

음식료

Overweight
(Maintain)

2017. 11. 20

전자담배의 확산과 라이신의 반격

2018년도 음식료 업종은, 사드 우려에서 벗어나 가격인상 기대감이 지속되는 가운데, 전자담배의 확산과 라이신을 비롯한 아미노산의 시황 개선이 기대 된다. 소비자들은 생각보다 빠르게 전자담배 신제품을 받아들이고 있으며, 글로벌 경기 회복과 정부 정책 변화로 아미노산 수요 회복과 시황 개선이 점차 가시화 되고 있기 때문이다.



음식료

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

RA 김승우 02) 3787-4705
seungwoo@kiwoom.com

키움증권

Contents



I. Summary 3

II. 2018년 음식료 산업 이익결정변수 점검 4

- > 산업 이익결정변수:
가격인상 가능성의 상승과
사드 우려 완화 4
- > 소업종별 주요 이슈 점검 7

III. 전자담배의 확산과 라이신의 반격 12

- > 전자담배:
릴(iii)은 KT&G의 새로운 기회 12
- > 아미노산:
포트폴리오 다각화와
시황 개선 가능성 19

IV. 기업분석 27

- > CJ제일제당 (097950) 28
- > KT&G(033780) 38
- > CJ프레시웨이(051500) 44
- > 동원산업(006040) 50

Compliance Notice

- 당사는 11월 17일 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

전자담배의 확산과 라이신의 반격

>>> 사드 우려에서 가격인상 기대감으로

음식료 업종은 사드 이슈에 따른 실적 우려가 마무리 되고, 가격인상에 따른 수익성 개선 기대감이 점차 확산될 것으로 판단된다. 1) 17년 상반기 실적 부진, 2) 18년도 최저임금 인상 등으로 인해, 수익성 부진 요인이 생기면서, 판가에 전가할 가능성이 높아졌기 때문이다. 이에 따라, 단체급식, 가공식품 업체들의 수익성 개선이 기대된다.

>>> 전자담배의 확산과 라이신의 반격

2018년도의 가장 중요한 변화는 전자담배 시장의 고성장과 라이신을 비롯한 아미노산의 시황 개선 가능성이다. **전자담배**는 iQOS의 성공적 국내 출시 이후, KT&G가 신제품(iii)으로 대응하면서, 전체 담배 시장 규모가 커질 것으로 판단된다. **아미노산**은 글로벌 경기 회복에 따른 수요 회복으로 인해, 메이저 업체들이 다양한 고부가가치 아미노산 제품을 출시하고 있고, 라이신 수급이 예년보다 타이트해지고 있어, 시황 개선 가능성이 점차 높아지고 있다. 특히, 중국 정부의 정책 변화로 인해, 아미노산 공급이 제한되고, 옥수수 가격이 상승할 가능성이 있기 때문에, 라이신 가격이 점차 강세 전환할 것으로 판단된다.

>>> 업종 최선호주는 CJ제일제당

음식료 업종 최선호주로 CJ제일제당을 제시하고, 차선호주로 KT&G, CJ프레시웨이, 동원산업을 제시한다. **CJ제일제당**은 가공식품의 수익성 개선과 바이오 부문의 제품 믹스 및 시황 개선이 기대된다. **KT&G**는 전자담배 확산에 따라 밸류에이션 레벨이 상승할 수 있으며, **CJ프레시웨이**는 외식 경기 회복과 급식단가 인상이 기대된다. **동원산업**은 참치 시황이 개선되는 가운데, 선망선의 부가가치가 확대되고 있어, 구조적인 수익성 개선이 가능할 전망이다.

I. Summary

2018년도 음식료 업종 이익결정변수는 사드 우려 완화에 따른 기저효과가 상존하는 가운데, 가격인상 기대감이 점차 상승할 가능성이 높다. 최근 한중 관계가 정상화되면서, 중국 내 한국산 제품의 판매 회복이 기대되고 있다. 주요 관련 업체들은 올해 상반기에 매출 역성장이 매우 심하였으나, 최근에는 역성장 폭을 줄이며, 실적이 조금씩 개선되는 흐름이다. 다만, 주가가 상당 부분을 반영하였기 때문에, 민감도가 높은 종목들에 대해서는 조심스러운 접근이 필요하다.

한편, 가격인상 기대감은 새로운 모멘텀이 될 수 있다. 가공식품 소비자 물가지수 상승률은 2011년을 정점으로 하락하였고, 지난 3년 동안 1%대에 머물러 있는 상황이다. 가공식품 업체들의 수익성이 올해 상반기에 대체로 부진했었고, 최근에 오랜 기간 동안 가격을 올리지 못했던 품목들에서 판가 인상이 진행되고 있으며, 최저임금 인상으로 내년에 Cost push 요인이 있기 때문에, 예상보다 적극적인 가격 인상이 이뤄질 가능성이 높다.

소업종별로는 가격 인상이 기대되는 식품 업체 외에도, 식자재유통, 수산업, 소재식품에 관심을 가져야 한다. 식자재유통은 외식 경기의 기저효과가 존재하는 가운데, 급식단가 인상이 가파르게 진행되고 있어서(최저임금 인상 대응), 수익성이 상승 구간에 진입할 가능성이 높다. 수산업은 글로벌 참치 시황이 개선되고 있고, 한국 어선들의 생산성이 상대적으로 좋은 편이기 때문에, 구조적인 실적 개선이 가능할 전망이다. 소재식품은 원당투입단가 하락으로 인해, 설탕 업체들의 마진 스프레드가 개선될 전망이다.

2018년도에 일어날 중요한 변화는 전자담배의 확산과 아미노산 시황 개선으로 판단된다. 전자담배 iQOS는 일본에서 큰 인기를 얻으며, 한국 시장에 상륙하였고, KT&G가 신제품으로 대응하면서 국내 전자담배 시장은 고성장 할 것으로 기대된다. 30대 흡연자를 중심으로 전자담배가 확산되고 있는 가운데, 금연자들의 귀환으로 신규 수요가 창출될 기회가 있고, 소비자들의 기본적인 지불 용의가 높아 구조적인 ASP 상승도 기대할 수 있다.

글로벌 아미노산 시장은 상위 업체들이 포트폴리오 다각화를 지속하는 가운데, 라이신 공급이 점차 개선되는 흐름을 보이고 있다. 글로벌 경기 회복, 신규 수요 창출, 고수익성 제품 비중 확대로 이익의 안정적인 성장이 기대되는 가운데, 라이신 시황 개선이라는 Call option도 보유한 상황이다. 최근, 중국 라이신 Spot 가격은 공급이 타이트해지면서, 계절적 성수기에 판가 인상이 성공하고 있고, 중국 정부의 환경 감찰 강화, 옥수수 경작 면적 축소, 바이오 에탄올 생산량 증대 계획으로 인해, 라이신 가격이 상승할 수 있는 환경들이 조성되고 있다.

II. 2018년 음식료 산업 이익결정변수 점검

>>> 산업 이익결정변수: 가격인상 가능성의 상승과 사드 우려 완화

2018년도 음식료 산업은 이익결정변수 측면에서, 가격인상과 사드 우려 완화에 따른 실적 개선이 기대된다.

가공식품 소비자 물가지수 상승률은 2011년을 정점으로 하락하는 추세였으나, 2015~17년에 저점을 형성하며, 추가적인 하락 가능성은 제한적인 것으로 판단된다. 특히, **오랜 기간 동안 가격을 올리지 못했던 품목들에서 가격 인상이 진행되고 있고, 최저임금 인상으로 Cost push 요인이 생겼기 때문에, 내년부터 업체들이 적극적인 가격 인상에 나설 가능성이 높다.** 농심은 2016년말에 라면 가격을 5년만에 인상하였고, 가격 인상에 비교적 소극적인 오뚜기도 주력 제품의 DC율을 완화하고 있으며, 최근에는 참치캔과 즉석밥의 가격을 인상하였다. 식품 업계 1위인 **CJ제일제당**도 적극적인 판촉 보다는 판촉 효율화에 방점을 찍고 있어, 내년은 가격 인상 분위기기 한층 무르익을 것으로 기대된다. 따라서, **가공식품 업체를 중심으로 실적 추정치가 상향될 가능성**이 있다.

중국 사드 우려 완화도 긍정적이다. 국내 식품 업체들은 중국 시장에서 새로운 기회를 모색해왔고, 오리온/농심/매일유업 등의 업체들은 중국 이익 비중이 상대적으로 높은 편이기 때문이다. 따라서, 사드 우려 완화는 이익결정변수와 밸류에이션에 모두 긍정적인 영향을 줄 수 있는 변수로 판단된다. 다만, 현지 시장에서 업체들의 대대 회복에는 다소 시간이 걸릴 것으로 예상되고, 주가가 상당 부분을 기대감으로 반영하였기 때문에, 민감도가 높은 종목들에 대해서는 조심스러운 접근이 필요할 것으로 판단된다.

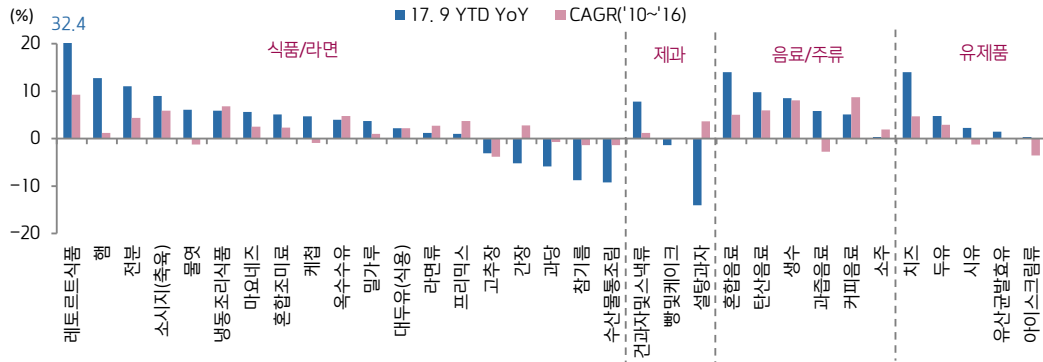
수요 측면에서는 외식경기 기저효과가 여전히 유효하나, 출산률 하락이 부담스럽다. 다만, 신생아 수 감소폭은 2016년 4분기부터 확대되었기 때문에, 연말로 갈수록 완화될 가능성이 높은 상황이다. 따라서, 유가공 업체의 밸류에이션 디스카운트는 다소 회복될 수 있을 것이다.

2018년도 음식료 산업 이익결정변수 Summary

변수	변수의 방향성	주요 소업종별 점검
Q	중립적	<ul style="list-style-type: none"> 출산률 하락, 인구 고령화로 인해, 구조적 수요 성장의 어려움 지속 다만, 외식경기는 기저효과에 따른 반등 가능. 식자재유통 업체 수혜 전망 HMR/건강기능식품/식자재유통/전자담배의 구조적 성장 전망
P	긍정적	<ul style="list-style-type: none"> 가공식품 소비자 물가 상승률은 점진적인 Bottom-out 전망 최저임금 인상에 따른 Cost push 요인을 가격 인상으로 전가할 것으로 판단 참치어가는 구조적으로 수급이 타이트해지면서, 강세 지속될 전망
C	중립적	<ul style="list-style-type: none"> 기상이변 가능성 축소되면서, 곡물가격 안정화 추세. 특히, 원당 투입단가 하락폭이 큼 최저임금 인상은 비용 상승 요인이거나, 업체들이 가격 인상으로 대응해 나갈 것으로 판단
해외	긍정적	<ul style="list-style-type: none"> 중국 소비 경기 호조 속에, 사드 우려 완화로 중국 지역 매출 회복 기대감 상존 특히, '17년 상반기 실적의 기저가 낮기 때문에, '18년 상반기에 실적 모멘텀 강할 듯
경쟁강도	중립적	<ul style="list-style-type: none"> 가공식품/라면: CJ제일제당 마케팅 비용 축소, 오뚜기의 DC 축소로 경쟁강도 완화 추세 맥주: 수입맥주 증가, 국내 업체의 신제품 출시로 경쟁강도 상승 전망

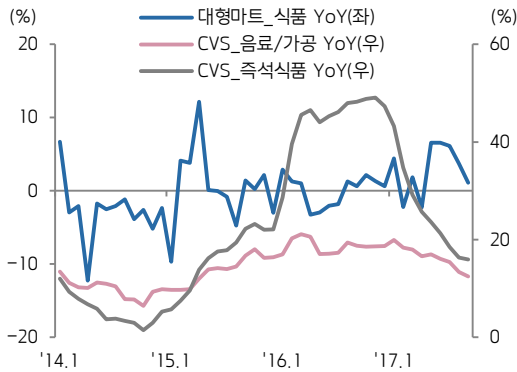
자료: 키움증권 리서치

주요 식품료품 출하량 증감률



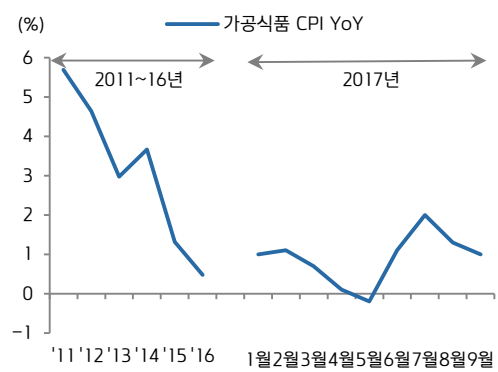
자료: 통계청, 키움증권 리서치

할인점/CVS 매출 YoY 추이



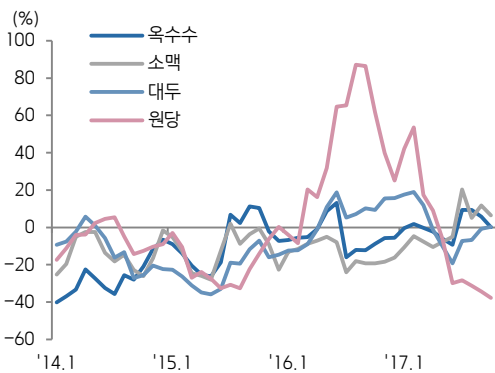
자료: 산업통상자원부

가공식품 CPI YoY 추이



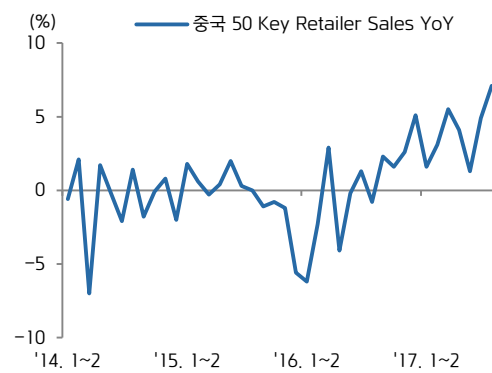
자료: 통계청

월평균 곡물시세 YoY 추이



자료: Bloomberg

중국 50 Key Retailer Sales YoY



자료: Wind, Sun Art Retail

음식료 주요 품목 가격인상 History

시기	기업	인상품목	인상폭
2015	1 월	롯데칠성 음료 7 개 제품군	5~6%
	3 월	빙그레 나무 스틱 바(bar) 타입 아이스크림 14 종	평균 6~16%
		롯데푸드 나무 스틱 바(bar) 타입 아이스크림 10 종	평균 6~16%
	11 월	하이트진로 참이슬 후레쉬, 참이슬 클래식	5.50%
		무학 좋은데이, 화이트	5.99%
		금복주 참소주	5.62%
		대선주조 시원(C1), 시원블루(C1 블루)	5.70%
		보해 잎새주	5.61%
2016	1 월	롯데칠성 처음처럼	5.54%
		풀무원 36 개 두부 제품 5 개 달걀 제품	평균 5.3% 평균 3.9%
	3 월	롯데제과 빼다코코넛, 롯데샌드 등 비스킷 5 종 월드콘, 설레임	평균 8.4% 100 원
	4 월	삼양식품 장구, 사또밥 등	평균 30%
	6 월	크라온제과 빅파이, 콘초 등	최대 20%
	7 월	해태제과 자일리톨 껌 등 8 개 제품	평균 11.35%
	11 월	코카콜라음료 콜라/환타 2 개 브랜드, 15 개 품목(용량별, 유형별) 업소용 코카콜라(1.25 리터, +3.6%), 스프라이트(1.5 리터, 4%)	평균 5% 3~4%
		오비맥주 카스', '프리미어 OB', '카프리' 등 주요 국산 맥주 제품	평균 6%
	12 월	하이트진로 하이트와 맥스 등 모든 맥주 제품	평균 6.33%
		풀무원 콩나물 제품 두부, 달걀, 자장면, 핫도그 등 10 여개 품목	10~15% 7%
		파리바게뜨 193 개 품목	6.60%
		농심 18 개 라면 브랜드 새우깡 등 스낵류 15 종	평균 5.5% 평균 7.9%
2017	1 월	동원 F&B 참치캔, '동원참치 라이트스탠다드'를 포함한 살코기 및 가미캔 제품 18 종	평균 5.1%
		서울우유 서울우유 버터, 가염/무가염 제품	7~8%
		롯데푸드 업소용 마요네즈	약 10%
		업소용 식용유	9%
		오뚜기 업소용 식용유	9%
		풀무원 프리미엄 달걀 21 종	평균 30%
	2 월	CJ 제일제당 업소용 식용유	7~8%
		동원 F&B 소와나무 모닝버터(450g)	15%
		CJ 제일제당 다시다	5%~9%
	4 월	삼양식품 라면 12 개	평균 5.4%
		빙그레 투게더	7.7%
		해태제과 부라보콘	8.3%
		롯데제과 월드콘, 설레임	8.3%
	5 월	대상 미원, 감칠맛미원, 발효미원 등	평균 7%
		롯데칠성 사이다와 캔 커피 등 대표 제품 14 종	평균 7.5%
		삼양식품 라면 등 12 개 브랜드	평균 5.4%
	6 월	빙그레 엔초, 더위사양, 참봉어싸만고, 빵또아	평균 17.7%
		남양유업 프렌치카페	6.7%
	7 월	롯데푸드 거북알, 빼빼코	25%
		샘표 간장 제품	평균 8~10%
	8 월	해태제과 아포가토	50%
		롯데제과 명가 팔빙수	25%
	11 월	매일유업 카페라떼	14%
		오뚜기 참치캔 5 종 오뚜기밥, 큰밥, 작은밥 등 3 종 제품	평균 5.2% 평균 9%
		SPC 삼립 단팥·야채 피자 호빵	10%

자료: 언론보도, 키움증권 리서치

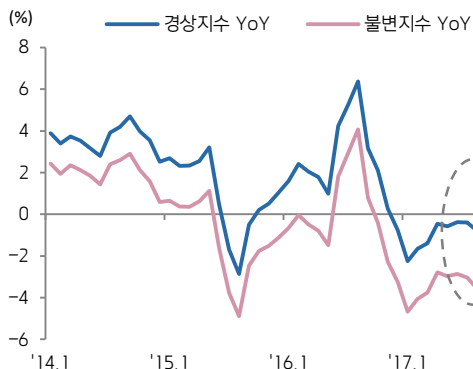
>>> 소업종별 주요 이슈 점검

식자재유통: 외식경기 회복과 가격 전가력 회복

2018년도 **외식경기 회복**과 **최저임금 인상**에 따른 **급식단가 인상 가능성**을 고려하여, 식자재유통 산업에 주목해야 한다. 현재 국내 주요 식자재유통 업체들은 체인 레스토랑, 일반 식당, 단체급식, 제조업체 등의 거래처에 식자재를 납품하고 있다. 특히, 대부분의 업체들은 체인 레스토랑을 중심으로 외형을 확대해 나가고 있기 때문에, 외식경기에 대한 노출도가 큰 편이다. 국내 외식 경기는 4Q16~1Q17에 있었던 대통령 탄핵집회 영향으로 소비심리가 침체하면서, 2017년에 대체로 부진한 모습을 보였었다. 다행스럽게도 최근 소비심리가 회복되고 있고, 음식점 소매판매 지수가 회복 기미를 보이고 있기 때문에, **최소 2018년도 상반기까지 식자재유통 업체들의 매출 성장률이 개선되는 모습을 보일 것으로** 판단된다. 이에 따라, 기존 거래처들의 매출이 반등하면서, 수익성도 개선될 것으로 기대된다.

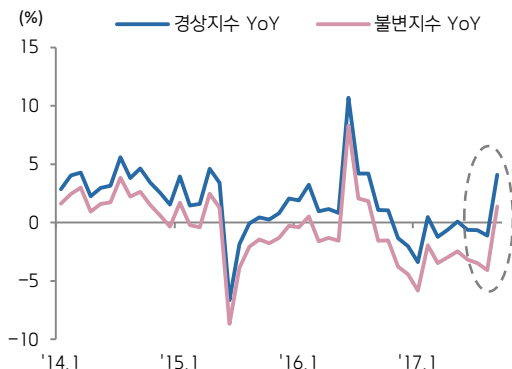
시장에서는 2018년도에 최저임금이 약 16% 인상되는 것을 우려하고 있으나, 업체들이 가격 인상을 통해 충분히 방어할 수 있을 것으로 판단된다. 특히, **단체급식은 대체재로 볼 수 있는 일반 음식점 대비 객단가가 매우 낮기 때문에, Cost push에 따른 판가 인상이 불가피 할 것이다.** 실제로 CJ프레시웨이 등 주요 급식 업체들은 2Q17부터 급식 단가를 올려서 수주를 하고 있으며, 최저임금 인상을 방어하기 위해 예년보다 높은 단가 인상률을 책정하고 있다. 특히, 최저임금 인상은 규모가 작을수록 마진 압력이 커지기 때문에, 규모가 큰 대형 업체들에게 유리한 시장 환경이 조성될 것으로 판단된다.

음식점/주점업 소매판매 YoY(3MA)



자료: 통계청

음식점/주점업 소매판매 YoY(월별)



자료: 통계청

외식업 업종별 객단가 분포 (단위: 명, %)

	사례수	5천원 미만	5천원~1만원 미만	1만원~2만원 미만	2만원~3만원 미만	3만원 이상	무응답	[평균: 원]
전체	(4,989)	7.3	33.2	39.4	10.8	9.1	0.2	13,783
일반 음식점업	(2,098)	2.6	39.9	38.1	9.6	9.7	0.1	13,733
기관·내식당업	(72)	61.2	34.8	1.3	0	1.4	1.3	4,920
출장 및 이동 음식점	(45)	10.5	13.4	17.9	42.9	13.2	2.1	20,839
기타 음식점업	(1,385)	16	25.7	43.5	11	3.6	0.2	11,786
제과점업	(249)	26.4	37.9	32.9	0.5	0	2.3	7,109
피자/햄버거/샌드위치/기타	(226)	14	31.8	36.6	15.3	2.3	0	11,993
치킨전문점	(369)	0.8	14.6	65.5	14.3	4.5	0.3	14,717
주점업	(912)	0.5	9.4	50	20.9	18.4	0.9	20,671
비알콜 음료점업	(477)	62.7	29.9	5.3	0.6	1.5	0	5,103

자료: 한국농촌경제연구원(2016 외식업 경영실태 결과 보고서)

수산업: 참치어가 강세와 생산성 우위에 주목

2018년에도 참치어가는 강세를 보일 것으로 기대된다. 1) 유가 상승으로 Cost push 요인이 있고, 2) 공급 감소로 비수기에도 수급이 타이트한 상황이며, 3) 내년에도 어선 공급 증가가 제한적일 것으로 추산되기 때문이다.

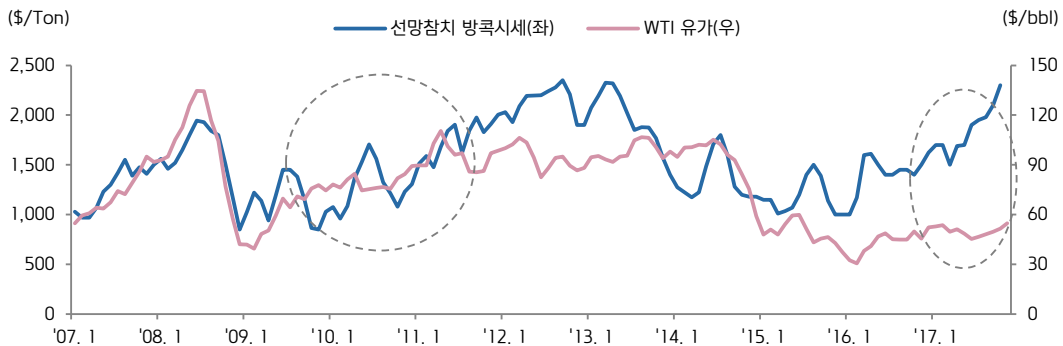
통상 참치어가는 유가와 동행하는 모습을 보여왔었다. 2009~11년 상승 Cycle도 유가가 오르면서 시작됐었고, 2016~17년 상승 Cycle도 유사한 패턴을 보이고 있다. 유류비는 선망 어선 운영 원가의 약 25%를 차지하기 때문에, 유가 상승은 모든 선사들에게 비용 상승 요인이 될 수밖에 없다. 따라서, 유가가 오르면 어가는 강세를 보일 수밖에 없다.

4분기에 참치어가가 오르고 있는 부분도 긍정적이다. 통상 4분기에 참치어가가 강세를 보이면, 다음 해에도 강세를 보이는 경향이 있다. FAD 조업이 3분기에 금지되기 때문에, 참치어가는 보통 2분기부터 상승하고, 3분기에 고점을 형성하며, 9월 중순부터 하락하는 경향을 보인다. 하지만, 공급 감소로 수급이 타이트하고, 참치캔 제조업체들의 재고가 충분하지 못하면, 비수기인 4분기에도 어가가 오르게 된다. 따라서, 현재 강한 어가 흐름은 내년 어가 상승을 암시하는 Early Signal로 판단된다.

더불어, 내년에도 어선 공급 증가가 제한적일 것으로 판단된다. 통상 선망어선은 발주 이후 조업 성과가 나오는데 까지 2~3년 정도 걸리는 데, 자금력이 강한 업체들부터 발주가 나올 가능성이 높다. 동원산업은 글로벌 어획량 기준 점유율 6%로 가장 큰 선단을 보유하고 있는데, 최근 들어서 어선 발주를 재개하고 있다. 해당 어선이 조업에 투입되는 시점은 2019년 하반기 정도이기 때문에, 해당 기간 동안에는 어선 공급의 증가가 제한적일 가능성이 높다.

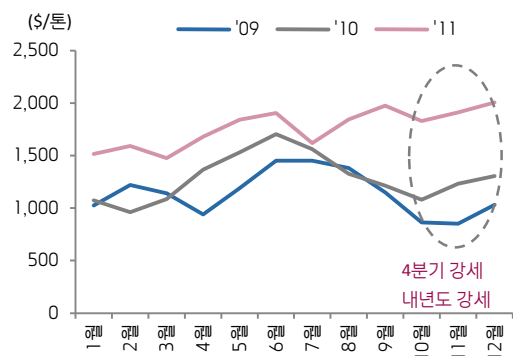
한편, **한국 어선들의 생산성은 글로벌 평균 대비 우위에 있다.** 한국 어선들이 1) 조업 기술, 2) 어선 Quality 측면에서, 글로벌 어선 대비 우위에 있기 때문이다. 따라서, **생산성 격차로 인해, 동원산업 같은 국내 업체들의 높은 수익성이 지속될 가능성이 높다.**

참치어가 vs WTI유가



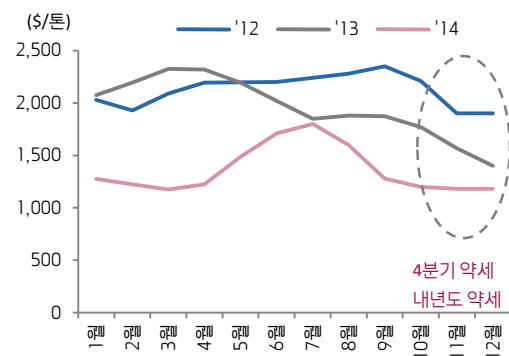
자료: Thai Union, Bloomberg, 키움증권 리서치

월별 참치어가 추이(2009~11년)



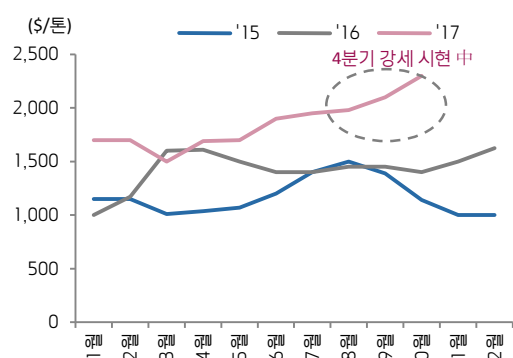
자료: Thai Union, 키움증권 리서치(Skipjack 기준)

월별 참치어가 추이(2012~14년)



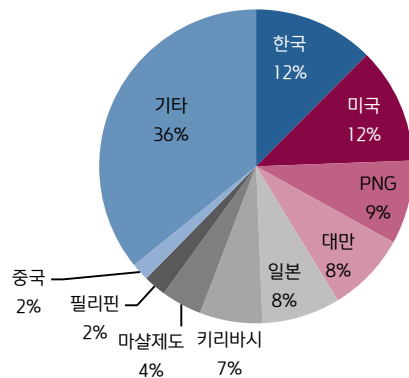
자료: Thai Union, 키움증권 리서치(Skipjack 기준)

월별 참치어가 추이(2015~17년)



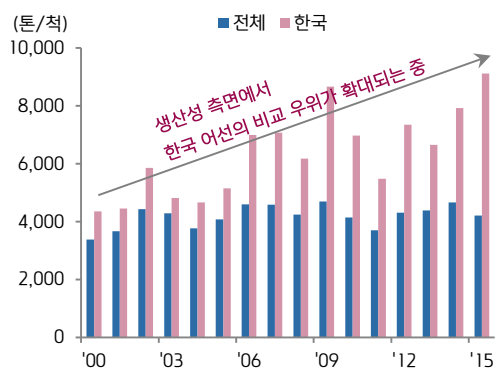
자료: Thai Union, 키움증권 리서치(Skipjack 기준)

중서부태평양 국가별 Skipjack 어획 비중



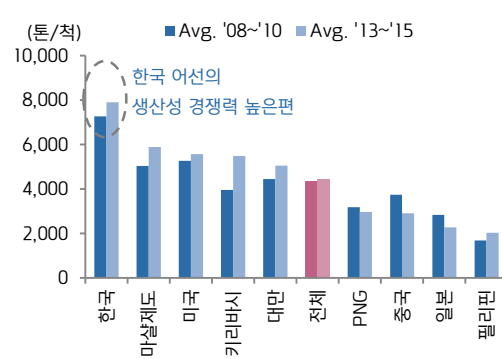
자료: WCPFC(2015년 기준)

중서부태평양 적당 어획량 추이 비교



자료: WCPFC(Skipjack 어획량 기준)

중서부태평양 선적별 적당 어획량 비교



자료: WCPFC(Skipjack 어획량 기준)

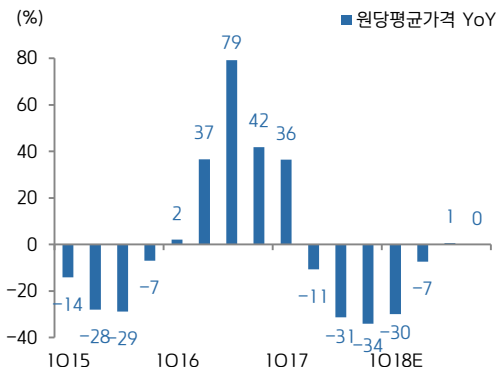
소재식품: 원당 투입단가 하락

소재식품은 정제당 사업을 중심으로 내년에 수익성이 개선될 것으로 판단된다. 내년도 원당 투입단가는 분기별로 전년동기 대비 최대 -30% 정도 감소할 것으로 예상되기 때문이다.

매입/투입 시차를 감안한다면, 원당 투입단가 하락에 따른 정제당의 마진 스프레드 개선 효과는 4Q17~2Q18에 극대화 될 전망이다. 따라서, CJ제일제당, 삼양사와 같은 국내 설탕 업체들의 수익성이 개선될 가능성이 높다.

향후, 우리의 가정이 변할 수 있는 리스크 요인은 라니냐의 발생 가능성이다. 통상, 엘니뇨와 라니냐 같은 기상 이변이 오면, 강우량과 온도 등이 예기치 않게 변하면서, 작물에 피해를 입혀왔다. 최근 주간 ONI 지수가 빠르게 하락하면서, 라니냐 발생 가능성이 상승하고 있으나, 정제당의 판가가 과거 폭 등했던 원가 레벨에 맞추어 많이 올라 있는 상황이다. 따라서, **라니냐에 따라 원당 가격이 상승하더라도, 16년도 수준 이상이 아니라면, 수익성의 훼손 없이 판가에 전가가 가능할 것으로 판단된다.**

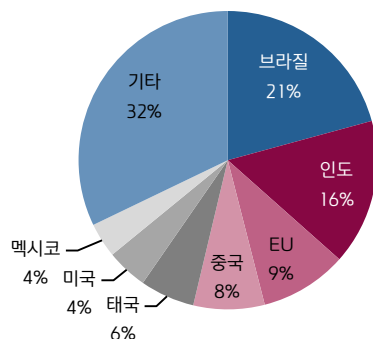
분기별 원당평균가격 YoY 증가율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치(달러 기준, 매입시점 기준)

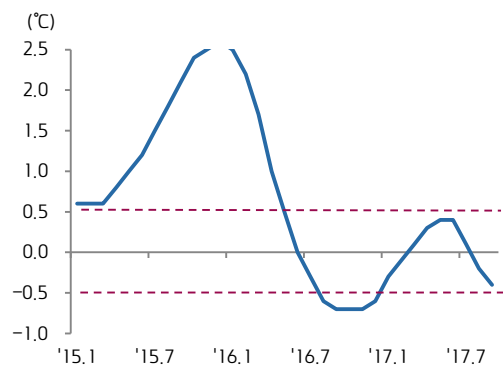
주: 1) 매입과 투입은 통상 3~6개월 시차 있음
2) 4Q17 이후 추정치는 현 시세가 유지된다고 가정

국가별 원당 생산 비중



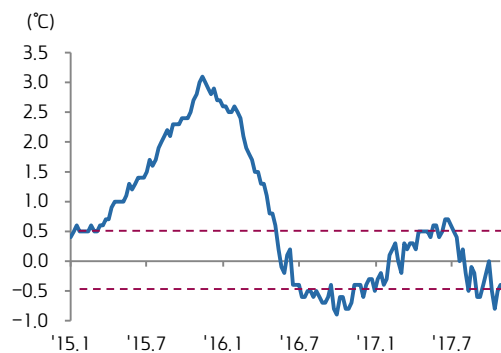
자료: USDA

주간 ONI 지수 추이



자료: Bloomberg

주간 ONI 지수 추이



자료: Bloomberg

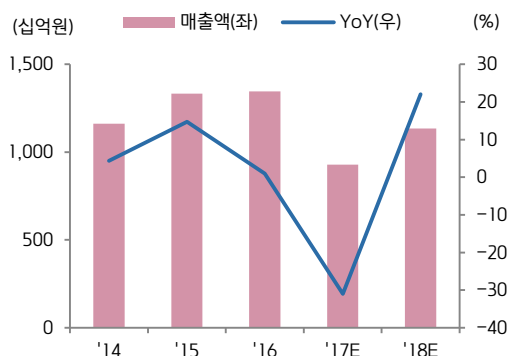
중국 소비자: 사드 피해에 따른 기저효과

중국 소비 관련 업체들의 실적도 회복될 것으로 기대된다. 사드 이슈에 따른 반한 감정으로 중국 내 한국 제품의 소비가 둔화되었으나, 최근 한중 관계의 경색 국면이 사실상 종료되면서, 한국 제품에 대한 소비자들의 태도가 바뀔 가능성이 있기 때문이다.

오리온은 중국 리테일 매대의 약 85% 정도를 회복한 것으로 추산된다. TT 채널의 회복 속도는 아직 더딘 편이나, MT 채널의 회복은 대부분 이루어졌다. 동시에 인건비, 마케팅 비용 등의 고정비를 축소 하면서, 지난 3분기에 중국 지역 영업이익률을 16%까지 회복시켰다. 따라서, 중국 법인 영업이익은 2016년의 80% 수준까지 회복 가능할 것으로 판단된다. 동사는 내년에 20개 정도의 신제품 출시를 통해, TT 채널 등의 매대를 회복할 계획을 가지고 있으나, 제과 시장의 성장률이 거의 없다는 점은 여전히 부담스러운 요인이다.

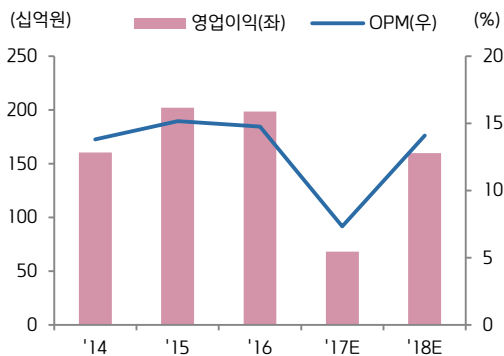
농심은 판매량 회복 보다는 판가 인상을 통한 수익성 개선을 단행하였다. 그 결과 매출 규모가 작음에도 불구하고, 지난 3분기에 이익을 실현하면서, 조기에 흑자전환 하는 모습을 보여주었다. 하지만, 선두 업체인 Tingyi 등이 최근 매출을 회복하고 있어서, 추가적인 채널 확대 여부는 확인이 필요하다. **조제분유**는 한국 제품의 수출이 부진한 사이에, 유럽과 로컬 브랜드의 점유율이 상승한 것으로 판단된다. 하지만, 중국 정부의 산아정책 변화로 출산율이 상승하고 있어서, 여전히 기회 요인이 존재하고 있는 것으로 판단된다.

오리온 중국 매출액 추이 및 전망



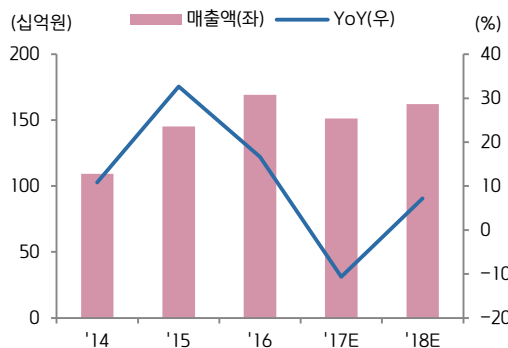
자료: 오리온, 키움증권 리서치

오리온 중국 영업이익 추이 및 전망



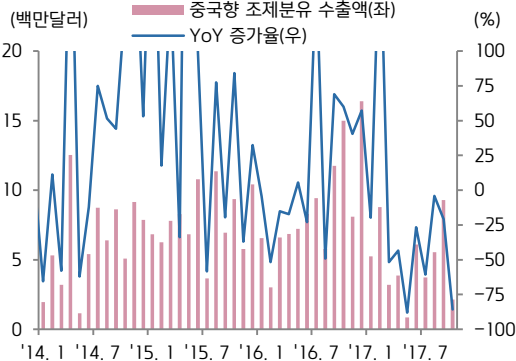
자료: 오리온, 키움증권 리서치

농심 중국 매출액 추이 및 전망



자료: 농심, 키움증권 리서치

중국향 조제분유 수출액 추이



자료: 관세청(출항일 기준)

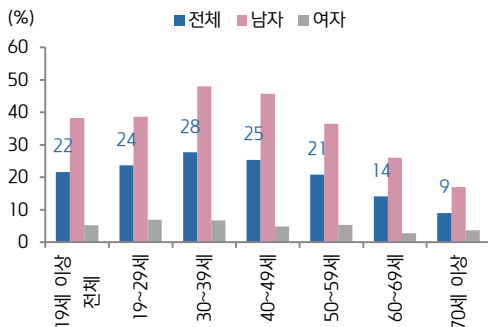
Ⅲ. 전자담배의 확산과 라이신의 반격

>>> 전자담배: 릴(ili)은 KT&G의 새로운 기회

국내 가열식 전자담배 MS 20% 이상 가능

iQOS 열풍으로 시작된 전자담배의 인기는 일본을 거쳐 한국에 상륙하였다. 주로 30대 남성층에서 인기가 높은 iQOS의 국내 시장 점유율은 향후 20% 이상 가능할 것으로 판단된다. **문화권이 비슷한 일본의 경우, 3Q17 전국 점유율은 12%를 달성했고, 도쿄와 센다이 지역의 점유율은 거의 20%에 육박하고 있다. 또한, 한국의 연령별 흡연인구 비중을 보더라도, 20% 이상의 점유율 달성은 가능성이 높은 편이다.** 구매력은 약하지만 트렌드에 예민한 20대, 구매력이 있고 트렌드에 예민한 30대와 40대 초반이 주요 구매층으로 판단되기 때문이다. 특히, 30대 흡연인구만 전체에서 25%의 비중을 차지하고 있기 때문에, 30대의 절반이 전자담배를 흡연한다면, 한국 시장 점유율 10% 이상은 무난한 수치로 판단된다.

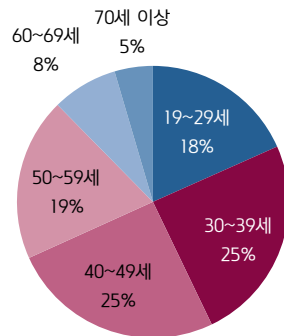
연령대별/성별 현재흡연율



자료: 통계청(2015년 기준)

주: 1) 현재흡연율: 평생 담배 5갑(100개비) 이상 피웠고 현재 담배를 피우는 분을, 만 19세 이상

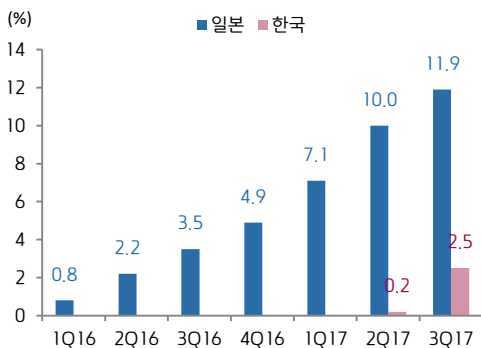
연령별 흡연인구 비중



자료: Bloomberg

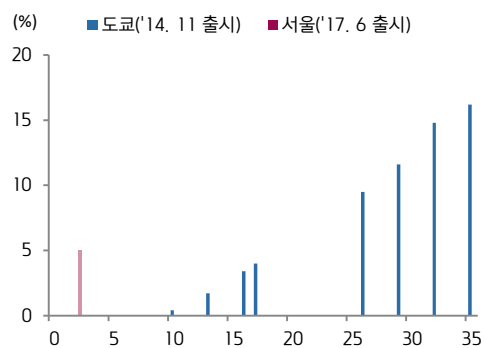
주: 1) 현재흡연율 기준으로 비중 추산

PMI의 iQOS 점유율 추이



자료: Philip Morris(판매량, 전국 점유율 기준)

iQOS 출시 이후 도쿄/서울 MS 추이



자료: Philip Morris

주: 1) 가로축은 iQOS 출시일 + 개월 수 기준.
예를 들어, 도쿄의 T+1은 2014년 12월 점유율,
서울의 T+1은 2017년 7월 점유율

전자담배는 담배산업 ASP 상승의 기회

가열식 전자담배 시장의 확대는 담배 업체들의 ASP 상승 기회가 될 것으로 판단된다. **1) 일반 궤련담배 대비 차별점을 보유하고 있어 소비자의 지불 용의가 높고, 2) 세금 부담이 경감되기 때문이다.** 따라서, 담배 회사들이 가열식 전자담배 시장 확대에 적극적으로 나설 가능성이 높다.

현재 가열식 전자담배의 주력 구매층은 30대 남성으로 판단된다. 30대 남성은 기본적으로 구매력이 있고, 트렌드에 민감하기 때문이다. 실제로 하루에 반 갑 정도 4,500원짜리 일반 궤련담배를 흡연한다고 가정하면, 연간 82만원 정도를 지출하게 된다. 가열식 전자담배의 경우, 갑당 단가는 200원 정도 낮지만, 디바이스 구입에 돈을 지출해야 하기 때문에, 연간 85~88만원 정도를 지출하게 된다(쿠폰 할인 기준). 따라서, 전자담배가 보유한 장점인 낮은 유해성과 불쾌한 냄새의 감소를 위해, 실질적인 비용 지출을 약 4~7% 정도 늘린 셈이다. **이러한 소비자의 높은 지불 용의는, 향후 가열식 전자담배가 시장의 인지도를 얻은 이후에, 일반 궤련담배 대비 높은 소매 가격을 책정할 수 있는 근거가 될 수 있다.**

담배 제조업체 입장에서 세금 부담이 낮은 것도 ASP 측면에서 긍정적이다. 현재 4,500원짜리 일반 궤련담배의 경우 세금을 약 3,323원 부담하기 때문에, 소매 가격에서 세금이 차지하는 비중이 무려 74%나 된다. 하지만, 궤련형 전자담배로 분류 되는 가열식 전자담배는 2,142원의 세금을 부담하기 때문에, 소매 가격 4,300원에서 세금이 차지하는 약 50% 수준이고, 담배 제조사의 ASP는 일반 궤련담배 대비 1,000원 정도 높은 1,728원으로 추산된다. 향후, 개별소비세법 외의 다른 법률이 개정되어, 개별소비세의 세율과 동일하게 책정되더라도, 가열식 전자담배의 세금은 2,983원 수준이어서, 담배 제조사의 ASP는 일반 궤련담배 대비 160원 높은 887원 수준으로 추산된다. 따라서, 법률이 개정되더라도, **가열식 전자담배의 ASP는 일반 궤련담배 대비 약 22% 정도 높을 것으로 추산된다.**

향후 추가적인 법률 개정을 통해, 가열식 전자담배의 세율을 일반 궤련담배와 동일한 수준으로 조정할 수는 있다. 하지만, 기본적으로 가열식 전자담배에 대한 소비자의 지불 용의가 높은 것으로 판단되기 때문에, 세금 상승 부담을 소매 가격 인상으로 전가할 수 있을 것으로 판단된다.

흡연자의 연간 담배 관련 지출액 비교

Case 1: Device 구입가를 쿠폰 할인가로 가정	일반궤련	PMI: IQOS	BAT: Glo	KT&G: lil
1년 흡연량(갑) (A)	183	183	183	183
담배 소매가(원) (B)	4,500	4,300	4,300	4,300
Device 구입가: 쿠폰 할인가 기준(원) (C)	0	97,000	70,000	68,000
연간 담배 관련 지출액(원) (A) * (B) + (C)	821,250	881,750	854,750	852,750
일반궤련 대비 지출액 증가율(%)		7	4	4
Case 2: Device 구입가를 권장소비자가로 가정	일반궤련	PMI: IQOS	BAT: Glo	KT&G: lil
1년 흡연량(갑) (A)	183	183	183	183
담배 소매가(원) (B)	4,500	4,300	4,300	4,300
Device 구입가: 권장소비자가 기준(원) (C)	0	120,000	90,000	95,000
연간 담배 관련 지출액(원) (A) * (B) + (C)	821,250	904,750	874,750	879,750
일반궤련 대비 지출액 증가율(%)		10	7	7

자료: 키움증권 리서치

주: 1) Device는 1년에 한 번 교체한다고 가정

내수담배 세금 체계 비교: 일반 궤련담배 vs 궤련형 전자담배

구분			일반 궤련담배	궤련형 전자담배 개별소비세법 개정안 반영	궤련형 전자담배 자방세법과 국민건강증진법이 개별소비세법처럼 인상되었음을 가정
세목	근거규정	세법상 구분	궤련	전자담배	전자담배
			자방세법 제 48 조의 2-1-1	자방법 제 48 조의 2-1-5	자방세법 제 48 조의 2-1-5
단위 환산: 일반 궤련 담배(Cigarette) 1 갑 =			20 개비	6.0 gram	20.0 개비
담배소비세	자방세법	과세표준	개비수	중량	개비수
		서울	1,007 원/20 개비	88 원/gram	896 원/20 개비
		환산서울	1,007 원/갑	528 원/갑	896 원/갑
자방교육세	자방세법	과세표준	담배소비세	담배소비세	담배소비세
		서울	43.99 %	43.99 %	43.99 %
		환산서울	443 원/갑	232 원/갑	394 원/갑
폐기물부담금	주석 참조 ¹⁾	과세표준	개비수	주석 참조 ²⁾	주석 참조 ²⁾
		서울	24 원/20 개비		
		환산서울	24 원/갑	24.4 원/갑	24.4 원/갑
국민건강증진기금	국민건강증진법	과세표준	개비수	중량	개비수
		서울	841 원/20 개비	73 원/gram	748 원/20 개비
		환산서울	841 원/갑	438 원/갑	748 원/갑
개별소비세	개별소비세법	과세표준	개비수	개비수	개비수
		서울	594 원/20 개비	529 원/20 개비	529 원/20 개비
		환산서울	594 원/갑	529 원/갑	529 원/갑
연초생산안정화기금	담배사업법	과세표준	개비수	없음	없음
		서울	5 원/20개비		
		환산서울	5 원/갑	0 원/갑	0 원/갑
부가가치세	부가가치세법	과세표준	세전 가액	세전 가액	세전 가액
		서울	10 %	10 %	10 %
		환산서울	409 원/갑	391 원/갑	391 원/갑
세금 합계			3,323 원/갑	2,142 원/갑	2,983 원/갑
소매 가격			4,500 원/갑	4,300 원/갑	4,300 원/갑
유통 마진(10% 가정)			450 원/갑	430 원/갑	430 원/갑
제조사 출고(ASP)			727 원/갑	1,728 원/갑	887 원/갑
일반 궤련담배 대비 ASP 증가율(%)			0	138	22

자료: 법제처, 국회의안전보시스템, 키움증권 리서치

주: 1) 자원의 절약과 재활용 촉진에 관한 법률 및 동법 시행령

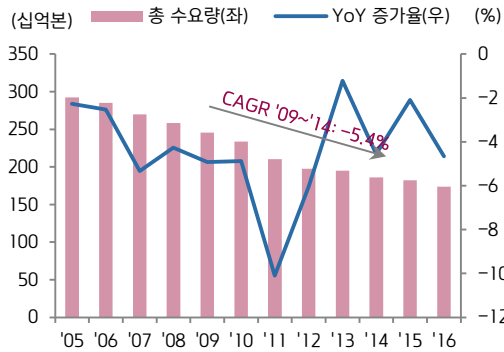
전자담배는 담배산업 Q 상승의 기회

전자담배는 담배산업 Q(판매량)의 상승을 만들어 낼 수 있다. 1) 유해성 및 불쾌한 냄새의 감소로 기존 궤련담배의 단점이 해결되었고, 2) 금연했던 사람들이 전자담배를 통해 다시 담배를 피우는 경향이 생길 수 있기 때문이다.

iQOS의 점유율이 12%까지 확대된 일본에서는 연평균 -5% 정도 담배 수요가 감소해왔으나, 올해 2분기부터 담배 시장 총 수요량(일반궤련+iQOS)이 증가하고 있다. BAT의 Glo와 Japan Tobacco의 Ploom Tech 판매량을 제외하고도, 2Q17과 3Q17의 일본 담배 시장 총 수요량은 전년동기 대비 각각 +2.1%, +0.6% 증가하였다. 이러한 총 수요량의 변화는 일반 궤련담배의 단점이 해결되면서, 억눌렸던 수요들이 올라온 영향으로 판단된다. 실제 영국 공공 보건 기구는 Vapor(증기 담배)가 일반 궤련담배 흡연보다 95% 안전하다며, 전자담배의 사용을 장려하고 있다.

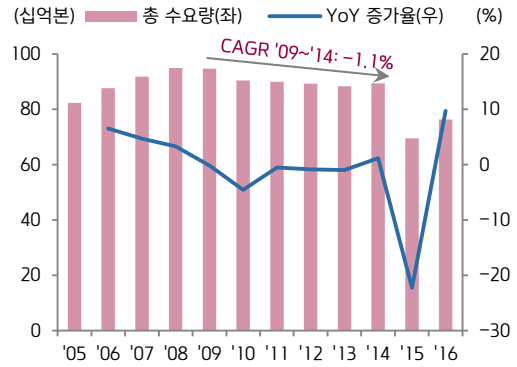
또한, Kantar에서 실시한 설문조사에 따르면, 전자담배 사용자의 1/3 이상이 과거 흡연을 했다가 금연한 사람들로 나타나고 있다(심지어 5% 내외는 한 번도 담배를 피운 적이 없는 사람들). 특히, 한국은 그 비율이 60%로 높게 나타나고 있어, 전자담배가 국내에서 새로운 시장을 창출할 가능성이 열려 있는 것으로 판단된다.

연도별 일본의 일반 궤련담배 수요량 추이



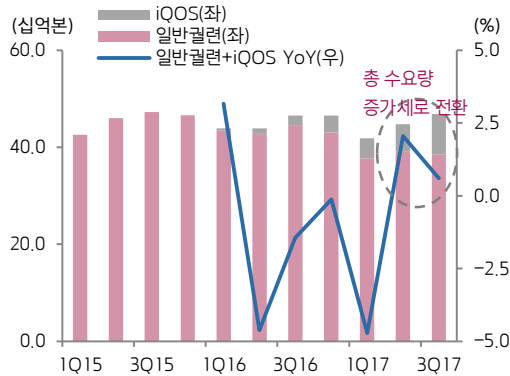
자료: Japan Tobacco(Cigarette 기준)

연도별 한국의 일반 궤련담배 수요량 추이



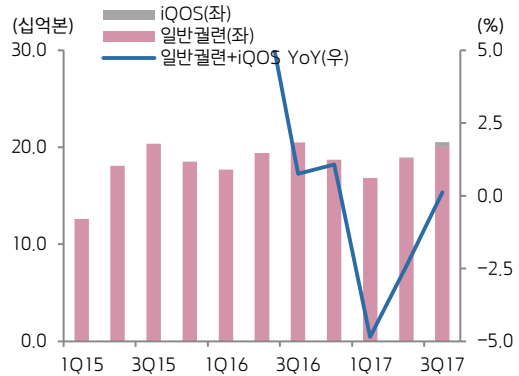
자료: KT&G(Cigarette 기준)

분기별 일본 담배 시장 총 수요량 추이



자료: Japan Tobacco, Philip Morris, 키움증권 리서치
주: 1) Cigarette + iQOS 기준

분기별 한국 담배 시장 총 수요량 추이



자료: KT&G, Philip Morris, 키움증권 리서치
주: 1) Cigarette + iQOS 기준

전자담배 사용자의 흡연 경험 특성: 금연자가 다시 담배를 피울 수 있다

국가	Dual User			Ex-Smoker			Never Smoked		
	'13	'14	'15	'13	'14	'15	'13	'14	'15
7 개국 전체	64%	59%	54%	31%	37%	37%	5%	4%	9%
프랑스	51%	44%	50%	41%	50%	38%	9%	6%	11%
독일	70%	57%	58%	25%	37%	35%	5%	5%	7%
폴란드	59%	58%	56%	37%	39%	37%	4%	2%	7%
이탈리아	65%	60%	60%	26%	34%	34%	9%	6%	7%
영국	62%	61%	44%	35%	33%	35%	3%	6%	20%
러시아	71%	74%	70%	28%	25%	22%	1%	1%	7%
한국	N/A	79%	34%	N/A	20%	60%	N/A	1%	6%

자료: Kantar

주: 1) Dual User: 전자담배와 일반 궤련담배를 동시에 사용하는 사람

2) Ex-Smoker: 과거에 담배를 피우다 금연한 사람

3) Never Smoked: 과거에 담배를 피운 경험이 없는 사람

릴(iii)은 담배 업계의 갤럭시(Galaxy)가 될 수 있을까?


스마트폰 업계에서 삼성전자가 갤럭시를 통해 애플의 아이폰에 대응했던 것처럼, KT&G가 PMI의 iQOS에 대응할 수 있을까? 아직은 소비자의 초기 반응에 대한 확인이 필요한 시점이지만, 지난 11/7 신제품 발표회 이후, 몇 가지 긍정적인 부분에 주목할 필요가 있다.

첫째, iQOS와의 호환성이다. 이러한 개방성은 iQOS에는 없는 부분으로, 제품 초기 구매 시 불필요한 장벽을 제거함으로써, KT&G의 신제품 확산을 좀 더 빠르게 만들어 줄 것이다. 현재, 동사의 제품은 BAT의 Glo와는 호환이 되지 않기 때문에, 만약 KT&G의 신제품이 성과를 낸다면, 국내 담배 시장은 Top 2의 시장 지배력이 더욱 상승할 수 있을 것이다.

둘째, 기기 사용의 편의성과 가향 캡슐을 적용한 점이다. 흡연 시 기기 충전에서 오는 번거로움을 최소화 함으로써, 연속흡연이 iQOS 보다 용이하다. 또한, 디바이스와 스틱을 일체형으로 만들어, 휴대 측면의 불편함을 줄였고, 전자담배 최초로 가향 캡슐을 적용하여 흡연감에서도 경쟁사 대비 차별점을 가져갔다.

물론, 아직 판매 초기이기 때문에, 여전히 흡연감과 유해성 감소 여부에 대한 소비자 반응을 다양하게 살펴볼 필요가 있다. 다만, 위와 같은 특징점들은 iQOS의 국내 시장 선점에도 불구하고, KT&G가 전자담배 시장에서 경쟁할 만한 무기가 될 것으로 판단된다.

국내에 출시된 결련형 전자담배 비교

제조사	KT&G	PMI	BAT
Device 名	릴 (iii)	아이코스 (iQOS)	글로 (GLO)
Stick 名	핏 (Fiit)	히츠 (Heets)	던힐 네오스틱 (Dunhill Neosticks)
제품 사진			
국내 출시 일자	2017.11.13 (시범 판매) 2017.11.20 (정식 판매)	2017.06	2017.08.13
Device 가격	권장소비자가 95,000 원 쿠폰 할인가 68,000 원	권장소비자가 120,000 원 쿠폰 할인가 97,000 원	권장소비자가 90,000 원 쿠폰 할인가 70,000 원
Stick 가격	20 개비 당 4,300 원	20 개비 당 4,300 원	20 개비 당 4,300 원
채널	GS25	CU, 세븐일레븐, 미니스톱, 위드미	GS25, CU, 세븐일레븐
방식	디바이스-스틱 일체형	디바이스-스틱 분리형	디바이스-스틱 일체형
충전	1 회 충전으로 20 개피 이상 흡연 가능	1 개비 흡연 시 4 분 충전	1 회 2~4 시간 충전으로 20~30 개비 연속 흡연
무게	90g	139g	101g
특징	업계 최초 가향캡슐 적용 아이코스와 호환 가능 연속성, 실용성, 그림감	깔끔한 디자인 전용 청소솔과 면봉 별도 구매	연속성, 그림감, 청소/관리 용이

자료: 언론보도, 키움증권 리서치

KT&G 주가의 Key Driver는 밸류에이션이 될 것

KT&G 주가의 Key Driver는 밸류에이션이 될 것이다. 릴(iii)이 성과를 내더라도 단기에 실적이 개선되기는 어렵기 때문이다. 하지만, 릴(iii)이 내수 시장에서 성공적인 모습을 보인다면, 중장기적으로 1) 내수 시장 ASP/Q 상승, 2) 내수 시장 집중도 상승, 3) 일본 등 선진국 시장 수출에 대한 기대감이 생기면서, 동사의 밸류에이션이 상승할 수 있다.

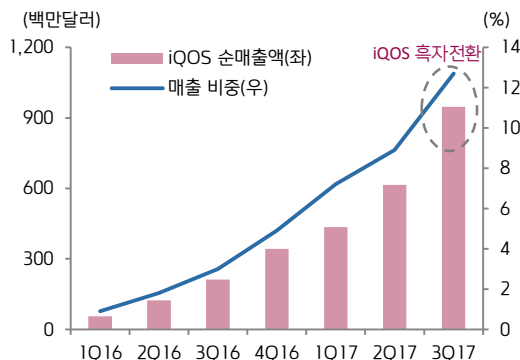
전술한 것처럼, 전자담배를 통해 국내 담배 산업의 ASP와 Q가 증가할 수 있기 때문에, KT&G가 MS를 잘 방어한다면, 내수 ASP와 Q가 상승할 가능성이 높다. 세금 인상을 감안하더라도, 궤련형 전자담배의 ASP가 기존 일반궤련 담배 대비 22% 정도 높고, 일본 시장은 최근에 총 수요량이 개선되는 모습을 보이고 있기 때문이다.

다만, 전자담배가 잘 되더라도 초기 마진 믹스 악화는 불가피하다. 신제품은 초기의 낮은 수율과 마케팅 비용에서 오는 비효율성으로 영업이익률이 기존 제품 대비 낮을 수밖에 없기 때문이다. 그러나 현재 궤련형 전자담배의 세금은 모든 세목에서 인상이 이뤄지지 않았기 때문에, 궤련형 전자담배의 ASP는 기존 일반궤련 담배 대비 1,000원 정도 높은 상황이다(개별소비세 인상 만을 감안). 따라서, 초기 원가 부담은 낮은 세금을 통해 회피 가능할 것으로 판단되며, 향후 판매량이 커지면서 규모의 경제가 본격화 되면, 기존 일반궤련 담배 대비 높은 수익성도 가능할 것으로 기대된다.

더불어, BAT의 가열식 전자담배인 Glo의 월별 반출량이 증가하지 못하고 있기 때문에, KT&G의 전자담배 점유율이 상승한다면, 내수 시장 조직은 Top 2 중심으로 집중도가 상승할 수 있다. 이러한 시장 집중도의 상승은 기존 담배 업체들의 수익성 상승에 긍정적으로 작용할 수 있기 때문에, 중장기적인 실적 개선 측면에서 긍정적이다.

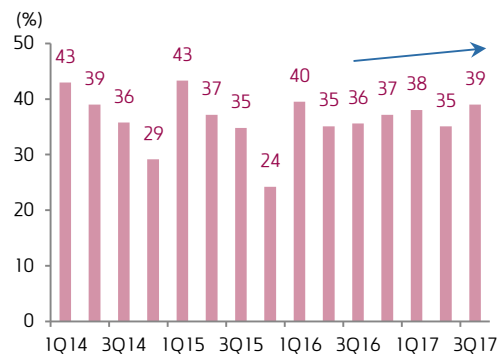
또한, 릴(iii)이 국내 시장에서 성공한다면, 일본과 같은 선진국 시장에 수출될 가능성도 감안해야 할 것이다. 동사의 일반 궤련담배 제품은, 주로 중동/동남아와 같은 Emerging Market에 수출 되었다. 미주 수출이 일부 있으나, 2016년 기준으로 전체 수출 물량에서 차지하는 비중은 20%가 되지 않는다. 하지만, 전자담배 시장에서 동사의 제품이 성과를 낸다면, 선진국 시장에 대한 수출 길도 열릴 수가 있다. 특히, 일본 시장은 Japan Tobacco가 전자담배에서 부진하면서, 점유율이 하락하고 있기 때문에, 전략적 제휴 등을 통한 신규 시장 진출이 가능할 수 있다(일본 시장은 Q 측면에서 한국의 2.4배, ASP 측면에서 한국의 1.6배 정도 높음).

PMI의 iQOS는 3Q17에 흑자전환



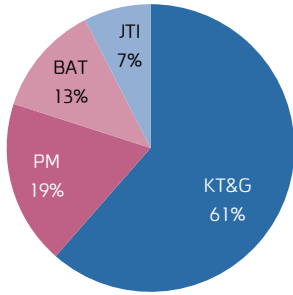
자료: Philip Morris

PMI의 Asia 지역 OPM은 3Q16 부터 상승세



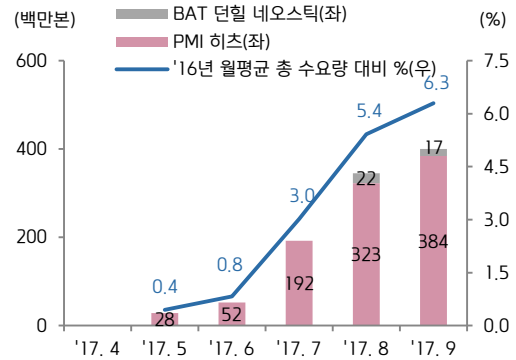
자료: Philip Morris, 키움증권 리서치

한국의 일반 궤련담배 시장점유율(3Q17 기준)



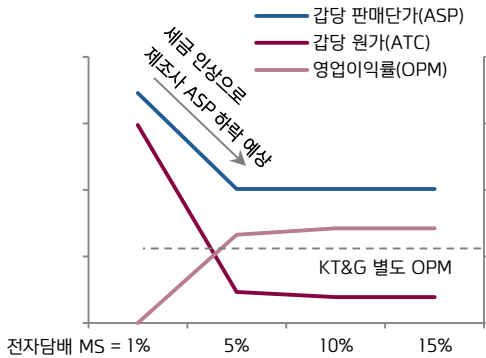
자료: KT&G(판매량 기준)

한국의 궤련형 전자담배 반출량 추이: Glo의 고전



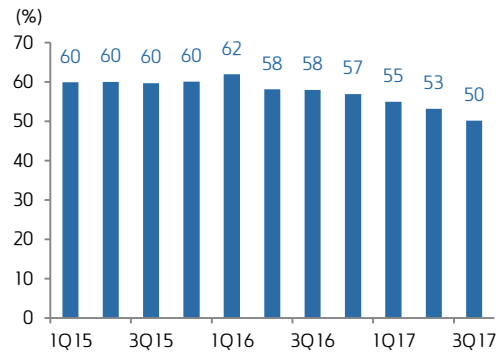
자료: 언론보도, 보건복지부, KT&G, 키움증권 리서치

KT&G 전자담배 MS 가정에 따른 수익성 흐름 예상



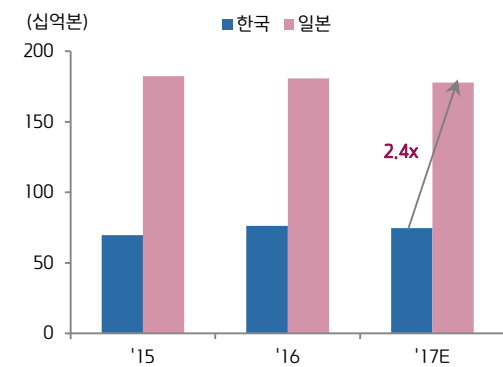
자료: 키움증권 리서치(Device 매출액과 영업이익은 무시)

Japan Tobacco의 내수 점유율 추이



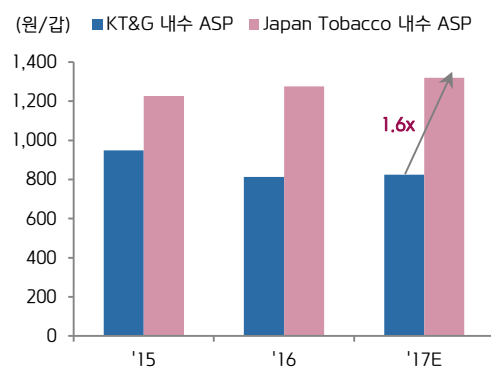
자료: Japan Tobacco, Philip Morris(판매량 기준)
주: 1) 일반 궤련의 총 수요량에 IQOS 판매량을 감안하여 계산한 MS 추이

일본 담배 총 수요량은 한국의 2.4배 수준



자료: KT&G, Japan Tobacco, Philip Morris, 키움증권 리서치

Japan Tobacco의 내수 ASP는 KT&G의 1.6배 수준



자료: KT&G, Japan Tobacco, 키움증권 리서치
주: 1) 100엔 = 990원 가정

>>> 아미노산: 포트폴리오 다각화와 시황 개선 가능성

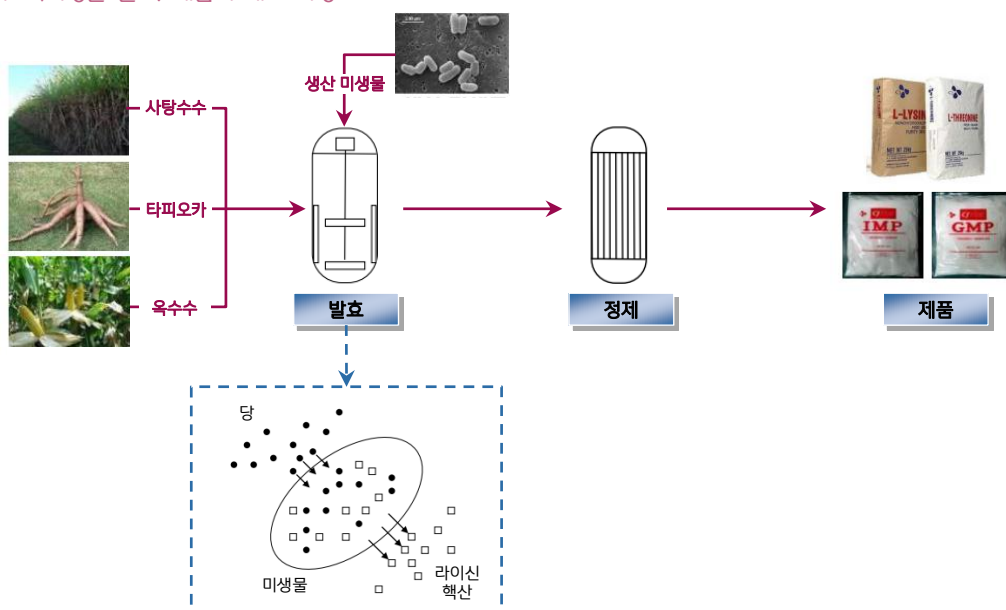
포트폴리오 다각화로 패러다임 전환 중

통상, 아미노산 제품은 당류(원당/전분당)를 원재료로 미생물을 활용하여, 발효/정제를 거쳐 가루 형태로 생산된다. 생산 시설에서 한 가지 아미노산만 생산하게 되면, 시장 수급 변화에 대한 탄력적 대응이 어렵지만, 호환 생산 설비와 균주를 갖추어 다양한 아미노산 포트폴리오를 생산하게 되면, 경쟁사 대비 안정적인 수익성을 창출할 수 있다.

CJ제일제당은 라이신 외에도 메치오닌, 쓰레오닌, 트립토판 등으로 제품 포트폴리오를 다각화하였고, 최근에 호환 생산 설비를 도입하여 스페셜티 아미노산 라인업(발린/알지닌/시스틴 등)을 강화하고 있다. 스페셜티 아미노산 제품들은 시장 규모가 작아서, 호환 설비 없이는 투자 비용이 높기 때문에, 상대적으로 판가와 수익성 레벨이 높게 형성된다. 특히, 올해 3분기에는 알지닌의 판매량이 전년동기 대비 +81% 증가하였고, 발린의 판매량은 전년동기 대비 +118% 증가하였다. 그 결과, 발린/알지닌과 같은 스페셜티 아미노산의 바이오 사업부 내 이익 비중이 15% 이상으로 확대된 것으로 추산된다. 또한, CJ제일제당은 트립토판에서 경쟁사 대비 강점을 가지고 있는데, 트립토판은 라이신 대비 공급이 부족하고, 과점화 정도가 높아서, 판가와 수익성의 레벨이 높게 지지되고 있다.

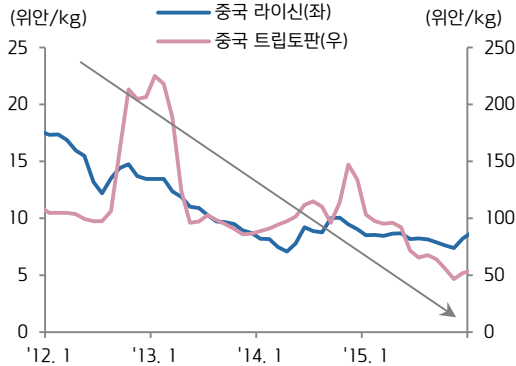
이러한 포트폴리오 다각화는 Product Mix를 개선시키고, 수익성의 안정성을 키워주며, 라이신의 낮은 판가 레벨에 보다 효율적으로 대응할 수 있게 도와준다. 좀 더 자세히 말하면, 다양한 포트폴리오를 보유한 업체와 그렇지 않은 업체의 수익성 간에 괴리를 만들어 주고, 라이신과 같은 대규모 시장에서 버틸 수 있는 총 원가 경쟁력의 기반을 제공하며, 전사 이익의 안정성을 만들어준다. 실제 중국 로컬의 1st tier인 Meihua와 Fufeng도 라이신 외에 쓰레오닌, 트립토판, 스페셜티 아미노산 등을 강화하여, 고수익성 아미노산 비중을 늘려나가고 있는 것으로 추산된다.

바이오 (마생물 발표) 제품의 제조 과정



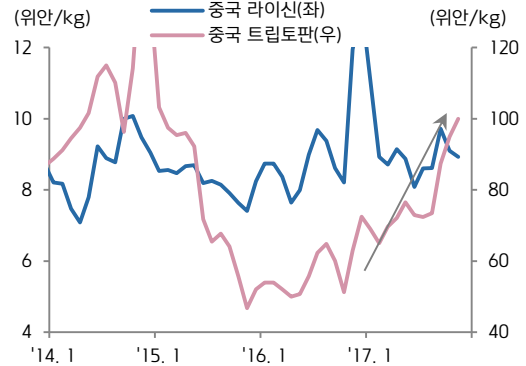
자료: CJ제일제당

월평균 중국 라이신 vs 트립토판 Spot 가격 추이
2012~15: 수요 증가 < 공급 증가
→ 트립토판 가격 하락



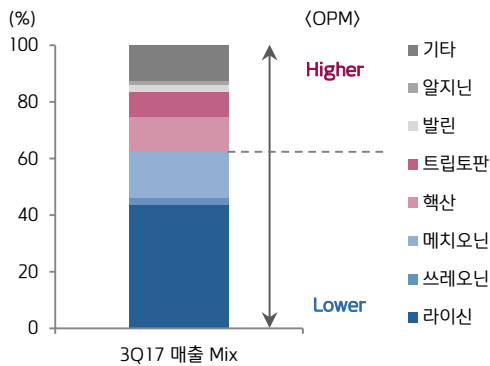
자료: Wind, 키움증권 리서치

월평균 중국 라이신 vs 트립토판 Spot 가격 추이
2016~17: 공급이 부족하고, 과점화 정도가 높은
트립토판은 가격 급등 흐름



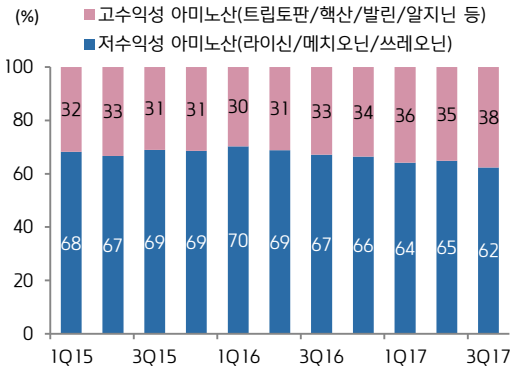
자료: Wind, 키움증권 리서치

CJ제일제당 바이오 매출 Mix와 OPM 레벨 비교



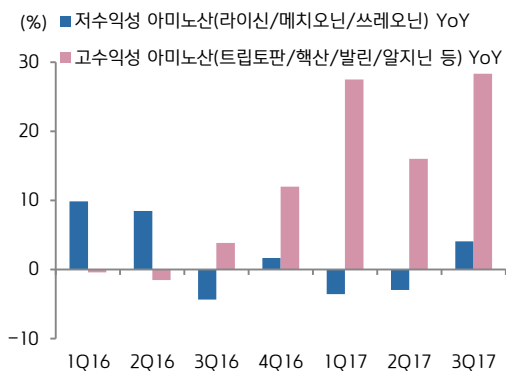
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당 바이오 매출 Mix 추이



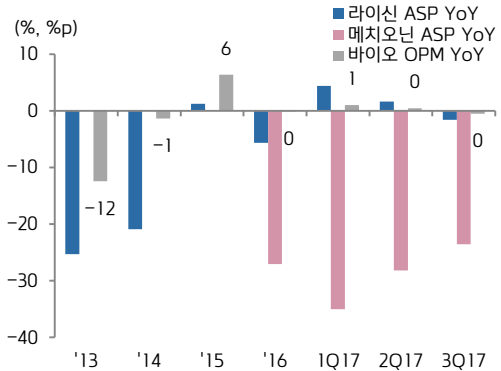
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당 아미노산 매출 YoY 증가율 추이



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당 라이신/메치오닌 ASP vs 바이오 OPM



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

중국 정부의 환경보호 감찰 확대는 아미노산 공급 제한 요인

최근 중국 정부는 고도성장에 따른 환경오염 문제가 야기되면서, 환경보호 관련 규제 등을 강화해 나가고 있다.

특히, 리커창 총리는 ‘16년 전인대 폐막과 ‘17년 양회 개막식 때, 스모그 퇴치를 위해 정부가 적극적으로 나설 것이며, ‘푸른하늘 지키기 전쟁’에 돌입 하겠다고 선언하였다. 또한, 시진핑 중국 국가주석은 올해 7월 연설을 통해, ‘환경오염 예방 및 개선’을 3대 과제로 지적하였다. 이처럼, 중국 고위급 인사들은 환경보호에 대한 의지를 지속적으로 표출해왔으며, 이미 2016년부터 환경보호 감찰제도가 시행되고 있다.

여기서 환경보호 감찰제이란, 중국 중앙 정부(환경보호부)가 직접 각 지역에 감찰조를 파견해 환경문제를 점검하는 제도로써, 오염물질 배출 규제 기준과 오염 배출 기업에 대한 처벌을 강화하는 것이 목적이다. 특히, 지방정부의 눈감아주기식 관행과 지방 민영 기업의 ‘판시’ 로비를 차단하기 위해, 중앙정부가 직접 나선 것으로 알려져 있다.

중국 환경보호부는 2015년 1월부터 역사상 가장 엄격하다고 평가되는 신 환경보호법을 시행하고 있으며, 대기오염/수질오염/토양오염을 줄이기 위한 구체적인 목표를 제시하고, 주기적인 감찰 활동을 벌이고 있다. 신 환경보호법은 중국 기업 및 외자기업에 차별 없이 동일하게 적용되고 있는데, 자본력이 열악한 로컬 아미노산 기업들이 해당 리스크에 노출되어 있다. 아미노산 제조 시설은 기본적으로 대기오염과 수질오염을 유발할 수 있기 때문에, 폐수 처리 시설과 같은 환경 보호 시설을 필요로 하나, 아직까지는 업계의 대응이 부족한 상황으로 판단된다.

이에 따라, 환경보호 감찰이 확대되면서 아미노산 공장 가동이 일시적으로 중단되는 경우가 지속적으로 발생하고 있고, 환경보호 시설이 불충분한 기업들이 아미노산 생산에 제약을 받으면서, 라이신을 비롯한 아미노산의 공급이 과거보다 타이트해질 가능성이 높다. 특히, 석탄 발전 수요가 높은 겨울 시즌에는 정부의 감찰활동이 더욱 강화되고 있어서, 환경보호 시설에 투자하지 못한 업체들은 제품의 적시 생산에 차질이 불가피 할 것으로 판단된다.

중국의 경제발전시기별 환경정책 방향

시기	9.5 계획 (‘01~‘05년)	10.5 계획 (‘01~‘05년)	11.5 계획 (‘06~‘10년)	12.5 계획 (‘11~‘15년)	13.5 계획 (‘16년~‘20년)
핵심 개념	지속가능한 성장	녹색산업 발전	녹색산업 발전	친환경사회	생태문명 건설
정책 방향	환경보호 개념 제시	환경보호 초기 모델	에너지 개혁	기후변화 대응 온실 가스 감축 목표 제시	강제적 감축, 친환경 인프라

자료: KOTRA, KITA

중국의 중점 지역 대기오염 개선목표

구분	감소 목표	지역
PM2.5	-25%	베이징, 톈진, 허베이
	-20%	산시, 산둥, 상하이, 장쑤, 저장
	-15%	광둥, 충칭
	-10%	내몽고
PM10	-15%	허난, 산시(陝西), 칭하이, 신장
	-12%	간쑤, 후베이
	-10%	쓰촨, 랴오닝, 지린, 후난, 안후이, 닝샤
	-5%	광시, 푸젠, 장시, 구이저우, 헤이룽장
	지속적 개선	하이난, 티베트, 윈난

자료: KOTRA

주: 1) PM2.5: 입자의 크기가 2.5 μ m 이하인 미세먼지

2) PM10: 입자의 크기가 10 μ m 이하인 미세먼지

중국의 수도권 및 인근지역의 대기오염 개선 조치

도시	조치
지난 (濟南)	겨울 난방기('17.11.15~'18.3.15), 시멘트, 벽돌기와, 주조업, 탄소, 의약, 농약, 화력발전, 철강 등 8 대 업종 생산 억제, 특히 대기오염물질 배출 기준 미달 시 "생산 정지"
탕산 (唐山)	겨울 난방기 철강과 코크스 생산 축소
쯔보 (淄博)	겨울 난방기('17.11.15~'18.3.15), 건축자재, 철강, 주조업, 화력발전, 코크스, 전해알루미늄, 화학공업은 교대생산제 실시
허난성	철강(25 개사), 코크스(23 개사), 주조업(1,180 개사), 건축자재(15,720 개사), 유색금속(172 개사), 의료바이오(80 개사) 등 6 대 업종 3,060 개사 교대생산을 골자로 하는 방안 의견수렴 중

자료: KOTRA, 중국 지방정부 발표

주: 1) 교대생산제: 오염물 배출 피크를 줄이기 위해 서로 다른 생산 시간대에 생산하는 제도를 지칭

중국의 '수10조' 의 2020년 목표와 현황

	구분	2020년 목표
전체	물 사용량	6700 억 m^3 이내
	GDP 1만 위안당 물 사용량	2013년의 65% 수준
	공업 증가치 1만 위안당 물 사용량	2013년의 70% 수준
	물절약형 관개 면적	466,666 km^2 [7억 묘(畝)]
수질보호	7대 중점유역	70% 이상의 수질을 3등급 이상으로 개선
	최악 지하수 비중	15% 이내
	해수 수질	1,2등급 70% 수준
재생수	수질 정화	3,4선 도시 85%, 1,2선 도시 95% 수준
	정화처리 이후 이용률	물 부족도시 20% 이상, 장진지 지역은 30% 이상

자료: KOTRA

주: 1) 수10조: 76개 항목으로 구분, 238개 수질개선 조치를 명시

2) 공업 증가치: 화폐로 표시 가능한 공업기업의 모든 생산 성과

3) 중국 수질 등급 및 용도: 1~3등급은 정화처리 후 음용수로 사용, 4등급은 공업용수, 5등급은 농업용수로 쓰임

과거보다 타이트해진 라이신 수급: Seasonality의 부활과 가격 흐름의 변화

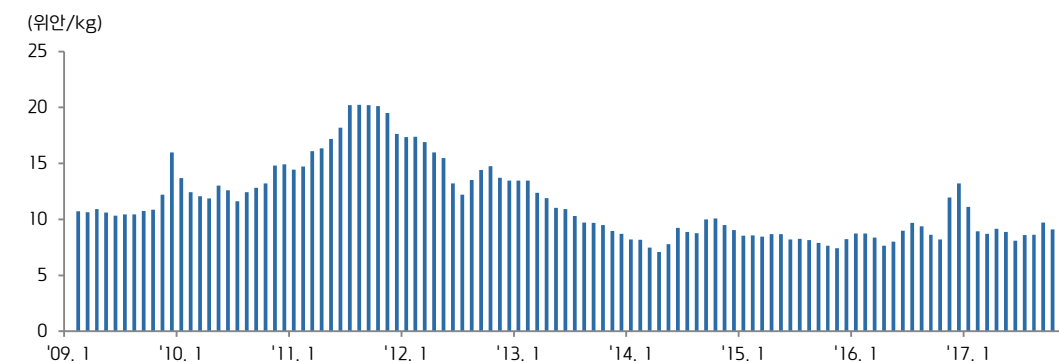
글로벌 라이신 시황은 2010~12년에 중국발 호황기를 경험한 이후, 구조적 공급과잉을 겪으며 불황기가 지속되고 있다. 호황기 때 늘어난 공급만큼 수요가 늘어나지 못하면서, 판가가 구조적으로 하락하였고, 그 결과 글로벌 라이신 1위 업체인 CJ제일제당은 현재 라이신에서 BEP 정도의 수익성을 기록하고 있다.

하지만, 2016~17년의 중국 라이신 Spot 가격 추이를 보면, 두 가지 특징을 발견할 수 있다. 1) 춘절/국경절에 가격 상승이 나타나고(Seasonality의 부활), 2) 옥수수 시세의 약세에도 불구하고, 라이신 가격 밴드가 상승하고 있다. 이러한 Spot 가격의 흐름 변화는 라이신의 수급이 과거보다 타이트해졌음을 의미하며, 향후 라이신 업체들의 수익성 회복 가능성을 시사한다.

2012~15년 중국 라이신 Spot 가격의 흐름은 춘절/국경절의 계절성을 무시하고 하락하는 경향이 강했다. 통상, 사료 업체들은 춘절/국경절을 앞두고 재고를 쌓는 모습을 보이거나, 시장에서 공급이 너무 넘치다 보니, 판가가 수요 강세 구간을 무시하고 하락했었다. 반면에, 2016~17년에는 춘절/국경절을 앞두고 가격이 강세를 보이고 있고, CJ/매화/Eppen 등의 판가 인상을 사료 업체가 받아주는 모습들이 나타나고 있다.

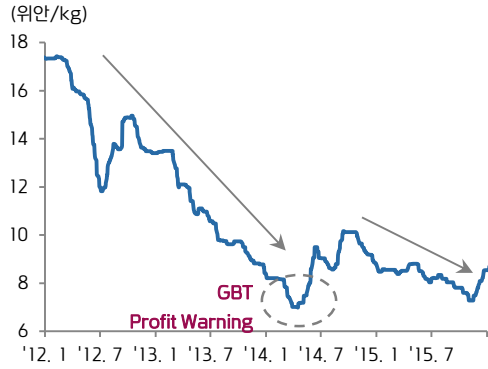
대두박/옥수수 시세 흐름과 비교를 해보아도 라이신 가격이 생각보다 강세를 보이고 있음을 알 수 있다. 통상, 축산 농가들은 라이신의 대체재로 대두박을 쓰고 있고(옥수수 일부 혼합), 중국 라이신 업체들은 주요 원재료로 옥수수를 쓰고 있다. 특히, 중국 양돈 농가는 기업농의 비중이 작기 때문에, 라이신의 수요가 선진국 대비 대두박/옥수수 시세 흐름의 변화에 민감하다. 2012~13년에는 대두박 가격 강세에도 불구하고, 라이신 가격이 급락했었지만, 2016~17년에는 대두박 가격이 비교적 견조하고, 주요 원재료인 옥수수 가격이 Level-down 되었음에도 불구하고, 라이신 가격의 밴드가 상승하는 흐름을 보이고 있다. 이러한 가격 흐름의 변화는 공급과잉의 정도가 예년 대비 축소되었음을 의미하기 때문에, 향후 라이신 업체들의 수익성이 점차 개선될 수 있다.

월평균 중국 라이신 Spot 가격 추이: 2010~12년 호황기 경험 이후, 불황기 지속



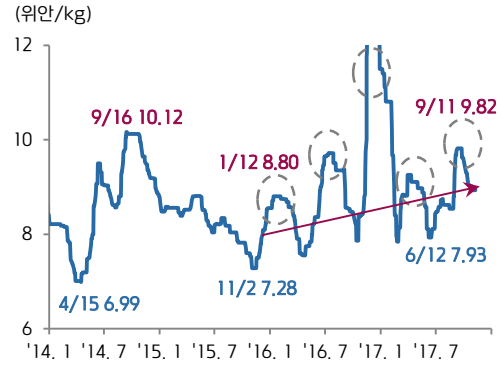
자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 라이신 Spot 가격 추이 (1)
2012~15: 공급과잉에 따른 구조적 판가 하락



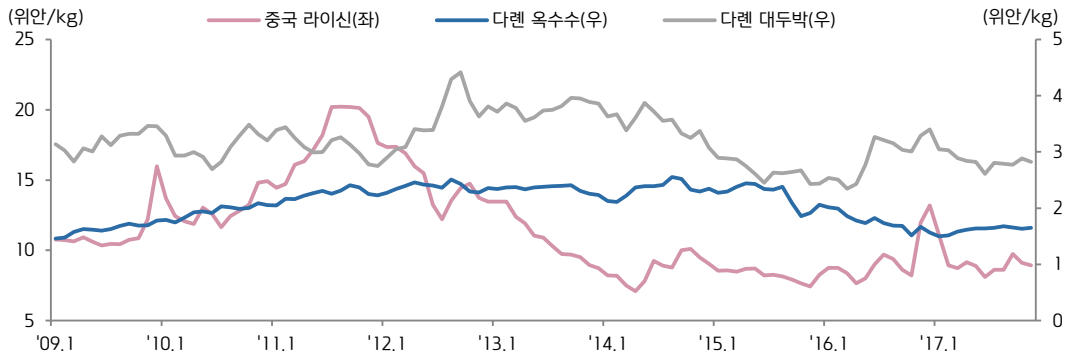
자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 라이신 Spot 가격 추이(2)
2016~17: Seasonality의 부활 → 타이트해진 수급



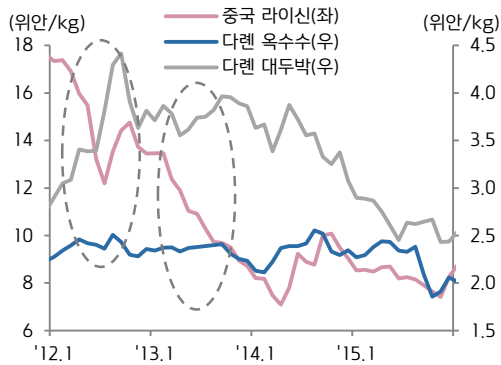
자료: Wind, 키움증권 리서치

월평균 중국 라이신/옥수수/대두박 추이 (1)



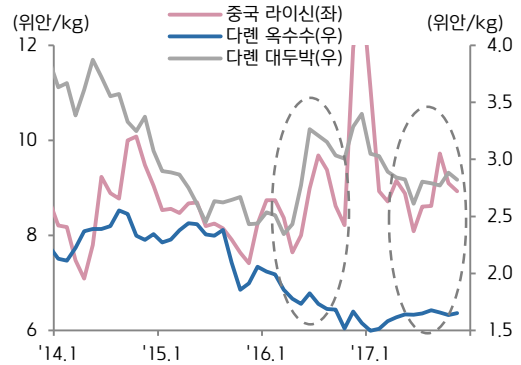
자료: Wind, Bloomberg, 키움증권 리서치

월평균 중국 라이신/옥수수/대두박 추이 (2)
2012~13: 대두박 강세에도 라이신 가격 하락



자료: Wind, Bloomberg, 키움증권 리서치

월평균 중국 라이신/옥수수/대두박 추이 (3)
2016~17: 대두박 견조/옥수수 약세/라이신 강세



자료: Wind, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 옥수수 가격 상승에 따른 라이신 가격 상승 가능성

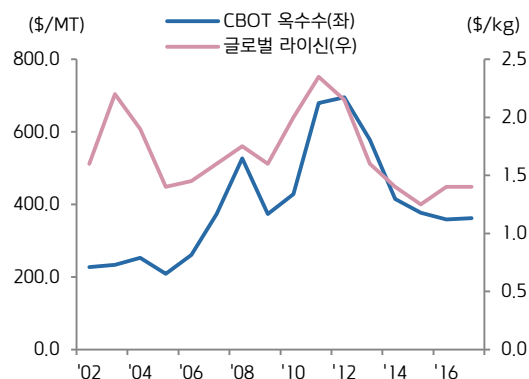
중장기적으로는 중국 옥수수 가격 상승에 따른 라이신 가격 상승 가능성에 관심을 가져야 한다. **통상 라이신 가격은 옥수수 가격 흐름에 동행**하는 모습을 보여왔다. 옥수수는 대두박과 함께 라이신의 대체재로 사용되면서, 동시에 라이신의 주요 원재료로도 사용되기 때문이다. 현재 글로벌 라이신의 수요와 공급에서 가장 큰 비중을 차지하는 지역은 중국이기 때문에, 향후 라이신 가격은 중국 옥수수 가격과 동행할 가능성이 있다.

중장기적으로 중국 옥수수 가격은 정부의 정책 변화에 따라, 몇 가지 상승 요인을 가지고 있다. 중국 정부는 옥수수 재고 처리를 위해, 2020년까지 정책 보조금의 조절을 통하여 대두 경작면적을 늘리고, **옥수수 경작면적을 축소할 계획**을 가지고 있다. 현재 중국 옥수수 재고는 소비 대비 비율이 약 50%에 육박한 상황이나, 생산하고 오랜 시간이 지나서 Crop Quality가 떨어져서 효용이 떨어지는 것으로 알려져 있다. 따라서, 옥수수의 공급이 수요에 미치지 못할 가능성이 있는 상황이다.

또한, 중국 정부는 환경 오염 문제를 완화하기 위해, 2020년까지 가솔린에서 옥수수를 주요 원료로 한 **바이오 에탄올 의무 사용량을 10%로 규정**하고 있다. 이는 중국 옥수수 수요를 약 25% 정도 증가시킬 수 있으며, 실제 미국에서도 2000년대 초반부터 바이오 에탄올 생산 비중 확대로 옥수수 가격이 상승했던 적이 있다.

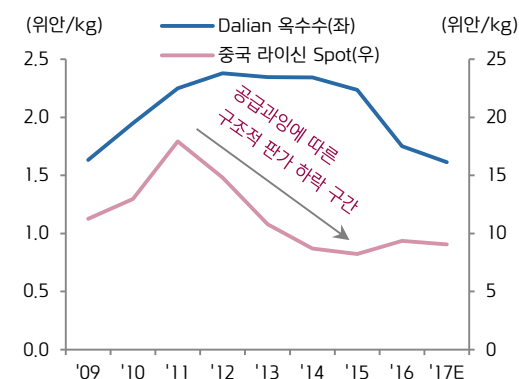
이러한 외부환경의 변화는 라이신을 비롯한 아미노산 시황 개선에 긍정적으로 작용할 수 있다. 옥수수 가격이 상승하면, 라이신을 중심으로 아미노산의 수요가 상승하고, 판가가 상승하면서 시황이 개선될 수 있기 때문이다.

CBOT 옥수수 시세 vs 글로벌 라이신 판가



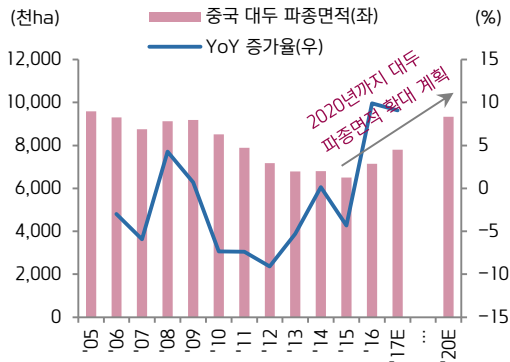
자료: Bloomberg, Ajinomoto, 키움증권 리서치
주: 1) 연도별 평균값 기준

Dalian 옥수수 시세 vs 중국 라이신 Spot 가격



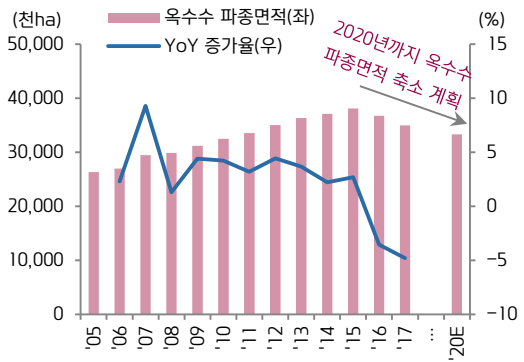
자료: Bloomberg, Wind, 키움증권 리서치
주: 1) 연도별 평균값 기준

중국 대두 파종면적 확대 계획



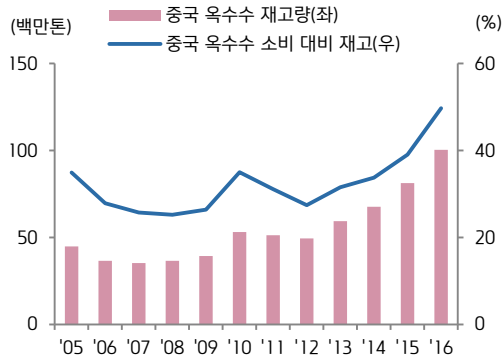
자료: Wind, USDA, 중국 농업부, 카움증권 리서치

중국 옥수수 파종면적 축소 계획



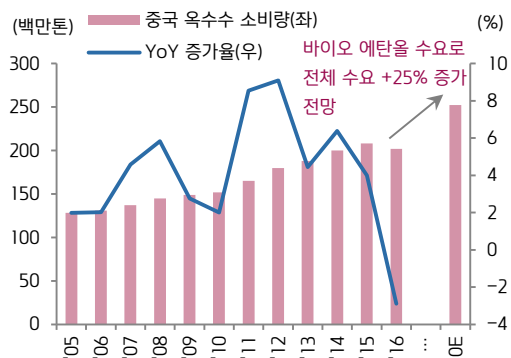
자료: Wind, USDA, 중국 농업부, 카움증권 리서치

중국 옥수수 재고량은 가파르게 상승 중



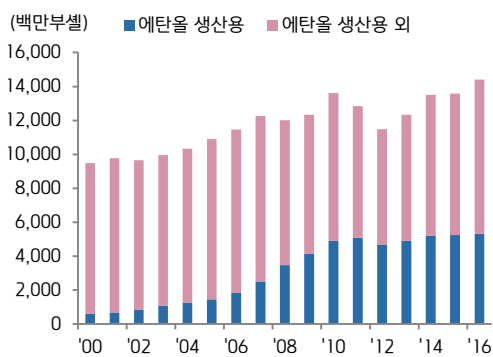
자료: Bloomberg, 카움증권 리서치

바이오 에탄올 수요로 중국 옥수수 수요 25% 증가 전망



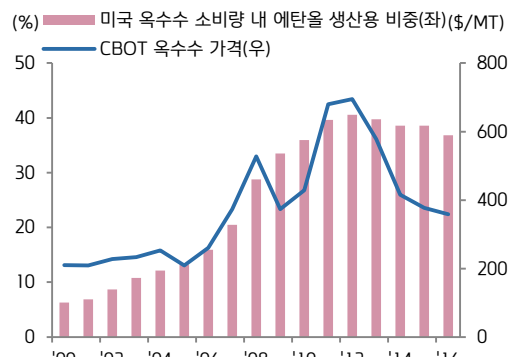
자료: Bloomberg, 중국 농업부, 카움증권 리서치

미국 옥수수 소비에서 에탄올 생산용 비중 증가



자료: USDA, 카움증권 리서치

미국 에탄올 생산용 수요 증가로 옥수수 가격 상승 경험



자료: USDA, 카움증권 리서치



기업분석

CJ제일제당
(097950)

BUY(Maintain)/목표주가 530,000원(상향)
견조한 식품과 바이오의 반격

KT&G
(033780)

BUY(Maintain)/목표주가 146,000원(상향)
배당 매력과 전자담배 기대감

CJ프레시웨이
(051500)

BUY(Maintain)/목표주가 56,000원
수익성 상승 구간 지속

동원산업
(006040)

BUY(Initiate)/목표주가 450,000원
선망어선, 보물선이 되다

CJ제일제당(097950)



BUY(Maintain)

주가(11/17) 398,500원

목표주가 530,000원 (상향)

CJ제일제당은 식품 중심의 이익 성장이 기대되는 가운데, 바이오/생물자원/헬스케어 사업부가 모두 이익 성장 구간에 진입하였다. 특히, 가공식품의 수익성 개선과 바이오 부문의 제품 믹스 및 시황 개선에 주목할 필요가 있다.

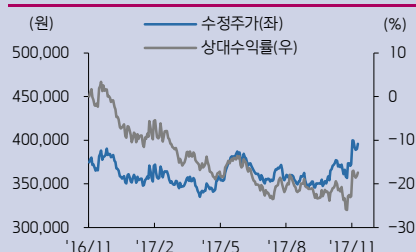
Stock Data

KOSPI (11/17)	2,533.99pt	
시가총액	54,755억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	400,000원	335,000원
최고/최저가 대비 등락	-1.00%	18.21%
주가수익률	절대	상대
1M	6.9%	4.6%
6M	11.7%	1.2%
1Y	5.7%	-17.4%

Company Data

발행주식수	14,496천주
일평균 거래량(3M)	35천주
외국인 지분율	28.58%
배당수익률(17.E)	0.63%
BPS (17.E)	263,599원
주주	CJ 외 6인
	국민연금공단
	34.3%
	13.2%

Price Trend



견조한 식품과 바이오의 반격

>>> 식품 중심의 이익 성장 전망

원당투입단가 하락과 셀렉타 인수 효과로 소재식품의 이익 개선이 견조한 가운데, 가공식품의 수익성이 우상향할 전망이다. 1) 햇반/비비고 만두의 고성장과 견조한 MS 레벨로 수익성 향상이 기대되고, 2) 판촉비 효율화가 진행되고 있으며, 3) HMR 제품의 수익성이 턴어라운드 할 것으로 기대되기 때문이다.

>>> 아미노산 제품 믹스 및 시황 개선 주목

바이오 부문은 제품 믹스 개선과 라이신 시황 개선 가능성에 주목해야 한다. 글로벌 경기 회복으로 아미노산 수요가 개선되는 가운데, 1) 트립토판/핵산/스페셜티 등 고수익성 제품의 비중이 늘어나고 있고, 2) 수급 개선과 중국 정부 정책 변화로 라이신의 시황 개선 가능성이 존재하기 때문이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 53만원

CJ제일제당의 목표주가를 53만원으로 상향한다. 당사는 식품 부문을 중심으로 전 사업부가 이익 성장 국면에 진입한 것으로 판단된다. 바이오 부문의 제품 믹스 개선이 견조한 가운데, 시황 개선 기대감이 점차 상승할 것으로 기대된다. 음식료 업종 Top Pick 의견을 유지한다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	129,245	145,633	164,075	178,907	195,466
보고영업이익(억원)	7,514	8,436	8,389	10,372	11,623
핵심영업이익(억원)	7,514	8,436	8,389	10,372	11,623
EBITDA(억원)	12,350	13,749	14,037	16,350	17,921
세전이익(억원)	3,648	5,284	7,027	7,604	8,861
순이익(억원)	2,537	3,535	4,946	5,171	6,026
자배주주지분순이익(억원)	1,893	2,759	4,318	4,115	4,587
EPS(원)	13,073	19,044	29,788	28,385	31,643
증감율(%YoY)	105.3	45.7	56.4	-4.7	11.5
PER(배)	28.9	18.8	13.3	14.0	12.5
PBR(배)	1.7	1.5	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	9.8	8.7	8.7	7.8	7.3
보고영업이익률(%)	5.8	5.8	5.1	5.8	5.9
핵심영업이익률(%)	5.8	5.8	5.1	5.8	5.9
ROE(%)	4.9	6.2	7.9	7.6	8.3
순부채비율(%)	92.9	93.1	90.6	84.4	77.4

전사 실적 전망: 식품 중심의 이익 성장과 스페셜티 아미노산의 판매량 확대에 주목

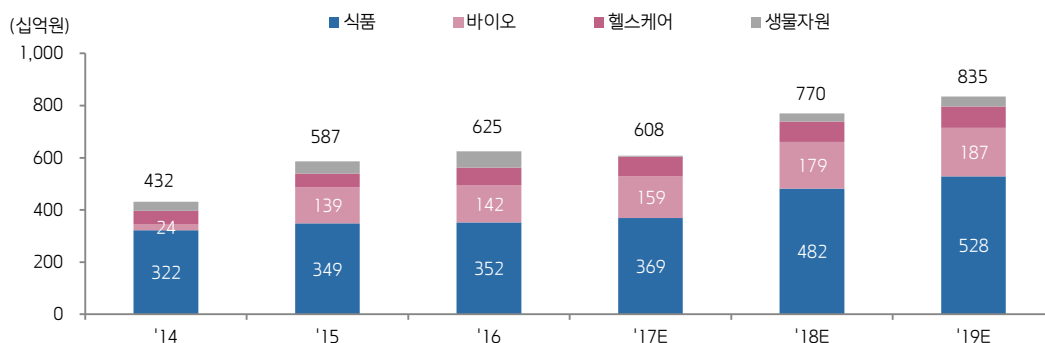
CJ제일제당의 2018년도 영업이익은 전년대비 +27% 정도 증가할 것으로 판단된다. 1) 원당투입단가 하락, 2) 셀렉타 인수 효과, 3) 가공식품 수익성 개선으로 식품 부문 중심의 이익 성장이 기대된다. 특히, HMR이 3분기에 BEP를 달성하면서, 내년에 흑자전환 할 가능성이 높아진 점이 고무적이다.

더불어, 바이오 부문의 실적 기대치도 상승할 수 있다. 1) 글로벌 및 중국 경기 회복으로 아미노산 수요가 개선될 수 있고, 2) 트립토판/핵산/스페셜티 아미노산 등 고수익성 아미노산의 매출 비중이 확대되고 있으며, 3) 다양한 신제품 출시로 포트폴리오 효과가 나타나면서 이익의 안정성이 올라가고 있기 때문이다.

또한, 라이신 수급이 예년보다 타이트해지면서, 시황 개선 기대감이 점증되고 있는 점도 긍정적이다. 과거와 달리 계절적으로 수요가 강한 시즌에 판가 인상이 받아들여지고 있으며, 중국 정부의 환경감찰 제도 확대로 코걸 업체들의 공급이 원활하지 못한 상황이다. 게다가 정부 정책의 변화로 옥수수 가격이 상승할 수 있기 때문에, 여러 가지 측면에서 라이신 가격 상승을 기대해 볼 수 있다.

생물자원은 최악의 상황에서 벗어날 것으로 기대된다. 통상 생물자원 부문의 영업이익은 100~200억원 수준이었으나, 베트남 돈가 하락과 인도네시아 옥수수 가격 상승으로 마진 스프레드가 많이 악화된 상황이다. 하지만, 1) 베트남 양돈 판가가 회복되고 있고, 2) 인도네시아 지역의 사료 판가도 9월말에 인상되었다. 따라서, 마진 스프레드가 개선되는 국면에 진입하면서, 전사 이익 성장 개선에 기여할 것으로 판단된다.

CJ제일제당 부문별 영업이익 추이 및 전망(대한통운 제외 기준)

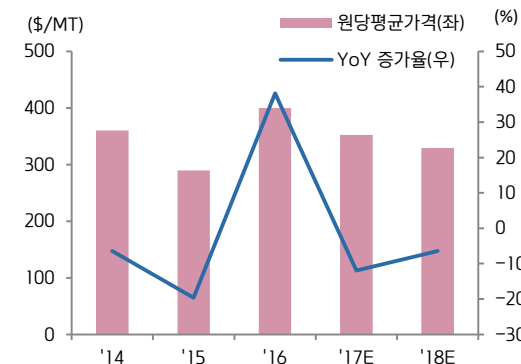


자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

소재식품: 원당 투입단가 하락과 셀렉타 인수 효과

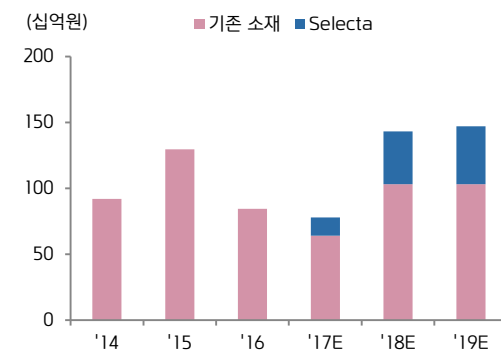
소재식품 부문은 1) 원당 투입단가 하락, 2) 셀렉타 인수 효과로 인해, 2018년도 영업이익은 전년대비 약 650억원 정도 개선될 것으로 판단된다. 현재 시세가 대체로 유지된다면, 내년 원당가격은 -10% 정도 하락할 것으로 판단되는데, 분기별 투입단가는 최대 -30%까지 하락하는 경우도 발생할 것이다. 셀렉타는 연간 400억원 내외의 영업이익이 기대되는데, 2017년에는 4~5개월 정도만 실적에 반영되어 있어, 내년까지 이익 증가 효과가 나올 것으로 판단된다.

원당평균가격 YoY 증가율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치(달러 기준, 매입시점 기준)
주: 1) 매입과 투입은 통상 3~6개월 시차 있음

소재식품 영업이익 추이 및 전망



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

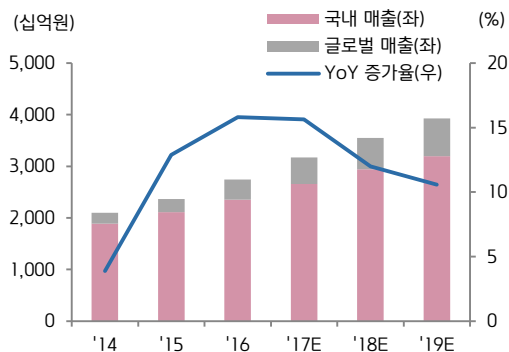
가공식품: 1) 국내외 고성장, 2) 판촉비 효율화, 3) HMR 턴어라운드

가공식품은 CJ제일제당의 영업이익에서 거의 절반을 차지하는 사업부로 동사의 외형 성장을 견인하고 있다. 국내는 1) 핫반/냉동제품의 고성장, 2) 만두/김치의 점유율 확대, 3) HMR 신제품의 외형 확대로 매분기 10% 이상의 성장률을 시현하고 있다. 해외는 미국에서 Mainstream 채널이 확대되면서, 매출이 고성장 하고 있고, 중국/베트남 등 신흥시장에 대한 노출도도 지속적으로 올라가고 있는 상황이다.

수익성 측면에서는 1) 판촉비 효율화와 2) HMR 턴어라운드에 관심을 가져야 한다. 2017년 상반기 실적 악화 이후, 동사는 가공식품 판촉비를 효율화하고 있다. 실제 국내 법인의 판관비율이 하락 전환한 것으로 판단되며, 최소 내년 상반기까지는 무난하게 영업이익률이 상승할 것으로 기대된다. **품목별로는 핫반과 비비고 만두가 기존 동사의 Cash Cow 못지 않은 매출 규모가 되었고(각각 年 2천억 규모), 시장 점유율 1위를 기록하고 있는 상황이기 때문에, 구조적으로 영업이익률이 상승할 수 있다.** 특히, 핫반은 최근에 경쟁사 오투기가 가격 인상에 나섰기 때문에, 구조적으로 ASP가 개선될 가능성이 높다.

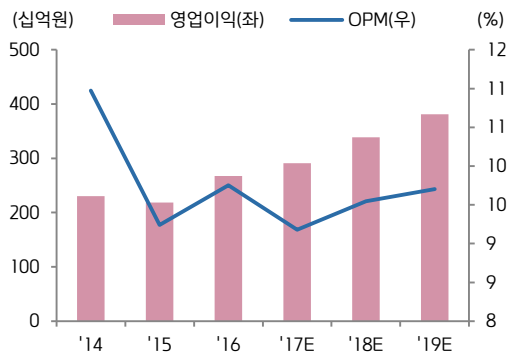
또한, HMR이 3분기에 BEP를 달성하면서, 내년도 턴어라운드 기대감이 확대되고 있는 점도 긍정적이다. 동사는 국/탕/찌개류 등이 신제품 런칭과 마케팅 확대로 판관비 지출이 높은 편이었으나, 제품별로 규모가 확대되면서, 3분기에 BEP를 달성하였다. 해당 제품의 수익성은 매분기 개선되고 있는 흐름이어서, **내년부터 HMR 제품이 가공식품 이익에 기여할 것으로 판단된다.**

가공식품 매출액 추이 및 전망



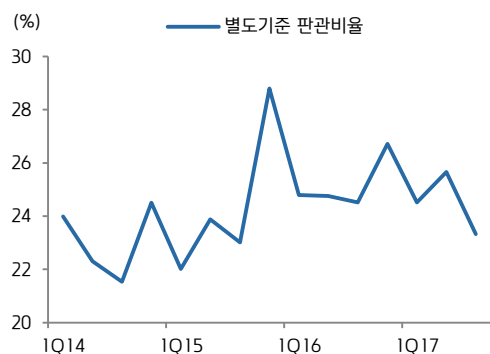
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

가공식품 영업이익 추이 및 전망



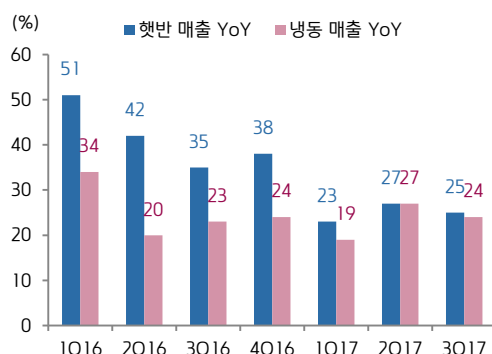
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당 별도기준 판관비율 추이



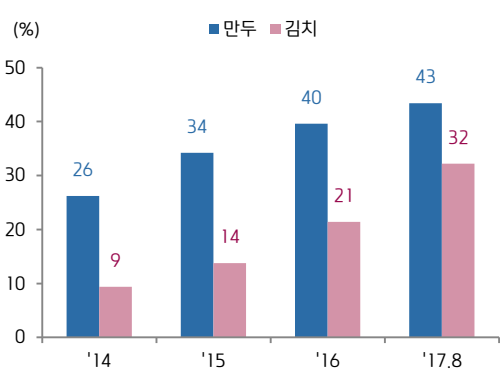
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

햇반/냉동 매출 YoY 증가율 추이



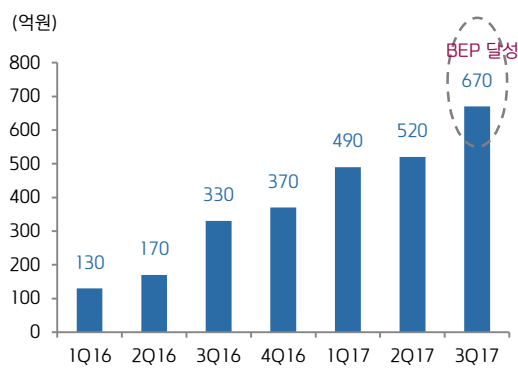
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

만두/김치 MS 추이



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

HMR 신제품 매출액 추이



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

바이오: 제품 믹스 개선과 라이신 시황 개선 가능성

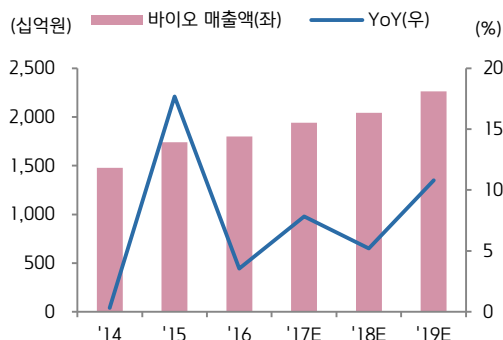
바이오는 제품 믹스 개선과 시황 개선 가능성에 주목해야 한다.

라이신/메치오닌/쓰레오닌 등 저수익성 제품의 매출 비중이 줄어들고, 트립토판/핵산/발린/알지닌 등 고수익성 제품의 매출 비중이 확대되고 있다. 중국 사료 시장의 성장률은 예년보다 둔화되었으나, 최근 글로벌 경기가 회복되고, 메이저 업체들이 시장 확대에 나서면서, 스페셜티 아미노산을 중심으로 수요가 고성장하고 있다. 동사는 최근에 발린과 알지닌에 대한 마케팅을 확대하고 있는데, 매출 비중은 작지만 영업이익 비중은 15% 이상으로 추산된다. 두 품목은 올해 판매량이 전년대비 거의 2배 이상 증가하였기 때문에, 내년에도 판매량의 고성장이 이어질 가능성이 높다. 또한, 트립토판은 Capa 증설로 인해 20% 내외의 성장률을 보이고 있고(연간 Capa 1.9만톤), 식품 첨가제인 핵산은 중국 소비 경기가 회복되면서, 최근에 판매량이 10% 이상 성장하고 있다.

또한, 라이신 시황의 개선 가능성에도 주목해야 한다. 글로벌 경기 회복으로 아미노산 수요가 회복될 것으로 기대되는 가운데, 1) 과거 대비 수급이 타이트해졌고, 2) 정부의 환경 감찰 강화로 로컬 업체의 공급이 원활하지 못하며, 3) 정부 정책 변화로 옥수수 가격이 상승할 수 있기 때문이다. 과거에는 계절적 성수기(춘절/국경절 시즌 전)에 가격이 상승하지 못했으나, 최근에는 사료 업체들이 판가 인상을 받아 주면서, 가격이 상승하고 있다. 또한, 지난 2년간 옥수수 가격 약세에도 불구하고, 라이신 가격의 밴드는 점차 우상향 하고 있다.

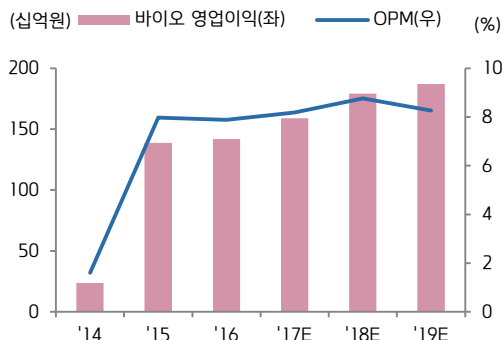
한편, 중국 정부의 정책에도 주목해야 한다. 중국 정부는 환경 보호 강화를 위해, 정기적인 환경 감찰을 시행하고 있으며, 이에 따라 로컬 업체들이 적시에 아미노산 제품을 공급하지 못하고 있다. 게다가 옥수수 재고 처리를 위해, 정부가 옥수수 경작면적을 2020년까지 단계적으로 축소할 계획이다. 이런 상황에서 바이오 에탄올 의무 사용량이 계획대로 늘어나게 된다면, 중국 옥수수 수요가 25% 정도 증가할 수 있기 때문에, 중국 내수 옥수수 수급이 타이트해지면서 가격이 상승할 수 있다. 옥수수는 대두박과 함께 라이신의 대체재인 동시에 주요 원재료로 쓰이고 있기 때문에, 옥수수 가격의 상승은 라이신 가격의 상승을 야기할 수 있다.

바이오 매출액 추이 및 전망



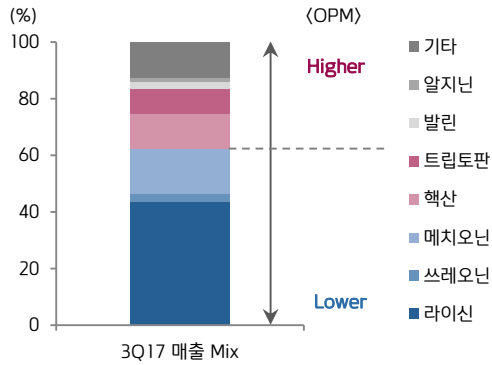
자료: C제일제당, 키움증권 리서치

바이오 영업이익 추이 및 전망



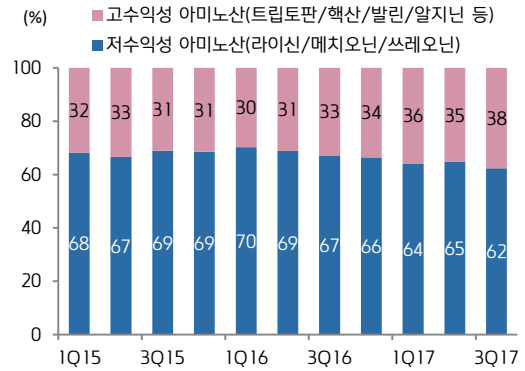
자료: C제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당 바이오 매출 Mix와 OPM 레벨 비교



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당 바이오 매출 Mix 추이



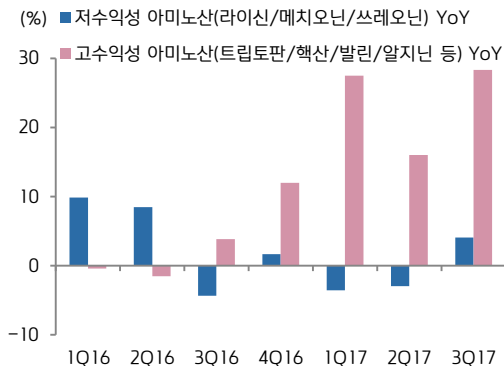
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

고수익성 아미노산 제품 설명 및 최근 동향

제품명	주요 용도	제품 설명 및 최근 동향
트립토판	사료 첨가제	<ul style="list-style-type: none"> 돼지의 제3제한 아미노산. 자돈의 성장과 발달에 반드시 필요, 가축의 스트레스 완화 및 면역력 강화에 중요한 역할 최근 Ajinomoto의 증설 물량 공급이 지연되면서, 판가까지 강세 기조
핵산	식품 첨가제	<ul style="list-style-type: none"> 식품첨가제로 조미료 효능이 있음. 중국 및 개발도상국의 소득 증가 및 라이프 스타일 변화에 따라 가공식품 수요 증가로 고성장 중 최근 중국 소비 경기 회복으로 판매량 고성장 중(CJ 제일제당 매출의 70%가 중국향)
발린	사료 첨가제	<ul style="list-style-type: none"> 닭과 돼지의 제5제한 아미노산. 우선 순위가 낮아서 그 동안 사료 업체들이 곡물 배합비로 조절해왔음 Ajinomoto가 독점하던 시장이었으나, 최근에 CJ 제일제당이 시장 규모를 키우고 있음
알라닌	식품 첨가제	<ul style="list-style-type: none"> 운동할 때 근육 활성화, 혈류량 증대에 기여. 주로 스포츠 기능성 음료의 성분으로 쓰임 그 동안 돼지털, 사람 모발 등을 원료하여 삼가수분해 방식으로 만들어왔으나, CJ 제일제당의 친환경 발효 방식 제조 비중이 커지고 있음

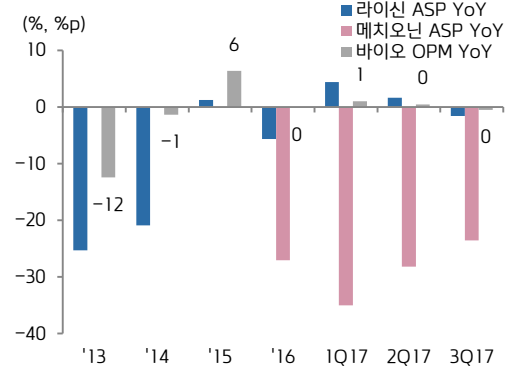
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당 아미노산 매출 YoY 증가율 추이



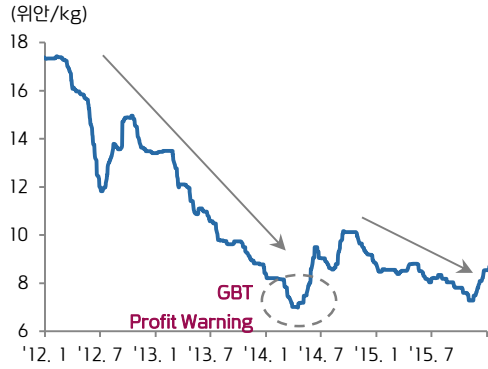
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당 라이신/메치오닌 ASP vs 바이오 OPM



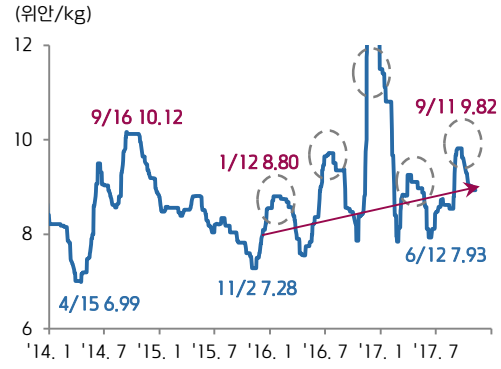
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

중국 라이신 Spot 가격 추이 (1)
2012~15: 공급과잉에 따른 구조적 평가 하락



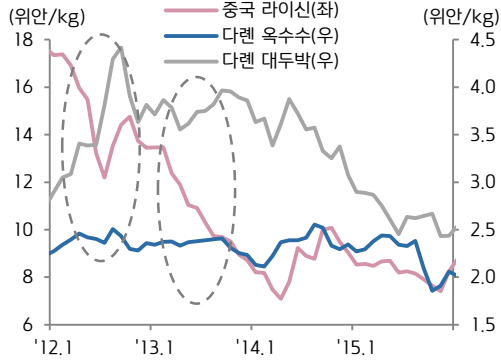
자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 라이신 Spot 가격 추이(2)
2016~17: Seasonality의 부활 → 타이트해진 수급



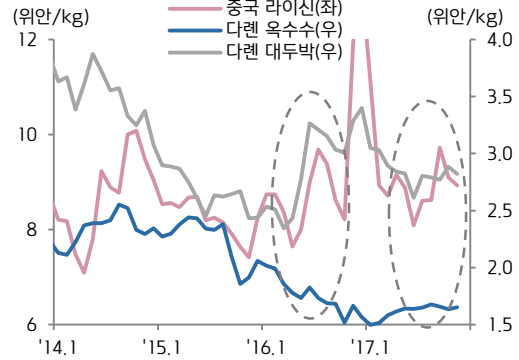
자료: Wind, 키움증권 리서치

월평균 중국 라이신/옥수수/대두박 추이 (1)
2012~13: 대두박 강세에도 라이신 가격 하락



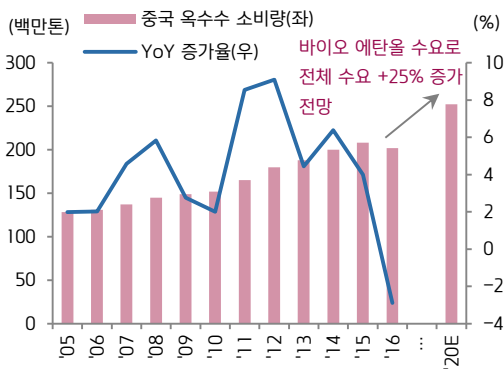
자료: Wind, Bloomberg, 키움증권 리서치

월평균 중국 라이신/옥수수/대두박 추이 (2)
2016~17: 대두박 견조/옥수수 약세/라이신 강세



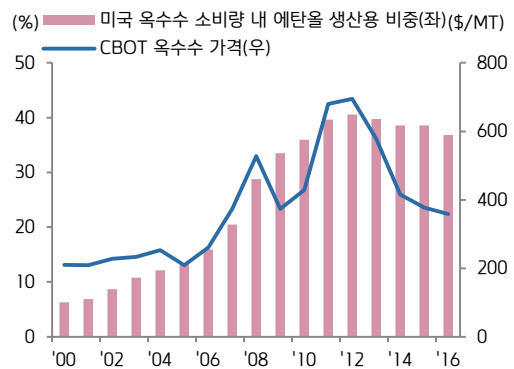
자료: Wind, Bloomberg, 키움증권 리서치

바이오 에탄올 수요로 중국 옥수수 수요 25% 증가 전망



자료: Bloomberg, 중국 농업부, 키움증권 리서치

미국 에탄올 생산용 수요 증가로 옥수수 가격 상승 경험



자료: USDA, 키움증권 리서치

CJ제일제당 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017E	2018E	2019E
매출액	3,887	3,909	4,411	4,201	4,377	4,326	4,628	4,560	16,408	17,891	19,547
(YoY)	10.0%	8.3%	19.9%	12.3%	12.6%	10.7%	4.9%	8.5%	12.7%	9.0%	9.3%
식품	1,324	1,182	1,502	1,324	1,547	1,369	1,650	1,409	5,331	5,976	6,444
(YoY)	14.1%	7.1%	20.7%	19.8%	16.8%	15.9%	9.9%	6.5%	15.6%	12.1%	7.8%
소재	541	468	596	555	658	568	644	555	2,160	2,425	2,518
(YoY)	13.3%	-1.0%	24.6%	25.7%	21.5%	21.4%	8.1%	0.0%	15.5%	12.3%	3.8%
가공	782	713	906	769	889	801	1,006	855	3,171	3,551	3,926
(YoY)	14.7%	13.1%	18.3%	15.9%	13.6%	12.3%	11.0%	11.1%	15.6%	12.0%	10.6%
바이오	452	469	511	510	499	490	517	538	1,943	2,044	2,264
(YoY)	5.6%	2.9%	12.0%	10.5%	10.4%	4.4%	1.1%	5.5%	7.8%	5.2%	10.8%
헬스케어	123	132	135	148	129	138	142	156	538	565	593
(YoY)	4.5%	4.9%	4.2%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	4.7%	5.0%	5.0%
생물자원	500	545	527	557	535	583	563	595	2,128	2,276	2,458
(YoY)	2.3%	4.4%	10.1%	6.3%	6.9%	7.0%	6.9%	6.9%	5.7%	6.9%	8.0%
물류	1,595	1,708	1,873	1,787	1,774	1,872	1,894	1,985	6,963	7,525	8,282
(YoY)	10.4%	12.8%	25.7%	9.4%	11.2%	9.6%	1.1%	11.1%	14.5%	8.1%	10.1%
대통제외 기준	2,400	2,327	2,675	2,539	2,710	2,580	2,872	2,698	9,940	10,861	11,760
(YoY)	9.3%	5.5%	15.9%	13.8%	13.0%	10.9%	7.4%	6.3%	11.2%	9.3%	8.3%
매출총이익	858	813	986	902	996	949	1,084	1,000	3,560	4,029	4,453
(GPM)	22.1%	20.8%	22.4%	21.5%	22.8%	21.9%	23.4%	21.9%	21.7%	22.5%	22.8%
대통제외 기준	686	627	788	719	810	748	869	802	2,820	3,229	3,531
(GPM)	28.6%	27.0%	29.5%	28.3%	29.9%	29.0%	30.3%	29.7%	28.4%	29.7%	30.0%
판매비	666	649	717	690	737	717	778	760	2,722	2,992	3,291
(판매비율)	17.1%	16.6%	16.3%	16.4%	16.8%	16.6%	16.8%	16.7%	16.6%	16.7%	16.8%
대통제외 기준	542	523	578	570	605	582	633	639	2,212	2,459	2,696
(판매비율)	22.6%	22.5%	21.6%	22.5%	22.3%	22.5%	22.0%	23.7%	22.3%	22.6%	22.9%
영업이익	192	164	269	213	260	232	306	239	839	1,037	1,162
(YoY)	-17.3%	-21.9%	10.7%	35.6%	35.0%	41.2%	13.6%	12.5%	-0.6%	23.6%	12.1%
(OPM)	5.0%	4.2%	6.1%	5.1%	5.9%	5.4%	6.6%	5.3%	5.1%	5.8%	5.9%
식품	87	54	150	78	136	102	162	83	369	482	528
(OPM)	6.6%	4.6%	10.0%	5.9%	8.8%	7.4%	9.8%	5.9%	6.9%	8.1%	8.2%
바이오	38	33	42	46	44	37	48	50	159	179	187
(OPM)	8.4%	7.0%	8.2%	9.1%	8.8%	7.6%	9.2%	9.3%	8.2%	8.8%	8.3%
헬스케어	18	18	20	20	19	19	19	21	76	78	81
(OPM)	14.7%	13.6%	14.5%	13.5%	14.4%	13.5%	13.6%	13.6%	14.1%	13.8%	13.7%
생물자원	1	-1	-1	5	6	9	7	9	4	31	39
(OPM)	0.3%	-0.2%	-0.2%	0.8%	1.1%	1.5%	1.3%	1.5%	0.2%	1.4%	1.6%
물류	51	62	63	65	58	67	73	78	241	276	336
(OPM)	3.2%	3.6%	3.3%	3.6%	3.3%	3.6%	3.9%	3.9%	3.5%	3.7%	4.1%
대통제외 기준	144	104	210	149	205	166	236	163	608	770	835
(YoY)	-21.2%	-31.6%	13.0%	44.5%	41.9%	59.9%	12.3%	9.3%	-2.7%	26.7%	8.4%
(OPM)	6.0%	4.5%	7.9%	5.9%	7.5%	6.5%	8.2%	6.0%	6.1%	7.1%	7.1%
세전이익	125	70	365	143	196	162	234	168	703	760	886
당기순이익	91	43	264	97	133	110	159	114	495	517	603
지배주주순이익	82	21	256	72	113	85	130	84	432	411	459
(YoY)	-33.1%	-50.0%	130.9%	흑전	37.5%	299.9%	-49.2%	16.3%	56.5%	-4.7%	11.5%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

CJ제일제당 바이오 부문 추이 및 가정

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017E	2018E	2019E
바이오	452	469	511	510	499	490	517	538	1,943	2,044	2,264
(YoY)	5.6%	2.9%	12.0%	10.5%	10.4%	4.4%	1.1%	5.5%	7.8%	5.2%	10.8%
라이신	210	215	223	228	221	219	228	231	876	899	931
(YoY)	9.4%	4.1%	0.0%	5.3%	5.2%	1.9%	2.0%	1.6%	4.5%	2.7%	3.6%
ASP(달러/톤)	1,253	1,235	1,240	1,260	1,260	1,250	1,260	1,280	1,247	1,263	1,288
(QoQ)	-0.2%	-1.4%	0.4%	1.6%	0.0%	-0.8%	0.8%	1.6%			
(YoY)	4.4%	1.6%	-1.6%	0.4%	0.6%	1.2%	1.6%	1.6%	1.2%	1.3%	2.0%
Q(천톤)	145	154	159	160	155	155	160	160	618	630	640
(YoY)	9.0%	5.5%	0.6%	7.4%	6.9%	0.6%	0.6%	0.0%	5.5%	1.9%	1.6%
핵산	53	61	64	60	58	65	67	63	238	254	271
(YoY)	5.8%	14.5%	17.3%	8.4%	8.7%	6.1%	5.8%	6.0%	11.6%	6.6%	7.0%
ASP(달러/kg)	6.9	6.8	7.1	6.9	6.9	6.8	7.1	6.9	6.9	6.9	6.9
(QoQ)	0.0%	-1.4%	4.4%	-2.8%	0.0%	-1.4%	4.4%	-2.8%			
(YoY)	-1.4%	-4.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-1.3%	0.1%	0.0%
Q(천톤)	6.7	8.0	7.9	7.7	7.4	8.5	8.4	8.1	30.3	32.4	34.7
(YoY)	11.7%	23.1%	16.2%	11.0%	11.0%	6.0%	6.0%	6.0%	15.5%	7.1%	7.0%
메치오닌	66	76	83	76	76	76	76	95	301	324	447
(YoY)	-24.5%	-12.4%	24.0%	9.8%	15.5%	0.1%	-7.8%	24.4%	-3.0%	7.5%	38.2%
ASP(달러/kg)	2.6	2.5	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4	2.5	2.5	2.2
(QoQ)	-13.3%	-3.8%	4.0%	-3.8%	0.0%	0.0%	0.0%	-4.0%			
(YoY)	-35.0%	-28.2%	-23.5%	-16.7%	-3.8%	0.0%	-3.8%	-4.0%	-26.5%	-3.0%	-10.9%
Q(천톤)	22.0	27.0	28.1	27.0	27.0	27.0	27.0	35.0	104.1	116.0	180.0
(YoY)	20.9%	25.6%	60.6%	35.0%	22.7%	0.0%	-3.9%	29.6%	34.8%	11.4%	55.2%
기타	123	117	141	146	144	129	145	148	528	568	614
(YoY)	25.0%	7.3%	26.3%	21.3%	17.3%	10.9%	2.8%	1.4%	19.9%	7.6%	8.2%
원/달러 평균환율	1,154	1,129	1,132	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130	1,137	1,130	1,130
(QoQ)	-0.3%	-2.2%	0.3%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
(YoY)	-3.9%	-2.9%	1.0%	-2.4%	-2.1%	0.1%	-0.2%	0.0%	-2.1%	-0.6%	0.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

CJ제일제당 목표주가 변경 내역

EPS(원)	30,014	2018~19년 EPS 평균
Target PER(배)	17.5	국내외 Peer(Ajinomoto, Meihua, 오투기, 동원 F&B)의 평균 PER에 10% 프리미엄 적용
목표주가(원)	530,000	만원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	129,245	145,633	164,075	178,907	195,466
매출원가	100,384	112,752	128,471	138,617	150,931
매출총이익	28,860	32,881	35,604	40,290	44,534
판매비및일반관리비	21,346	24,445	27,215	29,917	32,911
영업이익(보고)	7,514	8,436	8,389	10,372	11,623
영업이익(핵심)	7,514	8,436	8,389	10,372	11,623
영업외손익	-3,866	-3,153	-1,362	-2,768	-2,762
이자수익	146	180	185	184	187
배당금수익	62	66	67	67	68
외환이익	1,202	1,330	1,197	1,197	1,197
이자비용	1,805	1,790	1,907	1,883	1,883
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	820	-608	-606
법인세차감전이익	3,648	5,284	7,027	7,604	8,861
법인세비용	1,111	1,748	2,081	2,433	2,836
유효법인세율 (%)	30.5%	33.1%	29.6%	32.0%	32.0%
당기순이익	2,537	3,535	4,946	5,171	6,026
지배주주지분순이익(억원)	1,893	2,759	4,318	4,115	4,587
EBITDA	12,350	13,749	14,037	16,350	17,921
현금순이익(Cash Earnings)	7,373	8,848	10,593	11,149	12,324
수정당기순이익	2,431	3,412	4,946	5,171	6,026
증감률(% YoY)					
매출액	10.4	12.7	12.7	9.0	9.3
영업이익(보고)	29.6	12.3	-0.6	23.6	12.1
영업이익(핵심)	29.6	12.3	-0.6	23.6	12.1
EBITDA	20.2	11.3	2.1	16.5	9.6
지배주주지분 당기순이익	105.8	45.8	56.5	-4.7	11.5
EPS	105.3	45.7	56.4	-4.7	11.5
수정순이익	46.1	40.3	44.9	4.6	16.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	11,546	8,001	8,059	9,101	10,049
당기순이익	2,537	3,535	4,946	5,171	6,026
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	-2,469	-1,980	-2,208
기타	2,572	2,177	-594	-595	-595
투자활동현금흐름	-6,930	-14,089	-11,299	-9,438	-10,050
투자자산의 처분	813	282	-2,299	12	-127
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	2,966	352	465
단기자입금의 증가	-11,962	-8,579	0	0	0
장기자입금의 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	834	706	819
현금및현금성자산의순증가	938	1,146	-274	15	464
기초현금및현금성자산	4,360	5,298	6,444	6,169	6,184
기말현금및현금성자산	5,298	6,444	6,169	6,184	6,648
Gross Cash Flow	10,772	11,587	10,528	11,081	12,257
Op Free Cash Flow	3,459	-1,689	83	1,601	2,072

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	40,185	48,807	53,509	57,445	62,361
현금및현금성자산	5,298	6,444	6,169	6,184	6,648
유동금융자산	2,147	3,767	3,856	3,846	3,909
매출채권및유동채권	21,387	25,171	28,358	30,922	33,784
재고자산	10,976	12,802	14,423	15,726	17,182
기타유동비금융자산	377	624	703	766	837
비유동자산	97,328	108,855	114,870	118,719	122,822
장기매출채권및기타비유동채권	2,963	3,052	3,438	3,749	4,096
투자자산	8,814	8,781	11,057	11,122	11,254
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	168,379	176,164	185,182
유동부채	43,357	46,992	52,175	54,350	56,781
매입채무및기타유동채무	16,710	20,314	22,886	24,955	27,265
단기자입금	14,407	18,015	18,015	18,015	18,015
유동성장기차입금	11,483	7,733	10,219	10,219	10,219
기타유동부채	758	931	1,056	1,162	1,283
비유동부채	40,303	50,065	51,007	51,800	52,717
장기매입채무및비유동채무	767	853	961	1,048	1,145
사채및장기차입금	31,572	40,875	40,875	40,875	40,875
기타비유동부채	7,964	8,337	9,171	9,877	10,697
부채총계	83,660	97,058	103,182	106,150	109,497
자본금	724	724	725	725	725
주식발행초과금	9,183	9,199	9,199	9,199	9,199
이익잉여금	23,342	25,665	29,784	33,691	38,065
기타자본	-1,819	-1,495	-1,495	-1,495	-1,495
지배주주지분자본총계	31,431	34,094	38,212	42,120	46,494
비지배주주지분자본총계	22,421	26,511	26,984	27,894	29,191
자본총계	53,852	60,605	65,197	70,014	75,685
순차입금	50,017	56,411	59,083	59,077	58,550
총차입금	57,462	66,622	69,108	69,108	69,108

투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	13,073	19,044	29,788	28,385	31,643
BPS	216,981	235,302	263,599	290,552	320,726
주당EBITDA	85,310	94,899	96,842	112,786	123,626
CFPS	50,928	61,072	73,086	76,906	85,013
DPS	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	28.9	18.8	13.3	14.0	12.5
PBR	1.7	1.5	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	9.8	8.7	8.7	7.8	7.3
PCFR	7.4	5.9	5.4	5.1	4.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.8	5.8	5.1	5.8	5.9
영업이익률(핵심)	5.8	5.8	5.1	5.8	5.9
EBITDA margin	9.6	9.4	8.6	9.1	9.2
순이익률	2.0	2.4	3.0	2.9	3.1
자기자본이익률(ROE)	4.9	6.2	7.9	7.6	8.3
투자자본이익률(ROIC)	5.4	5.5	5.4	6.1	6.5
안정성(%)					
부채비율	155.4	160.1	158.3	151.6	144.7
순차입금비율	92.9	93.1	90.6	84.4	77.4
이자보상배율(배)	4.2	4.7	4.4	5.5	6.2
활동성(배)					
매출채권회전율	6.0	6.3	6.1	6.0	6.0
재고자산회전율	11.9	12.2	12.1	11.9	11.9
매입채무회전율	8.2	7.9	7.6	7.5	7.5

KT&G(033780)



BUY(Maintain)

주가(11/17) 116,000원

목표주가 146,000원 (상향)

KT&G는 수출담배와 인삼공사 성장을 통한 이익 방어 속에, 전자담배 카테고리에서 장기 성장성을 마련하는데 집중하고 있다. 높은 배당 수익률이 매력적으로 부각되는 가운데, 전자담배 신제품 기대감이 밸류에이션에 긍정적으로 작용할 것으로 판단된다.

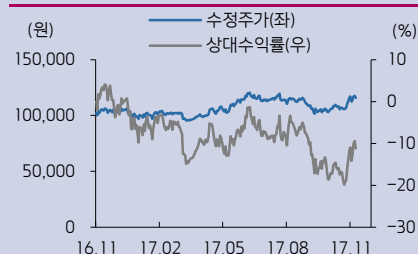
Stock Data

KOSPI (11/17)	2,533.99pt	
시가총액	159,259억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	120,500원	95,500원
최고/최저가 대비 등락	-3.73%	21.47%
주가수익률	절대	상대
1M	9.4%	7.1%
6M	12.1%	1.5%
1Y	13.7%	-11.2%

Company Data

발행주식수	137,292천주
일평균 거래량(3M)	349천주
외국인 지분율	53.32%
배당수익률(17.E)	3.28%
BPS (17.E)	55,816원
주요 주주	국민연금공단 9.9%
	중소기업은행 7.5%

Price Trend



배당 매력과 전자담배 기대감

>>> 이익 방어 속에 장기 성장성 마련에 집중

KT&G의 2018년도 영업이익은 2017년과 유사한 수준에 머무를 전망이다. 수출담배와 인삼공사의 성장은 전사 이익 성장에 긍정적으로 작용하나, 내수담배의 마진 믹스 악화 혹은 판매량 하락으로, 이익 개선이 제한적일 것으로 판단된다. 동사는 내년도 이익 방어 속에 전자담배를 통한 장기 성장성 마련에 집중할 것으로 판단된다.

>>> 배당 매력과 전자담배 기대감

주가 흐름은 높은 배당수익률로 하방이 지지되는 가운데, 전자담배의 성과에 따라 밸류에이션 레벨이 결정될 전망이다. 초기 소비자 반응 확인까지는 시간이 다소 필요하겠으나, IQOS와의 호환성, 기기 사용의 편의성, 가향캡슐 적용의 특징점을 바탕으로, 신제품에 대한 기대감이 확대될 것으로 판단된다. 향후 신제품 점유율 이 상승할수록, 글로벌 담배 회사와의 밸류에이션 갭이 축소되고, 이익 전망치가 상향될 수 있다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 146,000원

KT&G의 목표주가를 146,000원으로 상향한다. 높은 배당 수익률이 매력적으로 부각되는 가운데, 중장기적으로 수출담배, 인삼공사, 전자담배의 성장이 기대된다. 특히, 전자담배의 점유율 확대에 따라, 신시장 진출 기회가 생길 가능성도 주시해야 한다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	41,698	45,033	47,510	48,369	49,815
보고영업이익(억원)	13,659	14,701	15,185	15,310	15,792
핵심영업이익(억원)	13,659	14,701	15,185	15,310	15,792
EBITDA(억원)	15,278	16,283	16,666	16,807	17,307
세전이익(억원)	14,144	15,878	15,026	16,006	16,481
순이익(억원)	10,322	12,260	10,682	11,685	12,031
지배주주지분순이익(억원)	10,357	12,313	10,673	11,685	12,031
EPS(원)	7,544	8,968	7,774	8,511	8,763
증감율(%YoY)	25.4	18.9	-13.3	9.5	3.0
PER(배)	13.9	11.3	14.9	13.6	13.2
PBR(배)	2.3	2.0	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA(배)	8.5	7.1	8.0	7.5	7.0
보고영업이익률(%)	32.8	32.6	32.0	31.7	31.7
핵심영업이익률(%)	32.8	32.6	32.0	31.7	31.7
ROE(%)	17.2	18.3	14.4	14.5	13.7
순부채비율(%)	-21.8	-31.8	-34.8	-39.0	-42.5

전사 실적 전망: 이익 방어 속에 장기 성장성 마련에 집중하는 시기

KT&G의 2018년도 영업이익은 올해와 유사한 수준에 머무를 전망이다. 수출담배와 인삼공사의 성장성은 2017년과 큰 차이가 없으나, 내수담배의 이익이 흔들릴 가능성이 있기 때문이다. 동사는 전자담배 릴(iii)을 2017년 11월에 출시하였으나, 전자담배가 성공하더라도 초기 시장 진입 비용으로 마진 믹스가 악화될 수 있고, 전자담배가 부진하면 점유율 하락으로 이익 레벨이 낮아질 수 있기 때문이다. 하지만, 전자담배의 점유율 상승 속도에 따라, 향후 실적 전망이 가파르게 변할 수 있고, 일본 시장 등 해외 수출 기대감이 생길 수 있기 때문에, 밸류에이션의 변화가 주가를 좌우할 전망이다. 따라서, 2018년 주가 흐름의 Key Factor는 전자담배의 점유율이 될 것으로 판단된다.

담배: 내수담배 우려 속에, 수출담배 성장으로 이익 방어력 과시

2018년도 KT&G 별도기준 영업이익은 2017년도와 큰 차이가 없을 전망이다. 내수담배의 이익 감소를 수출담배에서 커버할 것으로 판단되기 때문이다. 수출담배는 슬림담배 중심으로 신시장을 확대하면서, 판매량이 평균적으로 8~10% 정도 성장 중이고, 주력 시장의 계약단가 인상과 믹스 개선(슬림담배 확대)을 통해, ASP가 평균적으로 4~5% 정도 성장 중이다. 동사의 담배 부문의 영업이익률은 내수보다 수출이 더 높기 때문에, 내수담배 판매량의 급격한 감소만 없다면, 이익 방어가 가능할 전망이다.

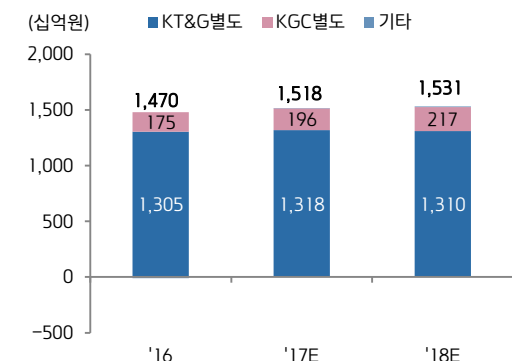
인삼공사: 제품 구색 확대로 장기 성장성 확보

인삼공사는 건강기능식품 산업의 성장에 따라, 꾸준히 외형이 성장 중이다. 최근에는 에브리타임, 화애락, 천녹, 굿베이스 등 다양한 제품에 대한 마케팅을 확대하면서, 제품 구색을 늘려나가고 있다. 전체적으로 성장 중심의 경영 전략이 지속되고 있으나, 마케팅 비용을 분기별로 관리하는 모습을 보여주고 있기 때문에, 영업이익률은 소폭 상승할 것으로 판단된다.

배당 매력 부각 속에, 전자담배 신제품 기대감 지속

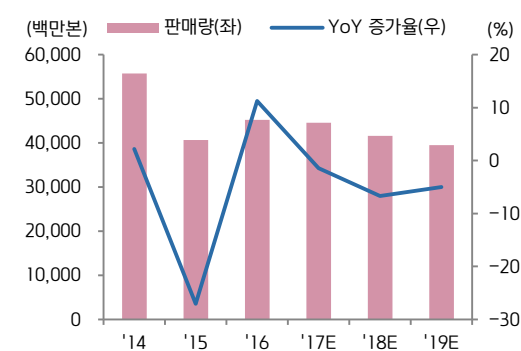
KT&G는 2017년도 배당금을 200원 이상 증액하는 것을 고려 중이다(10/26 수시공시). 따라서, 3,800원 이상으로 주당 배당금이 결정될 가능성이 높기 때문에, 3.5% 내외의 배당수익률이 가능하다. 이러한 높은 배당 수익률은 동사 주가의 하방을 지지하는 요소로 작용할 것이다. 더불어, 2017년 11월에 출시된 전자담배 신제품 릴(iii)과 핏(Fiit)은, iQOS와의 호환성, 기기 사용의 편의성, 가향캡슐 적용의 특징점 덕분에, 시장에서 기대감이 상승할 것으로 판단된다.

KT&G 부문별 영업이익 추이 및 전망



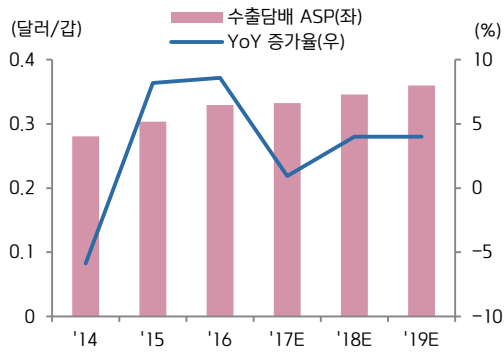
자료: KT&G, 키움증권 리서치

내수담배 판매량 추이 및 전망



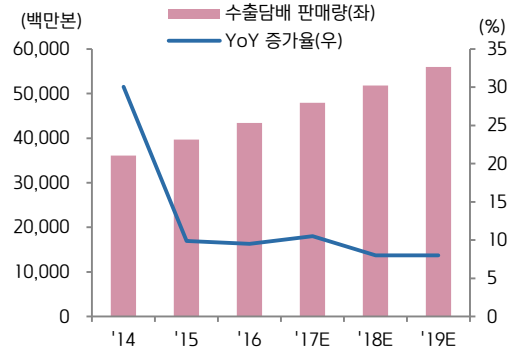
자료: KT&G, 키움증권 리서치

수출담배 ASP 추이 및 전망



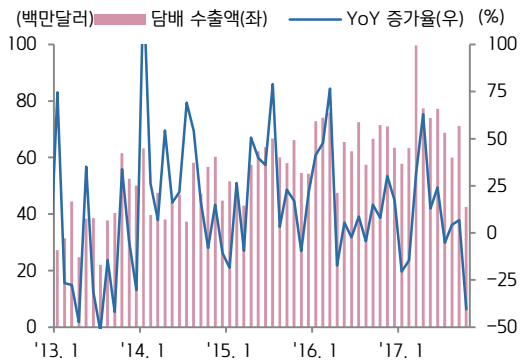
자료: KT&G, 키움증권 리서치

수출담배 판매량 추이 및 전망



자료: KT&G, 키움증권 리서치

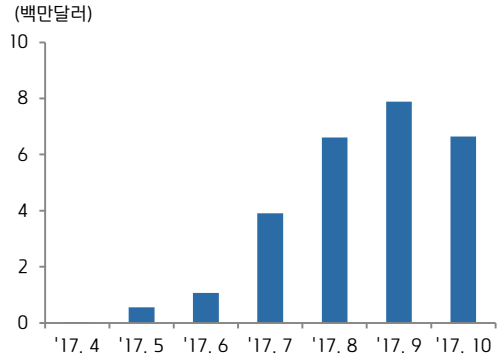
관세청 담배 수출액 추이



자료: 관세청, 키움증권 리서치

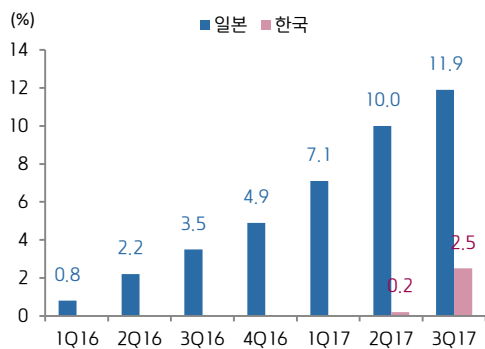
주: 1) 관세청 Data는 일본/호주를 제외한 출항일 기준

궐련형 전자담배(iQOS) 수입액 추이(From Italy)



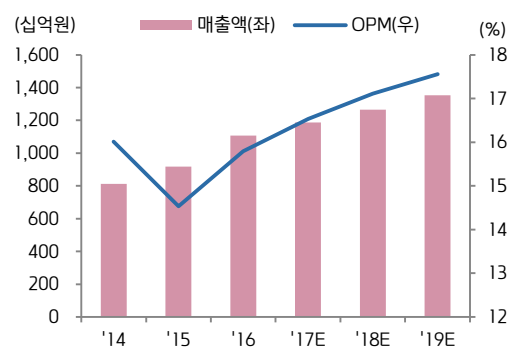
자료: 관세청

iQOS 시장 점유율 추이



자료: Philip Morris(판매량, 전국점유율 기준)

인삼공사 매출/OPM 추이 및 전망



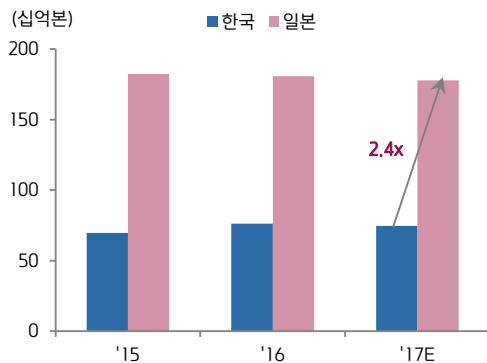
자료: KT&G, 키움증권 리서치

국내에 출시된 걸련형 전자담배 비교

제조사	KT&G	PMI	BAT
Device 名	릴 (lil)	아이코스 (iQOS)	글로 (GLO)
Stick 名	핏 (Fiit)	히츠 (Heets)	던힐 네오스틱 (Dunhill Neosticks)
제품 사진			
국내 출시 일자	2017.11.13 (시범 판매) 2017.11.20 (정식 판매)	2017.06	2017.08.13
Device 가격	권장소비가 95,000 원 쿠폰 할인가 68,000 원	권장소비가 120,000 원 쿠폰 할인가 97,000 원	권장소비가 90,000 원 쿠폰 할인가 70,000 원
Stick 가격	20 개비 당 4,300 원	20 개비 당 4,300 원	20 개비 당 4,300 원
채널	GS25	CU, 세븐일레븐, 미니ストップ, 위드미	GS25, CU, 세븐일레븐
방식	디바이스-스틱 일체형	디바이스-스틱 분리형	디바이스-스틱 일체형
충전	1 회 충전으로 20 개피 이상 흡연 가능	1 개비 흡연 시 4 분 충전	1 회 2~4 시간 충전으로 20~30 개비 연속 흡연
무게	90g	139g	101g
특징	업계 최초 가향캡슐 적용 아이코스과 호환 가능 연속성, 실용성, 그립감	깔끔한 디자인 전용 청소솔과 면봉 별도 구매	연속성, 그립감, 청소/관리 용이

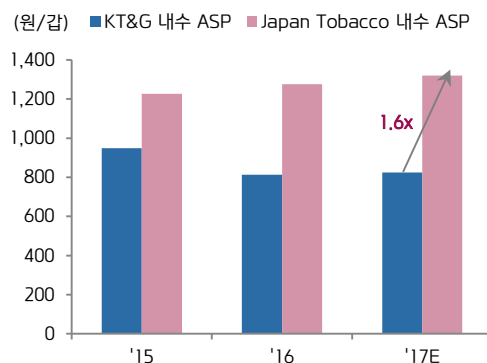
자료: 언론보도, 키움증권 리서치

일본 담배 총 수요량은 한국의 2.4배 수준



자료: KT&G, Japan Tobacco, Philip Morris, 키움증권 리서치

Japan Tobacco의 내수 ASP는 KT&G의 1.6배 수준



자료: KT&G, Japan Tobacco, 키움증권 리서치

주: 1) 100엔 = 990원 가정

KT&G 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017E	2018E	2019E
매출액	1,179	1,162	1,279	1,132	1,194	1,186	1,305	1,152	4,751	4,837	4,981
(YoY)	8.0%	6.8%	4.8%	2.5%	1.3%	2.1%	2.0%	1.8%	5.5%	1.8%	3.0%
KT&G	726	801	789	785	725	803	790	791	3,101	3,109	3,167
(YoY)	3.5%	7.5%	4.7%	2.2%	-0.2%	0.2%	0.1%	0.9%	4.5%	0.3%	1.8%
담배	663	693	713	674	661	695	714	681	2,744	2,752	2,809
(YoY)	1.0%	4.8%	2.6%	2.6%	-0.2%	0.2%	0.1%	1.0%	2.8%	0.3%	2.1%
내수	426	465	507	439	401	438	483	417	1,837	1,740	1,672
(YoY)	0.5%	-0.7%	1.8%	-2.2%	-5.9%	-5.8%	-4.7%	-5.0%	-0.1%	-5.3%	-3.9%
총 시장(백만본)	16,839	18,896	20,027	17,657	15,637	17,317	18,606	16,383	73,418	67,943	64,542
(YoY)	-4.8%	-2.6%	-2.3%	-5.6%	-7.1%	-8.4%	-7.1%	-7.2%	-3.8%	-7.5%	-5.0%
MS	61.2%	60.0%	61.5%	60.0%	61.7%	60.5%	62.0%	60.5%	60.7%	61.2%	61.2%
(YoY, %pt)	1.6%	0.8%	1.9%	1.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	1.4%	0.5%	0.0%
판매량(백만본)	10,301	11,345	12,307	10,602	9,644	10,484	11,526	9,919	44,554	41,572	39,492
(YoY)	-2.2%	-1.4%	0.7%	-3.2%	-6.4%	-7.6%	-6.3%	-6.4%	-1.4%	-6.7%	-5.0%
ASP(원/갑)	827	819	824	829	832	835	838	842	825	837	847
(YoY)	2.8%	0.7%	1.0%	1.1%	0.6%	2.0%	1.7%	1.5%	1.4%	1.5%	1.2%
수출	237	229	206	235	260	257	231	264	907	1,012	1,137
(YoY)	1.9%	18.2%	4.8%	12.8%	10.0%	12.4%	12.1%	12.3%	9.1%	11.7%	12.3%
판매량(백만본)	13,266	11,287	11,541	11,880	14,328	12,189	12,464	12,831	47,974	51,812	55,957
(YoY)	13.3%	8.2%	12.3%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	10.5%	8.0%	8.0%
ASP(달러/갑)	0.31	0.36	0.32	0.35	0.32	0.37	0.33	0.36	0.33	0.35	0.36
(YoY)	-6.4%	12.5%	-7.6%	7.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	0.9%	4.0%	4.0%
평균환율(원/달러)	1,154	1,129	1,132	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130	1,137	1,130	1,130
(YoY)	-3.9%	-2.9%	1.0%	-2.4%	-2.1%	0.1%	-0.2%	0.0%	-2.2%	-0.6%	0.0%
기타	63	108	76	110	63	108	76	110	357	357	357
(YoY)	40.7%	28.4%	29.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.0%	0.0%	0.0%
KGC	342	254	367	224	359	277	393	238	1,187	1,265	1,353
(YoY)	15.6%	0.3%	6.3%	5.2%	5.0%	8.8%	6.9%	5.9%	7.2%	6.6%	6.9%
기타	111	106	122	123	111	106	122	123	462	462	462
(YoY)	17.4%	19.2%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.1%	0.0%	0.0%
매출총이익	701	700	761	673	707	715	778	683	2,834	2,882	2,976
(GPM)	59.4%	60.2%	59.5%	59.4%	59.2%	60.3%	59.6%	59.3%	59.7%	59.6%	59.7%
판매비	305	313	339	358	313	323	349	367	1,316	1,351	1,397
(판매비율)	25.9%	27.0%	26.5%	31.6%	26.2%	27.2%	26.7%	31.8%	27.7%	27.9%	28.0%
영업이익	395	386	422	315	394	392	429	316	1,518	1,531	1,579
(YoY)	0.6%	11.7%	-1.1%	3.3%	-0.3%	1.5%	1.7%	0.3%	3.3%	0.8%	3.1%
(OPM)	33.5%	33.3%	33.0%	27.8%	33.0%	33.1%	32.9%	27.4%	32.0%	31.7%	31.7%
KT&G	320	343	338	316	314	342	337	316	1,318	1,310	1,337
(OPM)	44.1%	42.8%	42.9%	40.3%	43.4%	42.6%	42.7%	40.0%	42.5%	42.1%	42.2%
KGC	79	39	77	2	84	45	85	3	196	217	237
(OPM)	23.2%	15.2%	21.0%	0.7%	23.3%	16.3%	21.8%	1.1%	16.5%	17.1%	17.6%
기타	-4	5	6	-3	-4	5	6	-3	4	4	4
(OPM)	-3.2%	4.5%	5.1%	-2.5%	-3.2%	4.5%	5.1%	-2.5%	0.9%	0.9%	0.9%
세전이익	332	394	433	343	416	408	445	331	1,503	1,601	1,648
당기순이익	235	275	308	250	304	298	325	242	1,068	1,168	1,203
자배주주순이익	235	274	308	251	304	298	325	242	1,067	1,168	1,203
(YoY)	-17.5%	-3.7%	23.1%	-39.1%	29.6%	8.6%	5.5%	-3.6%	-13.3%	9.5%	3.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

KT&G 목표주가 변경내역

EPS(원)	8,637	2018~19년 평균 적용
Target PER(배)	16.9	글로벌 Peer(PMI, BAT, JT) 평균 PER 적용
목표주가(원)	146,000	천원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	41,698	45,033	47,510	48,369	49,815
매출원가	16,306	17,967	19,166	19,547	20,053
매출총이익	25,392	27,066	28,343	28,822	29,762
판매비및일반관리비	11,733	12,365	13,158	13,512	13,970
영업이익(보고)	13,659	14,701	15,185	15,310	15,792
영업이익(핵심)	13,659	14,701	15,185	15,310	15,792
영업외손익	485	1,177	-159	696	689
이자수익	338	379	534	543	559
배당금수익	121	151	148	144	142
외환이익	854	900	675	641	609
이자비용	95	67	73	73	73
외환손실	481	495	371	352	335
관계기업지분법손익	151	21	21	21	21
투자및기타자산지분손익	371	236	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	132	-78	0	0	0
기타	-906	129	-1,093	-227	-234
법인세차감전이익	14,144	15,878	15,026	16,006	16,481
법인세비용	3,822	3,618	4,344	4,322	4,450
유효법인세율 (%)	27.0%	22.8%	28.9%	27.0%	27.0%
당기순이익	10,322	12,260	10,682	11,685	12,031
지배주주지분손이익(억원)	10,357	12,313	10,673	11,685	12,031
EBITDA	15,278	16,283	16,666	16,807	17,307
현금순이익(Cash Earnings)	11,941	13,842	12,163	13,182	13,546
수정당기순이익	9,955	12,138	10,682	11,685	12,031
증감률(% YoY)					
매출액	1.4	8.0	5.5	1.8	3.0
영업이익(보고)	16.6	7.6	3.3	0.8	3.1
영업이익(핵심)	16.6	7.6	3.3	0.8	3.1
EBITDA	14.5	6.6	2.4	0.8	3.0
지배주주지분 당기순이익	25.4	18.9	-13.3	9.5	3.0
EPS	25.4	18.9	-13.3	9.5	3.0
수정순이익	22.7	21.9	-12.0	9.4	3.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	12,592	14,978	10,789	12,596	12,680
당기순이익	10,322	12,260	10,682	11,685	12,031
감가상각비	1,511	1,523	1,426	1,446	1,467
무형자산상각비	108	59	55	52	49
외환손익	-193	-484	-304	-289	-274
자산처분손익	139	158	0	0	0
지분법손익	-151	-21	-21	-21	-21
영업활동자산부채 증감	128	1,755	-1,202	-417	-702
기타	729	-273	153	141	130
투자활동현금흐름	-7,476	-7,026	-3,100	-2,199	-2,572
투자자산의 처분	-5,281	-5,083	-1,432	-497	-836
유형자산의 처분	103	120	0	0	0
유형자산의 취득	-2,102	-1,617	-1,650	-1,683	-1,716
무형자산의 처분	-32	-77	0	0	0
기타	-164	-368	-18	-19	-20
재무활동현금흐름	-3,810	-4,884	-4,334	-4,731	-4,699
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	560	-549	39	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-4,281	-4,283	-4,546	-4,798	-4,798
기타	-89	-52	173	67	99
현금및현금성자산의순증가	1,298	3,046	3,355	5,666	5,409
기초현금및현금성자산	4,164	5,462	8,508	11,863	17,529
기말현금및현금성자산	5,462	8,508	11,863	17,529	22,938
Gross Cash Flow	12,464	13,222	11,991	13,013	13,382
Op Free Cash Flow	9,581	12,994	9,424	10,574	10,626

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	55,709	66,206	72,735	79,503	86,764
현금및현금성자산	5,462	8,508	11,863	17,529	22,938
유동금융자산	11,552	16,762	17,684	18,004	18,542
매출채권및유동채권	17,437	18,020	19,011	19,355	19,933
재고자산	21,191	22,654	23,899	24,332	25,059
기타유동비금융자산	67	263	278	283	291
비유동자산	31,025	31,919	32,856	33,430	34,153
장기매출채권및기타비유동채권	1,373	1,233	1,301	1,325	1,364
투자자산	10,373	13,261	13,943	14,289	14,752
유형자산	17,898	16,019	16,243	16,480	16,730
무형자산	1,054	1,049	994	942	893
기타비유동자산	327	358	375	394	414
자산총계	86,734	98,126	105,591	112,933	120,917
유동부채	18,717	21,534	22,676	23,060	23,704
매입채무및기타유동채무	14,128	17,970	18,958	19,301	19,878
단기차입금	2,064	1,366	1,366	1,366	1,366
유동성장기차입금	277	96	135	135	135
기타유동부채	2,248	2,102	2,218	2,258	2,325
비유동부채	5,262	5,409	5,596	5,668	5,775
장기매입채무및비유동채무	240	246	259	264	272
사채및장기차입금	303	629	629	629	629
기타비유동부채	4,718	4,535	4,708	4,776	4,874
부채총계	23,979	26,943	28,272	28,728	29,479
자본금	9,550	9,550	9,550	9,550	9,550
주식발행초과금	0	0	0	0	0
이익잉여금	52,318	60,094	66,268	73,198	80,467
기타자본	222	813	813	813	813
지배주주지분자본총계	62,089	70,457	76,631	83,560	90,830
비지배주주지분자본총계	666	726	688	645	608
자본총계	62,755	71,183	77,319	84,205	91,438
순차입금	-13,651	-22,649	-26,887	-32,873	-38,820
총차입금	3,363	2,621	2,660	2,660	2,660

투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	7,544	8,968	7,774	8,511	8,763
BPS	45,224	51,319	55,816	60,863	66,158
주당EBITDA	11,128	11,860	12,139	12,242	12,606
CFPS	8,697	10,082	8,859	9,601	9,867
DPS	3,400	3,600	3,800	3,800	3,800
주가배수(배)					
PER	13.9	11.3	14.9	13.6	13.2
PBR	2.3	2.0	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	8.5	7.1	8.0	7.5	7.0
PCFR	12.0	10.0	13.1	12.1	11.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	32.8	32.6	32.0	31.7	31.7
영업이익률(핵심)	32.8	32.6	32.0	31.7	31.7
EBITDA margin	36.6	36.2	35.1	34.7	34.7
순이익률	24.8	27.2	22.5	24.2	24.2
자기자본이익률(ROE)	17.2	18.3	14.4	14.5	13.7
투자자본이익률(ROIC)	23.2	28.0	27.4	27.6	28.0
안정성(%)					
부채비율	38.2	37.9	36.6	34.1	32.2
순차입금비율	-21.8	-31.8	-34.8	-39.0	-42.5
이자보상배율(배)	144.1	218.6	207.6	209.3	215.9
활동성(배)					
매출채권회전율	2.7	2.5	2.6	2.5	2.5
재고자산회전율	2.0	2.1	2.0	2.0	2.0
매입채무회전율	3.8	2.8	2.6	2.5	2.5

CJ프레시웨이(051500)



BUY(Maintain)

주가(11/17) 37,700원

목표주가 56,000원

CJ프레시웨이는 최저임금 인상에 대한 우려에도 불구하고, 외식 경기 회복, 조직개편, 급식단가 인상, 송림푸드 확대 효과를 통해, 내년에도 전사 수익성의 상승이 가능할 것으로 판단된다. 따라서, 내년에도 업종 내에서 실적 모멘텀이 돋보일 것으로 판단된다.

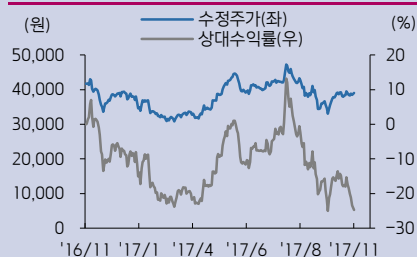
Stock Data

KOSDAQ (11/17)		775.85pt
시가총액		4,476억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	47,250원	30,800원
최고/최저가 대비 등락	-17.46%	26.62%
주가수익률	절대	상대
	1M	13.0% -4.5%
	6M	0.5% -17.7%
	1Y	-6.5% -24.7%

Company Data

발행주식수	11,872천주	
일평균 거래량(3M)	46천주	
외국인 지분율	14.76%	
배당수익률(17.E)	0.51%	
BPS (17.E)	14,099원	
주요 주주	CJ주식회사 외	47.1%
	국민연금공단	11.0%

Price Trend



수익성 상승 구간 지속

>>> 외식 경기 회복과 조직개편 효과 기대

4Q16~1Q17의 대규모 집회로 인한, 외식 경기의 기저 효과는 최소 1H18까지 유효할 전망이다. 이에 따라, 외식/급식 유통 경로를 중심으로 매출 성장률과 영업이익률이 전년동기 대비 개선될 것으로 판단된다. 또한, 지역 중심의 조직개편 효과가 나타나면서, 프레시웨이 본사와 프레스원의 시너지가 극대화되고, 프레스원의 매출과 수익성이 Level-up 될 것으로 기대된다.

>>> 급식단가 인상과 송림푸드 확대 긍정적

한편, 내년도 최저임금 인상(+16%)은, 예년 대비 높은 급식단가 인상을 통해, 마진을 충분히 방어할 수 있을 것으로 판단된다. 또한, 송림푸드를 통해 식품 제조업 분야를 내재화 하면서, 전사 수익성의 구조적 상승이 가능할 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 56,000원

CJ프레시웨이에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 56,000원을 유지한다. 장기적으로 식자재유통 산업의 기업화에 따른 수혜가 전망되는 가운데, 2018년에도 외식 경기 회복, 조직개편, 급식단가 인상, 송림푸드 확대 효과 등을 통해, 수익성 개선이 가파르게 나타날 것으로 기대된다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	20,724	23,279	25,238	28,278	31,171
보고영업이익(억원)	315	210	412	527	605
핵심영업이익(억원)	315	210	412	527	605
EBITDA(억원)	494	443	671	787	867
세전이익(억원)	120	-50	39	368	456
순이익(억원)	67	-58	41	279	346
지배주주지분순이익(억원)	109	-47	13	245	308
EPS(원)	915	-393	109	2,064	2,590
증감율(%YoY)	-6.1	N/A	N/A	1,790.0	25.5
PER(배)	90.8	-99.1	357.2	18.9	15.1
PBR(배)	4.8	2.4	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA(배)	16.1	17.9	25.2	9.2	7.9
보고영업이익률(%)	1.5	0.9	1.6	1.9	1.9
핵심영업이익률(%)	1.5	0.9	1.6	1.9	1.9
ROE(%)	3.3	-2.6	1.8	11.9	13.1
순부채비율(%)	93.8	87.4	98.6	79.9	59.8

전사 실적 전망: 외식 경기 회복과 송림푸드 확대 긍정적

CJ프레시웨이의 2018년도 영업이익은 전년동기 대비 약 +30% 정도 증가할 전망이다. 1) 외식 경기 회복으로 기존 거래처 매출이 회복되면서 식자재유통의 수익성 상승이 기대되고, 2) 송림푸드의 외형 확대로 제조업 부문의 내재화가 가속화되며, 3) 지역 중심의 조직 개편 효과가 본격화 되며, 프레시웨이 본사와 프레시원의 시너지가 강화될 것으로 기대되기 때문이다.

내년도 최저임금이 약 +16% 정도 인상되는 점은 원가 측면에서 부담을 야기할 수 있으나, 단체급식은 가장 저렴한 식사 수단이기 때문에, 충분히 판가로 전가가 가능할 것으로 판단된다.

식자재유통: 외식 경기 회복과 조직개편 효과 기대

CJ프레시웨이의 2018년도 식자재유통 부문 매출은 전년동기 대비 +10% 이상 성장할 것으로 판단된다. 1) 프랜차이즈와 일반 식당 경로를 중심으로 거래처 수가 증가하고 있고, 2) 4Q16~1Q17 대통령 탄핵 관련 집회에 따른 소비심리 침체로 1H18까지 외식 경기의 기저가 낮고, 3) 지역(권역) 중심의 조직개편을 통해 지방 영업을 강화하고 있기 때문이다.

특히, 지방 권역은 분점 출점 등을 통해 커버리지를 확대하고 있고, 프레시원과 프레시웨이의 이해 관계 상충이 사라지면서, 추가적으로 매출 성장률이 상승할 수 있다. 또한, 수익성 측면에서도 프레시원과 프레시웨이의 구매/물류 분야의 시너지가 강화되면서, 내년에 한 단계 상승할 여지가 있다. 종속기업 편입 이후, 개별 손익 보다는 전사 차원의 구매/물류 효율성을 중시하고 있기 때문이다.

단체급식: 대형 점포 중심의 신규 수주 확대와 급식 단가 인상 긍정적

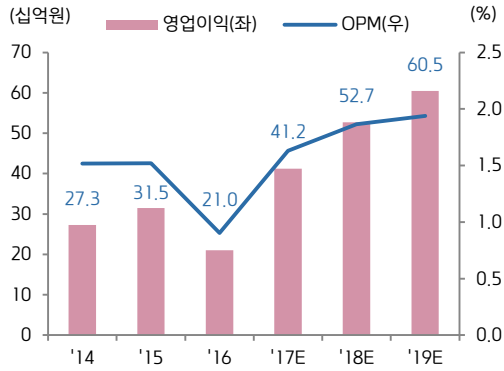
단체급식 매출도 전년동기 대비 +10% 이상 성장할 것으로 판단된다. 1) 레저 경로를 중심으로 대형 점포의 신규 수주가 증가하고 있고, 2) 병원 경로는 턴키 수주 확대로 환자식 이외의 Catering까지 영역이 늘어나고 있으며, 3) 최저임금 인상에 따른 원가 상승 부담을 판가 인상으로 전가하고 있기 때문이다(판가 인상률은 예년 대비 2배 수준으로 추산).

Margin mix 측면에서도 1) 대형 점포의 비중을 늘리고, 2) 수익성이 낮은 학교의 비중이 줄어들고 있으며, 3) 병원 경로의 턴키 수주가 확대되고 있어 긍정적이다. 따라서, 최저임금 인상에도 불구하고, 단체급식 부문의 영업이익도 증가할 수 있을 것으로 판단된다.

송림푸드: Capa 증설을 통한 식품 제조업 내재화

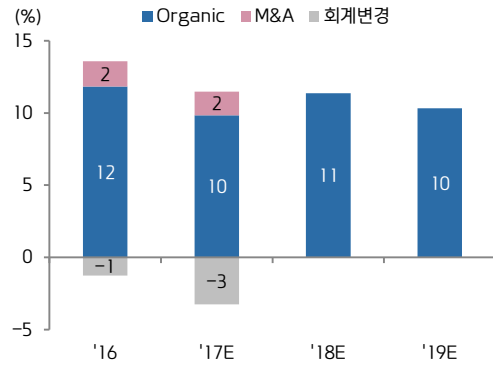
2016년말에 동사가 인수한 송림푸드는 내년도에 올해 대비 약 2배 정도로 성장할 전망이다. Captive 채널인 CGV, 푸드빌을 중심으로 내재화가 이뤄지고 있고, 직접 운영하는 급식 경로에 대해서 출하가 증가할 가능성이 높기 때문이다. 따라서, Capa 증설에 따른 고정비 부담에도 불구하고, 매출 성장률 수준의 영업이익 성장이 가능할 전망이며, 중장기적으로는 동사의 식자재유통 거래처까지 경로가 확대될 것으로 기대된다.

전사 영업이익 추이 및 전망



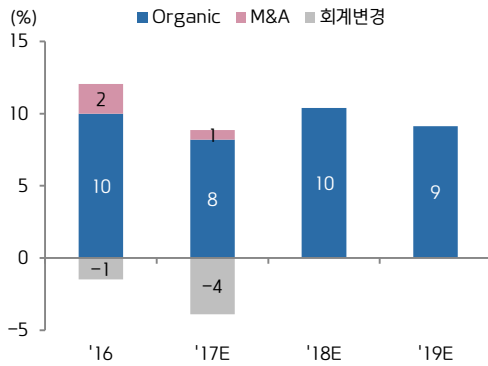
자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

전사 매출 성장률 추이 및 전망



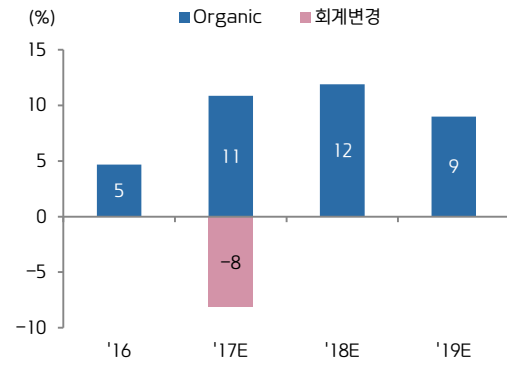
자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

식자재유통 매출 성장률 추이 및 전망



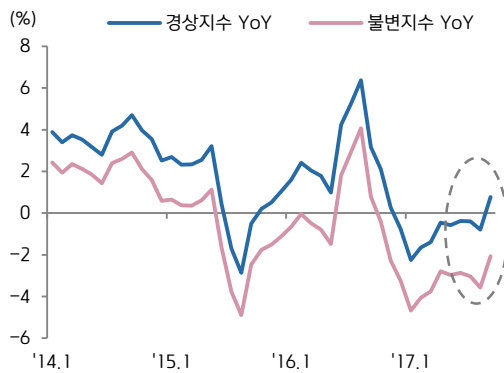
자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

외식/급식 유통 매출 성장률 추이 및 전망



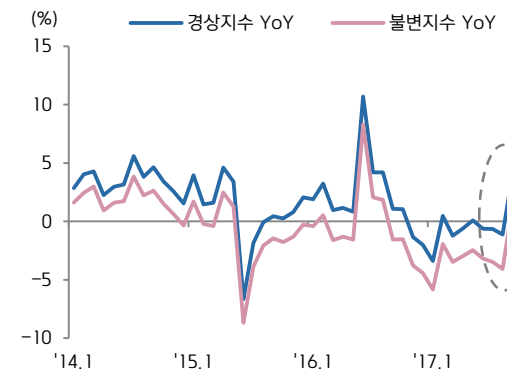
자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

음식점/주점업 소매판매 YoY(3MA)



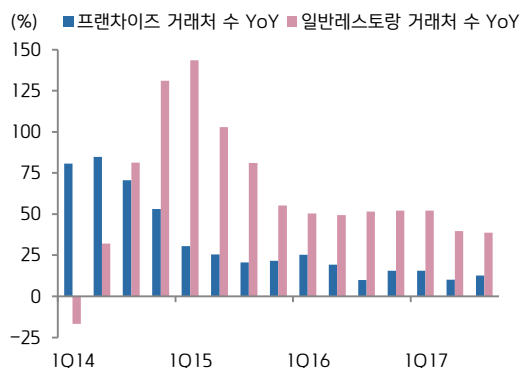
자료: 통계청

음식점/주점업 소매판매 YoY(월별)



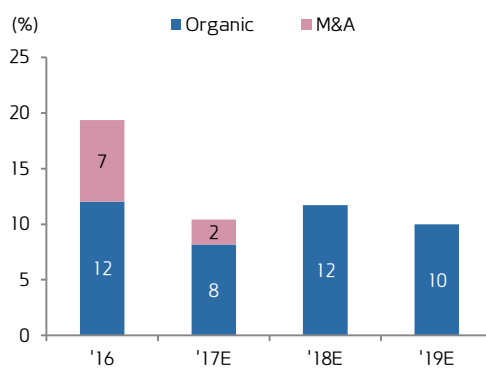
자료: 통계청

식자재유통 거래처 수 증가율 추이



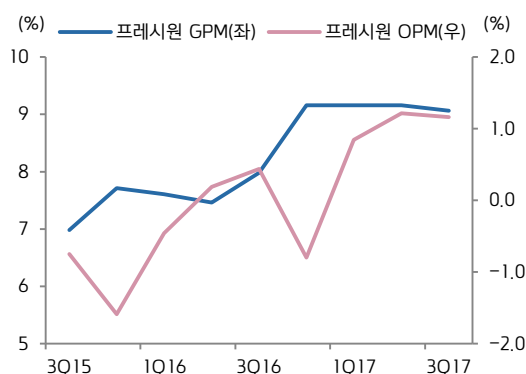
자료: CJ프레시웨이

프레시원 매출 성장률 추이 및 전망



자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

프레시원 수익성 추이



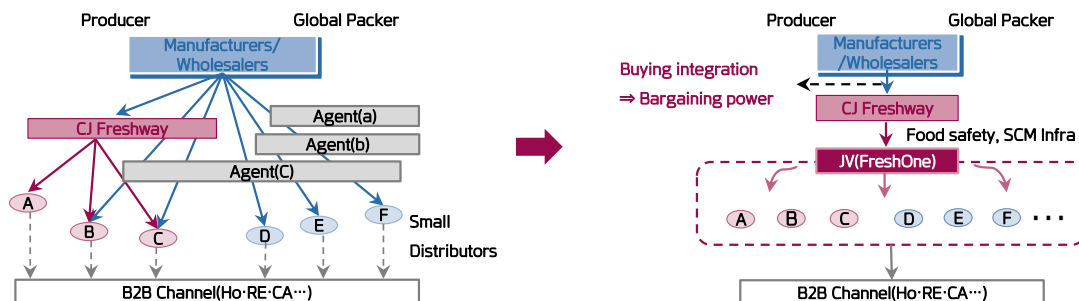
자료: CJ프레시웨이

CJ프레시웨이 영업조직 개편 내용

구분	개편 내용
영업조직 형태	경로형태 중심 → 지역(권역) 중심
주요 내용	중앙 통제/관리에서 지역통합 운영체제로 변경
개편 목적	<ul style="list-style-type: none"> - 수도권 집중화된 영업 형태의 전국 분산 추진 - 각 지역별 차별화 전략 구사 - 권역별 운영 인프라 최적 활용
기대 효과	<ul style="list-style-type: none"> - 생산성 기반의 인력 재배치 (FW 본사 영업인력 투입) - 수도권 지역의 경로간 통합으로 배송차량 운영 효율 극대화

자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

CJ프레시웨이 식자재유통 사업구조 변화: 직영경로 강화에 따른 유통단계 효율화



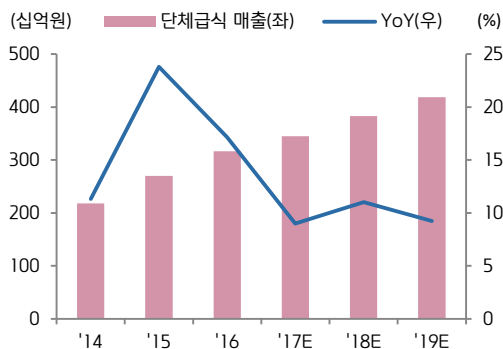
자료: CJ프레시웨이

외식업 업종별 객단가 분포 (단위: 명, %)

	사례수	5천원 미만	5천원~1만원 미만	1만원~2만원 미만	2만원~3만원 미만	3만원 이상	무응답	[평균: 원]
전체	(4,989)	7.3	33.2	39.4	10.8	9.1	0.2	13,783
일반 음식점업	(2,098)	2.6	39.9	38.1	9.6	9.7	0.1	13,733
기판구내식당업	(72)	61.2	34.8	1.3	0	1.4	1.3	4,920
출장 및 이동 음식점업	(45)	10.5	13.4	17.9	42.9	13.2	2.1	20,839
기타 음식점업	(1,385)	16	25.7	43.5	11	3.6	0.2	11,786
제과점업	(249)	26.4	37.9	32.9	0.5	0	2.3	7,109
피자/햄버거/샌드위치/기타	(226)	14	31.8	36.6	15.3	2.3	0	11,993
치킨전문점	(369)	0.8	14.6	65.5	14.3	4.5	0.3	14,717
주점업	(912)	0.5	9.4	50	20.9	18.4	0.9	20,671
비알콜 음료점업	(477)	62.7	29.9	5.3	0.6	1.5	0	5,103

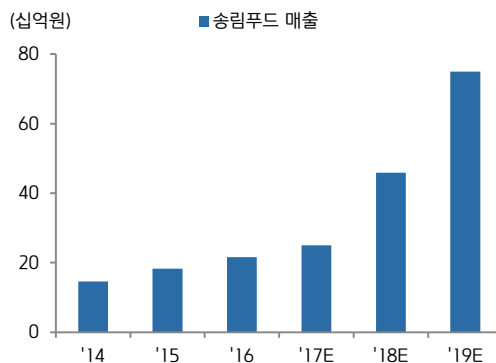
자료: 한국농촌경제연구원(2016 외식업 경영실태 결과 보고서)

단체급식 매출액 추이 및 전망



자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

송림푸드 매출액 추이 및 전망



자료: 금융감독원 전자공시시스템, CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

CJ프레시웨이 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017E	2018E	2019E
매출액	594.8	634.6	662.0	632.4	647.9	696.3	738.1	745.4	2,523.8	2,827.8	3,117.1
(YoY)	11.0%	6.3%	9.2%	7.4%	8.9%	9.7%	11.5%	17.9%	8.4%	12.0%	10.2%
식자재 유통	488.0	508.7	529.5	506.7	520.7	549.3	586.7	587.2	2,032.8	2,244.0	2,448.7
(YoY)	8.0%	3.1%	4.4%	4.7%	6.7%	8.0%	10.8%	15.9%	5.0%	10.4%	9.1%
외식/급식 유통	236.6	253.5	245.5	218.6	247.9	267.2	278.2	274.4	954.2	1,067.7	1,163.8
(YoY)	9.9%	5.4%	3.4%	-7.2%	4.8%	5.4%	13.3%	25.5%	2.7%	11.9%	9.0%
프레시원 유통	148.4	157.3	172.6	171.5	164.7	179.3	191.6	190.4	649.8	726.0	798.6
(YoY)	12.5%	7.2%	12.1%	10.0%	11.0%	14.0%	11.0%	11.0%	10.4%	11.7%	10.0%
1차상품 도매 및 원료	102.9	97.9	111.4	116.6	108.0	102.8	117.0	122.5	428.8	450.3	486.3
(YoY)	-1.7%	-7.8%	-3.8%	25.9%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	2.3%	5.0%	8.0%
단체급식	75.3	90.4	94.1	85.1	84.1	99.6	99.1	100.1	344.9	382.9	418.4
(YoY)	11.1%	10.0%	12.2%	3.1%	11.7%	10.2%	5.3%	17.6%	9.0%	11.0%	9.3%
기타	31.6	35.5	38.5	40.5	43.2	47.4	52.3	58.0	146.1	200.9	250.0
(YoY)	95.4%	65.3%	150.0%	85.8%	36.6%	33.5%	35.8%	43.3%	95.2%	37.5%	24.5%
매출총이익	77.0	90.6	96.9	90.5	90.6	104.2	108.3	102.3	355.0	405.4	453.4
(GPM)	12.9%	14.3%	14.6%	14.3%	14.0%	15.0%	14.7%	13.7%	14.1%	14.3%	14.5%
판매비	72.5	76.6	82.0	82.7	83.0	86.5	91.4	91.7	313.8	352.7	392.9
(판매비율)	12.2%	12.1%	12.4%	13.1%	12.8%	12.4%	12.4%	12.3%	12.4%	12.5%	12.6%
영업이익	4.5	14.0	14.9	7.8	7.7	17.7	16.9	10.5	41.2	52.7	60.5
(OPM)	0.75%	2.21%	2.25%	1.24%	1.18%	2.54%	2.29%	1.41%	1.63%	1.87%	1.94%
세전이익	0.7	8.7	-10.1	4.7	3.7	13.6	12.9	6.6	3.9	36.8	45.6
당기순이익	0.6	7.0	-7.3	3.8	2.8	10.3	9.8	5.0	4.1	27.9	34.6
지배주주순이익	0.0	6.3	-8.2	3.2	2.2	9.5	8.8	3.9	1.3	24.5	30.8
(YoY)	적전	101.4%	적전	흑전	흑전	51.9%	흑전	21.1%	흑전	1790.0%	25.5%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	20,724	23,279	25,238	28,278	31,171
매출원가	18,014	20,284	21,688	24,224	26,637
매출총이익	2,710	2,995	3,550	4,054	4,534
판매비및일반관리비	2,395	2,785	3,138	3,527	3,929
영업이익(보고)	315	210	412	527	605
영업이익(핵심)	315	210	412	527	605
영업외손익	-194	-260	-373	-160	-149
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	-308	-102	-100
법인세차감전이익	120	-50	39	368	456
법인세비용	54	9	-2	89	110
유효법인세율 (%)	44.8%	-17.4%	-5.3%	24.2%	24.2%
당기순이익	67	-58	41	279	346
지배주주지분손이익(억원)	109	-47	13	245	308
EBITDA	494	443	671	787	867
현금순이익(Cash Earnings)	246	174	300	539	608
수정당기순이익	60	-53	41	279	346
증감률(% YoY)					
매출액	15.4	12.3	8.4	12.0	10.2
영업이익(보고)	15.5	-33.2	95.8	28.1	14.7
영업이익(핵심)	15.5	-33.2	95.8	28.1	14.7
EBITDA	22.0	-10.4	51.5	17.3	10.1
지배주주지분 당기순이익	2.7	N/A	N/A	1,790.0	25.5
EPS	-6.1	N/A	N/A	1,790.0	25.5
수정순이익	-40.0	N/A	N/A	576.2	24.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-201	-132	-14	396	472
당기순이익	120	-50	41	279	346
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	-92	-143	-136
기타	32	125	-223	0	0
투자활동현금흐름	-374	-502	-334	-265	-264
투자자산의 처분	5	-255	-9	-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	273	-130	-190
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	297	94	109
현금및현금성자산의순증가	36	15	-76	1	18
기초현금및현금성자산	73	110	124	48	49
기말현금및현금성자산	110	124	48	49	67
Gross Cash Flow	340	351	78	539	608
Op Free Cash Flow	-582	-268	276	267	335

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,185	4,691	4,999	5,596	6,182
현금및현금성자산	110	124	48	49	67
유동금융자산	42	77	83	93	103
매출채권및유동채권	2,317	2,645	2,868	3,213	3,542
재고자산	1,717	1,845	2,000	2,241	2,470
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,403	3,814	3,899	3,917	3,932
장기매출채권및기타비유동채권	148	183	198	222	245
투자자산	204	161	164	169	174
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	8,898	9,513	10,114
유동부채	4,626	4,335	4,627	4,980	5,137
매입채무및기타유동채무	3,205	3,458	3,749	4,200	4,630
단기차입금	1,380	862	862	762	462
유동성장기차입금	0	0	-1	-1	24
기타유동부채	41	15	17	19	21
비유동부채	907	1,750	2,056	2,063	2,185
장기매입채무및비유동채무	10	105	114	128	141
사채및장기차입금	699	1,455	1,455	1,355	1,355
기타비유동부채	198	190	487	581	690
부채총계	5,533	6,085	6,682	7,043	7,322
자본금	119	119	119	119	119
주식발행초과금	906	906	906	906	906
이익잉여금	495	380	374	601	891
기타자본	321	274	274	274	274
지배주주지분자본총계	2,063	1,902	1,674	1,901	2,190
비지배주주지분자본총계	-8	518	542	570	602
자본총계	2,055	2,420	2,215	2,470	2,792
순차입금	1,928	2,116	2,185	1,974	1,671
총차입금	2,079	2,316	2,316	2,116	1,841

투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	915	-393	109	2,064	2,590
BPS	17,380	16,021	14,099	16,011	18,448
주당EBITDA	4,162	3,730	5,653	6,633	7,303
CFPS	2,071	1,466	2,531	4,538	5,122
DPS	200	200	200	200	200
주가배수(배)					
PER	90.8	-99.1	357.2	18.9	15.1
PBR	4.8	2.4	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	16.1	17.9	25.2	9.2	7.9
PCFR	40.1	26.6	15.4	8.6	7.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.5	0.9	1.6	1.9	1.9
영업이익률(핵심)	1.5	0.9	1.6	1.9	1.9
EBITDA margin	2.4	1.9	2.7	2.8	2.8
순이익률	0.3	-0.3	0.2	1.0	1.1
자기자본이익률(ROE)	3.3	-2.6	1.8	11.9	13.1
투자자본이익률(ROIC)	5.2	6.3	10.4	9.3	10.3
안정성(%)					
부채비율	269.2	251.4	301.6	285.1	262.2
순차입금비율	93.8	87.4	98.6	79.9	59.8
이자보상배율(배)	6.1	3.7	5.8	8.2	10.8
활동성(배)					
매출채권회전율	9.2	9.4	9.2	9.3	9.2
재고자산회전율	14.5	13.1	13.1	13.3	13.2
매입채무회전율	6.6	7.0	7.0	7.1	7.1

동원산업(006040)



BUY(Maintain)

주가(11/17) 323,000원

목표주가 450,000원

동원산업의 2018년도 영업이익은 수산 부문을 중심으로 성장할 것으로 판단된다. 참치 시황 개선이 지속되는 가운데, 생산성 격차가 확대되면서, 글로벌 어선 대비 초과이익이 지속될 것으로 기대된다.

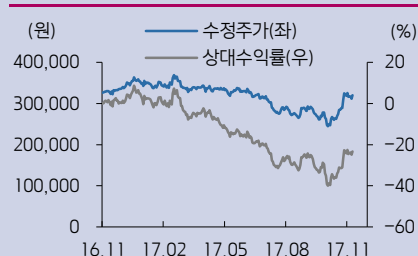
Stock Data

KOSPI (11/17)	2,533.99pt	
시가총액	10,863억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	369,000원	245,000원
최고/최저가 대비 등락	-13.14%	30.82%
주가수익률	절대	상대
1M	27.9%	25.2%
6M	-4.0%	-13.1%
1Y	-1.8%	-23.3%

Company Data

발행주식수	3,363천주	
일평균 거래량(3M)	7천주	
외국인 지분율	6.28%	
배당수익률(17.E)	0.94%	
BPS (17.E)	280,221원	
주요 주주	동원엔터프라이즈 외	59.2%
	하나은행(KB자산운용)	5.8%

Price Trend



선망어선, 보물선이 되다

>>> 수산 중심의 이익 확대 전망

동원산업의 2018년도 영업이익은 수산 부문을 중심으로 성장할 것으로 판단된다. 1) 참치여가 강세, 2) 어획량 Bottom-out, 3) 선망선의 횡감용 참치 생산 증가, 4) 스타키스트의 견조한 성장 덕분이다. 특히, 참치여가는 비수기에도 강세를 보이고 있어, 내년에도 강세가 가능할 것으로 판단된다.

>>> 생산성 우위로 초과이익 국면 지속

동사는 1) 지속적인 어선 투자 확대, 2) 조업 기술 제고, 3) 선망선의 횡감용 참치 생산 설비 구축 등을 통해, 글로벌 어선 대비 생산성 우위가 지속되고 있다. 이러한 생산성 우위로 인해, 경쟁사 대비 가파른 수익성 개선이 지속될 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 45만원

동원산업에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 45만원을 유지한다. 동사는 2018년에도 참치 시황 개선과 생산성 향상을 통해, 전사 실적이 Level-up 될 것으로 기대된다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	13,597	15,764	23,600	25,493	26,354
보고영업이익(억원)	573	1,514	2,185	2,394	2,471
핵심영업이익(억원)	573	1,514	2,185	2,394	2,471
EBITDA(억원)	1,210	2,199	3,095	3,311	3,390
세전이익(억원)	211	1,469	2,151	2,303	2,428
순이익(억원)	70	774	1,606	1,667	1,758
지배주주지분순이익(억원)	116	750	1,601	1,667	1,758
EPS(원)	3,451	22,300	47,591	49,577	52,260
증감율(%YoY)	-80.9	546.2	113.4	4.2	5.4
PER(배)	76.6	16.3	6.7	6.5	6.1
PBR(배)	1.2	1.5	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	8.8	7.8	6.3	5.4	4.9
보고영업이익률(%)	4.2	9.6	9.3	9.4	9.4
핵심영업이익률(%)	4.2	9.6	9.3	9.4	9.4
ROE(%)	1.0	10.3	18.5	16.3	14.9
순부채비율(%)	74.4	57.0	92.6	66.0	46.5

참치어가 강세와 어획량 개선 기대

2018년도에도 참치어가는 강세를 보일 것으로 기대된다. 1) 유가 상승으로 Cost push 요인이 있고, 2) 공급 감소로 비수기에도 수급이 타이트한 상황이며, 3) 내년에도 어선 공급 증가가 제한적일 것으로 추산되기 때문이다.

통상 참치어가는 유가와 동행하는 모습을 보여왔었다. 2009~11년 상승 Cycle도 유가가 오르면서 시작됐었고, 2016~17년 상승 Cycle도 유사한 패턴을 보이고 있다. 유류비는 선망 어선 운영 원가의 약 25%를 차지하기 때문에, 유가 상승은 모든 선사들에게 비용 상승 요인이 될 수밖에 없다. 따라서, 유가가 오르면 어가는 강세를 보일 수밖에 없다.

4분기에 참치어가가 강세인 부분도 긍정적이다. 통상 4분기에 참치어가가 강세를 보이면, 다음 해에도 강세를 보이는 경향이 있다. FAD 조업이 3분기에 금지되기 때문에, 참치어가는 보통 2분기부터 상승하고, 3분기에 고점을 형성하며, 9월 중순부터 하락하는 경향을 보인다. 하지만, 공급 감소로 수급이 타이트하고, 참치캔 제조업체들의 재고가 충분하지 못하면, 비수기인 4분기에도 어가가 오르게 된다. 따라서, 현재 강한 어가 흐름은 내년 어가 상승을 암시하는 Early Signal로 판단된다.

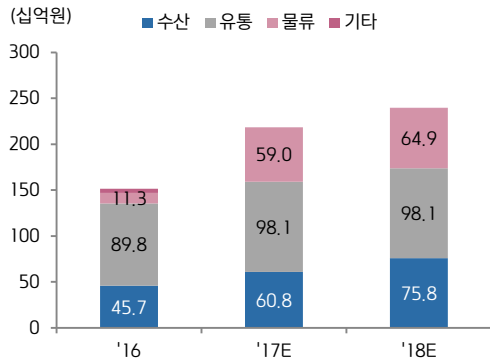
더불어, **내년에도 어선 공급 증가가 제한적일 것으로 판단된다.** 통상 선망어선은 발주 이후 조업 성과가 나오는데 까지 2~3년 정도 걸리는 데, 자금력이 강한 업체들부터 발주가 나올 가능성이 높다. 동원산업은 글로벌 어획량 기준 점유율 6%로 가장 큰 선단을 보유하고 있는데, 최근 들어서 어선 발주를 재개하고 있다. 해당 어선이 조업에 투입되는 시점은 2019년 하반기 정도이기 때문에, 해당 기간 동안에는 어선 공급의 증가가 제한적일 가능성이 높다.

한편, 동원산업의 2018년 어획량도 2017년 대비 악화되기 어려울 것으로 판단된다. 동사의 참치 어획량은 통상 해결이가 있었고, 10월부터 어획량이 상승하는 모습을 보이고 있기 때문이다. 또한, 올해는 기상 이슈로 경제성 있는 어장이 잘 형성되지 않아서, 어획량이 특히 부진했는데, 이러한 현상이 내년에 반복될 가능성은 비교적 낮은 편이다.

선망선의 부가가치 영역 확대와 생산성 우위

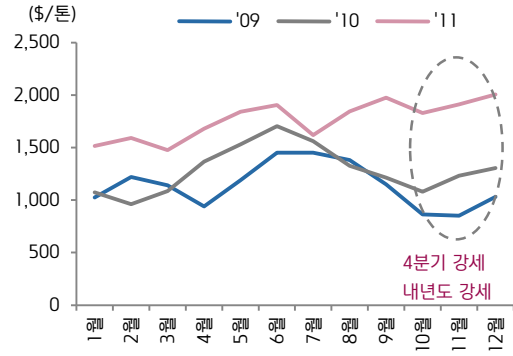
한편, 선망선의 부가가치 영역이 확대되고 있고, 생산성 우위가 지속되는 점도 긍정적이다. 동사는 최근 **선망선에서 횡감용 참치(Super Tuna)의 생산을 확대**하면서, 매출과 수익성이 구조적으로 개선되고 있다. 횡감용 참치는 통조림용 참치 보다 판가가 3배 정도 비싸고, 선망 조업 과정의 불필요한 손실을 줄여주는 이점이 있다. 따라서, Super Tuna의 확대를 통해 선망선의 부가가치가 늘어나고, 시황 악화에도 견딜 수 있는 실적 안정성이 생길 것으로 기대된다. 게다가 한국 어선들은 1) 조업 기술, 2) 어선 Quality 측면에서, 글로벌 어선 대비 우위에 있어서 상대적으로 높은 수익성이 유지될 것으로 판단된다.

사업부별 영업이익 추이 및 전망



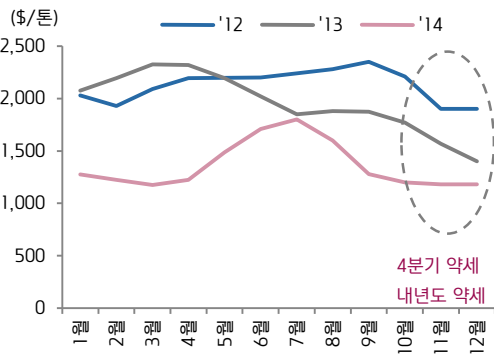
자료: 동원산업, 키움증권 리서치

월별 참치어가 추이(2009~11년)



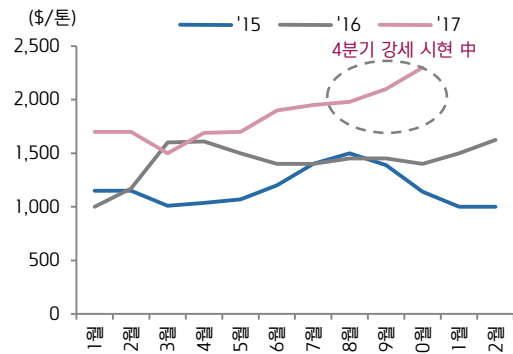
자료: Thai Union, 키움증권 리서치(Skipjack 기준)

월별 참치어가 추이(2012~14년)



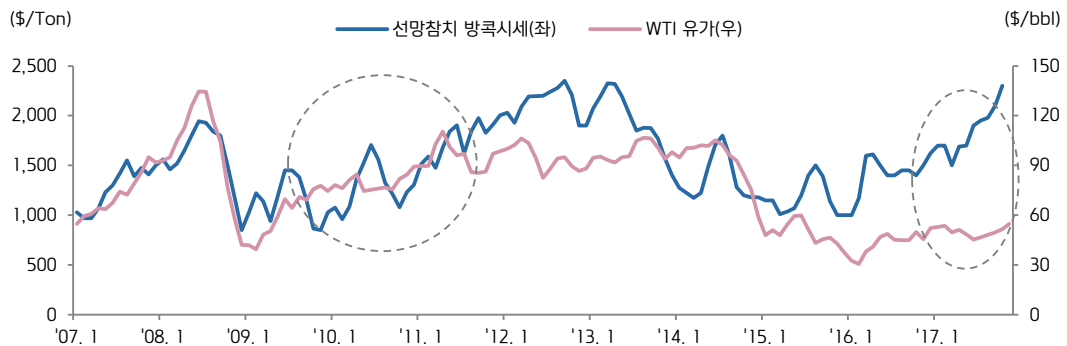
자료: Thai Union, 키움증권 리서치(Skipjack 기준)

월별 참치어가 추이(2015~17년)



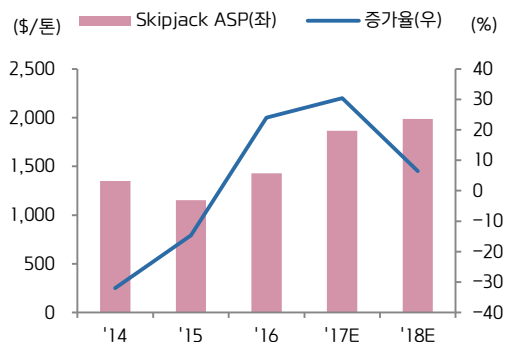
자료: Thai Union, 키움증권 리서치(Skipjack 기준)

참치어가 vs WTI유가



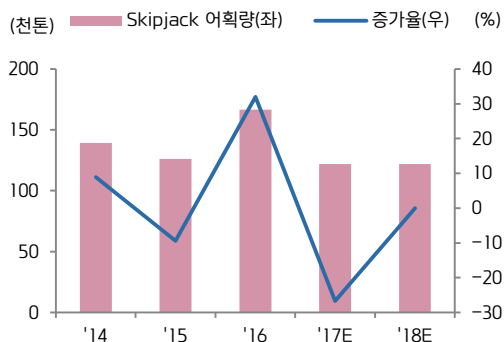
자료: Thai Union, Bloomberg, 키움증권 리서치

동원산업의 Skipjack ASP 추이 및 가정



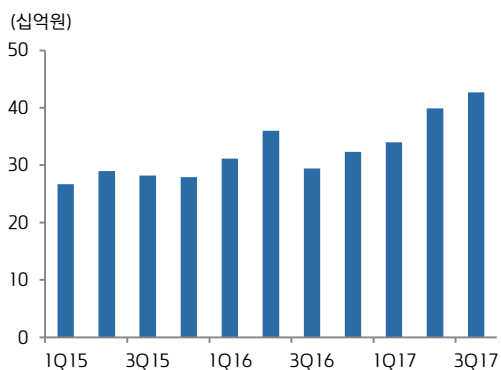
자료: 동원산업, 키움증권 리서치

동원산업의 Skipjack 판매량 추이 및 가정



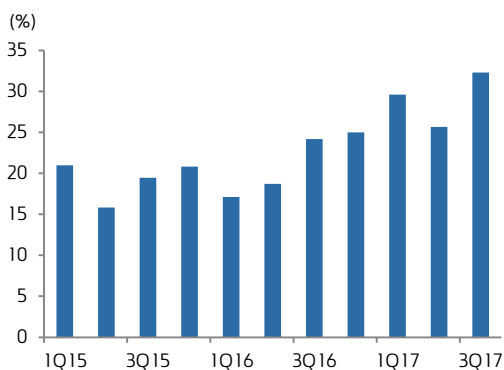
자료: 동원산업, 키움증권 리서치

별도기준 제품 매출액 추이: 선망선 핫감 매출 확대



자료: 동원산업, 키움증권 리서치

별도기준 제품 GPM 추이: 선망선 부가가치 확대



자료: 동원산업, 키움증권 리서치

동원산업 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017E	2018E	2019E
매출액	554.6	587.2	617.6	600.6	650.9	627.0	645.3	626.1	2,360.0	2,549.3	2,635.4
(YoY)	46.3%	46.5%	55.2%	50.7%	17.4%	6.8%	4.5%	4.2%	49.7%	8.0%	3.4%
수산	95.9	101.3	111.9	124.1	104.0	114.3	118.6	120.9	433.3	457.7	463.1
(YoY)	42.8%	21.6%	-19.3%	-0.4%	8.4%	12.7%	5.9%	-2.6%	4.7%	5.6%	1.2%
유통	283.2	241.3	278.6	238.7	300.4	259.8	294.0	254.9	1,041.7	1,109.0	1,136.6
(YoY)	9.0%	-9.7%	36.5%	6.3%	6.1%	7.7%	5.5%	6.8%	9.0%	6.5%	2.5%
물류	186.1	257.8	263.5	250.5	257.1	266.1	269.1	263.1	957.9	1,055.4	1,108.1
(YoY)	226.0%	341.7%	311.4%	303.2%	38.2%	3.2%	2.1%	5.0%	296.4%	10.2%	5.0%
기타	2.5	2.5	2.4	2.5	2.6	2.6	2.5	2.6	10.0	10.2	10.4
연결조정	-13.1	-15.7	-38.9	-15.2	-13.1	-15.7	-38.9	-15.2	-82.9	-82.9	-82.9
매출총이익	87.4	91.9	117.2	106.1	101.0	106.1	118.9	109.1	402.4	435.1	445.5
(GPM)	15.8%	15.6%	19.0%	17.7%	15.5%	16.9%	18.4%	17.4%	17.1%	17.1%	16.9%
판매비	52.5	44.8	41.2	45.5	53.8	47.6	46.8	47.5	184.0	195.7	198.5
(판매비율)	9.5%	7.6%	6.7%	7.6%	8.3%	7.6%	7.3%	7.6%	7.8%	7.7%	7.5%
영업이익	34.9	47.1	75.9	60.6	47.2	58.5	72.1	61.6	218.5	239.4	247.1
(OPM)	6.3%	8.0%	12.3%	10.1%	7.3%	9.3%	11.2%	9.8%	9.3%	9.4%	9.4%
수산	3.6	7.6	23.8	25.8	11.2	18.8	23.2	22.6	60.8	75.8	75.1
(OPM)	3.8%	7.5%	21.3%	20.8%	10.7%	16.5%	19.5%	18.7%	14.0%	16.6%	16.2%
유통	20.0	22.0	37.1	19.0	19.8	22.3	33.6	22.5	98.1	98.1	103.1
(OPM)	7.1%	9.1%	13.3%	8.0%	6.6%	8.6%	11.4%	8.8%	9.4%	8.8%	9.1%
물류	10.7	17.4	16.8	14.1	15.7	17.3	17.1	14.8	59.0	64.9	68.1
(OPM)	5.7%	6.7%	6.4%	5.6%	6.1%	6.5%	6.4%	5.6%	6.2%	6.1%	6.1%
기타	0.9	0.4	0.8	0.5	1.0	0.4	0.8	0.5	2.6	2.6	2.7
연결조정	-0.4	-0.3	-2.6	1.2	-0.4	-0.3	-2.6	1.2	-2.0	-2.0	-2.0
세전이익	36.5	45.5	75.5	57.6	44.2	55.5	69.4	61.2	215.1	230.3	242.8
당기순이익	28.7	26.2	63.9	41.7	32.0	40.2	50.2	44.3	160.6	166.7	175.8
지배주주순이익	28.7	26.7	62.9	41.7	32.0	40.2	50.2	44.3	160.1	166.7	175.8
(YoY)	107.4%	35.7%	104.0%	292.2%	11.7%	50.2%	-20.1%	6.2%	113.4%	4.2%	5.4%
주요가정											
Skipjack Price(\$/톤)	1,633	1,763	2,010	2,033	1,833	1,950	2,217	1,950	1,865	1,987	2,026
원/달러 평균환율	1,154	1,129	1,132	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130	1,136	1,130	1,130
어획량(천톤)	28	31	29	34	28	31	29	34	122	122	122

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	13,597	15,764	23,600	25,493	26,354
매출원가	11,471	12,731	19,576	21,142	21,899
매출총이익	2,127	3,033	4,024	4,351	4,455
판매비및일반관리비	1,553	1,518	1,840	1,957	1,985
영업이익(보고)	573	1,514	2,185	2,394	2,471
영업이익(핵심)	573	1,514	2,185	2,394	2,471
영업외손익	-362	-45	-34	-91	-43
이자수익	54	60	47	51	52
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	149	195	0	0	0
이자비용	155	188	383	334	291
외환손실	208	221	0	0	0
관계기업지분법손익	53	125	90	90	90
투자및기타자산지분손익	1	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-5	-5	0	0	0
기타	-253	-11	212	102	105
법인세차감전이익	211	1,469	2,151	2,303	2,428
법인세비용	141	695	545	636	670
유효법인세율 (%)	66.8%	47.3%	25.3%	27.6%	27.6%
당기순이익	70	774	1,606	1,667	1,758
지배주주지분손이익(억원)	116	750	1,601	1,667	1,758
EBITDA	1,210	2,199	3,095	3,311	3,390
현금순이익(Cash Earnings)	707	1,459	2,516	2,584	2,676
수정당기순이익	71	777	1,606	1,667	1,758
증감률(% YoY)					
매출액	-1.7	15.9	49.7	8.0	3.4
영업이익(보고)	-29.3	164.1	44.3	9.6	3.2
영업이익(핵심)	-29.3	164.1	44.3	9.6	3.2
EBITDA	-14.5	81.8	40.7	7.0	2.4
지배주주지분 당기순이익	-80.9	546.2	113.4	4.2	5.4
EPS	-80.9	546.2	113.4	4.2	5.4
수정순이익	-86.2	987.9	106.8	3.8	5.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	560	2,100	1,262	2,414	2,396
당기순이익	70	774	1,606	1,667	1,758
감가상각비	620	668	894	900	902
무형자산상각비	16	17	16	17	17
외환손익	-28	45	0	0	0
자산처분손익	2	0	0	0	0
지분법손익	0	0	-90	-90	-90
영업활동자산부채 증감	-388	33	-764	-80	-191
기타	267	563	-400	0	0
투자활동현금흐름	-575	-1,182	-5,777	-970	-960
투자자산의 처분	232	-582	-1,347	-52	-23
유형자산의 처분	12	72	0	0	0
유형자산의 취득	-875	-729	-3,020	-918	-936
무형자산의 처분	0	-4	-1,410	0	0
기타	57	61	0	0	0
재무활동현금흐름	732	945	2,111	-1,309	-1,225
단기차입금의 증가	-373	-2,998	560	0	0
장기차입금의 증가	1,327	4,172	1,262	-1,287	-1,127
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-67	-67	-101	-101	-101
기타	-155	-162	390	79	3
현금및현금성자산의순증가	729	1,889	-2,405	136	211
기초현금및현금성자산	462	1,190	3,079	674	810
기말현금및현금성자산	1,190	3,079	674	810	1,021
Gross Cash Flow	948	2,067	2,026	2,494	2,586
Op Free Cash Flow	-436	782	-2,653	1,652	1,581

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	7,801	10,554	10,209	10,593	11,135
현금및현금성자산	1,190	3,079	674	810	1,021
유동금융자산	449	622	637	688	712
매출채권및유동채권	2,018	2,788	4,177	4,285	4,429
재고자산	4,143	4,065	4,720	4,810	4,972
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	8,379	8,449	13,908	14,027	14,148
장기매출채권및기타비유동채권	266	234	350	378	390
투자자산	1,261	1,355	2,777	2,868	2,958
유형자산	5,775	5,766	7,893	7,911	7,945
무형자산	744	753	2,547	2,530	2,513
기타비유동자산	334	342	342	342	342
자산총계	16,180	19,003	24,116	24,620	25,282
유동부채	6,315	3,749	6,992	7,745	7,245
매입채무및기타유동채무	1,803	2,078	3,371	3,492	3,610
단기차입금	2,011	1,246	1,806	1,806	1,806
유동성장기차입금	2,447	267	1,579	2,193	1,566
기타유동부채	54	157	236	255	263
비유동부채	2,776	7,344	7,708	5,892	5,398
장기매입채무및비유동채무	94	48	72	77	80
사채및장기차입금	2,455	6,694	6,644	4,744	4,244
기타비유동부채	227	602	992	1,071	1,074
부채총계	9,091	11,092	14,700	13,638	12,643
자본금	168	168	168	168	168
주식발행초과금	373	373	373	373	373
이익잉여금	6,447	7,130	8,629	10,196	11,853
기타자본	141	254	254	254	254
지배주주지분자본총계	7,129	7,925	9,424	10,991	12,647
비지배주주지분자본총계	-40	-14	-8	-8	-8
자본총계	7,089	7,911	9,416	10,983	12,639
순차입금	5,273	4,507	8,718	7,244	5,883
총차입금	6,913	8,208	10,029	8,743	7,616

투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	3,451	22,300	47,591	49,577	52,260
BPS	211,974	235,636	280,221	326,796	376,054
주당EBITDA	35,975	65,387	92,022	98,452	100,783
CFPS	21,009	43,375	74,807	76,841	79,582
DPS	2,000	3,000	3,000	3,000	3,000
주가배수(배)					
PER	76.6	16.3	6.7	6.5	6.1
PBR	1.2	1.5	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.8	7.8	6.3	5.4	4.9
PCFR	12.6	8.4	4.3	4.2	4.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.2	9.6	9.3	9.4	9.4
영업이익률(핵심)	4.2	9.6	9.3	9.4	9.4
EBITDA margin	8.9	14.0	13.1	13.0	12.9
순이익률	0.5	4.9	6.8	6.5	6.7
자기자본이익률(ROE)	1.0	10.3	18.5	16.3	14.9
투자자본이익률(ROIC)	1.8	7.2	12.1	11.1	11.3
안정성(%)					
부채비율	128.2	140.2	156.1	124.2	100.0
순차입금비율	74.4	57.0	92.6	66.0	46.5
이자보상배율(배)	3.7	8.0	5.7	7.2	8.5
활동성(배)					
매출채권회전율	6.3	6.6	6.8	6.0	6.0
재고자산회전율	3.6	3.8	5.4	5.4	5.4
매입채무회전율	8.9	8.1	8.7	7.4	7.4

투자의견변동내역(2개년)

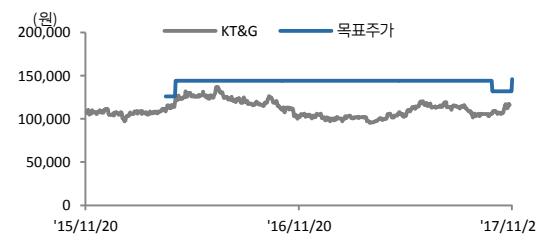
종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 추가 대비	최고 추가 대비
KT&G (033780)	2016/04/05	Outperform(Reinitiate)	126,000원	6개월	-9.41	-5.56
	2016/04/22	BUY(Upgrade)	144,000원	6개월	-11.79	-4.86
	2016/07/22	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-14.00	-4.86
	2016/10/04	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-14.47	-4.86
	2016/10/28	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-24.94	-21.53
	2016/11/22	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-27.50	-21.53
	2017/01/17	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-27.62	-21.53
	2017/01/20	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-28.53	-21.53
	2017/03/21	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-29.05	-21.53
	2017/04/17	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-28.99	-21.53
	2017/04/28	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-25.00	-18.06
	2017/06/15	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-22.89	-16.32
	2017/07/12	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-22.48	-16.32
	2017/07/27	BUY(Maintain)	144,000원	6개월	-23.05	-16.32
	2017/10/17	BUY(Maintain)	132,000원	6개월	-17.93	-17.05
	2017/10/26	BUY(Maintain)	132,000원	6개월	-16.62	-10.98
	2017/11/20	BUY(Maintain)	146,000원	6개월		
CJ제일제당 (097950)	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	-26.30	-24.48
	2017/10/10	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-25.30	-21.46
	2017/11/09	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-24.62	-16.67
	2017/11/20	BUY(Maintain)	530,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

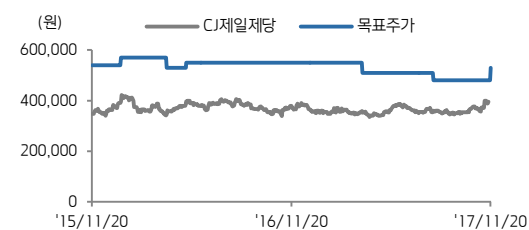
종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 추가 대비	최고 추가 대비
동원산업 (006040)	2016/04/05	BUY (Initiate)	410,000원	6개월	-30.22	-27.68
	2016/04/27	BUY (Maintain)	410,000원	6개월	-29.37	-26.83
	2016/05/09	BUY (Maintain)	410,000원	6개월	-27.57	-21.10
	2016/07/13	BUY (Maintain)	440,000원	6개월	-34.45	-33.41
	2016/08/02	BUY (Maintain)	440,000원	6개월	-33.19	-28.41
	2016/11/01	BUY (Maintain)	440,000원	6개월	-32.03	-24.89
	2016/11/29	BUY (Maintain)	440,000원	6개월	-31.01	-22.61
	2016/12/19	BUY (Maintain)	470,000원	6개월	-24.83	-22.66
	2017/01/17	BUY (Maintain)	470,000원	6개월	-25.50	-22.66
	2017/01/31	BUY (Maintain)	470,000원	6개월	-25.67	-22.66
	2017/02/10	BUY (Maintain)	470,000원	6개월	-26.19	-21.49
	2017/04/12	BUY (Maintain)	470,000원	6개월	-26.67	-21.49
	2017/05/10	BUY (Maintain)	470,000원	6개월	-27.31	-21.49
	2017/07/12	BUY (Maintain)	430,000원	6개월	-32.69	-27.91
	2017/08/01	BUY (Maintain)	430,000원	6개월	-34.73	-27.91
	2017/10/13	BUY (Maintain)	430,000원	6개월	-35.36	-27.91
	2017/11/03	BUY (Maintain)	450,000원	6개월	-29.51	-27.56
	2017/11/20	BUY (Maintain)	450,000원	6개월		
CJ푸드빌 (051500)	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	-38.05	-26.17
	2017/10/17	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-31.79	-29.55
	2017/11/08	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-31.62	-29.55
	2017/11/20	BUY(Maintain)	56,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)

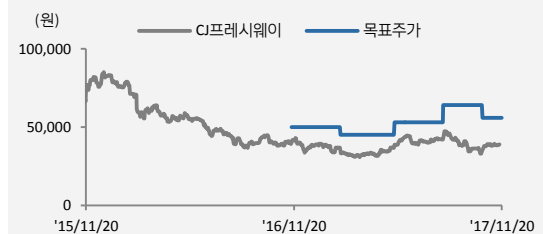
KT&G



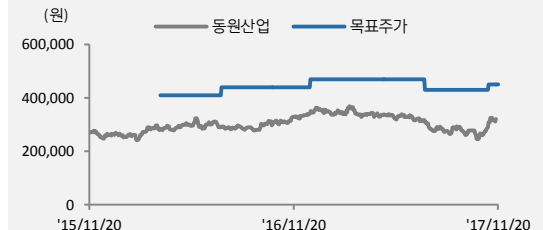
CJ제일제당



CJ프레시웨이



동원산업



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%