

음식료 Overweight

외식에서 집밥으로

기업분석팀

음식료 Analyst 박상준, CFA

02-3787-4807, sjpark@kiwoom.com



Contents

Summary

Part I 외식의 가성비 하락과
HMR의 가성비 상승

Part II HMR, Profit Taking의 조건

Part III 2분기 실적 및 주요 이슈 점검

Part IV 업체별 투자전략



Summary

>>> 외식의 가성비 하락과 HMR의 가성비 상승

- 임차료/최저임금/이자비용의 상승으로 외식 서비스 업체들의 경영난 가중되면서, 서비스 Quality 하락할 것
- 반면에, 1~2인 가구 증가와 저녁 있는 삶의 확대로 HMR 수요는 꾸준하게 증가하고 있음
- 외식 대비 HMR의 가성비가 상승하면서, HMR 시장 성장이 촉진될 것으로 전망

>>> HMR, Profit Taking의 조건

- 세분시장의 대형화로 일부 HMR 품목이 Cash Cow로 변화하고 있음
- 기존 Cash Cow 제품도 HMR Concept이 더해지면서, 판매량 성장률이 개선되고 있음
- 향후, 경쟁강도 변화와 세분시장 대형화에 따라 다양한 HMR 카테고리에서 Profit Taking 기회 있을 것

>>> 음식료 업종 투자전략

- HMR 중심의 포트폴리오 추천. HMR 외에는 중국 신제품 효과가 기대되는 오리온이 유망
- 업종 최선호주로 CJ제일제당, 동원F&B, 오리온 제시. 차선호주로 오뚜기, SPC삼립 추천

Part I 외식의 가성비 하락과
HMR의 가성비 상승

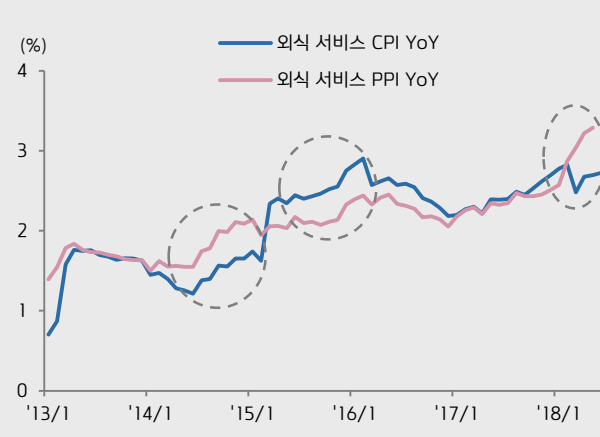


1) 생산요소 시장의 변화로 외식의 가성비 하락 전망

◎ 부동산 가격과 최저임금 상승으로 외식 서비스의 가성비 악화 전망

- 토지의 요소가격 상승: 임대료 상승으로 외식 업체 및 자영업자의 고정비 부담 증가
- 노동의 요소가격 상승: 최저임금 상승으로 외식 업체 및 자영업자의 인건비 부담 상승
- 자본의 요소가격 상승: 기준금리 인상으로 외식 업체 및 자영업자의 이자비용 부담 증가
- 이러한 생산요소의 가격 상승은 외식 서비스의 판가 인상 혹은 품질 하락으로 연결 -> 외식 서비스의 가성비 악화 초래
- 외식 서비스는 완전경쟁시장에 가깝기 때문에, 판가 인상 보다는 품질 하락과 원가 절감 노력이 선행되어 나타나고 있음
- 향후 품질 하락과 원가 절감 대응에 한계가 오면, 외식 업체 및 자영업자들이 판가 인상에 나설 가능성이 높음
- 품질 하락의 예: 반찬 축소하고 핵심 메뉴에 집중 / 원가 절감의 예: CK 도입 검토

외식 서비스 CPI YoY vs PPI YoY



자료: 통계청, 키움증권 리서치

음식점/주점업 손익 구조 분석 (2016년 기준)

구분	(단위: 십억원, %)	
	전국	서울
매출액	118,829	31,124
인건비	17,583	5,086
(매출액 대비 %)	14.8%	16.3%
임차료	8,936	2,681
(매출액 대비 %)	7.5%	8.6%

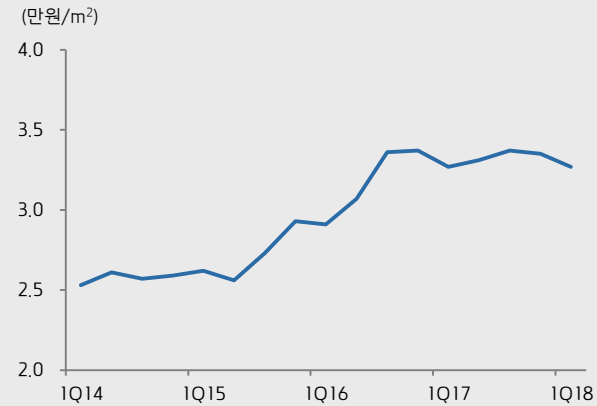
자료: 통계청, 키움증권 리서치

1) 생산요소 시장의 변화로 외식의 가성비 하락 전망

◎ 토지의 요소가격 상승

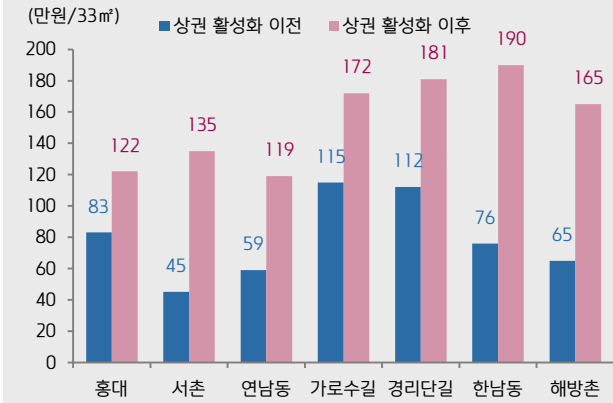
- 전반적인 부동산 시세 상승으로 서울 상권의 임대료는 2015년부터 급격하게 상승
- 이로 인해, 기존 외식 사업자의 고정비 부담이 크게 상승했을 것
- 신규 외식 사업자도 시장 진입을 위해서는 원재료비 부담을 축소시키거나, 판가를 높여서 진입해야 함
- 게다가, 상권 활성화로 트래픽이 증가하더라도, 임대료 상승을 감당하지 못하고, 접근성이 낮은 지역으로 밀려나고 있음

서울 상권 임대료 추이



자료: 언론보도, 부동산114

젠트리피케이션 지역의 임대료 변화



자료: 경실련 젠트리피케이션 실태조사(2017)

1) 생산요소 시장의 변화로 외식의 가성비 하락 전망

◎ 경리단길에서 나타난 젠트리피케이션 (Gentrification)

- 본래 도로폭이 좁고 비정형으로 구획된 필지가 많은 데다가 경사지여서 대규모 상업시설이 입지하기 어려운 조건
- '11년 태국/멕시코/이탈리아/중국/파키스탄 등 이국적 식당이 미디어에 소개되면서 젊은층이 찾기 시작
- '14~'15년 유명 연예인의 건물 매입 혹은 주점 오픈으로 인기 확대. 경리단길 임대료 '13년~'17년 연평균 40% 상승.
- 임대료 상승으로 기존 상인이 쫓겨나면서, 유동인구 줄고 공실률이 크게 늘어났으며(4Q17 공실률 11.8%, 국토교통부),
- 폐업률도 서울시 평균 대비 높은 수준으로 상승(4Q17 폐업률 이태원2동 5.1% vs 서울 평균 3.8%, 서울시 상권분석서비스)

◎ 강남대로 1층 외식업체 실종

- 최근 3~4년 동안 월세가 1억을 넘으면서 강남대로변 1층 외식업체 전멸. 빵/커피 대신에 의류/화장품/통신매장 등이 입점
- 강남역 상권이 '장사'를 위한 곳이 아니라 '간판을 알리는 홍보' 거리가 되면서 외식업체에게 높은 임대료는 큰 부담
- 강남역에 명맥 유지하는 외식업체들은 2층으로 올라가거나 후면도로로 이전하는 추세

경리단길 전경



자료: Google 이미지

사라진 강남대로 1층의 유명 제과점



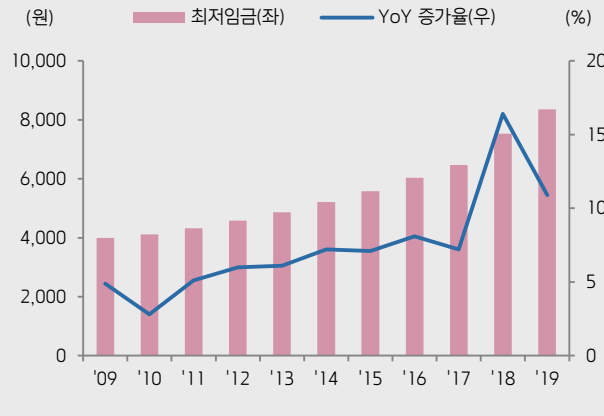
자료: Google 이미지

1) 생산요소 시장의 변화로 외식의 가성비 하락 전망

◎ 노동의 요소가격 상승

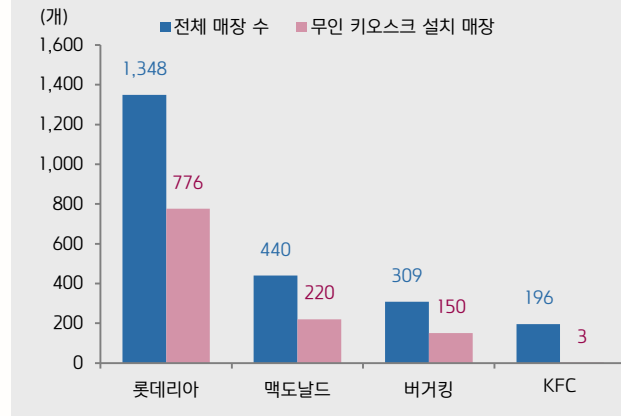
- 최저임금의 급격한 상승으로 외식 서비스 업체의 인건비 부담 증가
- 최저임금 인상률: '17년 7.2% -> '18년 16.4% -> '19년 10.9%
- 외식 서비스 업체들은 대체로 비정규직으로 직원을 고용하고 있기 때문에, 최저임금 산업범위 개편에 따른 수혜가 없음
- 이로 인해, 외식 매장 내 노동의 효율성이 감소하면서, 직원 고용이 줄어들 가능성이 높음
- 실제로 패스트푸드 매장을 중심으로 무인 키오스크 도입이 증가하고, 셀프서비스, 배달료 징수와 같은 현상이 나타남
- 결과적으로 외식 서비스의 품질이 하락하면서, 소비자 입장에서 가성비 하락을 느끼게 될 가능성 높음

최저임금 추이



자료: 최저임금위원회, 키움증권 리서치

無人 주문기 키오스크 도입 현황



자료: 언론보도('18년 7월), 키움증권 리서치

1) 생산요소 시장의 변화로 외식의 가성비 하락 전망

◎ 無人 주문기(키오스크) 증가 추세

- 최근 몇 년 간 인공지능(AI)과 사물인터넷 분야 등 기술 혁신에 따라 매장 내 무인 주문기 증가
- 최저임금 인상 여파로 유통업계의 새로운 트렌드로 확산. 무인주문기 가격은 대당 300만원, 대여료는 월 15만원 수준.
- 키오스크 도입시 파트타임 직원 1.5명이 줄어드는 효과 있어, 월 최대 300만원 비용 절감 추산
- 금전적 부정행위를 미연에 방지할 수 있으며 기간/시간/금액별 데이터를 자료화해 마케팅 활용 가능하다는 점도 장점
- 다만, 메뉴 선택 관련 문의의 어려움과 시각장애인/노인 등 정보 약자들을 위한 배려가 없다는 점에서 비판적 시각 존재

◎ 셀프퇴식의 확산

- 뷔페형 외식브랜드 중심으로 셀프퇴식 확산 중. 최저임금 인상을 '셀프 서비스' 방식으로 전환해 비용을 줄이기 위한 방법
- 애슐리는 13개 매장에 도입하였고, 자연별곡과 올반도 1개 매장에 도입하면서 테스트 중
- 메뉴 가격 변동은 없으나 서비스의 질적 하락 불가피

매장에 도입된 키오스크



자료: Google 이미지

셀프퇴식



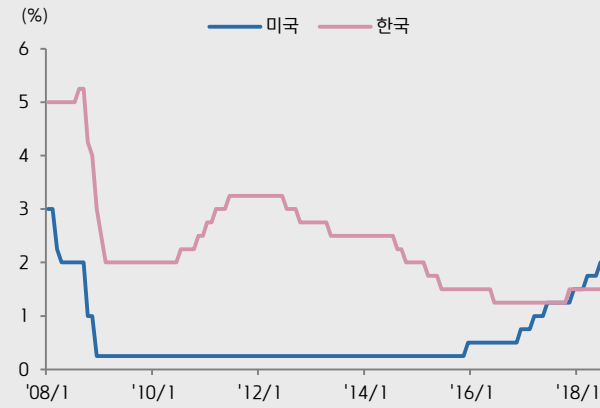
자료: Google 이미지

1) 생산요소 시장의 변화로 외식의 가성비 하락 전망

◎ 자본의 요소가격 상승

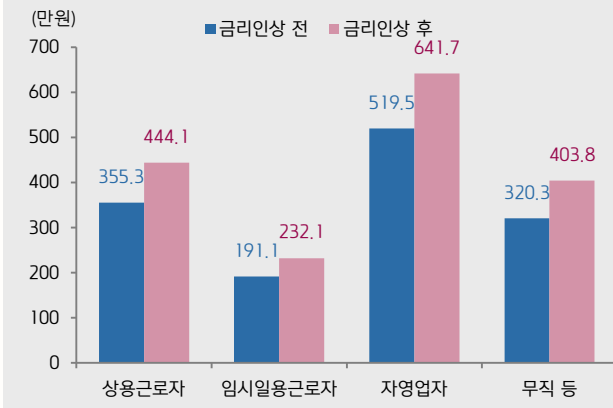
- 미국의 기준금리 인상으로 한국도 기준금리 인상 가능성이 높아지고 있음
- 한국은행은 2017년 11월에 기준금리를 1.25%에서 1.5%로 인상하였음. 이는 6년 5개월 만에 최초 인상임
- 외식 자영업자는 근로소득자 대비 차입금에 대한 의존도가 높기 때문에, 금리인상에 따른 부정적 영향이 더욱 클 것
- 만약, 기준금리 인상으로 대출금리가 추가 상승한다면, 외식 자영업자들은 서비스의 품질을 하락시켜 대응할 가능성이 높음

미국/한국 기준금리 추이



자료: Bloomberg

금리인상시 가구의 지위별 연간 이자지급 부담 변화



자료: 국회예산정책처 산업동향&이슈 2018년 6월호(금리 1%p 인상 가정)

2) “저녁 있는 삶”의 확대로 가공식품 수요 증가 전망

◎ 김영란법과 주 52 시간 근무제 시행으로 “집밥” 수요 증가 가능

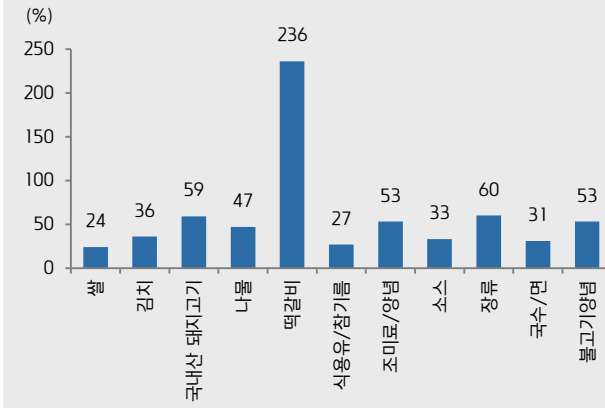
- 2016년 9월 김영란법 시행으로 접대문화가 축소되면서, 근로자의 저녁/주말 시간 보장이 확대되는 흐름
- 2018년 7월 주당 최대 노동시간이 68시간에서 52시간으로 단축되면서, 근로자의 저녁 시간이 더욱 늘어날 것으로 추산
- 이러한 “저녁 있는 삶”의 확대로 “집밥” 수요가 증가하면서, 가공식품 소비가 늘어날 가능성 높음
- 실제로 최근 조사에서 G마켓의 식자재 매출이 전년동기 대비 가파르게 늘어난 것으로 나타남
- 반면, 현대그린푸드에 따르면 7/1~6 단체급식 식자재 발주량을 점검한 결과, 저녁의 YoY 증가율이 점심 대비 낮게 나타남 (점심 +7% YoY, 저녁 +0.3% YoY)
- 따라서, “저녁 있는 삶”의 확대로 인해, 외식/급식 수요가 가공식품 수요로 이전될 가능성이 높을 것

근로기준법 개정 내역

항목	현행	개정
주당 최대 노동시간	68시간 주 40시간+연장근로 12시간 +휴일근로 16시간	52시간 주 40시간+연장근로 12시간
휴일근로 수당	통상임금 50% 가산	8시간 이내 근로, 통상임금 50% 가산 8시간 초과 근로, 통상임금 100% 가산
노동시간 특례업종	26개 업종 (대상 노동자 453만명)	육상운송업, 수상운송업, 항공운수업, 기타 운송관련 서비스업, 보건업 등 5개 업종(대상 노동자 102만명)

자료: 언론보도, 고용노동부

G마켓 식자재 7/1~9 매출의 YoY 증가율 현황



자료: 언론보도, G마켓

3) 외식 대비 가공식품의 가성비 상승 전망

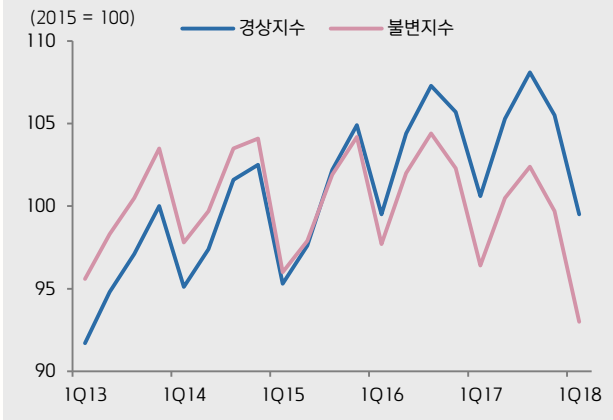
- ◎ 생산요소 시장의 변화로 외식 서비스 대비 가공식품의 가성비 상승 가속화
 - 생산요소(토지/노동/자본)의 가격 상승으로 외식 서비스의 가성비 악화 초래
 - 이로 인해, 외식 서비스는 Cost Push Inflation 발생하면서, 수요량(Q)의 역성장 야기 → 음식점/주점업 불변지수 하락
 - 반면에, “저녁 있는 삶” 의 확대로 근로자의 여유 시간 증가하면서, “집밥” 중심의 가공식품 수요 증가
 - 가공식품 산업의 지속적인 시장 규모 확대 → 제조업체들의 고정비 부담 절감 → 제품의 단위당 생산 원가 하락 지속
 - 결과적으로, 외식 대비 가공식품의 가성비 상승 가속화 초래되면서, 수요의 이동(외식-)가공식품)이 가속화 될 것

외식 서비스 CPI YoY vs 가공식품 CPI YoY



자료: 통계청, 키움증권 리서치

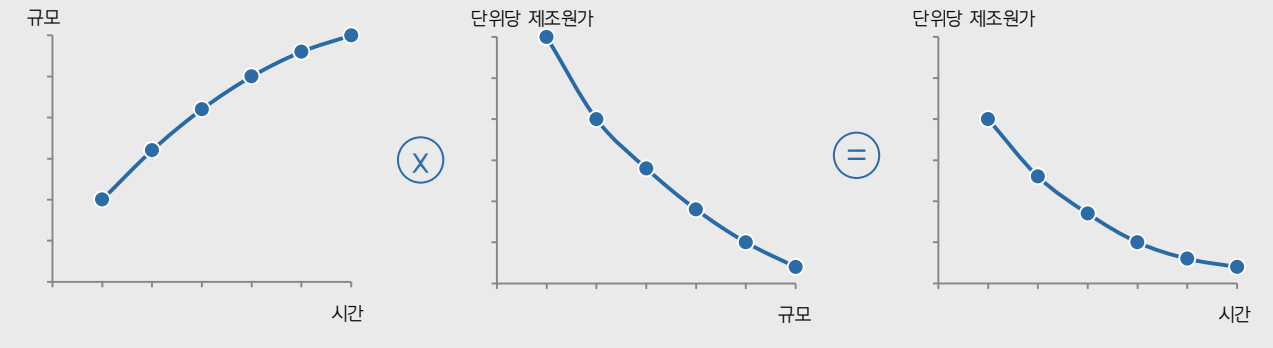
음식점 및 주점업 지수: 경상지수와 불변지수의 갭 확대



자료: 통계청, 키움증권 리서치

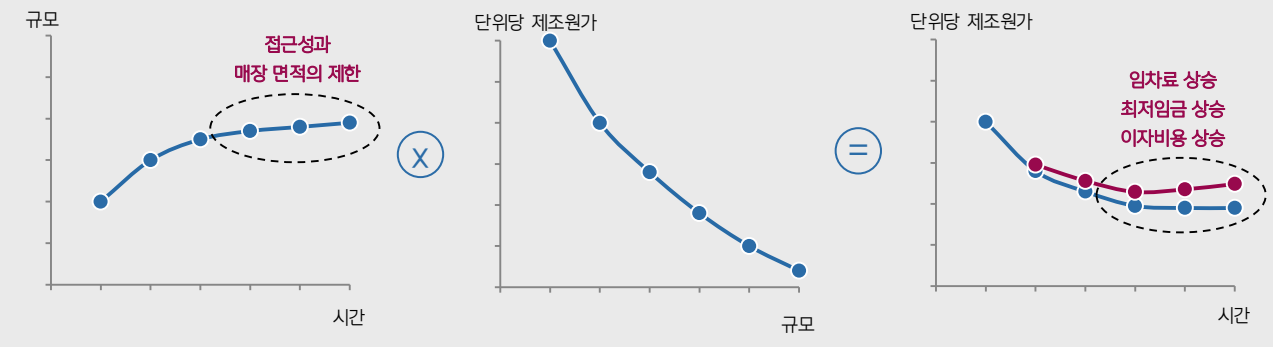
3) 외식 대비 가공식품의 가성비 상승 전망

가공식품: 시간이 지날 수록 낮아지는 단위당 제조원가



자료: 키움증권 리서치

외식 서비스: 시간이 지나도 규모 확장에 한계 & 핵심 비용 상승으로 단위당 제조원가 상승



자료: 키움증권 리서치

3) 외식 대비 가공식품의 가성비 상승 전망

CJ제일제당 비비고 왕교자 490g * 2(8,480원)



자료: 이마트몰

오뚜기 콤비네이션피자 415g(5,980원)



자료: 이마트몰

CJ제일제당 비비고 한입떡갈비 490g(6,980원)



자료: 이마트몰

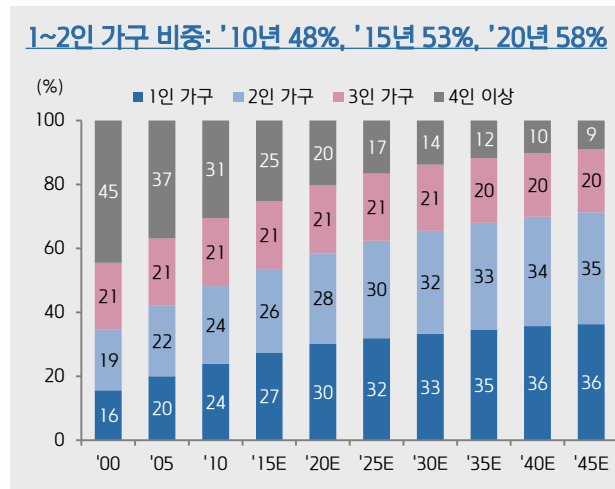
청정원 안주야 논현동포자 불막창 160g(5,980원)



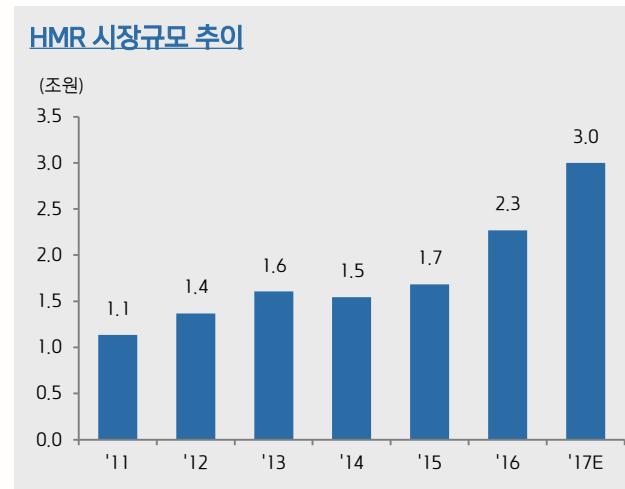
자료: 이마트몰

4) 가공식품의 가성비 상승으로 HMR 시장 성장 촉진 기대

- ◎ 1~2인 가구 증가와 주력 소비층의 조리 능력 하락으로 HMR 시장 성장 지속
 - 1~2인 가구 증가는 가구의 조리 수요 하락으로 연결
 - 구매력이 증가하는 소비층(20~40대)은 베이비붐 세대 대비 조리 경험과 능력이 약한 편
 - 이러한 수요자의 구성 변화를 감안한다면, 소비자들은 가공식품 제조업체가 제공하는 조리 편의에 의존할 가능성이 높음
 - 결과적으로, 가공식품의 가성비 상승에 따른 수요 성장은 HMR을 중심으로 전개될 가능성이 높음



자료: 통계청



자료: 식품산업통계정보, 식품의약품안전처(협회의 간편식 기준)

4) 가공식품의 가성비 상승으로 HMR 시장 성장 촉진 기대

- ◎ HMR 시장 동향: 2011~16년까지 연평균 15% 성장. HMR 범위도 지속적으로 확장되는 중
- 소매채널 제품의 경우, 즉석섭취식품은 편의점 즉석식품, 즉석조리식품은 가공밥, 국/탕/찌개, 죽류를 중심으로 성장 중
 - 소매 채널별로는, 즉석섭취식품은 주로 편의점, 즉석조리식품은 할인점, 편의점 순으로 확대 중
 - HMR 영역이 확대되면서, 간편식의 개념을 점차 넓혀가는 추세. 2015년에 고성장한 만두류가 대표적인 제품
 - 각 카테고리의 최근 성장률을 감안한다면, 2016~18년 시장규모는 연평균 14% 정도 성장했을 것으로 추산

세분시장별 HMR 시장 규모 추이

(단위: 십억원, %)

구분	'11	'12	'13	'14	'15	'16
협의의 간편식(A)	1,137	1,369	1,606	1,544	1,682	2,268
(YoY)		20%	17%	-4%	9%	35%
즉석섭취식품 (42%)	665	810	942	917	992	1,324
(YoY)		22%	16%	-3%	8%	33%
도시락	452	550	593	412	445	686
(YoY)		22%	8%	-31%	8%	54%
기타	213	260	349	506	548	638
(YoY)		22%	34%	45%	8%	17%
즉석조리식품 (26%)	412	493	585	543	595	834
(YoY)		20%	19%	-7%	10%	40%
신선편의식품 (4%)	60	65	78	83	96	110
(YoY)		9%	20%	7%	15%	15%
광의의 간편식(B)	1,567	1,817	2,084	2,042	2,530	3,152
(YoY)		16%	15%	-2%	24%	25%
(B) - (A) (28%)	430	448	478	498	847	884
(YoY)		4%	7%	4%	70%	4%
만두류	237	248	276	319	512	510
카레	71	61	52	60	136	124
튀김식품	34	37	41	52	76	89
빵류(피자)	39	53	58	22	54	71
빵류(핫도그)	27	20	31	26	48	70
파스타류	23	28	21	20	22	20

1) 즉석섭취식품: 별도의 조리과정 없이 그대로 섭취 가능한 상품(김밥류, 도시락류, 선식류, 햄버거류, 샌드위치류 등)

2) 즉석조리식품: 단순 조리과정을 거쳐 먹을 수 있는 상품(즉석밥, 국/탕/찌개류, 카레/짜장류, 파스타류, 스프류, 미트류, 기타 레토르트류 등)

3) 신선편의식품: 농/임산물에 세척/박피/절단/세절 등의 가공을 거치거나, 단순히 식품/식품첨가물을 가해서 그대로 섭취할 수 있게 만든 것(샐러드, 새싹채소 등)

4) 광의의 간편식 = 협의의 간편식 + 만두류 + 카레 + 튀김식품 + 빵류(피자) + 빵류(핫도그) + 파스타류 출하실적

자료: 식품산업통계정보, 식품의약품안전처, 키움증권 리서치

4) 가공식품의 가성비 상승으로 HMR 시장 성장 촉진 기대

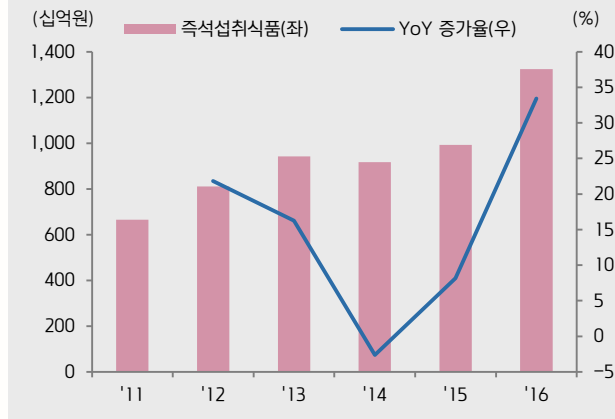
◎ 즉석섭취식품 시장 동향

- 채널 Mix: 편의점 30~40% 수준 추산. 나머지는 대부분 B2B(외식FC, 델리코너) 채널로 추산. 할인점 비중은 매우 미미
- 제품 Mix: 도시락류가 전체에서 절반 정도 차지하는 것으로 추산
- 즉석섭취식품 매출은 채널 구성상 경기나 외부환경 변화에 대한 민감할 여지가 있음
- 다만, 성장률의 레벨을 감안한다면 구조적인 성장세 지속 중이고, 편의점 즉석식품 매출은 경기 민감도 낮은 편

◎ 주요 식품 제조업체들이 주로 공략하는 시장은 편의점 즉석식품 코너

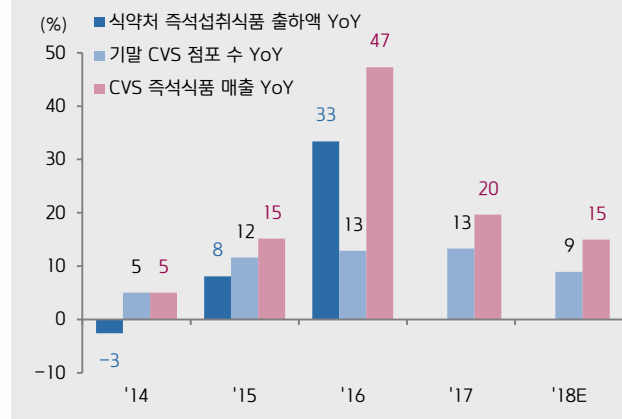
- CVS 제품 Mix(1H17 기준): 삼각김밥 35%, 도시락 33%, 샌드위치 19%, 김밥 13%
- 상장사 중에는 롯데푸드의 매출 규모가 가장 클 것으로 추산(18E 매출 1700~1800억원 전망)
- 최저임금 상승으로 편의점 점포 수 증가를 둔화되고 있으나, 즉석식품은 기존점 매출도 계속 증가하는 흐름
- 위의 제품 외에도 편의점 즉석식품 코너의 구색은 계속 다양해지고 있어서, 새로운 기회가 창출될 가능성 높음

즉석섭취식품 시장규모 추이



자료: 식품의약품안전처, 키움증권 리서치

즉석섭취식품의 핵심 B2C 채널은 편의점



자료: 식품의약품안전처, 산업통상자원부, 키움증권 리서치

주: 1) 2018년 CVS 점포 수 증가율은 5월 기준.
2) CVS 즉석식품 매출 증가율은 1~5월 증가율의 평균값

4) 가공식품의 가성비 상승으로 HMR 시장 성장 촉진 기대

◎ 즉석조리식품 시장 동향

- 채널 Mix: B2B(외식FC 등) 20%, B2C 80% 수준 추산.
- 전통적인 소매 채널 내 비중은 할인점 35%, 편의점 20%, 체인슈퍼 19%, 기타 25% 수준(2017년 기준)
- 즉석조리식품은 대체로 레토르트 형태이기 때문에, 즉석섭취식품 대비 편의점의 점유율이 상대적으로 낮음
- 제품 Mix: B2C 시장은 가공밥 위주로 발달(전체의 50% 수준). 국탕찌개류, 죽류, 즉석국, 파스타류의 성장성 돋보임
- 한식과 관련된 레토르트류의 제품 개발이 활발해지면서, 시장규모가 가파르게 커지고 있음

세분시장별 즉석조리식품 소매시장규모 추이

(단위: 십억원)	'12	'13	'14	'15	'16	'17	CAGR '12~'17	1Q17	1Q18	YoY
가공밥 ¹⁾	166	189	197	225	284	364	17%	73	105	45%
국탕찌개류	37	32	38	50	76	98	22%	24	27	9%
죽류	40	36	36	41	56	71	12%	17	23	29%
즉석국	3	2	2	6	20	44	66%	9	13	49%
카레류	42	36	33	33	34	34	-4%	8	9	3%
스프류	35	32	31	33	32	34	-1%	9	11	15%
파스타류	5	4	19	22	20	23	38%	6	6	-3%
미트류	13	15	16	15	17	23	11%	5	5	12%
짜장류	18	17	16	16	16	17	-1%	4	4	-1%
덮밥소스류	8	7	6	6	5	5	-9%	1	1	-20%
기타 레토르트류	0	2	11	14	29	29	217%	10	5	-49%
전체	366	373	403	461	590	741	15%	167	208	24%

자료: 식품산업통계정보, 키움증권 리서치

주: 1) 핫반 같은 상온 제품 외에도 냉동밥 카테고리 등이 포함되어 있음

4) 가공식품의 가성비 상승으로 HMR 시장 성장 촉진 기대

◎ 기업별 즉석조리식품 매출 동향

- CJ제일제당: '13~'14년 SKU 구조조정 이후, 가공밥/국탕찌개류 중심으로 외형 확대 지속 중
- 오뚜기: Cash Cow인 카레 중심으로 가공밥/국탕찌개류/죽류 등으로 카테고리 다양화 하고 있음
- PB: '14년부터 본격 확대된 Peacock의 영향으로 외형 확대되었으나, '17년부터 매출 성장을 둔화. 현재 MS 5~6% 수준
- 동원F&B는 양반죽, 대상은 휘슬링죽 중심으로 신제품 늘려나가고 있음
- 다만, 간편식의 범위가 협의에서 광의의 개념으로 넓어지고 있기 때문에, 기업별 성과는 다른 카테고리 동향까지 감안 필요

제조사별 즉석조리식품 소매 매출액 추이

(단위: 십억원)	'12	'13	'14	'15	'16	'17	CAGR '12~'17	1Q17	1Q18	YoY
CJ	138	128	125	160	232	329	19%	69	100	44%
(MS)	38%	34%	31%	35%	39%	44%		41%	48%	
오뚜기	115	135	147	160	192	229	15%	57	58	3%
(MS)	32%	36%	36%	35%	33%	31%		34%	28%	
동원F&B	36	35	36	38	46	49	7%	12	16	33%
(MS)	10%	9%	9%	8%	8%	7%		7%	7%	
PB	17	10	18	27	42	43	20%	10	11	9%
(MS)	5%	3%	4%	6%	7%	6%		6%	5%	
대상	14	16	17	14	19	22	10%	5	6	22%
(MS)	4%	4%	4%	3%	3%	3%		3%	3%	
기타	46	45	57	62	60	65	7%	14	13	-7%
(MS)	13%	12%	14%	13%	10%	9%		8%	6%	
전체	366	373	403	461	590	741	15%	167	208	24%

자료: 식품산업통계정보, 키움증권 리서치

4) 가공식품의 가성비 상승으로 HMR 시장 성장 촉진 기대

◎ 냉동식품 중심으로 HMR의 영역이 확대 되는 중

- 만두류, 튀김식품, 피자, 핫도그, 안주 간편식 등 냉동식품을 중심으로 HMR의 영역이 확대되고 있음
- 식품공전 에서는 해당 제품이 즉석조리식품으로 분류되지 않으나, 조리가 비교적 간편하여, 즉석조리식품의 성격이 강함
- CJ제일제당은 비비고 만두 출시를 통해 20%대의 점유율을 40%중반까지 끌어올리며, 만두 시장의 전체 파이를 키웠음
- 피자는 오투기가 시장을 선점하고, CJ가 신규 진입하면서, 시장 규모가 빠르게 성장 중
- 핫도그는 풀무원이 시장을 선점하였으나, CJ가 고메 브랜드를 바탕으로 역전한 상황
- 안주 간편식은 대상의 안주야가 시장을 선점하였고, 동원F&B가 심야식당을 런칭하면서 시장을 키워 나가고 있음
- 업계에서는 냉동식품 소매시장의 전체 규모가 2014년 1.58조원에서 작년에 2조원 수준으로 확대되었을 것으로 추산

주요 냉동식품 출하실적과 소매점 매출액 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

구분	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18E
<출하실적>								
만두류	237	248	276	319	512	510		
튀김식품	34	37	41	52	76	89		
빵류(피자)	39	53	58	22	54	71		
빵류(핫도그)	27	20	31	26	48	70		
<소매점 매출>								
만두		358	385	397	438	443	462	485
피자					6	27	89	120
핫도그			28	30	32	34	43	50
안주 간편식						8	49	100

자료: 식품의약품안전처, 식품산업통계정보, 닐슨, 링크아즈텍, 언론보도, 키움증권 리서치

주: 1) 식품의약품안전처의 출하실적은 2016년 통계까지 발표 되었음

Part II HMR, Profit Taking의 조건

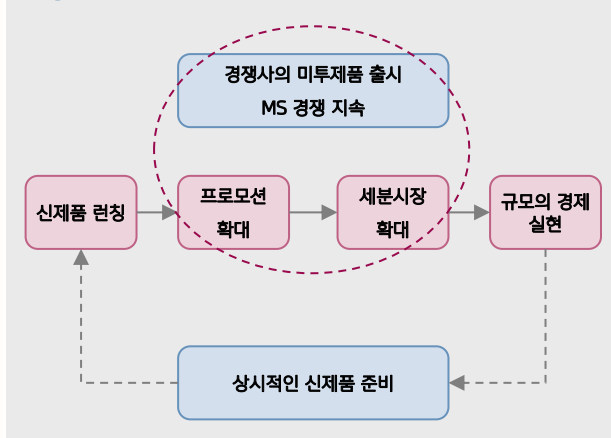


1) HMR, Profit Taking의 조건

◎ Profit Taking의 조건 1: HMR -> New Cash Cow 化

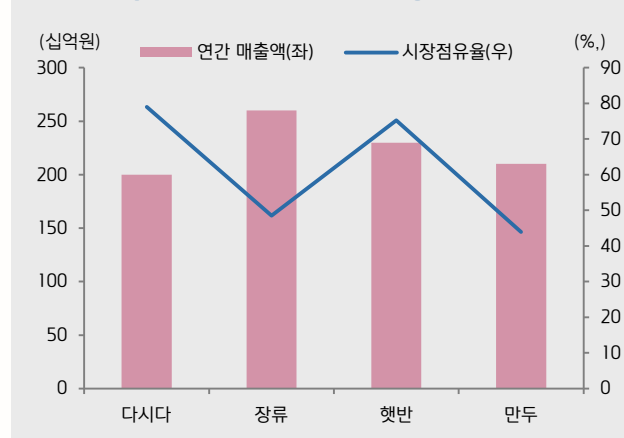
- 가공식품 업체들은 신규 HMR 시장 개척을 위해 초기에 프로모션에 집중
- HMR 신제품은 초기 시장개척 비용과 작은 생산 볼륨으로 인해, OPM이 낮고 변동성이 심한 편
- 다만, 시장규모가 대형화 되고, MS 변동성이 줄어들면, 새로운 Cash Cow로 변모하면서 OPM 레벨과 안정성 상승
- 여기서 매출 성장률이 유지되면, 영업레버리지 효과가 극대화되면서, OPM이 탄력적으로 상승할 수 있음
- 예: CJ제일제당의 햇반, 비비고 만두 등

가공식품 비즈니스 순환 도식도



자료: 키움증권 리서치

CJ제일제당 제품별 매출액과 MS 현황



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치(2017년 기준)

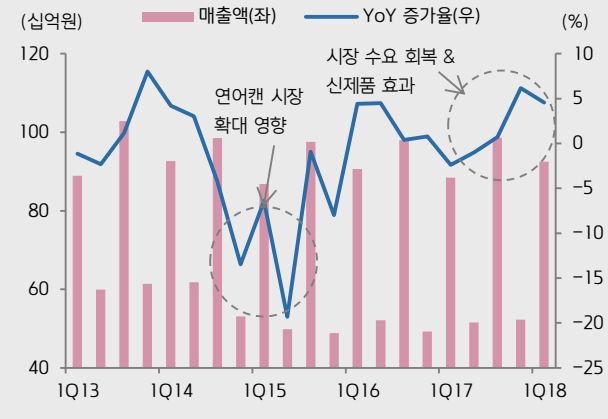
주: 1) 소매점이 아닌 제조사 매출액 기준, 햇반에서 컵반 매출은 제외

1) HMR, Profit Taking의 조건

◎ Profit Taking의 조건 2: Old Cash Cow -> HMR 化

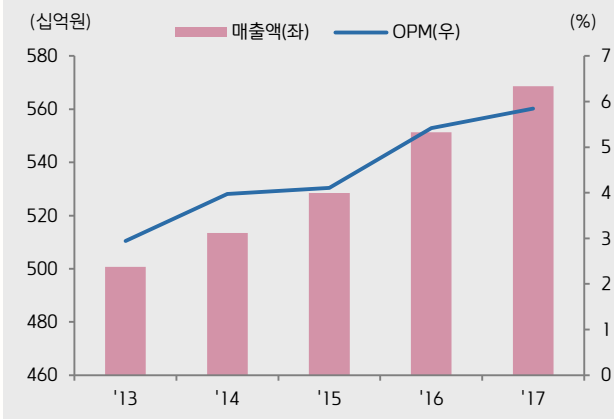
- 기존에 시장규모가 크고 점유율이 확고한 제품에 HMR Concept이 더해지면서, 매출 성장성이 확보되는 경우
- 이러한 HMR Concept 적용으로, 최근에 간편식의 범위가 신제품에서 기존 제품으로 확산되고 있음
- 규모의 경제가 확보된 상태에서 신제품이 출시되고 판매량이 늘어나면서, Product Mix 개선과 영업레버리지가 동시에 발생
- 예: 동원F&B의 더참치, SPC삼립의 복합빵 제품(샌드위치/냉장디저트 등)

동원F&B 참치캔 소매점 매출액 추이



자료: 식품산업통계정보, 키움증권 리서치

SPC삼립 제빵 부문의 매출액과 OPM 추이



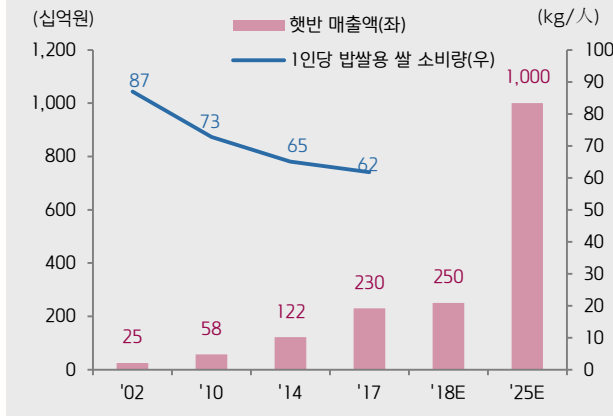
자료: SPC삼립, 키움증권 리서치

2-1) HMR → Cash Cow: 가공밥(CJ제일제당/오뚜기)

◎ 가공밥(즉석밥): 성장성을 갖춘 Cash Cow로 변모하는 중

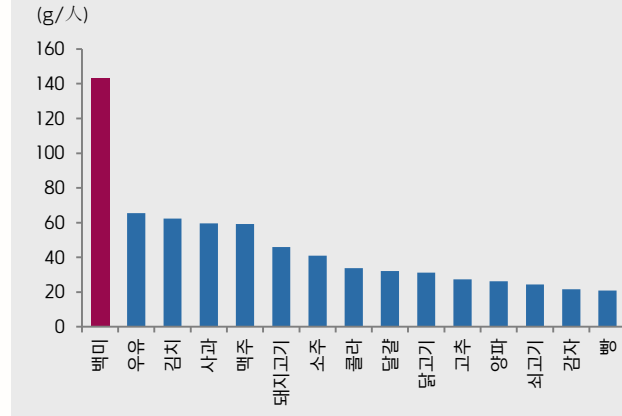
- CJ제일제당 햇반의 매출 규모와 MS 레벨은 CJ제일제당의 기존 Cash Cow(장류/다시다 등)에 못지 않은 상황
- 가정에서 식품 소비가 점차 외부화 되면서, 주식 소비에서 가공밥에 대한 의존도가 꾸준히 높아지는 상황
- 백미의 전체 소비량은 감소 추세에 있으나, 여전히 가장 많이 섭취되는 다소비식품임
- 외식의 가성비 하락으로 집밥 비중이 확대된다면, 가공밥의 추가적인 외형 성장은 자연스럽게 담보될 수밖에 없음

햇반 매출액 vs 1인당 밥쌀용 쌀 소비량



자료: 언론보도, 통계청, CJ제일제당

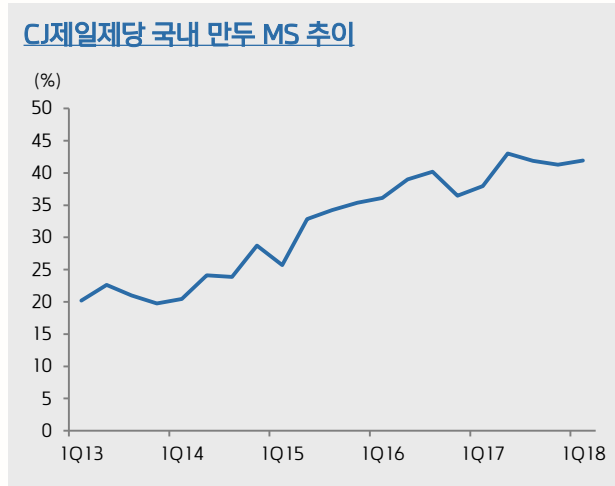
다소비식품의 1인당 일평균 섭취량 현황



자료: 한국보건산업진흥원 국민영양통계(2016년 기준)

2-2) HMR -> Cash Cow: 냉동만두(CJ제일제당)

- ◎ 냉동만두: 비비고 만두, 맛 품질 우위 바탕으로 국내 시장 변화 주도. 글로벌 시장 확대 주력
 - 비비고 브랜드 力, 맛 품질 우위 바탕으로, 3년 만에 만두 MS 2배로 확대(20% -> 40% 이상)
 - 작년에 국내에서 2,100억원, 미국에서 1,500억원 매출 달성하며, Cash Cow에 버금가는 규모 확보
 - 향후 국내 시장 확대와 함께, 글로벌 생산 거점을 확보하여, 글로벌 만두 브랜드로 육성 목표



자료: 식품산업통계정보, 키움증권 리서치

비비고 만두의 국가별 거점 확대 현황

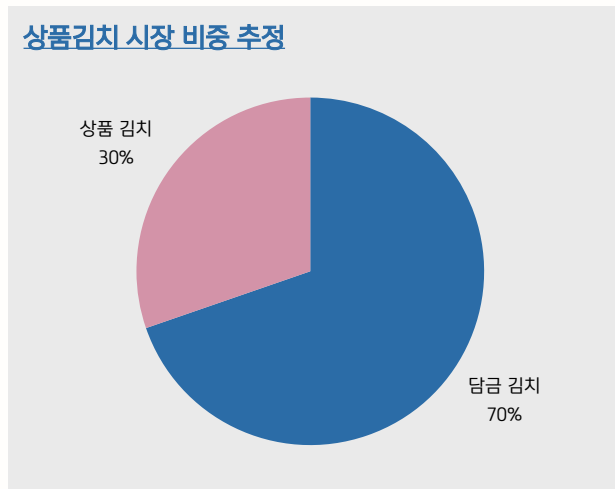
국가	거점 확대 현황
미국	<ul style="list-style-type: none"> • 기존 캘리포니아 풀러턴, 뉴욕 브루클린 공장에 이어, 올해 3월부터 동부 뉴저지 지역의 세번째 공장 가동 시작 • '17년 미국 만두 매출 1,500억원 수준. 뉴저지 공장 가동으로 B2B 만두 시장 진출 계획
러시아	<ul style="list-style-type: none"> • '17년에 인수한 러시아 만두업체 '라비올리' 의 생산 공정 정비 완료 • 올해 3월부터 현지 생산 시작. 러시아 내수 시장과 유럽 전체 시장 공략 목표
중국	<ul style="list-style-type: none"> • 기존 남부지역 거점인 광저우 공장의 규모를 작년 하반기에 3배 이상으로 확대 • 북부지역을 공략하기 위해 베이징 인근 요성에 신규 공장 설립. 올해 1월부터 가동 시작
독일	<ul style="list-style-type: none"> • '17년부터 프랑크푸르트에서 비비고 만두 생산 시작
베트남	<ul style="list-style-type: none"> • '16년에 인수한 "까우제" 에서 동남아시아 만두와 비비고 만두 생산 중

자료: 언론보도, CJ제일제당, 키움증권 리서치

2-3) HMR -> Cash Cow: 상품김치(대상/CJ제일제당)

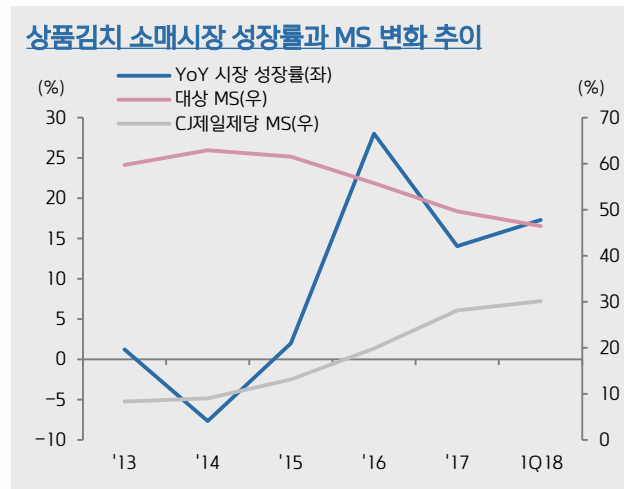
- ◎ 상품김치: 다소비식품으로 성장 Potential 높음
 - 김치는 일평균 섭취량이 백미, 우유에 이어 3위에 해당할 정도로 소비량이 많은 다소비식품임
 - 현재 상품김치는 전체 시장에서 30%, B2C 시장에서 8%를 차지하는 것으로 추산(전체 시장 규모 1.1조원 수준)
 - 상품김치 시장규모는 가정이나 외식 업체가 직접 제조하는 담금 김치 시장의 MS를 가져오며 성장하고 있는 것으로 추산
 - 김치를 담그는 과정의 어려움과 집에서 먹는 양의 축소로 소포장 상품김치에 대한 수요가 계속 증가하고 있음
 - 베이비붐 세대와 달리, 40대 이하의 소비자들은 김치를 담그는 방법을 잘 모르고, 사먹는 것에 더 큰 편의를 느끼고 있음
- ◎ 마케팅 경쟁 완화되면, 새로운 Cash Cow가 될 수 있을 것
 - 최근 CJ제일제당의 마케팅 활동 확대로 상품김치의 수익성이 하락하고 있음. CJ제일제당의 MS는 10%에서 30%로 상승
 - 다만, 경쟁강도가 완화되면 대상과 CJ제일제당에게 새로운 Cash Cow가 될 가능성 높음
 - 1위 업체인 대상의 年 매출 규모가 2,000억원 수준으로 커졌고, 일평균 섭취량이 높은 다소비식품이기 때문

상품김치 시장 비중 추정



자료: 식품산업통계정보(업계 전문가 인터뷰를 바탕으로 단순 추정된 수치)

상품김치 소매시장 성장률과 MS 변화 추이



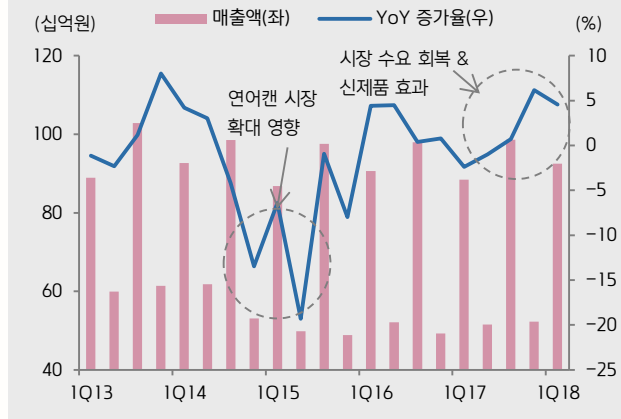
자료: 식품산업통계정보, 키움증권 리서치

3-1) Cash Cow → HMR: 참치캔(동원F&B)

◎ 참치캔: 밥과 빵에 참치를 더하다(더참치)

- 동원F&B의 연간 참치캔 매출 규모는 약 3천억원 수준이고, 시장점유율은 70%가 넘음
- 최근에 밥과 빵에 간단하게 얹어 먹을 수 있는 신제품(더참치/더참치투고)의 호조로 매출 성장률이 10% 이상 나오고 있음
- 기존 Cash Cow 제품에 간편식 Concept이 더해지면서, 소비자들의 관심도가 증가하고 있는 것으로 판단
- 신제품 출시에 따른 Cash Cow 제품의 매출 성장은 Product Mix를 개선시키고, 전사 OPM 상승을 주도할 수 있을 것

동원F&B 참치캔 소매점 매출액 추이



자료: 식품산업통계정보, 키움증권 리서치

동원F&B 신제품: 더참치 / 더참치투고



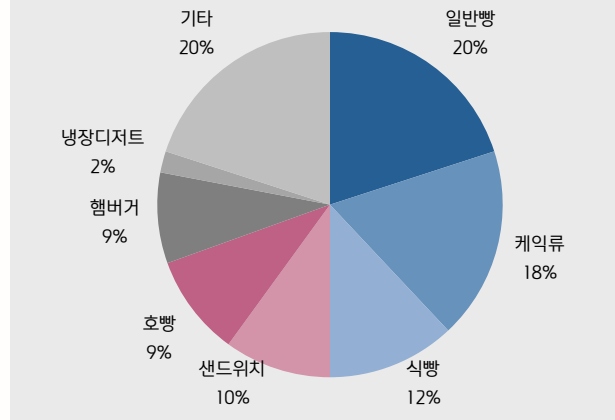
자료: 동원F&B

3-2) Cash Cow -> HMR: 제빵(SPC삼립)

◎ 제빵: 즉석식품발 수요량 확대 지속

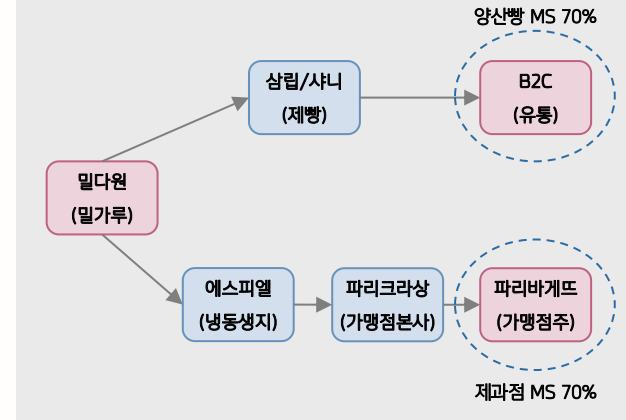
- 빵은 밥 못지 않게 기호식품 보다 주식의 성격이 강함
- 최근에 호빵, 샌드위치, 냉장디저트 등의 제품이 편의점을 중심으로 각광 받고 있음
- 호빵은 +10~20%, 샌드위치는 +30% 내외, 냉장디저트 +100% 이상의 매출 성장을 시현 중
- 해당 카테고리는 모두 “빵” 을 베이스로 제조되는 제품이기 때문에, 규모의 경제 효과 달성이 용이
- 게다가 SPC는 제과점과 양산빵 시장에서 모두 지배력이 높기 때문에, OPM을 꾸준히 끌어올리고 있음

제빵 부문의 제품별 매출 Mix 현황



자료: SPC삼립, 키움증권 리서치(2017년 기준)

SPC그룹의 빵류 제품 납품 경로



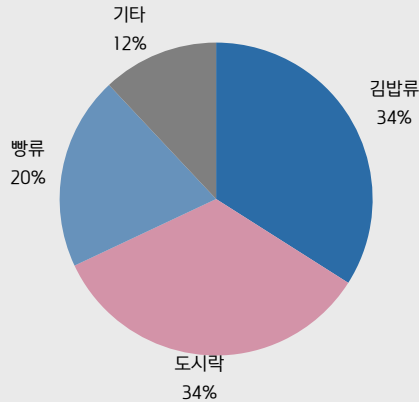
자료: 키움증권 리서치

4-1) HMR 닥호스: 편의점 즉석식품(롯데푸드)

◎ 편의점 즉석식품: 제품별 매출 규모 확대를 통한 수익성 Level-up 기대

- 롯데푸드 델리카 사업부의 연간 매출 규모는 1,500억원 수준
- 다만, 각 제품별 매출 규모는 핫반이나 만두 대비 작은 편. 수익성 확보를 위해 개별 제품의 규모 확대 필요
- 주요 김밥 프랜차이즈 업체는 임차료/인건비 상승 등의 이유로 작년말부터 대체로 제품가격 인상에 동참
- 내년에 최저임금이 추가로 인상되는 점을 감안한다면, 수익성 측면에서 계속 어려움이 생길 가능성 높음
- 이러한 비용의 압박으로 인해, 김밥 프랜차이즈 업체들은 원부재료를 절감하거나, 가격을 인상할 수밖에 없을 것
- 결과적으로 편의점 김밥류/도시락류의 가성비가 상승할 개연성 높음

롯데푸드 델리카 사업부의 제품별 매출 Mix



자료: 롯데푸드, 키움증권 리서치

주요 김밥 프랜차이즈 업체 동향

업체명	매장 수	최근 동향
김가네	416개	<ul style="list-style-type: none"> • 올해 4월에 메뉴 가격을 평균 10% 인상 • 기본 김밥인 김가네김밥은 3,000원에서 3,200원으로 인상 • 올해 7월에 본사 건물을 196억원에 매각. 최저임금 인상에 대비한 사전 유동성 확보 차원이라는 해석이 있음 • 16년말 기준 부채비율은 390% 수준
김밥천국	283개	<ul style="list-style-type: none"> • 작년 11월부터 주요 김밥 메뉴의 가격을 500원 인상 • 기본 김밥인 원조김밥은 2,000원에서 2,500원으로 인상(2년 연속 인상)
김선생	182개	<ul style="list-style-type: none"> • 올해 5월에 주요 메뉴인 김밥 8종 가격을 3~10% 가량 인상 • 기본 김밥인 바른김밥은 3,200원에서 3,500원으로 인상

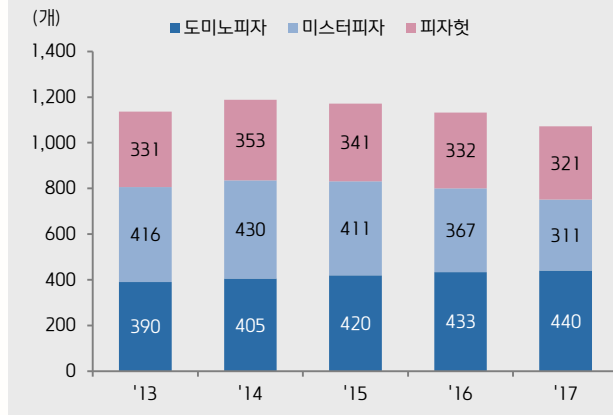
자료: 언론보도, 키움증권 리서치

4-2) HMR 다크호스: 냉동피자(오뚜기/CJ제일제당)

◎ 냉동피자: 제 2 의 냉동만두가 될 수 있는 잠재력 보유

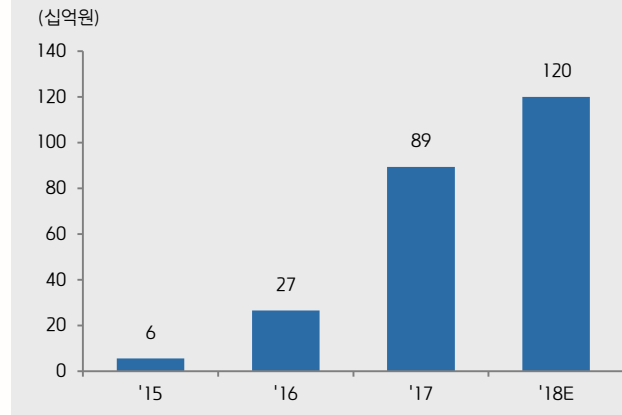
- 피자 프랜차이즈 빅 3 업체의 매장 수는 지속적으로 감소 추세
- 전체 외식피자 시장은 약 2조원 수준에서 정체하고 있는 반면에, 냉동피자 소매시장은 올해 1,200억원으로 확대 전망
- 피자 매장의 운영원가는 임차료와 인건비 상승 등으로 인해, 계속 상승할 수밖에 없어, 가성비 싸움에서 불리할 가능성 높음
- 따라서, 냉동피자의 가격과 품질 경쟁력이 점차 개선되고, 시장점유율이 상승할 것으로 전망
- 단기적으로는 작은 규모와 MS 경쟁으로 수익성이 낮거나 변동성이 올라갈 수 있음
- 하지만, 오뚜기(MS 55%)와 CJ제일제당(MS 32%)의 2강 구도가 공고해지고 있기 때문에, 향후 수익성 높아질 수 있을 것

피자 빅 3 매장 수 추이



자료: 공정거래위원회, 언론보도, 키움증권 리서치

냉동피자 소매시장 규모 추이 및 전망



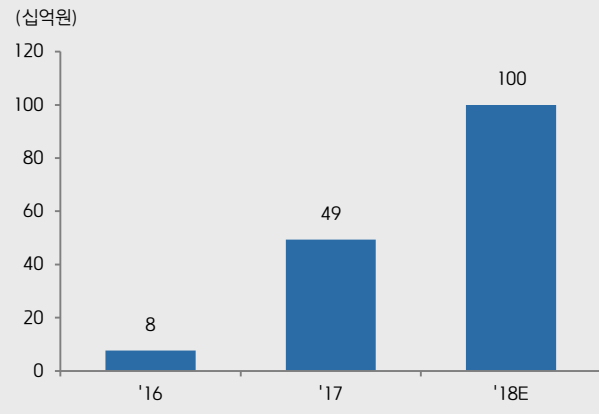
자료: 언론보도, 링크아츠텍, 키움증권 리서치

4-3) HMR 다크호스: 안주 간편식(대상/동원F&B)

◎ 안주 간편식: 홈술과 함께 진화하는 새로운 야식 카테고리

- 저녁 있는 삶의 증가와 내수경기 침체로 인해, 회식 자리가 줄어들고 홈술이 새로운 트렌드로 자리잡고 있음
- 반면에, 외식 서비스의 원가 부담이 상승하면서, 주점업의 판가 상승 혹은 원부재료비 절감 불가피 할 것
- 홈술 문화와 함께 가성비 측면에서 안주 간편식이 점차 각광 받을 가능성 높음
- 대상/동원F&B 외에도 신규 업체가 진입하면서, 시장이 커질 것으로 기대(1Q 18 MS: 대상 60%, 동원F&B 21%, 기타 19%)

안주 간편식 시장규모 추이 및 전망



자료: 언론보도, 링크아즈텍, 키움증권 리서치

기업들의 신규 시장 진입이 활발한 안주 간편식 시장



자료: 언론보도, 키움증권 리서치

Part III 2분기 실적 및 주요 이슈 점검



1) 2Q18 실적 Preview (1)

(단위: 억원)

회사명	구분	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	YoY	3Q18E	YoY	2017	2018E	YoY
KT&G	매출액	11,617	12,789	10,479	10,676	11,091	-4.5%	13,155	2.9%	46,672	45,869	-1.7%
	영업이익	3,865	4,217	2,226	3,114	3,296	-14.7%	4,105	-2.7%	14,261	12,907	-9.5%
	OPM	33.3%	33.0%	21.2%	29.2%	29.7%	-3.5%p	31.2%	-1.8%p	30.6%	28.1%	-2.4%p
	순이익	2,743	3,079	3,472	2,489	2,430	-11.4%	3,008	-2.3%	11,638	9,731	-16.4%
오리온	매출액	3,831	5,221	4,510	5,163	4,481	17.0%	5,152	-1.3%	18,440	19,980	8.4%
	영업이익	196	787	203	936	527	169.5%	869	10.5%	1,482	3,045	105.4%
	OPM	5.1%	15.1%	4.5%	18.1%	11.8%	6.7%p	16.9%	1.8%p	8.0%	15.2%	7.2%p
	순이익		591	112	659	383		645	9.2%	703	2,208	
CJ제일제당	매출액	39,089	44,107	42,911	43,486	41,456	6.1%	44,603	1.1%	164,772	173,566	5.3%
	영업이익	1,644	2,693	1,504	2,103	1,785	8.6%	2,591	-3.8%	7,766	7,994	2.9%
	OPM	4.2%	6.1%	3.5%	4.8%	4.3%	0.1%p	5.8%	-0.3%p	4.7%	4.6%	-0.1%p
	순이익	211	2,564	106	625	7,666	3524.9%	1,239	-51.7%	3,702	10,002	170.2%
CJ프레시웨이	매출액	6,346	6,620	6,129	6,758	7,140	12.5%	7,511	13.5%	25,044	28,753	14.8%
	영업이익	140	149	105	60	129	-7.8%	124	-16.2%	439	400	-8.9%
	OPM	2.2%	2.2%	1.7%	0.9%	1.8%	-0.4%p	1.7%	-0.6%p	1.8%	1.4%	-0.4%p
	순이익	63	-82	4	10	51	-18.4%	45	-155.2%	-15	121	흑전

회사명	종목별 Comment
KT&G	<ul style="list-style-type: none"> 인삼공사 호조에도 본업인 담배의 부진으로 이익 역성장 추세 지속될 듯 내수담배는 IQOS MS 확대로 꺾임담배 시장 -10% 내외 역성장 전망. 2Q MS는 기대치 하회할 듯 수출담배는 1) 이란 환율 평가절하, 2) 중동 세금 인상으로 올해 내내 부진할 전망. 2분기는 -20% 내외 역성장 전망 사드 기저효과로 회복되는 인삼공사와 수원 부지 부동산 분양 매출(연 매출 1.5조)로 본업 이익 감소 만회할 전망
오리온	<ul style="list-style-type: none"> 사드 기저효과, 중국/한국/베트남 신제품 호조로 양호한 실적 기대. 2Q 가이드선 매출 4500억, OP 500억 이상 꼬북칩/혼다칩 매출은 5월 40억중반, 6월 60억초반 수준. 2분기 중국 매출 2천억, OPM 10% 전망 한국은 생크림파이, 꼬북칩 호조로 신제품 비중 확대되면서 Product Mix 개선 전망 한국은 꼬북칩 호조 속에 생감자칩 신제품 준비중. 베트남은 제과 시장 고성장 속에 양산빵 시장 침투 예정 가공식품 고성장, 원당투입단가 하락, 고수익성 아미노산 비중 확대로 실적 개선 흐름 지속
CJ제일제당	<ul style="list-style-type: none"> 가공식품은 1) HMR 확대, 2) 글로벌 확대 10% 이상의 성장세 지속되나, 수익성 개선에는 다소 약할 듯 밀가루 판가 인상 지연되고 있으나, 설탕 수익성 회복으로 소재 실적 양호 비수기에 들어서면서 라이신/트립토판 판가 부진한 상황이나, 핵산/발린/알지닌 비중 확대로 만회 식자재유통은 외식 경기 부진과 가공식품 매입단가 부담으로 예상보다 안 좋을 듯. 전자 이익도 감익 가능성 있음
CJ프레시웨이	<ul style="list-style-type: none"> 기존 외식 거래처의 점포 수가 늘어나고 있으나, 전반적인 외식 경기 부진 영향을 상쇄하기 어려울 듯 단체급식은 신규 수주 물량의 1/4을 가져오면서 점유율 확대 국면 지속 최저임금 인상을 판가 인상으로 방어하면서, 급식 부문은 비교적 양호한 편

1) 2Q18 실적 Preview (2)

(단위: 억원)

회사명	구분	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	YoY	3Q18E	YoY	2017	2018E	YoY
SPC삼립	매출액	5,241	5,229	5,133	5,163	5,529	5.5%	5,484	4.9%	20,655	21,544	4.3%
	영업이익	159	75	177	114	151	-4.5%	111	46.8%	547	624	14.1%
	OPM	3.0%	1.4%	3.4%	2.2%	2.7%	-0.3%p	2.0%	0.6%p	2.6%	2.9%	0.2%p
	순이익	121	54	105	84	107	-11.0%	77	40.9%	382	448	17.3%
뉴트리바이오텍	매출액	316	387	385	426	462	46.0%	515	33.1%	1,364	1,842	35.1%
	영업이익	15	46	34	48	44	196.8%	60	28.5%	115	194	68.4%
	OPM	4.7%	12.0%	8.9%	11.1%	9.6%	4.9%p	11.6%	-0.4%p	8.5%	10.5%	2.1%p
	순이익	7	36	13	24	31	345.8%	43	19.6%	63	127	103.3%
농심	매출액	5,363	5,717	5,449	5,631	5,437	1.4%	5,647	-1.2%	22,083	22,469	1.8%
	영업이익	182	313	143	344	210	15.3%	282	-9.9%	964	1,081	12.2%
	OPM	3.4%	5.5%	2.6%	6.1%	3.9%	0.5%p	5.0%	-0.5%p	4.4%	4.8%	0.4%p
	순이익	159	290	160	321	198	24.3%	253	-12.7%	907	997	10.0%
대상	매출액	7,241	8,193	7,112	7,400	7,489	3.4%	8,432	2.9%	29,688	30,635	3.2%
	영업이익	239	387	52	302	271	13.2%	413	6.8%	967	1,142	18.1%
	OPM	3.3%	4.7%	0.7%	4.1%	3.6%	0.3%p	4.9%	0.2%p	3.3%	3.7%	0.5%p
	순이익	125	245	-86	190	186	48.4%	295	20.4%	527	768	45.6%

회사명	종목별 Comment
SPC삼립	<ul style="list-style-type: none"> 밀가루 평가 인상 지연되고 있으나, 예그팜 가동률 개선과 제빵 믹스 개선으로 하반기부터 회복 국면 전망 밀다원 OP는 2분기부터 QoQ로 개선되고, 3분기부터 YoY로 개선 전망 예그팜은 청주공장 매출 확대로 가동률 회복되면서, 점차 수익성 개선될 전망 제빵은 고부가가치 제품 확대하면서, Product Mix 개선 지속 전망
뉴트리바이오텍	<ul style="list-style-type: none"> 국내외 법인 신제품 출시로 가동률 상승 구간 진입, 2분기도 QoQ +10% 내외의 성장 전망 다만, 미국/호주에서 사생산 비용 발생하면서, 2분기 OP는 전분기 대비 감익할 듯 한국은 구미라인 중심으로 신제품 출시하고, 중국은 다이어트 관련 보조식품(멜라루카)과 유산균 제품(영유아물) 런칭 계획 미국은 MLM 중심에서 마트로 확장하고, 호주는 블랙모어스/스위스향 제품 공급 늘릴 계획 미국 법인 외형 확대, 사드 기저효과로 완만한 실적 회복 전망
농심	<ul style="list-style-type: none"> 밀가루 업체들이 평가 인상 시도하고 있으나, 농심과 오투기에서 아직 받아주고 있지 않음 농심 라면 가격의 추가 인상은 원재료 가격 상승 압박 없이는 가능성 낮을 것 사드 기저 효과 완화되는 하반기는 상반기 대비 실적 개선 모멘텀 약할 듯
대상	<ul style="list-style-type: none"> 라이신 수출 확대, 인도네시아 전분당 턴어라운드로 투자 회수기 진입 라이신 원가경쟁력 제고를 통해 수출 물량 확대 지속 중, 2분기에도 20%대 수출 성장 가능할 듯 라이신 매출 확대로 소재 전반의 수익성 개선 지속, 분기 OP 레벨 100억 후반대 안착 인도네시아 전분당 턴어라운드도 계획보다 빨라지고 있음, 하반기 BEP 목표였으나 3월에 BEP 도달

1) 2Q18 실적 Preview (3)

(단위: 억원)

회사명	구분	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	YoY	3Q18E	YoY	2017	2018E	YoY
동원F&B	매출액	5,888	7,323	5,988	7,049	6,453	9.6%	7,874	7.5%	25,526	28,028	9.8%
	영업이익	87	298	37	229	118	35.7%	374	25.3%	724	850	17.5%
	OPM	1.5%	4.1%	0.6%	3.2%	1.8%	0.4%p	4.7%	0.7%p	2.8%	3.0%	0.2%p
	순이익	25	209	42	157	77	203.0%	272	29.8%	514	581	13.1%
롯데푸드	매출액	4,762	5,176	3,876	4,308	4,755	-0.1%	5,178	0.0%	18,186	18,719	2.9%
	영업이익	196	275	50	159	235	19.8%	307	11.8%	662	781	17.9%
	OPM	4.1%	5.3%	1.3%	3.7%	4.9%	0.8%p	5.9%	0.6%p	3.6%	4.2%	0.5%p
	순이익	112	75	656	106	174	54.7%	229	203.8%	951	568	-40.2%
매일유업	매출액	3,253	3,383	3,265	3,210	3,334	2.5%	3,449	1.9%	13,178	13,346	1.3%
	영업이익	185	214	162	164	193	4.2%	218	1.9%	680	748	10.1%
	OPM	5.7%	6.3%	5.0%	5.1%	5.8%	0.1%p	6.3%	0.0%p	5.2%	5.6%	0.4%p
	순이익	1,900	160	88	122	142	-92.5%	161	0.3%	2,205	550	-75.1%

회사명	종목별 Comment
동원F&B	<ul style="list-style-type: none"> 인센티브 반영에도 불구하고, 원어투입단가 하락, 주력 제품 평가 인상, 유가공 이익 성장으로 가파른 수익성 개선 전망 성수기인 2분기에 참치어가가 하락하면서, 하반기 실적 가시성과 수익성 개선폭 높아질 듯 냉동만두와 캔햄을 각각 5월과 6월에 평균 7% 정도 인상. 3분기부터 가격인상 효과 본격화 전망 유가공 부문은 경쟁사들의 마케팅 활동 축소, 마진 중심의 전략으로, 실적 레벨업 가능성 있음
롯데푸드	<ul style="list-style-type: none"> 편의점 즉석식품 평가인상 및 가동률 개선, 빙과 신제품과 수출 분유 기저효과로 수익성 개선 전망 델리카 사업부는 15% 내외의 매출 성장을 지속, 평택공장 가동률 회복구간 진입 수출분유는 15~20% 정도 성장할 듯, 작년 200억 -> 올해 230~240억 전망 빙과는 대지곤 신제품 효조로 매출 3~4% 성장세 지속, 유가공도 패티 평가 인상하였고, 후지 매입단가 안정화 중
매일유업	<ul style="list-style-type: none"> 내수분유 부진에도 수출분유 회복, 백색시유 수익성 개선, 상하목장 브랜드 성장으로 완만한 이익 성장 전망 중국 분유 수출은 사드 기저 효과로 회복세, 작년 270억, 올해 400억 목표, 1Q18 70~80억, 2Q18 100억 이상 가능 백색시유는 채널 mix 개선을 통해 적자 축소 전망 상하목장 브랜드는 두 자릿수 성장을 지속, 유기농 우유, 아이스크림 믹스 판매 호조 전망

1) 2Q18 실적 Preview (4)

(단위: 억원)

회사명	구분	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	YoY	3Q18E	YoY	2017	2018E	YoY
삼양식품	매출액	1,016	1,120	1,281	1,259	1,330	30.8%	1,258	12.3%	4,585	5,264	14.8%
	영업이익	73	109	120	180	158	116.1%	134	23.5%	433	619	42.8%
	OPM	7.2%	9.7%	9.4%	14.3%	11.9%	4.7%p	10.7%	1.0%p	9.4%	11.8%	2.3%p
	순이익	66	85	38	144	107	60.3%	88	3.9%	287	431	50.4%
오뚜기	매출액	5,134	5,643	5,165	5,773	5,495	7.0%	5,977	5.9%	21,262	22,851	7.5%
	영업이익	415	443	302	385	460	10.7%	476	7.3%	1,461	1,670	14.3%
	OPM	8.1%	7.9%	5.8%	6.7%	8.4%	0.3%p	8.0%	0.1%p	6.9%	7.3%	0.4%p
	순이익	357	467	164	303	391	9.7%	407	-13.0%	1,313	1,398	6.5%
하이트진로	매출액	4,914	5,283	4,569	4,207	5,164	5.1%	5,102	-3.4%	18,899	19,158	1.4%
	영업이익	350	566	231	167	371	6.2%	435	-23.1%	872	1,228	40.8%
	OPM	7.1%	10.7%	5.0%	4.0%	7.2%	0.1%p	8.5%	-2.2%p	4.6%	6.4%	1.8%p
	순이익	139	306	-105	26	181	30.8%	227	-25.8%	127	528	316.0%

회사명	종목별 Comment
삼양식품	<ul style="list-style-type: none"> 중국 사드 기저효과로 수출이 크게 회복되면서, 전사 매출 +30% 내외 성장 전망 2분기에 징동 창립 기념일 행사가 있어서, 중국 수출이 특히 좋았음 다만, 3분기는 재고 소진에 따른 수출 둔화 가능성을 감안해야 할 듯 내수는 까르보불닭 신제품 효과가 약화되면서, 2분기 성장률은 매우 미미할 전망
오뚜기	<ul style="list-style-type: none"> 주력 제품 ASP 개선, 주요 자회사의 증속기업 편입, HMR 매출 성장으로 꾸준한 이익 성장 가능 3월에 후추, 식초, 당면, 쌀떡국떡, 누룽지 등의 ASP를 평균 +5% 정도 인상 라면 가격 인상은 없었고 아직 계획 없는 상황. 중량 기준 점유율은 안정적으로 확대 중 물류와 광고 관련 자회사의 증속기업 편입 효과는 올해 3분기까지 지속될 것
하이트진로	<ul style="list-style-type: none"> 필라이트 신제품 효과, 수입맥주 라인업 확대 긍정적이나 마케팅비용 확대로 실적 모멘텀 둔화될 듯 필라이트는 작년 하반기부터 매출이 본격화 되었기 때문에, 실적 모멘텀은 상반기에 극대화 수입맥주는 기존 제품(기린 이치방, 크로넨버그) 호조와 신제품 확대(서머스비)로 기대치(+40%) 상회할 듯 레귤러 맥주는 수입맥주 MS 확대에 -10% 이상의 역성장 지속. 소주 매출은 4% 정도의 증가 전망

2) Market Review

◎ 음식료 업종 주가 동향

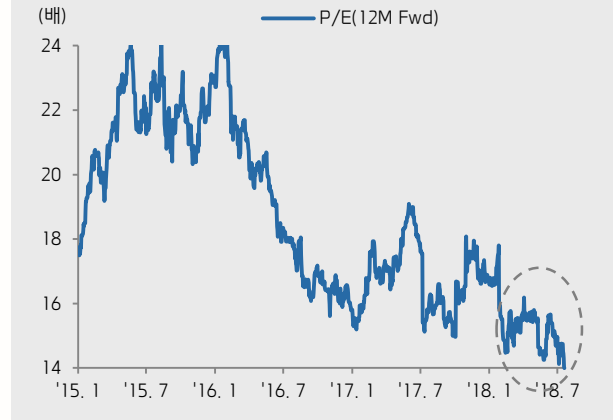
- 음식료 업종지수는 연초 원화강세 기대감으로 상승 후, 주식시장 하락과 함께 조정 받음
- 3월부터 1) 한중 관계 회복, 2) 주요 제품의 가격 인상에 따른 실적 개선 기대감 덕분에 상승 추세로 반전
- 이에 따라, 오리온, 조제분유 수출 업체, 롯데그룹의 주가 흐름이 상대적으로 업종지수를 아웃퍼폼 하였음
- 한편, 업종 PER은 하락하였는데, 그 이유는 CJ제일제당의 헬스케어 매각 차익(약 1조원)이 추정치에 반영되었기 때문
- 따라서, 실질적으로 업종 밸류에이션이 하락했다고 보기에는 일부 한계가 있음

음식료 업종지수 추이



자료: Fn Guide

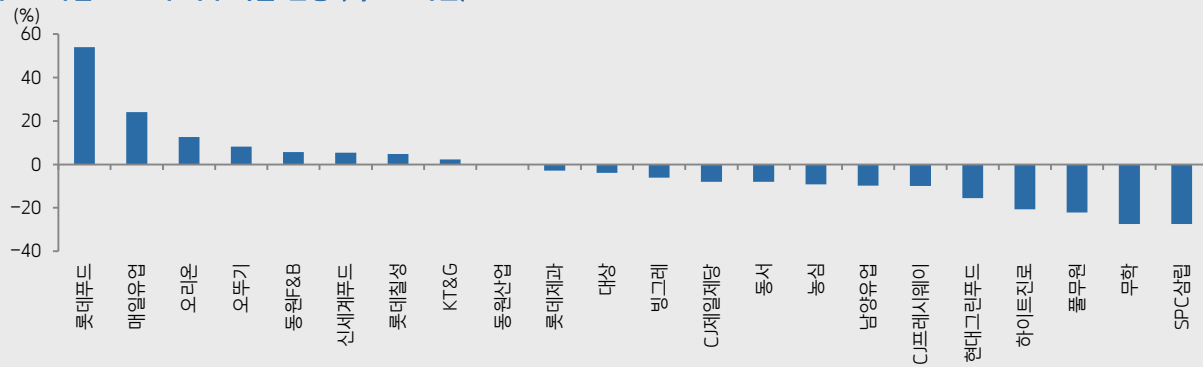
음식료 업종 밸류에이션 추이



자료: Fn Guide

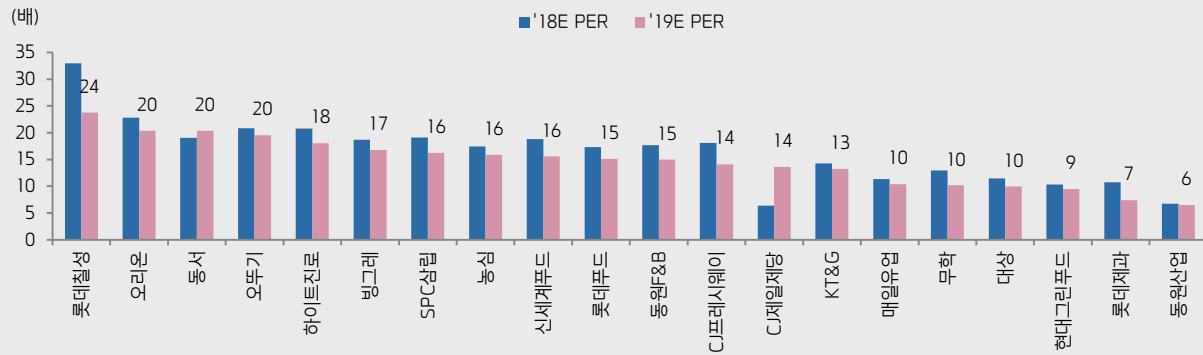
2) Market Review

주요 기업 YTD 주가수익률 현황 (7/20 기준)



자료: Fn Guide

주요 기업 예상 PER 현황 (7/20 기준)



자료: Fn Guide

3) 이익결정변수 점검 및 업종 투자전략

- ◎ 이익결정변수 점검
 - 원화 약세 우려 있으나, 곡물가격이 안정화 되고 있기 때문에, 원재료 투입단가 우려는 제한적
 - 1) 신제품 효과(오리온/HMR), 2) Cash Cow 판가 인상이 실적 개선의 Key Factor가 될 것으로 판단
- ◎ 업종 투자전략: HMR 중심의 포트폴리오 추천. HMR 외에는 오리온이 유망
 - 외식 서비스의 가성비 하락과 저녁 있는 삶의 확대로 HMR 시장에서 기회가 늘어날 것으로 판단
 - CJ제일제당: 1) 햇반/만두 등 Cash Cow HMR의 성장, 2) 바이오 포트폴리오 다변화 효과 기대
 - 동원F&B: 1) 원어투입단가 하락, 2) 참치캔의 HMR 化, 3) 냉동 간편식의 성장성 기대
 - 오뚜기: 1) 라면 MS 상승, 2) 냉동 간편식의 성장성, 3) 지배구조 개선 가능성 기대
 - SPC삼립: 1) 제빵 카테고리 내 HMR 성장, 2) 예그팜 가동률 개선 효과 기대
 - 오리온: 1) 신제품 효과(중국/한국/베트남), 2) 베트남 제과 시장의 구조적 성장 기대

음식료 이익결정변수 Summary

변수	기회 요인	우려 요인
Q	• HMR/(기업형)식자재/건기식 구조적 성장	• 신생아 수 급감
P	• 가공식품, 단체급식 판가 인상 • 전자담배 비중 확대에 따른 ASP 제고	• 참치어가 하락
C	• 참치원어/원당투입단가 하락 • 곡물가격 안정화	• 원화 약세 • 최저임금 인상
해외	• 중국 소비재 매출 회복 • 글로벌 라이신 수출 증가	• 중동 담배 수출 부진
경쟁강도	• 유가공 업종 경쟁완화	• 주류 업종 경쟁심화

자료: 키움증권 리서치

4) 곡물가격: 하락 전환

◎ 곡물가격 상승폭 반납하며 하락 전환

- ONI 지수가 정상화 되는 가운데, 1) 미국 작황 호조, 2) 미중 무역 갈등으로 곡물가격은 상승폭 반납하며 하락 전환
- 라니냐 우려에도 불구하고 옥수수/소맥/대두 작황 모두 호조. 공급 전망치 감소에 대한 우려 완화
- 미중 무역 갈등은 중국의 곡물 수입이 축소될 수 있다는 우려를 야기

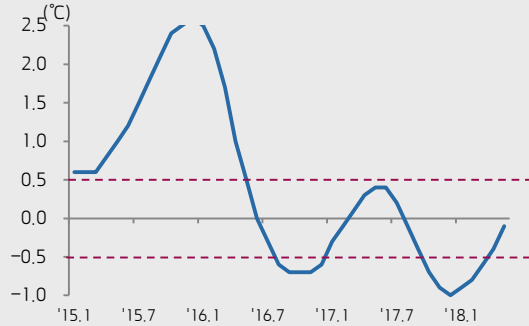
분기 평균 환율/곡물가격 추이 및 가정

구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
환율(원/달러)	1,154	1,129	1,132	1,108	1,073	1,078	1,122	1,131
(YoY)	-4%	-3%	1%	-4%	-7%	-5%	-1%	2%
환율(원/위안)	168	165	170	168	169	169	168	167
(YoY)	-8%	-7%	1%	-1%	0%	3%	-1%	-0%
옥수수(\$/Ton)	143	145	141	136	144	151	135	140
(YoY)	0%	-6%	8%	-0%	0%	4%	-5%	3%
소맥(\$/Ton)	158	160	168	156	167	183	182	190
(YoY)	-8%	-8%	12%	5%	6%	15%	8%	22%
대두(\$/Ton)	375	346	355	359	370	366	310	312
(YoY)	16%	-11%	-5%	-2%	-1%	6%	-13%	-13%
원당(\$/Ton)	433	335	307	321	297	262	249	245
(YoY)	36%	-11%	-31%	-30%	-31%	-22%	-19%	-24%

자료: 한국은행, Bloomberg, 키움증권 리서치

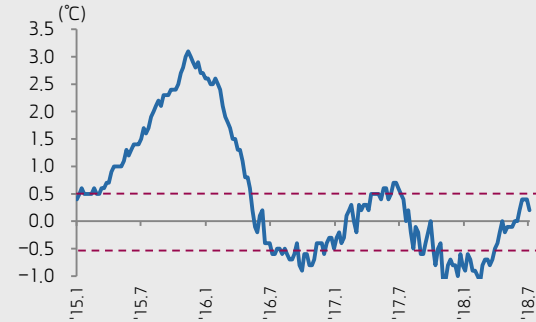
4) 곡물가격: 하락 전환

월간 ONI 지수 추이



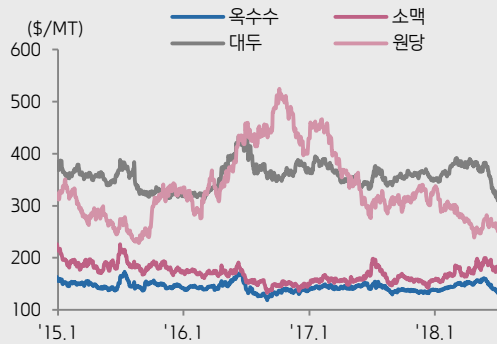
자료: NOAA, Bloomberg

주간 ONI 지수 추이



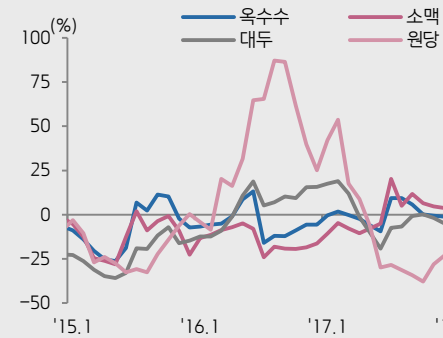
자료: NOAA, Bloomberg

주요 곡물시세 추이



자료: Bloomberg

월평균 곡물시세 YoY 추이



자료: Bloomberg

4) 곡물가격: 하락 전환

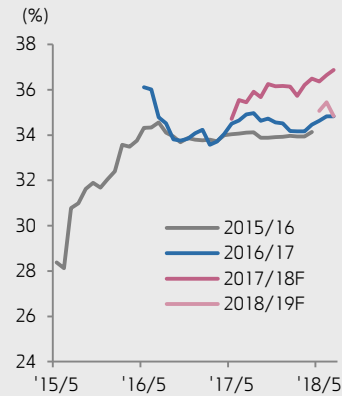
◎ 곡물 수급 및 작황 점검

- 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, 최근에 발표된 작황 데이터를 통해, 작황 부진 우려가 해소되면서, 곡물가격 상승분을 반납하고 있음

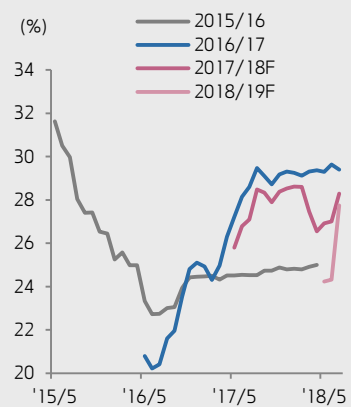
글로벌 옥수수 재고비율 추이



글로벌 소맥 재고비율 추이



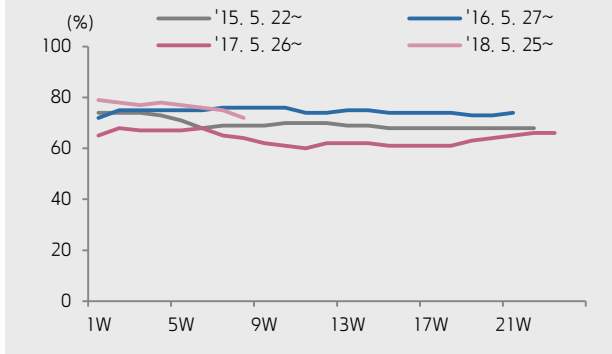
글로벌 대두 재고비율 추이



자료: USDA

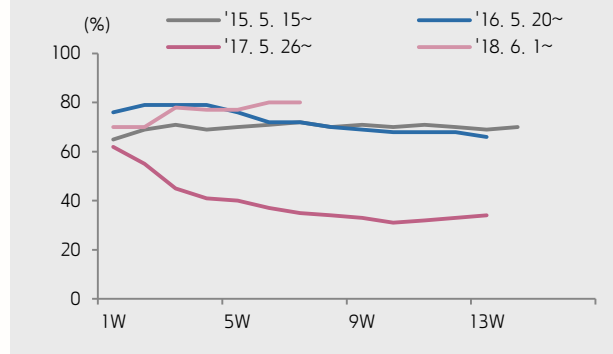
4) 곡물가격: 하락 전환

미국 옥수수 작황 추이



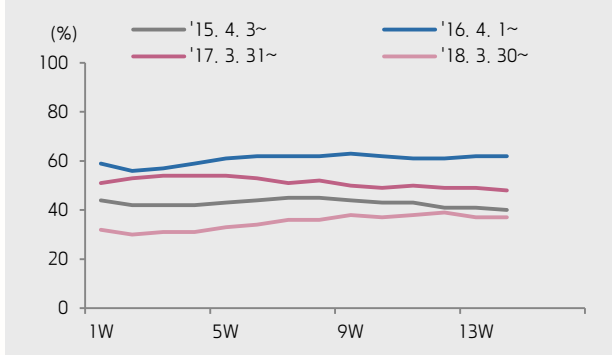
자료: USDA, Bloomberg(Good to Excellent 비중 기준)

미국 보밀 작황 추이



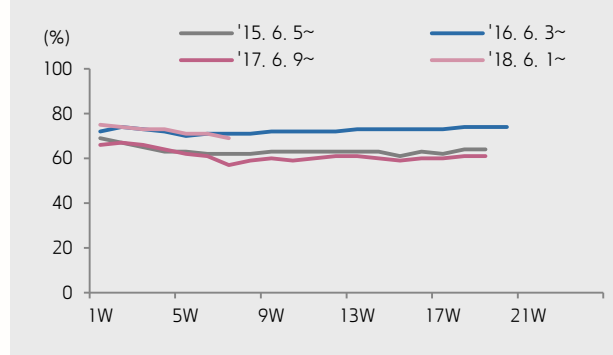
자료: USDA, Bloomberg(Good to Excellent 비중 기준)

미국 겨울밀 작황 추이



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

미국 대두 작황 추이



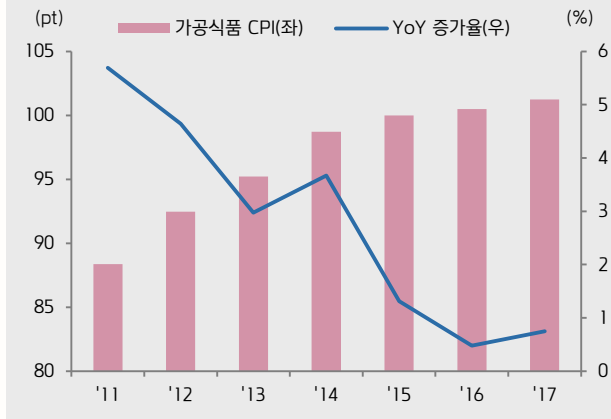
자료: USDA, Bloomberg(Good to Excellent 비중 기준)

5) 가격인상: 확산 추세

◎ 판가 인상 모멘텀 회복 중

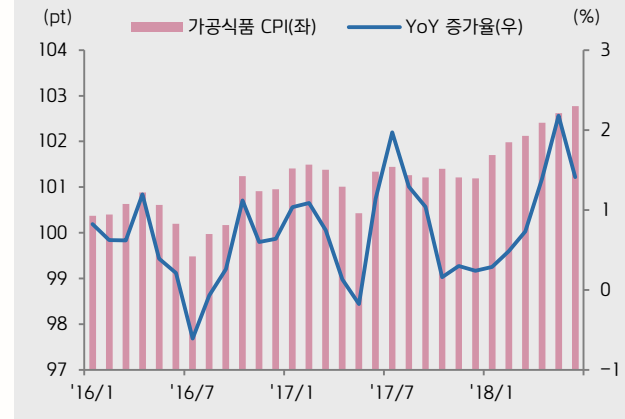
- 1) 원재료 가격 상승 부담, 2) 최저임금 인상 영향으로 주요 음식료 업체들의 가격 인상 진행 중
- CJ제일제당이 3월에 캔햄/냉동만두/햇반/어묵의 판가 인상을 단행하면서, 경쟁사들의 판가 인상 가능성 대두
- 올해 5월 가공식품 CPI YoY 증가율은 2.2%로 상승 추세. YoY 1%대 증가율에서 서서히 반등하는 모습
- 상승 추세의 지속 여부는 좀 더 확인 필요하나, 가공식품 CPI의 전월대비 개선세는 지속되고 있음

연도별 가공식품 CPI 추이



자료: 통계청

월별 가공식품 CPI 추이



자료: 통계청

5) 가격인상: 확산 추세

주요 업체 가격인상 동향

시기	기업	인상품목	인상폭	
2017	1월	동원F&B	참치캔, '동원참치 라이트스탠다드'를 포함한 살코기 및 가미캔 제품 18종	평균 5.1%
		서울우유	서울우유 버터, 가염/무가염 제품	7~8%
		롯데푸드	업소용 마요네즈, 식용유	9~10%
	2월	오뚜기	업소용 식용유	9%
		풀무원	프리미엄 달걀 21종	평균 30%
		CJ제일제당	업소용 식용유	7~8%
	3월	동원F&B	소와나무 모닝버터(450g)	15%
		CJ제일제당	다시다	5~9%
		삼양식품	라면 12개	평균 5.4%
	4월	빙그레	투게더	7.7%
		해태제과	부라보콘	8.3%
롯데제과		월드콘, 셀레임	8.3%	
5월	대상	미원, 감칠맛미원, 발효미원 등	평균 7%	
	롯데칠성	사이더와 캔 커피 등 대표 제품 14종	평균 7.5%	
	삼양식품	라면 등 12개 브랜드	평균 5.4%	
6월	빙그레	엔초, 더위사상, 참봉어싸만코, 빵도야	평균 17.7%	
	남양유업	프렌치카페	6.7%	
	롯데푸드	거북알, 뽕뽕코	25%	
7월	샘표	간장 제품	평균 8~10%	
	해태제과	아포가토	50%	
	롯데제과	명가 팔링수	25%	
8월	매일유업	카페라떼	14%	
	오뚜기	오뚜기밥, 큰밥, 작은밥 등 3종 제품	평균 9%	
	오뚜기	참치캔 5종	평균 5.2%	
11월	롯데리아	버거류 12종, 세트 15종, 디저트 1종, 드링크류 5종	5~6%	
	SPC삼립	단팥·야채·피자 호빵	10%	
	코리아세븐	삼각김밥, 샌드위치, 도시락	8~10%	
2018	1월	GS리테일	주먹밥, 도시락	3~7%
		코카콜라 음료	코카콜라, 마테차, 미닛메이저 주스	평균 4.8%
	2월	CJ제일제당	즉석밥, 캔햄, 냉동만두, 어묵	6~10%
		사조대일	어묵 제품 11종	5~9%
	3월	동원F&B	어묵 제품 7종	평균 10.8%
		한국야쿠르트	야쿠르트, 헬리코박터 프로젝트 밀	6~8%
		롯데제과	뽕뽕로, 목캔디	6~13%
	4월	해태제과	오예스 등 제품 5종	평균 12.7%
		해태제과	'국희샌드' 등 8종	평균 12.4%
		SPC삼립	양산빵 4종	평균 11%
	5월	동원F&B	'개성왕만두'	7%
정식품		'베지밀' 등 14종	평균 7.1%	
크라온제과		조리품 등 제품 8종	8~18%	
6월	동원F&B	캔햄 '리햄'	7.3%	
	롯데제과	'일품 팔링수'	20%	
7월	팔도	'비락 식혜', '비락수정과'	11%	

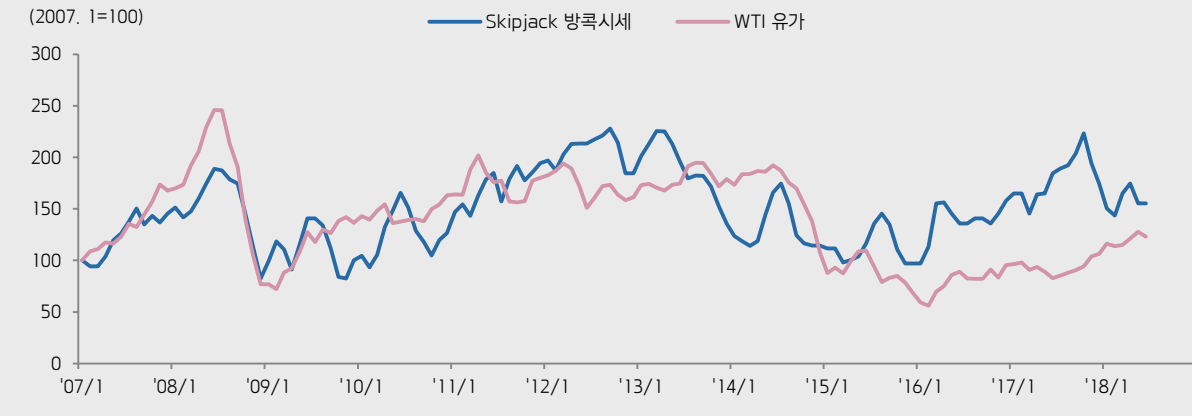
자료: 언론보도, 키움증권 리서치 정리

6) 참치어가: 하락 추세 지속

◎ 참치어가 상승 Cycle의 마무리 단계 진입

- 2016년부터 시작된 참치어의 상승 Cycle은 올해 마무리 될 가능성이 높음
- 통상 어선 공급의 비탄력성으로 인해, 참치어의 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

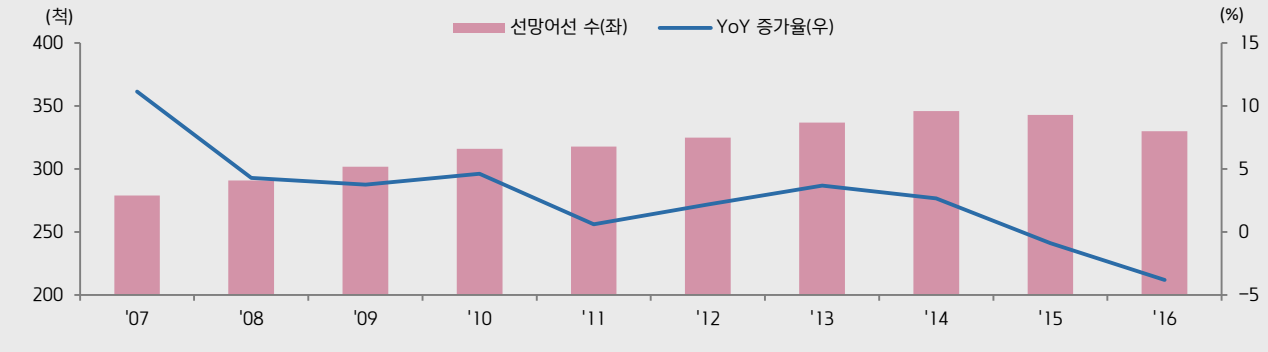
Skipjack 방콕 시세 vs 유가 상대 비교



자료: Thai Union, Bloomberg

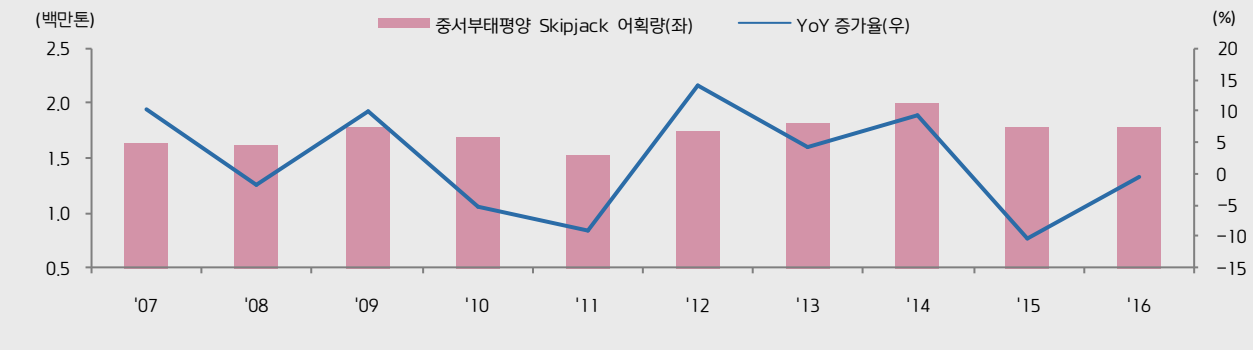
6) 참치어가: 하락 추세 지속

중서부태평양 선망어선 수 추이



자료: WCPFC

중서부태평양 Skipjack 어획량 추이



자료: WCPFC

6) 참치어가: 하락 추세 지속

- ◎ 원어투입단가 하락 전환 기대
 - 참치어가 상승 Cycle이 마무리 되면서, 2Q18부터 원어투입단가 하락 전환 시작
 - 7월에 Atuna 방콕 시세가 \$1,400/톤으로 하락하면서, 참치어가 하락세 심화
 - 성수기에 지속된 가격 하락으로 비수기의 가격 레벨에 대한 기대가 내려가고 있음
 - 이에 따라, 2019년에는 경쟁력이 열위한 수산업체들이 적자를 기록할 가능성이 높아지고 있음
- ◎ 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 원어투입단가 하락 효과가 나타날 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	1,600	1,600	1,450	1,500	1,450	1,400	1,400	1,300

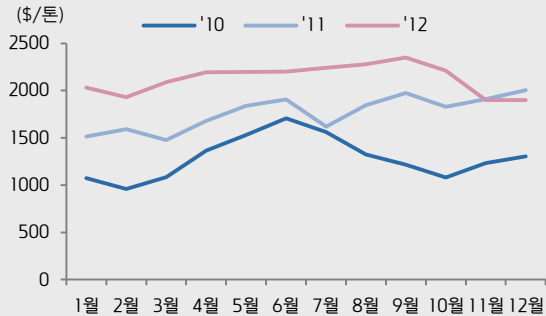
원/달러 환율과 Skipjack 방콕시세의 분기 평균 추이 및 가정

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	1,078	1,130	1,130
(YoY)	9%	6%	-4%	-0%	-4%	-3%	1%	-4%	-7%	-5%	-0%	2%
선망참치(\$/MT)	1,257	1,503	1,433	1,508	1,633	1,763	2,010	2,033	1,577	1,667	1,467	1,367
(YoY)	14%	36%	0%	44%	30%	17%	40%	35%	-3%	-5%	-27%	-33%

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

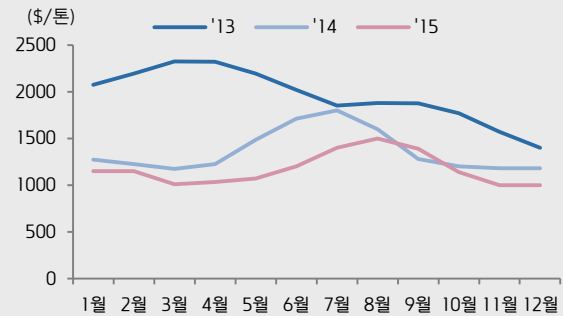
6) 참치어가: 하락 추세 지속

Skipjack 방콕시세 추이(2010~12년)



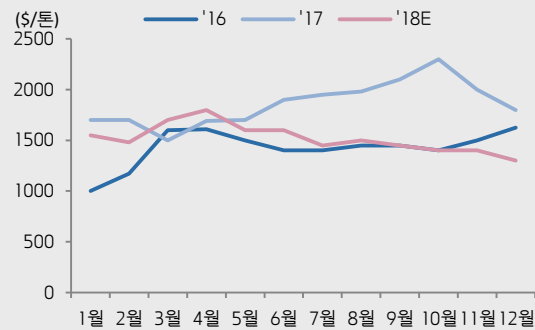
자료: Thai Union

Skipjack 방콕시세 추이(2013~15년)



자료: Thai Union

Skipjack 방콕시세 추이(2016~18년)



자료: Thai Union, 키움증권 리서치(2018년 7월 이후는 당사 가정치)

2Q18 참치어가 하락 우려 제기

Bangkok tuna prices set to fall

By Matilde Merighetti May 18, 2018 09:10 BST



Skipjack tuna

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 \$1,800-1,850 last week," he said.

자료: Undercurrent News

7) 수출: 담배 수출 부진, 중국向 수출과 라이신 수출 호조

◎ 상반기 KT&G 담배 수출액 부진

- KT&G의 담배 수출은 역성장 흐름 지속 전망. 1Q18 -44% YoY, 2Q18E -20% YoY
- 2분기에 중동 수출 재개 되었으나, 1분기에 신시장에 물량이 많이 나간 영향으로, 2분기 신시장 수출이 둔화된 상황

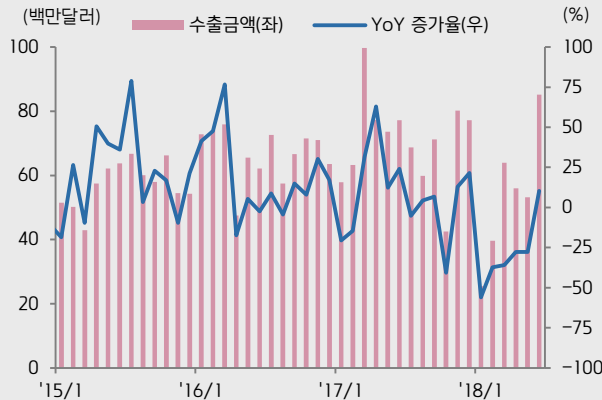
◎ 중동 담배 수출 부진 지속 우려

- 1) 미국의 이란 경제 제재, 2) 중동 지역 국가들의 세금 인상으로, 중동 주요 국가의 총 수요는 전년동기 대비 -40% 역성장
- KT&G의 전체 담배 수출에서 중동이 차지하는 비중은 50% 수준. 중동 수출 부진으로 전체 수출도 부진할 가능성 있음

◎ 중국向 수출과 라이신 수출은 호조

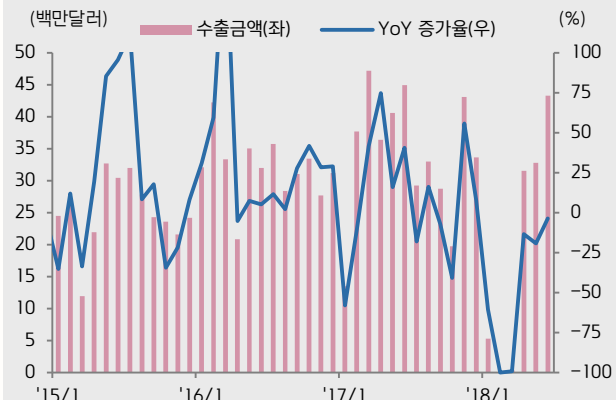
- 사드 기저 효과에 힘입어 중국向 수출 회복 모멘텀 지속
- 다만, 분유는 작년 하반기 월평균 수출과 올해 상반기 월평균 수출에 큰 변화가 없는 상황
- 라면은 6월 JD.com 창립기념일 행사 영향으로 인해, 3분기에 재고조정 영향 있을 듯
- 라이신 수출은 대상의 원가 경쟁력 개선에 힘입어 전반적으로 수출량이 증가하고 있음. 2분기도 20% 이상 성장할 듯

일본/호주 제외 담배 수출액 추이



자료: 관세청(출항일 기준)

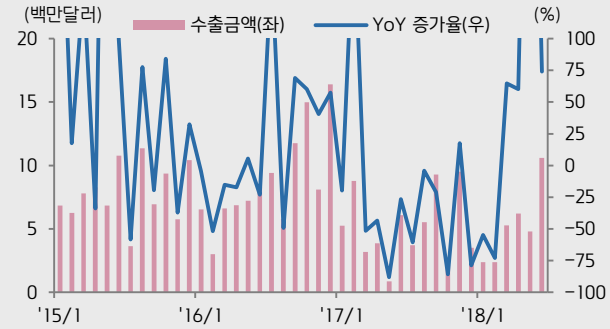
UAE向 담배 수출액 추이



자료: 관세청(출항일 기준)

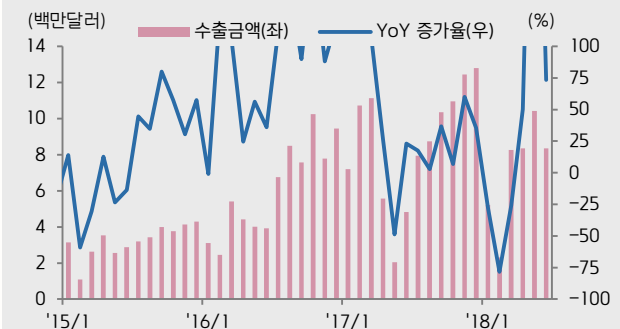
7) 수출: 담배 수출 부진, 중국向 수출과 라이신 수출 호조

중국向 조제분유 수출액 추이



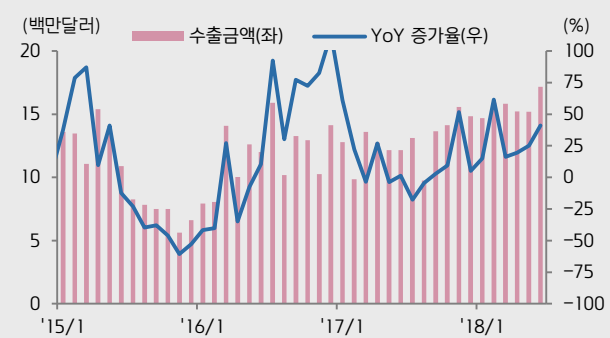
자료: 관세청(출항일 기준)

중국向 라면 수출액 추이



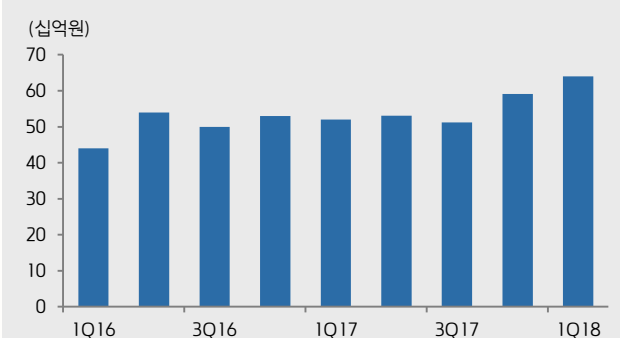
자료: 관세청(출항일 기준)

라이신 수출액 추이



자료: 관세청(출항일 기준)

대상 라이신 매출액 추이



자료: 대상, 키움증권 리서치

Part IV 업체별 투자전략



KT&G(033780) 이익 안정성 회복 중

주가(7/24): 109,500원/TP: 121,000원 (상향)

KOSPI(7/24)	2,280.20pt		
시가총액	150,335억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	125,000원	96,000원	
최고/최저가 대비 등락율	-12.40%	14.06%	
상대수익률	절대	상대	
	1M	5.3%	8.8%
	6M	-1.4%	9.8%
	12M	-5.6%	1.5%
발행주식수	137,292천주		
일평균거래량(3M)	282천주		
외국인 지분율	53.83%		
배당수익률(18.E)	3.65%		
BPS(18.E)	60,046원		



◎ 본업 회복에 다소 시간이 필요할 것으로 전망

- 내수담배는 전자담배 시장 확대로 MS가 하락하고, Product Mix가 악화되고 있음
- 수출담배는 1) 이란 환율 평가절하, 2) 중동 담배 소비세 인상으로, 총 수요가 40% 정도 감소하고 있음
- 전사 실적 증익은 4분기부터 가능할 것으로 판단. Bottom-out 대비할 시점

◎ 인삼공사 성장과 부동산 분양 이익으로 이익 방어 전망

- 인삼공사는 사드 기저 효과로 인해, 최근에 매출 성장을 회복되고 있음
- 하반기부터 수원 부지 분양이익을 통해, 본사 이익 감소를 일부 방어할 전망(올해 매출 1,200억원 전망)

◎ 꾸준한 배당금 상황은 긍정적

- 2017년 배당금 4천원으로 상향하며, 향후 배당금 상향 기대감 확대
- 지속적인 주주환원정책 강화로 중장기적으로 주가 밴드 상승 가능
- 목표주가는 2019년 예상 EPS에 Target PER 14.5배 적용(최근 1년 내 PER 상단)

투자지표, IFRS연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	45,033	46,672	45,869	50,461	53,423
보고영업이익(억원)	14,696	14,261	12,907	15,034	16,387
핵심영업이익(억원)	14,696	14,261	12,907	15,034	16,387
EBITDA(억원)	16,283	15,872	14,387	16,529	17,898
세전이익(억원)	15,873	13,456	13,515	15,738	17,156
순이익(억원)	12,255	11,642	9,736	11,488	12,524
지배주주지분순이익(억원)	12,308	11,638	9,731	11,488	12,524
EPS(원)	8,965	8,476	7,088	8,368	9,122
증감율(%)	18.8	-5.4	-16.4	18.1	9.0
PER(배)	11.3	13.6	15.4	13.1	12.0
PBR(배)	2.0	2.0	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA(배)	7.1	8.4	8.4	7.1	6.3
보고영업이익률(%)	32.6	30.6	28.1	29.8	30.7
핵심영업이익률(%)	32.6	30.6	28.1	29.8	30.7
ROE(%)	18.3	15.6	12.1	13.3	13.5
순부채비율(%)	-31.8	-32.4	-36.0	-36.6	-38.7

KT&G(033780) 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	1,178.7	1,161.7	1,278.9	1,047.9	1,067.6	1,109.1	1,315.5	1,094.7	4,667.2	4,586.9	5,046.1
(YoY)	8.0%	6.8%	4.8%	-5.1%	-9.4%	-4.5%	2.9%	4.5%	3.6%	-1.7%	10.0%
KT&G 별도	726.0	801.3	789.5	683.3	572.3	716.2	799.0	708.1	3,000.1	2,795.6	3,151.6
(YoY)	3.5%	7.5%	4.7%	-11.0%	-21.2%	-10.6%	1.2%	3.6%	1.1%	-6.8%	12.7%
내수담배	426.2	464.6	507.2	395.9	405.1	457.1	507.9	421.1	1,793.8	1,791.2	1,852.7
(YoY)	0.5%	-0.7%	1.8%	-11.9%	-5.0%	-1.6%	0.1%	6.4%	-2.5%	-0.1%	3.4%
총 시장(백만본)	16,839	18,935	20,528	17,001	16,402	18,177	20,118	16,661	73,303	71,358	70,287
(YoY)	-4.8%	-2.4%	0.1%	-9.1%	-2.6%	-4.0%	-2.0%	-2.0%	-3.9%	-2.7%	-1.5%
MS	61.2%	59.9%	60.0%	56.4%	57.2%	57.2%	57.0%	56.1%	59.4%	56.9%	57.5%
(YoY, %pt)	1.6%p	0.7%p	0.4%p	-2.1%p	-3.9%p	-2.7%p	-2.9%p	-0.3%p	0.2%p	-2.5%p	0.6%p
판매량(백만본)	10,301	11,345	12,307	9,588	9,386	10,395	11,470	9,354	43,540	40,605	40,418
(YoY)	-2.2%	-1.4%	0.7%	-12.5%	-8.9%	-8.4%	-6.8%	-2.4%	-3.7%	-6.7%	-0.5%
ASP(원/갑)	827	819	824	826	833	841	856	864	824	849	877
(YoY)	2.8%	0.7%	1.0%	0.7%	0.6%	2.7%	3.8%	4.6%	1.3%	3.0%	3.4%
수출담배	236.6	228.9	206.1	207.0	132.3	182.9	189.2	194.1	878.5	698.6	816.4
(YoY)	1.9%	18.2%	4.8%	-0.6%	-44.1%	-20.1%	-8.2%	-6.2%	5.7%	-20.5%	16.9%
판매량(백만본)	13,266	11,287	11,541	11,017	7,913	10,271	10,618	10,135	47,110	38,936	43,291
(YoY)	13.3%	8.2%	12.3%	0.1%	-40.4%	-9.0%	-8.0%	-8.0%	8.5%	-17.4%	11.2%
ASP(달러/갑)	0.31	0.36	0.32	0.34	0.31	0.33	0.32	0.34	0.33	0.32	0.33
(YoY)	-6.4%	12.5%	-7.6%	3.6%	0.9%	-8.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-1.5%	2.8%
평균환율(원/달러)	1,154	1,129	1,132	1,108	1,073	1,078	1,130	1,130	1,132	1,105	1,130
(YoY)	-3.9%	-2.9%	1.0%	-4.2%	-7.1%	-4.5%	-0.2%	2.0%	-2.6%	-2.4%	2.3%
기타	63.2	107.8	76.2	80.5	34.9	76.2	101.8	92.8	327.8	305.8	482.5
(YoY)	40.7%	28.4%	29.5%	-26.9%	-44.8%	-29.4%	33.7%	15.3%	10.0%	-6.7%	57.8%
KGC 별도	341.8	254.2	367.2	236.7	393.4	286.7	394.4	258.8	1,199.9	1,333.2	1,436.4
(YoY)	15.6%	0.3%	6.3%	11.1%	15.1%	12.8%	7.4%	9.3%	8.3%	11.1%	7.7%
기타	111.0	106.2	122.2	127.8	101.9	106.2	122.2	127.8	467.1	458.0	458.0
(YoY)	17.4%	19.2%	1.0%	3.9%	-8.2%	0.0%	0.0%	0.0%	9.3%	-1.9%	0.0%
영업이익	395.5	386.5	421.7	222.5	311.4	329.6	410.5	239.2	1,426.1	1,290.7	1,503.4
(YoY)	0.6%	11.7%	-1.1%	-27.0%	-21.3%	-14.7%	-2.7%	7.5%	-3.0%	-9.5%	16.5%
(OPM)	33.5%	33.3%	33.0%	21.2%	29.2%	29.7%	31.2%	21.9%	30.6%	28.1%	29.8%
KT&G 별도	319.9	343.1	338.5	243.4	213.3	279.7	316.9	251.6	1,244.8	1,061.6	1,253.6
(OPM)	44.1%	42.8%	42.9%	35.6%	37.3%	39.1%	39.7%	35.5%	41.5%	38.0%	39.8%
KGC 별도	79.2	38.6	77.0	-9.4	91.9	45.2	87.3	-0.9	185.4	223.5	244.2
(OPM)	23.2%	15.2%	21.0%	-4.0%	23.4%	15.8%	22.1%	-0.3%	15.5%	16.8%	17.0%
기타	-3.6	4.7	6.2	-11.5	6.2	4.7	6.2	-11.5	-4.2	5.6	5.6
(OPM)	-3.2%	4.5%	5.1%	-9.0%	6.1%	4.5%	5.1%	-9.0%	-0.9%	1.2%	1.2%
세전이익	331.8	394.2	433.3	186.4	359.8	332.9	412.1	246.7	1,345.6	1,351.5	1,573.8
당기순이익	235.2	274.7	308.0	346.4	249.4	243.0	300.8	180.4	1,164.2	973.6	1,148.8
지배주주순이익	234.8	274.3	307.9	347.1	248.9	243.0	300.8	180.4	1,163.8	973.1	1,148.8
(YoY)	-17.4%	-3.7%	23.1%	-15.7%	6.0%	-11.4%	-2.3%	-48.0%	-5.5%	-16.4%	18.1%

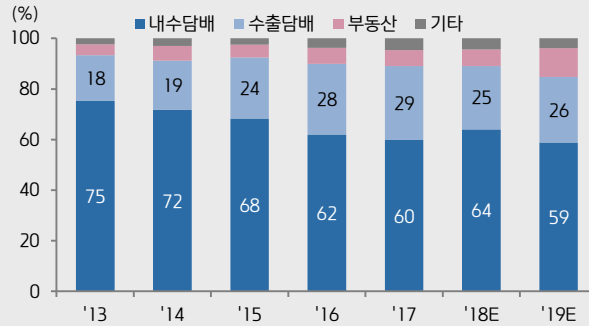
주: 1) 내수담배 총수요와 점유율은 국내 전자담배 판매량을 감안한 당사 추정치

KT&G(033780) 내수담배 가정 상세

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	1,178.7	1,161.7	1,278.9	1,047.9	1,067.6	1,109.1	1,315.5	1,094.7	4,667.2	4,586.9	5,046.1
(YoY)	8.0%	6.8%	4.8%	-5.1%	-9.4%	-4.5%	2.9%	4.5%	3.6%	-1.7%	10.0%
KT&G 별도	726.0	801.3	789.5	683.3	572.3	716.2	799.0	708.1	3,000.1	2,795.6	3,151.6
(YoY)	3.5%	7.5%	4.7%	-11.0%	-21.2%	-10.6%	1.2%	3.6%	1.1%	-6.8%	12.7%
내수담배	426.2	464.6	507.2	395.9	405.1	457.1	507.9	421.1	1,793.8	1,791.2	1,852.7
(YoY)	0.5%	-0.7%	1.8%	-11.9%	-5.0%	-1.6%	0.1%	6.4%	-2.5%	-0.1%	3.4%
일반궐련	426.2	464.6	507.2	393.0	380.8	416.6	448.0	360.8	1,790.9	1,606.3	1,531.8
(YoY)	0.5%	-0.7%	1.8%	-12.5%	-10.6%	-10.3%	-11.7%	-8.2%	-2.6%	-10.3%	-4.6%
전자담배 Stick(Fiit)				2.9	10.0	20.5	42.8	43.2	2.9	116.5	241.2
(YoY)										3885.8%	106.9%
전자담배 Device(III)					14.3	20.0	17.1	17.1		68.4	79.8
(YoY)											16.7%
총 시장(백만본)	16,839	18,935	20,528	17,001	16,402	18,177	20,118	16,661	73,303	71,358	70,287
(YoY)	-4.8%	-2.4%	0.1%	-9.1%	-2.6%	-4.0%	-2.0%	-2.0%	-3.9%	-2.7%	-1.5%
일반궐련	16,839	18,896	20,027	16,023	14,977	16,268	17,618	14,366	71,785	63,229	59,396
(YoY)	-4.8%	-2.6%	-2.3%	-14.4%	-11.1%	-13.9%	-12.0%	-10.3%	-5.9%	-11.9%	-6.1%
전자담배		39	501	978	1,425	1,909	2,499	2,296	1,518	8,129	10,891
(YoY)						4795.4%	398.8%	134.7%			
MS	61.2%	59.9%	60.0%	56.4%	57.2%	57.2%	57.0%	56.1%	59.4%	56.9%	57.5%
(YoY, %pt)	1.6%p	0.7%p	0.4%p	-2.1%p	-3.9%p	-2.7%p	-2.9%p	-0.3%p	0.2%p	-2.5%p	0.6%p
일반궐련	61.2%	60.0%	61.5%	59.6%	61.7%	62.0%	61.5%	60.6%	60.6%	61.4%	61.9%
(YoY, %pt)	1.6%p	0.8%p	1.9%p	1.0%p	0.5%p	2.0%p	0.0%p	1.0%p	1.4%p	0.8%p	0.5%p
전자담배				4.1%	10.5%	16.2%	25.8%	28.3%	2.6%	21.6%	33.3%
(YoY, %pt)								24.2%p		18.9%p	11.7%p
판매량(백만본)	10,301	11,345	12,307	9,588	9,386	10,395	11,470	9,354	43,540	40,605	40,418
(YoY)	-2.2%	-1.4%	0.7%	-12.5%	-8.9%	-8.4%	-6.8%	-2.4%	-3.7%	-6.7%	-0.5%
일반궐련	10,301	11,345	12,307	9,548	9,236	10,086	10,826	8,704	43,500	38,853	36,792
(YoY)	-2.2%	-1.4%	0.7%	-12.8%	-10.3%	-11.1%	-12.0%	-8.8%	-3.8%	-10.7%	-5.3%
전자담배				40	150	309	644	650	40	1,753	3,627
(YoY)										4281.4%	106.9%
ASP(원/갑)	827	819	824	826	833	841	856	864	824	849	877
(YoY)	2.8%	0.7%	1.0%	0.7%	0.6%	2.7%	3.8%	4.6%	1.3%	3.0%	3.4%
일반궐련	827	819	824	823	825	826	828	829	823	827	833
(YoY)	2.8%	0.7%	1.0%	0.3%	-0.3%	0.9%	0.4%	0.7%	1.2%	0.4%	0.7%
전자담배				1,462	1,330	1,330	1,330	1,330	1,462	1,330	1,330
(YoY)										-9.0%	0.0%

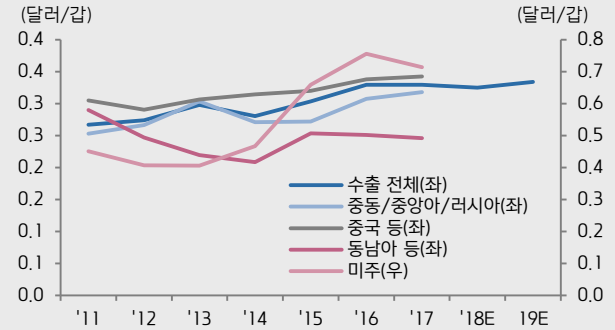
KT&G(033780) Key Charts

KT&G 별도기준 매출 Mix 추이 및 전망



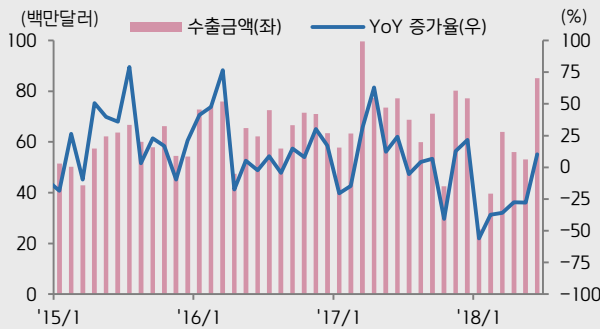
자료: KT&G, 키움증권 리서치

KT&G 수출담배 ASP 추이 및 전망



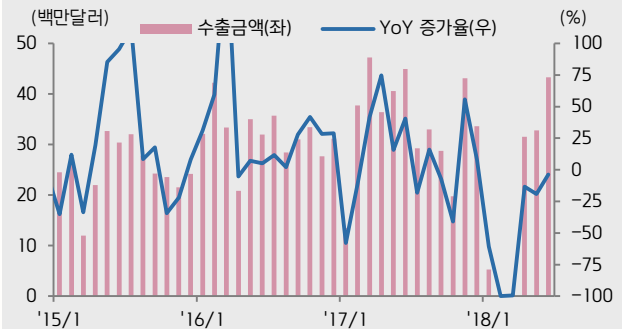
자료: KT&G, 키움증권 리서치

일본/호주 제외 담배 수출액 추이



자료: 관세청, 키움증권 리서치(출항일 기준)

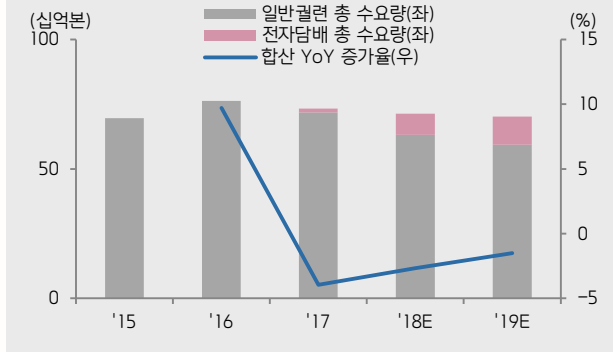
UAE向 담배 수출액 추이



자료: 관세청, 키움증권 리서치(출항일 기준)

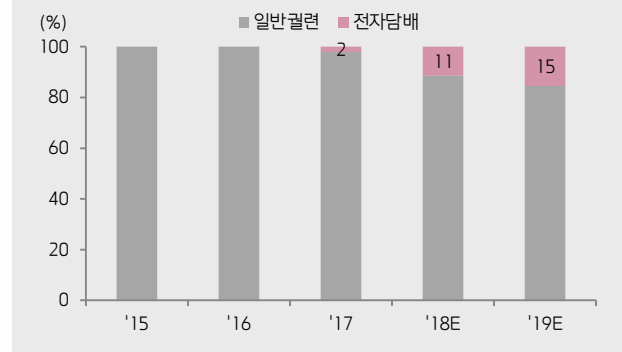
KT&G(033780) Key Charts

내수담배 총 수요량 추이 및 전망



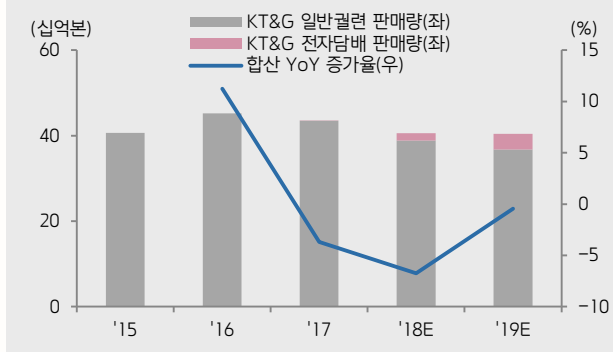
자료: KT&G, 키움증권 리서치

내수담배 총 수요량 Mix 추이 및 전망



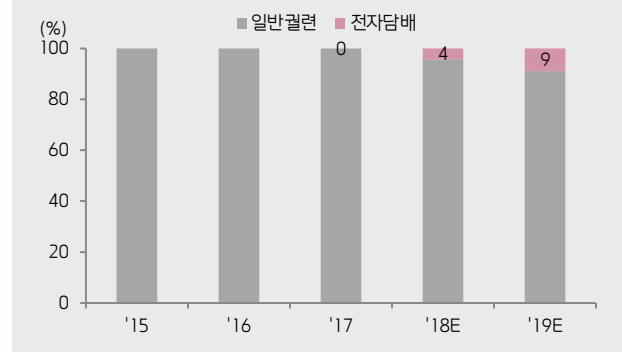
자료: KT&G, 키움증권 리서치

KT&G 내수담배 판매량 추이 및 전망



자료: KT&G, 키움증권 리서치

KT&G 내수담배 판매량 Mix 추이 및 전망



자료: KT&G, 키움증권 리서치

KT&G(033780) 연결기준 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	45,033	46,672	45,869	50,461	53,423
매출원가	17,967	19,089	19,289	21,134	22,198
매출총이익	27,066	27,583	26,579	29,327	31,225
판매비및일반관리비	12,370	13,322	13,672	14,293	14,837
영업이익(보고)	14,696	14,261	12,907	15,034	16,387
영업이익(핵심)	14,696	14,261	12,907	15,034	16,387
영업외손익	1,177	-805	608	704	769
이자수익	379	432	415	457	483
배당금수익	151	198	205	226	239
외환이익	900	181	645	613	582
이자비용	67	86	70	70	70
외환손실	495	1,605	860	817	776
관계기업지분손익	21	44	44	44	44
투자및기타자산처분손익	236	14	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-78	-160	0	0	0
기타	129	177	229	252	267
법인세차감전이익	15,873	13,456	13,515	15,738	17,156
법인세비용	3,618	1,814	3,779	4,249	4,632
유효법인세율 (%)	22.8%	13.5%	28.0%	27.0%	27.0%
당기순이익	12,255	11,642	9,736	11,488	12,524
지배주주지분순이익(억원)	12,308	11,638	9,731	11,488	12,524
EBITDA	16,283	15,872	14,387	16,529	17,898
현금순이익(Cash Earnings)	13,842	13,252	11,216	12,983	14,035
수정당기순이익	12,133	11,768	9,736	11,488	12,524
증감율(% , YoY)					
매출액	8.0	3.6	-1.7	10.0	5.9
영업이익(보고)	7.6	-3.0	-9.5	16.5	9.0
영업이익(핵심)	7.6	-3.0	-9.5	16.5	9.0
EBITDA	6.6	-2.5	-9.4	14.9	8.3
지배주주지분 당기순이익	18.8	-5.4	-16.4	18.1	9.0
EPS	18.8	-5.4	-16.4	18.1	9.0
수정순이익	21.9	-3.0	-17.3	18.0	9.0

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	66,155	65,854	69,899	76,422	83,505
현금및현금성자산	8,508	12,302	17,269	18,523	22,206
유동금융자산	16,762	15,819	15,547	17,104	18,108
매출채권및유동채권	18,020	14,558	14,307	15,740	16,664
재고자산	22,654	23,175	22,776	25,056	26,527
기타유동비금융자산	212	0	0	0	0
비유동자산	31,966	33,905	34,163	35,753	36,992
장기매출채권및기타비유동채권	1,233	1,021	1,003	1,104	1,169
투자자산	13,261	14,073	14,138	15,395	16,315
유형자산	16,065	17,570	17,789	18,024	18,273
무형자산	1,049	847	798	751	708
기타비유동자산	358	394	434	479	527
자산총계	98,121	99,759	104,062	112,175	120,497
유동부채	21,534	18,030	17,877	19,473	20,502
매입채무및기타유동채무	17,970	14,465	14,216	15,639	16,558
단기차입금	1,366	1,747	1,747	1,747	1,747
유동성장기차입금	96	37	163	163	163
기타유동부채	2,102	1,781	1,751	1,923	2,035
비유동부채	5,409	3,431	3,202	3,282	3,353
장기매입채무및비유동채무	246	453	445	489	518
사채및장기차입금	629	652	652	652	652
기타비유동부채	4,535	2,326	2,105	2,140	2,183
부채총계	26,943	21,461	21,079	22,755	23,855
자본금	9,550	9,550	9,550	9,550	9,550
주식발행초과금	0	0	0	0	0
이익잉여금	60,089	67,452	72,169	78,640	85,892
기타자본	813	719	719	719	719
지배주주지분자본총계	70,452	77,721	82,438	88,909	96,160
비지배주주지분자본총계	726	577	545	511	481
자본총계	71,178	78,298	82,983	89,420	96,641
순차입금	-22,649	-25,332	-29,900	-32,711	-37,399
총차입금	2,621	2,789	2,916	2,916	2,916

KT&G(033780) 연결기준 추정 재무제표

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	14,978	11,399	11,355	10,562	12,364
당기손이익	12,255	11,642	9,736	11,488	12,524
감가상각비	1,528	1,557	1,431	1,449	1,468
무형자산상각비	59	53	50	46	44
외환손익	-484	1,033	215	204	194
자산처분손익	158	50	0	0	0
지분법손익	-21	-57	-44	-44	-44
영업활동자산부채 증감	1,755	-1,524	380	-2,173	-1,402
기타	-273	-1,356	-413	-409	-420
투자활동현금흐름	-7,026	-3,299	-1,241	-4,293	-3,420
투자자산의 처분	-5,083	-270	449	-2,565	-1,655
유형자산의 처분	120	43	0	0	0
유형자산의 취득	-1,617	-3,183	-1,650	-1,683	-1,717
무형자산의 처분	-77	-49	0	0	0
기타	-368	161	-40	-44	-49
재무활동현금흐름	-4,884	-4,338	-5,146	-5,015	-5,261
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-549	449	126	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-4,283	-4,604	-5,051	-5,051	-5,303
기타	-52	-183	-222	36	42
현금및현금성자산의순증가	3,046	3,794	4,967	1,254	3,684
기초현금및현금성자산	5,462	8,508	12,302	17,269	18,523
기말현금및현금성자산	8,508	12,302	17,269	18,523	22,206
Gross Cash Flow	13,222	12,923	10,974	12,735	13,766
Op Free Cash Flow	12,994	9,192	9,508	8,614	10,356

투자지표

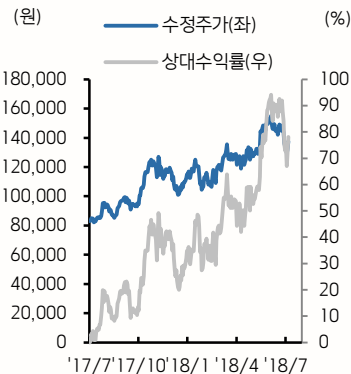
(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	8,965	8,476	7,088	8,368	9,122
BPS	51,315	56,609	60,046	64,759	70,041
주당EBITDA	11,860	11,560	10,479	12,039	13,037
CFPS	10,082	9,653	8,169	9,457	10,223
DPS	3,600	4,000	4,000	4,200	4,200
주가배수(배)					
PER	11.3	13.6	15.4	13.1	12.0
PBR	2.0	2.0	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	7.1	8.4	8.4	7.1	6.3
PCFR	10.0	12.0	13.4	11.6	10.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	32.6	30.6	28.1	29.8	30.7
영업이익률(핵심)	32.6	30.6	28.1	29.8	30.7
EBITDA margin	36.2	34.0	31.4	32.8	33.5
순이익률	27.2	24.9	21.2	22.8	23.4
자기자본이익률(ROE)	18.3	15.6	12.1	13.3	13.5
투자자본이익률(ROIC)	28.0	31.2	23.1	26.5	27.6
안정성(%)					
부채비율	37.9	27.4	25.4	25.4	24.7
순차입금비율	-31.8	-32.4	-36.0	-36.6	-38.7
이자보상배율(배)	218.6	166.3	184.5	214.8	234.2
활동성(배)					
매출채권회전율	2.5	2.9	3.2	3.4	3.3
재고자산회전율	2.1	2.0	2.0	2.1	2.1
매입채무회전율	2.8	2.9	3.2	3.4	3.3

오리온(271560) 신제품 중심의 매대 확대 기대

주가(7/24): 137,500원 / TP: 181,000원

KOSPI(7/24)	2,280.20pt	
시가총액	54,359억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	155,000원	82,100원
최고/최저가 대비 등락율	-11.29%	67.48%
상대수익률	절대	상대
	1M	-10.7%
	6M	22.2%
	12M	65.7%
발행주식수	39,534천주	
일평균거래량(3M)	125천주	
외국인 지분율	41.33%	
배당수익률(18.E)	0.44%	
BPS(18.E)	38,093원	



◎ 중국 법인 회복 국면 진입

- 사드 기저 효과와 인건비/물류비 등 고정비 절감효과로 중국 법인 수익성 회복 국면 진입
- 중국 신제품 초기 반응은 양호한 편. 고복칩/혼다칩의 매출은 5월 40억 중반, 6월 60억 초반 수준
- 비용 효율화 이후 성장 재개한 한국 법인처럼(2015~16년), 중국 법인도 정상화 궤도 진입할 것으로 전망

◎ 한국/베트남 법인 이익 성장 지속

- 한국은 고복칩, 생크림파이 등 신제품 비중 확대로 Product Mix 개선 효과 나타날 것으로 전망
- 베트남은 제과 시장 고성장(+7~8%) 속에 초코파이 중심으로 점유율 확대 지속
- 10월부터 양산빵 시장 진입을 통해, 신규 성장 동력 마련할 계획

◎ 투자 의견 BUY, 목표주가 18.1만원

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

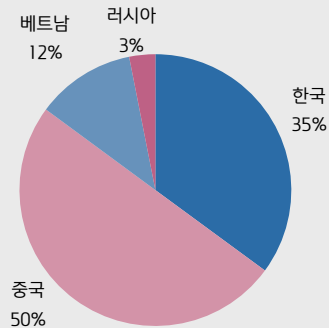
투자지표, IFRS연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	-	11,172	19,980	21,501	22,969
보고영업이익(억원)	-	1,074	3,045	3,581	4,062
핵심영업이익(억원)	-	1,074	3,045	3,581	4,062
EBITDA(억원)	-	1,732	4,214	4,779	5,295
세전이익(억원)	-	1,051	2,918	3,500	3,986
순이익(억원)	-	767	2,224	2,653	3,021
지배주주지분순이익(억원)	-	756	2,208	2,653	3,021
EPS(원)	-	1,912	5,585	6,710	7,642
증감율(%YoY)	-	N/A	192.1	20.1	13.9
PER(배)	-	54.7	24.6	20.5	18.0
PBR(배)	-	3.2	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA(배)	-	26.8	13.8	11.7	10.1
보고영업이익률(%)	-	9.6	15.2	16.7	17.7
핵심영업이익률(%)	-	9.6	15.2	16.7	17.7
ROE(%)	-	5.7	15.4	15.9	15.7
순부채비율(%)	-	33.3	21.4	8.0	-3.7

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	448.1	515.2	518.4	1,854.5	1,998.0	2,150.1
(YoY)	-21.9%	-22.6%	-8.3%	-25.1%	5.8%	17.0%	-1.3%	14.9%	-19.1%	7.7%	7.6%
한국(오리온 별도)	173.3	173.7	169.3	175.3	177.6	176.7	171.5	180.8	691.5	706.6	721.1
(YoY)	-0.3%	4.2%	5.6%	-1.9%	2.5%	1.7%	1.3%	3.2%	1.8%	2.2%	2.1%
중국(Pan Orion)	234.9	141.5	288.7	198.1	266.3	206.8	279.9	254.7	863.2	1,007.7	1,101.7
(YoY)	-37.9%	-48.0%	-17.1%	-43.0%	13.4%	46.1%	-3.1%	28.6%	-35.9%	16.7%	9.3%
베트남(OFV)	61.8	49.0	50.4	61.2	67.4	50.4	52.7	67.1	222.4	237.6	271.8
(YoY)	5.1%	15.6%	10.8%	5.8%	9.0%	2.9%	4.6%	9.7%	8.7%	6.8%	14.4%
러시아(OIE)	17.7	18.9	19.8	20.9	10.8	14.2	17.1	20.2	77.4	62.4	71.8
(YoY)	29.6%	35.3%	28.0%	15.5%	-38.8%	-25.0%	-13.5%	-3.2%	26.4%	-19.3%	15.0%
연결조정	0.0	0.0	-6.0	-4.5	-5.9	0.0	-6.0	-4.5	0.0	-16.4	-16.4
영업이익	29.7	19.6	78.7	20.3	93.6	52.7	86.9	71.2	151.3	304.5	358.1
(YoY)	-71.6%	-31.0%	-13.2%	-76.9%	215.3%	169.5%	10.5%	251.1%	-51.4%	101.3%	17.6%
(OPM)	6.1%	5.1%	15.1%	4.5%	18.1%	11.8%	16.9%	13.7%	8.2%	15.2%	16.7%
한국(오리온 별도)	18.4	23.1	19.4	20.6	24.0	23.1	23.9	24.8	81.6	95.8	100.4
(OPM)	10.6%	13.3%	11.5%	11.8%	13.5%	13.1%	14.0%	13.7%	11.8%	13.6%	13.9%
중국(Pan Orion)	-4.9	-14.1	46.8	-8.5	48.9	20.6	50.6	34.5	19.2	154.6	188.9
(OPM)	-2.1%	-10.0%	16.2%	-4.3%	18.4%	10.0%	18.1%	13.5%	2.2%	15.3%	17.1%
베트남(OFV)	12.0	6.6	9.1	8.6	17.1	7.5	10.3	11.6	36.3	46.5	55.8
(OPM)	19.5%	13.4%	18.1%	14.0%	25.4%	14.9%	19.5%	17.2%	16.3%	19.6%	20.5%
러시아(OIE)	4.1	4.0	4.0	2.1	0.4	1.4	2.8	2.9	14.2	7.5	12.9
(OPM)	23.2%	21.2%	20.3%	9.9%	4.0%	10.1%	16.1%	14.1%	18.4%	12.0%	18.0%
연결조정	0.0	0.0	-0.6	-2.4	3.2	0.0	-0.6	-2.4	0.0	0.1	0.1
세전이익			79.6	17.7	87.5	50.5	85.1	68.7		291.8	350.0
당기순이익			60.7	10.7	67.5	38.3	64.5	52.1		222.4	265.3
지배주주순이익			59.1	11.2	65.9	38.3	64.5	52.1		220.8	265.3
(YoY)							9.2%	363.5%			20.1%
현지 통화 기준 매출 성장률											
중국(Pan Orion)	-32.3%	-43.9%	-17.2%	-42.2%	13.0%	41.4%	-0.7%	30.3%	-33.2%	17.2%	10.5%
베트남 내수(OFV 내수)	12.4%	33.1%	20.3%	14.7%	22.2%	13.9%	13.9%	16.8%	18.7%	17.0%	13.0%
러시아(OIE)	6.7%	21.6%	15.6%	11.1%	-36.2%	-15.0%	-5.0%	5.0%	13.5%	-11.7%	16.4%

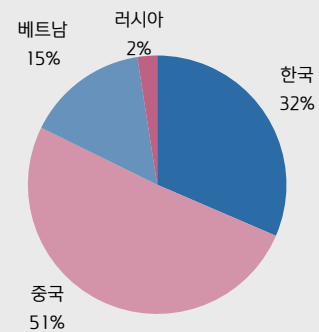
오리온(271560) Key Charts

지역별 매출 비중(2018E 기준)



자료: 키움증권 리서치

지역별 영업이익 비중(2018E 기준)



자료: 키움증권 리서치

중국 신제품: 꼬북칩(浪里个浪)



자료: 키움증권 리서치

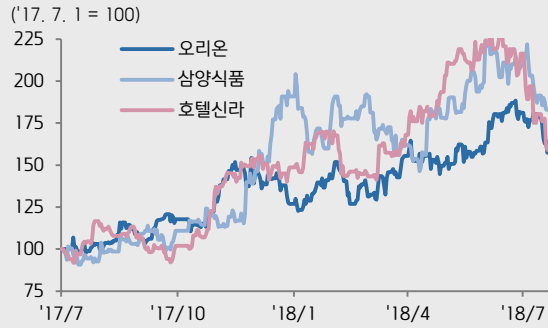
중국 신제품: 혼다칩(混搭脆)



자료: 오리온, 키움증권 리서치

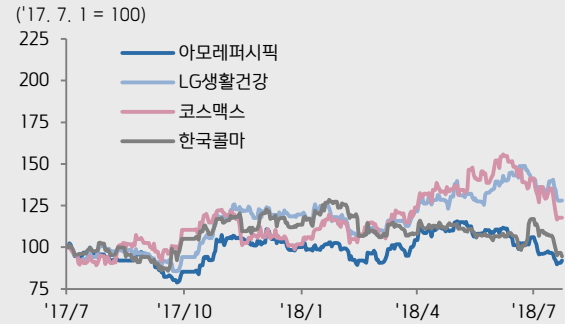
오리온(271560) Key Charts

한국에 상장된 중국 소비 관련주 주가 추이(1)



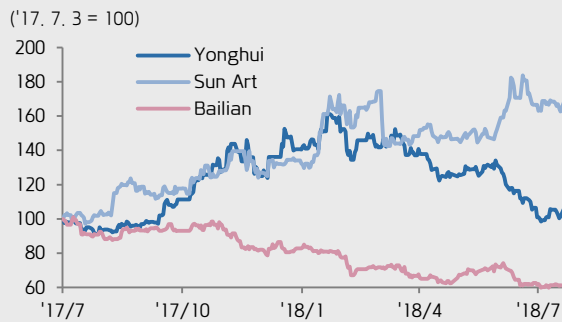
자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

한국에 상장된 중국 소비 관련주 주가 추이(2)



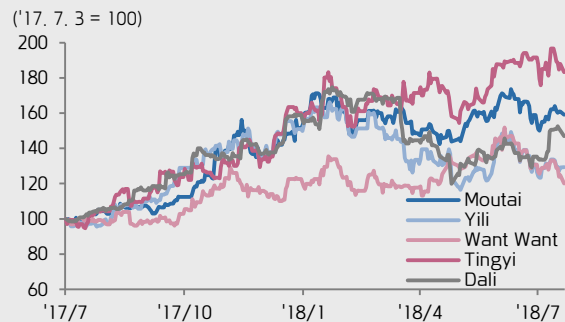
자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

중국/홍콩에 상장된 소비재 주가 추이(1)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

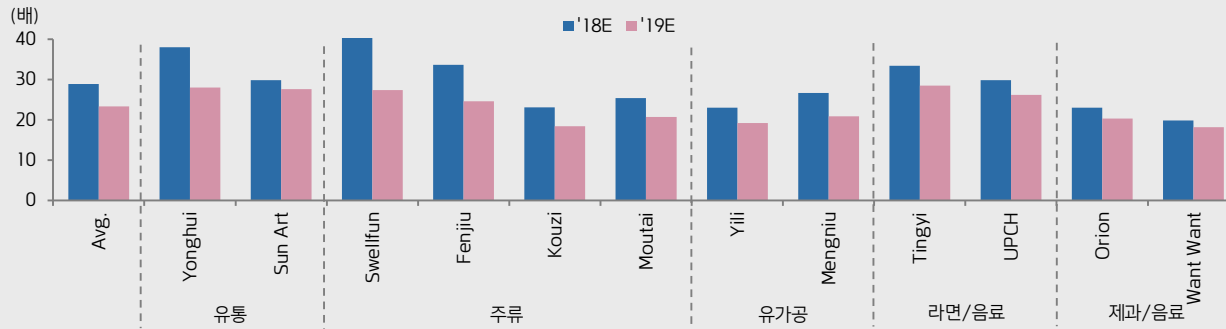
중국/홍콩에 상장된 소비재 주가 추이(2)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

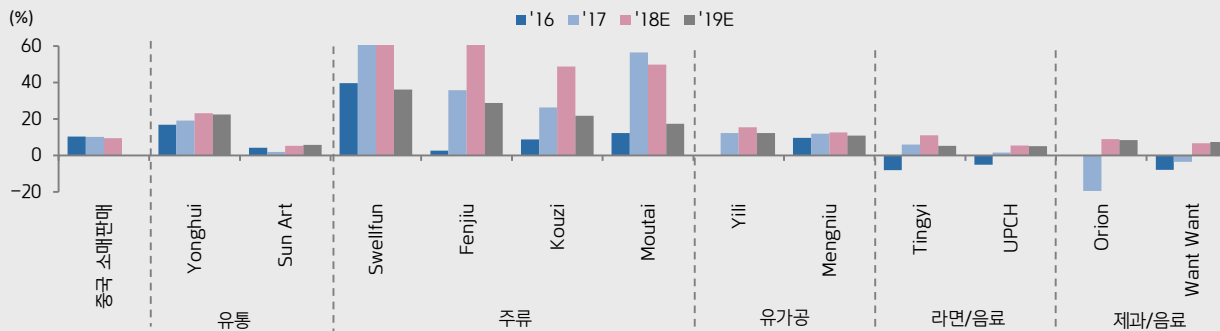
오리온(271560) Key Charts

중국 소비자 Forward PER 현황



자료: Bloomberg(7/23 증가 기준)

중국 소매판매 증가율과 중국 소비자 매출 성장률 추이 및 전망



자료: Bloomberg(7/23 증가 기준)

주: 1) 중국 소매판매 증가율의 2018년 수치는 1~5월 누계 기준 성장률임. 2019년은 생략

오리온(271560) 연결기준 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	-	11,172	19,980	21,501	22,969
매출원가	-	5,935	10,977	11,540	12,083
매출총이익	-	5,237	9,003	9,961	10,886
판매비및일반관리비	-	4,163	5,958	6,379	6,824
영업이익(보고)	-	1,074	3,045	3,581	4,062
영업이익(핵심)	-	1,074	3,045	3,581	4,062
영업외손익	-	-24	-127	-82	-76
이자수익	-	44	75	81	87
배당금수익	-	0	0	0	0
외환이익	-	65	0	0	0
이자비용	-	116	202	163	163
외환손실	-	41	0	0	0
관계기업지분법손익	-	-3	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-	42	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-	-6	0	0	0
기타	-	-9	0	0	0
법인세차감전이익	-	1,051	2,918	3,500	3,986
법인세비용	-	284	694	847	964
유효법인세율 (%)	-	27.0%	23.8%	24.2%	24.2%
당기순이익	-	767	2,224	2,653	3,021
지배주주지분순이익(억원)	-	756	2,208	2,653	3,021
EBITDA	-	1,732	4,214	4,779	5,295
현금순이익(Cash Earnings)	-	1,425	3,393	3,851	4,254
수정당기순이익	-	740	2,224	2,653	3,021
증감율(% , YoY)	-				
매출액	-	N/A	78.8	7.6	6.8
영업이익(보고)	-	N/A	183.5	17.6	13.4
영업이익(핵심)	-	N/A	183.5	17.6	13.4
EBITDA	-	N/A	143.3	13.4	10.8
지배주주지분 당기순이익	-	N/A	192.1	20.1	13.9
EPS	-	N/A	192.1	20.1	13.9
수정순이익	-	N/A	200.3	19.3	13.9

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	-	4,575	5,116	6,183	8,603
현금및현금성자산	-	1,016	868	1,611	3,720
유동금융자산	-	509	1,159	1,247	1,332
매출채권및유동채권	-	1,457	1,768	1,903	2,033
재고자산	-	1,507	1,289	1,387	1,482
기타유동비금융자산	-	85	32	34	37
비유동자산	-	18,005	18,426	18,943	19,508
장기매출채권및기타비유동채권	-	467	460	495	528
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	23,542	25,126	28,111
유동부채	-	5,230	4,190	3,307	3,464
매입채무및기타유동채무	-	2,316	1,998	2,150	2,297
단기차입금	-	1,044	1,044	0	0
유동성장기차입금	-	1,659	989	989	989
기타유동부채	-	210	159	168	178
비유동부채	-	3,901	3,917	3,967	4,012
장기매입채무및비유동채무	-	1	0	0	0
사채및장기차입금	-	3,294	3,294	3,294	3,294
기타비유동부채	-	606	623	673	718
부채총계	-	9,131	8,107	7,275	7,476
자본금	-	198	198	198	198
주식발행초과금	-	5,981	5,981	5,981	5,981
이익잉여금	-	762	2,739	5,160	7,949
기타자본	-	6,141	6,141	6,141	6,141
지배주주지분자본총계	-	13,082	15,059	17,481	20,269
비지배주주지분자본총계	-	367	376	371	366
자본총계	-	13,449	15,436	17,851	20,635
순차입금	-	4,472	3,300	1,425	-769
총차입금	-	5,997	5,327	4,283	4,283

오리온(271560) 연결기준 추정 재무제표

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-	1,932	2,990	3,743	4,149
당기손이익	-	767	2,224	2,653	3,021
감가상각비	-	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	-403	-108	-104
기타	-	163	0	0	0
투자활동현금흐름	-	-170	-2,247	-1,768	-1,849
투자자산의 처분	-	549	-647	-88	-85
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	-890	-1,231	-192
단기차입금의 증가	-	-2,541	0	-1,044	0
장기차입금의 증가	-	997	-670	0	0
자본의 증가	-	0	0	0	0
배당금지급	-	0	-237	-237	-237
기타	-	-9	17	50	45
현금및현금성자산의순증가	-	183	-148	743	2,108
기초현금및현금성자산	-	833	1,016	868	1,611
기말현금및현금성자산	-	1,016	868	1,611	3,720
Gross Cash Flow	-	1,651	3,393	3,851	4,254
Op Free Cash Flow	-	815	1,487	2,125	2,443

투자지표

(단위: 원, 배, %)

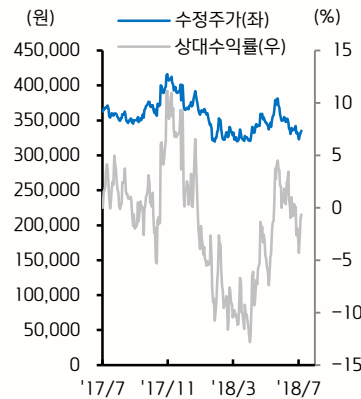
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	-	1,912	5,585	6,710	7,642
BPS	-	33,092	38,093	44,217	51,272
주당EBITDA	-	4,382	10,660	12,089	13,393
CFPS	-	3,604	8,583	9,740	10,760
DPS	-	600	600	600	600
주가배수(배)	-				
PER	-	54.7	24.6	20.5	18.0
PBR	-	3.2	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA	-	26.8	13.8	11.7	10.1
PCFR	-	29.0	16.0	14.1	12.8
수익성(%)	-				
영업이익률(보고)	-	9.6	15.2	16.7	17.7
영업이익률(핵심)	-	9.6	15.2	16.7	17.7
EBITDA margin	-	15.5	21.1	22.2	23.1
순이익률	-	6.9	11.1	12.3	13.2
자기자본이익률(ROE)	-	5.7	15.4	15.9	15.7
투자자본이익률(ROIC)	-	4.4	12.6	14.2	15.6
안정성(%)	-				
부채비율	-	67.9	52.5	40.8	36.2
순차입금비율	-	33.3	21.4	8.0	-3.7
이자보상배율(배)	-	9.3	15.0	22.0	25.0
활동성(배)	-				
매출채권회전율	-	7.7	12.4	11.7	11.7
재고자산회전율	-	7.4	14.3	16.1	16.0
매입채무회전율	-	4.8	9.3	10.4	10.3

CJ제일제당(097950) HMR Market Leader

BUY (Maintain)

주가(7/24): 335,000원/TP: 410,000원

KOSPI(7/24)	2,280.20pt		
시가총액	52,107억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	416,000원	319,500원	
최고/최저가 대비 등락율	-19.47%	4.85%	
상대수익률	절대	상대	
	1M	-4.4%	-1.2%
	6M	-7.5%	3.0%
	12M	-7.6%	-0.6%
발행주식수	16,381천주		
일평균거래량(3M)	47천주		
외국인 지분율	22.41%		
배당수익률(18.E)	0.90%		
BPS(18.E)	266,238원		



◎ 식품 중심의 이익 성장 전망

- 소재식품은 1) 원단투입단가 하락, 2) 기초소재 집중으로 수익성 개선 전망
- 가공식품은 1) 국내외 고성장, 2) 주력 제품 가격인상, 3) Cash Cow HMR의 고성장을 통해 이익 성장 가능

◎ 아미노산 포트폴리오 다변화 효과 기대

- 바이오는 라이신/트립토판 가격이 약세를 보이고 있으나, 핵산의 단가 상승과 스페셜티 아미노산 확대로 호조
- 견조한 중국 소비 경기와 MSG 대체 수요로 핵산의 P와 Q가 꾸준하게 성장하는 흐름
- 발린/알지닌 등 고부가가치 스페셜티 아미노산 확대로 바이오 부문 이익 Level-up 기대

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 41만원

- 국내 HMR 시장에서 가장 높은 성장성 보유하고, 밸류에이션 레벨도 밴드 하단 수준
- 글로벌 시장 확대 측면에서, 미국 식품 업체 M&A 가능성도 긍정적

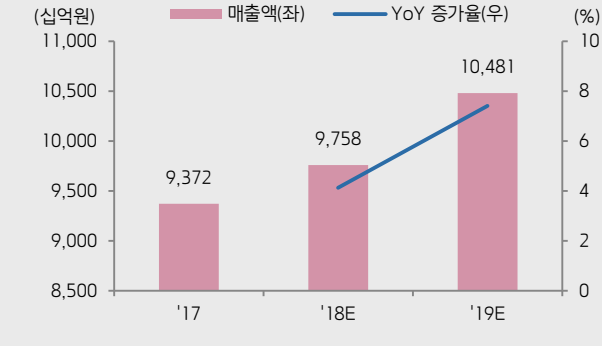
투자지표, IFRS연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	145,633	164,772	173,566	192,110	204,544
보고영업이익(억원)	8,436	7,766	7,994	9,091	9,602
핵심영업이익(억원)	8,436	7,766	7,994	9,091	9,602
EBITDA(억원)	13,749	13,425	14,128	15,735	16,592
세전이익(억원)	5,284	5,843	15,164	6,610	7,102
순이익(억원)	3,535	4,128	10,550	4,627	4,971
지배주주지분순이익(억원)	2,759	3,702	10,002	3,778	4,122
EPS(원)	19,044	25,537	61,934	23,064	25,167
증감율(%)	45.7	34.1	142.5	-62.8	9.1
PER(배)	18.8	14.3	5.4	14.5	13.3
PBR(배)	1.5	1.6	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	8.7	8.9	8.1	8.1	7.7
보고영업이익률(%)	5.8	4.7	4.6	4.7	4.7
핵심영업이익률(%)	5.8	4.7	4.6	4.7	4.7
ROE(%)	6.2	6.8	15.9	6.3	6.4
순부채비율(%)	93.1	103.4	83.3	83.0	81.8

CJ제일제당(097950) 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	3,866.5	3,908.9	4,410.7	4,291.1	4,348.6	4,145.6	4,460.3	4,402.1	16,477.2	17,356.6	19,211.0
(YoY)	9.4%	8.3%	19.9%	14.7%	12.5%	6.1%	1.1%	2.6%	13.1%	5.3%	10.7%
식품	1,320.3	1,176.3	1,439.5	1,154.6	1,316.2	1,218.7	1,435.1	1,186.4	5,090.7	5,156.4	5,503.0
(YoY)	13.8%	6.6%	15.7%	4.5%	-0.3%	3.6%	-0.3%	2.8%	10.4%	1.3%	6.7%
소재	539.6	465.5	536.3	419.9	462.7	454.1	487.8	403.9	1,961.3	1,808.5	1,791.4
(YoY)	13.0%	-1.6%	12.2%	-4.9%	-14.3%	-2.4%	-9.0%	-3.8%	4.9%	-7.8%	-1.0%
가공	780.7	710.8	903.2	734.7	853.5	764.5	947.3	782.5	3,129.4	3,347.8	3,711.7
(YoY)	14.5%	12.8%	17.9%	10.7%	9.3%	7.6%	4.9%	6.5%	14.1%	7.0%	10.9%
바이오	454.5	472.3	571.4	669.7	592.0	592.4	602.6	699.1	2,167.9	2,486.1	2,756.6
(YoY)	6.1%	3.6%	25.3%	45.1%	30.3%	25.4%	5.5%	4.4%	20.3%	14.7%	10.9%
헬스케어	123.0	131.7	135.3	123.7	114.6				513.7	114.6	
(YoY)	4.5%	4.9%	4.2%	-12.4%	-6.8%				-0.1%	-77.7%	
생물자원	501.7	546.6	528.4	536.1	489.4	535.7	541.2	549.0	2,112.8	2,115.3	2,221.0
(YoY)	2.6%	4.8%	10.4%	2.4%	-2.5%	-2.0%	2.4%	2.4%	5.0%	0.1%	5.0%
물류	1,594.9	1,707.8	1,873.2	1,934.4	2,001.5	1,924.7	2,018.5	2,095.1	7,110.4	8,039.8	9,285.9
(YoY)	10.4%	12.8%	25.7%	18.5%	25.5%	12.7%	7.8%	7.8%	16.9%	13.1%	15.5%
대통제의 기준	2,399.5	2,327.0	2,674.6	2,484.7	2,512.2	2,346.8	2,578.9	2,434.5	9,885.2	9,872.4	10,480.7
(YoY)	9.3%	5.5%	15.9%	11.3%	4.7%	0.8%	-3.6%	-2.0%	10.6%	-0.1%	6.2%
영업이익	192.5	164.4	269.3	150.4	210.3	178.5	259.1	151.5	776.6	799.4	909.1
(YoY)	-17.3%	-21.9%	10.7%	-4.2%	9.2%	8.6%	-3.8%	0.7%	-7.9%	2.9%	13.7%
(OPM)	5.0%	4.2%	6.1%	3.5%	4.8%	4.3%	5.8%	3.4%	4.7%	4.6%	4.7%
식품	99.6	68.5	166.5	28.1	116.8	79.5	162.9	46.0	362.7	405.2	430.4
(OPM)	7.5%	5.8%	11.6%	2.4%	8.9%	6.5%	11.4%	3.9%	7.1%	7.9%	7.8%
바이오	29.9	24.0	30.5	52.2	48.4	45.6	40.5	43.6	136.6	178.1	184.1
(OPM)	6.6%	5.1%	5.3%	7.8%	8.2%	7.7%	6.7%	6.2%	6.3%	7.2%	6.7%
헬스케어	18.1	17.9	19.6	25.8	12.0				81.4	12.0	
(OPM)	14.7%	13.6%	14.5%	20.9%	10.5%				15.8%	10.5%	
생물자원	-3.4	-6.3	-6.4	-8.3	-6.5	0.0	1.5	3.0	-24.4	-2.0	13.4
(OPM)	-0.7%	-1.2%	-1.2%	-1.5%	-1.3%	0.0%	0.3%	0.5%	-1.2%	-0.1%	0.6%
물류	51.1	61.9	62.6	60.0	45.3	55.0	57.7	66.3	235.7	224.4	299.4
(OPM)	3.2%	3.6%	3.3%	3.1%	2.3%	2.9%	2.9%	3.2%	3.3%	2.8%	3.2%
대통제의 기준	144.2	104.1	210.2	97.8	170.7	125.0	205.0	92.6	556.3	593.3	627.9
(YoY)	-21.2%	-31.6%	13.0%	-5.3%	18.4%	20.1%	-2.5%	-5.3%	-10.9%	6.7%	5.8%
(OPM)	6.0%	4.5%	7.9%	3.9%	6.8%	5.3%	7.9%	3.8%	5.6%	6.0%	6.0%
세전이익	125.2	70.2	364.5	24.5	112.2	1,117.0	196.9	90.3	584.3	1,516.4	661.0
당기순이익	91.0	43.1	263.5	15.2	72.2	781.9	137.8	63.1	412.8	1,055.0	462.7
지배주주순이익	82.0	21.1	256.4	10.6	62.5	766.6	123.9	47.1	370.2	1,000.2	377.8
(YoY)	-33.1%	-50.0%	130.9%	흑전	-23.7%	3524.9%	-51.7%	342.9%	34.2%	170.2%	-62.2%

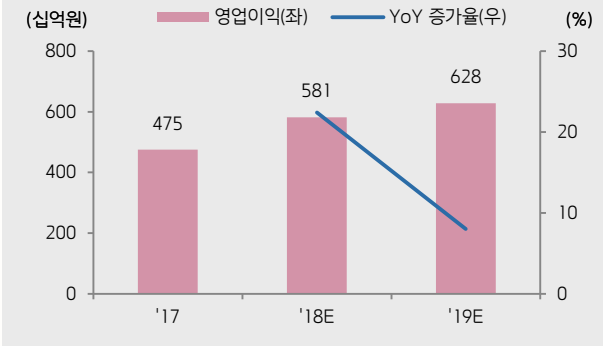
CJ제일제당(097950) Key Charts

전사 매출액 추이 및 전망



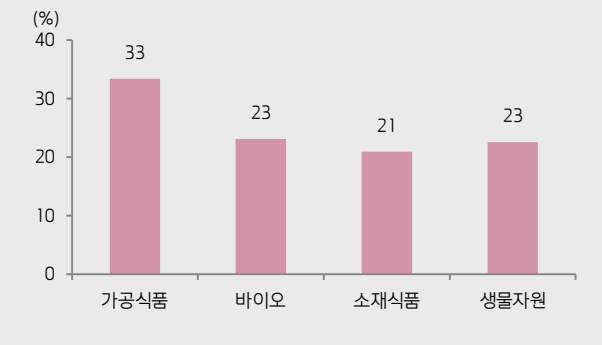
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치(대한통운/헬스케어 제외 기준)

전사 영업이익 추이 및 전망



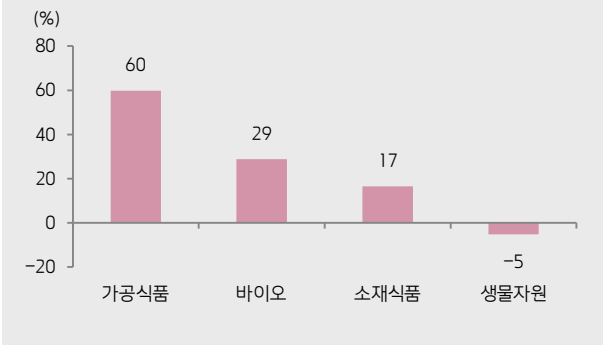
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치(대한통운/헬스케어 제외 기준)

2017년 기준 매출 Mix



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치(대한통운/헬스케어 제외 기준)

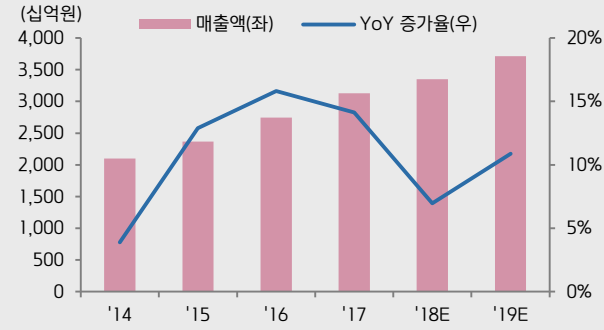
2017년 기준 영업이익 Mix



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치(대한통운/헬스케어 제외 기준)

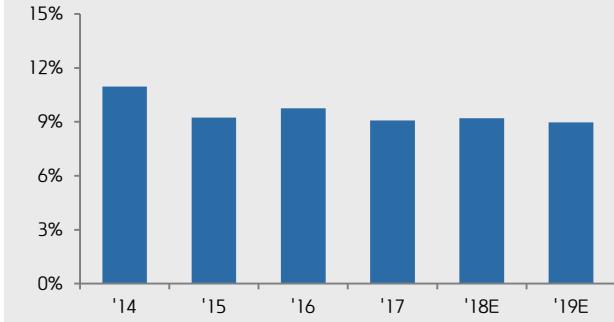
CJ제일제당(097950) Key Charts

가공식품 매출액 추이 및 전망



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

가공식품 영업이익률 추이 및 전망



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

중국 라이신 Spot 가격 추이



자료: Wind

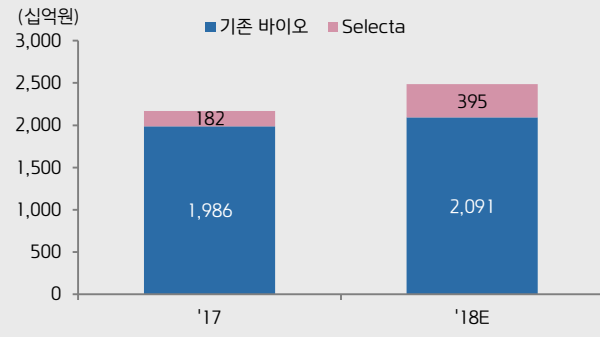
중국 메치오닌/트립토판 Spot 가격 추이



자료: Wind

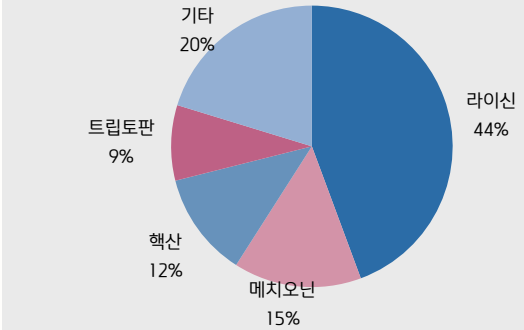
CJ제일제당(097950) Key Charts

바이오 부문 매출액: 기존 바이오 vs Selecta



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

기존 바이오 부문 매출 Mix (2017년 기준)



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

주: 1) Selecta 제외 기준

2018년 연간 아미노산 주요 품목의 ASP/Q 가정

품목	ASP	Q	'18년 당사 가정 상세
라이신	+low single	+low single	공급 축소에 기인한 원만한 업황 회복 국면 전망 중국 환경규제 영향 긍정적이나(특히 4분기) 가파른 속도의 시황 개선은 아닐 것
메치오닌	-mid single	+high single	중국 업체들의 가동률 상승으로 판가 하락 리스크 상존. 동사는 3분기 일시적 정기보수(45일) 이후, 4분기부터 증설 물량 나올 듯
핵산	+low single	+high single	중국 중심으로 글로벌 수요 강세 국면. 동사는 full capa 상태이기 때문에, 판매량 성장률은 작년보다 둔화될 듯
트립토판	flat	+double digit	작년 판가는 상저하고, 올해 판가는 상고하저 전망. 전략적 판가 관리와 판매량 확대를 동시에 추진할 듯
기타			발린, 알지닌 시장 규모 확대를 위해 판가는 하락하고 판매량은 증가하는 모습 나타날 듯

자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당(097950) 연결기준 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	145,633	164,772	173,566	192,110	204,544
매출원가	112,752	129,225	137,274	152,253	161,347
매출총이익	32,881	35,547	36,291	39,857	43,197
판매비및일반관리비	24,445	27,781	28,297	30,766	33,594
영업이익(보고)	8,436	7,766	7,994	9,091	9,602
영업이익(핵심)	8,436	7,766	7,994	9,091	9,602
영업외손익	-3,153	-1,922	7,170	-2,481	-2,501
이자수익	180	192	191	211	225
배당금수익	66	46	47	52	55
외환이익	1,330	2,159	1,500	1,500	1,500
이자비용	1,790	2,042	1,956	1,841	1,881
외환손실	1,917	1,488	1,500	1,500	1,500
관계기업지분손익	10	-186	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-139	2,118	10,000	0	0
금융상품평가및기타금융이익	324	-697	0	0	0
기타	-1,216	-2,025	-1,111	-903	-900
법인세차감전이익	5,284	5,843	15,164	6,610	7,102
법인세비용	1,748	1,715	4,614	1,983	2,131
유효법인세율 (%)	33.1%	29.4%	30.4%	30.0%	30.0%
당기순이익	3,535	4,128	10,550	4,627	4,971
지배주주지분순이익(억원)	2,759	3,702	10,002	3,778	4,122
EBITDA	13,749	13,425	14,128	15,735	16,592
현금순이익(Cash Earnings)	8,848	9,788	16,684	11,271	11,961
수정당기순이익	3,412	3,124	3,593	4,627	4,971
증감율(% YoY)					
매출액	12.7	13.1	5.3	10.7	6.5
영업이익(보고)	12.3	-7.9	2.9	13.7	5.6
영업이익(핵심)	12.3	-7.9	2.9	13.7	5.6
EBITDA	11.3	-2.4	5.2	11.4	5.4
지배주주지분 당기순이익	45.8	34.2	170.2	-62.2	9.1
EPS	45.7	34.1	142.5	-62.8	9.1
수정순이익	40.3	-8.4	15.0	28.8	7.4

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	48,807	49,635	51,848	55,289	57,225
현금및현금성자산	6,444	5,909	5,894	4,425	3,070
유동금융자산	3,767	1,913	1,909	2,113	2,250
매출채권및유동채권	25,171	27,971	29,464	32,612	34,723
재고자산	12,802	13,035	13,731	15,198	16,182
기타유동비금융자산	624	807	850	941	1,002
비유동자산	108,855	119,047	124,937	131,588	138,335
장기매출채권및기타비유동채권	3,052	3,840	4,045	4,478	4,767
투자자산	8,781	4,871	4,982	5,196	5,359
유형자산	72,805	81,794	88,723	95,822	103,111
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	176,785	186,877	195,560
유동부채	46,992	54,969	52,517	57,517	61,030
매입채무및기타유동채무	20,314	23,995	25,276	27,977	29,787
단기차입금	18,015	19,137	13,637	15,637	17,137
유동성장기차입금	7,733	9,146	10,765	10,765	10,765
기타유동부채	931	2,690	2,838	3,138	3,340
비유동부채	50,065	52,274	52,611	53,558	54,238
장기매입채무및비유동채무	853	1,117	1,176	1,302	1,386
사채및장기차입금	40,875	43,061	43,061	43,061	43,061
기타비유동부채	8,337	8,096	8,374	9,195	9,791
부채총계	97,058	107,243	105,128	111,075	115,268
자본금	724	725	819	819	819
주식발행초과금	9,199	9,251	9,251	9,251	9,251
이익잉여금	25,665	29,034	38,803	42,288	46,111
기타자본	-1,495	-5,262	-5,262	-5,262	-5,262
지배주주지분자본총계	34,094	33,749	43,611	47,097	50,920
비지배주주지분자본총계	26,511	27,689	28,046	28,706	29,373
자본총계	60,605	61,439	71,657	75,803	80,293
순차입금	56,411	63,522	59,660	62,925	65,644
총차입금	66,622	71,344	67,463	69,463	70,963

CJ제일제당(097950) 연결기준 추정 재무제표

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	8,001	11,808	-6,517	9,213	10,561
당기손이익	3,535	4,128	10,550	4,627	4,971
감가상각비	4,366	4,674	5,071	5,501	5,941
무형자산상각비	947	986	1,063	1,144	1,049
외환손익	602	472	0	0	0
자산처분손익	-1,862	166	-10,000	0	0
지분법손익	347	-23	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-3,586	-238	-949	-2,012	-1,348
기타	2,177	1,377	-12,252	-47	-52
투자활동현금흐름	-14,089	-14,639	10,530	-13,021	-13,532
투자자산의 처분	-5,904	619	-62	-371	-249
유형자산의 처분	386	267	0	0	0
유형자산의 취득	-8,454	-14,504	-12,000	-12,600	-13,230
무형자산의 처분	-606	-795	340	0	0
기타	489	-227	22,252	-50	-53
재무활동현금흐름	7,259	2,654	-4,028	2,340	1,615
단기차입금의 증가	-8,579	-5,600	-5,500	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	278	821	596
현금및현금성자산의순증가	1,146	-535	-14	-1,469	-1,356
기초현금및현금성자산	5,298	6,444	5,909	5,894	4,425
기말현금및현금성자산	6,444	5,909	5,894	4,425	3,070
Gross Cash Flow	11,587	12,046	-5,568	11,225	11,909
Op Free Cash Flow	-1,689	-4,391	-913	-1,604	-867

투자지표

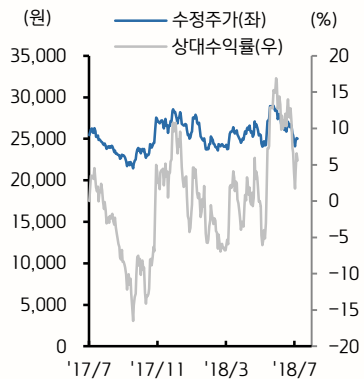
(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	19,044	25,537	61,934	23,064	25,167
BPS	235,302	232,686	266,238	287,514	310,855
주당EBITDA	94,899	92,620	87,484	96,058	101,291
CFPS	61,072	67,523	103,310	68,808	73,019
DPS	2,500	3,000	3,000	3,000	3,000
주가배수(배)					
PER	18.8	14.3	5.4	14.5	13.3
PBR	1.5	1.6	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.7	8.9	8.1	8.1	7.7
PCFR	5.9	5.4	3.2	4.9	4.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.8	4.7	4.6	4.7	4.7
영업이익률(핵심)	5.8	4.7	4.6	4.7	4.7
EBITDA margin	9.4	8.1	8.1	8.2	8.1
순이익률	2.4	2.5	6.1	2.4	2.4
자기자본이익률(ROE)	6.2	6.8	15.9	6.3	6.4
투자자본이익률(ROIC)	5.5	4.9	4.7	5.1	5.1
안정성(%)					
부채비율	160.1	174.6	146.7	146.5	143.6
순차입금비율	93.1	103.4	83.3	83.0	81.8
이자보상배율(배)	4.7	3.8	4.1	4.9	5.1
활동성(배)					
매출채권회전율	6.3	6.2	6.0	6.2	6.1
재고자산회전율	12.2	12.8	13.0	13.3	13.0
매입채무회전율	7.9	7.4	7.0	7.2	7.1

대상(001680) 소재는 질적개선, 식품은 외형성장

주가(7/24): 25,000원/TP: 33,000원

KOSPI(7/24)	2,280.20pt	
시가총액	8,835억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	29,000원	21,450원
최고/최저가 대비 등락율	-13.79%	16.55%
상대수익률	절대	상대
	1M	-9.9%
	6M	-9.3%
	12M	-1.8%
발행주식수	36,018천주	
일평균거래량(3M)	184천주	
외국인 지분율	13.28%	
배당수익률(18.E)	2.00%	
BPS(18.E)	25,820원	



◎ HMR 중심으로 식품 부문 외형 확대 지속

- 포장김치, 안주 간편식 등 HMR 중심으로 식품 부문 외형 확대 지속
- 김치는 경쟁강도가 상승하였으나, 장류의 경쟁강도는 최근 완화되는 흐름
- 김치는 시장집중도와 동사의 MS 레벨을 감안한다면, 장기적으로 새로운 Cash Cow가 될 가능성 높음
- 안주 간편식도 신규 업체들이 진입하면서 세분시장이 대형화 될 가능성 높음

◎ 라이신 수출 증가와 인도네시아 전분당 턴어라운드 기대

- 백광산업으로부터 라이신 사업 양수한 이후, 원가경쟁력 제고되면서, 유럽/아시아로 수출이 지속 증가 중
- 인도네시아 전분당은 가동을 개선과 원재료 가격 안정화로 턴어라운드 빨라질 가능성 높음

◎ 투자 의견 BUY, 목표주가 3.3만원

- 분사 소재부문과 PT미원 인도네시아 중심의 실적 개선 전망
- 포장김치, 안주 간편식 등의 잠재 성장성 긍정적

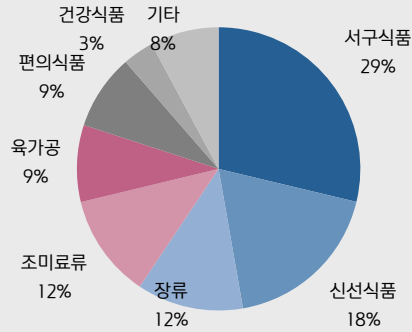
투자지표, IFRS연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	28,550	29,688	30,635	31,763	32,794
보고영업이익(억원)	1,111	967	1,142	1,294	1,337
핵심영업이익(억원)	1,111	967	1,142	1,294	1,337
EBITDA(억원)	1,875	1,766	2,008	2,176	2,238
세전이익(억원)	819	835	1,004	1,169	1,229
순이익(억원)	601	518	750	886	931
지배주주순이익(억원)	646	527	768	910	955
EPS(원)	1,794	1,464	2,131	2,527	2,652
증감율(%YoY)	10.9	-18.4	45.6	18.6	5.0
PER(배)	14.7	18.8	11.7	9.9	9.4
PBR(배)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	7.3	8.3	6.6	5.9	5.5
보고영업이익률(%)	3.9	3.3	3.7	4.1	4.1
핵심영업이익률(%)	3.9	3.3	3.7	4.1	4.1
ROE(%)	7.1	5.9	8.2	9.1	8.9
순부채비율(%)	58.1	57.2	49.8	41.5	33.7

대상(001680) 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	714.2	724.1	819.3	711.2	740.0	748.9	843.2	731.4	2,968.8	3,063.5	3,176.3
(YoY)	4.4%	1.9%	9.1%	0.3%	3.6%	3.4%	2.9%	2.8%	4.0%	3.2%	3.7%
별도기준	531.0	532.0	609.1	518.0	562.6	558.7	638.4	542.9	2,190.1	2,302.7	2,393.7
(YoY)	19.0%	16.5%	22.7%	14.2%	6.0%	5.0%	4.8%	4.8%	18.2%	5.1%	4.0%
식품	365.4	360.4	437.5	336.7	379.8	372.9	448.5	351.5	1,500.0	1,552.7	1,615.9
(YoY)	24.8%	27.6%	33.9%	18.6%	3.9%	3.5%	2.5%	4.4%	26.5%	3.5%	4.1%
소재	165.6	171.6	171.7	181.3	182.8	185.8	189.9	191.4	690.1	750.0	777.8
(YoY)	7.9%	-1.6%	1.2%	6.9%	10.4%	8.3%	10.6%	5.6%	3.4%	8.7%	3.7%
대상베스트코	131.5	145.4	156.4	138.3	120.7	135.4	146.4	128.3	571.5	530.8	557.3
(YoY)	15.3%	13.0%	29.0%	11.4%	-8.2%	-6.9%	-6.4%	-7.2%	17.1%	-7.1%	5.0%
PT미원 인도네시아	35.9	36.9	43.9	43.0	46.9	49.6	52.1	51.7	159.7	200.3	210.9
(YoY)	9.9%	14.8%	45.3%	41.4%	30.8%	34.5%	18.6%	20.2%	27.3%	25.4%	5.3%
미원 베트남	19.9	19.8	19.6	20.5	18.4	18.8	18.8	20.2	79.7	76.3	76.9
(YoY)	-10.7%	-4.5%	15.7%	7.6%	-7.1%	-4.9%	-3.7%	-1.6%	1.0%	-4.3%	0.8%
기타 및 연결조정	-4.0	-10.0	-9.6	-8.6	-8.7	-13.7	-12.5	-11.7	-32.3	-46.6	-62.5
매출총이익	190.8	195.2	221.5	186.7	192.4	199.4	223.7	189.7	794.3	805.3	851.6
(GPM)	26.7%	27.0%	27.0%	26.3%	26.0%	26.6%	26.5%	25.9%	26.8%	26.3%	26.8%
판매비	161.9	171.3	182.8	181.6	162.2	172.4	182.4	174.0	697.6	691.0	722.2
(판매비율)	22.7%	23.7%	22.3%	25.5%	21.9%	23.0%	21.6%	23.8%	23.5%	22.6%	22.7%
영업이익	28.9	23.9	38.7	5.2	30.2	27.1	41.3	15.6	96.7	114.2	129.4
(YoY)	-10.7%	-27.6%	6.1%	-43.3%	4.5%	13.2%	6.8%	201.6%	-12.9%	18.1%	13.3%
(OPM)	4.0%	3.3%	4.7%	0.7%	4.1%	3.6%	4.9%	2.1%	3.3%	3.7%	4.1%
별도기준	27.1	24.7	38.9	12.6	29.8	26.1	41.1	18.7	103.1	115.7	120.6
(OPM)	5.1%	4.6%	6.4%	2.4%	5.3%	4.7%	6.4%	3.4%	4.7%	5.0%	5.0%
식품	15.0	8.7	25.8	-6.9	12.8	9.4	23.2	-2.4	42.6	43.0	49.5
(OPM)	4.1%	2.4%	5.9%	-2.0%	3.4%	2.5%	5.2%	-0.7%	2.8%	2.8%	3.1%
소재	12.1	15.9	13.0	19.5	17.0	16.7	17.9	21.1	60.5	72.7	71.2
(OPM)	7.3%	9.3%	7.6%	10.7%	9.3%	9.0%	9.4%	11.0%	8.8%	9.7%	9.1%
세전이익	30.3	17.8	32.5	2.9	26.5	23.7	38.1	12.1	83.5	100.4	116.9
당기순이익	23.5	12.1	24.4	-8.3	19.0	18.0	28.9	9.1	51.8	75.0	88.6
지배주주순이익	24.3	12.5	24.5	-8.6	19.0	18.6	29.5	9.7	52.7	76.8	91.0
(YoY)	8.9%	-37.6%	-17.6%	적지	-21.9%	48.4%	20.4%	흑전	-18.4%	45.6%	18.6%

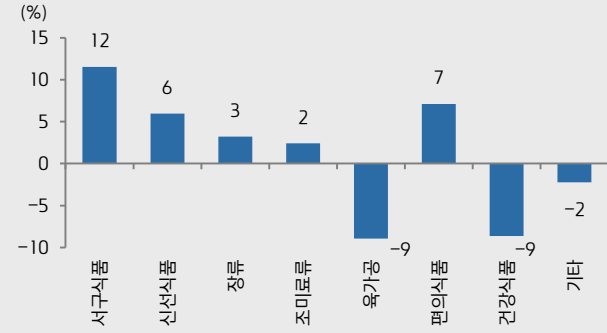
대상(001680) Key Charts

식품부문의 제품별 매출 Mix 현황



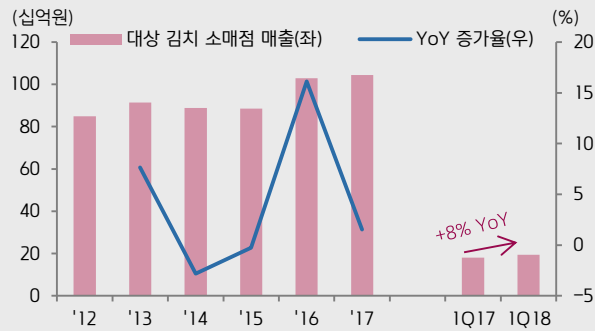
자료: 대상, 키움증권 리서치(별도기준)

식품 카테고리별 매출 성장률(1Q18 YoY)



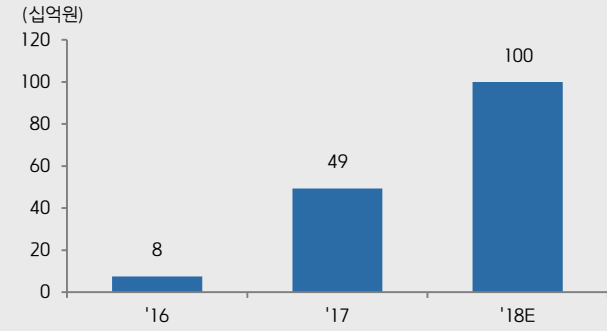
자료: 대상, 키움증권 리서치(별도기준)

대상 김치 소매점 매출액 추이



자료: 식품산업통계정보, 키움증권 리서치

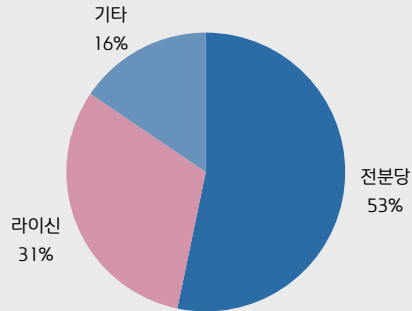
안주 간편식 소매시장 규모 추이 및 전망



자료: 언론보도, 링크아즈텍, 키움증권 리서치

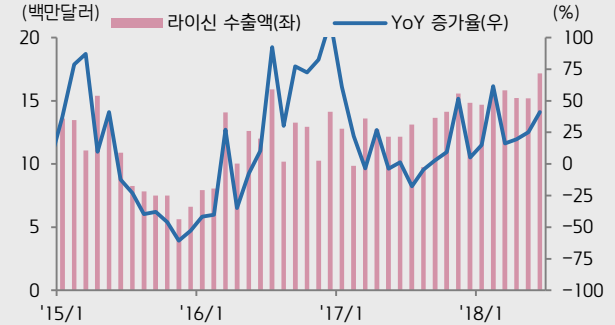
대상(001680) Key Charts

소재부문의 제품별 매출 Mix 현황



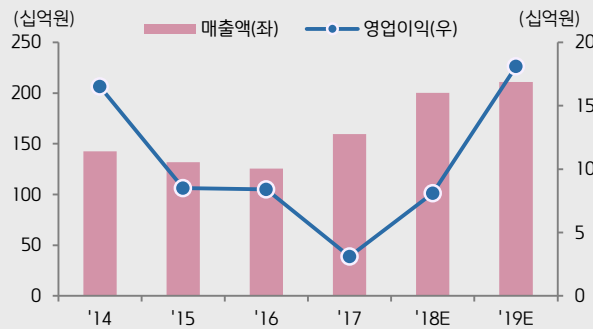
자료: 대상, 키움증권 리서치(별도기준)

한국의 라이신 수출액 추이



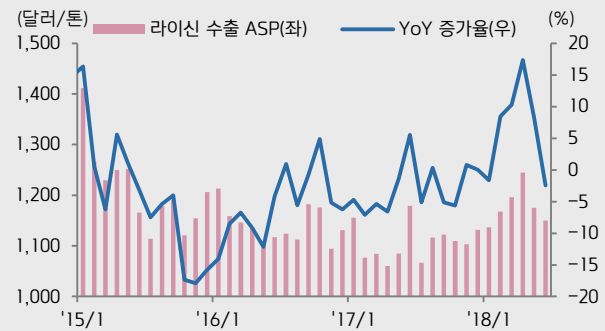
자료: 관세청(출항일 기준), 키움증권 리서치

PT미원 인도네시아 실적 추이 및 전망



자료: 대상, 키움증권 리서치

한국의 라이신 수출 ASP 추이



자료: 관세청(출항일 기준), 키움증권 리서치

대상(001680) 연결기준 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	28,550	29,688	30,635	31,763	32,794
매출원가	20,793	21,745	22,583	23,246	23,928
매출총이익	7,757	7,943	8,053	8,516	8,867
판매비및일반관리비	6,646	6,976	6,910	7,222	7,529
영업이익(보고)	1,111	967	1,142	1,294	1,337
영업이익(핵심)	1,111	967	1,142	1,294	1,337
영업외손익	-292	-132	-139	-125	-109
이자수익	93	74	39	41	42
배당금수익	2	4	4	4	4
외환이익	225	282	226	214	204
이자비용	292	293	223	215	204
외환손실	265	290	266	252	240
관계기업지분손익	69	29	20	20	20
투자및기타자산처분손익	-5	-3	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-35	-2	0	0	0
기타	-83	67	61	64	66
법인세차감전이익	819	835	1,004	1,169	1,229
법인세비용	218	318	254	283	297
유효법인세율 (%)	26.6%	38.0%	25.3%	24.2%	24.2%
당기순이익	601	518	750	886	931
지배주주지분순이익(억원)	646	527	768	910	955
EBITDA	1,875	1,766	2,008	2,176	2,238
현금순이익(Cash Earnings)	1,365	1,316	1,616	1,769	1,832
수정당기순이익	630	521	750	886	931
증감율(% YoY)					
매출액	8.3	4.0	3.2	3.7	3.2
영업이익(보고)	1.1	-12.9	18.1	13.3	3.4
영업이익(핵심)	1.1	-12.9	18.1	13.3	3.4
EBITDA	5.6	-5.8	13.7	8.4	2.8
지배주주지분 당기순이익	10.9	-18.4	45.6	18.6	5.0
EPS	10.9	-18.4	45.6	18.6	5.0
수정순이익	19.8	-17.4	44.0	18.2	5.1

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	10,865	9,985	10,324	10,759	11,123
현금및현금성자산	1,842	1,479	1,547	1,658	1,727
유동금융자산	2,692	1,969	2,032	2,107	2,175
매출채권및유동채권	3,392	3,261	3,365	3,489	3,602
재고자산	2,939	3,179	3,280	3,401	3,511
기타유동비금융자산	0	98	101	105	108
비유동자산	12,220	12,539	12,721	12,922	13,132
장기매출채권및기타비유동채권	478	428	442	458	473
투자자산	1,419	1,427	1,462	1,498	1,534
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	23,046	23,680	24,256
유동부채	7,147	6,882	6,762	6,615	6,359
매입채무및기타유동채무	3,192	3,513	3,625	3,758	3,880
단기차입금	3,090	2,040	2,540	840	440
유동성장기차입금	633	1,115	367	1,767	1,767
기타유동부채	233	214	230	249	271
비유동부채	7,264	6,798	6,869	6,945	7,026
장기매입채무및비유동채무	95	58	60	62	64
사채및장기차입금	5,854	5,356	5,356	5,356	5,356
기타비유동부채	1,316	1,385	1,454	1,528	1,607
부채총계	14,412	13,680	13,632	13,561	13,385
자본금	360	360	360	360	360
주식발행초과금	735	735	735	735	735
이익잉여금	5,556	5,966	6,557	7,289	8,065
기타자본	1,831	1,648	1,648	1,648	1,648
지배주주지분자본총계	8,482	8,710	9,300	10,032	10,809
비지배주주지분자본총계	191	135	114	88	62
자본총계	8,673	8,844	9,414	10,120	10,871
순차입금	5,043	5,063	4,685	4,198	3,661
총차입금	9,576	8,511	8,263	7,963	7,563

대상(001680) 연결기준 추정 재무제표

현금흐름표	(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	548	1,662	1,500	1,635	1,712
당기손이익	601	518	750	886	931
감가상각비	712	744	814	831	849
무형자산상각비	52	54	52	52	52
외환손익	67	111	40	38	36
자산처분손익	22	7	0	0	0
지분법손익	-28	-29	-20	-20	-20
영업활동자산부채 증감	-988	-55	-92	-110	-96
기타	109	312	-44	-42	-40
투자활동현금흐름	-2,203	-677	-1,073	-1,117	-1,141
투자자산의 처분	-1,034	746	-73	-87	-80
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	-359	-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	69	74	79
현금및현금성자산의순증가	-695	-363	68	112	69
기초현금및현금성자산	2,537	1,842	1,479	1,547	1,658
기말현금및현금성자산	1,842	1,479	1,547	1,658	1,727
Gross Cash Flow	1,536	1,717	1,592	1,745	1,808
Op Free Cash Flow	-610	-82	627	724	757

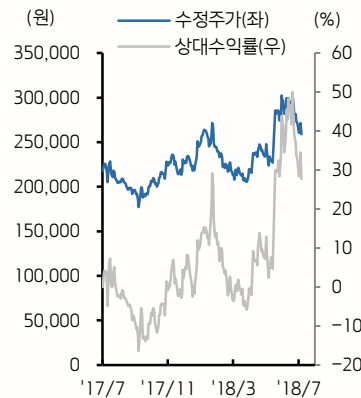
투자지표	(단위: 원, 배, %)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	1,794	1,464	2,131	2,527	2,652
BPS	23,549	24,181	25,820	27,852	30,009
주당EBITDA	5,206	4,902	5,576	6,042	6,214
CFPS	3,790	3,654	4,486	4,910	5,087
DPS	400	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	14.7	18.8	11.7	9.9	9.4
PBR	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.3	8.3	6.6	5.9	5.5
PCFR	7.0	7.5	5.6	5.1	4.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.9	3.3	3.7	4.1	4.1
영업이익률(핵심)	3.9	3.3	3.7	4.1	4.1
EBITDA margin	6.6	5.9	6.6	6.9	6.8
순이익률	2.1	1.7	2.4	2.8	2.8
자기자본이익률(ROE)	7.1	5.9	8.2	9.1	8.9
투하자본이익률(ROIC)	7.2	4.9	6.8	7.7	7.8
안정성(%)					
부채비율	166.2	154.7	144.8	134.0	123.1
순차입금비율	58.1	57.2	49.8	41.5	33.7
이자보상배율(배)	3.8	3.3	5.1	6.0	6.5
활동성(배)					
매출채권회전율	9.3	8.9	9.2	9.3	9.2
재고자산회전율	9.9	9.7	9.5	9.5	9.5
매입채무회전율	9.2	8.9	8.6	8.6	8.6

동원F&B(049770) 어가 하락에 더해지는 신제품 효과

BUY (Maintain)

주가(7/24): 259,000원/TP: 360,000원

KOSPI(7/24)	2,280.20pt	
시가총액	9,995억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	305,000원	177,000원
최고/최저가 대비 등락율	-15.08%	46.33%
상대수익률	절대	상대
	1M	-12.6%
	6M	0.6%
	12M	18.8%
발행주식수	3,859천주	
일평균거래량(3M)	9천주	
외국인 지분율	5.16%	
배당수익률(18.E)	0.97%	
BPS(18.E)	166,240원	



◎ 원어투입단가 하락 효과 기대

- 참치어가 상승 Cycle 마무리 되면서, 2Q18부터 원어투입단가 하락 전환 시작
- 경쟁력이 열위한 수산 업체들은 내년에 적자 전환 가능성 있음. 비수기 어가는 톤당 \$1,000 초반 까지 하락 가능
- 연간 참치원어 매입액 1,400억원 수준. 원어투입단가 하락은 실적 가시성 확보에 매우 긍정적

◎ HMR 신제품의 성장성 긍정적

- 참치에 HMR Concept을 가미한 더참치와 더참치투고의 성장성 긍정적. 참치캔 매출 +10% 이상 성장 중
- 특히, 참치캔은 Cash Cow 제품이기 때문에, 매출 성장에 따른 영업레버리지가 클 것으로 판단
- 또한, 즉, 안주 간편식 카테고리의 성장성도 긍정적. 죽은 경쟁사의 신규 진입으로 +20% 이상 성장 예상

◎ 투자이견 BUY, 목표주가 36만원

- 원어투입단가 하락으로 EPS와 PER이 동시에 상승하는 국면에 진입할 것
- 참치캔을 비롯한 HMR 제품의 판매량 성장도 수익성 개선에 긍정적으로 작용할 것으로 기대

투자지표, IFRS연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	22,413	25,526	28,028	30,333	32,610
보고영업이익(억원)	733	724	850	1,072	1,159
핵심영업이익(억원)	733	724	850	1,072	1,159
EBITDA(억원)	1,120	1,153	1,297	1,521	1,592
세전이익(억원)	648	673	782	1,007	1,097
순이익(억원)	504	514	594	764	832
지배주주순이익(억원)	503	514	581	764	832
EPS(원)	13,044	13,313	15,057	19,784	21,555
증감율(%YoY)	-11.4	2.1	13.1	31.4	8.9
PER(배)	15.2	17.6	17.2	13.1	12.0
PBR(배)	1.4	1.5	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	7.9	10.9	10.6	8.8	8.3
보고영업이익률(%)	3.3	2.8	3.0	3.5	3.6
핵심영업이익률(%)	3.3	2.8	3.0	3.5	3.6
ROE(%)	9.4	9.0	9.6	11.3	11.1
순부채비율(%)	22.0	58.9	54.7	47.3	40.2

동원F&B(049770) 연결기준 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	645.3	787.4	665.2	2,552.6	2,802.8	3,033.3
(YoY)	12.2%	15.4%	15.3%	12.5%	11.4%	9.6%	7.5%	11.1%	13.9%	9.8%	8.2%
일반식품	424.7	348.3	461.9	342.3	445.6	370.4	489.5	362.4	1,577.2	1,667.9	1,759.4
(YoY)	7.3%	7.4%	7.6%	5.9%	4.9%	6.4%	6.0%	5.9%	7.1%	5.8%	5.5%
조미유통	187.6	201.7	229.2	216.9	216.5	235.2	255.7	262.3	835.3	969.6	1,105.2
(YoY)	21.8%	22.3%	24.8%	15.9%	15.4%	16.6%	11.6%	20.9%	21.1%	16.1%	14.0%
사료	20.3	38.8	40.9	39.3	42.5	39.7	41.8	40.1	139.3	164.1	167.7
(YoY)	47.3%	83.6%	84.3%	79.1%	109.1%	2.2%	2.2%	2.2%	76.2%	17.8%	2.2%
기타	0.0	0.0	0.4	0.4	0.3	0.0	0.4	0.4	0.8	1.1	1.1
매출총이익	170.3	139.8	180.1	127.2	170.0	150.7	195.8	148.7	617.5	665.3	733.1
(GPM)	26.9%	23.7%	24.6%	21.2%	24.1%	23.4%	24.9%	22.4%	24.2%	23.7%	24.2%
판매비	140.3	131.1	150.3	123.5	147.2	138.9	158.5	135.8	545.2	580.3	625.9
(판매비율)	22.2%	22.3%	20.5%	20.6%	20.9%	21.5%	20.1%	20.4%	21.4%	20.7%	20.6%
영업이익	30.1	8.7	29.8	3.7	22.9	11.8	37.4	12.9	72.4	85.0	107.2
(YoY)	8.4%	-25.5%	5.7%	-33.7%	-24.0%	35.7%	25.3%	246.1%	-1.3%	17.5%	26.1%
(OPM)	4.8%	1.5%	4.1%	0.6%	3.2%	1.8%	4.7%	1.9%	2.8%	3.0%	3.5%
일반식품	24.0	3.3	20.2	-2.6	17.8	6.3	28.2	5.4	44.9	57.8	77.7
(OPM)	5.7%	0.9%	4.4%	-0.8%	4.0%	1.7%	5.8%	1.5%	2.8%	3.5%	4.4%
조미유통	5.5	6.9	8.4	5.9	4.9	6.8	7.8	6.9	26.7	26.4	27.4
(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	2.7
(OPM)	-1.0%	-0.4%	2.1%	1.8%	-1.2%	0.0%	2.2%	2.5%	0.9%	0.8%	1.6%
기타	0.0	0.0	0.3	-0.5	0.6	0.0	0.3	-0.5	-0.2	0.4	0.4
연결조정 등	0.8	-1.3	0.1	0.2	0.0	-1.3	0.1	0.2	-0.2	-1.0	-1.0
세전이익	30.6	4.3	27.2	5.3	20.6	10.2	35.9	11.7	67.3	78.2	100.7
당기순이익	23.7	2.6	20.9	4.1	15.7	7.7	27.2	8.8	51.4	59.4	76.4
지배주주순이익	23.7	2.5	20.9	4.2	15.7	7.7	27.2	7.6	51.4	58.1	76.4
(YoY)	16.9%	-68.4%	-6.4%	41.6%	-33.9%	203.0%	29.8%	81.0%	-4.2%	13.1%	31.4%

동원F&B(049770) Key Charts

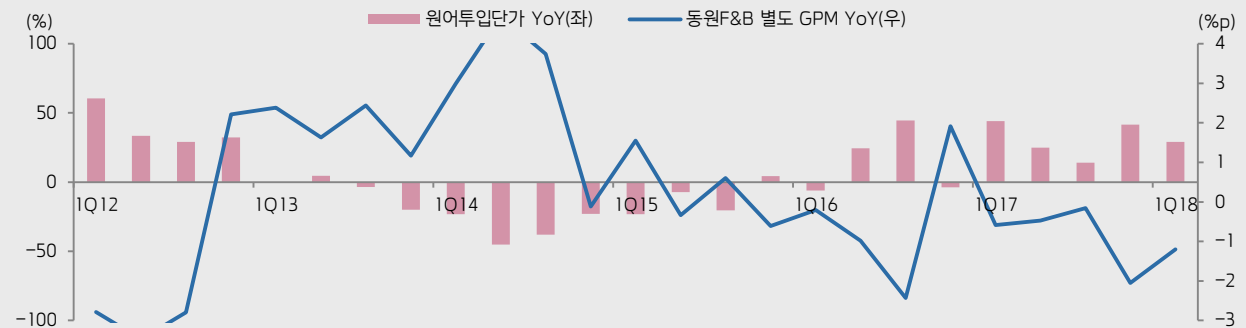
원어투입단가 및 원/달러 환율 추이 및 가정

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	1,600	1,600	1,450	1,500	1,450	1,400	1,400	1,300

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	1,078	1,130	1,130
(YoY)	9%	6%	-4%	-0%	-4%	-3%	1%	-4%	-7%	-5%	-0%	2%
선망참치(\$/MT)	1,257	1,503	1,433	1,508	1,633	1,763	2,010	2,033	1,577	1,667	1,467	1,367
(YoY)	14%	36%	0%	44%	30%	17%	40%	35%	-3%	-5%	-27%	-33%

자료: 한국은행, Thai Union, 키움증권 리서치

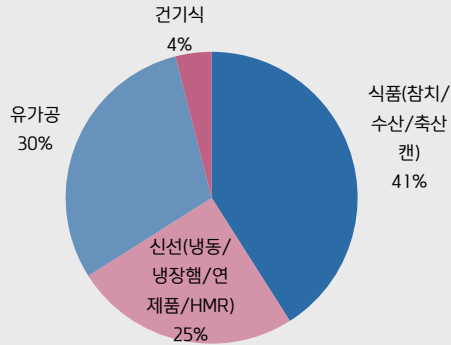
원어투입단가 vs 동원F&B 별도기준 GPM



자료: Thai Union, 동원F&B, 키움증권 리서치

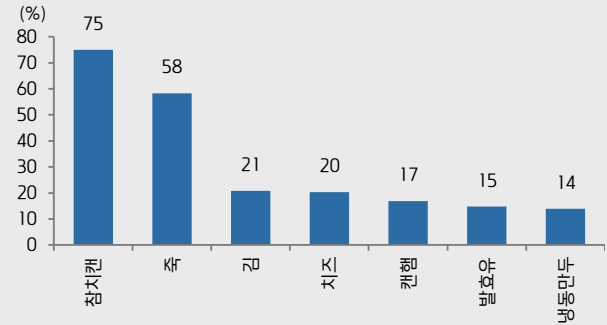
동원F&B(049770) Key Charts

동원F&B 별도기준 매출 비중



자료: 동원F&B(2017년 기준)

동원F&B 주요 품목 MS 현황



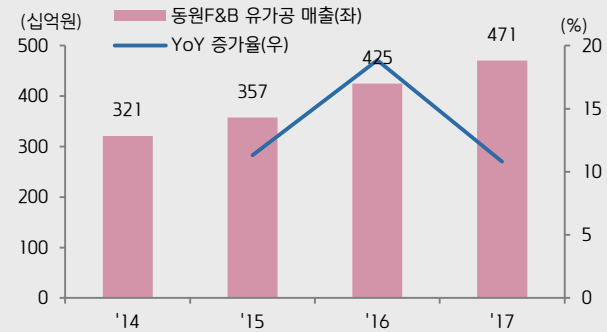
자료: 동원F&B(2017년 기준)

동원F&B 신제품: 더참치/더참치투고



자료: 동원F&B

동원F&B 유가공 부문 매출액 추이



자료: 동원F&B

동원F&B(049770) 연결기준 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	22,413	25,526	28,028	30,333	32,610
매출원가	16,554	19,351	21,375	23,002	24,755
매출총이익	5,859	6,175	6,653	7,331	7,855
판매비및일반관리비	5,126	5,452	5,803	6,259	6,696
영업이익(보고)	733	724	850	1,072	1,159
영업이익(핵심)	733	724	850	1,072	1,159
영업외손익	-85	-50	-67	-65	-62
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
투자및기타자산처분손익	17	9	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-2	0	0	0
기타	-43	-15	0	0	0
법인세차감전이익	648	673	782	1,007	1,097
법인세비용	144	159	188	244	266
유효법인세율 (%)	22.2%	23.7%	24.1%	24.2%	24.2%
당기순이익	504	514	594	764	832
지배주주지분순이익(억원)	503	514	581	764	832
EBITDA	1,120	1,153	1,297	1,521	1,592
현금순이익(Cash Earnings)	892	943	1,042	1,212	1,265
수정당기순이익	491	508	594	764	832
증감율(% , YoY)					
매출액	16.1	13.9	9.8	8.2	7.5
영업이익(보고)	-4.9	-1.3	17.5	26.1	8.1
영업이익(핵심)	-4.9	-1.3	17.5	26.1	8.1
EBITDA	-1.7	2.9	12.6	17.2	4.7
지배주주지분 당기순이익	-11.4	2.1	13.1	31.4	8.9
EPS	-11.4	2.1	13.1	31.4	8.9
수정순이익	-14.4	3.4	17.0	28.5	8.9

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,687	6,291	7,019	7,680	8,387
현금및현금성자산	684	650	825	977	1,181
유동금융자산	41	83	91	98	105
매출채권및유동채권	2,162	2,519	2,765	2,993	3,217
재고자산	2,800	3,039	3,337	3,612	3,883
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5,167	7,401	7,730	8,056	8,399
장기매출채권및기타비유동채권	209	195	215	232	250
투자자산	326	1,611	1,669	1,726	1,785
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	14,748	15,736	16,786
유동부채	4,535	4,034	4,548	4,831	5,111
매입채무및기타유동채무	2,991	3,032	3,329	3,602	3,873
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	3,808	3,843
장기매입채무및비유동채무	16	100	110	119	128
사채및장기차입금	490	3,333	3,333	3,333	3,333
기타비유동부채	294	292	328	356	382
부채총계	5,335	7,759	8,318	8,639	8,953
자본금	193	193	193	193	193
주식발행초과금	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001
이익잉여금	4,372	4,790	5,274	5,942	6,677
기타자본	-49	-53	-53	-53	-53
지배주주지분자본총계	5,517	5,931	6,415	7,083	7,818
비지배주주지분자본총계	2	2	15	14	14
자본총계	5,519	5,932	6,430	7,097	7,832
순차입금	1,216	3,493	3,516	3,357	3,146
총차입금	1,941	4,226	4,432	4,432	4,432

동원F&B(049770) 연결기준 추정 재무제표

현금흐름표	(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,046	497	772	960	1,014
당기순이익	504	514	594	764	832
감가상각비	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	-247	-228	-225
기타	46	190	-23	-25	-27
투자활동현금흐름	-544	-2,329	-743	-740	-739
투자자산의 처분	6	-1,186	-43	-40	-39
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	-68	-71
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	26
현금및현금성자산의순증가	330	-34	175	152	204
기초현금및현금성자산	354	684	650	825	977
기말현금및현금성자산	684	650	825	977	1,181
Gross Cash Flow	977	1,154	1,019	1,188	1,238
Op Free Cash Flow	600	-594	146	334	387

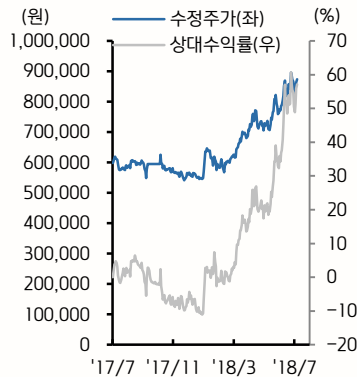
투자지표	(단위: 원, 배, %)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	13,044	13,313	15,057	19,784	21,555
BPS	142,964	153,682	166,240	183,530	202,590
주당EBITDA	29,034	29,871	33,619	39,402	41,257
CFPS	23,103	24,431	26,989	31,413	32,777
DPS	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	15.2	17.6	17.2	13.1	12.0
PBR	1.4	1.5	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	7.9	10.9	10.6	8.8	8.3
PCFR	8.6	9.6	9.6	8.2	7.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.3	2.8	3.0	3.5	3.6
영업이익률(핵심)	3.3	2.8	3.0	3.5	3.6
EBITDA margin	5.0	4.5	4.6	5.0	4.9
순이익률	2.2	2.0	2.1	2.5	2.6
자기자본이익률(ROE)	9.4	9.0	9.6	11.3	11.1
투자자본이익률(ROIC)	9.3	8.1	8.3	9.9	10.1
안정성(%)					
부채비율	96.7	130.8	129.4	121.7	114.3
순차입금비율	22.0	58.9	54.7	47.3	40.2
이자보상배율(배)	11.9	7.5	8.3	10.5	11.4
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	8.8	8.7

BUY (Maintain)

롯데푸드(002270) 턴어라운드 국면 지속

주가(7/24): 874,000원/TP: 1,050,000원(상향)

KOSPI(7/24)	2,280.20pt	
시가총액	9,893억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	896,000원	541,000원
최고/최저가 대비 등락율	-2.46%	61.55%
상대수익률	절대	상대
	1M	13.2%
	6M	37.4%
	12M	46.2%
발행주식수	1,132천주	
일평균거래량(3M)	3천주	
외국인 지분율	13.72%	
배당수익률(18.E)	2.52%	
BPS(18.E)	616,097원	



◎ 델리카 사업부의 성장성에 주목

- 델리카 사업부는 김밥류/도시락을 중심으로 +15~20% 수준의 성장을 지속하고 있음
- 외식/분식의 가성비는 점차 하락하면서, CVS 즉석식품으로의 수요 이동 가속화 가능
- 제품별 규모 확대를 통해 수익성 레벨도 점차 올라갈 것으로 기대

◎ 빙과/유가공 부문도 회복 국면 진입

- 빙과는 신제품 효과, 날씨 효과, 가격 정찰제 영향으로 이익 개선 국면 진입
- 중국 분유 수출도 기저 효과에 의한 회복 기대. 연간 수출 +15~20% 성장 기대

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 105만원

- 지난 해 실적 부진 국면에서 벗어나, 전사 수익성 회복 국면 진입
- 중장기적으로 즉석섭취식품 시장에서의 성장성이 부각될 것으로 기대
- 목표주가는 2019년 예상 EPS에 Target PER 18배 적용(HMR 성장성 감안)

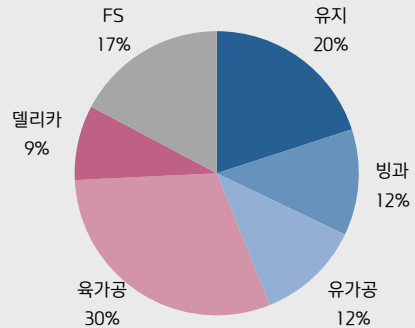
투자지표, IFRS별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	17,624	18,186	18,719	19,538	20,394
보고영업이익(억원)	798	662	781	903	1,033
핵심영업이익(억원)	798	662	781	903	1,033
EBITDA(억원)	1,290	1,139	1,263	1,390	1,522
세전이익(억원)	759	1,114	749	871	1,001
순이익(억원)	582	951	568	660	759
지분별적용순이익(억원)	582	951	568	660	759
EPS(원)	42,479	72,204	50,189	58,350	67,034
증감율(%YoY)	15.7	70.0	-30.5	16.3	14.9
PER(배)	15.0	7.7	17.4	15.0	13.0
PBR(배)	0.9	0.9	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA(배)	7.5	7.1	9.6	8.7	7.9
보고영업이익률(%)	4.5	3.6	4.2	4.6	5.1
핵심영업이익률(%)	4.5	3.6	4.2	4.6	5.1
ROE(%)	6.3	11.8	8.3	9.2	9.9
순부채비율(%)	7.7	28.1	31.7	30.1	27.5

롯데푸드(002270) 별도기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	437.2	476.2	517.6	387.6	430.8	475.5	517.8	447.8	1,818.6	1,871.9	1,953.8
(YoY)	3.4%	5.3%	7.9%	-4.9%	-1.5%	-0.1%	0.0%	15.5%	3.2%	2.9%	4.4%
유지식품	196.5	207.4	218.9	196.2	205.1	212.8	225.4	221.4	819.0	864.7	914.2
(YoY)	5.5%	6.4%	11.8%	2.2%	4.4%	2.6%	3.0%	12.8%	6.5%	5.6%	5.7%
빙과 등	98.5	131.3	144.4	74.9	91.5	129.3	141.9	91.9	449.0	454.5	464.7
(YoY)	0.4%	1.3%	1.8%	-16.0%	-7.1%	-1.6%	-1.7%	22.7%	-2.1%	1.2%	2.3%
육가공 등	142.2	137.4	154.5	117.1	134.3	133.4	150.5	134.5	551.3	552.8	574.9
(YoY)	2.7%	7.6%	8.8%	-7.4%	-5.6%	-2.9%	-2.6%	14.9%	3.1%	0.3%	4.0%
매출총이익	80.1	93.5	109.0	43.3	71.6	87.8	101.7	73.9	325.9	334.9	359.2
(GPM)	18.3%	19.6%	21.1%	11.2%	16.6%	18.5%	19.6%	16.5%	17.9%	17.9%	18.4%
판매비	66.0	73.9	81.5	38.2	55.6	64.3	71.0	65.9	259.7	256.9	268.9
(판매비율)	15.1%	15.5%	15.7%	9.9%	12.9%	13.5%	13.7%	14.7%	14.3%	13.7%	13.8%
영업이익	14.1	19.6	27.5	5.0	15.9	23.5	30.7	8.0	66.2	78.1	90.3
(YoY)	-28.4%	-19.0%	-18.0%	108.3%	12.8%	19.8%	11.8%	57.6%	-17.0%	17.9%	15.7%
(OPM)	3.2%	4.1%	5.3%	1.3%	3.7%	4.9%	5.9%	1.8%	3.6%	4.2%	4.6%
유지식품	6.7	9.1	11.6	8.3	9.6	11.9	13.1	9.8	35.7	44.5	52.5
(OPM)	3.4%	4.4%	5.3%	4.2%	4.7%	5.6%	5.8%	4.4%	4.4%	5.1%	5.7%
빙과 등	4.0	11.1	13.1	-1.1	3.6	12.6	14.9	-0.4	27.1	30.7	34.0
(OPM)	4.1%	8.4%	9.1%	-1.5%	4.0%	9.7%	10.5%	-0.4%	6.0%	6.8%	7.3%
육가공 등	3.3	-0.5	2.7	-2.1	2.7	-1.0	2.6	-1.5	3.4	2.8	3.8
(OPM)	2.3%	-0.4%	1.8%	-1.8%	2.0%	-0.7%	1.8%	-1.1%	0.6%	0.5%	0.7%
세전이익	15.3	14.8	14.9	66.4	14.0	23.0	30.2	7.8	111.4	74.9	87.1
당기순이익	10.7	11.2	7.5	65.6	10.6	17.4	22.9	5.9	95.1	56.8	66.0
(YoY)	-30.1%	-28.0%	-67.0%	1388.3%	-1.1%	54.7%	203.8%	-91.0%	63.4%	-40.2%	16.3%

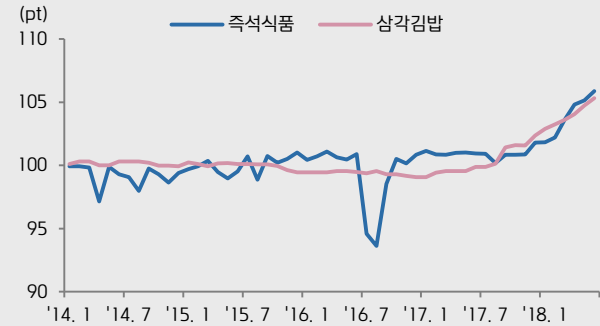
롯데푸드(002270) Key Charts

사업부별 매출 Mix 현황



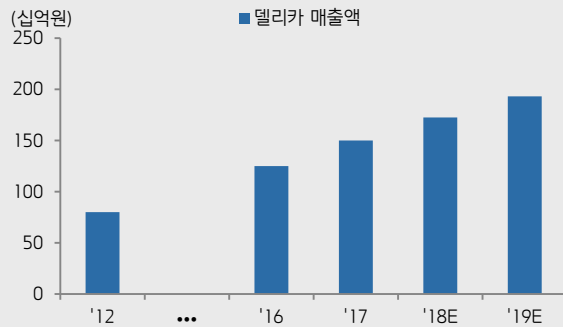
자료: 롯데푸드, 키움증권 리서치

즉석식품/삼각김밥 CPI 추이



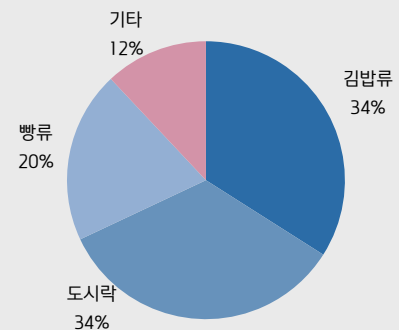
자료: 통계청, 키움증권 리서치

델리카 사업부 매출액 추이 및 전망



자료: 롯데푸드, 키움증권 리서치

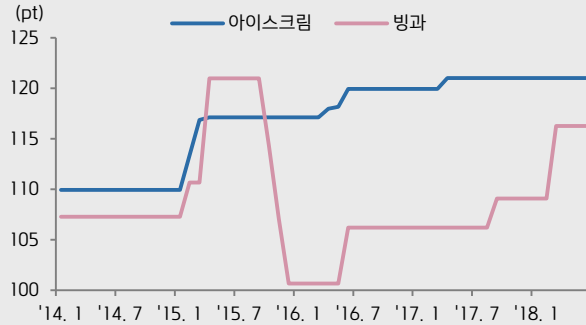
델리카 사업부의 제품별 매출 Mix 현황



자료: 롯데푸드, 키움증권 리서치

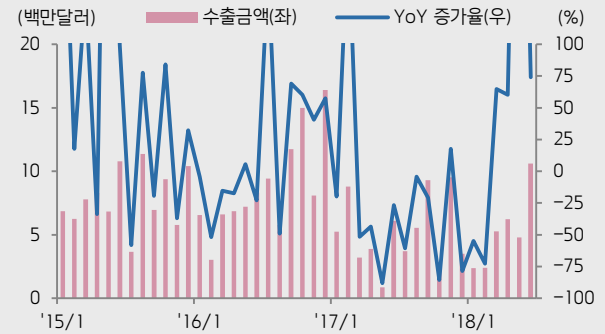
롯데푸드(002270) Key Charts

아이스크림/빙과 PPI 추이



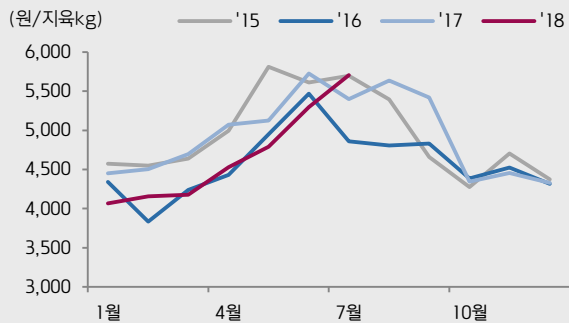
자료: 통계청, 키움증권 리서치

중국 조제분유 수출액 추이



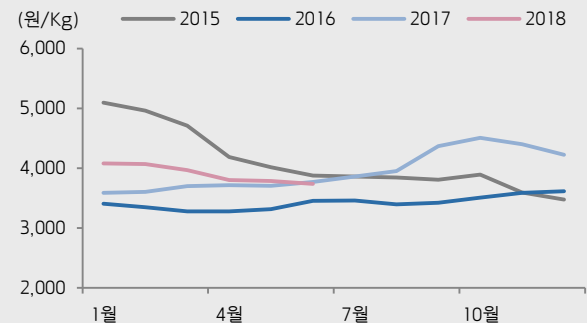
자료: 관세청, 키움증권 리서치(출항일 기준)

월평균 탕박 시세 추이



자료: 축산유통종합정보센터, 키움증권 리서치

월평균 국내산 후지 시세 추이



자료: 한국육류유통수출협회, 키움증권 리서치

롯데푸드(002270) 별도기준 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	17,624	18,186	18,719	19,538	20,394
매출원가	14,024	14,926	15,370	15,946	16,547
매출총이익	3,600	3,259	3,349	3,592	3,847
판매비및일반관리비	2,802	2,597	2,569	2,689	2,814
영업이익(보고)	798	662	781	903	1,033
영업이익(핵심)	798	662	781	903	1,033
영업외손익	-40	452	-31	-32	-32
이자수익	11	11	9	9	10
배당금수익	27	23	24	25	27
외환이익	34	47	30	28	27
이자비용	23	39	43	43	43
외환손실	10	7	21	20	19
관계기업지분법손익	-21	-173	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-9	-25	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-22	-188	0	0	0
기타	-27	803	-30	-31	-33
법인세차감전이익	759	1,114	749	871	1,001
법인세비용	177	164	181	211	242
유효법인세율 (%)	23.3%	14.7%	24.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	582	951	568	660	759
지분법적용순이익(억원)	582	951	568	660	759
EBITDA	1,290	1,139	1,263	1,390	1,522
현금순이익(Cash Earnings)	1,074	1,427	1,050	1,147	1,247
수정당기순이익	605	1,133	568	660	759
증감율(% , YoY)					
매출액	3.3	3.2	2.9	4.4	4.4
영업이익(보고)	15.3	-17.0	17.9	15.7	14.4
영업이익(핵심)	15.3	-17.0	17.9	15.7	14.4
EBITDA	10.2	-11.7	10.9	10.0	9.5
지배주주지분 당기순이익	15.7	63.4	-40.2	16.3	14.9
EPS	15.7	70.0	-30.5	16.3	14.9
수정순이익	27.3	87.1	-49.9	16.3	14.9

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,633	5,152	5,024	5,196	5,447
현금및현금성자산	367	984	671	653	705
유동금융자산	119	105	112	117	122
매출채권및유동채권	2,470	2,275	2,400	2,505	2,615
재고자산	1,678	1,788	1,840	1,921	2,005
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	8,728	7,066	7,610	7,966	8,346
장기매출채권및기타비유동채권	76	141	47	49	51
투자자산	2,476	1,047	1,168	1,208	1,251
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	12,634	13,162	13,793
유동부채	2,826	3,301	3,377	3,459	3,545
매입채무및기타유동채무	1,832	1,732	1,783	1,861	1,942
단기차입금	350	1,140	1,140	1,140	1,140
유동성장기차입금	500	321	359	359	359
기타유동부채	144	108	95	99	103
비유동부채	1,109	2,262	2,284	2,318	2,354
장기매입채무및비유동채무	82	346	356	372	388
사채및장기차입금	362	1,497	1,497	1,497	1,497
기타비유동부채	665	419	431	449	469
부채총계	3,935	5,563	5,661	5,777	5,899
자본금	68	57	57	57	57
주식발행초과금	725	599	599	599	599
이익잉여금	7,971	8,831	9,150	9,561	10,071
기타자본	661	-2,832	-2,832	-2,832	-2,832
자본총계	9,426	6,654	6,973	7,385	7,895
지분법적용자본총계	9,426	6,654	6,973	7,385	7,895
자본총계	9,426	6,654	6,973	7,385	7,895
순차입금	726	1,869	2,213	2,226	2,169
총차입금	1,212	2,958	2,996	2,996	2,996

롯데푸드(002270) 별도기준 추정 재무제표

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	898	908	992	1,033	1,128
당기순이익	582	951	568	660	759
감가상각비	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	-35	-90	-94
기타	148	-432	-15	-16	-17
투자활동현금흐름	-1,277	-558	-1,105	-821	-846
투자자산의 처분	-286	-240	-105	-21	-22
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	-200	-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	11	19	20
현금및현금성자산의순증가	-776	618	-313	-19	52
기초현금및현금성자산	1,143	367	984	671	653
기말현금및현금성자산	367	984	671	653	705
Gross Cash Flow	1,228	1,030	1,027	1,123	1,222
Op Free Cash Flow	-263	54	39	281	353

투자지표

(단위: 원, 배, %)

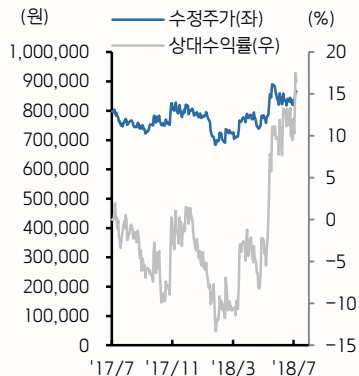
12월 결산, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	42,479	72,204	50,189	58,350	67,034
BPS	688,335	587,907	616,097	652,448	697,482
주당EBITDA	94,223	86,502	111,595	122,793	134,431
CFPS	78,408	108,406	92,808	101,364	110,205
DPS	6,000	22,000	22,000	22,000	22,000
주가배수(배)					
PER	15.0	7.7	17.4	15.0	13.0
PBR	0.9	0.9	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	7.5	7.1	9.6	8.7	7.9
PCFR	8.1	5.1	9.4	8.6	7.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.5	3.6	4.2	4.6	5.1
영업이익률(핵심)	4.5	3.6	4.2	4.6	5.1
EBITDA margin	7.3	6.3	6.7	7.1	7.5
순이익률	3.3	5.2	3.0	3.4	3.7
자기자본이익률(ROE)	6.3	11.82	8.3	9.2	9.9
투자자본이익률(ROIC)	8.0	7.3	7.6	8.3	9.0
안정성(%)					
부채비율	41.7	83.6	81.2	78.2	74.7
순차입금비율	7.7	28.1	31.7	30.1	27.5
이자보상배율(배)	35.4	17.0	18.0	20.8	23.8
활동성(배)					
매출채권회전율	7.7	7.7	8.0	8.0	8.0
재고자산회전율	10.8	10.5	10.3	10.4	10.4
매입채무회전율	10.5	10.2	10.7	10.7	10.7

오뚜기(007310) 모든 것이 꾸준하다

BUY (Maintain)

주가(7/24): 866,000원/TP: 1,040,000원(상향)

KOSPI(7/24)	2,280.20pt		
시가총액	29,790억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	890,000원	684,000원	
최고/최저가 대비 등락율	-2.70%	26.61%	
상대수익률	절대	상대	
	1M	0.7%	4.1%
	6M	10.5%	22.9%
	12M	8.4%	16.5%
발행주식수	3,440천주		
일평균거래량(3M)	5천주		
외국인 지분율	17.09%		
배당수익률(18.E)	0.81%		
BPS(18.E)	353,287원		



◎ 라면/HMR 중심의 판매량 성장세 지속

- 가격 경쟁력 기반한 라면 MS 상승세 지속 중. 중량기준 점유율은 20% 중후반 수준으로 상승
- 쌀가공품, 냉동피자 중심의 외형 성장 긍정적. 특히, 외식 서비스의 가성비 악화 감안시 냉동피자 시장 매력적

◎ 주력 제품 ASP 회복을 통한 수익성 제고 기대

- 전통적으로 가격 인상에 소극적인 업체이나, 최근에 평가 인상을 단행하면서, 수익성 회복 기대감 상승
- 쌀가공품, 참치캔, 후추류, 식초류 등의 ASP 개선으로 수익성 제고 기대

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 104만원

- 가격 경쟁력에 기반한 안정적 성장으로 라면과 HMR 시장에서 점유율을 높여나갈 것으로 기대
- 최근 제기된 지배구조 개선 가능성도 이익 레벨과 가시성 개선 측면에서 긍정적
- 목표주가는 2019년 예상 EPS에 Target PER 23배 적용(최근 1년 내 PER 상단)

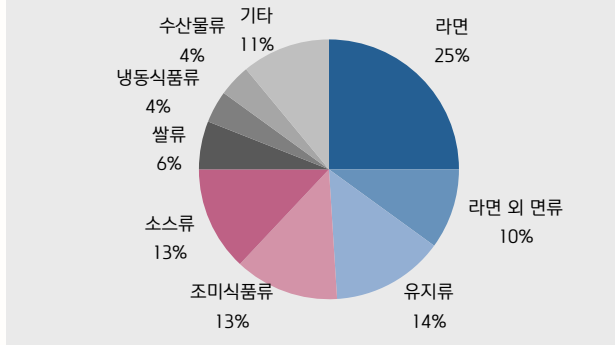
투자지표, IFRS연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	20,107	21,262	22,851	24,750	26,093
보고영업이익(억원)	1,425	1,461	1,670	1,862	2,036
핵심영업이익(억원)	1,425	1,461	1,670	1,862	2,036
EBITDA(억원)	1,848	1,936	2,182	2,385	2,569
세전이익(억원)	1,834	1,803	1,861	2,046	2,225
순이익(억원)	1,380	1,324	1,401	1,551	1,687
지배주주순이익(억원)	1,375	1,313	1,398	1,551	1,687
EPS(원)	39,977	38,161	40,642	45,083	49,036
증감율(%YoY)	31.7	-4.5	6.5	10.9	8.8
PER(배)	16.6	21.1	21.3	19.2	17.7
PBR(배)	2.2	2.5	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA(배)	11.3	13.3	12.3	10.8	9.6
보고영업이익률(%)	7.1	6.9	7.3	7.5	7.8
핵심영업이익률(%)	7.1	6.9	7.3	7.5	7.8
ROE(%)	13.9	12.1	11.6	11.6	11.5
순부채비율(%)	-19.5	-19.1	-23.9	-28.8	-33.2

오뚜기(007310) 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	531.8	513.4	564.3	516.5	577.3	549.5	597.7	560.6	2,126.2	2,285.1	2,475.0
(YoY)	3.1%	5.2%	9.3%	5.3%	8.5%	7.0%	5.9%	8.5%	5.7%	7.5%	8.3%
건조식품류(카레 및 3분류)	72.1	69.0	69.0	63.2	67.7	66.9	64.9	63.2	273.3	262.7	265.3
(YoY)	8.5%	1.9%	4.6%	-6.0%	-6.2%	-3.0%	-6.0%	0.0%	2.2%	-3.9%	1.0%
양념소스류(마요네스 및 케첩소스)	96.5	105.0	107.3	90.3	95.6	106.0	106.3	91.2	399.1	399.1	403.1
(YoY)	4.9%	-0.4%	6.5%	-6.9%	-1.0%	1.0%	-1.0%	1.0%	1.0%	0.0%	1.0%
유지류(참기름 및 식용유지)	63.0	60.0	65.3	55.8	61.9	60.6	65.3	56.9	244.1	244.8	244.8
(YoY)	3.1%	1.8%	3.4%	1.0%	-1.7%	1.0%	0.0%	2.0%	2.4%	0.3%	0.0%
면제품류(라면 및 당면)	158.4	154.4	171.7	150.5	173.9	163.7	176.8	161.1	635.1	675.5	716.1
(YoY)	-10.7%	1.8%	10.5%	-4.3%	9.8%	6.0%	3.0%	7.0%	-1.1%	6.4%	6.0%
농수산 가공품류(밥 및 참치)	65.0	61.7	63.8	62.5	65.1	64.2	66.3	66.2	252.9	261.8	288.0
(YoY)	34.2%	15.4%	19.1%	12.2%	0.2%	4.0%	4.0%	6.0%	19.8%	3.5%	10.0%
기타	76.9	63.3	87.2	93.3	113.1	88.1	118.1	122.0	320.6	441.2	557.8
(YoY)	9.4%	24.7%	12.3%	60.4%	47.1%	39.1%	35.4%	30.8%	24.9%	37.6%	26.4%
매출총이익	114.2	122.5	135.2	105.0	111.5	114.5	125.0	115.0	476.9	465.9	504.4
(GPM)	21.5%	23.9%	24.0%	20.3%	19.3%	20.8%	20.9%	20.5%	22.4%	20.4%	20.4%
판매비	84.2	81.0	90.9	74.8	73.0	68.5	77.4	80.0	330.9	298.9	318.2
(판매비율)	15.8%	15.8%	16.1%	14.5%	12.6%	12.5%	12.9%	14.3%	15.6%	13.1%	12.9%
영업이익	30.0	41.5	44.3	30.2	38.5	46.0	47.6	34.9	146.1	167.0	186.2
(YoY)	-15.7%	2.6%	-2.1%	42.7%	28.5%	10.7%	7.3%	15.7%	2.5%	14.3%	11.5%
(OPM)	5.6%	8.1%	7.9%	5.8%	6.7%	8.4%	8.0%	6.2%	6.9%	7.3%	7.5%
세전이익	41.2	45.8	62.9	30.4	41.6	51.6	53.6	39.2	180.3	186.1	204.6
당기순이익	32.8	35.7	47.2	16.7	30.7	39.1	40.7	29.7	132.4	140.1	155.1
지배주주순이익	32.4	35.7	46.7	16.4	30.3	39.1	40.7	29.7	131.3	139.8	155.1
(YoY)	-33.8%	38.8%	31.2%	-39.6%	-6.4%	9.7%	-13.0%	80.4%	-4.5%	6.5%	10.9%

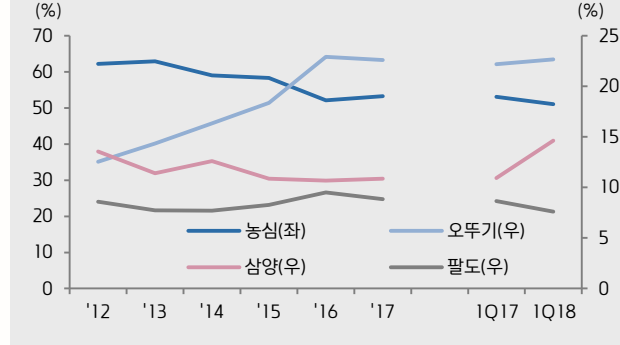
오뚜기(007310) Key Charts

오뚜기 제품별 매출 Mix 현황



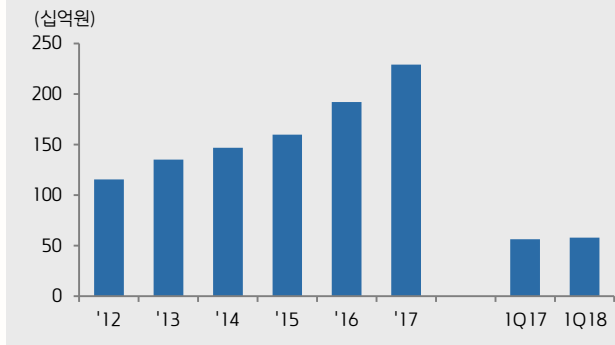
자료: 오뚜기, 키움증권 리서치

라면 소매시장 점유율 추이



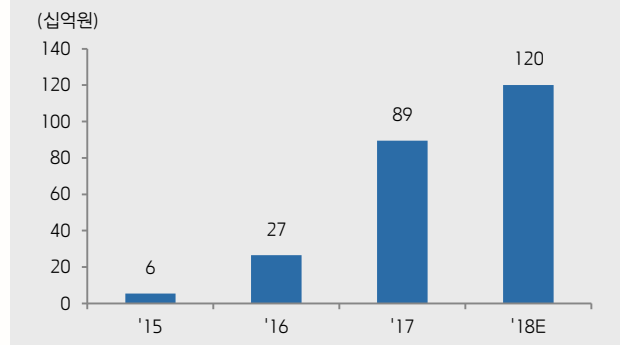
자료: 식품산업통계정보, 키움증권 리서치

오뚜기 즉석조리식품 소매점 매출액 추이



자료: 식품산업통계정보, 키움증권 리서치

냉동피자 소매시장 규모 추이 및 전망



자료: 언론보도, 링크아즈텍, 키움증권 리서치

오뚜기(007310) Key Charts

2017년 이후 오뚜기 가격인상 내역

시기	기업	인상품목	인상폭
2017	1월	업소용 식용유	9%
	11월	오뚜기밥, 큰밥, 작은밥 등 3종 제품	평균 9%
	11월	참치캔 5종	평균 5.2%
2018	3월	쌀떡국, 누룽지, 후추류, 식초, 당면	평균 5%

자료: 언론보도, 키움증권 리서치

상미식품지주/풍림피앤피지주 흡수합병에 따른 지분율 변화와 잔여 관계기업 현황

(단위: %, 십억원)

관계기업명	오뚜기의 보유 지분율		매출액	영업이익	순이익	자산총계	부채총계	자본총계
	Before	After						
상미식품지주	16.6	N/A	105.8	3.7	4.5	212.6	60.0	152.6
풍림피앤피지주	47.9	N/A	57.0	3.7	3.5	87.7	20.4	67.3
오뚜기라면	24.7	24.7	614.3	26.4	20.4	689.3	389.8	299.5
오뚜기제유	29.0	39.0	76.9	6.7	6.1	128.4	39.1	89.2
조흥	33.6	41.6	162.1	14.1	11.3	168.5	48.1	120.4
대선제분	32.5	32.5	66.8	2.4	5.1	89.1	42.1	47.0

자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

주: 1) Before는 2018년 1분기말 지분율. After는 상미식품지주와 풍림피앤피지주 흡수합병 이후 지분율(합병기일 2018. 9. 27)

오뚜기(007310) 연결기준 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	20,107	21,262	22,851	24,750	26,093
매출원가	15,238	16,492	18,192	19,706	20,699
매출총이익	4,869	4,769	4,659	5,044	5,393
판매비및일반관리비	3,444	3,309	2,989	3,182	3,357
영업이익(보고)	1,425	1,461	1,670	1,862	2,036
영업이익(핵심)	1,425	1,461	1,670	1,862	2,036
영업외손익	409	343	191	184	189
이자수익	45	44	41	45	47
배당금수익	0	1	2	2	2
외환이익	38	41	39	37	36
이자비용	33	32	28	26	26
외환손실	32	37	35	33	31
관계기업지분법손익	170	272	117	100	100
투자및기타자산처분손익	161	6	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	60	46	55	59	63
법인세차감전이익	1,834	1,803	1,861	2,046	2,225
법인세비용	454	479	460	495	539
유효법인세율 (%)	24.8%	26.6%	24.7%	24.2%	24.2%
당기순이익	1,380	1,324	1,401	1,551	1,687
지배주주지분순이익(억원)	1,375	1,313	1,398	1,551	1,687
EBITDA	1,848	1,936	2,182	2,385	2,569
현금순이익(Cash Earnings)	1,803	1,799	1,914	2,073	2,219
수정당기순이익	1,259	1,320	1,401	1,551	1,687
증감율(% , YoY)					
매출액	6.8	5.7	7.5	8.3	5.4
영업이익(보고)	6.8	2.5	14.3	11.5	9.3
영업이익(핵심)	6.8	2.5	14.3	11.5	9.3
EBITDA	9.3	4.7	12.7	9.3	7.7
지배주주지분 당기순이익	31.7	-4.5	6.5	10.9	8.8
EPS	31.7	-4.5	6.5	10.9	8.8
수정순이익	22.4	4.8	6.2	10.7	8.8

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,410	6,760	7,021	8,323	9,631
현금및현금성자산	1,452	1,365	1,223	2,042	3,010
유동금융자산	1,924	2,032	2,184	2,365	2,494
매출채권및유동채권	1,483	1,855	1,994	2,159	2,276
재고자산	1,546	1,502	1,615	1,749	1,844
기타유동비금융자산	5	6	7	7	8
비유동자산	9,517	10,457	10,868	11,276	11,698
장기매출채권및기타비유동채권	9	23	25	27	28
투자자산	2,749	2,321	2,442	2,547	2,651
유형자산	6,533	7,676	7,976	8,290	8,618
무형자산	220	431	419	407	395
기타비유동자산	6	6	6	6	6
자산총계	15,927	17,217	17,889	19,599	21,330
유동부채	3,761	4,338	3,761	4,057	4,266
매입채무및기타유동채무	2,933	3,046	3,273	3,545	3,738
단기차입금	479	306	0	0	0
유동성장기차입금	18	643	125	125	125
기타유동부채	331	343	363	386	403
비유동부채	1,814	1,363	1,446	1,546	1,616
장기매입채무및비유동채무	127	143	154	166	175
사채및장기차입금	862	250	250	250	250
기타비유동부채	825	970	1,043	1,129	1,190
부채총계	5,575	5,701	5,208	5,603	5,882
자본금	172	172	172	172	172
주식발행초과금	78	78	78	78	78
이익잉여금	9,725	11,039	12,212	13,537	14,997
기타자본	318	-309	-309	-309	-309
지배주주지분자본총계	10,292	10,980	12,153	13,478	14,938
비지배주주지분자본총계	60	536	528	519	510
자본총계	10,352	11,516	12,681	13,997	15,448
순차입금	-2,017	-2,197	-3,031	-4,032	-5,128
총차입금	1,359	1,200	375	375	375

오뚜기(007310) 연결기준 추정 재무제표

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,489	1,086	1,800	1,978	2,122
당기순이익	1,380	1,324	1,401	1,551	1,687
감가상각비	413	463	500	510	521
무형자산상각비	11	12	12	12	12
외환손익	13	16	-5	-4	-4
자산처분손익	175	8	0	0	0
지분법손익	0	0	-117	-100	-100
영업활동자산부채 증감	-237	-445	5	6	4
기타	-266	-292	3	3	2
투자활동현금흐름	-1,334	-846	-955	-1,009	-980
투자자산의 처분	-730	-165	-155	-185	-131
유형자산의 처분	214	8	0	0	0
유형자산의 취득	-843	-777	-800	-824	-849
무형자산의 처분	-52	3	0	0	0
기타	77	70	0	0	0
재무활동현금흐름	-402	-499	-987	-149	-174
단기차입금의 증가	-93	-228	-306	0	0
장기차입금의 증가	-17	35	-518	0	0
자본의 증가	-3	0	0	0	0
배당금지급	-177	-216	-236	-236	-236
기타	-112	-91	73	87	61
현금및현금성자산의순증가	-248	-87	-142	819	968
기초현금및현금성자산	1,699	1,452	1,365	1,223	2,042
기말현금및현금성자산	1,452	1,365	1,223	2,042	3,010
Gross Cash Flow	1,725	1,531	1,795	1,972	2,118
Op Free Cash Flow	363	329	975	1,116	1,231

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	39,977	38,161	40,642	45,083	49,036
BPS	299,198	319,178	353,287	391,803	434,240
주당EBITDA	53,727	56,275	63,440	69,323	74,669
CFPS	52,416	52,300	55,631	60,269	64,513
DPS	6,800	7,000	7,000	7,000	7,000
주가배수(배)					
PER	16.6	21.1	21.3	19.2	17.7
PBR	2.2	2.5	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	11.3	13.3	12.3	10.8	9.6
PCFR	12.6	15.4	15.6	14.4	13.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.1	6.9	7.3	7.5	7.8
영업이익률(핵심)	7.1	6.9	7.3	7.5	7.8
EBITDA margin	9.2	9.1	9.6	9.6	9.8
순이익률	6.9	6.2	6.1	6.3	6.5
자기자본이익률(ROE)	13.9	12.1	11.6	11.6	11.5
투자자본이익률(ROIC)	17.4	15.3	16.1	17.4	18.4
안정성(%)					
부채비율	53.9	49.5	41.1	40.0	38.1
순차입금비율	-19.5	-19.1	-23.9	-28.8	-33.2
이자보상배율(배)	43.7	46.1	59.3	70.9	77.5
활동성(배)					
매출채권회전율	14.3	12.7	11.9	11.9	11.8
재고자산회전율	13.6	14.0	14.7	14.7	14.5
매입채무회전율	7.3	7.1	7.2	7.3	7.2

BUY (Maintain)

CJ프레시웨이(051500) 식자재유통, 아쉽지만 기회는 있다

주가(7/24): 31,000원/TP: 45,000원(하향)

KOSDAQ(7/24)	761.57pt		
시가총액	3,680억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	47,250원	30,500원	
최고/최저가 대비 등락율	-34.39%	1.64%	
상대수익률	절대	상대	
	1M	-7.9%	0.4%
	6M	-14.0%	1.0%
	12M	-25.2%	-33.5%
발행주식수	11,872천주		
일평균거래량(3M)	23천주		
외국인 지분율	16.97%		
배당수익률(18.E)	0.65%		
BPS(18.E)	14,176원		

◎ 식자재유통, 아쉽지만 기회는 있다

- 외식 서비스 업체들의 경영난 가중으로, 식자재유통 업체들의 수익성 하락 불가피
- 다만, 중소형 식자재유통 업체들이 점차 시장에서 경쟁력을 잃어가고 있음
- 외식 서비스 업체들의 가격 인상이 본격화 된다면, 동사의 수익성도 턱어라운드 가능할 것

◎ 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 4.5만원

- 최저임금 인상에 따른 영향으로 단기 수익성 악화는 불가피
- 다만, 열위한 경쟁사들의 퇴출로 중장기적으로 시장 내 입지는 강화되는 국면
- 목표주가는 2019년 예상 EPS에 Target PER 27배 적용(최근 1년 내 PER 상단)



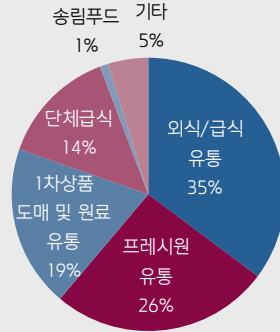
투자지표, IFRS연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	23,279	25,044	28,753	32,385	34,708
보고영업이익(억원)	210	439	400	551	645
핵심영업이익(억원)	210	439	400	551	645
EBITDA(억원)	443	708	682	836	939
세전이익(억원)	-50	12	201	322	417
순이익(억원)	-58	12	153	244	316
지배주주지분순이익(억원)	-47	-15	121	208	270
EPS(원)	-393	-129	1,022	1,753	2,273
증감율(%YoY)	N/A	N/A	N/A	71.5	29.7
PER(배)	-99.1	-307.7	30.3	17.7	13.6
PBR(배)	2.4	2.6	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA(배)	17.9	-1.9	10.7	8.2	7.1
보고영업이익률(%)	0.9	1.8	1.4	1.7	1.9
핵심영업이익률(%)	0.9	1.8	1.4	1.7	1.9
ROE(%)	-2.6	0.5	6.6	10.3	12.0
순부채비율(%)	87.4	101.7	115.9	103.0	85.0

CJ프레시웨이(051500) 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	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	3,238.4
(YoY)	11.0%	6.3%	9.2%	4.1%	13.6%	12.5%	13.5%	19.8%	7.6%	14.8%	12.6%
식자재 유통	488.0	508.7	529.5	486.4	554.3	572.3	605.3	578.6	2,012.5	2,310.5	2,584.5
(YoY)	8.0%	3.1%	4.4%	0.5%	13.6%	12.5%	14.3%	18.9%	3.9%	14.8%	11.9%
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	891.3
(YoY)	-1.7%	-7.8%	-3.8%	81.7%	78.1%	82.3%	79.3%	6.8%	14.6%	54.2%	20.2%
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	92.2	97.2	90.9	353.0	357.0	400.6
(GPM)	12.9%	14.3%	14.6%	14.4%	11.3%	12.9%	12.9%	12.4%	14.1%	12.4%	12.4%
판매비	72.5	76.6	82.0	78.0	70.6	79.3	84.8	82.4	309.1	317.0	345.5
(판매비율)	12.2%	12.1%	12.4%	12.7%	10.4%	11.1%	11.3%	11.2%	12.3%	11.0%	10.7%
영업이익	4.5	14.0	14.9	10.5	6.0	12.9	12.4	8.6	43.9	40.0	55.1
(YoY)	38.5%	54.4%	79.9%	2181.6%	35.1%	-7.8%	-16.2%	-18.6%	108.7%	-8.9%	37.8%
(OPM)	0.8%	2.2%	2.2%	1.7%	0.9%	1.8%	1.7%	1.2%	1.8%	1.4%	1.7%
세전이익	0.7	8.7	-10.1	2.0	2.2	7.7	7.1	3.1	1.2	20.1	32.2
당기순이익	0.6	7.0	-7.3	0.9	1.7	5.9	5.4	2.3	1.2	15.3	24.4
지배주주순이익	0.0	6.3	-8.2	0.4	1.0	5.1	4.5	1.5	-1.5	12.1	20.8
(YoY)	적전	101.4%	적전	흑전	흑전	-18.4%	흑전	281.7%	적지	흑전	71.5%

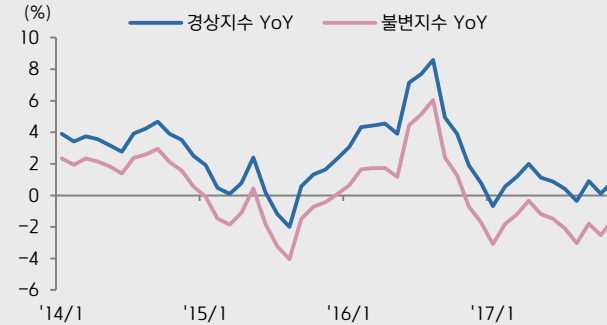
CJ프레시웨이(05150) Key Charts

2017년 기준 매출 Mix



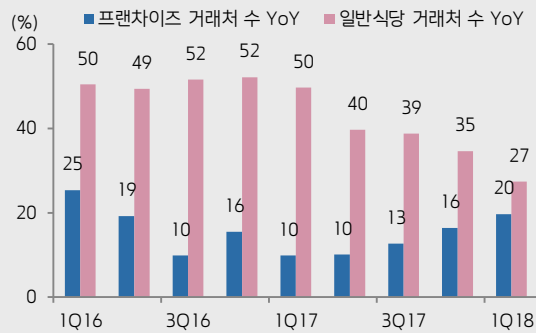
자료: CJ프레시웨이

음식점/주점업 소매판매액 지수 YoY 증가율 추이(3MA)



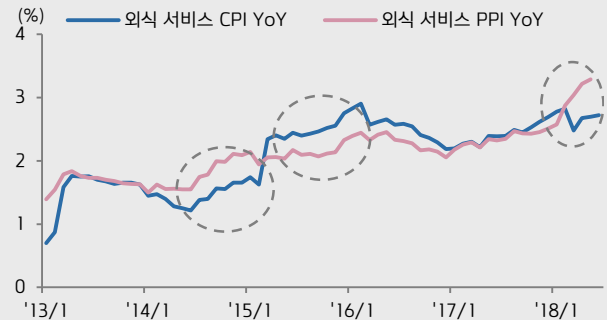
자료: 통계청, 키움증권 리서치

식자재유통 거래처 수 증가율 추이



자료: CJ프레시웨이

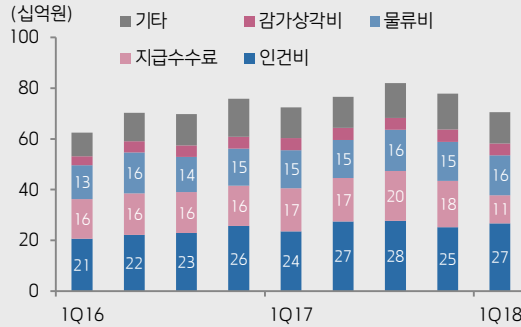
외식 서비스 CPI YoY vs PPI YoY



자료: 통계청, 키움증권 리서치

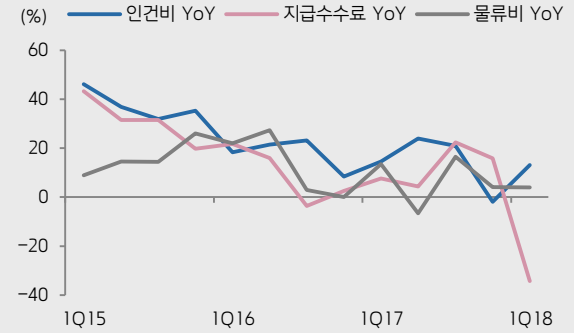
CJ프레시웨이(051500) Key Charts

연결기준 판관비 항목별 추이



자료: CJ프레시웨이

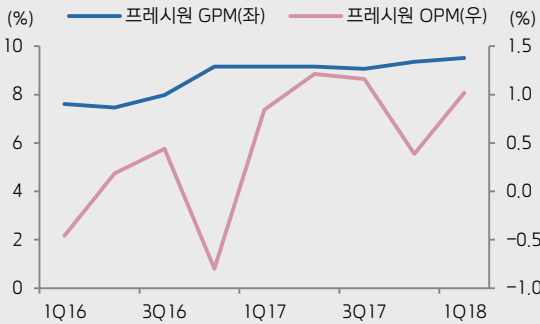
주요 판관비 항목별 YoY 증가율 추이



자료: CJ프레시웨이

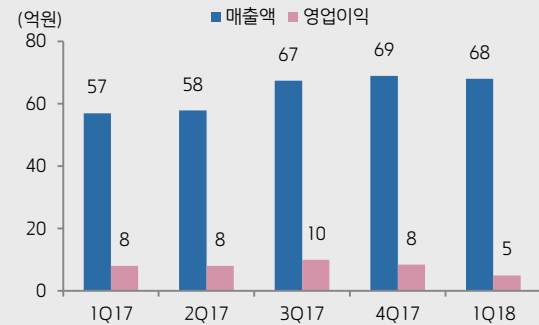
주: 1) 1Q18 지급수수료의 감소는 회계기준 변경 영향임. 실질증가율은 13% 수준

프레시원 수익성 추이



자료: CJ프레시웨이

송림푸드 매출액 및 영업이익 추이



자료: CJ프레시웨이

CJ프레시웨이(051500) 연결기준 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	23,279	25,044	28,753	32,385	34,708
매출원가	20,284	21,514	25,183	28,378	30,363
매출총이익	2,995	3,530	3,570	4,006	4,344
판매비및일반관리비	2,785	3,091	3,170	3,455	3,699
영업이익(보고)	210	439	400	551	645
영업이익(핵심)	210	439	400	551	645
영업외손익	-260	-426	-198	-228	-227
이자수익	5	11	11	12	13
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	24	75	0	0	0
이자비용	57	73	82	88	90
외환손실	41	16	0	0	0
관계기업지분법손익	0	-1	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-7	-4	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	3	-266	0	0	0
기타	-188	-153	-127	-152	-150
법인세차감전이익	-50	12	201	322	417
법인세비용	9	0	48	78	101
유효법인세율 (%)	-17.4%	2.0%	23.8%	24.2%	24.2%
당기순이익	-58	12	153	244	316
지배주주지분순이익(억원)	-47	-15	121	208	270
EBITDA	443	708	682	836	939
현금순이익(Cash Earnings)	174	281	435	530	611
수정당기순이익	-53	277	153	244	316
증감율(% , YoY)					
매출액	12.3	7.6	14.8	12.6	7.2
영업이익(보고)	-33.2	108.7	-8.9	37.8	17.1
영업이익(핵심)	-33.2	108.7	-8.9	37.8	17.1
EBITDA	-10.4	59.8	-3.7	22.7	12.3
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	71.5	29.7
EPS	N/A	N/A	N/A	71.5	29.7
수정순이익	N/A	N/A	-44.5	59.3	29.5

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,691	5,066	5,255	5,858	6,207
현금및현금성자산	124	547	145	158	153
유동금융자산	77	24	28	31	33
매출채권및유동채권	2,645	2,953	3,390	3,818	4,092
재고자산	1,845	1,542	1,691	1,851	1,928
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,814	3,960	4,019	4,089	4,151
장기매출채권및기타비유동채권	183	239	274	309	331
투자자산	161	166	171	177	180
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	9,274	9,947	10,358
유동부채	4,335	5,128	5,461	5,905	6,021
매입채무및기타유동채무	3,458	3,250	3,731	4,202	4,503
단기차입금	0	0	1,250	1,200	1,000
유동성장기차입금	862	1,722	299	299	299
기타유동부채	15	157	180	203	218
비유동부채	1,750	1,543	1,551	1,560	1,562
장기매입채무및비유동채무	105	104	120	135	145
사채및장기차입금	1,455	1,246	1,246	1,246	1,246
기타비유동부채	190	193	186	179	172
부채총계	6,085	6,672	7,012	7,465	7,583
자본금	119	119	119	119	119
주식발행초과금	906	906	906	906	906
이익잉여금	380	341	444	635	887
기타자본	274	214	214	214	214
지배주주지분자본총계	1,902	1,802	1,683	1,873	2,125
비지배주주지분자본총계	518	552	579	609	650
자본총계	2,420	2,355	2,262	2,482	2,775
순차입금	2,116	2,396	2,622	2,556	2,358
총차입금	2,316	2,967	2,795	2,745	2,545

CJ프레시웨이(051500) 연결기준 추정 재무제표

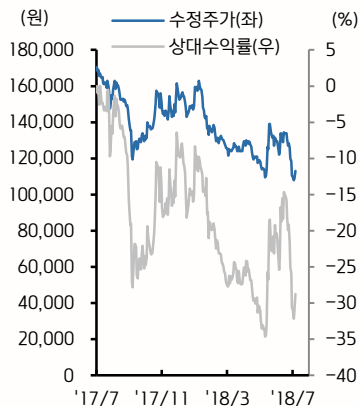
현금흐름표	(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-132	360	111	417	563
당기순이익	-50	12	153	244	316
감가상각비	133	152	158	162	171
무형자산상각비	100	117	124	124	124
외환손익	24	-20	0	0	0
자산처분손익	19	11	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-484	-293	-102	-113	-48
기타	125	380	-223	0	0
투자활동현금흐름	-502	-354	-309	-324	-336
투자자산의 처분	-255	-73	-9	-9	-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	-203	-80	-231
단기차입금의 증가	-502	60	1,250	-50	-200
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	-7	-7
현금및현금성자산의순증가	15	423	-402	13	-5
기초현금및현금성자산	110	124	547	145	158
기말현금및현금성자산	124	547	145	158	153
Gross Cash Flow	351	652	213	530	611
Op Free Cash Flow	-268	103	184	275	404

투자지표	(단위: 원, 배, %)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	-393	-129	1,022	1,753	2,273
BPS	16,021	15,181	14,176	15,780	17,902
주당EBITDA	3,730	5,961	5,743	7,045	7,912
CFPS	1,466	2,367	3,667	4,463	5,145
DPS	200	200	200	200	200
주가배수(배)					
PER	-99.1	-307.7	30.3	17.7	13.6
PBR	2.4	2.6	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	17.9	-1.9	10.7	8.2	7.1
PCFR	26.6	16.8	8.5	6.9	6.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	0.9	1.8	1.4	1.7	1.9
영업이익률(핵심)	0.9	1.8	1.4	1.7	1.9
EBITDA margin	1.9	2.8	2.4	2.6	2.7
순이익률	-0.3	0.0	0.5	0.8	0.9
자기자본이익률(ROE)	-2.6	0.5	6.6	10.3	12.0
투자자본이익률(ROIC)	6.3	10.2	6.9	9.2	10.5
안정성(%)					
부채비율	251.4	283.3	310.0	300.7	273.2
순차입금비율	87.4	101.7	115.9	103.0	85.0
이자보상배율(배)	3.7	6.0	4.8	6.2	7.1
활동성(배)					
매출채권회전율	9.4	8.9	9.1	9.0	8.8
재고자산회전율	13.1	14.8	17.8	18.3	18.4
매입채무회전율	7.0	7.5	8.2	8.2	8.0

SPC삼립(005610) Bottom-out 구간 진입

주가(7/24): 113,000원/TP: 142,000원

KOSPI(7/24)	2,280.20pt	
시가총액	9,751억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	169,000원	108,000원
최고/최저가 대비 등락율	-33.14%	4.63%
상대수익률	절대	상대
	1M	-12.7%
	6M	-29.2%
	12M	-33.7%
발행주식수	8,629천주	
일평균거래량(3M)	24천주	
외국인 지분율	3.46%	
배당수익률(18.E)	0.85%	
BPS(18.E)	36,760원	



◎ Bottom-out을 대비할 시점

- 밀다원 수익성 악화 국면 마무리, 소맥 시세도 안정화 되는 분위기
- 에그팜 청주공장은 가동률 개선되면서, 턴어라운드 가속화 될 것

◎ 제빵 부문 내 HMR 카테고리의 성장성에 주목

- 빵에 기반한 HMR 제품의 성장으로 영업레버리지 효과 크게 나타날 전망
- 호빵, 샌드위치, 냉장디저트의 성장으로 제빵 부문의 Product Mix 개선과 OPM 상승 가능
- 동사는 제과점과 양산빵 시장에서 지배력이 확고하기 때문에, 안정적인 이익 성장 가능할 것

◎ 투자이견 BUY, 목표주가 14.2만원

- 제분 부문의 수익성 악화, 에그팜 청주공장 고정비 부담 같은 악재가 마무리 되는 국면
- 제빵 부문의 Mix 개선과 OPM 상승으로 안정적인 이익 성장 가능
- 목표주가는 2019년 예상 EPS에 Target PER 23배 적용(최근 1년 내 PER 상단)

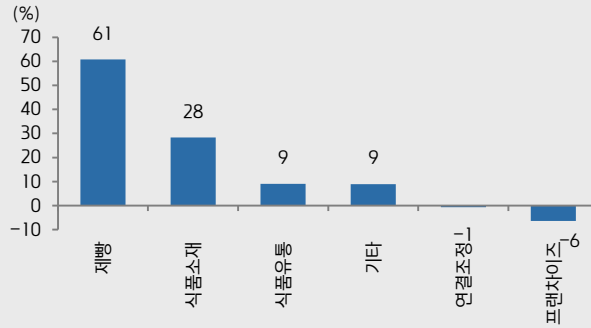
투자지표, IFRS연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	18,703	20,655	21,544	22,860	24,092
보고영업이익(억원)	655	547	624	736	822
핵심영업이익(억원)	655	547	624	736	822
EBITDA(억원)	996	901	942	1,049	1,130
세전이익(억원)	618	505	588	701	788
순이익(억원)	495	382	448	531	597
지배주주순이익(억원)	495	382	448	531	597
EPS(원)	5,737	4,424	5,190	6,156	6,919
증감율(%YoY)	31.8	-22.9	17.3	18.6	12.4
PER(배)	29.5	35.4	21.8	18.4	16.3
PBR(배)	5.0	4.8	3.1	2.7	2.4
EV/EBITDA(배)	16.2	17.0	11.9	10.3	9.1
보고영업이익률(%)	3.5	2.6	2.9	3.2	3.4
핵심영업이익률(%)	3.5	2.6	2.9	3.2	3.4
ROE(%)	18.1	13.3	15.0	15.6	15.4
순부채비율(%)	52.0	64.9	45.6	27.9	12.4

SPC삼립(005610) 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	505.2	524.1	522.9	513.3	516.3	552.9	548.4	536.9	2,065.5	2,154.4	2,286.0
(YoY)	32.0%	10.2%	8.5%	-3.2%	2.2%	5.5%	4.9%	4.6%	10.4%	4.3%	6.1%
제빵	133.3	135.8	133.4	166.2	143.8	142.6	138.7	172.8	568.6	597.9	621.8
(YoY)	4.6%	1.9%	4.9%	1.6%	7.9%	5.0%	4.0%	4.0%	3.1%	5.1%	4.0%
식품소재	136.1	133.0	128.7	122.5	126.3	144.5	140.5	131.3	520.2	542.6	574.3
(YoY)	10.4%	3.5%	-5.0%	-10.5%	-7.2%	8.6%	9.2%	7.2%	-0.7%	4.3%	5.8%
식품유통	255.8	299.1	251.7	265.0	269.3	317.0	266.8	280.9	1,071.5	1,134.0	1,247.3
(YoY)	103.1%	39.0%	10.8%	8.3%	5.3%	6.0%	6.0%	6.0%	31.8%	5.8%	10.0%
프랜차이즈	13.7	16.2	12.8	13.0	10.6	16.2	12.8	13.0	55.7	52.5	52.5
(YoY)	-5.0%	1.1%	-8.8%	-11.7%	-22.9%	0.0%	0.0%	0.0%	-5.9%	-5.7%	0.0%
기타	100.0	76.0	136.5	117.3	110.9	76.0	136.5	117.3	429.8	440.7	440.7
(YoY)	1.5%	-26.6%	28.3%	9.1%	11.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	2.5%	0.0%
연결조정	-133.6	-136.0	-140.1	-170.6	-144.5	-143.4	-146.9	-178.4	-580.3	-613.2	-650.7
(YoY)	25.1%	12.5%	9.2%	24.4%	8.1%	5.5%	4.9%	4.6%	17.7%	5.7%	6.1%
매출총이익	87.4	97.2	88.4	105.3	84.0	96.9	92.1	112.3	378.3	385.4	409.1
(GPM)	17.3%	18.6%	16.9%	20.5%	16.3%	17.5%	16.8%	20.9%	18.3%	17.9%	17.9%
판매비	73.8	81.4	80.8	87.6	72.6	81.8	81.1	87.5	323.6	323.0	335.5
(판매비율)	14.6%	15.5%	15.5%	17.1%	14.1%	14.8%	14.8%	16.3%	15.7%	15.0%	14.7%
영업이익	13.6	15.9	7.5	17.7	11.4	15.1	11.1	24.8	54.7	62.4	73.6
(YoY)	10.5%	-11.7%	-41.9%	-20.6%	-16.3%	-4.5%	46.8%	40.3%	-16.5%	14.1%	17.9%
(OPM)	2.7%	3.0%	1.4%	3.4%	2.2%	2.7%	2.0%	4.6%	2.6%	2.9%	3.2%
제빵	5.5	8.2	4.2	15.3	6.5	10.2	5.0	16.9	33.2	38.7	43.6
(OPM)	4.1%	6.1%	3.2%	9.2%	4.5%	7.2%	3.6%	9.8%	5.8%	6.5%	7.0%
식품소재	6.1	5.7	2.3	1.4	3.5	2.9	4.9	6.8	15.5	18.2	23.9
(OPM)	4.5%	4.3%	1.7%	1.2%	2.8%	2.0%	3.5%	5.2%	3.0%	3.4%	4.2%
식품유통	1.2	1.0	1.3	1.5	1.2	1.0	1.4	1.6	5.0	5.2	5.7
(OPM)	0.5%	0.3%	0.5%	0.6%	0.4%	0.3%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
프랜차이즈	-0.7	-1.0	-1.1	-0.7	-0.8	-1.0	-1.1	-0.7	-3.5	-3.7	-3.7
(OPM)	-5.0%	-6.4%	-9.0%	-5.1%	-7.6%	-6.4%	-9.0%	-5.1%	-6.4%	-7.0%	-7.0%
기타	1.4	1.9	1.4	0.2	1.0	1.9	1.4	0.2	4.9	4.5	4.5
(OPM)	1.4%	2.4%	1.0%	0.2%	0.9%	2.4%	1.0%	0.2%	1.1%	1.0%	1.0%
연결조정	0.2	0.1	-0.5	-0.1	0.0	0.1	-0.5	-0.1	-0.4	-0.5	-0.5
세전이익	12.9	15.6	7.2	14.8	10.8	14.2	10.1	23.7	50.5	58.8	70.1
당기순이익	10.2	12.1	5.5	10.5	8.4	10.7	7.7	18.0	38.2	44.8	53.1
지배주주순이익	10.2	12.1	5.4	10.5	8.4	10.7	7.7	18.0	38.2	44.8	53.1
(YoY)	9.7%	-11.4%	-41.0%	-39.8%	-17.6%	-11.0%	40.9%	71.7%	-22.9%	17.3%	18.6%

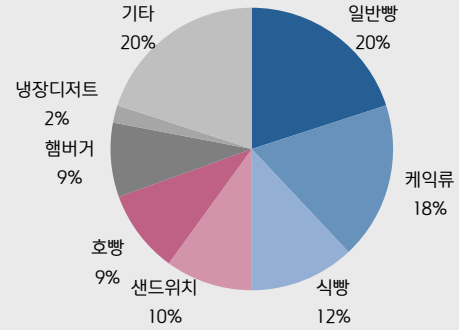
SPC삼립(005610) Key Charts

2017년 기준 사업부별 영업이익 Mix



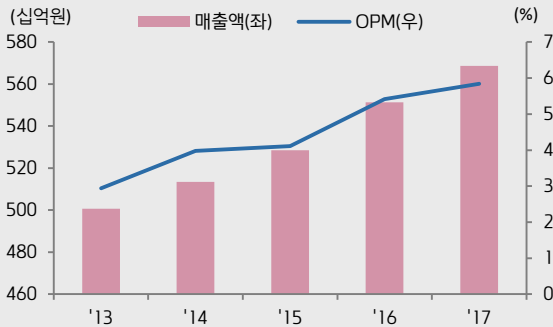
자료: SPC삼립, 키움증권 리서치

제빵 부문의 제품별 매출 Mix 현황



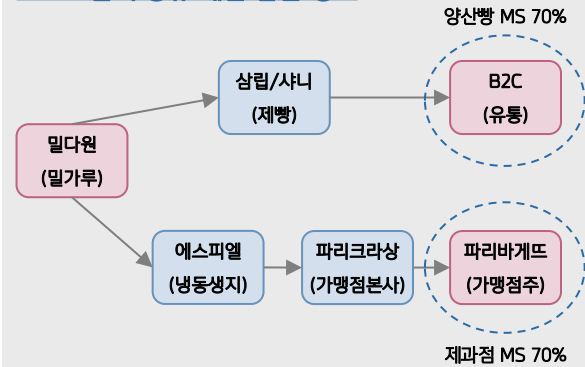
자료: SPC삼립, 키움증권 리서치(2017년 기준)

제빵 부문 매출 및 OPM 추이



자료: SPC삼립

SPC그룹의 빵류 제품 납품 경로



자료: 키움증권 리서치

SPC삼립(005610) Key Charts

제빵 카테고리 내 성장 품목

<샌드위치 주요 제품>

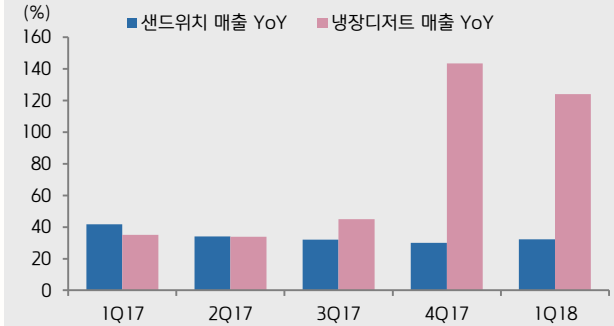


<냉장디저트 주요 제품>



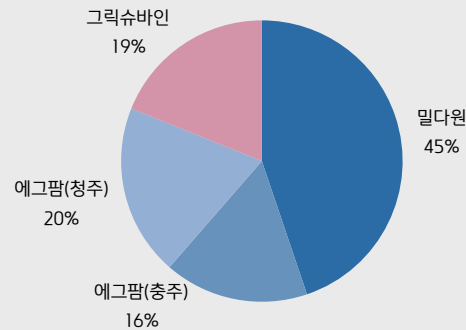
자료: SPC삼립

주요 HMR 제품의 매출 성장률 추이



자료: SPC삼립

소재부문 법인별 매출 Mix(2018E 기준)



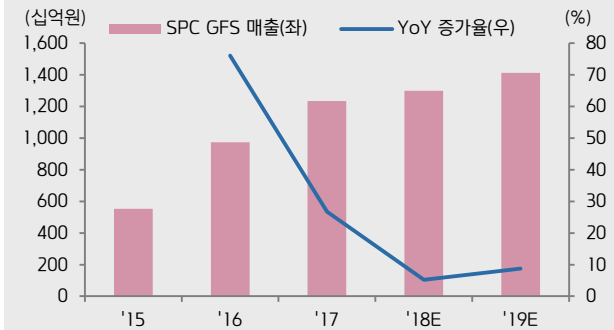
자료: SPC삼립, 키움증권 리서치

주: 1) 밀다원 - 밀가루, 에그팜 충주 - 계란, 에그팜(청주) - 야채/내용물/소스/음료,

그릭슈바인 - 육가공

2) 밀다원 생산의 23%는 SPC삼립의 원료로 쓰임

SPC GFS 매출액 추이 및 전망



자료: SPC삼립, 키움증권 리서치

SPC삼립(005610) 연결기준 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	18,703	20,655	21,544	22,860	24,092
매출원가	15,130	16,872	17,691	18,770	19,771
매출총이익	3,574	3,783	3,854	4,091	4,321
판매비및일반관리비	2,919	3,236	3,230	3,355	3,499
영업이익(보고)	655	547	624	736	822
영업이익(핵심)	655	547	624	736	822
영업외손익	-37	-41	-36	-35	-34
이자수익	2	3	2	2	3
배당금수익	0	0	1	1	1
외환이익	1	3	2	2	2
이자비용	43	47	50	50	50
외환손실	1	3	2	2	1
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-13	-7	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-1	0	0	0
기타	17	10	11	11	12
법인세차감전이익	618	505	588	701	788
법인세비용	122	123	140	170	191
유효법인세율 (%)	19.8%	24.4%	23.8%	24.2%	24.2%
당기순이익	495	382	448	531	597
지배주주지분순이익(억원)	495	382	448	531	597
EBITDA	996	901	942	1,049	1,130
현금순이익(Cash Earnings)	836	736	767	844	906
수정당기순이익	506	388	448	531	597
증감율(% , YoY)					
매출액	36.1	10.4	4.3	6.1	5.4
영업이익(보고)	15.1	-16.5	14.1	17.9	11.7
영업이익(핵심)	15.1	-16.5	14.1	17.9	11.7
EBITDA	13.3	-9.6	4.6	11.3	7.8
지배주주지분 당기순이익	31.8	-22.9	17.3	18.6	12.4
EPS	31.8	-22.9	17.3	18.6	12.4
수정순이익	33.6	-23.3	15.5	18.6	12.4

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,813	3,345	3,557	4,184	4,864
현금및현금성자산	52	179	254	680	1,171
유동금융자산	56	140	146	155	163
매출채권및유동채권	1,949	1,978	2,063	2,189	2,307
재고자산	755	1,049	1,094	1,160	1,223
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,933	3,999	3,968	3,947	3,930
장기매출채권및기타비유동채권	207	208	217	230	242
투자자산	424	305	306	307	309
유형자산	3,079	3,269	3,244	3,222	3,202
무형자산	142	138	124	113	105
기타비유동자산	82	79	77	75	73
자산총계	6,746	7,344	7,525	8,131	8,795
유동부채	3,342	4,086	3,898	4,049	4,190
매입채무및기타유동채무	2,070	2,297	2,396	2,542	2,679
단기차입금	898	1,288	1,288	1,288	1,288
유동성장기차입금	300	429	139	139	139
기타유동부채	74	72	75	80	84
비유동부채	481	458	456	458	461
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	429	420	420	420	420
기타비유동부채	52	38	36	38	41
부채총계	3,823	4,544	4,354	4,507	4,651
자본금	431	431	431	431	431
주식발행초과금	67	67	67	67	67
이익잉여금	2,297	2,621	2,991	3,445	3,965
기타자본	130	-318	-318	-318	-318
지배주주지분자본총계	2,925	2,802	3,172	3,626	4,145
비지배주주지분자본총계	-2	-1	-1	-1	-1
자본총계	2,923	2,800	3,171	3,624	4,144
순차입금	1,519	1,819	1,446	1,012	512
총차입금	1,627	2,137	1,847	1,847	1,847

SPC삼립(005610) 연결기준 추정 재무제표

현금흐름표	(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	796	631	729	788	853
당기순이익	495	382	448	531	597
감가상각비	323	336	305	302	300
무형자산상각비	18	18	14	11	8
외환손익	1	3	-1	-1	0
자산처분손익	13	7	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-294	-332	-37	-55	-52
기타	240	217	1	0	0
투자활동현금흐름	-506	-509	-284	-287	-287
투자자산의 처분	-195	57	-7	-10	-9
유형자산의 처분	2	21	0	0	0
유형자산의 취득	-280	-580	-280	-280	-280
무형자산의 처분	-25	-10	0	0	0
기타	-8	2	2	2	2
재무활동현금흐름	-346	9	-369	-76	-75
단기차입금의 증가	-182	90	0	0	0
장기차입금의 증가	-71	420	-290	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-49	-54	-77	-77	-77
기타	-44	-447	-2	2	3
현금및현금성자산의순증가	-57	127	76	425	492
기초현금및현금성자산	109	52	179	254	680
기말현금및현금성자산	52	179	254	680	1,171
Gross Cash Flow	1,091	963	767	844	905
Op Free Cash Flow	267	-155	477	536	600

투자지표	(단위: 원, 배, %)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	5,737	4,424	5,190	6,156	6,919
BPS	33,899	32,469	36,760	42,018	48,038
주당EBITDA	11,543	10,440	10,922	12,153	13,097
CFPS	9,692	8,532	8,884	9,786	10,495
DPS	956	956	956	956	956
주가배수(배)					
PER	29.5	35.4	21.8	18.4	16.3
PBR	5.0	4.8	3.1	2.7	2.4
EV/EBITDA	16.2	17.0	11.9	10.3	9.1
PCFR	17.5	18.3	12.7	11.5	10.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.5	2.6	2.9	3.2	3.4
영업이익률(핵심)	3.5	2.6	2.9	3.2	3.4
EBITDA margin	5.3	4.4	4.4	4.6	4.7
순이익률	2.6	1.8	2.1	2.3	2.5
자기자본이익률(ROE)	18.1	13.3	15.0	15.6	15.4
투자자본이익률(ROIC)	13.4	10.2	11.3	13.3	14.7
안정성(%)					
부채비율	130.8	162.3	137.3	124.3	112.2
순차입금비율	52.0	64.9	45.6	27.9	12.4
이자보상배율(배)	15.4	11.7	12.5	14.8	16.5
활동성(배)					
매출채권회전율	10.9	10.5	10.7	10.8	10.7
재고자산회전율	24.6	22.9	20.1	20.3	20.2
매입채무회전율	10.3	9.5	9.2	9.3	9.2

투자의견 변동내역 및

목표주가 그래프

◎ Compliance Notice

- > 당사는 7월 24일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 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.

◎ 투자의견 적용기준

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

◎ 투자등급 비율 통계 (2017/07/01~2018/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160	95.24%
중립	6	3.57%
매도	2	1.19%

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율(%)	
					평균주가 대비	최고주가 대비
KT&G (033780)	2016/10/04	Buy(Maintain)	144,000원	6개월	-14.47	-4.86
	2016/10/28	Buy(Maintain)	144,000원	6개월	-24.94	-21.53
	2016/11/22	Buy(Maintain)	144,000원	6개월	-27.50	-21.53
	2017/01/17	Buy(Maintain)	144,000원	6개월	-27.62	-21.53
	2017/01/20	Buy(Maintain)	144,000원	6개월	-28.53	-21.53
	2017/03/21	Buy(Maintain)	144,000원	6개월	-29.05	-21.53
	2017/04/17	Buy(Maintain)	144,000원	6개월	-28.99	-21.53
	2017/04/28	Buy(Maintain)	144,000원	6개월	-25.00	-18.06
	2017/06/15	Buy(Maintain)	144,000원	6개월	-22.89	-16.32
	2017/07/12	Buy(Maintain)	144,000원	6개월	-22.48	-16.32
	2017/07/27	Buy(Maintain)	144,000원	6개월	-23.05	-16.32
	2017/10/17	Buy(Maintain)	132,000원	6개월	-17.93	-17.05
	2017/10/26	Buy(Maintain)	132,000원	6개월	-16.35	-10.98
	2017/11/20	Buy(Maintain)	146,000원	6개월	-17.81	-14.38
	2017/12/18	Buy(Maintain)	157,000원	6개월	-28.92	-22.61
	2018/02/01	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-28.18	-23.21
	2018/04/03	Buy(Maintain)	124,000원	6개월	-20.15	-18.15
	2018/05/11	Outperform(Downgrade)	113,000원	6개월	-9.08	-2.65
	2018/07/25	Outperform(Maintain)	121,000원	6개월		
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	-16.86	-12.75

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율(%)	
					평균주가 대비	최고주가 대비
	2018/05/28	Buy(Maintain)	153,000원	6개월	-13.58	-2.61
	2018/06/18	Buy(Maintain)	181,000원	6개월	-17.87	-14.36
	2018/07/13	Buy(Maintain)	181,000원	6개월	-19.90	-14.36
	2018/07/25	Buy(Maintain)	181,000원	6개월		
CJ제일제당 (097950)	2016/08/08	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-29.74	-26.09
	2016/09/19	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-30.06	-26.09
	2016/10/04	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-30.97	-26.09
	2016/11/03	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-31.07	-26.09
	2016/11/16	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-31.59	-31.27
	2016/11/18	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-31.52	-30.91
	2016/11/23	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-32.02	-29.00
	2017/01/02	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-32.75	-29.00
	2017/01/17	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-33.52	-29.00
	2017/02/10	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-33.56	-29.00
	2017/02/21	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-34.11	-29.00
	2017/03/30	Buy(Maintain)	510,000원	6개월	-32.08	-29.71
	2017/05/12	Buy(Maintain)	510,000원	6개월	-31.59	-28.14
2017/05/23	Buy(Maintain)	510,000원	6개월	-29.86	-24.12	
2017/06/13	Buy(Maintain)	510,000원	6개월	-29.30	-24.12	
2017/06/29	Buy(Maintain)	510,000원	6개월	-29.37	-24.12	
2017/07/12	Buy(Maintain)	510,000원	6개월	-29.39	-24.12	
2017/08/07	Buy(Maintain)	480,000원	6개월	-26.06	-24.48	
2017/09/13	Buy(Maintain)	480,000원	6개월	-26.30	-24.48	

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율(%)	
					평균주가 대비	최고주가 대비
	2017/10/10	Buy(Maintain)	480,000원	6개월	-26.08	-22.81
	2017/10/17	Buy(Maintain)	480,000원	6개월	-25.30	-21.46
	2017/11/09	Buy(Maintain)	480,000원	6개월	-24.48	-16.67
	2017/11/20	Buy(Maintain)	530,000원	6개월	-20.10	-16.80
	2017/12/19	Buy(Maintain)	500,000원	6개월	-22.38	-16.80
	2018/01/04	Buy(Maintain)	500,000원	6개월	-22.74	-16.80
	2018/01/16	Buy(Maintain)	500,000원	6개월	-24.38	-16.80
	2018/02/09	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-28.54	-23.26
	2018/02/26	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-28.52	-23.26
	2018/04/17	Buy(Maintain)	410,000원	6개월	-18.06	-12.32
	2018/05/11	Buy(Maintain)	410,000원	6개월	-16.24	-11.22
	2018/06/07	Buy(Maintain)	410,000원	6개월	-15.03	-6.95
	2018/07/10	Buy(Maintain)	410,000원	6개월	-15.56	-6.95
	2018/07/25	Buy(Maintain)	410,000원	6개월		
대상	2016/08/17	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-20.23	-11.71
(001680)	2016/10/04	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-24.14	-17.63
	2016/11/15	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-26.73	-17.63
	2016/11/18	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-26.75	-17.63
	2017/01/17	Buy(Maintain)	36,000원	6개월	-28.69	-17.63
	2017/02/03	Buy(Maintain)	31,000원	6개월	-28.92	-26.94
	2017/07/12	Buy(Maintain)	31,000원	6개월	-18.93	-8.06
	2017/08/14	Buy(Maintain)	31,000원	6개월	-18.86	-8.06
	2017/09/13	Buy(Maintain)	31,000원	6개월	-23.06	-20.65

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율(%)	
					평균주가 대비	최고주가 대비
	2017/11/15	Buy(Maintain)	31,000원	6개월	-20.35	-7.90
	2018/01/16	Buy(Maintain)	31,000원	6개월	-19.66	-7.90
	2018/02/26	Buy(Maintain)	31,000원	6개월	-21.94	-19.19
	2018/03/28	Buy(Maintain)	31,000원	6개월	-20.17	-14.84
	2018/04/17	Buy(Maintain)	31,000원	6개월	-18.75	-12.58
	2018/05/16	Buy(Maintain)	33,000원	6개월	-19.52	-12.12
	2018/07/25	Buy(Maintain)	33,000원	6개월		
동원F&B	2018/04/17	Buy(Initiate)	300,000원	6개월	-23.10	-19.83
(049770)	2018/05/08	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-22.01	-17.50
	2018/05/28	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-22.24	-17.50
	2018/06/04	Buy(Maintain)	330,000원	6개월	-13.58	-7.58
	2018/07/18	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-26.81	-24.58
	2018/07/25	Buy(Maintain)	360,000원	6개월		
롯데푸드	2016/08/17	Buy(Maintain)	1,110,000원	6개월	-39.30	-30.62
(002270)	2016/12/05	Buy(Maintain)	950,000원	6개월	-32.76	-28.82
	2017/01/17	Buy(Maintain)	810,000원	6개월	-24.44	-22.31
	2017/03/10	Buy(Maintain)	770,000원	6개월	-20.19	-13.45
	2017/05/16	Buy(Maintain)	770,000원	6개월	-18.81	-12.69
	2017/07/12	Buy(Maintain)	770,000원	6개월	-19.15	-12.69
	2017/08/01	Buy(Maintain)	770,000원	6개월	-20.10	-12.69

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역

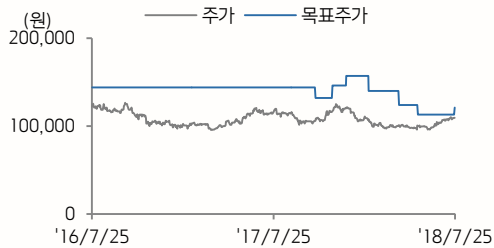
종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율(%)	
					평균주가 대비	최고주가 대비
	2018/01/16	Buy(Maintain)	740,000원	6개월	-19.03	-12.57
	2018/02/26	Buy(Maintain)	740,000원	6개월	-19.25	-12.57
	2018/03/16	Buy(Maintain)	740,000원	6개월	-16.42	-5.27
	2018/04/17	Buy(Maintain)	820,000원	6개월	-10.62	-5.85
	2018/05/16	Buy(Maintain)	850,000원	6개월	-6.85	5.41
	2018/07/25	Buy(Maintain)	1,050,000원	6개월		
오뚜기	2017/09/13	Buy(Maintain)	950,000원	6개월	-22.02	-20.95
(007310)	2017/09/26	Buy(Maintain)	950,000원	6개월	-22.13	-20.74
	2017/10/17	Buy(Maintain)	950,000원	6개월	-20.92	-17.47
	2017/11/15	Buy(Maintain)	950,000원	6개월	-18.52	-12.84
	2018/01/16	Buy(Maintain)	950,000원	6개월	-19.39	-12.84
	2018/02/26	Buy(Maintain)	950,000원	6개월	-19.84	-12.84
	2018/05/16	Buy(Maintain)	950,000원	6개월	-12.41	-6.32
	2018/07/18	Buy(Maintain)	950,000원	6개월	-12.26	-6.32
	2018/07/25	Buy(Maintain)	1,040,000원	6개월		
CF프레시웨이	2016/11/16	Buy(Initiate)	50,000원	6개월	-22.86	-14.10
(051500)	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

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율(%)	
					평균주가 대비	최고주가 대비
	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	-31.46	-26.70
	2018/05/28	Buy(Maintain)	53,000원	6개월	-33.12	-26.70
	2018/07/25	Buy(Maintain)	45,000원	6개월		
SPC삼립	2018/07/25	Buy(Initiate)	142,000원	6개월		
(005610)						

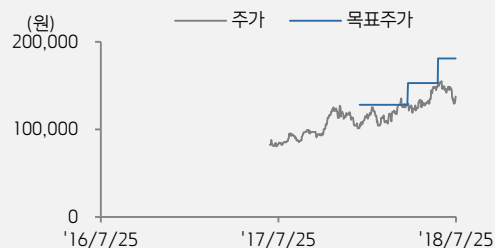
투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

목표주가 그래프 (2개년)

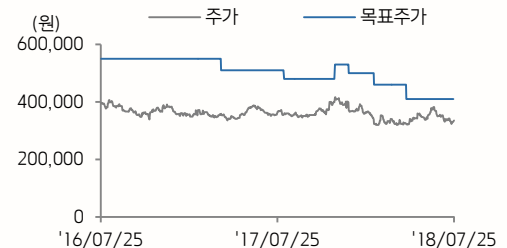
KT&G(033780)



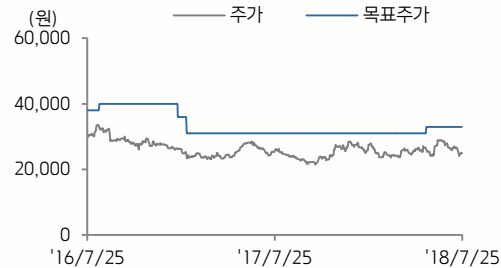
오리온(271560)



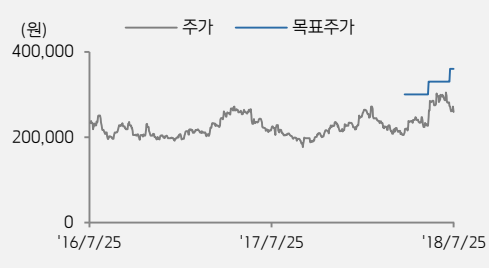
CJ제일제당(097950)



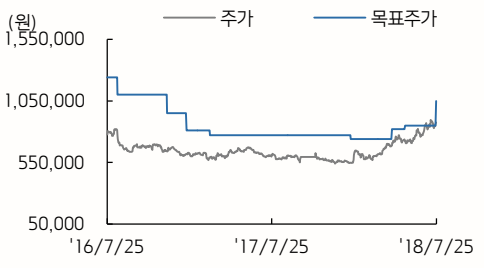
대상(001680)



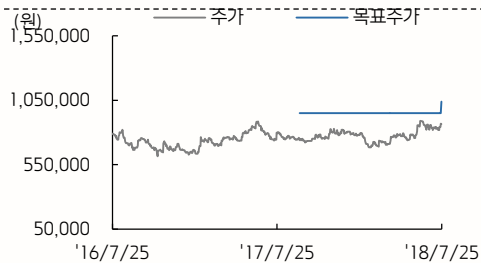
동원F&B(049770)



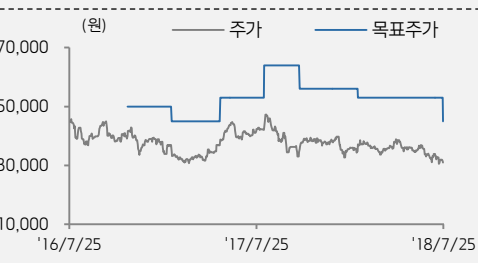
롯데푸드(002270)



오뚜기(007310)



CJ프레시웨이(051500)



SPC삼립(005610)

