

음식료 Overweight(Maintain)

2019년 전망 불확실성을 넘어서

Macro 불확실성이 확대되면서, 업체별 실적 안정성과 가시성이 점차 중요해지고 있다. 대부분의 음식료 업체들은 경기에 대한 민감도가 낮아서 실적 안정성이 높은 편이다. 따라서, 확실한 본업 실적 개선을 통해, 높은 실적 가시성을 보유한 업체를 분별하는 데 집중해야 할 것이다.

2019년 예상 PER이 정당화 된다면, 불확실한 시장 환경 속에서도, 안정적인 절대 수익 창출의 기회는 여전히 유효할 것이다.



키움증권



Contents



I. 음식료 업종 최근 동향 3

- > 2018년 Market Review 3
- > 마진 스프레드 점검 4

II. 주요 소업종별 변화 요인 점검 8

- > 담배: 전자담배 신제품 출시가 변수 8
- > 맥주: 새로운 격전지의 등장 9
- > HMR: 지속되는 투자 확대 13
- > 라면: 오투기의 경쟁우위 지속 15
- > 참치: 어가 하락 효과 기대 17

III. 2019년 실적 전망 및 업종 투자전략 19

- > 2019년 실적 전망 및 업종 투자전략 19
- > KT&G
 - : 내수/수출담배 모두 회복 국면 전망 22
- > 오리온: 견조한 중국 제과 시장과 신제품 효과 기대 26
- > CJ제일제당
 - : 가공식품/바이오 투자 확대 32

기업분석 38

- > KT&G (033780)
 - BUY(Maintain)/ TP 125,000원
 - 수출담배 회복은 Call Option 38
- > 오리온 (271560)
 - BUY(Maintain)/ TP 160,000원
 - 신제품 풍년 42
- > CJ제일제당 (097950)
 - BUY(Maintain)/ TP 430,000원
 - 높아지는 Potential Value 46
- > 동원F&B (049770)
 - BUY(Maintain)/ TP 360,000원
 - 5년 만에 찾아온 호황 50
- > SPC삼립 (005610)
 - BUY(Maintain)/ TP 152,000원
 - 마진 스프레드 개선 시작 54

Compliance Notice

- 당사는 11월 2일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제 공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자 료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보 유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

2019년 전망: 불확실성을 넘어서

>>> 담배/맥주 시장의 변화 주시

2019년에 가장 큰 변화가 예상되는 시장은 담배와 맥주이다. 전자담배가 한국 시장에서 좋은 반응을 보이고 있기 때문에, 글로벌 업체들의 한국 시장 진출이 많아질 것으로 판단된다. KT&G는 전자담배 수익성과 수출담배 매출 회복으로 실적 가시성이 높지만, 글로벌 업체들의 한국 시장 진출에 잘 대응하는 것도 중요하다. 맥주는 발포주 시장의 성장 가능성에 관심을 가져야 한다. OB맥주의 신제품 출시가 예상되는 가운데, 소비심리가 악화되면서, 저가 맥주로 소비자들이 이동할 가능성이 있기 때문이다.

>>> 중국 제과 시장도 회복 국면

미국과 중국 무역 분쟁에 따른 소비 경기 둔화 우려가 남아있지만, 중국 제과 시장은 회복 국면에 접어든 것으로 판단된다. 1) 중국 하이퍼마켓의 트래픽이 회복되고 있고, 2) 주요 제과 업체들의 매출 성장률이 모두 반등하고 있으며, 3) 견과류와 같은 대체재의 제과 시장 잠식 우려가 완화되고 있기 때문이다. 오리온이 시장 회복 국면에서 신제품 비중을 확대하고 있기 때문에, 이익 성장률이 둔보일 수 있는 구간으로 판단된다.

>>> KT&G, 오리온, 동원F&B 선호

음식료 업종 Top Picks로 KT&G, 오리온, 동원F&B를 제시한다. KT&G는 전자담배 수익성과 수출담배 매출 회복이 기대되고, 오리온은 신제품 호조로 인해, 중국과 베트남 중심의 구조적 성장이 지속될 전망이다. 동원F&B는 참치어가 하락과 참치캔/파우치의 판매량 성장으로 매출과 이익 성장이 동시에 나타나면서, 5년 만에 호황 Cycle 진입이 기대된다.

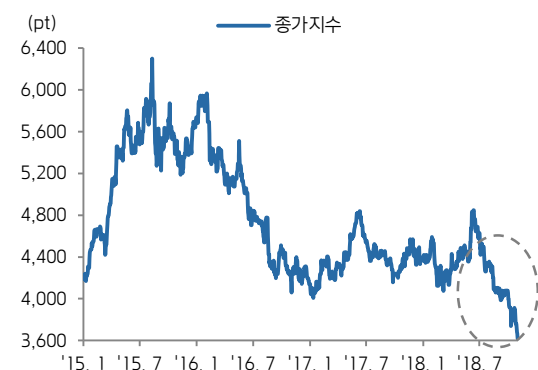
I. 음식료 업종 최근 동향

>>> 2018년 Market Review

2018년 음식료 업종지수는 연초 원화강세 기대감에 따라 상승 후, 주식 시장 하락과 함께 조정을 받았다. 하지만, 3월부터 1) 한중 관계 회복, 2) 주요 제품의 가격 인상에 따른 실적 개선 기대감 덕분에 상승 추세로 반전했었다. 하지만, 2분기 실적이 시장 눈높이에 미달하면서, 업종 지수는 7월 초를 고점으로 많이 조정을 받은 상황이다. 3분기 실적이 추측 시점 차이에 따른 영업일 수 감소로 모멘텀이 약한 편이었고, 전반적으로 주식 시장이 하락하면서, 업종지수의 조정 폭이 더욱 컸던 것으로 판단된다. 하지만, 이는 펀더멘털 요인이 아닌 Calendar Effect 영향이 섞여 있었기 때문에, 3분기 실적 시즌 이후에는 업종지수가 반등할 가능성이 높다.

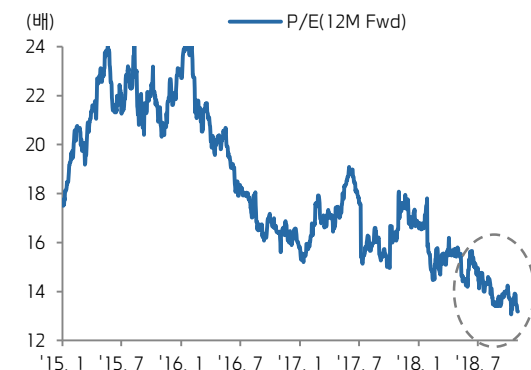
업종 밸류에이션 레벨이 하락한 이유는 대형주 CJ제일제당의 헬스케어 매각 차익 때문이다. 밸류에이션 레벨이 다소 하향 조정된 것은 사실이나, 매각 차익 효과를 제외하면 FW12M PER은 14~15배 수준으로 추산된다.

음식료 업종지수 추이



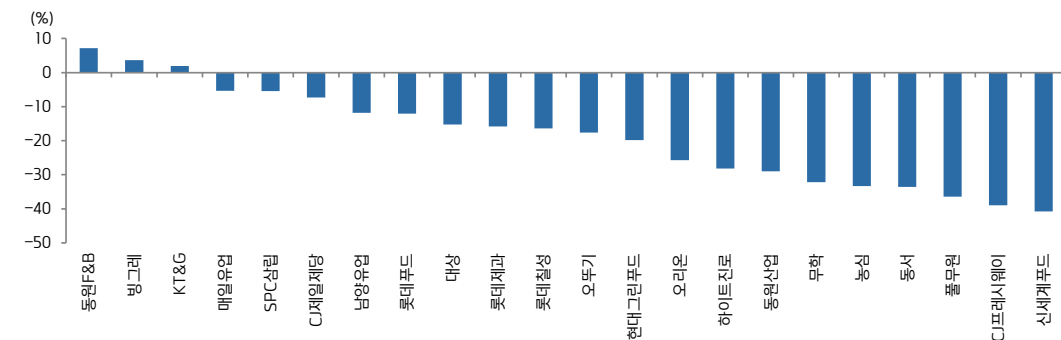
자료: Fn Guide

음식료 업종 밸류에이션 추이



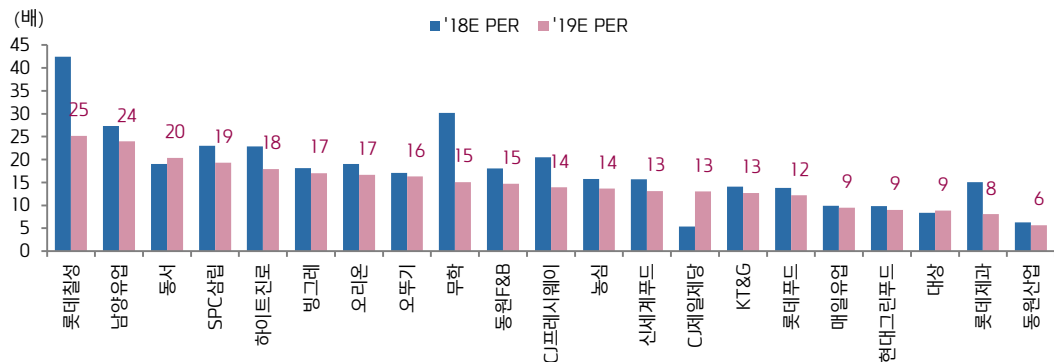
자료: Fn Guide

주요 기업 YTD 주가수익률 현황 (11/1 기준)



자료: Fn Guide

주요 기업 예상 PER 현황 (11/1 기준)



자료: Fn Guide

>>> 마진 스프레드 점검

곡물가격: 소맥 제외하면 안정적 흐름이나 ONI 지수 상승은 주시해야 할 듯

소맥을 제외한 곡물가격은 전반적으로 안정적인 흐름을 보이고 있다. 작년말 라니냐 우려가 미국 곡물 작황에 크게 영향을 미치지 않으면서, 공급 증가 흐름이 유지되고 있기 때문이다. 다만, 소맥은 주요 생산지인 유럽, 호주, 러시아의 작황 부진으로 공급 전망치가 하향되면서 상승하였고, 대두는 무역 분쟁에 따른 중국 수요 감소 우려와 미국의 생산량 증대로 시세가 하락한 상황이다. 원당은 1) 이머징 통화 약세, 2) 인도의 수출 장려 보조금 확대로 시세가 지나치게 하락 압력을 받았으나, 최근에 다시 소폭 반등한 상황이다.

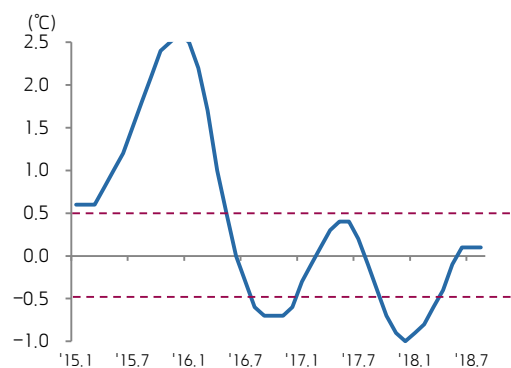
따라서, 음식료 업체들의 원재료 가격 상승 부담은 크지 않은 것으로 판단된다. 다만, 소맥 가격이 상승하였기 때문에, 제분 업체들의 마진 스프레드는 하향 압력을 받고 있는 상황이다. 한편, 기상 전망 측면에서는 엘니뇨 가능성을 주시할 필요가 있다. ONI 지수가 비교적 안정적인 흐름을 이어오다가, 최근에 상승하는 모습이 나타나고 있기 때문이다(해수면 온도 상승).

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	1,126	1,139
(YoY)	-4%	-3%	1%	-4%	-7%	-5%	-1%	3%
환율(원/위안)	168	165	170	168	169	169	165	163
(YoY)	-8%	-7%	1%	-1%	0%	3%	-3%	-2%
옥수수(\$/Ton)	143	145	141	136	144	151	139	143
(YoY)	0%	-6%	8%	-0%	0%	4%	-2%	5%
소맥(\$/Ton)	158	160	168	156	167	183	190	184
(YoY)	-8%	-8%	12%	5%	6%	15%	13%	18%
대두(\$/Ton)	375	346	355	359	370	366	312	308
(YoY)	16%	-11%	-5%	-2%	-1%	6%	-12%	-14%
원당(\$/Ton)	433	335	307	321	297	262	238	291
(YoY)	36%	-11%	-31%	-30%	-31%	-22%	-23%	-9%

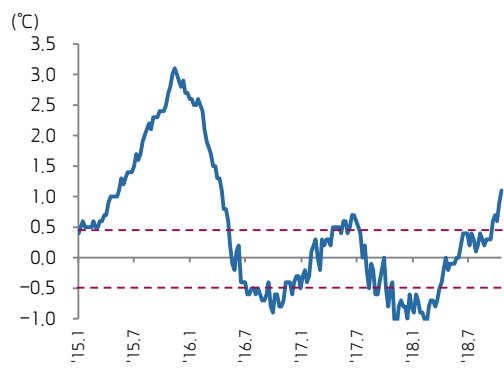
자료: 한국은행, Bloomberg, 키움증권 리서치

월간 ONI 지수 추이



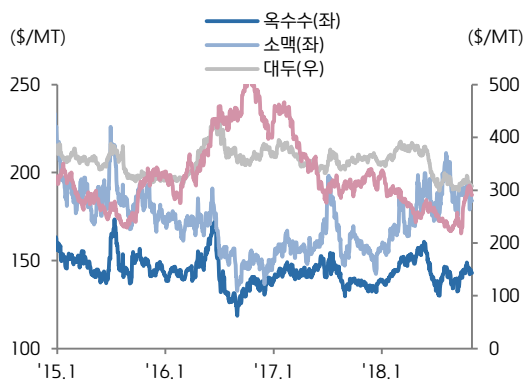
자료: NOAA, Bloomberg

주간 ONI 지수 추이



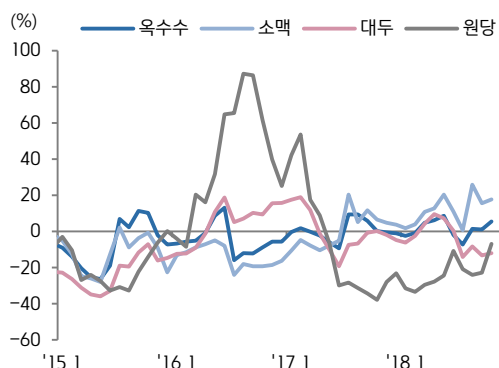
자료: NOAA, Bloomberg

주요 곡물시세 추이



자료: Bloomberg

월평균 곡물시세 YoY 추이



자료: Bloomberg

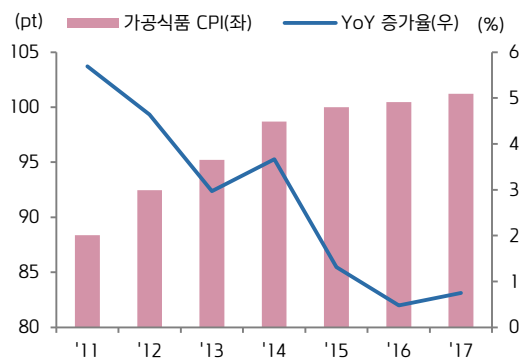
가격인상: 제분/제빵의 가능성이 가장 높을 듯

Cost Push 측면에서 제분, 제빵, 라면, 쌀가공품, 치즈가 내년도 가격 인상 후보군으로 판단된다. 2016년 말부터 소맥 가격이 상승하면서, 현재 저점 대비 30% 정도 오른 상황이다. 제분은 4사 과점 시장이고, 제빵은 복점 시장이다. 밀가루 가격 인상은 2013년에 있었고, 양산빵 가격 인상은 2015년에 있었다. 판가 인상 후 시간이 꽤 흘렀고, Cost Push 영향도 있기 때문에, 가격 인상 가능성이 가장 높은 것으로 판단된다. 판가 인상에 따른 수혜는 SPC삼립이 가장 클 것으로 판단된다. 제빵과 제분 사업이 전사 영업이익에서 80% 이상 차지하기 때문이다.

제분 가격이 상승하면 라면도 원가 상승 압력을 받는다. 하지만, 제빵 보다는 가능성이 낮은 편이다. 농심이 2016년 12월에 판가 인상을 했는데, 오투기는 소매 판가를 올리지 않고, 점유율 확대에 집중하고 있기 때문이다. 따라서, 상대적으로 가시성이 낮은 편이다.

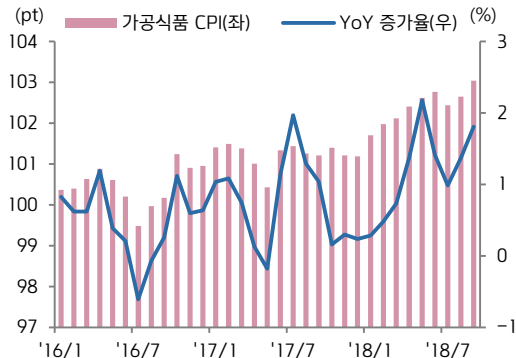
한편, 치즈는 수입 원재료 가격 상승 부담이 있고, 원유 가격이 상승했기 때문에, 판가 인상 가능성이 있는 품목으로 판단된다. 다만, 매출 비중이 큰 상장사가 없어서, 주가 측면에서 수혜는 크지 않을 전망이다. 쌀가공품도 원재료 가격 상승 부담이 있다. 정부의 공급 관리 정책으로 산지 쌀 가격이 30~40% 정도 올랐기 때문이다. 다만, 시장 수요 성장에 따라 개별 업체들이 판매량 확대를 통해 고정비 부담을 줄일 수 있고, 작년도에 이미 가격 인상을 실시했기 때문에, 상대적으로 가시성이 낮은 편이다.

연도별 가공식품 CPI 추이



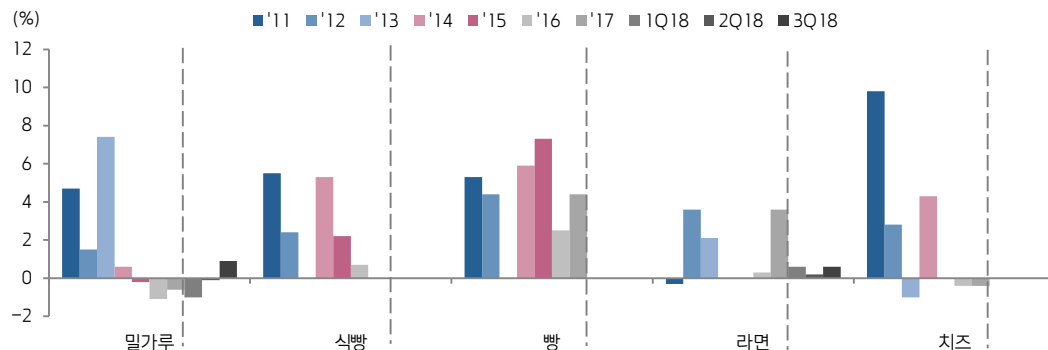
자료: 통계청

월별 가공식품 CPI 추이



자료: 통계청

주요 가격인상 후보군의 PPI YoY 증가율 추이



자료: 통계청

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%
		오뚜기 업소용 식용유	9%
		풀무원 프리미엄 달걀 21 종	평균 30%
		CJ 제일제당 업소용 식용유	7~8%
	2월	동원 F&B 소와나무 모닝버터(450g)	15%
	3월	CJ 제일제당 다시다	5~9%
	4월	삼양식품 라면 12 개	평균 5.4%
		빙그레 투게더	7.7%
		해태제과 부라보콘	8.3%
		롯데제과 월드콘, 설레임	8.3%
	5월	대상 미원, 감칠맛미원, 발효미원 등	평균 7%
		롯데칠성 사이다와 캔 커피 등 대표 제품 14 종	평균 7.5%
		삼양식품 라면 등 12 개 브랜드	평균 5.4%
	6월	빙그레 엔초, 더위사냥, 참봉어싸만코, 빵또아	평균 17.7%
		남양유업 프렌치카페	6.7%
		롯데푸드 거북알, 빠빠코	25%
	7월	샘표 간장 제품	평균 8~10%
		해태제과 아포가토	50%
	8월	롯데제과 명가 팔방수	25%
		매일유업 카페라떼	14%
	11월	오뚜기 오뚜기밥, 큰밥, 작은밥 등 3 종 제품	평균 9%
		오뚜기 참치캔 5 종	평균 5.2%
		롯데리아 버거류 12 종, 세트 15 종, 디저트 1 종, 드링크류 5 종	5~6%
		SPC 삼립 단팥·야채·피자 호빵	10%
2018	1월	코리아세븐 삼각김밥, 샌드위치, 도시락	8~10%
		GS 리테일 주먹밥, 도시락	3~7%
	2월	코카콜라음료 코카콜라, 마테차, 미닛메이드 주스	평균 4.8%
	3월	CJ 제일제당 즉석밥, 캔햄, 냉동만두, 어묵	6~10%
		사조대림 어묵 제품 11 종	5~9%
	4월	동원 F&B 어묵 제품 7 종	평균 10.8%
		한국야쿠르트 야쿠르트, 헬리코박터 프로젝트 월	6~8%
		롯데제과 빼빼로, 목캔디	6~13%
	5월	해태제과 오예스 등 제품 5 종	평균 12.7%
		해태제과 '국희샌드' 등 8 종	평균 12.4%
		SPC 삼립 양산빵 4 종	평균 11%
	6월	동원 F&B '개성왕만두'	7%
		정식품 '베지밀' 등 14 종	평균 7.1%
	7월	크라운제과 조리품 등 제품 8 종	8~18%
		동원 F&B 캔햄 '리챔'	7.3%
		롯데제과 '일품 팔방수'	20%
	8월	팔도 '비락식혜', '비락수정과'	11%
	9월	서울우유 흰우유 11	3.6%
		롯데리아 소프트콘 아이스크림	40%
	10월	남양우유 흰우유 11	4.5%
		롯데제과 나뚜루 '그린티 클래식' 싱글컵	8.5%

자료: 언론보도 종합

II. 주요 소업종별 변화 요인 점검

>>> 담배: 전자담배 신제품 출시가 변수

큰 변화가 없었던 한국 담배 시장은 작년 5월에 IQOS가 출시되면서 급격히 변화하고 있다. 일본에서 얻은 선풍적인 인기로 힘입어 한국에 진출한 IQOS는 한국에서 전자담배 시장을 새롭게 창출하고 있다. 현재 한국에서 궐련형 전자담배의 전체 MS는 약 9~10% 수준으로 추산되며, 올해 IQOS의 Heets가 스틱 기준 MS 78%를 차지할 것으로 전망된다.

하지만, 이러한 변화는 시작에 불과하다. 30대를 중심으로 확산되기 시작한 전자담배 열풍은 점차 확산될 가능성이 높다. 초기에는 단순히 냄새가 없고, 타르가 나지 않는다는 마케팅 포인트로 판매가 확산되었으나, 소비자의 다양한 기호에 맞추어 새로운 신제품이 지속적으로 등장할 가능성이 높기 때문이다. 실제로 KT&G의 릴(iii)은 IQOS와 달리 연속 흡연 기능을 추가하였고, PMI도 최근에 IQOS 3를 내놓으면서 연속 흡연 기능을 추가하였다.

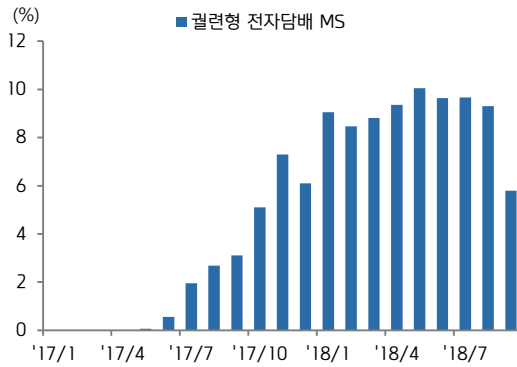
더불어, 내년에 전자담배 신제품이 출시될 가능성이 매우 높다. 작년부터 이어진 IQOS 열풍으로 인해, 한국은 일본과 함께 전자담배가 성공할 수 있는 시장이 되었다. 검증된 시장이라는 이유로 많은 담배 회사들이 한국 시장을 공략할 가능성이 높아졌다. 한국 시장에서 점유율 4위를 차지하고 있는 Japan Tobacco는 이미 Ploom Tech 한국 출시를 검토하고 있는 것으로 알려졌다. Ploom Tech는 출시 초반의 부진을 극복하고, 일본 전자담배 시장에서 BAT의 글로를 제치고 2위를 차지하였다(MS 10% 수준).

또한, 올해 편딩에 성공한 Juul Labs도 Juul의 한국 시장 출시를 검토하고 있다는 언론보도가 있었다. Juul은 슬림한 디자인과 충분한 흡연감으로 미국 전자담배 시장에서 72%의 압도적인 점유율을 차지하고 있는 것으로 알려져 있다. 현재 FDA 제재 우려가 있고, 한국에 출시하기 위해서는 니코틴 함량을 낮출 필요성이 있는 것은 사실이다. 하지만, 출시만 된다면 국내 담배 시장에 큰 영향을 줄 수 있는 제품이다.

한편, Philip Morris는 IQOS Mesh(Platform 4) 제품을 영국 런던에서 출시하여 마켓 테스트를 진행하고 있다. IQOS의 Vapor 버전으로 액상 전자담배이다. 동사는 이미 한국 시장에서 전자담배로 성공한 경험이 있기 때문에, 후속 신제품들을 한국 시장에 출시할 가능성이 높다.

그렇다면 KT&G에게 어떤 영향이 있을까? 한국 시장에서 전자담배 신제품이 출시되는 것은 KT&G에게 불리한 Game이다. 동사는 이미 한국 시장에서 60% 가까운 MS를 가지고 있기 때문이다. 만약 신제품이 출시되고, 해당 제품이 소비자들에게 좋은 반응을 얻는다면, KT&G 소비자 선호에 대응하기 위해 신제품을 낼 수밖에 없을 것이다. 올해 상반기 실적의 사례에서 봤듯이, 전자담배 신제품 출시는 기존 궐련담배 수요를 약화시킨다. 또한, 신제품을 출시하면서 일시적으로 Product Mix 악화 구간을 겪게 될 가능성이 높다. 따라서, 내년에 전자담배 신제품들이 실적 불확실성으로 연결될 수 있기 때문에, 주요 경쟁사들의 신제품 행보에 관심을 가질 필요가 있다.

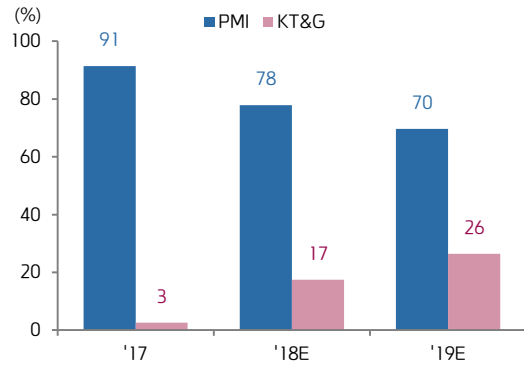
한국 궤련형 전자담배 MS 추이



자료: 기획재정부

주: 1) 9월은 영업일 수 차이 등에 기인한 일시적 부진으로 추산

한국 전자담배 시장 내 MS 추이 및 전망



자료: 키움증권 리서치

한국에 출시될 가능성이 있는 주요 전자담배 Line-up

회사명	Japan Tobacco	Juul Labs	Philip Morris
제품명	Ploom Tech	Juul	IQOS Mesh
사진			
출시 일정	<ul style="list-style-type: none"> Ploom Tech는 2019년에 한국에 출시될 가능성 있음 Ploom Tech와 Ploom Tech S는 2019년 3월말에 일본에 출시할 계획 	<ul style="list-style-type: none"> 2015년 5월 첫 출시 2018년 5월 이스라엘에 출시했으나, 8월에 니코틴 함량 과다의 이유로 판매 금지됨 2018년 7월 영국에 니코틴 함량 낮추어 출시 2018년 8월 캐나다에 출시 한국에 니코틴 함량 낮춰서 출시될 가능성 있음 	<ul style="list-style-type: none"> 2018년 8월 영국에서 출시하여 테스트 판매 중 한국에 출시할 가능성이 언론에 보도되고 있음
특징	<p>Ploom Tech는,</p> <ol style="list-style-type: none"> 담뱃잎을 저온으로 간접 가열 가열된 저온증기를 담뱃잎이 들어 있는 캡슐을 투과해 흡입하는 방식 풍부한 연무량, 캡슐 하나당 약 50회 흡입 가능 캡슐 교체시 연속 흡연 가능 <p>Ploom Tech+도 저온 가열방식이나 오리지널 제품 보다 연무량과 맛이 풍부함</p> <p>Ploom Tech S는 고온 가열방식(궤련형 전자담배)</p>	<ol style="list-style-type: none"> 슬림한 디자인과 11가지 맛 보유 일회용 팟으로, 청소 필요 없이 팟만 교체 1시간 정도면 완충 가능. 완충시 하루 정도 지속 가능 팟 하나에 200회 정도 흡입 가능 	<ol style="list-style-type: none"> 아이코스의 Vapor 버전 길이가 17cm로 다소 긴 편 액상이 부족할 때 히팅되는 것을 막아 높은 수준의 유해 화학물질이 나오는 것을 방지 기존 액상 전자담배 대비 일관된 방식으로 용액을 가열 충전시간은 1시간 30분 정도

자료: 각 사 자료, 언론보도, 키움증권 리서치

>>> 맥주: 새로운 격전지의 등장

OB맥주의 발포주 신제품 출시, 시장 확대의 계기가 될 것

한국 맥주시장의 세대교체가 지속되고 있다. 회식 중심의 음주문화가 홈술 중심으로 개인화되고, 소비자 기호가 고급화 되면서, 스탠다드 라거 중심의 국산 맥주 점유율이 지속적으로 하락하고 있다. 구매력이 있는 30~40대를 중심으로 수입맥주에 대한 선호도가 상승하고 있기 때문이다. 실제로 수입맥주는 매년 고성장을 보이고 있다('18년 9월 누계기준 수입맥주 중량 YoY +18% 증가). FTA 체결에 따라 올해부터 미국과 유럽산 맥주는 無관세 적용을 받기 때문에, 수입맥주의 가격 경쟁력도 많이 높아진 상황이다.

한편, 국산 맥주의 점유율 하락으로 고전을 면치 못하던 하이트진로는 작년에 발포주 신제품 "FiLite"를 내놓았다. 브랜드력으로 수입맥주와 경쟁하는데 어려움이 있기 때문에, 가격과 세금을 낮추어 구매력이 약한 가격에 민감한 소비자들을 공략하고 있다. 결과는 대성공이었다. 비록 하이트와 맥스 브랜드의 MS 하락이 가속화 되었지만, 발포주의 MS는 올해 6%로 확대된 것으로 추산된다. 특히, 발포주가 가정용 시장에서만 판매된다는 점을 감안한다면, 리테일 채널에서의 MS는 12%로 추산된다.

이러한 발포주 시장의 고성장은 OB맥주에게 고민거리가 된 것으로 판단된다. 수입맥주가 고성장하는 가운데, 저가의 발포주까지 시장에 출시되면서, 메인 브랜드인 Cass의 입지가 좁아지고 있기 때문이다. AB InBev가 매분기 실적발표에서 한국 사업의 호조와 Cass 브랜드의 성과를 홍보하던 자료도 사라졌다. OB맥주 입장에서 발포주 시장에 적극적으로 대응해야 할 필요성이 생긴 것이다.

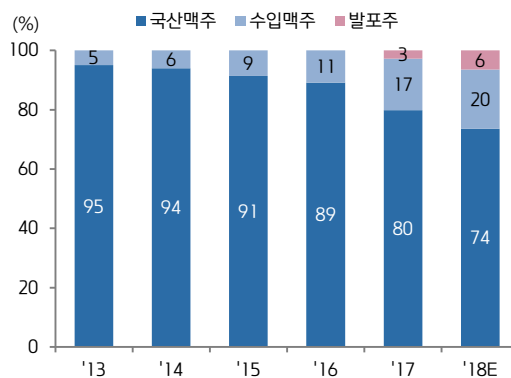
최근 OB맥주는 올해말 혹은 내년초에 발포주 신제품을 출시하겠다고 밝혔다. 맥주 시장은 2~3분기가 성수기이기 때문에, 늦어도 내년 4월 전에는 발포주 신제품이 나올 가능성이 높다. 이와 같은 국내 맥주 1위 업체의 발포주 시장 진출은 많은 소비자들의 관심을 발포주로 이동시킬 가능성이 높다. 게다가 내년은 올해보다 내수 경기 둔화에 대한 우려가 큰 편이다. 만약, 소비 심리가 추가로 악화된다면 어떨까? 소비자들은 기호식품의 품질 보다 가격에 더욱 민감해질 수밖에 없다. 위와 같은 시장 상황을 고려했을 때, 내년에도 발포주의 MS가 더욱 상승할 가능성이 높은 것으로 판단된다.

하이트진로의 발포주 "FiLite"



자료: 언론보도

국내 맥주시장 카테고리별 MS 추이(중량기준)



자료: 식품의약품안전처, 키움증권 리서치

발포주 시장의 성장은 하이트진로에게 기회가 될 수 있을까?

앞서 언급한 바와 같이 OB맥주의 발포주 신제품 출시와 소비 심리 변화에 따라 발포주 시장의 성장 잠재력은 매우 높은 상황이다. 이러한 시장 상황의 변화는 “FiLite”를 통해 발포주 시장을 선점한 하이트진로에게 기회가 될 수 있을까? 어떤 변수가 하이트진로의 주가를 좌우하게 될까?

첫째, 수입맥주의 성장률이다. 올해 2분기 기준 하이트진로의 맥주 제품 매출에서 필라이트가 차지하는 비중은 26% 수준이다. 비중이 계속 올라오고 있는 점을 감안한다면, 연말에는 30%까지 올라올 가능성이 높다. 하지만, 여전히 하이트/맥스의 매출 비중이 높기 때문에, 필라이트의 매출이 아무리 증가하더라도 하이트/맥스의 매출이 급감한다면, 맥주 제품 매출이 증가세로 전환되기 어렵다.

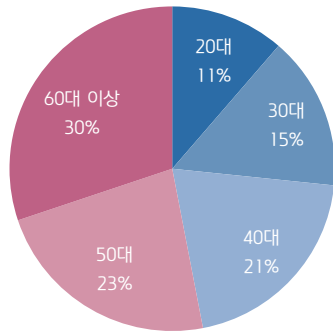
그렇다면 수입맥주는 얼마나 더 성장할 수 있을까? 현재 수입맥주는 전체 시장에서 점유율이 20% 수준이지만, 대부분 가정용에서 소비되고 있기 때문에, 리테일 채널에서의 MS는 35% 수준으로 추산된다. 가정용 MS 레벨을 감안한다면, 30~40대 외에도 20대와 50대도 상당 부분 수입맥주를 즐기고 있을 가능성이 높다. 소비자들의 기호가 고급화 되면서 저변이 확대되고 있기 때문에, 아직 구조적 성장이 꺾였다고 보기 어렵다.

하지만, 내년은 중요한 변화가 있다. 미국/유럽산 맥주의 수입 관세가 더 떨어지지 않는 것이다. 바꾸어 말하면, 수입맥주 산업의 가격 경쟁력은 더 이상 개선되지 않는다. 지금까지는 ASP가 하락하는 효과가 Q의 증가에 도움을 주었지만, 내년부터는 그렇지 않다. 경쟁강도가 상승하고, 인지도가 높은 브랜드들의 점유율이 상승하면서 시장 판도가 변화할 수 있다. 따라서, 내년도 수입맥주 증가율 추이를 매우 관심 있게 지켜봐야 할 것이다.

둘째, OB맥주의 신제품 출시와 소비자 만족도이다. OB맥주의 언론보다 맥주 산업의 계절성을 감안한다면, 발포주 신제품은 내년 1분기에 출시될 가능성이 높다. OB맥주도 하이트진로처럼 일본에 발포주를 수출해왔기 때문에, 어느 정도 Quality를 갖춘 신제품을 내놓을 가능성이 높다. 하지만, 발포주 시장을 선점한 업체는 하이트진로이기 때문에, OB맥주가 유리하다고 보긴 어렵다. 게다가 하이트진로의 하이트/맥스의 가정용 채널 비중은 20~30% 수준으로 떨어져 있다. 빼앗길 땅이 크지 않은 것이다. 따라서, 가정용 채널에서 기존 제품과의 카니발은 OB맥주가 더 클 수밖에 없다.

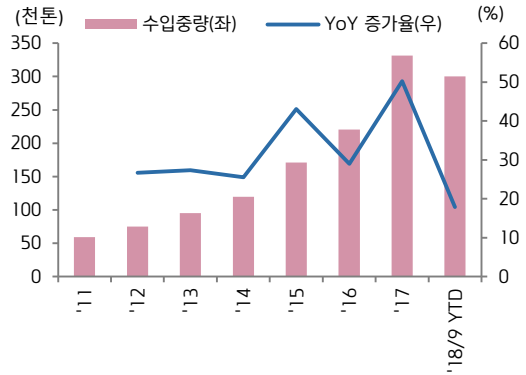
하이트진로의 실적이 개선되기 위해서는 맥주 제품 매출의 증가가 필요하다. 주류는 장치산업 특성이 강해서 매출이 증가하면, 영업레버리지 효과가 매우 크게 나타난다. 작년 3분기 실적이 매우 대표적인 케이스이다. 영업일 수 증가로 맥주 제품 매출액이 전년동기 대비 +15% 증가하면서 분기 영업이익이 500억원을 넘어섰다. 기존 제품과 필라이트의 카니발이 점차 축소되는 가운데, 발포주 시장이 확대될 계기가 만들어지고 있다. 수입맥주 성장을 변화와 OB맥주 신제품의 만족도에 따라서, 하이트진로의 실적이 크게 바뀔 가능성이 높다. 국내 맥주 업체들은 내년도 성과에 따라 향후 몇 년의 실적 방향성이 결정될 가능성이 높기 때문에, 투자자 입장에서 지속적인 관심을 가질 필요가 있다.

연령별 음주량 Mix 추정



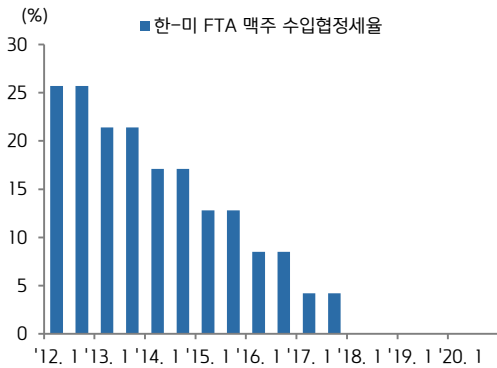
자료: 통계청, 2017 건강통계연보, 키움증권 리서치
주: 1) 연령별 인구 비중과 음주빈도를 감안하여 추정

연도별 맥주 수입 추이



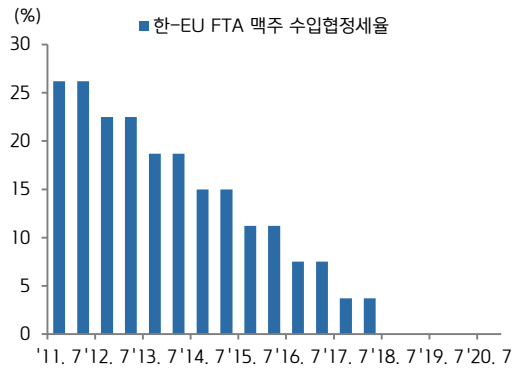
자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치

'18년 1월부터 미국 수입 맥주 관세 無



자료: 관세청, 키움증권 리서치

'18년 7월부터 유럽 수입 맥주 관세 無



자료: 관세청, 키움증권 리서치

하이트진로의 맥주 매출과 영업이익 변화 추이 (단위: 십억원)

구분	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	'16	'17
매출액												
하이트	85.6	124.4	118.9	118.2	74.4	108.9	112.1	78.1	62.7	83.4	447.2	373.6
맥스	23.2	32.6	32.1	29.8	23.7	29.6	30.7	20.9	18.7	24.6	117.7	104.9
필라이트						5.0	31.3	25.0	23.9	37.5		61.3
합계	108.9	157.0	151.0	148.0	98.1	143.5	174.1	124.0	105.3	145.5	564.9	539.8
매출 Mix												
하이트	79%	79%	79%	80%	76%	76%	64%	63%	60%	57%	79%	69%
맥스	21%	21%	21%	20%	24%	21%	18%	17%	18%	17%	21%	19%
필라이트						3%	18%	20%	23%	26%	0%	11%
합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
YoY 증가율												
하이트					-13%	-12%	-6%	-34%	-16%	-23%		-16%
맥스					2%	-9%	-4%	-30%	-21%	-17%		-11%
필라이트										650%		
합계					-10%	-9%	15%	-16%	7%	1%		-4%
연결기준 영업이익												
맥주	25.7	27.3	25.0	39.9	-30.0	34.1	53.9	25.5	18.7	24.4	124.0	87.2
맥주	-11.6	-13.5	3.0	0.5	-34.4	-9.1	16.5	-2.0	-6.9	-5.8	-21.7	-28.9
소주	36.7	40.6	23.9	39.0	6.3	43.8	38.6	27.8	28.4	33.7	140.3	116.5

자료: 하이트진로, 키움증권 리서치

>>> HMR: 지속되는 투자 확대

국내 시장규모가 매년 15% 정도 성장하고 있는 HMR 분야에는 많은 식품 업체들이 투자 계획을 늘리고 있다. 특히, CJ제일제당이 투자규모나 속도 측면에서 가장 적극적이다. 올해 10월에 진천공장을 완공하면서, 핫반, 조리육, 조리냉동, 냉동밥 등의 라인을 신설하였다. 내년 6월까지 HMR, 김치, 피자 등을 중심으로 2차 투자가 예정되어 있다. 이로 인해, 별도기준 Capex도 2016년을 저점으로 다시 증가 추세를 보이고 있다.

오뚜기를 비롯한 나머지 업체들도 HMR 투자를 확대하고 있다. 오뚜기는 언론보도를 통해 투자내역에 대해서는 상세하게 공개되고 있지 않지만, 최근 매출이 확대되고 있는 가공밥, 냉동식품에 대한 투자확대일 가능성이 높다. 대상도 HMR 전담 사업부를 신설하고, 안주 간편식을 중심으로 품목 확대를 지속하고 있다. 동원F&B도 '심야식당'이라는 브랜드를 통해, 안주 간편식 시장으로 빠르게 진입하였으며, 최근에는 양반죽 공장 증설을 발표한 상황이다. 롯데푸드는 냉동 HMR 제품의 브랜드화에 나서며, 김천공장에 대규모 식품제조 시설 투자에 돌입했다.

따라서, HMR은 매출 성장과 이익 성장의 괴리가 지속될 가능성이 높다. 중장기 성장잠재력 확보 측면에서는 기업가치에 긍정적이나, 내년도 수익성 개선 측면에서는 불확실성이 존재한다. 따라서, 이익 성장성 측면에서는 투자가 확대되고 있는 HMR 매출의 절대 규모와 시장 지배력이 일정 수준을 넘는지 가 중요할 것이다. 이를 통한 규모의 경제 실현이 영업이익률 10% 이상을 담보할 수 있기 때문이다. 현재 매출 고성이나오고 있는 품목 중에서 규모의 경제 실현이 가능한 품목은 CJ제일제당의 핫반과 비비고 만두 정도로 판단된다. 당사는 음식료 주요 업체들의 Cash Cow 매출 규모를 감안했을 때, HRM 제품의 규모의 경제 실현을 위한 최소한의 연간 매출 규모를 약 1,500억원 수준으로 추산하고 있다.

하지만, 기존 Cash Cow를 변형해서 매출 성장과 Product Mix 개선을 꾀하고 있는 경우에는 이익 성장이 동시에 가능할 것이다. 가장 대표적인 Case는 동원F&B의 참치캔/파우치와 SPC삼립의 샌드위치/냉장디저트/햄버거 등의 품목이다. 양사는 해당 카테고리에서 매우 높은 점유율을 가지고 있고, 규모의 경제 효과를 달성한지도 오래되었으며, 이미 원재료 구입 경쟁력도 보유하고 있는 상황이다. 따라서, 동원F&B와 SPC삼립은 해당 카테고리의 매출 성장과 수익성 개선이 동시에 가능한 상황이다.

그렇다면, 향후 이익 성장을 주도할 수 있는 HMR 카테고리는 무엇이 있을까? 당사는 가장 가까운 기회에 수익성 개선을 기대할 수 있는 HMR 카테고리로는 포장김치와 냉동피자에 주목하고 있다. 포장김치는 현재 CJ제일제당이 1위 업체인 대상의 점유율을 공격적인 마케팅을 통해서 가져오고 있는 상황이다. 현재 시장 규모는 이미 규모의 경제 실현이 가능한 수준이기 때문에, 판촉 경쟁강도만 내려간다면 수익성이 급격하게 개선될 가능성이 높다.

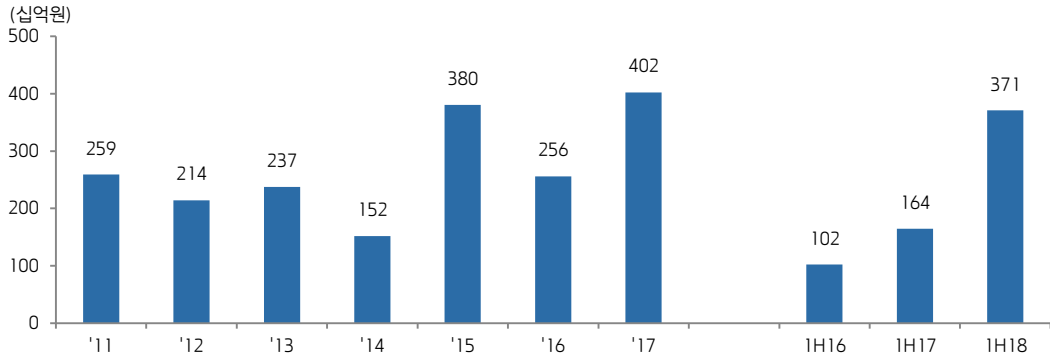
시장규모 확대 가능성 측면에서는 냉동피자에 주목해야 한다. 외식 피자 시장은 약 2조원 수준으로 추산되는데, 임차료와 인건비의 지속적인 상승으로 인해, 원가 경쟁력이 점차 약화되고 있다. 게다가 레굴러 피자는 더 이상 외식으로 즐길만한 특별함이 있는 품목이 아니다. 이미 주요 메이저 업체들은 매장 수를 줄이고 있는 상황이다. 올해 국내 냉동피자 소매시장은 오뚜기와 CJ제일제당을 중심으로 투자확대가 지속되면서, 연간 1천억원 규모를 돌파할 것으로 예상된다. 전술한 것처럼, 제품의 범용성과 기존 외식 시장 규모를 감안한다면, 냉동피자의 시장규모는 더욱 커질 가능성이 높은 것으로 판단된다.

주요 기업 HMR 투자내역 정리

회사명	투자내역	투자규모(십억원)	기대 매출	완공 예상시점
CJ 제일제당	햇반, 조리육, 조리냉동, 냉동밥	540	25 년 1.3 조원	'18 년 10 월
	HMR(국/탕/찌개류 등), 김치, 피자	360		'19 년 6 월
롯데푸드	육가공, 만두, 떡갈비, 함박스테이크	120		2H19
현대그린푸드	PB 제품, HMR 제품	70		'19 년
신세계푸드	냉동피자	52		1H19
SPC삼립	그릭슈바인 제 2 공장(냉동육가공)	11		'19 년 초
풀무원	나또	10	Capa 3 배로 증설	'18 년 7 월
동원 F&B	양반죽		20 년 2,000 억원	'19 년
대상	HMR 전용 라인 구축 (정품 단양 공장 인수)			

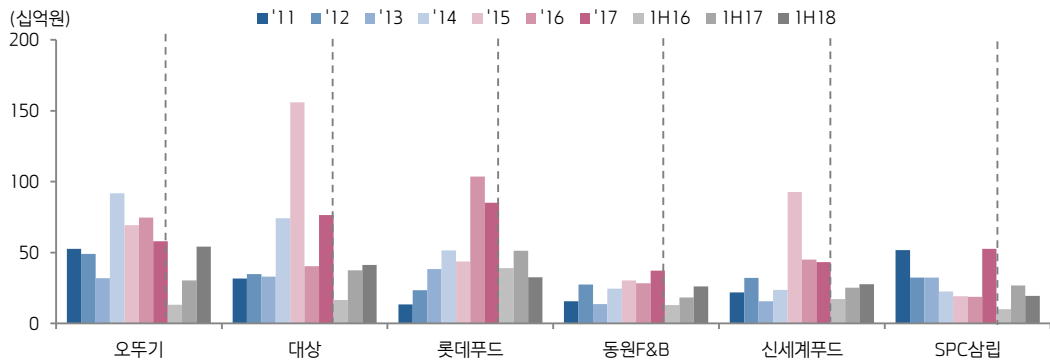
자료: 언론보도, 키움증권 리서치 정리

CJ제일제당 별도기준 Capex 추이



자료: Fn Guide

주요 HMR 투자업체의 별도기준 Capex 추이



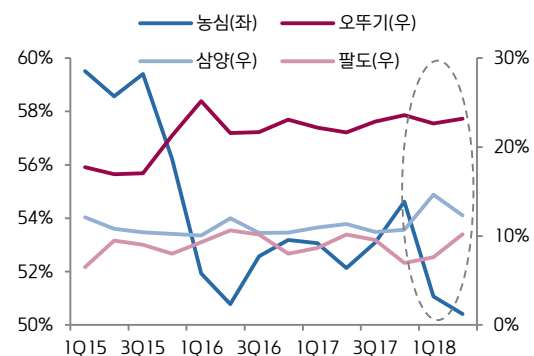
자료: Fn Guide

>>> 라면: 오투기의 경쟁우위 지속

2018년에도 오투기의 라면 MS와 수익성이 동시에 상승할 것으로 기대된다. 1) 주력 제품의 가격 전략으로 꾸준히 MS가 확대되고 있고, 2) 신제품 경쟁에서도 우위를 보이고 있으며, 3) 언제든지 할인을 조절을 통해 수익성을 회복시킬 수 있는 힘이 있기 때문이다. 오투기는 농심이 2016년말 주력 제품의 판가를 인상했음에도 불구하고, 가격을 올리지 않았고 소비자들로부터 '갯뚜기'라는 칭송을 얻게 되었다. 이후 2017년초부터 진라면의 MS는 가파르게 상승하고 있고, 1등 브랜드 신라면과의 점유율 격차는 점점 축소되고 있다. 특히, 2018년 상반기 삼양식품의 까르보나라 불닭볶음면 출시와 농심의 프로모션 확대를 통한 시장의 적극 공략에도 불구하고, 진라면의 MS가 꾸준히 확대되었다는 점이 인상적이다. 이러한 가격 전략으로 인해, 경쟁사 2nd tier 브랜드의 MS를 꾸준히 가져오고 있다.

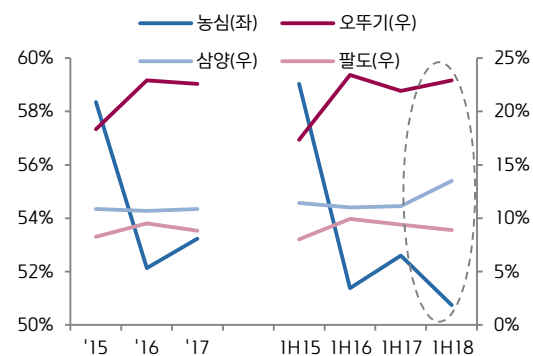
신제품 경쟁 측면에서도 유리한 국면이 지속되고 있다. 2위 업체로써 1위 업체 대비 기존 제품의 카니발 우려가 적고, 경쟁사 보다 월 매출액도 양호하게 나타나고 있다. 실제, 진짜쫄면, 춘천막국수, 쇠고기미역국라면 등의 판매량이 농심의 양념치킨라면, 스파게티 토마토 보다 양호한 흐름을 보이고 있다. 그 결과 올해 오투기 라면부문의 MS와 수익성이 동시에 상승하고 있기 때문에, 언제든지 할인을 조절을 통해 이익을 확대할 수 있는 국면으로 판단된다.

제조사별 라면 MS 추이 (1)



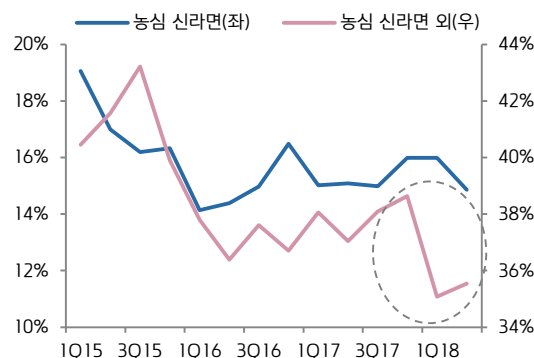
자료: 식품산업통계정보, 닐슨, 키움증권 리서치

제조사별 라면 MS 추이 (2)



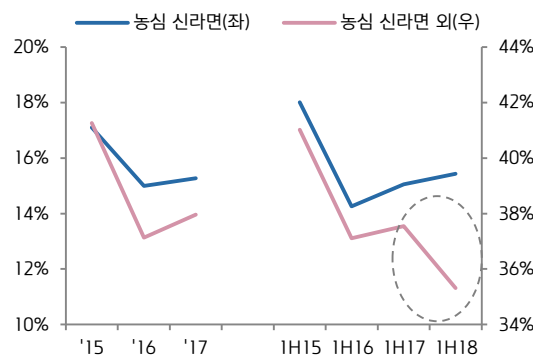
자료: 식품산업통계정보, 닐슨, 키움증권 리서치

농심 라면 MS 추이 (1)



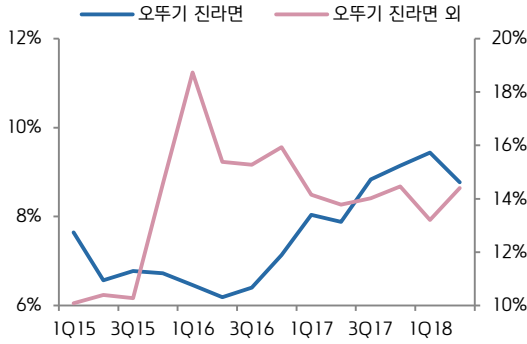
자료: 식품산업통계정보, 닐슨, 키움증권 리서치

농심 라면 MS 추이 (2)



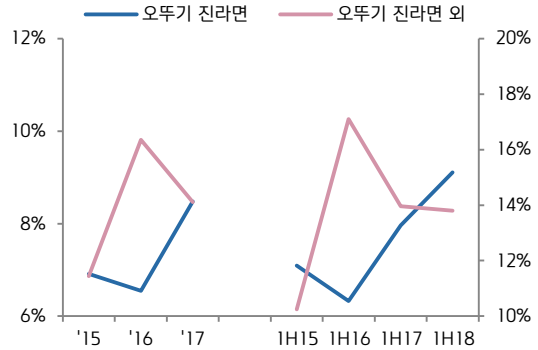
자료: 식품산업통계정보, 닐슨, 키움증권 리서치

오뚜기 라면 MS 추이 (1)



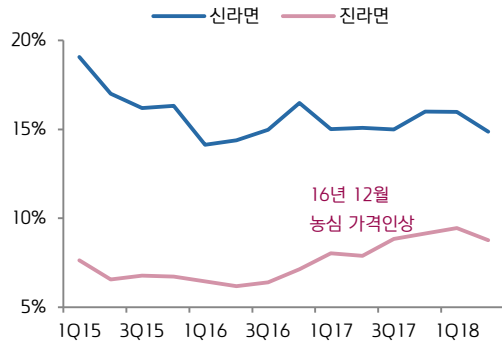
자료: 식품산업통계정보, 닐슨, 키움증권 리서치

오뚜기 라면 MS 추이 (2)



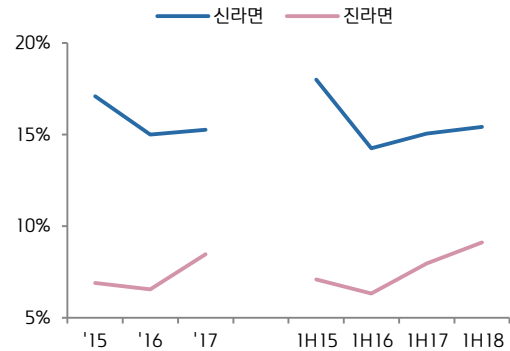
자료: 식품산업통계정보, 닐슨, 키움증권 리서치

신라면과 진라면의 MS 추이 비교 (1)



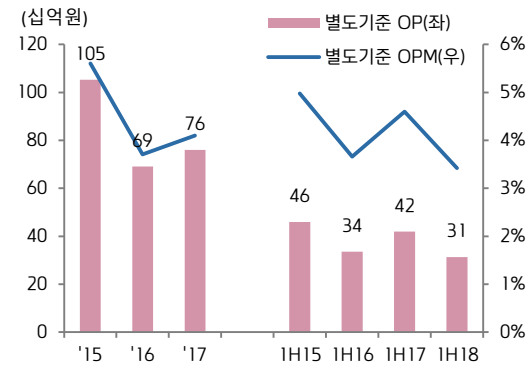
자료: 식품산업통계정보, 닐슨, 키움증권 리서치

신라면과 진라면의 MS 추이 비교 (2)



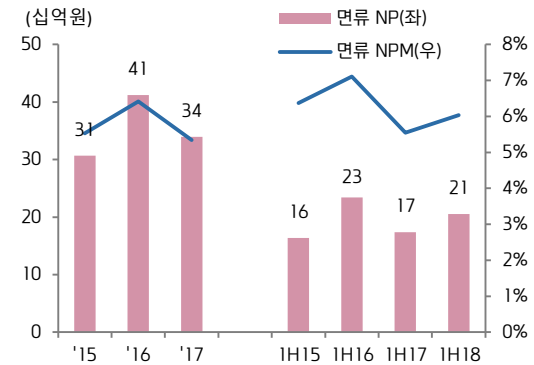
자료: 식품산업통계정보, 닐슨, 키움증권 리서치

농심 별도기준 영업이익 및 수익성 추이



자료: 농심, 키움증권 리서치

오뚜기 면제품류 순이익 및 수익성 추이



자료: 오뚜기, 키움증권 리서치

>>> 참치: 어가 하락 효과 기대

참치어가는 내년에도 하락 추세가 계속 이어질 것으로 전망한다. 1) 통상 2~3년 정도의 Cycle로 참치 어가가 등락하기 때문에, 2019년은 하락 Cycle일 가능성이 높고, 2) 신규 어선 공급 증가로 가격 억제 요인이 있기 때문이다.

참치어가는 성수기인 2분기에 하락하면서, 하락 Cycle의 시작을 알린 상황이다. 하지만, 3분기에 FAD 조업이 금지되면서 일시적으로 반등하였다. 하지만, 과거 참치어가 흐름을 분석해 볼 때, “추세적 하락” 속에서 나타난 “단기 반등”이 2개월 이상 지속되었던 적은 거의 없었다. 대형 참치캔 업체들의 재고조정 영향과 계절성에 따른 반등이기 때문이다. 결과적으로 Thai Union의 10월 참치 매입 단가는 9월 대비 -8% 하락한 상황이다. 이로 인해, 4분기에 재차 하락세로 접어들고 있음이 확인되고 있다.

참치어가의 하락 폭은 좀 더 확대될 가능성이 높다. 동원산업 수산 부문의 1H18 OPM이 12%였던 점을 감안할 때, 선망어선 공급이 올해 들어 다시 감소했을 가능성은 낮다. 완전경쟁이라는 참치 어획 시장의 특성을 감안한다면, 참치어가의 추세적 하락은 지속될 것으로 기대된다.

월별 Skipjack 방콕시세 추이 및 가정: 올해부터 추세 하락 전환. 내년은 안정적 하락 흐름 전망

연도/월	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
'07	1,030	970	970	1,070	1,230	1,300	1,420	1,550	1,390	1,475	1,410	1,500
'08	1,560	1,460	1,520	1,650	1,800	1,945	1,930	1,840	1,800	1,500	1,170	850
'09	1,025	1,220	1,140	940	1,190	1,450	1,450	1,380	1,150	865	850	1,030
'10	1,075	960	1,085	1,365	1,530	1,705	1,560	1,326	1,215	1,080	1,232	1,305
'11	1,515	1,590	1,475	1,680	1,840	1,905	1,620	1,845	1,975	1,830	1,910	2,005
'12	2,030	1,930	2,090	2,195	2,198	2,200	2,240	2,280	2,350	2,210	1,900	1,900
'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	1,300	1,450	1,650	1,525	1,450	1,350
'19E	1,400	1,300	1,300	1,400	1,500	1,600	1,650	1,550	1,450	1,350	1,250	1,150

자료: Thai Union, 키움증권 리서치(2018년 10월 이후 수치는 당사 가정치)

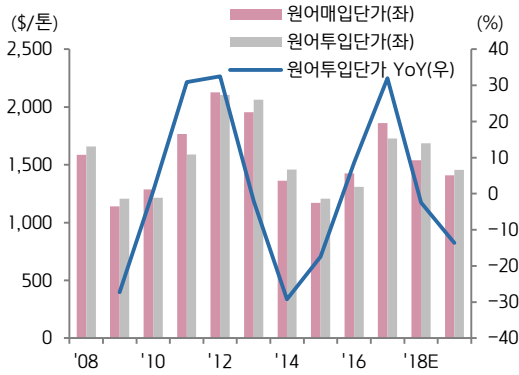
월별 Skipjack 방콕시세 추이 및 가정: 올해부터 추세 하락 전환. 내년은 안정적 하락 흐름 전망

구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
환율(원/달러)	1,154	1,129	1,132	1,108	1,073	1,078	1,126	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130
(YoY)	-4%	-3%	1%	-4%	-7%	-5%	-1%	2%	5%	5%	0%	0%
선망참치(\$/MT)	1,633	1,763	2,010	2,033	1,577	1,667	1,467	1,500	1,333	1,500	1,550	1,250
(YoY)	30%	17%	40%	35%	-3%	-5%	-27%	-26%	-15%	-10%	6%	-17%

자료: 한국은행, Thai Union, 키움증권 리서치(3Q18E 이후는 당사 가정치)

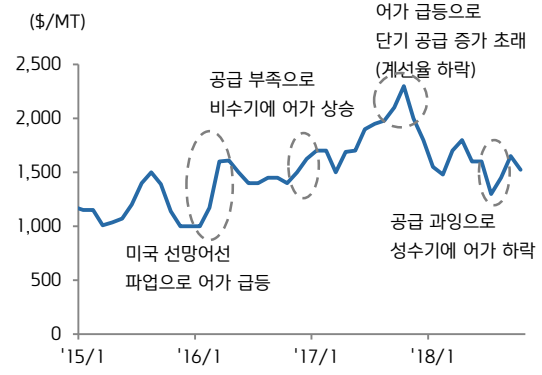
주: 1) 위의 가정은 매입시세 기준임. 실제 원어투입단가는 3개월 정도 래깅해서 반영됨(2Q18 매입단가가 3Q18의 원가로 반영).

연도별 원어매입/투입단가 추이 및 가정



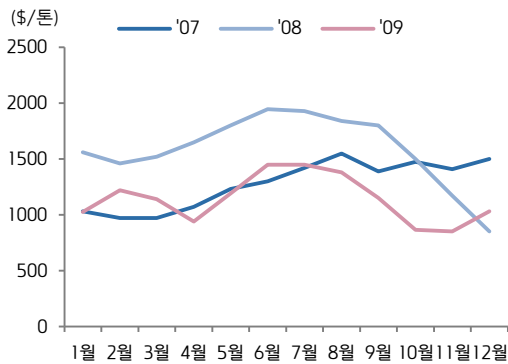
자료: Thai Union, 키움증권 리서치

Skipjack 방콕시세 추이



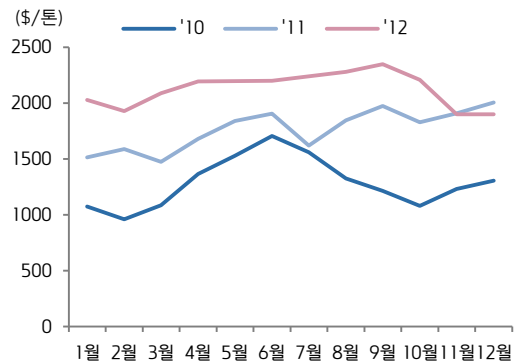
자료: Thai Union, 키움증권 리서치

SkipJack 방콕시세 추이(2007~09년)



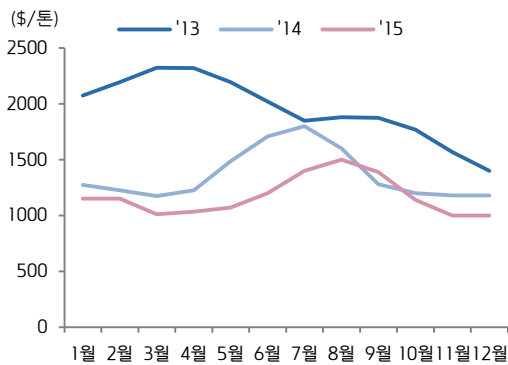
자료: Thai Union

Skipjack 방콕시세 추이(2010~12년)



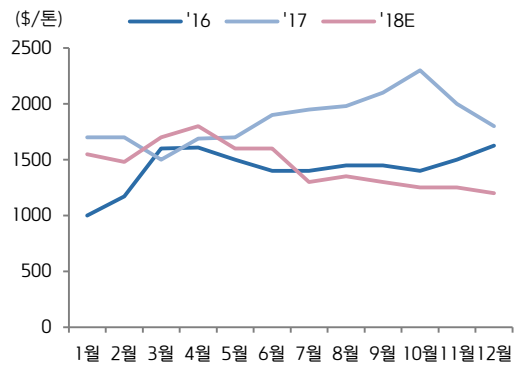
자료: Thai Union

SkipJack 방콕시세 추이(2013~15년)



자료: Thai Union

SkipJack 방콕시세 추이(2016~18년)



자료: Thai Union, 키움증권 리서치
주: 1) 2018년 11월 이후 수치는 당사 가정치

Ⅲ. 2019년 실적 전망 및 업종 투자전략

>>> 2019년 실적 전망 및 업종 투자전략

대형주: 안정적인 이익 성장 전망

음식료 대형주는 전반적으로 안정적인 이익 성장이 기대되는데, 이익 성장을 측면에서는 KT&G와 오리온이 좀 더 돋보일 것으로 판단된다. 다만, CJ제일제당의 대형 M&A가 성사된다면, 동사의 투자 매력도가 좀 더 부각될 가능성이 높다.

KT&G는 본업인 담배가 회복 국면에 접어들고, 부동산 분양 이익 확대와 인삼공사 외형 확대 효과가 나타나면서, 2019년 영업이익이 2018년대비 +18% 정도 증가할 것으로 기대된다. 내수담배는 전자담배에서 수익성 개선이 나타나고 있고, 수출담배도 중동에서 물량이 일부 회복될 것으로 기대된다. 다만, 전자담배 신제품 출시가 내년에 많아질 수 있다는 점은 리스크 요인으로 판단된다.

오리온은 중국과 베트남을 중심으로 신제품이 확대되면서, 2019년 영업이익이 2018년 대비 +18% 정도 증가할 것으로 기대된다. 러시아도 달러 구조조정에 따른 실적 부진이 마무리 되면서, 수익성이 개선될 수 있다. 다만, 미국과 중국의 무역분쟁으로 인해, 중국/베트남 소비 경기가 둔화될 가능성은 리스크 요인으로 판단된다.

CJ제일제당은 가공식품과 바이오의 매출 성장, 제분 평가 인상, 생물자원 사업부 턴어라운드 등에 힘입어, 2019년 영업이익이 2018년 대비 +7% 정도 증가할 것으로 기대된다(대한통운 제외 기준). 만약, 미국 쉬완스 인수에 성공한다면, 추가로 EPS가 10% 중반 정도 증가할 수 있을 것이다. 다만, 글로벌 아미노산 업체들이 라이신과 메치오닌 Capa 증설에 나서고 있는 점은, 바이오 부문의 수익성 측면에서 리스크 요인으로 판단된다.

음식료 대형주 2019년 실적 개선 포인트

종목명	KT&G	오리온	CJ 제일제당
종목코드	A033780	A271560	A097950
'18E OP Mix	담배 82% 홍삼 18%	중국제과 51% 한국제과 33% 베트남제과 14% 러시아제과 3%	가공식품 47% 바이오 31% 소재식품 15% 생물자원 6%
'19E OP YoY	+10% 후반	+10% 후반	+high single
'19년 실적 개선 요인	전자담배 수익성 개선 수출담배 기저효과 부동산 분양 이익 확대 인삼공사 외형 확대	중국/베트남 신제품 확대 러시아 기저효과	가공식품/바이오 외형 확대 제분 평가 인상 생물자원 턴어라운드
분기별 기저효과	상반기 기저 낮음	2Q 기저 낮음	2Q 기저 낮음
관련포인트	전자담배 신제품 중동 수출 회복	중국/베트남 소비 경기	라이신/메치오닌 Capa 증설 쉬완스 M&A

자료: 키움증권 리서치

중소형주: 동원F&B, SPC삼립에 관심

중소형주는 동원F&B와 SPC삼립에 관심을 가질 필요가 있다.

동원F&B는 1) 참치캔/파우치 매출이 +10% 이상 성장하고 있고, 2) 원어투입단가가 하향 안정화 되고 있으며, 3) 유가공/죽/김/안주 간편식 등의 다양한 분야에서 중장기 성장 동력이 마련되고 있다. 특히, 참치어가가 하락 Cycle에 진입하면서, 이익 성장의 가시성이 매우 높은 편이다. **SPC삼립**은 1) 샌드위치/냉장디저트/햄버거 등 편의점 Fresh Food 매출의 고성장으로 제빵 부문의 Mix가 개선되고 있고, 2) 에그팜 청주공장의 가동률 상승으로 흑자전환이 전망되며, 3) 내년에 제분/제빵 판가 인상 가능성이 있다. 제분은 Cost Push에 따른 원재료 부담이 있어 판가 인상 가능성이 높은데, 동사가 MS를 많이 확대해왔기 때문에, 판가 인상에 따른 영업레버리지가 클 것으로 판단된다. 또한, 제분가격을 올리지 못하더라도 제빵에서 시장 지배력이 높아 판가 조정이 가능하기 때문에, 수익성 개선 가시성이 높은 편이다.

롯데푸드는 델리카 매출 성장률이 +high single로 둔화되고 있는 점이 우려스럽다. CVS HMR이 동사의 중요한 성장동력이기 때문이다. 한편, 빙과는 날씨 영향으로 매출이 좋기 때문에, 지속적으로 성장할 수 있을지에 대한 의문이 있는 상황이다. **대상**은 김치 경쟁강도가 심화되고 MS가 하락하고 있으며, 외식경기 부진에 따른 베스트코 실적 부진 장기화가 우려스럽다. **CJ프레시웨이**도 급식 부문에서는 단가 인상에 성공하고 있으나, 외식 경기가 예상보다 부진하면서 신규 고객을 수주한 만큼 수익성 개선이 나오고 있지 않는 것으로 판단된다.

뉴트리바이오텍은 국내외 건강기능식품의 성장과 중국 신규 고객사 확보를 통해 높은 외형 성장률이 기대된다. 수익성 개선의 가속화를 위해서는 특정 고객사로부터 대규모 볼륨을 확보하는 것이 중요해 보인다. **농심**은 밸류에이션 매력도는 높으나 라면 시장에서 경쟁사에게 점유율을 내주고 있는 점이 우려스럽다. **매일유업**은 밸류에이션 매력도가 높고 중국 분유 수출 성장이 기대되기 때문에, 유가공 업체 중에서는 가장 안정적으로 성장하고 있다. 신생아 수 감소율이 둔화된다면, 이익 성장률이 올라갈 것으로 기대된다. **오뚜기**는 라면의 할인을 축소와 점유율 확대가 동시에 일어나고 있고, 최근에 쌀가공품의 출고기도 인상한 점이 긍정적이다. 만약, 지배구조 개편이 가속화된다면 주가 상승이 좀 더 가팔라질 수 있을 것으로 기대된다. **하이트진로**는 레귤러 맥주 매출 감소에도 불구하고, 발포주 매출이 꾸준히 성장하고 있는 점이 긍정적이다. 향후 수입맥주 성장률의 변화와 경쟁사 발포주 신제품의 반응에 따라, 시장의 관심을 받을 가능성이 높다. 따라서, 내년 1분기 발포주 신제품 동향을 주시해야 할 것이다.

투자요건 및 목표주가 변경 내역

종목코드	회사명	투자의견	목표주가(원)	변경내역
A002270	롯데푸드	BUY	850,000	<ul style="list-style-type: none"> 델리카 성장을 부진, 빙과 매출 기대치 하회로 따라 실적 추정치 하향 ('19E EPS * 75% + '20E EPS * 25%) * Target PER 16.5 배
A001680	대상	BUY	31,000	<ul style="list-style-type: none"> 김치 경쟁 강도 심화, 외식 경기 부진(베스트코)에 따라 실적 추정치 및 Target PER 하향 ('19E EPS * 75% + '20E EPS * 25%) * Target PER 12 배
A051500	CJ프레시웨이	BUY	37,000	<ul style="list-style-type: none"> 외식 경기 부진 지속에 따라 실적 추정치 하향 ('19E EPS * 75% + '20E EPS * 25%) * Target PER 24 배

자료: 키움증권 리서치

음식료 주요 기업 실적 전망

회사명	구분	3Q17	3Q18E	YoY	4Q17	4Q18E	YoY	2017	2018E	YoY	2019E	YoY
KT&G	매출액	12,789	11,818	-7.6%	10,479	10,521	0.4%	46,672	44,212	-5.3%	47,807	8.1%
	영업이익	4,217	3,593	-14.8%	2,227	2,317	4.0%	14,261	12,254	-14.1%	14,468	18.1%
	OPM	33.0%	30.4%	-2.6%p	21.3%	22.0%	0.8%p	30.6%	27.7%	-2.8%p	30.3%	2.5%p
	순이익	3,079	2,607	-15.3%	3,473	1,603	-53.8%	11,638	9,364	-19.5%	11,279	20.4%
오리온	매출액	5,221	4,878	-6.6%	4,554	4,952	8.7%	18,484	19,230	4.0%	20,518	6.7%
	영업이익	787	743	-5.6%	203	689	239.8%	1,482	2,764	86.5%	3,261	18.0%
	OPM	15.1%	15.2%	0.1%p	4.5%	13.9%	9.5%p	8.0%	14.4%	6.4%p	15.9%	1.5%p
	순이익	591	546	-7.5%	112	507	350.7%	703	1,986		2,407	
CJ 제일제당	매출액	44,107	47,951	8.7%	42,911	47,100	9.8%	164,772	183,075	11.1%	203,469	11.1%
	영업이익	2,693	2,577	-4.3%	1,504	1,600	6.4%	7,766	8,126	4.6%	9,082	11.8%
	OPM	6.1%	5.4%	-0.7%p	3.5%	3.4%	-0.1%p	4.7%	4.4%	-0.3%p	4.5%	0.0%p
	순이익	2,564	1,181	-53.9%	106	525	393.9%	3,702	9,915	167.9%	3,794	-61.7%
CJ 프레시웨이	매출액	6,620	7,569	14.3%	6,129	7,363	20.1%	25,044	28,976	15.7%	31,726	9.5%
	영업이익	149	132	-11.1%	105	100	-5.0%	439	430	-1.9%	501	16.3%
	OPM	2.2%	1.7%	-0.5%p	1.7%	1.4%	-0.4%p	1.8%	1.5%	-0.3%p	1.6%	0.1%p
	순이익	-82	46	-157.0%	4	27	567.8%	-15	107	흑전	188	흑전
SPC 삼립	매출액	5,229	5,429	3.8%	5,133	5,401	5.2%	20,655	21,409	3.7%	22,309	4.2%
	영업이익	75	110	46.4%	177	232	31.0%	547	623	14.0%	758	21.8%
	OPM	1.4%	2.0%	0.6%p	3.4%	4.3%	0.8%p	2.6%	2.9%	0.3%p	3.4%	0.5%p
	순이익	54	86	57.0%	105	175	67.0%	382	463	21.3%	571	23.3%
뉴트리바이오텍	매출액	387	531	37.1%	385	542	40.7%	1,364	1,952	43.1%	2,350	20.4%
	영업이익	46	49	4.8%	34	49	43.6%	115	175	52.0%	236	34.9%
	OPM	12.0%	9.1%	-2.8%p	8.9%	9.1%	0.2%p	8.5%	9.0%	0.5%p	10.1%	1.1%p
	순이익	36	10	-73.3%	13	27	104.8%	63	68	7.9%	128	89.3%
농심	매출액	5,717	5,591	-2.2%	5,449	5,617	3.1%	22,083	22,167	0.4%	22,878	3.2%
	영업이익	313	270	-13.9%	143	163	13.9%	964	842	-12.7%	911	8.2%
	OPM	5.5%	4.8%	-0.7%p	2.6%	2.9%	0.3%p	4.4%	3.8%	-0.6%p	4.0%	0.2%p
	순이익	290	230	-20.6%	160	149	-6.8%	907	777	-14.3%	853	9.9%
대상	매출액	8,193	8,112	-1.0%	7,112	7,207	1.3%	29,688	29,962	0.9%	30,540	1.9%
	영업이익	387	414	6.9%	52	180	247.5%	967	1,250	29.2%	1,317	5.4%
	OPM	4.7%	5.1%	0.4%p	0.7%	2.5%	1.8%p	3.3%	4.2%	0.9%p	4.3%	0.1%p
	순이익	245	279	14.0%	-86	98	-214.9%	527	974	84.8%	920	-5.6%
동원 F&B	매출액	7,323	7,821	6.8%	5,988	6,478	8.2%	25,526	27,682	8.4%	29,759	7.5%
	영업이익	298	371	24.3%	37	96	156.8%	724	827	14.3%	1,065	28.8%
	OPM	4.1%	4.7%	0.7%p	0.6%	1.5%	0.9%p	2.8%	3.0%	0.2%p	3.6%	0.6%p
	순이익	209	277	32.5%	47	67	44.0%	514	565	9.9%	745	32.0%
롯데푸드	매출액	5,176	5,122	-1.0%	3,876	4,272	10.2%	18,186	18,405	1.2%	19,012	3.3%
	영업이익	275	303	10.3%	50	64	25.9%	662	754	13.9%	806	6.9%
	OPM	5.3%	5.9%	0.6%p	1.3%	1.5%	0.2%p	3.6%	4.1%	0.5%p	4.2%	0.1%p
	순이익	75	215	185.1%	656	33	-94.9%	951	506	-46.7%	574	13.5%
매일유업	매출액	3,383	3,337	-1.4%	3,265	3,203	-1.9%	13,178	12,942	-1.8%	13,122	1.4%
	영업이익	214	225	5.1%	162	179	10.2%	680	757	11.5%	794	4.8%
	OPM	6.3%	6.7%	0.4%p	5.0%	5.6%	0.6%p	5.2%	5.9%	0.7%p	6.1%	0.2%p
	순이익	160	168	4.6%	88	134	51.4%	2,205	606	-72.5%	592	-2.4%
오뚜기	매출액	5,643	5,782	2.5%	5,165	5,784	12.0%	21,262	22,710	6.8%	24,452	7.7%
	영업이익	443	478	7.8%	302	315	4.2%	1,461	1,563	7.0%	1,781	13.9%
	OPM	7.9%	8.3%	0.4%p	5.8%	5.4%	-0.4%p	6.9%	6.9%	0.0%p	7.3%	0.4%p
	순이익	467	385	-17.6%	164	262	59.3%	1,313	1,282	-2.4%	1,512	18.0%
하이트진로	매출액	5,283	5,025	-4.9%	4,569	4,675	2.3%	18,899	18,839	-0.3%	19,103	1.4%
	영업이익	566	398	-29.7%	231	242	5.1%	872	1,076	23.3%	1,115	3.6%
	OPM	10.7%	7.9%	-2.8%p	5.0%	5.2%	0.1%p	4.6%	5.7%	1.1%p	5.8%	0.1%p
	순이익	306	201	-34.1%	-105	96	흑전	127	420	231.4%	474	12.7%

자료: 키움증권 리서치

주: 1) 롯데푸드, 매일유업은 별도기준

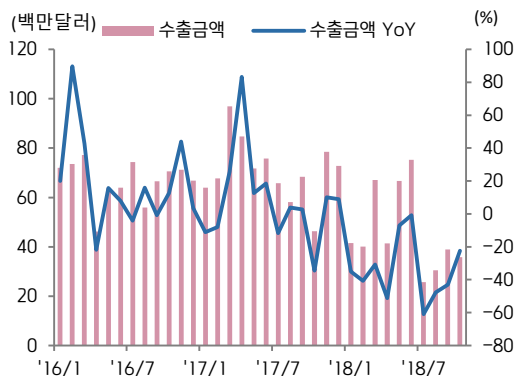
>>> KT&G: 내수/수출담배 모두 회복 국면 전망

1) 수출담배: 중동 수출 부진은 대체로 주가에 반영

KT&G의 담배 수출이 부진한 핵심 이유는 미국의 경제 제재에 따른 이란 환율의 평가절하이다. 이란 로컬 유통업체들의 구매력이 약해지면서, 담배 수입이 어려워졌기 때문이다. 하지만, 이란 경제 제재가 언제 완화되거나 해소될지는 알 수 없다. 하지만, 이란 외의 시장으로 수출되는 물량과 중간 도매상의 안전재고 레벨을 감안한다면, 중동 수출이 중간중간에 일어날 가능성은 충분하다.

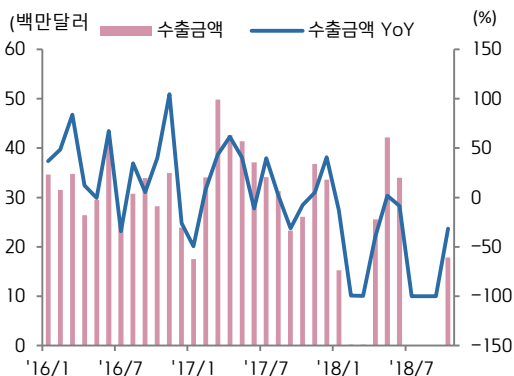
만약, 중동 수출 전망에 대해 부정적인 가정을 한다면, 실적은 어떻게 변화할까? KT&G의 연결기준 영업이익률은 30% 내외이고, KT&G 별도기준 영업이익률은 40% 수준이다. 과점화 된 담배 시장에서 1위 사업자이고, 본업의 진입장벽이 높기 때문이다. 또한, 연말 예상 순현금이 3조원이 넘기 때문에, 재무버리지가 약하다. 결과적으로 매출 감소에 따른 EPS의 변동성은 낮을 수밖에 없다. 수출담배의 공헌이익률을 50%로 가정했을 때, 당사 가정대비 수출이 -20% 감소하더라도(2019E 기준), KT&G의 EPS는 -4% 감소에 그칠 것으로 추산된다. 동사의 PER은 12배 정도가 하단이었기 때문에, 최악의 시나리오가 펼쳐지더라도 주가가 빠질 폭은 크지 않다.

일본/호주 제외 담배 수출액 추이(수리일 기준)



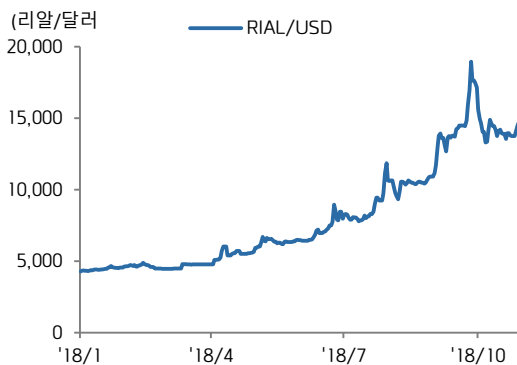
자료: 한국무역통계진흥원

UAE向 담배 수출액 추이(수리일 기준)



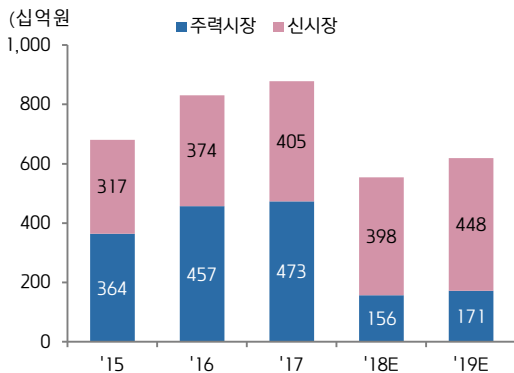
자료: 한국무역통계진흥원

달러 대비 이란 환율(리알) 추이



자료: Reuter, Bonbast.com

KT&G 연도별 수출담배 매출 Mix 추이 및 전망



자료: KT&G, 키움증권 리서치

주: 1) 주력시장: 중동/중앙아시아/러시아

2) 신시장: 주력시장 외의 모든 시장

수출담배 매출 변화에 따른 KT&G 연결기준 손익 시나리오 분석(2019E 기준)

수출담배 매출 가정(Base 대비)	-20%	-10%	Base	+10%	+20%	+30%
2017년 수출 대비 증감율	-44%	-37%	-30%	-22%	-15%	-8%
2018년 수출 대비 증감율	-11%	1%	12%	23%	34%	45%
매출액	4,657	4,719	4,781	4,843	4,904	4,966
수출담배	495	557	619	681	743	805
영업이익	1,385	1,416	1,447	1,478	1,509	1,540
(Base 대비 증감)	-62	-31	0	31	62	93
지배주주순이익	1,083	1,105	1,128	1,150	1,173	1,196
EPS(원)	7,886	8,050	8,215	8,380	8,544	8,709
PER(배)	12.8	12.5	12.3	12.1	11.8	11.6

자료: 키움증권 리서치(공헌이익률 50% 기준)

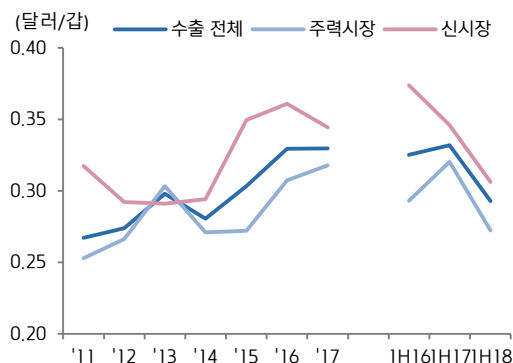
1) 수출담배: 신시장 확대 효과 기대

KT&G는 수출담배에서 주력시장인 중동시장의 비중이 매우 높은 편이다. 중동은 지정학적 리스크가 큰 곳이기 때문에, 안정적인 이익 확보 측면에서는 좋은 시장이 아니다. 특히, 동사의 주력 시장인 이란은 반미 정서가 강해서, KT&G의 MS 확보 측면에서 유리한 점이 있으나, 정치적 갈등이 생기면 매출에 큰 문제가 생길 수밖에 없다.

2012년에 동사의 수출담배 내 주력시장의 매출 비중은 69% 수준으로 매우 의존도가 높은 상황이었다. 하지만, 2013년에 미국의 경제 제재로 이란 환율이 급락하면서, 동사의 수출은 2012년 대비 -32% 감소했다. KT&G는 이러한 리스크를 줄이기 위해, 북미/남미/동남아/아프리카 등 신시장을 지속적으로 개척해왔다. 이로 인해, 동사의 신시장 담배 판매량은 2011~17년까지 연평균 +15% 정도 성장하였고, 올해도 +10% 내외 성장하고 있는 것으로 추산된다.

동사가 공격적인 프로모션을 전개하면서 신규 판매처를 개척하고 있기 때문에, 신시장의 수출단가는 다소 하락하고 있는 상황이다. 하지만, 이란 제재 이슈가 터지기 전인 작년 기준으로 보면, 수출담배 내 주력시장 비중은 54%까지 축소된 상황이다. 또한, 올해는 15개국에 신규로 접촉하여, 절반 이상의 국가에 선적할 기회를 확보한 상황이다. 이러한 신시장 투자 효과가 향후 실적으로 나타난다면, 영업레버리지 효과는 더욱 확대될 수 있을 것으로 기대된다.

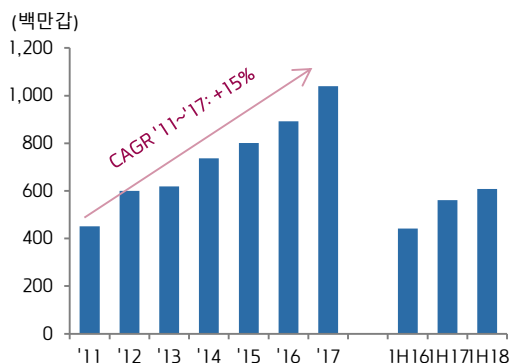
KT&G 수출담배 지역별 ASP 추이



자료: KT&G, 키움증권 리서치

주: 1) 주력시장: 중동/중앙아시아/러시아
2) 신시장: 주력시장 외의 모든 시장

KT&G 신시장 담배 판매량 추이



자료: KT&G, 키움증권 리서치

주: 1) 주력시장: 중동/중앙아시아/러시아
2) 신시장: 주력시장 외의 모든 시장

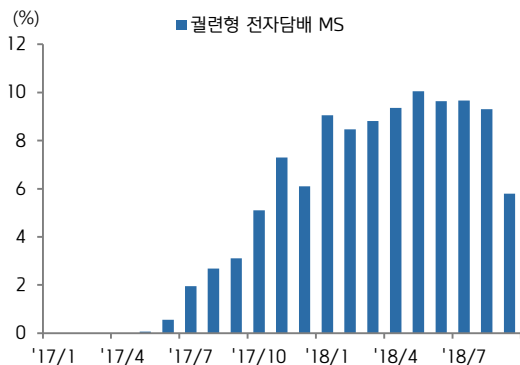
2) 전자담배: 핏 MS 확대 진행 중

KT&G는 전자담배 시장에서 후발주자이다. 글로벌 Big 3 업체들이 대규모 R&D 투자를 통해 시장을 선도하고 있는 것이 사실이다. IQOS는 2014년 11월 일본에서 출시된 이후, MS가 가파르게 상승하면서 큰 성공을 거두었다. 그리고 작년 6월에 한국에 제품을 출시하였다. 이미 해외 여행과 언론보도를 통해 IQOS의 효용을 알고 있던 흡연자들은 기계를 사기 위해 줄을 섰다.

시장의 우려와 달리 KT&G는 전자담배 시장에 빠르게 대응을 하였다. 작년 11월에 릴과 핏을 출시하여 30대 소비자를 중심으로 확대되는 전자담배 시장을 공략하고 있다. 전자담배 스틱을 피우기 위한 디바이스를 뒤늦게 출시하였기 때문에, IQOS 대비 아직 MS는 낮은 편이다. 하지만, 한국에서 오랜 기간 1위 사업자로 자리하면서 가지고 있는 한국인의 기호에 대한 노하우, 그리고 가장 큰 국내 영업망을 바탕으로 점차 MS를 개선 시키고 있다.

이에 따라, 핏의 MS는 빠르게 상승하고 있는 흐름이다. 또 다른 글로벌 업체인 BAT의 글로/네오스틱과는 확연히 다른 흐름이다. KT&G는 올해 1분기에 전자담배 내 MS 10.5%를 달성하였고, 3분기에 MS가 21%까지 확대된 것으로 추산된다. KT&G는 2019년말까지 전자담배 내 MS를 30%로 확대하는 것을 목표로 하고 있다.

한국 걸련형 전자담배 MS 추이



자료: 기획재정부

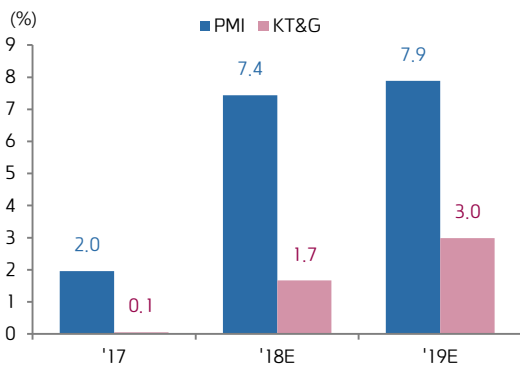
주: 1) 9월은 영업일 수 차이 등에 기인한 일시적 부진으로 추산

KT&G 핏(Fiit) 제품 5종



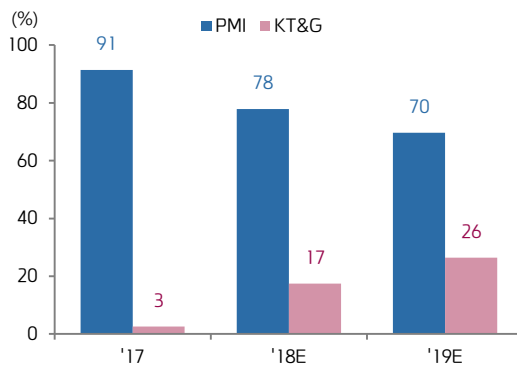
자료: KT&G

전체 담배 시장 내 전자담배 MS 추이 및 전망



자료: 키움증권 리서치

전자담배 시장 내 MS 추이 및 전망



자료: 키움증권 리서치

2) 전자담배: 수익성 개선으로 어닝 파워 회복 증명

10/30에 있었던 KT&G의 3분기 실적발표는 동사의 수익성 측면에서 몇 가지 시사점이 있었다. **첫째, 부동산 분양 이익 반영 효과이다.** 동사는 과거 수원 공장 부지에 아파트, 오피스텔, 쇼핑몰을 개발하려고 하고 있다. 사실상 시행사의 역할을 하는 셈이다. 회사는 워낙 오래된 부지이기 때문에, 수익성이 매우 높을 것이라고 전망하였는데, 동사의 본업이 아니기 때문에 시장에서 믿음이 약한 편이었다. 그러나 수원 화서역 주변에 분양한 아파트(2,355세대)는 평당 1,400만원 후반 수준에 분양되었고, 관련된 매출과 이익이 3분기에 각각 400억, 200억 정도 반영되었다.

둘째, 전자담배의 수익성 개선 효과와 속도이다. KT&G는 작년 11월에 핏을 출시하였고, 올해 2분기까지 적자 상태였다. 생산 규모가 작고 고속 생산기가 도입되기 전이어서 생산 효율성이 낮았기 때문이다. 하지만, 올해 6월에 전자담배 수익성 BEP를 통과하였기 때문에, 회사는 연말까지 전자담배의 갑당 영업이익이 기존 궤련담배와 같아질 것이라고 전망하였다. 그러나 시장은 여전히 수익성에 대한 의심이 많은 편이었다. 매출액 대비 원재료비 비중이 낮아 볼륨 확대 시 높은 레버리지가 나올 수 있지만, 전자담배 수익성 변화를 한 번도 본적이 없었기 때문이다. 하지만, 3분기 KT&G 별도기준 영업이익은 수출담배 매출 감소가 아니었다면, 작년과 비슷한 수준이었을 것으로 추산된다. 수출담배의 공헌이익률은 50~60% 수준인데, 3분기 매출이 1,100억원 정도가 전년동기 대비 감소하였고, 별도기준 영업이익은 632억원 정도 감소하였다. 전자담배 수익성이 개선되고 부동산 분양이익이 반영된 덕분에, 수출담배 이외에서 추가적인 이익 감소는 나타나지 않았다.

이는 상반기와는 확실히 다른 점이다. 상반기 수출담배는 전년동기 대비 약 1,500억원 정도 감소하였는데, 별도기준 영업이익은 1,700억원 이상 감소하였다. 수출담배 매출 감소 효과 이상으로 영업이익이 감소한 것이다. 어떤 점이 이런 변화를 가능하게 했을까? **가장 큰 이유는 전체 내수담배의 갑당 매출원가 하락으로 판단된다.** 작년 1~3분기에 210원대에서, 4Q17 227원, 1Q18 246원, 2Q18 294원으로 상승했었다. 디바이스의 매출원가가 포함된 점을 감안하더라도 굉장히 큰 폭의 하락이다. **왜 이런 하락이 나타났을까? 첫째, 전자담배의 판매량이 확대되었기 때문이다.** 궤련담배 매출 감소에 따른 고정비 부담이 전자담배 매출 증가로 하락하고 있다. **둘째, 전자담배의 생산 효율성이 개선되고 있기 때문이다.** 판매량이 커지고 고속 생산기가 도입되면서 단위당 생산원가가 내려가고 있는 것으로 추산된다. 특히, 전자담배 스틱이 기존 궤련담배 대비 앞담배 원재료비 부담이 적고, 순매출단가(ASP)가 높기 때문에, 내년에는 궤련담배 이상의 갑당 영업이익이 가능할 것으로 기대된다.

2017~18년 분기별 KT&G 실적 비교 분석

KT&G 실적분석(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P
내수담배 Stick 매출	426.2	464.6	507.2	395.9	389.5	448.2	473.7
궤련담배	426.2	464.6	507.2	393.0	379.4	431.1	448.9
전자담배				2.9	10.1	17.1	24.8
수출담배 매출	236.6	228.9	206.1	207.0	132.3	184.2	93.4
(YoY 증감)					-104.2	-44.6	-112.7
내수담배 갑당 매출원가(원/갑)	212	211	215	227	246	294	266
내수담배 매출총이익률	74.4%	74.2%	73.9%	72.6%	72.0%	67.7%	70.6%
KT&G 별도기준 영업이익 (A)	319.9	343.1	338.5	243.4	213.3	275.7	275.3
(YoY 증감)					-106.6	-67.4	-63.2
연결기준 부동산부문 영업이익 (B)	25.4	-5.7	8.3	8.6	5.1	8.3	21.0
(YoY 증감)					-20.3	14.0	12.7
(A) - (B)	294.4	348.8	330.2	234.8	208.2	267.5	254.3
(YoY 증감)					-86.3	-81.4	-75.8

자료: KT&G, 키움증권 리서치

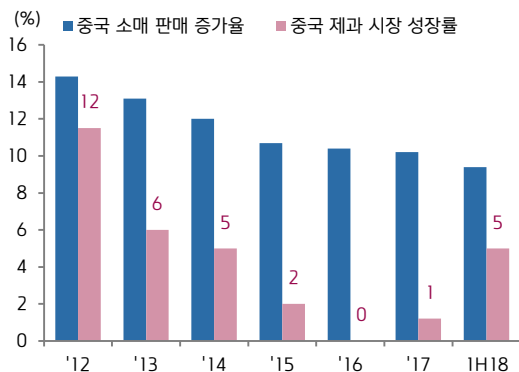
>>> 오리온: 견조한 중국 제과 시장과 신제품 효과 기대

중국 제과: 시장 성장률 회복 흐름

2010년도 초반까지 고성장 가도를 달렸던 중국 제과 시장은 2013년에 성장률이 한 자릿수 중반 수준으로 하락하였고(+mid single digit), 최근까지 성장률이 한 자릿수 초반 수준을 보였었다(+low single digit). 중국 소비 경기는 비교적 견조하였으나, 1) 견과류와 같은 다양한 대체 간식이 증가하였고, 2) MT 채널 트래픽이 감소하였기 때문이다. 과자는 어떤 제품을 반드시 구매하겠다는 목적형 소비보다는 충동적 소비의 성격이 강하기 때문에, 트래픽의 감소는 매출액에 굉장히 부정적이다.

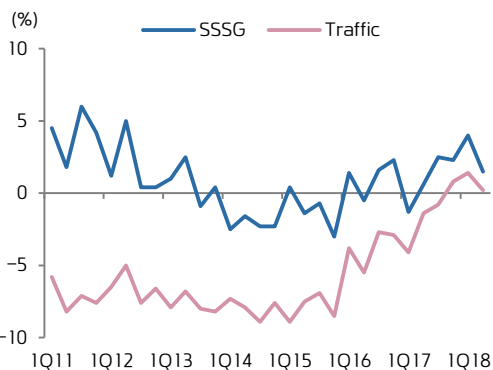
하지만, 최근 들어 중국 제과 시장 성장률은 다시 반등하는 모습을 보이며, +5% 수준으로 회복하였다. 특히, 가장 규모가 큰 스낵 시장은 작년 4분기에 +6.3%의 성장률을 보였고, 올해 상반기에 약 +10% 정도 성장하였다. 오프라인과 온라인 채널의 연계가 강화되면서, 오프라인 하이퍼마켓의 기존점 성장률과 Traffic도 최악의 흐름을 벗어난 상황이고, 주요 제과 업체들의 올해 매출 성장률도 작년 대비 모두 개선되고 있는 흐름이다.

중국 소매 판매 증가율 vs 제과 시장 성장률



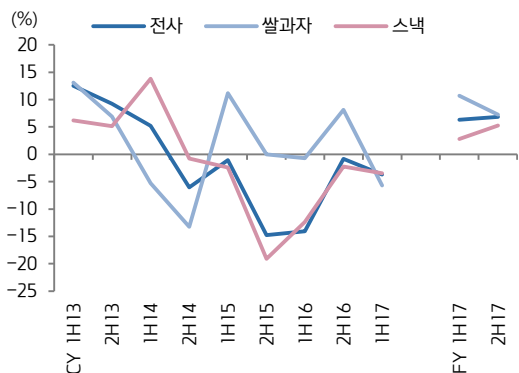
자료: Bloomberg, 오리온, 키움증권 리서치

Walmart China SSSG / Traffic 추이



자료: Walmart, 키움증권 리서치

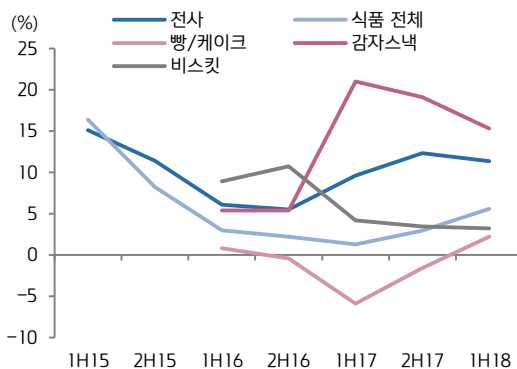
Want Want 매출 성장률 추이



자료: Want Want, Bloomberg, 키움증권 리서치

주: 1) Want Want 2017년도부터 회계연도말을 변경하였음.
FY17년은 2017. 4 ~ 2018. 3을 의미

Dali Foods 매출 성장률 추이



자료: Dali Foods, Bloomberg, 키움증권 리서치

다국적 제과회사의 중국 매출 성장률 동향

연도	회사명	분기별 매출 성장률 Comment			
		1Q	2Q	3Q	4Q
'13	펩시코	음료 17%, 스낵 47%	음료 22%, 스낵 23%	스낵 15% 음료 double digit	double digit (스낵/음료 모두)
	몬텔레즈	20% 이상	mid teen	-double digit (비스킷 부진/껌 호조)	-double digit (비스킷 부진/껌 호조)
	(춘절/중추절)	2/10		9/19	
'14	펩시코	low single digit	low double digit (스낵 호조)	single digit	No comment
	몬텔레즈	-mid teen (비스킷 부진)	down	high single digit	Recovering (연간 -mid single digit)
	(춘절/중추절)	1/31		9/8	
'15	펩시코	double digit	high single	No comment	No comment
	몬텔레즈	high single digit (오레오 mid teen)	20% 이상 (비스킷/껌 모두 호조)	mid to high single (solid growth)	solid growth
	(춘절/중추절)	2/19		9/27	
'16	펩시코	double digit	double digit	double digit	double digit
	몬텔레즈	flat	-low single digit	declined slightly	good result
	(춘절/중추절)	2/8		9/15	
'17	펩시코	No comment	음료 double digit 스낵 mid single digit	double digit	high single digit
	몬텔레즈	Declined (춘절 시점 차이)	small decline	turn to plus	No comment
	(춘절/중추절)	1/28		10/4	
'18	펩시코	strong double digit	strong double digit	strong double digit	
	몬텔레즈	mid single digit	mid single digit	5 개 분기 연속 성장 (+4~5% 추산)	
	(춘절/중추절)	2/16		9/24	

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주: 1) 펩시코는 스낵/음료 중심, 몬텔레즈는 비스킷/껌/초콜릿 중심

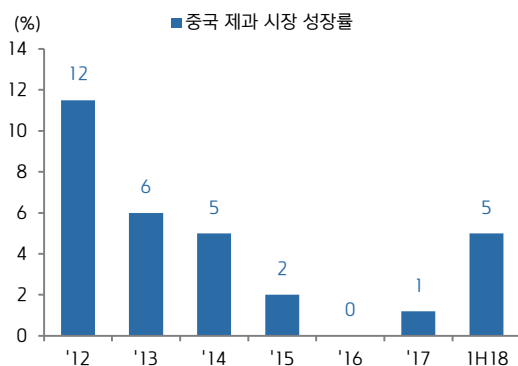
2) 2012년 춘절과 중추절은 각각 1/23, 9/30이었음

중국 제과: 대체재(견과류) 우려 완화

올해 초까지만 해도 긍정적 전망 일색이었던 중국 견과류 시장에도 변화의 조짐이 나타나고 있다. 중국 견과류 시장은 2012~17년까지 고성장 하였으나, 올해부터 성장률이 급격히 둔화되고 있는 상황이다. 중국 견과류 1, 2위 업체인 썬즈송슈(三只松鼠)와 바이차오웨이(百草味)의 매출 성장률이 최근에 +high single까지 둔화된 상황이다. 이처럼 시장 성장률이 둔화되면서, 량핀푸즈(良品铺子)를 포함한 Top 3 업체들은 해외 시장으로 눈을 돌리기 시작하였다.

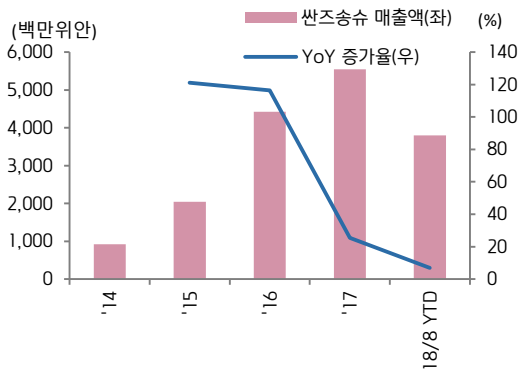
한편, 업체간 경쟁강도는 점차 상승하고 있는 흐름이다. 견과류는 가공의 정도가 낮아서 제품간 차별화가 어렵고, 유사 제품이 늘어나면서 경쟁이 심화되고 있다. 이러한 경쟁환경 하에서 소비자들은 프로모션을 하고 있는 저가의 제품만 구입하게 된다. 이로 인해, 제품의 평균 판매단가가 낮아지고 수익성이 하락하는 경향이 강해지고 있다. 실제로 2016년 2월에 바이차오웨이를 인수한 중국 상장사 하오상니주주배의 매출총이익률은 높은 매출 성장세에도 불구하고 지속적으로 하락하는 흐름을 보여왔다. 또한, 지속적으로 발행하는 식품 안전성 이슈도 우려 요인이다. 썬즈송슈와 량핀푸즈는 빈번한 식품 규정 위반으로 인해 주식 시장 상장이 보류된 것으로 알려져 있다. 이처럼 양과자와 대체재 관계에 있는 견과류 시장의 성장성 저하는 오리온을 비롯한 중국 제과 업체에게 긍정적으로 작용할 수 있다.

중국 제과 시장 성장률 추이



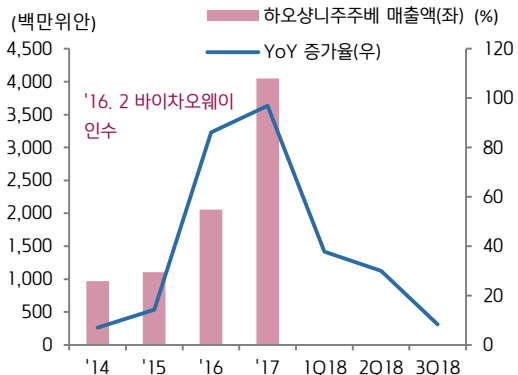
자료: 오리온, 키움증권 리서치

썬즈송슈 매출액 추이



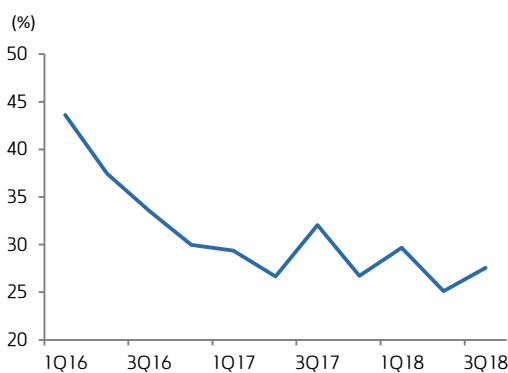
자료: 상해증권거래소, 썬즈송슈, 키움증권 리서치

하오상니주주배 매출액 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

하오상니주주배 매출총이익률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 제과: 신제품 출시를 통해 매대 회복을 시도하는 오리온

이처럼 제과 시장 상황이 회복되는 가운데, 오리온은 신제품 출시를 통해 매대 회복을 시도하고 있다. 3월에는 초코파이와 큐티파이의 플레이버 익스텐션이 있었고, 5월에는 꼬북칩과 혼다칩을 신규 브랜드로 출시하였다. 더불어, 10월말에는 한국과 동시에 감자엔 소스맛 신규 브랜드를 출시하였고, 4분기에 중국 감자스낵 대표 제품인 오!감자(呀!土豆)의 플레이버 익스텐션도 예정되어 있다.

이러한 적극적인 신제품 출시를 통해, 동사의 중국 매출 성장률은 회복 추세를 보이고 있다. 춘절 시점 차이와 계절성 영향으로 인해, 분기별로 매출 성장률의 차이는 있겠지만, 향후 약 12~13% 정도의 매출 성장률이 기대된다. 또한, 중국에서 꼬북칩 Capa를 50% 정도 증설할 것을 검토하고 있기 때문에, 내년 하반기에 신제품 비중이 더욱 확대될 개연성이 높다.

오리온 중국 신제품: 꼬북칩(浪里个浪) / 혼다칩(混搭脆) / 감자엔 소스맛(点点酱)



¥ 23.90

자료: Tmall

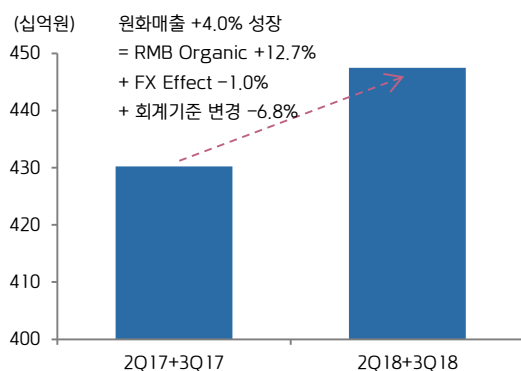


¥ 22.80



¥ 52.00

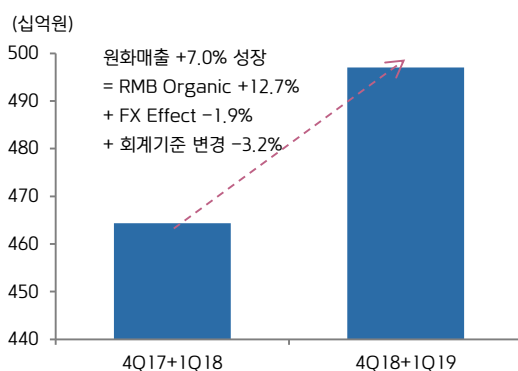
오리온 2~3분기 누계 매출 성장률 전망 Breakdown



자료: 오리온, 키움증권 리서치

주: 1) 회계기준 변경 영향: 2Q는 -143억, 3Q는 -150억 가정

오리온 4~1분기 누계 매출 성장률 전망 Breakdown



자료: 오리온, 키움증권 리서치

주: 1) 회계기준 변경 영향: 4Q는 -150억 가정, 1Q는 영향 없음

중국 제과: 소비 경기 둔화 우려 점검

최근 중국 소비재 업체들의 주가는 대체로 부진한 상황이다. 미중 무역갈등이 심화되면서 중국 소비 경기가 둔화될 것이라는 우려가 생겼고, 이에 따라 밸류에이션 레벨이 하락하고 있기 때문이다. 기본적으로 제과를 비롯한 식품은 경기에 민감한 소비재가 아니기 때문에, 해당 우려로 인한 주가 하락은 다소 과한 측면이 있다. 하지만, 이러한 소비 경기 둔화 우려가 전반적인 투자 심리 악화로 연결될 수 있다는 점을 간과해서는 안될 것이다.

한편, 과거 중국 소비자 기대지수, 소매판매 증가율, 제과업체 매출 성장률을 비교해보면, 방향성이 일치할 때도 있었고, 아닐 때도 있었다. 2008~09년에 소비자 기대지수가 급격히 하락했을 때에는 일부 제과 업체들의 매출 성장률이 둔화되었지만, 2010~11년에는 오히려 굉장히 높은 성장률을 시현했었다. 현재 중국 소비자 기대지수는 과거 대비 매우 높은 편이다. 중국 정부가 무역분쟁에 따른 수출 둔화를 우려하여, 내수 부양 정책을 펼치고 있고, 소매판매 증가율도 여전히 높은 수준이기 때문이다. 향후 추이를 확인할 필요는 있겠으나, 급격한 지표 변화가 없다면, 중국 제과 시장 악화는 기우에 그칠 가능성이 높다.

한국에 상장된 중국 소비 관련주 주가 추이(1)



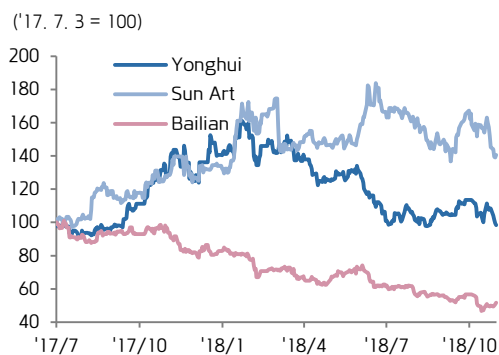
자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

한국에 상장된 중국 소비 관련주 주가 추이(2)



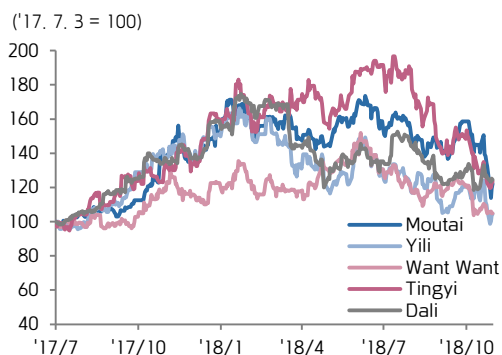
자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

중국/홍콩에 상장된 소비재 주가 추이(1)



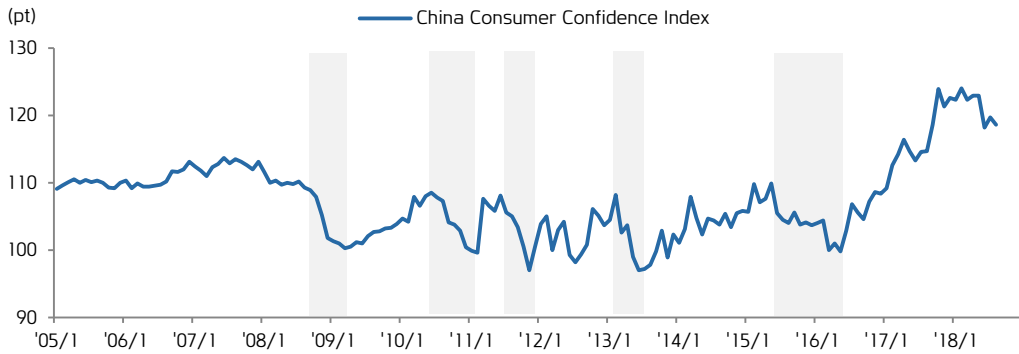
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국/홍콩에 상장된 소비재 주가 추이(2)



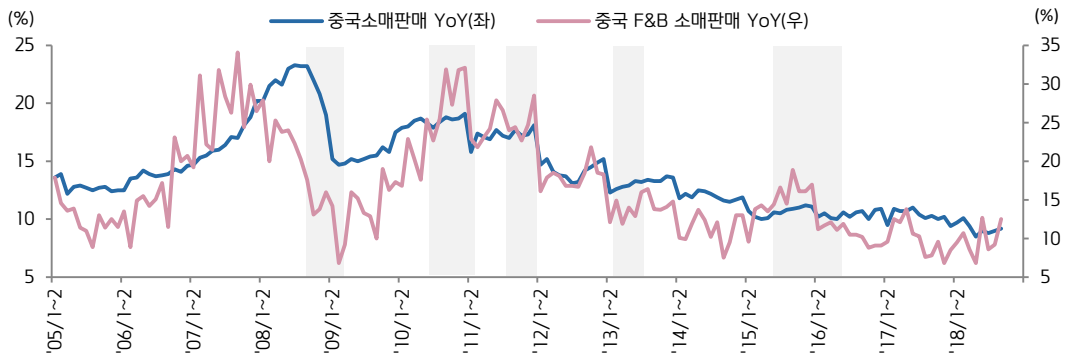
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 Consumer Confidence Index 추이



자료: 중국 국가통계국

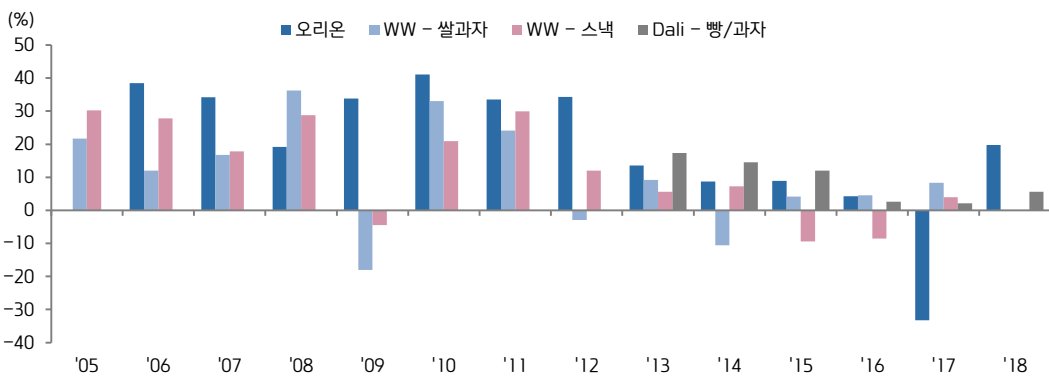
중국 소매판매 증가율 추이



자료: 중국 국가통계국, 키움증권 리서치

주: 1) F&B 소매판매 데이터는 지정규모 이상의 업체 매출을 기준으로 계산된 수치임

중국 제과업체 매출 성장률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주: 1) WW: Want Want

2) '18년 매출 성장률은 1H18 기준 매출 성장률임. 단, WantWant은 FY2017년(회계연도말 2018년 3월말) 기준 매출 성장률임

>>> CJ제일제당: 가공식품/바이오 투자 확대

1) 가공식품: 진천공장 가동 통해 HMR 매출 본격 확대

CJ제일제당은 진천공장 1차 투자가 완료되면서, 올해 4분기부터 HMR 매출을 본격 확대할 계획이다. 약 5,400억원을 투자하여 햇반, 조리육, 조리냉동, 냉동밥 라인의 증설을 완료하였다. 내년도 예상 매출액은 약 4,100억원 수준인데, 일부 라인은 타공장에서 이설되는 부분도 있기 때문에, 매출의 순증은 4,100억원 보다는 작을 것이다. 2차 투자는 내년 6월 정도에 완료될 예정이며, HMR, 김치, 피자 등의 라인 증설을 할 예정이다. 2018년 가공식품 매출 성장률은 회계기준 변경 효과를 제외하면 약 13% 수준으로 추산되는데, 2019년에도 비슷한 수준의 매출 성장률 달성이 가능할 전망이다.

하지만, 가공식품 영업이익률은 다소 하락이 불가피 할 것으로 판단된다. 가장 큰 이유는 HMR 매출 확대에 따른 Product Mix 악화이다. 현재 HMR 제품의 수익성은 거의 BEP 수준이다. 내년도 HMR 매출 Mix 변화에 따른 가공식품 연간 OPM 하락 효과는 0.4%p 수준으로 추산된다. 또한, 해외 매출 비중이 점진적으로 늘어나는 점도 Regional Margin Mix를 악화시킬 수 있다.

다만, 1) 가공식품 해외 사업의 수익성 회복과 2) 냉동만두 판매량의 고성장은 OPM 개선 측면에서 긍정적이다. 당사는 베트남/러시아 등의 지역에서 M&A를 진행하면서, 가공식품 해외 사업의 수익성이 다소 낮아져 있다. M&A 이후 초기 안정화 과정에서 나타난 수익성 하락이기 때문에, 내년에 일부 회복될 수 있다. 또한, 냉동만두는 40% 중반 수준의 MS를 기록하고 있는데, 꾸준히 판매량이 10% 이상 증가하고 있어, 규모의 경제 효과가 확대될 가능성이 높다.

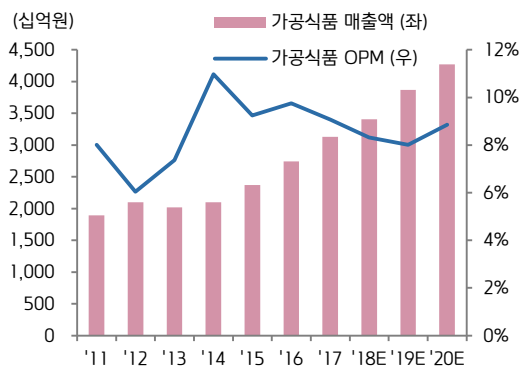
원재료 단가 측면에서는 쌀 가격이 중요할 것이다. 정부의 공급 관리 정책으로 인해, 올해 쌀 가격은 전년대비 30~40% 정도 상승하였다. 이로 인해, 핵심 제품인 햇반의 수익성이 일부 훼손된 상황이다. 국내 쌀 시장은 구조적 공급과잉 구간에 있기 때문에, 정부의 공급 조절 수준에 따라, 시장가격이 움직이는 상황이다. 따라서, 향후 정부의 정책 방향을 주시할 필요가 있다.

CJ제일제당 진천공장 투자 계획 (단위: 십억원)

진천공장 투자 계획	품목	투자규모	2019년 기대 매출액
1차	햇반, 조리육, 조리냉동, 냉동밥	540	410
2차	HMR(국/탕/찌개류 등), 김치, 피자	360	130

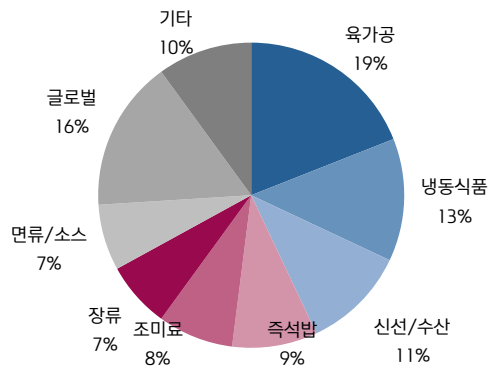
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당 가공식품 매출액/OPM 추이 및 전망



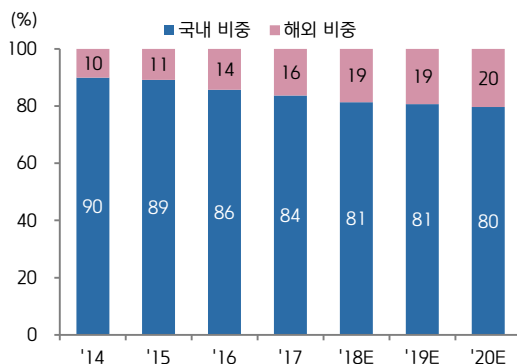
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당 가공식품 매출 Mix



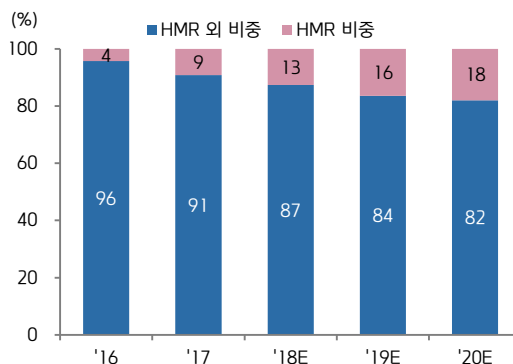
자료: CJ제일제당(2017년 기준)

CJ제일제당 가공식품 지역별 매출 Mix 추이 및 전망



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당 HMR 매출 Mix 추이 및 전망



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치(국내 매출액 대비 비중 기준)

2) 바이오: 품목별 시황 혼조

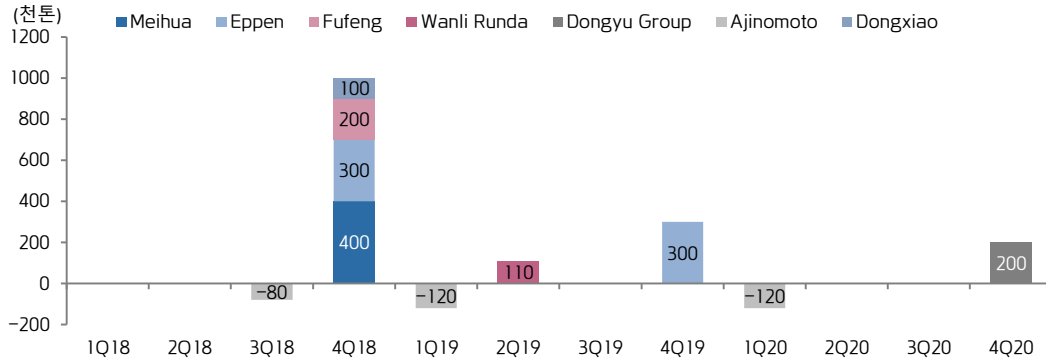
CJ제일제당의 바이오 사업부는 품목별로 시황이 혼조세를 보일 것으로 판단된다.

라이신은 최근에 대두박 가격 상승으로 중국 Spot 가격이 상승하고 있다. 하지만, 내년에는 중국 업체들의 증설로 인해, 글로벌 공급 증가 우려가 있다. Meihua, Eppen, Fufeng, Dongxiao가 올해 4분기부터 신규 Capa를 가동하겠다고 밝힌 상황이다. Meihua의 증설은 Ajinomoto Capa 감산으로 상쇄될 수 있지만, 나머지 업체들의 증설은 글로벌 라이신 공급을 증가시킬 수 있는 요소이다. 다만, 언론에 보도된 계획 대비 Capa 증가율이 낮을 가능성은 있다. 1) 기존 공장의 품목 전환, 2) 일부 공장의 Shut Down 등의 이슈로 순증이 예상보다 낮을 수 있기 때문이다. 본격적인 양산 스케줄을 감안한다면, 내년 1분기 라이신 가격을 통해, 시장 균형 가격에 어느 정도 영향을 주는지 가능해볼 수 있을 것이다.

메치오닌도 독일 라인강 물류 차질로 인한 Evonik의 출하량 감소와 중국 업체들의 정기 보수로 최근에 중국 Spot 가격이 급등하였다. 하지만, 내년에도 구조적인 공급 증가가 이어지는 점이 우려스럽다. 일본의 Sumitomo(+10만톤)와 한국의 CJ제일제당(+4만톤)이 올해 4분기에 각각 Capa를 확대하였다. 내년에는 독일 Evonik이 싱가포르에 15만톤을 증설할 예정이다. 증설 물량이 시장에 출회되면서 판가 하락 압력이 있는 가운데, CJ제일제당은 판매량 확대를 통해 이익 규모의 확대를 꾀할 것으로 판단된다.

특별한 증설 스케줄이 없는 **핵산**과 **트립토판**은 비교적 건조한 업황이 기대된다. 게다가 중국 핵산 수요가 호조를 보이고 있어, 내년에도 수익성이 개선될 가능성이 높다. 한편, **셀렉타**는 원재료 단가 상승이 우려이다. 미국과 중국의 무역 분쟁으로 인해, 중국이 브라질 대두 수입을 확대하면서, 브라질 대두 가격이 상승했기 때문이다. 다만, 셀렉타의 글로벌 SPC(농축대두단백) MS가 38% 수준이기 때문에, 판가 인상을 통해 이익 레벨을 어느 정도 방어할 수 있을 것으로 판단된다.

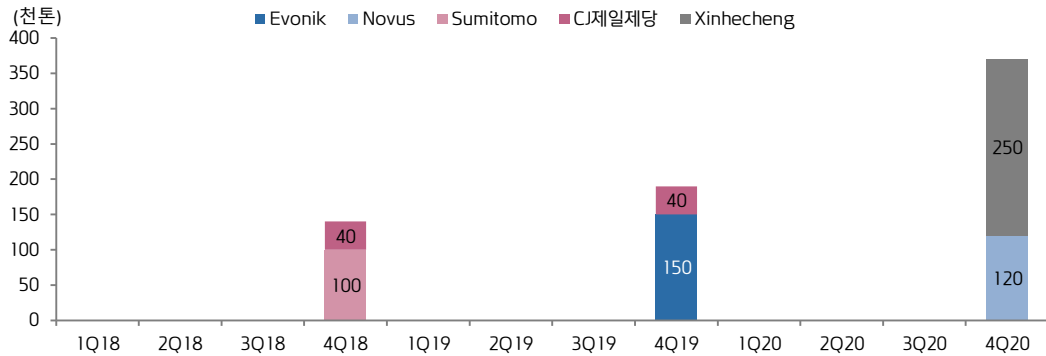
글로벌 라이신 Capa 증설 스케줄



자료: 각 사 자료, Feedtrade, 키움증권 리서치('18년 글로벌 라이신 수요: 240~250만톤 수준)

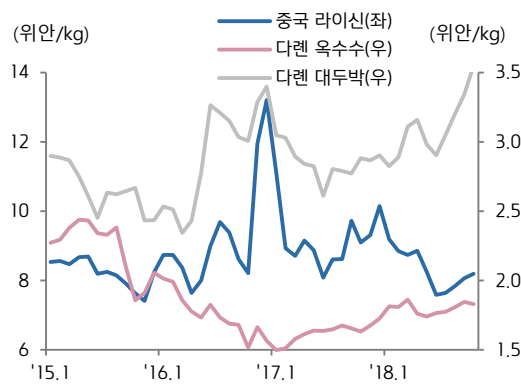
주: 1) Meihua와 Eppen 등 일부 업체의 기존 Capa 품목 전환 혹은 Capa 이전은 정확히 알려져 있지 않아서, 위의 데이터에 빠져 있음.
따라서, 실제 순증은 위의 수치보다 낮을 가능성이 높음

글로벌 메치오닌 Capa 증설 스케줄



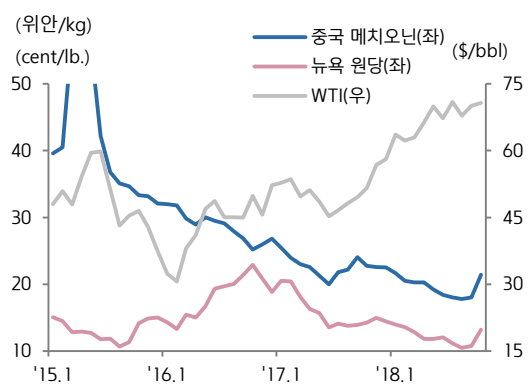
자료: 각 사 자료, Feedtrade, 키움증권 리서치('18년 글로벌 메치오닌 수요: 120~130만톤 수준)

월평균 중국 라이신/옥수수/대두박



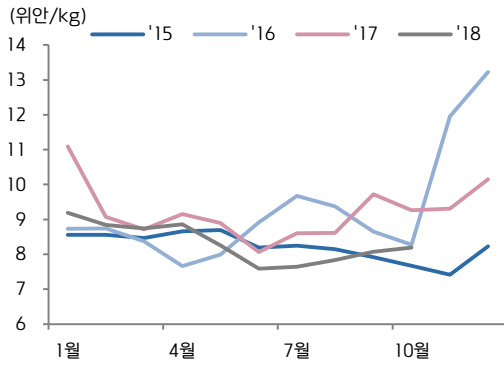
자료: Wind, Bloomberg

월평균 중국 메치오닌/뉴욕 원당/WTI



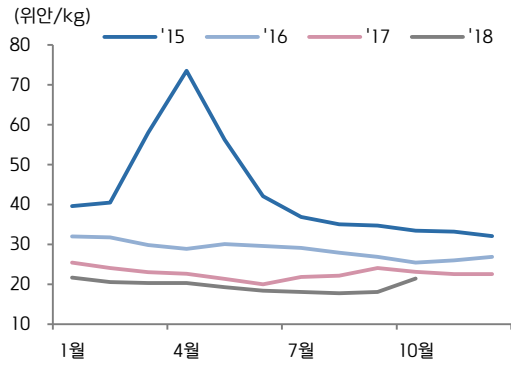
자료: Wind, Bloomberg

월평균 중국 라이신 Spot 가격 추이



자료: Wind

월평균 중국 메치오닌 Spot 가격 추이



자료: Wind

2) 바이오: 포트폴리오 다각화 효과 기대

전반적으로 주요 품목들의 시황 개선이 약할 것으로 예상되기 때문에, 동사는 원가 절감과 스페셜티 아미노산 비중 확대에 주력할 계획이다. 라이신과 메치오닌의 신공법 도입을 통해 원재료 투입비를 낮추고, 수익성이 높은 스페셜티 아미노산(발린/알지닌 등)의 매출을 확대하여, Product Mix 개선을 시도할 예정이다.

시황 변동성에 따른 OPM 변동성에 대한 대응은 핵심과 트립토판의 전략적 판가 관리를 통해 일부 통제 가능할 것으로 판단된다. 동사는 라이신 매출 비중을 올해 34% 수준까지 낮추었고, 핵심과 트립토판에서 매우 높은 MS를 가지고 있다(50% 이상). 올해 핵심은 판가 인상이 비교적 강하게 나타났지만, 트립토판은 전략적으로 판가를 관리하고 있기 때문에(고점 대비 -20% 내외 하락 추산), 내년에 언제든지 판가 인상이 가능한 품목으로 판단된다.

결론적으로, 라이신/메치오닌 판가의 불확실성은 상존하나, 1) 메치오닌 Capa 확대 및 라이신/메치오닌 신공정 도입, 2) 고수익성 스페셜티 아미노산 비중 확대, 3) 트립토판 판가의 전략적 관리를 통해, 비교적 견조한 영업이익률을 기록할 것으로 판단된다.

C제일제당 바이오 부문 실적 분석

구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	'15	'16	'17	'18E	'19E
매출액	454.5	472.3	571.4	669.7	592.0	614.1	648.2	700.2	1,739.7	1,801.6	2,167.9	2,554.6	2,796.6
(YoY)	6.1%	3.6%	25.3%	45.1%	30.3%	30.0%	13.4%	4.6%		3.6%	20.3%	17.8%	9.5%
품목별 매출 Mix													
라이신	46%	45%	39%	35%	38%	34%	33%	31%	47%	46%	41%	34%	31%
메치오닌	15%	16%	14%	10%	12%	11%	8%	11%	14%	17%	13%	11%	13%
트립토판	8%	8%	8%	8%	10%	8%	7%	7%	7%	6%	8%	8%	7%
핵산	12%	13%	11%	9%	9%	13%	13%	12%	12%	12%	11%	12%	13%
셀렉타			9%	19%	11%	14%	18%	19%			8%	15%	15%
기타	20%	17%	19%	19%	20%	20%	20%	20%	20%	18%	19%	20%	21%
매출총이익	135.4	125.9	152.1	200.2	196.0	181.8	189.9	216.2	441.8	494.8	613.6	783.9	864.0
판관비	105.5	101.9	121.6	148.0	147.6	136.9	148.4	162.7	303.0	352.8	477.0	595.6	663.7
영업이익	29.9	24.0	30.5	52.2	48.4	44.9	41.5	53.5	138.8	142.0	136.6	188.3	200.3
매출총이익률	29.8%	26.7%	26.6%	29.9%	33.1%	29.6%	29.3%	30.9%	25.4%	27.5%	28.3%	30.7%	30.9%
판관비율	23.2%	21.6%	21.3%	22.1%	24.9%	22.3%	22.9%	23.2%	17.4%	19.6%	22.0%	23.3%	23.7%
영업이익률	6.6%	5.1%	5.3%	7.8%	8.2%	7.3%	6.4%	7.6%	8.0%	7.9%	6.3%	7.4%	7.2%

자료: C제일제당, 키움증권 리서치

3) 대형 M&A 성사 여부에 관심

중기적으로는 대형 M&A 성사 여부에 관심을 가져야 한다. 현재 CJ제일제당은 미국 식품 사업 확대를 위해 Schwan's Company 인수를 추진하고 있다. 만약, 이번 M&A가 적정 가격으로 성사된다면, 기존 미국 식품 사업과의 시너지와 가공식품 이익 비중 확대 측면에서 EPS와 PER 기대치가 동시에 상승할 가능성이 높은 것으로 판단된다.

CJ제일제당은 글로벌 생산 거점 확보를 위해, 현지 식품 업체를 지속적으로 인수해 나가고 있다. 한식 세계화를 통한 글로벌 식품 매출 확대를 위해, 미국, 중국, 베트남, 러시아, 독일 등지에서 M&A를 진행하고 있다. 2016~17년에는 베트남에서 까우제(Cau Tre)와 민닷푸드(Minh Dat Foods)를 인수하였고, 2017년에는 러시아에서 라비올리社를 인수하였으며, 올해는 미국의 Schwan's Company와 Kahiki Foods, 독일의 Mainfrost社가 새로운 인수 대상 후보로 떠오르고 있다.

현재 CJ제일제당의 해외 식품 사업에서 규모가 가장 큰 곳은 미국이다. 미국은 영토의 면적이 넓기 때문에 지역별로 생산 거점을 확보하고, Capa 증설을 지속해 나가고 있다. 미국 서부(CJ Foods)에는 현재 2개 공장을 운영 중이고, B2C 유통망을 중심으로 만두, 레디밀의 판매를 늘려나가고 있다. 미국 동부(TMI)에서는 현재 3개 공장을 운영 중이고, B2B 유통망을 중심으로 만두, 면류 제품을 공급하고 있다(주로 중국계 레스토랑에 납품). 동사는 현재 미국에서 비비고 만두와 Costco 채널에 대한 의존도가 비교적 높은 편이다. 장기적으로 채널에 대한 교섭력 강화와 유통망 확대를 위해서는 다양한 제품 포트폴리오를 확보하여, 시장 트렌드 변화에 대한 민감도를 낮춰야 한다. Schwan's Company의 냉동 피자 제품은 미국 소매 시장에서 점유율 2위이기 때문에, CJ제일제당에게 새로운 Cash Cow가 될 수 있다. 따라서, Schwan's Company 인수가 성사된다면, 전사 실적의 안정성과 해외 잠재 성장성이 개선되면서, 과거 일본의 Ajinomoto처럼 밸류에이션 레벨이 상승할 가능성이 있다.

美 식품업체 Schwan's Company 회사 개요

국가	법인명	지분율(%)	주요 생산 제품	연간 매출 규모
미국	CJ FOODS(서부 거점)	100	B2C 중상: 만두, 레디밀	2,000억원 내외
	TMI(동부 거점)	100	B2B 중상: 만두, 면류	800~900억원
중국	SICHUAN JIXIANGJU(자상쥬)	60	파오차이(절임류), 라장 ¹⁾	800~900억원
	CJ QINGDAO FOODS(청도식품)	100	다시다, 다담소스류, 만두	800~900억원
	BEIJING ERSHANG CJ FOOD(백옥)	49	두부	500~600억원(관계기업)
베트남	CJ FOODS VIETNAM (舊 웅림스)	100	김치	100억원 내외
	CJ CAU TRE FOODS(까우제)	71.6	냉동식품: 스프링롤, 덩성, 만두, 짜조	400억원 내외
	CJ MINH DAT FOODS(민닷푸드)	100	수산식품	100~200억원
러시아	CJ RAVIOLLO RUS(라비올로)	100	만두	200억원 내외

자료: CJ제일제당, 언론보도, 키움증권 리서치

주: 1) 라장: 중국식 고추장으로 밥이나 면에 비벼먹기도 하고, 중국식 호빵에 발라먹기도 함

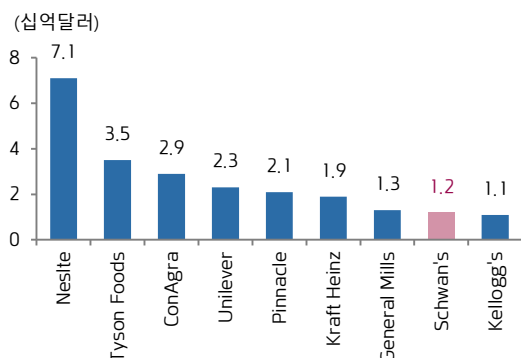
美 식품업체 Schwan's Company 회사 개요

본사 소재지	美 Marshall City, Minnesota
설립년도	1952년
CEO	Dimitrios Smyrnios
연간 실적	매출액 약 30억달러(3.24조원), EBITDA 약 2.6억달러(2800억원) 추산. CJ제일제당 2017년 EBITDA의 33% 수준 ¹⁾
매각 예상금액	약 25억달러(2.7조원) 추산
주요 제품	냉동피자, 냉동디저트 등. 냉동피자 소매시장 MS 2위(19%)
주요 브랜드	Schwan's, LiveSmart, Red Baron, Freschetta, Tony's, Mrs. Smith's, Edwards, Pagoda Express, Minh, Big Daddy's
주요 납품 경로	Home Delivery Service, Grocery Retail, Food Service

자료: 언론보도, 키움증권 리서치 정리

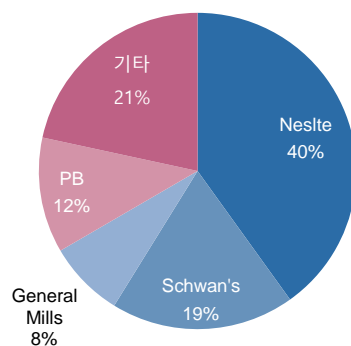
주: 1) 대한통운/헬스케어 제외 기준

주요 식품회사 미국 냉동식품 소매 매출액 현황



자료: Tyson Foods, IRI U.S.(2017. 8. 6 기준 최근 52주 Data)

미국 냉동피자 소매시장 점유율 현황



자료: Statista, 키움증권 리서치(2017년 기준)

Schwan's Company 주요 피자 브랜드



자료: 언론보도

C제일제당의 美 Schwan's Company 인수에 대한 시나리오 분석 (단위: 십억원)

슈완스 총 인수가액(자본을 90% 기준)	2,600.0				
CJ 제일제당 - 자본	1,000.0				CJ제일제당 자본율 53% ¹⁾ 수준
F - 자본	700.0				
인수금융/차입금 - 부채	900.0				
슈완스 영업이익 가정	140.0	160.0	180.0	200.0	
이자비용 증가(금리 3.5% 가정)	49.0	49.0	49.0	49.0	CJ제일제당 투자금액(1조원)의 50%는 추가 차입 가정 ²⁾
세전이익 증가	91.0	111.0	131.0	151.0	
법인세비용 증가	18.2	22.2	26.2	30.2	법인세율 20% 가정
순이익 증가	72.8	88.8	104.8	120.8	
자배주주순이익 증가	38.6	47.1	55.5	64.0	F에 대한 자본비용은 없는 것으로 가정(IPO 조건 없으면 발생 가능)
'19E 기준 자배주주순이익 전망치	364.0				
'19E 기준 자배주주순이익 + 슈완스	402.6	411.0	419.5	428.0	
(기준 전망치 대비 증가율)	11%	13%	15%	18%	
총 발행주식 수(천주)	16,381				
'19E EPS(원, 슈완스 포함 기준)	24,575	25,093	25,611	26,128	
'19E PER(배, 슈완스 포함 기준)	13.3	13.0	12.7	12.5	

자료: 언론보도, CJ제일제당, 키움증권 리서치

주: 1) 1조원 / (1조원 + 0.7조원) * 90%

2) (0.5조원 + 0.9조원) * 3.5%로 계산. CJ제일제당 2018년 상반기말 별도기준 현금 6,800억원 중에 5천억원이 M&A에 사용된다고 가정

KT&G (033780)



BUY(Maintain)

주가(11/2) 97,800원

목표주가 125,000원

2019년은 2018년과 달리 내수/수출담배가 모두 회복 국면에 진입할 것으로 기대된다. 수출담배를 바라보는 시장의 눈높이가 모두 내려왔고, 내수담배도 전자담배를 중심으로 수익성 개선이 기대된다. 따라서, 내년에 EPS와 DPS가 모두 상승할 가능성이 높다. KT&G에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 12.5만원을 유지한다.

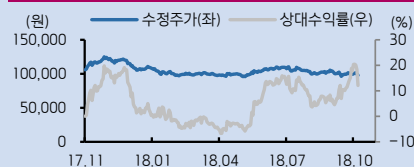
Stock Data

KOSPI (11/2)		2,096.00pt	
시가총액		134,272억원	
52주 주가동향	최고가	최저가	
	125,000원	96,000원	
최고/최저가 대비 등락	-21.76%	1.88%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-2.7%	7.2%
	6M	0.4%	20.0%
	1Y	-7.7%	12.1%

Company Data

발행주식수	137,292천주	
일평균 거래량(3M)	261천주	
외국인 지분율	53.28%	
배당수익률(18.E)	4.09%	
BP (18.E)	59,779원	
주요 주주	국민연금공단	9.6%
	KT&G 자사주	8.0%

Price Trend



수출담배 회복은 Call Option

>>> 수출담배 회복은 Call Option

2018년은 KT&G에게 어려운 한 해였다. 미국의 이란 경제 제재로 인해, 중동 수출이 10월까지 1,300억원 정도 밖에 나가지 못했기 때문이다. 2017년 중동 수출액의 30%도 안 되는 수준이다. 수출담배를 바라보는 시장의 눈높이는 모두 내려왔다. 이제 수출담배 회복은 Call Option이라 생각한다. 1) 중동 GCC 6개국의 세금 인상 이후 흡연을 회복, 2) 주요 도매상의 안전재고 소진, 3) 신시장 다변화 효과에 힘입어, 내년부터 수출담배가 회복국면으로 접어들 것으로 판단된다. 만약, 이란 경제 제재가 완화된다면, 회복 속도가 좀 더 가팔라질 수 있다.

>>> 내수담배 수익성 개선 전망

2018년에는 IQOS의 한국 시장 공략으로 인해, 궐련담배 수요가 감소하였고, 동사 전자담배의 수익성도 출시 초기 낮은 생산성으로 인해 부진한 편이었다. 하지만, 궐련담배 역성장은 둔화되고 있고, 전자담배 수익성은 흑자로 전환되었다. 높은 순매출단가와 낮은 원재료비 부담을 감안한다면, 2019년에 전자담배가 궐련담배 보다 높은 수익성을 시현할 가능성이 있다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 12.5만원

KT&G에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 12.5만원을 유지한다. 2019년은 2018년과 달리 내수/수출담배가 모두 회복 국면에 진입한다. EPS와 DPS가 모두 상승할 것으로 기대된다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	45,033	46,672	44,212	47,807	49,625
보고영업이익(억원)	14,696	14,261	12,254	14,468	15,099
핵심영업이익(억원)	14,696	14,261	12,254	14,468	15,099
EBITDA(억원)	16,283	15,872	13,850	16,070	16,709
세전이익(억원)	15,873	13,456	13,165	15,450	16,117
순이익(억원)	12,255	11,642	9,341	11,279	11,765
지배주주지분순이익(억원)	12,308	11,638	9,364	11,279	11,765
EPS(원)	8,965	8,476	6,821	8,215	8,570
증감율(%YoY)	18.8	-5.4	-19.5	20.4	4.3
PER(배)	11.3	13.6	14.3	11.9	11.4
PBR(배)	2.0	2.0	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	7.1	8.4	7.5	6.2	5.7
보고영업이익률(%)	32.6	30.6	27.7	30.3	30.4
핵심영업이익률(%)	32.6	30.6	27.7	30.3	30.4
ROE(%)	18.3	15.6	11.6	13.2	12.8
순부채비율(%)	-31.8	-32.4	-37.2	-38.4	-40.8

KT&G 분기별 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	1,178.7	1,161.7	1,278.9	1,047.9	1,067.6	1,119.7	1,181.8	1,052.1	1,195.3	1,166.6	1,305.9	1,112.9
(YoY)	8.0%	6.8%	4.8%	-5.1%	-9.4%	-3.6%	-7.6%	0.4%	12.0%	4.2%	10.5%	5.8%
KT&G 별도	726.0	801.3	789.5	683.3	572.3	705.5	663.9	659.3	669.5	729.9	756.5	699.9
(YoY)	3.5%	7.5%	4.7%	-11.0%	-21.2%	-11.9%	-15.9%	-3.5%	17.0%	3.5%	14.0%	6.2%
내수담배	426.2	464.6	507.2	395.9	405.1	474.9	495.8	434.9	415.2	468.6	493.4	433.5
(YoY)	0.5%	-0.7%	1.8%	-11.9%	-5.0%	2.2%	-2.3%	9.9%	2.5%	-1.3%	-0.5%	-0.3%
할(배)					15.6	26.7	22.1	21.4	21.4	21.4	21.4	21.4
(YoY)									37.1%	-19.8%	-3.2%	0.0%
담배 Stick	426.2	464.6	507.2	395.9	389.5	448.2	473.7	413.5	393.8	447.2	472.0	412.1
(YoY)	0.5%	-0.7%	1.8%	-11.9%	-8.6%	-3.5%	-6.6%	4.5%	1.1%	-0.2%	-0.3%	-0.4%
일반필련	426.2	464.6	507.2	393.0	379.4	431.1	448.9	388.9	368.6	415.9	436.8	380.4
(YoY)	0.5%	-0.7%	1.8%	-12.5%	-11.0%	-7.2%	-11.5%	-1.0%	-2.8%	-3.5%	-2.7%	-2.2%
전자담배				2.9	10.1	17.1	24.8	24.6	25.2	31.3	35.2	31.7
(YoY)								741.6%				28.7%
총 시장(백만본)	16,839	18,935	20,543	17,041	16,402	18,621	19,446	17,467	16,156	18,342	19,154	17,205
(YoY)	-4.8%	-2.4%	0.2%	-8.9%	-2.6%	-1.7%	-5.3%	2.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%
MS	61.2%	59.9%	59.9%	56.3%	57.2%	57.4%	58.5%	56.7%	58.3%	58.2%	58.7%	57.0%
(YoY, %pt)	1.6%p	0.7%p	0.3%p	-2.3%p	-3.9%p	-2.6%p	-1.4%p	0.5%p	1.1%p	0.8%p	0.2%p	0.3%p
판매량(백만본)	10,301	11,345	12,307	9,588	9,386	10,680	11,380	9,907	9,418	10,672	11,248	9,802
(YoY)	-2.2%	-1.4%	0.7%	-12.5%	-8.9%	-5.9%	-7.5%	3.3%	0.3%	-0.1%	-1.2%	-1.1%
ASP(원/갑)	827	819	824	826	830	839	832	835	836	838	839	841
(YoY)	2.8%	0.7%	1.0%	0.7%	0.3%	2.5%	1.0%	1.1%	0.8%	-0.2%	0.8%	0.7%
수출담배	236.6	228.9	206.1	207.0	132.3	184.2	93.4	144.4	153.9	152.0	152.6	160.6
(YoY)	1.9%	18.2%	4.8%	-0.6%	-44.1%	-19.5%	-54.7%	-30.2%	16.3%	-17.5%	63.4%	11.2%
판매량(백만본)	13,266	11,287	11,541	11,017	7,913	12,189	5,920	8,813	9,099	9,142	9,177	9,518
(YoY)	13.3%	8.2%	12.3%	0.1%	-40.4%	8.0%	-48.7%	-20.0%	15.0%	-25.0%	55.0%	8.0%
ASP(달러/갑)	0.31	0.36	0.32	0.34	0.31	0.28	0.28	0.29	0.30	0.29	0.29	0.30
(YoY)	-6.4%	12.5%	-7.6%	3.6%	0.9%	-21.9%	-11.2%	-14.5%	-4.0%	5.0%	5.0%	3.0%
원/달러	1,154	1,129	1,132	1,108	1,073	1,078	1,126	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130
(YoY)	-3.9%	-2.9%	1.0%	-4.2%	-7.1%	-4.5%	-0.6%	2.0%	5.3%	4.8%	0.4%	0.0%
기타	63.2	107.8	76.2	80.5	34.9	44.8	74.7	80.0	100.3	109.3	110.5	105.7
(YoY)	40.7%	28.4%	29.5%	-26.9%	-44.8%	-58.4%	-1.9%	-0.7%	187.3%	143.7%	47.9%	32.2%
KGC 별도	341.8	254.2	367.2	236.7	393.4	291.7	404.5	265.0	423.9	314.3	436.0	285.2
(YoY)	15.6%	0.3%	6.3%	11.1%	15.1%	14.7%	10.2%	11.9%	7.8%	7.7%	7.8%	7.6%
기타	111.0	106.2	122.2	127.8	101.9	122.5	113.5	127.8	101.9	122.5	113.5	127.8
(YoY)	17.4%	19.2%	1.0%	3.9%	-8.2%	15.3%	-7.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
영업이익	395.3	386.3	421.7	222.7	311.4	323.0	359.3	231.7	381.4	360.7	436.7	268.0
(YoY)	0.6%	11.7%	-1.1%	-27.0%	-21.2%	-16.4%	-14.8%	4.0%	22.5%	11.7%	21.5%	15.7%
(OPM)	33.5%	33.3%	33.0%	21.3%	29.2%	28.8%	30.4%	22.0%	31.9%	30.9%	33.4%	24.1%
KT&G 별도	319.9	343.1	338.5	243.4	213.3	275.7	275.3	242.0	274.5	307.9	343.7	276.9
(OPM)	44.1%	42.8%	42.9%	35.6%	37.3%	39.1%	41.5%	36.7%	41.0%	42.2%	45.4%	39.6%
KGC 별도	79.2	38.6	77.0	-9.4	91.9	40.6	82.0	1.3	100.7	44.3	90.9	2.7
(OPM)	23.2%	15.2%	21.0%	-4.0%	23.4%	13.9%	20.3%	0.5%	23.8%	14.1%	20.9%	0.9%
기타	-3.7	4.9	6.2	-11.5	6.2	8.5	2.0	-11.5	6.2	8.5	2.0	-11.5
(OPM)	-3.4%	4.6%	5.1%	-9.0%	6.1%	6.9%	1.8%	-9.0%	6.1%	6.9%	1.8%	-9.0%
세전이익	331.7	394.0	433.3	186.6	359.8	378.5	359.2	219.0	406.8	381.1	458.7	298.4
당기순이익	235.0	274.6	308.0	346.6	249.4	265.1	259.3	160.3	297.0	278.2	334.9	217.8
지배주주순이익	234.4	274.2	307.9	347.3	248.9	266.6	260.7	160.3	297.0	278.2	334.9	217.8
(YoY)	-17.6%	-3.8%	23.1%	-15.7%	6.2%	-2.8%	-15.3%	-53.8%	19.3%	4.4%	28.5%	35.9%

자료: KT&G, 키움증권 리서치

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

KT&G 연도별 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,503.3	4,667.2	4,421.2	4,780.7	4,962.5
(YoY)	8.0%	3.6%	-5.3%	8.1%	3.8%
KT&G 별도	2,968.2	3,000.1	2,601.0	2,855.7	2,937.8
(YoY)	5.2%	1.1%	-13.3%	9.8%	2.9%
내수담배	1,839.4	1,793.8	1,810.6	1,810.7	1,810.5
(YoY)	-4.5%	-2.5%	0.9%	0.0%	0.0%
전자담배 Device(Iil)			85.7	85.5	85.5
(YoY)				-0.2%	0.0%
담배 Stick	1,839.4	1,793.8	1,724.9	1,725.1	1,724.9
(YoY)	-4.5%	-2.5%	-3.8%	0.0%	0.0%
일반궐련	1,839.4	1,790.9	1,648.3	1,601.8	1,578.4
(YoY)	-4.5%	-2.6%	-8.0%	-2.8%	-1.5%
전자담배 Stick(Fiit)		2.9	76.6	123.4	146.5
(YoY)			2520.9%	61.0%	18.8%
총 시장(백만본)	76,315	73,358	71,936	70,857	69,795
(YoY)	9.7%	-3.9%	-1.9%	-1.5%	-1.5%
MS	59.2%	59.4%	57.5%	58.1%	58.4%
(YoY, %pt)	0.8%p	0.1%p	-1.9%p	0.6%p	0.4%p
판매량(백만본)	45,207	43,540	41,353	41,139	40,776
(YoY)	11.2%	-3.7%	-5.0%	-0.5%	-0.9%
ASP(원/갑)	814	824	834	839	846
(YoY)	-14.2%	1.3%	1.2%	0.5%	0.9%
수출담배	830.9	878.5	554.4	619.1	701.5
(YoY)	22.0%	5.7%	-36.9%	11.7%	13.3%
판매량(백만본)	43,420	47,110	34,836	36,936	40,630
(YoY)	9.5%	8.5%	-26.1%	6.0%	10.0%
ASP(달러/갑)	0.33	0.33	0.29	0.30	0.31
(YoY)	8.6%	0.0%	-12.0%	2.3%	3.0%
평균환율(원/달러)	1,162	1,132	1,098	1,130	1,130
(YoY)	2.6%	-2.6%	-3.0%	2.9%	0.0%
기타	297.9	327.8	234.4	425.8	425.8
(YoY)	39.2%	10.0%	-28.5%	81.6%	0.0%
KGC 별도	1,107.6	1,199.9	1,354.6	1,459.4	1,559.1
(YoY)	20.7%	8.3%	12.9%	7.7%	6.8%
기타	427.5	467.1	465.6	465.6	465.6
(YoY)	-0.7%	9.3%	-0.3%	0.0%	0.0%
영업이익	1,470.1	1,426.1	1,225.4	1,446.8	1,509.9
(YoY)	7.6%	-3.0%	-14.1%	18.1%	4.4%
(OPM)	32.6%	30.6%	27.7%	30.3%	30.4%
KT&G 별도	1,305.1	1,244.8	1,006.3	1,203.1	1,248.2
(OPM)	44.0%	41.5%	38.7%	42.1%	42.5%
KGC 별도	174.9	185.4	215.7	238.6	256.6
(OPM)	15.8%	15.5%	15.9%	16.4%	16.5%
기타	-9.9	-4.2	5.1	5.1	5.1
(OPM)	-2.3%	-0.9%	1.1%	1.1%	1.1%
세전이익	1,587.8	1,345.6	1,316.5	1,545.0	1,611.7
당기순이익	1,226.0	1,164.2	934.1	1,127.9	1,176.5
지배주주순이익	1,231.3	1,163.8	936.4	1,127.9	1,176.5
(YoY)	18.9%	-5.5%	-19.5%	20.4%	4.3%

자료: KT&G, 키움증권 리서치

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

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	45,033	46,672	44,212	47,807	49,625
매출원가	17,967	19,089	18,223	19,043	19,784
매출총이익	27,066	27,583	25,989	28,764	29,841
판매비및일반관리비	12,370	13,322	13,735	14,296	14,742
영업이익(보고)	14,696	14,261	12,254	14,468	15,099
영업이익(핵심)	14,696	14,261	12,254	14,468	15,099
영업외손익	1,177	-805	911	982	1,018
이자수익	379	432	144	156	162
배당금수익	151	198	198	214	222
외환이익	900	181	750	750	750
이자비용	67	86	55	55	55
외환손실	495	1,605	700	700	700
관계기업지분법손익	21	44	44	44	44
투자및기타자산처분손익	236	14	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-78	-160	0	0	0
기타	129	177	531	574	595
법인세차감전이익	15,873	13,456	13,165	15,450	16,117
법인세비용	3,618	1,814	3,824	4,172	4,352
유효법인세율 (%)	22.8%	13.5%	29.0%	27.0%	27.0%
당기순이익	12,255	11,642	9,341	11,279	11,765
지배주주지분순이익(억원)	12,308	11,638	9,364	11,279	11,765
EBITDA	16,283	15,872	13,850	16,070	16,709
현금순이익(Cash Earnings)	13,842	13,252	10,937	12,880	13,375
수정당기순이익	12,133	11,768	9,341	11,279	11,765
증감율(% YoY)					
매출액	8.0	3.6	-5.3	8.1	3.8
영업이익(보고)	7.6	-3.0	-14.1	18.1	4.4
영업이익(핵심)	7.6	-3.0	-14.1	18.1	4.4
EBITDA	6.6	-2.5	-12.7	16.0	4.0
지배주주지분 당기순이익	18.8	-5.4	-19.5	20.4	4.3
EPS	18.8	-5.4	-19.5	20.4	4.3
수정순이익	21.9	-3.0	-20.6	20.7	4.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	14,978	11,399	11,859	10,938	12,258
당기순이익	12,255	11,642	9,341	11,279	11,765
감가상각비	1,528	1,557	1,546	1,555	1,567
무형자산상각비	59	53	50	46	44
외환손익	-484	1,033	-50	-50	-50
자산처분손익	158	50	0	0	0
지분법손익	-21	-57	-44	-44	-44
영업활동자산부채 증감	1,755	-1,524	1,164	-1,701	-860
기타	-273	-1,356	-148	-148	-164
투자활동현금흐름	-7,026	-3,299	-316	-3,735	-2,781
투자자산의 처분	-5,083	-270	1,374	-2,008	-1,016
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	-5,189	-5,041	-5,290
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	-265	10	13
현금및현금성자산의순증가	3,046	3,794	6,354	2,162	4,186
기초현금및현금성자산	5,462	8,508	12,302	18,655	20,817
기말현금및현금성자산	8,508	12,302	18,655	20,817	25,004
Gross Cash Flow	13,222	12,923	10,695	12,639	13,118
Op Free Cash Flow	12,994	9,192	9,804	8,780	10,055

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	66,155	65,854	69,385	75,672	81,944
현금및현금성자산	8,508	12,302	18,655	20,817	25,004
유동금융자산	16,762	15,819	14,986	16,204	16,820
매출채권및유동채권	18,020	14,558	13,791	14,912	15,479
재고자산	22,654	23,175	21,953	23,738	24,641
기타유동비금융자산	212	0	0	0	0
비유동자산	31,966	33,905	33,647	34,882	35,734
정기매출채권및기타비유동채권	1,233	1,021	967	1,046	1,086
투자자산	13,261	14,073	13,774	14,805	15,462
유형자산	16,065	17,570	17,674	17,801	17,952
무형자산	1,049	847	798	751	708
기타비유동자산	358	394	434	479	527
자산총계	98,121	99,759	103,032	110,554	117,678
유동부채	21,534	18,030	17,301	18,550	19,182
매입채무및기타유동채무	17,970	14,465	13,703	14,817	15,380
단기차입금	1,366	1,747	1,747	1,747	1,747
유동성장기차입금	96	37	163	163	163
기타유동부채	2,102	1,781	1,689	1,824	1,892
비유동부채	5,409	3,431	3,143	3,187	3,218
장기매입채무및비유동채무	246	453	429	464	481
사채및장기차입금	629	652	652	652	652
기타비유동부채	4,535	2,326	2,062	2,071	2,084
부채총계	26,943	21,461	20,444	21,738	22,400
자본금	9,550	9,550	9,550	9,550	9,550
주식발행초과금	0	0	0	0	0
이익잉여금	60,089	67,452	71,803	78,062	84,554
기타자본	813	719	719	719	719
지배주주지분자본총계	70,452	77,721	82,072	88,331	94,822
비지배주주지분자본총계	726	577	516	485	456
자본총계	71,178	78,298	82,588	88,816	95,278
순차입금	-22,649	-25,332	-30,726	-34,106	-38,908
총차입금	2,621	2,789	2,916	2,916	2,916

투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	8,965	8,476	6,821	8,215	8,570
BPS	51,315	56,609	59,779	64,338	69,066
주당EBITDA	11,860	11,560	10,088	11,705	12,171
CFPS	10,082	9,653	7,966	9,382	9,742
DPS	3,600	4,000	4,000	4,200	4,400
주가배수(배)					
PER	11.3	13.6	14.3	11.9	11.4
PBR	2.0	2.0	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.1	8.4	7.5	6.2	5.7
PCFR	10.0	12.0	12.3	10.4	10.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	32.6	30.6	27.7	30.3	30.4
영업이익률(핵심)	32.6	30.6	27.7	30.3	30.4
EBITDA margin	36.2	34.0	31.3	33.6	33.7
순이익률	27.2	24.9	21.1	23.6	23.7
자기자본이익률(ROE)	18.3	15.6	11.6	13.2	12.8
투자자본이익률(ROIC)	28.0	31.2	21.8	26.3	26.5
안정성(%)					
부채비율	37.9	27.4	24.8	24.5	23.5
순차입금비율	-31.8	-32.4	-37.2	-38.4	-40.8
이자보상배율(배)	218.6	166.3	221.2	261.2	272.6
활동성(배)					
매출채권회전율	2.5	2.9	3.1	3.3	3.3
재고자산회전율	2.1	2.0	2.0	2.1	2.1
매입채무회전율	2.8	2.9	3.1	3.4	3.3

오리온 (271560)



BUY(Maintain)

주가(11/2) 90,300원

목표주가 160,000원

양호한 신제품 성과로 중장기 성장 동력이 마련되고 있는 가운데, 중국 제과 시장의 업황도 회복 국면에 진입하였다. 중국 소비 경기 둔화 우려가 있으나, 과자는 단가가 낮은 재화이기 때문에, 영향이 제한적일 것으로 판단된다. 2018년에 대형 신제품에 대한 투자가 많았기 때문에, 2019년은 투자 회수기를 기대할 때이다. 오리온에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 16만원을 유지한다.

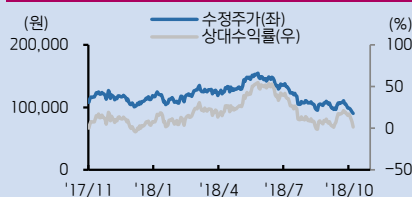
Stock Data

KOSPI (11/2)		2,096.00pt	
시가총액		35,699억원	
52주 주가동향	최고가	최저가	
	155,000원	90,300원	
최고/최저가 대비 등락	-41.74%	0.00%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-11.9%	-2.9%
	6M	-29.2%	-15.3%
	1Y	-16.4%	1.6%

Company Data

발행주식수	39,534천주	
일평균 거래량(3M)	138천주	
외국인 지분율	39.39%	
배당수익률(18.E)	1.11%	
BP (18.E)	37,531원	
주요 주주	오리온홀딩스	37.3%
	국민연금공단	7.1%

Price Trend



신제품 풍년

>>> 신제품 풍년

꼬북칩, 혼다칩, 감자엔 소스닷, 그래놀라 제품 등 신제품의 매출 비중이 지속 확대되고 있다. 꼬북칩은 내년에 중국에서 Capa 증설이 기대되고, 감자엔 소스닷과 오! 감자 플레이버 익스텐션을 중심으로, 감자스낵 Line-up 강화가 기대된다. 특히, 중국에서 올해 신제품과 관련된 투자가 컸기 때문에, 내년에는 영업레버리지 효과가 극대화 될 전망이다.

>>> 중국 제과 시장 회복 국면 진입

중국 소비 경기 둔화 우려에도 불구하고, 중국 제과 시장은 회복 국면에 진입한 것으로 판단된다. 1) 중국 하이퍼마켓의 트래픽이 회복되고 있고, 2) 주요 제과 업체들의 매출 성장률이 모두 반등하고 있으며, 3) 견과류와 같은 대체재의 제과 시장 잠식 우려가 완화되고 있기 때문이다. 오리온이 시장 회복 국면에서 신제품 비중을 확대하고 있기 때문에, 이익 성장률이 돋보일 수 있는 구간으로 판단된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 16만원 유지

오리온에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 16만원을 유지한다. 양호한 신제품 성과로 중장기 성장 동력이 마련되고 있는 가운데, 중국 제과 시장의 업황도 회복 국면에 진입하였다. 2018년에 대형 신제품에 대한 투자가 많았던 점을 감안한다면, 2019년은 투자 회수기를 기대할 때이다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	-	11,172	19,230	20,518	21,601
보고영업이익(억원)	-	1,074	2,764	3,261	3,539
핵심영업이익(억원)	-	1,074	2,764	3,261	3,539
EBITDA(억원)	-	1,732	3,878	4,393	4,703
세전이익(억원)	-	1,051	2,623	3,176	3,456
순이익(억원)	-	767	2,005	2,407	2,619
지배주주지분순이익(억원)	-	756	1,986	2,407	2,619
EPS(원)	-	1,912	5,024	6,089	6,626
증감율(%YoY)	-	N/A	162.8	21.2	8.8
PER(배)	-	54.7	18.0	14.8	13.6
PBR(배)	-	3.2	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA(배)	-	26.8	10.0	8.4	7.5
보고영업이익률(%)	-	9.6	14.4	15.9	16.4
핵심영업이익률(%)	-	9.6	14.4	15.9	16.4
ROE(%)	-	5.7	14.0	14.8	14.3
순부채비율(%)	-	33.3	19.2	8.1	-1.5

오리온 분기별 연결기준 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	487.7	383.1	522.1	451.0	516.3	423.8	487.8	495.2	525.1	454.4	525.0	547.3
(YoY)	-21.9%	-22.6%	-8.3%	-25.1%	5.8%	10.6%	-6.6%	9.8%	1.7%	7.2%	7.6%	10.5%
한국(오리온 별도)	173.3	173.7	169.3	175.3	177.6	175.5	172.3	180.8	180.3	178.4	174.4	183.7
(YoY)	-0.3%	4.2%	5.6%	-1.9%	2.5%	1.0%	1.8%	3.2%	1.5%	1.7%	1.2%	1.6%
중국(Pan Orion)	234.9	141.5	288.7	198.1	266.3	191.5	256.0	236.6	260.4	210.9	280.4	274.8
(YoY)	-37.9%	-48.0%	-17.1%	-43.0%	13.4%	35.3%	-11.3%	19.5%	-2.2%	10.1%	9.6%	16.2%
베트남(OFV)	61.8	49.0	50.4	61.2	67.4	46.3	49.1	64.5	75.8	53.5	58.7	74.6
(YoY)	5.1%	15.6%	10.8%	5.8%	9.0%	-5.5%	-2.4%	5.4%	12.5%	15.5%	19.5%	15.8%
러시아(OIE)	17.7	18.9	19.8	20.9	10.8	14.9	16.4	17.8	14.5	16.0	17.4	18.7
(YoY)	29.6%	35.3%	28.0%	15.5%	-38.8%	-21.2%	-17.2%	-14.9%	33.2%	7.3%	6.3%	5.0%
연결조정	0.0	0.0	-6.0	-4.5	-5.9	-4.4	-6.0	-4.5	-5.9	-4.4	-6.0	-4.5
영업이익	29.7	19.6	78.7	20.3	93.6	39.6	74.3	68.9	94.6	55.2	86.9	89.4
(YoY)	-71.6%	-31.0%	-13.2%	-76.9%	215.3%	102.4%	-5.6%	239.8%	1.1%	39.5%	17.0%	29.7%
(OPM)	6.1%	5.1%	15.1%	4.5%	18.1%	9.3%	15.2%	13.9%	18.0%	12.2%	16.5%	16.3%
한국(오리온 별도)	18.4	23.1	19.4	20.6	24.0	23.2	19.3	24.8	24.5	24.2	19.5	25.5
(OPM)	10.6%	13.3%	11.5%	11.8%	13.5%	13.2%	11.2%	13.7%	13.6%	13.5%	11.2%	13.9%
중국(Pan Orion)	-4.9	-14.1	46.8	-8.5	48.9	10.7	46.1	33.8	45.6	21.6	55.1	49.6
(OPM)	-2.1%	-10.0%	16.2%	-4.3%	18.4%	5.6%	18.0%	14.3%	17.5%	10.2%	19.6%	18.0%
베트남(OFV)	12.0	6.6	9.1	8.6	17.1	3.9	6.9	10.7	18.9	6.8	9.9	13.4
(OPM)	19.5%	13.4%	18.1%	14.0%	25.4%	8.4%	14.0%	16.6%	24.9%	12.8%	16.9%	17.9%
러시아(OIE)	4.1	4.0	4.0	2.1	0.4	2.1	2.5	2.0	2.4	2.9	3.0	3.4
(OPM)	23.2%	21.2%	20.3%	9.9%	4.0%	14.3%	15.5%	11.5%	16.7%	18.3%	17.1%	18.1%
연결조정	0.0	0.0	-0.6	-2.4	3.2	-0.3	-0.6	-2.4	3.2	-0.3	-0.6	-2.4
세전이익			79.6	17.7	87.5	35.9	72.1	66.8	92.2	53.1	84.9	87.5
당기순이익			60.7	10.7	67.5	27.6	54.6	50.7	69.9	40.2	64.3	66.3
자배주순이익			59.1	11.2	65.9	27.4	54.6	50.7	69.9	40.2	64.3	66.3
(YoY)							-7.5%	350.7%	6.0%	46.9%	17.7%	30.9%
현지 통화 기준 매출 성장률												
중국(Pan Orion)	-32.3%	-43.9%	-17.2%	-42.2%	13.0%	30.8%	-9.1%	21.0%	-0.1%	13.1%	9.4%	16.2%
베트남 내수(OFV 내수)	12.4%	33.1%	20.3%	14.7%	22.2%	8.5%	5.9%	12.9%	10.0%	13.0%	20.0%	15.0%
러시아(OIE)	6.7%	21.6%	15.6%	11.1%	-36.2%	-11.9%	-7.0%	-5.0%	47.7%	11.5%	7.0%	5.0%

자료: 오리온, 키움증권 리서치

주: 1) 2Q17까지의 실적은 분할 전 제과 사업 기준

오리온 연도별 연결기준 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,291.2	1,854.5	1,923.0	2,051.8	2,160.1
(YoY)	1.2%	-19.1%	3.7%	6.7%	5.3%
한국(오리온 별도)	679.4	691.5	706.2	716.8	730.7
(YoY)	-4.0%	1.8%	2.1%	1.5%	1.9%
중국(Pan Orion)	1,346.0	863.2	950.3	1,026.5	1,077.8
(YoY)	1.0%	-35.9%	10.1%	8.0%	5.0%
베트남(OFV)	204.5	222.4	227.3	262.7	295.7
(YoY)	24.1%	8.7%	2.2%	15.6%	12.6%
러시아(OIE)	61.2	77.4	60.0	66.6	76.5
(YoY)	5.4%	26.4%	-22.5%	11.0%	15.0%
연결조정		0.0	-20.8	-20.8	-20.8
영업이익	311.5	151.3	276.4	326.1	353.9
(YoY)	-0.8%	-51.4%	82.7%	18.0%	8.5%
(OPM)	13.6%	8.2%	14.4%	15.9%	16.4%
한국(오리온 별도)	78.7	81.6	91.3	93.7	96.2
(OPM)	11.6%	11.8%	12.9%	13.1%	13.2%
중국(Pan Orion)	198.6	19.2	139.6	171.9	186.0
(OPM)	14.8%	2.2%	14.7%	16.7%	17.3%
베트남(OFV)	26.5	36.3	38.6	49.1	58.2
(OPM)	13.0%	16.3%	17.0%	18.7%	19.7%
러시아(OIE)	7.7	14.2	7.2	11.7	13.7
(OPM)	12.6%	18.4%	11.9%	17.6%	17.9%
연결조정		0.0	-0.2	-0.2	-0.2
세전이익			262.3	317.6	345.6
당기순이익			200.5	240.7	261.9
지배주주순이익			198.6	240.7	261.9
(YoY)				21.2%	8.8%
현지 통화 기준 매출 성장률					
중국(Pan Orion)	4.3%	-33.2%	10.5%	9.2%	5.0%
베트남 내수(OFV 내수)	21.5%	18.7%	13.0%	14.1%	12.0%
러시아(OIE)	12.8%	13.5%	-14.2%	14.3%	15.0%

자료: 오리온, 키움증권 리서치

주: 1) 2Q17까지의 실적은 분할 전 제과 사업 기준

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	-	11,172	19,230	20,518	21,601
매출원가	-	5,935	10,626	11,060	11,461
매출총이익	-	5,237	8,604	9,458	10,140
판매비및일반관리비	-	4,163	5,840	6,197	6,602
영업이익(보고)	-	1,074	2,764	3,261	3,539
영업이익(핵심)	-	1,074	2,764	3,261	3,539
영업외손익	-	-24	-141	-86	-83
이자수익	-	44	67	72	76
배당금수익	-	0	0	0	0
외환이익	-	65	0	0	0
이자비용	-	116	170	137	137
외환손실	-	41	0	0	0
관계기업지분법손익	-	-3	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-	42	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-	-6	0	0	0
기타	-	-9	-38	-21	-22
법인세차감전이익	-	1,051	2,623	3,176	3,456
법인세비용	-	284	618	769	836
유효법인세율 (%)	-	27.0%	23.6%	24.2%	24.2%
당기순이익	-	767	2,005	2,407	2,619
지배주주지분순이익(억원)	-	756	1,986	2,407	2,619
EBITDA	-	1,732	3,878	4,393	4,703
현금순이익(Cash Earnings)	-	1,425	3,119	3,539	3,784
수정당기순이익	-	740	2,005	2,407	2,619
증감율(% YoY)	-	-	-	-	-
매출액	-	N/A	72.1	6.7	5.3
영업이익(보고)	-	N/A	157.3	18.0	8.5
영업이익(핵심)	-	N/A	157.3	18.0	8.5
EBITDA	-	N/A	123.9	13.3	7.0
지배주주지분 당기순이익	-	N/A	162.8	21.2	8.8
EPS	-	N/A	162.8	21.2	8.8
수정순이익	-	N/A	170.7	20.1	8.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-	1,932	3,136	3,472	3,727
당기순이익	-	767	2,005	2,407	2,619
감가상각비	-	642	1,087	1,108	1,140
무형자산상각비	-	16	27	24	25
외환손익	-	-29	0	0	0
자산처분손익	-	89	0	0	0
지분법손익	-	3	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-	281	17	-67	-56
기타	-	163	0	0	0
투자활동현금흐름	-	-170	-1,408	-1,635	-1,709
투자자산의 처분	-	549	-8	-35	-29
유형자산의 처분	-	148	0	0	0
유형자산의 취득	-	-898	-1,400	-1,600	-1,680
무형자산의 처분	-	-11	0	0	0
기타	-	41	0	0	0
재무활동현금흐름	-	-1,553	-855	-1,393	-359
단기차입금의 증가	-	-2,541	0	-1,044	0
장기차입금의 증가	-	997	-670	0	0
자본의 증가	-	0	0	0	0
배당금지급	-	0	-237	-395	-395
기타	-	-9	52	47	37
현금및현금성자산의순증가	-	183	873	445	1,659
기초현금및현금성자산	-	833	1,016	1,889	2,334
기말현금및현금성자산	-	1,016	1,889	2,334	3,993
Gross Cash Flow	-	1,651	3,119	3,539	3,784
Op Free Cash Flow	-	815	1,844	1,937	2,110

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	-	4,575	5,457	6,141	8,001
현금및현금성자산	-	1,016	1,889	2,334	3,993
유동금융자산	-	509	519	554	583
매출채권및유동채권	-	1,457	1,479	1,578	1,662
재고자산	-	1,507	1,538	1,641	1,728
기타유동비금융자산	-	85	31	33	35
비유동자산	-	18,005	18,303	18,803	19,346
장기매출채권및기타비유동채권	-	467	481	513	540
투자자산	-	242	239	239	239
유형자산	-	16,728	17,040	17,533	18,073
무형자산	-	524	497	473	448
기타비유동자산	-	45	45	45	45
자산총계	-	22,580	23,759	24,943	27,347
유동부채	-	5,230	4,591	3,715	3,858
매입채무및기타유동채무	-	2,316	2,404	2,565	2,700
단기차입금	-	1,044	1,044	0	0
유동성장기차입금	-	1,659	989	989	989
기타유동부채	-	210	154	162	169
비유동부채	-	3,901	3,952	4,000	4,036
장기매입채무및비유동채무	-	1	0	0	0
사채및장기차입금	-	3,294	3,294	3,294	3,294
기타비유동부채	-	606	658	705	742
부채총계	-	9,131	8,543	7,715	7,894
자본금	-	198	198	198	198
주식발행초과금	-	5,981	5,981	5,981	5,981
이익잉여금	-	762	2,517	4,539	6,772
기타자본	-	6,141	6,141	6,141	6,141
지배주주지분자본총계	-	13,082	14,838	16,859	19,092
비지배주주지분자본총계	-	367	379	369	361
자본총계	-	13,449	15,216	17,228	19,453
순차입금	-	4,472	2,919	1,395	-294
총차입금	-	5,997	5,327	4,283	4,283

투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)	-	-	-	-	-
EPS	-	1,912	5,024	6,089	6,626
BPS	-	33,092	37,531	42,645	48,293
주당EBITDA	-	4,382	9,809	11,113	11,896
CFPS	-	3,604	7,888	8,952	9,571
DPS	-	600	1,000	1,000	1,000
추가배수(배)	-	-	-	-	-
PER	-	54.7	18.0	14.8	13.6
PBR	-	3.2	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	-	26.8	10.0	8.4	7.5
PCFR	-	29.0	11.4	10.1	9.4
수익성(%)	-	-	-	-	-
영업이익률(보고)	-	9.6	14.4	15.9	16.4
영업이익률(핵심)	-	9.6	14.4	15.9	16.4
EBITDA margin	-	15.5	20.2	21.4	21.8
순이익률	-	6.9	10.4	11.7	12.1
자기자본이익률(ROE)	-	5.7	14.0	14.8	14.3
투자자본이익률(ROIC)	-	4.4	11.6	13.3	14.0
안정성(%)	-	-	-	-	-
부채비율	-	67.9	56.1	44.8	40.6
순차입금비율	-	33.3	19.2	8.1	-1.5
이자보상배율(배)	-	9.3	16.2	23.8	25.8
활동성(배)	-	-	-	-	-
매출채권회전율	-	7.7	13.1	13.4	13.3
재고자산회전율	-	7.4	12.6	12.9	12.8
매입채무회전율	-	4.8	8.1	8.3	8.2

CJ제일제당 (097950)



BUY(Maintain)

주가(11/2) 326,500원

목표주가 430,000원

CJ제일제당은 가공식품과 바이오 부문을 중심으로 시장 지배력 확대를 지속적으로 추진하고 있다. 가공식품은 진천공장의 HMR 매출이 확대되면서, 수익성 개선 기대감이 커질 것이다. 바이오 부문은 시장 약세 우려를 포트폴리오 다각화 효과로 극복하고 있다. 높아지는 Potential Value가 수익성으로 연결될 시점이 점차 다가오고 있다. CJ제일제당에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 43만원을 유지한다.

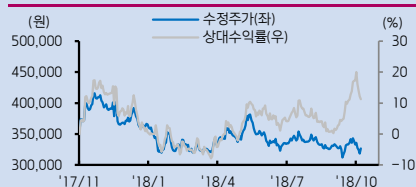
Stock Data

KOSPI (11/2)		2,096.00pt	
시가총액		50,738억원	
52주 주가동향		최고가	최저가
		416,000원	312,000원
최고/최저가 대비 등락		-21.51%	4.65%
주가수익률		절대	상대
1M	-0.8%	9.4%	
6M	-5.4%	13.1%	
1Y	-8.4%	11.3%	

Company Data

발행주식수	16,382천주
일평균 거래량(3M)	33천주
외국인 지분율	21.70%
배당수익률(18.E)	0.92%
BP (18.E)	265,210원
주요 주주	씨제이(주) 44.5%
	국민연금공단 11.9%

Price Trend



높아지는 Potential Value

>>> 높아지는 Potential Value

2019년 CJ제일제당의 핵심 관전 포인트는 진천공장의 HMR 매출 확대 속도와 바이오 부문의 포트폴리오 다각화 효과로 판단된다. 동사는 올해 4분기부터 진천공장을 가동하면서, 햇반/조리냉동/조리육/냉동밥을 중심으로 외형 성장을 도모할 계획이다. HMR에서 나날이 커지고 있는 시장 지배력이 수익성으로 연결되는 시점을 가늠해야 할 것이다. 바이오는 라이신/메치오닌 시황에 대한 우려가 있으나, 1) 신공정 도입을 통한 원재료비 절감, 2) 스페셜티 아미노산 확대, 3) 트립토판 판가의 전략적 관리를 통해, 안정적인 수익성 통제가 가능할 것이다.

>>> 중기적으로 대형 M&A 성사 여부 중요

중기적으로는 대형 M&A 성사 여부가 중요하다. 현재 동사는 미국 Schwan's Company 인수를 추진하고 있다. 매출 규모가 3조원에 다다르기 때문에, 동사의 사업 포트폴리오에 큰 영향을 줄 것이다. 만약, M&A를 적절한 가격에 성공시킨다면, 동사의 기존 미국 사업과의 시너지와 가공식품 이익 비중 확대가 예상되기 때문에, EPS와 PER이 동시에 상승할 수 있을 것이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 43만원 유지

CJ제일제당에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 43만원을 유지한다. 가공식품과 바이오 부문의 높아지는 Potential Value가 수익성으로 연결될 시점이 점차 다가오고 있다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	145,633	164,772	183,075	203,469	220,555
보고영업이익(억원)	8,436	7,766	8,126	9,082	10,468
핵심영업이익(억원)	8,436	7,766	8,126	9,082	10,468
EBITDA(억원)	13,749	13,425	14,260	15,913	17,595
세전이익(억원)	5,284	5,843	14,295	6,047	7,415
순이익(억원)	3,535	4,128	10,471	4,293	5,265
지배주주지분순이익(억원)	2,759	3,702	9,836	3,640	4,430
EPS(원)	19,044	25,537	60,906	22,219	27,043
증감율(%YoY)	45.7	34.1	138.5	-63.5	21.7
PER(배)	18.8	14.3	5.4	14.7	12.1
PBR(배)	1.5	1.6	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA(배)	8.7	8.9	8.2	7.9	7.3
보고영업이익률(%)	5.8	4.7	4.4	4.5	4.7
핵심영업이익률(%)	5.8	4.7	4.4	4.5	4.7
ROE(%)	6.2	6.8	15.7	5.8	6.8
순부채비율(%)	93.1	103.4	88.4	87.6	84.7

C제일제당 분기별 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	3,866.5	3,908.9	4,410.7	4,291.1	4,348.6	4,453.7	4,795.1	4,710.0	4,813.4	5,010.1	5,324.1	5,199.3
(YoY)	9.4%	8.3%	19.9%	14.7%	12.5%	13.9%	8.7%	9.8%	10.7%	12.5%	11.0%	10.4%
식품	1,320.3	1,176.3	1,439.5	1,154.6	1,316.2	1,229.2	1,449.2	1,226.8	1,400.9	1,312.1	1,582.7	1,350.6
(YoY)	13.8%	6.6%	15.7%	4.5%	-0.3%	4.5%	0.7%	6.3%	6.4%	6.7%	9.2%	10.1%
소재	539.6	465.5	536.3	419.9	462.7	459.7	487.8	403.9	449.1	446.2	483.9	401.2
(YoY)	13.0%	-1.6%	12.2%	-4.9%	-14.3%	-1.2%	-9.0%	-3.8%	-2.9%	-2.9%	-0.8%	-0.7%
가공	780.7	710.8	903.2	734.7	853.5	769.5	961.4	822.9	951.8	865.9	1,098.8	949.4
(YoY)	14.5%	12.8%	17.9%	10.7%	9.3%	8.3%	6.4%	12.0%	11.5%	12.5%	14.3%	15.4%
바이오	454.5	472.3	571.4	669.7	592.0	614.1	648.2	700.2	653.0	704.5	703.2	735.9
(YoY)	6.1%	3.6%	25.3%	45.1%	30.3%	30.0%	13.4%	4.6%	10.3%	14.7%	8.5%	5.1%
헬스케어	123.0	131.7	135.3	123.7	114.6							
(YoY)	4.5%	4.9%	4.2%	-12.4%	-6.8%							
생물자원	501.7	546.6	528.4	536.1	489.4	524.2	510.3	517.7	507.6	544.1	529.1	536.7
(YoY)	2.6%	4.8%	10.4%	2.4%	-2.5%	-4.1%	-3.4%	-3.4%	3.7%	3.8%	3.7%	3.7%
물류	1,594.9	1,707.8	1,873.2	1,934.4	2,001.5	2,284.6	2,324.6	2,392.6	2,417.0	2,647.7	2,646.2	2,703.6
(YoY)	10.4%	12.8%	25.7%	18.5%	25.5%	33.8%	24.1%	23.7%	20.8%	15.9%	13.8%	13.0%
대통령외 기준	2,399.5	2,327.0	2,674.6	2,484.1	2,512.2	2,367.5	2,607.7	2,444.8	2,561.5	2,560.7	2,815.0	2,623.1
(YoY)	9.3%	5.5%	15.9%	11.3%	4.7%	1.7%	-2.5%	-1.6%	2.0%	8.2%	7.9%	7.3%
영업이익	192.5	164.4	269.3	150.4	210.3	184.6	257.7	160.0	234.7	210.4	292.7	170.5
(YoY)	-17.3%	-21.9%	10.7%	-4.2%	9.2%	12.3%	-4.3%	6.4%	11.6%	14.0%	13.6%	6.6%
(OPM)	5.0%	4.2%	6.1%	3.5%	4.8%	4.1%	5.4%	3.4%	4.9%	4.2%	5.5%	3.3%
식품	99.6	68.5	166.5	28.1	116.8	68.6	151.6	39.7	121.6	76.9	163.3	43.2
(OPM)	7.5%	5.8%	11.6%	2.4%	8.9%	5.6%	10.5%	3.2%	8.7%	5.9%	10.3%	3.2%
바이오	29.9	24.0	30.5	52.2	48.4	44.9	41.5	53.5	49.1	50.7	47.7	52.8
(OPM)	6.6%	5.1%	5.3%	7.8%	8.2%	7.3%	6.4%	7.6%	7.5%	7.2%	6.8%	7.2%
헬스케어	18.1	17.9	19.6	25.8	12.0							
(OPM)	14.7%	13.6%	14.5%	20.9%	10.5%							
생물자원	-3.4	-6.3	-6.4	-8.3	-6.5	17.7	17.0	11.0	11.0	17.0	17.0	11.0
(OPM)	-0.7%	-1.2%	-1.2%	-1.5%	-1.3%	3.4%	3.3%	2.1%	2.2%	3.1%	3.2%	2.0%
물류	51.1	61.9	62.6	60.0	45.3	57.1	51.1	63.2	58.8	69.5	68.2	71.0
(OPM)	3.2%	3.6%	3.3%	3.1%	2.3%	2.5%	2.2%	2.6%	2.4%	2.6%	2.6%	2.6%
대통령외 기준	144.2	104.1	210.2	97.8	170.7	131.2	210.1	104.2	181.6	144.6	228.0	107.0
(YoY)	-21.2%	-31.6%	13.0%	-5.3%	18.4%	26.0%	0.0%	6.6%	6.4%	10.2%	8.5%	2.7%
(OPM)	6.0%	4.5%	7.9%	3.9%	6.8%	5.5%	8.1%	4.3%	7.1%	5.6%	8.1%	4.1%
세전이익	125.2	70.2	364.5	24.5	112.2	1,048.1	183.1	86.0	163.0	132.7	213.2	95.7
당기순이익	91.0	43.1	263.5	15.2	72.1	783.4	130.0	61.5	115.8	94.2	151.4	68.0
자배주순이익	82.0	21.1	256.4	10.6	62.5	758.5	118.1	44.6	100.7	76.6	135.4	51.3
(YoY)	-33.1%	-50.0%	130.9%	흑전	-23.8%	3486.3%	-53.9%	319.3%	61.1%	-89.9%	14.7%	15.0%

자료: C제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당 연도별 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	14,563.3	16,477.2	18,307.5	20,346.9	22,055.5
(YoY)	12.7%	13.1%	11.1%	11.1%	8.4%
식품	4,612.5	5,090.7	5,221.4	5,646.3	6,028.5
(YoY)	11.1%	10.4%	2.6%	8.1%	6.8%
소재	1,870.2	1,961.3	1,814.1	1,780.4	1,760.0
(YoY)	4.9%	4.9%	-7.5%	-1.9%	-1.1%
가공	2,742.3	3,129.4	3,407.3	3,865.9	4,268.5
(YoY)	15.8%	14.1%	8.9%	13.5%	10.4%
바이오	1,801.6	2,167.9	2,554.6	2,796.6	3,022.8
(YoY)	3.6%	20.3%	17.8%	9.5%	8.1%
헬스케어	514.3	513.7	114.6		
(YoY)	12.6%	-0.1%	-77.7%		
생물자원	2,012.9	2,112.8	2,041.6	2,117.5	2,202.2
(YoY)	11.5%	5.0%	-3.4%	3.7%	4.0%
물류	6,081.9	7,110.4	9,003.3	10,414.5	11,430.1
(YoY)	20.3%	16.9%	26.6%	15.7%	9.8%
대통제외 기준	8,941.3	9,885.2	9,932.2	10,560.3	11,253.5
(YoY)	9.7%	10.6%	0.5%	6.3%	6.6%
영업이익	843.6	776.6	812.6	908.2	1,046.8
(YoY)	12.3%	-7.9%	4.6%	11.8%	15.3%
(OPM)	5.8%	4.7%	4.4%	4.5%	4.7%
식품	351.9	362.7	376.7	405.0	473.3
(OPM)	7.6%	7.1%	7.2%	7.2%	7.9%
바이오	142.0	136.6	188.3	200.3	211.8
(OPM)	7.9%	6.3%	7.4%	7.2%	7.0%
헬스케어	67.9	81.4	12.0		
(OPM)	13.2%	15.8%	10.5%		
생물자원	62.7	-24.4	39.2	56.0	57.7
(OPM)	3.1%	-1.2%	1.9%	2.6%	2.6%
물류	228.4	235.7	216.8	267.4	324.5
(OPM)	3.8%	3.3%	2.4%	2.6%	2.8%
대통제외 기준	624.5	556.3	616.2	661.3	742.7
(YoY)	6.5%	-10.9%	10.8%	7.3%	12.3%
(OPM)	7.0%	5.6%	6.2%	6.3%	6.6%
세전이익	528.4	584.3	1,429.5	604.7	741.5
당기순이익	353.5	412.8	1,047.1	429.3	526.5
지배주주순이익	275.9	370.2	983.6	364.0	443.0
(YoY)	45.8%	34.2%	165.7%	-63.0%	21.7%

자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	145,633	164,772	183,075	203,469	220,555
매출원가	112,752	129,225	146,949	164,159	176,949
매출총이익	32,881	35,547	36,126	39,309	43,606
판매비및일반관리비	24,445	27,781	28,000	30,227	33,138
영업이익(보고)	8,436	7,766	8,126	9,082	10,468
영업이익(핵심)	8,436	7,766	8,126	9,082	10,468
영업외손익	-3,153	-1,922	6,169	-3,035	-3,052
이자수익	180	192	180	183	185
배당금수익	66	46	46	47	48
외환이익	1,330	2,159	1,500	1,500	1,500
이자비용	1,790	2,042	2,452	2,554	2,623
외환손실	1,917	1,488	1,600	1,500	1,500
관계기업지분법손익	10	-186	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-139	2,118	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	324	-697	0	0	0
기타	-1,216	-2,025	8,495	-712	-662
법인세차감전이익	5,284	5,843	14,295	6,047	7,415
법인세비용	1,748	1,715	3,824	1,754	2,150
유효법인세율 (%)	33.1%	29.4%	26.7%	29.0%	29.0%
당기순이익	3,535	4,128	10,471	4,293	5,265
지배주주지분순이익(억원)	2,759	3,702	9,836	3,640	4,430
EBITDA	13,749	13,425	14,260	15,913	17,595
현금순이익(Cash Earnings)	8,848	9,788	16,605	11,124	12,392
수정당기순이익	3,412	3,124	10,471	4,293	5,265
증감율(% YoY)					
매출액	12.7	13.1	11.1	11.1	8.4
영업이익(보고)	12.3	-7.9	4.6	11.8	15.3
영업이익(핵심)	12.3	-7.9	4.6	11.8	15.3
EBITDA	11.3	-2.4	6.2	11.6	10.6
지배주주지분 당기순이익	45.8	34.2	165.7	-63.0	21.7
EPS	45.7	34.1	138.5	-63.5	21.7
수정순이익	40.3	-8.4	235.2	-59.0	22.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	8,001	11,808	2,371	8,864	10,491
당기순이익	3,535	4,128	10,471	4,293	5,265
감가상각비	4,366	4,674	5,071	5,687	6,078
무형자산상각비	947	986	1,063	1,144	1,049
외환손익	602	472	100	0	0
자산처분손익	-1,862	166	0	0	0
지분법손익	347	-23	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-3,586	-238	-1,982	-2,213	-1,854
기타	2,177	1,377	-12,352	-46	-47
투자활동현금흐름	-14,089	-14,639	-2,430	-12,079	-12,651
투자자산의 처분	-5,904	619	-50	-60	-31
유형자산의 처분	386	267	0	0	0
유형자산의 취득	-8,454	-14,504	-15,000	-12,000	-12,600
무형자산의 처분	-606	-795	340	0	0
기타	489	-227	12,281	-20	-20
재무활동현금흐름	7,259	2,654	-408	3,346	2,320
단기차입금의 증가	-8,579	-5,600	-4,800	2,300	2,000
장기차입금의 증가	16,602	10,698	4,119	625	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-541	-505	-425	-481	-481
기타	-222	-1,939	698	903	801
현금및현금성자산의순증가	1,146	-535	-467	131	160
기초현금및현금성자산	5,298	6,444	5,909	5,442	5,573
기말현금및현금성자산	6,444	5,909	5,442	5,573	5,733
Gross Cash Flow	11,587	12,046	4,353	11,077	12,345
Op Free Cash Flow	-1,689	-4,391	-4,556	-934	105

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	48,807	49,635	53,840	59,179	63,687
현금및현금성자산	6,444	5,909	5,442	5,573	5,733
유동금융자산	3,767	1,913	1,941	1,974	1,985
매출채권및유동채권	25,171	27,971	31,078	34,540	37,441
재고자산	12,802	13,035	14,483	16,096	17,448
기타유동비금융자산	624	807	896	996	1,080
비유동자산	108,855	119,047	128,087	133,825	139,783
장기매출채권및기타비유동채권	3,052	3,840	4,267	4,742	5,141
투자자산	8,781	4,871	4,940	5,013	5,080
유형자산	72,805	81,794	91,723	98,036	104,558
무형자산	23,338	27,581	26,178	25,034	23,986
기타비유동자산	879	960	979	999	1,019
자산총계	157,662	168,681	181,927	193,004	203,470
유동부채	46,992	54,969	54,754	60,978	65,743
매입채무및기타유동채무	20,314	23,995	26,661	29,631	32,119
단기차입금	18,015	19,137	14,337	16,637	18,637
유동성장기차입금	7,733	9,146	10,765	11,390	11,390
기타유동부채	931	2,690	2,990	3,320	3,596
비유동부채	50,065	52,274	55,595	56,636	57,553
장기매입채무및비유동채무	853	1,117	1,241	1,379	1,495
사채및장기차입금	40,875	43,061	45,561	45,561	45,561
기타비유동부채	8,337	8,096	8,794	9,697	10,498
부채총계	97,058	107,243	110,349	117,614	123,296
자본금	724	725	819	819	819
주식발행초과금	9,199	9,251	9,251	9,251	9,251
이익잉여금	25,665	29,034	38,637	41,984	46,116
기타자본	-1,495	-5,262	-5,262	-5,262	-5,262
지배주주지분자본총계	34,094	33,749	43,446	46,793	50,925
비지배주주지분자본총계	26,511	27,689	28,133	28,597	29,249
자본총계	60,605	61,439	71,578	75,390	80,174
순차입금	56,411	63,522	63,281	66,042	67,870
총차입금	66,622	71,344	70,663	73,588	75,588

투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	19,044	25,537	60,906	22,219	27,043
BPS	235,302	232,686	265,210	285,645	310,864
주당EBITDA	94,899	92,620	88,297	97,138	107,405
CFPS	61,072	67,523	102,818	67,904	75,645
DPS	2,500	3,000	3,000	3,000	3,000
추가배수(배)					
PER	18.8	14.3	5.4	14.7	12.1
PBR	1.5	1.6	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	8.7	8.9	8.2	7.9	7.3
PCFR	5.9	5.4	3.2	4.8	4.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.8	4.7	4.4	4.5	4.7
영업이익률(핵심)	5.8	4.7	4.4	4.5	4.7
EBITDA margin	9.4	8.1	7.8	7.8	8.0
순이익률	2.4	2.5	5.7	2.1	2.4
자기자본이익률(ROE)	6.2	6.8	15.7	5.8	6.8
투자자본이익률(ROIC)	5.5	4.9	5.0	5.0	5.4
안정성(%)					
부채비율	160.1	174.6	154.2	156.0	153.8
순차입금비율	93.1	103.4	88.4	87.6	84.7
이자보상배율(배)	4.7	3.8	3.3	3.6	4.0
활동성(배)					
매출채권회전율	6.3	6.2	6.2	6.2	6.1
재고자산회전율	12.2	12.8	13.3	13.3	13.1
매입채무회전율	7.9	7.4	7.2	7.2	7.1

동원F&B (049770)



BUY(Maintain)

주가(11/2) 259,500원

목표주가 360,000원

동원F&B의 3분기 연결기준 영업이익은 383억원으로 시장 컨센서스에 부합하였다. 본업인 참치 사업의 업황 호조 덕분이다. 2018~19년 실적 개선 국면은 어가 하락 Cycle과 함께 5년 만에 찾아온 호황 국면이다. 여기에 참치/유가공 중심의 투자 성과가 맞물리면서, 가파른 이익 성장 국면이 기대된다. 동원F&B에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 36만원을 유지한다.

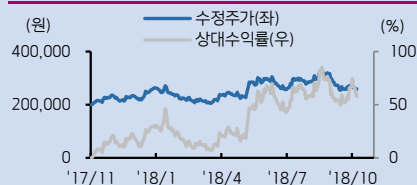
Stock Data

KOSPI (11/2)	2,096.00pt	
시가총액	10,014억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	332,000원	201,500원
최고/최저가 대비 등락	-21.84%	28.78%
주가수익률	절대	상대
1M	-8.6%	0.7%
6M	9.0%	30.3%
1Y	29.8%	57.6%

Company Data

발행주식수	3,859천주
일평균 거래량(3M)	7천주
외국인 지분율	4.78%
배당수익률(18.E)	0.96%
BP (18.E)	165,445원
주요 주주	동원엔터프라이즈 71.3%
	국민연금공단 7.1%

Price Trend



5년 만에 찾아온 호황

>>> 3Q 영업이익 383억원으로 컨센 부합

동원F&B의 3Q18 연결기준 영업이익은 383억원(+28% YoY)으로 시장 컨센서스에 부합하였다. 인센티브 35억 원 반영에도 불구하고, 1) 원어투입단가 안정화, 2) 참치 캔/파우치 매출의 고성장(+10% 이상), 3) 캔햄/냉동만두의 판가 인상 효과 덕분에, 별도기준 영업이익이 전년 동기 대비 +60% 증가하면서 당사 기대치 296억원을 상회하였기 때문이다. 본업의 실적 호조 덕분에 추석 시점 차이에 따른 영업일 수 감소, 원재료(비타민) 단가 상승 영향에 따른 자회사 실적 부진을 극복한 모습을 보여 주었다.

>>> 5년 만에 찾아온 호황

동사의 2018~19년 실적 개선 구간은 2013~14년에 있었던 어가 하락 Cycle과 매우 유사하다. 참치여가가 고점에서 하락하고 있는 가운데, 동사의 투자 성과가 나타나고 있다. 1) 참치 신수요 창출, 2) 유가공 외형 확대 등의 성과가 수익성 개선의 가속화로 연결되고 있다. 또한, 죽/김/안주 간편식 등에서 매출 성장이 지속되면서, 중장기 성장 동력이 마련되는 점도 긍정적이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 36만원 유지

동원F&B에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 36만원을 유지한다. 원어투입단가가 안정화되고, 주력 제품의 판매량 성장이 호조를 보이며, 가파른 이익 성장 국면이 기대된다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	22,413	25,526	27,772	29,858	32,098
보고영업이익(억원)	733	724	840	1,078	1,170
핵심영업이익(억원)	733	724	840	1,078	1,170
EBITDA(억원)	1,120	1,153	1,287	1,527	1,603
세전이익(억원)	648	673	727	997	1,092
순이익(억원)	504	514	551	756	828
지배주주지분순이익(억원)	503	514	550	756	828
EPS(원)	13,044	13,313	14,262	19,583	21,451
증감율(%YoY)	-11.4	2.1	7.1	37.3	9.5
PER(배)	15.2	17.6	18.2	13.3	12.1
PBR(배)	1.4	1.5	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	7.9	10.9	10.5	8.8	8.2
보고영업이익률(%)	3.3	2.8	3.0	3.6	3.6
핵심영업이익률(%)	3.3	2.8	3.0	3.6	3.6
ROE(%)	9.4	9.0	8.9	11.3	11.2
순부채비율(%)	22.0	58.9	55.3	47.7	40.5

동원F&B 분기별 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	632.7	588.8	732.3	598.8	691.8	646.6	789.4	649.5	740.0	693.7	835.4	716.8
(YoY)	12.2%	15.4%	15.3%	12.5%	9.4%	9.8%	7.8%	8.5%	7.0%	7.3%	5.8%	10.4%
일반식품	424.7	348.3	461.9	342.3	445.6	356.4	482.6	350.1	472.7	381.1	492.3	381.5
(YoY)	7.3%	7.4%	7.6%	5.9%	4.9%	2.3%	4.5%	2.3%	6.1%	6.9%	2.0%	9.0%
조미유통	187.6	201.7	229.2	216.9	216.5	233.6	260.5	257.1	223.4	268.2	295.9	292.1
(YoY)	21.8%	22.3%	24.8%	15.9%	15.4%	15.8%	13.7%	18.5%	3.2%	14.8%	13.6%	13.6%
사료	20.3	38.8	40.9	39.3	42.5	43.1	45.8	41.9	43.5	44.0	46.8	42.8
(YoY)	47.3%	83.6%	84.3%	79.1%	109.1%	11.0%	12.0%	6.6%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
기타	0.0	0.0	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
매출총이익	170.3	139.8	180.1	127.2	157.0	138.1	190.9	134.5	178.5	154.9	204.2	149.1
(GPM)	26.9%	23.7%	24.6%	21.2%	22.7%	21.4%	24.2%	20.7%	24.1%	22.3%	24.4%	20.8%
판매비	140.3	131.1	150.3	123.5	134.1	125.0	152.6	124.9	144.1	135.0	162.6	137.2
(판매비율)	22.2%	22.3%	20.5%	20.6%	19.4%	19.3%	19.3%	19.2%	19.5%	19.5%	19.5%	19.1%
영업이익	30.1	8.7	29.8	3.7	22.9	13.2	38.3	9.7	34.4	19.8	41.7	11.9
(YoY)	8.4%	-25.5%	5.7%	-33.7%	-23.9%	51.2%	28.4%	158.5%	50.3%	50.9%	8.7%	23.5%
(OPM)	4.8%	1.5%	4.1%	0.6%	3.3%	2.0%	4.9%	1.5%	4.6%	2.9%	5.0%	1.7%
일반식품	24.0	3.3	20.2	-2.6	17.8	6.6	32.3	3.3	28.1	12.4	35.6	6.4
(OPM)	5.7%	0.9%	4.4%	-0.8%	4.0%	1.8%	6.7%	0.9%	5.9%	3.3%	7.2%	1.7%
조미유통	5.5	6.9	8.4	5.9	4.9	6.2	5.8	6.7	5.7	7.0	5.9	5.8
(OPM)	2.9%	3.4%	3.7%	2.7%	2.3%	2.7%	2.2%	2.6%	2.5%	2.6%	2.0%	2.0%
사료	-0.2	-0.2	0.9	0.7	-0.5	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(OPM)	-1.0%	-0.4%	2.1%	1.8%	-1.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
기타	0.0	0.0	0.3	-0.5	0.6	0.3	0.2	-0.5	0.6	0.3	0.2	-0.5
연결조정 등	0.8	-1.3	0.1	0.2	0.0	0.1	0.0	0.2	0.0	0.1	0.0	0.2
세전이익	30.6	3.8	27.2	5.8	20.6	8.1	35.4	8.6	34.3	17.1	39.0	9.3
당기순이익	23.7	2.1	20.9	4.6	15.7	6.3	26.5	6.5	26.0	13.0	29.5	7.0
지배주주순이익	23.7	2.0	20.9	4.7	15.7	6.3	26.5	6.5	26.0	13.0	29.5	7.0
(YoY)	16.9%	-74.8%	-6.4%	59.1%	-33.9%	211.2%	26.7%	39.2%	65.9%	106.0%	11.4%	7.7%

자료: 동원F&B, 키움증권 리서치

동원F&B 연도별 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,241.3	2,552.6	2,777.2	2,985.8	3,209.8
(YoY)	16.1%	13.9%	8.8%	7.5%	7.5%
일반식품	1,472.5	1,577.2	1,634.8	1,727.6	1,813.6
(YoY)	6.6%	7.1%	3.7%	5.7%	5.0%
조미유통	689.7	835.3	967.7	1,079.7	1,215.2
(YoY)	41.2%	21.1%	15.8%	11.6%	12.5%
사료	79.1	139.3	173.3	177.0	180.9
(YoY)	30.2%	76.2%	24.4%	2.2%	2.2%
기타	0.0	0.8	1.5	1.5	1.5
매출총이익	585.9	617.5	620.6	686.7	738.2
(GPM)	26.1%	24.2%	22.3%	23.0%	23.0%
판매비	512.6	545.2	536.6	578.9	621.2
(판매비율)	22.9%	21.4%	19.3%	19.4%	19.4%
영업이익	73.3	72.4	84.0	107.8	117.0
(YoY)	-4.9%	-1.3%	16.1%	28.3%	8.5%
(OPM)	3.3%	2.8%	3.0%	3.6%	3.6%
일반식품	45.7	44.9	60.0	82.5	90.6
(OPM)	3.1%	2.8%	3.7%	4.8%	5.0%
조미유통	28.0	26.7	23.7	24.3	25.4
(OPM)	4.1%	3.2%	2.4%	2.3%	2.1%
사료	1.0	1.2	-0.6	0.0	0.0
(OPM)	1.3%	0.9%	-0.4%	0.0%	0.0%
기타	0.0	-0.2	0.6	0.6	0.6
연결조정 등	-1.4	-0.2	0.3	0.3	0.3
세전이익	68.1	67.3	72.7	99.7	109.2
당기순이익	53.7	51.4	55.1	75.6	82.8
지배주주순이익	53.6	51.4	55.0	75.6	82.8
(YoY)	-5.6%	-4.2%	7.1%	37.3%	9.5%

자료: 동원F&B, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	22,413	25,526	27,772	29,858	32,098
매출원가	16,554	19,351	21,566	22,991	24,716
매출총이익	5,859	6,175	6,206	6,867	7,382
판매비및일반관리비	5,126	5,452	5,366	5,789	6,212
영업이익(보고)	733	724	840	1,078	1,170
영업이익(핵심)	733	724	840	1,078	1,170
영업외손익	-85	-50	-113	-81	-78
이자수익	12	13	20	21	23
배당금수익	1	22	24	26	28
외환이익	31	40	20	30	30
이자비용	62	96	129	129	129
외환손실	40	24	40	30	30
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	17	9	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-2	0	0	0
기타	-43	-15	-8	0	0
법인세차감전이익	648	673	727	997	1,092
법인세비용	144	159	177	241	264
유효법인세율 (%)	22.2%	23.7%	24.3%	24.2%	24.2%
당기순이익	504	514	551	756	828
지배주주지분순이익(억원)	503	514	550	756	828
EBITDA	1,120	1,153	1,287	1,527	1,603
현금순이익(Cash Earnings)	892	943	998	1,205	1,261
수정당기순이익	491	508	551	756	828
증감율(% YoY)					
매출액	16.1	13.9	8.8	7.5	7.5
영업이익(보고)	-4.9	-1.3	16.1	28.3	8.5
영업이익(핵심)	-4.9	-1.3	16.1	28.3	8.5
EBITDA	-1.7	2.9	11.7	18.6	5.0
지배주주지분 당기순이익	-11.4	2.1	7.1	37.3	9.5
EPS	-11.4	2.1	7.1	37.3	9.5
수정순이익	-14.4	3.4	8.4	37.3	9.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,046	497	754	974	1,014
당기순이익	504	514	551	756	828
감가상각비	369	408	428	430	415
무형자산상각비	19	21	20	19	18
외환손익	7	1	20	0	0
자산처분손익	31	20	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	69	-657	-222	-206	-221
기타	46	190	-42	-24	-26
투자활동현금흐름	-544	-2,329	-739	-736	-739
투자자산의 처분	6	-1,186	-39	-36	-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	144	-70	-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	34	26	26
현금및현금성자산의순증가	330	-34	159	168	204
기초현금및현금성자산	354	684	650	809	977
기말현금및현금성자산	684	650	809	977	1,181
Gross Cash Flow	977	1,154	976	1,180	1,235
Op Free Cash Flow	600	-594	162	360	399

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,687	6,291	6,946	7,575	8,273
현금및현금성자산	684	650	809	977	1,181
유동금융자산	41	83	90	97	104
매출채권및유동채권	2,162	2,519	2,740	2,946	3,167
재고자산	2,800	3,039	3,307	3,555	3,822
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5,167	7,401	7,724	8,045	8,387
장기매출채권및기타비유동채권	209	195	213	229	246
투자자산	326	1,611	1,666	1,719	1,777
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	14,670	15,620	16,661
유동부채	4,535	4,034	4,516	4,773	5,048
매입채무및기타유동채무	2,991	3,032	3,298	3,546	3,812
단기차입금	333	674	0	0	0
유동성장기차입금	1,118	219	1,100	1,100	1,100
기타유동부채	93	109	118	127	136
비유동부채	800	3,725	3,767	3,801	3,836
장기매입채무및비유동채무	16	100	109	117	126
사채및장기차입금	490	3,333	3,333	3,333	3,333
기타비유동부채	294	292	326	352	377
부채총계	5,335	7,759	8,284	8,574	8,884
자본금	193	193	193	193	193
주식발행초과금	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001
이익잉여금	4,372	4,790	5,244	5,903	6,634
기타자본	-49	-53	-53	-53	-53
지배주주지분자본총계	5,517	5,931	6,385	7,044	7,775
비지배주주지분자본총계	2	2	2	2	2
자본총계	5,519	5,932	6,387	7,046	7,777
순차입금	1,216	3,493	3,533	3,359	3,148
총차입금	1,941	4,226	4,432	4,432	4,432

투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	13,044	13,313	14,262	19,583	21,451
BPS	142,964	153,682	165,445	182,529	201,480
주당EBITDA	29,034	29,871	33,362	39,565	41,530
CFPS	23,103	24,431	25,861	31,212	32,673
DPS	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
추가배수(배)					
PER	15.2	17.6	18.2	13.3	12.1
PBR	1.4	1.5	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	7.9	10.9	10.5	8.8	8.2
PCFR	8.6	9.6	10.0	8.3	7.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.3	2.8	3.0	3.6	3.6
영업이익률(핵심)	3.3	2.8	3.0	3.6	3.6
EBITDA margin	5.0	4.5	4.6	5.1	5.0
순이익률	2.2	2.0	2.0	2.5	2.6
자기자본이익률(ROE)	9.4	9.0	8.9	11.3	11.2
투자자본이익률(ROIC)	9.3	8.1	8.2	10.0	10.2
안정성(%)					
부채비율	96.7	130.8	129.7	121.7	114.2
순차입금비율	22.0	58.9	55.3	47.7	40.5
이자보상배율(배)	11.9	7.5	6.5	8.4	9.1
활동성(배)					
매출채권회전율	11.8	10.9	10.6	10.5	10.5
재고자산회전율	8.3	8.7	8.8	8.7	8.7
매입채무회전율	8.9	8.5	8.8	8.7	8.7

SPC삼립 (005610)



BUY(Maintain)

주가(11/2) 123,000원

목표주가 152,000원

SPC삼립은 제빵 부문의 호조가 지속되고, 제분 사업의 마진 스프레드가 개선되면서, 내년에 실적 개선이 가속화될 것으로 기대된다. 특히, 부가가치가 높은 샌드위치, 냉장디저트, 햄버거 등의 품목 확대를 통해, 제빵 부문의 매출과 이익 성장이 동시에 기대된다. SPC삼립에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 15.2만원을 유지한다.

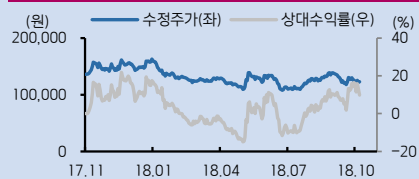
Stock Data

KOSPI (11/2)	2,096.00pt	
시가총액	10,614억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	163,000원	108,000원
최고/최저가 대비 등락	-24.54%	13.89%
주가수익률	절대	상대
1M	-9.6%	-0.3%
6M	-3.5%	15.3%
1Y	-9.6%	9.9%

Company Data

발행주식수	8,629천주
일평균 거래량(3M)	12천주
외국인 지분율	3.51%
배당수익률(18.E)	0.78%
BP (18.E)	36,935원
주요 주주	(주)파리크라상 외 72.8%

Price Trend



마진 스프레드 개선 시작

>>> 제빵: 호조의 연장, 제분: 개선의 시작

소맥가격 상승에 따른 제분 업황 부진이 끝나고, 관련 밸류체인이 판가 인상 Cycle이 전개될 것으로 판단된다. 원재료 단가 상승 부담을 제분 판매량 확대와 제빵의 Product Mix 개선으로 대응해왔다. 이러한 Cost Push가 내년에는 판가 인상으로 연결되면서, 제빵 부문의 실적 호조가 연장되고, 제분 부문의 마진 스프레드도 개선 국면으로 진입할 것으로 예상된다.

>>> HMR 중심의 이익 성장 지속

HMR 중심의 이익 성장도 지속될 것으로 전망된다. 양산빵 부문의 원가 경쟁력과 시장 지배력을 바탕으로, HMR 제품 비중을 확대해 나가고 있다. 부가가치가 높은 샌드위치, 냉장디저트, 햄버거 등의 품목 확대를 통해, 제빵 부문의 Product Mix 개선이 일어나면서, 매출과 이익 성장이 동시에 기대된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 15.2만원

SPC삼립에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 15.2만원을 유지한다. 동사의 핵심 사업인 제빵 부문의 호조가 지속되는 가운데, 제분 사업도 수익성 개선 국면에 진입할 것으로 전망된다. 마침내, 동사의 수직 계열화 노력이 빛을 볼 시점이 다가오고 있다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	18,703	20,655	21,409	22,309	23,451
보고영업이익(억원)	655	547	623	758	863
핵심영업이익(억원)	655	547	623	758	863
EBITDA(억원)	996	901	986	1,127	1,224
세전이익(억원)	618	505	603	753	876
순이익(억원)	495	382	463	571	664
지배주주지분순이익(억원)	495	382	463	571	664
EPS(원)	5,737	4,424	5,365	6,616	7,693
증감율(%YoY)	31.8	-22.9	21.3	23.3	16.3
PER(배)	29.5	35.4	22.9	18.6	16.0
PBR(배)	5.0	4.8	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA(배)	16.2	17.0	12.3	10.3	9.0
보고영업이익률(%)	3.5	2.6	2.9	3.4	3.7
핵심영업이익률(%)	3.5	2.6	2.9	3.4	3.7
ROE(%)	18.1	13.3	15.5	16.6	16.7
순부채비율(%)	52.0	64.9	47.1	26.5	8.9

SPC 삼립 분기별 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	505.2	524.1	522.9	513.3	516.3	541.6	542.9	540.1	541.6	562.8	562.7	563.8
(YoY)	32.0%	10.2%	8.5%	-3.2%	2.2%	3.3%	3.8%	5.2%	4.9%	3.9%	3.7%	4.4%
식품	133.3	138.3	133.4	166.2	143.8	143.6	137.4	174.5	151.0	148.6	142.2	183.2
(YoY)	4.6%	3.8%	4.9%	1.6%	7.9%	3.8%	3.0%	5.0%	5.0%	3.5%	3.5%	5.0%
식품소재	136.1	135.5	128.7	122.5	126.3	131.9	133.9	133.0	134.2	135.7	137.2	137.9
(YoY)	10.4%	5.5%	-5.0%	-10.5%	-7.2%	-2.7%	4.0%	8.6%	6.3%	2.8%	2.5%	3.7%
식품유통	255.8	299.0	251.7	265.0	269.3	291.1	266.8	280.9	285.4	308.6	282.8	297.7
(YoY)	103.1%	39.0%	10.8%	8.3%	5.3%	-2.6%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
프랜차이즈	13.7	10.7	12.8	13.0	10.6	11.7	13.8	14.0	11.6	12.7	14.8	15.0
(YoY)	-5.0%	-33.5%	-8.8%	-11.7%	-22.9%	9.9%	7.8%	7.7%	9.5%	8.5%	7.3%	7.2%
기타	100.0	76.5	136.5	117.3	110.9	119.4	136.5	117.3	110.9	119.4	136.5	117.3
(YoY)	1.5%	-26.1%	28.3%	9.1%	11.0%	56.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
연결조정	-133.6	-136.0	-140.1	-170.6	-144.5	-156.1	-145.4	-179.5	-151.5	-162.2	-150.8	-187.3
(YoY)	25.1%	12.5%	9.2%	24.4%	8.1%	14.8%	3.8%	5.2%	4.9%	3.9%	3.7%	4.4%
매출총이익	87.4	97.2	88.4	105.3	84.0	88.7	84.8	104.6	90.0	92.6	89.4	111.6
(GPM)	17.3%	18.6%	16.9%	20.5%	16.3%	16.4%	15.6%	19.4%	16.6%	16.5%	15.9%	19.8%
판매비	73.8	81.4	80.8	87.6	72.6	72.0	73.8	81.5	75.0	73.7	75.5	83.6
(판매비율)	14.6%	15.5%	15.5%	17.1%	14.1%	13.3%	13.6%	15.1%	13.8%	13.1%	13.4%	14.8%
영업이익	13.6	15.9	7.5	17.7	11.4	16.7	11.0	23.2	15.0	18.9	13.9	28.0
(YOY)	10.5%	-11.7%	-41.9%	-20.6%	-16.3%	5.5%	46.4%	31.0%	32.1%	13.1%	25.9%	21.0%
(OPM)	2.7%	3.0%	1.4%	3.4%	2.2%	3.1%	2.0%	4.3%	2.8%	3.4%	2.5%	5.0%
제빵	5.5	8.3	4.2	15.3	6.5	10.4	5.4	17.3	8.1	11.5	7.1	20.2
(OPM)	4.1%	6.0%	3.2%	9.2%	4.5%	7.2%	4.0%	9.9%	5.4%	7.8%	5.0%	11.0%
식품소재	6.1	5.2	2.3	1.4	3.5	4.8	3.8	4.6	5.2	5.6	4.8	6.2
(OPM)	4.5%	3.8%	1.7%	1.2%	2.8%	3.7%	2.9%	3.5%	3.9%	4.1%	3.5%	4.5%
식품유통	1.2	1.0	1.3	1.5	1.2	1.9	1.6	1.8	1.4	2.2	1.9	2.0
(OPM)	0.5%	0.3%	0.5%	0.6%	0.4%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%
프랜차이즈	-0.7	-0.7	-1.1	-0.7	-0.8	-0.7	-0.7	-0.6	-0.8	-0.7	-0.7	-0.6
(OPM)	-5.0%	-7.0%	-9.0%	-5.1%	-7.6%	-6.2%	-5.2%	-4.5%	-6.5%	-5.3%	-4.5%	-3.8%
기타	1.4	2.0	1.4	0.2	1.0	0.3	1.4	0.2	1.0	0.3	1.4	0.2
(OPM)	1.4%	2.6%	1.0%	0.2%	0.9%	0.3%	1.0%	0.2%	0.9%	0.3%	1.0%	0.2%
연결조정	0.2	0.1	-0.5	-0.1	0.0	0.0	-0.5	-0.1	0.0	0.0	-0.5	-0.1
세전이익	12.9	15.6	7.2	14.8	10.8	15.2	11.3	23.0	14.7	18.7	13.8	28.2
당기순이익	10.2	12.1	5.5	10.5	8.4	11.9	8.6	17.5	11.1	14.2	10.4	21.4
자배주순이익	10.2	12.1	5.4	10.5	8.4	11.8	8.6	17.5	11.1	14.2	10.4	21.4
(YoY)	9.7%	-11.4%	-41.0%	-39.7%	-17.6%	-1.7%	57.0%	67.0%	32.6%	19.6%	21.9%	22.1%

자료: SPC삼립, 키움증권 리서치

SPC 삼립 연도별 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,870.3	2,065.5	2,140.9	2,230.9	2,345.1
(YoY)	36.1%	10.4%	3.7%	4.2%	5.1%
식품	551.3	568.6	599.2	624.9	649.9
(YoY)	4.3%	3.1%	5.4%	4.3%	4.0%
식품소재	524.0	520.2	525.0	545.1	563.8
(YoY)	4.2%	-0.7%	0.9%	3.8%	3.4%
식품유통	812.9	1,071.5	1,108.1	1,174.6	1,268.5
(YoY)	72.7%	31.8%	3.4%	6.0%	8.0%
프랜차이즈	59.2	55.7	50.0	54.0	64.0
(YoY)	-17.3%	-5.9%	-10.1%	8.0%	18.5%
기타	416.1	429.8	484.1	484.1	484.1
(YoY)	57.4%	3.3%	12.6%	0.0%	0.0%
연결조정	-493.1	-580.3	-625.5	-651.9	-685.3
(YoY)	6.2%	17.7%	7.8%	4.2%	5.1%
매출총이익	357.4	378.3	362.2	383.6	403.3
(GPM)	19.1%	18.3%	16.9%	17.2%	17.2%
판매비	291.9	323.6	299.9	307.8	316.9
(판매비율)	15.6%	15.7%	14.0%	13.8%	13.5%
영업이익	65.5	54.7	62.3	75.8	86.3
(YOY)	15.1%	-16.5%	14.0%	21.8%	13.8%
(OPM)	3.5%	2.6%	2.9%	3.4%	3.7%
제빵	29.9	33.2	39.6	46.9	54.5
(OPM)	5.4%	5.8%	6.6%	7.5%	8.4%
식품소재	29.0	15.5	16.8	21.8	23.5
(OPM)	5.5%	3.0%	3.2%	4.0%	4.2%
식품유통	4.0	5.0	6.5	7.5	8.5
(OPM)	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%
프랜차이즈	-2.2	-3.5	-2.9	-2.7	-2.5
(OPM)	-3.8%	-6.4%	-5.7%	-4.9%	-3.9%
기타	5.3	4.9	3.0	3.0	3.0
(OPM)	1.3%	1.1%	0.6%	0.6%	0.6%
연결조정	-0.4	-0.4	-0.7	-0.7	-0.7
세전이익	61.8	50.5	60.3	75.3	87.6
당기순이익	49.5	38.2	46.3	57.1	66.4
지배주주순이익	49.5	38.2	46.3	57.1	66.4
(YoY)	31.8%	-22.9%	21.3%	23.3%	16.3%

자료: SPC삼립, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	18,703	20,655	21,409	22,309	23,451
매출원가	15,130	16,872	17,787	18,472	19,419
매출총이익	3,574	3,783	3,622	3,836	4,033
판매비및일반관리비	2,919	3,236	2,999	3,078	3,169
영업이익(보고)	655	547	623	758	863
영업이익(핵심)	655	547	623	758	863
영업외손익	-37	-41	-20	-5	12
이자수익	2	3	2	2	2
배당금수익	0	0	1	1	1
외환이익	1	3	2	2	2
이자비용	43	47	49	35	19
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	26	27	28
법인세차감전이익	618	505	603	753	876
법인세비용	122	123	140	182	212
유효법인세율 (%)	19.8%	24.4%	23.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	495	382	463	571	664
지배주주지분순이익(억원)	495	382	463	571	664
EBITDA	996	901	986	1,127	1,224
현금순이익(Cash Earnings)	836	736	826	940	1,024
수정당기순이익	506	388	463	571	664
증감율(% YoY)					
매출액	36.1	10.4	3.7	4.2	5.1
영업이익(보고)	15.1	-16.5	14.0	21.8	13.8
영업이익(핵심)	15.1	-16.5	14.0	21.8	13.8
EBITDA	13.3	-9.6	9.5	14.3	8.6
지배주주지분 당기순이익	31.8	-22.9	21.3	23.3	16.3
EPS	31.8	-22.9	21.3	23.3	16.3
수정순이익	33.6	-23.3	19.4	23.3	16.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	796	631	795	901	975
당기순이익	495	382	463	571	664
감가상각비	323	336	345	351	345
무형자산상각비	18	18	18	18	15
외환손익	1	3	-1	-1	0
자산처분손익	13	7	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-294	-332	-32	-38	-48
기타	240	217	1	0	0
투자활동현금흐름	-506	-509	-403	-304	-315
투자자산의 처분	-195	57	-6	-7	-8
유형자산의 처분	2	21	0	0	0
유형자산의 취득	-280	-580	-400	-300	-309
무형자산의 처분	-25	-10	0	0	0
기타	-8	2	2	2	2
재무활동현금흐름	-346	9	-419	-576	-675
단기차입금의 증가	-182	90	-50	-500	-600
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	-28	21	-14
기초현금및현금성자산	109	52	179	151	172
기말현금및현금성자산	52	179	151	172	157
Gross Cash Flow	1,091	963	826	939	1,023
Op Free Cash Flow	267	-155	410	606	658

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,813	3,345	3,433	3,591	3,752
현금및현금성자산	52	179	151	172	157
유동금융자산	56	140	145	151	159
매출채권및유동채권	1,949	1,978	2,050	2,136	2,245
재고자산	755	1,049	1,087	1,132	1,191
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,933	3,999	4,042	3,981	3,941
장기매출채권및기타비유동채권	207	208	215	224	236
투자자산	424	305	306	307	308
유형자산	3,079	3,269	3,324	3,273	3,237
무형자산	142	138	120	102	87
기타비유동자산	82	79	77	75	73
자산총계	6,746	7,344	7,474	7,573	7,693
유동부채	3,342	4,086	3,832	3,435	2,967
매입채무및기타유동채무	2,070	2,297	2,381	2,481	2,608
단기차입금	898	1,288	1,238	738	138
유동성장기차입금	300	429	139	139	139
기타유동부채	74	72	75	78	82
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	4,289	3,893	3,427
자본금	431	431	431	431	431
주식발행초과금	67	67	67	67	67
이익잉여금	2,297	2,621	3,007	3,500	4,086
기타자본	130	-318	-318	-318	-318
지배주주지분자본총계	2,925	2,802	3,187	3,681	4,267
비지배주주지분자본총계	-2	-1	-1	-1	-1
자본총계	2,923	2,800	3,186	3,679	4,266
순차입금	1,519	1,819	1,501	974	380
총차입금	1,627	2,137	1,797	1,297	697

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	5,737	4,424	5,365	6,616	7,693
BPS	33,899	32,469	36,935	42,654	49,448
주당EBITDA	11,543	10,440	11,430	13,063	14,181
CFPS	9,692	8,532	9,577	10,890	11,869
DPS	956	956	956	956	956
추가배수(배)					
PER	29.5	35.4	22.9	18.6	16.0
PBR	5.0	4.8	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	16.2	17.0	12.3	10.3	9.0
PCFR	17.5	18.3	12.8	11.3	10.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.5	2.6	2.9	3.4	3.7
영업이익률(핵심)	3.5	2.6	2.9	3.4	3.7
EBITDA margin	5.3	4.4	4.6	5.1	5.2
순이익률	2.6	1.8	2.2	2.6	2.8
자기자본이익률(ROE)	18.1	13.3	15.5	16.6	16.7
투자자본이익률(ROIC)	13.4	10.2	11.3	13.5	15.5
안정성(%)					
부채비율	130.8	162.3	134.6	105.8	80.3
순차입금비율	52.0	64.9	47.1	26.5	8.9
이자보상배율(배)	15.4	11.7	12.8	21.7	45.9
활동성(배)					
매출채권회전율	10.9	10.5	10.6	10.7	10.7
재고자산회전율	24.6	22.9	20.1	20.1	20.2
매입채무회전율	10.3	9.5	9.2	9.2	9.2

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가 (원)	목표 가격 대상 시점	과리율(%) 평균 최고 주가 증가 대비
KT&G (033780)	2016-10-28	BUY(Maintain)	144,000	6개월	-24.94 -21.53
	2016-11-22	BUY(Maintain)	144,000	6개월	-27.50 -21.53
	2017-01-17	BUY(Maintain)	144,000	6개월	-27.62 -21.53
	2017-01-20	BUY(Maintain)	144,000	6개월	-28.53 -21.53
	2017-03-21	BUY(Maintain)	144,000	6개월	-29.05 -21.53
	2017-04-17	BUY(Maintain)	144,000	6개월	-28.99 -21.53
	2017-04-28	BUY(Maintain)	144,000	6개월	-25.00 -18.06
	2017-06-15	BUY(Maintain)	144,000	6개월	-22.89 -16.32
	2017-07-12	BUY(Maintain)	144,000	6개월	-22.48 -16.32
	2017-07-27	BUY(Maintain)	144,000	6개월	-23.05 -16.32
	2017-10-17	BUY(Maintain)	132,000	6개월	-17.93 -17.05
	2017-10-26	BUY(Maintain)	132,000	6개월	-16.35 -10.98
	2017-11-20	BUY(Maintain)	146,000	6개월	-17.81 -14.38
	2017-12-18	BUY(Maintain)	157,000	6개월	-28.92 -22.61
	2018-02-01	BUY(Maintain)	140,000	6개월	-28.18 -23.21
	2018-04-03	BUY(Maintain)	124,000	6개월	-20.15 -18.15
	2018-05-11	Outperform/Downgrad	113,000	6개월	-9.08 -2.65
	2018-07-25	Outperform/Maintain	121,000	6개월	-10.15 -8.68
	2018-08-01	Outperform/Maintain	121,000	6개월	-13.87 -8.68
	2018-10-05	Buy(Upgrade)	121,000	6개월	-14.83 -8.68
	2018-10-30	BUY(Maintain)	125,000	6개월	-20.00 -18.80
	2018-11-05	BUY(Maintain)	125,000	6개월	
오리온 (271560)	2018/01/08	BUY(Initiate)	128,000	6개월	-16.99 -14.45
	2018/01/16	BUY(Maintain)	128,000	6개월	-10.72 -2.34
	2018/02/14	BUY(Maintain)	128,000	6개월	-8.90 5.86
	2018/04/17	BUY(Maintain)	153,000	6개월	-17.49 -12.75
	2018/05/16	BUY(Maintain)	153,000	6개월	-16.86 -12.75
	2018/05/28	BUY(Maintain)	153,000	6개월	-13.58 -2.61
	2018/06/18	BUY(Maintain)	181,000	6개월	-17.87 -14.36
	2018/07/13	BUY(Maintain)	181,000	6개월	-19.90 -14.36
	2018/07/25	BUY(Maintain)	181,000	6개월	-23.43 -14.36
	2018/08/16	BUY(Maintain)	160,000	6개월	-34.32 -30.63
	2018/09/19	BUY(Maintain)	160,000	6개월	-34.55 -30.63
	2018/10/12	BUY(Maintain)	160,000	6개월	-34.85 -30.63
	2018/11/05	BUY(Maintain)	160,000	6개월	
CJ제일제당 (097950)	2016/11/03	BUY(Maintain)	550,000	6개월	-31.07 -26.09
	2016/11/16	BUY(Maintain)	550,000	6개월	-31.59 -31.27
	2016/11/18	BUY(Maintain)	550,000	6개월	-31.52 -30.91
	2016/11/23	BUY(Maintain)	550,000	6개월	-32.02 -29.00
	2017/01/02	BUY(Maintain)	550,000	6개월	-32.75 -29.00
	2017/01/17	BUY(Maintain)	550,000	6개월	-33.52 -29.00
	2017/02/10	BUY(Maintain)	550,000	6개월	-33.56 -29.00
	2017/02/21	BUY(Maintain)	550,000	6개월	-34.11 -29.00
	2017/03/30	BUY(Maintain)	510,000	6개월	-32.08 -29.71
	2017/05/12	BUY(Maintain)	510,000	6개월	-31.59 -28.14
	2017/05/23	BUY(Maintain)	510,000	6개월	-29.86 -24.12
	2017/06/13	BUY(Maintain)	510,000	6개월	-29.30 -24.12
	2017/06/29	BUY(Maintain)	510,000	6개월	-29.37 -24.12
	2017/07/12	BUY(Maintain)	510,000	6개월	-29.39 -24.12
	2017/08/07	BUY(Maintain)	480,000	6개월	-26.06 -24.46
	2017/09/13	BUY(Maintain)	480,000	6개월	-26.30 -24.46
	2017/10/10	BUY(Maintain)	480,000	6개월	-26.08 -22.81
	2017/10/17	BUY(Maintain)	480,000	6개월	-25.30 -21.46
	2017/11/09	BUY(Maintain)	480,000	6개월	-24.48 -16.67
	2017/11/20	BUY(Maintain)	500,000	6개월	-20.10 -16.80
	2017/12/19	BUY(Maintain)	500,000	6개월	-22.38 -16.80
	2018/01/04	BUY(Maintain)	500,000	6개월	-22.74 -16.80
	2018/01/16	BUY(Maintain)	500,000	6개월	-24.38 -16.80
	2018/02/05	BUY(Maintain)	460,000	6개월	-28.54 -23.26
	2018/02/26	BUY(Maintain)	460,000	6개월	-28.52 -23.26
	2018/04/17	BUY(Maintain)	410,000원	6개월	-18.06 -12.32
CJ프레시웨이 (051500)	2016/11/16	BUY(Initiate)	50,000	6개월	-22.86 -14.10
	2017/01/17	BUY(Maintain)	50,000	6개월	-24.15 -14.10
	2017/02/09	BUY(Maintain)	45,000	6개월	-28.06 -22.89
	2017/03/21	BUY(Maintain)	45,000	6개월	-26.14 -18.00
	2017/05/15	BUY(Maintain)	53,000	6개월	-26.64 -24.43
	2017/05/23	BUY(Maintain)	53,000	6개월	-22.28 -15.66
	2017/07/03	BUY(Maintain)	53,000	6개월	-22.42 -15.66
	2017/07/12	BUY(Maintain)	53,000	6개월	-22.09 -15.66
	2017/08/09	BUY(Maintain)	64,000	6개월	-31.83 -26.17
	2017/09/07	BUY(Maintain)	64,000	6개월	-33.20 -26.17
SPC삼립 (005610)	2018-07-25	BUY(Initiate)	142,000	6개월	-21.72 -19.37
	2018-08-16	BUY(Maintain)	152,000	6개월	-14.56 -8.55
	2018-10-11	BUY(Maintain)	152,000	6개월	-15.50 -8.55
	2018-11-05	BUY(Maintain)	152,000	6개월	
뉴트리 바이오텍 (222040)	2017-09-13	BUY(Initiate)	26,000	6개월	-33.08 -29.62
	2017-10-17	BUY(Maintain)	26,000	6개월	-28.60 -12.12
	2017-11-07	BUY(Maintain)	26,000	6개월	-20.56 2.88
	2018-01-31	BUY(Maintain)	30,000	6개월	-16.21 -2.17
	2018-04-25	BUY(Maintain)	32,000	6개월	-25.54 -10.16
	2018-08-03	BUY(Maintain)	28,000	6개월	-27.34 -18.21
대상 (001680)	2018-10-16	BUY(Maintain)	28,000	6개월	-27.79 -18.21
	2018-10-29	BUY(Maintain)	22,000	6개월	-35.27 -28.86
	2018-11-05	BUY(Maintain)	22,000	6개월	
	2016-11-15	BUY(Maintain)	40,000	6개월	-26.75 -17.63
	2016-11-18	BUY(Maintain)	40,000	6개월	-28.69 -17.63
	2017-01-17	BUY(Maintain)	36,000	6개월	-28.92 -26.94
	2017-02-03	BUY(Maintain)	31,000	6개월	-18.93 -8.06
	2017-07-12	BUY(Maintain)	31,000	6개월	-18.86 -8.06
	2017-08-14	BUY(Maintain)	31,000	6개월	-23.06 -20.65
	2017-09-13	BUY(Maintain)	31,000	6개월	-25.15 -20.65
대신 (001680)	2017-11-15	BUY(Maintain)	31,000	6개월	-20.35 -7.90
	2018-01-16	BUY(Maintain)	31,000	6개월	-19.66 -7.90
	2018-02-26	BUY(Maintain)	31,000	6개월	-21.94 -19.19
	2018-03-28	BUY(Maintain)	31,000	6개월	-20.17 -14.84
	2018-04-17	BUY(Maintain)	31,000	6개월	-18.75 -12.58
	2018-05-16	BUY(Maintain)	33,000	6개월	-19.52 -12.12
	2018-07-25	BUY(Maintain)	33,000	6개월	-20.68 -12.12
	2018-08-16	BUY(Maintain)	37,000	6개월	-30.54 -25.00
	2018-11-05	BUY(Maintain)	31,000	6개월	

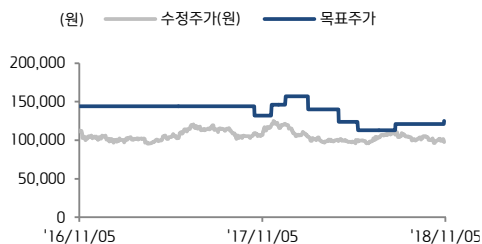
투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가 (원)	목표 가격 대상 시점	과리율(%) 평균 주가 대비	최고 주가 대비	종목명	일자	투자의견	목표 주가 (원)	목표 가격 대상 시점	과리율(%) 평균 주가 대비	최고 주가 대비
동원F&B (049770)	2018-04-17	BUY(Initiate)	300,000	6개월	-23.10	-19.83	매일유업 (267980)	2017-06-05	BUY (Initiate)	110,000	6개월	-27.69	-22.55
	2018-05-08	BUY(Maintain)	300,000	6개월	-22.01	-17.50		2017-07-12	BUY (Maintain)	94,000	6개월	-19.05	-16.17
	2018-05-28	BUY(Maintain)	300,000	6개월	-22.24	-17.50		2017-08-16	BUY (Maintain)	94,000	6개월	-23.42	-16.17
	2018-06-04	BUY(Maintain)	330,000	6개월	-13.58	-7.58		2017-11-15	BUY (Maintain)	94,000	6개월	-24.68	-16.17
	2018-07-18	BUY(Maintain)	360,000	6개월	-26.81	-24.58		2018-01-26	BUY (Maintain)	94,000	6개월	-24.01	-12.34
	2018-07-25	BUY(Maintain)	360,000	6개월	-26.56	-22.22		2018-05-16	BUY (Maintain)	94,000	6개월	-16.35	7.98
	2018-08-03	BUY(Maintain)	360,000	6개월	-19.51	-7.78		2018-11-05	BUY (Maintain)	94,000	6개월	-	-
롯데푸드 (002270)	2018-10-15	BUY(Maintain)	360,000	6개월	-20.80	-7.78	오뚜기 (007310)	2017-09-13	BUY(Initiate)	950,000	6개월	-22.02	-20.95
	2018-11-05	BUY(Maintain)	360,000	6개월	-	-		2017-09-26	BUY(Maintain)	950,000	6개월	-22.13	-20.74
	2016-12-05	BUY(Maintain)	950,000	6개월	-32.76	-28.82		2017-10-17	BUY(Maintain)	950,000	6개월	-20.92	-17.47
	2017-01-17	BUY(Maintain)	810,000	6개월	-24.44	-22.31		2017-11-15	BUY(Maintain)	950,000	6개월	-18.52	-12.84
	2017-03-10	BUY(Maintain)	770,000	6개월	-20.19	-13.45		2018-01-16	BUY(Maintain)	950,000	6개월	-19.39	-12.84
	2017-05-16	BUY(Maintain)	770,000	6개월	-18.81	-12.65		2018-02-26	BUY(Maintain)	950,000	6개월	-19.84	-12.84
	2017-07-12	BUY(Maintain)	770,000	6개월	-19.15	-12.65		2018-05-16	BUY(Maintain)	950,000	6개월	-12.41	-6.32
	2017-08-01	BUY(Maintain)	770,000	6개월	-20.10	-12.65		2018-07-18	BUY(Maintain)	950,000	6개월	-12.26	-6.32
	2018-01-16	BUY(Maintain)	740,000	6개월	-19.03	-12.57		2018-07-25	BUY(Maintain)	1,040,000	6개월	-16.56	-14.62
	2018-02-26	BUY(Maintain)	740,000	6개월	-19.25	-12.57		2018-08-16	BUY(Maintain)	1,040,000	6개월	-25.17	-14.62
	2018-03-16	BUY(Maintain)	740,000	6개월	-16.42	-5.27		2018-09-27	BUY(Maintain)	1,040,000	6개월	-28.31	-14.62
	2018-04-17	BUY(Maintain)	820,000	6개월	-10.62	-5.85	하이트진로 (000080)	2018-11-05	BUY(Maintain)	1,040,000	6개월	-	-
	2018-05-16	BUY(Maintain)	850,000	6개월	-6.85	5.41		2018-01-16	BUY(Initiate)	29,000원	6개월	-24.54	-18.79
	2018-07-25	BUY(Maintain)	1,050,000	6개월	-17.17	-14.67		2018-05-16	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-26.86	-18.79
	2018-08-16	BUY(Maintain)	1,050,000	6개월	-23.23	-14.67		2018-08-16	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-31.43	-28.75
	2018-11-05	BUY(Maintain)	850,000	6개월	-	-		2018-11-05	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-	-

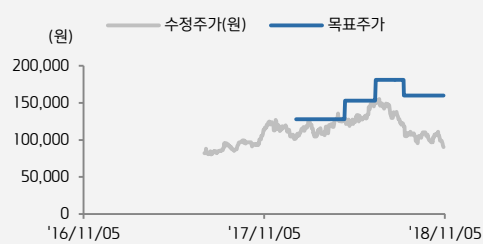
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

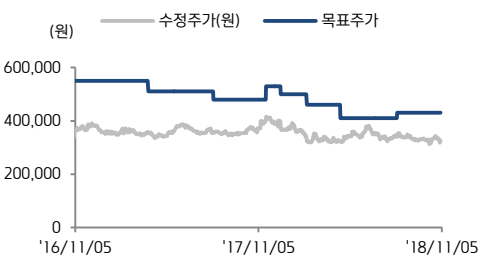
KT&G (033780)



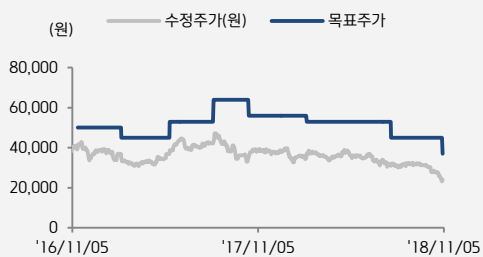
오리온 (271560)



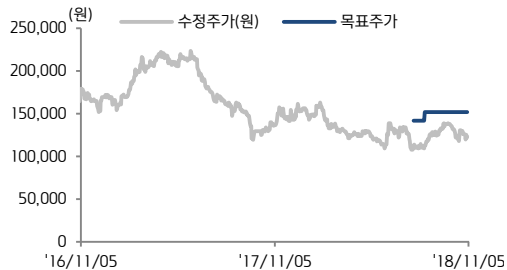
CJ제일제당 (097950)



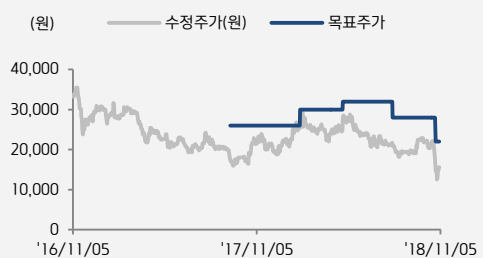
디프레시웨이 (051500)



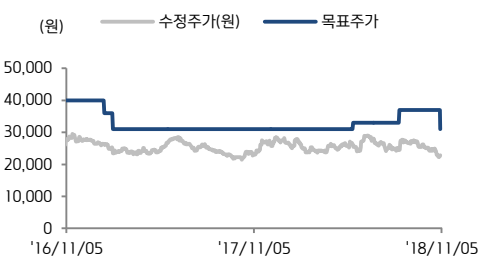
SPC삼립 (005610)



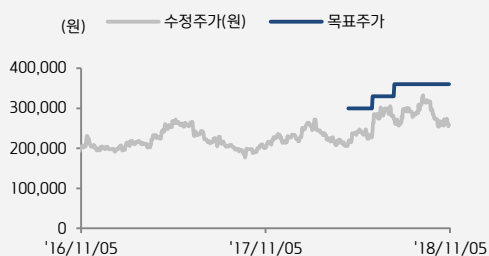
뉴트리나바이오텍 (222040)



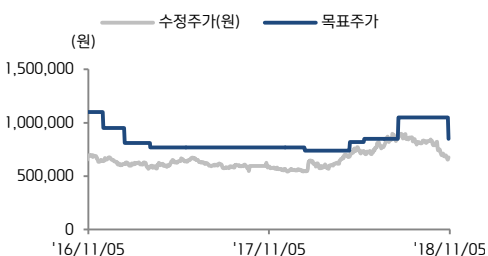
대상 (001680)



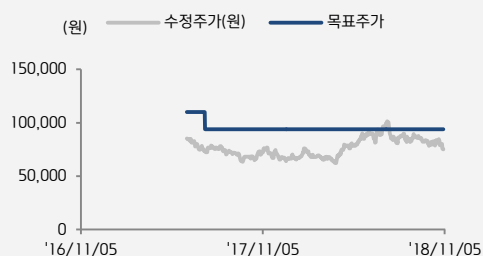
동원F&B (049770)



롯데푸드 (002270)

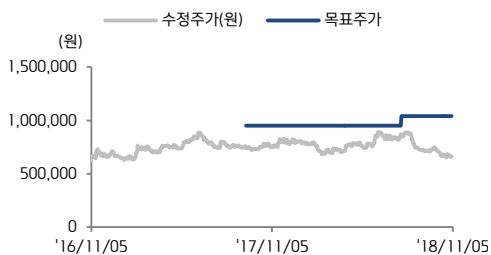


매일유업 (267980)

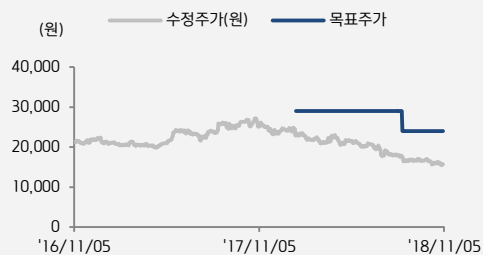


목표주가 추이 (2개년)

오뚜기 (007310)



하이트진로 (000080)



투자 의견 및 적용 기준

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

투자등급 비율 통계 (2017/10/01~2018/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%