우 적게 발생하기 때문에, 초기 Capa 증설 구간을 회피한다면, 투자자 입장에서 수익성 훼손 리스크를 최소화 할 수 있다. 산업 전반적으로 유통업체들이 구색을 확대하고, 브랜드 업체들이 다양한 제형의 생산을 시도하고 있기 때문에, 실질적으로 외형 성장 모멘텀이 둔화될 가능성이 낮다. 따라서, 국내 ODM/OEM 사업의 경우, Capa가 어느 정도 확보되어 있다면, 안정적인 이익 성장이 가능할 것으로 기대된다.

한편, **글로벌 시장 확대 기회도 ODM/OEM 업체가 높은 편이다.** 현재 국내 브랜드 업체 중에서 한국인 삼공사가 매출과 영업이익의 규모가 가장 큰 데, 실질적으로 해외 시장 개척에 대한 성과를 내고 있지 못한 상황이다. 1) 글로벌 시장에서 인지도가 낮고, 2) 호주나 뉴질랜드처럼 청정 국가 이미지를 활용할 수도 없기 때문이다.

한편, ODM/OEM 업체들은 아시아 시장에 진출하는 글로벌 업체에 대응하면서, 글로벌 매출 비중을 확대할 수 있다. 가장 큰 중국 시장과 생산기지가 인접해 있고, 식품 안전성과 관련된 국내 인프라도 우수한 편이어서, 대만의 TCI처럼 외형이 Level-up 될 수 있는 기회가 많은 편이기 때문이다.

### 건강기능식품 산업 Value Chain



자료: 키움증권 리서치

## >>> 하반기 턴어라운드의 시작을 기대

### 전사 매출 성장률 반등 기대

이러한 긍정적인 산업 환경에도 불구하고, 최근 뉴트리바이오텍의 매출 성장률이 둔화되면서, 주가는 고점 대비 많이 하락한 상황이다. 해외 성장이 커지면서 동사가 매출채권 운용을 효율화하였고, 이로 인해 매출 성장률이 실제 펀더멘털을 반영하지 못했기 때문이다.

실제 동사는 올해 2월부터 90일 정도까지 늘어났던 결제대금 회수기일을 45일로 축소하고, 결제조건을 FOB(Free On Board)에서 DDP(Delivered Duty Paid)로 변경하였다. 이로 인해, 주로 중국 거래선의 매출 인식 방법이 변경되었고, 올해 2분기까지 중국 거래선 매출이 부진했었다. 작년 연간 중국 매출이 300억 중반 정도 발생한 것으로 추산되나, 올해 상반기까지 상해법인으로 수출된 매출은 114억원에 불과했기 때문이다.

**하지만, 매출채권 효율화와 회계적 매출의 일시적 둔화에도 불구하고, 고객사 오더 증가로 재고자산은 꾸준히 증가**하고 있다. 동사의 중국 수출 주요 고객은 네트워크 마케팅 업체인 멜라루카(Melaleuca)인데, 동사는 중국에서 액상 디톡스 제품을 중심으로 30% 내외의 매출 성장률을 기록하고 있다. 또한, 미국은 공장 완공 이후 매출이 빠르게 올라오지 못하였으나, 동사는 아이사제닉스(Isagenix)를 포함한 5개 네트워크 마케팅 업체 중심의 매출 성장을 기대하고 있다. 특히, 매출 규모 1조원 수준의 아이사제닉스는 다른 네트워크 마케팅 업체들 대비, 뷰티/퍼스널케어 제품 비중이 낮고, 식이요법 관련 제품인 에너지드링크, 단백질쉐이크, 선식 등을 중심으로 포트폴리오가 이루어져 있어, 동사에게 기회가 많을 것으로 판단된다.

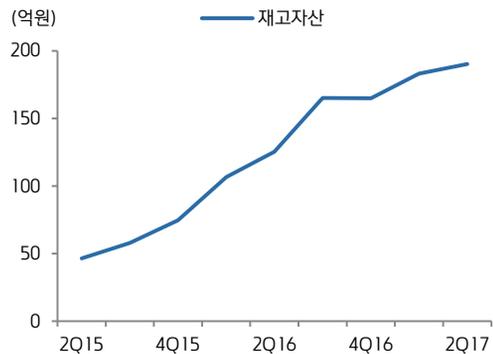
**한편, 내수는 네트워크 마케팅 업체보다는 리테일 채널 쪽의 확장이 기대**된다. 동사는 녹용, 인삼 관련 제품 중심으로 홈쇼핑 채널을 대응하고 있고, 새로 증설한 구미라인은 대형마트 쪽 제품을 확대하고 있다. 대형 유통업체들이 건강기능식품 구색을 지속적으로 확대해 나가고 있기 때문에, 국내에서도 +10~15% 정도의 매출 성장이 가능할 것으로 기대된다.

뉴트리바이오텍 연결기준 매출채권 추이



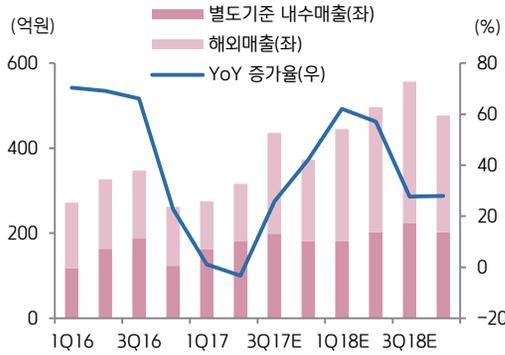
자료: 뉴트리바이오텍

뉴트리바이오텍 연결기준 재고자산 추이



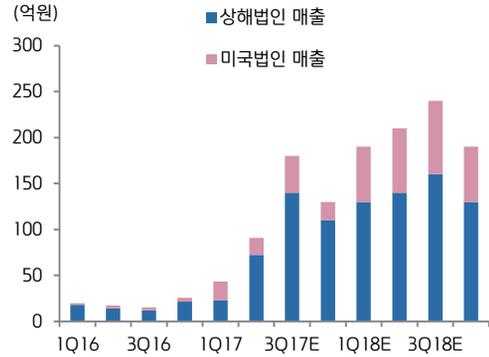
자료: 뉴트리바이오텍

### 뉴트리바이오텍 연결기준 매출액 추이 및 전망



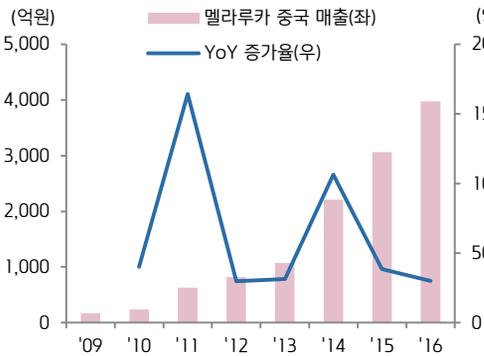
자료: 뉴트리바이오텍, 키움증권 리서치

### 뉴트리바이오텍 상해/미국법인 매출액 추이 및 전망



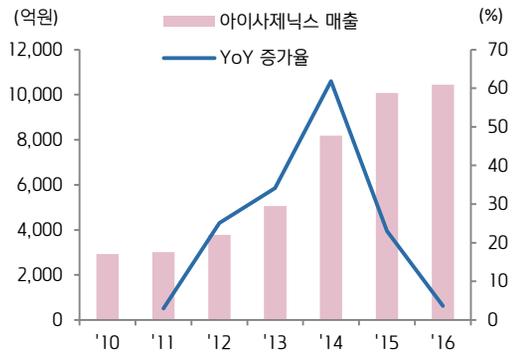
자료: 뉴트리바이오텍, 키움증권 리서치

### Melaleuca(멜라루카) 중국 매출액 추이



자료: 중국 직소백과망  
주: 1) 1위안=170원 기준

### Isagenix(아이사제닉스) 매출액 추이



자료: Isagenix, Direct Selling News  
주: 1) 1달러=1,130원 기준

### Melaleuca(멜라루카) 주요 제품



자료: Melaleuca

### Isagenix(아이사제닉스) 주요 제품



자료: Isagenix

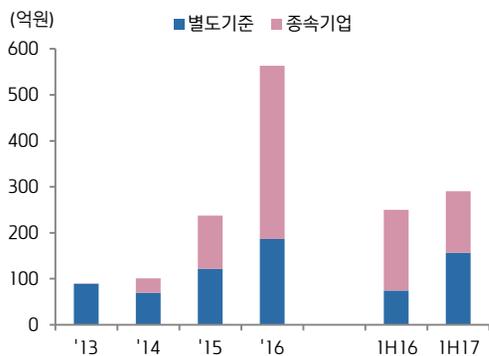
### 전사 가동률 상승 구간 진입 전망

전사 매출 성장률 반등에 따라 가동률과 수익성도 회복 구간에 진입할 것으로 기대된다. 동사는 2015~17년에 국내외 공장 증설로 유형자산 투자가 급증했었다. 특히, 신규 건물 준공으로 투자금액이 컸으나, 매출액이 기대만큼 올라오지 않으면서, 국내외 해외법인의 수익성이 약화된 상황이다.

**하지만, 3Q17부터는 1) 중국 거래선 회계기준 변경 영향 해소, 2) 글로벌 신규고객 확대, 3) Capa 증설 속도 둔화로 전사 가동률이 상승 구간에 진입할 것으로 기대된다.** 특히, 미국은 1공장 완공 이후 2년 정도 지나면서, 어느 정도 Reference가 쌓였기 때문에, 매출액이 계단식으로 상승할 가능성이 있다. 또한, 중국 원료공장 증설 계획을 제외한다면, 내년에는 특별한 Capa 증설 계획이 없기 때문에, 내년 도 가동률이 하락할 리스크는 제한적이다.

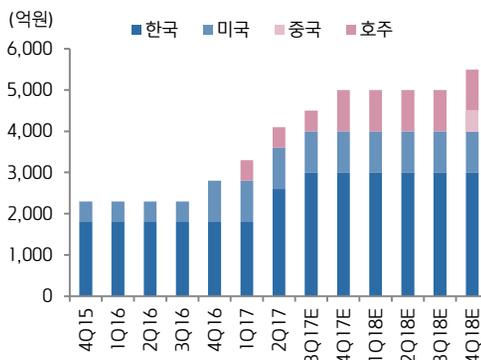
따라서, 매출 성장률 반등과 가동률 회복으로 영업레버리지가 강하게 나타날 가능성이 높기 때문에, 밸류에이션 레벨에 변곡점이 발생할 수 있는 상황이다.

#### 뉴트리바이오텍 Capex 추이



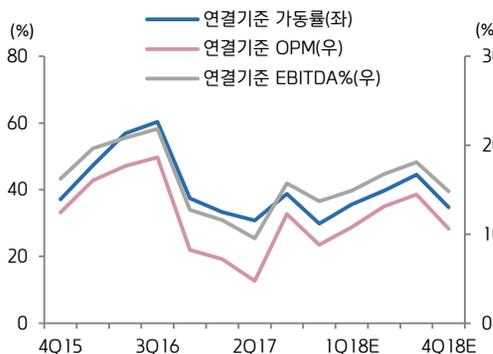
자료: 뉴트리바이오텍

#### 뉴트리바이오텍 분기말 기준 Capa 추이 및 가정



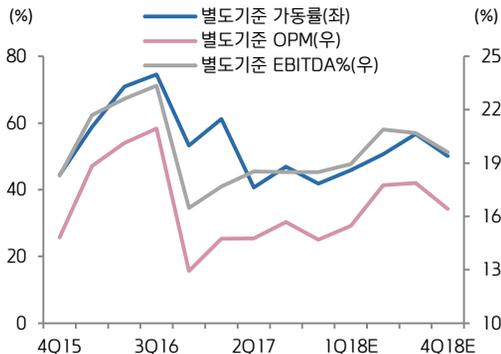
자료: 뉴트리바이오텍, 키움증권 리서치

#### 뉴트리바이오텍 연결기준 가동률 vs 수익성



자료: 뉴트리바이오텍, 키움증권 리서치  
주: 1) 가동률은 분기 매출액을 분기말 기준으로 나누서 연환산한 값임

#### 뉴트리바이오텍 별도기준 가동률 vs 수익성



자료: 뉴트리바이오텍, 키움증권 리서치  
주: 1) 가동률은 분기 매출액을 분기말 기준으로 나누서 연환산한 값임

**KIWOOM** 

ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다



# 기업분석

CJ제일제당  
(097950)

BUY(Maintain)/목표주가 480,000원  
Conviction을 가질 때

CJ프레시웨이  
(051500)

BUY(Maintain)/목표주가 64,000원  
안정적 성장궤도 진입

뉴트리바이오텍  
(222040)

BUY(Initiate)/목표주가 26,000원  
턴어라운드 의 초입

대상  
(001680)

BUY(Maintain)/목표주가 31,000원  
저평가된 식품회사

오뚜기  
(007310)

BUY(Initiate)/목표주가 950,000원  
실력이 발휘되는 구간

**CJ제일제당 (097950)**



**BUY(Maintain)**

주가(9/12) 352,500원

목표주가 480,000원

CJ제일제당은 모든 사업부가 회복 국면에 진입하면서, 주가가 박스권을 탈피할 것으로 기대된다. 가공식품 사업에 대한 투자 성과가 나타나고, 원당 투입단가가 하락 전환하며, M&A 효과도 나타나기 때문이다. 동사에 대해 Conviction을 가지고 접근할 시점으로 판단된다.

**Stock Data**

KOSPI (9/12)	2,365.47pt	
시가총액	48,494억원	
52주 주가동향	최고가 390,500원	최저가 335,000원
최고/최저가 대비 등락	-9.73%	5.22%
주가수익률	절대	상대
	1M	-3.7%
	6M	-10.2%
	1Y	-17.7%

**Company Data**

발행주식수	14,495천주
일평균 거래량(3M)	32천주
외국인 지분율	26.72%
배당수익률(17.E)	0.71%
BPS (17.E)	253,537원
주요 주주	CJ 외 6인 34.33%
	국민연금공단 13.15%

**Price Trend**



**Conviction을 가질 때**

**>>> 가공식품 투자 성과 기대**

올해 하반기부터 가공식품 투자 성과가 기대된다. 동사는 1) 헛반/냉동식품/김치/HMR을 중심으로 매출 및 점유율을 확대해왔고, 2) 하반기부터 수익성 중심으로 사업을 운영할 가능성이 높기 때문이다. 따라서, 가공식품 부문의 영업이익률이 상승하면서, 실적 개선 모멘텀이 강해질 것으로 판단된다.

**>>> 모든 사업부가 좋아지는 시점**

가공식품 뿐만 아니라 전 사업부의 수익성이 개선 국면에 진입할 것으로 판단된다. 1) 원당/대두 투입단가 하락, 2) Selecta(셀렉타) 인수 효과, 3) 베트남 돈가 회복, 4) 인도네시아 사료 판가 인상을 통해, 소재/바이오/생물자원 부문의 수익성이 개선될 것으로 판단된다. 특히, 2018년도 소재식품 부문의 영업이익은 M&A 효과로 인해, 올해 대비 2배 정도의 규모로 커질 것으로 판단된다.

**>>> 투자의견 BUY, 목표주가 48만원**

CJ제일제당에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 48만원을 유지한다. 가공식품 사업과 글로벌 매출 확대를 중심으로 외형이 성장하고 있는 가운데, 3Q17부터 전사 수익성 개선 구간에 진입할 것으로 기대된다. 바야흐로 Conviction을 가질 시점이다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	129,245	145,633	161,659	178,231	194,957
보고영업이익(억원)	7,514	8,436	8,262	10,169	11,684
핵심영업이익(억원)	7,514	8,436	8,262	10,169	11,684
EBITDA(억원)	12,350	13,749	13,910	16,147	17,983
세전이익(억원)	3,648	5,284	5,459	7,457	8,978
순이익(억원)	2,537	3,535	3,725	5,071	6,105
지배주주지분순이익(억원)	1,893	2,759	2,856	3,856	4,566
EPS(원)	13,073	19,044	19,707	26,604	31,503
증감율(%YoY)	105.3	45.7	3.5	35.0	18.4
PER(배)	28.9	18.8	17.9	13.3	11.2
PBR(배)	1.7	1.5	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	9.8	8.7	8.9	7.7	6.9
보고영업이익률(%)	5.8	5.8	5.1	5.7	6.0
핵심영업이익률(%)	5.8	5.8	5.1	5.7	6.0
ROE(%)	4.9	6.2	6.0	7.6	8.5
순부채비율(%)	92.9	93.1	93.8	87.8	80.2

C제일제당 분기별 실적 추이 및 전망(연결기준)

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
<b>매출액</b>	<b>3,534</b>	<b>3,610</b>	<b>3,679</b>	<b>3,741</b>	<b>3,887</b>	<b>3,909</b>	<b>4,138</b>	<b>4,233</b>	<b>4,333</b>	<b>4,338</b>	<b>4,540</b>	<b>4,612</b>
(YoY)	13.3%	14.0%	9.3%	14.3%	10.0%	8.3%	12.5%	13.2%	11.5%	11.0%	9.7%	9.0%
식품	1,160	1,103	1,244	1,105	1,324	1,182	1,393	1,299	1,521	1,363	1,544	1,381
(YoY)	10.6%	11.1%	8.0%	15.5%	14.1%	7.1%	12.0%	17.5%	14.9%	15.4%	10.9%	6.3%
소재	478	473	478	442	541	468	524	550	653	563	587	550
(YoY)	2.5%	6.1%	2.7%	8.9%	13.3%	-1.0%	9.6%	24.5%	20.5%	20.3%	12.1%	0.0%
가공	682	630	766	664	782	713	869	749	868	800	957	831
(YoY)	17.1%	15.1%	11.6%	20.4%	14.7%	13.1%	13.4%	12.9%	10.9%	12.2%	10.2%	10.9%
바이오	428	456	456	462	452	469	465	465	484	482	478	506
(YoY)	6.6%	5.1%	-1.8%	4.9%	5.6%	2.9%	2.0%	0.7%	6.9%	2.6%	2.8%	8.9%
헬스케어	118	126	130	141	123	132	136	148	129	138	143	156
(YoY)	11.1%	11.1%	16.6%	11.7%	4.5%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
생물자원	489	521	479	524	500	545	506	560	535	583	541	598
(YoY)	10.4%	22.1%	6.4%	7.9%	2.3%	4.4%	5.7%	6.8%	6.9%	7.0%	6.9%	6.9%
물류	1,445	1,514	1,490	1,633	1,595	1,708	1,757	1,885	1,772	1,898	1,953	2,095
(YoY)	22.3%	19.5%	17.3%	22.1%	10.4%	12.8%	17.9%	15.4%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%
<b>대통제외 기준</b>	<b>2,195</b>	<b>2,206</b>	<b>2,308</b>	<b>2,232</b>	<b>2,400</b>	<b>2,327</b>	<b>2,500</b>	<b>2,472</b>	<b>2,669</b>	<b>2,566</b>	<b>2,707</b>	<b>2,641</b>
(YoY)	9.8%	12.2%	6.0%	11.1%	9.3%	5.5%	8.3%	10.7%	11.2%	10.3%	8.3%	6.9%
<b>매출총이익</b>	<b>827</b>	<b>803</b>	<b>871</b>	<b>787</b>	<b>858</b>	<b>813</b>	<b>956</b>	<b>899</b>	<b>992</b>	<b>950</b>	<b>1,069</b>	<b>982</b>
(GPM)	23.4%	22.3%	23.7%	21.0%	22.1%	20.8%	23.1%	21.2%	22.9%	21.9%	23.6%	21.3%
<b>대통제외 기준</b>	<b>669</b>	<b>632</b>	<b>701</b>	<b>616</b>	<b>686</b>	<b>627</b>	<b>758</b>	<b>706</b>	<b>800</b>	<b>743</b>	<b>849</b>	<b>767</b>
(GPM)	30.5%	28.7%	30.4%	27.6%	28.6%	27.0%	30.3%	28.6%	30.0%	29.0%	31.4%	29.0%
<b>판매비</b>	<b>594</b>	<b>593</b>	<b>628</b>	<b>630</b>	<b>666</b>	<b>649</b>	<b>698</b>	<b>687</b>	<b>733</b>	<b>712</b>	<b>776</b>	<b>755</b>
(판매비율)	16.8%	16.4%	17.1%	16.8%	17.1%	16.6%	16.9%	16.2%	16.9%	16.4%	17.1%	16.4%
<b>대통제외 기준</b>	<b>486</b>	<b>480</b>	<b>515</b>	<b>513</b>	<b>542</b>	<b>523</b>	<b>563</b>	<b>562</b>	<b>598</b>	<b>576</b>	<b>631</b>	<b>620</b>
(판매비율)	22.2%	21.8%	22.3%	23.0%	22.6%	22.5%	22.5%	22.7%	22.4%	22.5%	23.3%	23.5%
<b>영업이익</b>	<b>233</b>	<b>211</b>	<b>243</b>	<b>157</b>	<b>192</b>	<b>164</b>	<b>257</b>	<b>212</b>	<b>259</b>	<b>238</b>	<b>293</b>	<b>227</b>
(YoY)	3.3%	9.8%	9.4%	40.4%	-17.3%	-21.9%	5.7%	35.2%	34.6%	44.6%	13.9%	7.0%
(OPM)	6.6%	5.8%	6.6%	4.2%	5.0%	4.2%	6.2%	5.0%	6.0%	5.5%	6.5%	4.9%
식품	118	84	114	35	87	54	142	79	135	97	155	68
(OPM)	10.2%	7.6%	9.2%	3.2%	6.6%	4.6%	10.2%	6.1%	8.9%	7.1%	10.0%	5.0%
바이오	31	30	40	41	38	33	35	38	40	40	40	43
(OPM)	7.3%	6.5%	8.7%	8.9%	8.4%	7.0%	7.6%	8.1%	8.3%	8.3%	8.4%	8.5%
헬스케어	18	17	14	19	18	18	15	20	19	19	16	21
(OPM)	15.6%	13.6%	10.7%	13.1%	14.7%	13.6%	11.1%	13.5%	14.4%	13.5%	11.1%	13.6%
생물자원	15	21	18	9	1	-1	2	8	8	11	8	15
(OPM)	3.1%	4.0%	3.8%	1.7%	0.3%	-0.2%	0.4%	1.4%	1.5%	1.8%	1.4%	2.4%
물류	53	60	60	55	51	62	66	69	60	73	77	82
(OPM)	3.7%	3.9%	4.0%	3.4%	3.2%	3.6%	3.8%	3.7%	3.4%	3.8%	4.0%	3.9%
<b>대통제외 기준</b>	<b>183</b>	<b>152</b>	<b>186</b>	<b>103</b>	<b>144</b>	<b>104</b>	<b>194</b>	<b>144</b>	<b>202</b>	<b>167</b>	<b>219</b>	<b>147</b>
(YoY)	0.2%	-0.4%	5.1%	39.2%	-21.2%	-31.6%	4.5%	39.7%	40.0%	60.1%	12.5%	1.9%
(OPM)	8.3%	6.9%	8.1%	4.6%	6.0%	4.5%	7.8%	5.8%	7.6%	6.5%	8.1%	5.6%
세전이익	204	133	165	27	125	70	198	152	197	169	223	157
당기순이익	149	72	117	16	91	43	135	104	134	115	151	107
<b>지배주주순이익</b>	<b>123</b>	<b>42</b>	<b>111</b>	<b>0</b>	<b>82</b>	<b>21</b>	<b>108</b>	<b>74</b>	<b>110</b>	<b>87</b>	<b>119</b>	<b>69</b>
(YoY)	32.9%	-18.4%	260.6%	적전	-33.1%	-50.0%	-2.4%	흑전	34.1%	313.4%	9.7%	-6.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

CJ제일제당 연도별 실적 추이 및 전망(연결기준)

(단위: 십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>12,924</b>	<b>14,563</b>	<b>16,166</b>	<b>17,823</b>	<b>19,496</b>
(YoY)	10.4%	12.7%	11.0%	10.3%	9.4%
식품	4,150	4,613	5,197	5,809	6,272
(YoY)	8.1%	11.1%	12.7%	11.8%	8.0%
소재	1,782	1,870	2,083	2,353	2,442
(YoY)	2.3%	4.9%	11.4%	12.9%	3.8%
가공	2,368	2,742	3,114	3,456	3,829
(YoY)	12.9%	15.8%	13.5%	11.0%	10.8%
바이오	1,740	1,802	1,851	1,950	2,208
(YoY)	17.7%	3.6%	2.8%	5.3%	13.2%
헬스케어	457	514	539	566	595
(YoY)	6.2%	12.6%	4.9%	5.0%	5.0%
생물자원	1,805	2,013	2,111	2,257	2,438
(YoY)	11.6%	11.5%	4.9%	6.9%	8.0%
물류	5,056	6,082	6,945	7,718	8,462
(YoY)	10.9%	20.3%	14.2%	11.1%	9.6%
대통제외 기준	8,152	8,941	9,698	10,583	11,511
(YoY)	10.7%	9.7%	8.5%	9.1%	8.8%
<b>매출총이익</b>	<b>2,886</b>	<b>3,288</b>	<b>3,527</b>	<b>3,993</b>	<b>4,404</b>
(GPM)	22.3%	22.6%	21.8%	22.4%	22.6%
대통제외 기준	2,347	2,619	2,777	3,160	3,448
(GPM)	28.8%	29.3%	28.6%	29.9%	30.0%
<b>판매비</b>	<b>2,135</b>	<b>2,444</b>	<b>2,700</b>	<b>2,976</b>	<b>3,235</b>
(판매비율)	16.5%	16.8%	16.7%	16.7%	16.6%
대통제외 기준	1,760	1,994	2,190	2,425	2,633
(판매비율)	21.6%	22.3%	22.6%	22.9%	22.9%
<b>영업이익</b>	<b>751</b>	<b>844</b>	<b>826</b>	<b>1,017</b>	<b>1,168</b>
(YoY)	29.6%	12.3%	-2.1%	23.1%	14.9%
(OPM)	5.8%	5.8%	5.1%	5.7%	6.0%
식품	349	352	362	456	505
(OPM)	8.4%	7.6%	7.0%	7.9%	8.1%
바이오	139	142	144	163	183
(OPM)	8.0%	7.9%	7.8%	8.4%	8.3%
헬스케어	52	68	71	74	78
(OPM)	11.5%	13.2%	13.2%	13.1%	13.1%
생물자원	47	63	10	41	49
(OPM)	2.6%	3.1%	0.5%	1.8%	2.0%
물류	187	228	248	292	363
(OPM)	3.7%	3.8%	3.6%	3.8%	4.3%
대통제외 기준	587	625	587	734	815
(YoY)	35.9%	6.5%	-6.0%	25.1%	11.0%
(OPM)	7.2%	7.0%	6.1%	6.9%	7.1%
세전이익	365	528	546	746	898
당기순이익	254	354	373	507	610
<b>지배주주순이익</b>	<b>189</b>	<b>276</b>	<b>286</b>	<b>386</b>	<b>457</b>
(YoY)	105.8%	45.8%	3.5%	35.0%	18.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

**포괄손익계산서**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	129,245	145,633	161,659	178,231	194,957
매출원가	100,384	112,752	126,393	138,302	150,920
매출총이익	28,860	32,881	35,266	39,929	44,037
판매비및일반관리비	21,346	24,445	27,003	29,760	32,353
영업이익(보고)	7,514	8,436	8,262	10,169	11,684
영업이익(핵심)	7,514	8,436	8,262	10,169	11,684
영업외손익	-3,866	-3,153	-2,804	-2,712	-2,706
이자수익	146	180	182	184	187
배당금수익	62	66	66	67	68
외환이익	1,202	1,330	1,197	1,197	1,197
이자비용	1,805	1,790	1,829	1,829	1,829
외환손실	2,466	1,917	1,725	1,725	1,725
관계기업지분법손익	213	10	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-58	-139	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	209	324	0	0	0
기타	-1,369	-1,216	-695	-606	-604
법인세차감전이익	3,648	5,284	5,459	7,457	8,978
법인세비용	1,111	1,748	1,734	2,386	2,873
유효법인세율 (%)	30.5%	33.1%	31.8%	32.0%	32.0%
당기순이익	2,537	3,535	3,725	5,071	6,105
지배주주지분손이익(억원)	1,893	2,759	2,856	3,856	4,566
EBITDA	12,350	13,749	13,910	16,147	17,983
현금순이익(Cash Earnings)	7,373	8,848	9,373	11,048	12,403
수정당기순이익	2,431	3,412	3,725	5,071	6,105
증감률(% YoY)					
매출액	10.4	12.7	11.0	10.3	9.4
영업이익(보고)	29.6	12.3	-2.1	23.1	14.9
영업이익(핵심)	29.6	12.3	-2.1	23.1	14.9
EBITDA	20.2	11.3	1.2	16.1	11.4
지배주주지분 당기순이익	105.8	45.8	3.5	35.0	18.4
EPS	105.3	45.7	3.5	35.0	18.4
수정순이익	46.1	40.3	9.2	36.1	20.4

**현금흐름표**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	11,546	8,001	7,163	8,768	10,106
당기순이익	2,537	3,535	3,725	5,071	6,105
감가상각비	3,945	4,366	4,660	4,953	5,241
무형자산상각비	891	947	988	1,025	1,057
외환손익	602	472	528	528	528
자산처분손익	-1,862	166	0	0	0
지분법손익	347	-23	0	0	0
영업활동자산부채 증감	774	-3,586	-2,144	-2,214	-2,230
기타	2,572	2,177	-594	-594	-595
투자활동현금흐름	-6,930	-14,089	-11,169	-9,535	-10,060
투자자산의 처분	813	282	-2,169	-85	-137
유형자산의 처분	293	386	0	0	0
유형자산의 취득	-6,735	-8,454	-9,000	-9,450	-9,923
무형자산의 처분	-641	-606	0	0	0
기타	-660	-5,696	0	0	0
재무활동현금흐름	-3,645	7,259	2,848	437	473
단기차입금의 증가	-11,962	-8,579	0	0	0
장기차입금의 증가	7,568	16,602	2,486	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-422	-541	-354	-354	-354
기타	1,171	-222	716	791	827
현금및현금성자산의순증가	938	1,146	-1,159	-330	520
기초현금및현금성자산	4,360	5,298	6,444	5,285	4,955
기말현금및현금성자산	5,298	6,444	5,285	4,955	5,475
Gross Cash Flow	10,772	11,587	9,307	10,982	12,336
Op Free Cash Flow	3,459	-1,689	142	1,229	2,091

**재무상태표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	40,185	48,807	51,927	56,023	61,043
현금및현금성자산	5,298	6,444	5,285	4,955	5,475
유동금융자산	2,147	3,767	3,799	3,832	3,899
매출채권및유동채권	21,387	25,171	27,941	30,805	33,696
재고자산	10,976	12,802	14,210	15,667	17,137
기타유동비금융자산	377	624	693	763	835
비유동자산	97,328	108,855	114,747	118,685	122,797
장기매출채권및기타비유동채권	2,963	3,052	3,388	3,735	4,085
투자자산	8,814	8,781	10,985	11,103	11,240
유형자산	66,902	72,805	77,146	81,643	86,324
무형자산	17,373	23,338	22,350	21,325	20,269
기타비유동자산	1,275	879	879	879	879
자산총계	137,513	157,662	166,675	174,708	183,839
유동부채	43,357	46,992	51,823	54,252	56,707
매입채무및기타유동채무	16,710	20,314	22,549	24,861	27,194
단기차입금	14,407	18,015	18,015	18,015	18,015
유동성장기차입금	11,483	7,733	10,219	10,219	10,219
기타유동부채	758	931	1,041	1,157	1,280
비유동부채	40,303	50,065	50,875	51,763	52,689
장기매입채무및비유동채무	767	853	947	1,044	1,142
사채및장기차입금	31,572	40,875	40,875	40,875	40,875
기타비유동부채	7,964	8,337	9,053	9,844	10,672
부채총계	83,660	97,058	102,698	106,015	109,395
자본금	724	724	725	725	725
주식발행초과금	9,183	9,199	9,199	9,199	9,199
이익잉여금	23,342	25,665	28,322	31,975	36,334
기타자본	-1,819	-1,495	-1,495	-1,495	-1,495
지배주주지분자본총계	31,431	34,094	36,751	40,404	44,762
비지배주주지분자본총계	22,421	26,511	27,225	28,289	29,681
자본총계	53,852	60,605	63,976	68,693	74,444
순차입금	50,017	56,411	60,024	60,320	59,733
총차입금	57,462	66,622	69,108	69,108	69,108

**투자지표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	13,073	19,044	19,707	26,604	31,503
BPS	216,981	235,302	253,537	278,737	308,803
주당EBITDA	85,310	94,899	95,971	111,392	124,057
CFPS	50,928	61,072	64,666	76,220	85,566
DPS	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	28.9	18.8	17.9	13.3	11.2
PBR	1.7	1.5	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	9.8	8.7	8.9	7.7	6.9
PCFR	7.4	5.9	5.5	4.6	4.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.8	5.8	5.1	5.7	6.0
영업이익률(핵심)	5.8	5.8	5.1	5.7	6.0
EBITDA margin	9.6	9.4	8.6	9.1	9.2
순이익률	2.0	2.4	2.3	2.8	3.1
자기자본이익률(ROE)	4.9	6.2	6.0	7.6	8.5
투자자본이익률(ROIC)	5.4	5.5	5.1	6.0	6.6
안정성(%)					
부채비율	155.4	160.1	160.5	154.3	147.0
순차입금비율	92.9	93.1	93.8	87.8	80.2
이자보상배율(배)	4.2	4.7	4.5	5.6	6.4
활동성(배)					
매출채권회전율	6.0	6.3	6.1	6.1	6.0
재고자산회전율	11.9	12.2	12.0	11.9	11.9
매입채무회전율	8.2	7.9	7.5	7.5	7.5

**CJ프레시웨이(051500)**



**BUY(Maintain)**

주가(9/12) 38,950원

목표주가 64,000원

CJ프레시웨이는 최근 정부 규제 우려로 주가가 고점 대비 급락하였으나, 해당 우려로 인한 실적 악화 가능성은 매우 낮은 편으로 판단된다. 또한, 외식 경기의 완만한 회복 속에 사업구조가 안정적 성장궤도에 오르고 있어, 업종 내 이익 성장률이 돋보일 것으로 판단된다.

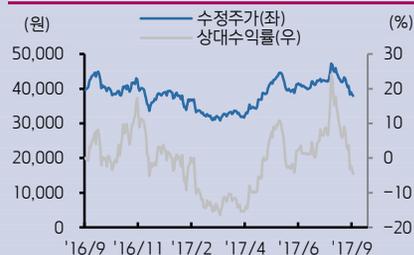
**Stock Data**

KOSDAQ (9/12)	660.05pt	
시가총액	4,624억원	
52주 주가동향	최고가 47,250원	최저가 30,800원
최고/최저가 대비 등락	-19.68%	23.21%
주가수익률	절대	상대
1M	-19.7%	-23.1%
6M	18.0%	10.1%
1Y	-3.8%	-2.6%

**Company Data**

발행주식수	11,872천주
일평균 거래량(3M)	34천주
외국인 지분율	14.69%
배당수익률(17.E)	0.53%
BPS (17.E)	15,355원
주요 주주	CJ주식회사 외 58.7%
	국민연금공단 12.8%

**Price Trend**



**안정적 성장궤도 진입**

**>>> 정부 규제 우려는 과도**

최근 주가 흐름은 1) 단체급식 대기업 규제, 2) 최저임금 인상 우려로 부진하였다. 하지만, 정부가 단체급식 시장 불개입을 선언하였고, 최저임금 인상도 급식단가 인상으로 전가 가능하기 때문에, 내년도 실적 악화 우려는 기우에 그칠 것으로 판단된다.

**>>> 안정적 성장궤도에 오르는 사업구조**

한편, 동사의 식자재유통 사업은 점차 안정적 성장궤도에 오르고 있는 것으로 판단된다. 1) 프레스원 사업 모델이 안정화되며 수익성이 개선되고 있고, 2) 인당 생산성과 물류 효율성이 개선되고 있으며, 3) 송림푸드 인수를 통해 제조역량까지 확보하였기 때문이다.

**>>> 투자의견 BUY, 목표주가 64,000원**

CJ프레시웨이에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 64,000원을 유지한다. 장기적으로 식자재유통 산업의 기업화에 따른 수혜가 전망되는 가운데, 올해와 내년은 수익성 개선 흐름이 가속화 될 것으로 판단된다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	20,724	23,279	25,787	28,876	31,862
보고영업이익(억원)	315	210	398	521	609
핵심영업이익(억원)	315	210	398	521	609
EBITDA(억원)	494	443	658	781	871
세전이익(억원)	120	-50	241	391	487
순이익(억원)	67	-58	187	296	369
지배주주지분순이익(억원)	109	-47	162	269	335
EPS(원)	915	-393	1,366	2,266	2,824
증감율(%YoY)	-6.1	N/A	N/A	65.9	24.6
PER(배)	90.8	-99.1	27.8	16.7	13.4
PBR(배)	4.8	2.4	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA(배)	16.1	17.9	11.1	8.7	7.4
보고영업이익률(%)	1.5	0.9	1.5	1.8	1.9
핵심영업이익률(%)	1.5	0.9	1.5	1.8	1.9
ROE(%)	3.3	-2.6	7.8	11.9	13.1
순부채비율(%)	93.8	87.4	87.2	69.6	50.7

CJ프레시웨이 분기별 실적 추이 및 전망(연결기준)

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
<b>매출액</b>	<b>535.8</b>	<b>597.0</b>	<b>606.5</b>	<b>588.6</b>	<b>594.8</b>	<b>634.6</b>	<b>675.9</b>	<b>673.4</b>	<b>671.5</b>	<b>718.0</b>	<b>745.2</b>	<b>752.9</b>
(YoY)	14.7%	15.3%	12.1%	7.7%	11.0%	6.3%	11.4%	14.4%	12.9%	13.1%	10.3%	11.8%
식자재 유통	451.9	493.4	507.2	484.1	488.0	508.7	542.3	549.8	547.6	576.0	598.2	606.5
(YoY)	13.3%	13.2%	10.6%	5.6%	8.0%	3.1%	6.9%	13.6%	12.2%	13.2%	10.3%	10.3%
외식/급식 유통	215.3	240.4	237.4	235.6	236.6	253.5	261.2	263.9	269.7	289.0	287.3	290.3
(YoY)	9.4%	7.0%	-0.5%	3.8%	9.9%	5.4%	10.0%	12.0%	14.0%	14.0%	10.0%	10.0%
프레시원 유통	131.9	146.7	153.9	155.9	148.4	157.3	170.7	171.5	164.7	179.3	189.5	190.4
(YoY)	17.8%	16.3%	23.4%	19.9%	12.5%	7.2%	10.9%	10.0%	11.0%	14.0%	11.0%	11.0%
1차상품 도매/원료	104.6	106.2	115.8	92.7	102.9	97.9	110.4	114.4	113.2	107.7	121.4	125.8
(YoY)	16.4%	25.3%	21.9%	-8.7%	-1.7%	-7.8%	-4.7%	23.5%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
단체급식	67.8	82.2	83.9	82.6	75.3	90.4	97.8	87.3	85.3	102.5	106.4	104.7
(YoY)	14.9%	17.9%	19.2%	16.2%	11.1%	10.0%	16.5%	5.7%	13.2%	13.4%	8.9%	19.8%
기타	16.2	21.5	15.4	21.8	31.6	35.5	35.8	36.3	38.6	39.5	40.6	41.8
(YoY)	72.1%	73.7%	26.9%	28.3%	95.4%	65.3%	132.4%	66.5%	22.1%	11.3%	13.3%	15.0%
<b>매출총이익</b>	<b>65.7</b>	<b>79.4</b>	<b>78.1</b>	<b>76.3</b>	<b>77.0</b>	<b>90.6</b>	<b>93.0</b>	<b>90.6</b>	<b>88.6</b>	<b>104.5</b>	<b>105.1</b>	<b>102.3</b>
(GPM)	12.3%	13.3%	12.9%	13.0%	12.9%	14.3%	13.8%	13.4%	13.2%	14.6%	14.1%	13.6%
<b>판매비</b>	<b>62.5</b>	<b>70.3</b>	<b>69.8</b>	<b>75.8</b>	<b>72.5</b>	<b>76.6</b>	<b>79.0</b>	<b>83.2</b>	<b>81.2</b>	<b>86.8</b>	<b>87.5</b>	<b>92.8</b>
(판매비율)	11.7%	11.8%	11.5%	12.9%	12.2%	12.1%	11.7%	12.4%	12.1%	12.1%	11.7%	12.3%
<b>영업이익</b>	<b>3.2</b>	<b>9.1</b>	<b>8.3</b>	<b>0.5</b>	<b>4.5</b>	<b>14.0</b>	<b>14.0</b>	<b>7.3</b>	<b>7.3</b>	<b>17.7</b>	<b>17.6</b>	<b>9.5</b>
(OPM)	0.60%	1.52%	1.36%	0.08%	0.75%	2.21%	2.07%	1.09%	1.09%	2.46%	2.36%	1.26%
세전이익	0.4	4.3	2.4	-12.1	0.7	8.7	10.6	4.1	4.1	14.4	14.3	6.4
당기순이익	0.4	2.8	1.3	-10.3	0.6	7.0	8.1	3.1	3.1	10.9	10.8	4.8
<b>지배주주순이익</b>	<b>0.7</b>	<b>3.1</b>	<b>1.3</b>	<b>-9.8</b>	<b>0.0</b>	<b>6.3</b>	<b>7.5</b>	<b>2.5</b>	<b>2.6</b>	<b>10.2</b>	<b>10.1</b>	<b>4.0</b>
(YoY)	-31.9%	-59.2%	-62.7%	적지	적전	101.4%	464.1%	흑전	흑전	62.7%	34.7%	58.8%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

CJ프레시웨이 연도별 실적 추이 및 전망(연결기준)

(단위: 십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>2,072.4</b>	<b>2,327.9</b>	<b>2,578.7</b>	<b>2,887.6</b>	<b>3,186.2</b>
(YoY)	15.4%	12.3%	10.8%	12.0%	10.3%
식자재 유통	1,751.3	1,936.6	2,088.7	2,328.3	2,540.4
(YoY)	14.3%	10.6%	7.9%	11.5%	9.1%
외식/급식 유통	887.2	928.8	1,015.2	1,136.3	1,238.5
(YoY)	13.0%	4.7%	9.3%	11.9%	9.0%
프레시원 유통	493.0	588.4	647.9	723.9	796.3
(YoY)	24.2%	19.4%	10.1%	11.7%	10.0%
1차상품 도매/원료	371.1	419.3	425.6	468.2	505.6
(YoY)	6.2%	13.0%	1.5%	10.0%	8.0%
단체급식	270.1	316.5	350.8	398.9	430.8
(YoY)	23.8%	17.2%	10.9%	13.7%	8.0%
기타	50.9	74.8	139.2	160.4	215.0
(YoY)	12.4%	47.1%	86.0%	15.2%	34.0%
<b>매출총이익</b>	<b>271.0</b>	<b>299.5</b>	<b>351.2</b>	<b>400.4</b>	<b>446.1</b>
(GPM)	13.1%	12.9%	13.6%	13.9%	14.0%
<b>판매비</b>	<b>239.5</b>	<b>278.5</b>	<b>311.4</b>	<b>348.3</b>	<b>385.2</b>
(판매비율)	11.6%	12.0%	12.1%	12.1%	12.1%
<b>영업이익</b>	<b>31.5</b>	<b>21.0</b>	<b>39.8</b>	<b>52.1</b>	<b>60.9</b>
(OPM)	1.52%	0.90%	1.54%	1.80%	1.91%
세전이익	12.0	-5.0	24.1	39.1	48.7
당기순이익	6.7	-5.8	18.7	29.6	36.9
<b>지배주주순이익</b>	<b>10.9</b>	<b>-4.7</b>	<b>16.2</b>	<b>26.9</b>	<b>33.5</b>
(YoY)	2.7%	적전	흑전	65.9%	24.6%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

**포괄손익계산서**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	20,724	23,279	25,787	28,876	31,862
매출원가	18,014	20,284	22,276	24,872	27,402
매출총이익	2,710	2,995	3,512	4,004	4,461
판매비및일반관리비	2,395	2,785	3,114	3,483	3,852
영업이익(보고)	315	210	398	521	609
영업이익(핵심)	315	210	398	521	609
영업외손익	-194	-260	-157	-130	-122
이자수익	7	5	6	7	7
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	9	24	0	0	0
이자비용	52	57	71	65	56
외환손실	36	41	0	0	0
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-3	-7	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	15	3	0	0	0
기타	-134	-188	-93	-72	-73
법인세차감전이익	120	-50	241	391	487
법인세비용	54	9	53	95	118
유효법인세율 (%)	44.8%	-17.4%	22.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	67	-58	187	296	369
지배주주지분순이익(억원)	109	-47	162	269	335
EBITDA	494	443	658	781	871
현금순이익(Cash Earnings)	246	174	447	556	631
수정당기순이익	60	-53	187	296	369
증감률(% YoY)					
매출액	15.4	12.3	10.8	12.0	10.3
영업이익(보고)	15.5	-33.2	89.4	30.8	16.8
영업이익(핵심)	15.5	-33.2	89.4	30.8	16.8
EBITDA	22.0	-10.4	48.5	18.8	11.5
지배주주지분 당기순이익	2.7	N/A	N/A	65.9	24.6
EPS	-6.1	N/A	N/A	65.9	24.6
수정순이익	-40.0	N/A	N/A	58.1	24.5

**현금흐름표**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-201	-132	106	411	491
당기순이익	120	-50	187	296	369
감가상각비	122	133	159	160	161
무형자산상각비	58	100	100	100	101
외환손익	1	24	0	0	0
자산처분손익	8	19	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-541	-484	-118	-145	-140
기타	32	125	-223	0	0
투자활동현금흐름	-374	-502	-337	-265	-264
투자자산의 처분	5	-255	-12	-15	-14
유형자산의 처분	13	15	0	0	0
유형자산의 취득	-189	-141	-325	-250	-250
무형자산의 처분	-205	-123	0	0	0
기타	2	2	0	0	0
재무활동현금흐름	611	648	278	-130	-189
단기차입금의 증가	-13	-502	0	-100	-300
장기차입금의 증가	698	734	-1	-100	25
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-23	-24	-24	-24	-24
기타	-51	441	302	94	110
현금및현금성자산의순증가	36	15	47	16	38
기초현금및현금성자산	73	110	124	171	188
기말현금및현금성자산	110	124	171	188	226
Gross Cash Flow	340	351	224	556	631
Op Free Cash Flow	-582	-268	126	260	333

**재무상태표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,185	4,691	5,230	5,853	6,476
현금및현금성자산	110	124	171	188	226
유동금융자산	42	77	85	95	105
매출채권및유동채권	2,317	2,645	2,930	3,281	3,620
재고자산	1,717	1,845	2,044	2,289	2,525
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,403	3,814	3,904	3,923	3,938
장기매출채권및기타비유동채권	148	183	203	227	250
투자자산	204	161	165	170	175
유형자산	2,254	2,419	2,585	2,675	2,764
무형자산	798	1,050	950	851	749
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	7,588	8,505	9,134	9,775	10,415
유동부채	4,626	4,335	4,708	5,069	5,240
매입채무및기타유동채무	3,205	3,458	3,830	4,289	4,733
단기차입금	1,380	862	862	762	462
유동성장기차입금	0	0	-1	-1	24
기타유동부채	41	15	17	19	21
비유동부채	907	1,750	2,064	2,072	2,195
장기매입채무및비유동채무	10	105	116	130	144
사채및장기차입금	699	1,455	1,455	1,355	1,355
기타비유동부채	198	190	493	587	697
부채총계	5,533	6,085	6,772	7,141	7,435
자본금	119	119	119	119	119
주식발행초과금	906	906	906	906	906
이익잉여금	495	380	524	774	1,091
기타자본	321	274	274	274	274
지배주주지분자본총계	2,063	1,902	1,823	2,074	2,390
비지배주주지분자본총계	-8	518	539	561	589
자본총계	2,055	2,420	2,362	2,634	2,979
순차입금	1,928	2,116	2,059	1,833	1,510
총차입금	2,079	2,316	2,316	2,116	1,841

**투자지표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	915	-393	1,366	2,266	2,824
BPS	17,380	16,021	15,355	17,467	20,134
주당EBITDA	4,162	3,730	5,539	6,578	7,336
CFPS	2,071	1,466	3,763	4,686	5,317
DPS	200	200	200	200	200
주가배수(배)					
PER	90.8	-99.1	27.8	16.7	13.4
PBR	4.8	2.4	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	16.1	17.9	11.1	8.7	7.4
PCFR	40.1	26.6	10.1	8.1	7.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.5	0.9	1.5	1.8	1.9
영업이익률(핵심)	1.5	0.9	1.5	1.8	1.9
EBITDA margin	2.4	1.9	2.5	2.7	2.7
순이익률	0.3	-0.3	0.7	1.0	1.2
자기자본이익률(ROE)	3.3	-2.6	7.8	11.9	13.1
투자자본이익률(ROIC)	5.2	6.3	7.4	9.1	10.3
안정성(%)					
부채비율	269.2	251.4	286.8	271.1	249.6
순차입금비율	93.8	87.4	87.2	69.6	50.7
이자보상배율(배)	6.1	3.7	5.6	8.1	10.8
활동성(배)					
매출채권회전율	9.2	9.4	9.3	9.3	9.2
재고자산회전율	14.5	13.1	13.3	13.3	13.2
매입채무회전율	6.6	7.0	7.1	7.1	7.1



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

## 뉴트리바이오텍(222040)



### BUY(Initiate)

주가(9/12) 18,200원

목표주가 26,000원

뉴트리바이오텍은 결제조건 변경에 따른 매출 성장을 급락으로 주가와 밸류에이션이 동시에 하락했었다. 하지만, 건강기능식품 산업 성장에 따른 장기적 수혜와 신규 MLM 고객과 국내 리테일 채널 중심으로 매출이 지속 확대되면서, 전사 가동률 상승 구간에 진입할 것으로 기대된다.

#### Stock Data

KOSPI (9/12)	660.05pt		
시가총액	3,754억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	36,750원	18,800원	
최고/최저가 대비 등락	-48.84%	0.00%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-9.6%	-13.5%
	6M	-35.6%	-40.0%
	1Y	-36.6%	-35.8%

#### Company Data

발행주식수	20,628천주
일평균 거래량(3M)	124천주
외국인 지분율	18.55%
배당수익률(17.E)	0.00%
BPS (17.E)	4,567원
주요 주주	코스맥스비티아이㈜
	권진혁
	37.3%
	12.1%

#### Price Trend



## 턴어라운드 의 초입

### >>> 전사 매출 성장률 반등 기대

3Q17부터 전사 매출 성장률이 반등하면서, 밸류에이션 레벨이 Bottom-out 할 것으로 판단된다. 1) 결제조건 변경에 따른 매출 악영향이 마무리 되고, 2) 국내는 리테일 채널 중심으로 매출이 확대되고 있으며, 3) 중국 핵심 고객의 매출 반등과 미국 신규 고객 유입이 기대되기 때문이다.

### >>> 가동률 상승 구간 진입

이러한 매출 성장률의 반등과 Capa 증설 속도 둔화로, 올해 하반기부터 가동률 상승 구간에 진입할 것으로 판단된다. 특히, 상해법인과 미국법인은 매출 확대 속도에 따라 수익성 개선 속도가 빨라질 수 있다. 주요 고객사의 외형 성장세와 신규 고객사 확보 가능성을 감안한다면, 충분히 기대해 볼만 하다.

### >>> 투자의견 BUY, 목표주가 26,000원

뉴트리바이오텍에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 26,000원을 제시한다. 중장기적으로 건강기능식품 산업의 성장에 따른 수혜가 예상되는 가운데, 전사 가동률 상승 구간에 진입하면서, 실적 기대감이 상승할 가능성이 있다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	775	1,208	1,400	1,976	2,774
보고영업이익(억원)	108	188	121	244	366
핵심영업이익(억원)	108	188	121	244	366
EBITDA(억원)	137	231	182	322	447
세전이익(억원)	104	209	106	228	352
순이익(억원)	86	171	75	178	275
지배주주지분순이익(억원)	86	172	75	178	275
EPS(원)	513	834	365	861	1,332
증감율(%YoY)	280.8	62.7	-56.3	136.0	54.8
PER(배)	38.7	36.9	51.6	21.8	14.1
PBR(배)	6.4	7.8	4.1	3.5	2.8
EV/EBITDA(배)	29.0	28.6	23.8	13.9	9.9
보고영업이익률(%)	13.9	15.5	8.6	12.4	13.2
핵심영업이익률(%)	13.9	15.5	8.6	12.4	13.2
ROE(%)	22.4	23.3	8.5	17.1	21.7
순부채비율(%)	-19.2	35.3	46.5	51.9	39.2

뉴트리바이오텍 분기별 실적 추이 및 전망(연결기준)

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
기말 Capacity	230.0	230.0	230.0	280.0	330.0	410.0	450.0	500.0	500.0	500.0	500.0	550.0
매출액	27.2	32.7	34.7	26.2	27.5	31.6	43.6	37.3	44.5	49.7	55.7	47.7
(YoY)	70.3%	69.1%	66.1%	22.8%	1.1%	-3.3%	25.8%	42.1%	62.0%	57.1%	27.6%	28.0%
별도기준	26.5	31.9	33.5	24.0	27.5	26.4	35.2	31.4	34.4	38.0	42.5	37.5
(YoY)	67.4%	71.9%	67.2%	19.8%	4.0%	-17.2%	4.9%	31.0%	24.7%	43.7%	20.9%	19.5%
내수	11.3	15.4	16.1	14.5	14.5	16.4	18.2	16.4	16.4	18.5	20.5	18.5
(YoY)					28.5%	6.4%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
수출	15.2	16.5	17.5	9.5	13.1	10.1	17.0	15.0	18.0	19.5	22.0	19.0
(YoY)					-14.1%	-39.0%	-2.6%	58.7%	37.8%	93.6%	29.4%	26.7%
상해법인	1.8	1.4	1.2	2.2	2.3	7.2	14.0	11.0	13.0	14.0	16.0	13.0
미국법인	0.2	0.3	0.3	0.4	2.0	1.8	4.0	2.0	6.0	7.0	8.0	6.0
호주법인	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.7	2.0	3.0	4.0	3.0
기타 및 연결조정	-1.3	-0.9	-0.3	-0.3	-4.4	-3.9	-9.8	-7.8	-10.8	-12.3	-14.8	-11.8
매출총이익	8.3	9.8	11.3	6.9	7.3	7.6	11.9	9.8	12.0	13.8	15.8	12.7
(GPM)	30.4%	29.9%	32.6%	26.2%	26.7%	24.2%	27.4%	26.3%	26.9%	27.7%	28.5%	26.7%
판매비	3.9	4.0	4.8	4.7	5.4	6.1	6.6	6.5	7.2	7.2	7.8	7.7
(판매비율)	14.3%	12.2%	14.0%	18.0%	19.5%	19.4%	15.1%	17.5%	16.1%	14.6%	14.0%	16.1%
영업이익	4.4	5.8	6.5	2.2	2.0	1.5	5.3	3.3	4.8	6.5	8.1	5.1
(YoY)	152.0%	124.1%	70.2%	-18.6%	-54.8%	-74.1%	-17.4%	52.1%	144.0%	335.2%	50.7%	53.8%
(OPM)	16.1%	17.7%	18.6%	8.2%	7.2%	4.7%	12.3%	8.8%	10.8%	13.1%	14.5%	10.6%
별도기준	5.0	6.4	7.0	3.1	4.1	3.9	5.5	4.6	5.3	6.7	7.6	6.2
(YoY)	160.9%	142.7%	81.1%	4.7%	-18.6%	-39.2%	-21.5%	48.8%	30.9%	72.6%	37.9%	33.6%
(OPM)	18.8%	20.1%	20.9%	12.9%	14.7%	14.8%	15.7%	14.7%	15.5%	17.7%	17.9%	16.4%
영업외손익	0.0	-0.1	-0.6	2.8	-1.2	0.4	-0.1	-0.6	-0.4	-0.4	-0.4	-0.5
세전이익	4.3	5.7	5.9	5.0	0.8	1.9	5.2	2.7	4.4	6.1	7.7	4.5
당기순이익	3.3	4.3	4.5	5.0	0.8	0.6	4.1	2.1	3.5	4.8	6.0	3.5
지배주주순이익	3.3	4.3	4.5	5.1	0.7	0.7	4.1	2.1	3.5	4.8	6.0	3.5
(YoY)	163.1%	102.1%	50.4%	132.8%	-79.7%	-83.7%	-9.7%	-59.1%	413.6%	578.9%	46.8%	70.2%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

뉴트리바이오텍 연도별 실적 추이 및 전망(연결기준)

(단위: 십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
기말 Capacity	230.0	280.0	500.0	550.0	550.0
매출액	77.5	120.8	140.0	197.6	277.4
(YoY)	65.2%	55.8%	15.9%	41.1%	40.4%
별도기준	74.4	115.9	120.5	152.4	177.2
(YoY)	63.9%	55.7%	4.0%	26.4%	16.3%
내수		57.2	65.4	73.9	82.0
(YoY)			14.3%	13.0%	11.0%
수출		58.7	55.1	78.5	95.2
(YoY)			-6.0%	42.4%	21.3%
상해법인	3.1	6.6	34.5	56.0	67.2
미국법인	0.1	1.2	9.9	27.0	52.0
호주법인		0.0	1.0	12.0	37.0
기타 및 연결조정		-2.9	-25.9	-49.8	-56.0
매출총이익	20.0	36.2	36.7	54.3	81.8
(GPM)	25.8%	30.0%	26.2%	27.5%	29.5%
판매비	9.3	17.4	24.6	29.9	45.2
(판매비율)	11.9%	14.4%	17.6%	15.1%	16.3%
영업이익	10.8	18.8	12.1	24.4	36.6
(YoY)	211.0%	74.3%	-35.5%	101.9%	49.6%
(OPM)	13.9%	15.5%	8.6%	12.4%	13.2%
별도기준	11.4	21.5	18.1	25.8	32.9
(YoY)	218.4%	88.9%	-16.0%	42.7%	27.5%
(OPM)	15.3%	18.6%	15.0%	16.9%	18.6%
영업외손익	-0.4	2.1	-1.5	-1.7	-1.3
세전이익	10.4	20.9	10.6	22.8	35.2
당기순이익	8.6	17.1	7.5	17.8	27.5
지배주주순이익	8.6	17.2	7.5	17.8	27.5
(YoY)	286.3%	100.9%	-56.3%	136.0%	54.8%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

뉴트리바이오텍 목표주가 산출 내역

'18E EPS(원)	861	
Target PER(배)	30	건강기능식품 산업의 성장과 동사의 EPS 증가율 감안
목표주가(원)	26,000	천원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

**포괄손익계산서**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	775	1,208	1,400	1,976	2,774
매출원가	575	846	1,033	1,432	1,956
매출총이익	200	362	367	543	818
판매비및일반관리비	93	174	246	299	452
영업이익(보고)	108	188	121	244	366
영업이익(핵심)	108	188	121	244	366
영업외손익	-4	21	-15	-17	-13
이자수익	1	4	1	1	2
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	10	44	0	0	0
이자비용	7	10	16	18	15
외환손실	8	37	0	0	0
관계기업지분손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	0	21	0	0	0
법인세차감전이익	104	209	106	228	352
법인세비용	18	38	31	50	77
유효법인세율 (%)	17.3%	18.1%	28.9%	22.0%	22.0%
당기순이익	86	171	75	178	275
지배주주지분순이익(억원)	86	172	75	178	275
EBITDA	137	231	182	322	447
현금순이익(Cash Earnings)	115	214	136	255	356
수정당기순이익	86	171	75	178	275
증감률(% YoY)					
매출액	65.2	55.8	15.9	41.1	40.4
영업이익(보고)	211.0	74.3	-35.5	101.9	49.6
영업이익(핵심)	211.0	74.3	-35.5	101.9	49.6
EBITDA	147.4	68.8	-21.1	77.0	38.8
지배주주지분 당기순이익	286.3	100.9	-56.3	136.0	54.8
EPS	280.8	62.7	-56.3	136.0	54.8
수정순이익	279.1	100.0	-56.0	135.3	54.8

**현금흐름표**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	135	95	192	200	279
당기순이익	86	171	75	178	275
감가상각비	29	43	61	77	81
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	2	-4	0	0	0
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-2	-139	4	-55	-77
기타	20	24	52	0	0
투자활동현금흐름	-415	-322	-350	-350	-250
투자자산의 처분	-179	172	0	0	0
유형자산의 처분	1	77	0	0	0
유형자산의 취득	-237	-563	-350	-350	-250
무형자산의 처분	0	-8	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
재무활동현금흐름	517	262	95	107	-110
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	86	262	88	100	-117
자본의 증가	431	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	7	7	7
현금및현금성자산의순증가	235	32	-63	-43	-81
기초현금및현금성자산	13	248	280	217	173
기말현금및현금성자산	248	280	217	173	92
Gross Cash Flow	137	234	188	255	356
Op Free Cash Flow	-121	-513	-199	-137	39

**재무상태표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	617	812	808	1,008	1,264
현금및현금성자산	248	280	217	173	92
유동금융자산	181	0	0	0	0
매출채권및유동채권	114	367	400	565	793
재고자산	75	165	191	270	379
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	526	1,018	1,309	1,587	1,764
장기매출채권및기타비유동채권	5	12	14	19	27
투자자산	0	2	2	2	2
유형자산	514	978	1,267	1,540	1,709
무형자산	1	8	8	8	8
기타비유동자산	5	18	18	18	18
자산총계	1,144	1,830	2,117	2,595	3,027
유동부채	335	586	739	932	1,233
매입채무및기타유동채무	156	368	426	602	845
단기차입금	144	140	140	140	140
유동성장기차입금	15	41	129	129	162
기타유동부채	20	38	44	62	87
비유동부채	167	419	426	533	390
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	147	391	391	491	341
기타비유동부채	20	28	35	42	49
부채총계	502	1,005	1,164	1,465	1,623
자본금	52	52	103	103	103
주식발행초과금	449	449	449	449	449
이익잉여금	126	298	373	550	825
기타자본	13	17	17	17	17
지배주주지분자본총계	640	815	942	1,120	1,394
비지배주주지분자본총계	2	10	10	10	10
자본총계	642	825	952	1,130	1,404
순차입금	-123	292	443	586	550
총차입금	306	572	660	760	643

**투자지표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	513	834	365	861	1,332
BPS	3,102	3,952	4,567	5,427	6,759
주당EBITDA	817	1,118	882	1,561	2,166
CFPS	686	1,037	661	1,236	1,725
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	38.7	36.9	51.6	21.8	14.1
PBR	6.4	7.8	4.1	3.5	2.8
EV/EBITDA	29.0	28.6	23.8	13.9	9.9
PCFR	28.9	29.6	28.5	15.2	10.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	13.9	15.5	8.6	12.4	13.2
영업이익률(핵심)	13.9	15.5	8.6	12.4	13.2
EBITDA margin	17.6	19.1	13.0	16.3	16.1
순이익률	11.1	14.2	5.4	9.0	9.9
자기자본이익률(ROE)	22.4	23.3	8.5	17.1	21.7
투자자본이익률(ROIC)	20.5	18.5	6.8	12.1	15.3
안정성(%)					
부채비율	78.3	121.8	122.3	129.7	115.5
순차입금비율	-19.2	35.3	46.5	51.9	39.2
이자보상배율(배)	14.9	19.0	7.6	13.4	23.7
활동성(배)					
매출채권회전율	8.3	5.0	3.6	4.1	4.1
재고자산회전율	11.7	10.1	7.9	8.6	8.6
매입채무회전율	6.2	4.6	3.5	3.8	3.8

대상 (001680)



BUY(Maintain)

주가(9/12) 23,000원

목표주가 31,000원

대상은 식품 부문의 경쟁강도 완화와 기저효과로 하반기부터 수익성이 반등할 것으로 판단된다. 업종 내 밸류에이션 매력도가 높기 때문에, 실적 방향성의 변화는 주가에 강한 Catalyst가 될 수 있다. 내년엔 인도네시아 전분당 공장 가동률 개선으로 PT미원의 수익성 턴어라운드 기대되는 점도 긍정적이다.

Stock Data

KOSPI (9/12)	2,365.47pt	
시가총액	7,969억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	30,000원	23,050원
최고/최저가 대비 등락	-23.17%	
주가수익률	절대	상대
	1M	-6.5%
	6M	-4.0%
	1Y	-20.0%
		-8.1%
		-14.6%
		-30.9%

Company Data

발행주식수	36,018천주
일평균 거래량(3M)	107천주
외국인 지분율	9.15%
배당수익률(17.E)	1.74%
BPS (17.E)	25,130원
주요 주주	대상홀딩스 외
	국민연금공단
	44.8%
	12.7%

Price Trend



저평가된 식품회사

>>> 식품 부문 경쟁강도 완화 기대

올해 하반기부터 식품 부문의 경쟁강도가 완화되면서, 영업이익률 반등 기대가 형성되고 있다. 특히, 경쟁사의 마케팅 비용 지출 둔화로 김치/장류 등의 수익성이 개선될 수 있을 것으로 판단된다. 상반기와 달리 하반기는 이익 기저도 낮은 편이기 때문에, 3Q17부터 전사 실적이 전년동기 대비 반등할 것으로 기대된다.

>>> 돋보이는 밸류에이션 매력

음식료 업종 내에서 밸류에이션 매력도도 높은 편이다. 내년 기준 PER이 10배 수준이고, PBR은 1배가 되지 않는 상황이다. 1) 하반기 실적은 기저효과 식품 부문 경쟁강도 완화로 반등이 예상되고, 2) 내년도 실적은 전분당 공장 가동률이 상승하는 인도네시아 법인을 중심으로 수익성이 개선될 전망이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 31,000원

대상에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 31,000원을 유지한다. 동사는 상반기 수익성 부진에서 벗어나, 하반기부터 실적 모멘텀이 개선될 것으로 판단된다. 또한, 업종 내 밸류에이션 매력도도 높은 편이기 때문에, 실적 기대감과 밸류에이션 레벨이 동시에 상승할 수 있다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	26,350	28,550	29,560	30,855	32,127
보고영업이익(억원)	1,099	1,111	1,094	1,201	1,315
핵심영업이익(억원)	1,099	1,111	1,094	1,201	1,315
EBITDA(억원)	1,775	1,875	1,881	1,990	2,106
세전이익(억원)	777	819	916	1,022	1,106
순이익(억원)	472	601	687	775	839
지배주주지분순이익(억원)	583	646	711	799	863
EPS(원)	1,694	1,878	1,973	2,218	2,395
증감율(%YoY)	-37.2	10.9	5.1	12.4	8.0
PER(배)	19.2	14.1	11.7	10.4	9.6
PBR(배)	1.5	1.1	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	7.4	7.3	6.6	6.0	5.4
보고영업이익률(%)	4.2	3.9	3.7	3.9	4.1
핵심영업이익률(%)	4.2	3.9	3.7	3.9	4.1
ROE(%)	5.9	7.1	7.7	8.1	8.2
순부채비율(%)	46.4	58.1	49.6	41.3	33.4

대상 분기별 실적 추이 및 전망(연결기준)

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
<b>매출액</b>	<b>684.3</b>	<b>710.6</b>	<b>750.8</b>	<b>709.3</b>	<b>714.2</b>	<b>724.1</b>	<b>771.6</b>	<b>746.1</b>	<b>747.5</b>	<b>758.3</b>	<b>804.3</b>	<b>775.4</b>
(YoY)	6.9%	9.9%	7.7%	9.0%	4.4%	1.9%	2.8%	5.2%	4.7%	4.7%	4.2%	3.9%
별도기준	446.1	456.8	496.4	453.4	531.0	532.0	603.6	529.7	551.6	552.7	624.4	547.6
(YoY)	9.6%	14.1%	11.4%	14.7%	19.0%	16.5%	21.6%	16.8%	3.9%	3.9%	3.5%	3.4%
식품	292.7	282.4	326.7	283.8	365.4	360.4	427.9	353.7	379.5	376.0	444.5	367.4
(YoY)	0.9%	1.2%	-0.6%	7.9%	24.8%	27.6%	31.0%	24.6%	3.9%	4.3%	3.9%	3.9%
소재	153.4	174.4	169.7	169.6	165.6	171.6	175.7	176.0	172.1	176.7	179.9	180.2
(YoY)	31.3%	43.5%	45.4%	28.2%	7.9%	-1.6%	3.6%	3.8%	3.9%	3.0%	2.4%	2.4%
대상 F&F	63.3	70.2	89.0	58.6								
(YoY)	24.0%	18.1%	23.5%	-7.9%								
대상베스트코	114.0	128.6	121.2	124.1	131.5	145.4	137.0	137.2	139.3	154.1	145.2	145.5
(YoY)	-9.1%	-1.0%	-6.5%	-0.9%	15.3%	13.0%	13.0%	10.6%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
PT 미원 인니	32.7	32.2	30.2	30.4	35.9	36.9	39.9	42.6	45.2	46.6	48.0	49.4
(YoY)	-4.4%	-3.1%	-8.4%	-3.3%	9.9%	14.8%	32.2%	40.1%	26.0%	26.3%	20.3%	16.1%
미원 베트남	22.2	20.8	16.9	19.1	19.9	19.8	15.9	17.5	19.5	19.8	15.9	17.5
(YoY)	-1.8%	3.4%	-26.5%	-9.9%	-10.7%	-4.5%	-5.9%	-8.0%	-2.0%	0.1%	0.0%	0.0%
<b>매출총이익</b>	<b>189.6</b>	<b>192.9</b>	<b>209.1</b>	<b>184.1</b>	<b>190.8</b>	<b>195.2</b>	<b>217.4</b>	<b>196.3</b>	<b>200.5</b>	<b>207.6</b>	<b>229.7</b>	<b>205.2</b>
(GPM)	27.7%	27.1%	27.8%	26.0%	26.7%	27.0%	28.2%	26.3%	26.8%	27.4%	28.6%	26.5%
<b>판매비</b>	<b>157.2</b>	<b>159.8</b>	<b>172.6</b>	<b>175.0</b>	<b>161.9</b>	<b>171.3</b>	<b>174.9</b>	<b>182.3</b>	<b>166.8</b>	<b>180.6</b>	<b>184.6</b>	<b>191.1</b>
(판매비율)	23.0%	22.5%	23.0%	24.7%	22.7%	23.7%	22.7%	24.4%	22.3%	23.8%	23.0%	24.6%
<b>영업이익</b>	<b>32.4</b>	<b>33.0</b>	<b>36.5</b>	<b>9.1</b>	<b>28.9</b>	<b>23.9</b>	<b>42.5</b>	<b>14.1</b>	<b>33.8</b>	<b>27.1</b>	<b>45.1</b>	<b>14.2</b>
(YoY)	-4.2%	36.4%	-16.3%	11.6%	-10.7%	-27.6%	16.3%	53.9%	16.8%	13.2%	6.2%	0.9%
(OPM)	4.7%	4.6%	4.9%	1.3%	4.0%	3.3%	5.5%	1.9%	4.5%	3.6%	5.6%	1.8%
별도기준	31.0	28.5	30.5	10.3	27.1	24.7	43.2	16.7	32.2	25.8	45.3	17.3
(OPM)	6.9%	6.2%	6.1%	2.3%	5.1%	4.6%	7.2%	3.2%	5.8%	4.7%	7.2%	3.2%
식품	14.0	9.8	23.1	-0.5	15.0	8.7	31.1	3.3	18.5	11.9	31.4	3.5
(OPM)	4.8%	3.5%	7.1%	-0.2%	4.1%	2.4%	7.3%	0.9%	4.9%	3.2%	7.1%	0.9%
소재	16.9	18.7	7.4	10.8	12.1	15.9	12.2	13.4	13.7	13.9	13.9	13.9
(OPM)	11.0%	10.7%	4.4%	6.4%	7.3%	9.3%	6.9%	7.6%	8.0%	7.8%	7.7%	7.7%
세전이익	27.6	25.2	35.9	-6.9	30.3	17.8	36.0	7.5	29.3	22.6	40.8	9.6
당기순이익	21.0	19.1	28.5	-8.4	23.5	12.1	27.3	5.7	22.2	17.1	30.9	7.3
<b>지배주주순이익</b>	<b>22.3</b>	<b>20.0</b>	<b>29.7</b>	<b>-7.5</b>	<b>24.3</b>	<b>12.5</b>	<b>27.9</b>	<b>6.3</b>	<b>22.8</b>	<b>17.7</b>	<b>31.5</b>	<b>7.9</b>
(YoY)	11.9%	70.8%	23.7%	적전	8.9%	-37.6%	-6.1%	흑전	-6.0%	41.7%	12.9%	23.7%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

대상 연도별 실적 추이 및 전망(연결기준)

(단위: 십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>2,635.0</b>	<b>2,855.0</b>	<b>2,956.0</b>	<b>3,085.5</b>	<b>3,212.7</b>
(YoY)	1.8%	8.3%	3.5%	4.4%	4.1%
별도기준	1,648.3	1,852.7	2,196.2	2,276.3	2,356.4
(YoY)	2.9%	12.4%	18.5%	3.6%	3.5%
식품	1,160.8	1,185.6	1,507.3	1,567.4	1,628.2
(YoY)	3.6%	2.1%	27.1%	4.0%	3.9%
소재	487.5	667.1	688.9	708.9	728.2
(YoY)	1.4%	36.9%	3.3%	2.9%	2.7%
대상 F&F	246.3	281.2			
(YoY)	8.6%	14.2%			
대상베스트코	510.2	488.0	551.0	584.1	613.3
(YoY)	11.0%	-4.4%	12.9%	6.0%	5.0%
PT 미원 인니	131.8	125.4	155.3	189.3	224.2
(YoY)	-7.6%	-4.8%	23.8%	21.9%	18.5%
미원 베트남	86.9	78.9	73.1	72.7	72.7
(YoY)	3.1%	-9.1%	-7.4%	-0.5%	0.0%
<b>매출총이익</b>	<b>739.7</b>	<b>775.7</b>	<b>799.8</b>	<b>843.1</b>	<b>895.9</b>
(GPM)	28.1%	27.2%	27.1%	27.3%	27.9%
<b>판매비</b>	<b>629.9</b>	<b>664.6</b>	<b>690.4</b>	<b>723.0</b>	<b>764.4</b>
(판매비율)	23.9%	23.3%	23.4%	23.4%	23.8%
<b>영업이익</b>	<b>109.9</b>	<b>111.1</b>	<b>109.4</b>	<b>120.1</b>	<b>131.5</b>
(YoY)	-21.7%	1.1%	-1.5%	9.8%	9.5%
(OPM)	4.2%	3.9%	3.7%	3.9%	4.1%
별도기준	120.3	100.3	111.7	120.6	125.2
(OPM)	7.3%	5.4%	5.1%	5.3%	5.3%
식품	65.4	46.4	58.1	65.3	67.9
(OPM)	5.6%	3.9%	3.9%	4.2%	4.2%
소재	54.9	53.9	53.6	55.3	57.3
(OPM)	11.3%	8.1%	7.8%	7.8%	7.9%
세전이익	77.7	81.9	91.6	102.2	110.6
당기순이익	47.2	60.1	68.7	77.5	83.9
<b>지배주주순이익</b>	<b>58.3</b>	<b>64.6</b>	<b>71.1</b>	<b>79.9</b>	<b>86.3</b>
(YoY)	-37.2%	10.9%	10.0%	12.4%	8.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

**포괄손익계산서**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	26,350	28,550	29,560	30,855	32,127
매출원가	18,953	20,793	21,562	22,423	23,169
매출총이익	7,397	7,757	7,998	8,431	8,959
판매비및일반관리비	6,299	6,646	6,904	7,230	7,644
영업이익(보고)	1,099	1,111	1,094	1,201	1,315
영업이익(핵심)	1,099	1,111	1,094	1,201	1,315
영업외손익	-322	-292	-177	-179	-209
이자수익	99	93	77	75	79
배당금수익	2	2	2	2	2
외환이익	170	225	0	0	0
이자비용	252	292	292	290	322
외환손실	242	265	0	0	0
관계기업지분법손익	43	69	65	65	65
투자및기타자산처분손익	-17	-5	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-73	-35	0	0	0
기타	-52	-83	-30	-31	-32
법인세차감전이익	777	819	916	1,022	1,106
법인세비용	305	218	229	247	268
유효법인세율 (%)	39.3%	26.6%	25.0%	24.2%	24.2%
당기순이익	472	601	687	775	839
지배주주지분순이익(억원)	583	646	711	799	863
EBITDA	1,775	1,875	1,881	1,990	2,106
현금순이익(Cash Earnings)	1,148	1,365	1,474	1,564	1,630
수정당기순이익	526	630	687	775	839
증감률(% YoY)					
매출액	1.8	8.3	3.5	4.4	4.1
영업이익(보고)	-21.7	1.1	-1.5	9.8	9.5
영업이익(핵심)	-21.7	1.1	-1.5	9.8	9.5
EBITDA	-12.7	5.6	0.3	5.8	5.9
지배주주지분 당기순이익	-37.2	10.9	10.0	12.4	8.0
EPS	-37.2	10.9	5.1	12.4	8.0
수정순이익	-44.0	19.8	9.0	12.8	8.2

**현금흐름표**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	924	548	1,298	1,356	1,428
당기순이익	472	601	687	775	839
감가상각비	624	712	735	736	739
무형자산상각비	52	52	53	53	52
외환손익	-35	67	0	0	0
자산처분손익	25	22	0	0	0
지분법손익	-43	-28	-65	-65	-65
영업활동자산부채 증감	-608	-988	-109	-140	-135
기타	436	109	-2	-2	-2
투자활동현금흐름	-1,875	-2,203	-857	-910	-931
투자자산의 처분	8	-1,034	-107	-138	-135
유형자산의 처분	8	34	0	0	0
유형자산의 취득	-1,849	-1,172	-750	-773	-796
무형자산의 처분	-42	-29	0	0	0
기타	0	-2	0	0	0
재무활동현금흐름	1,946	967	-666	-768	839
단기차입금의 증가	20	-1,655	-500	0	-259
장기차입금의 증가	1,974	2,760	-101	-700	1,169
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-108	-144	-144	-144	-144
기타	60	6	79	76	73
현금및현금성자산의순증가	976	-695	-225	-322	1,336
기초현금및현금성자산	1,560	2,537	1,842	1,617	1,295
기말현금및현금성자산	2,537	1,842	1,617	1,295	2,631
Gross Cash Flow	1,532	1,536	1,407	1,497	1,563
Op Free Cash Flow	-1,155	-610	748	786	857

**재무상태표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	10,019	10,865	10,958	11,046	12,784
현금및현금성자산	2,537	1,842	1,617	1,295	2,631
유동금융자산	1,908	2,692	2,787	2,909	3,029
매출채권및유동채권	2,726	3,392	3,512	3,666	3,818
재고자산	2,849	2,939	3,043	3,176	3,307
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	11,027	12,220	12,279	12,367	12,475
장기매출채권및기타비유동채권	268	478	494	516	537
투자자산	1,361	1,419	1,498	1,581	1,663
유형자산	8,016	8,541	8,556	8,593	8,650
무형자산	1,131	1,395	1,342	1,289	1,237
기타비유동자산	251	388	388	388	388
자산총계	21,046	23,085	23,237	23,413	25,259
유동부채	7,985	7,147	6,675	6,839	7,914
매입채무및기타유동채무	3,032	3,192	3,305	3,450	3,592
단기차입금	2,742	3,090	2,590	2,590	2,331
유동성장기차입금	1,950	633	532	532	1,701
기타유동부채	261	233	249	268	290
비유동부채	4,875	7,264	7,347	6,727	6,805
장기매입채무및비유동채무	94	95	99	103	107
사채및장기차입금	3,549	5,854	5,854	5,154	5,154
기타비유동부채	1,232	1,316	1,395	1,471	1,544
부채총계	12,861	14,412	14,022	13,567	14,719
자본금	360	360	360	360	360
주식발행초과금	735	735	735	735	735
이익잉여금	5,087	5,556	6,126	6,783	7,504
기타자본	1,751	1,831	1,831	1,831	1,831
지배주주지분자본총계	7,934	8,482	9,051	9,709	10,429
비지배주주지분자본총계	252	191	164	137	111
자본총계	8,185	8,673	9,215	9,846	10,541
순차입금	3,797	5,043	4,572	4,071	3,526
총차입금	8,242	9,576	8,975	8,275	9,185

**투자지표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,694	1,878	1,973	2,218	2,395
BPS	22,027	23,549	25,130	26,955	28,955
주당EBITDA	5,158	5,449	5,222	5,524	5,848
CFPS	3,337	3,967	4,093	4,341	4,525
DPS	400	400	400	400	400
주가배수(배)					
PER	19.2	14.1	11.7	10.4	9.6
PBR	1.5	1.1	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.4	7.3	6.6	6.0	5.4
PCFR	9.8	6.7	5.6	5.3	5.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.2	3.9	3.7	3.9	4.1
영업이익률(핵심)	4.2	3.9	3.7	3.9	4.1
EBITDA margin	6.7	6.6	6.4	6.4	6.6
순이익률	1.8	2.1	2.3	2.5	2.6
자기자본이익률(ROE)	5.9	7.1	7.7	8.1	8.2
투자자본이익률(ROIC)	6.7	7.2	6.8	7.4	8.1
안정성(%)					
부채비율	157.1	166.2	152.2	137.8	139.6
순차입금비율	46.4	58.1	49.6	41.3	33.4
이자보상배율(배)	4.4	3.8	3.7	4.1	4.1
활동성(배)					
매출채권회전율	10.0	9.3	8.6	8.6	8.6
재고자산회전율	10.0	9.9	9.9	9.9	9.9
매입채무회전율	9.3	9.2	9.1	9.1	9.1

## 오뚜기 (007310)



### BUY(Initiate)

주가(9/12) 755,000원

목표주가 950,000원

오뚜기는 간편식/라면 중심으로 외형을 꾸준히 키워나가고 있으며, 가격 경쟁력에 기반한 효율적 판촉비 집행으로, 이익 레벨도 꾸준히 증가하고 있다. 더불어, 올해 하반기에는 경쟁사의 마케팅 비용 지출이 둔화되면서, 상반기 대비 실적 모멘텀이 개선될 것으로 기대된다.

#### Stock Data

KOSPI (9/12)	2,365.47pt		
시가총액	25,972억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	885,000원	615,000원	
최고/최저가 대비 등락	-14.24%	23.41%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	1.7%	0.0%
	6M	7.1%	-4.8%
	1Y	14.1%	-1.4%

#### Company Data

발행주식수	3,440천주	
일평균 거래량(3M)	6천주	
외국인 지분율	18.05%	
배당수익률(17.E)	0.90%	
BPS (17.E)	331,540원	
주요 주주	합영준 외	55.1%
	FIDELITY NORTH STAR FUND	7.6%

#### Price Trend



## 실력이 발휘되는 구간

### >>> 간편식/라면 중심의 외형 성장

오뚜기는 간편식/라면 중심으로 꾸준히 매출이 성장해왔고, 가격 경쟁력에 기반한 효율적 판촉비 집행으로 이익이 꾸준히 성장하는 기업이다. 특히, 쌀가공품/냉동식품/라면 카테고리 매출 비중이 꾸준히 확대되었고, 카테고리별 점유율도 전체적으로 상승 추세를 보이고 있다.

### >>> 실력이 발휘되는 구간

상반기 정체된 실적 흐름과 달리 하반기부터 견조한 성장세가 재개될 것으로 기대된다. 1) 라면은 과도한 할인 판매가 줄어들고 있고, 2) 가공식품은 경쟁사의 마케팅 비용 지출 둔화로 수익성이 개선될 수 있기 때문이다. 동사는 상반기에 이미 판관비 절대금액이 전년동기 대비 감소하였고, 하반기는 외부환경까지 양호해지기 때문에, 이익이 증가세로 탄할 수 있을 것으로 판단된다.

### >>> 투자의견 BUY, 목표주가 95만원

오뚜기에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 95만원을 제시한다. 동사는 강력한 가격 경쟁력을 기반으로 점유율과 수익성을 안정적으로 끌어올리고 있다. 특히, 가공식품 경쟁 환경이 우호적으로 변화하면서, 하반기에 실적 모멘텀 개선이 기대된다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	18,831	20,107	20,922	21,729	22,528
보고영업이익(억원)	1,334	1,425	1,509	1,758	1,873
핵심영업이익(억원)	1,334	1,425	1,509	1,758	1,873
EBITDA(억원)	1,692	1,848	1,980	2,267	2,424
세전이익(억원)	1,429	1,834	1,741	1,992	2,109
순이익(억원)	1,049	1,380	1,345	1,510	1,599
지배주주지분순이익(억원)	1,045	1,375	1,340	1,510	1,599
EPS(원)	30,365	39,977	38,961	43,888	46,469
증감율(%YoY)	11.4	31.7	-2.5	12.6	5.9
PER(배)	40.3	16.6	19.5	17.3	16.3
PBR(배)	4.5	2.2	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA(배)	24.1	11.3	11.9	10.1	9.1
보고영업이익률(%)	7.1	7.1	7.2	8.1	8.3
핵심영업이익률(%)	7.1	7.1	7.2	8.1	8.3
ROE(%)	11.8	13.9	12.3	12.5	11.9
순부채비율(%)	-17.0	-19.5	-22.2	-25.6	-28.9

### 오뚜기 분기별 실적 추이 및 전망(연결기준)

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
<b>매출액</b>	<b>515.6</b>	<b>488.0</b>	<b>516.4</b>	<b>490.5</b>	<b>531.8</b>	<b>513.4</b>	<b>534.4</b>	<b>512.5</b>	<b>552.4</b>	<b>532.6</b>	<b>555.5</b>	<b>532.3</b>
(YoY)	11.0%	7.1%	2.6%	6.8%	3.1%	5.2%	3.5%	4.5%	3.9%	3.7%	4.0%	3.9%
건조식품류	66.4	67.7	66.0	67.2	72.1	69.0	66.6	67.9	72.8	69.7	67.3	68.5
(YoY)	-2.2%	-0.5%	-4.0%	-5.1%	8.5%	1.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
양념소스류	92.0	105.3	100.8	96.9	96.5	105.0	102.8	98.9	99.0	107.6	105.4	101.3
(YoY)	1.4%	2.0%	-8.2%	19.1%	4.9%	-0.4%	2.0%	2.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
유지류	61.1	59.0	63.2	55.2	63.0	60.0	64.1	56.0	63.0	60.0	64.1	56.0
(YoY)	-2.3%	-4.7%	-2.8%	-26.6%	3.1%	1.8%	1.5%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
면재품류	177.5	151.8	155.4	157.4	158.4	154.4	150.7	158.9	160.0	156.0	152.2	160.5
(YoY)	33.0%	22.9%	10.8%	0.3%	-10.7%	1.8%	-3.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
농수산 가공품류	48.4	53.5	53.6	55.7	65.0	61.7	63.2	65.7	74.7	71.0	72.7	75.6
(YoY)	-2.4%	0.6%	-1.3%	-13.7%	34.2%	15.4%	18.0%	18.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
기타	70.2	50.8	77.6	58.2	76.9	63.3	86.9	65.1	83.0	68.4	93.9	70.4
(YoY)	16.5%	10.9%	18.4%	455.9%	9.4%	24.7%	12.0%	12.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
<b>매출총이익</b>	<b>120.8</b>	<b>122.2</b>	<b>125.8</b>	<b>118.0</b>	<b>114.2</b>	<b>122.5</b>	<b>132.5</b>	<b>123.6</b>	<b>130.1</b>	<b>129.5</b>	<b>138.4</b>	<b>128.2</b>
(GPM)	23.4%	25.0%	24.4%	24.1%	21.5%	23.9%	24.8%	24.1%	23.6%	24.3%	24.9%	24.1%
<b>판매비</b>	<b>85.3</b>	<b>81.8</b>	<b>80.5</b>	<b>96.8</b>	<b>84.2</b>	<b>81.0</b>	<b>83.4</b>	<b>93.4</b>	<b>86.3</b>	<b>83.0</b>	<b>85.5</b>	<b>95.7</b>
(판매비율)	16.5%	16.8%	15.6%	19.7%	15.8%	15.8%	15.6%	18.2%	15.6%	15.6%	15.4%	18.0%
<b>영업이익</b>	<b>35.6</b>	<b>40.5</b>	<b>45.3</b>	<b>21.2</b>	<b>30.0</b>	<b>41.5</b>	<b>49.2</b>	<b>30.2</b>	<b>43.9</b>	<b>46.5</b>	<b>52.9</b>	<b>32.4</b>
(YoY)	-8.5%	9.0%	15.1%	17.3%	-15.7%	2.6%	8.5%	42.8%	46.3%	12.1%	7.6%	7.3%
(OPM)	6.9%	8.3%	8.8%	4.3%	5.6%	8.1%	9.2%	5.9%	7.9%	8.7%	9.5%	6.1%
세전이익	50.7	44.9	48.2	39.6	41.2	45.8	53.0	34.0	50.2	52.2	58.7	38.1
당기순이익	49.1	25.8	35.8	27.2	32.8	35.7	40.2	25.7	38.1	39.6	44.5	28.9
<b>지배주주순이익</b>	<b>49.0</b>	<b>25.7</b>	<b>35.6</b>	<b>27.2</b>	<b>32.4</b>	<b>35.7</b>	<b>40.2</b>	<b>25.7</b>	<b>38.1</b>	<b>39.6</b>	<b>44.5</b>	<b>28.9</b>
(YoY)	49.0%	-14.6%	8.8%	210.2%	-33.8%	38.8%	12.8%	-5.4%	17.4%	10.9%	10.7%	12.1%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

### 오뚜기 연도별 실적 추이 및 전망(연결기준)

(단위: 십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>1,883.1</b>	<b>2,010.7</b>	<b>2,092.2</b>	<b>2,172.9</b>	<b>2,252.8</b>
(YoY)	5.7%	6.8%	4.1%	3.9%	3.7%
건조식품류	275.6	267.3	275.6	278.4	281.1
(YoY)	2.8%	-3.0%	3.1%	1.0%	1.0%
양념소스류	385.1	395.1	403.2	413.2	423.6
(YoY)	2.5%	2.6%	2.0%	2.5%	2.5%
유지류	264.7	238.4	243.2	243.2	243.2
(YoY)	-1.5%	-9.9%	2.0%	0.0%	0.0%
면재품류	554.2	642.0	622.5	628.7	635.0
(YoY)	11.8%	15.8%	-3.0%	1.0%	1.0%
농수산 가공품류	221.5	211.1	255.6	293.9	329.2
(YoY)	0.4%	-4.7%	21.1%	15.0%	12.0%
기타	182.0	256.8	292.2	315.6	340.8
(YoY)	19.0%	41.1%	13.8%	8.0%	8.0%
<b>매출총이익</b>	<b>457.9</b>	<b>486.9</b>	<b>492.9</b>	<b>526.2</b>	<b>550.0</b>
(GPM)	24.3%	24.2%	23.6%	24.2%	24.4%
<b>판매비</b>	<b>324.5</b>	<b>344.4</b>	<b>342.0</b>	<b>350.4</b>	<b>362.7</b>
(판매비율)	17.2%	17.1%	16.3%	16.1%	16.1%
<b>영업이익</b>	<b>133.4</b>	<b>142.5</b>	<b>150.9</b>	<b>175.8</b>	<b>187.3</b>
(YoY)	15.1%	6.8%	5.9%	16.5%	6.6%
(OPM)	7.1%	7.1%	7.2%	8.1%	8.3%
세전이익	142.9	183.4	174.1	199.2	210.9
당기순이익	104.9	138.0	134.5	151.0	159.9
<b>지배주주순이익</b>	<b>104.5</b>	<b>137.5</b>	<b>134.0</b>	<b>151.0</b>	<b>159.9</b>
(YoY)	11.4%	31.7%	-2.5%	12.6%	5.9%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

### 오뚜기 목표주가 산출 내역

'18E EPS(원)	43,888	
Target PER(배)	21.7	Global Peer 평균(Nestle, Kraft Heinz, Kikkoman, 농심)
목표주가(원)	<b>950,000</b>	만원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

**포괄손익계산서**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	18,831	20,107	20,922	21,729	22,528
매출원가	14,252	15,238	15,993	16,468	17,028
매출총이익	4,579	4,869	4,929	5,262	5,500
판매비및일반관리비	3,245	3,444	3,420	3,504	3,627
영업이익(보고)	1,334	1,425	1,509	1,758	1,873
영업이익(핵심)	1,334	1,425	1,509	1,758	1,873
영업외손익	94	409	231	234	236
이자수익	53	45	41	43	44
배당금수익	0	0	7	7	7
외환이익	31	38	36	34	32
이자비용	39	33	28	21	21
외환손실	31	32	30	29	27
관계기업지분법손익	85	170	206	200	200
투자및기타자산처분손익	28	161	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	-33	60	0	0	0
법인세차감전이익	1,429	1,834	1,741	1,992	2,109
법인세비용	379	454	396	482	510
유효법인세율 (%)	26.5%	24.8%	22.8%	24.2%	24.2%
당기순이익	1,049	1,380	1,345	1,510	1,599
지배주주지분순이익(억원)	1,045	1,375	1,340	1,510	1,599
EBITDA	1,692	1,848	1,980	2,267	2,424
현금순이익(Cash Earnings)	1,407	1,803	1,815	2,019	2,149
수정당기순이익	1,029	1,259	1,345	1,510	1,599
증감률(% YoY)					
매출액	5.7	6.8	4.1	3.9	3.7
영업이익(보고)	15.1	6.8	5.9	16.5	6.6
영업이익(핵심)	15.1	6.8	5.9	16.5	6.6
EBITDA	15.4	9.3	7.1	14.5	6.9
지배주주지분 당기순이익	11.4	31.7	-2.5	12.6	5.9
EPS	11.4	31.7	-2.5	12.6	5.9
수정순이익	9.3	22.4	6.8	12.3	5.9

**현금흐름표**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,115	1,489	1,604	1,811	1,943
당기순이익	1,049	1,380	1,345	1,510	1,599
감가상각비	348	413	459	498	539
무형자산상각비	10	11	12	12	12
외환손익	7	13	-6	-5	-5
자산처분손익	32	175	0	0	0
지분법손익	0	0	-206	-200	-200
영업활동자산부채 증감	-399	-237	-5	-2	0
기타	68	-266	5	-1	-2
투자활동현금흐름	-814	-1,334	-956	-981	-1,007
투자자산의 처분	-135	-730	-87	-86	-85
유형자산의 처분	51	214	0	0	0
유형자산의 취득	-812	-843	-869	-895	-922
무형자산의 처분	-2	-52	0	0	0
기타	86	77	0	0	0
재무활동현금흐름	-372	-402	-116	-558	-195
단기차입금의 증가	-778	-93	0	0	0
장기차입금의 증가	564	-17	82	-363	0
자본의 증가	0	-3	0	0	0
배당금지급	-135	-177	-229	-229	-229
기타	-22	-112	31	34	34
현금및현금성자산의순증가	-68	-248	532	272	741
기초현금및현금성자산	1,767	1,699	1,452	1,984	2,256
기말현금및현금성자산	1,699	1,452	1,984	2,256	2,997
Gross Cash Flow	1,513	1,725	1,609	1,813	1,942
Op Free Cash Flow	125	363	763	945	1,049

**재무상태표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,784	6,410	7,143	7,614	8,552
현금및현금성자산	1,699	1,452	1,984	2,256	2,997
유동금융자산	1,346	1,924	2,002	2,080	2,156
매출채권및유동채권	1,326	1,483	1,543	1,603	1,662
재고자산	1,404	1,546	1,608	1,671	1,732
기타유동비금융자산	9	5	5	5	5
비유동자산	9,059	9,517	10,131	10,732	11,319
장기매출채권및기타비유동채권	10	9	10	10	10
투자자산	2,725	2,749	2,965	3,180	3,396
유형자산	6,150	6,533	6,943	7,340	7,723
무형자산	169	220	208	196	184
기타비유동자산	6	6	6	6	6
자산총계	14,843	15,927	17,274	18,346	19,872
유동부채	3,373	3,761	3,956	3,971	4,088
매입채무및기타유동채무	2,608	2,933	3,052	3,170	3,286
단기차입금	477	479	479	479	479
유동성장기차입금	4	18	100	0	0
기타유동부채	283	331	325	322	322
비유동부채	1,979	1,814	1,851	1,627	1,666
장기매입채무및비유동채무	119	127	132	138	143
사채및장기차입금	951	862	862	599	599
기타비유동부채	909	825	856	891	925
부채총계	5,352	5,575	5,807	5,598	5,754
자본금	172	172	172	172	172
주식발행초과금	78	78	78	78	78
이익잉여금	8,583	9,725	10,837	12,119	13,490
기타자본	601	318	318	318	318
지배주주지분자본총계	9,434	10,292	11,405	12,687	14,058
비지배주주지분자본총계	57	60	63	61	60
자본총계	9,491	10,352	11,468	12,748	14,118
순차입금	-1,612	-2,017	-2,545	-3,257	-4,075
총차입금	1,433	1,359	1,441	1,078	1,078

**투자지표**

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	30,365	39,977	38,961	43,888	46,469
BPS	274,241	299,198	331,540	368,808	408,653
주당EBITDA	49,178	53,727	57,554	65,907	70,461
CFPS	40,900	52,416	52,768	58,700	62,475
DPS	5,200	6,800	6,800	6,800	6,800
주가배수(배)					
PER	40.3	16.6	19.5	17.3	16.3
PBR	4.5	2.2	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	24.1	11.3	11.9	10.1	9.1
PCFR	30.0	12.6	14.4	12.9	12.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.1	7.1	7.2	8.1	8.3
영업이익률(핵심)	7.1	7.1	7.2	8.1	8.3
EBITDA margin	9.0	9.2	9.5	10.4	10.8
순이익률	5.6	6.9	6.4	6.9	7.1
자기자본이익률(ROE)	11.8	13.9	12.3	12.5	11.9
투자자본이익률(ROIC)	17.2	17.4	17.9	19.2	19.4
안정성(%)					
부채비율	56.4	53.9	50.6	43.9	40.8
순차입금비율	-17.0	-19.5	-22.2	-25.6	-28.9
이자보상배율(배)	34.0	43.7	53.7	83.6	89.1
활동성(배)					
매출채권회전율	14.7	14.3	13.8	13.8	13.8
재고자산회전율	14.3	13.6	13.3	13.3	13.2
매입채무회전율	7.3	7.3	7.0	7.0	7.0

투자의견변동내역(2개년)

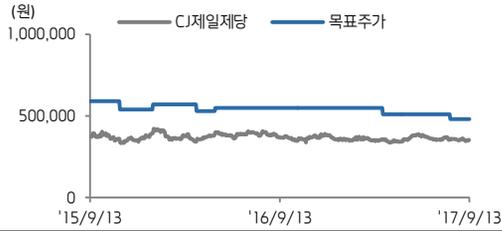
종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
C제일제당 (097950)	2015-09-08	BUY(Reinitiate)	590,000원	6개월	-36.56	-31.53
	2015-11-09	BUY(Maintain)	540,000원	6개월	-36.73	-35.56
	2015-11-24	BUY(Maintain)	540,000원	6개월	-33.48	-27.50
	2016-01-12	BUY(Maintain)	570,000원	6개월	-30.44	-30.44
	2016-01-13	BUY(Maintain)	570,000원	6개월	-29.19	-25.88
	2016-02-11	BUY(Maintain)	570,000원	6개월	-33.67	-25.88
	2016-04-05	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-31.48	-29.43
	2016-04-28	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-30.38	-26.98
	2016-05-11	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-30.20	-27.36
	2016-06-28	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-29.53	-26.09
	2016-08-08	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-29.74	-26.09
	2016-09-19	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-30.06	-26.09
	2016-10-04	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-31.07	-26.09
	2016-11-03	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-31.07	-26.09
	2016-11-16	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-31.07	-26.09
	2016-11-18	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-31.07	-26.09
	2016-11-23	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-31.07	-26.09
	2017-01-02	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-31.07	-26.09
	2017-01-17	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-31.07	-26.09
	2017-02-10	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-31.07	-26.09
	2017-02-21	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-31.07	-26.09
	2017-03-30	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-32.08	-29.71
	2017-05-12	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-31.59	-28.14
	2017-05-23	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-29.86	-24.12
	2017-06-13	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-29.30	-24.12
	2017-06-29	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-29.37	-24.12
	2017-07-12	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-29.39	-24.12
2017-08-07	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-26.06	-24.48	
2017-09-13	BUY(Maintain)	480,000원	6개월			

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

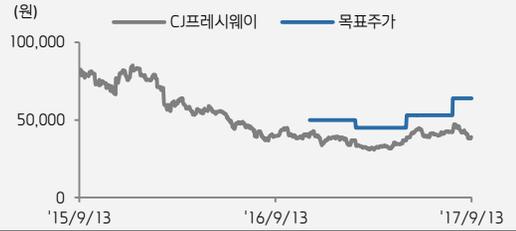
종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
뉴트리 바이오텍 (222040) 대상 (001680)	2017-09-13	BUY(Initiate)	26,000원	6개월		
	2015-09-08	Outperform(Reinitiate)	34,000원	6개월	-7.67	4.12
	2015-11-16	Outperform(Maintain)	38,000원	6개월	-12.65	-8.55
	2016-01-12	BUY(Upgrade)	42,000원	6개월	-30.97	-24.76
	2016-07-07	BUY(Maintain)	38,000원	6개월	-20.23	-11.71
	2016-08-17	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-24.14	-17.63
	2016-10-04	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-26.73	-17.63
	2016-11-15	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-26.75	-17.63
	2016-11-18	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-28.69	-17.63
	2017-01-17	BUY(Maintain)	36,000원	6개월	-28.92	-26.94
	2017-02-03	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-18.93	-8.06
	2017-07-12	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-18.86	-8.06
	2017-08-14	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-18.86	-8.06
	2017-09-13	BUY(Maintain)	31,000원	6개월		
	오뚜기 (007310) C 프레시웨이 (051500)	2017-09-13	BUY(Initiate)	950,000원	6개월	
2016-11-16		BUY(Initiate)	50,000원	6개월	-22.86	-14.10
2017-01-17		BUY(Maintain)	50,000원	6개월	-24.15	-14.10
2017-02-09		BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-28.06	-22.89
2017-03-21		BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-26.14	-18.00
2017-05-15		BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-26.64	-24.43
2017-05-23		BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-22.28	-15.66
2017-07-03		BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-22.42	-15.66
2017-07-12		BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-22.09	-15.66
2017-08-09		BUY(Maintain)	64,000원	6개월	-31.83	-26.17
2017-09-07		BUY(Maintain)	64,000원	6개월	-33.20	-26.17
2017-09-13		BUY(Maintain)	64,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)

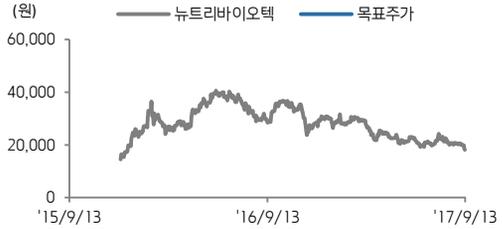
CJ제일제당



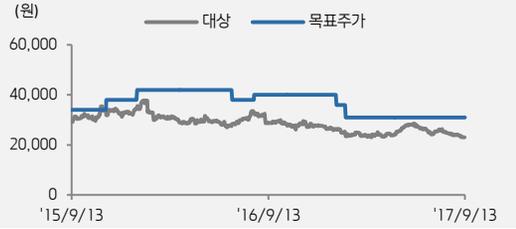
CJ프레시웨이



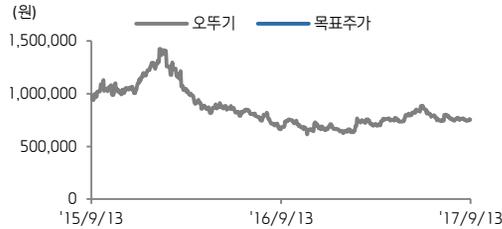
뉴트리바이오텍



대상



오뚜기



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/7/1~2017/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%