

음식료

Overweight
(Maintain)

2018.4.17

2분기, 갈림길에 서다

음식료 업종은 1분기 실적 시즌을 전후로 주요 지표들의 변화가 있을 가능성이 높다. 중국 관련 소비재들의 기저효과와 향후 잠재 성장성이 확인 될 것이고, 곡물/아미노산/참치의 시황이 변곡점을 맞이할 가능성이 있으며, 추가적인 판가 인상 이슈도 지속 제기될 전망이다. 바야흐로 업종의 수많은 핵심 지표들이 엇갈리는 구간에서, 초과수익을 창출할 수 있는 길목을 찾을 시점이다.



음식료

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

키움증권

Contents



I. 핵심 4가지 지표의 변화 주시	3
> 곡물가격: 안정에 무게	3
> 아미노산: 업황 회복 국면	9
> 가격인상: 업체별 모멘텀 차별화	11
> 참치어가: 변곡점 초입	13
II. 중국 소비자:	
사드 기저효과를 넘어서	18
> 중국 소비경기 및 주가 흐름 점검	18
> 오리온: 성장을 위한 3개의 화살	21
> 조제분유/라면:	
기저효과는 가능할 전망	34
III. 1Q18 Preview	35
기업분석	41
> CJ제일제당 (097950)	42
> 오리온 (271560)	45
> 대상 (001680)	48
> 동원F&B (049770)	51
> 롯데푸드 (002270)	54

Compliance Notice

- 당사는 4월 16일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동자료의금융투자분석서는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

2분기, 갈림길에 서다

>> 핵심 4가지 지표의 변화에 주목

음식료 업종은 1분기 실적 시즌을 앞두고 4가지 핵심 지표의 변화에 주목해야 한다. 곡물가격은 안정적으로 훌려갈 가능성이 높으나, 2분기 미국 작황 데이터를 주시해야 한다. 아미노산은 전반적으로 견조한 가격 흐름이 예상되는 가운데, 2분기말부터 상승 압력이 강해질 가능성이 높다. 가격인상은 업종 전반에 영향을 주기 보다는, 소업종 별로 차별적으로 작용할 가능성이 높다. 참치어가는 상승 Cycle에서 하락 Cycle로 진입하는 변곡점의 초입에 있기 때문에, 어가 하락 수혜주에 관심을 가져야 한다.

>> 사드 기저효과를 넘을 수 있을까?

올해 상반기 실적 시즌에는 음식료 업종을 포함한 소비자 전반에 사드 기저효과 모멘텀이 강해질 전망이다. 주요 수출 품목인 조제분유/라면은 2분기에 기저가 낮은 편이고, 오리온 중국 법인의 실적은 상반기에 기저가 낮은 편이다. 다만, 오리온은 주가 상승으로 인해 밸류에이션에 대한 고민이 강해지는 구간인데, 1) 고복침, 2) 견과류, 3) IT채널 확대를 통해, 중장기적으로 밸류에이션 프리미엄이 정당화 될 것으로 기대된다.

>> 음식료 업종 투자전략

대형주 최선호주로 오리온, 차선호주로 CJ제일제당을 제시한다. 오리온은 중국/베트남 법인의 성장이, CJ제일제당은 소재/바이오 부문의 수익성 개선이 이익 성장을 견인할 것으로 판단된다. 중소형주는 대상, 동원F&B, 롯데푸드에 대해 관심을 가져야 한다. 대상은 라이신 수출 성장과 PT미원 인도네시아 텐어라운드, 동원F&B는 참치어가 하락에 따른 원가율 개선, 롯데푸드는 편의점 즉석식품과 육가공 부문의 수익성 개선이 돋보일 전망이다.

I. 핵심 4가지 지표의 변화 주시

>>> 곡물가격: 안정에 무게

원화강세 속에 라니냐 강도 약한 편

국내 음식료 업체들의 원재료 투입단가는 기본적으로 환율과 곡물가에 의해 결정된다. 주로 수입된 곡물을 원재료로 하여, 소재식품의 생산이 이뤄지기 때문이다. 한국 수출 호조와 글로벌 위험자산 선호 현상으로 원화는 달러화 대비 강세 흐름을 보이고 있다. 현재와 같은 수준에 원/달러 환율이 형성된다면, 올해 분기별 원/달러 하락률은 -5% 내외 수준으로 추산된다.

엘니뇨 영향으로 강세를 보였던 원당을 제외한 옥수수/대두/소맥 시세는 계속 안정된 흐름을 보여왔다. 하지만, 작년 10월부터 라니냐 현상이 강해지면서, 해당 시세가 연초에 일시적으로 상승하는 흐름을 보였었는데, 최근에 다시 둔화되는 흐름이다. 美·中 무역갈등으로 인해, 중국의 대두 수입 감소 우려가 제기되었고, 라니냐 우려 완화로 글로벌 작황에 대한 우려가 줄었기 때문으로 판단된다.

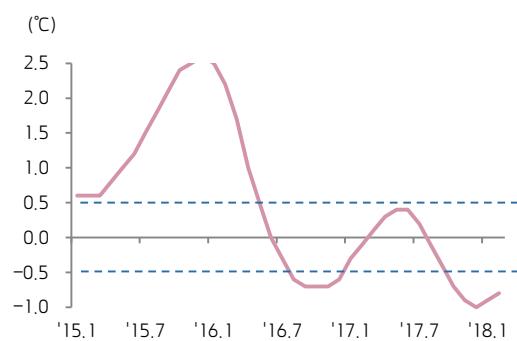
분기 평균 환율/곡물가 추이 및 가정

구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
환율(원/달러)	1,154	1,129	1,132	1,108	1,073	1,065	1,066	1,066
(YoY)	-4%	-3%	1%	-4%	-7%	-6%	-6%	-4%
환율(원/위안)	168	165	170	168	169	170	170	170
(YoY)	-8%	-7%	1%	-1%	0%	3%	0%	1%
옥수수(\$/Ton)	143	145	141	136	144	153	153	153
(YoY)	0%	-6%	8%	-0%	0%	5%	8%	12%
소맥(\$/Ton)	158	160	168	156	167	173	177	177
(YoY)	-8%	-8%	12%	5%	6%	8%	5%	14%
대두(\$/Ton)	375	346	355	359	370	383	390	390
(YoY)	16%	-11%	-5%	-2%	-1%	11%	10%	9%
원당(\$/Ton)	433	335	307	321	297	270	265	265
(YoY)	36%	-11%	-31%	-30%	-31%	-19%	-14%	-17%

자료: 한국은행, Bloomberg

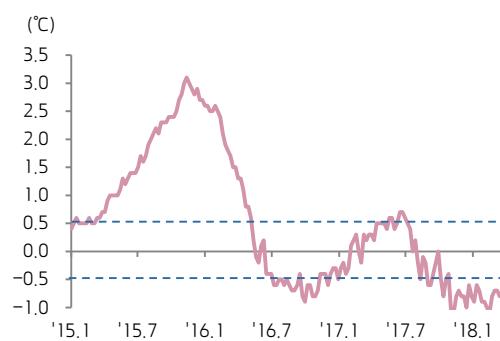
주: 1) 2Q18E의 평균은 4/1~12의 평균값. 3Q18E 이후의 평균값은 4/12 종가로 가정

월간 ONI 지수 추이



자료: Bloomberg

주간 ONI 지수 추이



자료: Bloomberg

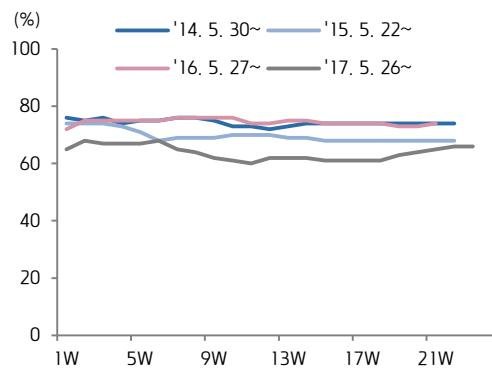
4월부터 발표되는 미국 작황 데이터에 관심

엘니뇨/라니냐와 같은 기상 이변이 발생하더라도 반드시 곡물의 공급이 급감하는 것은 아니다. 이러한 기상 이변이 반드시 곡물 작황의 악화로 이어지는 것은 아니기 때문이다. 따라서, 실제 곡물 작황을 수치로 파악하는 것이 중요하다.

미국 USDA에서는 이러한 곡물의 작황을 매주 수치화하여 체크하고 있다. 곡물의 등급을 5개로 나누고, 1~2등급의 비중 흐름을 예년 수준과 비교하여, 곡물 공급 전망치를 도출하고 있다. 미국은 글로벌 곡물 생산에서 큰 비중을 차지하기 때문에, 미국 작황 데이터의 변화는 글로벌 곡물 공급 전망치에 큰 영향을 줄 수 있다.

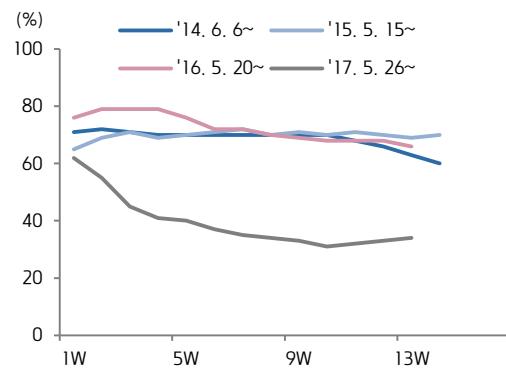
실제, 미국도 라니냐 영향에 따라 곡물 작황이 부진할 수 있다는 우려가 상존하고 있다. 기상 이변에 따른 작황 부진이 발생할 경우, 생산 전망치가 최대 15~20% 정도 감소할 수 있기 때문이다. 올해 3월 말부터 보고된 겨울밀 작황이 예년 대비 부진한 수준을 기록하고 있는 것은 다소 우려스러운 부분이나, 미국은 소맥 생산에서 차지하는 비중이 낮은 편이기 때문에, 유럽/러시아의 생산 동향을 같이 살펴볼 필요는 있다. 다만, 옥수수/대두 작황의 부진이 심화된다면, 글로벌 곡물 수급에 영향을 줄 가능성이 높다.

미국 옥수수 작황 추이



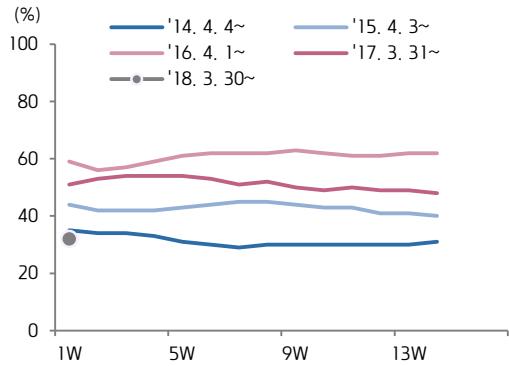
자료: USDA, Bloomberg(Good to Excellent 비중 기준)

미국 봄밀 작황 추이



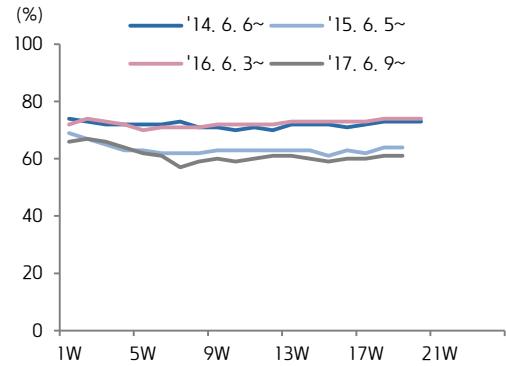
자료: USDA, Bloomberg(Good to Excellent 비중 기준)

미국 겨울밀 작황 추이



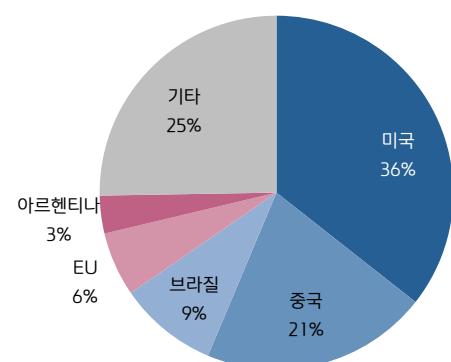
자료: USDA, Bloomberg(Good to Excellent 비중 기준)

미국 대두 작황 추이



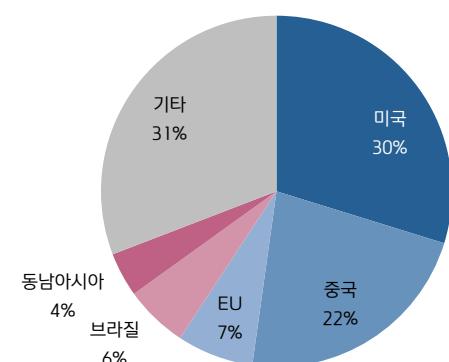
자료: USDA, Bloomberg(Good to Excellent 비중 기준)

글로벌 옥수수 생산 비중



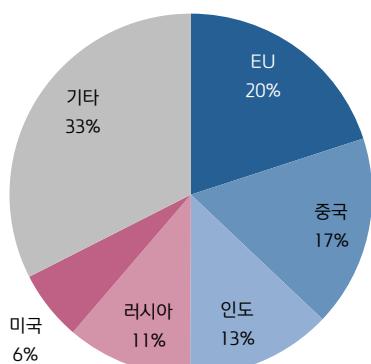
자료: USDA

글로벌 옥수수 소비 비중



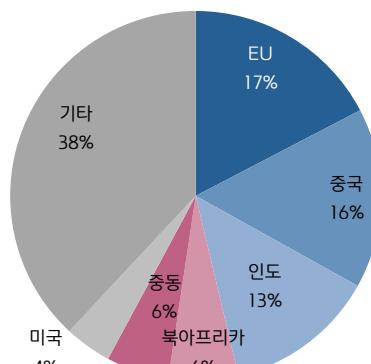
자료: USDA

글로벌 소맥 생산 비중



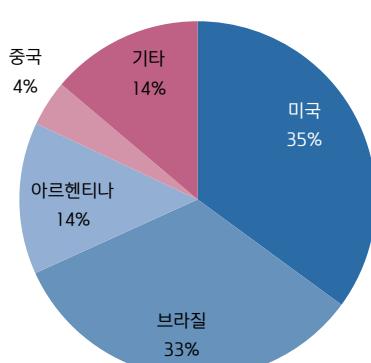
자료: USDA

글로벌 소맥 소비 비중



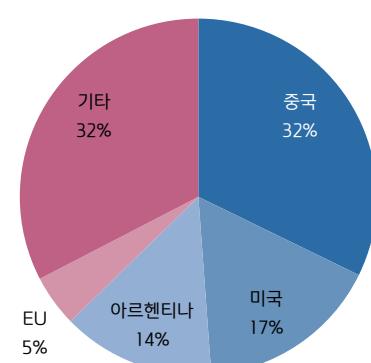
자료: USDA

글로벌 대두 생산 비중



자료: USDA

글로벌 대두 소비 비중



자료: USDA

글로벌 옥수수 재고비율 전망치 추이



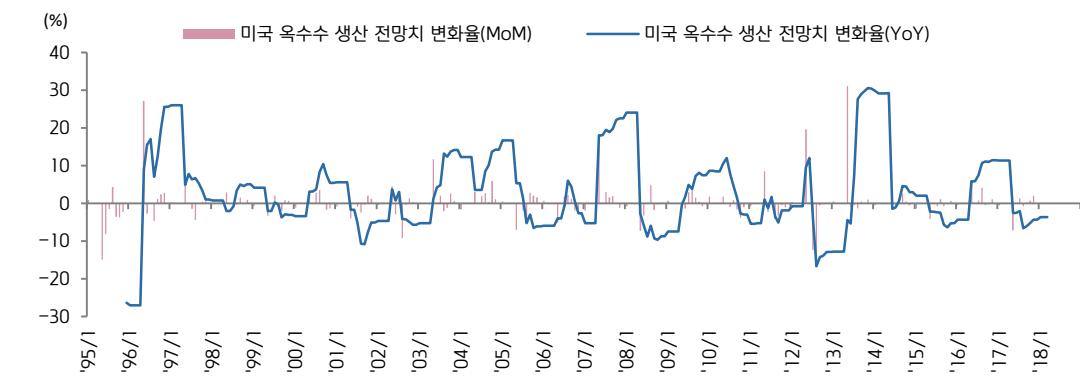
자료: USDA, Bloomberg

미국 CBOT 옥수수 월평균 선물시세 추이



자료: Bloomberg

미국 옥수수 생산 전망치 변화율 추이(MoM)



자료: USDA, Bloomberg

글로벌 소맥 재고비율 전망치 추이



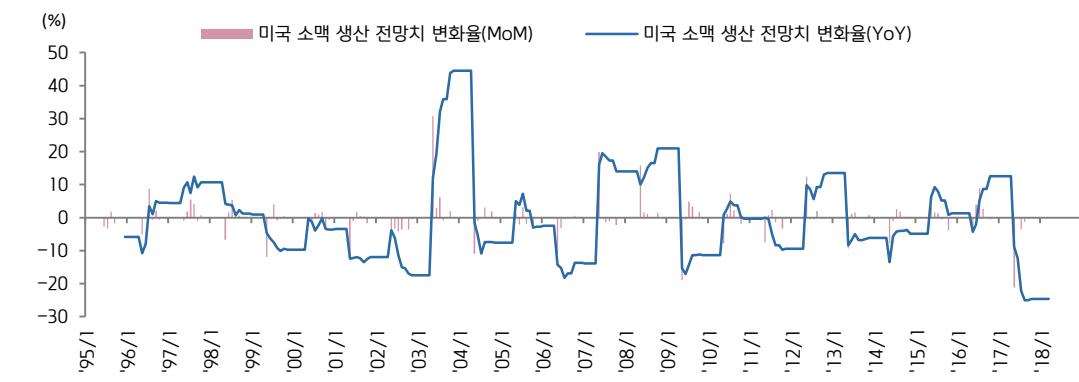
자료: USDA, Bloomberg

미국 CBOT 소맥 월평균 선물시세 추이



자료: Bloomberg

미국 소맥 생산 전망치 변화율 추이



자료: USDA, Bloomberg

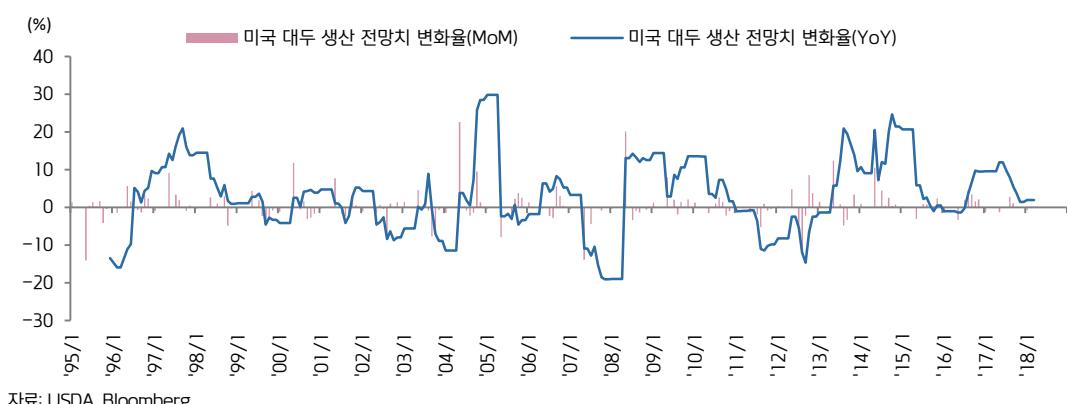
글로벌 대두 재고비율 전망치 추이



미국 CBOT 대두월평균 선물시세 추이



미국 대두 생산 전망치 변화율 추이



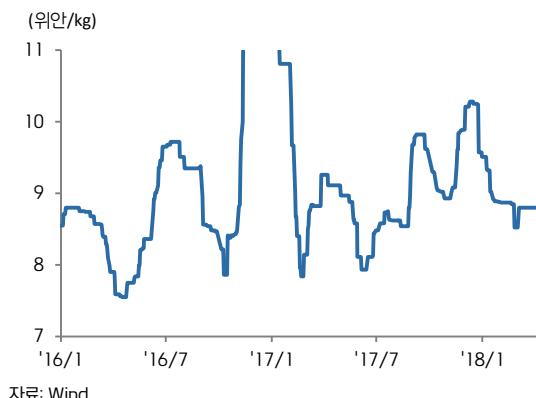
>>>아미노산: 업황 회복 국면

메치오닌 외에는 가격 흐름 견조한 편

중국 아미노산 Spot 가격은 메치오닌 외에는 견조한 흐름을 보이고 있다. 라이신은 가격의 계절성이 생겼고, 쓰레오닌도 가격의 하방 경직성이 생기고 있다. 트립토판은 Ajinomoto의 증설 물량이 출회되면서, 가격 흐름이 약세로 전환되었으나, 산업 수익성 전반의 큰 훼손을 우려할 상황은 아니다.

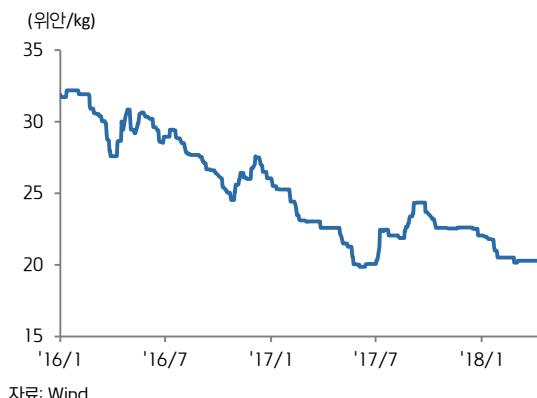
다만, 메치오닌의 가격 흐름은 여전히 불확실성이 존재한다. 중국 로컬 업체들의 가동률이 올라가면서, 가격이 하향 압력을 받고 있기 때문이다. 아직 연초이긴 하지만, 올해 월평균 중국 메치오닌 수입량은 전년대비 거의 반토막이 난 상황이고, 경쟁사들의 원가 상승 압력에도 판가가 하향 추세를 그리고 있기 때문이다. 따라서, 단기적으로 메치오닌 가격의 레벨은 확인이 필요한 부분이 있다.

중국 라이신 Spot 가격 추이



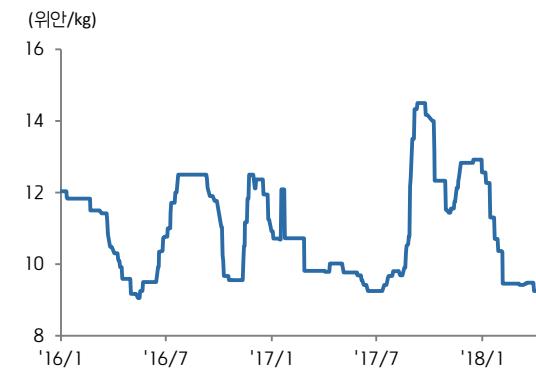
자료: Wind

중국 메치오닌 Spot 가격 추이



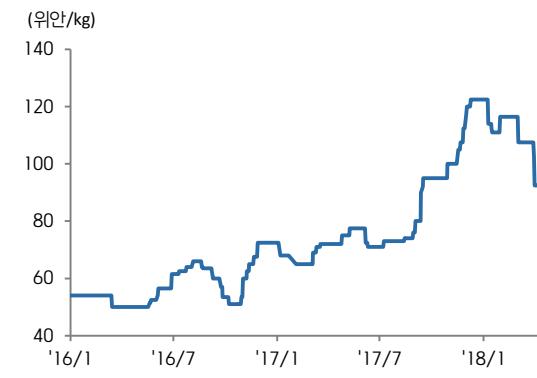
자료: Wind

중국 쓰레오닌 Spot 가격 추이



자료: Wind

중국 트립토판 Spot 가격 추이



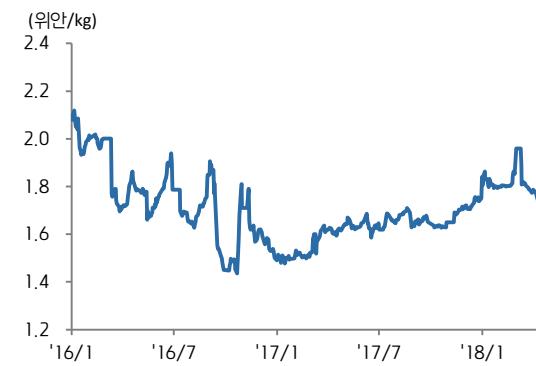
자료: Wind

중국 대두박 가격 상승과 Ajinomoto의 전략 변화 영향 주시

이러한 견조한 가격 흐름 속에 라이신 가격의 변곡점은, 올해 2분기 말에 올 가능성성이 높은 것으로 판단된다. 현재 중국 대두/대두박 가격은 미국과 중국의 무역 갈등으로 인해, 연초대비 각각 +26%, +11% 상승한 상황이다. 무역 갈등의 지속성은 불확실성이 상존하나, 사료 업체 입장에서는 라이신의 매력도가 상승한 상황이다. 통상 사료 회사들이 재고를 3~6개월 정도 가져가고, 국경절 전에 가격이 강세를 보이는 점을 감안한다면, 라이신 가격은 올해 2분기 말부터 상향 압력을 받을 수 있다.

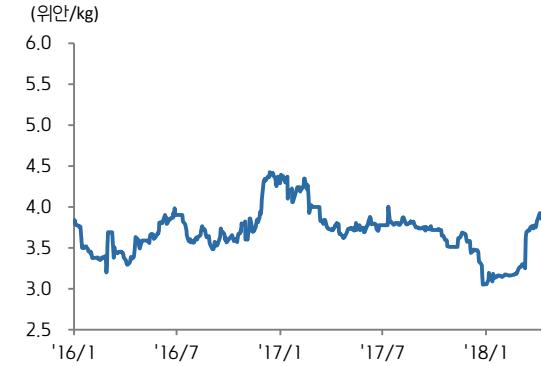
Ajinomoto의 전략 변화 영향도 주시해야 한다. Ajinomoto가 라이신을 OEM 생산하겠다고 선언한 것은 새로운 뉴스가 아니다. 다만, OEM을 받아가기로 한 업체들이 Capa를 준비하는 데 시간이 걸릴 것이고, Capa 공백 기간 동안에 수급이 다소 타이트해 질 가능성이 있기 때문이다. 최근에 공시한 Ajinomoto 브라질 공장의 생산 중단은 글로벌 Capa의 3~4% 정도를 감소시키는 효과가 있다.

중국 옥수수 가격 추이



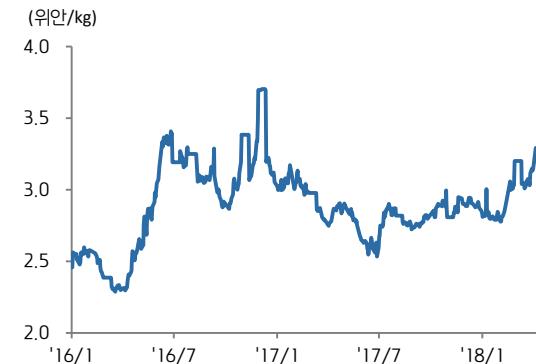
자료: Bloomberg

중국 대두 가격 추이: YTD +26% 상승



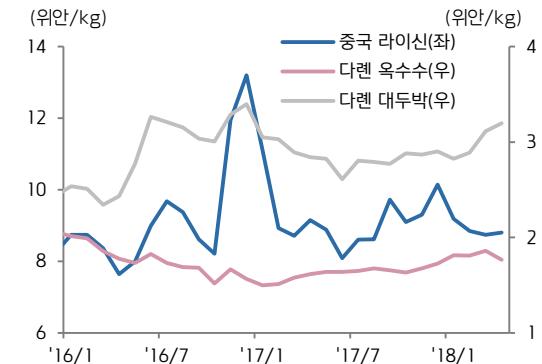
자료: Bloomberg

중국 대두박 가격 추이: YTD +11% 상승



자료: Bloomberg

월평균 중국 라이신/옥수수/대두박 시세 추이



자료: Wind, Bloomberg, 키움증권 리서치

>>> 가격인상: 업체별 모멘텀 차별화

실적에 대한 영향은 소업종별로 차별화 될 것

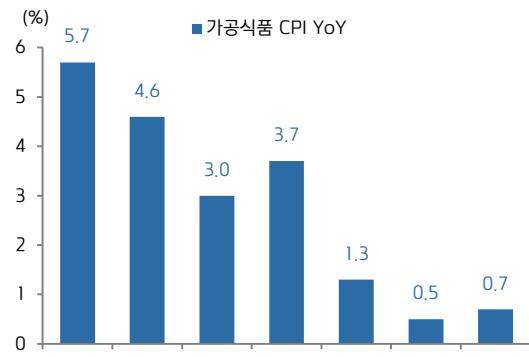
올해 음식료 업체들의 가격인상 가능성과 강도는 작년보다 올라갈 가능성이 높다. 최저임금 인상으로 비용 상승 요인이 명백한 상황이기 때문이다. 특히, 단체급식 업체들처럼 비용 부담이 큰 업체들이 가격인상을 높게 책정할 가능성이 높다.

하지만, 가공식품 전체 CPI 상승률은 여전히 낮은 수준에 머물러 있다. 가공식품 CPI는 2011~12년에 평균 +5% 정도 상승하였고, 2013~14년은 +3~4% 정도 상승하였으나, 2015년부터 급격히 둔화되고 있다. 최근에 가공식품 1위 업체인 CJ제일제당이 판가 인상을 단행하였기 때문에, CPI 상승률이 올라갈 가능성이 있으나, 1분기 상승률은 아직까지 약한 편이다.

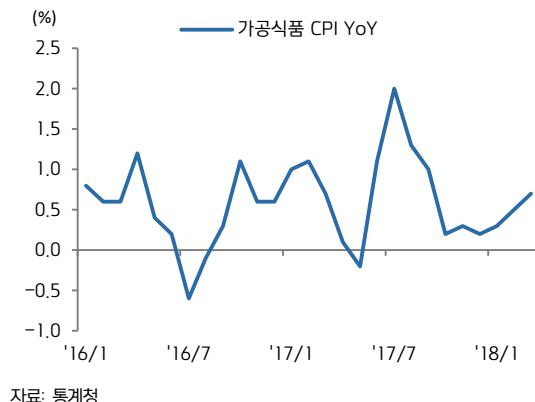
따라서, 가격인상 효과는 소업종별로 차별적으로 나타날 가능성이 높다. 작년은 라면 업체들의 가격인상 효과가 두드러졌는데, 올해는 가공식품과 유제품에서 나타날 가능성이 높다. 가공식품(일반 식료품)은 CJ제일제당의 판가 인상 이후, 2위권 업체들이 가격인상을 준비하고 있는 상황이다. 특히, 경쟁품목이 많이 겹치는 대상, 동원F&B, 롯데푸드, 오뚜기 등이 주목 받을 가능성이 높다.

한편, 유가공제품은 판가 인상 보다는 할인율 축소를 통한 ASP 제고가 나타날 가능성이 높다. 작년에 매일유업, 남양유업 등 유가공 업체들의 수익성이 모두 부진했었기 때문이다. 특히, 유가공 업체들의 Cash Cow인 조제분유가 신생아 수 감소와 수출 부진으로 매출이 감소했기 때문에, 업종 전반의 경쟁 강도가 내려갈 개연성이 높다.

연도별 가공식품 CPI YoY 추이



월별 가공식품 CPI YoY 추이



주요 업체 가격인상 동향

시기	기업	인상품목	인상폭	
1 월	롯데칠성 풀무원	처음처럼 36 개 두부 제품 5 개 달걀 제품	5.54% 평균 5.3% 평균 3.9%	
3 월	롯데제과	빠다코코낫, 롯데샌드 등 비스킷 5 종 월드콘, 설레이임	평균 8.4% 100 원	
4 월	삼양식품	짱구, 사또밥 등	평균 30%	
6 월	크라운제과	빅파이, 콘초 등	최대 20%	
7 월	해태제과	자일리톨 껌 등 8 개 제품	평균 11.35%	
2016				
11 월	코카콜라음료 오비맥주	콜라/환타 2 개 브랜드, 15 개 품목(용량별, 유형별) 업소용 코카콜라(1.25 리터, +3.6%), 스프라이트(1.5 리터, 4%) 키스', '프리미어 OB', '카프리' 등 주요 국산 맥주 제품	평균 5% 3~4% 평균 6%	
12 월	하이트진로	하이트와맥스 등 모든 맥주 제품	평균 6.33%	
	풀무원	콩나물 제품 두부, 달걀, 자장면, 한도그 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	동원 F&B 서울우유	참치캔, '동원참치 라이트스탠다드'를 포함한 살코기 및 가마캔 제품 18 종 서울우유 버터, 가염/무기염 제품	평균 5.1% 7~8%	
	롯데푸드	업소용 마요네즈, 식용유	9~10%	
	오뚜기	업소용 식용유	9%	
	풀무원	프리미엄 달걀 21 종	평균 30%	
	CJ 제일제당	업소용 식용유	7~8%	
	2 월	동원 F&B	소와나무 모닝버터(450g)	15%
	3 월	CJ 제일제당	다시다	5~9%
	4 월	삼양식품 빙그레 해태제과 롯데제과 대상	라면 12 개 투게더 부라보콘 월드콘, 설레이임 미원, 감칠맛미원, 밤효미원 등	평균 5.4% 7.7% 8.3% 8.3% 평균 7%
	5 월	롯데칠성 삼양식품	사이다와 캔 커피 등 대표 제품 14 종 라면 등 12 개 브랜드	평균 7.5% 평균 5.4%
	6 월	빙그레 남양유업 롯데푸드	엔초, 더위사냥, 참붕어찌만코, 빵또아 프렌치카페 거북알, 빠삐코	평균 17.7% 6.7% 25%
2018	7 월	샘표 해태제과	간장 제품 아포가토	평균 8~10% 50%
	8 월	롯데제과 매일유업	명가 팥빙수 카페라떼	25% 14%
	9 월	오뚜기	오뚜기밥, 큰밥, 작은밥 등 3 종 제품	평균 9%
	10 월	오뚜기	참치캔 5 종	평균 5.2%
	11 월	롯데리아 SPC 삼립	버거류 12 종, 세트 15 종, 디저트 1 종, 드링크류 5 종 단팥·야채·피자·호빵	5~6% 10%
2018	1 월	코리아세븐 GS 리테일	삼각김밥, 샌드위치, 도시락 주먹밥, 도시락	8~10% 3~7%
	2 월	코카콜라음료	코카콜라, 마테차, 미닛메이드 주스	평균 4.8%
	3 월	CJ 제일제당 사조대림	즉석밥, 캔햄, 냉동만두, 어묵 어묵 제품 11 종	6~10% 5~9%
	4 월	동원 F&B 한국야쿠르트 롯데제과	어묵 제품 7 종 야쿠르트, 헬리코박터 프로젝트 월 빼빼로, 목캔디	평균 10.8% 6~8% 6~13%

자료: 언론보도, 키움증권 리서치 정리

>>> 참치어가: 변곡점초입

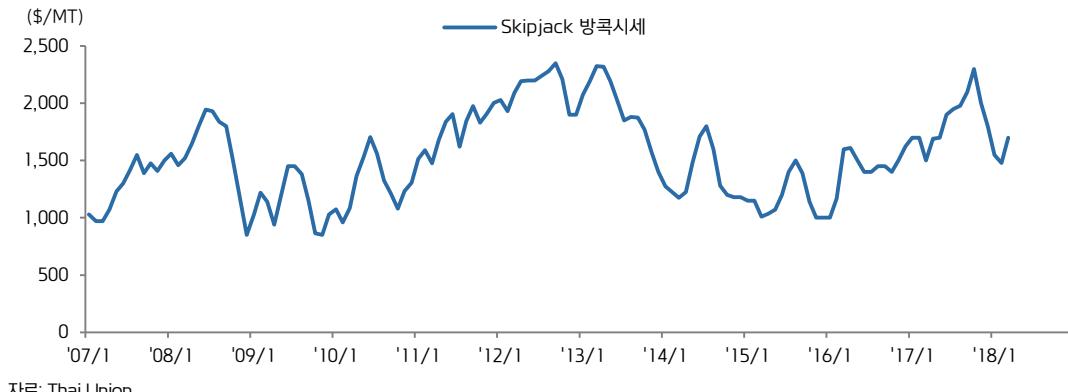
통상 2~3년의 Cycle을 보이는 참치어가

원양업체와 참치캔 업체의 수익성에 가장 큰 영향을 미치는 참치어가(가다랑어 시세)는 예측이 어려운 변수이다. 통상 시세의 전망을 위해서는 수요와 공급의 예측이 용이해야 하나, 참치 어획의 전망을 하기가 어렵기 때문에, 참치어가를 전망하는 것은 쉽지 않다. 1) 선망어선의 수와 조업일 수를 파악하기 어렵고, 2) 기상에 따라 어획량의 변동성이 발생할 수 있기 때문이다.

다만, 과거의 시세를 분석해보면, 참치어가는 통상 유가와 강한 동행성을 보였고, 2~3년 정도의 주기로 등락을 반복했었다. 그 이유는 선망어선의 운영원가에서 유류비가 25%로 가장 비중이 높고, 선망어선 투자에 2~3년 정도가 소요되기 때문이다. 참치어가가 상승하면 생산 단가가 높은 공급자가 참치 어획 시장에 뛰어들 수 있는데, 그들이 필요한 시설과 장비를 갖추는데 2~3년이 소요되는 셈이다. 따라서, 동원산업처럼 생산 단가가 낮은 공급자는 통상 2~3년의 기간 동안 초과 이윤을 누릴 수 있고, 해당 기간 동안 신규 선망선 건조를 위한 재원을 확보할 수 있다.

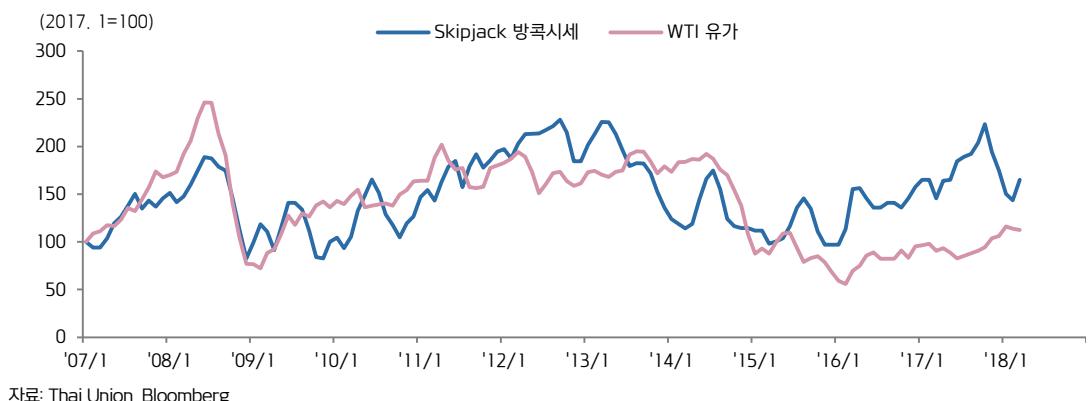
실제 2015~16년에는 2013~15년의 어가 하락의 원인으로 선망어선 수가 감소하는 모습을 보였었다. 참치 어획 비즈니스는 어획 실적과 상관 없는 고정비 부담(선박 감가상각비/유류비/인건비 등)이 커서 영업레버리지가 크기 때문에, 생산 단가가 높은 어선들은 살아남기 어려웠을 것으로 추산된다. 반면, 2016년부터 글로벌 참치어가가 상승하고, 2017년에 높은 시세를 누렸기 때문에, 선망어선 수가 다시 늘어나고 있을 가능성이 높다(2017년 어선 수 및 어획량 데이터는 2018년말에 확인 가능). 구조적인 어선 수의 증가는 신규 선망선 건조를 통해 일어날 수 있으나, 계선 되었던 선박이나 중고 선박의 활용을 통해서도, 선망어선 수가 늘어날 수 있다(단기적인 공급 증가 요인).

Skipjack 방콕시세 추이



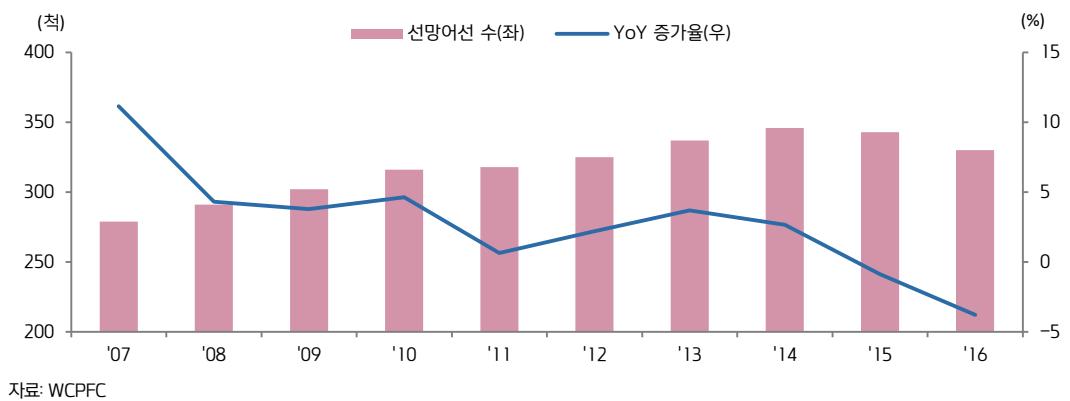
자료: Thai Union

Skipjack 방콕시세 vs 유가 상대 비교



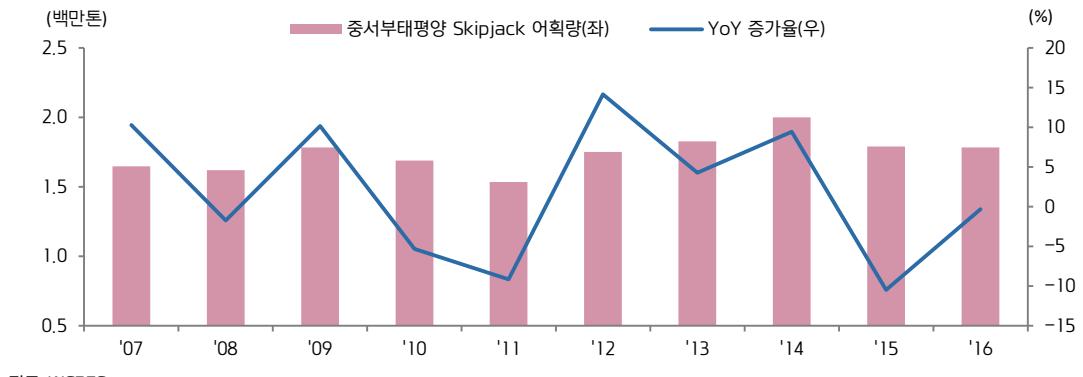
자료: Thai Union, Bloomberg

중서부태평양 선망어선 수 추이



자료: WCPFC

중서부태평양 Skipjack 어획량 추이



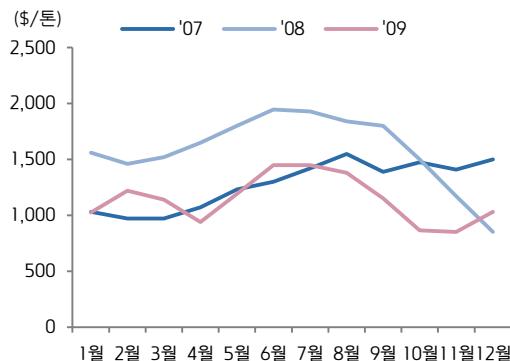
자료: WCPFC

참치어가 강세 구간이 끝날 가능성

2015년까지 약세를 보이던 참치어가는 2016년부터 강세 구간에 진입하였다. 중기 Cycle을 감안한다면, 2018년은 강세 3년차로 강세 구간이 거의 마무리되는 시점이라 할 수 있다(실제 선망어선 수도 증가세로 턴했을 가능성이 높은 편). 또한, 작년도의 참치어가 흐름도 강세 구간의 종료를 지지하는 요인이다. 1) 비수기인 4분기에 약세 전환하면서 정상적인 계절성을 시현하였고(2017년은 FAD 조업 금지가 늦게 끝나면서 11월부터 약세 전환), 2) 작년 10월부터 올해 초까지는 라니냐 현상에 따른 기고효과도 있기 때문이다.

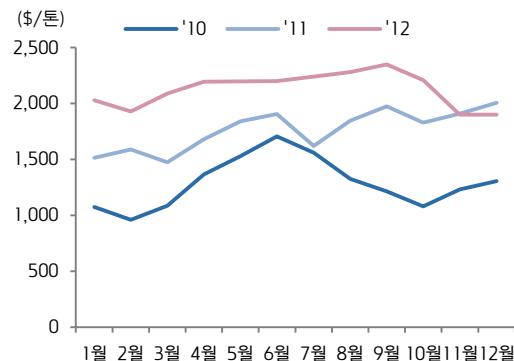
전 세계적으로 선망어선 수는 300척이 넘고, 수많은 선사가 어획 경쟁을 하고 있기 때문에, 참치 어획 시장은 거의 완전경쟁시장에 가깝다고 할 수 있다. 실제로 동원산업이 전 세계적으로 가장 많은 어획량을 보여주고 있으나, 시장점유율은 6%에 불과하다. 따라서, 특별한 가정이 없다면 약세 전환 가능성을 고려해야 한다. 매년 4분기는 FAD 조업 금지구간이 끝나고, 공급 비수기가 시작되는 시점이다. 해당 구간에 어가가 강세를 보이면, 이듬해 강세를 보이는 경향이 강하나, 2017년은 그런 기조가 약화되었다. 더불어, 2017년 10월부터는 해수면 온도가 라니냐 레벨로 들어가면서, 전 세계적으로 참치 어획이 줄었을 가능성이 높다. 통상, 해수면 온도가 내려가면, 참치가 해저로 이동하기 때문에, 참치 어획이 줄어드는 경향이 있다. 따라서, 작년 4분기 이후의 어가는 수급 측면에서 봤을 때, 비교적 높은 수준이었을 가능성이 높고, 올해 high base로 작용할 가능성 있다.

Skipjack 방콕시세 추이(2007~09년)



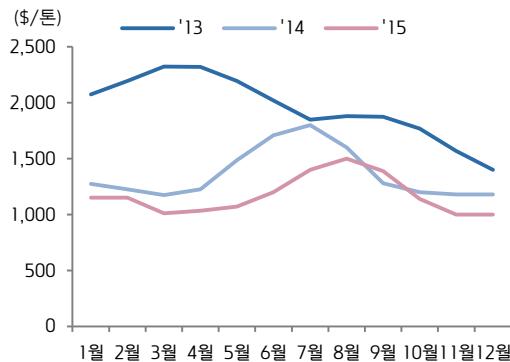
자료: Thai Union

Skipjack 방콕시세 추이(2010~12년)



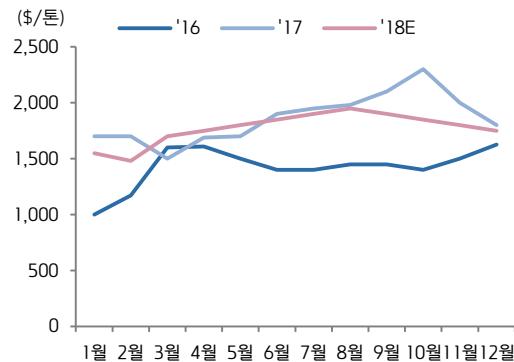
자료: Thai Union

Skipjack 방콕시세 추이(2013~15년)



자료: Thai Union

Skipjack 방콕시세 추이(2016~18년)



자료: Thai Union, 기움증권 리서치

주: 1) 2018년 4월 이후 수치는 당시 가정치

2분기가 마지막 고비, 점차 YoY 약세 전환 기대

위와 같은 상황을 종합해 봤을 때, 글로벌 참치어가는 점차 약세 압력을 받을 가능성이 있다. 통상 매년 2분기가 3분기 FAD 조업 금지를 앞두고 계절적으로 상승하는 점을 감안한다면, 동원F&B와 같은 참치캔 업체 투자자에게는 올해 2분기가 마지막 고비일 가능성이 높다. 작년 3~4월에 주요 참치캔 업체들의 재고조정으로 참치어가가 일시적인 하락 압력을 받았었기 때문이다.

하지만, 올해 3분기부터는 상황이 달라진다. 주요 참치캔 업체의 재고조정이 마무리되고 작년 6월부터 어가가 많이 올랐었기 때문이다. 게다가 작년 4분기부터는 라니냐가 발생했기 때문에 어가의 high base도 존재한다. 이러한 어가 하락은 원화 강세 효과와 맞물려 국내 참치캔 업체의 수익성에 긍정적으로 작용할 것으로 판단된다. 실제로 국내 참치캔 1위 업체인 **동원F&B의 경우, 원어투입단가가 -10% 하락하면, 연간 원재료 매입액이 140억원 정도 절감될 것으로 추산된다.** 동사의 주가는 참치어가가 하락하는 시기에 밸류에이션도 상승하기 때문에, 매우 관점으로 접근할 필요가 있다.

월별 Skipjack 방콕 시세 추이 및 가정 (단위: \$/톤)

연도/월	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
'13	2,075	2,195	2,325	2,320	2,195	2,020	1,850	1,880	1,875	1,770	1,570	1,400
'14	1,275	1,225	1,175	1,225	1,485	1,710	1,800	1,600	1,280	1,200	1,180	1,180
'15	1,150	1,150	1,010	1,035	1,070	1,200	1,400	1,500	1,390	1,140	1,000	1,000
'16	1,000	1,170	1,600	1,610	1,500	1,400	1,400	1,450	1,450	1,400	1,500	1,625
'17	1,700	1,700	1,500	1,690	1,700	1,900	1,950	1,980	2,100	2,300	2,000	1,800
'18E	1,550	1,480	1,700	1,750	1,800	1,850	1,900	1,950	1,900	1,850	1,800	1,750

자료: Thai Union, 키움증권 리서치(2018년 4월 이후는 당사 가정치)

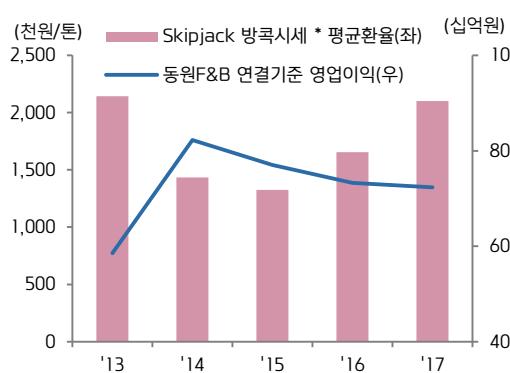
원/달러 환율과 Skipjack 방콕 시세의 분기 평균 추이 및 가정

구분	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
환율(원/달러)	1,201	1,163	1,121	1,157	1,154	1,129	1,132	1,108	1,073	1,066	1,066	1,066
(YoY)	9%	6%	-4%	-0%	-4%	-3%	1%	-4%	-7%	-6%	-6%	-4%
선망참치(\$/MT)	1,257	1,503	1,433	1,508	1,633	1,763	2,010	2,033	1,577	1,800	1,917	1,800
(YoY)	14%	36%	0%	44%	30%	17%	40%	35%	-3%	2%	-5%	-11%

자료: 한국은행, Thai Union

주: 1) 원/달러 환율의 2Q18E 이후의 평균값은 4/12 종가로 가정

Skipjack 방콕시세 vs 동원F&B 영업이익



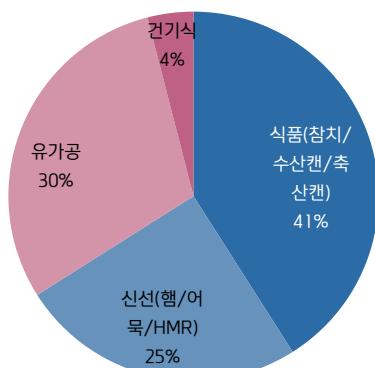
참치어가 하락에 따른 동원F&B 원재료비절감액 추정

참치어가 하락률	원재료 절감액(십억원)	17년 OP 대비(%)
-5%	7	9
-10%	14	19
-15%	20	28
-20%	27	38

자료: 동원F&B, 키움증권 리서치

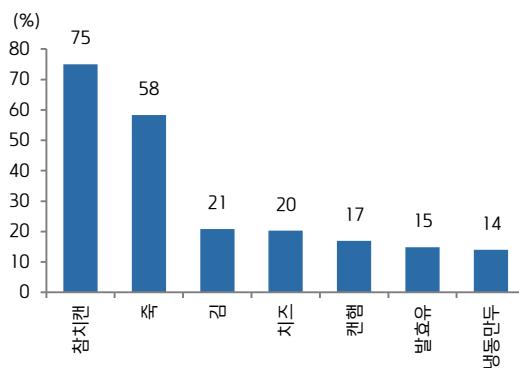
자료: Thai Union, 동원F&B

동원F&B 별도기준 매출 비중(2017년 기준)



자료: 동원F&B(참치캔 매출 비중은 전체의 20% 수준)

동원F&B 주요 품목 MS 현황(2017년 기준)



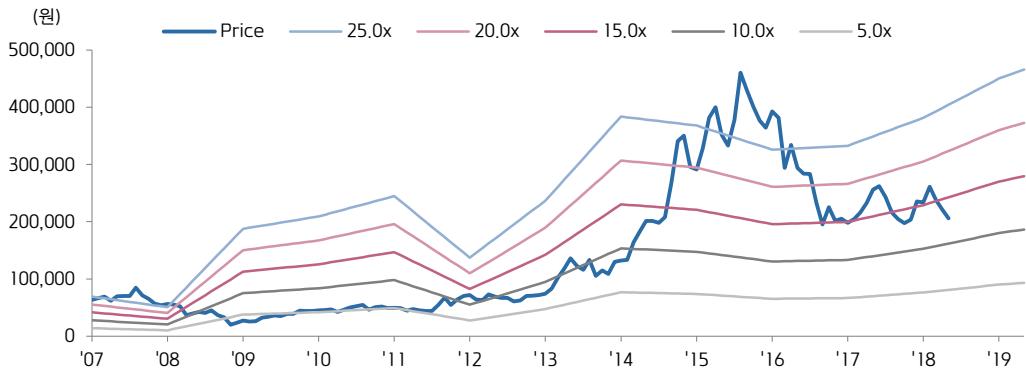
자료: 동원F&B, 닐슨, 링크아즈텍,

Skipjack 방콕시세 추이



자료: Thai Union

동원F&B PER 밴드 추이



자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

II. 중국 소비자: 사드 기저효과를 넘어서

>>> 중국 소비경기 및 주가 흐름 점검

소비경기: 전반적으로 양호한 지표 흐름

중국 소매판매 증가율은 점차 하향세를 보이고 있으나, 여전히 10% 내외 성장이 진행 중이다. 전반적으로 Hard landing 보다는 Soft landing이 진행되고 있다. 또한, 돈육가격 하락에도 불구하고, 식품 소비자물가지수도 작년 중반부터 반등하는 모습을 보이고 있는 것도 긍정적인 점이다.

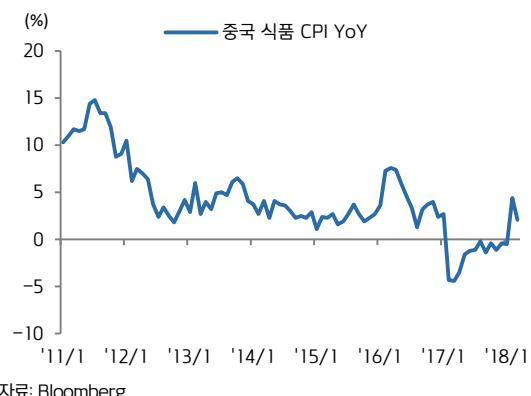
더불어, 오프라인 리테일러의 매출 흐름도 회복의 기운을 보이고 있다. 온라인 채널과의 연계가 강화되면서, 하이퍼마켓의 트래픽이 개선되고 있는 것으로 추산된다. 하이퍼마켓 1, 2위 업체인 Sun Art Retail과 Walmart의 SSSG는 2015년을 저점으로 반등하는 추세에 있다. 특히, Walmart의 경우 트래픽이 매년 5~7% 정도 감소하는 흐름이었으나, 작년 2분기부터 거의 flat한 수준으로 회복되고 있는 상황이다.

중국 소매판매총액 YoY 증가율 추이



자료: Bloomberg

중국 식품 CPI YoY 증가율 추이



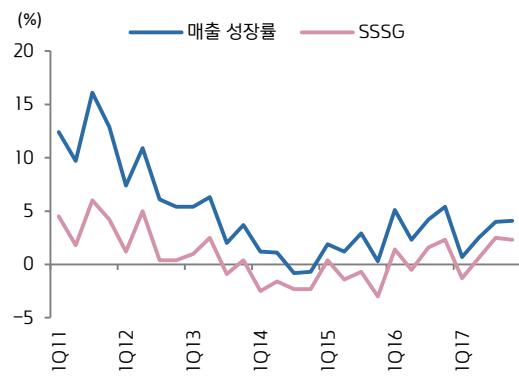
자료: Bloomberg

Sun Art Retail 매출 성장률 및 SSSG 추이



자료: Sun Art Retail

Walmart China 매출 성장률 및 SSSG 추이



자료: Walmart

소비재 주가 흐름: 전반적인 상승 이후, 업체간 차별화 진행 중

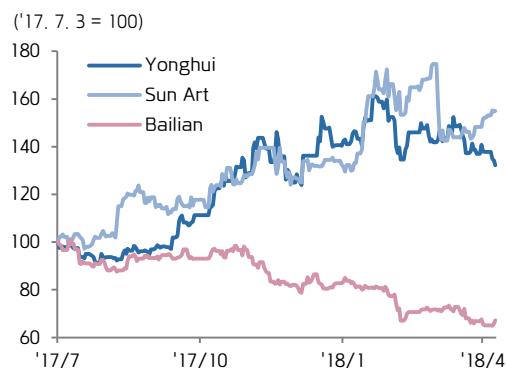
작년에 중국 소비재 주가는 소비 회복에 대한 기대감으로 전반적으로 상승한 상황이다. 특히, 유통업체(하이퍼마켓)는 온라인과 오프라인 채널의 연계 강화에 따른 기대감으로 주가와 밸류에이션 레벨이 한 단계 상승하였다(Yonghui, Sun Art). 음식료 업종도 매출 성장률이 가장 높은 백주 업체들을 중심으로 주가와 밸류에이션 레벨이 상승하면서, 올해 예상 PER이 평균 30배 수준까지 상승하였다.

하지만, 올해 초부터는 업체별로 차별적인 주가 흐름이 나타나고 있다. 신제품 호조나 점유율이 상승하는 업체들을 중심으로 주가가 상승하고 있다. 작년 하반기(혹은 4분기) 실적이 부진했던 Yili, Dali의 주가가 하향세를 그리고 있고, Want Want은 유음료와 스낵 카테고리에서 점유율 하락 우려가 제기되면서 주가가 하락하였다. 반면, Tingyi는 라면과 음료 신제품을 통해 점유율을 회복하고 있다는 평가가 이어지면서, 견조한 주가 흐름을 보이고 있다.

한국에 상장된 중국 소비 관련주(음식료/화장품)는 사드 이슈 완화로 인해, 전반적으로 주가 레벨이 반등한 상황이다. 대주주 이슈와 광군제 재고 문제로 중국 수출이 부진한 삼양식품 외의 나머지 업체들은 전반적으로 주가 흐름이 양호한 편이다. 다만, 중국/홍콩에 상장된 업체들의 올해 주가 흐름을 감안한다면, 향후 오리온을 비롯한 중국 소비재의 주가 흐름도 실적과 점유율에 따라 차별화 될 가능성이 높다.

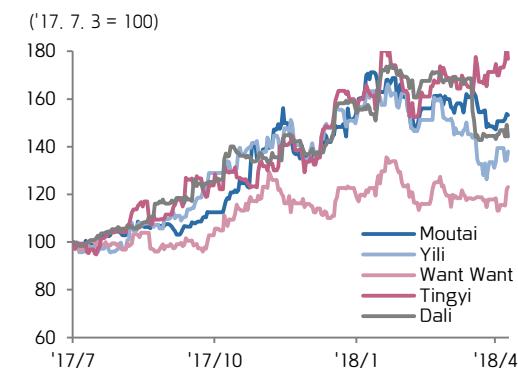
특히, 오리온의 밸류에이션은 경쟁사인 Want Want, Dali Food 대비 약 20% 수준의 프리미엄을 받고 있는 상황이다. 중국 제과 시장의 성장성이 다른 소업종 대비 부진하기 때문에, 업종 평균 밸류에이션 보다 낮은 것이 합리적이다. 다만, Tingyi처럼 신제품 성과를 통한 점유율 상승 가능성이 전제된다면, 오리온의 밸류에이션도 추가로 상승할 수 있을 것으로 기대된다.

중국/홍콩에 상장된 소비재 주가 추이(1)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국/홍콩에 상장된 소비재 주가 추이(2)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

한국에 상장된 중국 소비 관련주 주가 추이(1)



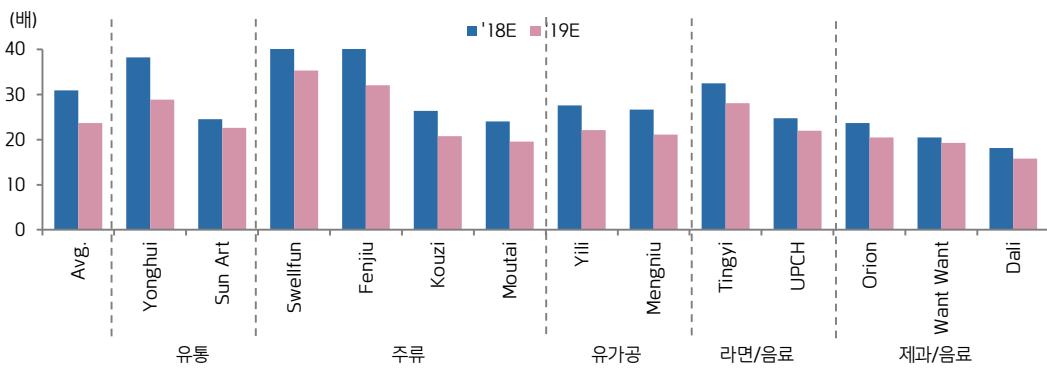
자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

한국에 상장된 중국 소비 관련주 주가 추이(2)



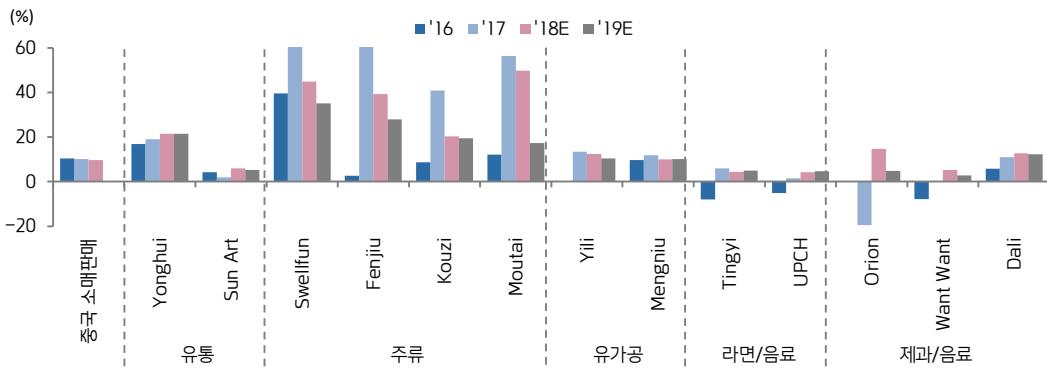
자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

중국 소비재 Forward PER 현황



자료: Bloomberg(4/11 종가 기준)

중국 소매판매 증가율과 중국 소비재 매출 성장률 추이 및 전망



자료: Bloomberg(컨센서스 기준)

주: 1) 중국 소매판매 증가율의 2018년 수치는 1~2월 누계 기준 성장률임. 2019년은 생략

>>> 오리온: 성장을 위한 3개의 화살

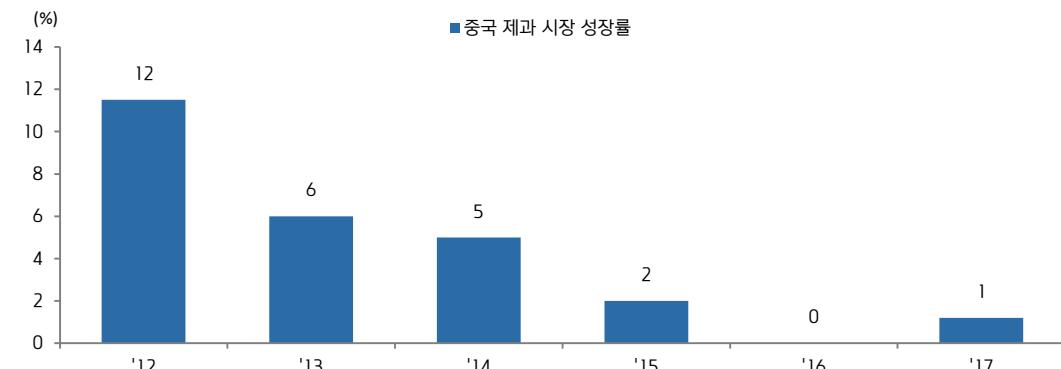
중국 제과 시장 동향: 스낵 중심으로 소폭 회복하는 흐름

중국 제과 시장은 1) MT 채널의 확대, 2) 양과자 시장의 성장에 힘입어, 2010년도 초반까지 고성장가도를 달렸었다. 하지만, 1) 다양한 대체 간식의 증가, 2) MT 채널 트래픽 감소로 인해, 2013년부터 성장률이 둔화되면서, 2016년에는 거의 성장하지 못했었다.

다만, 작년 제과 시장 성장률은 +1.2%로 반등한 가운데, 4분기 성장률이 +4.0%로 가장 양호한 모습을 보이고 있어, 과자 소비가 다소 회복되고 있는 상황이다. 카테고리별로는 스낵의 연간 성장률이 +3.7%로 가장 양호하였고, Top 2의 판가 경쟁이 심한 껌의 연간 성장률이 -5.4%로 가장 부진했었다. 업체별로는 스낵 점유율 개선이 돋보이는 PepsiCo의 점유율이 전년대비 +1.0%p 상승하였고, 사드 영향에 따른 매대 감소가 있었던 오리온의 점유율이 전년대비 -1.7%p 하락하였다.

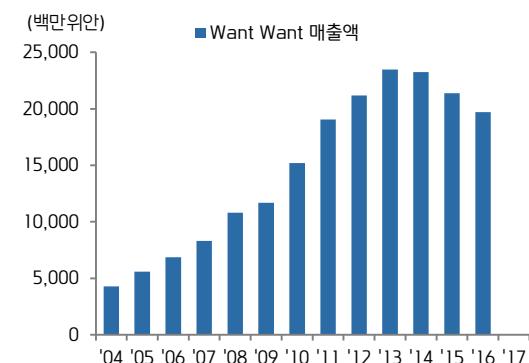
사드 영향에 따른 오리온의 매대 감소는 모든 카테고리에서 일어난 것으로 판단된다. 특히, 원래 MS가 낮은 껌이 가장 큰 매출 감소율을 보인 반면에(-25.8% YoY), MS가 높은 파이 매출은 전년대비 +1.3% 증가하는 모습을 보였다. 한편, 대체재가 많은 비스켓과 스낵의 경우, 오리온의 매출액은 전년 대비 각각 -17.6%, -15.0% 감소하였다. 비스켓은 Dali Food(+7.5% YoY), 스낵은 PepsiCo(+14.0% YoY)의 매출 성장률이 가장 높았다.

중국 제과시장 성장률 추이



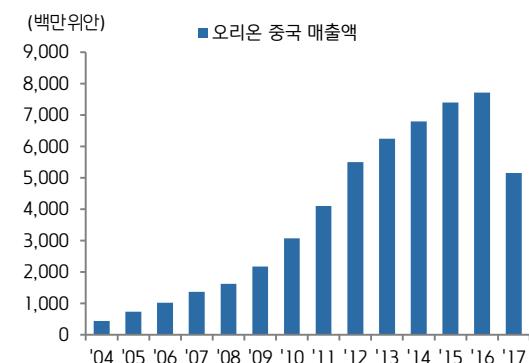
자료: 오리온

Want Want 중국 매출액 추이



자료: Want Want

오리온 중국 매출액 추이



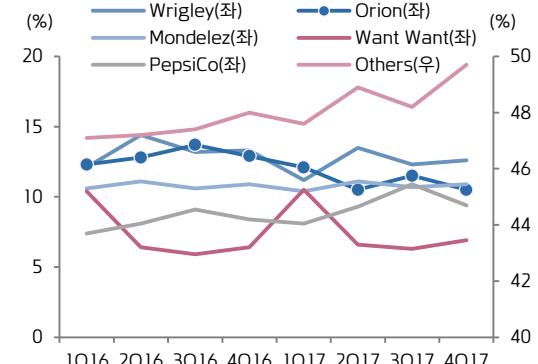
자료: 오리온

중국 제과시장 YoY 성장률 추이



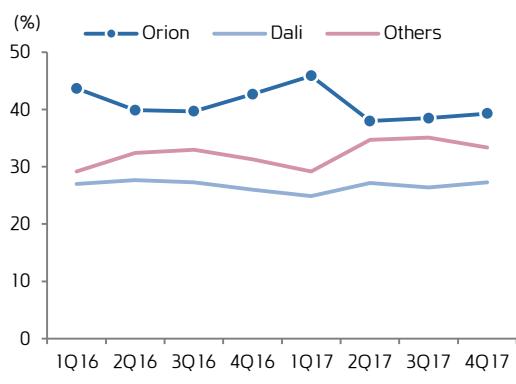
자료: 오리온

중국 제과 MS 추이(파이/껌/비스켓/스낵 합산 기준)



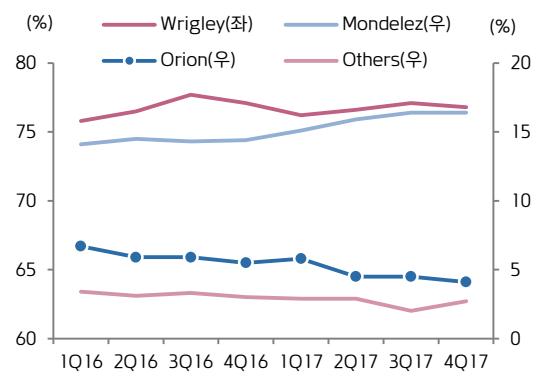
자료: 오리온

중국 파이 MS 추이



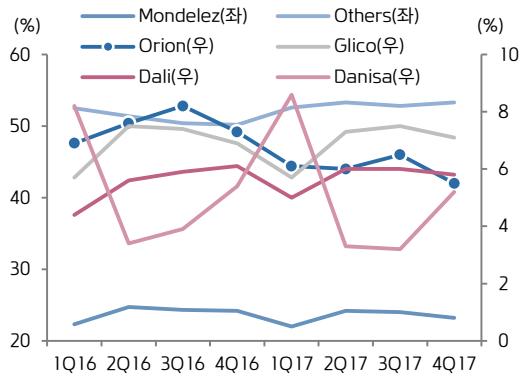
자료: 오리온

중국 껌 MS 추이



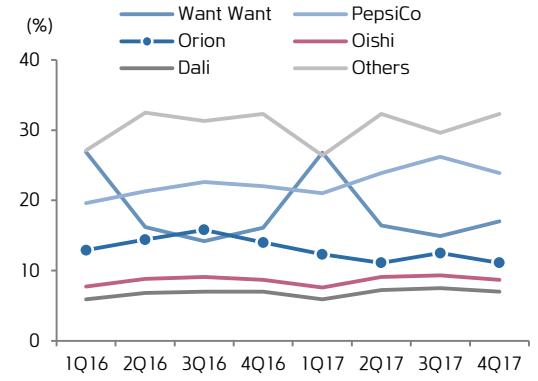
자료: 오리온

중국비스켓 MS 추이



자료: 오리온

중국스낵 MS 추이



자료: 오리온

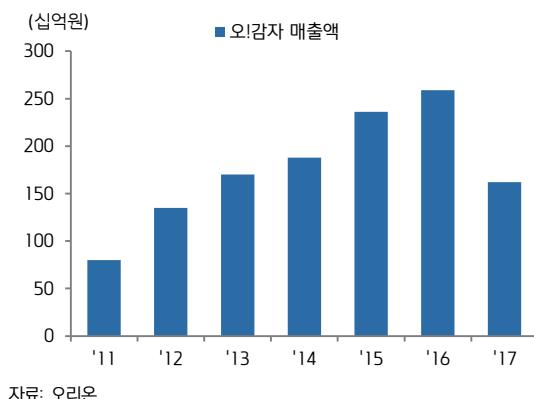
꼬북칩을 통한 제품 차별화 전략

스낵 카테고리를 중심으로 중국 제과 시장의 회복 가능성이 제기되고 있으나, 여전히 과거의 성장성과 비교한다면 약한 것이 사실이다. 또한, Major 5개 업체 외의 기타 업체들의 점유율이 올라가면서, 시장 집중도가 하락하고 있다. 이러한 시장 집중도의 하락은, 1) 중소업체들이 Major 업체들의 주력 제품을 Copy한 제품이 늘고 있고, 2) 다양한 신규 카테고리에 대한 시도가 있는 시장 상황을 여실히 보여주는 것이라 할 수 있다.

이러한 시장에서 돌파구가 될 수 있는 것은 차별화 된 신제품이다. 오리온의 매출 성장률은 2015년에 신제품 허니맛 감자스낵의 호조로 시장을 크게 아웃퍼폼 했었다(오리온 +15% vs Market +2%). 현재 중국 스낵 시장은 감자스낵 중심이다. 쌀과자 중심의 Want Want과 밀가루 스낵 중심의 Oishi는 매출이 정체 흐름이고, PepsiCo와 오리온이 각각 Lay's(乐事)와 오!감자(呀!土豆)를 앞세워 점유율을 확대해왔다. 한편, 로컬 업체인 Dali Food는 Copico(可比克) 브랜드를 런칭하고, 성장하는 감자스낵 시장에 빠르게 진입하면서, 식품 부문의 매출액을 확대해왔다(Fast Follower Strategy). 작년에는 오리온이 사드 영향으로 매대 비중이 줄어들면서, Dali Food의 감자스낵 매출액이 약 20% 정도 성장하며 반사수혜를 누렸었다.

올해 오리온은 감자스낵 중심의 시장에 꼬북칩이라는 브랜드를 통해 점유율 회복을 꾀하고 있다(올해 4월 출시 예정). 허니맛 감자스낵처럼 한국에서 검증된 제품이고, 중국 시장에 없는 카테고리이기 때문에, 효과적인 차별화 수단이 될 수 있다. 당사는 꼬북칩의 성과에 따라 오리온의 2018년 매출 성장률이 최대 10%p 좌우될 수 있고, 2019년 매출 성장률은 최대 6%p 정도 변할 것으로 추산하고 있다.

중국 오감자(呀土豆) 매출액 추이



자료: 오리온

Dali Food 식품 부문 매출액 추이



자료: Dali Food

오리온 글로벌 브랜드 포트폴리오 현황



자료: 오리온

Want Want/살고자 주요 제품(스낵 카테고리)



자료: Want Want

PepsiCo 스낵 주요 제품



자료: PepsiCo

Oishi 스낵 주요 제품



자료: Oishi

Dali Food 스낵 주요 제품



자료: Dali Food

견과류 사업을 통한 성장 시장 진입

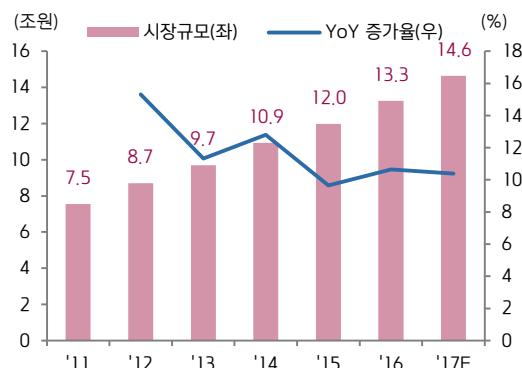
중국 제과 시장이 정체된 가운데, 가장 폭발적으로 성장한 시장은 견과류 시장이다. 견과류 시장은 온라인 채널의 확대와 Healthy Snack에 대한 중국인들의 관심과 함께, 시장규모 매년 10% 정도 성장하고 있는 것으로 추산되며, 쌈즈송슈(三只松鼠), 바이차오웨이(百草味), 량핀푸즈(良品铺子)가 견과류 3대 브랜드로 알려져 있다. 특히, 2012년에 설립된 쌈즈송슈는 견과류 시장의 폭발적 성장과 세다람쥐 캐릭터를 이용한 효과적인 마케팅 활동으로, 매출액이 거의 1조원에 다다른 것으로 알려져 있다. 또한, 하오상니주주베(好想你枣业股)는 2016년 2월에 2위 업체인 바이차오웨이를 인수하여, 공격적으로 견과류 사업을 확대하고 있다.

견과류 업체들의 성공 요인은 크게 2가지로 요약된다. 첫째, 온라인 채널 중심의 유통망이다. 쌈즈송슈는 사업 시작부터 오프라인 채널을 배제하였고, 거의 100% 온라인 채널에서 매출이 발생하고 있다. 량핀푸즈는 기존에 별도의 오프라인 유통망을 보유하고 있었으나, 온라인 채널 비중을 적극적으로 늘려, 최근에는 온라인 매출 비중이 1/3까지 커진 상황이다. 둘째, 90년대생/00년대생 등 젊은 세대를 공략한 마케팅 전략이다. 특히, 쌈즈송슈는 온라인 채널의 주요 소비자가 젊은층이라는 점에 착안하여, 그들의 감성에 맞는 세다람쥐 캐릭터를 포장 전면에 내세웠다. 그들은 세마리의 다람쥐에 각각 별자리와 성격 등 스토리텔링을 덧입혔고, 제품 자체의 만족도 뿐만 아니라 시각적/감성적 만족감을 충족시키고자 노력하였다.

오리온은 올해 6월부터 6가지 정도의 신제품을 내놓고 견과류 시장에 진입할 계획이다. 현재 3군데 원재료 소싱처를 확보하였고, 제품 개발까지 끝난 상황으로 알려졌다. 동사는 견과류 시장에 진입하는 것은 크게 2가지 측면에서 의미가 있는 것으로 판단된다. 첫째, Healthy Snack 시장 진입이다. 중국인들의 소득 수준 성장에 따라, 웰빙과 건강을 중시하는 성향이 강해지는 것은 어제 오늘의 일이 아니다. 견과류 사업을 통해, 새로운 성장 동력을 마련하고, 포트폴리오를 다각화 할 수 있다. 둘째, 온라인 채널 확대 기회이다. 동사는 기본적으로 오프라인 채널에 강점이 있으나, 견과류는 오프라인과 온라인 채널을 모두 공략할 계획이다. 현재 중국 소매시장은 Tmall과 JD.com을 중심으로 온라인 채널의 비중이 빠르게 늘어나고 있다(2017년말 온라인 비중 15% 추산, 중국 국가통계국). 특히, 온라인 리테일러들은 식품 유통의 온라인화를 적극 추진하고 있는데, 오리온을 비롯한 대부분의 식품 업체들은 온라인 매출 비중이 5%가 되지 않는다(2016년 기준, 오리온 중국 법인의 온라인 매출 비중은 4%에 불과). 견과류 비즈니스를 통해 온라인 채널을 확대한다면, 오리온이 팔고 있는 기존 카테고리에서도 새로운 기회가 생길 수 있다.

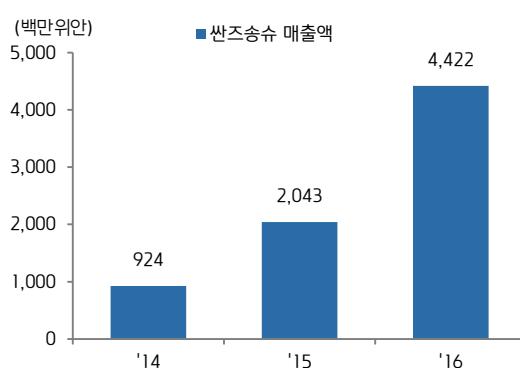
그렇다면, 경쟁 측면에서 오리온은 어떤 이점을 가지고 있을까? 첫째, 오리온은 사업 포트폴리오가 다각화 되어 있어, 가격 경쟁에서 유리할 것으로 판단된다. 주요 경쟁사들은 시장의 급성장 속에 견과류 제품을 집중 공략해왔기 때문에, 해당 제품의 매출 비중이 높을 것으로 추산된다. 바이차오웨이와 량핀푸즈가 과일 가공품과 육류 가공품 등으로 스낵 포트폴리오를 확대하고 있으나, 아직은 매출 비중이 크지 않은 편이다(작년 상반기 바이차오웨이의 Dried fruit 매출 비중은 10% 수준). 둘째, 브랜드 인지도이다. 오리온은 초코파이와 감자스낵을 중심으로 이미 중국인들에게 많이 알려져 있는 브랜드이다. 한편, 쌈즈송슈가 최근에 식품 안전성 이슈로 IPO가 연기되면서, 올해 춘절에 바이차오웨이와 량핀푸즈 대비 매출 성장률이 언더파풀 하였다(쌈즈송슈 +2%/바이차오웨이 +33%/량핀푸즈 +21% YoY, Tmall Sales Data). 이러한 안전성 이슈의 부각은, 로컬 업체 중심의 견과류 시장에서 오리온 같은 해외 브랜드 업체에게 새로운 기회가 될 수 있다.

중국 견과류 시장규모 추이 및 전망



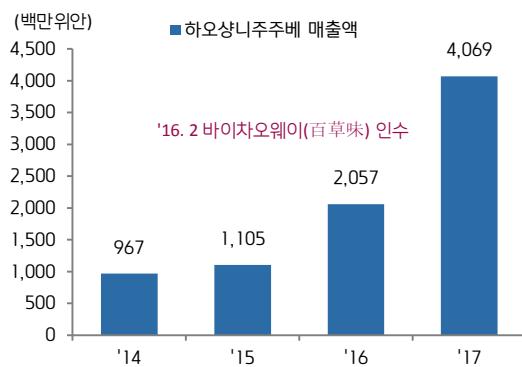
자료: KOTRA, 중국산업발전연구원(1위안=170원 가정)

싼즈송슈(三只松鼠) 매출액 추이



자료: Shanghai Stock Exchange

하오상니주주베(好想你枣业股) 매출액 추이



자료: Bloomberg

바이차오웨이(百草味) 견과류 제품



자료: 바이차오웨이

싼즈송슈(三只松鼠) 견과류 제품



자료: 산즈송슈

량핀푸즈(良品铺子) 견과류 제품



자료: 량핀푸즈

TT채널 확대를 위한 대리점 체제 도입

오리온이 중국에서 고성장 가도를 달리는 와중에도, 브랜드 가치의 훼손 없이 견조한 영업이익률을 시현할 수 있었던 이유는, 스토어 대상 마케팅 활동을 자사 영업직원이 직접해 나감으로써 경소상과의 협상력에서 우위에 있었기 때문이다. 하지만, 2013년부터 제과 시장의 성장성이 정체하고, 효율성이 높은 중대형 유통업체에 대한 공략이 어느 정도 일단락 되면서, 현재의 유통 전략이 한계를 맞고 있는 상황이다. 실제 오리온 중국 법인의 매출 성장률은 경소상 수 증가율 대비 언더파풀이 심화되고 있고, 인당 생산성이 하락하면서 매출액 대비 인건비 비율이 지속 증가하고 있는 상황이다.

이에 따라, 오리온은 유통 전략 변화를 통해, 점포 규모가 작은 3선 도시 이하의 TT채널 확대에 주력할 계획이다. 올해 하반기부터 소형 점포 확보를 위해 대리점 체제를 도입하고, 올해 9월까지 기존 경소상을 효율화하여, 인당 생산성과 물류/판촉 효율성을 개선할 계획이다. 특히, 대리점에게 소형 점포에 대한 영업/마케팅/물류 활동을 일임함으로써, 초기 투자 비용 부담을 줄이고, 3선도시 이하의 TT채널에 대해 적극적인 침투를 확대 전략을 전개할 계획이다.

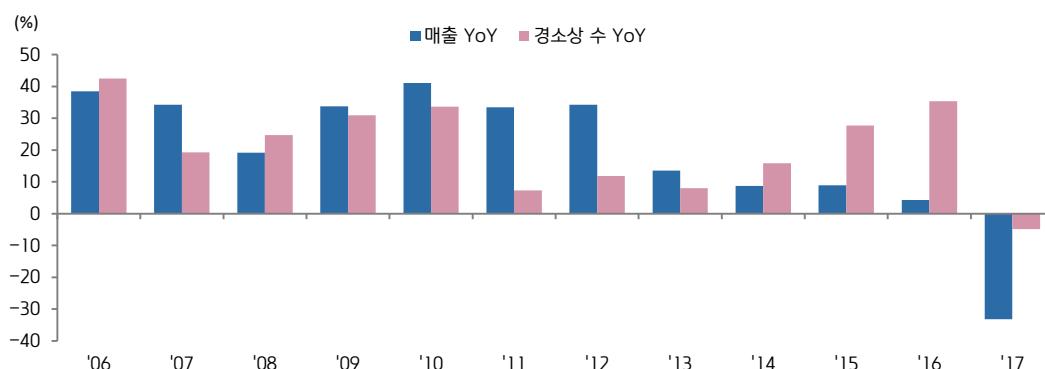
대리점 체제에서 오리온의 출고가격은 기존 채널에 책정된 출고가 보다 낮게 책정될 가능성이 높다(대리점 수수료 때문). 하지만, 자사 영업직원의 인건비가 고정비인 반면에, 대리점 수수료는 변동비 성격이 강하기 때문에, 소규모 점포에 대한 효율적인 커버리지 확대가 가능해진다. 대신에 대리점 재고에 대한 정기적인 실사를 강화하여, 대리점들이 저가에 판촉할 리스크를 축소할 계획이다.

오리온 중국 법인의 제품 유통 전략: 대리점 체제 도입

규모	영업/판촉전략 수행	물류	장점	단점
대형	오리온/리테일러	리테일러의 물류센터까지 배송 (주로 대형 하이퍼마켓)	대규모 매출 확보	낮은 가격협상력과 유통업체의 판촉 행사 관련 수수료
중형	오리온	경소상의 물류센터까지 배송하고 경소상은 오리온의 지시에 따라 영업점에 배송	영업점별 가격/판촉 전략의 수립 및 통제 가능	영업인력 효율성의 저하 가능성
소형	대리점	대리점의 물류센터까지 배송	소규모 매장 침투 용이하고 효율적인 영업 인력 운용 가능	대리점 수수료의 발생과 브랜드 가치의 훼손 가능성

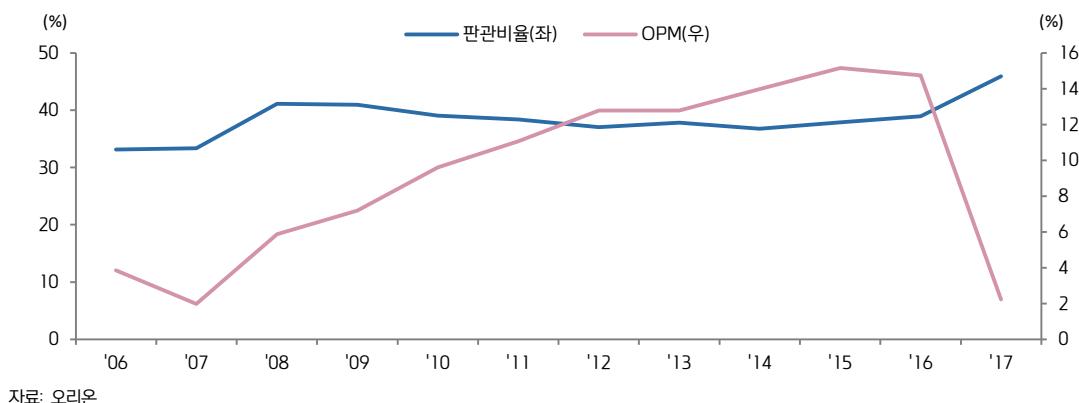
자료: 오리온, 키움증권 리서치

오리온 중국 법인의 매출액 증가율 vs 홀세일러 수 증가율 추이

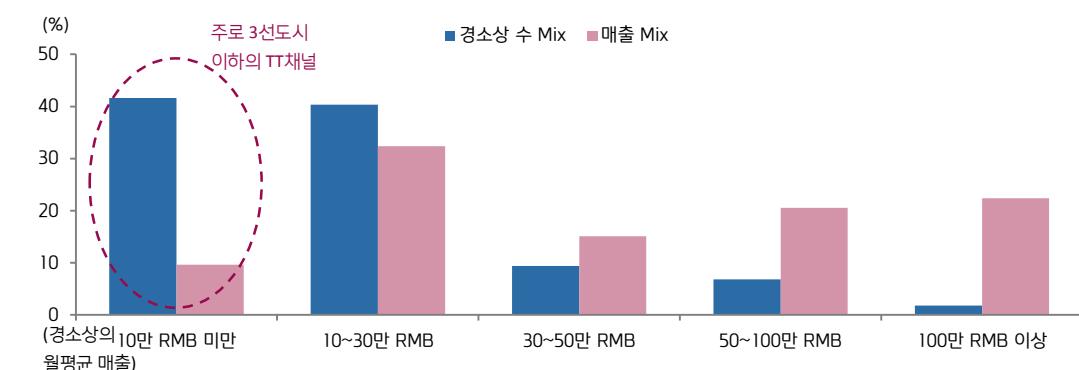


자료: 오리온

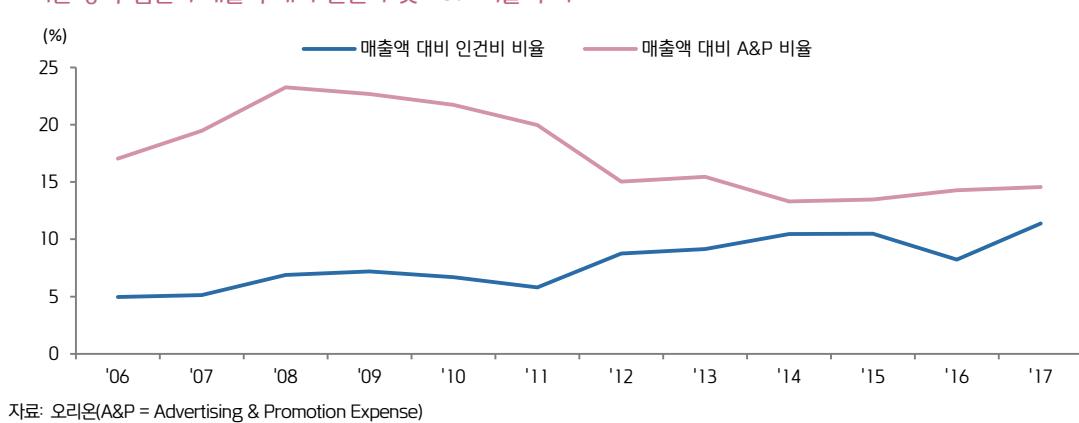
오리온 중국 법인의 판관비율 및 영업이익률 추이



오리온 중국 법인의 경소상매출 규모별경소상 수 Mix와 매출 Mix 비교(2017년 기준)



오리온 중국 법인의 매출액 대비 인건비 및 A&P 비율 추이



그렇다면, 오리온이 향후 주력할 3선 도시 이하의 구매력은 어느 정도이고, 오리온의 실적에 대한 영향은 어느 정도 수준일까?

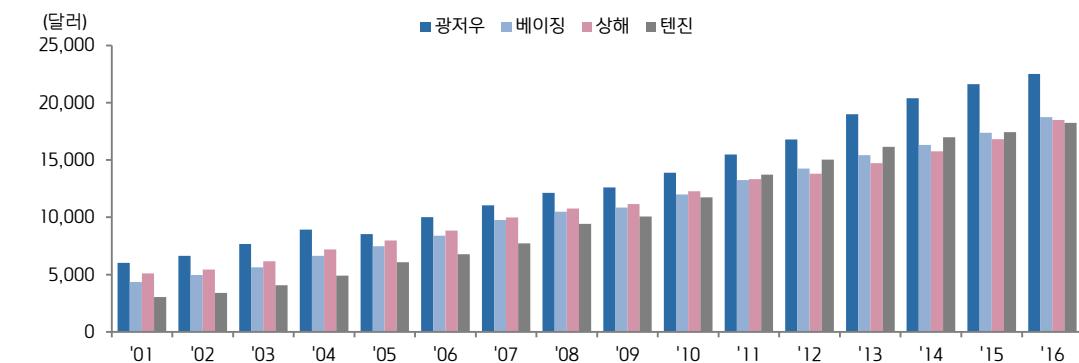
먼저, 소득수준 측면에서 3선 도시 이하의 구매력은 많이 올라온 상황이다. 과거 제과 시장이 고성장했던 2010년도 전후의 시기를 보면, 주요 1선 도시(광저우/베이징/상해/톈진)의 1인당 GDP 레벨은 8,000~13,000 달러 수준이었다. 2010년도 이후 3선 도시들의 구매력이 성장하면서, 1인당 GDP 레벨이 과거 제과 시장이 고성장했던 시기의 1선 도시들의 레벨과 비슷한 수준으로 올라왔다. 현재 1~3선 도시 수는 약 120개 수준으로 추산되는데, 현재 1인당 GDP가 8,000 달러가 넘는 중국의 도시 수는 127개 수준이어서, 3선 도시 대부분이 1인당 GDP가 8,000 달러를 넘는 것으로 추산된다. 따라서, 오리온의 양과자 제품이 팔릴 만한 소득수준은 충족된 것으로 판단된다.

소비 경험 측면에서, 1) 대형 하이퍼마켓의 매장 오픈이 많았고, 2) 온라인 채널의 성장이 높았던 점도 긍정적이다. 중국 1위 하이퍼마켓 업체인 Sun Art Retail은 2011년 상장 이후, 3선 이하의 도시에 매장 오픈을 집중하였다. 또한, Tmall과 JD.com 등의 온라인 채널이 성장한 점도, 물류 인프라가 열악한 3선 이하 도시의 소비 수준을 향상 시키는 데, 큰 도움이 될 가능성이 높다.

현재 오리온이 커버하고 있는 TT채널 Store 수는 40만개인데, 로컬 업체(Want Want 등)들은 약 120만개 정도를 커버하고 있다. 향후 커버하게 될 신규 Store의 평균 매출이 기존 Store의 평균 매출보다는 낮겠지만, 차별적인 매출 성장률이 나타날 개연성은 충분하다.

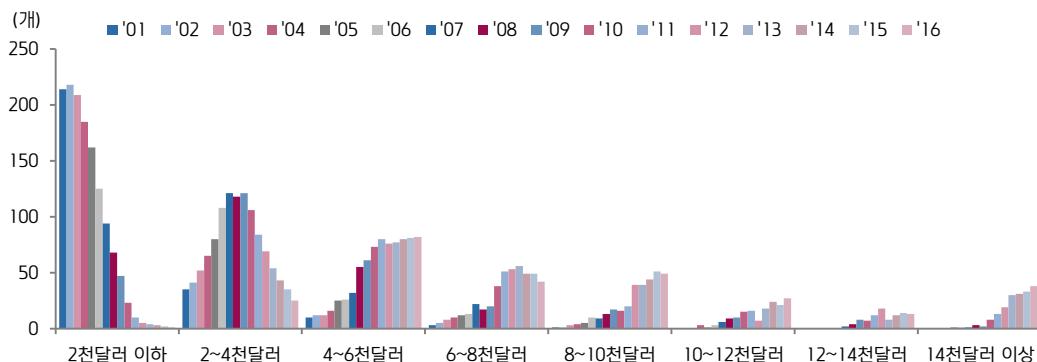
과거 오리온이 제과 시장 성장 혹은 경쟁사 대비 차별적인 매출 성장률을 달성했을 때, PER 측면에서의 밸류에이션 프리미엄은 최대 100%까지 나왔었다(Want Want 대비). 앞서 언급한 고복침 효과, 견과류 시장 진입, TT채널 확대의 가능성을 감안한다면, 오리온에 대해 추가적인 EPS 개선과 밸류에이션 프리미엄의 확대 가능성을 열어두어야 할 것이다.

중국 주요 도시 1인당 GDP 추이



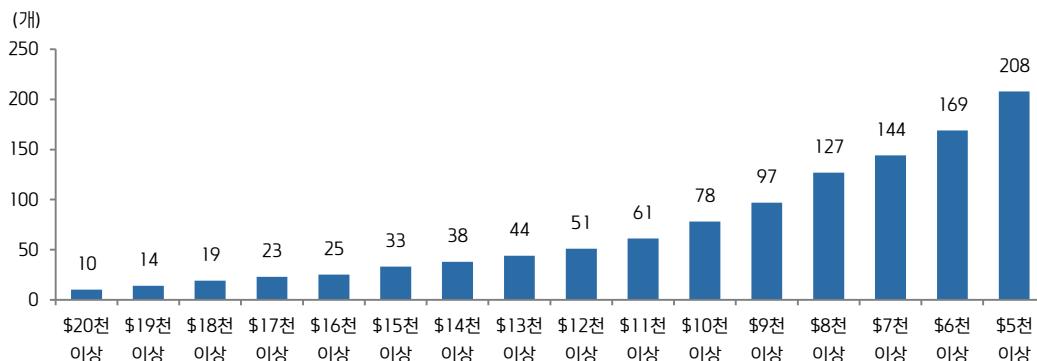
자료: CEIC, 중국 국가통계국, 키움증권 리서치(1달러=6.3위안 가정)

1인당 GDP 수준별 중국 도시 수 변화 추이



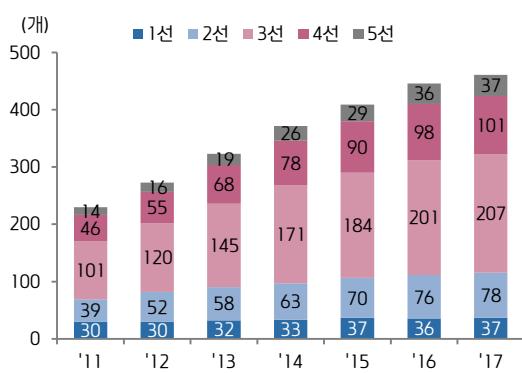
자료: CEIC, 중국 국가통계국, 키움증권 리서치(1달러=6.3위안 가정)

2016년 기준 중국 1인당 GDP 수준별 도시 수 현황(누적기준)



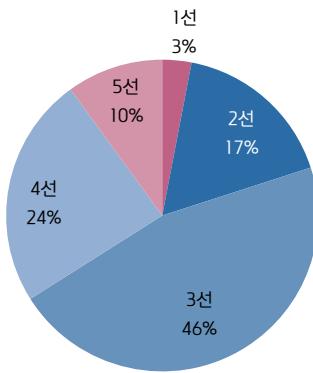
자료: CEIC, 중국 국가통계국, 키움증권 리서치(1달러=6.3위안 가정)

Sun Art Retail 도시 등급별 하이퍼마켓 매장수 추이



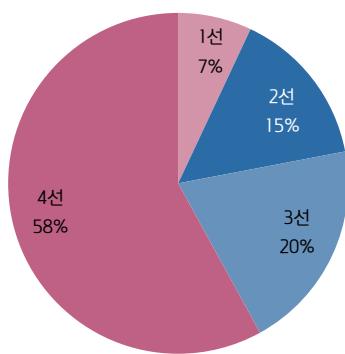
자료: Sun Art Retail, 키움증권 리서치

Sun Art Retail 도시 등급별 하이퍼마켓 매장 순증 비중



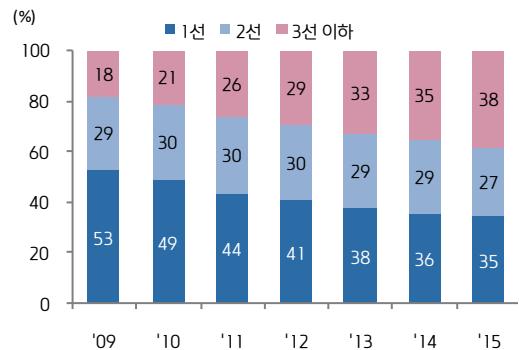
자료: Sun Art Retail, 키움증권 리서치(2011~17년의 매장 순증 기준)

중국 도시 등급별 인구 비중



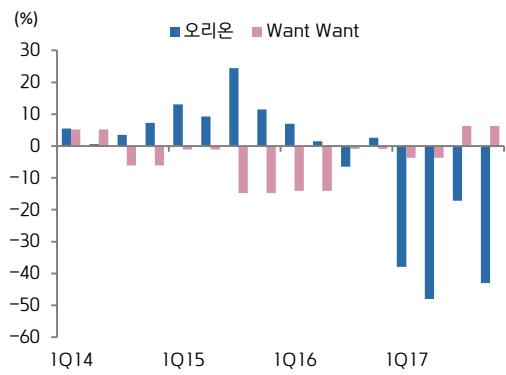
자료: 오리온

오리온 중국 법인의 도시 등급별 매출 비중 추이



자료: 오리온

오리온 vs Want Want 매출 성장률 추이



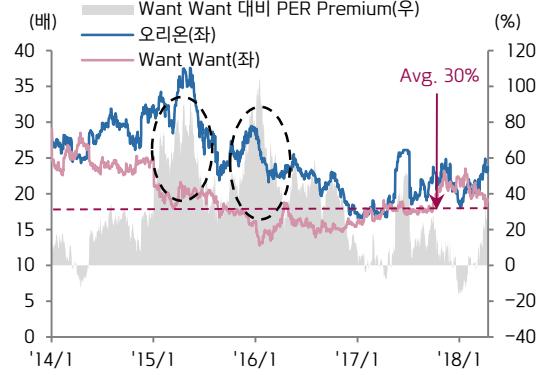
자료: 오리온, Want Want

주: 1) Want Want은 반기 단위로 실적을 공시.

1~2분기 성장률은 상반기 성장률, 3~4분기 성장률은 하반기 성장률

2) 3Q17~4Q17 성장률은 17년 4~9월의 성장률로 추정

오리온 vs Wan Want FW12M PER 추이



자료: Fn Guide, Bloomberg(컨센서스 기준)

경쟁사 동향: 1) Want Want (151 HK)

Want Want은 회계연도 말을 12월말에서 3월말로 변경하면서, 2017년 4~9월까지의 실적만 공시된 상황이다. 동사의 쌀과자 제품이 춘절에 선물용으로 많이 팔리기 때문에, 1분기와 4분기의 실적이 춘절 시점 차이에 따라서, 정확히 비교되기 어려운 측면이 있다. 이러한 이유로 동사는 2017년 4월부터 회계연도 말을 변경한 상황이다.

작년 4~9월 실적을 분석해 보면, 매출액은 전년동기 대비 +6% 성장하였으나, 원가율 상승으로 영업이익은 전년동기 대비 -9% 감소하였다. 주요 원부재료인 패키지 원료, 분유류, 설탕, 쌀, 팜유 등의 단가 상승으로, 전사 매출총이익률(GPM)이 전년동기 대비 -4.2%p 하락하였다. 쌀과자는 +10% 이상의 매출 성장률에 힘입어 매출총이익률이 전년동기 대비 -0.6%p 하락하는 수준에 그쳤지만, 유제품/음료와 스낵의 매출총이익률은 전년동기 대비 각각 -5.7%p, -4.4%p 하락하였다.

동사의 주요 제품은 쌀과자, Hot-Kid milk(유제품/음료 카테고리), Popsicle(스낵 카테고리에서 1/3 비중 차지)이다. 특히, 쌀과자 제품은 오리온과 직접적인 매대 경쟁이 있는 제품이다. 2017년 4~9월 매출을 보면, **쌀과자가 전년동기 대비 +10.7% 성장**하였는데, 그 이유는 1) 오리온 매출 감소에 따른 반사 수혜로 MT 채널 매출이 +10% 이상 성장하였고(사드 영향), 2) 4~5선 도시 유통망 개척을 통해 채널이 확대되었기 때문이다.

향후 Want Want은 주요 고객 타겟 마케팅과 4~5선 도시 침투를 확대를 통해, 매출 성장에 주력할 계획이다.

Want Want 실적 추이 (단위: 백만위안)

구분	1H16	2H16	1H17	'16/4~9	'17/4~9	'15	'16
매출액 (YoY)	9,709	10,001	9,347	8,468	9,006	21,389	19,710
유제품/음료 (YoY)	4,676	4,622	4,530	4,298	4,577	10,739	9,298
쌀과자 (YoY)	2,072	3,378	1,953	1,703	1,885	5,210	5,449
스낵 (YoY)	2,942	1,972	2,840	2,446	2,515	5,375	4,914
기타	20	29	24	22	28	65	49
매출총이익 (GPM)	4,640	4,784	4,163	4,055	3,931	9,387	9,424
판관비 (판관비율)	2,265	2,348	2,109	2,120	2,177	4,839	4,613
영업이익 (OPM)	2,376	2,435	2,054	1,935	1,754	4,548	4,811
유제품/음료 (OPM)	24.5%	24.4%	22.0%	22.8%	19.5%	21.3%	24.4%
쌀과자 (OPM)	1,558	1,549	1,388	1,495	1,317	2,903	3,107
스낵 (OPM)	33.3%	33.5%	30.6%	34.8%	28.8%	27.0%	33.4%
기타	301	813	274	169	260	1,085	1,113
연결조정	14.5%	24.1%	14.0%	9.9%	13.8%	20.8%	20.4%
세전이익	776	377	660	552	448	1,151	1,153
순이익	26.4%	19.1%	23.2%	22.5%	17.8%	21.4%	23.5%
	-4	4	3	-16	-10	-63	0
	-255	-307	-271	-265	-260	-527	-562
세전이익	2,403	2,431	2,040	1,982	1,764	4,807	4,834
순이익	1,753	1,765	1,494	1,414	1,274	3,379	3,517

자료: Want Want

경쟁사 동향: 2) Dali Food (3799 HK)

Dali Food는 2017년에 매출이 전년동기 대비 +11% 성장하였으나, 수익성 악화로 영업이익은 +2.5% 성장에 그쳤다. Dali Food도 Want Want과 마찬가지로 주요 원재료(설탕, 팜유, 밀가루, 패키지 원료)의 단가 상승으로, 매출총이익률(GPM)이 전년동기 대비 -1.8%p 하락하였다. 또한, 신제품 출시에 따른 프로모션 확대와 관리 직원의 임금 상승으로 인해, 전사 판관비율도 전년동기 대비 +0.3%p 상승하였다.

동사의 사업부는 크게 식품, 음료, 기타로 나눠진다. 식품은 빵/케이크/파이, 감자스낵, 비스켓으로 분류되며, 2017년 기준 매출 비중은 각각 61%, 23%, 16%이다. 음료는 에너지 드링크, 유음료, 허브티, 기타 음료로 분류되며, 2017년 기준 매출 비중은 31%, 25%, 29%, 14%이다.

Dali Food도 오리온의 매대 감소로 인한 반사수혜가 있었던 것으로 추산된다. 특히, 감자스낵(브랜드: Copico)의 매출액이 전년동기 대비 +20.1% 성장하였는데, 젊은 소비자(90년대, 00년대생)의 취향에 맞는 패키지 변화와 그들의 입맛에 맞는 라이트한 플레이버 중심의 익스텐션이 주효했던 것으로 추산된다. 반면, 빵/케이크/파이는 성공적인 신제품(Quality Breakfast) 출시에도 불구하고 매출액이 전년동기 대비 -3.6% 감소하였다.

동사의 음료 사업부는 2013년에 런칭된 High Tiger의 지속된 성장으로, 에너지 드링크 카테고리의 매출액이 전년동기 대비 +31.4% 성장하였다. 한편, 유음료 카테고리는 두유 신제품 호조로 매출액이 전년동기 대비 +32.9% 성장하였다. 동사의 두유 신제품은 1~2선 도시의 슈퍼마켓 입점을 완료하였고, TT채널 확대를 추진 중이다.

Dali Food 실적 추이 (단위: 백만위안)

구분	1H16	2H16	1H17	2H17	'15	'16	'17
매출액 (YoY)	9,021	8,821	9,889 9.6%	9,910 12.3%	16,865	17,842 5.8%	19,799 11.0%
식품 (YoY)	4,771	4,993	4,832 1.3%	5,140 2.9%	9,519	9,765 2.6%	9,972 2.1%
음료 (YoY)	4,081	3,564	4,474 9.6%	4,123 15.7%	7,345	7,646 4.1%	8,598 12.5%
기타 (YoY)	168	264	582	647		432	1,229
			246.8%	145.4%			184.9%
매출총이익 (GPM)	3,533 39.2%	3,307 37.5%	3,816 38.6%	3,642 36.8%	5,816 34.5%	6,840 38.3%	7,458 37.7%
식품 (GPM)	1,651 34.6%	1,689 33.8%	1,718 35.6%	1,788 34.8%	2,888 30.3%	3,340 34.2%	3,506 35.2%
음료 (GPM)	1,876 46.0%	1,610 45.2%	2,080 46.5%	1,831 44.4%	2,928 39.9%	3,487 45.6%	3,910 45.5%
기타 (GPM)	6 3.5%	8 3.0%	18 3.1%	24 3.6%		14 3.2%	41 3.4%
판관비 (판관비율)	1,498 16.6%	1,459 16.5%	1,721 17.4%	1,755 17.7%	2,137 12.7%	2,957 16.6%	3,476 17.6%
영업이익 (OPM)	2,035 22.6%	1,848 21.0%	2,094 21.2%	1,887 19.0%	3,679 21.8%	3,884 21.8%	3,982 20.1%
세전이익	2,074	1,843	2,238	2,100	3,681	3,917	4,339
순이익	1,642	1,495	1,755	1,679	2,912	3,137	3,434

자료: Dali Food

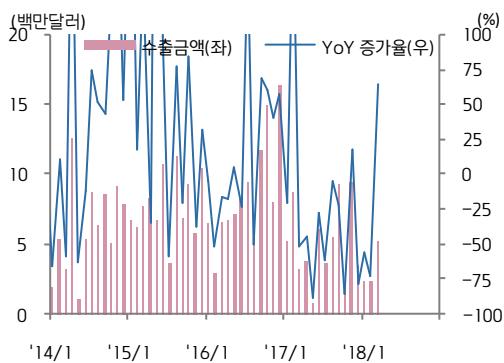
>>> 조제분유/라면: 기저효과는 가능할 전망

중국 조제분유와 라면 수출은 작년 2분기에 사드 이슈로 기저가 낮기 때문에, 단기적으로 기저효과를 누릴 가능성이 높은 편이다. 이에 따라, 시장에서 밸류에이션 레벨이 상향 압력을 받을 가능성이 있다. 특히, 매일유업은 밸류에이션 레벨이 낮기 때문에, 투자자들의 관심을 받을 가능성이 높다.

조제분유는 사드 이슈로 통관문제가 발생하여, 작년 3~5월 수출 기저가 낮다. 또한, 신조제분유법 시행으로 라벨링 교체 등의 이슈가 있어서, 작년말부터 올해초까지 선적이 다소 지연되었다. 따라서, 올해 2분기에 기저효과를 누릴 가능성이 높다. **라면**은 주로 삼양식품이 불닭볶음면 브랜드를 중국에 수출해 왔는데, 사드 이슈로 작년 2분기 기저가 낮은 편이다. 올해 1분기 수출은 광군제 재고 소진 과정을 겪으면서 부진하였으나, 2분기는 기저효과를 누릴 가능성이 높은 편이다. 하지만, 삼양식품은 대주주의 횡령/배임 관련 불확실성이 있고, 해당 이슈가 수출 회복 여부보다 더욱 중요하기 때문에, 매수할 상황은 아닌 것으로 판단된다.

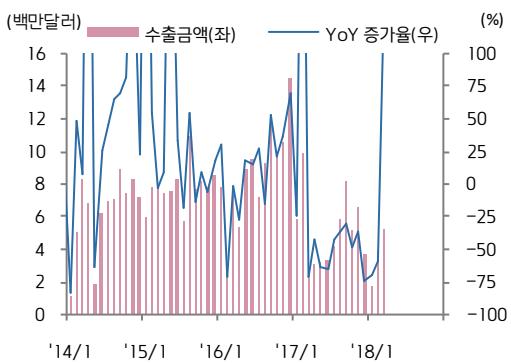
한편, 장기적인 밸류에이션 리레이팅을 위해서는 조제분유는 브랜드력 입증이 필요하고, 라면은 매운 라면 수요의 지속성 입증이 필요할 것으로 판단된다(횡령/배임 관련 우려가 해소된다는 전제 하에).

중국향 조제분유 수출액 추이(출항일 기준)



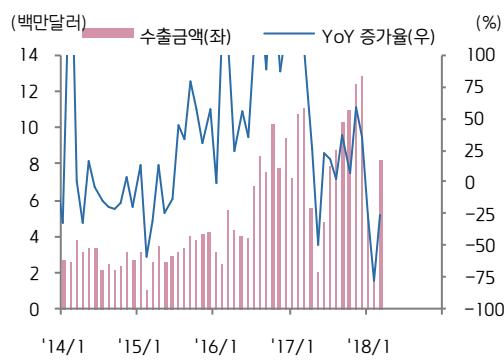
자료: 관세청

중국향 조제분유 수출액 추이(수리일 기준)



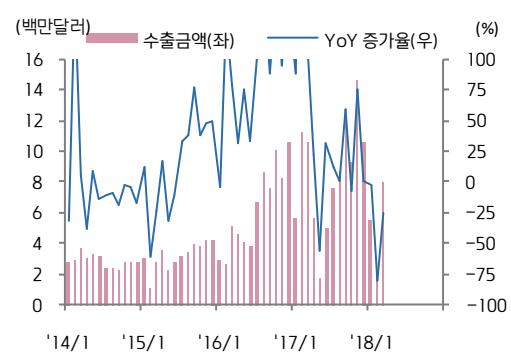
자료: 한국무역통계진흥원(Trass)

중국향 라면 수출액 추이(출항일 기준)



자료: 관세청

중국향 라면 수출액 추이(수리일 기준)



자료: 한국무역통계진흥원(Trass)

III. 1Q18 Preview

1) KT&G

KT&G의 1분기 매출액은 11,047억원(-6% YoY), 영업이익은 3,288억원(-17% YoY)으로 추산된다. 흥삼 보다는 본업인 담배 부문의 실적이 부진한 것으로 추산되는데, 내수와 수출 모두 고전을 면하기 어려워 보인다. 내수는 iQOS MS 확대로 매출이 -7% 정도 역성장 할 것으로 추산되고, 수출은 알로코자 이와의 협상 지연으로 매출이 -30% 이상 역성장 할 것으로 추산된다. 내수는 전자담배의 전국 유통 확대로 인해, 매출 성장률이 회복될 수 있으나, 수출은 이란 환율의 평가 절하로 인해 ASP와 Q의 변화에 대한 확인이 필요한 상황이다.

KT&G 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	1,179	1,162	1,279	1,048	1,105	1,196	1,278	1,109	4,667	4,689	5,034
(YoY)	8.0%	6.8%	4.8%	-5.1%	-6.3%	3.0%	0.0%	5.8%	3.6%	0.5%	7.4%
KT&G 별도	726	801	789	683	635	813	779	727	3,000	2,954	3,222
(YoY)	3.5%	7.5%	4.7%	-11.0%	-12.5%	1.5%	-1.3%	6.3%	1.1%	-1.5%	9.1%
내수담배	426	465	507	396	398	452	483	423	1,794	1,756	1,876
(YoY)	0.5%	-0.7%	1.8%	-11.9%	-6.6%	-2.7%	-4.7%	6.8%	-2.5%	-2.1%	6.8%
총 시장(백만본)	16,839	18,935	20,528	16,941	16,670	18,745	19,502	17,450	73,243	72,367	73,091
(YoY)	-4.8%	-2.4%	0.1%	-9.5%	-1.0%	-1.0%	-5.0%	3.0%	-4.0%	-1.2%	1.0%
MS	61.2%	59.9%	60.0%	56.4%	57.3%	57.0%	58.2%	56.5%	59.4%	57.2%	58.9%
(YoY, %pt)	1.6%	0.7%	0.4%	-2.2%	-3.9%	-2.9%	-1.8%	0.1%	0.2%	-2.2%	1.6%
판매량(백만본)	10,301	11,345	12,307	9,548	9,544	10,682	11,342	9,854	43,500	41,422	43,034
(YoY)	-2.2%	-1.4%	0.7%	-12.8%	-7.3%	-5.8%	-7.8%	3.2%	-3.8%	-4.8%	3.9%
ASP(원/갑)	827	819	824	829	834	847	852	858	825	848	872
(YoY)	2.8%	0.7%	1.0%	1.1%	0.8%	3.4%	3.4%	3.5%	1.4%	2.8%	2.8%
수출담배	237	229	206	207	160	233	206	209	878	808	952
(YoY)	1.9%	18.2%	4.8%	-0.6%	-32.3%	1.8%	-0.2%	0.9%	5.7%	-8.1%	17.8%
판매량(백만본)	13,266	11,287	11,541	11,017	9,286	12,189	11,772	11,457	47,110	44,705	50,963
(YoY)	13.3%	8.2%	12.3%	0.1%	-30.0%	8.0%	2.0%	4.0%	8.5%	-5.1%	14.0%
ASP(달러/갑)	0.31	0.36	0.32	0.34	0.32	0.36	0.33	0.34	0.33	0.34	0.35
(YoY)	-6.4%	12.5%	-7.6%	3.6%	4.0%	0.0%	4.0%	1.0%	0.0%	2.8%	3.5%
평균환율(원/달러)	1,154	1,129	1,132	1,108	1,073	1,065	1,065	1,065	1,132	1,067	1,065
(YoY)	-3.9%	-2.9%	1.0%	-4.2%	-7.1%	-5.7%	-5.9%	-3.9%	-2.6%	-5.7%	-0.1%
기타	63	108	76	81	77	128	90	95	328	390	394
(YoY)	40.7%	28.4%	29.5%	-26.9%	22.1%	18.6%	18.7%	17.7%	10.0%	19.1%	1.0%
KGC 별도	342	254	367	237	358	277	377	255	1,200	1,267	1,345
(YoY)	15.6%	0.3%	6.3%	11.1%	4.8%	9.0%	2.7%	7.6%	8.3%	5.6%	6.2%
기타	111	106	122	128	111	106	122	128	467	467	467
(YoY)	17.4%	19.2%	1.0%	3.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.3%	0.0%	0.0%
영업이익	395	386	422	222	329	379	411	259	1,426	1,377	1,555
(YoY)	0.6%	11.7%	-1.1%	-27.0%	-16.9%	-2.0%	-2.6%	16.5%	-3.0%	-3.4%	12.9%
(OPM)	33.5%	33.3%	33.0%	21.2%	29.8%	31.7%	32.1%	23.4%	30.6%	29.4%	30.9%
KT&G 별도	320	343	338	243	250	331	330	273	1,245	1,184	1,350
(OPM)	44.1%	42.8%	42.9%	35.6%	39.4%	40.7%	42.4%	37.6%	41.5%	40.1%	41.9%
KGC 별도	79	39	77	-9	82	43	74	-3	185	197	209
(OPM)	23.2%	15.2%	21.0%	-4.0%	23.0%	15.6%	19.7%	-1.0%	15.5%	15.6%	15.5%
기타	-4	5	6	-12	-4	5	6	-12	-4	-4	-4
(OPM)	-3.2%	4.5%	5.1%	-9.0%	-3.2%	4.5%	5.1%	-9.0%	-0.9%	-0.9%	-0.9%
세전이익	332	394	433	186	348	391	423	277	1,346	1,440	1,625
당기순이익	235	275	308	346	254	286	309	203	1,164	1,051	1,186
자체주주순이익	235	274	308	347	254	286	309	203	1,164	1,051	1,186
(YoY)	-17.4%	-3.7%	23.1%	-15.7%	8.3%	4.1%	0.4%	-41.7%	-5.4%	-9.7%	12.8%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

2) CJ제일제당

CJ제일제당의 연결기준 1분기 매출액은 41,759억원(+8% YoY), 영업이익은 2,261억원(+18% YoY)으로 추산되고, 대한통운 제외 기준 1분기 매출액은 25,139억원(+5% YoY), 영업이익은 1,844억원(+28% YoY)으로 추산된다. **소재식품** 부문은 트레이딩 사업부 구조조정으로 매출액이 전년동기 대비 역성장 할 것으로 추산되나, 원당투입단가 하락으로 인해 수익성이 개선될 것으로 기대된다(OPM mid single 추산). **가공식품** 부문은 국내 HMR 성장과 해외 사업 확대로 인해 매출이 +12% 성장하나, 해외 비중 확대와 가격인상 전 프로모션 확대로 인해, 수익성은 전년동기 대비 소폭 하향될 전망이다. **바이오** 부문은 전분기와 마찬가지로 라이신, 트립토판이 호조를 보이고 있으나, 셀렉타의 정기보수로 인해, 영업 이익은 전분기 대비 감소할 전망이다. **생물자원** 부문은 베트남 양돈 사업과 인도네시아 사료 사업의 회복이 더딘 상황이어서, 수익성 개선 속도는 여전히 더딘 상황이다. 올해 2분기부터는 헬스케어 사업의 실적이 제외되며, 매각처분이익은 1조500억원 수준을 가정하였다.

CJ제일제당 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	3,866.5	3,908.9	4,410.7	4,291.1	4,175.9	4,196.3	4,464.1	4,348.4	16,477.2	17,184.8	18,654.3
(YoY)	9.4%	8.3%	19.9%	14.7%	8.0%	7.4%	1.2%	1.3%	13.1%	4.3%	8.6%
식품	1,321.9	1,180.2	1,448.0	1,160.1	1,347.4	1,251.7	1,478.1	1,232.6	5,110.2	5,309.9	5,682.0
(YoY)	14.0%	7.0%	16.4%	5.0%	1.9%	6.1%	2.1%	6.3%	10.8%	3.9%	7.0%
소재	539.5	466.9	542.1	422.5	468.5	459.9	498.1	410.5	1,971.0	1,837.0	1,837.0
(YoY)	12.9%	-1.3%	13.4%	-4.3%	-13.2%	-1.5%	-8.1%	-2.8%	5.4%	-6.8%	0.0%
가공	782.4	713.3	905.9	737.6	878.9	791.8	980.0	822.1	3,139.2	3,472.9	3,845.0
(YoY)	14.7%	13.1%	18.3%	11.1%	12.3%	11.0%	8.2%	11.5%	14.5%	10.6%	10.7%
바이오	454.2	470.5	564.5	665.7	532.6	594.7	588.0	638.3	2,154.9	2,353.6	2,637.5
(YoY)	6.1%	3.2%	23.8%	44.2%	17.3%	26.4%	4.2%	-4.1%	19.6%	9.2%	12.1%
헬스케어	123.0	131.7	135.3	123.7	129.2				513.7	129.2	
(YoY)	4.5%	4.9%	4.2%	-12.4%	5.0%				-0.1%	-74.9%	
생물자원	500.4	544.6	526.8	534.6	504.7	557.8	539.6	547.5	2,106.4	2,149.6	2,257.0
(YoY)	2.3%	4.4%	10.1%	2.1%	0.9%	2.4%	2.4%	2.4%	4.6%	2.0%	5.0%
물류	1,594.9	1,707.8	1,873.2	1,934.4	1,789.9	1,918.1	1,995.5	2,057.4	7,110.4	7,761.0	8,596.2
(YoY)	10.4%	12.8%	25.7%	18.5%	12.2%	12.3%	6.5%	6.4%	16.9%	9.1%	10.8%
대통제외 기준	2,399.5	2,327.0	2,674.6	2,484.1	2,513.9	2,404.2	2,605.7	2,418.4	9,885.2	9,813.1	10,576.5
(YoY)	9.3%	5.5%	15.9%	11.3%	4.8%	3.3%	-2.6%	-2.6%	10.6%	-0.7%	7.8%
영업이익	192.5	164.4	269.3	150.4	226.1	179.8	250.7	158.1	776.6	814.7	910.8
(YoY)	-17.3%	-21.9%	10.7%	-4.2%	17.5%	9.4%	-6.9%	5.1%	-7.9%	4.9%	11.8%
(OPM)	5.0%	4.2%	6.1%	3.5%	5.4%	4.3%	5.6%	3.6%	4.7%	4.7%	4.9%
식품	87.2	54.7	145.4	6.2	110.7	81.0	145.9	36.4	297.4	374.0	397.4
(OPM)	6.6%	4.6%	10.0%	0.5%	8.2%	6.5%	9.9%	3.0%	5.8%	7.0%	7.0%
바이오	37.6	32.4	42.5	67.9	55.5	49.6	47.4	65.8	180.4	218.3	263.9
(OPM)	8.3%	6.9%	7.5%	10.2%	10.4%	8.3%	8.1%	10.3%	8.4%	9.3%	10.0%
헬스케어	18.1	17.9	19.6	25.8	19.1				81.4	19.1	
(OPM)	14.7%	13.6%	14.5%	20.9%	14.8%				15.8%	14.8%	
생물자원	1.3	-0.9	-1.2	-2.1	-1.0	0.0	0.0	1.0	-2.9	0.0	4.5
(OPM)	0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.2%	-0.1%	0.0%	0.2%
물류	51.1	61.9	62.6	60.0	44.6	50.8	61.0	62.3	235.7	218.7	260.3
(OPM)	3.2%	3.6%	3.3%	3.1%	2.5%	2.6%	3.1%	3.0%	3.3%	2.8%	3.0%
대통제외 기준	144.2	104.1	210.2	97.8	184.4	130.6	193.2	103.2	556.3	592.3	665.9
(YoY)	-21.2%	-31.6%	13.0%	-5.3%	27.8%	25.5%	-8.1%	5.5%	-10.9%	6.5%	12.4%
(OPM)	6.0%	4.5%	7.9%	3.9%	7.3%	5.4%	7.4%	4.3%	5.6%	6.0%	6.3%
세전이익	125	70	364	24	168	1,175	197	105	584	1,644	686
당기순이익	91	43	263	15	117	823	138	73	413	1,151	480
지배주주순이익	82	21	256	11	106	809	121	57	370	1,092	408
(YoY)	-33.1%	-50.0%	130.9%	흑전	28.8%	3724.9%	-52.7%	433.0%	34.2%	195.1%	-62.7%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

3) 오리온

오리온의 1분기 매출액은 5,477억원(+12% YoY), 영업이익은 869억원(+16% YoY)으로 추산된다. 한국 법인은 꼬북칩 매출 호조에 따른 영업레버리지 효과에 힘입어, 매출액이 +5% 성장하고, 수익성이 개선될 것으로 판단된다. 인적분할로 인해 자주회사로 브랜드로열티 일부가 이동하나, 중국 법인 매출 회복으로 로열티 감소 효과가 다소 상쇄될 전망이다. 중국 법인은 사드 기저 효과로 인해, 매출액과 영업이익 전년동기 대비 개선될 것으로 판단된다. 전분기 대비로는 춘절 매출이 인식되면서(+600~700억 원), 실적이 큰 폭으로 개선될 전망이다. 베트남 법인은 베트남 현지 통화 평가 절하에도 불구하고, 춘절 매출 시차와 신제품 호조(파이/스낵)로 인해, 전년동기 대비 매출과 영업이익률이 모두 개선될 것으로 기대된다. 러시아 법인은 딜러 교체에 따른 구조조정 영향으로 올해는 매출액과 영업이익의 역신장이 불가피 할 전망이다. 향후 관전포인트는 중국 법인의 신제품과 TT채널 확대 효과로 판단된다. 3월부터 기존 제품의 플레이어 익스텐션 제품이 출시되고 있고, 4월에는 꼬북칩, 6월에는 견과류가 출시될 예정이다. TT채널 확대 효과는 올해 하반기부터 나타날 것으로 기대된다.

오리온 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	487.7	383.1	522.1	451.0	547.7	482.9	541.8	543.5	1,844.0	2,115.9	2,270.5
(YoY)	-21.9%	-22.6%	-8.3%	-25.1%	12.3%	26.0%	3.8%	20.5%	-19.5%	14.7%	7.3%
한국(별도)	173.3	173.7	169.3	175.3	181.0	175.8	170.8	180.1	691.5	707.8	720.8
(YoY)	-0.3%	4.2%	5.6%	-1.9%	4.5%	1.2%	0.9%	2.8%	1.8%	2.3%	1.8%
중국(Pan Orion)	234.9	141.5	288.7	198.1	288.7	243.3	308.6	284.7	863.2	1,125.3	1,217.5
(YoY)	-37.9%	-48.0%	-17.1%	-43.0%	22.9%	71.9%	6.9%	43.7%	-35.9%	30.4%	8.2%
베트남(OFV)	61.8	49.0	50.4	61.2	65.1	50.6	52.2	64.8	222.4	232.7	267.3
(YoY)	5.1%	15.6%	10.8%	5.8%	5.3%	3.2%	3.6%	5.9%	8.7%	4.7%	14.8%
러시아(OIE)	17.7	18.9	19.8	20.9	12.7	13.3	16.2	18.3	77.4	60.6	75.4
(YoY)	29.6%	35.3%	28.0%	15.5%	-28.1%	-29.7%	-18.2%	-12.3%	26.4%	-21.7%	24.5%
연결조정	0.0	0.0	-6.0	-4.5	0.0	0.0	-6.0	-4.5	-10.5	-10.5	-10.5
영업이익	29.7	19.6	78.7	20.3	86.9	49.5	86.0	68.7	148.2	291.1	351.3
(YoY)	-71.6%	-31.0%	-13.2%	-76.9%	192.6%	153.1%	9.3%	238.7%	-52.4%	96.4%	20.7%
(OPM)	6.1%	5.1%	15.1%	4.5%	15.9%	10.3%	15.9%	12.6%	8.0%	13.8%	15.5%
한국(별도)	18.4	23.1	19.4	20.6	22.5	21.2	19.7	24.5	81.6	87.8	90.2
(OPM)	10.6%	13.3%	11.5%	11.8%	12.4%	12.1%	11.5%	13.6%	11.8%	12.4%	12.5%
중국(Pan Orion)	-4.9	-14.1	46.8	-8.5	49.3	19.9	55.1	36.2	19.2	160.5	201.3
(OPM)	-2.1%	-10.0%	16.2%	-4.3%	17.1%	8.2%	17.8%	12.7%	2.2%	14.3%	16.5%
베트남(OFV)	12.0	6.6	9.1	8.6	13.5	6.9	9.5	9.6	36.3	39.6	51.7
(OPM)	19.5%	13.4%	18.1%	14.0%	20.8%	13.7%	18.3%	14.8%	16.3%	17.0%	19.4%
러시아(OIE)	4.1	4.0	4.0	2.1	1.6	1.5	2.4	0.8	14.2	6.2	11.1
(OPM)	23.2%	21.2%	20.3%	9.9%	12.2%	11.0%	14.5%	4.5%	18.4%	10.2%	14.8%
연결조정	0.0	0.0	-0.6	-2.4	0.0	0.0	-0.6	-2.4	-3.1	-3.1	-3.1
세전이익			79.6	17.7	83.9	46.8	83.8	65.4		279.9	340.5
당기순이익			60.7	10.7	63.6	35.5	63.5	49.6		212.2	258.1
자배주주순이익			59.1	11.2	63.6	35.5	63.5	49.6		212.2	258.1
(YoY)							7.5%	341.4%			21.6%
현지 통화 기준 매출 성장률											
중국(Pan Orion)	-32.3%	-43.9%	-17.2%	-42.2%	22.7%	65.6%	6.3%	41.4%	-33.2%	28.7%	7.9%
베트남(OFV)	12.4%	33.1%	20.3%	14.7%	18.0%	15.0%	15.0%	15.0%	18.7%	15.8%	14.0%
러시아(OIE)	6.7%	21.6%	15.6%	11.1%	-25.0%	-25.0%	-15.0%	-10.0%	13.5%	-18.3%	25.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

4) 오뚜기/농심/대상

오뚜기의 1분기 매출액은 5,566억원(+5% YoY), 영업이익은 400억원(+33% YoY)으로 추산된다. 삼양식품의 “까르보불닭볶음면” 판매 호조에도 불구하고, 농심 대비 점유율 방어를 잘 해낸 상황이다(1분기 중량기준 라면 MS 26% 수준 추정). 따라서, 작년 1분기에 있었던 1) 라면 제품의 높은 할인율, 2) 대두유 등 높은 원재료 투입단가로 인한 기저효과를 누리면서, 매출총이익률과 영업이익률이 모두 개선될 것으로 기대된다.

농심의 1분기 매출액은 5,594억원(+1% YoY), 영업이익은 329억원(+2% YoY)으로 추산된다. 동사는 2016년말 가격인상에 따른 가수요로 인해, 분기별 매출의 시차가 발생하면서, 작년 1분기 매출 기저가 낮은 상황이다. 하지만, 삼양식품의 “까르보불닭볶음면” 판매가 호조를 보이면서, 점유율이 하락하였기 때문에, 내수 라면의 기저효과는 예상 보다 축소될 전망이다. 해외는 미국이 10% 이상의 성장세를 지속하고 있으나 원화강세로 성장세가 희석되고, 중국은 사드 영향에 따른 기저효과가 있으나 작년 하반기의 가격인상으로 인해 오리온 보다는 회복 효과가 작을 것으로 판단된다.

대상의 1분기 매출액은 7,570억원(+6% YoY), 영업이익은 312억원(+8% YoY)으로 추산된다. 김치 카테고리의 마케팅 비용 증가로 식품 부문의 실적 가시성은 낮은 편이나, 라이신 수출 호조로 인해 소재부문의 실적이 좋을 것으로 판단된다. 한편, 자회사는 작년 1분기에 PT미원 인도네시아가 전분당 공장을 본격 가동하기 전이기 때문에, 자회사 합산 실적은 전년동기 대비 감소할 가능성성이 높다. 다만, 2분기부터는 김치 카테고리의 경쟁강도가 작년과 유사한 수준이고, PT미원 인도네시아도 전분당 공장 고정비 부담으로 기저가 낮은 편이어서, 이익 증가율이 개선될 것으로 기대된다.

오뚜기/농심/대상 1Q18 Preview

(단위: 억원)	구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	YoY	2Q18E	YoY	2017	2018E	YoY
오뚜기	매출액	5,318	5,134	5,643	5,165	5,566	4.7%	5,400	5.2%	21,262	22,266	4.7%
	영업이익	300	415	443	302	400	33.4%	461	11.0%	1,461	1,685	15.4%
	OPM	5.6%	8.1%	7.9%	5.8%	7.2%	1.5%p	8.5%	0.4%p	6.9%	7.6%	0.7%p
	순이익	324	357	467	164	351	8.5%	394	10.3%	1,313	1,448	10.3%
농심	매출액	5,554	5,363	5,717	5,449	5,594	0.7%	5,487	2.3%	22,083	22,570	2.2%
	영업이익	325	182	313	143	329	1.5%	204	12.0%	964	1,066	10.6%
	OPM	5.8%	3.4%	5.5%	2.6%	5.9%	0.0%p	3.7%	0.3%p	4.4%	4.7%	0.4%p
	순이익	297	159	290	160	296	-0.5%	198	24.0%	907	983	8.4%
대상	매출액	7,142	7,241	8,193	7,112	7,570	6.0%	7,595	4.9%	29,688	31,126	4.8%
	영업이익	289	239	387	52	312	7.9%	278	16.3%	967	1,163	20.3%
	OPM	4.0%	3.3%	4.7%	0.7%	4.1%	0.1%p	3.7%	0.4%p	3.3%	3.7%	0.5%p
	순이익	243	125	245	-86	197	-18.9%	169	35.1%	527	765	45.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치(연결기준)

5) 하이트진로/롯데칠성

하이트진로의 1분기 매출액은 4,330억원(+5% YoY), 영업이익은 254억원(흑자전환)으로 추산된다. 작년 1분기는 일회성 퇴직급여로 적자가 발생했기 때문에, 이익의 기저가 매우 낮은 편이다. 다만, 1분기 영업이익에 대한 시장 기대치는 다소 높은 것으로 판단된다. 레귤러 맥주의 역성장(-mid single)과 필라이트 매출액(230억 추산)은 예상 수준이나, 1) 소주 매출 성장률이 기대보다 낮고, 2) 신제품 관련 광고/판촉비가 예년 보다 더 집행될 가능성성이 높기 때문이다. 2분기까지는 필라이트 매출의 낮은 기저로 전년동기 대비 실적 개선세가 유지될 것으로 판단되나, 하반기부터는 신제품 효과나 레귤러 맥주의 매출 개선이 없다면, 실적 개선 모멘텀이 약해질 가능성이 있다.

롯데칠성의 1분기 매출액은 5,371억원(-2% YoY), 영업이익은 234억원(-13% YoY)으로 추산된다. 실질적으로 음료 매출은 +3%, 주류 매출은 +7% 정도 증가하겠으나, 회계기준 변경 효과로 매출액이 감소하는 영향이 있다. 피츠 매출이 월 50억 수준으로 부진한 가운데, 소주 매출이 점유율 상승으로 +5% 정도 증가하겠으나, 맥주 공장 감가상각비 증가와 마케팅 비용 증가 영향으로 주류 부문의 수익성이 악화될 것으로 추산된다. 원재료 투입단가는 설탕은 전년동기 대비 하락하나, 캔과 PET은 전년동기 대비 상승하기 때문에, 원가율 가시성도 낮은 상황이다.

4) 동원산업/동원F&B

동원산업의 1분기 매출액은 6,319억원(+14% YoY), 영업이익은 401억원(+15% YoY)으로 추산된다. 참치어가가 전년동기 대비 하락할 것으로 추산되나(원화기준 -25% YoY), 어획량이 전년동기 대비 +21% 증가하고 전년동기 판관비의 base도 높기 때문에(대손 관련 비용 영향), 수산부문의 실적은 견조할 것으로 판단된다. 또한, 동부익스프레스가 실적이 작년 1분기에는 2개월 간의 실적이 반영되었으나, 올해는 3개월 모두 반영되는 점도 긍정적이다.

동원F&B의 1분기 매출액은 7,137억원(+13% YoY), 영업이익은 256억원(-15% YoY)으로 추산된다. 작년 4분기 참치어가가 전년동기 대비 +29% 정도 상승하였기 때문에, 원어투입단가 상승 영향을 피하기 어려울 것으로 판단된다. 유가공 부문의 매출 성장률은 전년도 base가 커지면서 한 자릿수 대로 둔화되나, 판촉 활동 역시 다소 줄어들 전망이다. 2분기부터는 원어투입단가가 하락하고, 주요 제품의 가격 인상을 단행할 가능성이 있기 때문에, 실적 모멘텀이 개선될 것으로 추산된다.

하이트진로/롯데칠성/동원산업/동원F&B 1Q18 Preview

(단위 억원)	구분	1Q17	2017	3Q17	4Q17	1Q18E	YoY	2Q18E	YoY	2017	2018E	YoY
<u>하이트진로</u>	매출액	4,134	4,914	5,283	4,569	4,330	4.7%	5,105	3.9%	18,899	19,603	3.7%
	영업이익	-274	350	566	231	254	흑전	433	23.7%	872	1,564	79.3%
	OPM	-6.6%	7.1%	10.7%	5.0%	5.9%	12.5%p	8.5%	1.4%p	4.6%	8.0%	3.4%p
	순이익	-212	139	306	-105	103	흑전	219	58.2%	127	770	507.0%
<u>롯데칠성</u>	매출액	5,465	6,422	6,684	4,222	5,371	-1.7%	6,299	-1.9%	22,793	23,457	2.9%
	영업이익	267	230	365	-109	234	-12.5%	209	-9.0%	754	840	11.4%
	OPM	4.9%	3.6%	5.5%	-2.6%	4.4%	-0.5%p	3.3%	-0.3%p	3.3%	3.6%	0.3%p
	순이익	83	-296	-1,967	3,526	149	79.1%	98	-132.9%	1,346	429	-68.2%
<u>동원산업</u>	매출액	5,546	5,872	6,176	6,217	6,319	13.9%	6,124	4.3%	23,811	25,285	6.2%
	영업이익	349	471	759	667	401	14.8%	609	29.5%	2,246	2,362	5.2%
	OPM	6.3%	8.0%	12.3%	10.7%	6.3%	0.0%p	10.0%	1.9%p	9.4%	9.3%	-0.1%p
	순이익	287	267	629	485	286	-0.1%	440	64.8%	1,668	1,706	2.2%
<u>동원 F&B</u>	매출액	6,327	5,888	7,323	5,988	7,137	12.8%	6,481	10.1%	25,526	28,134	10.2%
	영업이익	301	87	298	37	256	-14.9%	148	70.2%	724	845	16.7%
	OPM	4.8%	1.5%	4.1%	0.6%	3.6%	-1.2%p	2.3%	0.8%p	2.8%	3.0%	0.2%p
	순이익	237	25	209	42	195	-17.9%	94	271.3%	514	589	14.7%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치(연결기준)

6) 롯데푸드/매일유업/CJ프레시웨이

롯데푸드의 1분기 매출액은 4,520억원(+3% YoY), 영업이익은 164억원(+16% YoY)으로 추산된다. 1) 편의점 즉석식품 판가 인상, 2) 평택공장 가동률 회복으로 견조한 1분기 실적이 예상된다. 델리카 사업부는 20% 이상의 매출 성장세를 지속하는 가운데, 1월에 가격인상을 단행하였기 때문에, 실적이 가장 크게 개선될 것으로 기대된다. 조제분유는 내수 판매량은 부진하나 할인율을 축소하고 있고, 수출 실적 부진도 완화되고 있어서, 최악의 구간을 지나고 있는 것으로 판단된다. 2분기 이후에는 육가공의 가공육 B2C 제품과 롯데리아와 우육 패티 판가 개선에 따라, 추가적으로 수익성이 개선될 가능성이 있다.

매일유업의 1분기 매출액은 3,322억원(+1% YoY), 영업이익은 130억원(+11% YoY)으로 추산된다. 유가공 산업의 업황은 출산률 저하로 여전히 부진하나, 1) 내수분유 할인율 축소, 2) 수출분유 회복(80억 전망), 3) 상하목장 브랜드 확대, 4) 백색시유 채널 Mix 개선을 통해, 전사 영업이익률이 전년동기 대비 개선될 것으로 기대된다.

CJ프레시웨이의 1분기 매출액은 6,335억원(+7% YoY), 영업이익은 53억원(+19% YoY)으로 추산된다. 1) 단체급식 단가 인상, 2) 외형 성장에 따른 물류 효율화에도 불구하고, 최저임금 인상 영향으로 증익 폭이 축소될 전망이다. 회계기준 변경 효과 제외시, 식자재유통은 +mid single, 단체급식은 +10% 이상의 성장이 가능할 것으로 기대된다. 기존 고객의 단가 인상은 올해 3분기까지 마무리 할 예정이고, 해외 M&A는 베트남에서 가능성이 있으나 인수 금액의 규모는 크지 않을 것으로 판단된다.

롯데푸드/매일유업/CJ프레시웨이 1Q18 Preview

(단위: 억원)	구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	YoY	2Q18E	YoY	2017	2018E	YoY
롯데푸드	매출액	4,372	4,762	5,176	3,876	4,520	3.4%	4,899	2.9%	18,186	18,914	4.0%
	영업이익	141	196	275	50	164	16.0%	240	22.7%	662	771	16.4%
	OPM	3.2%	4.1%	5.3%	1.3%	3.6%	0.4%p	4.9%	0.8%p	3.6%	4.1%	0.4%p
	순이익	107	112	75	656	134	24.6%	173	53.7%	951	566	-40.5%
매일유업	매출액	3,276	3,253	3,383	3,265	3,322	1.4%	3,337	2.6%	13,178	13,471	2.2%
	영업이익	118	185	214	162	130	10.5%	199	7.4%	679	739	8.8%
	OPM	3.6%	5.7%	6.3%	5.0%	3.9%	0.3%p	6.0%	0.3%p	5.2%	5.5%	0.3%p
	순이익	57	1,900	160	88	93	62.4%	146	-92.3%	2,205	536	-75.7%
CJ 프레시웨이	매출액	5,948	6,346	6,620	6,129	6,335	6.5%	6,787	7.0%	25,044	27,683	10.5%
	영업이익	45	140	149	105	53	18.9%	168	19.8%	439	491	12.0%
	OPM	0.8%	2.2%	2.2%	1.7%	0.8%	0.1%p	2.5%	0.3%p	1.8%	1.8%	0.0%p
	순이익	0	63	-82	4	0	흑전	84	34.0%	-15	195	흑전

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

주: 1) 롯데푸드, 매일유업은 별도기준. CJ프레시웨이는 연결기준



기업분석

CJ제일제당 BUY(Maintain)/목표주가 410,000원(하향)
(097950) 실적은 다시 반등 구간으로

오리온 BUY(Maintain)/목표주가 153,000원(상향)
(271560) 성장을 위한 3개의 화살

대상 BUY(Maintain)/목표주가 31,000원
(001680) 소재 중심의 실적 성장 전망

동원F&B BUY(Initiate)/목표주가 300,000원
(049770) 변곡점 초입

롯데푸드 BUY(Maintain)/목표주가 820,000원(상향)
(002270) 수익성 회복 가시화

CJ제일제당 (097950)



BUY(Maintain)

주가(4/16) 324,500원

목표주가 410,000원 (하향)

CJ제일제당은 원당 투입단가 하락과 주력 가공식품의 가격 인상, 견조한 아미노산 업황으로 인해, 전사 영업이익률이 전년 동기 대비 개선될 것으로 기대된다. 지난 해 원당투입단가 부담에 따른 실적 부진에서 벗어나, 실적이 다시 반등 구간으로 진입할 것으로 기대된다. 투자의견 BUY, 목표주가 41만원을 제시한다.

StockData

KOSPI (4/16)	2,457.49pt
시가총액	50,527억원
52주주가동향	최고가 416,000원 최저가 319,500원
최고/최저가대비등락	-22.00% 1.56%
주가수익률	절대 상대 1M -4.6% -3.1% 6M -12.4% -11.6% 1Y -5.1% -17.6%

Company Data

발행주식수	16,381천주
일평균거래량(3M)	57천주
외국인지분율	21.71%
배당수익률(18.E)	0.92%
BP (18.E)	271,862원
주요주주	CJ 외 7인 국민연금공단
	34.3% 12.5%

Price Trend



실적은 다시 반등 구간으로

>>> 식품 부문 수익성 개선 전망

식품 부문은 1) 원당 투입단가 하락, 2) 가공식품 가격 인상에 힘입어 전년동기 대비 수익성이 개선될 것으로 전망된다. 가공식품은 해외 부문의 비중 확대와 HMR 판촉 증가로 OPM 개선세가 둔화되나, 소재식품의 이익 회복을 통해, 식품 전체 부문의 수익성 개선이 가능할 전망이다.

>>> 견조한 아미노산 업황

바이오 부문은 견조한 아미노산 업황과 신제품 효과에 힘입어 수익성이 개선될 전망이다. 1) 라이신 가격이 점진적으로 우상향 하는 가운데, 2) 고수익성 스페셜티 아미노산(발린/알지닌 등)의 비중 확대를 통해, Product Mix가 개선될 것으로 기대된다. 특히, 올해 2분기 말부터 라이신 가격이 상향 압력을 받을 가능성이 높기 때문에, 1분기 실적 시즌 전후가 매수하기 좋은 타이밍으로 판단된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 41만원

CJ제일제당에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 41만원을 제시한다. CJ헬스케어 매각에 따른 영향을 고려하여 목표주가를 재산정 하였다. 헬스케어 부문 효과를 제외한다면, 동사의 올해 영업이익은 전년대비 +24% 성장할 것으로 추산된다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	145,633	164,772	171,848	186,543	198,677
보고영업이익(억원)	8,436	7,766	8,147	9,108	9,415
핵심영업이익(억원)	8,436	7,766	8,147	9,108	9,415
EBITDA(억원)	13,749	13,425	14,281	15,638	16,298
세전이익(억원)	5,284	5,843	16,437	6,864	7,130
순이익(억원)	3,535	4,128	11,506	4,805	4,991
자본주주지분순이익(억원)	2,759	3,702	10,923	4,078	4,265
EPS(원)	19,044	25,537	67,639	24,896	26,034
증감율(%YoY)	45.7	34.1	164.9	-63.2	4.6
PER(배)	18.8	14.3	4.8	13.0	12.5
PBR(배)	1.5	1.6	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	8.7	8.9	7.7	7.6	7.5
보고영업이익률(%)	5.8	4.7	4.7	4.9	4.7
핵심영업이익률(%)	5.8	4.7	4.7	4.9	4.7
ROE(%)	6.2	6.8	17.2	6.4	6.3
순부채비율(%)	93.1	103.4	78.1	77.5	76.6

CJ제일제당 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	3,866.5	3,908.9	4,410.7	4,291.1	4,175.9	4,196.3	4,464.1	4,348.4	16,477.2	17,184.8	18,654.3
(YoY)	9.4%	8.3%	19.9%	14.7%	8.0%	7.4%	1.2%	1.3%	13.1%	4.3%	8.6%
식품	1,321.9	1,180.2	1,448.0	1,160.1	1,347.4	1,251.7	1,478.1	1,232.6	5,110.2	5,309.9	5,682.0
(YoY)	14.0%	7.0%	16.4%	5.0%	1.9%	6.1%	2.1%	6.3%	10.8%	3.9%	7.0%
소재	539.5	466.9	542.1	422.5	468.5	459.9	498.1	410.5	1,971.0	1,837.0	1,837.0
(YoY)	12.9%	-1.3%	13.4%	-4.3%	-13.2%	-1.5%	-8.1%	-2.8%	5.4%	-6.8%	0.0%
가공	782.4	713.3	905.9	737.6	878.9	791.8	980.0	822.1	3,139.2	3,472.9	3,845.0
(YoY)	14.7%	13.1%	18.3%	11.1%	12.3%	11.0%	8.2%	11.5%	14.5%	10.6%	10.7%
바이오	454.2	470.5	564.5	665.7	532.6	594.7	588.0	638.3	2,154.9	2,353.6	2,637.5
(YoY)	6.1%	3.2%	23.8%	44.2%	17.3%	26.4%	4.2%	-4.1%	19.6%	9.2%	12.1%
헬스케어	123.0	131.7	135.3	123.7	129.2				513.7	129.2	
(YoY)	4.5%	4.9%	4.2%	-12.4%	5.0%				-0.1%	-74.9%	
생물자원	500.4	544.6	526.8	534.6	504.7	557.8	539.6	547.5	2,106.4	2,149.6	2,257.0
(YoY)	2.3%	4.4%	10.1%	2.1%	0.9%	2.4%	2.4%	2.4%	4.6%	2.0%	5.0%
물류	1,594.9	1,707.8	1,873.2	1,934.4	1,789.9	1,918.1	1,995.5	2,057.4	7,110.4	7,761.0	8,596.2
(YoY)	10.4%	12.8%	25.7%	18.5%	12.2%	12.3%	6.5%	6.4%	16.9%	9.1%	10.8%
대통제외 기준	2,399.5	2,327.0	2,674.6	2,484.1	2,513.9	2,404.2	2,605.7	2,418.4	9,885.2	9,813.1	10,576.5
(YoY)	9.3%	5.5%	15.9%	11.3%	4.8%	3.3%	-2.6%	-2.6%	10.6%	-0.7%	7.8%
영업이익	192.5	164.4	269.3	150.4	226.1	179.8	250.7	158.1	776.6	814.7	910.8
(YoY)	-17.3%	-21.9%	10.7%	-4.2%	17.5%	9.4%	-6.9%	5.1%	-7.9%	4.9%	11.8%
(OPM)	5.0%	4.2%	6.1%	3.5%	5.4%	4.3%	5.6%	3.6%	4.7%	4.7%	4.9%
식품	87.2	54.7	145.4	6.2	110.7	81.0	145.9	36.4	297.4	374.0	397.4
(OPM)	6.6%	4.6%	10.0%	0.5%	8.2%	6.5%	9.9%	3.0%	5.8%	7.0%	7.0%
바이오	37.6	32.4	42.5	67.9	55.5	49.6	47.4	65.8	180.4	218.3	263.9
(OPM)	8.3%	6.9%	7.5%	10.2%	10.4%	8.3%	8.1%	10.3%	8.4%	9.3%	10.0%
헬스케어	18.1	17.9	19.6	25.8	19.1				81.4	19.1	
(OPM)	14.7%	13.6%	14.5%	20.9%	14.8%				15.8%	14.8%	
생물자원	1.3	-0.9	-1.2	-2.1	-1.0	0.0	0.0	1.0	-2.9	0.0	4.5
(OPM)	0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.2%	-0.1%	0.0%	0.2%
물류	51.1	61.9	62.6	60.0	44.6	50.8	61.0	62.3	235.7	218.7	260.3
(OPM)	3.2%	3.6%	3.3%	3.1%	2.5%	2.6%	3.1%	3.0%	3.3%	2.8%	3.0%
대통제외 기준	144.2	104.1	210.2	97.8	184.4	130.6	193.2	103.2	556.3	592.3	665.9
(YoY)	-21.2%	-37.6%	13.0%	-5.3%	27.8%	25.5%	-8.1%	5.5%	-10.9%	6.5%	12.4%
(OPM)	6.0%	4.5%	7.9%	3.9%	7.3%	5.4%	7.4%	4.3%	5.6%	6.0%	6.3%
세전이익	125	70	364	24	168	1,175	197	105	584	1,644	686
당기순이익	91	43	263	15	117	823	138	73	413	1,151	480
지배주주순이익	82	21	256	11	106	809	121	57	370	1,092	408
(YoY)	-33.1%	-50.0%	130.9%	흑전	28.8%	3724.9%	-52.7%	433.0%	34.2%	195.1%	-62.7%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

CJ제일제당 연결기준 실적 추이 및 전망

EPS(원)	23,678	2018~19년 평균 (CJ 헬스케어 매각 차익 효과 제외 기준)
Target PER(배)	17.2	국내외 Peer(Ajinomoto, Meihua, 오뚜기, 동원 F&B)의 평균 PER에 10% 프리미엄 적용
목표주가(원)	410,000	만원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	145,633	164,772	171,848	186,543	198,677
매출원가	112,752	129,225	134,627	145,922	154,634
매출총이익	32,881	35,547	37,220	40,620	44,044
판매비및일반관리비	24,445	27,781	29,073	31,512	34,628
영업이익(보고)	8,436	7,766	8,147	9,108	9,415
영업이익(핵심)	8,436	7,766	8,147	9,108	9,415
영업외손익	-3,153	-1,922	8,290	-2,244	-2,285
이자수익	180	192	189	205	219
배당금수익	66	46	46	50	53
외환이익	1,330	2,159	1,800	1,800	1,800
이자비용	1,790	2,042	1,955	2,016	2,062
외환손실	1,917	1,488	1,500	1,500	1,500
관계기업지분법손익	10	-186	0	0	0
투자및기타지산처분손익	-139	2,118	10,500	0	0
금융상품평가및기타금융이익	324	-697	0	0	0
기타	-1,216	-2,025	-790	-783	-795
법인세차감전이익	5,284	5,843	16,437	6,864	7,130
법인세비용	1,748	1,715	4,931	2,059	2,139
유효법인세율 (%)	33.1%	29.4%	30.0%	30.0%	30.0%
당기순이익	3,535	4,128	11,506	4,805	4,991
지배주주지분순이익(억원)	2,759	3,702	10,923	4,078	4,265
EBITDA	13,749	13,425	14,281	15,638	16,298
현금순이익(Cash Earnings)	8,848	9,788	17,640	11,334	11,873
수정당기순이익	3,412	3,124	4,156	4,805	4,991
증감율(% YoY)					
매출액	12.7	13.1	4.3	8.6	6.5
영업이익(보고)	12.3	-7.9	4.9	11.8	3.4
영업이익(핵심)	12.3	-7.9	4.9	11.8	3.4
EBITDA	11.3	-2.4	6.4	9.5	4.2
지배주주지분당기순이익	45.8	34.2	195.1	-62.7	4.6
EPS	45.7	34.1	164.9	-63.2	4.6
수정순이익	40.3	-8.4	33.0	15.6	3.9

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	48,807	49,635	50,345	53,156	54,952
현금및현금성자산	6,444	5,909	4,846	3,766	2,349
유동금융자산	3,767	1,913	1,890	2,052	2,185
매출채권및유동채권	25,171	27,971	29,172	31,667	33,727
재고자산	12,802	13,035	13,595	14,757	15,717
기타유동비금융자산	624	807	841	913	973
비유동자산	108,855	119,047	123,031	129,673	136,516
장기매출채권및기타비유동채권	3,052	3,840	4,005	4,348	4,631
투자자산	8,781	4,871	4,967	5,145	5,305
유형자산	72,805	81,794	86,873	94,087	101,483
무형자산	23,338	27,581	26,178	25,034	23,986
기타비유동자산	879	960	1,008	1,059	1,112
자산총계	157,662	168,681	173,376	182,829	191,468
유동부채	46,992	54,969	48,239	52,617	56,082
매입채무및기타유동채무	20,314	23,995	25,026	27,166	28,933
단기차입금	18,015	19,137	9,637	11,637	13,137
유동성장기차입금	7,733	9,146	10,765	10,765	10,765
기타비유동부채	931	2,690	2,811	3,049	3,246
비유동부채	50,065	52,274	52,524	53,274	53,939
장기매입채무및비유동채무	853	1,117	1,164	1,264	1,346
사채및장기차입금	40,875	43,061	43,061	43,061	43,061
기타비유동부채	8,337	8,096	8,298	8,950	9,532
부채총계	97,058	107,243	100,763	105,892	110,021
자본금	724	725	819	819	819
주식발행초과금	9,199	9,251	9,251	9,251	9,251
이익잉여금	25,665	29,034	39,724	43,507	47,469
기타자본	-1,495	-5,262	-5,262	-5,262	-5,262
지배주주지분자본총계	34,094	33,749	44,533	48,316	52,278
비지배주주지분자본총계	26,511	27,689	28,081	28,621	29,169
자본총계	60,605	61,439	72,614	76,937	81,447
순차입금	56,411	63,522	56,727	59,645	62,428
총차입금	66,622	71,344	63,463	65,463	66,963

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	8,001	11,808	-5,874	9,694	10,508
당기순이익	3,535	4,128	11,506	4,805	4,991
감가상각비	4,366	4,674	5,071	5,386	5,833
무형자산상각비	947	986	1,063	1,144	1,049
외환손익	602	472	-300	-300	-300
자산처분손익	-1,862	166	-10,500	0	0
지분법손익	347	-23	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-3,586	-238	-762	-1,594	-1,315
기타	2,177	1,377	-11,952	254	250
투자활동현금흐름	-14,089	-14,639	12,915	-12,944	-13,526
투자자산의 처분	-5,904	619	-27	-294	-243
유형자산의 처분	386	267	0	0	0
유형자산의 취득	-8,454	-14,504	-10,150	-12,600	-13,230
무형자산의 처분	-606	-795	340	0	0
기타	489	-227	22,752	-50	-53
재무활동현금흐름	7,259	2,654	-8,104	2,170	1,601
단기차입금의 증가	-8,579	-5,600	-9,500	2,000	1,500
장기차입금의 증가	16,602	10,698	1,619	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-541	-505	-425	-481	-481
기타	-222	-1,939	202	651	583
현금및현금성자산의순증가	1,146	-535	-1,063	-1,080	-1,417
기초현금및현금성자산	5,298	6,444	5,909	4,846	3,766
기말현금및현금성자산	6,444	5,909	4,846	3,766	2,349
Gross Cash Flow	11,587	12,046	-5,112	11,288	11,823
Op Free Cash Flow	-1,689	-4,391	1,265	-1,288	-1,073

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	19,044	25,537	67,639	24,896	26,034
BPS	235,302	232,686	271,862	294,956	319,145
주당EBITDA	94,899	92,620	88,434	95,467	99,493
CFPS	61,072	67,523	109,232	69,194	72,483
DPS	2,500	3,000	3,000	3,000	3,000
주가배수(배)					
PER	18.8	14.3	4.8	13.0	12.5
PBR	1.5	1.6	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.7	8.9	7.7	7.6	7.5
PCFR	5.9	5.4	3.0	4.7	4.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.8	4.7	4.7	4.9	4.7
영업이익률(핵심)	5.8	4.7	4.7	4.9	4.7
EBITDA margin	9.4	8.1	8.3	8.4	8.2
순이익률	2.4	2.5	6.7	2.6	2.5
자기자본이익률(ROE)	6.2	6.8	17.2	6.4	6.3
투하자본이익률(ROIC)	5.5	4.9	4.9	5.2	5.0
안정성(%)					
부채비율	160.1	174.6	138.8	137.6	135.1
순차입금비율	93.1	103.4	78.1	77.5	76.6
이자보상배율(배)	4.7	3.8	4.2	4.5	4.6
활동성(배)					
매출채권회전율	6.3	6.2	6.0	6.1	6.1
재고자산회전율	12.2	12.8	12.9	13.2	13.0
매입채무회전율	7.9	7.4	7.0	7.1	7.1

오리온 (271560)



BUY(Maintain)

주가(4/16) 128,500원

목표주가 153,000원 (상향)

사드 기저 효과에 따른 주가 회복세에 중국의 차별적 성장세가 부각된다면, 경쟁사와의 밸류에이션 갭은 벌어질 가능성이 있다. 중국 법인의 신제품과 TT채널 확대 전략은 동사가 중국 시장에서 다시 점유율을 가져오는 계기를 만들어 줄 것으로 판단된다. 투자의견 BUY, 목표주가 15.3만원을 제시한다.

StockData

KOSPI (4/16)	2,457.49pt
시가총액	50,801억원
52주주가동향	최고가 최저가 135,500원 80,500원
최고/최저가대비등락	-5.17% 59.63%
주가수익률	절대 상대 1M 7.1% 8.7% 6M 35.5% 36.8% 1Y N/A N/A

Company Data

발행주식수	39,534천주
일평균거래량(3M)	88천주
외국인지분율	40.55%
배당수익률(18.E)	0.47%
BP (18.E)	37,875원
주요주주	오리온홀딩스 외 6인
	45.3%

Price Trend



성장을 위한 3개의 화살

>>> 중국 차별적 성장성 부각

오리온 중국 법인의 차별적 성장성 부각을 기대한다. 올해 중국 법인은 사드 기저 효과로 인해, 상반기 매출 성장률이 돋보일 것으로 예상되는 가운데, 1) 꼬북칩을 통한 차별화, 2) 견과류를 통한 성장 시장 진입, 3) TT채널에 대한 대리점 체제 도입을 통해, 중장기적으로 경쟁사 대비 매출 성장률이 아웃퍼폼 할 것으로 기대된다.

>>> 한국/베트남 신제품 효과 기대

베트남 제과 시장은 연평균 +7~8% 정도 성장하고 있고, 오리온은 파이와 스낵 신제품 중심으로 매대 점유율을 지속적으로 늘려가고 있다. 한국 법인은 꼬북칩 출시 이후 매출 성장률이 반등하며, 동사의 차별적인 신제품 경쟁력이 부각되고 있는 상황이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 15.3만원

오리온에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 15.3만원을 제시한다. 실적 전망치 상향과 중국 필수 소비재 업체들의 밸류에이션 상승에 따라, 목표주가를 상향 조정 한다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	-	11,172	21,159	22,705	24,214
보고영업이익(억원)	-	1,074	2,911	3,513	4,086
핵심영업이익(억원)	-	1,074	2,911	3,513	4,086
EBITDA(억원)	-	1,732	3,990	4,664	5,251
세전이익(억원)	-	1,051	2,799	3,406	3,984
순이익(억원)	-	767	2,122	2,582	3,020
자본주지분순이익(억원)	-	756	2,122	2,582	3,020
EPS(원)	-	1,912	5,367	6,531	7,639
증감율(%YoY)	-	N/A	180.7	21.7	17.0
PER(배)	-	54.7	23.9	19.7	16.8
PBR(배)	-	3.2	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA(배)	-	26.8	13.6	11.3	9.6
보고영업이익률(%)	-	9.6	13.8	15.5	16.9
핵심영업이익률(%)	-	9.6	13.8	15.5	16.9
ROE(%)	-	5.7	14.7	15.6	15.8
순부채비율(%)	-	33.3	23.1	10.1	-1.7

오리온 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	487.7	383.1	522.1	451.0	547.7	482.9	541.8	543.5	1,844.0	2,115.9	2,270.5
(YoY)	-21.9%	-22.6%	-8.3%	-25.1%	12.3%	26.0%	3.8%	20.5%	-19.5%	14.7%	7.3%
한국(별도)	173.3	173.7	169.3	175.3	181.0	175.8	170.8	180.1	691.5	707.8	720.8
(YoY)	-0.3%	4.2%	5.6%	-1.9%	4.5%	1.2%	0.9%	2.8%	1.8%	2.3%	1.8%
중국(Pan Orion)	234.9	141.5	288.7	198.1	288.7	243.3	308.6	284.7	863.2	1,125.3	1,217.5
(YoY)	-37.9%	-48.0%	-17.1%	-43.0%	22.9%	71.9%	6.9%	43.7%	-35.9%	30.4%	8.2%
베트남(OFV)	61.8	49.0	50.4	61.2	65.1	50.6	52.2	64.8	222.4	232.7	267.3
(YoY)	5.1%	15.6%	10.8%	5.8%	5.3%	3.2%	3.6%	5.9%	8.7%	4.7%	14.8%
러시아(OIE)	17.7	18.9	19.8	20.9	12.7	13.3	16.2	18.3	77.4	60.6	75.4
(YoY)	29.6%	35.3%	28.0%	15.5%	-28.1%	-29.7%	-18.2%	-12.3%	26.4%	-21.7%	24.5%
연결조정	0.0	0.0	-6.0	-4.5	0.0	0.0	-6.0	-4.5	-10.5	-10.5	-10.5
영업이익	29.7	19.6	78.7	20.3	86.9	49.5	86.0	68.7	148.2	291.1	351.3
(YoY)	-71.6%	-31.0%	-13.2%	-76.9%	192.6%	153.1%	9.3%	238.7%	-52.4%	96.4%	20.7%
(OPM)	6.1%	5.1%	15.1%	4.5%	15.9%	10.3%	15.9%	12.6%	8.0%	13.8%	15.5%
한국(별도)	18.4	23.1	19.4	20.6	22.5	21.2	19.7	24.5	81.6	87.8	90.2
(OPM)	10.6%	13.3%	11.5%	11.8%	12.4%	12.1%	11.5%	13.6%	11.8%	12.4%	12.5%
중국(Pan Orion)	-4.9	-14.1	46.8	-8.5	49.3	19.9	55.1	36.2	19.2	160.5	201.3
(OPM)	-2.1%	-10.0%	16.2%	-4.3%	17.1%	8.2%	17.8%	12.7%	2.2%	14.3%	16.5%
베트남(OFV)	12.0	6.6	9.1	8.6	13.5	6.9	9.5	9.6	36.3	39.6	51.7
(OPM)	19.5%	13.4%	18.1%	14.0%	20.8%	13.7%	18.3%	14.8%	16.3%	17.0%	19.4%
러시아(OIE)	4.1	4.0	4.0	2.1	1.6	1.5	2.4	0.8	14.2	6.2	11.1
(OPM)	23.2%	21.2%	20.3%	9.9%	12.2%	11.0%	14.5%	4.5%	18.4%	10.2%	14.8%
연결조정	0.0	0.0	-0.6	-2.4	0.0	0.0	-0.6	-2.4	-3.1	-3.1	-3.1
세전이익			79.6	17.7	83.9	46.8	83.8	65.4		279.9	340.5
당기순이익			60.7	10.7	63.6	35.5	63.5	49.6		212.2	258.1
지배주주순이익	59.1	11.2	63.6	35.5	63.5	49.6			212.2	258.1	
(YoY)							7.5%	341.4%			21.6%
현지 통화 기준 매출 성장률											
중국(Pan Orion)	-32.3%	-43.9%	-17.2%	-42.2%	22.7%	65.6%	6.3%	41.4%	-33.2%	28.7%	7.9%
베트남(OFV)	12.4%	33.1%	20.3%	14.7%	18.0%	15.0%	15.0%	15.0%	18.7%	15.8%	14.0%
러시아(OIE)	6.7%	21.6%	15.6%	11.1%	-25.0%	-25.0%	-15.0%	-10.0%	13.5%	-18.3%	25.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

오리온 목표주가 산출 내역

예상 EPS(원)	5,949	2018~19년 평균
Target PER(배)	25.7	5 개 Peer 의 평균 PER 에 10% 할인한 수치(중국 제과시장 낮은 성장성 반영) Peer: Yili, Mengniu, Want Want, Tingyi, UPCN
목표주가(원)	153,000	천원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	-	11,172	21,159	22,705	24,214
매출원가	-	5,935	10,755	11,269	11,767
매출총이익	-	5,237	10,404	11,436	12,447
판매비및일반관리비	-	4,163	7,493	7,923	8,361
영업이익(보고)	-	1,074	2,911	3,513	4,086
영업이익(핵심)	-	1,074	2,911	3,513	4,086
영업외손익	-	-24	-112	-107	-101
이자수익	-	44	72	78	83
배당금수익	-	0	0	0	0
외환이익	-	65	0	0	0
이자비용	-	116	184	184	184
외환손실	-	41	0	0	0
관계기업지분법손익	-	-3	0	0	0
투자및기타지산처분손익	-	42	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-	-6	0	0	0
기타	-	-9	0	0	0
법인세차감전이익	-	1,051	2,799	3,406	3,984
법인세비용	-	284	677	824	964
유효법인세율 (%)	-	27.0%	24.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	-	767	2,122	2,582	3,020
지배주주지분순이익(억원)	-	756	2,122	2,582	3,020
EBITDA	-	1,732	3,990	4,664	5,251
현금순이익(Cash Earnings)	-	1,425	3,201	3,733	4,185
수정당기순이익	-	740	2,122	2,582	3,020
증감율(% YoY)	-				
매출액	-	N/A	89.4	7.3	6.6
영업이익(보고)	-	N/A	171.0	20.7	16.3
영업이익(핵심)	-	N/A	171.0	20.7	16.3
EBITDA	-	N/A	130.3	16.9	12.6
지배주주지분당기순이익	-	N/A	180.7	21.7	17.0
EPS	-	N/A	180.7	21.7	17.0
수정순이익	-	N/A	186.5	21.7	17.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-	1,932	2,713	3,623	4,078
당기순이익	-	767	2,122	2,582	3,020
감가상각비	-	642	1,052	1,126	1,141
무형자산상각비	-	16	27	24	25
외환손익	-	-29	0	0	0
자산처분손익	-	89	0	0	0
지분법손익	-	3	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-	281	-487	-110	-107
기타	-	163	0	0	0
투자활동현금흐름	-	-170	-2,316	-1,770	-1,851
투자자산의 처분	-	549	-716	-90	-87
유형자산의 처분	-	148	0	0	0
유형자산의 취득	-	-898	-1,600	-1,680	-1,764
무형자산의 처분	-	-11	0	0	0
기타	-	41	0	0	0
재무활동현금흐름	-	-1,553	-855	-186	-191
단기차입금의 증가	-	-2,541	0	0	0
장기차입금의 증가	-	997	-670	0	0
자본의 증가	-	0	0	0	0
배당금지급	-	0	-237	-237	-237
기타	-	-9	52	51	46
현금및현금성자산의순증가	-	183	-457	1,667	2,036
기초현금및현금성자산	-	833	1,016	559	2,226
기말현금및현금성자산	-	1,016	559	2,226	4,262
Gross Cash Flow	-	1,651	3,201	3,733	4,185
Op Free Cash Flow	-	815	1,198	2,024	2,391

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	-	4,575	5,058	7,053	9,410
현금및현금성자산	-	1,016	559	2,226	4,262
유동금융자산	-	509	1,227	1,317	1,404
매출채권및유동채권	-	1,457	1,872	2,009	2,143
재고자산	-	1,507	1,365	1,465	1,562
기타유동비금융자산	-	85	34	36	39
비유동자산	-	18,005	18,544	19,109	19,742
장기매출채권및기타비유동채권	-	467	487	522	557
투자자산	-	242	239	239	239
유형자산	-	16,728	17,276	17,829	18,452
무형자산	-	524	497	473	448
기타비유동자산	-	45	45	45	45
자산총계	-	22,580	23,601	26,162	29,151
유동부채	-	5,230	4,315	4,480	4,640
매입채무및기타유동채무	-	2,316	2,116	2,270	2,421
단기차입금	-	1,044	1,044	1,044	1,044
유동성장기차입금	-	1,659	989	989	989
기타비유동부채	-	210	166	176	186
비유동부채	-	3,901	3,953	4,004	4,050
장기매입채무및비유동채무	-	1	0	0	0
사채및장기차입금	-	3,294	3,294	3,294	3,294
기타비유동부채	-	606	658	709	755
부채총계	-	9,131	8,268	8,483	8,690
자본금	-	198	198	198	198
주식발행초과금	-	5,981	5,981	5,981	5,981
이익잉여금	-	762	2,653	5,003	7,791
기타자본	-	6,141	6,141	6,141	6,141
지배주주지분자본총계	-	13,082	14,973	17,324	20,111
비지배주주지분자본총계	-	367	360	355	350
자본총계	-	13,449	15,334	17,678	20,461
순차입금	-	4,472	3,541	1,785	-339
총차입금	-	5,997	5,327	5,327	5,327

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	-	1,912	5,367	6,531	7,639
BPS	-	33,092	37,875	43,820	50,871
주당EBITDA	-	4,382	10,092	11,797	13,283
CFPS	-	3,604	8,096	9,442	10,587
DPS	-	600	600	600	600
주가배수(배)					
PER	-	54.7	23.9	19.7	16.8
PBR	-	3.2	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA	-	26.8	13.6	11.3	9.6
PCFR	-	29.0	15.9	13.6	12.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-	9.6	13.8	15.5	16.9
영업이익률(핵심)	-	9.6	13.8	15.5	16.9
EBITDA margin	-	15.5	18.9	20.5	21.7
순이익률	-	6.9	10.0	11.4	12.5
자기자본이익률(ROE)	-	5.7	14.7	15.6	15.8
투하자본이익률(ROIC)	-	4.4	11.9	13.8	15.5
안정성(%)					
부채비율	-	67.9	53.9	48.0	42.5
순차입금비율	-	33.3	23.1	10.1	-1.7
이자보상배율(배)	-	9.3	15.8	19.1	22.2
활동성(배)					
매출채권회전율	-	7.7	12.7	11.7	11.7
재고자산회전율	-	7.4	14.7	16.0	16.0
매입채무회전율	-	4.8	9.5	10.4	10.3

대상 (001680)



BUY(Maintain)

주가(4/16) 24,500원

목표주가 31,000원

대상은 라이신 수출 호조로 인해, 본사 소재부문의 실적이 Level-up 되고 있다. 특히, 백광산업 인수 이후 사업정비가 완료되면서, 원가경쟁력이 강화되고, 거래처 수가 증가하고 있는 것으로 추산된다. 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 3.1만원을 제시한다.

StockData

KOSPI (4/16)	2,457.49pt
시가총액	8,664억원
52주주가동향	최고가 28,550원 최저가 -14.19% 14.22%
최고/최저가대비등락	절대 상대 1M 1.2% 2.7% 6M 9.6% 10.6% 1Y 4.9% -8.8%
주가수익률	

Company Data

발행주식수	36,018천주
일평균거래량(3M)	137천주
외국인지분율	12.45%
배당수익률(18.E)	2.04%
BP (18.E)	25,811원
주요주주	대상홀딩스 외 6인 국민연금공단
	44.8% 13.0%

Price Trend



소재 중심의 실적 성장 전망

>>> 라이신 수출 호조 전망

올해 1분기 한국의 글로벌 라이신 수출액은 전년동기 대비 +28% 성장하였다. 이에 따라, 동사의 라이신 매출액도 전년동기 대비 +20% 이상 성장할 것으로 기대된다. 백광산업으로 라이신 사업부를 인수한 이후, 1) 전력 비 효율화와 수율 개선을 통한 원가경쟁력 강화, 2) 유럽 /아시아 거래선 개척 효과가 나타나고 있는 것으로 추산된다.

>>> 자회사 턴어라운드와 HMR 성장 기대

자회사는 인도네시아 전분당 공장의 가동률 개선으로 수익성이 점진적으로 개선될 것으로 기대된다. 특히, 인도네시아의 면류와 음료 산업은 매년 7~8% 정도 성장하고 있어서, 전분당 시장은 중장기적으로 잠재력이 큰 시장이다. 또한, 동사는 자회사 F&F를 흡수합병한 이후, HMR에 대한 마케팅 활동을 강화하며, 안주야, 휴스팅 쿠, 종가반상 같은 브랜드의 매출을 확대하고 있다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 3.1만원

대상에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 3.1만원을 제시한다. 동사는 올해 식품 부문의 마케팅 비용 부담에도 불구하고, 라이신 수출 호조와 PT미원 인도네시아의 수익성 개선에 힘입어, 영업이익이 20% 이상 성장할 것으로 기대된다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	28,550	29,688	31,126	32,182	33,252
보고영업이익(억원)	1,111	967	1,163	1,331	1,480
핵심영업이익(억원)	1,111	967	1,163	1,331	1,480
EBITDA(억원)	1,875	1,766	2,029	2,213	2,381
세전이익(억원)	819	835	977	1,162	1,332
순이익(억원)	601	518	741	881	1,010
자본주주지분순이익(억원)	646	527	765	905	1,034
EPS(원)	1,794	1,464	2,123	2,512	2,870
증감율(%YoY)	10.9	-18.4	45.0	18.3	14.3
PER(배)	14.7	18.8	11.5	9.8	8.5
PBR(배)	1.1	1.1	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	7.3	8.3	6.5	5.7	5.1
보고영업이익률(%)	3.9	3.3	3.7	4.1	4.5
핵심영업이익률(%)	3.9	3.3	3.7	4.1	4.5
ROE(%)	7.1	5.9	8.1	9.0	9.6
순부채비율(%)	58.1	57.2	50.5	42.2	33.4

대상 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	714.2	724.1	819.3	711.2	757.0	759.5	855.1	741.0	2,968.8	3,112.6	3,218.2
(YoY)	4.4%	1.9%	9.1%	0.3%	6.0%	4.9%	4.4%	4.2%	4.0%	4.8%	3.4%
별도기준	531.0	532.0	609.1	518.0	554.7	550.4	631.9	535.2	2,190.1	2,272.2	2,355.9
(YoY)	19.0%	16.5%	22.7%	14.2%	4.5%	3.5%	3.7%	3.3%	18.2%	3.7%	3.7%
식품	365.4	360.4	437.5	336.7	379.5	376.0	454.5	349.7	1,500.0	1,559.7	1,620.2
(YoY)	24.8%	27.6%	33.9%	18.6%	3.9%	4.3%	3.9%	3.9%	26.5%	4.0%	3.9%
소재	165.6	171.6	171.7	181.3	175.1	174.4	177.4	185.5	690.1	712.5	735.7
(YoY)	7.9%	-1.6%	1.2%	6.9%	5.8%	1.6%	3.4%	2.3%	3.4%	3.2%	3.3%
대상 F&F											
(YoY)											
대상베스트코	131.5	145.4	156.4	138.3	139.3	154.1	165.8	146.6	571.5	605.8	636.1
(YoY)	15.3%	13.0%	29.0%	11.4%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	17.1%	6.0%	5.0%
PT 미원 인도네시아	35.9	36.9	43.9	43.0	53.8	51.5	52.9	52.5	159.7	210.7	216.7
(YoY)	9.9%	14.8%	45.3%	41.4%	50.0%	39.5%	20.5%	22.1%	27.3%	31.9%	2.9%
미원 베트남	19.9	19.8	19.6	20.5	18.4	18.7	18.4	19.7	79.7	75.4	75.3
(YoY)	-10.7%	-4.5%	15.7%	7.6%	-7.1%	-5.5%	-5.7%	-3.7%	1.0%	-5.5%	-0.1%
기타 및 연결조정	-4.0	-10.0	-9.6	-8.6	-9.3	-15.2	-13.9	-13.1	-32.3	-51.6	-65.8
매출총이익	190.8	195.2	221.5	186.7	203.2	209.6	236.0	199.3	794.3	848.1	896.2
(GPM)	26.7%	27.0%	27.0%	26.3%	26.8%	27.6%	27.6%	26.9%	26.8%	27.2%	27.8%
판관비	161.9	171.3	182.8	181.6	172.0	181.8	193.7	184.2	697.6	731.8	763.1
(판관비율)	22.7%	23.7%	22.3%	25.5%	22.7%	23.9%	22.7%	24.9%	23.5%	23.5%	23.7%
영업이익	28.9	23.9	38.7	5.2	31.2	27.8	42.2	15.1	96.7	116.3	133.1
(YoY)	-10.7%	-27.6%	6.1%	-43.3%	7.9%	16.3%	9.1%	191.5%	-12.9%	20.3%	14.4%
(OPM)	4.0%	3.3%	4.7%	0.7%	4.1%	3.7%	4.9%	2.0%	3.3%	3.7%	4.1%
별도기준	27.1	24.7	38.9	12.6	32.4	27.7	41.9	18.3	103.1	120.3	129.5
(OPM)	5.1%	4.6%	6.4%	2.4%	5.8%	5.0%	6.6%	3.4%	4.7%	5.3%	5.5%
식품	15.0	8.7	25.8	-6.9	13.2	8.9	23.3	-3.2	42.6	42.2	46.9
(OPM)	4.1%	2.4%	5.9%	-2.0%	3.5%	2.4%	5.1%	-0.9%	2.8%	2.7%	2.9%
소재	12.1	15.9	13.0	19.5	19.2	18.7	18.7	21.5	60.5	78.1	82.5
(OPM)	7.3%	9.3%	7.6%	10.7%	11.0%	10.7%	10.5%	11.6%	8.8%	11.0%	11.2%
세전이익	30.3	17.8	32.5	2.9	25.2	21.5	35.9	15.1	83.5	97.7	116.2
당기순이익	23.5	12.1	24.4	-8.3	19.1	16.3	27.2	11.5	51.8	74.1	88.1
지배주주순이익	24.3	12.5	24.5	-8.6	19.7	16.9	27.8	12.1	52.7	76.5	90.5
(YoY)	8.9%	-37.6%	-17.6%	적지	-18.9%	35.1%	13.6%	-240.6%	-18.4%	45.0%	18.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	28,550	29,688	31,126	32,182	33,252
매출원가	20,793	21,745	22,645	23,221	23,823
매출총이익	7,757	7,943	8,481	8,962	9,429
판매비및일반관리비	6,646	6,976	7,318	7,631	7,949
영업이익(보고)	1,111	967	1,163	1,331	1,480
영업이익(핵심)	1,111	967	1,163	1,331	1,480
영업외손익	-292	-132	-186	-169	-148
이자수익	93	74	65	67	70
배당금수익	2	4	4	4	4
외환이익	225	282	226	214	204
이자비용	292	293	297	287	272
외환손실	265	290	266	252	240
관계기업지분법손익	69	29	20	20	20
투자및기타지산처분손익	-5	-3	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-35	-2	0	0	0
기타	-83	67	62	64	67
법인세차감전이익	819	835	977	1,162	1,332
법인세비용	218	318	236	281	322
유효법인세율 (%)	26.6%	38.0%	24.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	601	518	741	881	1,010
지배주주지분순이익(억원)	646	527	765	905	1,034
EBITDA	1,875	1,766	2,029	2,213	2,381
현금순이익(Cash Earnings)	1,365	1,316	1,607	1,763	1,911
수정당기순이익	630	521	741	881	1,010
증감율(% YoY)					
매출액	8.3	4.0	4.8	3.4	3.3
영업이익(보고)	1.1	-12.9	20.3	14.4	11.2
영업이익(핵심)	1.1	-12.9	20.3	14.4	11.2
EBITDA	5.6	-5.8	14.9	9.1	7.6
지배주주지분당기순이익	10.9	-18.4	45.0	18.3	14.3
EPS	10.9	-18.4	45.0	18.3	14.3
수정순이익	19.8	-17.4	42.3	18.9	14.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	548	1,662	1,437	1,637	1,786
당기순이익	601	518	741	881	1,010
김가상각비	712	744	814	831	849
무형자산상각비	52	54	52	52	52
외환손익	67	111	40	38	36
자산처분순익	22	7	0	0	0
지분법손익	-28	-29	-20	-20	-20
영업활동자산부채 증감	-988	-55	-146	-102	-101
기타	109	312	-44	-42	-40
	-2,203	-677	-1,111	-1,112	-1,144
투자활동현금흐름					
투자자산의 처분	-1,034	746	-111	-82	-83
유형자산의 처분	34	2	0	0	0
유형자산의 취득	-1,172	-1,390	-1,000	-1,030	-1,061
무형자산의 처분	-29	-35	0	0	0
기타	-2	0	0	0	0
재무활동현금흐름	967	-1,094	-357	-406	-502
단기차입금의 증가	-1,655	-1,563	500	-1,700	-400
장기차입금의 증가	2,760	614	-748	1,400	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-144	-144	-180	-180	-180
기타	6	0	70	74	79
현금및현금성자산의순증가	-695	-363	-32	119	140
기초현금및현금성자산	2,537	1,842	1,479	1,447	1,566
기말현금및현금성자산	1,842	1,479	1,447	1,566	1,707
Gross Cash Flow	1,536	1,717	1,583	1,739	1,886
Op Free Cash Flow	-610	-82	602	759	861

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	10,865	9,985	10,365	10,787	11,234
현금및현금성자산	1,842	1,479	1,447	1,566	1,707
유동금융자산	2,692	1,969	2,064	2,135	2,206
매출채권및유동채권	3,392	3,261	3,419	3,535	3,652
재고자산	2,939	3,179	3,333	3,446	3,560
기타유동비금융자산	0	98	102	106	109
비유동자산	12,220	12,539	12,734	12,932	13,144
장기매출채권및기타비유동채권	478	428	449	464	480
투자자산	1,419	1,427	1,467	1,503	1,539
유형자산	8,541	8,943	9,129	9,328	9,540
무형자산	1,395	1,374	1,322	1,270	1,218
기타비유동자산	388	367	367	367	367
자산총계	23,085	22,524	23,099	23,720	24,378
유동부채	7,147	6,882	6,823	6,667	6,415
매입채무및기타유동채무	3,192	3,513	3,683	3,808	3,935
단기차입금	3,090	2,040	2,540	840	440
유동성장기차입금	633	1,115	367	1,767	1,767
기타비유동부채	233	214	233	251	273
비유동부채	7,264	6,798	6,871	6,947	7,028
장기매입채무및비유동채무	95	58	61	63	65
사채및장기차입금	5,854	5,356	5,356	5,356	5,356
기타비유동부채	1,316	1,385	1,455	1,529	1,608
부채총계	14,412	13,680	13,694	13,614	13,443
자본금	360	360	360	360	360
주식발행초과금	735	735	735	735	735
이익잉여금	5,556	5,966	6,554	7,280	8,135
기타자본	1,831	1,648	1,648	1,648	1,648
지배주주지분분기본총계	8,482	8,710	9,297	10,023	10,878
비지배주주지분분기본총계	191	135	108	82	56
자본총계	8,673	8,844	9,405	10,105	10,935
순차입금	5,043	5,063	4,752	4,262	3,651
총차입금	9,576	8,511	8,263	7,963	7,563

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	1,794	1,464	2,123	2,512	2,870
BPS	23,549	24,181	25,811	27,829	30,203
주당EBITDA	5,206	4,902	5,634	6,145	6,611
CFPS	3,790	3,654	4,460	4,895	5,305
DPS	400	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	14.7	18.8	11.5	9.8	8.5
PBR	1.1	1.1	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.3	8.3	6.5	5.7	5.1
PCFR	7.0	7.5	5.5	5.0	4.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.9	3.3	3.7	4.1	4.5
영업이익률(핵심)	3.9	3.3	3.7	4.1	4.5
EBITDA margin	6.6	5.9	6.5	6.9	7.2
순이익률	2.1	1.7	2.4	2.7	3.0
자기자본이익률(ROE)	7.1	5.9	8.1	9.0	9.6
투하자본이익률(ROIC)	7.2	4.9	7.1	7.9	8.6
안정성(%)					
부채비율	166.2	154.7	145.6	134.7	122.9
순차입금비율	58.1	57.2	50.5	42.2	33.4
이자보상배율(배)	3.8	3.3	3.9	4.6	5.4
활동성(배)					
매출채권회전율	9.3	8.9	9.3	9.3	9.3
재고자산회전율	9.9	9.7	9.6	9.5	9.5
매입채무회전율	9.2	8.9	8.7	8.6	8.6

동원F&B (049770)



BUY(Initiate)

주가(4/16) 207,500원

목표주가 300,000원

참치어가 상승으로 고전을 면치 못하던 실적은, 올해 2분기부터 증익으로 전환될 것으로 기대된다. 원어투입단가가 하향 안정화되는 가운데, 주력 제품의 판가 인상과 할인율 축소로 ASP 회복이 기대된다. 동원F&B에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 30만원을 제시한다.

StockData

KOSPI (4/16)	2,457.49pt
시가총액	8,008억원
52주주가동향	최고가 최저가
	272,000원 -23.71%
최고/최저가대비등락	177,000원 17.23%
주가수익률	절대 상대
1M	-8.8% -7.4%
6M	8.1% 9.1%
1Y	-15.3% -26.4%

Company Data

발행주식수	3,859천주
일평균거래량(3M)	7천주
외국인지분율	5.29%
배당수익률(18.E)	1.20%
BP (18.E)	166,448원
주요주주	동원미래포모아즈와이인 국민연금공단
	71.3% 6.3%

Price Trend



변곡점 초입

>>> 참치어가 하락 전환 기대

동원F&B는 2016~17년까지 참치어가 상승으로 원가율이 악화되었다. 하지만, 올해는 참치어가의 강세 Cycle이 마무리되는 해이고, 계절성을 감안해도 약세를 보일 가능성이 높다. 특히, 올해 2분기부터 원어투입단가가 하향 안정화 되면서, 실적이 증익 구간으로 진입할 것으로 기대된다.

>>> ASP 회복을 통한 수익성 개선 기대

가공식품은 경쟁사의 판가 인상으로, 유가공은 경쟁강도 완화로 인해 ASP가 제고될 것으로 기대된다. 동사는 캔햄, 냉동만두 등에서 판가를 인상할 여지가 있으며, 유가공은 지난 해 경쟁사들의 수익성 악화로 인해, 판촉 경쟁이 완화될 가능성이 높다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 30만원

동원F&B에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 30만원을 제시한다. 동사는 중장기적으로 HMR 분야에서 성장을 꾀하고 있고, 올해와 내년은 원어투입단가 하락과 주력 제품의 ASP 회복으로 수익성이 개선될 것으로 기대된다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	22,413	25,526	28,134	30,342	32,754
보고영업이익(억원)	733	724	845	981	1,075
핵심영업이익(억원)	733	724	845	981	1,075
EBITDA(억원)	1,120	1,153	1,292	1,430	1,523
세전이익(억원)	648	673	777	917	1,013
순이익(억원)	504	514	589	695	768
자본주주지분순이익(억원)	503	514	589	695	768
EPS(원)	13,044	13,313	15,265	18,011	19,901
증감율(%YoY)	-11.4	2.1	14.7	18.0	10.5
PER(배)	15.2	17.6	13.6	11.5	10.4
PBR(배)	1.4	1.5	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	7.9	10.9	8.9	8.1	7.5
보고영업이익률(%)	3.3	2.8	3.0	3.2	3.3
핵심영업이익률(%)	3.3	2.8	3.0	3.2	3.3
ROE(%)	9.4	9.0	9.5	10.3	10.4
순부채비율(%)	22.0	58.9	55.0	51.7	45.3

동원F&B 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	632.7	588.8	732.3	598.8	713.7	648.1	782.8	668.9	2,552.6	2,813.4	3,034.2
(YoY)	12.2%	15.4%	15.3%	12.5%	12.8%	10.1%	6.9%	11.7%	13.9%	10.2%	7.8%
일반식품	424.7	348.3	461.9	342.3	451.3	370.8	484.9	361.0	1,577.2	1,668.1	1,751.1
(YoY)	7.3%	7.4%	7.6%	5.9%	6.3%	6.5%	5.0%	5.5%	7.1%	5.8%	5.0%
조미유통	187.6	201.7	229.2	216.9	220.9	237.6	255.7	267.7	835.3	981.8	1,116.5
(YoY)	21.8%	22.3%	24.8%	15.9%	17.7%	17.8%	11.6%	23.4%	21.1%	17.5%	13.7%
사료	20.3	38.8	40.9	39.3	41.5	39.7	41.8	40.1	139.3	163.1	166.6
(YoY)	47.3%	83.6%	84.3%	79.1%	104.1%	2.2%	2.2%	2.2%	76.2%	17.1%	2.2%
매출총이익	170.3	139.8	180.1	127.2	179.1	155.4	190.2	144.9	617.5	669.7	725.7
(GPM)	26.9%	23.7%	24.6%	21.2%	25.1%	24.0%	24.3%	21.7%	24.2%	23.8%	23.9%
판관비	140.3	131.1	150.3	123.5	153.5	140.6	156.9	134.2	545.2	585.2	627.5
(판관비율)	22.2%	22.3%	20.5%	20.6%	21.5%	21.7%	20.0%	20.1%	21.4%	20.8%	20.7%
영업이익	30.1	8.7	29.8	3.7	25.6	14.8	33.3	10.8	72.4	84.5	98.1
(YoY)	8.4%	-25.5%	5.7%	-33.7%	-14.9%	70.2%	11.5%	188.5%	-1.3%	16.7%	16.2%
(OPM)	4.8%	1.5%	4.1%	0.6%	3.6%	2.3%	4.2%	1.6%	2.8%	3.0%	3.2%
일반식품	24.0	3.3	20.2	-2.6	18.5	8.0	24.1	3.1	44.9	53.7	66.3
(OPM)	5.7%	0.9%	4.4%	-0.8%	4.1%	2.2%	5.0%	0.8%	2.8%	3.2%	3.8%
조미유통	5.5	6.9	8.4	5.9	5.6	7.4	8.0	6.4	26.7	27.3	28.4
(OPM)	2.9%	3.4%	3.7%	2.7%	2.5%	3.1%	3.1%	2.4%	3.2%	2.8%	2.5%
사료	-0.2	-0.2	0.9	0.7	0.7	0.7	0.9	1.0	1.2	3.3	3.3
(OPM)	-1.0%	-0.4%	2.1%	1.8%	1.7%	1.8%	2.2%	2.5%	0.9%	2.0%	2.0%
세전이익	30.6	4.3	27.2	5.3	25.7	12.4	30.9	8.7	67.3	77.7	91.7
당기순이익	23.7	2.6	20.9	4.1	19.5	9.4	23.4	6.6	51.4	58.9	69.5
지배주주순이익	23.7	2.5	20.9	4.2	19.5	9.4	23.4	6.6	51.4	58.9	69.5
(YoY)	16.9%	-68.4%	-6.4%	흑전	-17.9%	271.3%	11.8%	57.9%	2.1%	14.7%	18.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	22,413	25,526	28,134	30,342	32,754
매출원가	16,554	19,351	21,437	23,085	24,955
매출총이익	5,859	6,175	6,697	7,257	7,799
판매비및일반관리비	5,126	5,452	5,852	6,275	6,724
영업이익(보고)	733	724	845	981	1,075
영업이익(핵심)	733	724	845	981	1,075
영업외손익	-85	-50	-67	-65	-61
이자수익	12	13	10	11	12
배당금수익	1	22	25	27	29
외환이익	31	40	32	30	29
이자비용	62	96	102	102	102
외환손실	40	24	32	31	29
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타지산처분손익	17	9	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-2	0	0	0
기타	-43	-15	0	0	0
법인세차감전이익	648	673	777	917	1,013
법인세비용	144	159	188	222	245
유효법인세율 (%)	22.2%	23.7%	24.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	504	514	589	695	768
지배주주지분순이익(억원)	503	514	589	695	768
EBITDA	1,120	1,153	1,292	1,430	1,523
현금순이익(Cash Earnings)	892	943	1,037	1,144	1,216
수정당기순이익	491	508	589	695	768
증감율(% YoY)					
매출액	16.1	13.9	10.2	7.8	7.9
영업이익(보고)	-4.9	-1.3	16.7	16.2	9.5
영업이익(핵심)	-4.9	-1.3	16.7	16.2	9.5
EBITDA	-1.7	2.9	12.1	10.7	6.5
지배주주지분당기순이익	-11.4	2.1	14.7	18.0	10.5
EPS	-11.4	2.1	14.7	18.0	10.5
수정순이익	-14.4	3.4	16.0	18.0	10.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,046	497	757	901	952
당기순이익	504	514	589	695	768
감가상각비	369	408	428	430	430
무형자산상각비	19	21	20	19	18
외환손익	7	1	1	1	1
자산처분손익	31	20	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	69	-657	-257	-218	-238
기타	46	190	-23	-25	-27
투자활동현금흐름	-544	-2,329	-745	-938	-742
투자자산의 처분	6	-1,186	-45	-38	-42
유형자산의 처분	54	25	0	0	0
유형자산의 취득	-394	-903	-700	-900	-700
무형자산의 처분	-33	-15	0	0	0
기타	-177	-251	0	0	0
재무활동현금흐름	-174	1,801	147	-69	-69
단기차입금의 증가	-186	51	-674	0	0
장기차입금의 증가	170	1,936	881	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-96	-96	-96	-96	-96
기타	-61	-89	37	27	27
현금및현금성자산의순증가	330	-34	159	-106	141
기초현금및현금성자산	354	684	650	809	703
기말현금및현금성자산	684	650	809	703	843
Gross Cash Flow	977	1,154	1,014	1,119	1,190
Op Free Cash Flow	600	-594	130	75	325

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,687	6,291	7,026	7,407	8,081
현금및현금성자산	684	650	809	703	843
유동금융자산	41	83	91	98	106
매출채권및유동채권	2,162	2,519	2,776	2,994	3,232
재고자산	2,800	3,039	3,350	3,613	3,900
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5,167	7,401	7,732	8,256	8,587
장기매출채권및기타비유동채권	209	195	215	232	251
투자자산	326	1,611	1,671	1,726	1,787
유형자산	3,880	4,842	5,115	5,585	5,855
무형자산	752	747	727	708	689
기타비유동자산	0	5	5	5	5
자산총계	10,854	13,691	14,758	15,664	16,668
유동부채	4,535	4,034	4,561	4,832	5,128
매입채무및기타유동채무	2,991	3,032	3,341	3,604	3,890
단기차입금	333	674	0	0	0
유동성장기차입금	1,118	219	1,100	1,100	1,100
기타비유동부채	93	109	120	129	139
비유동부채	800	3,725	3,772	3,808	3,844
장기매입채무및비유동채무	16	100	110	119	128
사채및장기차입금	490	3,333	3,333	3,333	3,333
기타비유동부채	294	292	329	356	383
부채총계	5,335	7,759	8,333	8,640	8,973
자본금	193	193	193	193	193
주식발행초과금	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001
이익잉여금	4,372	4,790	5,282	5,881	6,552
기타자본	-49	-53	-53	-53	-53
지배주주지분자본총계	5,517	5,931	6,423	7,022	7,694
비지배주주지분자본총계	2	2	2	2	2
자본총계	5,519	5,932	6,425	7,024	7,695
순차입금	1,216	3,493	3,532	3,631	3,483
총차입금	1,941	4,226	4,432	4,432	4,432

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	13,044	13,313	15,265	18,011	19,901
BPS	142,964	153,682	166,448	181,959	199,361
주당EBITDA	29,034	29,871	33,479	37,062	39,469
CFPS	23,103	24,431	26,861	29,639	31,523
DPS	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	15.2	17.6	13.6	11.5	10.4
PBR	1.4	1.5	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.9	10.9	8.9	8.1	7.5
PCFR	8.6	9.6	7.7	7.0	6.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.3	2.8	3.0	3.2	3.3
영업이익률(핵심)	3.3	2.8	3.0	3.2	3.3
EBITDA margin	5.0	4.5	4.6	4.7	4.7
순이익률	2.2	2.0	2.1	2.3	2.3
자기자본이익률(ROE)	9.4	9.0	9.5	10.3	10.4
투하자본이익률(ROIC)	9.3	8.1	8.3	8.9	9.1
안정성(%)					
부채비율	96.7	130.8	129.7	123.0	116.6
순차입금비율	22.0	58.9	55.0	51.7	45.3
이자보상배율(배)	11.9	7.5	8.3	9.6	10.5
활동성(배)					
매출채권회전율	11.8	10.9	10.6	10.5	10.5
재고자산회전율	8.3	8.7	8.8	8.7	8.7
매입채무회전율	8.9	8.5	8.8	8.7	8.7

롯데푸드 (002270)



BUY(Maintain)

주가(4/16) 682,000원

목표주가 820,000원 (상향)

롯데푸드는 델리카/육가공 부문의 수익성 개선을 중심으로 올해 전사 수익성 개선 국면에 진입할 것으로 기대된다. 더불어, 최악의 업황에 놓여있던 조제분유도 내수와 수출 모두 조금씩 개선될 것으로 기대된다. 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 82만원을 제시한다.

StockData

KOSPI (4/16)	2,457.49pt
시가총액	7,719억원
52주주가동향	최고가 701,000원 최저가 541,000원
최고/최저가대비등락	-2.71% 26.06%
주가수익률	절대 상대 1M 10.9% 12.5% 6M 14.6% 15.7% 1Y 14.6% -0.4%

Company Data

발행주식수	1,132천주
일평균거래량(3M)	3천주
외국인지분율	10.92%
배당수익률(18.E)	3.23%
BP (18.E)	615,914원
주요주주	롯데지주 외 15인 국민연금공단
	48.2% 7.0%

Price Trend



수익성 회복 가시화

>>> 델리카/육가공 수익성 개선 전망

롯데푸드는 올해 델리카/육가공 부문의 수익성 개선이 기대된다. 델리카는 주력 제품(삼각김밥/도시락/샌드위치 등)의 가격인상과 판매량 증가에 따른 가동률 회복으로 실적 턴어라운드가 전망된다. 육가공은 주요 경쟁사의 판가 인상으로 인해, 동사의 가격 전가력이 회복될 것으로 기대되며, 원료가 부담은 점차 안정화 될 것으로 판단된다. 이에 따라, 유패식품과 육가공 부문을 중심으로 동사의 수익성이 개선될 것으로 기대된다.

>>> 조제분유 사업 Bottom-out 기대

지난 해 유가공 업체들의 실적 부진으로 인해, 내수분유의 판촉 활동이 완화되고 있고, 수출분유가 회복세를 보이는 점도 긍정적이다. 특히, 중국향 조제분유 수출이 올해 3월부터 반등하고 있어서, 하반기 실적 개선에 대한 기대감이 강해질 것으로 판단된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 82만원

롯데푸드에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 82만원을 제시한다. 실적 추정치 상향에 따라 목표주가를 재산정하였다(2018~19년 평균 EPS에 Target PER 15배 적용). 동사는 올해 델리카/육가공 사업부를 중심으로 전사 수익성이 Bottom-out 할 것으로 기대된다.

투자지표, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	17,624	18,186	18,914	19,747	20,619
보고영업이익(억원)	798	662	771	907	1,046
핵심영업이익(억원)	798	662	771	907	1,046
EBITDA(억원)	1,290	1,139	1,253	1,394	1,534
세전이익(억원)	759	1,114	747	883	1,022
순이익(억원)	582	951	566	669	774
자본법적용순이익(억원)	582	951	566	669	774
EPS(원)	42,479	72,204	50,006	59,147	68,410
증감율(%YoY)	15.7	70.0	-30.7	18.3	15.7
PER(배)	15.0	7.7	13.6	11.5	10.0
PBR(배)	0.9	0.9	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	7.5	7.1	7.9	7.1	6.4
보고영업이익률(%)	4.5	3.6	4.1	4.6	5.1
핵심영업이익률(%)	4.5	3.6	4.1	4.6	5.1
ROE(%)	6.3	11.8	8.3	9.3	10.1
순부채비율(%)	7.7	28.1	32.1	30.3	27.4

롯데푸드 별도기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	437.2	476.2	517.6	387.6	452.0	489.9	519.5	430.0	1,818.6	1,891.4	1,974.7
(YoY)	3.4%	5.3%	7.9%	-4.9%	3.4%	2.9%	0.4%	10.9%	3.2%	4.0%	4.4%
유지식품	196.5	207.4	218.9	196.2	205.0	216.3	221.2	215.8	819.0	858.4	908.5
(YoY)	5.5%	6.4%	11.8%	2.2%	4.4%	4.3%	1.0%	10.0%	6.5%	4.8%	5.8%
빙과 등	98.5	131.3	144.4	74.9	99.6	134.0	144.7	82.0	449.0	460.3	470.5
(YoY)	0.4%	1.3%	1.8%	-16.0%	1.1%	2.0%	0.2%	9.5%	-2.1%	2.5%	2.2%
육가공 등	142.2	137.4	154.5	117.1	147.4	139.6	153.6	132.2	551.3	572.7	595.6
(YoY)	2.7%	7.6%	8.8%	-7.4%	3.6%	1.6%	-0.6%	12.8%	3.1%	3.9%	4.0%
매출총이익	80.1	93.5	109.0	43.3	78.7	91.2	103.8	74.6	325.9	348.4	374.7
(GPM)	18.3%	19.6%	21.1%	11.2%	17.4%	18.6%	20.0%	17.4%	17.9%	18.4%	19.0%
판관비	66.0	73.9	81.5	38.2	62.4	67.2	73.8	68.0	259.7	271.4	283.9
(판관비율)	15.1%	15.5%	15.7%	9.9%	13.8%	13.7%	14.2%	15.8%	14.3%	14.3%	14.4%
영업이익	14.1	19.6	27.5	5.0	16.4	24.0	30.0	6.6	66.2	77.1	90.7
(YoY)	-28.4%	-19.0%	-18.0%	108.3%	16.0%	22.7%	9.3%	31.2%	-17.0%	16.4%	17.7%
(OPM)	3.2%	4.1%	5.3%	1.3%	3.6%	4.9%	5.8%	1.5%	3.6%	4.1%	4.6%
유지식품	6.7	9.1	11.6	8.3	8.8	12.4	12.7	9.6	35.7	43.4	51.8
(OPM)	3.4%	4.4%	5.3%	4.2%	4.3%	5.7%	5.7%	4.4%	4.4%	5.1%	5.7%
빙과 등	4.0	11.1	13.1	-1.1	3.8	11.8	12.8	-1.0	27.1	27.3	31.7
(OPM)	4.1%	8.4%	9.1%	-1.5%	3.8%	8.8%	8.9%	-1.2%	6.0%	5.9%	6.7%
육가공 등	3.3	-0.5	2.7	-2.1	3.9	-0.1	4.5	-2.0	3.4	6.3	7.2
(OPM)	2.3%	-0.4%	1.8%	-1.8%	2.6%	-0.1%	2.9%	-1.5%	0.6%	1.1%	1.2%
세전이익	15.3	14.8	14.9	66.4	17.6	22.8	28.8	5.4	111.4	74.7	88.3
당기순이익	10.7	11.2	7.5	65.6	13.4	17.3	21.8	4.1	95.1	56.6	66.9
(YoY)	-30.1%	-28.0%	-66.9%	1388.0%	24.6%	53.7%	189.4%	-93.7%	63.4%	-40.5%	18.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	17,624	18,186	18,914	19,747	20,619
매출원가	14,024	14,926	15,429	16,000	16,604
매출총이익	3,600	3,259	3,484	3,747	4,015
판매비및일반관리비	2,802	2,597	2,714	2,839	2,969
영업이익(보고)	798	662	771	907	1,046
영업이익(핵심)	798	662	771	907	1,046
영업외손익	-40	452	-24	-24	-24
이자수익	11	11	12	12	13
배당금수익	27	23	25	26	27
외환이익	34	47	30	28	27
이자비용	23	39	39	39	39
외환손실	10	7	21	20	19
관계기업지분법손익	-21	-173	0	0	0
투자및기타지산처분손익	-9	-25	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-22	-188	0	0	0
기타	-27	803	-30	-32	-33
법인세차감전이익	759	1,114	747	883	1,022
법인세비용	177	164	181	214	247
유효법인세율 (%)	23.3%	14.7%	24.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	582	951	566	669	774
지분법적용순이익(억원)	582	951	566	669	774
EBITDA	1,290	1,139	1,253	1,394	1,534
현금순이익(Cash Earnings)	1,074	1,427	1,048	1,156	1,263
수정당기순이익	605	1,133	566	669	774
증감율(% YoY)					
매출액	3.3	3.2	4.0	4.4	4.4
영업이익(보고)	15.3	-17.0	16.4	17.7	15.3
영업이익(핵심)	15.3	-17.0	16.4	17.7	15.3
EBITDA	10.2	-11.7	10.0	11.3	10.1
지배주주지분당기순이익	15.7	63.4	-40.5	18.3	15.7
EPS	15.7	70.0	-30.7	18.3	15.7
수정순이익	27.3	87.1	-50.0	18.3	15.7

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,633	5,152	5,045	5,227	5,496
현금및현금성자산	367	984	647	636	702
유동금융자산	119	105	113	118	124
매출채권및유동채권	2,470	2,275	2,425	2,532	2,643
재고자산	1,678	1,788	1,859	1,941	2,027
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	8,728	7,066	7,615	7,971	8,352
장기매출채권및기타비유동채권	76	141	47	49	52
투자자산	2,476	1,047	1,172	1,213	1,256
유형자산	5,651	5,374	5,934	6,289	6,666
무형자산	526	504	462	420	378
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	13,362	12,218	12,660	13,199	13,848
유동부채	2,826	3,301	3,397	3,480	3,567
매입채무및기타유동채무	1,832	1,732	1,801	1,881	1,964
단기차입금	350	1,140	1,140	1,140	1,140
유동성장기차입금	500	321	359	359	359
기타비유동부채	144	108	96	100	104
비유동부채	1,109	2,262	2,292	2,327	2,363
장기매입채무및비유동채무	82	346	360	376	392
사채및장기차입금	362	1,497	1,497	1,497	1,497
기타비유동부채	665	419	435	454	474
부채총계	3,935	5,563	5,688	5,807	5,931
자본금	68	57	57	57	57
주식발행초과금	725	599	599	599	599
이익잉여금	7,971	8,831	9,148	9,568	10,094
기타자본	661	-2,832	-2,832	-2,832	-2,832
지배주주지분자본총계	9,426	6,654	6,971	7,392	7,917
비지배주주지분자본총계	9,426	6,654	6,971	7,392	7,917
자본총계	9,426	6,654	6,971	7,392	7,917
순차입금	726	1,869	2,236	2,242	2,171
총차입금	1,212	2,958	2,996	2,996	2,996

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	898	908	968	1,040	1,141
당기순이익	582	951	566	669	774
김가상각비	449	433	441	445	446
무형자산상각비	43	43	42	42	42
외환손익	-23	-39	-9	-8	-8
자산처분손익	9	33	0	0	0
지분법손익	21	41	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-330	-122	-57	-92	-96
기타	148	-432	-15	-16	-18
투자활동현금흐름	-1,277	-558	-1,110	-822	-847
투자자산의 처분	-286	-240	-110	-22	-23
유형자산의 처분	10	6	0	0	0
유형자산의 취득	-1,035	-851	-1,000	-800	-824
무형자산의 처분	-2	-16	0	0	0
기타	36	541	0	0	0
재무활동현금흐름	-397	269	-195	-230	-229
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-309	1,786	38	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-65	-82	-249	-249	-249
기타	-23	-1,435	16	19	20
현금및현금성자산의순증가	-776	618	-337	-11	66
기초현금및현금성자산	1,143	367	984	647	636
기말현금및현금성자산	367	984	647	636	702
Gross Cash Flow	1,228	1,030	1,025	1,132	1,237
Op Free Cash Flow	-263	54	10	283	361

투자지표

(단위: 원, 배, %)

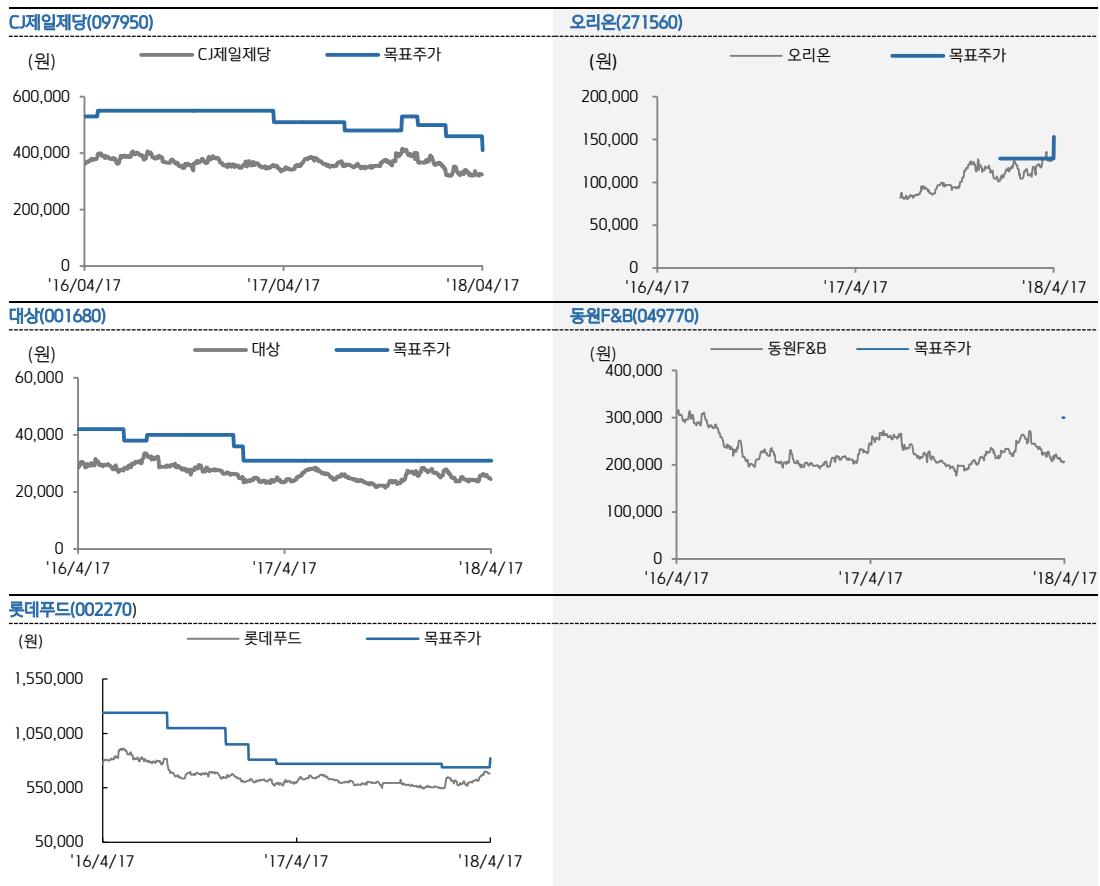
12월 결산, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	42,479	72,204	50,006	59,147	68,410
BPS	688,335	587,907	615,914	653,062	699,473
주당EBITDA	94,223	86,502	110,701	123,173	135,562
CFPS	78,408	108,406	92,625	102,162	111,581
DPS	6,000	22,000	22,000	22,000	22,000
주가배수(배)					
PER	15.0	7.7	13.6	11.5	10.0
PBR	0.9	0.9	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	7.5	7.1	7.9	7.1	6.4
PCFR	8.1	5.1	7.4	6.7	6.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.5	3.6	4.1	4.6	5.1
영업이익률(핵심)	4.5	3.6	4.1	4.6	5.1
EBITDA margin	7.3	6.3	6.6	7.1	7.4
순이익률	3.3	5.2	3.0	3.4	3.8
자기자본이익률(ROE)	6.3	11.82	8.3	9.3	10.1
투하자본이익률(ROIC)	8.0	7.3	7.5	8.3	9.1
안정성(%)					
부채비율	41.7	83.6	81.6	78.6	74.9
순차입금비율	7.7	28.1	32.1	30.3	27.4
이자보상배율(배)	35.4	17.0	19.8	23.3	26.8
활동성(배)					
매출채권회전율	7.7	7.7	8.0	8.0	8.0
재고자산회전율	10.8	10.5	10.4	10.4	10.4
매입채무회전율	10.5	10.2	10.7	10.7	10.7

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표		과리율(%)		목표	과리율(%)					
				가격 대상	평균 최고 주가비	최고 주가비	평균 최고 주가비							
C제일제강 (097950)	2016-04-28	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-30.38	-26.98		오리온 (271560)	2018-01-08	BUY(Initiate)	128,000원	6개월	-16.99	-14.45
	2016-05-11	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-30.20	-27.36			2018-01-16	BUY(Maintain)	128,000원	6개월	-10.72	-2.34
	2016-06-28	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-29.53	-26.09			2018-02-14	BUY(Maintain)	128,000원	6개월	-8.90	5.86
	2016-08-08	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-29.74	-26.09			2018-04-17	BUY(Maintain)	153,000원	6개월		
	2016-09-19	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-30.06	-26.09		대상 (001680)	2016-07-07	BUY(Maintain)	38,000원	6개월	-20.23	-11.71
	2016-10-04	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-30.97	-26.09			2016-08-17	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-24.14	-17.63
	2016-11-03	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-31.07	-26.09			2016-10-04	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-26.73	-17.63
	2016-11-16	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-31.59	-31.27			2016-11-15	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-26.75	-17.63
	2016-11-18	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-31.52	-30.91			2016-11-18	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-28.69	-17.63
	2016-11-23	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-32.02	-29.00			2017-01-17	BUY(Maintain)	36,000원	6개월	-28.92	-26.94
	2017-01-02	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-32.75	-29.00			2017-02-03	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-18.93	-8.06
	2017-01-17	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-33.52	-29.00			2017-07-12	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-18.86	-8.06
	2017-02-10	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-33.56	-29.00			2017-08-14	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-23.06	-20.65
	2017-02-21	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-34.11	-29.00			2017-09-13	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-25.15	-20.65
	2017-03-30	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-32.08	-29.71			2017-11-15	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-20.35	-7.90
	2017-05-12	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-31.59	-28.14		동원F&B (049770)	2018-01-16	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-19.66	-7.90
	2017-05-23	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-29.86	-24.12			2018-02-26	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-21.94	-19.19
	2017-06-13	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-29.30	-24.12			2018-03-28	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-20.17	-14.84
	2017-06-29	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-29.37	-24.12			2018-04-17	BUY(Maintain)	31,000원			
	2017-07-12	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-29.39	-24.12		롯데푸드 (002270)	2018-04-17	BUY(Initiate)	300,000원			
	2017-08-07	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-26.06	-24.48			2016-05-17	BUY(Maintain)	1,240,000원	6개월	-33.80	-26.37
	2017-09-13	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-26.30	-24.48			2016-08-17	BUY(Maintain)	1,110,000원	6개월	-39.30	-30.62
	2017-10-10	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-25.30	-21.46			2016-12-05	BUY(Maintain)	950,000원	6개월	-32.76	-28.82
	2017-11-09	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-24.48	-16.67			2017-01-17	BUY(Maintain)	810,000원	6개월	-24.44	-22.31
	2017-11-20	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-24.62	-21.51			2017-03-10	BUY(Maintain)	770,000원	6개월	-20.19	-13.45
	2017-12-19	BUY(Maintain)	500,000원	6개월	-26.53	-25.70			2017-05-16	BUY(Maintain)	770,000원	6개월	-18.81	-12.69
	2018-01-04	BUY(Maintain)	500,000원	6개월	-25.48	-21.60			2017-07-12	BUY(Maintain)	770,000원	6개월	-19.15	-12.69
	2018-01-16	BUY(Maintain)	500,000원	6개월	-26.77	-21.60			2017-08-01	BUY(Maintain)	770,000원	6개월	-20.10	-12.69
	2018-02-09	BUY(Maintain)	460,000원	6개월	-28.54	-23.26			2018-01-16	BUY(Maintain)	740,000원	6개월	-19.03	-12.57
	2018-02-26	BUY(Maintain)	460,000원	6개월	-28.52	-23.26			2018-02-26	BUY(Maintain)	740,000원	6개월	-19.25	-12.57
	2018-04-17	BUY(Maintain)	410,000원	6개월					2018-03-16	BUY(Maintain)	740,000원	6개월	-16.42	-5.27
									2018-04-17	BUY(Maintain)	820,000원			

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견및적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상주가상승예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상초과수익예상
Outperform(시장수익률상회)	시장대비 +10~+20% 주가상승예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가변동예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상초과하락예상
Underperform(시장수익률하회)	시장대비 -10~-20% 주가하락예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하주가하락예상		

투자등급 비율 통계 (2017/4/1~2018/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%