

2018년 산업 전망

음식료

Spread Expansion

Top Picks

| 종목 | 투자판단 | 적정주가 |
|-----------------|------|----------|
| CJ제일제당 (097950) | Buy | 510,000원 |
| 하이트진로 (000080) | Buy | 30,000원 |
| KT&G (033780) | Buy | 150,000원 |

2018년 산업 전망

음식료

Overweight

Spread Expansion



음식료 Analyst 김정욱

02. 6098-6689
6414@meritz.co.kr

Contents

| | | |
|---------|--|----|
| Summary | | 6 |
| Part I | 곡물가격 전망, 환율 영향 점검 | 7 |
| Part II | 소산업별 전망: 가공식품, 아미노산, 주류, 담배 | 25 |
| 기업분석 | CJ제일제당(097950) 캐쉬카우 회복, 성장동력 재가동 | 38 |
| | 하이트진로(000080) 4년간의 부진, 2018년 맥주부문 흑자 전환 전망 | 40 |
| | KT&G(033780) 전자담배의 성공적인 출시, Low Risk 구간 돌입 | 42 |

Summary

I 산업분석

■ 음식료 섹터 의견 **Overweight** 유지, 우호적인 원가 방향성, 원화 강세 전망, 주요 품목의 가격인상 효과 지속. **Spread Expansion!**

- 14~15년 음식료 랠리 이후 16~17년 조정의 원인은 원가상승 전환 및 원가부담 지속에 대한 우려와 이를 반영한 실적 부진 때문
- 원당을 중심으로 옥수수, 대두 투입원가 부담은 3Q15를 바닥으로 2Q17에 피크를 통과. 3Q17 이후는 QoQ 하락된 원가 반영. 음식료 산업 원가율(별도)은 72.4% → 71.5% QoQ 하락. 4Q17 이후 YoY 하락 본격 반영될 전망
- 15~16년 원가 상승 원인이 됐던 기상이변 이슈(엘니뇨/라니냐)는 모두 종료. 17년 하반기~18년 상반기 라니냐 발생 가능성은 존재. 다만 약한 강도가 예상되며 북미는 수확기 도래, 남미는 12~1월 수확기 시작 예상. 원당 가격 급락 효과 반영되는 가운데 옥수수/소맥/대두 하향 안정 흐름 지속
- 18년 원화강세 전망으로 영업/영업외 부진 우려 제거. 원화 10% 절상에 따른 세전이익 영향은 CJ제일제당 +12.5%, 농심 +8.1%, 대상 +30.5%, 롯데칠성 +16.4%, 하이트진로 +5.6%, 오뚜기 +7.7%, 동원F&B +15.6%, 롯데푸드 +36.8%
- 우호적인 원가 방향성, 원화 강세 전망, 주요 품목의 가격인상 효과 지속. Spread Expansion으로 18년 음식료 지수 상승 지속될 전망

■ 소산업별 분석

- **가공식품:** 일본사례 참고 시 장기적인 관점에서 신선식품 → 가공식품으로 수요 이동, 가공식품 내에서도 간편식 수요 확대 예상
- **아미노산:** 가격 전망. 라이신 상승(수요 성장, 초과 Capa율 완화), 메티오닌 보합(유가 상승), 쓰레오닌 상승, 트립토판 상승(타이트한 수급)
- **주류:** 발포주는 저가 메리트 보유, 하이트진로 맥주 가동률은 17년 46.5% → 18E 51.4% → 19E 53.3%로 확대 예상
- **담배:** 1월 출시로 KT&G 전자담배 부문 성장 예상. KT&G의 전자담배 시장내 점유율 17~20년 5.3% → 47.6%로 확대 예상

II 기업분석

- **CJ제일제당 (Buy, TP: 510,000원):** 캐쉬카우 회복, 성장동력 재가동
- **하이트진로(Buy, TP: 30,000원):** 4년간의 부진, 2018년 맥주부문 흑자 전환 전망
- **KT&G (Buy, TP: 150,000원):** 전자담배의 성공적인 출시, Low Risk 구간 돌입

메리츠 연간전망 시리즈 14

Part I

2018년 산업 전망

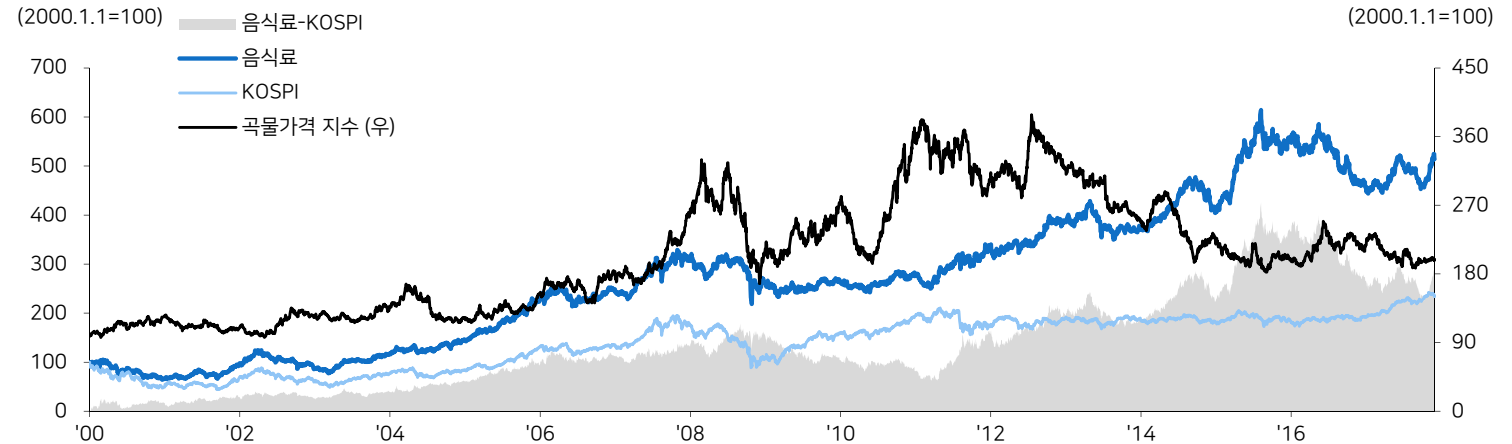
음식료

곡물가격 전망, 환율 영향 점검

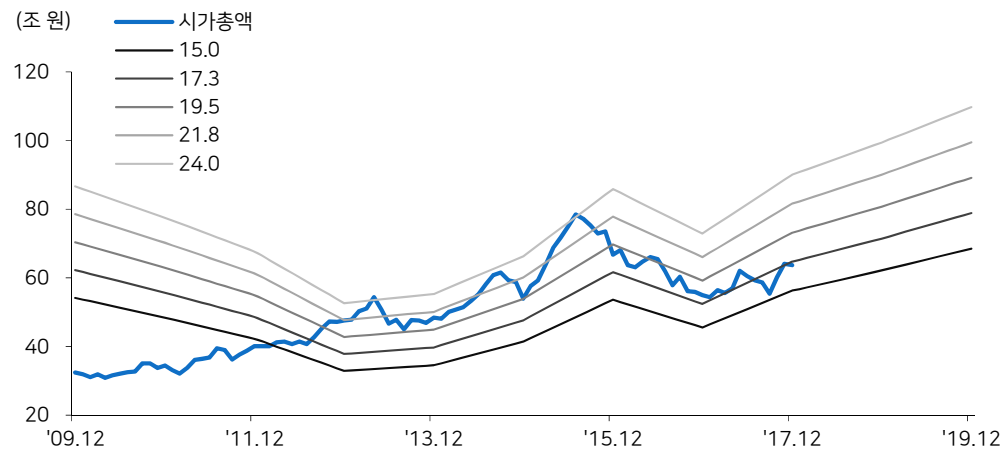
원가하락 효과 3Q17이후 본격 반영, 18년 음식료 지수 상승 흐름 지속될 전망

2018년 산업 전망 음식료
Spread Expansion

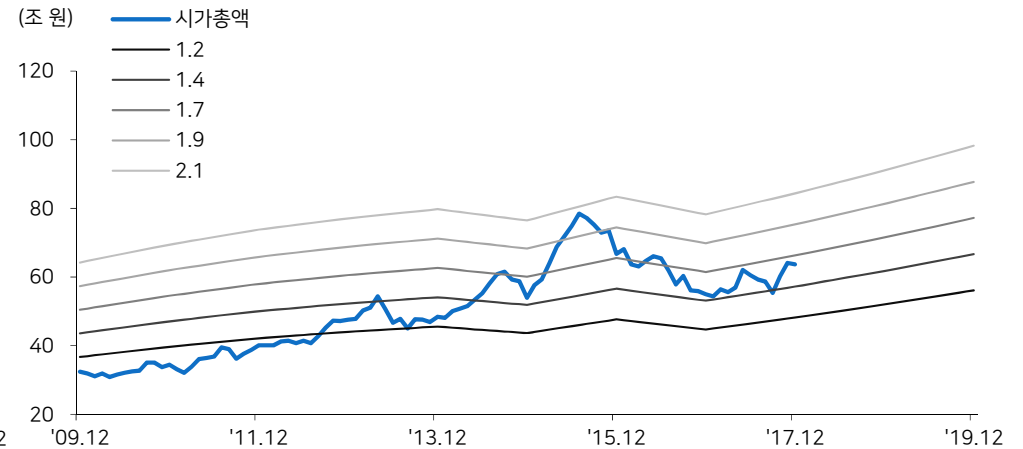
음식료 지수와 곡물 가격 추이



음식료 시가총액과 PER 밴드 차트



음식료 시가총액과 PBR 밴드 차트



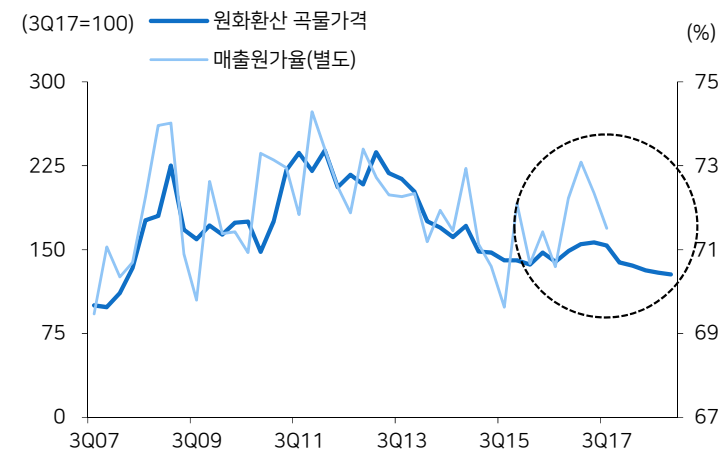
자료: 메리츠증권리서치센터

18년 원가율 하락효과 지속, 음식료 섹터 의견 Overweight 유지

2018년 산업 전망 음식료
Spread Expansion

| | | 1Q15 | 2Q15 | 3Q15 | 4Q15 | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17E | 1Q18E | 2Q18E | 3Q18E | 4Q18E |
|---------------------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| USD 기준 | 옥수수(¢/부셀) | 359 | 374 | 385 | 366 | 382 | 373 | 363 | 392 | 332 | 348 | 364 | 368 | 359 | 347 | 347 | 347 |
| | 소맥(¢/부셀) | 528 | 558 | 525 | 504 | 510 | 491 | 466 | 471 | 406 | 403 | 429 | 435 | 455 | 431 | 431 | 431 |
| | 대두(¢/부셀) | 1,147 | 1,010 | 990 | 963 | 947 | 880 | 880 | 1,056 | 1,013 | 1,000 | 1,021 | 941 | 965 | 971 | 971 | 971 |
| | 원당(¢/lb) | 16 | 16 | 14 | 12 | 11 | 15 | 14 | 17 | 20 | 21 | 20 | 15 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| | 원/달러 | 1,087 | 1,100 | 1,098 | 1,168 | 1,158 | 1,201 | 1,163 | 1,101 | 1,158 | 1,154 | 1,129 | 1,132 | 1,123 | 1,095 | 1,085 | 1,078 |
| KRW 기준 | 옥수수(원/부셀) | 3,903 | 4,113 | 4,229 | 4,273 | 4,427 | 4,477 | 4,224 | 4,314 | 3,839 | 4,018 | 4,114 | 4,164 | 4,034 | 3,801 | 3,767 | 3,741 |
| | 소맥(원/부셀) | 5,742 | 6,143 | 5,758 | 5,891 | 5,903 | 5,905 | 5,416 | 5,187 | 4,696 | 4,656 | 4,849 | 4,921 | 5,113 | 4,724 | 4,648 | 4,648 |
| | 대두(원/부셀) | 12,461 | 11,112 | 10,870 | 11,250 | 10,962 | 10,575 | 10,241 | 11,628 | 11,721 | 11,542 | 11,532 | 10,658 | 10,838 | 10,583 | 10,510 | 10,510 |
| | 원당(원/lb) | 172 | 174 | 155 | 145 | 131 | 177 | 167 | 188 | 235 | 240 | 222 | 172 | 157 | 158 | 153 | 149 |
| (% YoY) | 옥수수 | -28.3 | -10.4 | -9.1 | -13.0 | 13.4 | 8.8 | -0.1 | 1.0 | -13.3 | -10.2 | -2.6 | -3.5 | 5.1 | -5.4 | -8.4 | -10.2 |
| | 소맥 | -16.8 | -12.1 | -9.1 | -11.9 | 2.8 | -3.9 | -5.9 | -12.0 | -20.5 | -21.2 | -10.5 | -5.1 | 8.9 | 1.5 | -3.5 | -5.5 |
| | 대두 | -16.5 | -20.4 | -22.1 | -25.5 | -12.0 | -4.8 | -5.8 | 3.4 | 6.9 | 9.1 | 12.6 | -8.3 | -7.5 | -7.5 | -8.2 | -1.4 |
| | 원당 | -2.6 | -8.1 | -8.2 | -17.7 | -24.2 | 1.8 | 8.0 | 29.1 | 79.7 | 35.8 | 32.5 | -8.4 | -33.3 | -34.2 | -31.0 | -13.4 |
| 원화환산 곡물가격(3Q07=100) | | 148 | 147 | 140 | 140 | 137 | 147 | 139 | 149 | 155 | 156 | 154 | 139 | 136 | 132 | 130 | 128 |
| (% YoY) | | -15.5 | -13.2 | -13.0 | -18.0 | -7.8 | -0.1 | -0.9 | 5.8 | 13.2 | 6.2 | 10.3 | -6.8 | -12.4 | -15.9 | -16.7 | -7.8 |

| (억원) | 4Q14 | 1Q15 | 2Q15 | 3Q15 | 4Q15 | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 13개사 매출액 | 73,255 | 77,505 | 76,434 | 82,299 | 80,064 | 83,119 | 83,729 | 87,232 | 88,080 | 87,199 | 82,096 | 89,770 |
| CJ제일제당 | 30,800 | 31,199 | 31,650 | 33,664 | 32,732 | 35,340 | 36,096 | 36,790 | 37,406 | 38,655 | 39,089 | 44,107 |
| 13개사 매출원가 | 54,100 | 56,394 | 56,164 | 59,982 | 59,200 | 60,464 | 61,867 | 63,497 | 65,516 | 65,227 | 62,783 | 67,438 |
| 매출원가율 | 73.9% | 72.8% | 73.5% | 72.9% | 73.9% | 72.7% | 73.9% | 72.8% | 74.4% | 74.8% | 76.5% | 75.1% |
| 매출원가율(별도) | 72.9% | 71.1% | 70.6% | 69.6% | 72.1% | 70.7% | 71.4% | 70.6% | 72.2% | 73.1% | 72.4% | 71.5% |
| 영업이익률 | 4.2% | 6.8% | 5.6% | 6.6% | 4.1% | 6.4% | 5.2% | 6.7% | 4.6% | 4.5% | 4.1% | 6.0% |
| 매출증가율 | 1.2% | 7.0% | 5.4% | 7.9% | 9.3% | 7.2% | 9.5% | 6.0% | 10.0% | 4.9% | 6.4% | 2.9% |
| 영업이익증가율 | 14.9% | 28.6% | 20.3% | 21.9% | 5.9% | 1.2% | 1.3% | 6.8% | 25.2% | -31.1% | 13.4% | 16.5% |



* 별도기준 기업: CJ제일제당, 대상, 오뚜기, 농심, 오리온, 롯데제과, 크라운제과, 삼양식품, 대한제당, 대한제분, 매일유업, 남양유업, 동원F&B, 롯데푸드
자료: 메리츠증권 리서치센터

18년 원화강세 전망으로 영업/영업외 부진 우려 제거

2018년 산업 전망 **음식료**
Spread Expansion

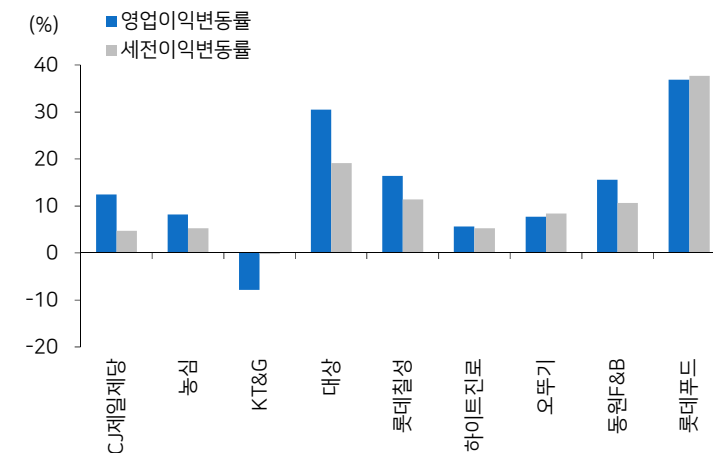
18년 원화강세 전망에 따른
수혜 종목: CJ제일제당, 대상,
롯데칠성, 동원F&B, 롯데푸드

음식료 주요 종목 환율 상승/하락에 따른 영업이익/세전이익 영향 분석

| (억원) | | | CJ제일제당 | 농심 | KT&G | 대상 | 롯데칠성 | 하이트진로 | 오뚜기 | 동원F&B | 롯데푸드 |
|-------|--------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 영업단 | 수출 매출 or 해외법인 영업이익 | A | 3,565 | 1,876 | 5,599 | 262 | 1,329 | 146 | 130 | 578 | 422 |
| | 수입 원재료 매입액 (별도) | B | 7,555 | 2,517 | 5,295 | 2,701 | 2,666 | 1,055 | 1,441 | 1,370 | 3,355 |
| | 환노출금액 | C=A-B | -3,989 | -641 | 304 | -2,439 | -1,337 | -909 | -1,312 | -792 | -2,933 |
| 영업외단 | 외화자산 | D | 407 | 308 | 12,465 | 3,473 | 67 | 222 | 541 | 139 | 68 |
| | 외화부채 | E | 4,237 | 832 | 275 | 4,314 | 149 | 4 | 577 | 425 | 46 |
| | 환노출금액(순자산) | F=D-E | -3,831 | -524 | 12,189 | -841 | -82 | 218 | -36 | -285 | 22 |
| Total | 전체 환노출금액 | G=C+F | -7,820 | -1,165 | 12,493 | -3,280 | -1,419 | -691 | -1,348 | -1,077 | -2,911 |
| 영업이익 | 현 수준 유지 | | 8,496 | 1,213 | 16,228 | 1,278 | 1,173 | 1,738 | 1,568 | 743 | 778 |
| | 원화절하 10% | | 8,097 | 1,149 | 16,258 | 1,034 | 1,039 | 1,647 | 1,436 | 664 | 484 |
| | 영업이익 변동금액 | | -399 | -64 | 30 | -244 | -134 | -91 | -131 | -79 | -293 |
| | 영업이익 변동률 | | -4.7% | -5.3% | 0.2% | -19.1% | -11.4% | -5.2% | -8.4% | -10.7% | -37.7% |
| | 원화절상 10% | | 8,895 | 1,277 | 16,198 | 1,522 | 1,306 | 1,829 | 1,699 | 823 | 1,071 |
| | 영업이익 변동금액 | | 399 | 64 | -30 | 244 | 134 | 91 | 131 | 79 | 293 |
| | 영업이익 변동률 | | 4.7% | 5.3% | -0.2% | 19.1% | 11.4% | 5.2% | 8.4% | 10.7% | 37.7% |
| 세전이익 | 현 수준 유지 | | 6,274 | 1,431 | 15,938 | 1,076 | 866 | 1,226 | 1,740 | 691 | 790 |
| | 원화절하 10% | | 5,492 | 1,315 | 17,187 | 748 | 724 | 1,157 | 1,605 | 584 | 499 |
| | 세전이익 변동금액 | | -782 | -116 | 1,249 | -328 | -142 | -69 | -135 | -108 | -291 |
| | 세전이익 변동률 | | -12.5% | -8.1% | 7.8% | -30.5% | -16.4% | -5.6% | -7.7% | -15.6% | -36.8% |
| | 원화절상 10% | | 7,056 | 1,547 | 14,689 | 1,404 | 1,008 | 1,295 | 1,875 | 799 | 1,081 |
| | 세전이익 변동금액 | | 782 | 116 | -1,249 | 328 | 142 | 69 | 135 | 108 | 291 |
| | 세전이익 변동률 | | 12.5% | 8.1% | -7.8% | 30.5% | 16.4% | 5.6% | 7.7% | 15.6% | 36.8% |

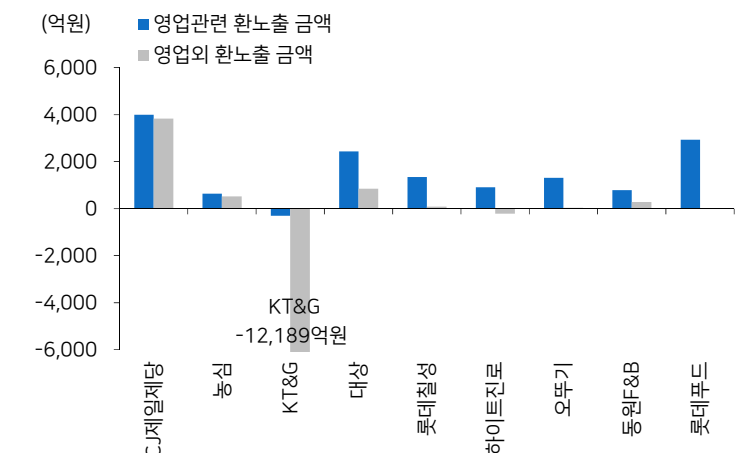
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

주요 종목 환율에 따른 영업이익/세전이익 변동률



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

주요 종목 영업/영업외 환노출 금액



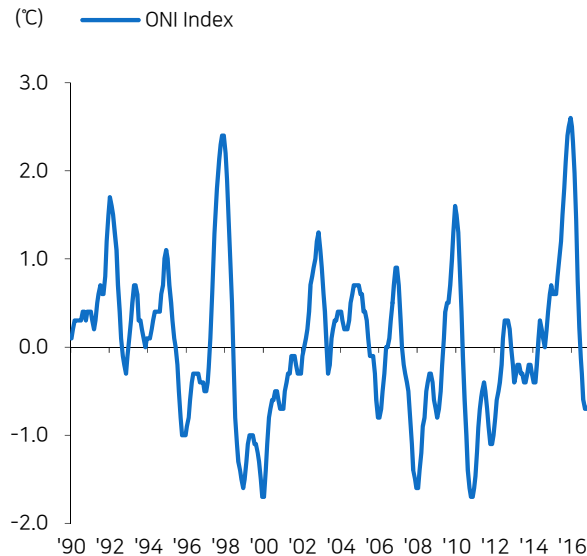
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

ONI 지수 8~10월 평균 -0.4기록, 1H18 낮은 강도의 라니냐 발생 가능

2018년 산업 전망 음식료
Spread Expansion

8~10월 평균 -0.4기록,
18년 상반기 낮은 강도의
라니냐 발생 가능

8~10월 평균 -0.4기록,
18년 상반기 낮은 강도의 라니냐 발생 가능



자료: NOAA, 메리츠증권증권 리서치센터

ONI 지수(3개월 평균) 추이, -0.4까지 하락하면서 낮은 강도의 라니냐 발생 가능

| Year | DJF | JFM | FMA | MAM | AMJ | MJJ | JJA | JAS | ASO | SON | OND | NDJ |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 1981 | -0.3 | -0.5 | -0.5 | -0.4 | -0.3 | -0.3 | -0.3 | -0.2 | -0.2 | -0.1 | -0.2 | -0.1 |
| 1982 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.5 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 1.1 | 1.6 | 2.0 | 2.2 | 2.2 |
| 1983 | 2.2 | 1.9 | 1.5 | 1.3 | 1.1 | 0.7 | 0.3 | -0.1 | -0.5 | -0.8 | -1.0 | -0.9 |
| 1984 | -0.6 | -0.4 | -0.3 | -0.4 | -0.5 | -0.4 | -0.3 | -0.2 | -0.2 | -0.6 | -0.9 | -1.1 |
| 1985 | -1.0 | -0.8 | -0.8 | -0.8 | -0.8 | -0.6 | -0.5 | -0.5 | -0.4 | -0.3 | -0.3 | -0.4 |
| 1986 | -0.5 | -0.5 | -0.3 | -0.2 | -0.1 | 0.0 | 0.2 | 0.4 | 0.7 | 0.9 | 1.1 | 1.2 |
| 1987 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 0.9 | 1.0 | 1.2 | 1.5 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.3 | 1.1 |
| 1988 | 0.8 | 0.5 | 0.1 | -0.3 | -0.9 | -1.3 | -1.3 | -1.1 | -1.2 | -1.5 | -1.8 | -1.8 |
| 1989 | -1.7 | -1.4 | -1.1 | -0.8 | -0.6 | -0.4 | -0.3 | -0.3 | -0.2 | -0.2 | -0.2 | -0.1 |
| 1990 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 0.4 |
| 1991 | 0.4 | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.8 | 1.2 | 1.5 |
| 1992 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.3 | 1.1 | 0.7 | 0.4 | 0.1 | -0.1 | -0.2 | -0.3 | -0.1 |
| 1993 | 0.1 | 0.3 | 0.5 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.1 | 0.0 | 0.1 |
| 1994 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.6 | 0.7 | 1.0 | 1.1 |
| 1995 | 1.0 | 0.7 | 0.5 | 0.3 | 0.1 | 0.0 | -0.2 | -0.5 | -0.8 | -1.0 | -1.0 | -1.0 |
| 1996 | -0.9 | -0.8 | -0.6 | -0.4 | -0.3 | -0.3 | -0.3 | -0.3 | -0.4 | -0.4 | -0.4 | -0.5 |
| 1997 | -0.5 | -0.4 | -0.1 | 0.3 | 0.8 | 1.2 | 1.6 | 1.9 | 2.1 | 2.3 | 2.4 | 2.4 |
| 1998 | 2.2 | 1.9 | 1.4 | 1.0 | 0.5 | -0.1 | -0.8 | -1.1 | -1.3 | -1.4 | -1.5 | -1.6 |
| 1999 | -1.5 | -1.3 | -1.1 | -1.0 | -1.0 | -1.0 | -1.1 | -1.1 | -1.2 | -1.3 | -1.5 | -1.7 |
| 2000 | -1.7 | -1.4 | -1.1 | -0.8 | -0.7 | -0.6 | -0.6 | -0.5 | -0.5 | -0.6 | -0.7 | -0.7 |
| 2001 | -0.7 | -0.5 | -0.4 | -0.3 | -0.3 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.2 | -0.3 | -0.3 | -0.3 |
| 2002 | -0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.4 | 0.7 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 1.2 | 1.3 | 1.1 |
| 2003 | 0.9 | 0.6 | 0.4 | 0.0 | -0.3 | -0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.4 |
| 2004 | 0.4 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 2005 | 0.6 | 0.6 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.3 | -0.6 | -0.8 |
| 2006 | -0.8 | -0.7 | -0.5 | -0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.3 | 0.5 | 0.7 | 0.9 | 0.9 |
| 2007 | 0.7 | 0.3 | 0.0 | -0.2 | -0.3 | -0.4 | -0.5 | -0.8 | -1.1 | -1.4 | -1.5 | -1.6 |
| 2008 | -1.6 | -1.4 | -1.2 | -0.9 | -0.8 | -0.5 | -0.4 | -0.3 | -0.3 | -0.4 | -0.6 | -0.7 |
| 2009 | -0.8 | -0.7 | -0.5 | -0.2 | 0.1 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.7 | 1.0 | 1.3 | 1.6 |
| 2010 | 1.5 | 1.3 | 0.9 | 0.4 | -0.1 | -0.6 | -1.0 | -1.4 | -1.6 | -1.7 | -1.7 | -1.6 |
| 2011 | -1.4 | -1.1 | -0.8 | -0.6 | -0.5 | -0.4 | -0.5 | -0.7 | -0.9 | -1.1 | -1.1 | -1.0 |
| 2012 | -0.8 | -0.6 | -0.5 | -0.4 | -0.2 | 0.1 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.0 | -0.2 |
| 2013 | -0.4 | -0.3 | -0.2 | -0.2 | -0.3 | -0.3 | -0.4 | -0.4 | -0.3 | -0.2 | -0.2 | -0.3 |
| 2014 | -0.4 | -0.4 | -0.2 | 0.1 | 0.3 | 0.2 | 0.1 | 0.0 | 0.2 | 0.4 | 0.6 | 0.7 |
| 2015 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.8 | 1.0 | 1.2 | 1.5 | 1.8 | 2.1 | 2.4 | 2.5 | 2.6 |
| 2016 | 2.5 | 2.2 | 1.7 | 1.0 | 0.5 | 0.0 | -0.3 | -0.6 | -0.7 | -0.7 | -0.7 | -0.6 |
| 2017 | -0.3 | -0.1 | 0.1 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.1 | -0.2 | -0.4 | | | |

주: 푸른부분 엘니뇨, 회색부분 라니냐
자료: NOAA, 메리츠증권증권 리서치센터

Appendix: 주요 작황 지역 곡물 파종 캘린더

2018년 산업 전망 **음식료**
Spread Expansion

미국은 수확기 진행 중
브라질/아르헨티나
12월~1월 수확기 시작

파종기
성장기
수확기

| | | 1월 | 2월 | 3월 | 4월 | 5월 | 6월 | 7월 | 8월 | 9월 | 10월 | 11월 | 12월 | 1월 | 2월 | 3월 | 4월 | 5월 |
|-------|---------|----|----|----|----|----|----|----|----|----|-----|-----|-----|----|----|----|----|----|
| 대두 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 미국 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 중국 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 브라질 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 아르헨티나 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | 1월 | 2월 | 3월 | 4월 | 5월 | 6월 | 7월 | 8월 | 9월 | 10월 | 11월 | 12월 | 1월 | 2월 | 3월 | 4월 | 5월 |
| 옥수수 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 미국 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 중국 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 캐나다 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| E-27 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 브라질 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 아르헨티나 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | 1월 | 2월 | 3월 | 4월 | 5월 | 6월 | 7월 | 8월 | 9월 | 10월 | 11월 | 12월 | 1월 | 2월 | 3월 | 4월 | 5월 |
| 밀 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 미국 | 봄밀 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | 겨울밀 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 캐나다 | 봄밀 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| EU-27 | 봄밀 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 중국 | 봄밀 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | 겨울밀 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 브라질 | 봄밀 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 아르헨티나 | 봄밀 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 러시아 | 봄밀 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | 겨울밀 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 우크라이나 | 겨울밀 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 호주 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | 1월 | 2월 | 3월 | 4월 | 5월 | 6월 | 7월 | 8월 | 9월 | 10월 | 11월 | 12월 | 1월 | 2월 | 3월 | 4월 | 5월 |
| 사탕수수 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 브라질 | 중서부, 남부 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | 북부, 북동부 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 브라질 | 중남부 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| -목화 | 북동부 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 인도 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

자료: 코리아PDS, 메리츠증권증권 리서치센터

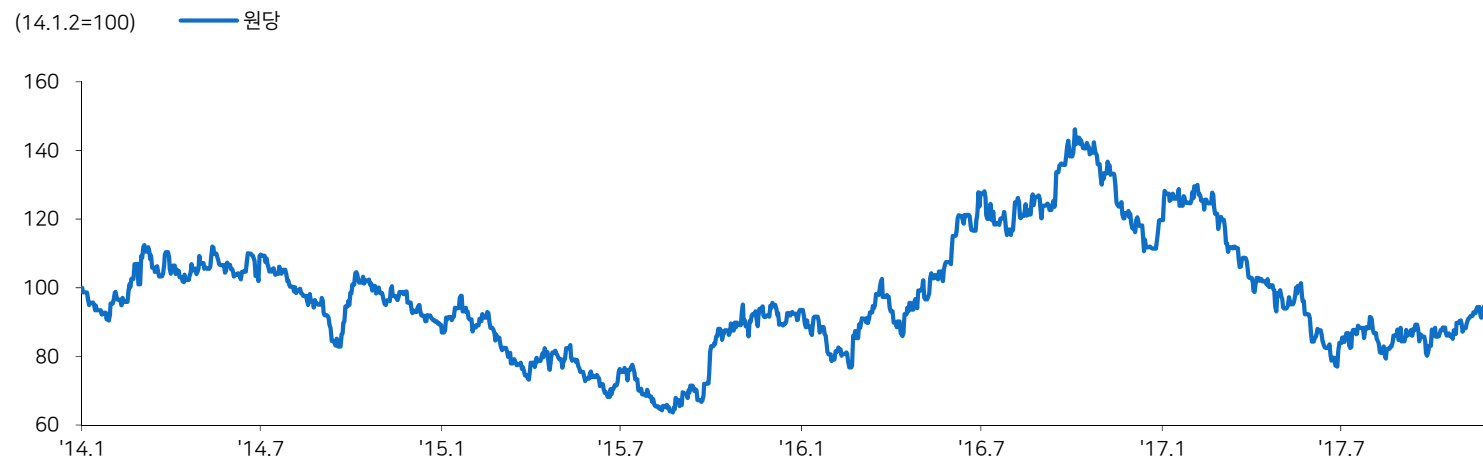
18년 원당가격, 유가 상승 영향이 인도/동남아 공급 증가로 상쇄될 전망

2018년 산업 전망 **음식료**
Spread Expansion

유가 상승으로 에탄올 생산 증가, 원당 생산 감소로 원당 가격은 소폭 상승 전환

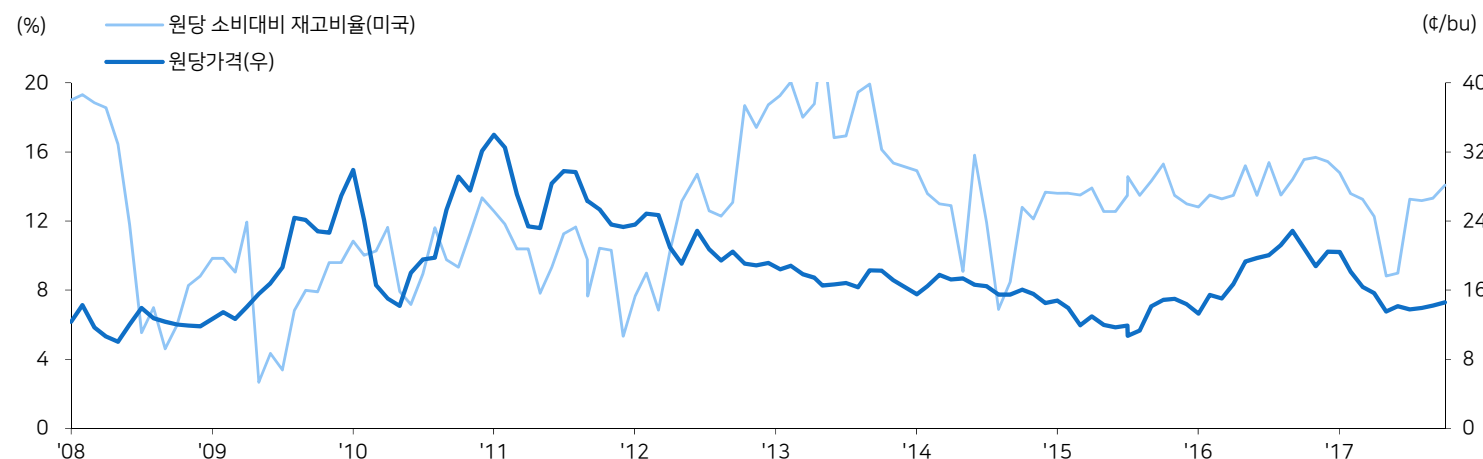
반면 설탕 수요 감소와 인도/동남아 공급 증가 지속으로 상승폭 제한 예상

에탄올 생산 증가, 원당 생산 감소로 상승 전환. 설탕 수요 감소, 인도/동남아 공급 증가로 상쇄



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

미국의 원당 소비대비 재고비율은 12~15%에서 장기 횡보 중



자료: USDA, 메리츠증권증권 리서치센터

18년 옥수수가격은 15~17년 레벨을 유지하며 하향 안정화 전망

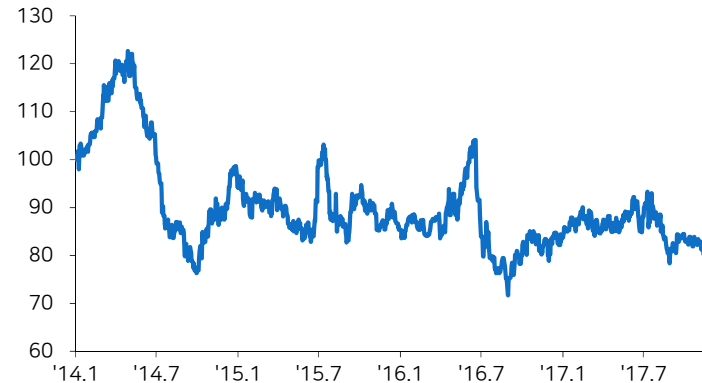
2018년 산업 전망 **음식료**
Spread Expansion

**16년 중순 재배면적 증가로
가격 하락**

**중국 옥수수 구조조정 문제는
중국 내 높은 재고로 인해
영향력 제한적**

재배면적 증가 전망으로 하락 후 기상에 따른 등락

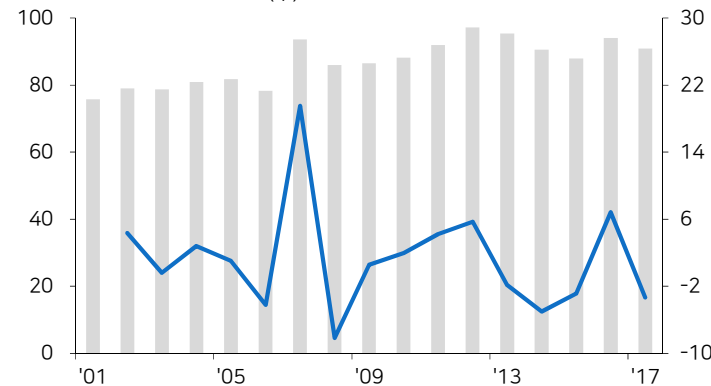
(14.1.2=100) — 옥수수



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

17년 미국 경작면적 3.3% 감소

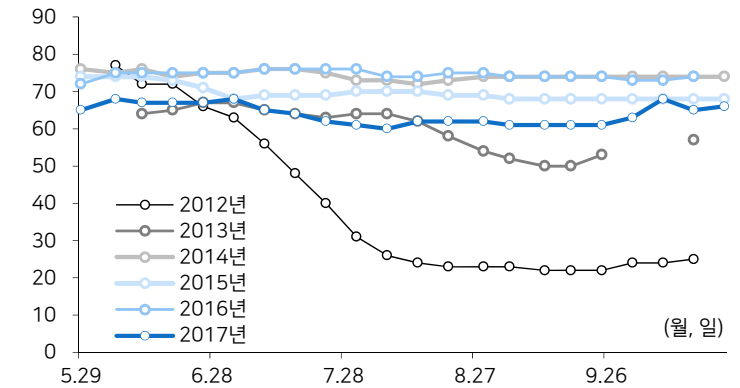
(백만 에이커) — 옥수수 경작면적
— % YoY (우)



자료: USDA, 메리츠증권증권 리서치센터

17년 옥수수 G+E 비율 평년 수준 회복

(%)



자료: USDA, 메리츠증권증권 리서치센터

12~15년 소비대비 재고비율 상승 후 19~22% 유지

(%) — 옥수수 소비대비 재고비율
— 옥수수 가격 (우) (¢/bu)



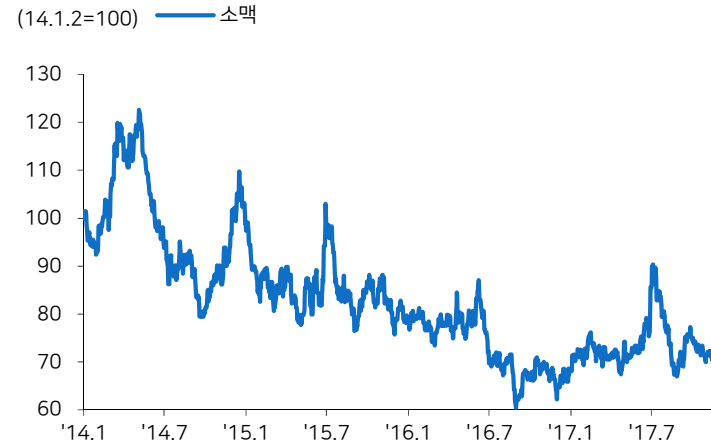
자료: USDA, 메리츠증권증권 리서치센터

18년 소맥가격은 러시아의 풍부한 공급 지속으로 17년 레벨 하회 예상

2018년 산업 전망 **음식료**
Spread Expansion

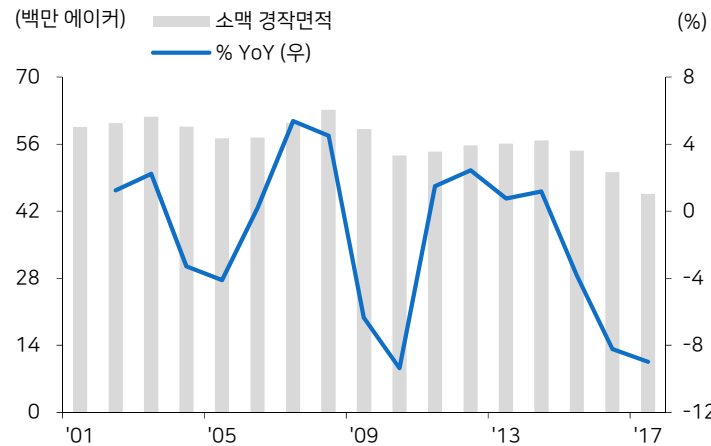
13년 이후 양호한 공급 지속
16년~17년 형성된 바닥권
횡보 지속할 전망

미국 가뭄으로 급등 후 글로벌 생산량 증가로 하락



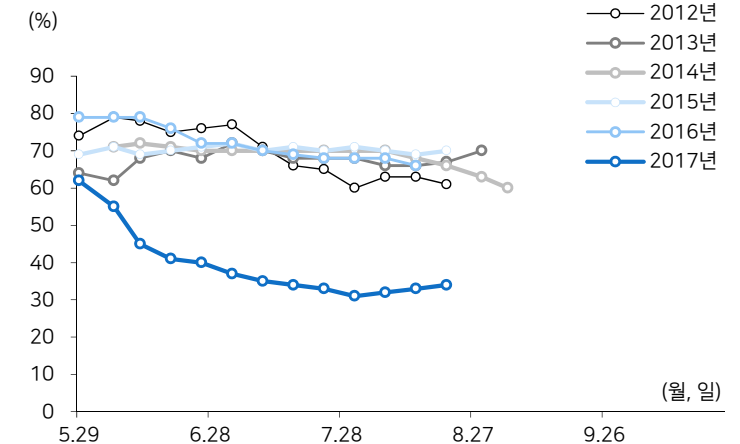
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

17년 미국 경작면적 9.0% 감소



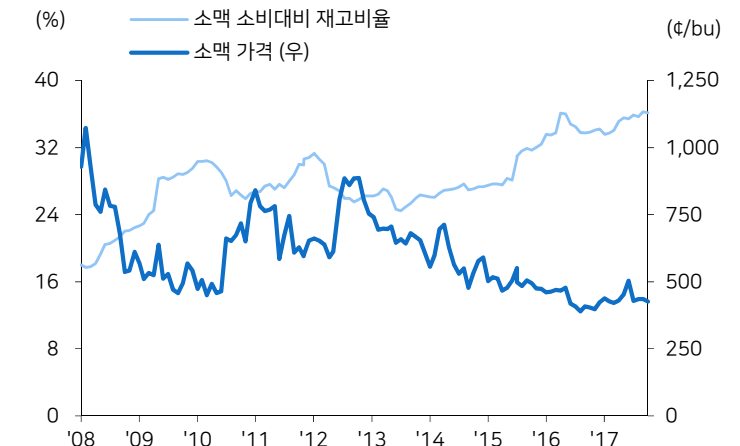
자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

17년 미국 소맥 흉년이었으나 글로벌 소맥 풍년



자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

러시아 풍작으로 소비대비 재고비율 36%까지 상승



자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

18년 대두가격은 공급 증가 효과로 16~17년 레벨 유지 예상

2018년 산업 전망 **음식료**
Spread Expansion

13년 이후 양호한 공급 지속
중국향 수출 증가하고 있지만
생산자의 대두 선호도 뚜렷해
공급 증가

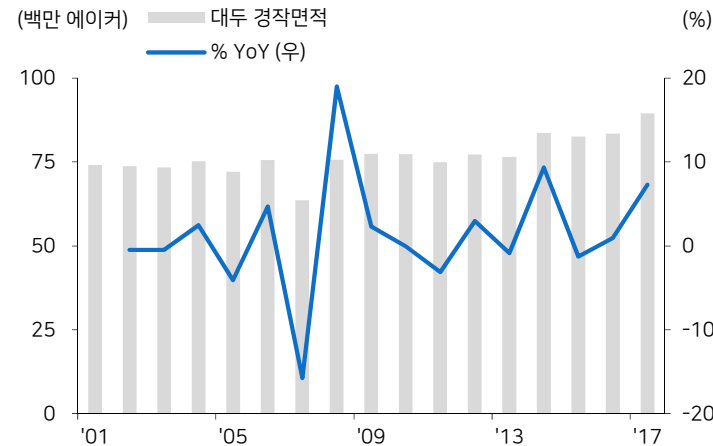
18년 가격은 공급 증가에
기반한 바닥권 횡보 전망

경작면적의 증가가 가격 상승을 억제할 전망



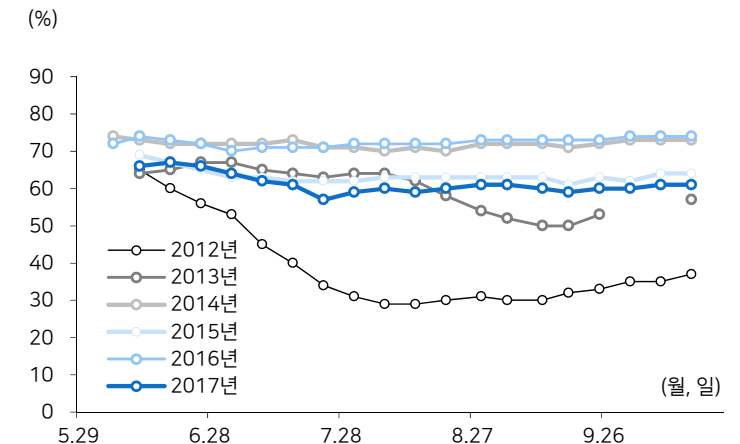
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

17년 미국 경작면적 7.3% 증가



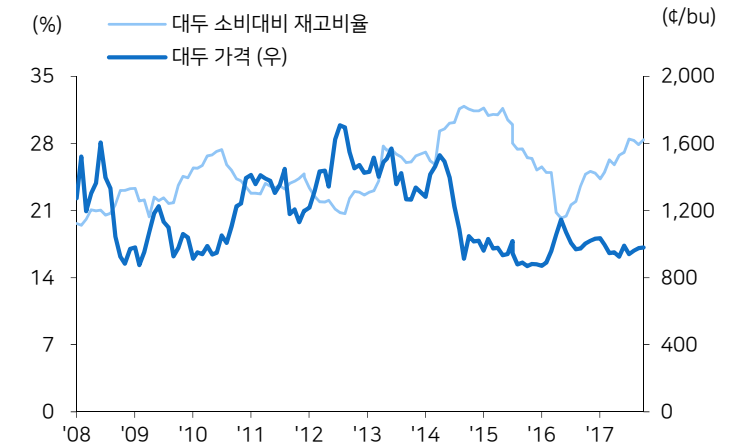
자료: USDA, 메리츠증권증권 리서치센터

옥수수과 마찬가지로 평년 수준 G+E 비율 기록



자료: USDA, 메리츠증권증권 리서치센터

경작면적 증가로 소비대비 재고비율 28.4%로 상승



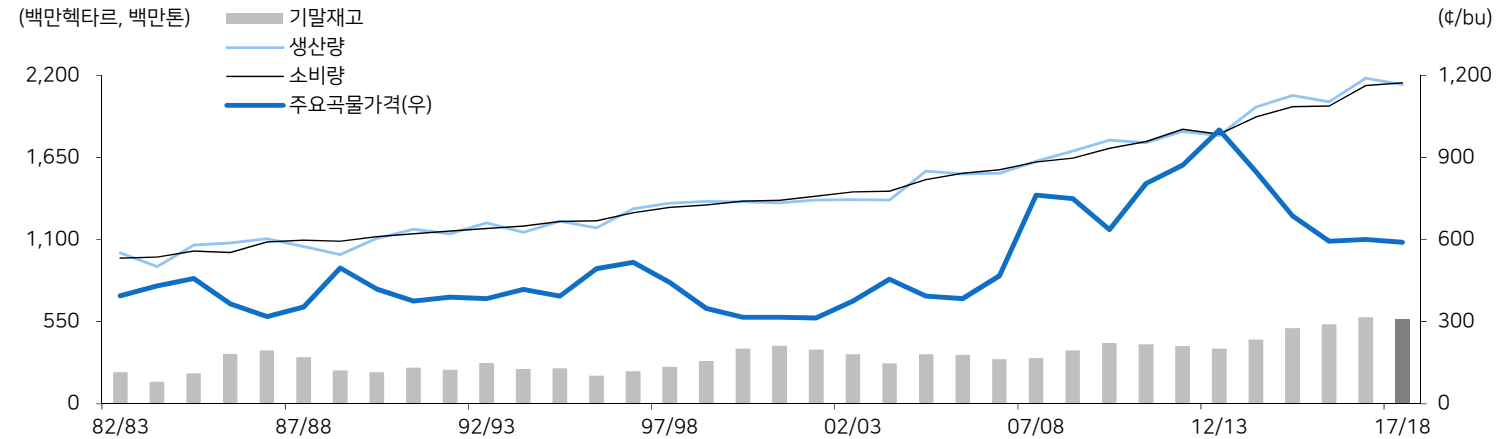
자료: USDA, 메리츠증권증권 리서치센터

18년 높은 재고 레벨 유지, 주요 곡물가격 하향 안정 흐름 지속 예상

2018년 산업 전망 **음식료**
Spread Expansion

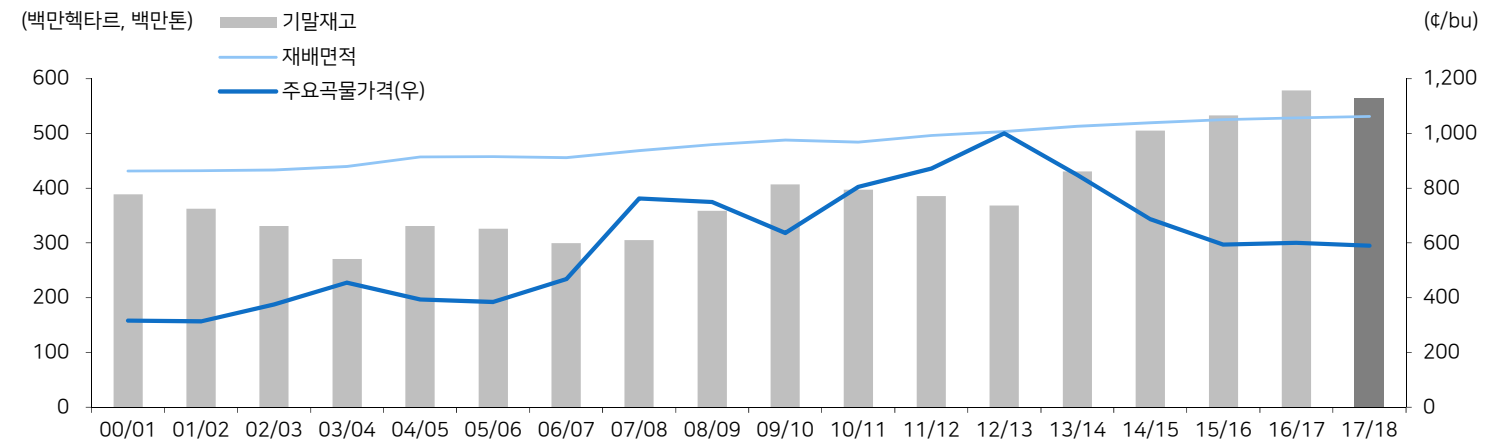
17/18시즌 3대 곡물 합산
생산량 2.0% 감소, 소비량
0.8% 증가하지만 기존
재고수준이 높아 낮은
곡물가격 유지 전망

3대 곡물(옥수수, 소맥, 대두) 수급 및 가격 추이



자료: USDA, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

3대 곡물(옥수수, 소맥, 대두) 재배면적 및 재고량 추이

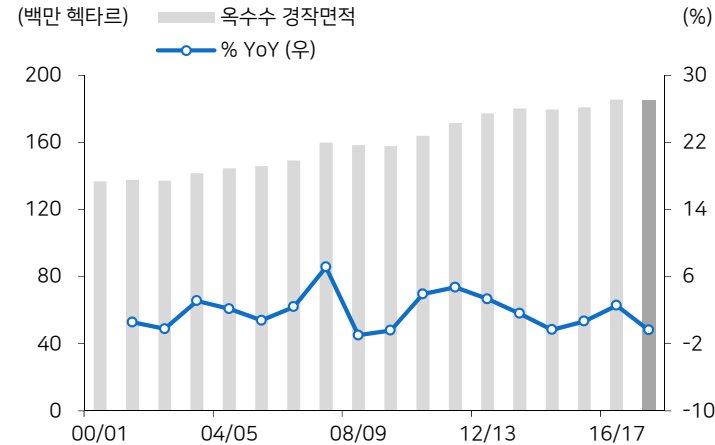


자료: USDA, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Appendix: 주요 곡물 글로벌 경작면적

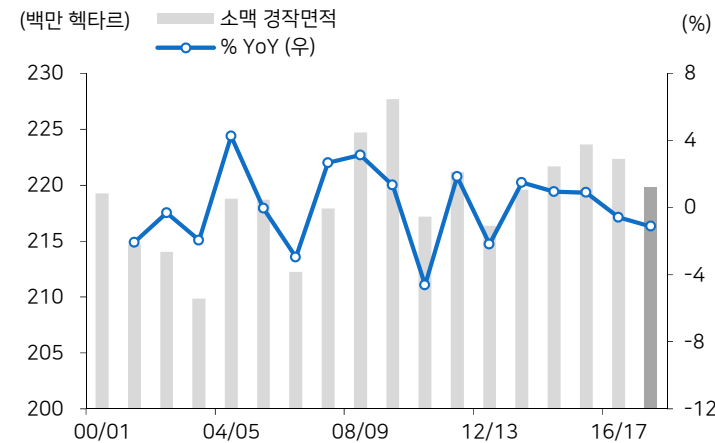
2018년 산업 전망 **음식료**
Spread Expansion

17/18시즌 옥수수 경작면적 약보합 전망



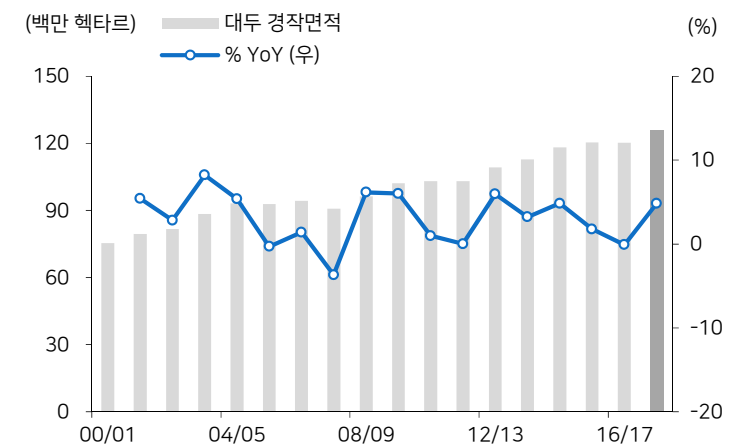
자료: USDA, 메리츠증권증권 리서치센터

17/18시즌 소맥 경작면적 1% 감소 전망



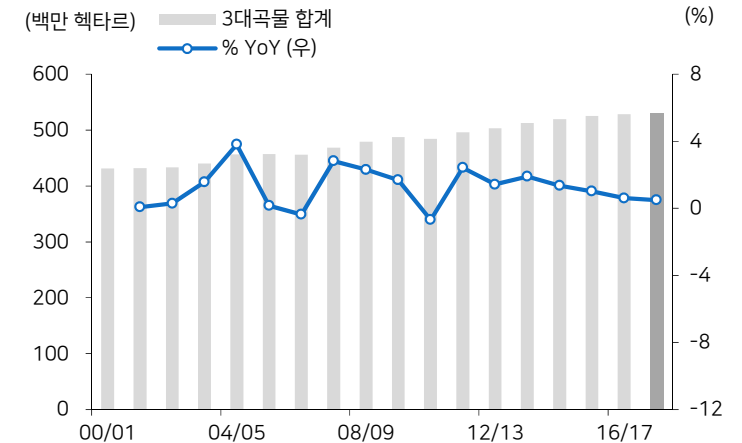
자료: USDA, 메리츠증권증권 리서치센터

17/18시즌 대두 경작면적 5% 큰 폭 증가 전망



자료: USDA, 메리츠증권증권 리서치센터

17/18시즌 3대곡물 경작면적 0.5% 증가 전망

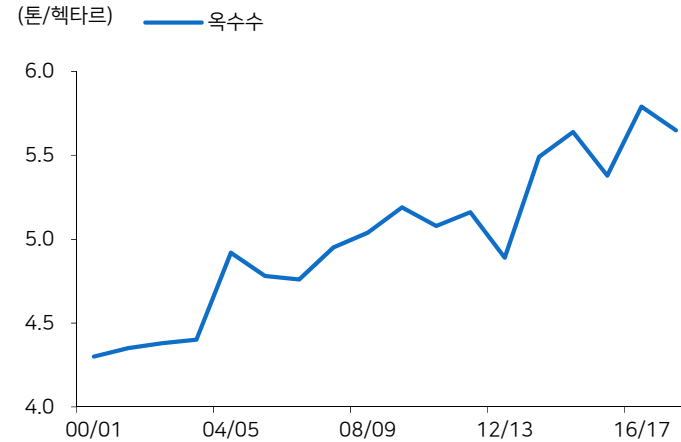


자료: USDA, 메리츠증권증권 리서치센터

Appendix: 주요 곡물 글로벌 작황 추이

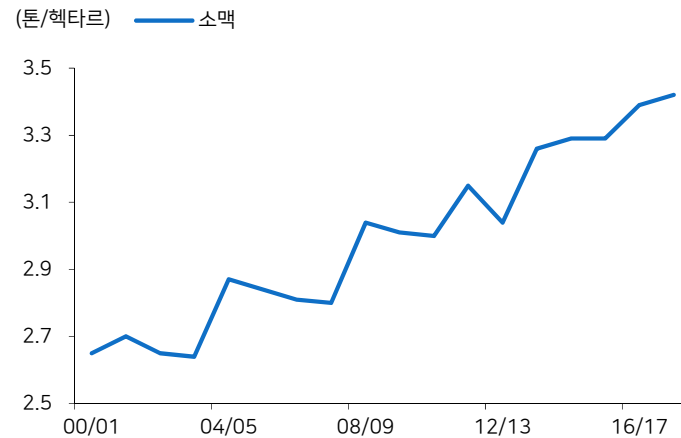
2018년 산업 전망 **음식료**
Spread Expansion

글로벌 옥수수 작황 추이



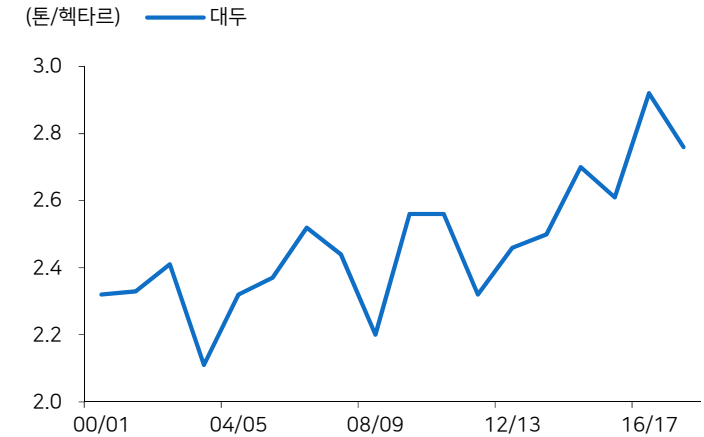
자료: USDA, 메리츠증권리서치센터

글로벌 소맥 작황 추이



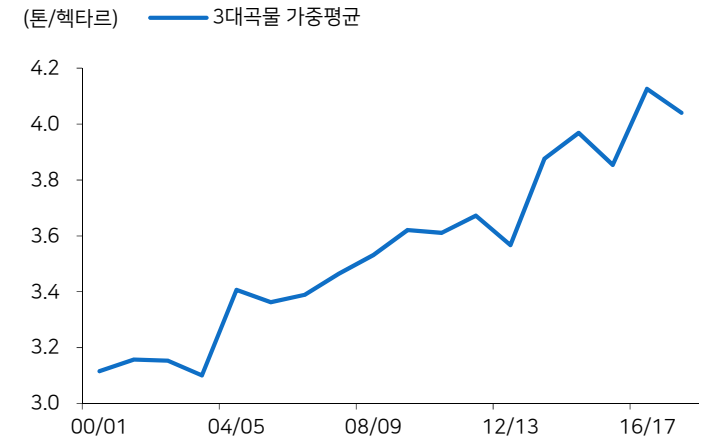
자료: USDA, 메리츠증권리서치센터

글로벌 대두 작황 추이



자료: USDA, 메리츠증권리서치센터

글로벌 주요 곡물 작황 추이



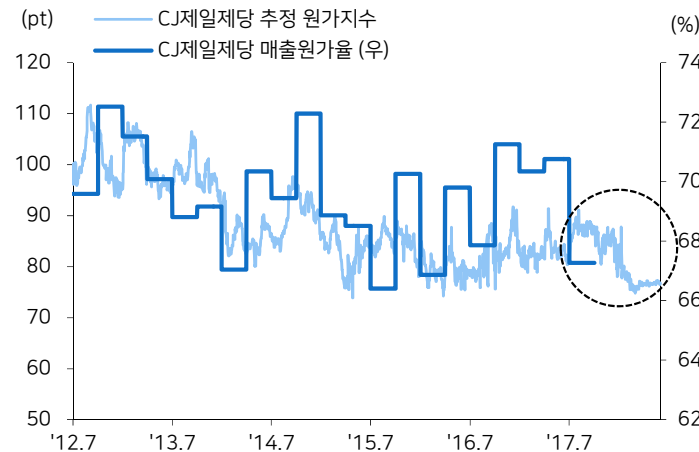
주: 개별 곡물의 경작면적과 단위면적당 수확량을 가중평균
자료: USDA, 메리츠증권리서치센터

18년 주요 기업 원가율 하락 전환 전망, 음료료 섹터 의견 Overweight 유지

2018년 산업 전망 음료료
Spread Expansion

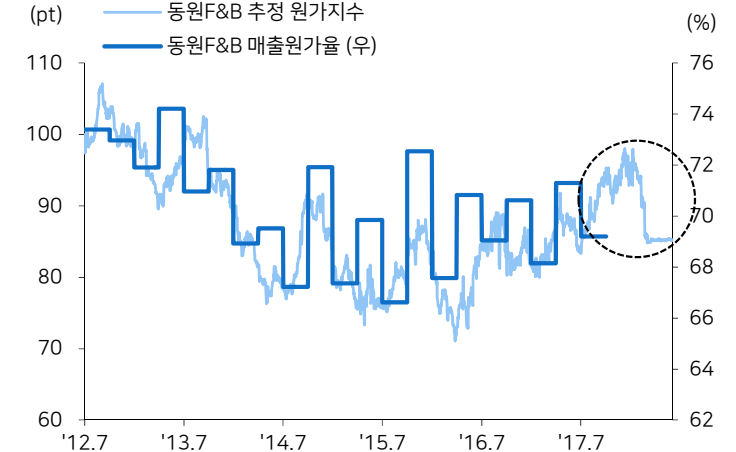
옥수수, 소맥, 대두 하향 안정화
및 원당 가격 본격 하락
투입으로 주요 기업 원가율
하락 전환 전망

CJ제일제당 추정원가지수와 매출원가율 추이



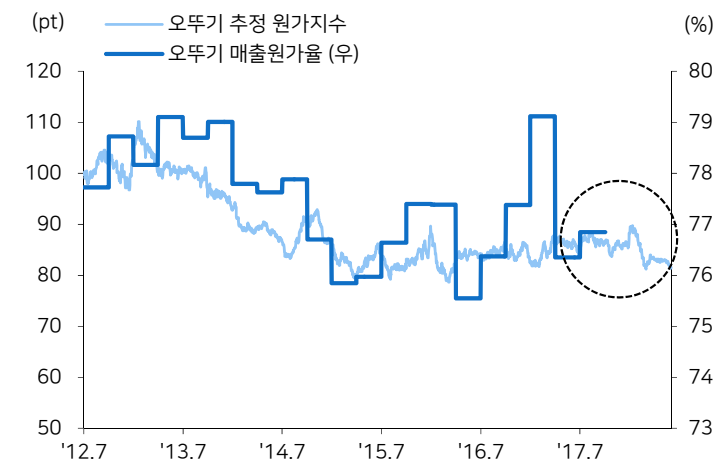
자료: CJ제일제당, 메리츠증권 리서치센터

동원F&B 추정원가지수와 매출원가율 추이



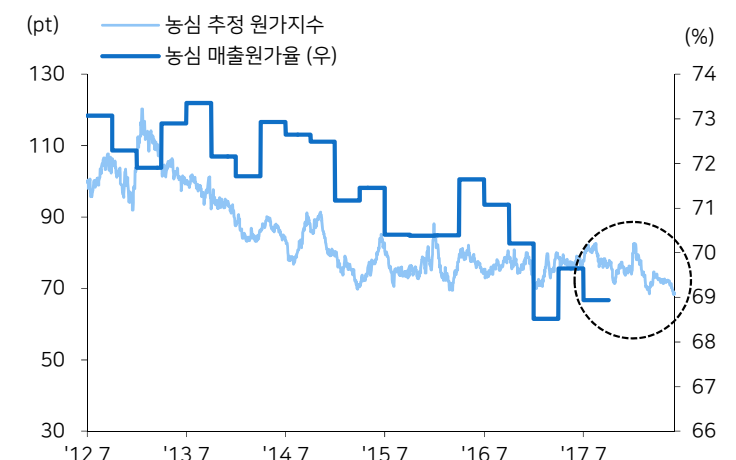
자료: 동원F&B, 메리츠증권 리서치센터

오뚜기 추정원가지수와 매출원가율 추이



자료: 오뚜기, 메리츠증권 리서치센터

농심 추정원가지수와 매출원가율 추이



자료: 농심, 메리츠증권 리서치센터

Appendix: 음식료 내 산업별 비용 구성비, 원재료 구성비

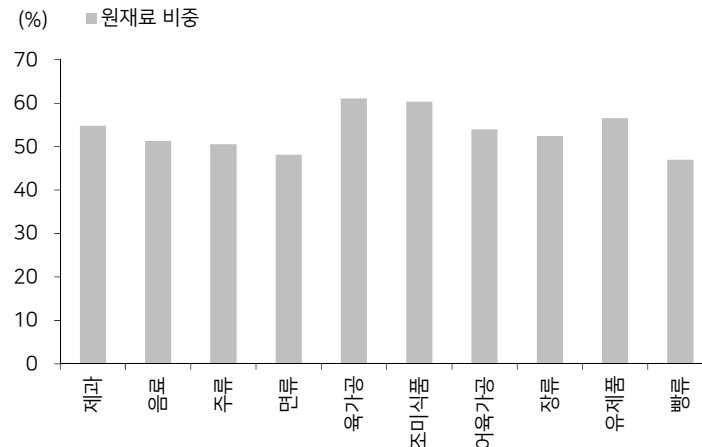
2018년 산업 전망 음식료
Spread Expansion

음식료 내 산업별 비용 구성비, 원재료 구성비

| | | 제과 | 음료 | 주류 | 면류 | 육가공 | 조미식품 | 어육가공 | 장류 | 유제품 | 빵류 |
|---------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 비용 구성비 | 원재료 | 55% | 51% | 51% | 48% | 61% | 60% | 54% | 52% | 57% | 47% |
| | 부재료 | 8% | 9% | 8% | 10% | 6% | 6% | 11% | 7% | 8% | 7% |
| | 인건비 | 16% | 18% | 24% | 17% | 16% | 17% | 17% | 15% | 13% | 19% |
| | 수도광열비 | 7% | 6% | 8% | 7% | 6% | 6% | 7% | 8% | 5% | 8% |
| | 판매관리비 | 9% | 11% | 7% | 8% | 7% | 7% | 8% | 9% | 10% | 16% |
| | 기타 | 5% | 5% | 3% | 11% | 4% | 3% | 4% | 9% | 8% | 3% |
| | 합계 | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| 원재료 구성비 | 곡물 | 25% | | 13% | 46% | | | 4% | 16% | | 42% |
| | 두류 | 15% | 17% | 81% | 2% | | | | 44% | | 13% |
| | 당류 | 19% | 18% | | | | 6% | | 9% | 5% | 12% |
| | 식용유지 | 9% | | | 29% | | | 3% | | 2% | |
| | 유가공 | 16% | 7% | | | | 17% | | | 90% | 18% |
| | 축산물 | | | | | 94% | 6% | | | | 11% |
| | 과일류 | | 43% | | 8% | | 4% | | | | |
| | 채소류 | | 10% | | | 3% | 57% | | 26% | | |
| | 수산물 | | | | | 1% | | 90% | 5% | | |
| | 기타 | 16% | 5% | 6% | 15% | 2% | 10% | 3% | 0% | 3% | 4% |
| | 합계 | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | |

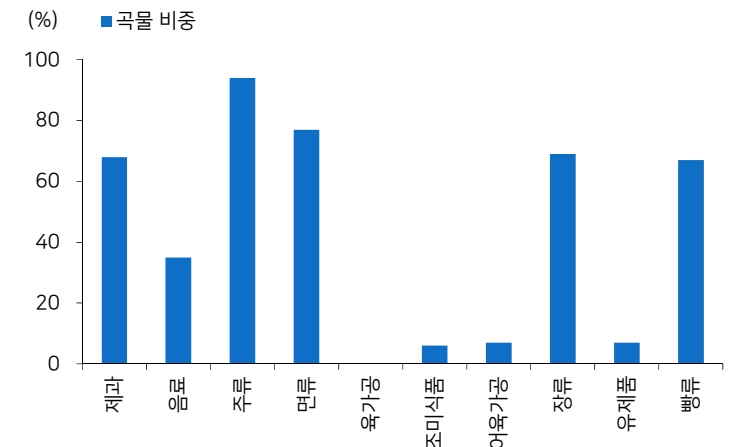
자료: 식품산업통계, 메리츠증권증권 리서치센터

산업별 원재료 비중



자료: 식품산업통계, 메리츠증권증권 리서치센터

산업별 곡물 원재료 비중



자료: 식품산업통계, 메리츠증권증권 리서치센터

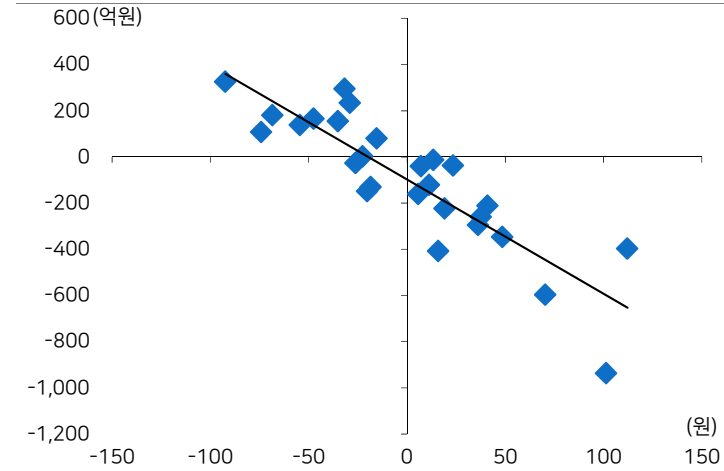
음식료 주요 기업, 환율 QoQ 변동과 외환손익 분석

2018년 산업 전망 음식료
Spread Expansion

환율 변동과 외환손익 상관관계

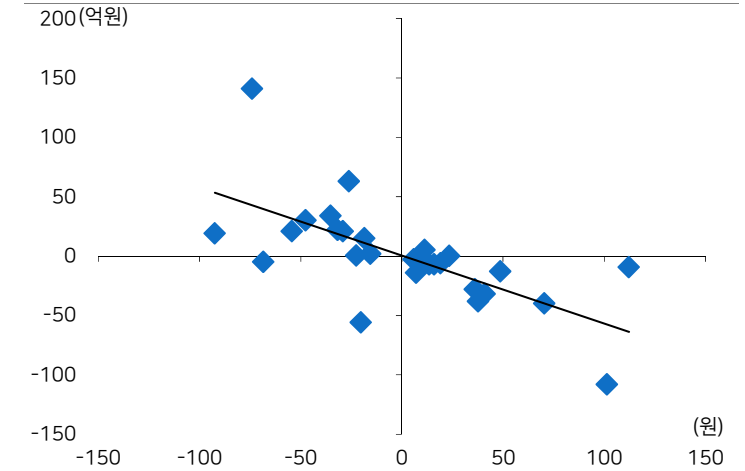
- CJ제일제당 -0.9
- 농심 -0.7
- KT&G +1.0
- 대상 -0.6

CJ제일제당 환율 변동과 외환손익 상관관계수 -0.9



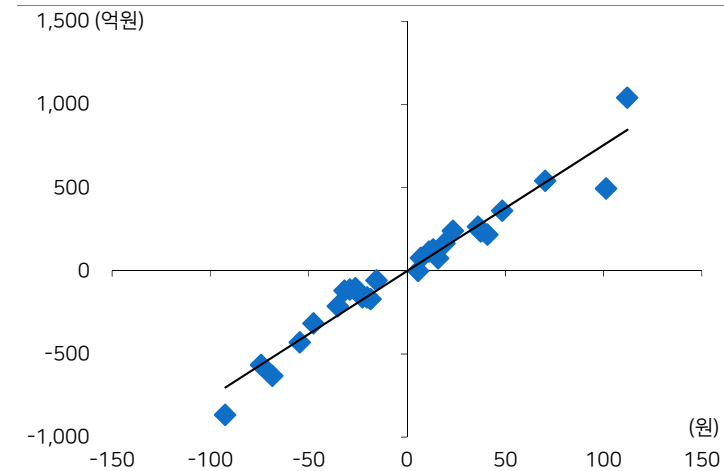
자료: CJ제일제당, 메리츠증권증권 리서치센터

농심 환율 변동과 외환손익 상관관계수 -0.7



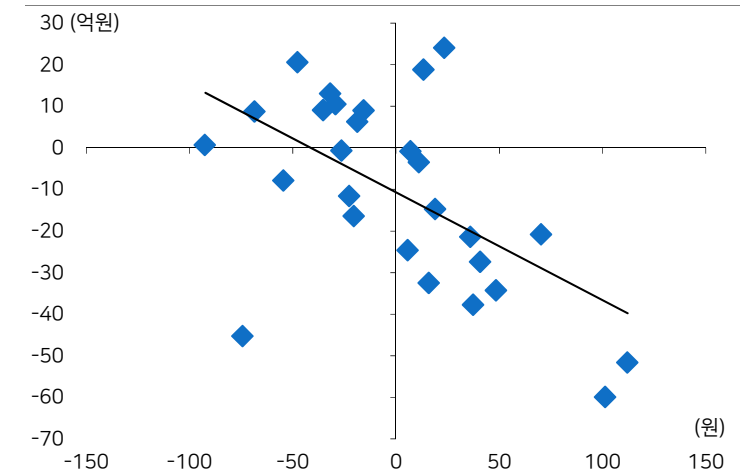
자료: 농심, 메리츠증권증권 리서치센터

KT&G 환율 변동과 외환손익 상관관계수 +1.0



자료: KT&G, 메리츠증권증권 리서치센터

대상 환율 변동과 외환손익 상관관계수 -0.6



자료: 대상, 메리츠증권증권 리서치센터

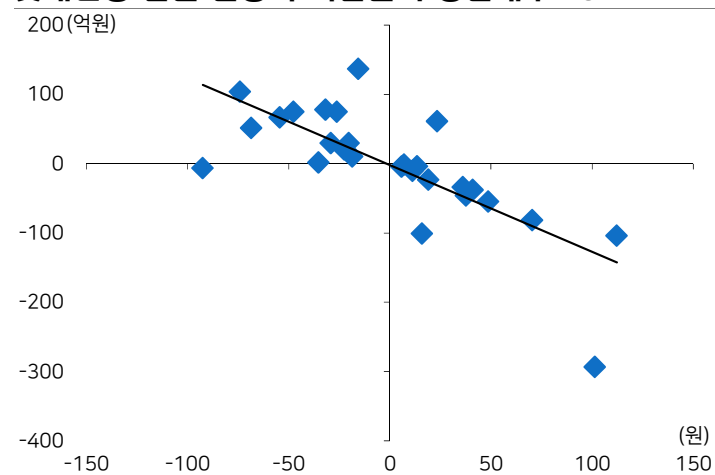
음식료 주요 기업, 환율 QoQ 변동과 외환손익 분석

2018년 산업 전망 **음식료**
Spread Expansion

환율 변동과 외환손익 상관관계

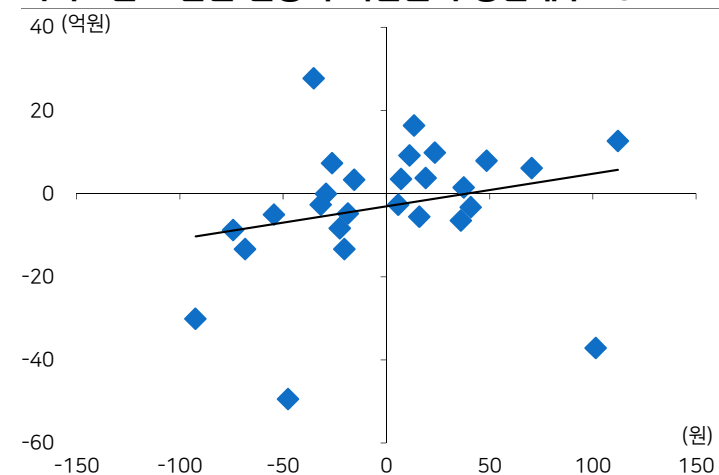
- 롯데칠성 -0.7
- 하이트진로 +0.2
- 동원F&B -0.8
- 롯데푸드 -0.7

롯데칠성 환율 변동과 외환손익 상관관계수 -0.7



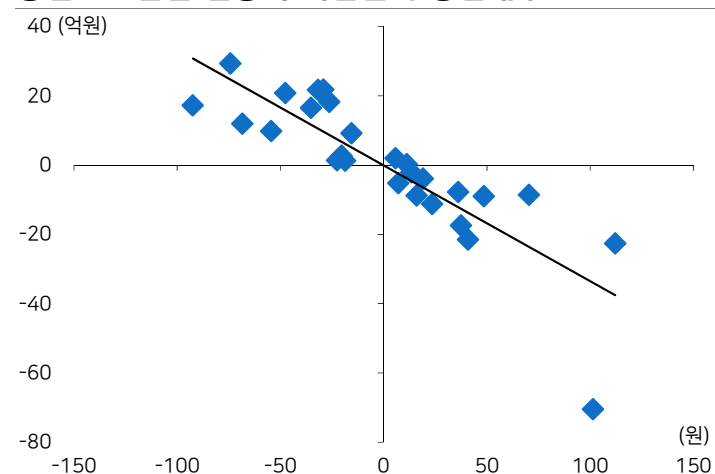
자료: 롯데칠성, 메리츠증권증권 리서치센터

하이트진로 환율 변동과 외환손익 상관관계수 +0.2



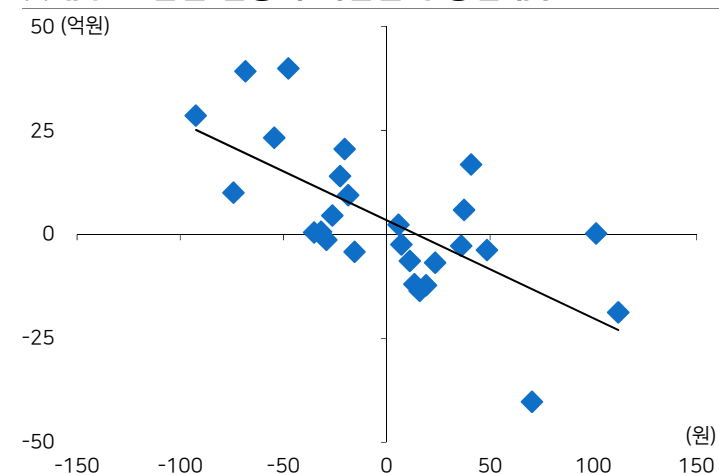
자료: 하이트진로, 메리츠증권증권 리서치센터

동원F&B 환율 변동과 외환손익 상관관계수 -0.8



자료: 동원F&B, 메리츠증권증권 리서치센터

롯데푸드 환율 변동과 외환손익 상관관계수 -0.7



자료: 롯데푸드, 메리츠증권증권 리서치센터

Part II

2018년 산업 전망

음식료

소산업별 전망:
가공식품, 아미노산, 주류, 담배

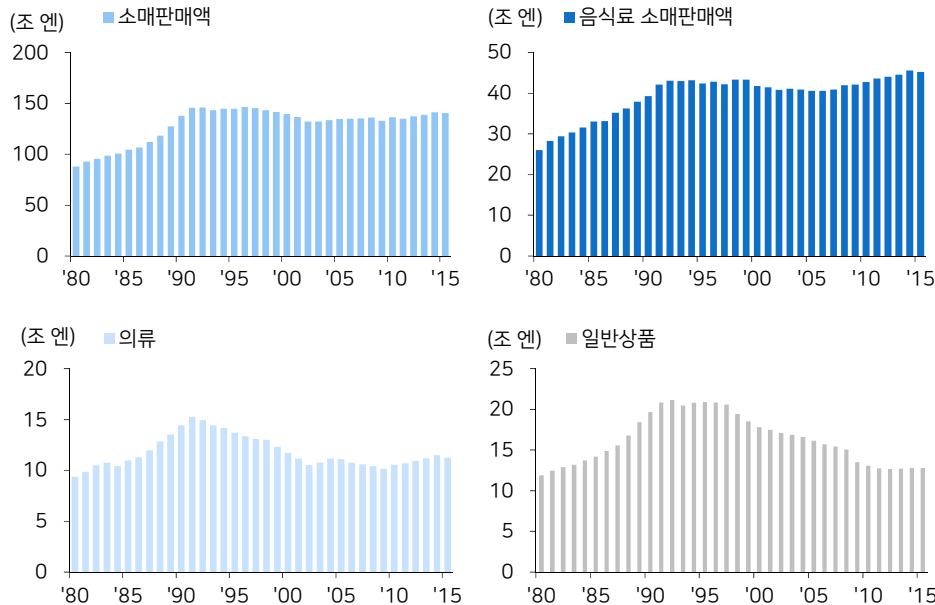
일본사례: 생산가능 인구 감소, 경기 불황을 거치며 음식료 소매 판매 비중 확대

2018년 산업 전망 음식료
Spread Expansion

생산가능 인구감소, 경기불황
및 회복기를 거치며 소매판매
비중의 변화를 경험 음식료
비중은 28.5% → 32.3%

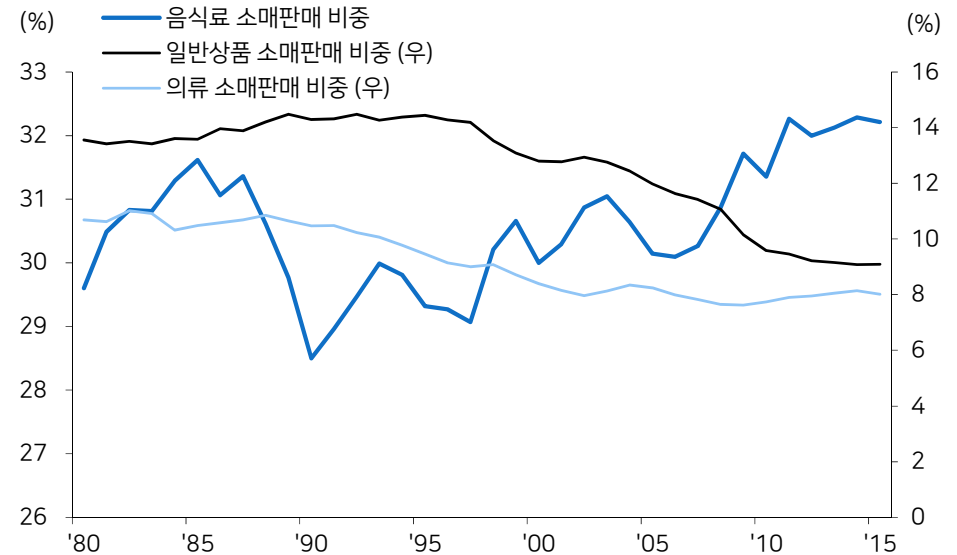
- 일본의 생산가능인구 감소가 시작된 1995년 이후 경기 불황과 맞물리며 2002년 까지 전체 소매판매액은 연평균 1.3% 감소. 동기간 음식료 -0.6%, 일반상품 -2.8%, 의류 -3.7% 기록
- 글로벌 금융위기 이후 회복기는 2010년~2015년. 전체 소매판매액은 0.6% 성장. 동기간 음식료 +1.2%, 일반상품 -0.4%, 의류 +1.3%
- 1990년~2015년까지 생산가능 인구감소, 경기불황 및 회복기를 거치며 소매판매 비중의 변화를 경험 음식료 28.5% → 32.3%, 일반상품 14.3% → 9.1%, 의류 10.5% → 8.0%

일본 소매판매액 및 음식료, 의류, 일반상품 판매액 추이



자료: 일본 통계청, 메리츠증권 리서치센터

일본 소비판매액 내 음식료, 일반상품, 의류 비중



자료: 일본 통계청, 메리츠증권 리서치센터

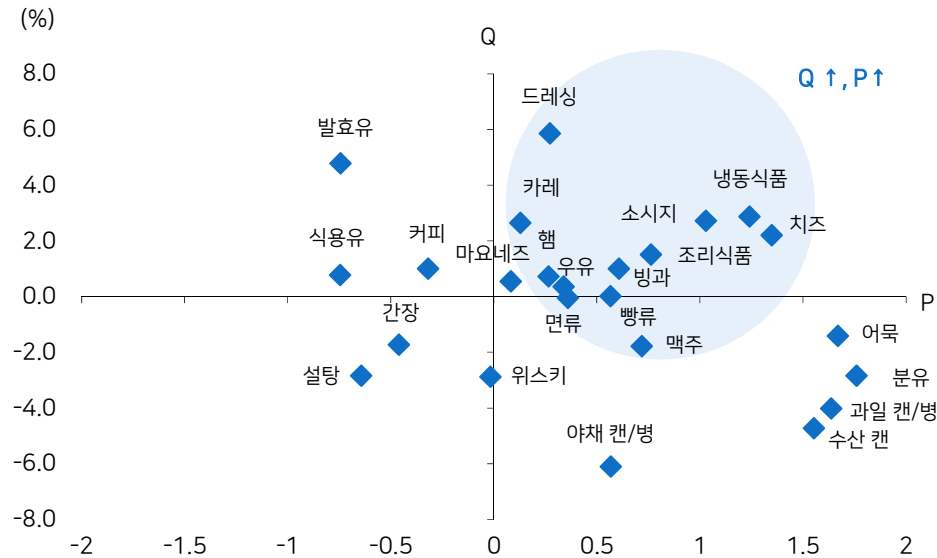
일본사례: 음식료품 소비내에서도 품목별로 P, Q 성장의 차별화

2018년 산업 전망 **음식료**
Spread Expansion

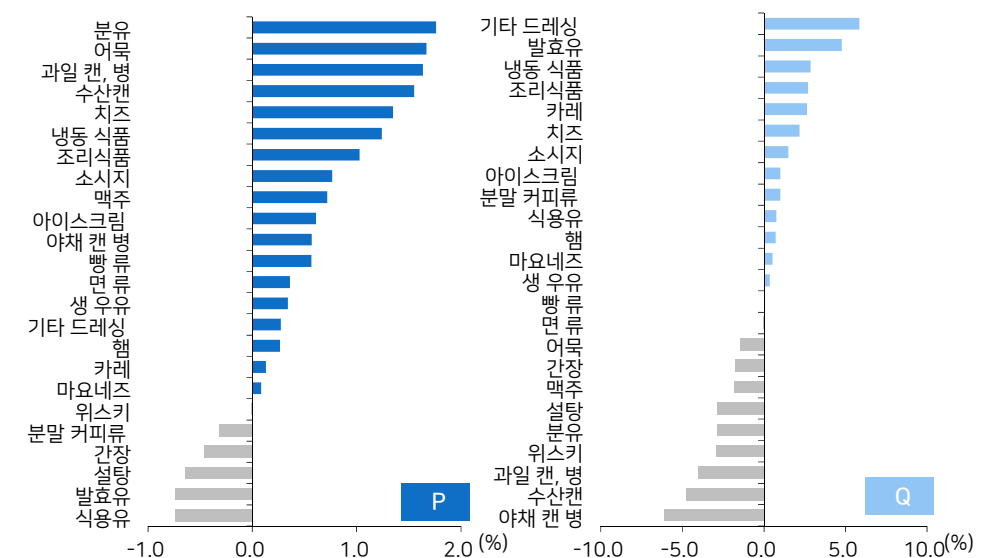
음식료 품목 중 Q와 P가 모두 성장한 품목: 냉동식품, 조리식품, 드레싱 등

- 1980년~2016년 음식료 품목 중 Q와 P가 모두 성장한 품목: 냉동식품 P +1.2%, Q +2.9%, 조리식품 P +1.0%, Q +2.7%, 드레싱 P +0.3%, Q +5.9%, 소시지 P +0.8%, Q +1.5%, 치즈 P +1.3%, Q +2.2% 등
- 동기간 Q가 성장한 품목: 발효유 Q +4.8%, P -0.7%, 커피 Q +1.0%, P -0.3%, 식용유 Q+0.8%, P -0.7% 등
- 동기간 P상승으로 매출을 방어한 품목: 분유 P +1.8%, Q-2.9%, 어묵 P +1.7%, Q -1.4%, 수산캔 P +1.6%, Q -4.7%, 과일캔 P +1.9%, Q -4.0% 등
- 면류, 간장, 맥주, 위스키, 설탕 등은 정체 및 감소

음식료 품목 중 Q와 P가 모두 성장한 품목: 냉동식품, 조리식품, 드레싱 등



P상승으로 매출을 방어한 품목 분유, 어묵, 캔가공품 등



자료: 일본 농림수산물성, 메리츠증권 리서치센터

자료: 일본 농림수산물성, 메리츠증권 리서치센터

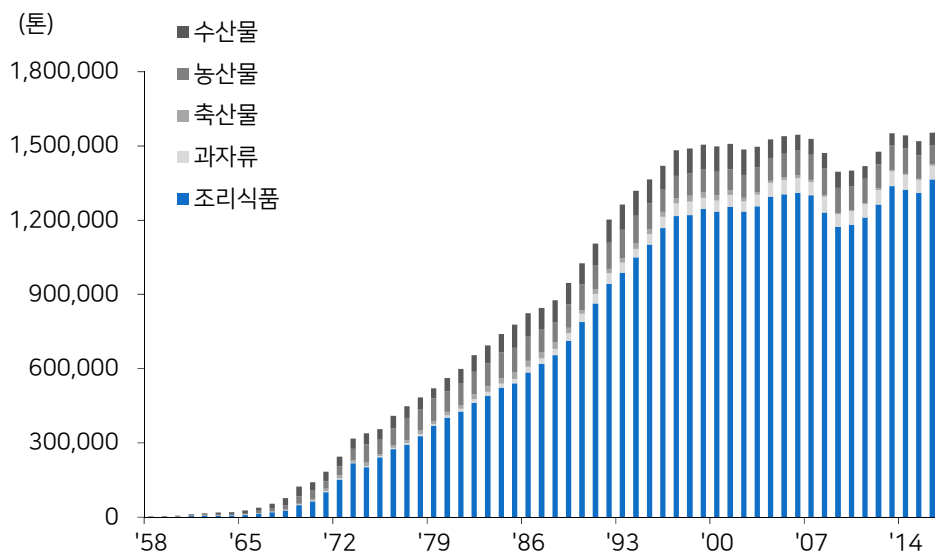
일본사례: 음식료 냉동식품(조리식품)의 고성장은 지속

2018년 산업 전망 음식료
Spread Expansion

전체냉동식품 시장은
1980년 대비 288.1% 성장,
연평균 3.8% 성장

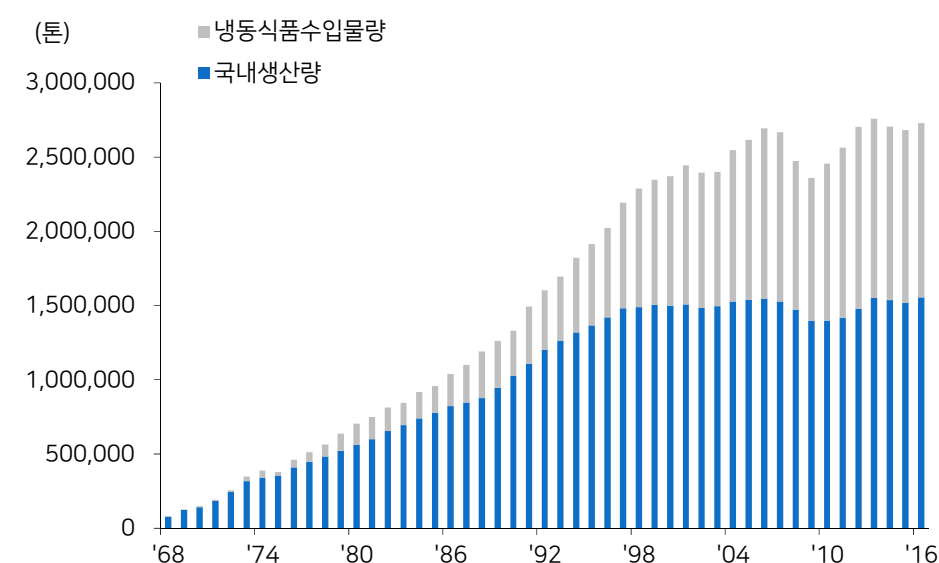
- 일본의 냉동식품은 조리식품, 과자류, 축산물, 농산물, 수산물로 구성. 조리식품 비중이 87.7%로 절대적으로 높음. 수산물 3.4%, 농산물 4.8%, 축산물 0.4%. 1980년 비중은 수산물 9.5%, 농산물 14.9%, 축산물 2.5%, 조리식품 71.6%
- 1980년대비 2016년 조리냉동식품은 238.8% 성장, 수산물 -0.7%, 농산물 -10.6%, 축산물 -59.7%. 연평균 성장률은 조리식품 +3.4%, 수산물 +0.0%, 농산물 -0.3%, 축산물 -2.5%
- 동기간 수입 냉동식품 시장은 734.0% 성장, 연평균 6.1% 성장. 전체냉동식품 시장은 288.1% 성장, 연평균 3.8% 성장

일본의 냉동식품은 조리식품을 중심으로 1980년 이후에도 지속적인 성장



자료: 일본 냉동식품 협회, 메리츠증권증권 리서치센터

수입시장의 고성장까지 더해지며 전체 냉동식품 시장은 연평균 3.8% 성장



자료: 일본 냉동식품 협회, 메리츠증권증권 리서치센터

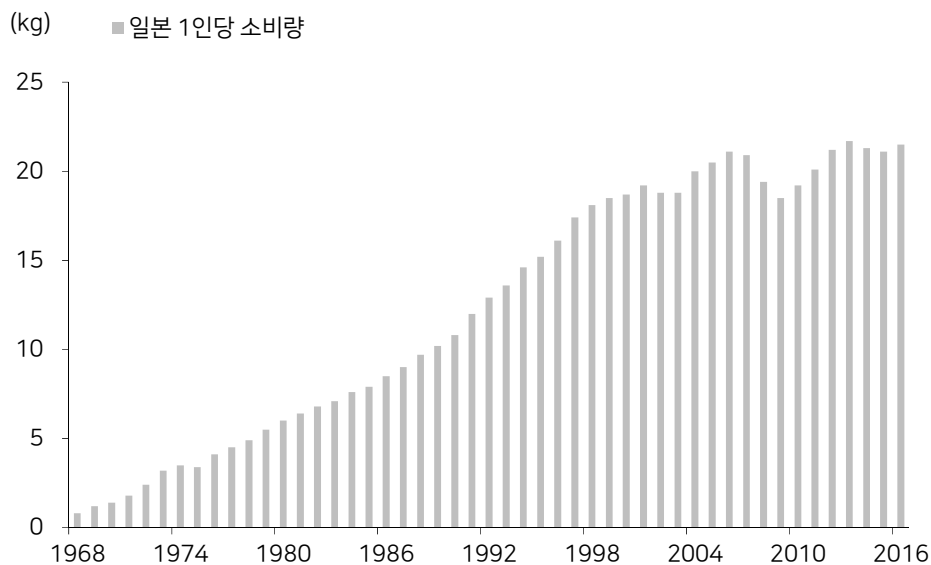
일본사례: 음식료 냉동식품(조리식품)의 고성장은 지속

2018년 산업 전망 음식료
Spread Expansion

2016년 1인당 냉동식품 소비량
일본 21.5kg, 한국 8.0kg

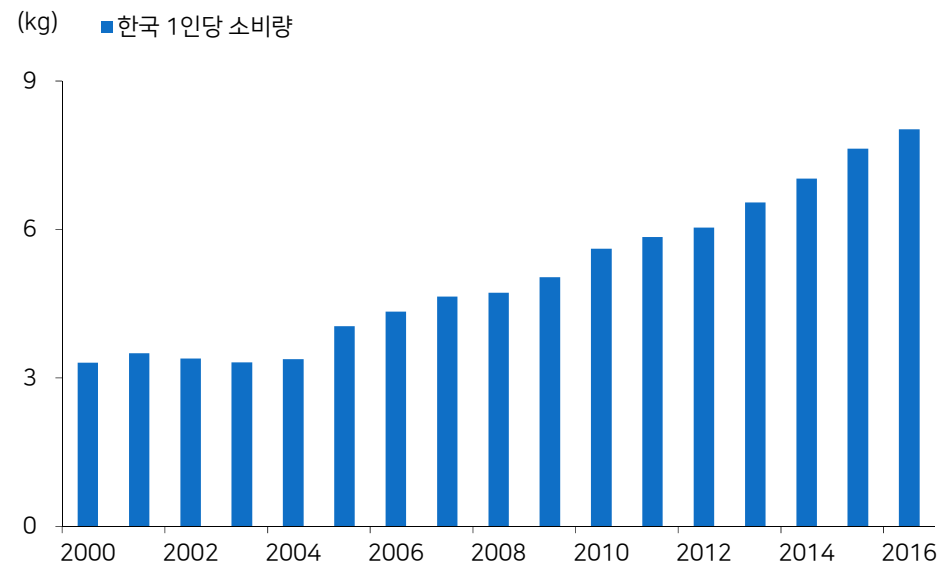
- 일본의 1인당 냉동식품 소비량은 1986년 8.5kg 달성, 2016년 21.5kg
- 한국의 1인당 냉동식품 소비량은 2016년 8.0kg 기록

일본의 1인당 냉동식품 소비량은 1986년 8.5kg 달성, 2016년 21.5kg



자료: 일본 냉동식품 협회, 메리츠증권증권 리서치센터

한국의 1인당 냉동식품 소비량은 2016년 8.0kg 기록



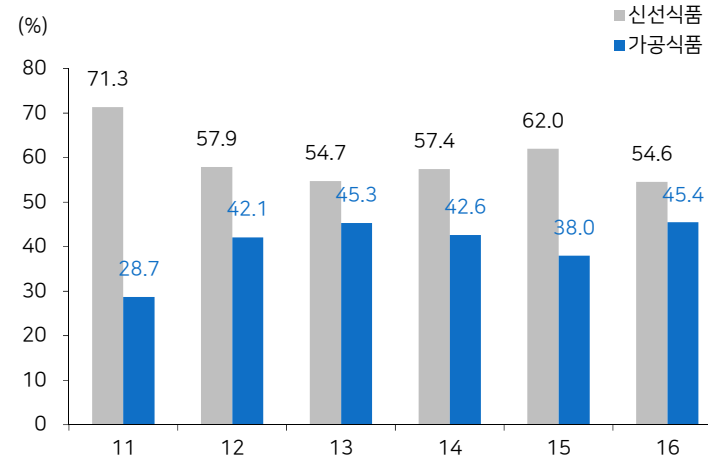
자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

가공식품 소비자태도 조사 데이터 분석

2018년 산업 전망 **음식료**
Spread Expansion

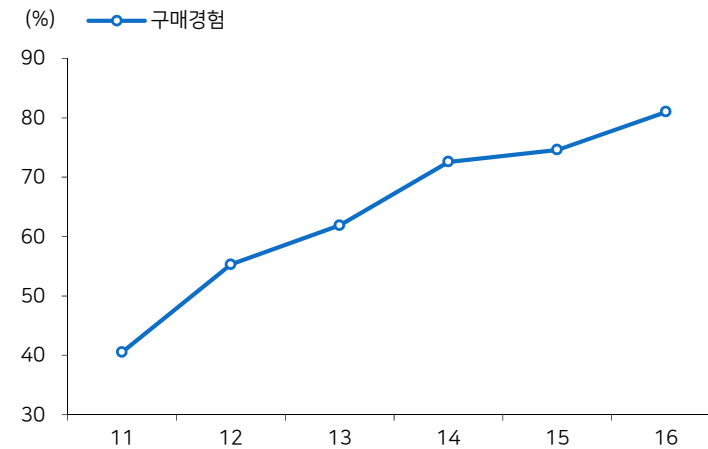
가공식품 소비자태도 조사
데이터 분석, 가공식품 구매
비중은 등락을 보이며 확대 중.
간편식 구매경험도 동반 상승

가구 식품 소비 중 가공식품, 신선식품 비중 추이



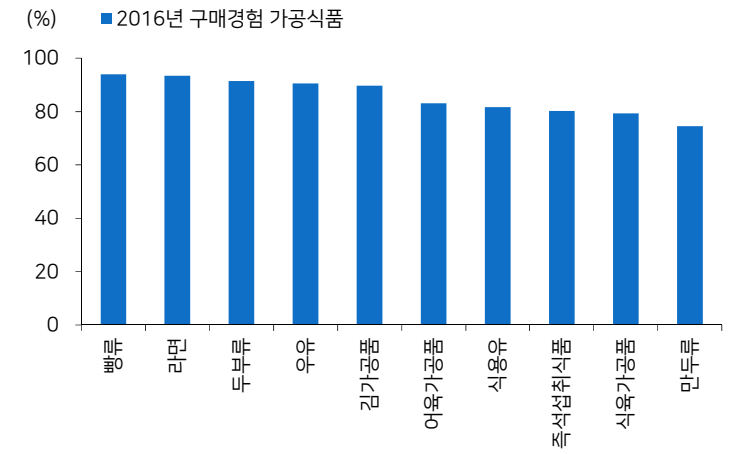
자료: 식품산업통계, 메리츠증권증권 리서치센터

간편식 구매경험률 추이



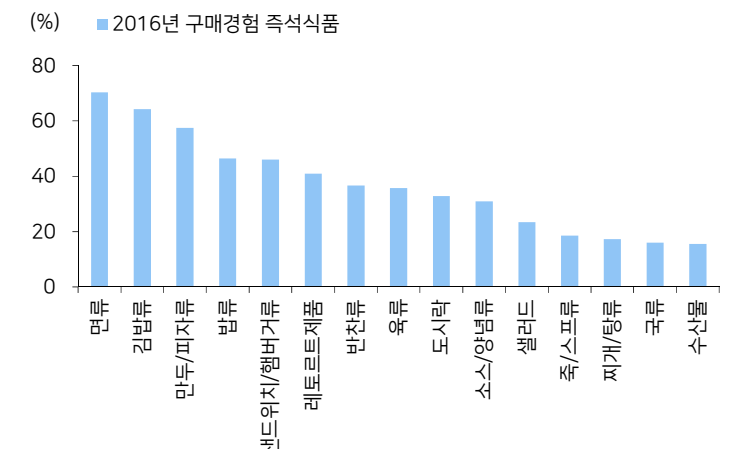
자료: 식품산업통계, 메리츠증권증권 리서치센터

16년 가공식품 품목별 구매경험률



자료: 식품산업통계, 메리츠증권증권 리서치센터

16년 간편식 품목별 구매경험률



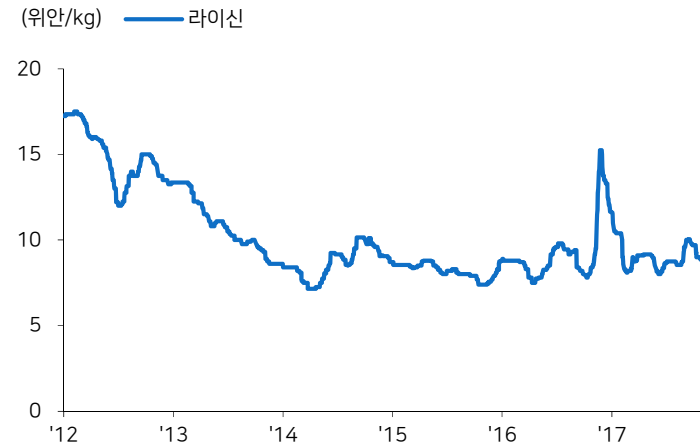
자료: 식품산업통계, 메리츠증권증권 리서치센터

아미노산 시장 전망 - 아미노산 주요 제품 가격 추이

2018년 산업 전망 **음식료**
Spread Expansion

라이신, 메티오닌, 쓰레오닌,
트립토판 주요 아미노산
가격은 상저하고 흐름

라이신 가격 추이



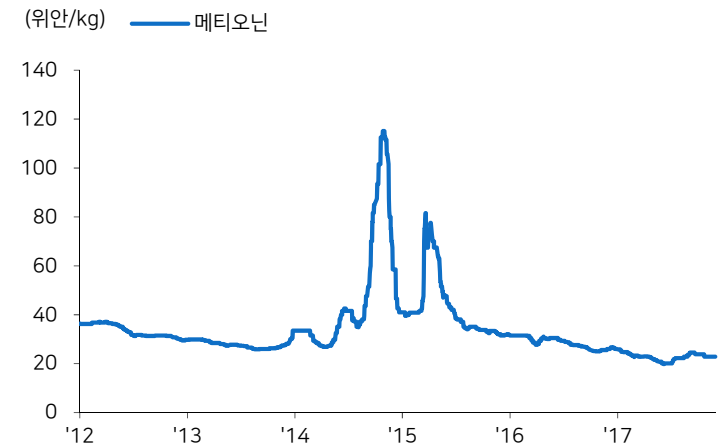
자료: 중국사료협회, 메리츠증권리서치센터

쓰레오닌 가격 추이



자료: 중국사료협회, 메리츠증권리서치센터

메티오닌 가격 추이



자료: 중국사료협회, 메리츠증권리서치센터

트립토판 가격 추이



자료: 중국사료협회, 메리츠증권리서치센터

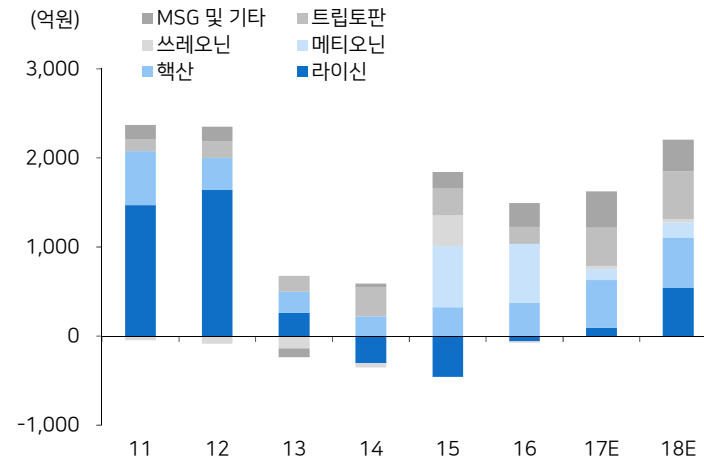
아미노산 시장 전망 - CJ제일제당 해외바이오 영업이익 전망

2018년 산업 전망 **음식료**
Spread Expansion

17년 라이신/메티오닌 부진을
트립토판/핵산으로 방어

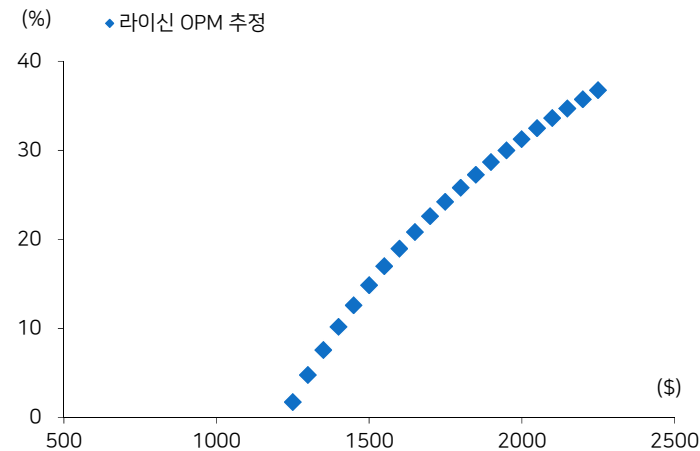
18년 라이신 장기 부진에서
탈피 흐름 예상

CJ제일제당 해외바이오 제품별 영업이익 추이



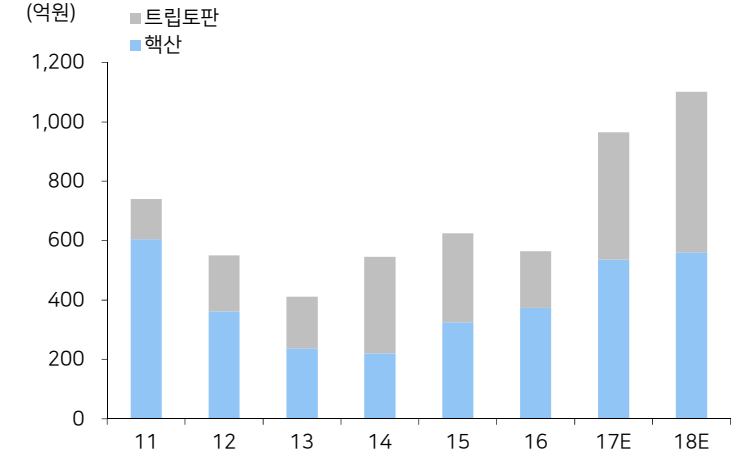
자료: CJ제일제당, 메리츠증권증권 리서치센터

18년 라이신 판가 1,300~1,350불 전망



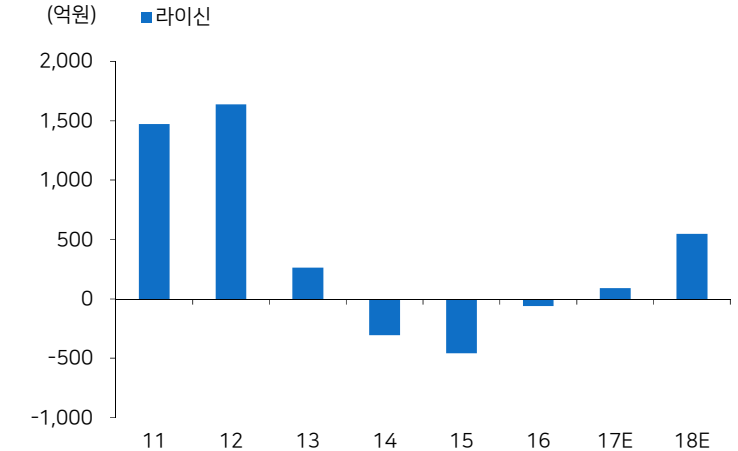
자료: CJ제일제당, 메리츠증권증권 리서치센터

라이신 부진, 트립토판/핵산 영업이익으로 방어



자료: CJ제일제당, 메리츠증권증권 리서치센터

라이신 가격 상승, 14~17년 부진에서 탈피 예상



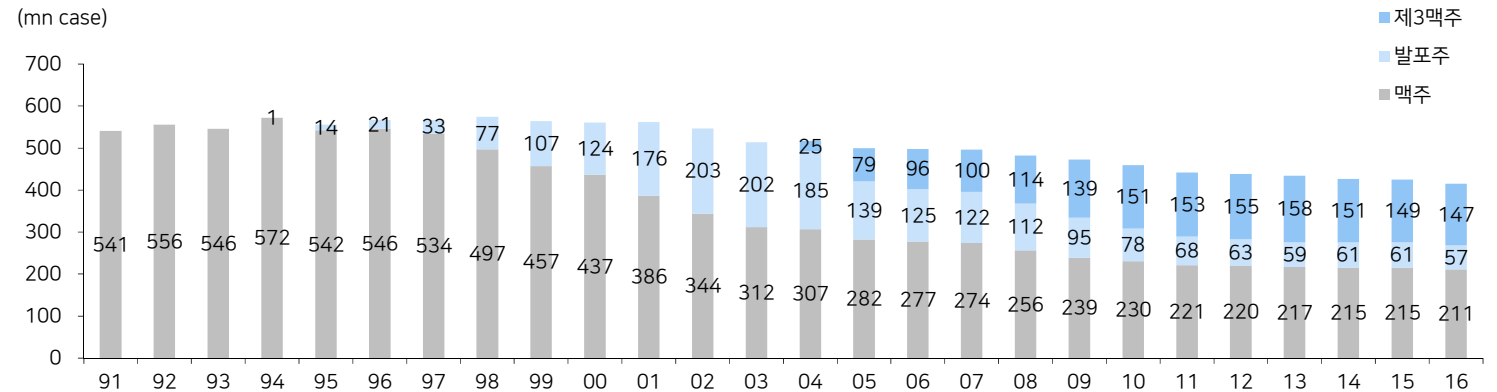
자료: CJ제일제당, 메리츠증권증권 리서치센터

주류 시장 전망 - 일본 발포주 성장 사례

2018년 산업 전망 **음식료**
Spread Expansion

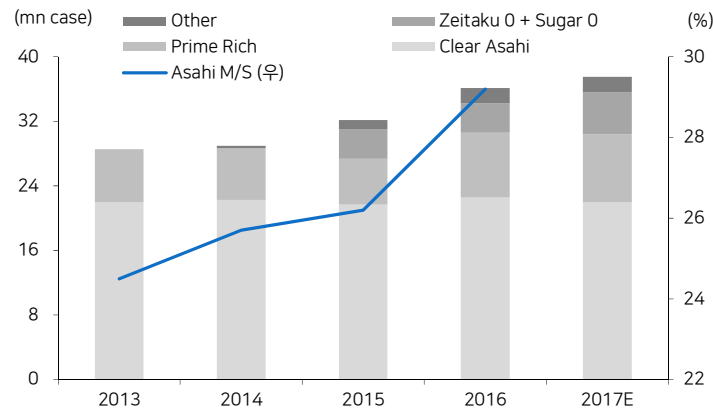
일본 발포주/제3맥주 시장은
95년 이후 30~50% 성장세

일본 맥주 시장: 제3맥주, 발포주 시장의 성장



자료: 아사히그룹홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

아사히 발포주, 제3맥주 매출 성장 및 점유율 추이



자료: 아사히그룹홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

아사히 발포주, 제3맥주 제품 구성



자료: 아사히그룹홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

주류 시장 전망 - 하이트진로 발포주 성장으로 맥주 부문 흑자 전환 예상

2018년 산업 전망 **음식료**
Spread Expansion

**필라이트 매출액 17년 590억원
예상, 18년 1,200억원, 19년
1,500억원 전망**

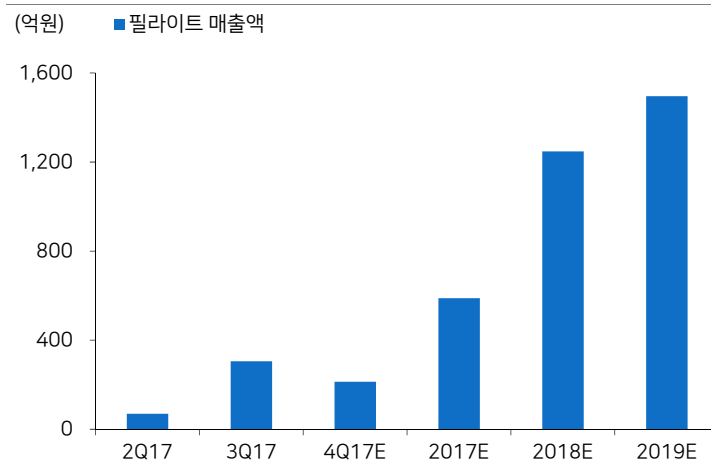
**맥주 부문 17년까지 4년간
적자 기록 후 18년 흑자 전환
예상**

하이트진로 맥주 부문별 매출액 전망 및 맥주 영업이익 전망

| (억원, %) | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 2016 | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17E | 4Q17E | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 연결맥주 | 1,409 | 2,113 | 2,213 | 2,045 | 7,780 | 1,402 | 2,000 | 2,560 | 2,286 | 8,249 | 9,188 | 9,621 |
| 내수맥주 | 1,227 | 1,825 | 1,881 | 1,723 | 6,655 | 1,165 | 1,636 | 1,937 | 1,758 | 6,495 | 6,652 | 6,718 |
| 수출맥주 | 89 | 188 | 182 | 201 | 661 | 97 | 155 | 164 | 191 | 607 | 607 | 607 |
| 수입맥주 | 93 | 100 | 150 | 120 | 463 | 141 | 140 | 154 | 123 | 558 | 682 | 799 |
| 필라이트 | | | | | | | 70 | 305 | 214 | 589 | 1,247 | 1,497 |
| 연결맥주 | | | | | | -0.5 | -5.3 | 15.7 | 11.8 | 6.0 | 11.4 | 4.7 |
| 내수맥주 | | | | | | -5.1 | -10.3 | 3.0 | 2.0 | -2.4 | 2.4 | 1.0 |
| 수출맥주 | | | | | | 8.9 | -18.0 | -10.0 | -5.0 | -8.2 | 0.0 | 0.0 |
| 수입맥주 | | | | | | 51.4 | 40.0 | 2.7 | 2.7 | 20.5 | 22.2 | 17.2 |
| 필라이트 | | | | | | | - | - | - | - | 111.9 | 20.0 |
| 맥주생산액 | 1,316 | 2,013 | 2,063 | 1,925 | 7,317 | 1,262 | 1,860 | 2,406 | 2,163 | 7,691 | 8,506 | 8,822 |
| 맥주가동률 | | | | | 44.2% | | | | | 46.5% | 51.4% | 53.3% |
| 맥주 Capa | | | | | 16,553 | | | | | 16,553 | 16,553 | 16,553 |
| 맥주 OP | -96 | -131 | 30 | -21 | -217 | -84 | -106 | 60 | -1 | -137 | 74 | 169 |
| 맥주 OPM | -6.8% | -6.2% | 1.4% | -1.0% | -2.8% | -6.0% | -5.3% | 2.4% | -0.1% | -1.7% | 0.8% | 1.8% |
| Capa 개선율 | | | | | - | | | | | 2.3% | 4.9% | 1.9% |
| 맥주 OPM 개선율 | | | | | - | | | | | 1.1% | 2.5% | 1.0% |

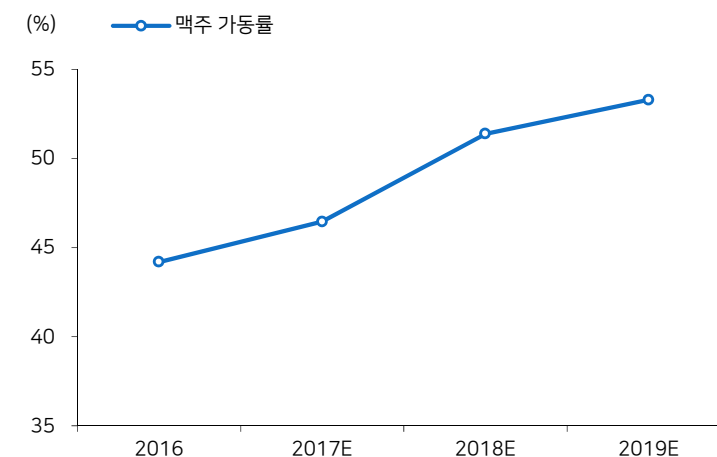
자료: 하이트진로, 메리츠증권증권 리서치센터

필라이트(발포주) 매출액 전망



자료: 하이트진로, 메리츠증권증권 리서치센터

하이트진로 맥주 가동률 전망



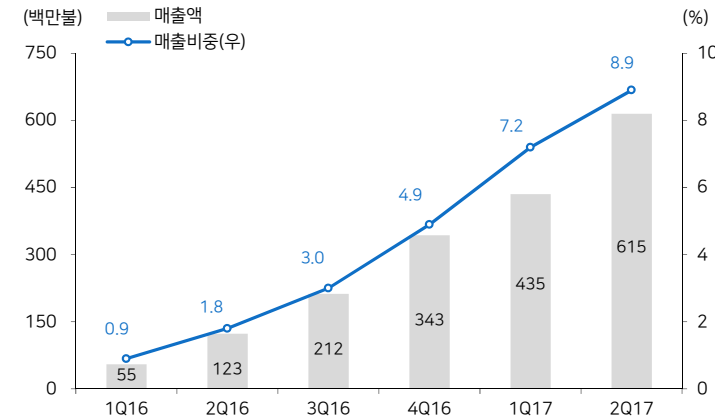
자료: 하이트진로, 메리츠증권증권 리서치센터

담배 시장 전망 - III 출시로 KT&G 전자담배 부문 성장 및 우려 해소 예상

2018년 산업 전망 음식료
Spread Expansion

III 출시 및 판매 개시, 전자담배 시장 내 KT&G 점유율 확대 예상

일본 시장 내 아이코스(히트스틱) 점유율 추이



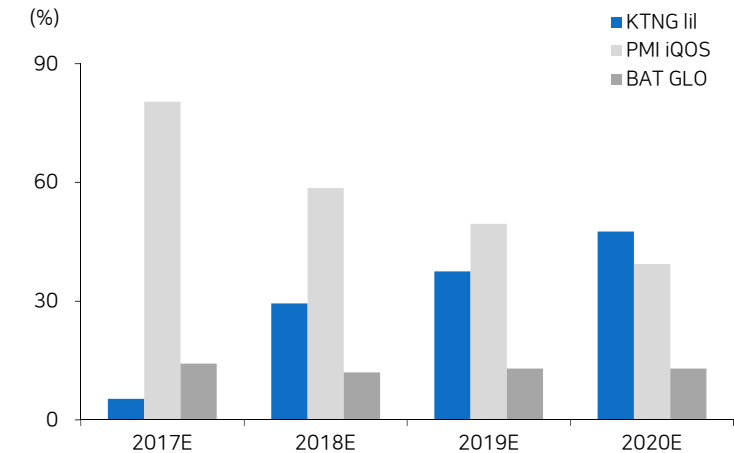
자료: PMI, 메리츠증권증권 리서치센터

IQOS HEETS 스틱 세금구조 및 ASP 전망

| 법안통과 전 | 일반담배 | HEETS | 비교 |
|------------|-------|-------|------|
| 소비자가격 | 4,500 | 4,300 | 96% |
| 세금계 | 2,914 | 2,626 | 90% |
| 담배소비세 | 1,007 | 906 | |
| 지방교육세 | 443 | 399 | |
| 폐기물부담금 | 24 | 24 | |
| 국민건강증진기금 | 841 | 757 | |
| 개별소비세 | 594 | 535 | |
| 연초생산안정화기금 | 5 | 5 | |
| 40%관세 | 0 | 340 | |
| 부가가치세+소매마진 | 800 | 764 | 96% |
| 부가가치세 | 433 | 414 | |
| 소매마진 | 367 | 351 | |
| ASP | 786 | 570 | 235% |

자료: KT&G, 메리츠증권증권 리서치센터

한국 시장 내 전자담배 점유율 전망



자료: KT&G, 메리츠증권증권 리서치센터

III Fiit 스틱 세금구조 및 ASP 전망

| 법안통과 전 | 일반담배 | Fiit | 비교 |
|------------|-------|-------|------|
| 소비자가격 | 4,500 | 4,300 | 96% |
| 세금계 | 2,914 | 2,626 | 90% |
| 담배소비세 | 1,007 | 906 | |
| 지방교육세 | 443 | 399 | |
| 폐기물부담금 | 24 | 24 | |
| 국민건강증진기금 | 841 | 757 | |
| 개별소비세 | 594 | 535 | |
| 연초생산안정화기금 | 5 | 5 | |
| 40%관세 | 0 | 0 | |
| 부가가치세+소매마진 | 800 | 764 | 96% |
| 부가가치세 | 433 | 414 | |
| 소매마진 | 367 | 351 | |
| ASP | 786 | 910 | 116% |

자료: KT&G, 메리츠증권증권 리서치센터

담배 시장 전망 - Ⅱ 출시로 KT&G 전자담배 부문 성장 및 우려 해소 예상

2018년 산업 전망 음식료
Spread Expansion

Ⅱ 출시 및 판매 개시, 전자담배 시장 내 KT&G 점유율 확대 예상

담배 시장 내 전자담배 및 전자담배 브랜드별 점유율 전망

| (억본, %) | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17E | 2017E | 1Q18E | 2Q18E | 3Q18E | 4Q18E | 2018E | 1Q19E | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 2019E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 전체 담배 | 168 | 189 | 198 | 181 | 737 | 168 | 188 | 197 | 181 | 733 | 167 | 187 | 196 | 180 | 729 |
| 일반 담배 | 168 | 189 | 196 | 178 | 731 | 164 | 180 | 185 | 166 | 696 | 150 | 166 | 170 | 155 | 641 |
| 전자 담배 | 0 | 0 | 2 | 4 | 6 | 3 | 8 | 12 | 14 | 37 | 17 | 21 | 25 | 25 | 88 |
| 전자 담배 비중 | | | 1.0% | 2.0% | 0.8% | 2.0% | 4.0% | 6.0% | 8.0% | 5.1% | 10.0% | 11.0% | 13.0% | 14.0% | 12.0% |
| KT&G Ⅱ | | | 0.0 | 0.3 | 0.3 | 0.9 | 2.0 | 3.5 | 4.5 | 10.9 | 5.5 | 7.2 | 9.9 | 10.3 | 32.9 |
| PMI IQOS | | | 1.7 | 2.8 | 4.5 | 2.1 | 4.7 | 6.9 | 8.1 | 21.7 | 9.0 | 10.7 | 12.2 | 11.6 | 43.5 |
| BAT Glo | | | 0.3 | 0.5 | 0.8 | 0.3 | 0.8 | 1.4 | 1.9 | 4.5 | 2.2 | 2.7 | 3.3 | 3.3 | 11.4 |
| M/S1 KT&G Ⅱ | | | 0.0% | 8.3% | 5.3% | 26.0% | 27.0% | 30.0% | 31.0% | 29.4% | 33.0% | 35.0% | 39.0% | 41.0% | 37.5% |
| PMI IQOS | | | 84.8% | 78.0% | 80.4% | 64.0% | 62.0% | 58.0% | 56.0% | 58.6% | 54.0% | 52.0% | 48.0% | 46.0% | 49.5% |
| BAT Glo | | | 15.2% | 13.8% | 14.3% | 10.0% | 11.0% | 12.0% | 13.0% | 12.0% | 13.0% | 13.0% | 13.0% | 13.0% | 13.0% |
| M/S2 KT&G Ⅱ | | | 0.0% | 0.2% | 0.0% | 0.5% | 1.1% | 1.8% | 2.5% | 1.5% | 3.3% | 3.9% | 5.1% | 5.7% | 4.5% |
| PMI IQOS | | | 0.8% | 1.6% | 0.6% | 1.3% | 2.5% | 3.5% | 4.5% | 3.0% | 5.4% | 5.7% | 6.2% | 6.4% | 6.0% |
| BAT Glo | | | 0.2% | 0.3% | 0.1% | 0.2% | 0.4% | 0.7% | 1.0% | 0.6% | 1.3% | 1.4% | 1.7% | 1.8% | 1.6% |

자료: KT&G, 메리츠증권증권 리서치센터

담배 시장 내 KT&G 일반담배, 전자담배 판매량, ASP 전망

| (억본, 원, %) | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17E | 2017E | 1Q18E | 2Q18E | 3Q18E | 4Q18E | 2018E | 1Q19E | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 2019E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 일반 담배 | 168 | 189 | 196 | 178 | 731 | 164 | 180 | 185 | 166 | 696 | 150 | 166 | 170 | 155 | 641 |
| M/S | 61.2 | 60.0 | 61.1 | 61.0 | 60.8 | 63.2 | 62.0 | 63.1 | 63.0 | 62.8 | 65.2 | 64.0 | 65.1 | 65.0 | 64.8 |
| 일반 담배 KT&G | 103 | 113 | 120 | 108 | 445 | 104 | 112 | 117 | 105 | 437 | 98 | 107 | 111 | 100 | 416 |
| 전자 담배 | 0 | 0 | 2 | 4 | 6 | 3 | 8 | 12 | 14 | 37 | 17 | 21 | 25 | 25 | 88 |
| M/S | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 8.3 | 5.3 | 26.0 | 27.0 | 30.0 | 31.0 | 29.4 | 33.0 | 35.0 | 39.0 | 41.0 | 37.5 |
| 전자 담배 KT&G | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 2 | 4 | 4 | 11 | 6 | 7 | 10 | 10 | 33 |
| 일반담배+전자담배 Market | 168 | 189 | 198 | 181 | 737 | 168 | 188 | 197 | 181 | 733 | 167 | 187 | 196 | 180 | 729 |
| 일반담배+전자담배 KT&G | 103 | 113 | 120 | 109 | 445 | 105 | 114 | 120 | 109 | 448 | 103 | 114 | 121 | 111 | 449 |
| 일반담배+전자담배 M/S | 61.2 | 60.0 | 60.5 | 59.9 | 60.4 | 62.4 | 60.6 | 61.1 | 60.4 | 61.1 | 62.0 | 60.8 | 61.7 | 61.6 | 61.5 |
| 일반 담배 ASP | 827 | 819 | 827 | 827 | 825 | 832 | 823 | 831 | 831 | 829 | 836 | 827 | 835 | 835 | 833 |
| 전자 담배 ASP | 2,187 | 2,187 | 2,187 | 2,187 | 2,187 | 1,197 | 1,197 | 1,197 | 1,197 | 1,197 | 1,197 | 1,197 | 1,197 | 1,197 | 1,197 |
| Mixed ASP | 827 | 819 | 827 | 831 | 826 | 835 | 830 | 842 | 846 | 838 | 855 | 851 | 865 | 869 | 860 |

자료: KT&G, 메리츠증권증권 리서치센터

2018년 산업 전망

음식료

기업분석

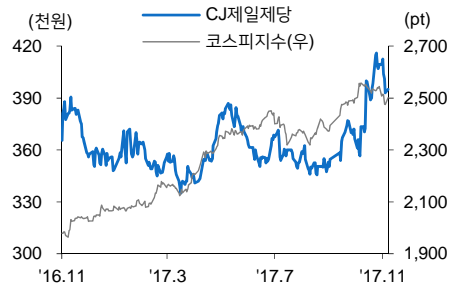
| 종목 | 투자판단 | 적정주가 |
|-----------------|------|----------|
| CJ제일제당 (097950) | Buy | 510,000원 |
| 하이트진로 (000080) | Buy | 30,000원 |
| KT&G (033780) | Buy | 150,000원 |

CJ제일제당 (097950) 캐슈카우 회복, 성장동력 재가동

Analyst 김정욱 02. 6098-6689
6414@meritz.co.kr

Buy

| | |
|-----------------|---------------------|
| 적정주가 (12개월) | 510,000원 |
| 현재주가 (12.4) | 395,000원 |
| 상승여력 | 29.1% |
| KOSPI | 2,501.67pt |
| 시가총액 | 52,018억원 |
| 발행주식수 | 1,317만주 |
| 유동주식비율 | 59.12% |
| 외국인비중 | 27.65% |
| 52주 최고/최저가 | 416,000원 / 335,000원 |
| 평균거래대금 | 146.9억원 |
| 주요주주(%) | |
| CJ 외 6 인 | 37.79 |
| 국민연금 | 13.48 |
| 주가상승률(%) | |
| 절대주가 | 상대주가 |
| 1개월 | 5.8 8.1 |
| 6개월 | 2.9 -2.5 |
| 12개월 | 4.6 -17.6 |
| 주가그래프 | |



소재/사료 회복 + 해외바이오 성장 전환. 18E 매출액 +8.0%, 영업이익 +26.9% 성장 전망

- 소재부문 3Q17 383억원 기록하며 원당/대두 원가 하락 효과 본격 반영. 4Q17 셀렉타 기여도 확대 예상. 사료부문 인니 가격 인상 2% 반영, 베트남 돈가 회복으로 QoQ 흑자 전환 예상
- 가공식품 부문 추석반품으로 4Q17 100억원 비용 반영이 예상. 4Q16 가공식품 마진율 6.6%로 베이스 부담 낮음. 17E HMR 매출액은 2,500억원 매출 전망 및 3Q17 조기 BEP 달성으로 기대치 상회. HMR 고성장, 해외(채널+M&A) 가공식품 성장이 18년에도 가공식품 외형 성장 견인할 전망
- 17년 해외바이오 부문은 라이신/메티오닌 부진을 트립토판/핵산 수익성 개선으로 방어. 18년 라이신 턴어라운드 + 메티오닌 점진적인 회복 예상. 2H17 주요 아미노산 가격은 중국 정부의 보조금 종료, 타이탄한 공급 영향으로 상저하고 흐름
- 투자의견 Buy, 적정주가 51만원 유지. 18년 전부문 성장 전환 + 17년 상반기 기저효과 지속으로 주가는 박스권 (35~40만원) 탈피 후 상승세 지속될 전망

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|-------|----------|---------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2015 | 12,924.5 | 751.4 | 189.3 | 14,136 | 84.7 | 216,981 | 26.7 | 1.7 | 10.1 | 6.2 | 155.4 |
| 2016 | 14,563.3 | 843.6 | 275.9 | 20,708 | 39.8 | 235,302 | 17.3 | 1.5 | 9.6 | 8.4 | 160.1 |
| 2017E | 16,425.5 | 857.7 | 444.9 | 33,532 | 44.2 | 244,926 | 11.7 | 1.6 | 10.4 | 12.8 | 168.5 |
| 2018E | 17,745.7 | 1,088.8 | 463.6 | 34,946 | -8.4 | 274,462 | 11.2 | 1.4 | 8.3 | 12.3 | 160.6 |
| 2019E | 18,856.8 | 1,214.1 | 547.7 | 41,333 | 18.6 | 309,801 | 9.5 | 1.3 | 7.4 | 12.9 | 151.3 |

CJ제일제당 (097950)

2018년 산업 전망 **음식료**
Spread Expansion

| Income Statement | | | | | |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 매출액 | 12,924.5 | 14,563.3 | 16,425.5 | 17,745.7 | 18,856.8 |
| 매출액증가율(%) | 10.4 | 12.7 | 12.8 | 8.0 | 6.3 |
| 매출원가 | 10,038.4 | 11,275.2 | 12,820.8 | 13,792.3 | 14,655.9 |
| 매출총이익 | 2,886.0 | 3,288.1 | 3,604.7 | 3,953.4 | 4,200.9 |
| 판매비와관리비 | 2,134.6 | 2,444.5 | 2,747.1 | 2,864.6 | 2,986.8 |
| 영업이익 | 751.4 | 843.6 | 857.7 | 1,088.8 | 1,214.1 |
| 영업이익률(%) | 5.8 | 5.8 | 5.2 | 6.1 | 6.4 |
| 금융손익 | -263.4 | -212.1 | 36.9 | -170.7 | -170.7 |
| 중속/관계기업관련손익 | 21.3 | 1.0 | 44.5 | -69.3 | -69.3 |
| 기타영업외손익 | -144.5 | -104.1 | -229.8 | -170.0 | -170.0 |
| 세전계속사업이익 | 364.8 | 528.4 | 709.4 | 678.8 | 804.1 |
| 법인세비용 | 111.1 | 174.8 | 200.7 | 212.5 | 251.7 |
| 당기순이익 | 253.7 | 353.6 | 508.6 | 466.3 | 552.4 |
| 지배주주지분 순이익 | 189.3 | 275.9 | 444.9 | 463.6 | 547.7 |
| Balance Sheet | | | | | |
| (십억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 유동자산 | 4,018.5 | 4,880.7 | 4,969.5 | 6,006.4 | 6,971.4 |
| 현금및현금성자산 | 529.8 | 644.4 | 168.2 | 819.2 | 1,459.4 |
| 매출채권 | 1,623.2 | 2,028.6 | 2,299.1 | 2,483.9 | 2,639.4 |
| 재고자산 | 1,097.6 | 1,280.2 | 1,450.9 | 1,567.5 | 1,665.6 |
| 비유동자산 | 9,732.8 | 10,885.6 | 12,240.3 | 11,821.0 | 11,515.9 |
| 유형자산 | 6,690.2 | 7,280.5 | 7,984.4 | 7,606.0 | 7,348.8 |
| 무형자산 | 1,737.4 | 2,333.8 | 2,816.1 | 2,700.9 | 2,590.3 |
| 투자자산 | 739.6 | 816.6 | 925.5 | 999.9 | 1,062.5 |
| 자산총계 | 13,751.3 | 15,766.2 | 17,209.9 | 17,827.4 | 18,487.2 |
| 유동부채 | 4,335.7 | 4,699.2 | 5,383.8 | 5,567.3 | 5,720.2 |
| 매입채무 | 849.0 | 1,113.7 | 1,262.3 | 1,363.7 | 1,449.1 |
| 단기차입금 | 1,440.7 | 1,801.5 | 1,827.7 | 1,827.7 | 1,827.7 |
| 유동성장기부채 | 1,148.3 | 773.3 | 1,148.3 | 1,138.3 | 1,128.3 |
| 비유동부채 | 4,030.3 | 5,006.5 | 5,416.6 | 5,419.7 | 5,409.7 |
| 사채 | 2,241.7 | 2,898.8 | 3,264.3 | 3,194.3 | 3,124.3 |
| 장기차입금 | 847.6 | 1,155.2 | 944.4 | 934.4 | 924.4 |
| 부채총계 | 8,366.0 | 9,705.8 | 10,800.4 | 10,987.1 | 11,129.9 |
| 자본금 | 72.4 | 72.5 | 72.5 | 72.5 | 72.5 |
| 자본잉여금 | 922.8 | 924.5 | 926.8 | 926.8 | 926.8 |
| 기타포괄이익누계액 | 108.9 | 147.8 | -72.4 | -72.4 | -72.4 |
| 이익잉여금 | 2,334.2 | 2,566.5 | 2,940.3 | 3,368.5 | 3,880.8 |
| 비지배주주지분 | 2,242.1 | 2,651.1 | 2,858.9 | 2,861.6 | 2,866.3 |
| 자본총계 | 5,385.2 | 6,060.5 | 6,409.4 | 6,840.4 | 7,357.4 |

| Statement of Cash Flow | | | | | |
|------------------------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| (십억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 영업활동현금흐름 | 1,154.6 | 800.1 | 1,113.4 | 1,024.6 | 1,096.8 |
| 당기순이익(손실) | 253.7 | 353.6 | 508.6 | 466.3 | 552.4 |
| 유형자산감가상각비 | 394.5 | 436.6 | 481.6 | 518.4 | 497.2 |
| 무형자산상각비 | 89.1 | 94.7 | 101.7 | 115.3 | 110.6 |
| 운전자본의 증감 | 77.4 | -358.6 | -91.8 | -75.4 | -63.4 |
| 투자활동 현금흐름 | -693.0 | -1,408.9 | -1,613.3 | -251.7 | -334.0 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -673.5 | -845.4 | -1,124.5 | -150.0 | -250.0 |
| 투자자산의 감소(증가) | -43.7 | -77.0 | -108.9 | -74.4 | -62.6 |
| 재무활동 현금흐름 | -364.5 | 725.9 | 28.8 | -122.1 | -122.6 |
| 차입금증감 | -203.9 | 926.8 | 694.6 | -86.6 | -87.2 |
| 자본의증가 | 8.5 | 1.7 | 2.4 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의증가(감소) | 93.8 | 114.6 | -476.1 | 650.9 | 640.2 |
| 기초현금 | 436.0 | 529.8 | 644.4 | 168.2 | 819.2 |
| 기말현금 | 529.8 | 644.4 | 168.2 | 819.2 | 1,459.4 |
| Key Financial Data | | | | | |
| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 982,900 | 1,106,570 | 1,247,494 | 1,347,539 | 1,431,909 |
| EPS(지배주주) | 14,136 | 20,708 | 33,532 | 34,946 | 41,333 |
| CFPS | 89,425 | 99,546 | 101,498 | 99,666 | 107,214 |
| EBITDAPS | 93,922 | 104,471 | 109,440 | 130,799 | 138,348 |
| BPS | 216,981 | 235,302 | 244,926 | 274,462 | 309,801 |
| DPS | 2,500 | 2,500 | 2,500 | 2,500 | 2,500 |
| 배당수익률(%) | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 26.7 | 17.3 | 11.7 | 11.2 | 9.5 |
| PCR | 4.2 | 3.6 | 3.9 | 3.9 | 3.7 |
| PSR | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| PBR | 1.7 | 1.5 | 1.6 | 1.4 | 1.3 |
| EBITDA | 1,235.0 | 1,374.9 | 1,441.0 | 1,722.5 | 1,821.9 |
| EV/EBITDA | 10.1 | 9.6 | 10.4 | 8.3 | 7.4 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 6.2 | 8.4 | 12.8 | 12.3 | 12.9 |
| EBITDA이익률 | 9.6 | 9.4 | 8.8 | 9.7 | 9.7 |
| 부채비율 | 155.4 | 160.1 | 168.5 | 160.6 | 151.3 |
| 금융비용부담률 | 1.4 | 1.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 이자보상배율(x) | 4.2 | 4.7 | | | |
| 매출채권회전율(x) | 8.1 | 8.0 | 7.6 | 7.4 | 7.4 |
| 재고자산회전율(x) | 11.9 | 12.2 | 12.0 | 11.8 | 11.7 |

하이트진로 (000080) 4년간의 부진, 2018년 맥주부문 흑자 전환 전망

Analyst 김정욱 02. 6098-6689
6414@meritz.co.kr

Buy

| | |
|-----------------|-------------------|
| 적정주가 (12개월) | 30,000원 |
| 현재주가 (12.4) | 23,950원 |
| 상승여력 | 25.3% |
| KOSPI | 2,501.67pt |
| 시가총액 | 16,797억원 |
| 발행주식수 | 7,013만주 |
| 유동주식비율 | 43.46% |
| 외국인비중 | 20.54% |
| 52주 최고/최저가 | 27,150원 / 19,900원 |
| 평균거래대금 | 52.6억원 |
| 주요주주(%) | |
| 하이트진로홀딩스 외 13 인 | 53.82 |
| 국민연금 | 6.06 |
| 주가상승률(%) | |
| 절대주가 | 상대주가 |
| 1개월 | -4.8 |
| 6개월 | -1.2 |
| 12개월 | 13.8 |
| 주가그래프 | |



4Q17 일시적인 부진 예상. 18년 맥주부문 흑전으로 매출액 7.8%, 영업이익 +85.2% 성장 예상

- 3Q17 실적 서프라이즈 달성 이후 4Q17 일시적인 실적 부진 예상. 9월 추석 가수요 및 10월 파업 영향
- 필라이트 판매 10월 50만 상자 유지 중. 4Q17 매출액 214억원 예상(계절적 비수기 영향에 따른 QoQ 감소)으로 기대치 부합. 낮은 가격에 소구하는 제품으로 매출 성장 지속될 전망. 18년 1,247억원, 19년 1,497억원 매출 전망
- 필라이트 + 레귤러 맥주 매출 성장으로 맥주 가동률은 17년 46.5% → 18E 51.4% → 19E 53.3% 예상. 18년 50%를 상회하는 맥주 가동률 달성으로 영업이익 74억원 흑자전환 예상. 4년간의 적자구조 탈피 예상. 1H18는 1H17 하이트 Extra Cold 리뉴얼에 따른 기저효과 기대
- 소주부문은 수도권 점유율 방어 및 지방 점유율 확대에 따른 2~3% 매출액 성장 이어질 전망. 지방 소주 업체들의 주력 제품/시장에 대한 마케팅 집중도 하락으로 진출 기회를 확보, 전국 점유율은 51%를 상회하는 흐름 지속
- 투자의견 Buy, 적정주가 3만원 유지. 발포주 시장의 성장 초입국면인 점과 가격 메리트는 지속될 마케팅 포인트. 필라이트의 18년 추가 성장 예상. 소주의 지방 점유율 상승세와 구조조정에 따른 비용 절감 효과 반영, 경영진의 맥주 공장 매각 의지 확인도 긍정적인 포인트로 판단

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|-------|---------|-------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2015 | 1,907.5 | 134.0 | 53.3 | 743 | 160.0 | 18,579 | 31.5 | 1.3 | 10.3 | 4.0 | 161.2 |
| 2016 | 1,890.2 | 124.0 | 38.4 | 532 | -28.4 | 18,118 | 39.7 | 1.2 | 10.0 | 2.9 | 163.3 |
| 2017E | 1,933.2 | 93.8 | 33.2 | 458 | -14.0 | 16,777 | 50.7 | 1.4 | 12.2 | 2.7 | 181.0 |
| 2018E | 2,084.6 | 173.8 | 92.9 | 1,309 | 185.7 | 17,198 | 17.7 | 1.3 | 8.6 | 7.7 | 181.2 |
| 2019E | 2,142.0 | 188.8 | 104.3 | 1,471 | 12.4 | 17,779 | 15.8 | 1.3 | 7.9 | 8.4 | 177.5 |

하이트진로 (000080)

2018년 산업 전망 **음식료**
Spread Expansion

| Income Statement | | | | | |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| (십억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 매출액 | 1,907.5 | 1,890.2 | 1,933.2 | 2,084.6 | 2,142.0 |
| 매출액증가율(%) | 1.9 | -0.9 | 2.3 | 7.8 | 2.8 |
| 매출원가 | 1,087.1 | 1,066.4 | 1,103.4 | 1,179.3 | 1,205.3 |
| 매출총이익 | 820.4 | 823.9 | 829.8 | 905.2 | 936.7 |
| 판매비와관리비 | 686.4 | 699.8 | 736.0 | 731.4 | 747.8 |
| 영업이익 | 134.0 | 124.0 | 93.8 | 173.8 | 188.8 |
| 영업이익률(%) | 7.0 | 6.6 | 4.9 | 8.3 | 8.8 |
| 금융손익 | -43.3 | -39.9 | -39.2 | -39.2 | -39.2 |
| 중속/관계기업관련손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | -10.9 | -22.9 | -2.6 | -12.0 | -12.0 |
| 세전계속사업이익 | 79.8 | 61.2 | 52.1 | 122.6 | 137.6 |
| 법인세비용 | 26.4 | 22.7 | 18.8 | 29.7 | 33.3 |
| 당기순이익 | 53.4 | 38.5 | 33.2 | 92.9 | 104.3 |
| 지배주주지분 순이익 | 53.3 | 38.4 | 33.2 | 92.9 | 104.3 |
| Balance Sheet | | | | | |
| (십억원) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
| 유동자산 | 851.9 | 957.7 | 975.7 | 1,170.4 | 1,339.7 |
| 현금및현금성자산 | 158.4 | 158.5 | 161.7 | 312.0 | 459.6 |
| 매출채권 | 519.2 | 507.8 | 517.3 | 545.5 | 559.3 |
| 재고자산 | 138.1 | 130.3 | 132.7 | 140.0 | 143.5 |
| 비유동자산 | 2,608.5 | 2,443.4 | 2,386.4 | 2,278.3 | 2,178.2 |
| 유형자산 | 2,241.5 | 2,103.6 | 2,047.1 | 1,942.3 | 1,846.7 |
| 무형자산 | 212.9 | 205.5 | 199.1 | 192.7 | 186.5 |
| 투자자산 | 55.3 | 56.3 | 57.3 | 60.4 | 62.0 |
| 자산총계 | 3,460.5 | 3,401.1 | 3,362.1 | 3,448.7 | 3,517.9 |
| 유동부채 | 1,435.8 | 1,409.8 | 1,538.5 | 1,580.9 | 1,601.7 |
| 매입채무 | 155.6 | 137.6 | 140.2 | 147.8 | 151.5 |
| 단기차입금 | 453.1 | 466.0 | 540.4 | 540.4 | 540.4 |
| 유동성장기부채 | 199.9 | 179.9 | 219.9 | 219.9 | 219.9 |
| 비유동부채 | 700.1 | 699.4 | 627.2 | 641.4 | 648.3 |
| 사채 | 468.9 | 444.0 | 367.1 | 367.1 | 367.1 |
| 장기차입금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 부채총계 | 2,135.9 | 2,109.2 | 2,165.7 | 2,222.2 | 2,250.0 |
| 자본금 | 368.8 | 368.8 | 368.8 | 368.8 | 368.8 |
| 자본잉여금 | 709.3 | 709.3 | 709.3 | 709.3 | 709.3 |
| 기타포괄이익누계액 | 4.1 | 13.4 | 10.2 | 10.2 | 10.2 |
| 이익잉여금 | 336.1 | 293.9 | 201.6 | 231.6 | 273.0 |
| 비지배주주지분 | 0.5 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 0.8 |
| 자본총계 | 1,324.6 | 1,291.9 | 1,196.4 | 1,226.4 | 1,267.9 |

| Statement of Cash Flow | | | | | |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (십억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 영업활동현금흐름 | 304.1 | 184.7 | 89.4 | 217.1 | 212.4 |
| 당기순이익(손실) | 53.4 | 38.5 | 33.2 | 92.9 | 104.3 |
| 유형자산감가상각비 | 110.2 | 110.1 | 111.8 | 104.8 | 95.5 |
| 무형자산상각비 | 9.7 | 8.6 | 7.4 | 6.4 | 6.2 |
| 운전자본의 증감 | 54.4 | -40.5 | -153.9 | 13.1 | 6.4 |
| 투자활동 현금흐름 | -78.1 | -85.9 | -59.3 | -4.0 | -2.0 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -117.7 | -123.9 | -64.4 | 0.0 | 0.0 |
| 투자자산의 감소(증가) | 3.9 | -1.0 | -1.1 | -3.1 | -1.5 |
| 재무활동 현금흐름 | -123.4 | -102.4 | -25.9 | -62.9 | -62.9 |
| 차입금증감 | -52.1 | -32.0 | 37.5 | 0.0 | 0.0 |
| 자본의증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의증가(감소) | 104.2 | 0.1 | 3.1 | 150.3 | 147.6 |
| 기초현금 | 54.2 | 158.4 | 158.5 | 161.7 | 312.0 |
| 기말현금 | 158.4 | 158.5 | 161.7 | 312.0 | 459.6 |
| Key Financial Data | | | | | |
| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 27,198 | 26,952 | 27,565 | 29,723 | 30,542 |
| EPS(지배주주) | 743 | 532 | 458 | 1,309 | 1,471 |
| CFPS | 4,174 | 3,843 | 4,275 | 3,872 | 3,938 |
| EBITDAPS | 3,621 | 3,461 | 3,037 | 4,063 | 4,142 |
| BPS | 18,579 | 18,118 | 16,777 | 17,198 | 17,779 |
| DPS | 1,000 | 900 | 900 | 900 | 900 |
| 배당수익률(%) | 4.3 | 4.3 | 3.9 | 3.9 | 3.9 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 31.5 | 39.7 | 50.7 | 17.7 | 15.8 |
| PCR | 5.6 | 5.5 | 5.4 | 6.0 | 5.9 |
| PSR | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| PBR | 1.3 | 1.2 | 1.4 | 1.3 | 1.3 |
| EBITDA | 253.9 | 242.7 | 213.0 | 285.0 | 290.5 |
| EV/EBITDA | 10.3 | 10.0 | 12.2 | 8.6 | 7.9 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 4.0 | 2.9 | 2.7 | 7.7 | 8.4 |
| EBITDA이익률 | 13.3 | 12.8 | 11.0 | 13.7 | 13.6 |
| 부채비율 | 161.2 | 163.3 | 181.0 | 181.2 | 177.5 |
| 금융비용부담률 | 2.4 | 2.2 | 2.1 | 1.9 | 1.9 |
| 이자보상배율(x) | 2.9 | 3.0 | 2.3 | 4.3 | 4.7 |
| 매출채권회전율(x) | 3.8 | 3.7 | 3.8 | 3.9 | 3.9 |
| 재고자산회전율(x) | 13.9 | 14.1 | 14.7 | 15.3 | 15.1 |

KT&G (033780) 전자담배의 성공적인 출시, Low Risk 구간 돌입

Analyst 김정욱 02. 6098-6689
6414@meritz.co.kr

Buy

| | | |
|-------------|------|--------------------|
| 적정주가 (12개월) | | 150,000원 |
| 현재주가 (12.4) | | 122,500원 |
| 상승여력 | | 22.4% |
| KOSPI | | 2,501.67pt |
| 시가총액 | | 168,183억원 |
| 발행주식수 | | 13,729만주 |
| 유동주식비율 | | 73.89% |
| 외국인비중 | | 53.17% |
| 52주 최고/최저가 | | 125,000원 / 95,500원 |
| 평균거래대금 | | 398.9억원 |
| 주요주주(%) | | |
| 국민연금 | | 9.09 |
| 중소기업은행 | | 6.93 |
| 주가상승률(%) | 절대주가 | 상대주가 |
| 1개월 | 14.5 | 17.1 |
| 6개월 | 7.5 | 1.9 |
| 12개월 | 17.8 | -7.2 |
| 주가그래프 | | |



전자담배 성공적인 출시, 실적 성장에 기여하며 18년 매출액 +3.8%, 영업이익 +8.2% 예상

- 11/20일 고체형 전자담배 출시. 출시 후 5일 1만대, 7일 2만대 판매 달성. ① 전용 스틱인 Fiit에 캡슐을 적용하고, ② 1회 충전으로 20개비 사용 가능하다는 마케팅 포인트 주효했다고 판단
- 성공적인 대응 제품 출시, KT&G의 새로운 전자담배 시장내 점유율 17~20년 5.3% → 47.6%로 확대 예상. PMI iQOS는 초기 선점 이후 감소 흐름 예상 80.4% → 39.4%, BAT Glo는 표준화 실패로 지속적인 부진 예상 14.3% → 13.0%
- 해외담배는 주력시장의 가격 인상 효과 지속, 신시장의 판매량 증가 기여로 매출액 10%~15% 성장 예상
- 홍삼부문은 신제품 성장 지속. 해외는 16년 최악의 시기를 통과했다고 판단 매출액 6~7% 성장 예상
- 투자의견 Buy, 적정주가 15만원 유지. 전자담배 출시 성공적인 출시로 수량 감소에 대한 과도한 우려가 해소될 시기. 전자담배 점유율 확대는 실적 개선에 기여, 18년 영업이익 +8.2%, 19년 영업이익 7.1% 성장 예상. 수요 및 실적 우려 해소 뒤에는 배당금 증가 모멘텀 부각될 전망

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|-------|---------|---------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2015 | 4,169.8 | 1,365.9 | 1,035.7 | 7,544 | 26.8 | 45,224 | 13.9 | 2.3 | 8.5 | 17.5 | 38.2 |
| 2016 | 4,503.3 | 1,470.1 | 1,231.3 | 8,968 | 18.8 | 51,319 | 11.3 | 2.0 | 7.2 | 18.6 | 37.9 |
| 2017E | 4,735.4 | 1,516.0 | 1,087.7 | 7,922 | -9.8 | 52,754 | 15.3 | 2.3 | 8.6 | 15.2 | 36.3 |
| 2018E | 4,914.2 | 1,639.7 | 1,223.4 | 8,911 | 10.4 | 57,965 | 13.6 | 2.1 | 7.6 | 16.1 | 34.1 |
| 2019E | 5,188.8 | 1,756.9 | 1,312.4 | 9,559 | 7.3 | 63,823 | 12.7 | 1.9 | 6.8 | 15.7 | 32.7 |

| Income Statement | | | | | |
|------------------|---------|---------|---------|----------|----------|
| (십억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 매출액 | 4,169.8 | 4,503.3 | 4,735.4 | 4,914.2 | 5,188.8 |
| 매출액증가율(%) | 1.4 | 8.0 | 5.2 | 3.8 | 5.6 |
| 매출원가 | 1,630.6 | 1,796.7 | 1,909.4 | 1,941.4 | 2,056.1 |
| 매출총이익 | 2,539.2 | 2,706.6 | 2,826.0 | 2,972.8 | 3,132.7 |
| 판매비와관리비 | 1,173.3 | 1,236.5 | 1,310.0 | 1,333.1 | 1,375.8 |
| 영업이익 | 1,365.9 | 1,470.1 | 1,516.0 | 1,639.7 | 1,756.9 |
| 영업이익률(%) | 32.8 | 32.6 | 32.0 | 33.4 | 33.9 |
| 금융손익 | 74.8 | 52.6 | 42.6 | 47.9 | 47.9 |
| 중속/관계기업관련손익 | 15.1 | 2.1 | 5.6 | 5.9 | 5.9 |
| 기타영업외손익 | -41.4 | 63.1 | -25.4 | -82.8 | -82.8 |
| 세전계속사업이익 | 1,414.4 | 1,587.8 | 1,538.8 | 1,610.7 | 1,727.9 |
| 법인세비용 | 382.2 | 361.8 | 433.3 | 389.8 | 418.2 |
| 당기순이익 | 1,032.2 | 1,226.0 | 1,105.6 | 1,220.9 | 1,309.7 |
| 지배주주지분 순이익 | 1,035.7 | 1,231.3 | 1,087.7 | 1,223.4 | 1,312.4 |
| Balance Sheet | | | | | |
| (십억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 유동자산 | 5,570.9 | 6,620.6 | 6,618.7 | 7,483.7 | 8,460.1 |
| 현금및현금성자산 | 546.2 | 850.8 | 784.0 | 1,438.1 | 2,057.8 |
| 매출채권 | 1,031.6 | 1,113.5 | 1,126.0 | 1,166.7 | 1,235.5 |
| 재고자산 | 2,119.1 | 2,265.4 | 2,290.8 | 2,373.6 | 2,513.7 |
| 비유동자산 | 3,102.5 | 3,191.9 | 3,329.6 | 3,269.3 | 3,248.0 |
| 유형자산 | 1,789.8 | 1,601.9 | 1,729.6 | 1,637.7 | 1,559.7 |
| 무형자산 | 105.4 | 104.9 | 101.0 | 96.6 | 92.5 |
| 투자자산 | 872.8 | 984.5 | 995.6 | 1,031.5 | 1,092.4 |
| 자산총계 | 8,673.4 | 9,812.6 | 9,948.3 | 10,753.0 | 11,708.1 |
| 유동부채 | 1,871.7 | 2,153.4 | 2,115.8 | 2,189.2 | 2,313.3 |
| 매입채무 | 103.6 | 103.8 | 105.0 | 108.8 | 115.2 |
| 단기차입금 | 206.4 | 136.6 | 74.3 | 74.3 | 74.3 |
| 유동성장기부채 | 27.7 | 9.6 | 11.8 | 11.8 | 11.8 |
| 비유동부채 | 526.2 | 541.0 | 531.9 | 547.4 | 573.7 |
| 사채 | 8.5 | 9.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금 | 21.8 | 53.9 | 66.8 | 66.8 | 66.8 |
| 부채총계 | 2,397.9 | 2,694.3 | 2,647.7 | 2,736.6 | 2,887.0 |
| 자본금 | 955.0 | 955.0 | 955.0 | 955.0 | 955.0 |
| 자본잉여금 | 484.7 | 510.4 | 483.6 | 483.6 | 483.6 |
| 기타포괄이익누계액 | -125.5 | -100.9 | -71.7 | -71.7 | -71.7 |
| 이익잉여금 | 5,231.8 | 6,009.4 | 6,204.0 | 6,919.4 | 7,723.6 |
| 비지배주주지분 | 66.6 | 72.6 | 57.9 | 58.3 | 58.8 |
| 자본총계 | 6,275.5 | 7,118.3 | 7,300.6 | 8,016.4 | 8,821.1 |

| Statement of Cash Flow | | | | | |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| (십억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 영업활동현금흐름 | 1,259.2 | 1,497.8 | 772.3 | 1,210.9 | 1,281.3 |
| 당기순이익(손실) | 1,032.2 | 1,226.0 | 1,105.6 | 1,220.9 | 1,309.7 |
| 유형자산감가상각비 | 151.1 | 152.3 | 156.3 | 151.9 | 138.0 |
| 무형자산상각비 | 10.8 | 5.9 | 5.1 | 4.3 | 4.1 |
| 운전자본의 증감 | 12.8 | 175.5 | -574.8 | -111.2 | -102.7 |
| 투자활동 현금흐름 | -747.6 | -702.6 | -295.6 | -97.7 | -152.1 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -210.3 | -161.8 | -283.1 | -60.0 | -60.0 |
| 투자자산의 감소(증가) | -147.9 | -109.7 | -11.1 | -36.0 | -60.9 |
| 재무활동 현금흐름 | -381.0 | -488.4 | -545.8 | -459.0 | -509.5 |
| 차입금증감 | 55.4 | -74.1 | -74.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본의증가 | -2.7 | 25.6 | -26.8 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의증가(감소) | 129.8 | 304.6 | -66.8 | 654.2 | 619.6 |
| 기초현금 | 416.4 | 546.2 | 850.8 | 784.0 | 1,438.1 |
| 기말현금 | 546.2 | 850.8 | 784.0 | 1,438.1 | 2,057.8 |
| Key Financial Data | | | | | |
| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 30,372 | 32,801 | 34,491 | 35,794 | 37,794 |
| EPS(지배주주) | 7,544 | 8,968 | 7,922 | 8,911 | 9,559 |
| CFPS | 11,456 | 12,431 | 12,727 | 12,469 | 13,127 |
| EBITDAPS | 11,128 | 11,860 | 12,218 | 13,081 | 13,832 |
| BPS | 45,224 | 51,319 | 52,754 | 57,965 | 63,823 |
| DPS | 3,400 | 3,600 | 3,600 | 4,000 | 4,000 |
| 배당수익률(%) | 3.3 | 3.6 | 3.0 | 3.3 | 3.3 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 13.9 | 11.3 | 15.3 | 13.6 | 12.7 |
| PCR | 9.1 | 8.1 | 9.5 | 9.7 | 9.2 |
| PSR | 3.4 | 3.1 | 3.5 | 3.4 | 3.2 |
| PBR | 2.3 | 2.0 | 2.3 | 2.1 | 1.9 |
| EBITDA | 1,527.8 | 1,628.3 | 1,677.4 | 1,795.9 | 1,899.0 |
| EV/EBITDA | 8.5 | 7.2 | 8.6 | 7.6 | 6.8 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 17.5 | 18.6 | 15.2 | 16.1 | 15.7 |
| EBITDA이익률 | 36.6 | 36.2 | 35.4 | 36.5 | 36.6 |
| 부채비율 | 38.2 | 37.9 | 36.3 | 34.1 | 32.7 |
| 금융비용부담률 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 이자보상배율(x) | 144.1 | 218.6 | 295.4 | 366.2 | 392.4 |
| 매출채권회전율(x) | 4.3 | 4.2 | 4.2 | 4.3 | 4.3 |
| 재고자산회전율(x) | 2.0 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.1 |

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 12월 5일 현재 동 자료에 언급된 종목의
유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다.
당사는 2017년 12월 5일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사의 조사분석 담당자는 2017년 12월 5일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
(작성자: 김정욱)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다.
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

| 기업 | 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 | |
|------------------------------|--|---------------------------------------|
| 추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급 | Buy | 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상 |
| | Trading Buy | 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 |
| | Hold | 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만 |
| | Sell | 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만 |
| 산업 | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천 | |
| 추천기준일 시장지수대비 3등급 | Overweight (비중확대) | |
| | Neutral (중립) | |
| | Underweight (비중축소) | |

투자의견 비율

| 투자의견 | 비율 |
|------|-------|
| 매수 | 94.0% |
| 중립 | 6.0% |
| 매도 | 0.0% |

2017년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율

CJ제일제당 (097950) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

| 추천확정일자 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* | | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|-------|-------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
| | | | | | 평균 | 최고(최저) | |
| 2016.04.19 | 산업분석 | Buy | 450,000 | 김정옥 | -16.8 | -14.0 | |
| 2016.05.11 | 기업브리프 | Buy | 450,000 | 김정옥 | -14.3 | -9.7 | |
| 2016.08.08 | 기업브리프 | Buy | 450,000 | 김정옥 | -15.7 | -9.7 | |
| 2016.11.03 | 기업브리프 | Buy | 450,000 | 김정옥 | -15.9 | -9.7 | |
| 2016.11.28 | 산업분석 | Buy | 510,000 | 김정옥 | -26.8 | -25.2 | |
| 2016.11.30 | 산업분석 | Buy | 510,000 | 김정옥 | -28.4 | -23.4 | |
| 2017.02.10 | 기업브리프 | Buy | 510,000 | 김정옥 | -29.5 | -23.4 | |
| 2017.04.18 | 산업분석 | Buy | 510,000 | 김정옥 | -29.8 | -23.4 | |
| 2017.05.12 | 기업브리프 | Buy | 510,000 | 김정옥 | -29.5 | -23.4 | |
| 2017.06.05 | 산업분석 | Buy | 510,000 | 김정옥 | -29.4 | -23.4 | |
| 2017.06.13 | 기업브리프 | Buy | 510,000 | 김정옥 | -29.2 | -23.4 | |
| 2017.07.19 | 산업분석 | Buy | 510,000 | 김정옥 | -29.2 | -23.4 | |
| 2017.08.07 | 기업브리프 | Buy | 510,000 | 김정옥 | -29.4 | -23.4 | |
| 2017.09.18 | 산업분석 | Buy | 510,000 | 김정옥 | -29.5 | -23.4 | |
| 2017.10.18 | 산업분석 | Buy | 510,000 | 김정옥 | -29.3 | -23.4 | |
| 2017.11.09 | 기업브리프 | Buy | 510,000 | 김정옥 | -28.9 | -18.4 | |
| 2017.11.28 | | 1년 경과 | | | -21.1 | -19.1 | |
| 2017.12.05 | 산업분석 | Buy | 510,000 | 김정옥 | - | - | |

하이트진로 (000080) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

| 추천확정일자 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* | | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|-------|------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
| | | | | | 평균 | 최고(최저) | |
| 2016.04.19 | 산업분석 | Buy | 33,000 | 김정옥 | -27.3 | -13.3 | |
| 2016.10.18 | 기업브리프 | Buy | 27,000 | 김정옥 | -22.2 | -17.0 | |
| 2017.04.18 | 산업분석 | Buy | 27,000 | 김정옥 | -21.3 | -10.0 | |
| 2017.06.05 | 산업분석 | Buy | 30,000 | 김정옥 | -22.6 | -19.5 | |
| 2017.07.19 | 산업분석 | Buy | 30,000 | 김정옥 | -20.0 | -12.8 | |
| 2017.09.18 | 산업분석 | Buy | 30,000 | 김정옥 | -18.9 | -10.3 | |
| 2017.10.18 | 산업분석 | Buy | 30,000 | 김정옥 | -18.0 | -9.5 | |
| 2017.12.05 | 산업분석 | Buy | 30,000 | 김정옥 | - | - | |

KT&G (033780) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

| 추천확정일자 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* | | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|-------|-------|-------------|--------|---------|--------|----------------|
| | | | | | 평균 | 최고(최저) | |
| 2015.11.13 | 기업브리프 | Hold | 115,000 | 송광수 | -5.6 | 3.0 | |
| | | | | 담당자 변경 | | | |
| 2016.04.19 | 산업분석 | Buy | 130,000 | 김정옥 | -11.0 | -8.5 | |
| 2016.04.22 | 기업브리프 | Buy | 150,000 | 김정옥 | -15.2 | -8.7 | |
| 2016.07.22 | 기업브리프 | Buy | 150,000 | 김정옥 | -18.0 | -8.7 | |
| 2016.10.28 | 기업브리프 | Buy | 150,000 | 김정옥 | -22.0 | -8.7 | |
| 2017.01.20 | 기업브리프 | Buy | 150,000 | 김정옥 | -24.7 | -8.7 | |
| 2017.04.18 | 산업분석 | Buy | 150,000 | 김정옥 | -24.8 | -8.7 | |
| 2017.04.22 | | 1년 경과 | | | -29.0 | -24.0 | |
| 2017.06.05 | 산업분석 | Buy | 150,000 | 김정옥 | -25.8 | -19.7 | |
| 2017.07.19 | 산업분석 | Buy | 150,000 | 김정옥 | -25.4 | -19.7 | |
| 2017.07.28 | 기업브리프 | Buy | 150,000 | 김정옥 | -26.0 | -19.7 | |
| 2017.10.18 | 산업분석 | Buy | 150,000 | 김정옥 | -25.6 | -16.7 | |
| 2017.12.05 | 산업분석 | Buy | 150,000 | 김정옥 | - | - | |