

음식료

2018년 하반기 투자전략

2018. 5. 28

키움증권 

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

Contents

Summary

Part I 2018년 상반기 Review

Part II 2018년 하반기 전망

Part III 최저임금 이슈 점검

Part IV 업체별 투자전략



Summary

>>> 2018년 하반기 전망

- 곡물가격 상승 우려 있으나, 아직까지는 판가 인상으로 방어할 만한 수준으로 판단
- 1) 한중 관계 회복에 따른 중국 관련 소비재 회복, 2) Cash Cow 판가 인상이 실적 개선의 Key Driver가 될 것
- 소업종별로는 중국 관련 소비재, 가공식품, 식자재유통에 주목할 시점

>>> 최저임금 실질 인상률의 변화 가능성 주시

- 고용 악화 우려로 최저임금의 실질 인상률이 완화될 가능성 있음
- 최저임금 산입범위 개편과 인상 속도 조절 여부에 따라, 업체들의 인건비 부담이 경감될 가능성
- 이로 인해, 최저임금 실질 인상률이 낮아진다면, 내년도 식자재유통 업체들의 실적 가시성 회복 가능

>>> 음식료 업종 투자전략

- 대형주 오리온 최선후. 1) 사드 기저효과, 2) 중국 신제품 효과, 3) 베트남 법인의 구조적 성장 기대
- 중소형주 동원F&B 최선후. 1) 원어투입단가 하락, 2) 주요 제품의 ASP 개선 기대
- 하반기 관심업종은 식자재유통(CJ프레시웨이). 최저임금 인상률이 완화되면, 내년도 실적 가시성 회복 가능

Part I 2018년 상반기 Review



1) 2018년 상반기 Market Review

◎ 2018년 상반기 Market Review

- 음식료 업종지수는 연초 원화강세 기대감으로 상승 후, 주식시장 하락과 함께 조정 받음
- 3월부터 1) 한중 관계 회복, 2) 주요 제품의 가격 인상에 따른 실적 개선 기대감 덕분에 상승 추세로 반전
- 이에 따라, 오리온, 조제분유 수출업체, 롯데그룹의 주가 흐름이 상대적으로 업종지수를 아웃퍼폼 하였음
- 한편, 업종 PER은 하락하였는데, 그 이유는 CJ제일제당의 헬스케어 매각 차익(약 1조원)이 추정치에 반영되었기 때문
- 따라서, 실질적으로 업종 밸류에이션이 하락했다고 보기에는 한계가 있음

음식료 업종지수 추이



자료: Fn Guide

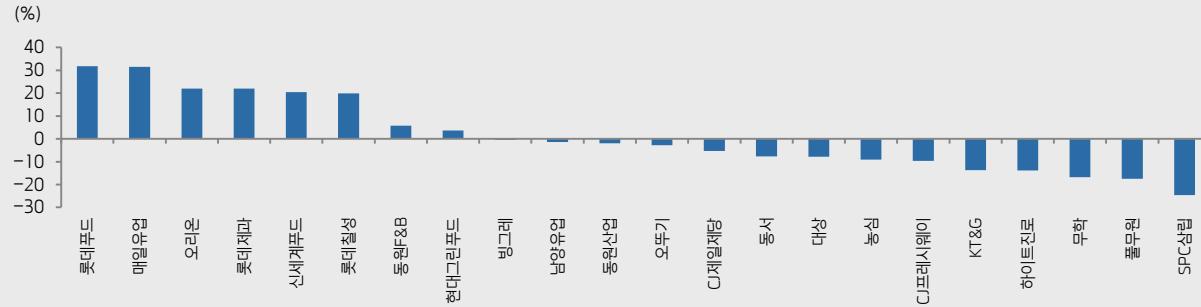
음식료 업종 밸류에이션 추이



자료: Fn Guide

1) 2018년 상반기 Market Review

주요 기업 YTD 주가수익률 현황 (5/21 기준)



자료: Fn Guide

주요 기업 예상 PER 현황 (5/21 기준)



자료: Fn Guide

2) 1Q18 실적 Review

◎ 대형 3사 실적 Review: 오리온 > CJ제일제당 > KT&G

- 음식료 대형 3사의 1분기 실적은 오리온이 가장 양호했고, KT&G가 가장 부진하였음
- 오리온은 중국 사드 기저효과와 고정비 절감, 한국/베트남 법인의 이익 성장으로 시장 기대치를 상회하는 실적 시현
- CJ제일제당은 원당투입단가 하락, 가공식품 외형 성장, 고수익성 아미노산 비중 확대로 시장 기대치에 부합
- 반면, KT&G는 내수담배 MS 하락과 중동 담배 수출 부진으로 시장 기대치를 하회하는 실적 시현

◎ 소업종별로 엇갈린 1분기 실적

- 중국 소비 관련 업체와 유가공/식자재유통 업체가 예상 보다 양호한 실적 시현
- 가공식품과 라면도 ASP 개선과 경쟁강도 완화 등에 힘입어 무난한 실적 시현
- 반면에, 주류와 담배는 신규 플레이어 진입에 따른 경쟁심화나 수출 부진으로 부진한 실적 시현

음식료 1Q18 실적 Review

(단위: 억원)	구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	YoY
KT&G	매출액	11,787	11,617	12,789	10,479	10,676	-9.4%
	영업이익	3,955	3,865	4,217	2,225	3,114	-21.3%
	OPM	33.5%	33.3%	33.0%	21.2%	29.2%	-4.4%p
	순이익	2,345	2,743	3,079	3,471	2,489	6.1%
CJ제일제당	매출액	38,665	39,089	44,107	42,911	43,486	12.5%
	영업이익	1,925	1,644	2,693	1,504	2,103	9.2%
	OPM	5.0%	4.2%	6.1%	3.5%	4.8%	-0.1%p
	순이익	820	211	2,564	106	625	-23.7%
오리온	매출액	4,877	3,831	5,221	4,510	5,163	5.8%
	영업이익	297	196	787	203	936	215.3%
	OPM	6.1%	5.1%	15.1%	4.5%	18.1%	12.0%p
	순이익			591	112	659	

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

주: 1) 오리온은 분할 전 제과부문끼리 비교하였고, 롯데제과는 분할 전 별도기준과 비교

2) 1Q18 실적 Review

(단위: 억원)	구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	YoY
CJ프레시웨이	매출액	5,948	6,346	6,620	6,129	6,758	13.6%
	영업이익	45	140	149	105	60	35.1%
	OPM	0.8%	2.2%	2.2%	1.7%	0.9%	0.1%p
	순이익	0	63	-82	4	10	흑전
SPC삼립	매출액	5,052	5,241	5,229	5,133	5,163	2.2%
	영업이익	136	159	75	177	114	-16.3%
	OPM	2.7%	3.0%	1.4%	3.4%	2.2%	-0.5%p
	순이익	102	121	54	105	84	-17.5%
남양유업	매출액	2,713	2,993	3,078	2,886	2,561	-5.6%
	영업이익	10	13	10	18	12	23.0%
	OPM	0.4%	0.5%	0.3%	0.6%	0.5%	0.1%p
	순이익	9	33	0	8	3	-72.4%
농심	매출액	5,554	5,363	5,717	5,449	5,629	1.4%
	영업이익	325	182	313	143	344	6.0%
	OPM	5.8%	3.4%	5.5%	2.6%	6.1%	0.3%p
	순이익	297	159	290	160	321	7.9%
대상	매출액	7,142	7,241	8,193	7,112	7,400	3.6%
	영업이익	289	239	387	52	302	4.5%
	OPM	4.0%	3.3%	4.7%	0.7%	4.1%	0.0%p
	순이익	243	125	245	-86	190	-21.9%
동원F&B	매출액	6,327	5,888	7,323	5,988	7,049	11.4%
	영업이익	301	87	298	37	229	-23.9%
	OPM	4.8%	1.5%	4.1%	0.6%	3.2%	-1.5%p
	순이익	237	25	209	42	157	-33.9%
동원산업	매출액	5,546	5,872	6,176	6,217	6,052	9.1%
	영업이익	349	471	759	667	496	42.3%
	OPM	6.3%	8.0%	12.3%	10.7%	8.2%	1.9%p
	순이익	287	267	629	485	352	22.8%
롯데제과	매출액	4,363	4,450	4,746	4,048	4,013	-8.0%
	영업이익	224	220	332	84	113	-49.7%
	OPM	5.1%	4.9%	7.0%	2.1%	2.8%	-2.3%p
	순이익	248	147	20	20	20	-91.9%
롯데칠성	매출액	5,465	6,422	6,684	4,222	5,226	-4.4%
	영업이익	267	230	365	-109	86	-67.8%
	OPM	4.9%	3.6%	5.5%	-2.6%	1.6%	-3.2%p
	순이익	83	-296	-1,967	3,526	-19	적전
롯데푸드	매출액	4,372	4,762	5,176	3,876	4,308	-1.5%
	영업이익	141	196	275	50	159	12.8%
	OPM	3.2%	4.1%	5.3%	1.3%	3.7%	0.5%p
	순이익	107	112	75	656	106	-1.1%

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

주: 1) 롯데푸드, 매일유업은 별도 기준, 나머지는 연결기준

(단위: 억원)	구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	YoY
매일유업	매출액	3,276	3,253	3,383	3,265	3,210	-2.0%
	영업이익	118	185	214	162	164	39.4%
	OPM	3.6%	5.7%	6.3%	5.0%	5.1%	1.5%p
	순이익	57	1,900	160	88	122	112.5%
무학	매출액	705	658	608	534	511	-27.5%
	영업이익	148	75	63	1	-7	적전
	OPM	21.0%	11.5%	10.4%	0.2%	-1.4%	-22.4%p
	순이익	316	162	100	-64	-7	적전
빙그레	매출액	1,748	2,459	2,684	2,056	1,698	-2.8%
	영업이익	37	121	204	440	28	-23.7%
	OPM	2.1%	4.9%	7.6%	21.4%	1.7%	-0.5%p
	순이익	41	24	163	344	38	-6.2%
삼양식품	매출액	1,168	1,016	1,120	1,281	1,259	7.8%
	영업이익	131	73	109	120	180	37.9%
	OPM	11.2%	7.2%	9.7%	9.4%	14.3%	3.1%p
	순이익	97	66	85	38	144	48.1%
신세계푸드	매출액	2,848	3,030	3,211	2,987	3,179	11.6%
	영업이익	48	85	93	72	100	107.9%
	OPM	1.7%	2.8%	2.9%	2.4%	3.1%	1.5%p
	순이익	36	65	70	36	69	94.8%
오뚜기	매출액	5,318	5,134	5,643	5,165	5,773	8.5%
	영업이익	300	415	443	302	385	28.5%
	OPM	5.6%	8.1%	7.9%	5.8%	6.7%	1.0%p
	순이익	324	357	467	164	303	-6.4%
풀무원	매출액	5,292	5,605	5,849	5,635	5,452	3.0%
	영업이익	44	133	217	140	5	-89.2%
	OPM	0.8%	2.4%	3.7%	2.5%	0.1%	-0.7%p
	순이익	11	154	159	61	-14	적전
하이트진로	매출액	4,134	4,914	5,283	4,569	4,207	1.8%
	영업이익	-274	350	566	231	167	흑전
	OPM	-6.6%	7.1%	10.7%	5.0%	4.0%	10.6%p
	순이익	-212	139	306	-105	26	흑전
현대그린푸드	매출액	6,137	6,175	6,079	6,948	8,317	35.5%
	영업이익	289	357	269	-45	387	33.9%
	OPM	4.7%	5.8%	4.4%	-0.6%	4.7%	-0.1%p
	순이익	358	285	266	224	317	-11.7%

Part II 2018년 하반기 전망



1) 2018년 하반기 전망 및 투자전략

◎ 2018년 하반기 전망

- 곡물가격 상승 우려 있으나, 아직까지는 판가 인상으로 방어할 만한 수준으로 판단
- 1) 한중 관계 회복에 따른 중국 관련 소비재 회복, 2) Cash Cow 판가 인상이 실적 개선의 Key Driver가 될 것
- 소업종별로는 중국 관련 소비재, 가공식품, 식자재유통에 주목할 시점

◎ 업종 투자전략

- 대형주: 오리온 최선후. 1) 사드 기저효과, 2) 중국 신제품 효과, 3) 베트남 법인의 구조적 성장 기대
- 중소형주: 동원F&B 최선후. 1) 원어투입단가 하락, 2) 주요 제품의 ASP 개선 기대
- 하반기 관심업종은 식자재유통(CJ프레시웨이). 최저임금 인상을 완화되면, 실적 가시성 개선 가능

음식료 2H18 이익결정변수 Summary

변수	기회 요인	우려 요인
Q	<ul style="list-style-type: none"> • HMR/(기업형)식자재/건기식 구조적 성장 	<ul style="list-style-type: none"> • 신생아 수 급감
P	<ul style="list-style-type: none"> • 가공식품, 단체급식 판가 인상 • 전자담배 비중 확대에 따른 ASP 제고 	<ul style="list-style-type: none"> • 침치어가 하락
C	<ul style="list-style-type: none"> • 참치원어/원당투입단가 하락 • 원화 강세 	<ul style="list-style-type: none"> • 곡물가격 상승 가능성 • 최저임금 인상
해외	<ul style="list-style-type: none"> • 중국 소비재 사드 기저 효과 • 글로벌 라이선 수출 증가 	<ul style="list-style-type: none"> • 중동 담배 수출 부진
경쟁강도	<ul style="list-style-type: none"> • 유가공 업종 경쟁완화 	<ul style="list-style-type: none"> • 주류 업종 경쟁심화

자료: 키움증권 리서치

2) 이익결정변수 점검: Quantity

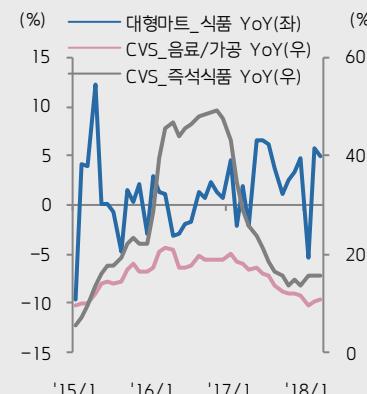
◎ 경기회복 모멘텀 약한 가운데, 일부 소업종의 구조적 성장세 지속

- 내수 경기회복 모멘텀 약한 가운데, HMR/(기업형) 식자재유통/건강기능식품의 구조적 성장세는 지속될 전망
- HMR 카테고리에서는 CJ제일제당, 오뚜기, 신세계푸드의 매출 흐름이 돋보일 것으로 기대
- 외식경기 회복 지역 속에 CJ프레시웨이를 비롯한 기업형 식자재유통 업체의 매출 성장 흐름 지속
- 건강기능식품은 샤드 기저효과로 흥삼 수요가 회복되면서, 작년보다 성장률이 양호할 수 있음

◎ 신생아 수 급감은 여전히 우려 요인

- 부동산 가격 상승으로 4Q16부터 시작된 신생아 수의 급감은 지속되고 있음
- 기저가 같아지면서 역성장률이 완화될 것으로 기대했으나, 올해도 -10%의 하락 추세 이어지고 있음
- 이러한 신생아 수의 급감은 단기적으로 유가공 업체에 가장 부정적. 장기적으로는 음식료 업종 전반에 부정적인 이슈

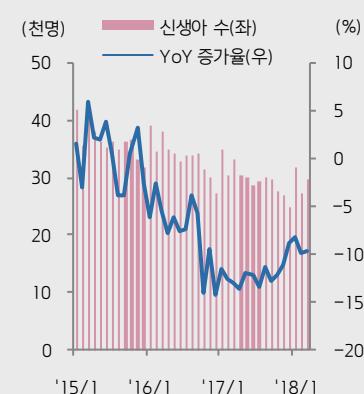
할인점/CVS 매출 YoY 추이(3MA)



음식점/주점업 소매판매 YoY(3MA)



신생아 수 추이



자료: 산업자원통상부, 통계청

3) 이익결정변수 점검: Price

- ◎ 판가 인상 모멘텀 회복되고 있으나, 업종 전체 ASP 상승률은 아직 낮은 편
 - 1) 원재료 가격 상승 부담, 2) 최저임금 인상 영향으로 주요 음식료업체들의 가격 인상 진행 중
 - CJ제일제당이 3월에 캠햄/냉동만두/햇반/어묵의 판가 인상을 단행하면서, 경쟁사들의 판가 인상 가능성 대두
 - 단체급식은 최저임금 인상에 따른 비용 상승분을 커버하기 위해, 식단가 인상을 예전보다 높게 진행하고 있음
 - 그럼에도 불구하고 가공식품 CPI 상승률은 1% 내외에 불과. 아직은 소업종별로 대응할 시기
- ◎ 전자담배 비중 확대에 따른 내수담배의 Blended ASP 상승세 전망
 - 내수담배 시장은 궐련형 전자담배의 비중 확대로 Blended ASP가 상승세를 보일 전망
 - 연내 궐련형 전자담배의 판매량 비중은 10% 중반에 다다를 전망
 - 궐련형 전자담배는 기존 궐련담배 대비 60% 정도 ASP가 높은 것으로 추산
 - 이에 따라, 2019년 KT&G의 내수담배 ASP는 2017년 대비 9% 정도 높을 것으로 기대

가공식품 CPI YoY / 단체급식 PPI YoY 추이



자료: 통계청

KT&G 내수담배 ASP 추이 및 전망



자료: KT&G, 키움증권 리서치

3) 이익결정변수 점검: Price

주요 업체 가격인상 동향

시기	기업	인상품목	인상폭
2017	동원F&B 서울우유 롯데푸드 오뚜기 풀무원 CJ제일제당	참치캔, '동원참치 라이트스탠다드'를 포함한 살코기 및 가미캔 제품 18종 서울우유 버터, 가염/무가염 제품 업소용 마요네즈, 식용유 업소용 식용유 프리미엄 달걀 21종 업소용 식용유	평균 5.1% 7~8% 9~10% 9% 평균 30% 7~8%
	동원F&B	소와나무 모닝버터(450g)	15%
	CJ제일제당	다시다	5~9%
	삼양식품 빙그레 해태제과 롯데제과 대상	라면 12개 튀게더 부라보콘 월드콘, 설레이밍 미원, 감칠맛미원, 밸효미원 등	평균 5.4% 7.7% 8.3% 8.3% 평균 7%
	롯데칠성 삼양식품	사이다와 캔 커피 등 대표 제품 14종 라면 등 12개 브랜드	평균 7.5% 평균 5.4%
	빙그레 남양유업 롯데푸드	엔조, 더위시냇, 참봉어찌만코, 빵또아 프렌치카페 거북알, 빠삐코	평균 17.7% 6.7% 25%
	샘표 해태제과	간장 제품 아포가토	평균 8~10% 50%
	롯데제과 매일유업	명가 팥빙수 카페라떼	25% 14%
	오뚜기 오뚜기 롯데리아 SPC삼립	오뚜기밥, 콘밥, 작은밥 등 3종 제품 참치캔 5종 버거류 12종, 세트 15종, 디저트 1종, 드링크류 5종 단팥·야채·피자 호빵	평균 9% 평균 5.2% 5~6% 10%
	코리아세븐 GS리테일	삼각김밥, 샌드위치, 도시락 주먹밥, 도시락	8~10% 3~7%
2018	코카콜라음료	코카콜라, 마테차, 미닛메이드 주스	평균 4.8%
	CJ제일제당 사조대림	즉석밥, 캠벨, 냉동만두, 어묵 어묵 제품 11종	6~10% 5~9%
	동원F&B 한국아쿠르트	어묵 제품 7종 야쿠르트, 헬리코박터 프로젝트 월	평균 10.8% 6~8%
	롯데제과	빼빼로, 목캔디	6~13%
	해태제과 SPC삼립	오예스 등 제품 5종 양산빵 4종	평균 12.7% 평균 11%
	크라운제과	조리퐁 등 제품 8종	8~18%

자료: 언론보도, 키움증권 리서치 정리

4) 이익결정변수 점검: Cost

◎ 상반기 곡물가격 리뷰

- 추가적인 기상 악화 우려는 축소되고 있으나, 지난 해 라니냐 발생에 따른 올해 곡물 수급에 대한 우려는 상존
- ONI 지수는 최근 들어 정상화 추세. 향후 곡물 작황은 정상적인 기상 여건 속에 안정적인 흐름 이어질 듯
- 다만, 소맥을 비롯한 미국 작황 부진 우려는 단기적인 관심 요인

◎ 원재료 투입단가 점검: 아직은 방어할 만한 수준

- 현 수준의 환율/곡물가 레벨은 음식료업체 입장에서 방어할 만한 수준으로 판단
- 매출액 대비 원재료비의 비율을 감안한다면, 5~6% 정도의 ASP 개선으로 방어 가능할 듯(제분 기준)
- 다만, 작황 부진에 대한 곡물가 급등이 발생한다면, 추가적인 원가 상승 부담이 발생할 수 있음

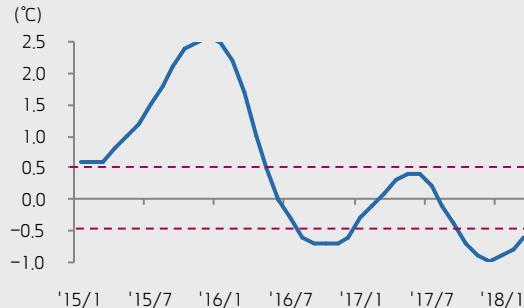
분기 평균 환율/곡물가격 추이 및 가정

구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
환율(원/달러)	1,154	1,129	1,132	1,108	1,073	1,071	1,079	1,079
(YoY)	-4%	-3%	1%	-4%	-7%	-5%	-5%	-3%
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	154	158	158
(YoY)	0%	-6%	8%	-0%	0%	6%	12%	16%
소맥(\$/Ton)	158	160	168	156	167	180	191	191
(YoY)	-8%	-8%	12%	5%	6%	13%	14%	22%
대두(\$/Ton)	375	346	355	359	370	378	367	367
(YoY)	16%	-11%	-5%	-2%	-1%	9%	4%	2%
원당(\$/Ton)	433	335	307	321	297	258	257	257
(YoY)	36%	-11%	-31%	-30%	-31%	-23%	-16%	-20%

자료: 한국은행, Bloomberg, 키움증권 리서치

4) 이익결정변수 점검: Cost

월간 ONI 지수 추이



자료: NOAA, Bloomberg

주간 ONI 지수 추이



자료: NOAA, Bloomberg

옥수수/소맥 선물시세 추이



자료: Bloomberg

대두/원당 선물시세 추이



자료: Bloomberg

4) 이익결정변수 점검: Cost

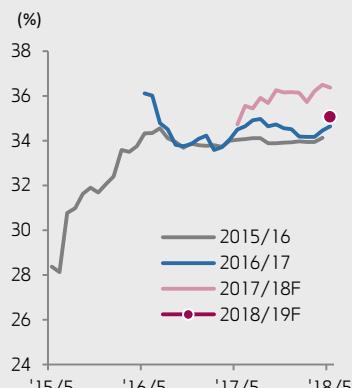
◎ 곡물 수급 및 작황 점검

- 미국 USDA는 글로벌 경기 회복에 따른 수요 회복 기대와 곡물 작황 부진에 따른 공급 감소 우려를 전망치에 반영하고 있음
- 이로 인해, 전반적으로 재고비율이 하락할 것으로 전망하고 있음
- 하지만, 향후 발표될 작황 데이터를 통해, 작황 부진 우려가 해소된다면, 곡물가 상승세는 축소되거나 하락 전환 가능
- 따라서, 5월말부터 발표될 미국 작황 데이터를 주시할 필요가 있음

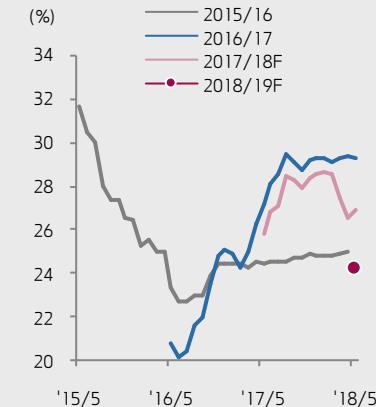
글로벌 옥수수 재고비율 추이



글로벌 소맥 재고비율 추이



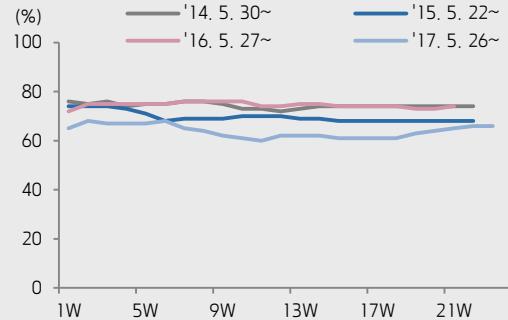
글로벌 대두 재고비율 추이



자료: USDA

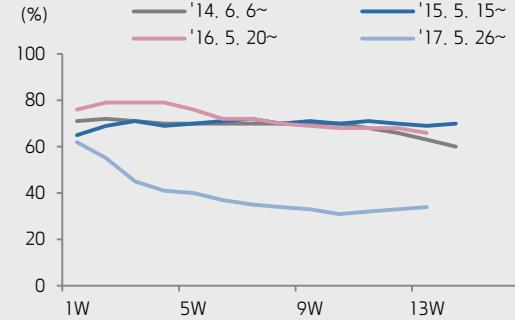
4) 이익결정변수 점검: Cost

미국 옥수수 작황 추이



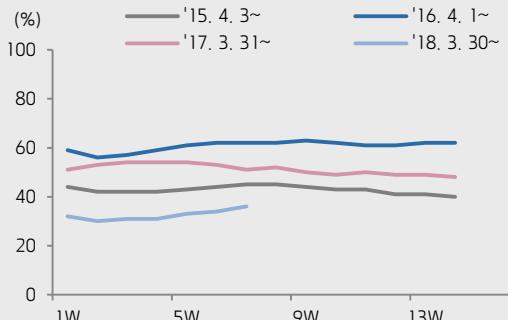
자료: USDA, Bloomberg(Good to Excellent 비중 기준)

미국 봄밀 작황 추이



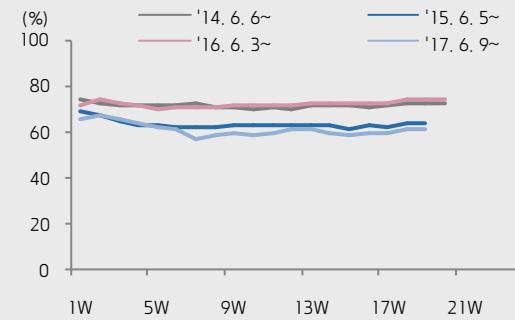
자료: USDA, Bloomberg(Good to Excellent 비중 기준)

미국 겨울밀 작황 추이



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

미국 대두 작황 추이



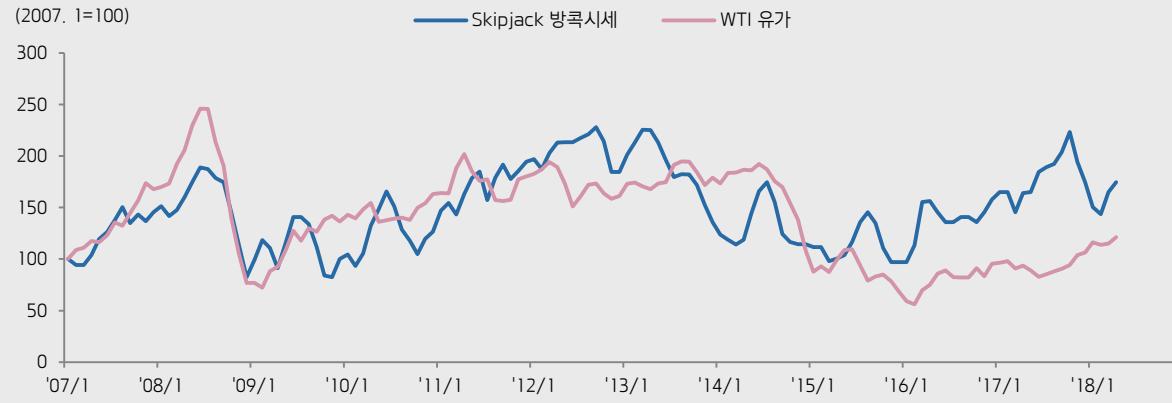
자료: USDA, Bloomberg(Good to Excellent 비중 기준)

4) 이익결정변수 점검: Cost

◎ 참치어가 상승 Cycle의 마무리 단계 진입

- 2016년부터 시작된 참치어가의 상승 Cycle은 올해 마무리 될 가능성이 높음
- 통상 어선 공급의 비탄력성으로 인해, 참치어가의 중기 Cycle은 2~3년 주기로 형성
- 현재 중서부태평양에서 활동하는 선망어선 수는 300척이 넘고, 1위 업체의 어획 점유율은 6%에 불과
- 참치 어획은 사실상 완전경쟁시장이기 때문에, 어선 수가 늘어나면 가격이 재차 하락할 가능성 높음

Skipjack 방콕 시세 vs 유가 상대 비교



자료: Thai Union, Bloomberg

4) 이익결정변수 점검: Cost

증서부태평양 선망어선 수 추이



자료: WCPFC

증서부태평양 Skipjack 어획량 추이



자료: WCPFC

4) 이익결정변수 점검: Cost

◎ 원어투입단가 하락 전환 기대

- 참치어가 상승 Cycle이 마무리 되면서, 2Q18부터 원어투입단가 하락 전환 기대
- 통상 어가 상승기에는 비수기(4분기)에도 강세를 보이나, 작년 4분기는 그렇지 못했음
- 또한, 2분기는 어가의 계절적 상승 구간이나, 올해 5월 Atuna 방콕 시세는 상승하지 못하고, 오히려 하락 우려 제기
- 작년 하반기는 라니냐 이슈로 참치의 공급이 비교적 적었을 것으로 추산. 이로 인해 가격의 high base 형성

◎ 최대 수혜주는 동원F&B

- 국내 참치캔 MS 1위 업체인 동원F&B가 최대 수혜주로 판단. 연간 원어 매입액 1,400억원 수준
- 매입/투입 래깅 감안시, 2Q18부터 원화 강세효과와 함께 원어투입단가 하락 효과가 더해질 전망

월별 Skipjack 방콕시세 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	1,800	1,850	1,900	1,950	1,950	1,900	1,850	1,800	1,750

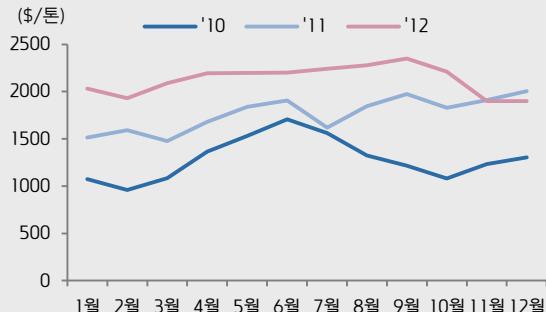
원/달러 환율과 Skipjack 방콕시세의 분기 평균 추이 및 가정

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	1,071	1,079	1,079
(YoY)	9%	6%	-4%	-0%	-4%	-3%	1%	-4%	-7%	-5%	-5%	-3%
선망참치(\$/MT)	1,257	1,503	1,433	1,508	1,633	1,763	2,010	2,033	1,577	1,850	1,933	1,800
(YoY)	14%	36%	0%	44%	30%	17%	40%	35%	-3%	5%	-4%	-11%

자료: 한국은행, Thai Union, Bloomberg(2018년 5월 이후는 당사 가정치)

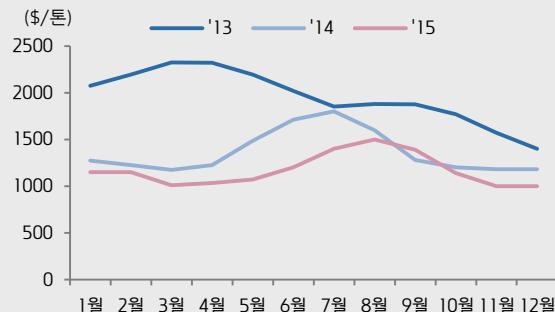
4) 이익결정변수 점검: Cost

Skipjack 방콕시세 추이(2010~12년)



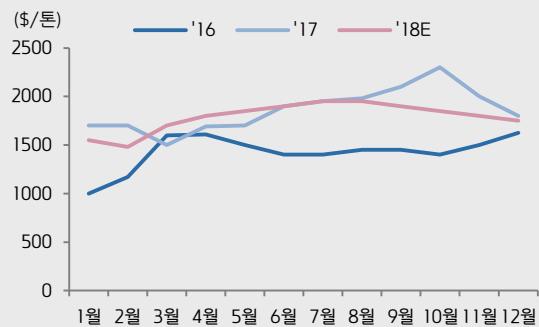
자료: Thai Union

Skipjack 방콕시세 추이(2013~15년)



자료: Thai Union

Skipjack 방콕시세 추이(2016~18년)



자료: Thai Union, 키움증권 리서치(2018년 5월 이후는 당사 가정치)

2018 참치어가 하락 우려 제기

Bangkok tuna prices set to fall

By Matilde Mereghetti | May 18, 2018 09:10 EST



Skipjack tuna prices in Bangkok, Thailand have moved down for the first time in several weeks during recent days, sources told Undercurrent News.

"It seems that the Thai skipjack price is set to fall," one US based trader told Undercurrent News on Thursday. "Traders are now asking \$1,700-1,750 per-metric-ton after the price was at \$1,800-1,825/t last week," he said.

자료: Undercurrent News

5) 이익결정변수 점검: 해외

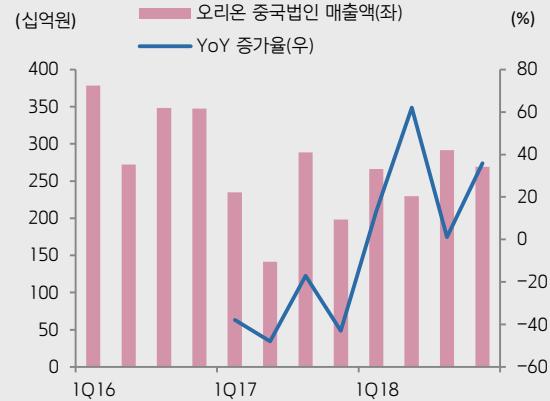
◎ 한중 관계 회복에 따른 실적 개선 기대

- 사드 이슈로 작년 3월부터 중국 관련 소비재의 매출 부진했었음
- 한중 관계 회복되면서 1) 중국 소비자들의 반감이 완화되고, 2) 수출 통관 규제 완화될 것으로 기대
- 이에 따라, 오리온, 조제분유 수출 업체, 라면 수출 업체 등이 수혜를 볼 것으로 기대

◎ 글로벌 라이신 수출 확대 기대

- 대상은 2015년에 백광산업으로부터 라이신 사업부를 양수하고, 원가 경쟁력 제고에 주력
- 1) 당기반의 소재 기술력, 2) 전력비 효율화, 3) 글로벌 네트워크 활용을 통해, 글로벌 라이신 수출을 늘려나가고 있음

오리온 중국 매출 추이 및 전망



자료: 오리온, 키움증권 리서치

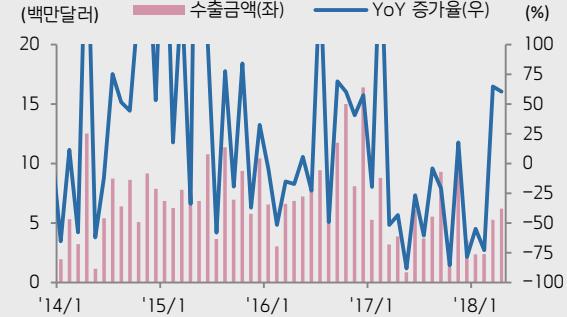
농심 중국 매출 추이 및 전망



자료: 농심, 키움증권 리서치

5) 이익결정변수 점검: 해외

중국向 조제분유 수출액 추이



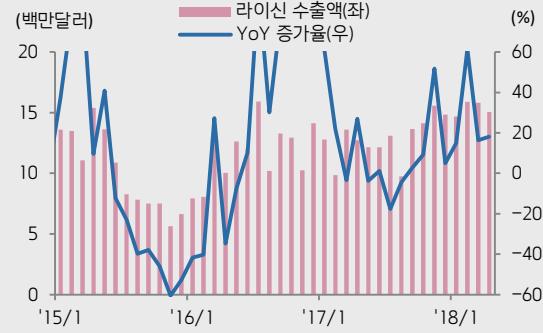
자료: 관세청(출항일 기준)

중국向 라면 수출액 추이



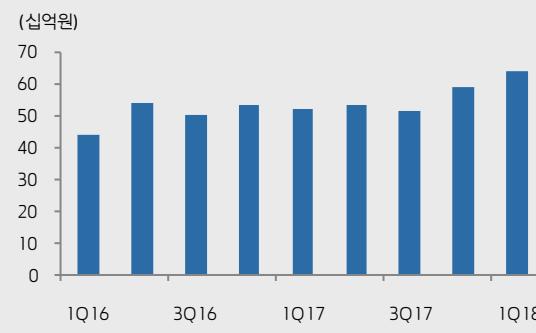
자료: 관세청(출항일 기준)

라이신 수출액 추이



자료: 관세청(출항일 기준)

대상 라이신 매출액 추이



자료: 대상, 키움증권 리서치

5) 이익결정변수 점검: 해외

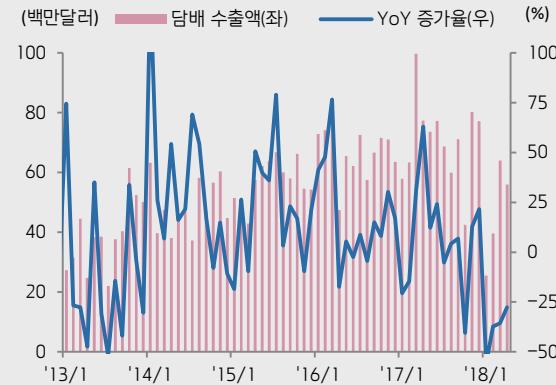
◎ 상반기 KT&G 담배 수출액 부진

- KT&G의 1분기 담배 수출은 전년동기 대비 -44% 역성장
- 4월은 중동 수출 재개에도 불구하고, 신시장 수출 부진으로 전년동기 대비 -28% 역성장(관세청 출항일 기준)
- 수리일 기준 4~5월 담배 수출 데이터 감안 시, 2분기도 역성장 가능성 높은 편

◎ 중동 담배 수출 부진 지속 우려

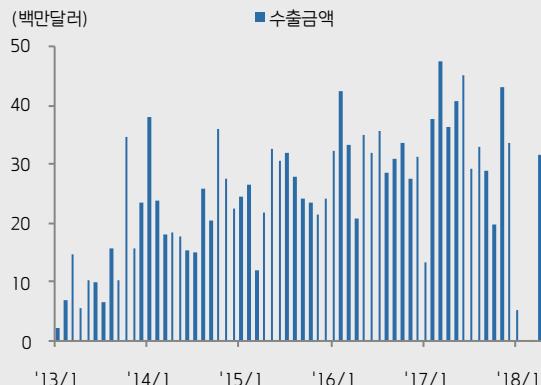
- 1) 미국의 이란 경제 제재, 2) 중동 지역 국가들의 세금 인상으로, 중동 시장 총 수요의 역성장이 심화되고 있음
- KT&G의 전체 담배 수출에서 중동이 차지하는 비중은 50% 수준. 중동 수출 부진으로 전체 수출도 부진할 가능성 있음

일본/호주 제외 담배 수출액 추이



자료: 관세청(출항일 기준)

UAE向 담배 수출액 추이



자료: 관세청(출항일 기준)

6) 이익결정변수 점검: 경쟁강도

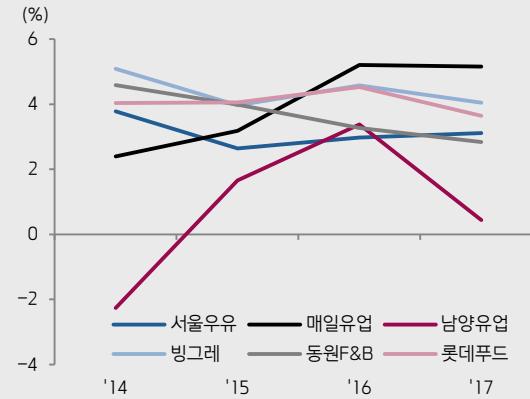
◎ 유가공: 경쟁강도 하락 전망

- 1) 신생아 수 급감, 2) 조제분유 수출 감소로, 지난 해 유가공 업체들의 수익성은 대체로 부진
- 올해 들어, 지나친 할인 판매를 자제하면서, 작년의 수익성 부진을 만회하려는 시도가 이어지고 있음

◎ 주류: 경쟁강도 심화 전망

- 1) 롯데칠성의 마케팅 활동 확대, 2) 수입 맥주 증가세 심화로 국내 맥주 시장의 경쟁강도 심화 전망
- 소주는 영남권 시장에서 점유율 경쟁이 치열한 상황
- 하이트진로의 신제품 “FilLite”의 선전이 돋보이나, 산업 전반의 수익성 하락은 피하기 어려울 전망

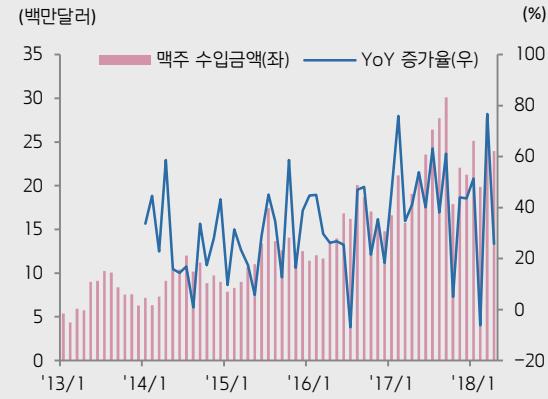
주요 유가공 업체 OPM 추이



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

주: 1) 매일유업은 별도기준, 서울우유는 신용/경제 통합기준, 나머지는 연결기준

맥주 수입액 추이



자료: 관세청(수리일 기준)

Part III 최저임금 이슈 점검



최저임금 이슈 점검

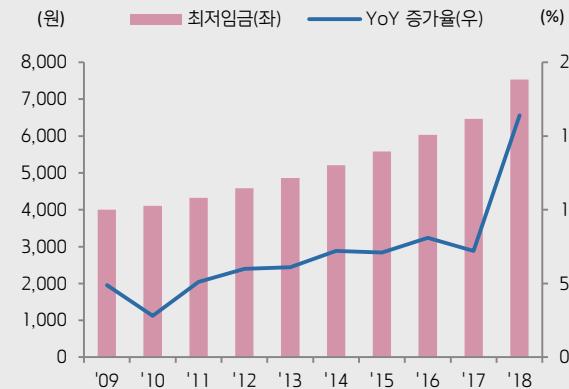
◎ 최저임금의 급격한 상승으로 인건비 상승 우려 심화

- 6~7% 정도의 최저임금 인상률이 올해 16%로 상승하면서, 음식료 업체들의 인건비 상승 우려 심화
- 더불어, 2020년까지 최저임금이 1만원으로 인상될 가능성이 있기 때문에, 이에 대한 시장의 우려 상존
- 만약, 2020년까지 1만원으로 올리려면, 매년 15% 정도 최저임금을 올려나가야 함

◎ 저임금 인력 고용 비중 높은 업체들의 주가 부진

- 작년 7월에 올해 최저임금 인상률이 16%로 확정되었고, 향후 인상률도 15% 정도로 형성될 것이라는 우려가 제기됨
- 이에 따라, 저임금 인력 고용 비중이 높은 편의점, 식자재유통/단체급식 업체들의 주가가 부진하였음
- 인건비 상승으로 인해, 실적 가시성이 하락하면서, EPS와 밸류에이션에 대한 기대치가 내려갔기 때문

한국 최저임금 추이



자료: 최저임금위원회

CVS/식자재유통 업체 주가 추이



자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

최저임금 이슈 점검

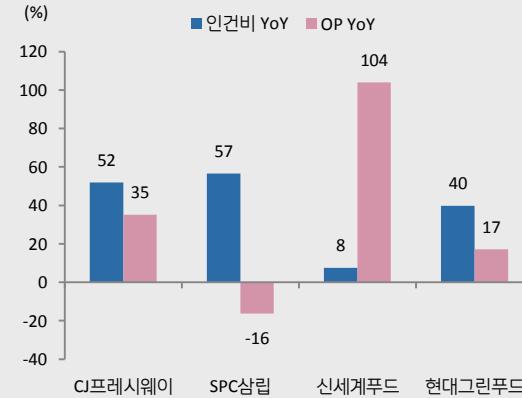
- ◎ 단체급식 판가 인상과 인당 생산성 개선으로 비용 부담 완화
 - 주요 식자재유통 업체들의 인건비 상승은 1) 임금 인상, 2) 인력 충원, 3) 정규직 전환 등에 기인
 - 최저임금 인상으로 저임금 인력의 인건비가 전반적으로 상승하였고, 외형 확대로 인력 충원이 계속되었음
 - 또한, 정규직 전환으로 지급수수료로 나가던 비용이 일부 인건비 성격으로 전환되었음
 - 그럼에도 불구하고, 단체급식 판가 인상률의 상승과 인당 생산성 개선으로 주요 업체들의 영업이익은 증익 기조 지속
- ◎ 하지만 2019년 인건비 상승 부담 우려는 여전
 - 하지만, 2019년에도 최저임금이 15% 정도 인상될 수 있기 때문에, 인건비 상승 부담 우려는 여전히 유효한 상황
 - 올해는 단체급식 판가 인상률을 높여서 방어했으나, 내년에도 이러한 판가 인상이 가능할지에 대해서는 의문이 있음
 - 이러한 인건비 상승은 중장기적으로 대규모 업체들에게 상대적으로 유리하나, 단기적으로는 실적 가시성이 내려가는 이슈
 - 따라서, 단기적인 주가 흐름의 회복 여부는 실적 가시성 확보에 달려 있음

구내식당 식사비 PPI YoY 추이



자료: 통계청

1Q18 인건비 YoY vs OP YoY



자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

주: 1) CJ프레시웨이/SPC삼립은 연결기준. 나머지는 별도기준

최저임금 이슈 점검

CJ프레시웨이 연결기준 실적 분석

(단위: 십억원)	'16	'17	(YoY)	1Q17	1Q18	(YoY)
매출액	2,328	2,504	8%	595	676	14%
원가+판관비	2,307	2,461	7%	590	670	13%
원부재료비	1,856	1,956	5%	474	549	16%
인건비	154	177	15%	40	61	52%
임차료	25	28	12%	5	6	17%
감가상각비	23	27	16%	6	7	9%
운반비	66	70	6%	17	18	5%
지급수수료	129	144	11%	33	14	-57%
기타	53	59	12%	14	15	4%
영업이익	21	44	109%	4	6	35%

자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

SPC삼립 연결기준 실적 분석

(단위: 십억원)	'16	'17	(YoY)	1Q17	1Q18	(YoY)
매출액	1,870	2,066	10%	505	516	2%
원가+판관비	1,805	2,011	11%	492	505	3%
원부재료비	1,176	1,344	14%	333	340	2%
인건비	96	107	11%	25	39	57%
감가상각비	34	35	4%	9	9	3%
지급수수료	115	119	4%	29	27	-4%
임차료	31	34	10%	8	9	12%
기타	353	372	5%	88	81	-9%
영업이익	66	55	-17%	14	11	-16%

자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

신세계푸드 별도기준 실적 분석

(단위: 십억원)	'16	'17	(YoY)	1Q17	1Q18	(YoY)
매출액	1,039	1,186	14%	279	314	13%
원가+판관비	1,017	1,155	14%	273	304	11%
원부재료비	494	585	18%	135	151	11%
운반비	17	20	14%	5	4	-17%
인건비	166	177	7%	44	48	8%
감가상각비	31	34	9%	8	9	2%
지급수수료	219	237	8%	57	64	13%
수도광열비	16	17	9%	4	5	25%
기타	73	84	15%	20	24	20%
영업이익	23	31	36%	5	11	104%

자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

현대그린푸드 별도기준 실적 분석

(단위: 십억원)	'16	'17	(YoY)	1Q17	1Q18	(YoY)
매출액	1,554	1,477	-5%	383	396	3%
원가+판관비	1,492	1,429	-4%	365	375	3%
원부재료비	946	878	-7%	233	217	-7%
인건비	231	233	1%	52	72	40%
감가상각비	17	16	-2%	4	4	-1%
용역비	163	159	-2%	40	42	5%
지급수수료	37	39	5%	10	11	9%
기타	98	103	5%	26	29	12%
영업이익	62	49	-21%	18	21	17%

자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

최저임금 이슈 점검

- ◎ 고용 악화 우려로 최저임금의 실질 인상률이 완화될 가능성 있음
 - 통상 매년 7월에 다음해 최저임금이 결정. 본래 2020년까지 1만원으로 인상할 가능성이 높았음(CAGR +15%)
 - 다만, 최근 김동연 경제부총리를 포함한 주요 인사들이 최저임금의 인상이 고용 여건에 부정적으로 작용했을 것이라 언급
 - 이로 인해, 최저임금 산입범위 개편과 인상 속도 조절에 대한 논의 시작. 따라서, 인건비 부담이 경감될 가능성 제기
- ◎ 최저임금의 실질 인상을 완화는 식자재유통 업체의 실적 가시성을 회복시킬 수 있는 요소
 - 주요 업체들은 대부분의 저임금 인력들을 정규직으로 전환하였기 때문에, 인건비 상승률은 작년보다 둔화될 가능성 높음
 - 더불어, 산입범위 개편과 인상 속도 조절로 최저임금의 실질 인상을 완화된다면, 내년도 실적 가시성은 더욱 높아질 것
 - 이러한 실질 인상률의 완화는 단체급식 업체들의 판가 인상 부담을 완화하고, 내년도 실적 가시성을 회복 시켜줄 것
 - 따라서, 최저임금이 결정되는 올해 7월을 전후로, 식자재유통/단체급식 업체들의 주가 방향성이 변화할 개연성 있음

최저임금 인상률 vs CJ프레시웨이 수익성 변화

단체급식 매출 비중		13%										
매출액 대비 인건비 %		9%(매출원가와 판관비 포함)										
1) 인건비 YoY 증가율	저임금 인력 비중(금액기준)				2) 매출액 대비 인건비 비율의 변화(%p)	저임금 인력 비중(금액기준)						
	40%	50%	60%	70%		40%	50%	60%	70%			
	최저임금 실질 인상률	5%	2%	3%	3%	4%	5%	0.2%p	0.2%p	0.3%p	0.3%p	
		10%	4%	5%	6%	7%		10%	0.4%p	0.5%p	0.5%p	0.6%p
		15%	6%	8%	9%	11%		15%	0.5%p	0.7%p	0.8%p	0.9%p

자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치(1Q18 연결재무제표 기준 수치로 시뮬레이션)

주: 1) 1Q18 CJ프레시웨이 전체 인건비에서 매출원가 항목의 비중은 57% 수준 / 2) 매출액 대비 인건비 비율의 변화는 매출액 증가가 없음을 가정하고 산출

최저임금 이슈 점검

주요 정치권 인사의 최저임금 관련 Comment

구분	최저임금 관련 Comment
김동연 경제부총리	<p>"통계로는 그렇지만 경험이나 직관으로 봄에서는 최저임금 인상이 고용이나 임금에 영향을 미쳤을 것으로 생각한다." (5/16 국회 기획재정위원회)</p> <p>"최저임금 인상의 영향과 시장·사업주의 수용성을 충분히 고려해 (1만원 도달) 목표 연도를 신축적으로 생각했으면 좋겠다." (5/23 부산 BEXCO)</p>
이주열 한국은행 총재	<p>"3개월 연속 취업자 수 증가폭이 10만 명대 초반에 그치고 있어 고용 상황이 부진한 것이 사실... 최저임금을 인상하면 고용이 줄어드는 것은 이론에도 나와 있다" (5/24 금융통화위원회 후 기자간담회)</p>
홍영표 더불어민주당 원내대표	<p>"저희 민주당도 정책 의원총회를 열어 당내에서 다시 한 번 토론을 하고 당론으로 최저임금 산입범위를 정하는 노력을 하겠다" (5/24 국회 정책조정위원회)</p> <p>"기업의 주머니는 정착져 있으므로 기업이나 자영업자의 부담을 완화하고 기업이 성장할 수 있는 환경을 만들어 수익성을 높여줘야 최저임금 인상이 성공할 수 있다" (5/27 연합뉴스 인터뷰)</p>

자료: 언론보도, 키움증권 리서치 정리

최저임금법 개정안

구분	현행	개정안
최저임금 산입범위	기본급	<p>기본급 매월 1회 이상 지급되는 정기 상여금(최저임금의 25% 초과 분(月 39.3만원)만 산입) 중식비/교통비 등 현금성 복리후생비(최저임금의 7% 초과 분(月 11만원)만 산입)</p>
불이익변경금지 원칙	사업주가 상여금 지급 시기 등이 명시된 취업 규칙을 근로자 과반수로 조직된 노조나 근로자 과반수의 동의가 있어야만 변경 가능	사업주가 상여금 총액의 변함이 없이 월 단위로 조개서 지급하는 취업규칙을 변경할 때 과반수의 동의가 아닌 의견 청취 만으로 가능하도록 한 특례 조항 신설

자료: 국회환경노동위원회, 언론보도, 키움증권 리서치 정리

Part IV 업체별 투자전략

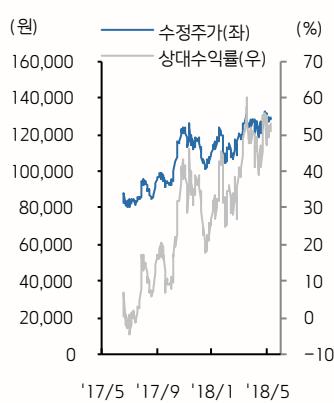


오리온(271560) 돋보이는 제품 경쟁력

BUY (Maintain)

주가(5/25): 130,500원 / TP: 153,000원

KOSPI(5/25)	2,460.80pt
시가총액	51,591억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	135,500원 80,500원
최고/최저가 대비 등락률	-3.69% 62.11%
상대수익률	절대 상대
1M	4.4% 3.9%
6M	15.5% 19.4%
12M	N/A N/A
발행주식수	39,534천주
일평균거래량(3M)	83천주
외국인 지분율	40.39%
배당수익률(18.E)	0.46%
BPS(18.E)	38,097원



◎ 중국 법인 회복 국면 진입

- 사드 기저 효과와 인건비/물류비 등 고정비 절감효과로 중국 법인 수익성 회복 국면 진입
- 1) 신제품 출시(꼬북칩/혼다칩), 2) 신시장 진입(견과류), 3) TT채널 확대로 외형 성장 재개 전망
- 비용 효율화 이후 성장 재개한 한국 법인처럼(2015~16년), 중국 법인도 정상화 궤도 진입할 것으로 전망

◎ 베트남 법인의 돋보이는 성장성

- 제과 시장 고성장(+7~8%) 속에 초코파이 중심으로 점유율 확대 지속
- 10월부터 양산빵 시장 진입을 통해, 신규 성장 동력 마련할 계획

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 15.3만원

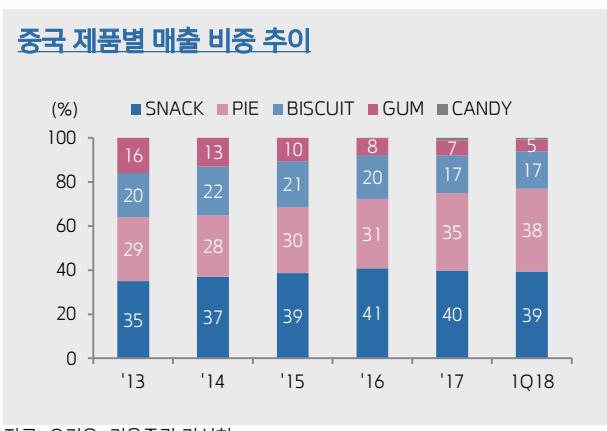
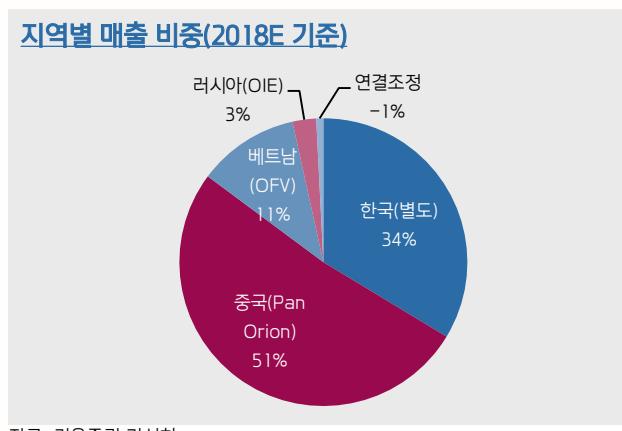
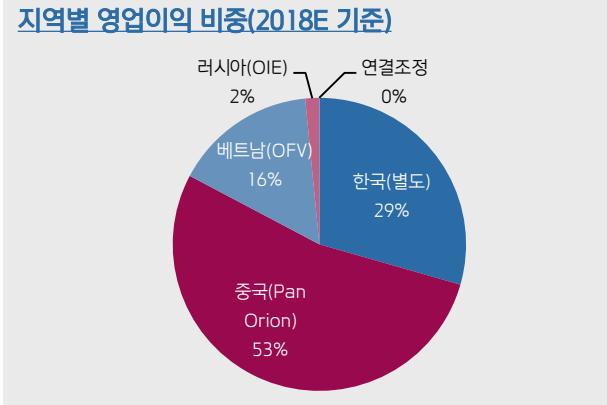
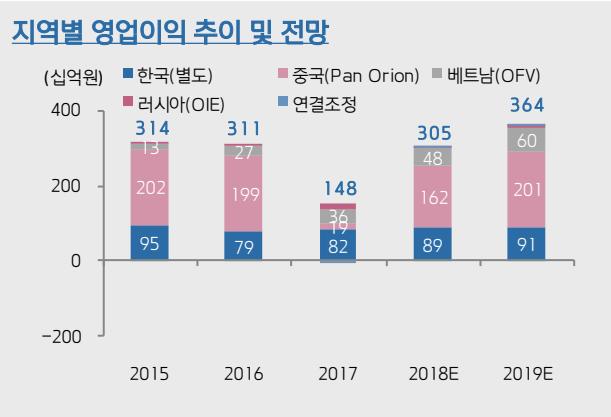
- 사드 이슈에 따른 중국 사업 부진 마무리. 매출 성장을 회복 국면 진입
- 고정비 효율화 이후, 외형 성장 재개하면서 이익 증가율도 돋보일 전망

투자지표, IFRS연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	-	11,172	20,189	21,615	23,053
보고영업이익(억원)	-	1,074	3,046	3,636	4,190
핵심영업이익(억원)	-	1,074	3,046	3,636	4,190
EBITDA(억원)	-	1,732	4,216	4,834	5,423
세전이익(억원)	-	1,051	2,920	3,516	4,075
순이익(억원)	-	767	2,226	2,665	3,089
지배주주지분순이익(억원)	-	756	2,210	2,665	3,089
EPS(원)	-	1,912	5,589	6,740	7,813
증감율(%YoY)	-	N/A	192.3	20.6	15.9
PER(배)	-	54.7	23.3	19.4	16.7
PBR(배)	-	3.2	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA(배)	-	26.8	13.1	11.0	9.4
보고영업이익률(%)	-	9.6	15.1	16.8	18.2
핵심영업이익률(%)	-	9.6	15.1	16.8	18.2
ROE(%)	-	5.7	15.4	16.0	16.0
순부채비율(%)	-	33.3	21.4	7.9	-4.1

오리온(271560) 연결기준 실적 추이 및 전망

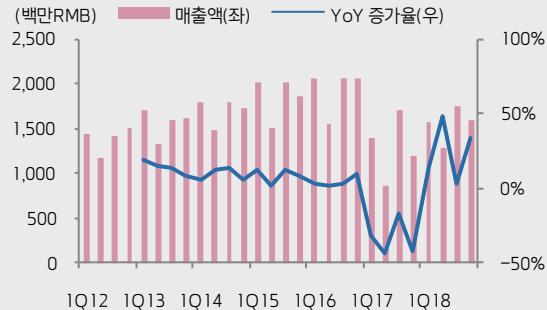
(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	487.7	383.1	522.1	451.0	516.3	453.0	526.8	522.7	1,844.0	2,018.9	2,161.5
(YoY)	-21.9%	-22.6%	-8.3%	-25.1%	5.8%	18.2%	0.9%	15.9%	-19.5%	9.5%	7.1%
한국(별도)	173.3	173.7	169.3	175.3	177.6	171.6	166.8	174.3	691.5	690.3	703.1
(YoY)	-0.3%	4.2%	5.6%	-1.9%	2.5%	-1.2%	-1.4%	-0.6%	1.8%	-0.2%	1.8%
중국(Pan Orion)	234.9	141.5	288.7	198.1	266.3	217.0	298.3	269.0	863.2	1,050.6	1,132.3
(YoY)	-37.9%	-48.0%	-17.1%	-43.0%	13.4%	53.4%	3.3%	35.8%	-35.9%	21.7%	7.8%
베트남(OVF)	61.8	49.0	50.4	61.2	67.4	50.2	51.7	65.8	222.4	235.0	269.8
(YoY)	5.1%	15.6%	10.8%	5.8%	9.0%	2.3%	2.7%	7.5%	8.7%	5.7%	14.8%
러시아(OIE)	17.7	18.9	19.8	20.9	10.8	14.2	16.1	18.1	77.4	59.2	72.7
(YoY)	29.6%	35.3%	28.0%	15.5%	-38.8%	-24.8%	-19.0%	-13.4%	26.4%	-23.4%	22.8%
연결조정	0.0	0.0	-6.0	-4.5	-5.9	0.0	-6.0	-4.5	-10.5	-16.4	-16.4
영업이익	29.7	19.6	78.7	20.3	93.6	52.9	90.5	67.6	148.2	304.6	363.6
(YoY)	-71.6%	-31.0%	-13.2%	-76.9%	215.3%	170.5%	15.0%	233.3%	-52.4%	105.5%	19.4%
(OPM)	6.1%	5.1%	15.1%	4.5%	18.1%	11.7%	17.2%	12.9%	8.0%	15.1%	16.8%
한국(별도)	18.4	23.1	19.4	20.6	24.0	21.5	20.1	23.0	81.6	88.5	90.9
(OPM)	10.6%	13.3%	11.5%	11.8%	13.5%	12.5%	12.0%	13.2%	11.8%	12.8%	12.9%
중국(Pan Orion)	-4.9	-14.1	46.8	-8.5	48.9	20.4	58.5	34.2	19.2	162.0	200.8
(OPM)	-2.1%	-10.0%	16.2%	-4.3%	18.4%	9.4%	19.6%	12.7%	2.2%	15.4%	17.7%
베트남(OVF)	12.0	6.6	9.1	8.6	17.1	9.5	10.1	11.4	36.3	48.1	59.8
(OPM)	19.5%	13.4%	18.1%	14.0%	25.4%	19.0%	19.5%	17.3%	16.3%	20.5%	22.2%
러시아(OIE)	4.1	4.0	4.0	2.1	0.4	1.4	2.5	1.6	14.2	5.9	12.0
(OPM)	23.2%	21.2%	20.3%	9.9%	4.0%	10.1%	15.4%	8.7%	18.4%	10.0%	16.5%
연결조정	0.0	0.0	-0.6	-2.4	3.2	0.0	-0.6	-2.4	-3.1	0.1	0.1
세전이익			79.6	17.7	87.5	50.7	88.7	65.1		293.4	352.8
당기순이익			60.7	10.7	67.5	38.4	67.2	49.4		223.6	267.4
지배주주순이익			59.1	11.2	65.9	38.4	67.2	49.4		222.0	267.4
(YoY)							13.8%	339.1%			20.4%
현지 통화 기준 매출 성장률											
중국(Pan Orion)	-32.3%	-43.9%	-17.2%	-42.2%	13.0%	48.1%	2.7%	33.6%	-33.2%	20.2%	7.5%
베트남(OVF)	12.4%	33.1%	20.3%	14.7%	22.2%	13.9%	13.9%	16.8%	18.7%	17.0%	14.0%
러시아(OIE)	6.7%	21.6%	15.6%	11.1%	-36.2%	-15.0%	-10.0%	-5.0%	13.5%	-15.7%	25.0%

오리온(271560) Key Charts



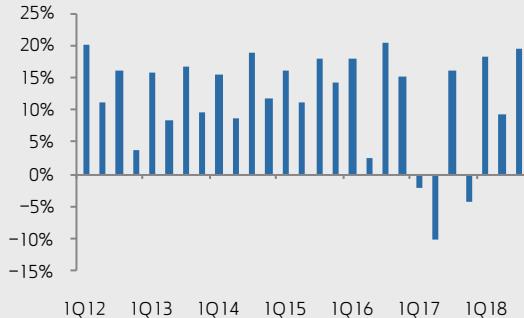
오리온(271560) Key Charts

중국 법인 매출액 추이 및 전망(현지통화 기준)



자료: 오리온, 키움증권 리서치

중국법인 OPM 추이 및 전망



자료: 오리온, 키움증권 리서치

중국 신제품: 꼬복칩(浪里个浪)



¥7.90

자료: Tmall

중국 신제품: 혼다진(混搭脆)



¥6.50

자료: Tmall

오리온(271560) 연결기준 추정 재무제표

포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	-	11,172	20,189	21,615	23,053
매출원가	-	5,935	11,148	11,618	12,090
매출총이익	-	5,237	9,040	9,998	10,963
판매비율(부문별)	-	4,163	5,994	6,361	6,773
영업이익(보고)	-	1,074	3,046	3,636	4,190
영업이익(핵심)	-	1,074	3,046	3,636	4,190
영업외수익	-	-24	-126	-121	-116
이자수익	-	44	76	81	87
법인세비용	-	0	0	0	0
외화이익	-	65	0	0	0
이자비용	-	116	202	202	202
외환손실	-	41	0	0	0
관계기업지분법손익	-	-3	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-	42	0	0	0
금융상품평가및기금이익	-	-6	0	0	0
기타	-	-9	0	0	0
법인세차감전이익	-	1,051	2,920	3,516	4,075
법인세비용	-	284	695	851	986
유로법인세율 (%)	-	27.0%	23.8%	24.2%	24.2%
당기순이익	-	767	2,226	2,665	3,089
지배주주지분순이익(억원)	-	756	2,210	2,665	3,089
EBITDA	-	1,732	4,216	4,834	5,423
현금순이익(Cash Earnings)	-	1,425	3,395	3,863	4,322
수정당기순이익	-	740	2,226	2,665	3,089
증감률(% YoY)	-				
매출액	-	N/A	80.7	7.1	6.7
영업이익(보고)	-	N/A	183.6	19.4	15.2
영업이익(핵심)	-	N/A	183.6	19.4	15.2
EBITDA	-	N/A	143.4	14.7	12.2
지배주주지분 당기순이익	-	N/A	192.3	20.6	15.9
EPS	-	N/A	192.3	20.6	15.9
수정순이익	-	N/A	200.6	19.7	15.9

현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-	1,932	2,977	3,761	4,219
당기상이익	-	767	2,226	2,665	3,089
기타상각비	-	642	1,143	1,174	1,208
무형자산상각비	-	16	27	24	25
외환손익	-	-29	0	0	0
자산처분손익	-	89	0	0	0
지분법손익	-	3	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-	281	-418	-101	-102
기타	-	163	0	0	0
투자활동현금흐름	-	-170	-2,259	-1,763	-1,847
투자자산의 처분	-	549	-659	-83	-83
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	-884	-190	-193
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	23	47	44
현금및현금성자산의 순증가	-	183	-167	1,809	2,179
기초현금및현금성자산	-	833	1,016	849	2,658
기말현금및현금성자산	-	1,016	849	2,658	4,837
Gross Cash Flow	-	1,651	3,395	3,863	4,322
Op Free Cash Flow	-	815	1,473	2,173	2,543

재무상태표

12월 결산, IFRS 연결					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	-	4,575	5,142	7,254	9,738
현금및현금성자산	-	1,016	849	2,658	4,837
유동금융자산	-	509	1,171	1,254	1,337
매출채권및유동채권	-	1,457	1,787	1,913	2,040
재고자산	-	1,507	1,302	1,395	1,487
기타유동금융자산	-	85	32	35	37
비유동자산	-	18,005	18,431	18,946	19,510
장기매출채권및기타비유동채권	-	467	464	497	530
투자자산	-	242	239	239	239
유형자산	-	16,728	17,185	17,691	18,247
무형자산	-	524	497	473	448
기타비유동자산	-	45	45	45	45
자산총계	-	22,580	23,573	26,200	29,248
유동부채	-	5,230	4,212	4,364	4,517
매입채무및기타유동채무	-	2,316	2,019	2,162	2,305
단기차입금	-	1,044	1,044	1,044	1,044
유동성장기차입금	-	1,659	989	989	989
기타유동부채	-	210	160	169	179
비유동부채	-	3,901	3,923	3,971	4,015
장기매입채무및비유동채무	-	1	0	0	0
사채및장기차입금	-	3,294	3,294	3,294	3,294
기타비유동부채	-	606	629	676	720
부채총계	-	9,131	8,135	8,335	8,532
자본금	-	198	198	198	198
주식발행초과금	-	5,981	5,981	5,981	5,981
이익잉여금	-	762	2,741	5,174	8,030
기타자본	-	6,141	6,141	6,141	6,141
지배주주지분차본총계	-	13,082	15,061	17,494	20,351
비지배주주지분차본총계	-	367	376	371	366
자본총계	-	13,449	15,437	17,865	20,716
순자본금	-	4,472	3,307	4,146	-847
총차입금	-	5,997	5,327	5,327	5,327

투자지표

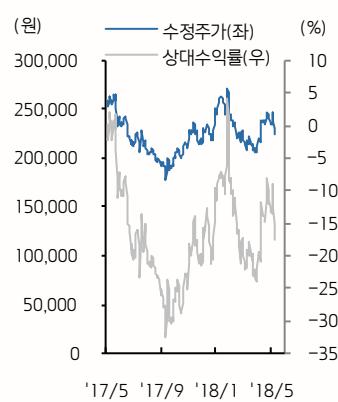
12월 결산, IFRS 연결					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당기포(원)	-	1,912	5,589	6,740	7,813
EPS	-	33,092	38,097	44,252	51,478
BPS	-	4,382	10,663	12,229	13,718
주당EBITDA	-	3,604	8,587	9,771	10,932
CFPS	-	600	600	600	600
DPS	-				
주가배수(배)	-				
PER	-	54.7	23.3	19.4	16.7
PBR	-	3.2	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA	-	26.8	13.1	11.0	9.4
PCF	-	29.0	15.2	13.4	11.9
수익성(%)	-				
영업이익률(보고)	-	9.6	15.1	16.8	18.2
영업이익률(핵심)	-	9.6	15.1	16.8	18.2
EBITDA margin	-	15.5	20.9	22.4	23.5
순이익률	-	6.9	11.0	12.3	13.4
자기자본이익률(ROE)	-	5.7	15.4	16.0	16.0
투하자본이익률(ROIC)	-	4.4	12.6	14.4	16.1
안정성(%)	-				
부채비율	-	67.9	52.7	46.7	41.2
순자본금비율	-	33.3	21.4	7.9	-4.1
이자보상倍율(배)	-	9.3	15.0	18.0	20.7
활동성(배)	-				
매출채권회전율	-	7.7	12.4	11.7	11.7
재고자산회전율	-	7.4	14.4	16.0	16.0
매입채무회전율	-	4.8	9.3	10.3	10.3

동원F&B(049770) 전성기를 앞두다

BUY (Maintain)

주가(5/25): 224,000원/TP: 300,000원

KOSPI(5/25)	2,460.80pt
시가총액	8,644억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	271,500원 177,000원
최고/최저가 대비 등락률	-17.50% 26.55%
상대수익률	절대 상대
1M	-5.9% -6.3%
6M	-1.1% 2.3%
12M	-13.3% -17.5%
발행주식수	3,859천주
일평균거래량(3M)	6천주
외국인 지분율	5.18%
배당수익률(18.E)	1.12%
BPS(18.E)	165,474원



◎ 원어투입단가 하락 효과 기대

- 참치어가 상승 Cycle 마무리 되면서, 2Q 18부터 원어투입단가 하락하고, 내년까지 효과 극대화 전망
- 연간 참치원어 매입액 1,400억원 수준. 원어투입단가 하락은 실적 가시성 확보에 매우 긍정적

◎ 주력 제품 ASP 회복을 통한 수익성 제고 기대

- 캔햄/냉동만두는 경쟁사의 판가 인상으로 인해, 동사도 가격을 인상할 가능성이 높아졌음
- 2014년부터 점유율을 확대한 유가공 부문은 산업 경쟁강도가 내려가면서 영업레버리지 극대화 가능할 것

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 30만원

- 원어투입단가 하락으로 EPS와 PER이 동시에 상승하는 국면에 진입할 것
- 주력 제품의 ASP 회복을 통해, 일반식품 부문의 수익성 개선 전망

투자지표, IFRS연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	22,413	25,526	28,022	30,271	32,679
보고영업이익(억원)	733	724	811	959	1,051
핵심영업이익(억원)	733	724	811	959	1,051
EBITDA(억원)	1,120	1,153	1,258	1,408	1,484
세전이익(억원)	648	673	743	895	989
순이익(억원)	504	514	564	678	750
지배주주순이익(억원)	503	514	551	678	750
EPS(원)	13,044	13,313	14,291	17,574	19,433
증감률(%YoY)	-11.4	2.1	7.3	23.0	10.6
PER(배)	15.2	17.6	15.7	12.7	11.5
PBR(배)	1.4	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	7.9	10.9	9.8	8.6	8.1
보고영업이익률(%)	3.3	2.8	2.9	3.2	3.2
핵심영업이익률(%)	3.3	2.8	2.9	3.2	3.2
ROE(%)	9.4	9.0	9.2	10.1	10.3
순부채비율(%)	22.0	58.9	55.4	49.6	43.9

동원F&B(049770) 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	632.7	588.8	732.3	598.8	704.9	645.6	782.8	668.9	2,552.6	2,802.2	3,027.1
(YoY)	12.2%	15.4%	15.3%	12.5%	11.4%	9.7%	6.9%	11.7%	13.9%	9.8%	8.0%
일반식품	424.7	348.3	461.9	342.3	445.6	368.4	484.9	361.0	1,577.2	1,659.9	1,742.6
(YoY)	7.3%	7.4%	7.6%	5.9%	4.9%	5.8%	5.0%	5.5%	7.1%	5.2%	5.0%
조미유통	187.6	201.7	229.2	216.9	216.5	237.6	255.7	267.3	835.3	977.1	1,116.9
(YoY)	21.8%	22.3%	24.8%	15.9%	15.4%	17.8%	11.6%	23.2%	21.1%	17.0%	14.3%
사료	20.3	38.8	40.9	39.3	42.5	39.7	41.8	40.1	139.3	164.1	167.6
(YoY)	47.3%	83.6%	84.3%	79.1%	109.1%	2.2%	2.2%	2.2%	76.2%	17.8%	2.2%
매출총이익	170.3	139.8	180.1	127.2	170.0	154.2	191.3	145.1	617.5	660.6	718.3
(GPM)	26.9%	23.7%	24.6%	21.2%	24.1%	23.9%	24.4%	21.7%	24.2%	23.6%	23.7%
판관비	140.3	131.1	150.3	123.5	147.2	141.3	156.9	134.2	545.2	579.5	622.4
(판관비율)	22.2%	22.3%	20.5%	20.6%	20.9%	21.9%	20.0%	20.1%	21.4%	20.7%	20.6%
영업이익	30.1	8.7	29.8	3.7	22.9	12.9	34.4	10.9	72.4	81.1	95.9
(YoY)	8.4%	-25.5%	5.7%	-33.7%	-24.0%	48.4%	15.2%	192.5%	-1.3%	12.1%	18.3%
(OPM)	4.8%	1.5%	4.1%	0.6%	3.2%	2.0%	4.4%	1.6%	2.8%	2.9%	3.2%
일반식품	24.0	3.3	20.2	-2.6	17.8	7.3	25.2	3.2	44.9	53.6	67.2
(OPM)	5.7%	0.9%	4.4%	-0.8%	4.0%	2.0%	5.2%	0.9%	2.8%	3.2%	3.9%
조미유통	5.5	6.9	8.4	5.9	4.9	6.9	7.8	7.0	26.7	26.7	28.0
(OPM)	2.9%	3.4%	3.7%	2.7%	2.3%	2.9%	3.1%	2.6%	3.2%	2.7%	2.5%
사료	-0.2	-0.2	0.9	0.7	-0.5	0.0	0.9	1.0	1.2	1.4	1.4
(OPM)	-1.0%	-0.4%	2.1%	1.8%	-1.2%	0.0%	2.2%	2.5%	0.9%	0.8%	0.8%
세전이익	30.6	4.3	27.2	5.3	20.6	11.3	32.9	9.7	67.3	74.3	89.5
당기순이익	23.7	2.6	20.9	4.1	15.7	8.5	24.9	7.3	51.4	56.4	67.8
지배주주순이익	23.7	2.5	20.9	4.2	15.7	8.5	24.9	6.0	51.4	55.1	67.8
(YoY)	16.9%	-68.4%	-6.4%	흑전	-33.9%	235.9%	18.9%	44.5%	2.1%	7.3%	23.0%

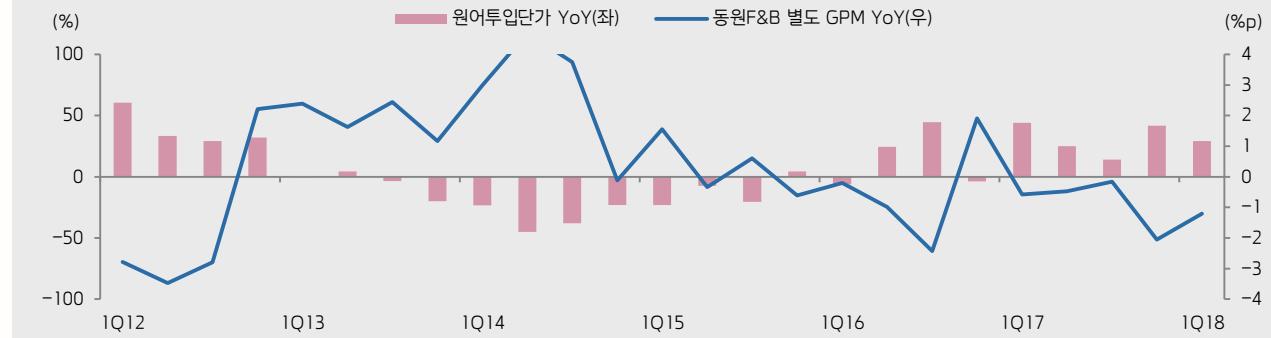
동원F&B(049770) Key Charts

원어투입단가 및 원/달러 환율 추이 및 가정

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	1,800	1,850	1,900	1,950	1,950	1,900	1,850	1,800	1,750
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	1,071	1,079	1,079
(YoY)	9%	6%	-4%	-0%	-4%	-3%	1%	-4%	-7%	-5%	-5%	-3%
선망참치(\$/MT)	1,257	1,503	1,433	1,508	1,633	1,763	2,010	2,033	1,577	1,850	1,933	1,800
(YoY)	14%	36%	0%	44%	30%	17%	40%	35%	-3%	5%	-4%	-11%

자료: 한국은행, Thai Union, 키움증권 리서치

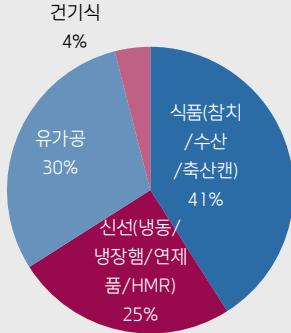
원어투입단가 vs 동원F&B 별도기준 GPM



자료: Thai Union, 동원F&B, 키움증권 리서치

동원F&B(049770) Key Charts

동원F&B 별도기준 매출 비중



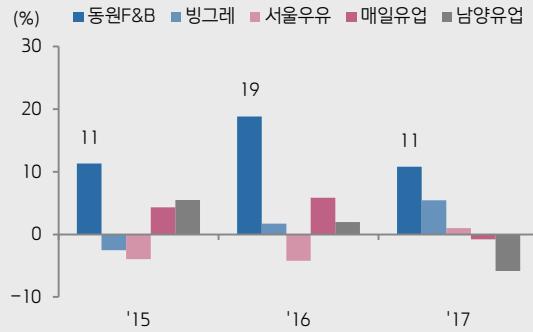
자료: 동원F&B(2017년 기준)

동원F&B 주요 품목 MS 현황



자료: 동원F&B(2017년 기준)

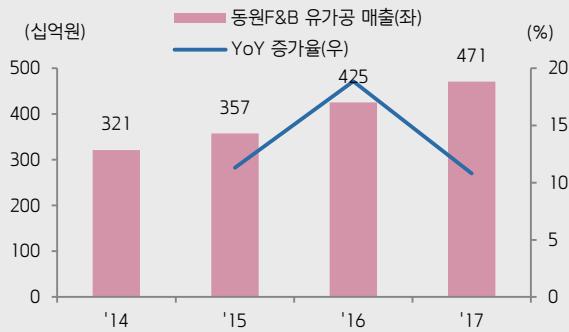
주요 유가공업체 매출 성장을 추이



자료: 각사자료, 키움증권 리서치

주: 1) 매일유업은 별도기준, 서울우유는 경제사업 기준
동원F&B는 유가공부문 기준, 나머지는 연결기준

동원F&B 유가공 부문 매출액 추이



자료: 동원F&B

동원F&B(049770) 연결기준 추정 재무제표

포괄손익계산서

	(단위: 억원)				
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	22,413	25,526	28,022	30,271	32,679
매출원가	16,554	19,351	21,415	23,088	24,956
매출총이익	5,859	6,175	6,606	7,183	7,724
판매비율(반관리비)	5,126	5,452	5,795	6,224	6,673
영업이익(보고)	733	724	811	959	1,051
영업이익(핵심)	733	724	811	959	1,051
영업외이익	-85	-50	-67	-65	-62
이자수익	12	13	10	11	12
법인세비용	1	22	25	27	29
외화이익	31	40	32	30	29
이자비용	62	96	102	102	102
외환손실	40	24	32	31	29
판계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	17	9	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-2	0	0	0
기타	-43	-15	0	0	0
법인세차감전이익	648	673	743	895	989
법인세비용	144	159	179	217	239
유조법인세율 (%)	22.2%	23.7%	24.1%	24.2%	24.2%
당기순이익	504	514	564	678	750
지배주주지분순이익(억원)	503	514	551	678	750
EBITDA	1,120	1,153	1,258	1,408	1,484
현금순이익(Cash Earnings)	892	943	1,012	1,127	1,183
수정당기순이익	491	508	564	678	750
증감률(% YoY)					
매출액	16.1	13.9	9.8	8.0	8.0
영업이익(보고)	-4.9	-1.3	12.1	18.3	9.5
영업이익(핵심)	-4.9	-1.3	12.1	18.3	9.5
EBITDA	-1.7	2.9	9.2	11.9	5.4
지배주주지분 당기순이익	-11.4	2.1	7.3	23.0	10.6
EPS	-11.4	2.1	7.3	23.0	10.6
수정순이익	-14.4	3.4	11.1	20.1	10.6

현금흐름표

	(단위: 억원)				
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,046	497	743	880	919
당기순이익	504	514	564	678	750
기타상각비	369	408	428	430	415
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	-246	-222	-238
기타	46	190	-23	-25	-27
투자활동현금흐름	-544	-2,329	-743	-739	-742
투자자산의 처분	6	-1,186	-43	-39	-42
유형자산의 처분	54	25	0	0	0
유형자산의 취득	-394	-903	-700	-700	-700
무형자산의 처분	-33	-15	0	0	0
기타	-177	-251	0	0	0
재무활동현금흐름	-174	1,801	146	-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	36	28	27
현금및현금성자산의 순증가	330	-34	146	73	108
기초현금및현금성자산	354	684	650	796	869
기말현금및현금성자산	684	650	796	869	977
Gross Cash Flow	977	1,154	990	1,102	1,156
Op Free Cash Flow	600	-594	117	254	292

재무상태표

	(단위: 억원)				
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,687	6,291	6,988	7,558	8,198
현금및현금성자산	684	650	796	869	977
유동금융자산	41	83	91	98	106
매출채권및유동채권	2,162	2,519	2,765	2,987	3,224
재고자산	2,800	3,039	3,337	3,604	3,891
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5,167	7,401	7,730	8,055	8,400
장기매출채권및기타비유동채권	209	195	215	232	250
투자자산	326	1,611	1,669	1,725	1,786
유형자산	3,880	4,842	5,115	5,385	5,670
무형자산	752	747	727	708	689
기타비유동자산	0	5	5	5	5
자산총계	10,854	13,691	14,718	15,612	16,598
유동부채	4,535	4,034	4,547	4,823	5,119
매입채무및기타유동채무	2,991	3,032	3,328	3,595	3,881
단기차입금	333	674	0	0	0
유동성장기차입금	1,118	219	1,100	1,100	1,100
기타유동부채	93	109	119	129	138
비유동부채	800	3,725	3,770	3,807	3,843
장기매입채무및비유동채무	16	100	110	119	128
사채및장기차입금	490	3,333	3,333	3,333	3,333
기타비유동부채	294	292	328	356	383
부채총계	5,335	7,759	8,317	8,630	8,963
자본금	193	193	193	193	193
주식발행초과금	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001
이익잉여금	4,372	4,790	5,245	5,827	6,480
기타자본	-49	-53	-53	-53	-53
지배주주지분차본총계	5,517	5,931	6,386	6,968	7,621
지배주주지분차본총계	2	2	15	14	14
자본총계	5,519	5,932	6,401	6,982	7,636
차자입금	1,216	3,493	3,545	3,465	3,350
총차입금	1,941	4,226	4,432	4,432	4,432

투자지표

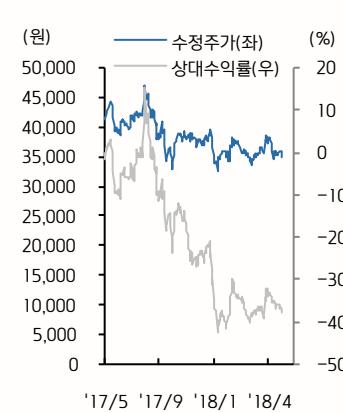
	(단위: 원, 배, %)				
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당기포(원)					
EPS	13,044	13,313	14,291	17,574	19,433
BPS	142,964	153,682	165,474	189,553	197,491
주당EBITDA	29,034	29,871	32,609	36,488	38,455
CFPS	23,103	24,431	26,223	29,203	30,655
DPS	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	15.2	17.6	15.7	12.7	11.5
PBR	1.4	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.9	10.9	9.8	8.6	8.1
PCFR	8.6	9.6	8.5	7.7	7.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.3	2.8	2.9	3.2	3.2
영업이익률(핵심)	3.3	2.8	2.9	3.2	3.2
EBITDA margin	5.0	4.5	4.5	4.7	4.5
순이익률	2.2	2.0	2.0	2.2	2.3
자기자본이익률(ROE)	9.4	9.0	9.2	10.1	10.3
투하자본이익률(ROIC)	9.3	8.1	7.9	8.8	9.1
안정성(%)					
부채비율	96.7	130.8	130.0	123.6	117.4
순자기자본비율	22.0	58.9	55.4	49.6	43.9
이자보상배율(배)	11.9	7.5	8.0	9.4	10.3
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

CJ프레시웨이(051500) 변화의 소용돌이를 이겨내다

BUY (Maintain)

주가(5/25): 35,100원/TP: 53,000원

KOSDAQ(5/25)	868.35pt
시가총액	4,167억원
52주 주가동향	최고가 47,250원 최저가 32,700원
최고/최저가 대비 등락률	-25.71% 7.34%
상대수익률	절대 상대 1M -5.9% -5.7% 6M -9.1% -17.0% 12M -16.1% -37.9%
발행주식수	11,872천주
일평균거래량(3M)	21천주
외국인 지분율	15.62%
배당수익률(18.E)	0.57%
BPS(18.E)	14,929원



◎ 식자재유통 사업의 구조 개선 지속

- 기준에 수주한 외식 브랜드들의 거래처 증가로 취급고 성장 흐름 지속 전망
- 외형 성장 속에 효율적인 재고 관리가 이뤄지면서, 수익성 개선 흐름 지속 전망
- 중장기적으로 취급고 규모가 확대되면서, 물류 운영 효율성은 점차 개선될 전망

◎ 인당 생산성 개선을 통해 인건비 상승 우려 극복 중

- 최저임금 인상에 따른 비용 부담을 인당 생산성 개선과 단체급식 판가 인상을 통해 극복할 계획
- 1) 인력 재배치, 2) 자동화 설비 투자, 3) 센트럴 키친 도입을 통해 인당 생산성 제고할 계획

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 5.3만원

- 중장기적으로 식자재유통 부문의 규모 확대를 통해, 시장 지배력 확대 계획
- 만약, 정부 정책 변화로 내년도 최저임금의 실질 인상률이 완화되면, 실적 가시성 회복 가능

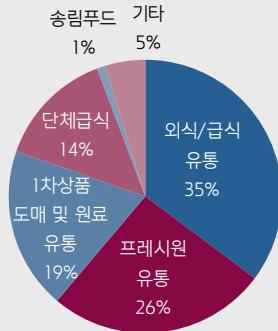
투자지표, IFRS연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	23,279	25,044	28,753	31,033	33,329
보고영업이익(억원)	210	439	515	639	730
핵심영업이익(억원)	210	439	515	639	730
EBITDA(억원)	443	708	797	925	1,024
세전이익(억원)	-50	12	319	425	518
순이익(억원)	-58	12	243	322	393
지배주주지분순이익(억원)	-47	-15	211	286	346
EPS(원)	-393	-129	1,775	2,407	2,919
증감율(%YoY)	N/A	N/A	N/A	35.6	21.3
PER(배)	-99.1	-307.7	19.8	14.6	12.0
PBR(배)	2.4	2.6	2.4	2.0	1.8
EV/EBITDA(배)	17.9	-1.9	9.2	7.6	6.6
보고영업이익률(%)	0.9	1.8	1.8	2.1	2.2
핵심영업이익률(%)	0.9	1.8	1.8	2.1	2.2
ROE(%)	-2.6	0.5	10.3	12.9	13.9
순부채비율(%)	87.4	101.7	107.7	87.9	68.1

CJ프레시웨이(051500) 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 심억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	594.8	634.6	662.0	612.9	675.8	714.0	751.1	734.4	2,504.4	2,875.3	3,103.3
(YoY)	11.0%	6.3%	9.2%	4.1%	13.6%	12.5%	13.5%	19.8%	7.6%	14.8%	7.9%
식자재 유통	488.0	508.7	529.5	486.4	554.3	572.3	605.3	578.6	2,012.5	2,310.5	2,449.4
(YoY)	8.0%	3.1%	4.4%	0.5%	13.6%	12.5%	14.3%	18.9%	3.9%	14.8%	6.0%
외식/급식 유통	236.6	253.5	245.5	146.5	209.9	220.8	217.4	211.8	882.1	860.0	920.2
(YoY)	9.9%	5.4%	3.4%	-37.8%	-11.3%	-12.9%	-11.4%	44.6%	-5.0%	-2.5%	7.0%
프레시원 유통	148.4	157.3	172.6	171.5	161.1	173.0	188.1	186.9	649.8	709.2	773.0
(YoY)	12.5%	7.2%	12.1%	10.0%	8.6%	10.0%	9.0%	9.0%	10.4%	9.1%	9.0%
1차상품 도매 및 원료 유통	102.9	97.9	111.4	168.4	183.3	178.5	199.8	179.8	480.6	741.3	756.1
(YoY)	-1.7%	-7.8%	-3.8%	81.7%	78.1%	82.3%	79.3%	6.8%	14.6%	54.2%	2.0%
단체급식	75.3	90.4	94.1	88.0	84.6	100.6	100.1	104.7	347.8	390.0	426.1
(YoY)	11.1%	10.0%	12.2%	6.5%	12.4%	11.3%	6.4%	19.0%	9.9%	12.1%	9.3%
기타	31.6	35.5	38.5	38.5	37.0	41.0	45.7	51.1	144.1	174.9	227.8
(YoY)	95.4%	65.3%	150.0%	76.6%	17.1%	15.6%	18.7%	32.8%	92.5%	21.4%	30.3%
매출총이익	77.0	90.6	96.9	88.5	76.6	96.2	100.7	94.9	353.0	368.5	403.3
(GPM)	12.9%	14.3%	14.6%	14.4%	11.3%	13.5%	13.4%	12.9%	14.1%	12.8%	13.0%
판관비	72.5	76.6	82.0	78.0	70.6	79.3	84.8	82.4	309.1	317.0	339.4
(판관비율)	12.2%	12.1%	12.4%	12.7%	10.4%	11.1%	11.3%	11.2%	12.3%	11.0%	10.9%
영업이익	4.5	14.0	14.9	10.5	6.0	16.9	15.9	12.6	43.9	51.5	63.9
(OPM)	0.75%	2.21%	2.25%	1.72%	0.89%	2.37%	2.12%	1.71%	1.75%	1.79%	2.06%
세전이익	0.7	8.7	-10.1	2.0	2.2	11.8	10.7	7.3	1.2	31.9	42.5
당기순이익	0.6	7.0	-7.3	0.9	1.7	8.9	8.1	5.5	1.2	24.3	32.2
지배주주순이익	0.0	6.3	-8.2	0.4	1.0	8.2	7.2	4.7	-1.5	21.1	28.6
(YoY)	적전	101.4%	적전	흑전	흑전	30.5%	흑전	1072.2%	적지	흑전	35.6%

CJ프레시웨이(051500) Key Charts

2017년 기준 매출 Mix



자료: CJ프레시웨이

음식점/주점업 소매판매액 지수 YoY 증가율 추이(3MA)



자료: 통계청, 키움증권 리서치

식자재유통 거래처 수 증가율 추이



자료: CJ프레시웨이

재고자산 회전율 추이

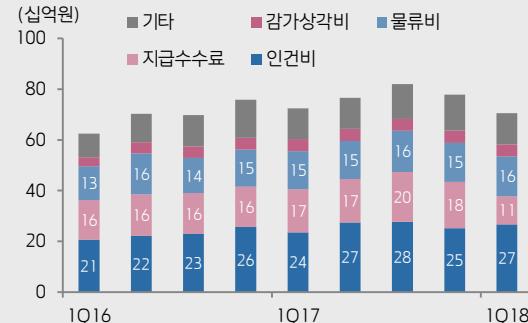


자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

주: 1) 재고자산 회전율=(당분기 매출액/전분기말과 당분기말 재고자산의 평균)*4

CJ프레시웨이(051500) Key Charts

연결기준 판관비 항목별 추이



자료: CJ프레시웨이

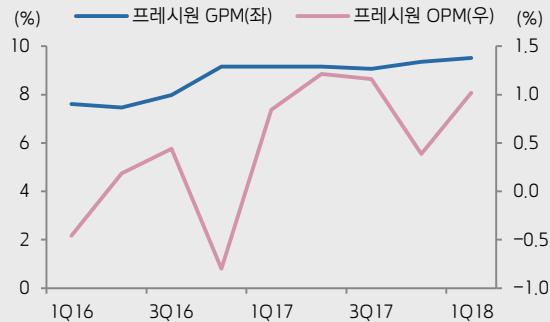
주요 판관비 항목별 YoY 증가율 추이



자료: CJ프레시웨이

주: 1) 1Q18 지급수수료의 감소는 회계기준 변경 영향임. 실질증가율은 13% 수준

프레시원 수익성 추이



자료: CJ프레시웨이

송립푸드 매출액 및 영업이익 추이



자료: CJ프레시웨이

CJ프레시웨이(051500) 연결기준 추정 재무제표

포괄손익계산서

	(단위: 억원)				
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	23,279	25,044	28,753	31,033	33,329
매출원가	20,284	21,514	25,068	26,999	28,959
매출총이익	2,995	3,530	3,685	4,033	4,369
판매비밀반관리비	2,785	3,091	3,170	3,394	3,640
영업이익(보고)	210	439	515	639	730
영업이익(핵심)	210	439	515	639	730
영업외이익	-260	-426	-195	-215	-211
이자수익	5	11	11	11	12
법인세비용	0	0	0	0	0
외화이익	24	75	0	0	0
이자비용	57	73	80	80	80
외환손실	41	16	0	0	0
판계기법지분법손익	0	-1	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-7	-4	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	3	-266	-120	0	0
기타	-188	-153	-127	-146	-144
법인세차감전이익	-50	12	319	425	518
법인세비용	9	0	76	103	125
유동법인세율 (%)	-17.4%	2.0%	24.0%	24.2%	24.2%
당기순이익	-58	12	243	322	393
지배주지분순이익(억원)	-47	-15	211	286	346
EBITDA	443	708	797	925	1,024
현금순이익(Cash Earnings)	174	281	525	607	687
수정당기순이익	-53	277	243	322	393
증감율(% YoY)					
매출액	12.3	7.6	14.8	7.9	7.4
영업이익(보고)	-33.2	108.7	17.3	24.2	14.2
영업이익(핵심)	-33.2	108.7	17.3	24.2	14.2
EBITDA	-10.4	59.8	12.6	16.1	10.8
지배주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	35.6	21.3
EPS	N/A	N/A	N/A	35.6	21.3
수정순이익	N/A	N/A	-12.2	32.6	22.1

현금흐름표

	(단위: 억원)				
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-132	360	200	555	638
당기순이익	-50	12	243	322	393
기타상각비	133	152	158	162	171
무형자산상각비	100	117	124	124	124
외환손익	24	-20	0	0	0
자산처분손익	19	11	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-484	-293	-102	-53	-49
기타	125	380	-223	0	0
투자활동현금흐름	-502	-354	-309	-321	-336
투자자산의 처분	-255	-73	-9	-6	-6
유형자산의 처분	15	14	0	0	0
유형자산의 취득	-141	-268	-300	-315	-331
무형자산의 처분	-123	-35	0	0	0
기타	2	8	0	0	0
재무활동현금흐름	648	426	-303	-232	-281
단기차입금의 증가	-502	60	1,150	-200	-250
장기차입금의 증가	734	498	-1,422	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-24	-47	-24	-24	-24
기타	441	-85	-7	-8	-7
현금및현금성자산의 순증가	15	423	-412	2	21
기초현금및현금성자산	110	124	547	135	137
기말현금및현금성자산	124	547	135	137	158
Gross Cash Flow	351	652	302	607	687
Op Free Cash Flow	-268	103	271	402	468

재무상태표

	(단위: 억원)				
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,691	5,066	5,244	5,599	5,972
현금및현금성자산	124	547	135	137	158
유동금융자산	77	24	28	30	32
매출채권및유동채권	2,645	2,953	3,390	3,659	3,930
재고자산	1,845	1,542	1,691	1,773	1,852
기타유동금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,814	3,960	4,019	4,074	4,135
장기매출채권및기타비유동채권	183	239	274	296	318
투자자산	161	166	171	175	178
유형자산	2,419	2,543	2,686	2,839	2,999
무형자산	1,050	956	832	708	585
기타비유동자산	0	56	56	56	56
자산총계	8,505	9,026	9,263	9,673	10,107
유동부채	4,335	5,128	5,361	5,471	5,533
매입채무및기타유동채무	3,458	3,250	3,731	4,027	4,325
단기차입금	0	0	1,150	950	700
유동성장기차입금	862	1,722	299	299	299
기타유동부채	15	157	180	195	209
비유동부채	1,750	1,543	1,551	1,553	1,555
장기매입채무및비유동채무	105	104	120	129	139
사채및장기차입금	1,455	1,246	1,246	1,246	1,246
기타비유동부채	190	193	186	178	171
부채총계	6,085	6,672	6,912	7,024	7,088
자본금	119	119	119	119	119
주식발행초과금	906	906	906	906	906
이익잉여금	380	341	534	801	1,130
기타자본	274	214	214	214	214
지배주주지분차본총계	1,902	1,802	1,772	2,040	2,368
비지배주주지분차본총계	518	552	579	609	650
자본총계	2,420	2,355	2,351	2,649	3,019
순자입금	2,116	2,396	2,533	2,328	2,055
총차입금	2,316	2,967	2,695	2,495	2,245

투자지표

	(단위: 원, 배, %)				
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당기포(원)					
EPS	-393	-129	1,775	2,407	2,919
BPS	16,021	15,181	14,929	17,185	19,949
주당EBITDA	3,730	5,961	6,711	7,790	8,628
CFPS	1,466	2,367	4,420	5,117	5,791
DPS	200	200	200	200	200
주가배수(배)					
PER	-99.1	-307.7	19.8	14.6	12.0
PBR	2.4	2.6	2.4	2.0	1.8
EV/EBITDA	17.9	-1.9	9.2	7.6	6.6
PCFR	26.6	16.8	7.9	6.9	6.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	0.9	1.8	1.8	2.1	2.2
영업이익률(핵심)	0.9	1.8	1.8	2.1	2.2
EBITDA margin	1.9	2.8	2.8	3.0	3.1
순이익률	-0.3	0.0	0.8	1.0	1.2
자기자본이익률(ROE)	-2.6	0.5	10.3	12.9	13.9
투하자본이익률(ROIC)	6.3	10.2	8.9	10.8	12.1
안정성(%)					
부채비율	251.4	283.3	294.0	265.1	234.8
순자기금비율	87.4	101.7	107.7	87.9	68.1
이자보상倍율(배)	3.7	6.0	6.5	8.0	9.2
활동성(%)					
매출채권회전율	9.4	8.9	9.1	8.8	8.8
재고자산회전율	13.1	14.8	17.8	17.9	18.4
매입채무회전율	7.0	7.5	8.2	8.0	8.0

투자 의견 변동 내역 및

목표주가 그래프

◎ Compliance Notice

- > 당사는 5월 25일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

◎ 투자 의견 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

◎ 투자등급 비율 통계 (2017/4/1~2018/3/31)

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

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
오리온 (271560)	2018-01-08	BUY(Initiate)	128,000원	6개월	-16.99	-14.45
	2018-01-16	BUY(Maintain)	128,000원	6개월	-10.72	-2.34
	2018-02-14	BUY(Maintain)	128,000원	6개월	-8.90	5.86
	2018-04-17	BUY(Maintain)	153,000원	6개월	-17.49	-12.75
	2018-05-16	BUY(Maintain)	153,000원	6개월	-16.97	-12.75
	2018-05-28	BUY(Maintain)	153,000원	6개월		
동원F&B (049770)	2018-04-17	BUY(Initiate)	300,000원	6개월	-23.10	-19.83
	2018-05-08	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-21.84	-17.50
	2018-05-28	BUY(Maintain)	300,000원	6개월		
CJ프레시웨이 (051500)	2016-11-16	BUY(Initiate)	50,000원	6개월	-22.86	-14.10
	2017-01-17	BUY(Maintain)	50,000원	6개월	-24.15	-14.10
	2017-02-09	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-28.06	-22.89
	2017-03-21	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-26.14	-18.00
	2017-05-15	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-26.64	-24.43
	2017-05-23	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-22.28	-15.66
	2017-07-03	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-22.42	-15.66
	2017-07-12	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-22.09	-15.66
	2017-08-09	BUY(Maintain)	64,000원	6개월	-31.83	-26.17
	2017-09-07	BUY(Maintain)	64,000원	6개월	-33.20	-26.17
	2017-09-13	BUY(Maintain)	64,000원	6개월	-38.05	-26.17
	2017-10-17	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-31.79	-29.55
	2017-11-08	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-31.68	-29.55
	2017-11-20	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-33.39	-28.93
	2018-02-08	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-31.27	-26.70
	2018-05-10	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-31.42	-26.70
	2018-05-28	BUY(Maintain)	53,000원	6개월		

