

이경신  
(2122-9211)  
ks.lee@hi-ib.com

## 음식료·담배 2019 Outlook

# 다시 찾은 기회: 해외, Cash cow



### Overweight (Maintain)

#### 커버리지종목

| 종목명             | 투자의견 | 목표주가          |
|-----------------|------|---------------|
| KT&G(033780)    | Buy  | 125,000(유지)   |
| CJ제일제당(097950)  | Buy  | 460,000(유지)   |
| 오리온(271560)     | Buy  | 150,000(유지)   |
| 오뚜기(007310)     | Buy  | 900,000(유지)   |
| 농심(004370)      | Buy  | 310,000(유지)   |
| 동원F&B(049770)   | Buy  | 340,000(유지)   |
| SPC삼립(005610)   | Buy  | 175,000(유지)   |
| 하이트진로(000080)   | Buy  | 21,000(유지)    |
| 롯데칠성(005300)    | Buy  | 1,750,000(유지) |
| 대상(001680)      | Buy  | 32,000(유지)    |
| 롯데푸드(002270)    | Buy  | 1,000,000(유지) |
| 빙그레(005180)     | Buy  | 80,000(유지)    |
| 매일유업(267980)    | Buy  | 110,000(유지)   |
| 신세계푸드(031440)   | Buy  | 120,000(유지)   |
| CJ프레시웨이(051500) | Hold | 35,000(유지)    |

# CONTENTS

## 음식료·담배 2019 Outlook

### [산업분석]

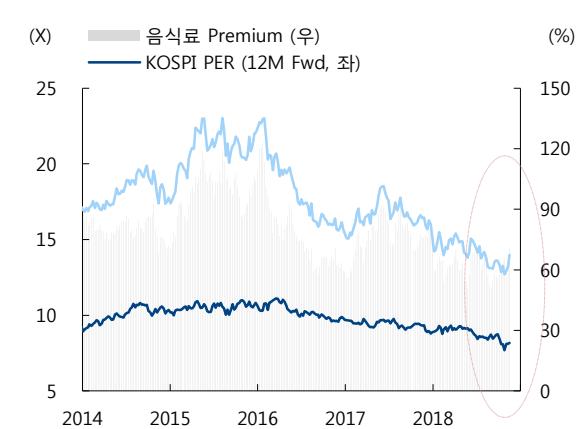
- 3 I . Key Charts
- 4 II. Performance & Valuation
- 8 III. 2019 Outlook - 1. P·Q·C 측면 접근
- 21 IV. 2019 Outlook - 2. 해외비중의 확대
- 24 V. 2019 Outlook - 3. Cash cow 의 재발견
- 29 VI. 음식료·담배 2019 년 Outlook

### [기업분석]

- 36 오리온(271560)\_2019 년, 시장지위를 견고하게 다지는 해
- 40 동원 F&B(049770)\_호실적 지속요건 충족, 외형성장+어가안정+조미 capa 확대
- 44 대상(001680)\_2019 년 식품+소재 견조함 지속, 자회사 영업실적 개선 가능성
- 48 매일유업(267980)\_ 2019 년 P, Q 성장카드 유효

## I. Key Charts

2019, 음식료 업종 밸류에이션 프리미엄 확대 가능성에 무게



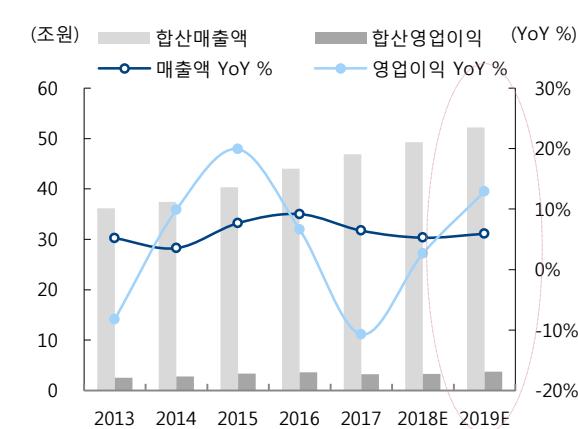
자료: Quantwise, 하이투자증권

카테고리별 경쟁강도 심화 및 최저임금 인상, 52시간근무제 영향에 따른 비용확대, 음식료 대형주의 bottom-up risk 등에서 비롯되었던 음식료업체의 영업실적 부진은 3Q18을 끝으로 긴 하향조정 마무리

해외사업 비중확대, HMR 등 성장동력이 갖춰진 최근의 음식료업 전반 사업구조 형성시기 (2012~2013년)를 고려할 때 현수준 이상의 밸류에이션 프리미엄 추가하향조정은 어려운 상황

대외적으로 높은 불확실성에 따른 방어주 선호도 증가 가능성까지 고려한다면 2019년 음식료 업종에 대한 프리미엄 할증폭은 현수준대비 확대 가능한 요건 충족

영업실적 개선 사이클, 2H19 까지 높은 실적개선 가능성이 확보



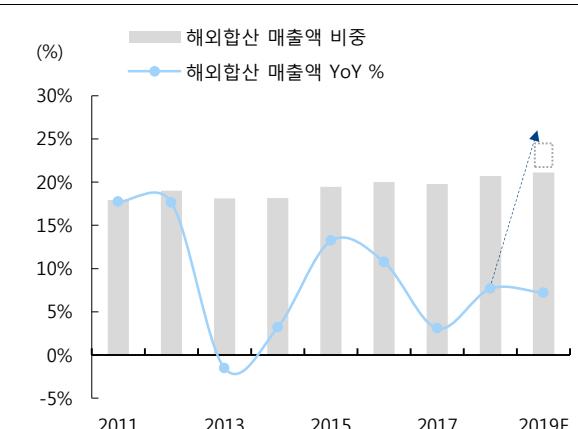
자료: 하이투자증권

최근 진행되는 가격인상의 안착 및 해외비중 확대, cash cow 의 이익선순환이 기대됨에 따라 2019년 음식료·담배산업 영업실적은 전년동기대비 외형 및 영업이익의 증가 가능성에 무게

2019년 음식료업체의 해외비중 확대 가능성은 이전대비 높은 상황. KT&G (중동향 수출회복), CJ 제일제당 (미국 쉬완스 인수 확정), 오리온 (중국 시장지배력 회복) 3사의 수출확대 가능성이 높고, 이외 업체의 경우에도 사업전력의 무게중심이 해외지역으로 확대 중

또한 HMR 등 신규투자가 지속되는 가운데 SKU 가 확대되는 신규제품보다 Cash cow 의 유무 및 기존제품의 시장지배력 지속성이 영업실적에 영향을 미칠 전망

2019 해외비중 확대, Cash cow 의 재발견



자료: 하이투자증권

이익추정치 조정의 마무리 국면으로, 음식료 섹터의 낮은 밸류에이션과 향후 실적 안정성을 감안, 음식료 섹터에 대한 접근이 모색될 가능성

최근 음식료업의 대내외적인 요소가 업종에 대한 투자에 유리한 상황임에 주목하며, 음식료 업종에 대한 비중확대 의견을 제시

업종 내 영업실적 및 주가레벨을 감안해 밸류에이션 매력도가 높아진 기업을 선별, 대형주에서는 오리온을, 중소형주인 경우 동원 F&B, 대상 및 매일유업을 2019년 관심종목으로 제시

## II. Performance & Valuation

### 프리미엄 폭 축소 마무리시점, 2019년 재확대 가능성에 무게

#### 음식료 프리미엄폭의 추가 축소 가능성 제한적

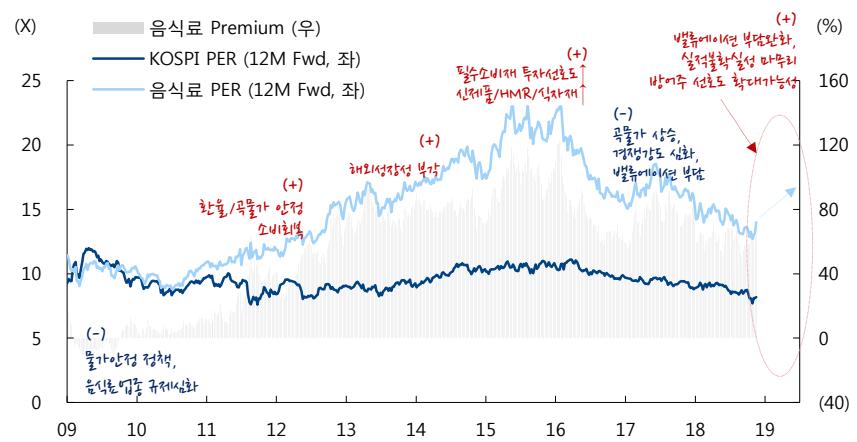
음식료 업종의 벨류에이션 프리미엄폭이 지속적인 하향조정 흐름을 보인 후 최근 조정구간을 거듭하고 있다. 카테고리별 경쟁강도 심화 및 최저임금 인상, 52시간근무제 영향에 따른 비용확대, 음식료 대형주의 bottom-up risk 등에서 비롯되었던 음식료 업체의 영업실적 부진은 3Q18을 끝으로 긴 하향조정을 마무리한 상황이다.

최근 시장대비 음식료 프리미엄은 60% 수준이다. 해외사업 비중 확대, HMR 및 식자재유통과 같이 성숙시장의 정체상황에도 성장을 기대할 수 있는 동력이 갖춰진 최근 음식료업의 사업구조가 형성된 시기는 2H12 ~ 2H13 이었고, 실질적으로 이 구간은 음식료 업종의 프리미엄폭이 가속 확대된 초기시점과 맞물린다. 따라서 내부 및 외부의 부정적인 변수에 의한 시장의 퇴보 가능성이 낮다면 2012년 초반 수준으로 축소된 벨류에이션 프리미엄을 감안, 현 수준 이상의 추가 하향조정 가능성은 낮다고 판단한다.

현재 KOSPI 12M Fwd PER 이 8.2X 수준까지 낮아진 상황에서 시장대비 음식료 벨류에이션은 여전히 높아보일 수 있다. 그러나 기존대비 영업실적 기여도가 확대된 반도체업종을 제외한 KOSPI 12M Fwd PER은 9.7X 수준이며, 이와 비교한 음식료 프리미엄은 2011년 수준까지 하락한 상황이다 (<그림 2> 참고).

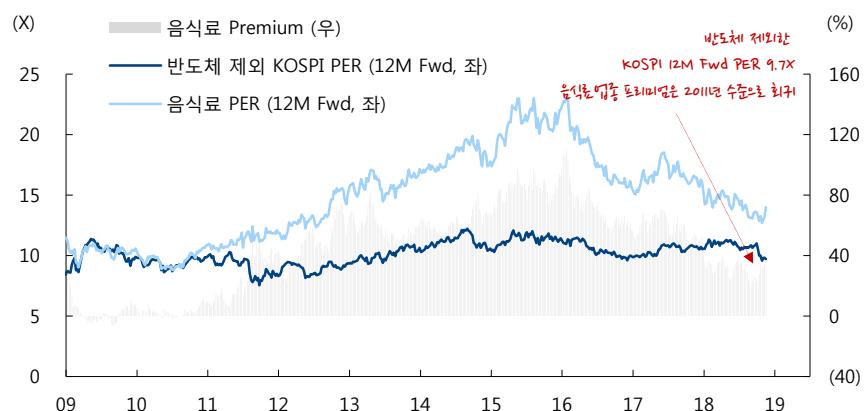
따라서 낮아진 벨류에이션 및 영업실적의 베이스효과를 감안할 때 영업실적 개선구간으로 진입한 시점으로, 대외적으로 높은 불확실성에 따른 방어주 선호도 증가 가능성까지 고려한다면 2019년 음식료 업종에 대한 프리미엄 할증폭은 현수준대비 확대될 가능성에 무게를 둔다. 또한 해외매출 비중이 재차 확대되는 시기라는 점과, 투자 회수단계의 업체들이 영업실적 확대 가능성이 높다는 점을 고려한다면 음식료 업종에 대한 re-rating 가능성 또한 긍정적으로 판단한다.

그림1. 음식료업종의 시장대비 12M Fwd PER Premium 추이



자료: Quantiwize, 하이투자증권

그림2. 반도체 제외 KOSPI PER 9.7X, 음식료 프리미엄은 2011년 수준으로 회귀



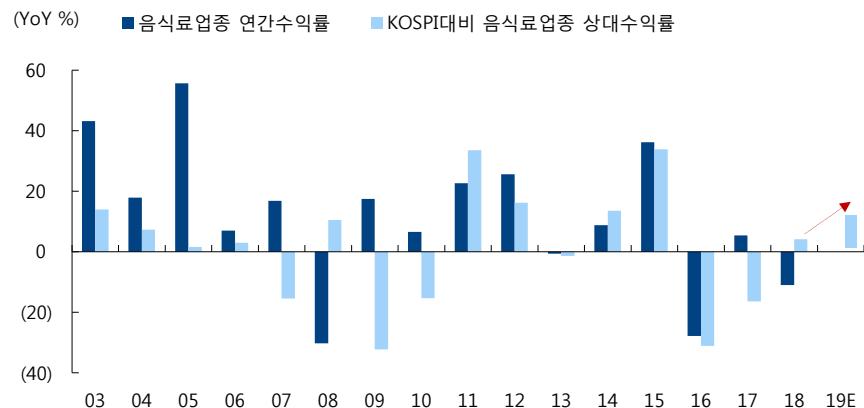
자료: Quantiwize, 하이투자증권

그림3. 반도체, 제약바이오 제외 KOSPI PER 12.6X, 업종 프리미엄 제거된 상황



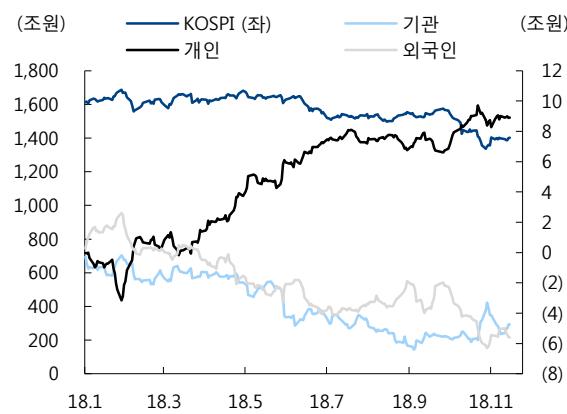
자료: Quantiwize, 하이투자증권

그림4. 2019년 음식료업종 상대수익률 확대 가능성에 무게



자료: DataGuide, 하이투자증권

그림5. KOSPI 시가총액 및 2018년 연초 이후 누적순매수 흐름



자료: DataGuide, 하이투자증권

그림6. 음식료 시가총액 및 2018년 연초 이후 누적순매수 흐름



자료: DataGuide, 하이투자증권

**대외변수 불확실성,  
음식료업종 선호도 확대로  
이어질 가능성**

최근 지속되고 있는 대외변수 불확실성은 음식료 업종에 대한 프리미엄 폭 및 업종 선호도를 확대하는 한 축으로 작용할 가능성이 높다. 1) 글로벌 경제 성장속도 둔화 및 불확실성이라는 대외적인 요소가 반영되면서 상대적으로 필수소비재의 방어주 특성이 부각될 수 있고, 2) 음식료 업종의 영업실적 조정이 마무리 국면임을 감안한다면 경제사이클과 동일한 궤를 그리는 여타섹터의 높은 영업실적 변동 리스크대비 음식료 업종의 안정성이 밸류에이션 프리미엄 확대를 견인하기에 무리가 없기 때문이다. 따라서 현시점에서도 지속되고 있는 글로벌 매크로 리스크가 단기 내 완화되기 어렵다면, 안정성이 높은 음식료업종에 대한 비중확대 전략은 유효할 전망이다.

그림7. KOSPI 대비 음식료업종 상대지수 증감률과 글로벌 리스크지수 비교



자료: DataStream, 하이투자증권

주: Citi Macro Risk Premium - 0.5 보다 크면 위험회피심리가 평균 이상임을 의미. 즉 안전자산 선호

그림8. KOSPI 대비 음식료업종 상대지수 증감률과 글로벌 매크로지수 비교



자료: DataStream, 하이투자증권

주: 글로벌 매크로지수의 대응으로 OECD 지수 이용

### III. 2019 Outlook - 1. P·Q·C 측면 접근

#### 전통적인 P·Q·C 접근에 대한 유효

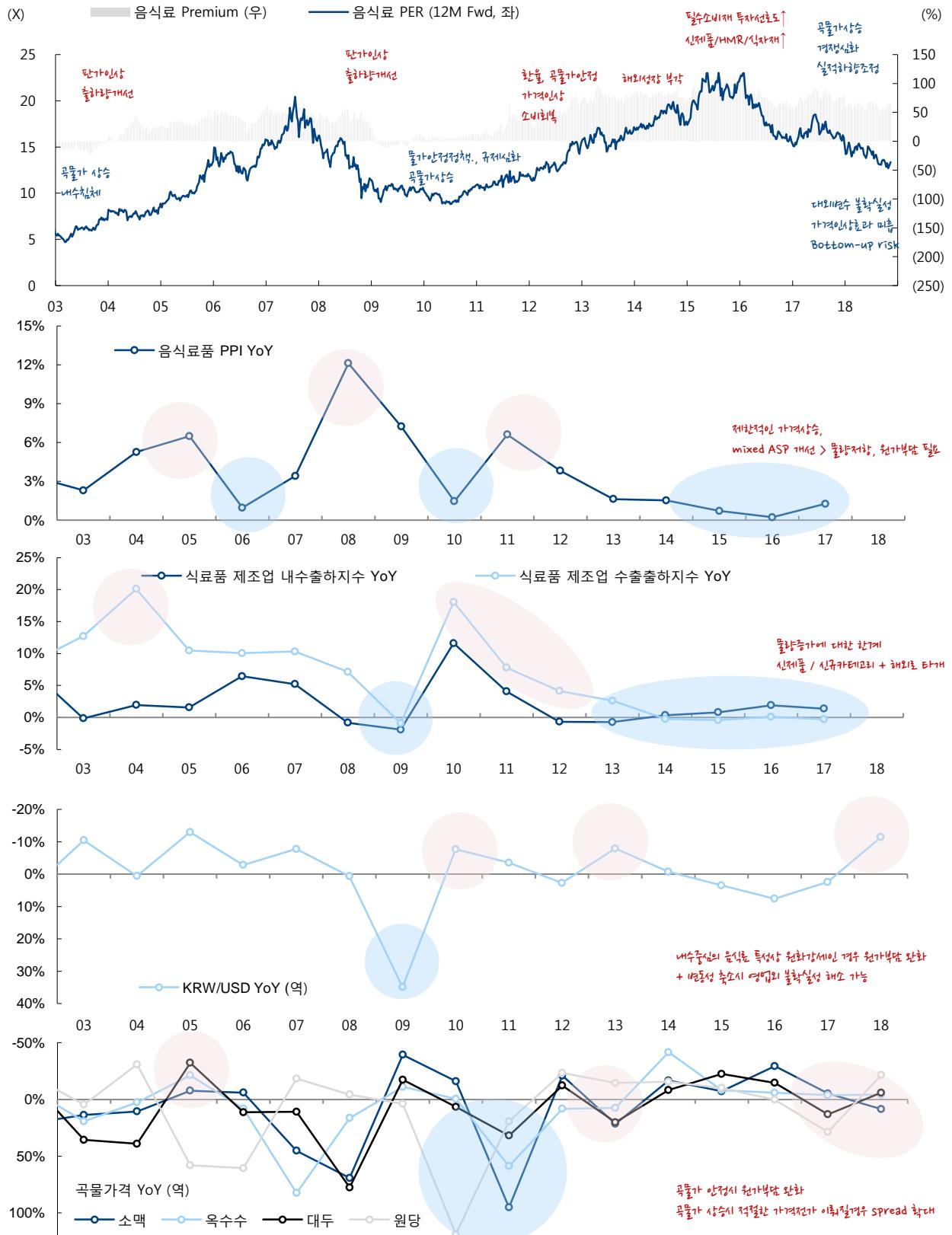
##### 예전대비 영향도는 낮으나 P·Q·C 변수 기대 유효

음식료 업종의 영업실적에 대한 접근은 전통적인 제조업의 성격에 따라 P (가격)과 Q (물량)의 개선효과, 그리고 C (비용)의 하락 가능성으로 이루어진다. 실질적으로 <그림 9>의 장기시계열을 참고할 때 장기 시계열을 통해 각각의 대표변수의 움직임은 음식료 업종의 영업환경 흐름 및 벤류에이션에 영향을 미친 주요 요인임을 알 수 있다.

2012년 이전의 경우 전통변수는 음식료 업종의 영업실적을 크게 좌우하는 요소로 작용했다. 음식료품 PPI 성장률은 5% 이상의 의미있는 개선이 가능한 환경이었으며, 이에 따라 물량저항에 대한 부담이 낮았다. 출하량 또한 10% 수준의 고성장을 유지하면서 가동률 확대에 따른 레버리지 효과를 이끌어내는 요인으로 작용했다. 기존 주요제품의 시장점유 장악력과 영업실적 상관도가 높은 시장이었음을 감안한다면 비용컨트롤이 가능한 구간에서의 실적개선은 현재보다 용이한 상황이었음을 알 수 있다.

국내 음식료 업종이 성수기에 진입함에 따라 전통변수 자체의 성장속도는 기존대비 낮아진 상황이다. 다만 2019년의 경우에도 음식료 대부분의 카테고리 내에서 P·Q·C 와 연관된 실적개선 기대는 충분히 가능하다. 이는 1) 기존 제품의 가격인상뿐 아니라 신제품을 통한 mixed ASP 개선이 용이한 제품다양화 및 프리미엄화 국면이고, 2) 물량정체 상황에서도 M/S 개선으로 시장지배력 강화가 가능할 뿐 아니라 기존제품의 익스텐션 신제품을 통한 가동률 개선 또한 기대 가능한 부분이기 때문이다. 3) 여기에 이전대비 변동폭이 축소된 환율흐름 및 최근 꼬물가격의 상승 리스크가 제한적인 상황을 감안한다면 P, Q 가 받쳐주는 환경 하에서 비용안정까지 기대해 볼 수 있다.

그림9. 음식료 장기 12M Fwd PER 시계열과 P (PPI), Q (출하), C (환율, 곡물가격) 비교



자료: KOSIS, Bloomberg, Quantwise, 하이투자증권

### i . P (가격): 단가인상 및 프리미엄화에 따른 ASP 상승 가능성

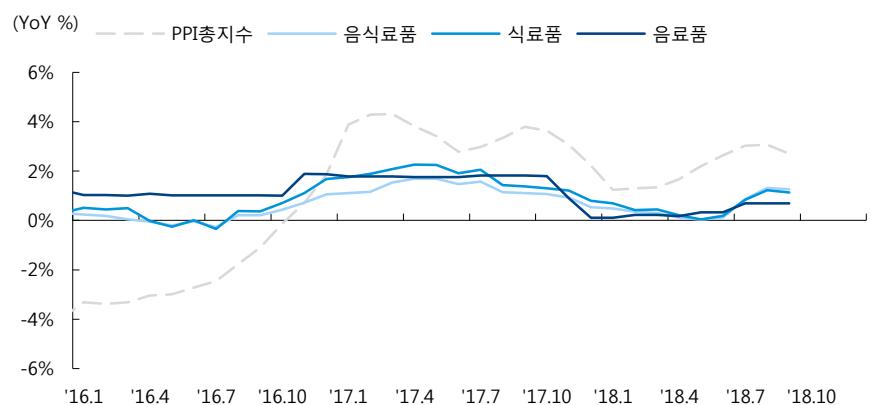
#### 2019년, 직접가격 인상 및 blended ASP 개선가능성

물량이 정체된 내수 성숙시장에서 기업의 외형확대는 대부분 제품가격 인상에 의해 이루어진다. 따라서 음식료 업종 내 제품별 가격인상 움직임은 해당 기업의 영업실적 및 주가 상승에 긍정적으로 작용한다. <그림 10>을 통해 알 수 있듯이, 음식료 생산자지수는 가격인상이 본격적으로 이루어지기 시작한 2H16년 이후 성장률이 확대되었다가 1년 사이클이 마무리된 후 성장폭이 일부 축소되었고, 최근 가공식품을 중심으로 재차 인상 흐름을 보이고 있다. PPI 총지수 성장률을 하회한다는 점을 감안 시 인상수준에 대해서는 다소 아쉬움이 잔존한다. 그러나 2012년 이후 전반적인 음식료 업체의 가격결정력이 회복되었음을 고려한다면 향후에도 bottom-up 측면에서 접근한 꾸준한 인상 기대는 가능하다.

ASP 직접인상 시 발생하는 초기 물량저항과 마케팅 등 영업비용에 대한 부담, 동일한 가격에서의 증량전략 및 경쟁사대비 낮은 단가를 통한 시장점유율 개선 및 가동률 상승을 유도하는 움직임이 진행되고 있음을 감안한다면, 무리한 가격인상 전략은 인상폭 이상의 물량저항으로 이어질 수 있다는 risk 가 존재한다. 따라서 가격인상 효과에 대한 수혜는 시장점유율이 견고하게 확보되어 물량하락이 제한적인 제품 및 브랜드를 보유한 기업으로 수혜 범위를 좁히는 것이 바람직하다.

추가적으로 1~2인가구 증가 등 프리미엄, 소포장 제품의 수요 저변이 넓어질 수 있는 환경을 감안할 때 기업의 제품 포트폴리오를 통한 mixed ASP 개선 가능성에 대해서도 긍정적으로 접근할 필요가 있다. 실제 제품가격 인상내용을 살펴보면 원가부담 등 spread 가 고려된 기존제품 중심의 단가 개선뿐만 아니라 제품의 리뉴얼 및 프리미엄 익스텐션 제품 출시에 따른 blended ASP 개선 움직임이 이전대비 확대되었음을 알 수 있다. 리뉴얼은 보통 직접 가격인상 이후 진행되며, 2017년 진행률이 높았음을 고려시 2H19 이후 확대가능성에 무게를 싣는다.

그림10. 음식료 PPI 지수, 2H18 일부상승 흐름 지속 → 2019년 가격 추가인상 기대 염두



자료: KOSIS 하이투자증권

표1. 음식료업체별 제품가격 변동 흐름 - 1. 2017년

| 일시      | 업체     | 내용   | 세부사항  |
|---------|--------|------|---|
| 17년 01월 | 풀무원    | 가격인상 | 계란 평균 +30%  |
|         | 서울우유   | 가격인상 | 버터 +7~8%  |
|         | 롯데푸드   | 가격인상 | 업소용 마요네즈 약 +10%                                   |
|         | 동원F&B  | 가격인상 | 참치캔 18종 +5.1%                                     |
|         | CJ제일제당 | 가격인상 | 업소용 식용유 +8%                                       |
|         | 팀앤팸스   | 가격인상 | 50여개 음료가격 평균 +10%                                 |
|         | 맥도날드   | 가격인상 | 24개 제품가격 평균 +1.4%                                 |
| 17년 02월 | 버거킹    | 가격인상 | 8개 제품가격 +2.5~4.6%                                 |
| 17년 04월 | 오리온    | 증량   | 오뜨 리뉴얼, 가격변동없이 20% 증량                             |
|         | 공차코리아  | 가격인상 | 밀크티 등 16개 품목 +4%                                  |
| 17년 05월 | BBQ    | 가격인상 | 10개 품목 각 +8.6~12.5%                               |
|         | 삼양식품   | 가격인상 | 주요 라면 브랜드제품 평균 +5.4%                              |
|         | 롯데칠성   | 가격인상 | 편의점 탄산음료, 캔커피 등 평균 +7.5%                          |
|         | 하겐다즈   | 가격인상 | 아이스크림 최대 +14.1%                                   |
|         | 푸드빌    | 가격인상 | 빙수류 +9%   |
|         | 드롭탑    | 가격인상 | 빙수류 +19.4%  |
| 17년 06월 | BAT    | 가격인하 | 한정판 '로스만 클릭 6MG', 4,000 원                         |
|         | 한국마즈   | 가격인상 | 스니커즈·트워스·엠앤엘즈 등 초콜릿제품 평균 +7.1%                    |
|         | BBQ    | 가격인상 | 미안상제품 10개품목 +900 원~2,000 원                        |
|         | 남양유업   | 가격인상 | 프렌치카페 컵커피 리뉴얼 후 용량 +10%, 가격 +6.7%                 |
|         | BBQ    | 가격인하 | 제품 20개의 5~6월 가격인상분 철회                             |
|         | 롯데푸드   | 가격인상 | 거북알, 빠삐코 리뉴얼, 제품가격 각각 +25%                        |
| 17년 07월 | 빙그레    | 가격인상 | 엔초·더위사냥 리뉴얼 후 +15.4~20%                           |
|         | 해태제과   | 가격인상 | 아포가토 증량 후 +50%                                    |
| 17년 08월 | 매일유업   | 가격인상 | 카페라떼 리뉴얼 후 +14.3%                                 |
| 17년 11월 | 오뚜기    | 가격인상 | 참치캔 5종 평균 +5.2%                                   |
|         | 농심     | 가격인상 | 추파춥스 +15%   |
|         | 오뚜기    | 가격인상 | 컵밥/김곡밥 제외, 오뚜기밥 (210g) +9.2%                      |
|         | SPC 삼립 | 가격인상 | 단팥·야채·피자 호빵의 출고가격 평균 +10%                         |
|         | 롯데리아   | 가격인상 | 버거 메뉴 +100~200 원                                  |
| 17년 12월 | 필립모리스  | 가격인상 | 히츠(HEETS) 소비자가격 4,300 원→4,500 원 (17/11/16 개소세 인상) |
|         | KFC    | 가격인상 | 햄버거, 치킨 등 +5~7%                                   |

자료: 언론보도, 하이투자증권 정리

주: 가격인하 및 증량증가는 회색 음영, 리뉴얼인상은 파란색 음영, 외식 및 유통가격 단독인상은 주황색 음영을 사용한

표2. 음식료업체별 제품가격 변동 흐름 - 2. 2018년 연초~현재

| 일시      | 업체      | 내용   | 세부사항  |
|---------|---------|------|---|
| 18년 01월 | KT&G    | 가격인상 | 핏(FIT) 4,300 원→4,500 원  |
|         | 생수업체    | 가격인상 | 삼다수 +4.8%, 백산수 +7.8%  |
|         | 외식업체    | 가격인상 | 족, 떡볶이, 김밥, 쌀국수, 부대찌개 등 외식업체 가격인상 (+5~20%)  |
| 18년 02월 | 서브웨이    | 가격인상 | 일부 샌드위치 제품 가격 +100~200 원, 최대 +6.7%  |
|         | 커피빈     | 가격인상 | 아메리카 등 +6%, 베이커리 등 커피 외 메뉴도 비슷한 수준 인상   |
|         | 코카콜라    | 가격인상 | 17개 음료품목 출고가 평균 +4.8%   |
|         | 파리바게트   | 가격인상 | 주요제품 +4~18%   |
|         | CJ 제일제당 | 가격인상 | 햇반 +9%, 스팸 +7.3%, 냉동만두 +6.4%  |
|         | 맥도날드    | 가격인상 | 27개제품 +4%   |
|         | 해태제과    | 가격인상 | 화과자(모나카)류 시모나 꿀호떡, 찰떡 시모나 아이스크림 1,300→1,500 원   |
| 18년 03월 | 유통업체    | 가격인상 | GS25, 자체 PB 상품 등 100여개 품목 가격인상  |
|         | 사조대림    | 가격인상 | 어묵 가격 +5~9%   |
|         | 해태제과    | 가격인상 | 고향만두 제품 25종 중량 -8%  |
|         | 매일유업    | 가격인상 | 일반 흰우유, 저지방우유 1,000 mL→900 mL   |
| 18년 04월 | 한국야쿠르트  | 가격인상 | 요구르트 2개제품 +6.7%   |
|         | 동원 F&B  | 가격인상 | 어묵 가격 +5~10%  |
|         | 롯데제과    | 가격인상 | 빼빼로 +6.5%, 목캔디+8.0~12.8%  |
|         | 해태제과    | 가격인상 | 오예스, 맛동산 등 5개 제품 +12.7%   |
|         | SPC 삼립  | 가격인상 | 편의점, SSM 판매 양산빵 4종 평균 +11%  |
|         | 한국야쿠르트  | 가격인상 | 야쿠르트(65 mL) 170 원→180 원, 150 mL 1,300 원→1,400 원   |
|         | 오뚜기     | 가격인상 | 뿌셔뿌셔 3종 +23.3%  |
| 18년 05월 | 크라운제과   | 가격인상 | 국화샌드 등 8개 제품 평균 +12.4%  |
|         | 동아오츠카   | 가격인상 | 데미소다(250 mL) +20%   |
|         | 농심      | 가격인상 | 캘로그 17 개 품목 평균 +3.2%  |
| 18년 06월 | 동원 F&B  | 가격인상 | 리챔 +7.3%, 개성왕만두 +7%   |
|         | 오뚜기     | 가격인상 | 순후추 +47%, 사과식초 +22%, 쌀떡국 2,800 원→3,000 원, 옛날누룽지 1,800 원→2,200 원, 사리당면(100g) 1,350 원→1,500 원 |
|         | 롯데푸드    | 가격인상 | 컵 팥빙수 아이스크림 판매 기준가 2,500 원→3,000 원  |
|         | 주류      | 가격인하 | 골든블루 팬텀 디 오리지널 -10%   |
| 18년 07월 | 팔도      | 가격인상 | 비락식혜, 비락수정과 캔제품(238 mL) 900 원→1,000 원   |
| 18년 08월 | 서울우유    | 가격인상 | 흰 우유 1 ℥ +3.6%. B2B 납품 가격은 유지 (원유가격인상 ℥ 당 922 원→926 원)                                      |
| 18년 09월 | 오리온     | 증량   | 촉촉한초코칩 33% 증량, 젤리밥 12% 증량   |
|         | 주류      | 가격인상 | 유통업체 주류 공급가 인상. 소주 2.5~5%, 맥주 3~5%  |
|         | 우유      | 가격인상 | 롯데마트 PB 우유 3종 +1~5%,  |
| 18년 10월 | 남양유업    | 가격인상 | 우유제품 평균 +4.5%   |
|         | 우유      | 가격인상 | 홈플러스 PB 우유 심플러스 1A 우유(1 ℥) +11%   |
| 18년 11월 | 삼양식품    | 가격인상 | 흰우유 +3.5~5%, B2B(파리바게트, 롯데푸드 파스퇴르형) +3.6%   |
|         | 파리바게트   | 가격인상 | 흰우유 아침엔후레쉬(200 mL, 서울우유 및 삼양우유에서 공급) +10.2%   |
|         | 롯데제과    | 가격인상 | 월드콘 일반 슈퍼마켓 공급 소비자 가격 1,300 원→1,500 원, 대리점 납품 가격 710 원→820 원                                |
|         | 해태제과    | 가격인상 | 일반 슈퍼마켓 판매 부라보콘 1,300 원→1,500 원. 편의점은 4년 전부터 1,500 원에 판매                                    |
|         | 농심      | 가격인상 | 새우깡 등 19개 브랜드 평균 +6.7%, 1 개브랜드 중량축소 (스낵평균 +5% 수준)   |
| 18년 12월 | 팔도      | 가격인상 | 컵라면 왕뚜껑 1,050 원→1,150 원 (+9.5%), 비빔면 +4.7%  |

자료: 언론보도, 하이투자증권 경리

주: 가격인하 및 중량증가는 회색 음영, 리뉴얼인상은 파란색 음영, 외식 및 유통가격 단독인상은 주황색 음영을 사용한

## ii. Q (물량): 자연적인 증가에 대한 기대는 제한적

### 음식료의 자연적인 물량성장 기대 제한적

음식료의 특성인 비내구재 (필수소비재)라는 측면에서 접근할 때 내구재 및 준내구재와 비교시 경기변동에 따른 탄력성은 상대적으로 낮다. 따라서 가계소득 정체라는 대외변수 리스크에도 불구하고, 기본적인 출하량의 변동에 대한 우려는 낮다. 그러나 인구구조를 감안한다면 계절적 영향 및 유통채널의 변화가 동반되지 않은 자연적인 물량 지속성장에 대한 기대는 어려우며, 일부 카테고리의 경우 이미 인구감소 영향이 그대로 반영되고 있다. 따라서 현시점에서 음식료 업체의 물량개선 접근은 제한적으로, 물량측면에서 성숙기의 저성장 및 역성장이 고착화되었음을 의미한다.

그림11. 식료품 내수출하지수



자료: KOSIS, 하이투자증권

그림12. 음료 내수출하지수



자료: KOSIS, 하이투자증권

그림13. 식료품 수출출하지수



자료: KOSIS, 하이투자증권

그림14. 음료 수출출하지수



자료: KOSIS, 하이투자증권

## B. 신제품, 신규카테고리 → 투자호흡은 짧게, 전망은 길게

**신제품효과 기대 시  
다음제품으로 연결에 따른  
베이스부담 완화 필요**

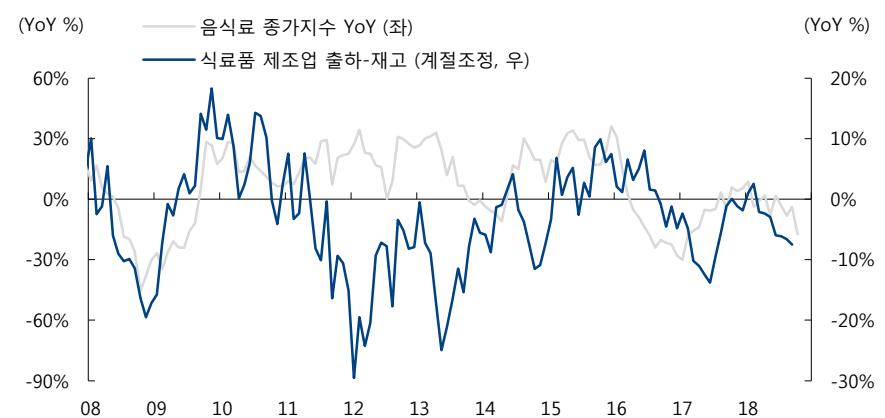
Product mix 개선을 통한 부가가치 확대는 1) 기존 카테고리 내 신제품 출시나, 2) 음식료 소비트렌드에 맞춘 신규카테고리에서의 제품수요 증가를 통해 가능하다. 소비자 수요를 충족시키는 신제품 효과는 blended ASP 개선뿐만 아니라 일부 카니발을 고려하더라도 물량증가에 따른 매출 및 영업레버리지 확대를 이끌어내기 용이하며, 최근에는 SNS 등을 통한 비(非)비용 마케팅효과가 더해져 물량증가 시 고정비 커버효과와 더불어 이전대비 더 높은 이익개선 폭에 대한 기대가 가능하다. 다만 단일 신제품이 시장 내에서 스테디셀러로 안착되는 케이스는 드물며, 보통의 경우 기존제품으로의 회귀 및 제품자체의 사이클이 점점 짧아지는 경향을 보인다는 점을 감안할 때 영업실적 개선에 대한 기대감을 투자기회로 활용 시 다소 단기적인 대응이 필요하다. 다음 제품으로 연결이 가시화 되어야 높은 베이스에 대한 부담을 완화할 수 있다는 점은 영업실적 및 주가측면에서 리스크로 작용할 수 있다.

지난 2015–16년 식료품 제조업 출하–재고지수가 (+)흐름을 보인 바 있다. 이는 식료품제조업 출하량의 35%가 빵, 과자, 라면 등으로 구성되어있으며, 당시 스낵, 라면 등에서 보인 신제품효과가 지수의 움직임을 도모했기 때문이다. 그러나 베이스효과가 발생한 이후 출하–재고지수는 급격하게 하락하는 흐름을 보였다 (<그림 15> 참고). 주가측면에서 신제품에 따른 반응은 출시 및 확대구간에 가장 급격한 우상향을 보이고, 신제품 사이클이 쇠퇴기를 보이는 시점에 다음 제품이 부재한 경우 역기저효과 및 과잉투자 우려가 주가에 선반영 되는 경향이 있다. 따라서 신제품효과를 고려한 투자시 호흡은 다소 짧아질 필요가 있다.

**신규카테고리 접근의 경우  
장치산업 특성을 감안해  
초기비용 고려 선행되어야**

신규카테고리에 따른 음식료 업종의 성장을 고려하더라도 장치산업의 특성상 초기 소품종 대량생산에 따른 고정비부담 및 판촉비 등 변동비증가를 고려한다면 전망은 장기적으로 가져가되, 단기 영업실적에의 (-)영향이 고려되어야 한다.

그림15. 식료품 제조업 출하-재고지수



자료: KOSIS, 하이투자증권

### iii. C (비용) - A. 환율

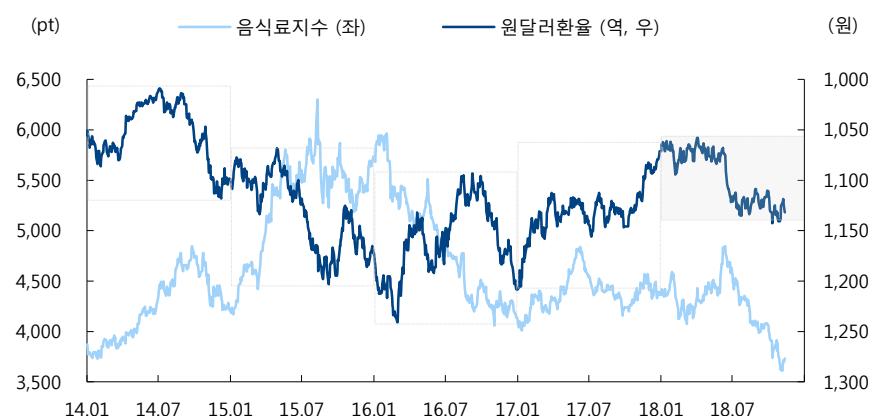
#### 원화강세시 소재업체 중심 이익개선 가능성

원화강세 흐름은 내수 중심의, 원재료 수입의존도가 높은 음식료 업종의 주가상승을 견인한다. 이는 일부 업체를 제외할 때 원달러환율 하락이 EPS 증가 기대로 이어지기 때문이다.

음식료업체 영업실적 반영은 실질적으로 lagging time 을 고려한 원재료 계약규모 및 적절한 가격인상 여부에 따라 변동이 발생할 수 있으나, 곡물가격의 흐름이 안정적이라면 원화강세 하에서 가공식품업체대비 곡물 수입비중이 높은 CJ 제일제당, 대상 등 소재식품사업 영위업체의 펀더멘털 개선에 대한 시장의 기대가 높아지게 된다. 원달러환율이 10% 하락할 경우 추정되는 CJ 제일제당과 대상의 EPS 상승폭은 각각 10%, 6% 수준으로, 이는 가공식품업체의 EPS 개선 여력이 1~3%으로 제한적임을 감안할 때 상대적으로 높은 수준이다.

또한 환율의 변동폭 축소 및 일관된 방향성은 영업외부문에 반영되는 외화부채 평가손익에 대한 불확실성을 줄인다는 측면에서 긍정적이다. 따라서 원달러환율에 대한 변동이 낮은 현재 흐름이 유지된다면 음식료업종에 대한 리스크가 확대되기는 어렵다는 판단이다.

그림16. 원달러환율 - 변동성 축소는 긍정적



자료: Bloomberg, 하이투자증권

## B. 곡물 등 상품가격: 최근 수준에서의 안정화에 무게

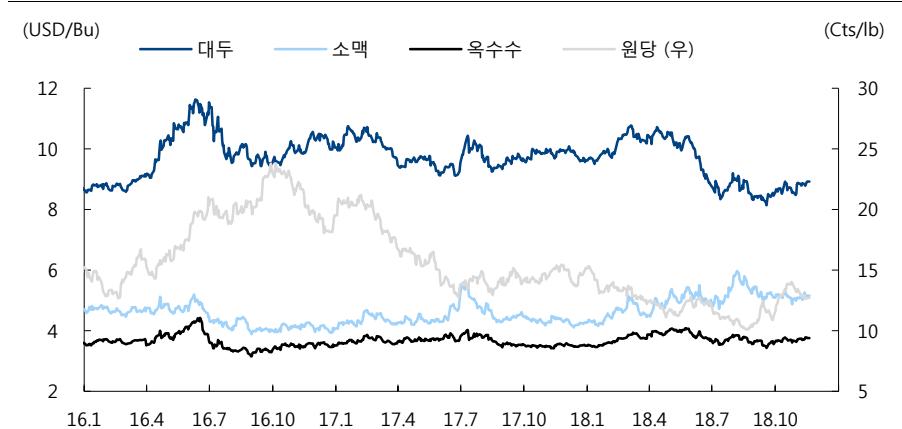
**변동 가능한 외부변수에도  
불구, 수급상황 감안시  
현수준에서의 안정에 무게**

최근 원재료 가격은 일부 등락을 반복하고 있으나, 상승폭의 경우 이전대비 제한적인 수준이다. 2012년 하반기 세계적인 기후변수 악조건과 중국, 인도 등 신흥시장으로의 곡물 유입량 증가에 따라 사상 최고치까지 치솟았던 곡물가격은 우호적인 기상수준 및 단위면적당 생산성 증가로 큰 흐름에서의 안정세가 유지되고 있다. 2018/19년까지 곡물 연간생산량은 증가 추세를 보이며, 재고율 또한 역사적으로 높은 수준에서 유지되고 있어 최근의 안정적인 가격흐름은 지속될 전망이다.

2018년 5월 이후의 대두를 중심으로 한 하향조정 반영분이 4Q19부터 투입된다는 점을 감안할 때 동기간 환율상승에도 불구하고 대두, 원당, 옥수수의 spread 축소 리스크는 제한적이다. 소맥의 경우 연초대비 높은 상승분에 따라 원가부담은 확대되었으나, 단기 고점대비 조정폭 및 최근의 안정화 흐름과 국내 제분업체간 경쟁강도 강화를 감안한다면 가격인상에 대해 다소 보수적인 상황이 지속될 가능성도 배제하기 힘들다.

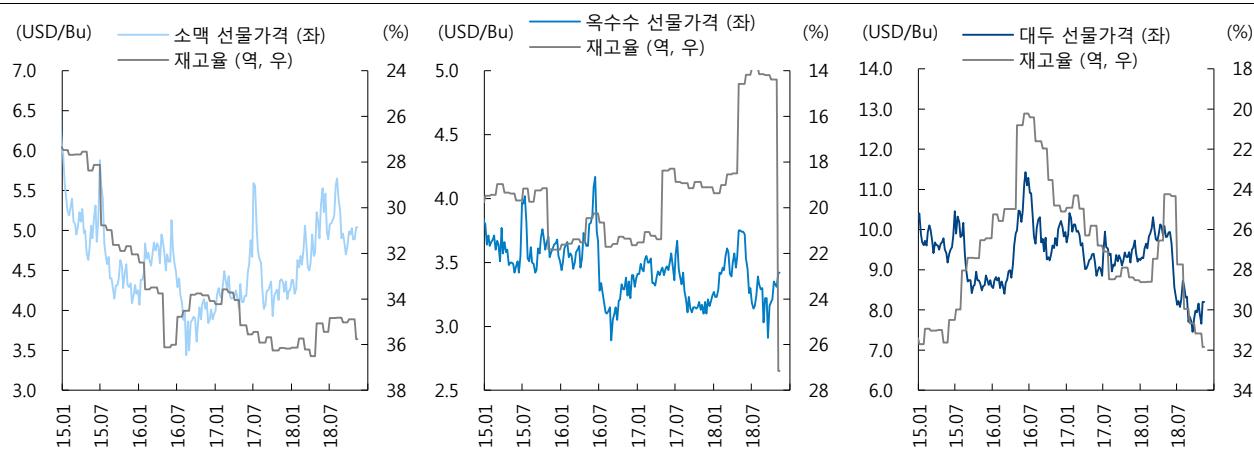
다만 최근 미국-중국 무역분쟁으로 인한 곡물가격에의 영향은 당분간 지속될 가능성이 높다. 무역갈등이 해소될 경우 중국의 미국산 곡물수입이 재차 확대될 가능성을 감안, 미국산 곡물의 선물가격을 반등시키는 요소로 작용할 수 있다. 그러나 중간선거 결과 농업지대의 강경한 관세정책을 찬성하는 공화당 당선율이 높게 나타나는 등 이슈의 장기화 가능성은 감안할 때 2019년 곡물가격의 지속적인 조정요인으로 작용할 가능성 또한 배제하기 어렵다는 판단이다.

그림17. 곡물가격 변동 축소, 지표 안정



자료: Bloomberg, 하이투자증권

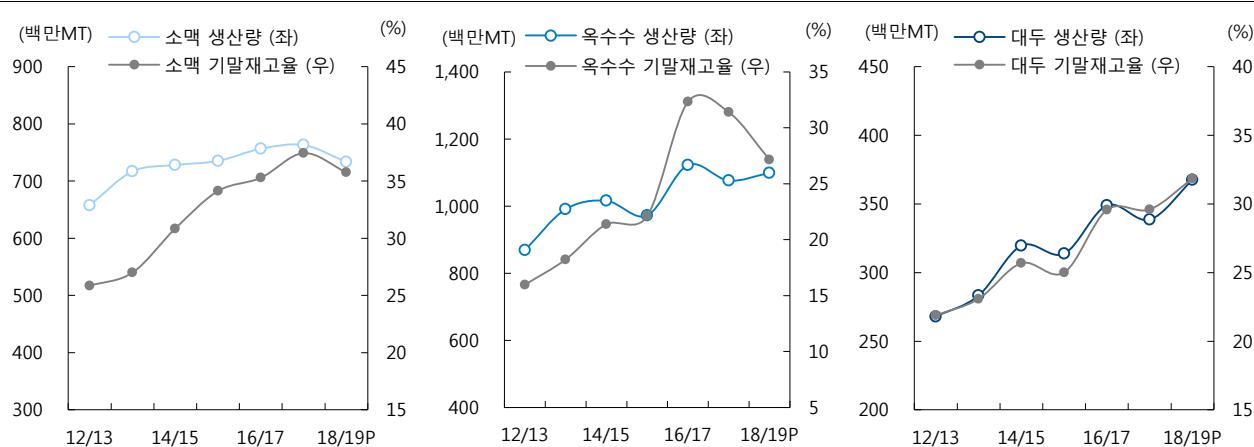
그림18. 소맥/옥수수/대두 선물가격과 재고율 추이 비교



자료: USDA WASDE, 하이투자증권

주: 중국의 생산데이터 상향발표 (과거 10년치)에 따라 재고율 상승

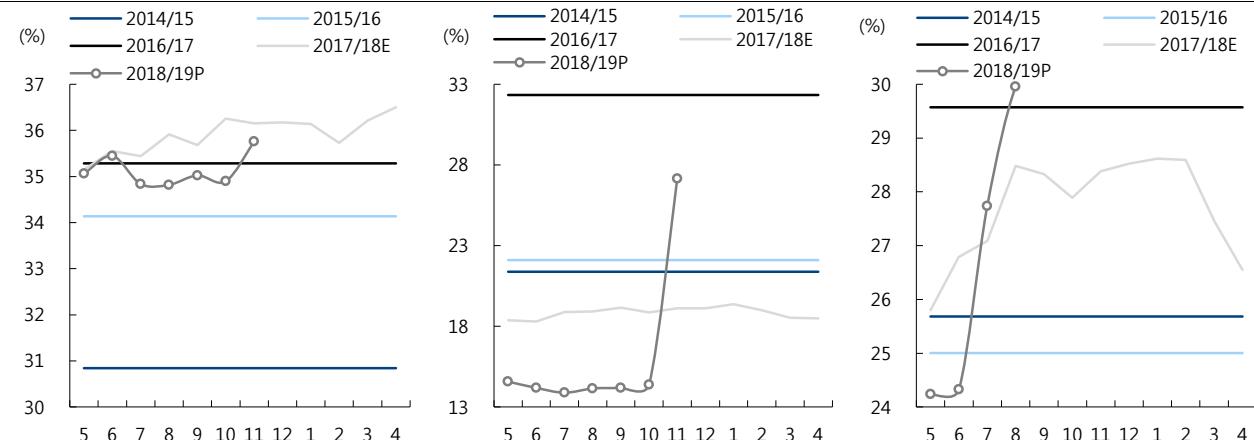
그림19. 소맥/옥수수/대두 연도별 생산량 및 재고율 비교



자료: USDA WASDE, 하이투자증권

주: 중국의 생산데이터 상향발표 (과거 10년치)에 따라 재고율 상승

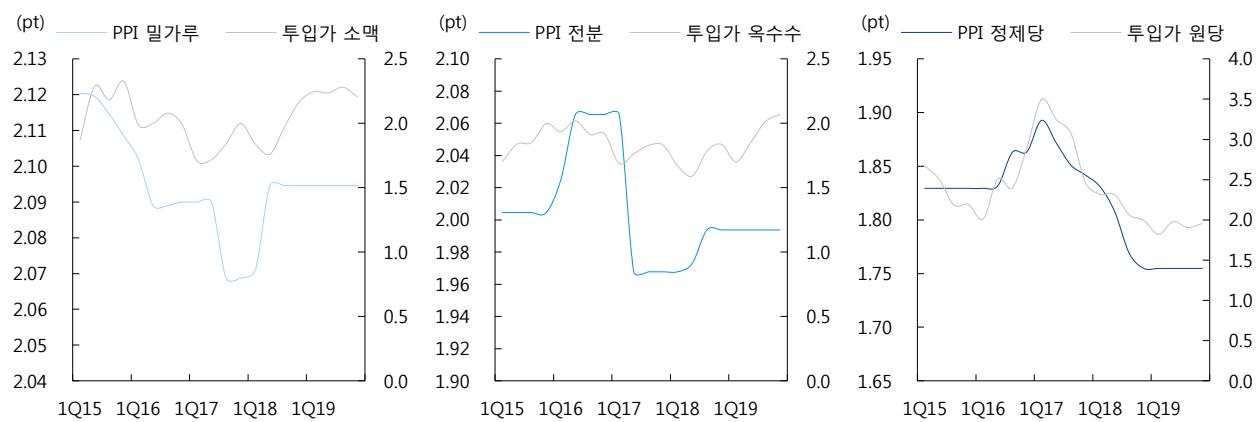
그림20. 소맥/옥수수/대두 월별 재고율 흐름



자료: USDA WASDE, 하이투자증권

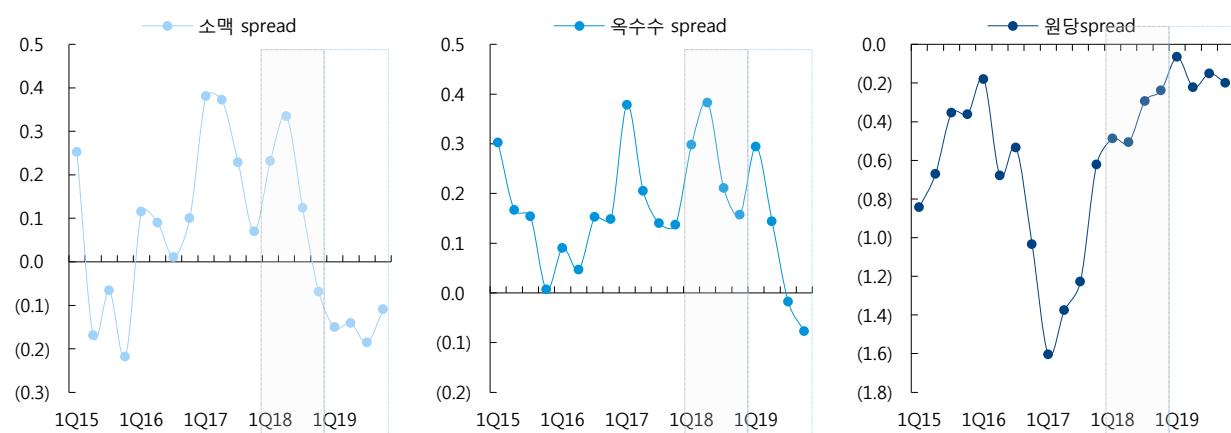
주: 중국의 생산데이터 상향발표 (과거 10년치)에 따라 재고율 상승

그림21. PPI-투입가격 비교



자료: KOSIS, Bloomberg, 하이투자증권 추정

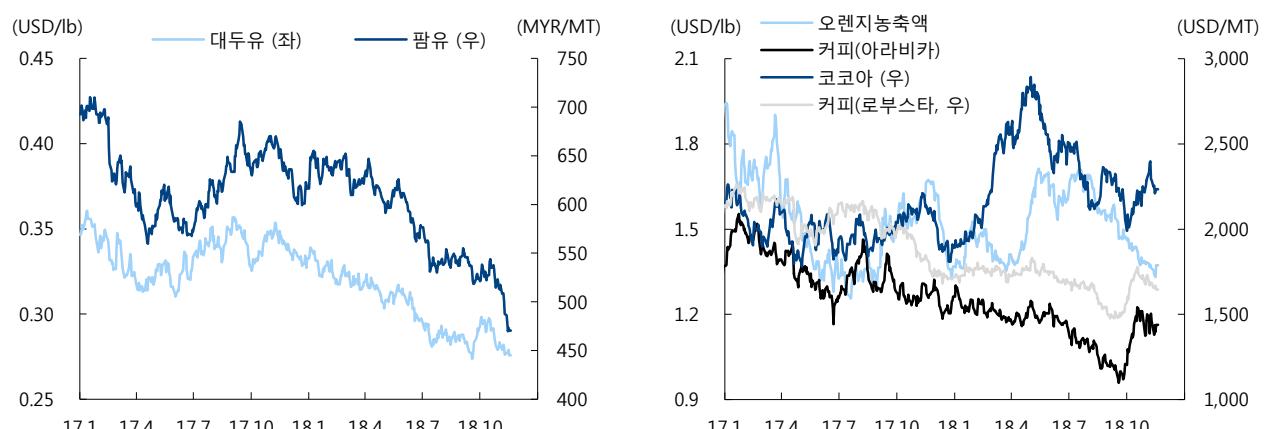
그림22. 상품별 spread 흐름 추정



자료: 하이투자증권 추정

주: Spread 수치는 단순 계산에 따른 것으로 수치 자체에 대한 의미는 없음. 단 수치가 커질수록 계산상 spread 개선을 의미함

그림23. 소프트 상품가격 - 주요상품가격과 유사한 흐름 지속



자료: Bloomberg, 하이투자증권

## 중국 곡물가격 변동, 아미노산 수요확대 기회

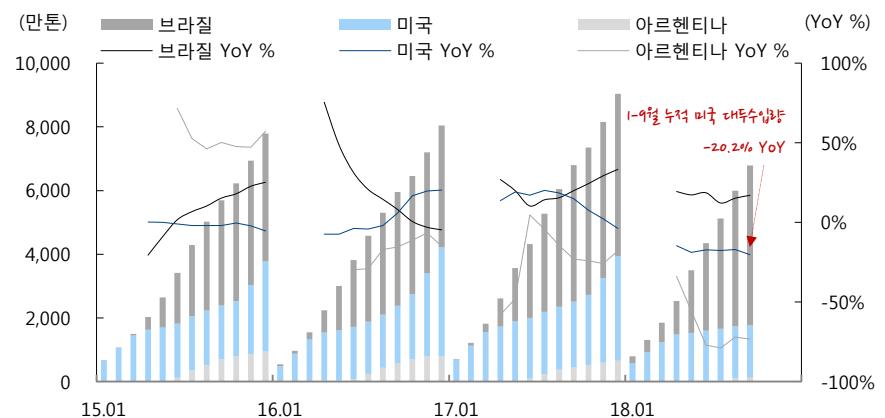
### 사료 내 대두함량 축소, 아미노산 사용량 확대 가능

중국 내 대두 수입원가 상승에 따라 중국 대두박 가격이 상승추세를 보였다. 연초대비 중국 대두박 가격은 최고 +20% 수준까지 상승하는 등 2018년 연초 이후 가격은 미국-중국간 무역마찰과 동일한 궤도 움직인 바 있다. 실제 1~9월 중국의 누적 미국 대두수입량은 전년동기대비 20% 수준의 감소를 보이는 중이며, 브라질산 수입 확대로 일부 대체중임에도 불구하고, 수입 총량은 전년대비 감소하고 있다.

단 최근 10% 수준의 가격 하향조정이 이루어지고 있으며, 이는 1) 중국 사료기업의 사료배합 내 대두박 비율을 최대한 낮추려는 움직임과 2) 2019년 초 정부가 비축해둔 대두 600만톤 공급 가능성 등에 따른 것으로 풀이된다.

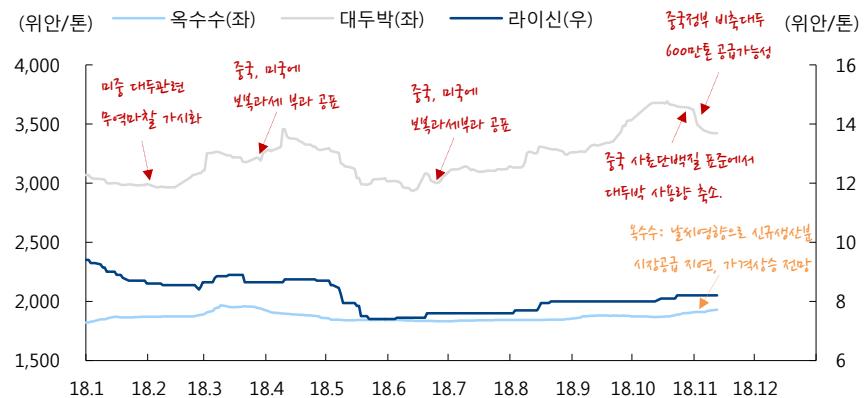
이 중 사료배합관련 이슈는 중국 내 아미노산가격 상승으로 이어질 가능성이 높다. 10월 말 중국농림부에 따르면 중국 사료산업협회에서 돼지와 닭 배합사료의 단백질 함유량을 기존대비 각각 1.5%p, 1%p 낮추는 새로운 사료배합 표준을 발표했다. 신규 기준이 발효될 경우 연간 대두사료 소비량은 축소될 가능성이 높으며 (중국 사료협회는 연간 대두수요 1,400만톤 감소 추정). 이 경우 돼지, 닭의 단백질 수준을 유지하기 위해 라이신, 쓰레오닌, 메티오닌 등 아미노산 수요가 확대될 가능성으로 이어진다. 중장기 대두 및 대두박의 대외의존도를 낮출 필요성을 고려한다면 정책시행 의지는 높은 것으로 판단하며, 이를 감안할 때 중장기적으로 아미노산 수요증가에 따른 가격개선 가능성이 높다는 판단이다.

그림24. 중국 대두수입량: 1~9월 누적 총량 -2.2% YoY, 이 중 미국산 수입량 -20.2% YoY



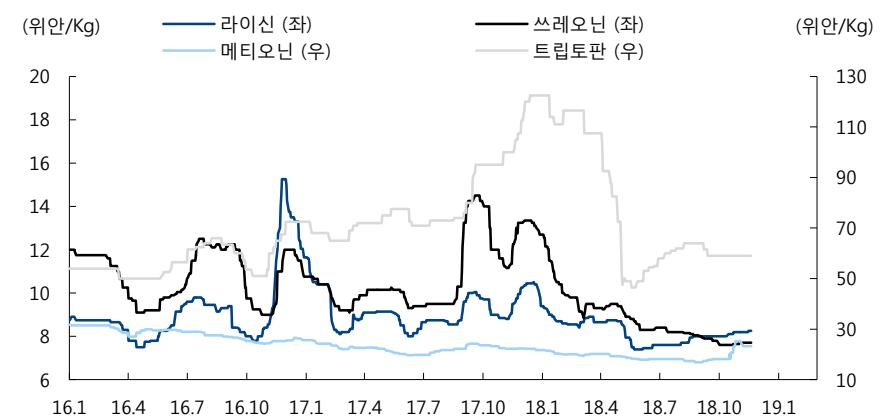
자료: Wind, 하이투자증권

그림25. 중국 대두가격



자료: Wind, 하이투자증권

그림26. 중국 아미노산가격 추이



자료: Wind, 하이투자증권

## IV. 2019 Outlook - 2. 해외비중의 확대

### 2019년, 해외비중 확대에 따른 Re-Rating 기대 가능

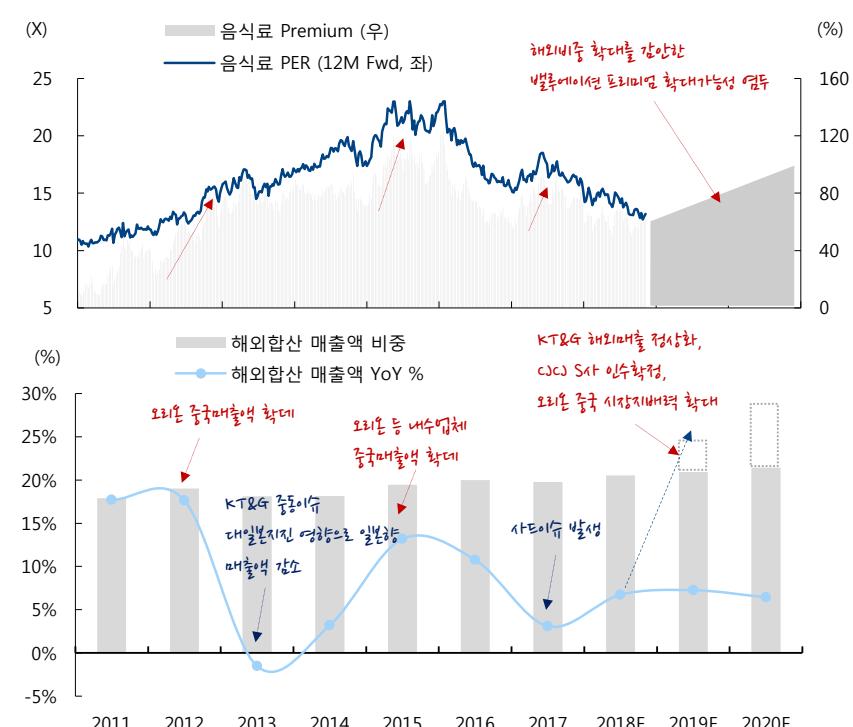
내수의 제한적 Q 성장,  
해외 기대 확대시점

긴 시계열에서 살펴봤을 때 음식료 업종의 밸류에이션 프리미엄 확대구간은 2012년, 2015년에 두드러졌다. 전통변수의 개선과 관련된 이슈들을 제거하고 보더라도 당시 할증폭 증가는 음식료 업종의 해외비중 증가로 인구성장 제한에 따른 우려가 해소됨에 따른 것으로 풀이된다.

2017년 연간기준 식품산업의 국내 총 생산액은 48.8 조원으로, GDP 대비 2.8%를 차지하고 있음에도 불구하고 최근 5년간의 연평균성장률이 3.9%에 그친다는 점은 전형적인 성숙기의 저성장 추세 반영으로 해석할 수 있다. 이러한 저성장이 고착화되고 있는 영업환경 하에서 제조업의 특성을 고려 시 국내에 한정적인 제품 포트폴리오를 가진 기업은 가동률 저하에 따른 효율화 하락 및 영업실적 지속둔화라는 한계에 부딪힐 수 밖에 없다.

음식료 세부 카테고리간 차이는 존재하나 실제 전통변수 움직임 또한 이전대비 의미가 크지 않다. 가계소득 정체 상황에서의 가격상승은 다소 제한적이고, 인구성장률 둔화는 물량의 자연증가에 대한 한계로 이어지기 때문이다. 따라서 해외 매출액 확대를 통해 신규 물량확대가 가능하다는 가정은 향후에도 국내 음식료 업종에 대한 가장 큰 주가모멘텀으로 작용할 전망이다.

그림27. 음식료 밸류에이션 → 해외비중 확장시기 할증폭 확대

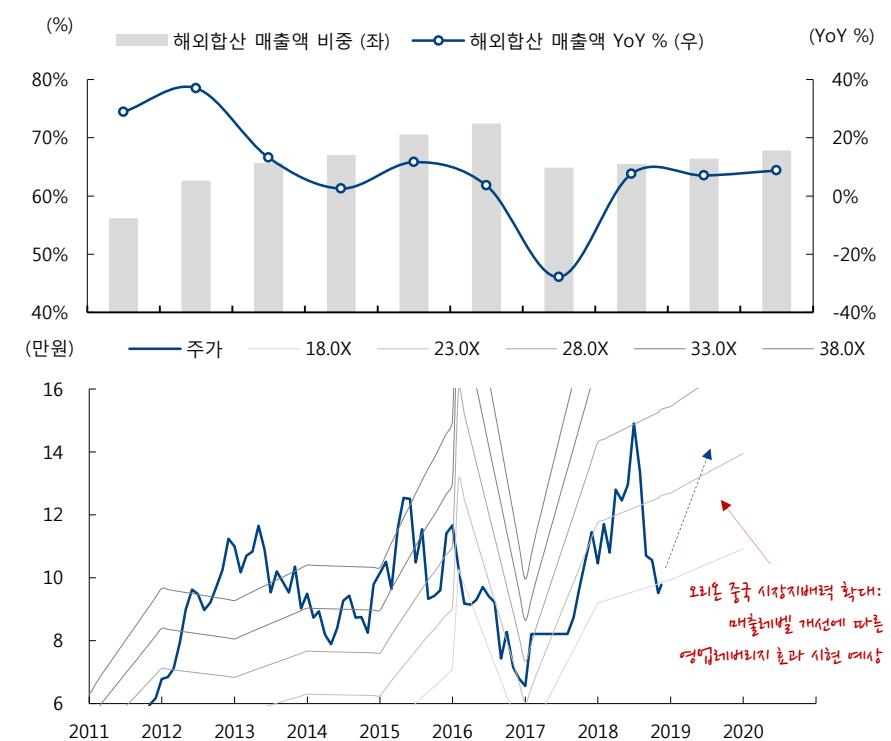


자료: DataGuide, 하이투자증권

실질적으로 2012년 이후 매출액 내 해외비중을 확대하면서 밸류에이션 re-rating 을 견인했던 대표적인 업체인 오리온의 사례를 살펴보면, 중국지역 내 높은 성장을 보인 2012년의 주가상승 및 프리미엄 할증폭이 가장 두드러졌다. 사드영향으로 매출액이 크게 감소한 1H17 주가하락에도 불구하고, 회복에 대한 기대감이 반영된 2H17 주가상승폭 또한 가파른 상승세를 시현한 바 있다.

2019년은 전년도에 이은 회복 흐름이 지속될 전망이다. 최근 중국 내에서 기존제품 및 신제품으로 시장지배력을 넓히고 있음을 감안한다면 중국의 매크로 변수 관련 리스크 잔존에도 불구하고, 상대적으로 높은 성장세 시현가능성에 무게를 둔다. 외형성장에 따른 영업레버리지 효과까지 감안한다면 역사상 해외비중이 가장 높았던 2016년의 중국법인 영업이익률(동일회계기준 적용시 15.3%)을 상회하는 이익률이 가시화될 수 있으며, 이익상승에 따른 추가 밸류에이션 매력도까지 이끌어낼 수 있을 것으로 판단한다.

그림28. 오리온: 2012년 이후 해외비중 확대에 따른 밸류에이션 re-rating 견인



자료: DataGuide, 하이투자증권

주: 2017년 이전은 분할이전의 오리온 데이터를 활용함

2019년 음식료업체의 해외비중 확대 가능성은 이전대비 높은 상황이다. 대형주인 KT&G (중동향 수출회복), CJ 제일제당 (미국 쉬완스 인수 확정), 오리온 (중국 시장지배력 회복) 3사의 수출확대 가능성이 높고, 이외 업체의 경우에도 사업전력의 무게중심이 해외지역으로 확대되고 있기 때문이다. 따라서 해외비중 증가에 따른 업종 밸류에이션 프리미엄폭 확대가능성에 무게를 둘 필요가 있다.

표3. 음식료업체별 해외매출액 비중 및 증감률, 수출 추가여력

| (%, YoY %) | 2011  | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E | 비고   |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--|
| KT&G       | 비중 %  | 22.1%  | 20.3%  | 16.3%  | 18.0%  | 21.3%  | 22.2%  | 25.9%  | 21.2%  | 22.9% | 23.4%<br>중동향 수출회복 + 미국 ASP 개선              |
|            | YoY % | 16.0%  | -1.6%  | -22.9% | 18.8%  | 19.9%  | 12.2%  | 20.9%  | -23.5% | 15.6% | 7.1%                                       |
| CJ CJ      | 비중 %  | 24.6%  | 25.1%  | 24.7%  | 24.5%  | 26.3%  | 26.0%  | 28.6%  | 33.1%  | 32.7% | 32.8%<br>쉬완스 인수, 비비고 시너지                   |
|            | YoY % | 19.5%  | 11.1%  | 0.1%   | 1.4%   | 19.2%  | 8.3%   | 22.1%  | 24.0%  | 6.5%  | 5.1%                                       |
| 오리온        | 비중 %  | 56.2%  | 62.6%  | 65.7%  | 67.0%  | 70.6%  | 72.5%  | 64.8%  | 65.5%  | 66.4% | 67.8%<br>중국, 베트남, 러시아 지배력확대                |
|            | YoY % | 28.9%  | 37.0%  | 13.1%  | 2.6%   | 11.6%  | 3.6%   | -27.8% | 7.6%   | 7.0%  | 8.7%                                       |
| 롯데칠성       | 비중 %  | 3.3%   | 3.4%   | 7.1%   | 6.5%   | 5.6%   | 5.7%   | 5.8%   | 5.4%   | 6.3%  | 7.5%<br>파키스탄 영업실적 반영                       |
|            | YoY % | 3.0%   | 3.0%   | 107.5% | -4.5%  | -14.9% | 5.3%   | 0.0%   | -4.8%  | 20.0% | 20.0%                                      |
| 롯데푸드       | 비중 %  | 2.7%   | 3.7%   | 2.0%   | 2.1%   | 2.3%   | 2.4%   | 1.4%   | 1.1%   | 1.2%  | 1.3%<br>중국 조제분유 수출 회복                      |
|            | YoY % | 37.6%  | 42.3%  | -13.1% | 5.2%   | 17.5%  | 6.1%   | -41.0% | -19.6% | 15.0% | 8.7%                                       |
| 오뚜기        | 비중 %  | 10.1%  | 10.0%  | 10.0%  | 9.8%   | 10.0%  | 9.1%   | 8.9%   | 8.8%   | 8.8%  | 9.0%<br>베트남, 미국 등 현지투자                     |
|            | YoY % | 18.7%  | 4.0%   | 2.4%   | 1.4%   | 7.4%   | -2.5%  | 3.0%   | 5.0%   | 5.0%  | 5.0%                                       |
| 농심         | 비중 %  | 6.2%   | 18.5%  | 18.8%  | 20.9%  | 23.8%  | 26.9%  | 27.1%  | 29.1%  | 29.6% | 30.6%<br>중국, 미국, 일본 지배력 확대                 |
|            | YoY % | 14.4%  | 197.4% | -2.4%  | 8.5%   | 21.8%  | 14.5%  | 0.7%   | 8.6%   | 7.1%  | 5.8%                                       |
| 동원F&B      | 비중 %  | 4.3%   | 4.2%   | 3.2%   | 3.7%   | 3.5%   | 2.5%   | 2.1%   | 2.2%   | 2.3%  | 2.2%<br>참치, 김 등 수출확대                       |
|            | YoY % | 5.0%   | 3.2%   | -21.3% | 20.5%  | 3.6%   | -17.3% | -5.9%  | 15.0%  | 10.0% | 5.0%                                       |
| 하이트진로      | 비중 %  | 25.1%  | 16.9%  | 14.1%  | 12.6%  | 11.2%  | 11.8%  | 10.1%  | 9.6%   | 9.0%  | 8.5%<br>맥주, 소주 해외시장 공략                     |
|            | YoY % | 9.7%   | -0.3%  | -22.2% | -11.7% | -9.7%  | 4.1%   | -14.3% | -4.8%  | -4.8% | -4.8%                                      |
| 대상         | 비중 %  | 25.0%  | 22.3%  | 19.6%  | 17.6%  | 18.5%  | 24.8%  | 24.3%  | 25.2%  | 25.2% | 26.4%<br>인도네시아 전분당, 유럽 라이신, 동남아 (미얀마, 필리핀) |
|            | YoY % | 9.8%   | 1.2%   | -9.0%  | -8.8%  | 7.2%   | 45.1%  | 2.1%   | 2.9%   | 0.9%  | 7.7%                                       |
| SPC삼립      | 비중 %  | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.9%   | 2.2%   | 2.5%   | 2.9%   | 3.1%  | 3.4%<br>중국 파리크라상 → 유통 확대                   |
|            | YoY % | n/a    | n/a    | n/a    | n/a    | n/a    | 236.6% | 27.7%  | 21.4%  | 13.0% | 13.0%                                      |
| 매일유업       | 비중 %  | 2.0%   | 3.2%   | 3.8%   | 6.6%   | 4.9%   | 4.9%   | 3.8%   | 5.0%   | 5.3%  | 5.5%<br>조제분유, 컵커피 지역확대+성장                  |
|            | YoY % | -14.8% | 77.4%  | 28.7%  | 83.1%  | -22.4% | 7.3%   | -22.8% | 28.2%  | 7.7%  | 4.3%                                       |
| 빙그레        | 비중 %  | 3.9%   | 6.3%   | 6.5%   | 5.6%   | 5.1%   | 5.8%   | 5.3%   | 5.5%   | 5.7%  | 5.8%<br>바나나우유 해외 재확대                       |
|            | YoY % | 26.1%  | 84.4%  | 6.4%   | -12.8% | -11.9% | 16.0%  | -3.4%  | 6.0%   | 6.0%  | 5.0%                                       |

자료: 하이투자증권

주: HI 음식료 커버리지 내 식자재업체 (신세계푸드, CJ 프레시웨이) 제외

## V. 2019 Outlook - 3. Cash cow 의 재발견

### HMR, 한국 음식료 업체의 성장에 필수불가결 요소

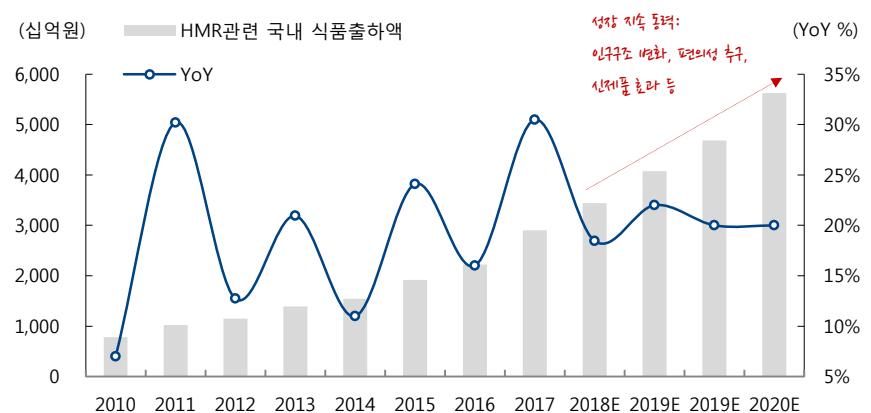
#### HMR 시장 성장, 정체된 내수가공식품 성장 요소

한국에서 성장기에 진입한 HMR 시장을 선점하기 위해 음식료 업체들은 그 어느 때 보다 높은 집중력을 보이고 있다. HMR 문화가 먼저 발전한 일본의 케이스를 감안하더라도 1) 장기적으로 낮은 GDP 성장률과 2) 합리적 소비형태의 균형점을 찾아가는 국면이라는 측면에서 HMR 관련 산업은 향후에도 음식료 산업 성장의 중심에서 자리매김할 전망이다.

최근 CJ 제일제당, 롯데푸드, 동원 F&B, 신세계푸드 등 국내 주요 가공식품 업체의 HMR 관련 설비투자가 활발히 진행되고 있고, 실질적으로 국내 1 위업체인 CJ 제일제당의 진천 1 공장은 2018년 11월부터 햇반을 시작으로 가동에 돌입했다. 이외 업체들의 경우에도 2017~2018년에 진행된 설비투자를 통해 2019년 이후 가동을 준비하고 있다.

중장기적으로 성장시장 내 시장지배력 선점은 사업영속성을 감안할 때 매우 중요하다. 특히 HMR 시장이 향후 20년간 CAGR 7.4%의 성장을 보일 것으로 판단하며, 이는 정체된 내수 음식료 산업의 평균 organic 성장률을 넘어서는 수준이다. 추가적으로 연관산업까지 발달할 수 있음을 고려 시 예상 성장률을 상회하는 시장확대가 기대된다.

그림29. HMR 관련 국내 식품출하액 연도별 추이 및 전망



자료: 식품의약품안전처, 하이투자증권

주: 식품출하액은 즉석 및 신선식품과 냉동류의 합으로 계산함

**SKU 확대시 고정비 분산  
↔ 변동비 증가에 따른  
단기 비용확대 가능성**

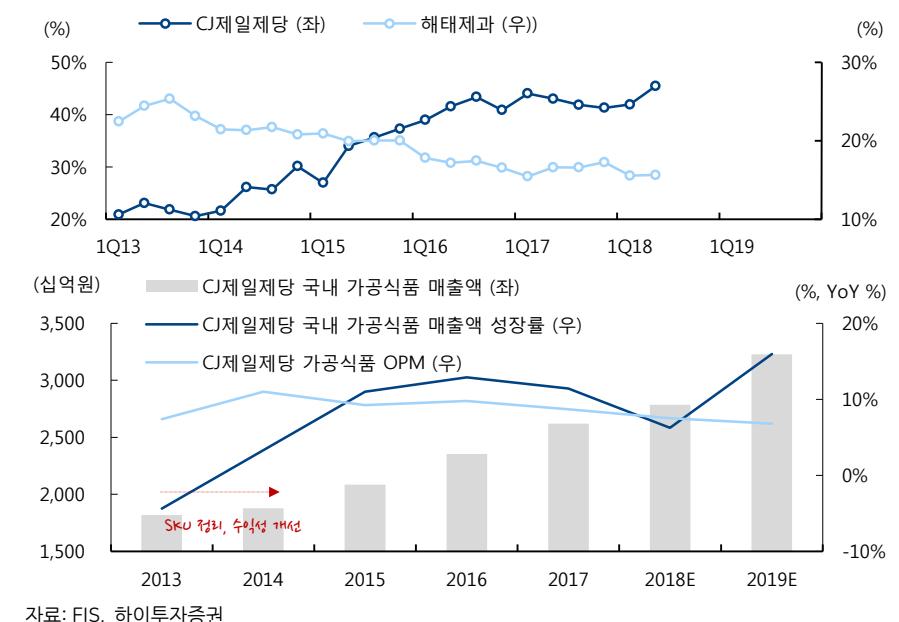
HMR 제품의 확장기에는 다양한 카테고리에서 신제품을 출시한 후 소비자 호응을 얻는 제품을 집중으로 육성하는 (초기 제품포트폴리오를 넓게 유지하면서 시장반응을 살피는) 전략이 사용된다. HMR 제품 특성상 소품종 대량체제가 불가능하기 때문에 일부 영업레버리지 효과는 회색되나, 제품단자가 받쳐줄 경우 가동률 증가시 일정수준의 고정비 분산을 통해 일부 수익성 확보가 가능하다. 그러나 판촉 및 시식관련 행사비용이 더해져 개별제품에 대한 변동비가 높아지게 되면 포트폴리오 확대 시 비용이 연동되어 증가한다는 점을 감안하면 수익성에 (-) 향을 발생할 수 밖에 없다. 투자 후 초기 수익성 악화가 예상되는 이유다.

따라서 현 시점에서는 Cash Cow 제품 유무 및 기존제품의 시장지배력 지속성이 음식료 업체들의 마진에 영향을 미칠 것으로 판단한다. 주력 품목 및 카테고리에서 창출된 수익을 통한 신성장 품목에의 투자여부 및 규모가 중요한 시점이다.

실질적으로 CJ 제일제당은 2013년 가공식품에서 비주력 및 저수익제품을 디마케팅하면서 2013~2014년간 매출액은 감소했던 반면, 수익성은 크게 개선되었다. 동시에 2014년 비비고브랜드를 통해 점유율 2위였던 만두시장에서 견고한 1위로 지배력을 확대할 수 있었던 부분은 이익의 선순환이 가능했기 때문이라는 판단이다. 이 흐름은 2017년까지 지속된 바 있으며, 2017~2018년 장류 및 김치류에서 시장지배력 확대를 위한 비용확대가 있었음에도 불구하고 개선된 마진구조에서의 선순환에 따라 매출 및 이익증대가 가능했다.

오후기의 경우에도 1위 카테고리인 3분류, 조미소스류에서의 수익창출분을 통해라면 시장 내 점유율확대를 이끌어내는 선순환을 보인 바 있다. 초기 경쟁비용 등 수익성 악화가 사업포트폴리오 내에서 감수되는 상황이다.

그림30. 국내 만두시장 1,2위 업체 점유율 시계열 및 CJ제일제당 가공식품 영업실적 비교



자료: FIS, 하이투자증권

SKU 가 확대되는  
HMR 보다 Cash Cow 의  
역할이 중요해지는 시점

앞선 내용을 종합했을 때, 2019년 가공식품시장은 Cash cow 역할에 따라 상이한 회사별 영업실적 흐름이 예상된다.

우선 투자확대 및 신규가동이 예상되는 기업의 경우 주력제품에서의 변동비를 최소화하면서 수익을 창출해 신규제품의 초기 수익성 악화를 방어하는 흐름이 예상된다. 이 경우 전사 매출액은 신규제품으로 확대되나 이익률은 일부 회색될 가능성이 높다. 따라서 투자성과 및 영업이익에의 기여는 매출확대 후 1~2년이 소요된 시점으로 판단한다. 가공식품의 벨류에이션 확대 시기는 SKU 확대기가 아니라, 이를 통한 이익개선 가시화 시점임을 <그림 30>에서 확인한 바 있다.

경쟁사의 경우 두가지 흐름이 예상된다. 먼저 투자가 확대되는 기업과 Cash cow 가 겹치는 업체의 경우 상대적으로 완화된 주력제품의 경쟁강도에 따른 마진레벨 상승이 예상된다. 2018년 식품부문의 수익성이 개선된 대상의 경우가 대표적이다. 장류 및 조미료류에서의 경쟁완화에 따라 부문 내 이익 선순환을 이뤄낸 바 있다.

주력제품이 부재하거나 주력제품의 시장지배력이 약화된 업체의 경우 일부 도태 가능성에 대해 염두 할 필요가 있다. 견조한 시장선두 제품 보유의 유무에 따라 중장기적으로 업체간 격차는 더욱 확대될 가능성이 높다. 특히 시장선두업체 위주의 시장 편중이 심해진다면 회복에 대한 어려움이 높아질 가능성에 무게를 싣는다.

HMR 시장 내 제품화대 드라이브와 관련, 투자기업의 비용확대 기조가 여타업체로 피져나갈 가능성에 대해서는 보수적으로 접근할 필요가 있다. 동일한 세부카테고리 내에서의 경쟁은 심화될 수 있고, 행사매대 확대 등 일부 유통측면에서 이슈는 발생할 수 있으나, HMR 제품다양성이 확대되는 다품종 소량체제 국면임을 고려한다면 시장반응이 좋은 제품이 나타날 때까지의 매대 턴오버와 관련된 비용이 발생할 가능성이 높다. 따라서 SKU 가 확대되는 기업의 자체비용 증가가 산업전반으로 확대될 가능성은 다소 제한적이라는 판단이다.

그림31. CJ 제일제당 Capex 및 EBITDA 추이

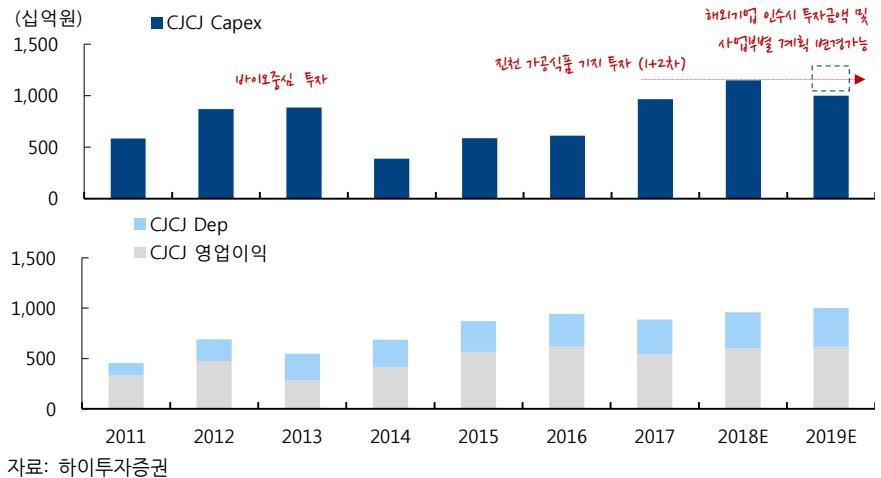


그림32. 오뚜기 Capex 및 EBITDA 추이

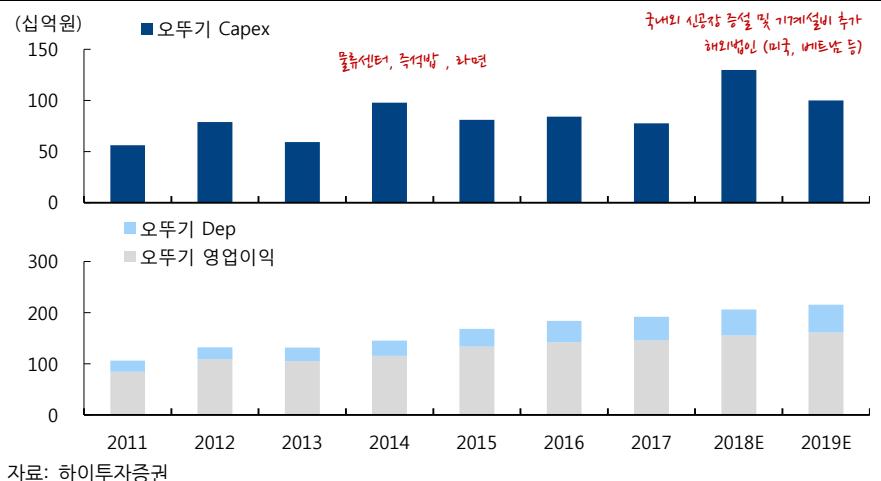


그림33. 롯데푸드 Capex 및 EBITDA 추이

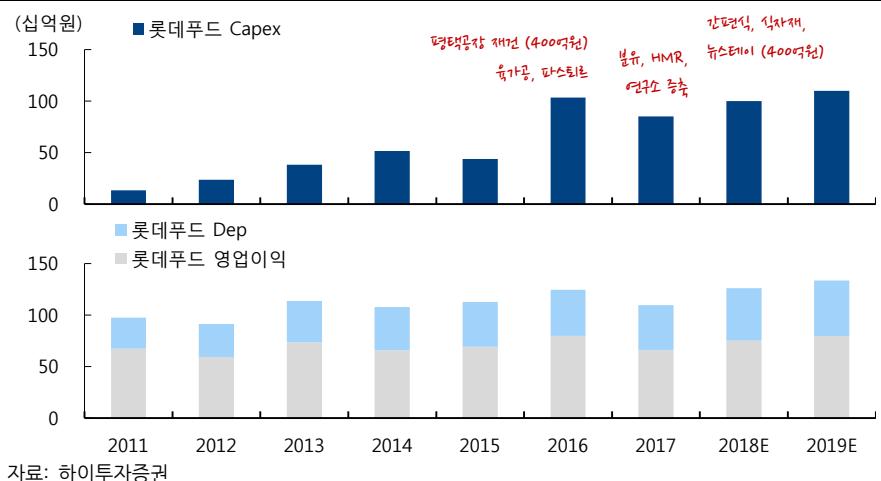


그림34. 동원 F&amp;B Capex 및 EBITDA 추이

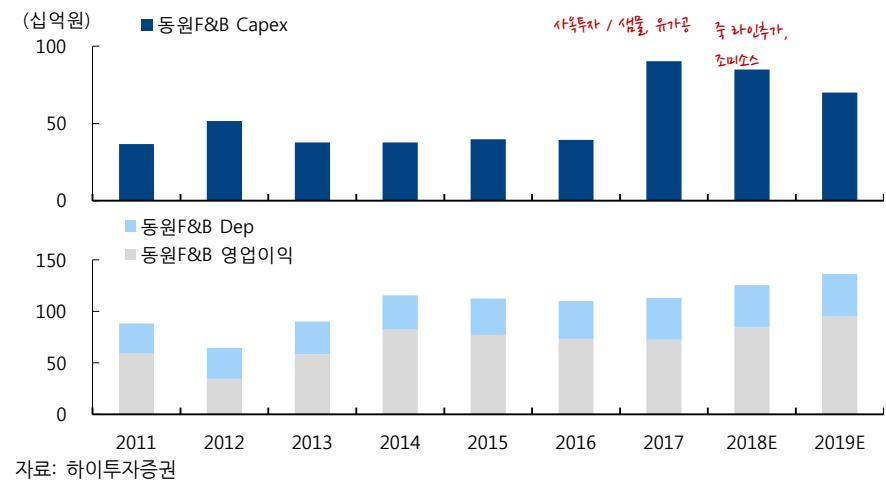


그림35. 대상 Capex 및 EBITDA 추이

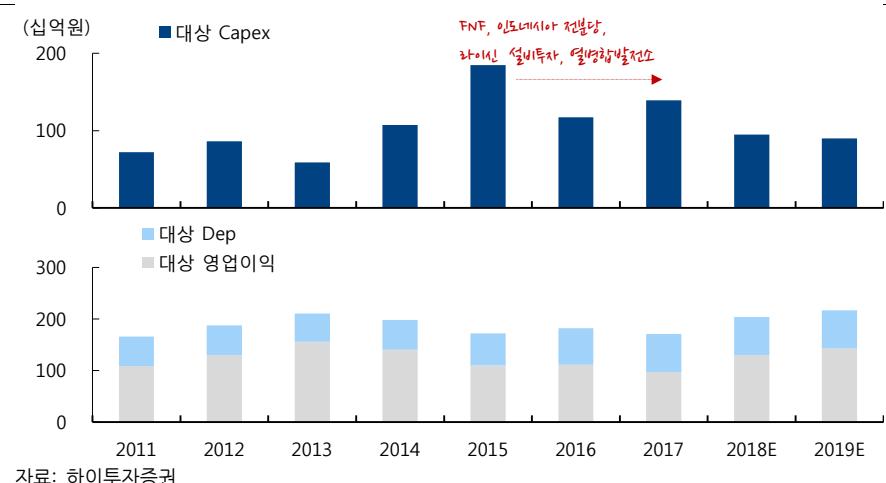
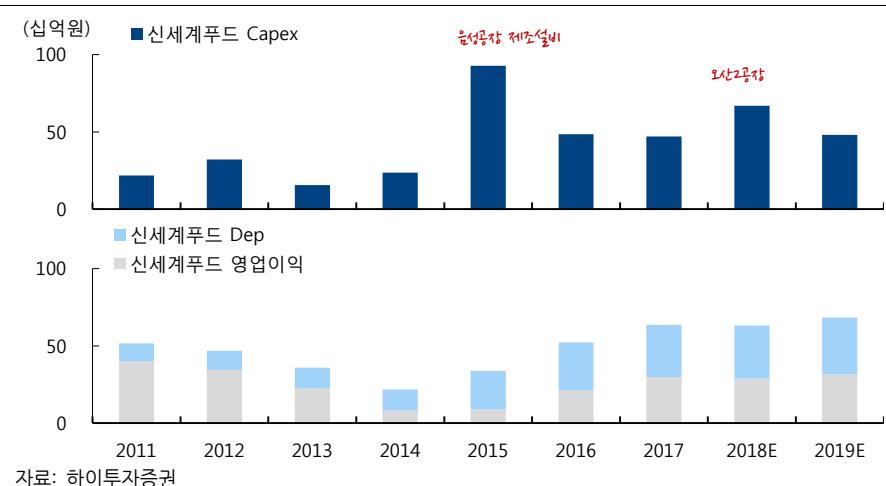


그림36. 신세계푸드 Capex 및 EBITDA 추이



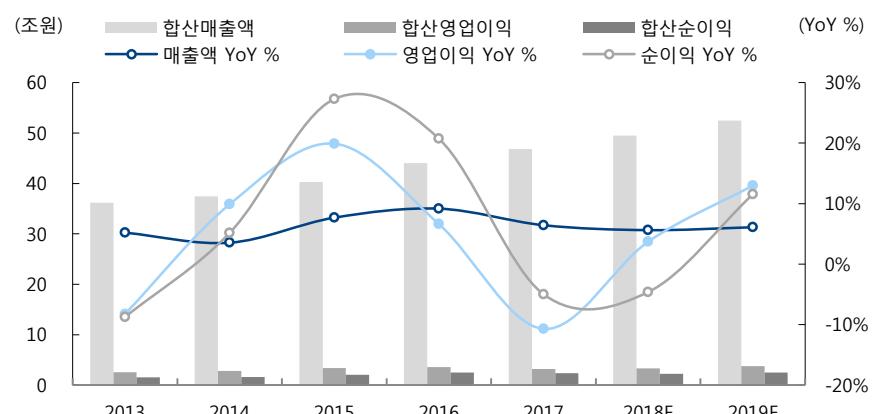
## VI. 음식료·담배 2019년 Outlook

음식료·담배 영업실적  
2019) 2018,  
1H19) 2H19

2018년의 경우 사드이슈의 지속, 명절 시점차에 따른 추가 등락과 최저임금 상승 및 52시간근무제에 따른 임금상승 등 비용부담에 각 업체간 개별 bottom-up risk 가 겹쳐짐에 따라 영업실적 개선이 제한적이었다. 그러나 최근 진행되는 가격인상의 안착 및 해외비중 확대, cash cow 의 이익 선순환의 기대됨에 따라 2019년 음식료·담배산업 영업실적은 전년동기대비 외형 및 영업이익의 증가 가능성에 무게를 싣는다.

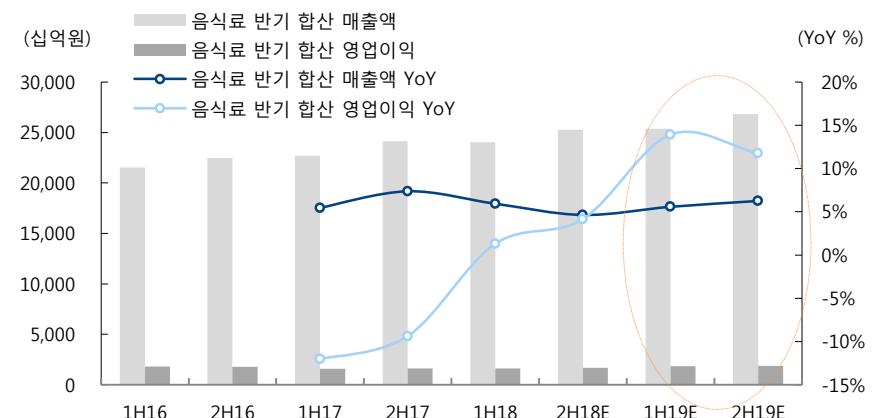
단, 여전히 담배, 라면, 맥주사업과 같이 강도 높은 경쟁이 지속되는 업종에 대한 불확실성과 외부변수 (최저임금 추가인상 등)으로 인한 식자재유통업의 영업실적 (-)영향 정도는 윤곽이 드러나는 시점에서 다시 고려될 것으로 판단한다.

그림37. 음식료·담배 합산 영업실적 추이: 2019년 개선가능성에 주목



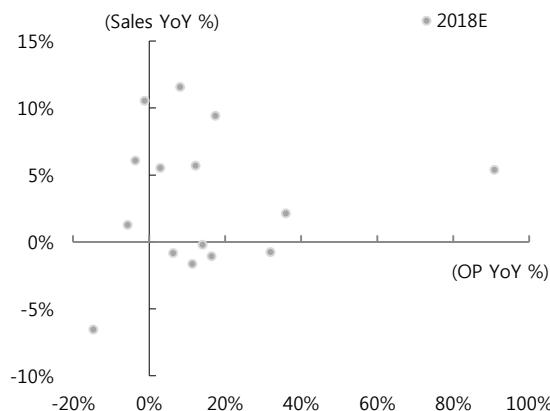
자료: 하이투자증권

그림38. 음식료·담배 반기 합산 영업실적, 모멘텀은 1H19) 2H19



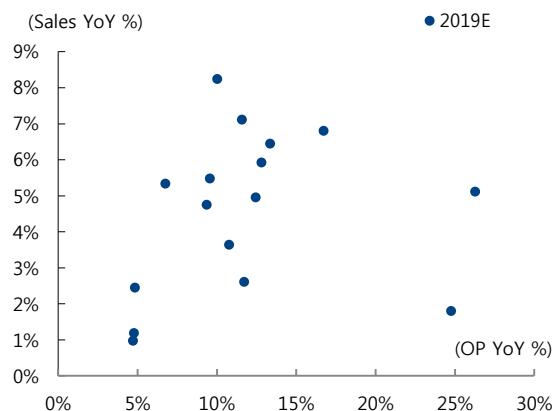
자료: 하이투자증권

그림39. 2018년 매출액-영업이익 성장률



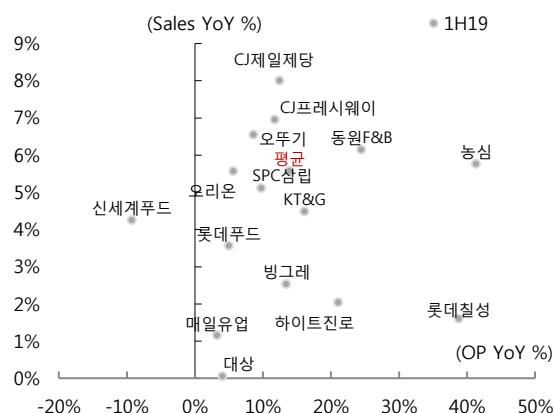
자료: 하이투자증권

그림40. 2019년 매출액-영업이익 성장률



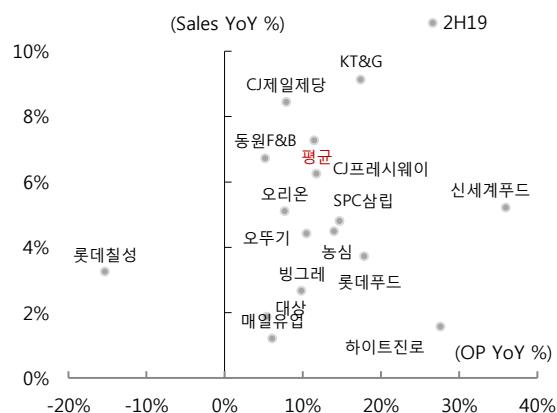
자료: 하이투자증권

그림41. 1H19 매출액-영업이익 성장률



자료: 하이투자증권

그림42. 2H19 매출액-영업이익 성장률

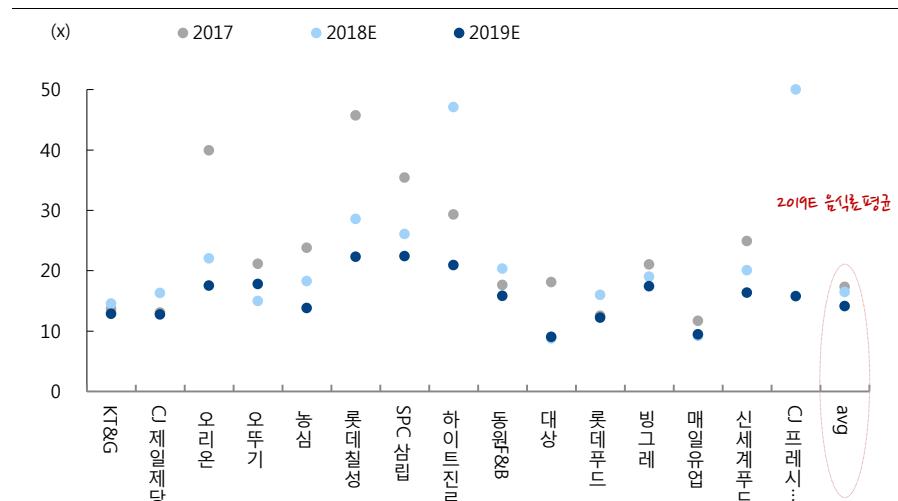


자료: 하이투자증권

### 2019년 음식료·담배 비중확대 의견 제시

2018년 영업실적의 downside-risk 가 가장 높은 3Q18의 윤곽을 나타낸 시점임과 동시에 이익추정치 조정의 마무리 국면으로, 음식료 섹터의 낮은 밸류에이션과 향후 실적 안정성 등을 감안, 2018년과 다른 섹터에 대한 접근이 모색될 가능성에 무게를 싣는다. 추가적으로 외부변수 불확실성 지속에 따른 방어주 선호 성격의 장세가 부각된다면 향후 음식료 업체의 주가는 추가적인 하락보다 상승기회 발견에 초점이 맞춰질 가능성이 높다. 따라서 음식료 업종에 대한 비중확대 의견을 유지하며, 업종 내 영업실적 및 주가레벨을 감안해 밸류에이션 매력도가 높아진 기업을 선별할 필요가 있으며, 대형주에서는 오리온을, 중소형주의 경우 동원 F&B, 대상 및 매일유업을 2019년 관심종목으로 제시한다.

그림43. 음식료·담배 업체별 2017~2019년 PER 추이



자료: 하이투자증권

표4. 음식료/담배 커버리지 15개 종목 2019년 Outlook 요약 1

| (단위: 십억원)  | 1H18  | 2H18E   | 1H19E   | 2H19E   | 2019 Outlook |
|--|-------|---------|---------|---------|--------------|
| KT&G   | 매출액   | 2,187.3 | 2,173.3 | 2,285.2 | 2,371.6      |
|  | YoY % | -6.5%   | -6.6%   | 4.5%    | 9.1%         |
|  | 영업이익  | 634.3   | 584.1   | 736.6   | 685.9        |
|  | YoY % | -18.9%  | -9.3%   | 16.1%   | 17.4%        |
| 내수담배의 하락폭은 제한적일 가능성에 무게. 단 핏의 경우 기존대비 한계성장이 예상<br>수출담배에 대한 중동선적지연 리스크는 일부 회복 전망. 단 회복정도는 일부 불투명 지속<br>홍삼시장 내 높은 지배력은 긍정적. 시장변동은 낮을 가능성에 무게<br>부동산관련 이익 계상 (수원) 예상. 단 본업에서의 회복 및 성장이 주가상승에 영향을 미칠 전망            |       |         |         |         |              |
| CJ 제일제당  | 매출액   | 8,802.3 | 9,579.2 | 9,506.7 | 10,387.9     |
|  | YoY % | 13.2%   | 10.1%   | 8.0%    | 8.4%         |
|  | 영업이익  | 394.9   | 446.0   | 444.0   | 481.3        |
|  | YoY % | 10.6%   | 6.3%    | 12.4%   | 7.9%         |
| 국내 가공식품 전천공장 가동으로 마진레벨 하락 예상. 안착까지 2~3년수준 시간투여 필요<br>미국 쉬완스 인수확정시 2Q19부터 영업실적 반영 전망. 연간 1.8조원, opm 8% 예상<br>소재부문 추가마진 개선 가능성은 제한적, 안정적인 흐름 지속할 것<br>바이오 Selecta 영업실적 개선, 여타 아마노산 안정적. 단 1H19 트립토판 역기저효과 감안할 필요 |       |         |         |         |              |
| 오리온  | 매출액   | 940.0   | 1,007.6 | 992.4   | 1,059.0      |
|  | YoY % | 7.9%    | 3.1%    | 5.6%    | 5.1%         |
|  | 영업이익  | 133.2   | 149.8   | 140.8   | 161.3        |
|  | YoY % | 170.4%  | 51.3%   | 5.7%    | 7.7%         |
| 국내 높은 시장지배력 지속, 신제품 등을 통해 견고한 영업실적을 유지할 가능성에 무게<br>중국 성장을 +10.9% YoY 전망 (명절제외효과 포함) + 이익의 경우 영업레버리지효과 예상<br>베트남 현지성장을 15% YoY 추정, 이란 등 수출지역의 정상화가 관건<br>러시아 딜러교체 및 유통망 간소화 작업으로 매출액 및 영업이익 개선 예상               |       |         |         |         |              |
| 오뚜기  | 매출액   | 1,114.4 | 1,128.8 | 1,187.4 | 1,178.6      |
|  | YoY % | 6.6%    | 4.4%    | 6.5%    | 4.4%         |
|  | 영업이익  | 77.1    | 73.4    | 83.7    | 81.1         |
|  | YoY % | 7.8%    | -1.5%   | 8.7%    | 10.5%        |
| 라면 매출액 간접적인 ASP개선효과 자속 가능성. 물량, 매출 M/S 확대 전망<br>여타 cash cow 제품의 점유율 유지, 뛰어난 현금창출력 지속<br>제품 단가인상 범위에 따라 추가 영업실적 개선 가능성 존재<br>이익선순환 구조에 따라 외형성장대비 이익성장 여력이 높은 상황 + 추가 계열사 편입 가능성 염두                              |       |         |         |         |              |
| 농심   | 매출액   | 1,095.8 | 1,140.2 | 1,159.0 | 1,191.3      |
|  | YoY % | 0.4%    | 2.1%    | 5.8%    | 4.5%         |
|  | 영업이익  | 40.9    | 50.1    | 57.8    | 57.2         |
|  | YoY % | -19.4%  | 9.8%    | 41.3%   | 14.0%        |
| 내수 라면시장 경쟁강도 완화에 따른 점유율 일부개선 가능<br>물량기준 M/S 흐름은 변수. 정체가 유지될 경우 판관비 지출 지속 가능성<br>스낵가격 인상분 반영시 영업실적 추가기여 전망 긍정적. 단 라면 등 여타부문에서의 비용제한 필요<br>중국 회복, 미국, 일본의 성장률은 다소 완만할 가능성 존재하나, 영업이익의 기여 가능                      |       |         |         |         |              |
| 롯데칠성   | 매출액   | 1,122.2 | 1,173.3 | 1,140.1 | 1,211.4      |
|  | YoY % | -5.6%   | 3.7%    | 1.6%    | 3.2%         |
|  | 영업이익  | 32.1    | 54.1    | 44.5    | 45.8         |
|  | YoY % | -35.5%  | 123.4%  | 38.8%   | -15.3%       |
| 음료부문 팝시 등 시장지배력 확대 흐름 긍정적. 단 2018년 높은 베이스에 대한 부담은 존재<br>주류부문 내 소주의 성장흐름 지속. 서울 및 수도권 중심 M/S 확대흐름 유지<br>맥주 (클라우드, 피츠) 관련 매출성장 확인 필요. 비용은 일부 제한적으로 반영될 가능성<br>맥주 판관비 투입에 따라 실적개선 가시성 변화 가능                       |       |         |         |         |              |
| SPC삼립  | 매출액   | 1,057.9 | 1,124.8 | 1,112.0 | 1,178.7      |
|  | YoY % | 2.8%    | 8.5%    | 5.1%    | 4.8%         |
|  | 영업이익  | 28.1    | 33.3    | 30.9    | 38.2         |
|  | YoY % | -4.6%   | 32.0%   | 9.8%    | 14.7%        |
| 제빵부문의 간편식 제품 확대로 이익률 확대 기조 지속<br>전사 영업이익에의 민감도가 가장 높은 맥분부문의 단가회복여부 파악 중요<br>HMR 청주공장 가동률 개선 기대, captive 위주 성장. 이익기여는 중장기 접근 필요<br>GFS 외형성장은 다소 완만한 수준, 이익률 확대 가능성에 변수  |       |         |         |         |              |
| 하이트진로  | 매출액   | 913.9   | 971.9   | 932.5   | 987.1        |
|  | YoY % | 1.0%    | -1.3%   | 2.0%    | 1.6%         |
|  | 영업이익  | 43.6    | 56.0    | 52.7    | 71.5         |
|  | YoY % | -31.5%  | -29.7%  | 21.1%   | 27.6%        |
| 맥주 내 필라이트 견조, 수입맥주 성장세 높은 수준 지속되고 있어 긍정적<br>단 레귤러맥주 텐아라운드 및 가동률 확대시 영업이익 (+) 기여 가능, 향후 추이 확인 필요<br>소주 지방 위주의 MS 확대흐름 긍정적, cash cow 역할 지속<br>향후 종량세 변화 등 외부변수 변화시 시장경쟁구도 등 일부 완화 가능성                            |       |         |         |         |              |

자료: 하이투자증권

표5. 음식료/담배 커버리지 15개 종목 2019년 Outlook 요약 2

| (단위: 십억원) | 1H18  | 2H18E    | 1H19E    | 2H19E    | 2019Outlook  |
|-----------|-------|----------|----------|----------|--|
| 동원F&B     | 매출액   | 1,351.4  | 1,440.9  | 1,434.4  | 1,537.6 일반식품 내 참치부문 1H19까지 어기하락 예상, 투입 부담 완화 지속 예상               |
|           | YoY%  | 10.6%    | 8.2%     | 6.1%     | 6.7% 유가공부문 및 죽, 캠, 김 등의 cash cow 견조한 성장 지속 가능, 이익개선 베이스로 작용      |
|           | 영업이익  | 36.0     | 49.0     | 44.8     | 51.6 최저임금 인상에 따른 동원홈푸드 영향 가능성, 1H19 확인 필요                        |
|           | YoY%  | -7.1%    | 46.0%    | 24.5%    | 5.2% 조미소스 capa 확대시 2H19부터의 실적기여에 대해 긍정적으로 판단                     |
| 대상        | 매출액   | 1,464.2  | 1,481.6  | 1,465.0  | 1,509.4 식품부문 HMR 등 성장카테고리 위주 매출확대, 김치 등 주요품목의 시장지배력 흐름 확인 필요     |
|           | YoY % | 1.8%     | -3.2%    | 0.1%     | 1.9% 소재부문 안정적인 흐름 유지, 라이신 등 매출액 확대 및 바이오 수출 견조                   |
|           | 영업이익  | 65.6     | 62.1     | 67.7     | 65.1 베트남, 인도네시아 등 해외법인 영업실적 개선 예상 + 최근 미얀마, 필리핀 등 해외지역 확대 노력     |
|           | YoY % | 24.1%    | 41.4%    | 3.3%     | 10.2% 베스트코 적자 일부축소, 예상보다 빠른 텐어라운드시 디스카운트폭 축소 가능                  |
| 롯데푸드      | 매출액   | 901.1    | 902.2    | 933.1    | 935.7 고수익제품인 조제분유 감소에 대한 영향 지속 가능성 체크할 필요                        |
|           | YoY % | -1.3%    | -0.3%    | 3.6%     | 3.7% 편의식 관련 식품부문 확대흐름 유지, 단 마진회복 관점에서는 일부 부담으로 작용                |
|           | 영업이익  | 38.8     | 31.7     | 40.7     | 37.4 육가공 매출확대 혹은 원가상승분 완화시 이익개선 이끌어 낼 전망                         |
|           | YoY % | 15.0%    | -2.5%    | 5.0%     | 17.9% 사업포트폴리오 안정화 가시화 될 경우 디스카운트 해소 가능성                          |
| 빙그레       | 매출액   | 411.8    | 463.7    | 422.2    | 476.0 빙과, 바나나우유, 요플레 등 cash cow 의 영업실적 기여는 꾸준한 수준 지속             |
|           | YoY % | 2.9%     | 1.4%     | 2.5%     | 2.7% 단 상품, OEM 등 신사업 관련 비중이 확대됨에 따라 상승한 원가율은 흐름 유지 가능성           |
|           | 영업이익  | 24.7     | 22.5     | 28.0     | 24.8 빙과 2019년 P, Q 개선효과 일부 유지 가능, 향후 신제품 및 프리미엄을 통해 포트폴리오 개선 유도  |
|           | YoY % | 56.5%    | 19.1%    | 13.4%    | 9.9% 2018년 개선분 감안시 1H19)2H19 예상                                  |
| 매일유업      | 매출액   | 640.2    | 655.6    | 647.5    | 663.5 조제분유의 외부변수 악화에도 브랜드력 유입계 내 상위수준 유지. 향후 신제품, 리뉴얼 등 전략 가능    |
|           | YoY % | -2.0%    | -1.4%    | 1.1%     | 1.2% 컵커피, 상하목장브랜드, 치즈 등 고수익 제품군의 시장지배력 지속, 영업이익 기여               |
|           | 영업이익  | 35.3     | 40.4     | 36.5     | 42.8 백색시유 적자폭 축소흐름 이어질 전망  |
|           | YoY % | 16.6%    | 7.2%     | 3.3%     | 6.1% 중국 향 수출분유 확대 가능성, 추가 컵커피 시장안착에 대한 기대                        |
| 신세계푸드     | 매출액   | 628.3    | 652.4    | 655.0    | 686.4 2018년 최저임금 인상분 반영에 따라 1Q18 영업이익 변동범위 확인 필요                 |
|           | YoY % | 6.9%     | 5.3%     | 4.3%     | 5.2% 평창올림픽 효과에 따른 영업실적 베이스 감안시 영업실적 개선은 1H19(2H19 예상             |
|           | 영업이익  | 16.9     | 11.8     | 15.4     | 16.1 제조부문 피코크, 노브랜드 스타벅스 및 NB(율반) 확대속도 높은 수준 지속                  |
|           | YoY % | 26.6%    | -28.0%   | -9.2%    | 36.0% 그룹사 내 제조기지로서의 역할 지속, 음성공장 투자분 완료 (1H19 예상)시 이익기여 예상        |
| CJ프레시웨이   | 매출액   | 1,404.4  | 1,363.5  | 1,502.0  | 1,462.5 주 52시간, 최저임금 인상 등 외식경기 침체요인으로 외형성장 미흡, 이익감소 + 영업비용 증가    |
|           | YoY % | 14.2%    | 6.9%     | 7.0%     | 7.3% 식자재유통 외식경기 둔화 영향. 예상대비 점포단위당 매출액 하락 중                       |
|           | 영업이익  | 19.8     | 23.6     | 22.1     | 26.3 송림푸드 capa 증설 이후 비용일부 확대, 향후 가동률 상승 확인 필요                    |
|           | YoY % | 7.1%     | -7.1%    | 11.7%    | 11.5% 투자확대에 따른 차입금 증가로 인한 이자비용 확대 부담, 향후 부채상환 필요성 확대             |
| 합산        | 매출액   | 24,035.2 | 25,258.9 | 25,374.5 | 26,836.8 해외매출액 증가, Cash cow 중심 마진확보, 경쟁비용 완화 등 2018년 대비 불확실성은 축소 |
|           | YoY % | 5.9%     | 4.6%     | 5.6%     | 6.2% bottom-up 측면의 상세 고려는 필요하나 전년동기대비 실적개선 흐름은 대부분 동일            |
|           | 영업이익  | 1,621.2  | 1,688.0  | 1,846.8  | 1,886.7 영업이익 개선측면에서의 모멘텀은 기저효과 감안할 때 1H19) 2H19                  |
|           | YoY % | 1.3%     | 4.2%     | 13.9%    | 11.8% 실적가시성 및 개선정도 높은 기업 중심의 주가변별력을 보일 가능성                       |

자료: 하이투자증권



## 기업분석

오리온 (271560)\_ 2019년, 시장지위를 견고하게 다지는 해

동원 F&B (049770)\_ 호실적 지속요건 충족, 외형성장+어가안정+조미 capa 확대

대상 (001680)\_ 2019년 식품+소재 견조함 지속, 자회사 영업실적 개선 가능성 염두

매일유업 (267980)\_ 2019년 P, Q 성장카드 유효

## 오리온 (271560)

**Buy (Maintain)**

|                |               |
|----------------|---------------|
| 목표주가(12M)      | 150,000 원(유지) |
| 종가(2018/11/19) | 100,000 원     |

| Stock Indicator |                  |
|-----------------|------------------|
| 자본금             | 20십억원            |
| 발행주식수           | 3,953만주          |
| 시가총액            | 3,953십억원         |
| 외국인지분율          | 38.4%            |
| 52주 주가          | 88,600~155,000 원 |
| 60일평균거래량        | 151,526주         |
| 60일평균거래대금       | 15.2십억원          |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M    | 12M   |
|----------|------|------|-------|-------|
| 절대수익률    | -7.8 | -4.8 | -23.1 | -17.4 |
| 상대수익률    | -5.3 | 1.8  | -8.4  | -0.3  |



| FY           | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(십억원)     | 1,117  | 1,948  | 2,051  | 2,182  |
| 영업이익(십억원)    | 107    | 283    | 302    | 329    |
| 순이익(십억원)     | 76     | 178    | 224    | 245    |
| EPS(원)       | 3,261  | 4,503  | 5,664  | 6,186  |
| BPS(원)       | 33,092 | 36,663 | 41,296 | 46,450 |
| PER(배)       | 32.0   | 22.2   | 17.7   | 16.2   |
| PBR(배)       | 3.2    | 2.7    | 2.4    | 2.2    |
| ROE(%)       | 11.6   | 12.9   | 14.5   | 14.1   |
| 배당수익률(%)     | 0.6    | 0.7    | 0.8    | 0.8    |
| EV/EBITDA(배) | 42.0   | 5.4    | 7.2    | 6.2    |

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[음식료·담배] 이경신  
(2122-9211)  
ks.lee@hi-ib.com

## 2019년, 시장지위를 견고하게 다지는 해

### 2019년, 시장지위를 견고하게 다지는 해

2019년 오리온의 영업실적은 중국과 한국의 시장지위가 견고해짐에 따른 영업실적 개선세가 반영될 전망이다.

중국 매출액 현지성장률은 +7.7% YoY 으로, 명절 시점효과를 제외 시 성장률은 약 15% 수준으로 예상한다. 2019년의 경우 2Q18 부터 본격적으로 확대된 신제품이 수반한 비용을 감안할 때 매대확보 관련 부담분이 다소 완화될 가능성에 무게를 싣는다. 단 외형정상화 선행된 이후 의미있는 수익개선 가시화가 가능함을 고려할 때, 2019년은 수익성보다는 외형의 회복에 무게를 둘 전망이다. 따라서 추가적인 매출액 성장 가능성은 열어두되, 영업이익 성장은 시장기대치대비 다소 완만할 것으로 판단한다. 그러나 현재 중국 내 제과 동종업체대비 디스카운트 구간인 밸류에이션 측면에서 접근시 시장지위 정상화 및 추가성장이 가시화 될 경우 2017년 이전과 같은 peer 대비 프리미엄 수준을 회복할 공산이 높음에 주목할 필요가 있다.

한국 내수 성장률은 3%수준이 예상된다. 신제품 출시 호조로 인한 높은 베이스 효과에도 불구하고, 추가 신제품 및 익스텐션 제품 확대에 따라 시장성장을 상회하는 흐름이 지속될 가능성이 높다. 이에 따라 2018년에 이루어진 마진개선에 대한 추가적인 기대 또한 가능하다. 변동성이 낮은 국내 스낵시장에서의 점유율 확대 기조는 중장기 지배력 강화 측면에서 긍정적이다.

베트남은 수출지연에 따른 전체 성장률의 희석에도 내수 고성장흐름이 이어질 것으로 예상한다. 수출회복 이후 빠른 안정화를 시현할 공산이 크며, 추가적으로 신제품 및 양산빵 출시 등을 통해 시장지배력이 강화될 전망이다. 러시아의 경우 딜러 구조조정 마무리 및 제품가격 할인 축소에 따른 역성장 마무리 이후 빠른 볼륨회복 및 성장에 대해서는 긍정적으로 예상한다.

### 주가조정폭 및 밸류에이션을 감안한 매수전략 유효

중국 중심의 오리온 사업포트폴리오에 따라 Top-line 정상화 속도에 대한 우려 및 매크로변수 불확실성이 최근 주가흐름에 영향을 미치고 있다. 그러나 추가적인 영업실적 하향조정 가능성이 낮은 상황임을 고려한다면 동종업체대비 밸류에이션 디스카운트 구간으로 하락한 현주가는 외부환경에 대한 worst-case scenario 를 가정하더라도 추가하락이 제한적인, 매수기회라는 판단이다. 향후 중국의 외형확대 속도 개선 및 사드이슈 이전 수준으로의 지배력 회복이 더해진다면 추가적인 레버리지 효과까지 기대할 수 있음을 감안, 여타업체대비 견조한 주가 우상향 흐름 가능성에 무게를 싣는다.

표 1. 오리온 해외법인 영업실적 추정 기본가정

| (단위: 십억원)      | 1Q18    | 2Q18    | 3Q18    | 4Q18E   | 1Q19E   | 2Q19E   | 3Q19E   | 4Q19E   | 2017    | 2018E   | 2019E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 중국 매출액         | 266.3   | 191.5   | 254.6   | 244.1   | 257.0   | 224.1   | 276.3   | 248.9   | 865.1   | 956.4   | 1,006.3 |
| YoY %          | 13.4%   | 34.5%   | -12.2%  | 23.2%   | -3.5%   | 17.0%   | 8.5%    | 2.0%    | -35.7%  | 10.5%   | 5.2%    |
| 매출액 (백만위안)     | 1,579.6 | 1,129.0 | 1,544.0 | 1,492.7 | 1,579.6 | 1,377.4 | 1,698.4 | 1,530.0 | 5,154.7 | 5,745.3 | 6,185.4 |
| YoY %          | 13.0%   | 30.7%   | -9.6%   | 26.0%   | 0.0%    | 22.0%   | 10.0%   | 2.5%    | -33.2%  | 11.5%   | 7.7%    |
| 환율 (원/위안)      | 168.6   | 169.4   | 164.9   | 163.5   | 162.7   | 162.7   | 162.7   | 162.7   | 167.8   | 166.5   | 162.7   |
| YoY %          | 0.3%    | 2.8%    | -2.8%   | -2.2%   | -3.5%   | -3.9%   | -1.3%   | -0.5%   | -3.8%   | -0.8%   | -2.3%   |
| 베트남 매출액        | 67.4    | 46.3    | 50.3    | 67.1    | 74.8    | 51.8    | 54.8    | 73.4    | 222.4   | 231.2   | 254.7   |
| YoY %          | 9.0%    | -5.5%   | 0.0%    | 9.7%    | 10.9%   | 11.8%   | 8.8%    | 9.4%    | 8.7%    | 3.9%    | 10.2%   |
| 내수             | 62.7    | 41.9    | 47.3    | 62.8    | 69.9    | 46.3    | 50.9    | 68.5    | 194.5   | 214.7   | 235.5   |
| YoY %          | 13.6%   | 3.2%    | 9.5%    | 13.2%   | 11.5%   | 10.4%   | 7.5%    | 9.0%    | 13.9%   | 10.4%   | 9.7%    |
| 매출액 (십억동)      | 1,328.2 | 887.0   | 975.0   | 1,300.7 | 1,500.9 | 993.4   | 1,092.0 | 1,469.7 | 3,906.0 | 4,490.9 | 5,056.0 |
| YoY %          | 22.2%   | 8.6%    | 11.9%   | 15.0%   | 13.0%   | 12.0%   | 12.0%   | 13.0%   | 18.7%   | 15.0%   | 12.6%   |
| 환율 (1,000원/동)  | 47.2    | 47.3    | 48.3    | 48.3    | 46.6    | 46.6    | 46.6    | 46.6    | 49.8    | 47.8    | 46.6    |
| YoY %          | -7.0%   | -4.8%   | -2.6%   | -1.6%   | -1.3%   | -1.5%   | -3.6%   | -3.6%   | -4.0%   | -4.0%   | -2.6%   |
| 수출 (동남아, 이란 등) | 4.7     | 4.4     | 3.0     | 4.3     | 4.8     | 5.5     | 3.9     | 4.9     | 27.9    | 16.4    | 19.2    |
| YoY %          | -28.8%  | -47.6%  | -58.3%  | -25.0%  | 3.0%    | 25.0%   | 30.0%   | 15.0%   | -17.5%  | -41.3%  | 17.0%   |
| 러시아 매출액        | 10.8    | 14.9    | 17.0    | 20.8    | 13.9    | 18.0    | 20.9    | 25.8    | 77.4    | 63.5    | 78.7    |
| YoY %          | -38.7%  | -20.8%  | -14.1%  | -0.7%   | 28.5%   | 20.6%   | 23.0%   | 24.4%   | 26.4%   | -17.9%  | 23.8%   |
| 매출액 (백만루블)     | 575.4   | 843.0   | 982.0   | 1,212.2 | 719.3   | 927.3   | 1,080.2 | 1,333.4 | 3,991.7 | 3,612.6 | 4,060.2 |
| YoY %          | -36.2%  | -11.9%  | -4.7%   | 10.0%   | 25.0%   | 10.0%   | 10.0%   | 10.0%   | 13.5%   | -9.5%   | 12.4%   |
| 환율 (원/루블)      | 18.9    | 17.4    | 17.1    | 17.1    | 19.4    | 19.4    | 19.4    | 19.4    | 19.4    | 17.6    | 19.4    |
| YoY %          | -4.1%   | -11.7%  | -10.8%  | -9.7%   | 2.8%    | 11.1%   | 13.1%   | 13.1%   | 11.3%   | -9.2%   | 10.2%   |

자료: 오리온, 하이투자증권

표 2. 오리온 영업실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q18   | 2Q18   | 3Q18   | 4Q18E  | 1Q19E  | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 2017    | 2018E   | 2019E   |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 매출액       | 516.3  | 423.8  | 493.7  | 513.9  | 522.9  | 469.4 | 524.5 | 534.5 | 1,848.4 | 1,947.6 | 2,051.4 |
| 한국        | 177.6  | 175.5  | 175.0  | 185.9  | 182.2  | 180.6 | 177.5 | 191.3 | 699.3   | 714.0   | 731.7   |
| 국내        | 164.0  | 162.3  | 159.7  | 172.1  | 168.9  | 167.2 | 164.5 | 177.3 | 630.8   | 658.1   | 677.8   |
| 수출        | 8.1    | 8.2    | 7.8    | 8.8    | 8.3    | 8.4   | 8.0   | 9.1   | 29.9    | 32.9    | 33.9    |
| 중국        | 266.3  | 191.5  | 255.2  | 244.1  | 257.0  | 224.1 | 276.3 | 248.9 | 863.2   | 957.0   | 1,006.3 |
| 베트남       | 67.4   | 46.3   | 50.3   | 67.1   | 74.8   | 51.8  | 54.8  | 73.4  | 222.4   | 231.2   | 254.7   |
| 내수        | 62.7   | 41.9   | 47.3   | 62.8   | 69.9   | 46.3  | 50.9  | 68.5  | 194.5   | 214.7   | 235.5   |
| 수출        | 4.7    | 4.4    | 3.0    | 4.3    | 4.8    | 5.5   | 3.9   | 4.9   | 27.9    | 16.4    | 19.2    |
| 러시아       | 10.8   | 14.9   | 17.0   | 20.8   | 13.9   | 18.0  | 20.9  | 25.8  | 77.4    | 63.5    | 78.7    |
| YoY%      | 5.8    | 10.6   | (5.4)  | 12.8   | 1.3    | 10.8  | 6.2   | 4.0   | (19.3)  | 5.4     | 5.3     |
| 한국        | 2.5    | 1.0    | 0.9    | 3.9    | 2.6    | 2.9   | 1.4   | 2.9   | 2.9     | 2.1     | 2.5     |
| 국내        | 5.1    | 3.0    | 2.6    | 6.5    | 3.0    | 3.0   | 3.0   | 3.0   | 2.9     | 4.3     | 3.0     |
| 수출        | 8.3    | 12.8   | 15.5   | 5.0    | 3.0    | 3.0   | 3.0   | 3.0   | (0.5)   | 10.1    | 3.0     |
| 중국        | 13.4   | 35.3   | (11.6) | 23.2   | (3.5)  | 17.0  | 8.3   | 2.0   | (35.9)  | 10.9    | 5.2     |
| 베트남       | 9.0    | (5.5)  | (0.0)  | 9.7    | 10.9   | 11.8  | 8.8   | 9.4   | 8.7     | 3.9     | 10.2    |
| 내수        | 13.6   | 3.2    | 9.5    | 13.2   | 11.5   | 10.4  | 7.5   | 9.0   | 13.9    | 10.4    | 9.7     |
| 수출        | (28.8) | (47.6) | (58.3) | (25.0) | 3.0    | 25.0  | 30.0  | 15.0  | (17.5)  | (41.3)  | 17.0    |
| 러시아       | (38.8) | (21.2) | (14.1) | (0.7)  | 28.5   | 20.6  | 23.0  | 24.4  | 26.4    | (17.9)  | 23.8    |
| 영업이익      | 93.6   | 39.6   | 78.7   | 71.1   | 88.4   | 52.4  | 87.3  | 74.0  | 148.2   | 283.0   | 302.1   |
| 한국        | 24.0   | 23.2   | 20.7   | 21.2   | 24.9   | 24.2  | 23.2  | 21.8  | 82.6    | 89.0    | 94.2    |
| 중국        | 48.9   | 10.7   | 49.1   | 36.1   | 41.5   | 15.6  | 51.2  | 38.2  | 19.2    | 144.7   | 146.5   |
| 베트남       | 17.1   | 3.9    | 6.5    | 9.6    | 17.8   | 8.2   | 8.4   | 9.1   | 36.3    | 37.1    | 43.4    |
| 러시아       | 0.4    | 2.1    | 2.2    | 3.3    | 3.1    | 3.4   | 3.5   | 4.0   | 14.2    | 8.1     | 14.0    |
| YoY%      | 215.3  | 102.4  | (0.0)  | 250.5  | (5.6)  | 32.4  | 11.0  | 4.1   | (52.4)  | 90.9    | 6.8     |
| 한국        | 30.1   | 0.2    | (0.1)  | 4.1    | 4.0    | 4.5   | 12.2  | 3.2   | 5.0     | 7.8     | 5.8     |
| 중국        | 흑전     | 흑전     | 4.9    | 흑전     | (15.2) | 45.9  | 4.4   | 5.9   | (90.3)  | 654.5   | 1.2     |
| 베트남       | 42.0   | (40.9) | (28.7) | 12.3   | 4.2    | 110.8 | 29.1  | (5.8) | 36.8    | 2.3     | 17.1    |
| 러시아       | (89.5) | (46.9) | (44.8) | 58.1   | 621.2  | 58.9  | 58.4  | 20.6  | 84.3    | (43.3)  | 73.2    |
| OPM %     | 18.1   | 9.3    | 15.9   | 13.8   | 16.9   | 11.2  | 16.6  | 13.8  | 8.0     | 14.5    | 14.7    |
| 한국        | 13.5   | 13.2   | 11.8   | 11.4   | 13.7   | 13.4  | 13.1  | 11.4  | 11.8    | 12.5    | 12.9    |
| 중국        | 18.4   | 5.6    | 19.2   | 14.8   | 16.2   | 7.0   | 18.5  | 15.3  | 2.2     | 15.1    | 14.6    |
| 베트남       | 25.4   | 8.4    | 12.9   | 14.3   | 23.8   | 15.8  | 15.3  | 12.3  | 16.3    | 16.0    | 17.1    |
| 러시아       | 4.0    | 14.3   | 13.1   | 15.8   | 22.3   | 18.8  | 16.8  | 15.3  | 18.4    | 12.7    | 17.8    |

자료: 오리온, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

| (단위:십억원)   | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산       | 457   | 2,685 | 1,826 | 2,053 |
| 현금 및 현금성자산 | 102   | 2,326 | 1,455 | 1,668 |
| 단기금융자산     | 51    | 51    | 51    | 51    |
| 매출채권       | 131   | 128   | 132   | 138   |
| 재고자산       | 151   | 157   | 164   | 173   |
| 비유동자산      | 1,801 | -330  | 713   | 700   |
| 유형자산       | 1,673 | -434  | 600   | 579   |
| 무형자산       | 52    | 20    | 20    | 20    |
| 자산총계       | 2,258 | 2,355 | 2,538 | 2,753 |
| 유동부채       | 523   | 495   | 494   | 505   |
| 매입채무       | 68    | 41    | 40    | 50    |
| 단기차입금      | 104   | 104   | 104   | 104   |
| 유동성장기부채    | 166   | 166   | 166   | 166   |
| 비유동부채      | 390   | 371   | 371   | 371   |
| 사채         | 329   | 310   | 310   | 310   |
| 장기차입금      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 부채총계       | 913   | 866   | 865   | 876   |
| 지배주주지분     | 1,308 | 1,449 | 1,633 | 1,836 |
| 자본금        | 20    | 20    | 20    | 20    |
| 자본잉여금      | 598   | 598   | 598   | 598   |
| 이익잉여금      | 76    | 227   | 419   | 632   |
| 기타자본항목     | 624   | 624   | 624   | 624   |
| 비지배주주지분    | 37    | 39    | 40    | 42    |
| 자본총계       | 1,345 | 1,489 | 1,673 | 1,878 |

포괄손익계산서

| (단위:십억원, %) | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 1,117 | 1,948 | 2,051 | 2,182 |
| 증가율(%)      | -     | 74.3  | 5.3   | 6.4   |
| 매출원가        | 593   | 1,043 | 1,038 | 1,103 |
| 매출총이익       | 524   | 905   | 1,013 | 1,079 |
| 판매비와관리비     | 416   | 622   | 711   | 750   |
| 연구개발비       | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 기타영업수익      | -     | -     | -     | -     |
| 기타영업비용      | -     | -     | -     | -     |
| 영업이익        | 107   | 283   | 302   | 329   |
| 증가율(%)      | -     | 163.4 | 6.8   | 8.8   |
| 영업이익률(%)    | 9.6   | 14.5  | 14.7  | 15.1  |
| 이자수익        | -     | -     | -     | -     |
| 이자비용        | -     | -     | -     | -     |
| 지분법이익(소실)   | 0     | 9     | 20    | 20    |
| 기타영업외손익     | 1     | -8    | -12   | -12   |
| 세전계속사업이익    | 105   | 268   | 289   | 315   |
| 법인세비용       | 28    | 87    | 63    | 69    |
| 세전계속이익률(%)  | 9.4   | 13.8  | 14.1  | 14.4  |
| 당기순이익       | 77    | 181   | 225   | 246   |
| 순이익률(%)     | 6.9   | 9.3   | 11.0  | 11.3  |
| 지배주주귀속 순이익  | 76    | 178   | 224   | 245   |
| 기타포괄이익      | -9    | -9    | -9    | -9    |
| 총포괄이익       | 68    | 171   | 216   | 237   |
| 지배주주귀속총포괄이익 | 68    | 171   | 216   | 237   |

현금흐름표

| (단위:십억원)     | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름    | 193  | 259   | 325   | 360   |
| 당기순이익        | 77   | 181   | 225   | 246   |
| 유형자산감가상각비    | -    | 116   | 118   | 121   |
| 무형자산상각비      | 2    | 2     | 2     | 2     |
| 지분법관련손실(이익)  | 0    | 9     | 20    | 20    |
| 투자활동 현금흐름    | -17  | 13    | -10   | 10    |
| 유형자산의 처분(취득) | -90  | -145  | -135  | -115  |
| 무형자산의 처분(취득) | -2   | 32    | -     | -     |
| 금융상품의 증감     | -51  | -     | -     | -     |
| 재무활동 현금흐름    | -155 | -43   | -28   | -32   |
| 단기금융부채의증감    | -    | -     | -     | -     |
| 장기금융부채의증감    | 100  | -19   | -     | -     |
| 자본의증감        | -    | 0     | -     | -     |
| 배당금지급        | -    | -24   | -28   | -32   |
| 현금및현금성자산의증감  | 18   | 2,224 | -870  | 213   |
| 기초현금및현금성자산   | 83   | 102   | 2,326 | 1,455 |
| 기말현금및현금성자산   | 102  | 2,326 | 1,455 | 1,668 |

주요투자지표

|                        | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)                |        |        |        |        |
| EPS                    | 3,261  | 4,503  | 5,664  | 6,186  |
| BPS                    | 33,092 | 36,663 | 41,296 | 46,450 |
| CFPS                   | 3,331  | 7,478  | 8,698  | 9,280  |
| DPS                    | 600    | 700    | 800    | 800    |
| Valuation(배)           |        |        |        |        |
| PER                    | 32.0   | 22.2   | 17.7   | 16.2   |
| PBR                    | 3.2    | 2.7    | 2.4    | 2.2    |
| PCR                    | 31.4   | 13.4   | 11.5   | 10.8   |
| EV/EBITDA              | 42.0   | 5.4    | 7.2    | 6.2    |
| Key Financial Ratio(%) |        |        |        |        |
| ROE                    | 11.6   | 12.9   | 14.5   | 14.1   |
| EBITDA 이익률             | 9.8    | 20.6   | 20.6   | 20.7   |
| 부채비율                   | 67.9   | 58.2   | 51.7   | 46.6   |
| 순부채비율                  | 33.3   | -120.7 | -55.3  | -60.6  |
| 매출채권회전율(x)             | 17.0   | 15.0   | 15.8   | 16.2   |
| 재고자산회전율(x)             | 14.8   | 12.6   | 12.8   | 13.0   |

자료 : 오리온, 하이투자증권 리서치센터

## 동원 F&B (049770)

**Buy (Maintain)**

|                |               |
|----------------|---------------|
| 목표주가(12M)      | 340,000 원(유지) |
| 종가(2018/11/19) | 296,500 원     |

| Stock Indicator |                   |
|-----------------|-------------------|
| 자본금             | 19십억원             |
| 발행주식수           | 386만주             |
| 시가총액            | 1,144십억원          |
| 외국인지분율          | 4.8%              |
| 52주 주가          | 205,500~332,000 원 |
| 60일평균거래량        | 7,362주            |
| 60일평균거래대금       | 2.1십억원            |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M  | 6M   | 12M  |
|----------|------|-----|------|------|
| 절대수익률    | 14.5 | 1.7 | 26.4 | 34.8 |
| 상대수익률    | 17.1 | 8.2 | 41.1 | 51.9 |



| FY           | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(십억원)     | 2,553   | 2,792   | 2,972   | 3,159   |
| 영업이익(십억원)    | 72      | 85      | 96      | 101     |
| 순이익(십억원)     | 51      | 56      | 72      | 76      |
| EPS(원)       | 13,313  | 14,537  | 18,680  | 19,636  |
| BPS(원)       | 153,682 | 165,169 | 180,298 | 196,084 |
| PER(배)       | 17.6    | 20.4    | 15.9    | 15.1    |
| PBR(배)       | 1.5     | 1.8     | 1.6     | 1.5     |
| ROE(%)       | 9.0     | 9.1     | 10.8    | 10.4    |
| 배당수익률(%)     | 1.1     | 1.0     | 1.2     | 1.3     |
| EV/EBITDA(배) | 16.8    | 11.7    | 10.5    | 9.5     |

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[음식료·담배] 이경신  
(2122-9211)  
ks.lee@hi-ib.com

## 호실적 지속요건 충족, 외형성장+어가안정+조미 capa 확대

### 호실적 지속요건 충족, 외형성장 + 어가안정 + 조미식품 Capa 확대

2018년 동원 F&B의 영업실적 개선에 따른 높은 베이스에도 불구하고 2019년 개별부문의 외형성장과 어가안정에 따른 원가하락, 2H19 가동을 시작하는 조미소스부문의 capa 확대를 통해 추가성장이 가능할 전망이다.

개별 식품부문의 경우 죽, 김, 캐류 등 높은 시장지배력을 보유한 주요 제품들의 외형확대가 가동률 개선으로 이어져 고정비 부담을 완화하는 흐름이 지속될 전망이다. 고마진제품의 매출기여는 영업이익 추가개선으로 이어질 수 있다는 측면이 고무적이다. 유가공의 경우에도 3Q18 저수익 PB 제품의 디마케팅 등을 통해 수익개선을 선행한 상황으로, 향후 음용류 등 신제품 출시에 따라 영업실적 개선을 시현할 것으로 판단한다. 참치어가의 본격적인 부담하락은 3Q18부터 이어진 상황이다. 재고분 및 최근 어가의 투입시점을 감안할 때 1H19까지 무난한 원가하락세가 예상된다.

조미유통부문의 경우 외식경기에 일부 영향을 미치는 사업부임을 감안, 2019년 추가적으로 인상되는 최저임금 및 52시간근무제 영향에 따른 식수하락이 일부 지속될 가능성성이 존재한다. 다만 여타부문으로의 외형확대 및 조미부문의 이익에 따른 부담상쇄가 이어질 전망이며, 2H19부터는 조미소스 capa 확대분이 반영됨에 따라 이익개선을 시현할 것으로 판단한다. 조미소스 시장특성을 감안할 때 capa 증설에 따른 고정비부담 보다는 기존 및 신규고객 계약확대를 베이스로 가동 확대가 두드러질 가능성에 무게를 싣는다.

### 실적개선 가시성과 밸류에이션 매력도, 두 마리 토끼를 모두 잡은 상황

주요제품의 판매호조가 지속되는 상황에서 참치어가에 대한 부담축소 흐름까지 감안한다면 일반식품에서의 영업실적 개선흐름 지속가능성이 2019년까지 이어질 공산이 크다. 최근 여타업체의 HMR 생산 capa 투자에도 불구하고, 동원 F&B의 주력제품이 겹치지 않는다는 점을 감안한다면 경쟁비용에 대한 부담도 낮다. 외형성장 견인 시 영업이익 확대가 가능한 최적의 상황이다.

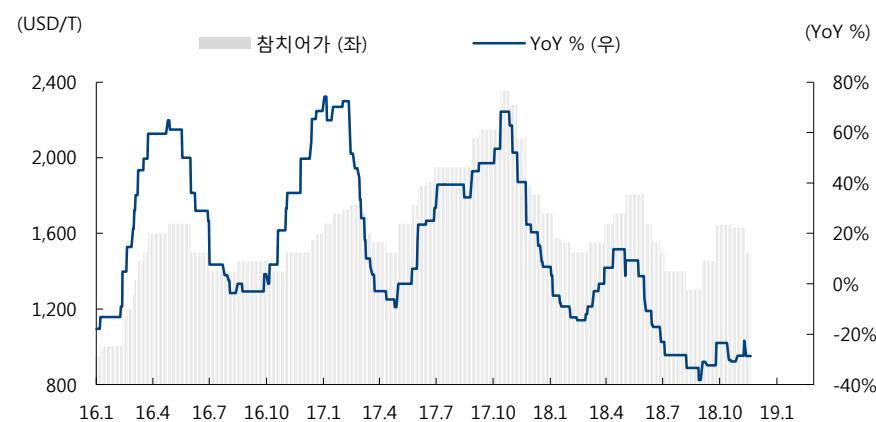
추가적으로 1H19 조미부문의 Capa 증설분을 통한 이익기여도 증가 등 안정적인 cash cow를 통한 식자재유통 저변확대 기조 및 최저임금 상승효과를 상쇄는 이익의 선순환구조가 지속될 가능성에 무게를 싣는다. 따라서 여타 동종업체들의 다소 불확실성이 높은 이익레벨대비 안정적인 실적개선 가시성 및 밸류에이션 매력도가 두드러진다는 측면에서 부담없는 매수접근이 가능하다는 판단이다.

표 1. 동원 F&amp;B 연결기준 영업실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q18   | 2Q18   | 3Q18   | 4Q18E  | 1Q19E  | 2Q19E  | 3Q19E  | 4Q19E  | 2017    | 2018E   | 2019E   |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 연결 매출액    | 704.9  | 646.6  | 789.4  | 651.5  | 753.5  | 680.9  | 838.7  | 698.9  | 2,552.6 | 2,792.3 | 2,972.0 |
| 일반식품      | 454.7  | 365.4  | 492.4  | 367.6  | 478.4  | 378.3  | 517.6  | 379.2  | 1,605.5 | 1,680.0 | 1,753.6 |
| 조미유통      | 251.5  | 270.4  | 294.3  | 296.2  | 284.2  | 305.5  | 332.6  | 334.7  | 981.5   | 1,112.3 | 1,256.9 |
| 사료        | 46.7   | 47.4   | 50.6   | 36.8   | 47.7   | 48.3   | 51.7   | 37.5   | 153.2   | 181.6   | 185.2   |
| adj.      | (48.0) | (36.6) | (48.0) | (49.0) | (56.7) | (51.2) | (63.1) | (52.6) | (187.6) | (181.6) | (223.7) |
| YoY%      | 11.4   | 9.8    | 7.8    | 8.8    | 6.9    | 5.3    | 6.3    | 7.3    | 13.9    | 9.4     | 6.4     |
| 일반식품      | 5.6    | 2.8    | 4.9    | 5.0    | 5.2    | 3.5    | 5.1    | 3.2    | 6.7     | 4.6     | 4.4     |
| 조미유통      | 11.6   | 14.2   | 10.2   | 17.5   | 13.0   | 13.0   | 13.0   | 13.0   | 18.1    | 13.3    | 13.0    |
| 사료        | 102.2  | 12.2   | (1.6)  | 1.0    | 2.0    | 2.0    | 2.0    | 2.0    | 76.6    | 18.5    | 2.0     |
| 연결 영업이익   | 22.9   | 13.2   | 38.3   | 10.7   | 30.7   | 14.2   | 40.1   | 11.4   | 72.4    | 85.1    | 96.4    |
| 일반식품      | 17.8   | 6.6    | 32.9   | 3.7    | 23.9   | 7.2    | 31.1   | 3.8    | 44.9    | 61.0    | 66.0    |
| 조미유통      | 4.9    | 6.2    | 5.7    | 7.1    | 6.1    | 7.3    | 8.3    | 8.4    | 26.7    | 23.9    | 30.1    |
| 사료        | (0.5)  | (0.1)  | (0.6)  | 0.3    | 0.0    | 0.1    | 0.4    | 0.3    | 1.2     | (0.9)   | 0.9     |
| adj.      | 0.6    | 0.5    | 0.4    | (0.4)  | 0.6    | (0.5)  | 0.4    | (1.0)  | (0.5)   | 1.1     | (0.5)   |
| YoY%      | (23.9) | 51.2   | 28.4   | 186.7  | 34.2   | 7.6    | 4.8    | 6.8    | (1.3)   | 17.5    | 13.4    |
| 일반식품      | 3.9    | 1.8    | 6.7    | 1.0    | 5.0    | 1.9    | 6.0    | 1.0    | 2.8     | 3.6     | 3.8     |
| 조미유통      | 2.0    | 2.3    | 1.9    | 2.4    | 2.2    | 2.4    | 2.5    | 2.5    | 2.7     | 2.1     | 2.4     |
| 사료        | (1.1)  | (0.1)  | (1.3)  | 0.8    | 0.1    | 0.3    | 0.7    | 0.8    | 0.8     | (0.5)   | 0.5     |
| OPM %     | 3.2    | 2.0    | 4.9    | 1.6    | 4.1    | 2.1    | 4.8    | 1.6    | 2.8     | 3.0     | 3.2     |
| 일반식품      | 3.9    | 1.8    | 6.7    | 1.0    | 5.0    | 1.9    | 6.0    | 1.0    | 2.8     | 3.6     | 3.8     |
| 조미유통      | 2.0    | 2.3    | 1.9    | 2.4    | 2.2    | 2.4    | 2.5    | 2.5    | 2.7     | 2.1     | 2.4     |
| 사료        | (1.1)  | (0.1)  | (1.3)  | 0.8    | 0.1    | 0.3    | 0.7    | 0.8    | 0.8     | (0.5)   | 0.5     |

자료: 동원 F&amp;B, 하이투자증권

그림 1. 참치어가 하향안정세 지속, 투입시기 감안시 1H19 까지 원가안정 가능



자료: Atuna, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

| (단위:십억원)   | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산       | 629   | 656   | 720   | 826   |
| 현금 및 현금성자산 | 65    | 41    | 66    | 131   |
| 단기금융자산     | 8     | 8     | 8     | 8     |
| 매출채권       | 244   | 267   | 284   | 302   |
| 재고자산       | 304   | 332   | 354   | 376   |
| 비유동자산      | 740   | 802   | 810   | 788   |
| 유형자산       | 484   | 546   | 555   | 532   |
| 무형자산       | 75    | 75    | 75    | 75    |
| 자산총계       | 1,369 | 1,458 | 1,531 | 1,613 |
| 유동부채       | 403   | 431   | 445   | 467   |
| 매입채무       | 168   | 190   | 198   | 213   |
| 단기차입금      | 67    | 67    | 67    | 67    |
| 유동성장기부채    | 22    | 22    | 22    | 22    |
| 비유동부채      | 372   | 389   | 389   | 389   |
| 사채         | 150   | 150   | 150   | 150   |
| 장기차입금      | 184   | 200   | 200   | 200   |
| 부채총계       | 776   | 820   | 835   | 856   |
| 지배주주지분     | 593   | 637   | 696   | 757   |
| 자본금        | 19    | 19    | 19    | 19    |
| 자본잉여금      | 110   | 110   | 110   | 110   |
| 이익잉여금      | 479   | 523   | 582   | 643   |
| 기타자본항목     | -1    | -1    | -1    | -1    |
| 비지배주주지분    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본총계       | 593   | 638   | 696   | 757   |

포괄손익계산서

| (단위:십억원, %) | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 2,553 | 2,792 | 2,972 | 3,159 |
| 증가율(%)      | 13.9  | 9.4   | 6.4   | 6.3   |
| 매출원가        | 1,935 | 2,147 | 2,243 | 2,389 |
| 매출총이익       | 618   | 645   | 729   | 771   |
| 판매비와관리비     | 545   | 560   | 632   | 670   |
| 연구개발비       | 1     | 2     | 2     | 2     |
| 기타영업수익      | -     | -     | -     | -     |
| 기타영업비용      | -     | -     | -     | -     |
| 영업이익        | 72    | 85    | 96    | 101   |
| 증가율(%)      | -1.3  | 17.5  | 13.4  | 4.9   |
| 영업이익률(%)    | 2.8   | 3.0   | 3.2   | 3.2   |
| 이자수익        | -     | -     | -     | -     |
| 이자비용        | -     | -     | -     | -     |
| 지분법이익(소실)   | -     | -     | -     | -     |
| 기타영업외손익     | 1     | -2    | 4     | 4     |
| 세전계속사업이익    | 67    | 74    | 92    | 97    |
| 법인세비용       | 16    | 18    | 20    | 21    |
| 세전계속이익률(%)  | 2.6   | 2.6   | 3.1   | 3.1   |
| 당기순이익       | 51    | 56    | 72    | 76    |
| 순이익률(%)     | 2.0   | 2.0   | 2.4   | 2.4   |
| 지배주주귀속 순이익  | 51    | 56    | 72    | 76    |
| 기타포괄이익      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 총포괄이익       | 51    | 56    | 72    | 76    |
| 지배주주귀속총포괄이익 | 51    | 56    | 72    | 76    |

현금흐름표

| (단위:십억원)     | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름    | 50   | 85    | 104   | 115   |
| 당기순이익        | 51   | 56    | 72    | 76    |
| 유형자산감가상각비    | -    | 43    | 45    | 48    |
| 무형자산상각비      | 2    | 2     | 2     | 3     |
| 지분법관련손실(이익)  | -    | -     | -     | -     |
| 투자활동 현금흐름    | -233 | -206  | -191  | -161  |
| 유형자산의 처분(취득) | -90  | -85   | -70   | -40   |
| 무형자산의 처분(취득) | -2   | -     | -     | -     |
| 금융상품의 증감     | -4   | -     | -     | -     |
| 재무활동 현금흐름    | 180  | -1    | -19   | -21   |
| 단기금융부채의증감    | -    | -     | -     | -     |
| 장기금융부채의증감    | 40   | 0     | -     | -     |
| 자본의증감        | -    | -     | -     | -     |
| 배당금지급        | -10  | -10   | -12   | -14   |
| 현금및현금성자산의증감  | -3   | -24   | 25    | 65    |
| 기초현금및현금성자산   | 68   | 65    | 41    | 66    |
| 기말현금및현금성자산   | 65   | 41    | 66    | 131   |

주요투자지표

|                        | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원)                |         |         |         |         |
| EPS                    | 13,313  | 14,537  | 18,680  | 19,636  |
| BPS                    | 153,682 | 165,169 | 180,298 | 196,084 |
| CFPS                   | 13,864  | 26,365  | 31,108  | 32,694  |
| DPS                    | 2,500   | 3,000   | 3,500   | 3,800   |
| Valuation(배)           |         |         |         |         |
| PER                    | 17.6    | 20.4    | 15.9    | 15.1    |
| PBR                    | 1.5     | 1.8     | 1.6     | 1.5     |
| PCR                    | 16.9    | 11.2    | 9.5     | 9.1     |
| EV/EBITDA              | 16.8    | 11.7    | 10.5    | 9.5     |
| Key Financial Ratio(%) |         |         |         |         |
| ROE                    | 9.0     | 9.1     | 10.8    | 10.4    |
| EBITDA 이익률             | 2.9     | 4.7     | 4.9     | 4.8     |
| 부채비율                   | 130.8   | 128.6   | 119.9   | 113.2   |
| 순부채비율                  | 58.9    | 61.2    | 52.4    | 39.6    |
| 매출채권회전율(x)             | 11.3    | 10.9    | 10.8    | 10.8    |
| 재고자산회전율(x)             | 8.7     | 8.8     | 8.7     | 8.7     |

자료 : 동원 F&amp;B, 하이투자증권 리서치센터



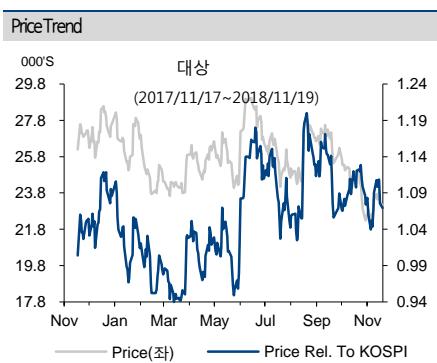
## 대상 (001680)

**Buy (Maintain)**

|                |              |
|----------------|--------------|
| 목표주가(12M)      | 32,000 원(유지) |
| 종가(2018/11/19) | 23,100 원     |

| Stock Indicator |                 |
|-----------------|-----------------|
| 자본금             | 36십억원           |
| 발행주식수           | 3,602만주         |
| 시가총액            | 818십억원          |
| 외국인지분율          | 15.6%           |
| 52주 주가          | 22,200~29,000 원 |
| 60일평균거래량        | 129,363주        |
| 60일평균거래대금       | 3.2십억원          |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M    | 6M   | 12M   |
|----------|------|-------|------|-------|
| 절대수익률    | -7.0 | -15.7 | -9.6 | -11.7 |
| 상대수익률    | -4.5 | -9.2  | 5.0  | 5.4   |



| FY           | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(십억원)     | 2,969  | 2,946  | 2,974  | 3,054  |
| 영업이익(십억원)    | 97     | 125    | 133    | 142    |
| 순이익(십억원)     | 53     | 90     | 89     | 95     |
| EPS(원)       | 1,525  | 2,590  | 2,556  | 2,749  |
| BPS(원)       | 25,138 | 26,625 | 28,080 | 29,726 |
| PER(배)       | 18.1   | 8.9    | 9.0    | 8.4    |
| PBR(배)       | 1.1    | 0.9    | 0.8    | 0.8    |
| ROE(%)       | 6.1    | 10.0   | 9.3    | 9.5    |
| 배당수익률(%)     | 1.8    | 2.2    | 2.2    | 2.2    |
| EV/EBITDA(배) | 14.5   | 5.8    | 5.4    | 5.0    |

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[음식료·담배] 이경신  
(2122-9211)  
ks.lee@hi-ib.com

## 2019년 식품+소재 견조함 지속, 자회사 영업실적 개선 가능성 염두

### 2019년 식품+소재의 견조함 지속, 자회사 영업실적 개선 가능성 염두

2019년 대상 영업실적 개선은 국내 및 해외 자회사의 영업실적 개선에 무게를 싣는다. 개별 식품부문은 서구, 편의식품에 집중된 신제품을 중심으로 하는 매출성장을 지속할 전망이다. 김치 등 일부제품에 대한 판촉비용 반영이 지속될 가능성을 염두할 때 영업이익 개선은 제한적일 가능성성이 높으나, 경쟁사의 HMR 투자에 따라 장류, 조미료류 등 cash cow 카테고리 경쟁이 완화될 공산이 높음을 감안한다면 추가 이익개선을 가정하는데 무리가 없다.

소재부문의 경우 라이신, 바이오의 실적개선 흐름이 유지될 것으로 판단한다. 라이신 글로벌 시세는 하락했으나 판매지역 포트폴리오 내 동남아향 매출비중을 고판가의 유럽지역으로 전환하고 있어 판가하향조정 영향은 제한적이며, 바이오 내 포함된 고부가제품의 영업실적 기여 또한 높아진 상황이다. 전분당의 원가변동 가능성에도 포트폴리오 안정화를 통해 전년동기 높은 베이스에 대한 부담을 완화하는 흐름이 이어질 것으로 예상한다.

인도네시아 전분당부문은 최근 수율 안정화 및 물량증기에 따른 고정비부담 완화가 이익기여로 이어지는 상황으로, 시장 내 연착륙 흐름을 고려한다면 향후 점진적인 마진개선을 감안해 1H19 까지 베이스효과가 발생한다. 이후 가격인상 가능성 또한 긍정적이다. 여기에 최근 경쟁이 심화된 MSG 이익기여가 2017년 이전수준으로 증가할 경우 영업이익 측면에서 50~90 억원의 추가기여가 가능하다. 베스트코는 거래처 선별 등 저수익 사업구조에 대한 디마케팅으로 매출액 감소에도 적자폭 축소가 지속되고 있다. 4Q17 일회성 손실반영이 4Q18에 재발하지 않음이 확인된다면 구조조정효과에 따른 2019년 손실축소 가정에 무리가 없다는 판단이다. 따라서 향후 개별부문의 영업실적 개선속도를 보수적으로 고려하더라도 전반적인 자회사부문의 이익기여도 확대에 따른 전사 영업실적 개선에 무게를 싣는다.

### 영업실적 개선 가시성 확보, 밸류에이션을 감안한 매수전략 유효

식품부문 내 주요제품 시장지배력 방어를 위한 비용지출이 일부 이어지고 있으나, 큰 틀에서의 투자 마무리 및 연간규모 측면의 비용컨트롤이 가능한 구간임을 감안해 꾸준한 이익성장 가능성이 높다. 2019년의 경우 일부 가공식품시장 내 경쟁강도 심화우려에도 불구하고 cash cow 의 견조한 이익 및 자회사의 개선세가 유지될 가능성을 고려해 영업실적 터어라운드 효과가 지속될 것으로 판단한다. 추가적으로 동종업체대비 낮은 밸류에이션 매력까지 더해진 상황임을 고려할 때 주가의 우상향 흐름 가능성에 대해 긍정적으로 판단할 필요가 있다.

표 1. 대상 영업실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원)    | 1Q18   | 2Q18   | 3Q18   | 4Q18E   | 1Q19E  | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 2017    | 2018E   | 2019E   |
|--------------|--------|--------|--------|---------|--------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 연결 매출액       | 740.0  | 724.3  | 785.3  | 696.4   | 730.6  | 734.4 | 796.8 | 712.6 | 2,968.8 | 2,945.9 | 2,974.4 |
| 개별 매출액       | 562.6  | 541.8  | 599.8  | 521.8   | 558.6  | 552.1 | 611.6 | 531.9 | 2,190.1 | 2,226.0 | 2,254.2 |
| 식품           | 379.1  | 347.1  | 414.7  | 337.8   | 372.1  | 354.2 | 423.5 | 344.9 | 1,500.0 | 1,478.7 | 1,494.8 |
| 소재           | 183.5  | 194.7  | 185.1  | 184.0   | 186.5  | 197.9 | 188.0 | 187.0 | 690.1   | 747.3   | 759.4   |
| 대상베스트코       | 120.7  | 129.8  | 124.6  | 113.4   | 108.6  | 123.3 | 120.9 | 115.7 | 571.5   | 488.6   | 468.6   |
| PT INDONESIA | 46.8   | 47.5   | 49.6   | 50.7    | 53.9   | 50.4  | 52.5  | 53.8  | 159.7   | 194.6   | 210.5   |
| MWON VIETNAM | 21.0   | 22.2   | 24.7   | 23.6    | 22.5   | 23.3  | 25.9  | 24.8  | 79.7    | 91.5    | 96.5    |
| YoY%         | 3.6    | 0.0    | (4.2)  | (2.1)   | (1.3)  | 1.4   | 1.5   | 2.3   | 4.0     | (0.8)   | 1.0     |
| 개별 매출액       | 6.0    | 1.8    | (1.5)  | 0.7     | (0.7)  | 1.9   | 2.0   | 1.9   | 18.2    | 1.6     | 1.3     |
| 식품           | 3.7    | (3.7)  | (5.2)  | 0.3     | (1.8)  | 2.1   | 2.1   | 2.1   | 26.5    | (1.4)   | 1.1     |
| 소재           | 10.8   | 13.5   | 7.8    | 1.5     | 1.6    | 1.6   | 1.6   | 1.6   | 3.4     | 8.3     | 1.6     |
| 대상베스트코       | (8.2)  | (10.7) | (20.3) | (18.0)  | (10.0) | (5.0) | (3.0) | 2.0   | 17.1    | (14.5)  | (4.1)   |
| PT INDONESIA | 30.5   | 28.7   | 12.9   | 18.0    | 15.0   | 6.0   | 6.0   | 6.0   | 27.3    | 21.9    | 8.2     |
| MWON VIETNAM | 5.9    | 12.0   | 26.1   | 15.0    | 7.0    | 5.0   | 5.0   | 5.0   | 1.0     | 14.7    | 5.5     |
| 연결 영업이익      | 30.2   | 35.4   | 41.4   | 17.8    | 32.0   | 35.7  | 43.5  | 21.7  | 96.7    | 124.7   | 132.9   |
| 개별 영업이익      | 29.8   | 34.2   | 38.8   | 19.0    | 30.1   | 33.0  | 39.4  | 20.7  | 103.1   | 121.8   | 123.2   |
| 식품           | 12.8   | 11.9   | 25.9   | 1.0     | 13.0   | 11.7  | 25.4  | 1.7   | 42.6    | 51.6    | 51.9    |
| 소재           | 17.0   | 22.3   | 13.0   | 17.9    | 17.1   | 21.3  | 14.0  | 19.0  | 60.5    | 70.2    | 71.3    |
| 대상베스트코       | (4.2)  | (2.3)  | (1.9)  | (2.0)   | (1.6)  | (1.2) | (0.8) | (1.2) | (15.4)  | (10.4)  | (4.9)   |
| PT INDONESIA | 1.5    | 2.3    | 3.8    | 2.0     | 2.7    | 3.0   | 3.9   | 2.7   | 3.3     | 9.6     | 12.3    |
| MWON VIETNAM | 0.5    | 0.6    | 0.7    | 0.6     | 0.6    | 0.6   | 0.7   | 0.6   | 0.7     | 2.4     | 2.5     |
| YoY%         | 4.5    | 47.9   | 6.8    | 243.4   | 6.0    | 0.9   | 5.2   | 21.8  | (12.9)  | 28.9    | 6.6     |
| 개별 영업이익      | 10.1   | 38.7   | (0.0)  | 50.7    | 1.0    | (3.5) | 1.4   | 9.1   | 2.8     | 18.1    | 1.1     |
| 식품           | (14.5) | 36.8   | 0.1    | (114.7) | 1.7    | (2.1) | (1.7) | 70.2  | (4.3)   | 21.1    | 0.5     |
| 소재           | 40.6   | 39.7   | (0.3)  | (7.8)   | 0.5    | (4.3) | 7.6   | 5.7   | 12.3    | 16.0    | 1.6     |
| OPM %        | 4.1    | 4.9    | 5.3    | 2.6     | 4.4    | 4.9   | 5.5   | 3.0   | 3.3     | 4.2     | 4.5     |
| 개별 영업이익      | 5.3    | 6.3    | 6.5    | 3.6     | 5.4    | 6.0   | 6.4   | 3.9   | 4.7     | 5.5     | 5.5     |
| 식품           | 3.4    | 3.4    | 6.2    | 0.3     | 3.5    | 3.3   | 6.0   | 0.5   | 2.8     | 3.5     | 3.5     |
| 소재           | 9.3    | 11.4   | 7.0    | 9.8     | 9.2    | 10.8  | 7.4   | 10.1  | 8.8     | 9.4     | 9.4     |

자료: 대상, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

| (단위:십억원)   | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산       | 999   | 1,018 | 1,055 | 1,116 |
| 현금 및 현금성자산 | 148   | 241   | 308   | 379   |
| 단기금융자산     | 197   | 144   | 105   | 77    |
| 매출채권       | 281   | 280   | 283   | 290   |
| 재고자산       | 318   | 295   | 297   | 305   |
| 비유동자산      | 1,254 | 1,242 | 1,254 | 1,259 |
| 유형자산       | 894   | 878   | 885   | 885   |
| 무형자산       | 137   | 137   | 137   | 137   |
| 자산총계       | 2,252 | 2,260 | 2,309 | 2,375 |
| 유동부채       | 688   | 830   | 829   | 837   |
| 매입채무       | 181   | 153   | 124   | 100   |
| 단기차입금      | 204   | 270   | 270   | 270   |
| 유동성장기부채    | 111   | 140   | 140   | 140   |
| 비유동부채      | 680   | 494   | 494   | 494   |
| 사채         | 399   | 250   | 250   | 250   |
| 장기차입금      | 136   | 100   | 100   | 100   |
| 부채총계       | 1,368 | 1,324 | 1,323 | 1,332 |
| 지배주주지분     | 871   | 923   | 973   | 1,030 |
| 자본금        | 36    | 36    | 36    | 36    |
| 자본잉여금      | 295   | 295   | 295   | 295   |
| 이익잉여금      | 597   | 668   | 739   | 816   |
| 기타자본항목     | -34   | -34   | -34   | -34   |
| 비지배주주지분    | 13    | 14    | 14    | 14    |
| 자본총계       | 884   | 936   | 987   | 1,044 |

포괄손익계산서

| (단위:십억원, %) | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 2,969 | 2,946 | 2,974 | 3,054 |
| 증가율(%)      | 4.0   | -0.8  | 1.0   | 2.7   |
| 매출원가        | 2,174 | 2,171 | 2,165 | 2,221 |
| 매출총이익       | 794   | 774   | 809   | 833   |
| 판매비와관리비     | 698   | 650   | 676   | 691   |
| 연구개발비       | 24    | 23    | 24    | 24    |
| 기타영업수익      | -     | -     | -     | -     |
| 기타영업비용      | -     | -     | -     | -     |
| 영업이익        | 97    | 125   | 133   | 142   |
| 증가율(%)      | -12.9 | 28.9  | 6.6   | 6.7   |
| 영업이익률(%)    | 3.3   | 4.2   | 4.5   | 4.6   |
| 이자수익        | -     | -     | -     | -     |
| 이자비용        | -     | -     | -     | -     |
| 지분법이익(소실)   | 3     | 3     | 5     | 5     |
| 기타영업외손익     | -4    | 16    | 1     | 1     |
| 세전계속사업이익    | 84    | 123   | 118   | 127   |
| 법인세비용       | 32    | 33    | 30    | 32    |
| 세전계속이익률(%)  | 2.8   | 4.2   | 4.0   | 4.2   |
| 당기순이익       | 52    | 90    | 89    | 95    |
| 순이익률(%)     | 1.7   | 3.1   | 3.0   | 3.1   |
| 지배주주귀속 순이익  | 53    | 90    | 89    | 95    |
| 기타포괄이익      | -20   | -20   | -20   | -20   |
| 총포괄이익       | 32    | 70    | 68    | 75    |
| 지배주주귀속총포괄이익 | 32    | 70    | 68    | 75    |

현금흐름표

| (단위:십억원)     | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름    | 166  | 206   | 175   | 182   |
| 당기순이익        | 52   | 90    | 89    | 95    |
| 유형자산감가상각비    | -    | 76    | 78    | 78    |
| 무형자산상각비      | 5    | 6     | 6     | 6     |
| 지분법관련손실(이익)  | 3    | 3     | 5     | 5     |
| 투자활동 현금흐름    | -68  | -57   | -56   | -57   |
| 유형자산의 처분(취득) | -139 | -105  | -90   | -80   |
| 무형자산의 처분(취득) | -4   | -     | -     | -     |
| 금융상품의 증감     | 72   | 53    | 39    | 28    |
| 재무활동 현금흐름    | -109 | -60   | -19   | -19   |
| 단기금융부채의증감    | -    | 50    | -     | -     |
| 장기금융부채의증감    | 100  | -149  | -     | -     |
| 자본의증감        | -    | -     | -     | -     |
| 배당금지급        | -14  | -18   | -18   | -18   |
| 현금및현금성자산의증감  | -36  | 94    | 67    | 70    |
| 기초현금및현금성자산   | 184  | 148   | 241   | 308   |
| 기말현금및현금성자산   | 148  | 241   | 308   | 379   |

주요투자지표

|                        | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)                |        |        |        |        |
| EPS                    | 1,525  | 2,590  | 2,556  | 2,749  |
| BPS                    | 25,138 | 26,625 | 28,080 | 29,726 |
| CFPS                   | 1,683  | 4,948  | 4,958  | 5,150  |
| DPS                    | 500    | 500    | 500    | 500    |
| Valuation(배)           |        |        |        |        |
| PER                    | 18.1   | 8.9    | 9.0    | 8.4    |
| PBR                    | 1.1    | 0.9    | 0.8    | 0.8    |
| PCR                    | 16.4   | 4.7    | 4.7    | 4.5    |
| EV/EBITDA              | 14.5   | 5.8    | 5.4    | 5.0    |
| Key Financial Ratio(%) |        |        |        |        |
| ROE                    | 6.1    | 10.0   | 9.3    | 9.5    |
| EBITDA 이익률             | 3.4    | 7.0    | 7.3    | 7.4    |
| 부채비율                   | 154.7  | 141.4  | 134.1  | 127.6  |
| 순부채비율                  | 57.2   | 40.0   | 35.1   | 29.2   |
| 매출채권회전율(x)             | 10.4   | 10.5   | 10.6   | 10.7   |
| 재고자산회전율(x)             | 9.7    | 9.6    | 10.0   | 10.1   |

자료 : 대상, 하이투자증권 리서치센터



## 매일유업 (267980)

**Buy (Maintain)**

|                |               |
|----------------|---------------|
| 목표주가(12M)      | 110,000 원(유지) |
| 종가(2018/11/19) | 73,100 원      |

| Stock Indicator |                  |
|-----------------|------------------|
| 자본금             | 4십억원             |
| 발행주식수           | 784만주            |
| 시가총액            | 573십억원           |
| 외국인지분율          | 13.3%            |
| 52주 주가          | 62,300~101,500 원 |
| 60일평균거래량        | 28,948주          |
| 60일평균거래대금       | 2.3십억원           |

| 주가수익률(%) | 1M    | 3M    | 6M    | 12M  |
|----------|-------|-------|-------|------|
| 절대수익률    | -12.6 | -13.4 | -13.7 | 2.0  |
| 상대수익률    | -7.4  | -4.3  | 5.5   | 11.5 |



| FY           | 2017E  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(십억원)     | 881    | 1,296  | 1,311  | 1,337  |
| 영업이익(십억원)    | 51     | 76     | 79     | 81     |
| 순이익(십억원)     | 35     | 63     | 61     | 62     |
| EPS(원)       | 6,928  | 8,070  | 7,731  | 7,901  |
| BPS(원)       | 37,786 | 44,409 | 51,914 | 59,589 |
| PER(배)       |        | 9.1    | 9.5    | 9.3    |
| PBR(배)       |        | 1.6    | 1.4    | 1.2    |
| ROE(%)       | 24.2   | 19.7   | 16.1   | 14.2   |
| 배당수익률(%)     | 0.3    | 0.3    | 0.3    | 0.3    |
| EV/EBITDA(배) | 6.6    | 5.8    | 5.0    |        |

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[음식료·담배] 이경신  
(2122-9211)  
ks.lee@hi-ib.com

## 2019년 P, Q 성장카드 유효

2018년 기존제품의 시장지배력 확대 → 2019년 P, Q 성장카드 유효

2019년 매일유업은 2018년 기존제품의 시장지배력에 주력했던 흐름과 달리 P, Q 측면에서의 성장카드가 유효한 상황이다.

국내 신생아수 감소 등 국내 조제분유 시장과 관련된 환경악화 흐름에 따른 부담이 지속되며, 마진레벨을 감안한 전사이익 하락관련 우려 또한 잔존한다. 그러나 2017년까지 심화되었던 온라인채널 내 조제분유 카테고리의 경쟁강도가 2018년 이후 낮아지는 등 우호적인 상황이 이익훼손 우려를 잠식시킨다. 물량감소에도 불구하고 판관비 절감을 통한 수익개선이 가능한 상황이다. 추가로 2017~18년에 경쟁사의 제품가격 인상 및 프리미엄 신제품 출시에도 불구하고 매일유업의 동종업체대비 시장지배력이 상대적으로 견고했음을 고려할 때 2019년 이후 가격 및 제품라인 확대 전략시 영업실적 개선 가능성은 유효하다.

중국 분유수출은 사드영향 및 신조제분유법 영향이 완화된 것으로 판단하며, 수출액은 2018년 407 억원 (+36.2% YoY), 2019년 438 억원 (+8.0% YoY)으로 전망한다. 동종업체대비 높은 회복속도를 감안한다면 신조제분유법 실효 이후의 중국시장 내 지배력 확대 가능성 또한 긍정적이다. 최근 확대하고 있는 중국 내 컵커피시장 진출의 경우에도 시장성장 및 고마진의 제품수익성을 고려할 때 시장안착 이후 영업실적 기여에 대해 긍정적으로 판단한다.

2018년 백색시유의 경우 수익관리를 통한 순실축소가 이루어졌으나, 8월 원유가 인상 이후 경쟁업체들의 연쇄적인 가격인상에도 매일유업은 아직 계획이 전무하다. 현재는 타 사업부문에서의 수익개선을 통한 백색시유 적자의 일부 상쇄가 가능한 상황이며, 향후 가격인상이 이루어질 경우 수익개선 가능성이 높다. 시장지위가 견조한 가공유, 프리미엄 유제품 등에서의 신제품 출시 또한 blended ASP를 증가시키는 요인으로 작용할 전망이다.

### 영업실적 개선가능성 염두, 저평가 매력도 동시 부각

2018년 매일유업의 외형성장은 여타 음식료업체대비 제한적인 수준에 그친 바 있다. 매출액이 출생아수 감소 등 대외변수에 민감한 구조임을 감안할 때 단기 내 높은 개선여력에 대한 가정은 부담스럽다. 그러나 외형경제 및 경쟁심화에도 불구하고 영업이익이 견조한 수준을 유지한다는 점에 주목할 필요가 있다. 추가적으로 2018년이 대내외적으로 국내 유제품시장에 어려운 환경임에도 불구하고, 여타업체와 달리 가격인상 및 신제품출시 전략을 아직 보이지 않고 있다는 점을 고려한다면 2019년 이와 관련된 기대감을 갖기에도 충분한 여건으로, 디스카운트 해소 및 벌류에이션 매력도 부각이 예상된다.

표 1. 매일유업 영업실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q17  | 2Q17  | 3Q17  | 4Q17  | 1Q18  | 2Q18  | 3Q18  | 4Q18E | 2017    | 2018E   | 2019E   |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 개별 매출액    | 321.0 | 319.2 | 333.5 | 322.1 | 324.6 | 322.9 | 337.8 | 325.7 | 1,317.8 | 1,295.8 | 1,311.0 |
| 분유부문      | 37.6  | 39.4  | 41.4  | 44.3  | 37.4  | 39.4  | 41.7  | 44.2  | 161.8   | 162.7   | 162.8   |
| 국내        | 30.0  | 28.4  | 30.2  | 33.4  | 29.1  | 27.7  | 29.4  | 32.7  | 132.0   | 122.0   | 119.0   |
| 중국        | 7.6   | 11.0  | 11.2  | 10.9  | 8.3   | 11.7  | 12.3  | 11.5  | 29.8    | 40.7    | 43.8    |
| 시유부문      | 75.4  | 73.5  | 76.2  | 75.0  | 75.4  | 73.5  | 76.2  | 75.0  | 296.8   | 300.1   | 300.1   |
| 발효유부문     | 24.5  | 30.0  | 25.4  | 21.3  | 24.6  | 30.2  | 25.5  | 21.4  | 98.7    | 101.2   | 101.7   |
| 음료 및 기타   | 183.5 | 176.2 | 190.6 | 181.4 | 187.2 | 179.8 | 194.4 | 185.1 | 760.4   | 731.8   | 746.4   |
| YoY %     | -2.0% | -1.9% | -1.4% | -1.3% | 1.1%  | 1.2%  | 1.3%  | 1.1%  | -0.8%   | -1.7%   | 1.2%    |
| 분유부문      | -4.3% | 1.1%  | 4.3%  | 1.0%  | -0.5% | 0.1%  | 0.9%  | -0.3% | -14.9%  | 0.5%    | 0.1%    |
| 국내        | -9.0% | -9.5% | -7.0% | -5.0% | -3.0% | -2.5% | -2.5% | -2.0% | -9.1%   | -7.6%   | -2.5%   |
| 중국        | 20.0% | 45.0% | 55.0% | 25.0% | 9.5%  | 7.0%  | 10.0% | 5.0%  | -33.6%  | 36.2%   | 7.8%    |
| 시유부문      | 1.0%  | 1.0%  | 2.0%  | 0.5%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | -1.5%   | 1.1%    | 0.0%    |
| 발효유부문     | 0.0%  | 2.0%  | 6.0%  | 2.0%  | 0.5%  | 0.5%  | 0.5%  | 0.5%  | 3.2%    | 2.5%    | 0.5%    |
| 음료 및 기타   | -3.0% | -4.3% | -4.7% | -3.0% | 2.0%  | 2.0%  | 2.0%  | 2.0%  | 2.6%    | -3.8%   | 2.0%    |
| 개별 영업이익   | 16.4  | 18.9  | 21.2  | 19.2  | 16.9  | 19.6  | 23.1  | 19.8  | 68.0    | 75.7    | 79.3    |
| YoY %     | 39.4% | 2.2%  | -1.0% | 18.1% | 3.2%  | 3.3%  | 9.0%  | 2.9%  | -1.7%   | 11.4%   | 4.8%    |
| OPM %     | 5.1%  | 5.9%  | 6.4%  | 6.0%  | 5.2%  | 6.1%  | 6.8%  | 6.1%  | 5.2%    | 5.8%    | 6.1%    |

자료: 매일유업, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

| (단위:십억원)   | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산       | 331   | 372   | 420   | 478   |
| 현금 및 현금성자산 | 37    | 76    | 118   | 168   |
| 단기금융자산     | 17    | 17    | 17    | 17    |
| 매출채권       | 168   | 170   | 172   | 175   |
| 재고자산       | 102   | 103   | 107   | 112   |
| 비유동자산      | 260   | 219   | 225   | 230   |
| 유형자산       | 220   | 179   | 185   | 191   |
| 무형자산       | 8     | 8     | 8     | 8     |
| 자산총계       | 591   | 591   | 645   | 709   |
| 유동부채       | 233   | 216   | 211   | 214   |
| 매입채무       | 91    | 83    | 78    | 82    |
| 단기차입금      | -     | -     | -     | -     |
| 유동성장기부채    | 40    | 10    | 10    | 10    |
| 비유동부채      | 70    | 27    | 27    | 27    |
| 사채         | 50    | -     | -     | -     |
| 장기차입금      | 3     | 10    | 10    | 10    |
| 부채총계       | 303   | 243   | 238   | 241   |
| 지배주주지분     | 287   | 348   | 407   | 467   |
| 자본금        | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 자본잉여금      | 249   | 249   | 249   | 249   |
| 이익잉여금      | 35    | 95    | 154   | 214   |
| 기타자본항목     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 비지배주주지분    | -     | -     | -     | -     |
| 자본총계       | 287   | 348   | 407   | 467   |

포괄손익계산서

| (단위:십억원, %) | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 881   | 1,296 | 1,311 | 1,337 |
| 증가율(%)      | -     | 47.1  | 1.2   | 2.0   |
| 매출원가        | 602   | 915   | 888   | 906   |
| 매출총이익       | 279   | 380   | 423   | 431   |
| 판매비와관리비     | 228   | 305   | 343   | 350   |
| 연구개발비       | -     | -     | -     | -     |
| 기타영업수익      | -     | -     | -     | -     |
| 기타영업비용      | -     | -     | -     | -     |
| 영업이익        | 51    | 76    | 79    | 81    |
| 증가율(%)      | -     | 48.0  | 4.8   | 2.2   |
| 영업이익률(%)    | 5.8   | 5.8   | 6.1   | 6.1   |
| 이자수익        | -     | -     | -     | -     |
| 이자비용        | -     | -     | -     | -     |
| 지분법이익(소실)   | -     | -     | -     | -     |
| 기타영업외손익     | -3    | 0     | 3     | 3     |
| 세전계속사업이익    | 44    | 77    | 78    | 79    |
| 법인세비용       | 9     | 15    | 17    | 17    |
| 세전계속이익률(%)  | 5.0   | 6.0   | 5.9   | 5.9   |
| 당기순이익       | 35    | 63    | 61    | 62    |
| 순이익률(%)     | 3.9   | 4.8   | 4.6   | 4.6   |
| 지배주주귀속 순이익  | 35    | 63    | 61    | 62    |
| 기타포괄이익      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 총포괄이익       | 35    | 63    | 61    | 62    |
| 지배주주귀속총포괄이익 | 35    | 63    | 61    | 62    |

현금흐름표

| (단위:십억원)     | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름    | 97    | 56    | 51    | 58    |
| 당기순이익        | 35    | 63    | 61    | 62    |
| 유형자산감가상각비    | -     | -     | -     | -     |
| 무형자산상각비      | 1     | -     | -     | -     |
| 지분법관련손실(이익)  | -     | -     | -     | -     |
| 투자활동 현금흐름    | -58   | -16   | -16   | -16   |
| 유형자산의 처분(취득) | -44   | -30   | -30   | -30   |
| 무형자산의 처분(취득) | -1    | -     | -     | -     |
| 금융상품의 증감     | -17   | -     | -     | -     |
| 재무활동 현금흐름    | -49   | -57   | -3    | -3    |
| 단기금융부채의증감    | -     | 20    | -     | -     |
| 장기금융부채의증감    | -     | -50   | -     | -     |
| 자본의증감        | 14    | 0     | -     | -     |
| 배당금지급        | -     | -3    | -2    | -2    |
| 현금및현금성자산의증감  | -9    | 39    | 42    | 50    |
| 기초현금및현금성자산   | 46    | 37    | 76    | 118   |
| 기말현금및현금성자산   | 37    | 76    | 118   | 168   |

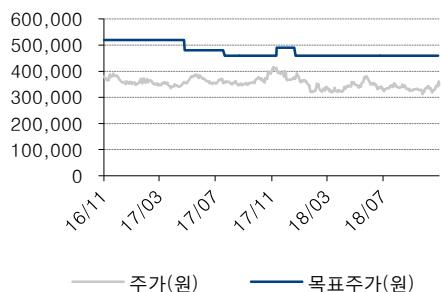
주요투자지표

|                        | 2017E  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)                |        |        |        |        |
| EPS                    | 6,928  | 8,070  | 7,731  | 7,901  |
| BPS                    | 37,786 | 44,409 | 51,914 | 59,589 |
| CFPS                   | 7,129  | 8,070  | 7,731  | 7,901  |
| DPS                    | 450    | 250    | 250    | 250    |
| Valuation(배)           |        |        |        |        |
| PER                    |        | 9.1    | 9.5    | 9.3    |
| PBR                    |        | 1.6    | 1.4    | 1.2    |
| PCR                    |        | 9.1    | 9.5    | 9.3    |
| EV/EBITDA              |        | 6.6    | 5.8    | 5.0    |
| Key Financial Ratio(%) |        |        |        |        |
| ROE                    | 24.2   | 19.7   | 16.1   | 14.2   |
| EBITDA 이익률             | 5.9    | 5.8    | 6.1    | 6.1    |
| 부채비율                   | 105.6  | 69.7   | 58.4   | 51.6   |
| 순부채비율                  | 13.6   | -21.0  | -28.2  | -35.3  |
| 매출채권회전율(x)             | 10.5   | 7.7    | 7.7    | 7.7    |
| 재고자산회전율(x)             | 17.3   | 12.6   | 12.5   | 12.3   |

자료 : 매일유업, 하이투자증권 리서치센터

**CJ 제일제당(097950)**

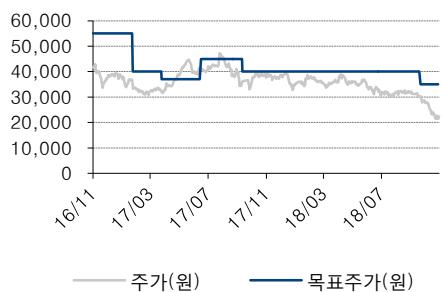
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자의견 | 목표주가<br>(원) | 목표주가<br>대상시점 | 괴리율        |                |
|------------|------|-------------|--------------|------------|----------------|
|            |      |             |              | 평균<br>주가대비 | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2017-05-12 | Buy  | 480,000     | 6개월          | -22.4%     | -19.4%         |
| 2017-07-03 | Buy  | 480,000     | 1년           | -25.2%     | -22.6%         |
| 2017-08-07 | Buy  | 460,000     | 1년           | -20.3%     | -9.6%          |
| 2017-11-28 | Buy  | 490,000     | 1년           | -21.8%     | -17.6%         |
| 2018-01-08 | Buy  | 460,000     | 1년           |            |                |

**CJ 프레시웨이(051500)**

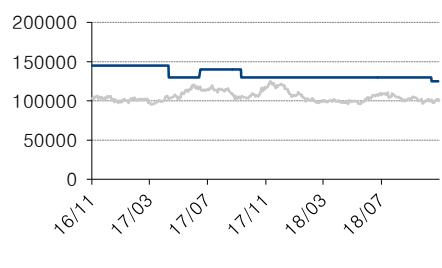
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자의견 | 목표주가<br>(원) | 목표주가<br>대상시점 | 괴리율        |                |
|------------|------|-------------|--------------|------------|----------------|
|            |      |             |              | 평균<br>주가대비 | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2017-02-09 | Hold | 40,000      | 6개월          | -18.7%     | -15.6%         |
| 2017-04-11 | Hold | 37,000      | 6개월          | 4.5%       | 20.8%          |
| 2017-07-03 | Hold | 45,000      | 1년           | -8.6%      | 5.0%           |
| 2017-09-28 | Hold | 40,000      | 1년           | -11.8%     | -0.5%          |
| 2018-10-08 | Hold | 35,000      | 1년           |            |                |

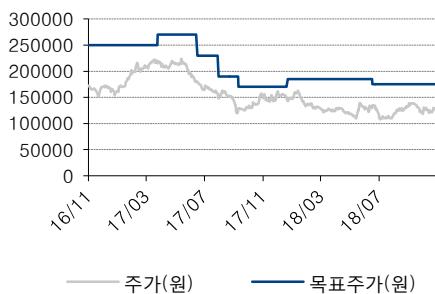
**KT&G(033780)**

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



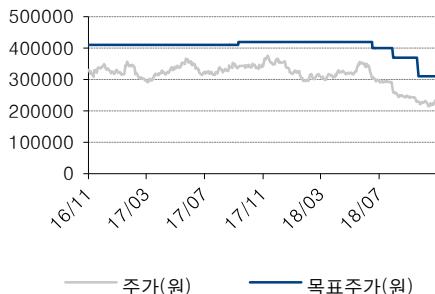
| 일자         | 투자의견 | 목표주가<br>(원) | 목표주가<br>대상시점 | 괴리율        |                |
|------------|------|-------------|--------------|------------|----------------|
|            |      |             |              | 평균<br>주가대비 | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2017-04-28 | Buy  | 130,000     | 6개월          | -14.3%     | -7.3%          |
| 2017-07-03 | Buy  | 140,000     | 1년           | -20.0%     | -14.6%         |
| 2017-09-27 | Buy  | 130,000     | 1년           | -18.7%     | -3.8%          |
| 2018-10-31 | Buy  | 125,000     | 1년           |            |                |

**SPC 삼립(005610)**  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



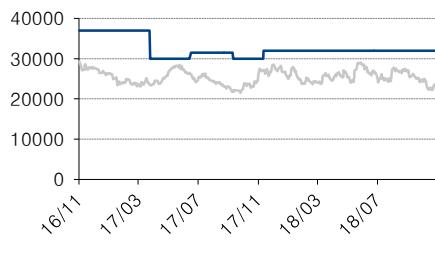
| 일자         | 투자의견 | 목표주가<br>(원) | 목표주가<br>대상시점 | 괴리율        |                |
|------------|------|-------------|--------------|------------|----------------|
|            |      |             |              | 평균<br>주가대비 | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2017-04-11 | Buy  | 270,000     | 6개월          | -23.1%     | -17.2%         |
| 2017-07-03 | Buy  | 230,000     | 1년           | -27.3%     | -22.4%         |
| 2017-08-16 | Buy  | 190,000     | 1년           | -21.5%     | -14.2%         |
| 2017-09-27 | Buy  | 170,000     | 1년           | -15.4%     | -5.0%          |
| 2018-01-08 | Buy  | 185,000     | 1년           | -28.7%     | -11.9%         |
| 2018-07-04 | Buy  | 175,000     | 1년           |            |                |

**농심(004370)**  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



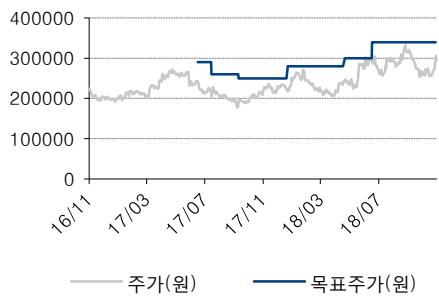
| 일자         | 투자의견 | 목표주가<br>(원) | 목표주가<br>대상시점 | 괴리율        |                |
|------------|------|-------------|--------------|------------|----------------|
|            |      |             |              | 평균<br>주가대비 | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2017-07-03 | Buy  | 410,000     | 1년           | -19.8%     | -13.8%         |
| 2017-09-27 | Buy  | 420,000     | 1년           | -21.4%     | -10.5%         |
| 2018-07-04 | Buy  | 400,000     | 1년           | -26.4%     | -23.4%         |
| 2018-08-16 | Buy  | 370,000     | 1년           | -33.4%     | -29.9%         |
| 2018-10-08 | Buy  | 310,000     | 1년           |            |                |

**대상(001680)**  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



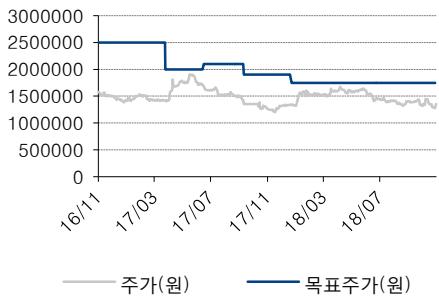
| 일자         | 투자의견 | 목표주가<br>(원) | 목표주가<br>대상시점 | 괴리율        |                |
|------------|------|-------------|--------------|------------|----------------|
|            |      |             |              | 평균<br>주가대비 | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2017-04-11 | Buy  | 30,000      | 6개월          | -12.8%     | -5.0%          |
| 2017-07-03 | Buy  | 31,500      | 1년           | -22.8%     | -16.5%         |
| 2017-09-27 | Buy  | 30,000      | 1년           | -20.2%     | -8.2%          |
| 2017-11-28 | Buy  | 32,000      | 1년           |            |                |

**동원 F&B(049770)**  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



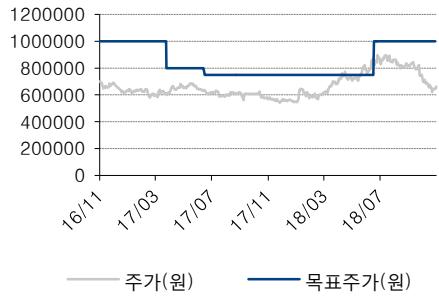
| 일자         | 투자의견 | 목표주가<br>(원) | 목표주가<br>대상시점 | 괴리율        |                |
|------------|------|-------------|--------------|------------|----------------|
|            |      |             |              | 평균<br>주가대비 | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2017-07-03 | Buy  | 290,000     | 1년           | -23.7%     | -17.2%         |
| 2017-08-01 | Buy  | 260,000     | 1년           | -21.8%     | -12.1%         |
| 2017-09-27 | Buy  | 250,000     | 1년           | -14.0%     | -5.6%          |
| 2018-01-08 | Buy  | 280,000     | 1년           | -17.1%     | -3.0%          |
| 2018-05-08 | Buy  | 300,000     | 1년           | -12.5%     | 0.8%           |
| 2018-07-04 | Buy  | 340,000     | 1년           |            |                |

**롯데칠성음료(005300)**  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



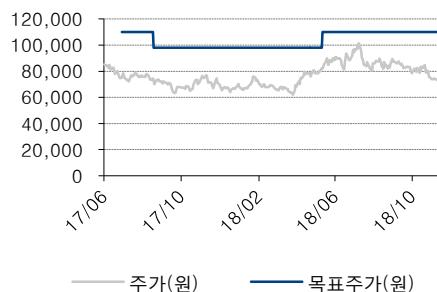
| 일자         | 투자의견 | 목표주가<br>(원) | 목표주가<br>대상시점 | 괴리율        |                |
|------------|------|-------------|--------------|------------|----------------|
|            |      |             |              | 평균<br>주가대비 | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2017-04-11 | Buy  | 2,000,000   | 6개월          | -14.2%     | -4.7%          |
| 2017-07-03 | Buy  | 2,100,000   | 1년           | -26.1%     | -20.9%         |
| 2017-09-27 | Buy  | 1,900,000   | 1년           | -31.3%     | -27.2%         |
| 2018-01-08 | Buy  | 1,750,000   | 1년           |            |                |

**롯데푸드(002270)**  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



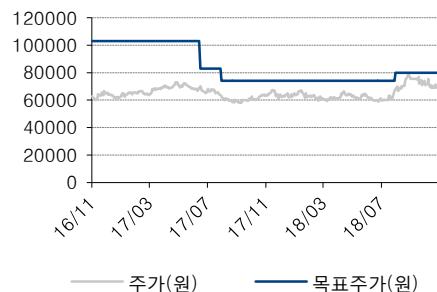
| 일자         | 투자의견 | 목표주가<br>(원) | 목표주가<br>대상시점 | 괴리율        |                |
|------------|------|-------------|--------------|------------|----------------|
|            |      |             |              | 평균<br>주가대비 | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2017-04-11 | Buy  | 800,000     | 6개월          | -18.4%     | -14.1%         |
| 2017-07-03 | Buy  | 750,000     | 1년           | -15.7%     | 16.0%          |
| 2018-07-04 | Buy  | 1,000,000   | 1년           |            |                |

**매일유업(267980)**  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



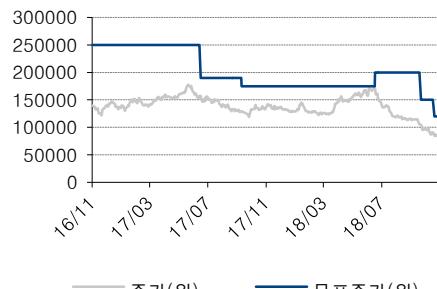
| 일자         | 투자의견 | 목표주가<br>(원) | 목표주가<br>대상시점 | 괴리율        |                |
|------------|------|-------------|--------------|------------|----------------|
|            |      |             |              | 평균<br>주가대비 | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2017-06-05 | Buy  | 110,000     | 6개월          | -26.5%     | -22.9%         |
| 2017-07-03 | Buy  | 110,000     | 1년           | -31.1%     | -28.4%         |
| 2017-08-22 | Buy  | 98,000      | 1년           | -28.3%     | -15.9%         |
| 2018-05-16 | Buy  | 110,000     | 1년           |            |                |

**빙그레(005180)**  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

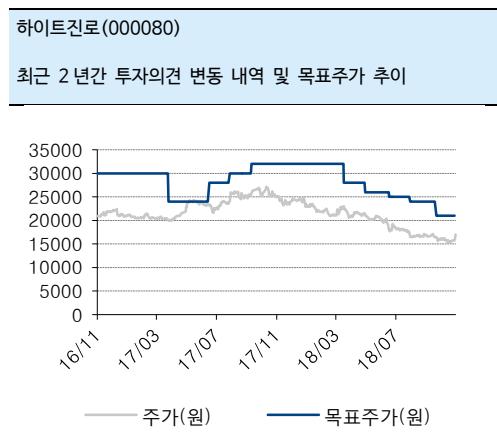
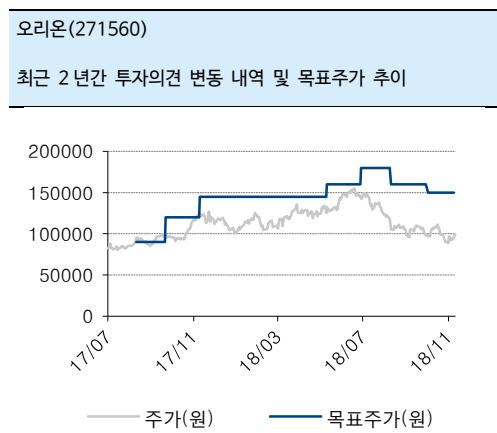
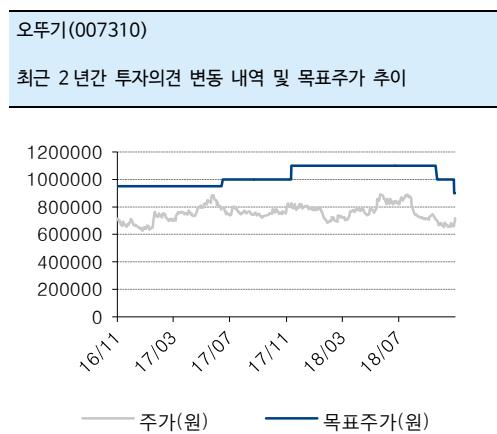


| 일자         | 투자의견 | 목표주가<br>(원) | 목표주가<br>대상시점 | 괴리율        |                |
|------------|------|-------------|--------------|------------|----------------|
|            |      |             |              | 평균<br>주가대비 | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2017-07-03 | Buy  | 83,000      | 1년           | -19.9%     | -16.7%         |
| 2017-08-16 | Buy  | 74,000      | 1년           | -16.1%     | -8.9%          |
| 2018-08-16 | Buy  | 80,000      | 1년           |            |                |

**신세계푸드(031440)**  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자의견 | 목표주가<br>(원) | 목표주가<br>대상시점 | 괴리율        |                |
|------------|------|-------------|--------------|------------|----------------|
|            |      |             |              | 평균<br>주가대비 | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2017-07-03 | Buy  | 190,000     | 1년           | -25.6%     | -17.9%         |
| 2017-09-27 | Buy  | 175,000     | 1년           | -20.4%     | -0.6%          |
| 2018-07-04 | Buy  | 200,000     | 1년           | -36.9%     | -19.3%         |
| 2018-10-08 | Buy  | 150,000     | 1년           | -37.1%     | -33.0%         |
| 2018-11-05 | Buy  | 120,000     | 1년           |            |                |



| 일자         | 투자의견 | 목표주가(원)   | 목표주가 대상시점 | 괴리율     |             |
|------------|------|-----------|-----------|---------|-------------|
|            |      |           |           | 평균 주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2017-07-03 | Buy  | 1,000,000 | 1년        | -23.7%  | -17.4%      |
| 2017-11-28 | Buy  | 1,100,000 | 1년        | -29.2%  | -19.1%      |
| 2018-10-08 | Buy  | 1,000,000 | 1년        | -33.0%  | -31.1%      |
| 2018-11-15 | Buy  | 900,000   | 1년        |         |             |

| 일자         | 투자의견 | 목표주가(원) | 목표주가 대상시점 | 괴리율     |             |
|------------|------|---------|-----------|---------|-------------|
|            |      |         |           | 평균 주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2017-08-16 | Hold | 90,000  | 1년        | 2.9%    | 10.4%       |
| 2017-09-27 | Buy  | 120,000 | 1년        | -14.0%  | 2.9%        |
| 2017-11-15 | Buy  | 145,000 | 1년        | -18.7%  | -6.6%       |
| 2018-05-16 | Buy  | 160,000 | 1년        | -11.3%  | -3.1%       |
| 2018-07-04 | Buy  | 180,000 | 1년        | -25.4%  | -17.2%      |
| 2018-08-16 | Buy  | 160,000 | 1년        | -34.3%  | -30.6%      |
| 2018-10-08 | Buy  | 150,000 | 1년        |         |             |

| 일자         | 투자의견 | 목표주가(원) | 목표주가 대상시점 | 괴리율     |             |
|------------|------|---------|-----------|---------|-------------|
|            |      |         |           | 평균 주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2017-04-11 | Buy  | 24,000  | 6개월       | -6.0%   | 1.3%        |
| 2017-07-03 | Buy  | 28,000  | 1년        | -17.4%  | -13.8%      |
| 2017-08-14 | Buy  | 30,000  | 1년        | -15.3%  | -12.8%      |
| 2017-09-27 | Buy  | 32,000  | 1년        | -25.8%  | -15.2%      |
| 2018-04-03 | Buy  | 28,000  | 1년        | -23.6%  | -20.2%      |
| 2018-05-16 | Buy  | 26,000  | 1년        | -22.4%  | -19.2%      |
| 2018-07-04 | Buy  | 25,000  | 1년        | -27.5%  | -23.0%      |
| 2018-08-16 | Buy  | 24,000  | 1년        | -30.4%  | -28.8%      |
| 2018-10-08 | Buy  | 21,000  | 1년        |         |             |

### Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이경신)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral(중립), - Underweight(비중축소)

### 하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-09-30 기준

| 구분         | 매수    | 중립(보유) | 매도 |
|------------|-------|--------|----|
| 투자의견 비율(%) | 90.1% | 9.9%   | -  |