

음식료

# BIG3





17

음식료

BIG3

Overweight

Top Picks

| 종목             | 투자판단 | 적정주가     |
|----------------|------|----------|
| CJ제일제당(097950) | Buy  | 510,000원 |
| 오리온(271560)    | Buy  | 170,000원 |

관심 종목

| 종목           | 투자판단 | 적정주가     |
|--------------|------|----------|
| KT&G(033780) | Buy  | 140,000원 |



음식료

Analyst 김정욱

02. 6098-6689  
6414@meritz.co.kr



## Contents

|          |                                |    |
|----------|--------------------------------|----|
| Part I   | 음식료 BIG3가 주도하는 2019년           | 7  |
| Part II  | [CJ제일제당] 식품기업은 M&A로 어떻게 성장하는가? | 27 |
| Part III | [오리온] 회복세 판단의 임계치를 넘다          | 49 |
| Part IV  | [KT&G] 19년 실적 성장 전환의 시작점       | 61 |
| 기업분석     | CJ제일제당(097950)                 | 68 |
|          | 오리온(271560)                    | 71 |
|          | KT&G(033780)                   | 74 |

## I 산업분석

- **음식료 섹터 의견 Overweight 유지, 19년 음식료 영업이익 전년비 12.6% 성장하며 KOSPI 영업이익 전년비 1.0% 감소 대비 우수한 상대 성과 예상.** 18년 영업이익 5.6% 증가 대비 개선, CJ제일제당, 오리온, KT&G 대형주 BIG3가 주도하는 실적 성장
- **전체 식품 시장의 Q 성장이 정체된 가운데 카테고리별 차별화 지속될 전망.** B2C 시장의 카테고리별 비중 변화, HMR 12년 4.1%에서 18E 6.6%로 확대. 동기간 매출액은 123.6% 성장. 18년 상반기 22~24% 성장 지속 중. 육가공 시장은 동기간 7.7%에서 8.8%로 확대. 3~4% 소폭 성장 중. 비중 정체인 제과를 제외할 경우 대부분 품목은 비중 축소세. 유제품, 음료, 소재, 참치캔, 장류, 조미료 등
- **식품시장 전체는 98년 이전 연평균 8.1% 성장, 98년 이후는 연평균 4.8% 기록하며 성장률 둔화.** 최근 3개년 추이는 15년 +3.0%, 16년 +2.3% 17년 +2.1%로 둔화세. 가격인상의 경우 전체시장 성장의 +2~3% 요인으로 판단, 내수 전체의 Q 성장 흐름은 정체 예상
- **음식료 가격인상 사례 수는 16년 27개, 17년 24개, 18년 33개로 재차 확대.** 국제 곡물 가격의 경우 원당을 제외하고 3~4년간 하향 안정 흐름 지속됐지만 일부 품목은 물가 상승, 장기간 가격 인상 부재, 임금 인상 등을 이유로 가격 인상 단행. 원가 부담 부재로 19년 가격 인상 사례 수는 재차 감소 예상
- **CJ제일제당 한국/미국 HMR 매출 성장으로 19년 실적 성장을 주도할 BIG1:** CJ제일제당 HMR 매출액 18E 3,500억원 달성 예상, 18년 기준 전년비 45.7% 성장. 미국 비비고 만두는 코스트코 만두 카테고리 내 1위를 기록하며 호조. 2018년 2,000억원 매출액 달성 예상되며 쉬완스 인수 성공으로 19~20년 채널확대 예상
- **오리온 회복세 판단의 임계치를 돌파. 중국사업 추가 회복이 기대되는 BIG2:** 월 단위로 개선되고 있는 중국 매출액 회복에 주목할 시점. 2Q18 투자성격의 비용이 집행되며 매출 성장의 기반을 마련. 2Q18 출시한 신제품의 3Q18 입점 확대, 본격적인 매출 기여는 4Q18로 예상
- **KT&G 더 이상 나빠질 일이 없다. 19년 전 사업부 성장이 예상되는 BIG3:** 11월(1~10일 누계 기준) 해외담배 수출은 2분기 수준을 회복. 담배 재고 보유기간 감안 시 4Q18, 1Q19 재고보충 진행될 전망. 해외담배 기저효과, 전자담배 마진개선, 부동산 분양 이익 반영, 홍삼 매출 호조 지속 등 19년은 전 사업부의 실적 성장을 기대

## II 기업분석

- **CJ제일제당 (Buy, TP: 510,000원):** 식품기업은 M&A로 어떻게 성장하는가?
- **오리온(Buy, TP: 170,000원):** 회복세 판단의 임계치를 넘다
- **KT&G (Buy, TP: 140,000원):** 19년 실적 성장 전환의 시작점

# Part I

## 음식료 BIG3가 주도하는 2019년

# 19년 음식료 영업이익 전년비 +12.6% 성장 예상. 섹터 의견 Overweight 유지

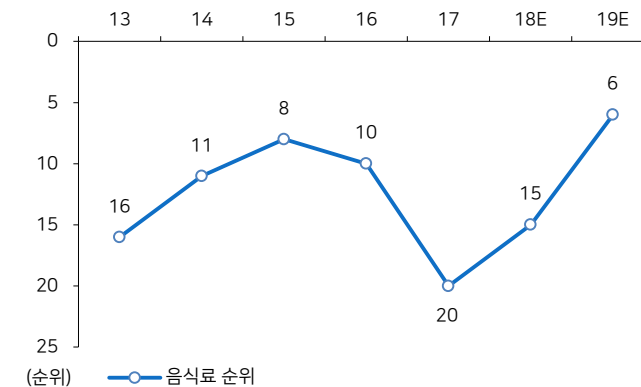
메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

19년 음식료 영업이익 +12.6%  
성장 예상(18년 +5.6% 기록)

## 13~19년 KOSPI VS 음식료 영업이익 증가율 비교 분석

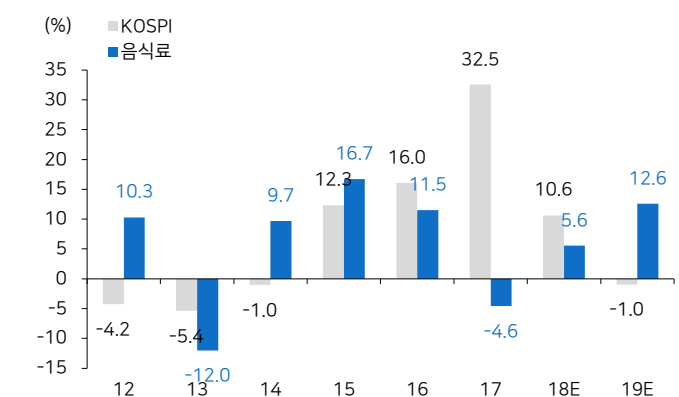
| (%) | 섹터         | 13    | 섹터         | 14    | 섹터         | 15    | 섹터         | 16      | 섹터         | 17    | 섹터         | 18E   | 섹터         | 19E   |
|-----|------------|-------|------------|-------|------------|-------|------------|---------|------------|-------|------------|-------|------------|-------|
| 1   | 유틸리티       | 296.7 | 증권         | 135.9 | 화학         | 89.0  | 기계         | 4,961.5 | IT H/W     | 111.1 | 건설         | 29.2  | 조선         | 흑전    |
| 2   | 제약         | 50.6  | 운송         | 117.0 | 통신         | 82.1  | 정유         | 103.5   | 증권         | 99.2  | 패션         | 27.0  | 유틸리티       | 151.2 |
| 3   | 기계         | 42.9  | 유틸리티       | 106.9 | 유틸리티       | 78.5  | 건설         | 88.4    | 패션         | 64.0  | IT H/W     | 23.6  | 패션         | 20.4  |
| 4   | IT H/W     | 35.5  | IT S/W     | 42.6  | 증권         | 64.7  | 지주         | 66.7    | 보험         | 50.9  | 기계         | 19.1  | IT S/W     | 13.9  |
| 5   | IT S/W     | 16.4  | 화장품 및 생활용품 | 31.8  | 화장품 및 생활용품 | 40.5  | IT S/W     | 41.9    | 은행         | 48.1  | 은행         | 14.7  | 자동차        | 13.1  |
| 6   | 통신         | 10.7  | 철강         | 19.5  | 제약         | 30.7  | 화학         | 37.7    | 건설         | 45.0  | 미디어 및 엔터   | 14.6  | 음식료        | 12.6  |
| 7   | 지주         | 7.0   | 은행         | 15.6  | 운송         | 19.4  | 운송         | 29.5    | 지주         | 39.6  | 증권         | 14.1  | 화장품 및 생활용품 | 11.2  |
| 8   | 화장품 및 생활용품 | 4.1   | 제약         | 15.0  | 음식료        | 16.7  | 화장품 및 생활용품 | 20.7    | KOSPI      | 32.5  | 제약         | 12.7  | 유통         | 8.4   |
| 9   | 유통         | 2.7   | 미디어 및 엔터   | 12.4  | KOSPI      | 12.3  | KOSPI      | 16.0    | 제약         | 32.6  | KOSPI      | 10.6  | 미디어 및 엔터   | 7.0   |
| 10  | 자동차        | 1.2   | 보험         | 11.8  | 미디어 및 엔터   | 10.4  | 음식료        | 11.5    | 철강         | 32.4  | 철강         | 9.5   | 통신         | 6.3   |
| 11  | 미디어 및 엔터   | -4.6  | 음식료        | 9.7   | 은행         | 4.6   | 철강         | 11.4    | IT S/W     | 25.0  | 유통         | 9.3   | 정유         | 5.1   |
| 12  | KOSPI      | -5.4  | 패션         | 5.9   | 보험         | 3.6   | 은행         | 10.3    | 기계         | 22.7  | 화장품 및 생활용품 | 8.6   | 은행         | 4.7   |
| 13  | 패션         | -5.9  | 기계         | 2.7   | IT H/W     | 3.5   | 미디어 및 엔터   | 3.9     | 화학         | 20.7  | 지주         | 8.2   | 운송         | 3.4   |
| 14  | 화학         | -6.0  | 건설         | 흑전    | 3.2        | 유틸리티  | 3.9        | 정유      | 5.5        | 정유    | 6.1        | 건설    | 1.8        |       |
| 15  | 운송         | -6.8  | KOSPI      | -1.0  | 정유         | 흑전    | 통신         | 2.4     | 유통         | 3.3   | 음식료        | 5.6   | 지주         | 1.1   |
| 16  | 음식료        | -12.0 | 유통         | -3.5  | 유통         | -7.4  | 보험         | -1.1    | 통신         | 0.4   | 자동차        | 4.9   | 철강         | 0.5   |
| 17  | 철강         | -13.5 | 자동차        | -6.0  | IT S/W     | -9.1  | IT H/W     | -1.3    | 운송         | 0.4   | 운송         | 1.5   | KOSPI      | -1.0  |
| 18  | 보험         | -16.8 | 지주         | -10.5 | 철강         | -10.3 | 유통         | -2.2    | 조선         | 흑전    | 통신         | -5.0  | IT H/W     | -3.7  |
| 19  | 정유         | -22.8 | 화학         | -12.5 | 자동차        | -10.3 | 자동차        | -6.6    | 미디어 및 엔터   | -4.0  | IT S/W     | -5.9  | 화학         | -8.0  |
| 20  | 은행         | -28.7 | IT H/W     | -21.9 | 지주         | -11.9 | 패션         | -15.5   | 음식료        | -4.6  | 화학         | -6.5  | 보험         | -21.0 |
| 21  | 증권         | -52.8 | 통신         | -41.2 | 건설         | -14.2 | 증권         | -23.2   | 화장품 및 생활용품 | -21.4 | 보험         | -23.5 | 제약         | -26.3 |
| 22  | 조선         | -86.9 | 정유         | -97.7 | 기계         | -97.7 | 제약         | -25.7   | 자동차        | -33.7 | 유틸리티       | -69.4 | 기계         | -57.1 |
| 23  | 건설         | 적전    | 조선         | 적전    | 조선         | 적지    | 조선         | 적지      | 유틸리티       | -52.5 | 조선         | 적전    | 증권         | -88.0 |

## 15년 이후 음식료 상대성과 부진 지속 후 19년 반등



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 19E 음식료 영업이익 성장률 +12.6%, 코스피 -1.0%



자료: 메리츠증권증권 리서치센터



## 음식료산업 성장은 1998년을 기점으로 Q 성장과 P 성장이 각각 주도

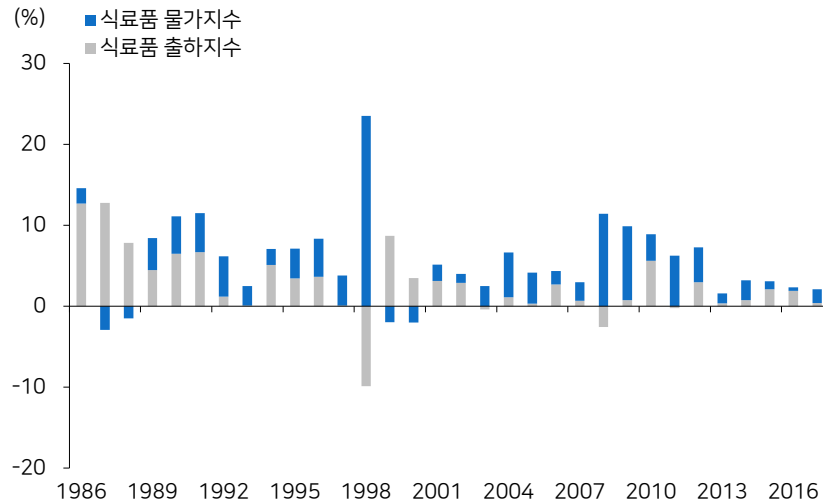
메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

식품시장 전체는 98년 이전은  
연평균 8.1% 성장, 98년 이후는  
연평균 4.8% 기록

가격인상의 경우 전체시장  
성장의+2~3% 요인으로 판단,  
내수 전체의 Q 성장 흐름은  
정체 예상

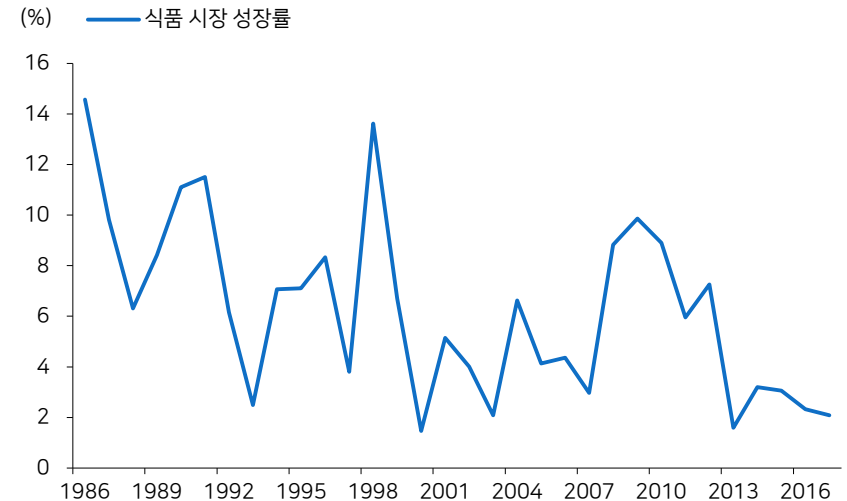
- 86~97년까지 식료품 물가지수 성장은 연평균 2.7% 기록. 식료품 출하지수 성장은 연평균 5.4% 기록. 경제성장에 기반한 가공식품 수요 증가로 Q성장이 P성장을 앞지른 시기
- 99~17년까지 식료품 물가지수 성장은 연평균 2.9% 기록. 식료품 출하지수 성장은 연평균 1.8% 기록. 물가 지수 성장이 이전수준을 유지한 반면 Q성장은 5.4%에서 1.8%로 크게 둔화됨
- 식품시장 전체는 98년 이전은 연평균 8.1% 성장, 98년 이후는 연평균 4.8% 기록하며 성장률 둔화. 최근 3개년 추이는 15년 +3.0%, 16년 +2.3% 17년 +2.1%로 둔화세. 가격인상의 경우 전체시장 성장의 +2~3% 요인으로 판단, 내수 전체의 Q 성장 흐름은 정체 예상

식료품 물가지수 성장률, 식료품 출하지수 성장률 추이



자료: 통계청, 메리츠증권리서치센터

물가지수+출하지수 고려한 식품 시장 성장률 추이



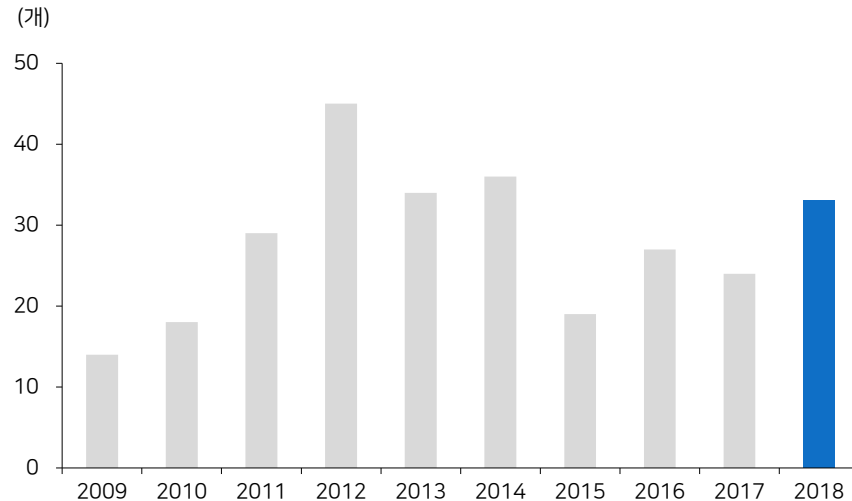
자료: 통계청, 메리츠증권리서치센터

## 음식료 가격인상 사례 수는 16년 27개, 17년 24개, 18년 33개로 재차 확대

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

- 통상적으로 가격 인상은 원가부담을 반영해 2~3개월 시차를 두고 반영. 국내 농산물 중 쌀, 건고추, 배추 가격 상승으로 관련 제품의 가격인상이 대표적
- 국제 곡물 가격의 경우 원당을 제외하고 3~4년간 하향 안정 흐름 지속됐지만 일부 품목은 물가 상승, 장기간 가격 인상 부재, 임금 인상 등을 이유로 가격 인상 단행. 전체 가격 인상 사례 수는 17년 24개에서 18년 33개로 재차 확대
- 원가 부담 부재로 19년 가격 인상 사례 수는 감소 전환 예상

### 연도별 음식료 주요 제품 가격 인상 사례 수



자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

### 2018년 기업별 가격인상 사례

|             |                                      |       |
|-------------|--------------------------------------|-------|
| BGF리테일 GS25 | PB김밥, 삼각김밥류 6종                       | 10%   |
| CJ제일제당      | 어묵, 스팸, 냉동만두, 핫반                     | 8%    |
| CJ푸드빌       | 뚜레쥬르, 주요 베이커리                        | 10%   |
| SPC삼립       | 제빵                                   | 8%    |
| 남양유업        | 우유                                   | 5%    |
| 농부대찌개       | 찌개류                                  | 5%    |
| 농심          | 백산수                                  | 8%    |
| 제주도개발공사     | 제주삼다수                                | 6~10% |
| 농심          | 스낵(새우강, 양파링, 꿀파배기, 자갈치, 조청유과, 프레첼 등) | 7%    |
| 동아오스카       | 포카리스웨트, 데미소다                         | 5~20% |
| 동원F&B       | 어묵 7종, 캔햄, 냉동만두                      | 7%    |
| 롯데리아        | 아이스크림, 2차 유가공 식품                     | 40%   |
| 롯데제과        | 목캔디, 빼빼로, 빙과                         | 9%    |
| 맥도날드        | 버거류                                  | 4%    |
| 보해양조        | 복분자주                                 | 10%   |
| 사조대림        | 어묵 11종                               | 5~9%  |
| 서울우유        | 1L 우유                                | 4%    |
| 세븐일레븐       | PB딸기우유                               | 20%   |
| 아웃백스테이크하우스  | 41개 메뉴                               | 4~6%  |
| 오뚜기         | 후추, 식초, 당면, 쌀떡국                      | 26%   |
| 유업계         | 원유 구매가격(4원 인상)                       | 4%    |
| 이디야커피       | 토피넨라떼를 포함한 14종 음료                    | 10%   |
| 정식품         | 베지밀 등 14종                            | 7%    |
| 진주햄         | 천하장사 50g                             | 7%    |
| 커피빈         | 음료                                   | 6%    |
| 코카콜라        | 250ML 캔 제품 및 17개 품목                  | 5%    |
| 크라온제과       | 참크래커                                 | 33%   |
| 팔도          | 식혜, 음료, 왕뚜껑, 비빔면                     | 8%    |
| 하이트진로       | 블랙보리 음료                              | 7%    |
| 한국야쿠르트      | 야쿠르트, 월                              | 7%    |
| 해태htb       | 평창수, 포도봉봉, 코코팜                       | 13%   |
| 해태제과        | 오예스, 맛동산, 빙과                         | 14%   |
| BBQ         | 치킨                                   | 12%   |

자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

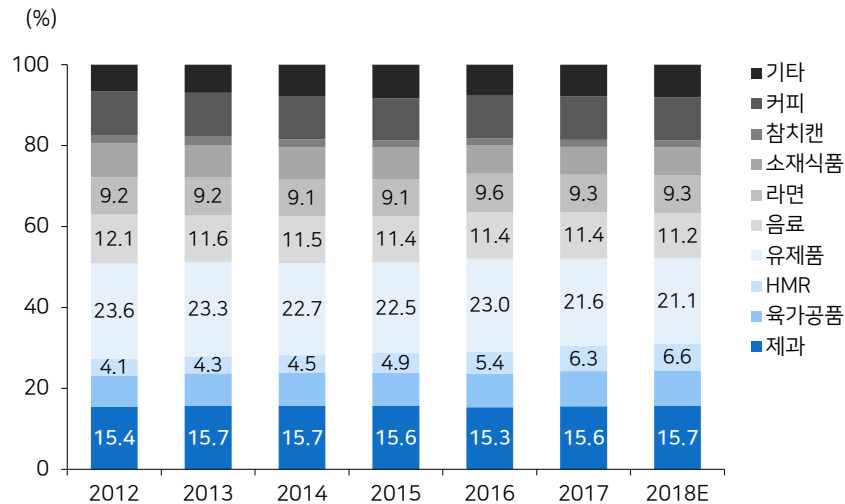
## 전체 식품 시장의 Q 성장이 정체된 가운데 카테고리별 차별화 지속될 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

**B2C 시장의 카테고리별 비중 변화 HMR 12년 4.1%에서 18E 6.6%로 확대. 동기간 매출액은 123.6% 성장. 18년 상반기 22~24% 성장 지속 중**

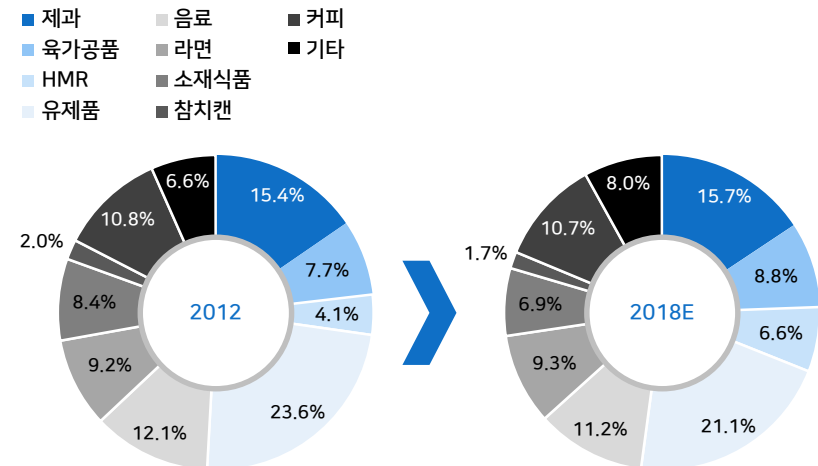
- HMR 시장의 고성장은 16년 +27.9% 성장 이후 17년 +25.6%, 18E +24.5%로 고성장 지속, 19년 +20% 이상 성장 지속될 전망
- B2C 시장의 카테고리별 비중 변화, HMR 12년 4.1%에서 18E 6.6%로 확대. 동기간 매출액은 123.6% 성장. 18년 상반기 22~24% 성장 지속 중. 육가공 시장은 동기간 7.7%에서 8.8%로 확대. 3~4% 소폭 성장 중. 비중 정체인 제과를 제외할 경우 대부분 품목은 비중 축소세. 유제품, 음료, 소재, 참치캔, 장류, 조미료 등

### HMR, 육가공은 비중 확대 지속, 제과는 정체, 라면, 유제품, 장류 등 축소



자료: 농수산물유통공사, 메리츠증권증권 리서치센터

### HMR 12년 4.1%에서 18E 6.6%로 확대, 육가공 7.7%에서 8.8%로 확대



자료: 농수산물유통공사, 메리츠증권증권 리서치센터

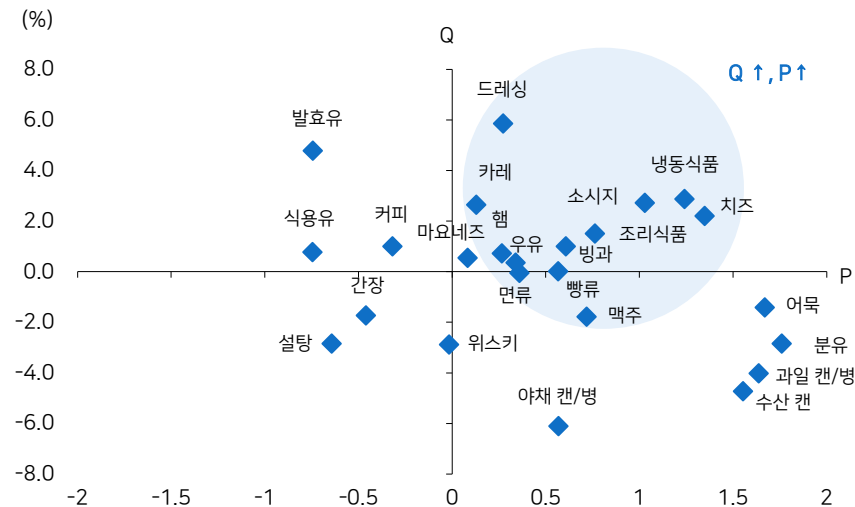
## 일본사례 - 음료식품 소비내에서도 품목별로 P, Q 성장의 차별화

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료 BIG3

음식료 품목 중 Q와 P가 모두  
성장한 품목: 냉동식품,  
조리식품, 드레싱 등

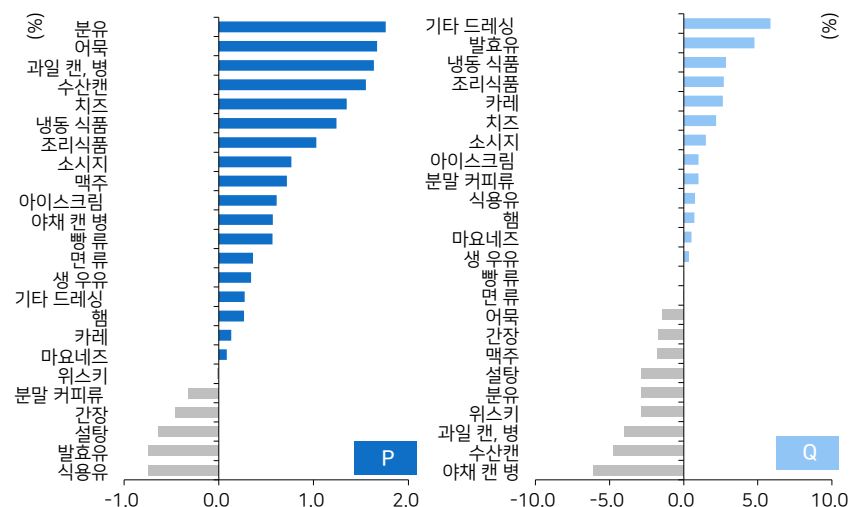
- 1980년~2016년 음식료 품목 중 Q와 P가 모두 성장한 품목: 냉동식품 P +1.2%, Q +2.9%, 조리식품 P +1.0%, Q +2.7%, 드레싱 P +0.3%, Q +5.9%, 소시지 P +0.8%, Q +1.5%, 치즈 P +1.3%, Q +2.2% 등
- 동기간 Q가 성장한 품목: 발효유 Q +4.8%, P -0.7%, 커피 Q +1.0%, P -0.3%, 식용유 Q +0.8%, P -0.7% 등
- 동기간 P상승으로 매출을 방어한 품목: 분유 P +1.8%, Q -2.9%, 어묵 P +1.7%, Q -1.4%, 수산캔 P +1.6%, Q -4.7%, 과일캔 P +1.9%, Q -4.0% 등
- 면류, 간장, 맥주, 위스키, 설탕 등은 정체 및 감소

음식료 품목 중 Q와 P가 모두 성장한 품목: 냉동식품, 조리식품, 드레싱 등



자료: 일본 농림수산업, 메리츠증권증권 리서치센터

P상승으로 매출을 방어한 품목 분유, 어묵, 캔가공품 등



자료: 일본 농림수산업, 메리츠증권증권 리서치센터

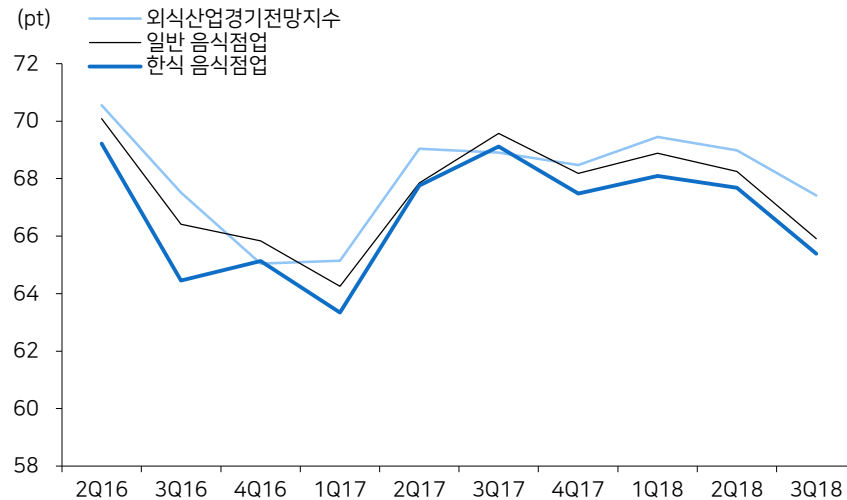
# 국내 외식 경기 둔화는 16년 이후 가파르게 회복됐으나 18년 재차 축소기 돌입

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

**18년 상반기 이후  
외식경기지표는 재차 하락세.  
최저임금인상, 임대료 상승이  
비용부담을 가중시키는 가운데  
52시간 근로제, 소비경기둔화,  
HMR 시장 성장이 매출 부진의  
원인으로 작용**

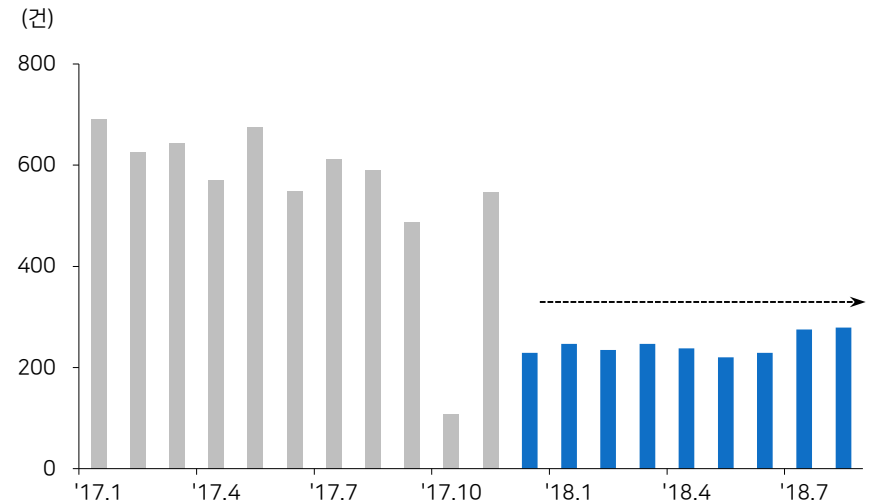
- 국내 외식산업경기전망지수는 외식산업 전체, 일반 음식점, 한식 음식점이 동행하며 부진한 모습을 이어감. 2016년 하반기 정치적인 이슈로 내수 침체와 외식 경기 부진을 겪었으며 17년 급격한 반등 구간이 발생
- 18년 상반기 이후 외식경기지표는 재차 하락세. 최저임금인상, 임대료 상승이 비용부담을 가중시키는 가운데 52시간 근로제, 소비경기둔화, HMR 시장 성장이 매출 부진의 원인으로 작용
- 식료품 지출 비중이 외식 48%, 가공식품 27%, 신선식품 25% 순으로 외식지출의 높은 부담을 감안할 때, 외식시장 침체는 경기요인에 카테고리 변화 영향이 더해질 전망. 언론에 따르면 외식 관련 트래픽 지표로 포스팅 수 추이를 보도, 17년 상반기 이후 지속적인 감소세

외식산업지수 1Q18~3Q18 69.5, 69.0, 67.4로 18년 꾸준한 감소세



자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

17년 이후 감소세가 지속되고 있는 외식 관련 블로그 포스팅 개수 추이



자료: 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

## 일본사례 - 외식시장의 정체 및 축소 환경에서 시장규모를 키워가는 냉동식품

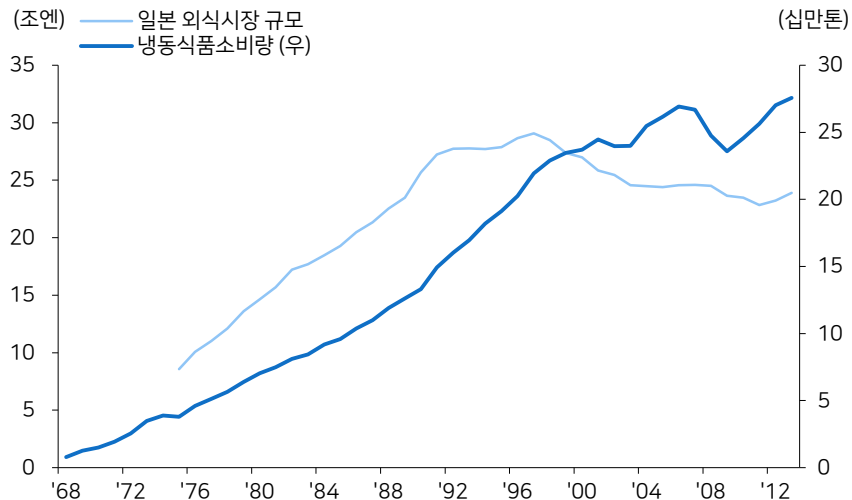
메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

일본의 외식시장규모는 97년 29.1조엔으로 최대치를 기록한 이후 감소세 지속

반면 냉동식품은 80년대 식품업체들의 공격적인 진출로 이후에도 꾸준한 성장

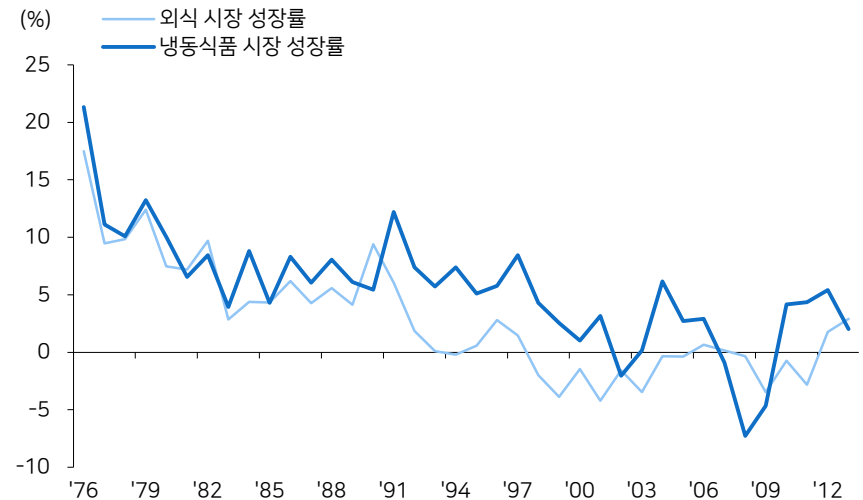
- 일본의 외식시장규모는 97년 29.1조엔으로 최대치를 기록한 이후 감소세 지속. 연평균 1%의 시장감소 기록. 반면 냉동식품은 80년대 식품업체들의 공격적인 진출 이후에도 꾸준한 성장세를 이어갔으며 90년~06년 까지는 외식시장 성장률을 연평균 5%pt 상회

일본의 외식시장규모 97년 29.1조엔으로 최대치 기록한 이후 감소세 지속



자료: 일본 외식협회, 일본 냉동식품 협회, 메리츠증권증권 리서치센터

냉동식품시장은 90년~06년 까지는 외식시장 성장률을 연평균 5%pt 상회



자료: 일본 외식협회, 일본 냉동식품 협회, 메리츠증권증권 리서치센터

# 신제품 출시 + 재구매의 선순환 사이클로 공급자 주도의 시장 성장 예상

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

## 기업들의 시장 진출로 시장 성장 가속화 예상

### 국내외 HMR 기업, 브랜드 현황

| 구분      | 유통채널     | 규모      | 회사          | 브랜드                              | 구분  | 유통채널                                | 규모        | 회사       | 브랜드       |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|---------|----------|---------|-------------|----------------------------------|---|-------------------------------------|-----------|----------|-----------|------------|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|
| 오픈 라인   | 중대형 마트   | 대기업     | CJ제일제당      | 비비고<br>고메<br>햇반 컵반<br>쿠깃<br>프레시안 | 오픈 라인   | 프랜차이즈, 외식업체                         | 중소기업      | WITH F&B | 맛결        |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          |         | 오뚜기         | 오뚜기                              |   |                                     |           | 폴입재      | 마스터키친     |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          |         | 대상 청정원      | 휘슬링국<br>중가집<br>안주야<br>집으로ON      |   |                                     |           | 더참       | 빅마마의 밥친구  |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          |         | 신세계푸드       | 올반                               |   |                                     |           | 남도푸드     | 남도찬방      |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          |         | 이마트         | 피코크                              |   |                                     |           | 참살이반찬    | 참살이반찬     |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          |         | 아워홈         | 피코크                              |   |                                     |           | 조인스푸드    | 몽촌        |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          |         | 홈플러스        | 아워홈                              |   |                                     |           | 반찬스튜디오   | 반찬스튜디오    |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          |         | 롯데푸드        | 국물취향                             |   |                                     |           | 요리하는     | 요리하는 1466 |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          |         | 풀무원식품       | 싱글즈프라이드                          |   |                                     |           | 푸드간 1466 | 푸드간 1466  |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          |         | SPC삼립       | 쉐푸드                              |   |                                     |           | 쿠키       | 신설설농탕     |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          |         | 하림          | 요리하다                             |   |                                     |           | 이목원      | 배나무골      |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          |         | 샘표          | 라퀴진                              |   |                                     |           | 남도예담     | 남도예담      |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 오픈 라인   | 편의점      | 대기업     | 원플러스        | 찬마루                              | 온라인   |                                     | 대기업       | 원앤원      | 원앤원       |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          |         | 농협하나로유통     | 생가득                              |   |                                     |           | 하남에프앤비   | 하남돼지집     |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          |         | 사조그룹        | 샌드팜                              |   |                                     |           | 지앤푸드     | 굽네몰       |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          |         | 태경농산        | 하림                               |   |                                     |           | 캡프레스     | 캡프레스      |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          |         | 놀부, 사조대림    | 든든하게 밥먹자                         |   |                                     |           | 농심       | 국탐        |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          |         | 본아이에프       | 식자재왕                             |   |                                     |           | 동원그룹     | 더반찬       |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          |         | 신송식품        | OK COOK                          |   |                                     |           | 풀무원건강생활  | 양반        |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          |         | BGF리테일/CU   | 대림선                              |   |                                     |           | 빙그레      | 샐러드       |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          |         | GS리테일/GS25  | 오테이스트                            |   |                                     |           | 한국아쿠르트   | 잇츠온       |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          |         | 코리아세븐/세븐일레븐 | 놀부                               |   |                                     |           | SK 플래닛   | 헬로네이처     |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          |         | 한국미니스트/미니스트 | 본죽                               |   |                                     |           | 우아한형제들   | 배민찬       |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          |         | 이마트24/위드미   | 본설렁탕                             |   |                                     |           | 더파머스     | 마켓컬리      |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 중소기업    | 중소기업     | 도들샘     | 신송          | 해외                               |   | 중소기업                                | 투데이푸드     | 투데이푸드    |           |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          | 세이프티팜   | 해이루         |                                  |   |                                     | 오늘의 만찬    | 오늘의 만찬   |           |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          | 진이푸드    | 유어스         |                                  |   |                                     | 검릉소       | 하이세프     |           |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          | 홀스푸드    | 세븐셀렉트       |                                  |   |                                     | 키친스토리     | 키친스토리    |           |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          | 케이씨컴퍼니  | PB          |                                  |   |                                     | 시원푸드시스템   | 시원진국     |           |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          | 푸르양찬    | Fresh Club  |                                  |   |                                     | 키친스토리     | 혼자가맛있다   |           |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          | 아모레푸드   | Eyoli       |                                  |   |                                     | 마이세프      | 마이세프     |           |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          | JFE     | 오레시피        |                                  |   |                                     | 마이세프      | 명가아침     |           |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          | 한우리외식산업 | 장독대         |                                  |   |                                     | 빌리버스      | 매직테이블    |           |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          | 아내의 셰프  | 진이찬방        |                                  |   |                                     | 에은F&D     | 국찬       |           |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          |         | 국산생         |                                  |   |                                     | 프레시지      | 프레시지     |           |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          | 중소기업    | 중소기업        |                                  |   |                                     | 아모레푸드     | 카페아모제    | 일본        | Rock Field | Asian Salad<br>Green gourmet<br>Itohan<br>KOBE CROQUETTE |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| JFE     | 오리엔탈 다이닝 |         |             | 미국                               | Lemonade<br>restaurant group<br>Babeth's feast<br>Iceland Foods<br>Picard Surqueles | Babeth's feast<br>Iceland<br>Picard |           |          |           |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 한우리외식산업 | 스노우폭스    |         |             |                                  |   |                                     | 영국<br>프랑스 | Picard   |           |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 아내의 셰프  | 한우리      |         |             |                                  |   |                                     |           |          |           |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         | 아내의 셰프   |         |             |                                  |   |                                     |           |          |           |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          |         |             |                                  |   |                                     |           |          |           |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          |         |             |                                  |   |                                     |           |          |           |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          |         |             |                                  |   |                                     |           |          |           |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          |         |             |                                  |   |                                     |           |          |           |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          |         |             |                                  |   |                                     |           |          |           |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          |         |             |                                  |   |                                     |           |          |           |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          |         |             |                                  |   |                                     |           |          |           |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|         |          |         |             |                                  |   |                                     |           |          |           |            |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |

자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

# 일본사례 - 공급자 주도로 성장한 일본의 냉동식품 시장

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

주력 사업부는 수익성 강화에  
주력하는 가운데 성장  
카테고리로 사업 다각화

주력 사업부는 수익성 강화에 주력하는 가운데 성장 카테고리(냉동식품, 조리식품, 화학사업부)로 사업다각화가 공통적으로 진행됨



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터



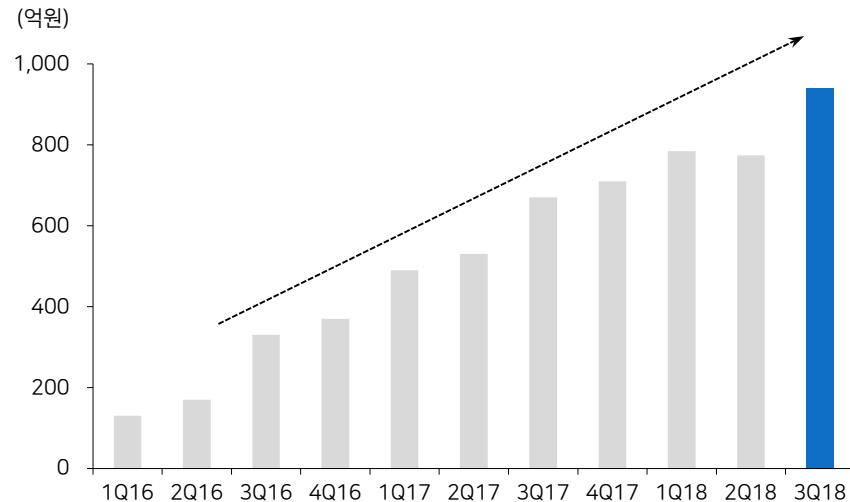
## [CJ제일제당] 한국/미국 HMR 매출 성장으로 19년 실적 성장을 주도할 BIG1

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료 BIG3

**CJ제일제당 HMR 매출액은  
16년 1,000억원, 17년  
2,400억원, 18E 3,500억원 달성  
예상, 18년 기준 전년비 45.7%  
성장, HMR 시장 성장률  
20~25%를 상회**

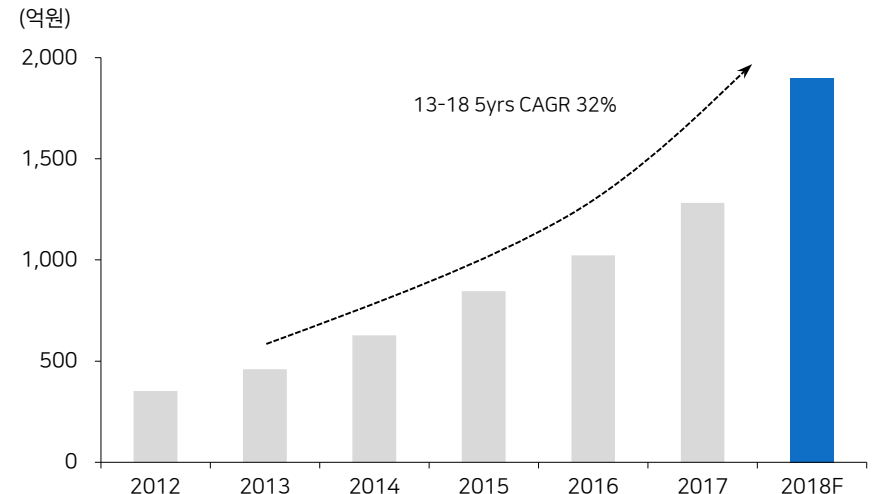
- CJ제일제당 HMR 매출액은 16년 1,000억원, 17년 2,400억원, 18E 3,500억원 달성 예상, 18년 기준 전년비 45.7% 성장으로 HMR 시장 성장률(20~25%)을 상회. 3Q18은 반찬류, 편의식 제품과 국/탕/찌개 프리미엄 제품 출시로 전년비+40%, 전기비+22% 성장. HMR 시장에서 비비고 브랜드 경쟁력이 강화되며 신제품 출시와 판촉, 재구매 선순환 구조에 진입
- 해외 가공식품은 만두 고성장 이어지며 28% 성장. 미국은 MVM 행사 효과, 냉동만두 호조로 33% 고성장, 중국은 만두 판매지역 확대로 30% 성장, 베트남 만두, 스프링롤 등 판매 확대로 18% 증가
- 미국 비비고 만두는 코스트코 만두 카테고리 1위를 기록하며 호조, 2018년 2,000억원 매출액 달성 예상되며 쉬완스 인수 성공으로 19~20년 채널확대 예상

CJ제일제당 HMR 매출액은 17년 2,400억원, 18E 3,500억원 달성 예상



자료: CJ제일제당, 메리츠증권리서치센터

CJ제일제당 미국 비비고 만두 매출액은 18년 2,000억원 매출액 달성 예상



자료: CJ제일제당, 메리츠증권리서치센터

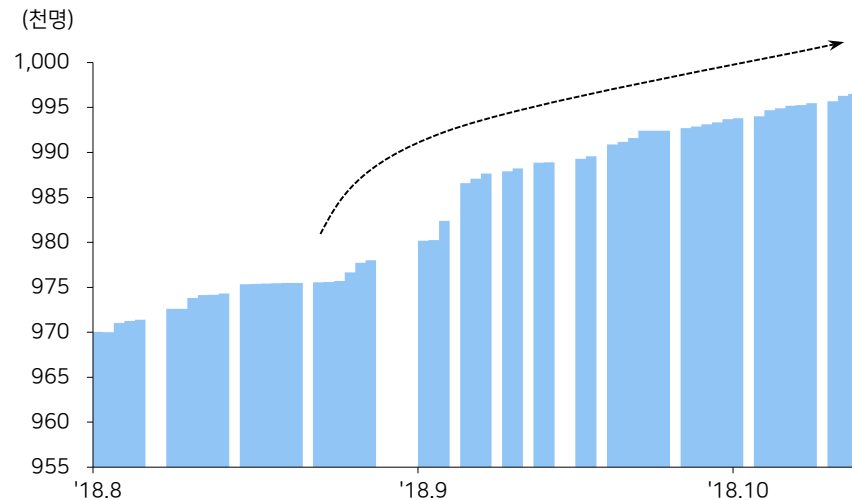
## [오리온] 회복세 판단의 임계치를 돌파. 중국사업 추가 회복이 기대되는 BIG2

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

월 단위로 개선되고 있는 중국  
매출액 회복에 주목할  
시점으로 판단

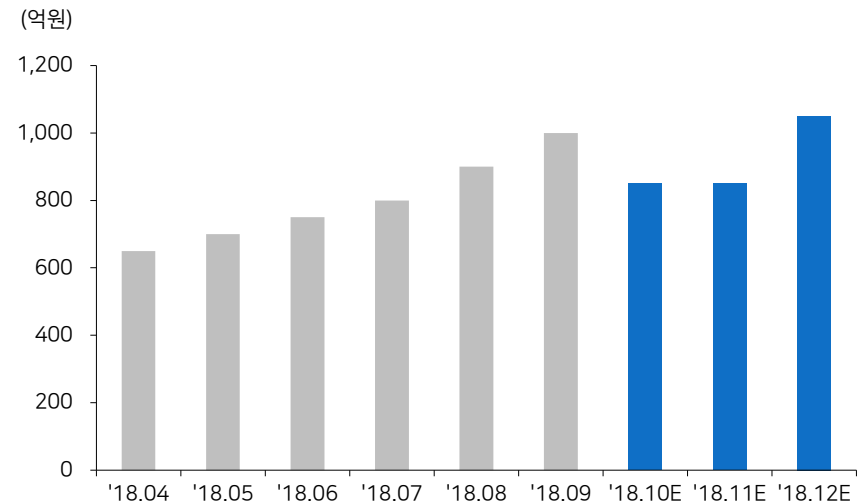
- 월 단위로 개선되고 있는 중국 매출액 회복에 주목할 시점으로 판단. 중국 제과 매출액은 3Q18 2,552억원 기록하며 2Q18 제시한 가이드언스를 상회. 월별로 100~150억원 기존 기대치를 상회하는 매출 규모 달성
- 2Q18 투자성격의 비용 집행(매대 구입비, 코드 등록비, 시식 행사비 등)되며 매출 성장의 기반을 마련했다고 판단. 2Q18 출시한 신제품이 3Q18 입점이 확대되었고 광고효과를 감안할 때 신제품의 본격적인 매출 기여는 4Q18 이후로 전망
- 오리온 웨이보 홈페이지 팔로워 수도 꾸준한 증가세 기록 중

오리온 웨이보 팔로워 수 추이



자료: 웨이보, 메리츠증권증권 리서치센터

오리온 중국 제과 매출 추이



자료: 오리온, 메리츠증권증권 리서치센터

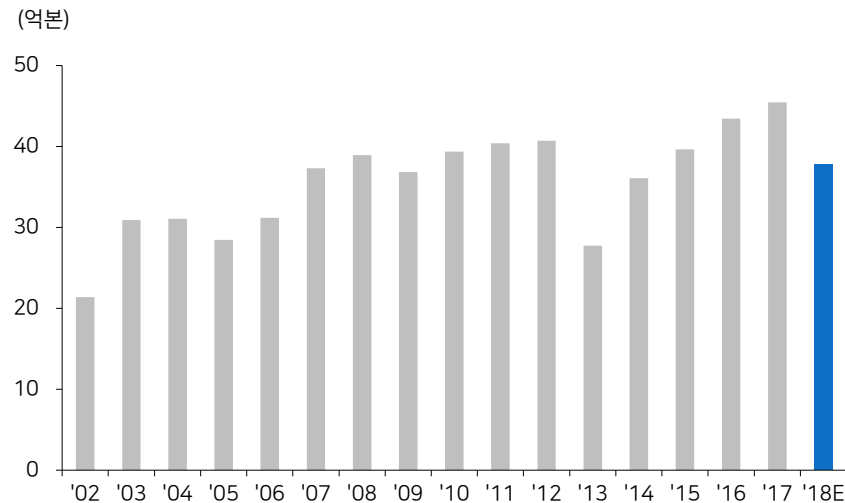
## [KT&G] 더 이상 나빠질 일이 없다. 19년 전 사업부 성장이 예상되는 BIG3

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료 BIG3

**11월(1~10일 누계 기준)  
해외담배 수출은 2분기 수준을  
회복한 점 긍정적**

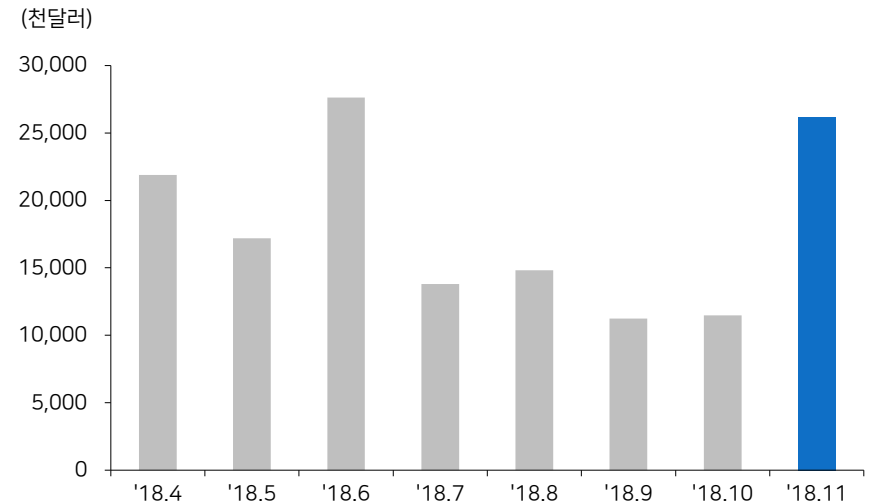
- 11월(1~10일 누계 기준) 해외담배 수출은 2분기 수준을 회복한 점 긍정적
- 해외담배 18년 알로코자이와의 5년 주기 재계약은 2분기 완료됐지만, UAE 담배소비세 인상, 이란 환율 상승 등 외부 영향은 3분기까지 지속, 4분기는 기저효과 발생 예상
- 2분기는 FOC(무상거래)로 대응하면서 ASP 하락했고 3분기는 실제 계약 이행과정에서 물량 공급 지연. 담배 재고 보유기간(6개월~1년) 감안 시 4Q18, 1Q19 재고보충 진행될 전망
- 신시장 수출국 현재 40개에서 연말 목표 70~80개까지 확대할 계획

연도별 담배 수출 수량 추이, 13년 알로코자이 재계약 이슈로 감소 후 회복



자료: KT&G, 메리츠증권증권 리서치센터

매월 1~10일 누계 담배 수출액 추이, 11월 기준 2분기 평년 수준을 회복



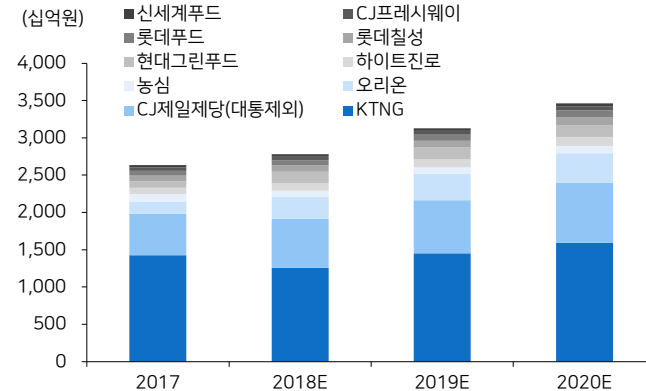
자료: 한국무역통계진흥원, 메리츠증권증권 리서치센터

# 19년 음식료 섹터 영업이익 성장은 BIG3가 주도

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

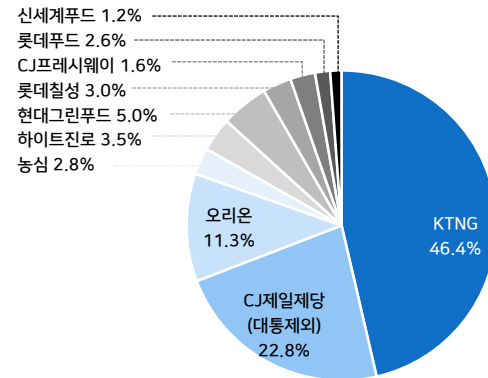
## 음식료 BIG3가 주도하는 2019년 영업이익

### 기업별 17~20년 영업이익 추이



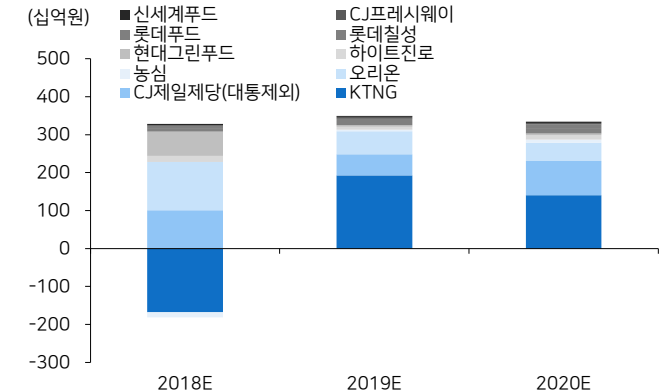
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

### 19년 기업별 영업이익 비중



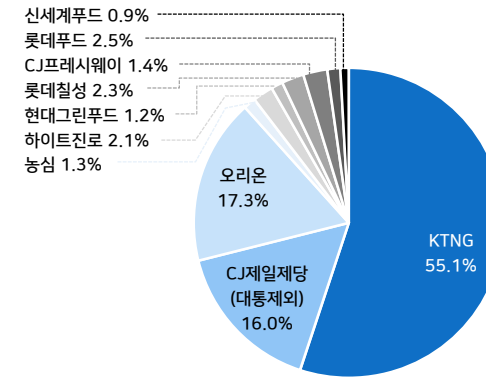
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

### 기업별 18~20년 영업이익 증감액 추이



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

### 19년 기업별 영업이익 증감액 비중



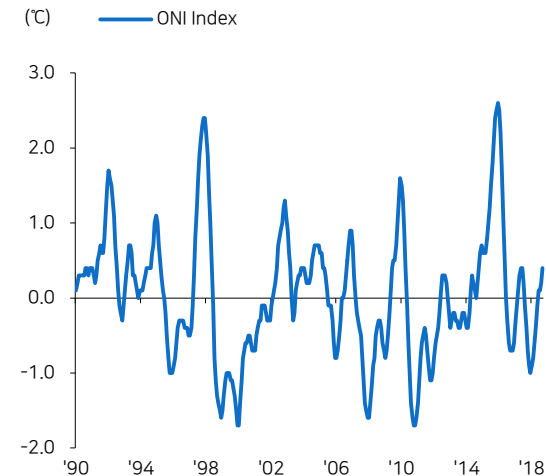
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

# ONI 지수 7~9월 0.1~0.4 기록, 상반기 라니냐 환경 종료 후 중립 상황 유지 중

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

7~9월 0.1~0.4 기록, 상반기  
라니냐 환경 종료 후 중립 상황  
유지 중

## 18년 하반기 ONI 지수 0.1~0.4로 안정세



자료: NOAA, 메리츠증권증권 리서치센터

## ONI (3개월 이동평균) 테이블

| Year | DJF  | JFM  | FMA  | MAM  | AMJ  | MJJ  | JJA  | JAS  | ASO  | SON  | OND  | NDJ  |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 1988 | 0.8  | 0.5  | 0.1  | -0.3 | -0.9 | -1.3 | -1.3 | -1.1 | -1.2 | -1.5 | -1.8 | -1.8 |
| 1989 | -1.7 | -1.4 | -1.1 | -0.8 | -0.6 | -0.4 | -0.3 | -0.3 | -0.2 | -0.2 | -0.2 | -0.1 |
| 1990 | 0.1  | 0.2  | 0.3  | 0.3  | 0.3  | 0.3  | 0.3  | 0.4  | 0.4  | 0.3  | 0.4  | 0.4  |
| 1991 | 0.4  | 0.3  | 0.2  | 0.3  | 0.5  | 0.6  | 0.7  | 0.6  | 0.6  | 0.8  | 1.2  | 1.5  |
| 1992 | 1.7  | 1.6  | 1.5  | 1.3  | 1.1  | 0.7  | 0.4  | 0.1  | -0.1 | -0.2 | -0.3 | -0.1 |
| 1993 | 0.1  | 0.3  | 0.5  | 0.7  | 0.7  | 0.6  | 0.3  | 0.3  | 0.2  | 0.1  | 0    | 0.1  |
| 1994 | 0.1  | 0.1  | 0.2  | 0.3  | 0.4  | 0.4  | 0.4  | 0.4  | 0.6  | 0.7  | 1    | 1.1  |
| 1995 | 1    | 0.7  | 0.5  | 0.3  | 0.1  | 0    | -0.2 | -0.5 | -0.8 | -1   | -1   | -1   |
| 1996 | -0.9 | -0.8 | -0.6 | -0.4 | -0.3 | -0.3 | -0.3 | -0.3 | -0.4 | -0.4 | -0.4 | -0.5 |
| 1997 | -0.5 | -0.4 | -0.1 | 0.3  | 0.8  | 1.2  | 1.6  | 1.9  | 2.1  | 2.3  | 2.4  | 2.4  |
| 1998 | 2.2  | 1.9  | 1.4  | 1    | 0.5  | -0.1 | -0.8 | -1.1 | -1.3 | -1.4 | -1.5 | -1.6 |
| 1999 | -1.5 | -1.3 | -1.1 | -1   | -1   | -1   | -1.1 | -1.1 | -1.2 | -1.3 | -1.5 | -1.7 |
| 2000 | -1.7 | -1.4 | -1.1 | -0.8 | -0.7 | -0.6 | -0.6 | -0.5 | -0.5 | -0.6 | -0.7 | -0.7 |
| 2001 | -0.7 | -0.5 | -0.4 | -0.3 | -0.3 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.2 | -0.3 | -0.3 | -0.3 |
| 2002 | -0.1 | 0    | 0.1  | 0.2  | 0.4  | 0.7  | 0.8  | 0.9  | 1    | 1.2  | 1.3  | 1.1  |
| 2003 | 0.9  | 0.6  | 0.4  | 0    | -0.3 | -0.2 | 0.1  | 0.2  | 0.3  | 0.3  | 0.4  | 0.4  |
| 2004 | 0.4  | 0.3  | 0.2  | 0.2  | 0.2  | 0.3  | 0.5  | 0.6  | 0.7  | 0.7  | 0.7  | 0.7  |
| 2005 | 0.6  | 0.6  | 0.4  | 0.4  | 0.3  | 0.1  | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.3 | -0.6 | -0.8 |
| 2006 | -0.8 | -0.7 | -0.5 | -0.3 | 0    | 0    | 0.1  | 0.3  | 0.5  | 0.7  | 0.9  | 0.9  |
| 2007 | 0.7  | 0.3  | 0    | -0.2 | -0.3 | -0.4 | -0.5 | -0.8 | -1.1 | -1.4 | -1.5 | -1.6 |
| 2008 | -1.6 | -1.4 | -1.2 | -0.9 | -0.8 | -0.5 | -0.4 | -0.3 | -0.3 | -0.4 | -0.6 | -0.7 |
| 2009 | -0.8 | -0.7 | -0.5 | -0.2 | 0.1  | 0.4  | 0.5  | 0.5  | 0.7  | 1    | 1.3  | 1.6  |
| 2010 | 1.5  | 1.3  | 0.9  | 0.4  | -0.1 | -0.6 | -1   | -1.4 | -1.6 | -1.7 | -1.7 | -1.6 |
| 2011 | -1.4 | -1.1 | -0.8 | -0.6 | -0.5 | -0.4 | -0.5 | -0.7 | -0.9 | -1.1 | -1.1 | -1   |
| 2012 | -0.8 | -0.6 | -0.5 | -0.4 | -0.2 | 0.1  | 0.3  | 0.3  | 0.3  | 0.2  | 0    | -0.2 |
| 2013 | -0.4 | -0.3 | -0.2 | -0.2 | -0.3 | -0.3 | -0.4 | -0.4 | -0.3 | -0.2 | -0.2 | -0.3 |
| 2014 | -0.4 | -0.4 | -0.2 | 0.1  | 0.3  | 0.2  | 0.1  | 0    | 0.2  | 0.4  | 0.6  | 0.7  |
| 2015 | 0.6  | 0.6  | 0.6  | 0.8  | 1    | 1.2  | 1.5  | 1.8  | 2.1  | 2.4  | 2.5  | 2.6  |
| 2016 | 2.5  | 2.2  | 1.7  | 1    | 0.5  | 0    | -0.3 | -0.6 | -0.7 | -0.7 | -0.7 | -0.6 |
| 2017 | -0.3 | -0.1 | 0.1  | 0.3  | 0.4  | 0.4  | 0.2  | -0.1 | -0.4 | -0.7 | -0.9 | -1   |
| 2018 | -0.9 | -0.8 | -0.6 | -0.4 | -0.1 | 0.1  | 0.1  | 0.2  | 0.4  |      |      |      |

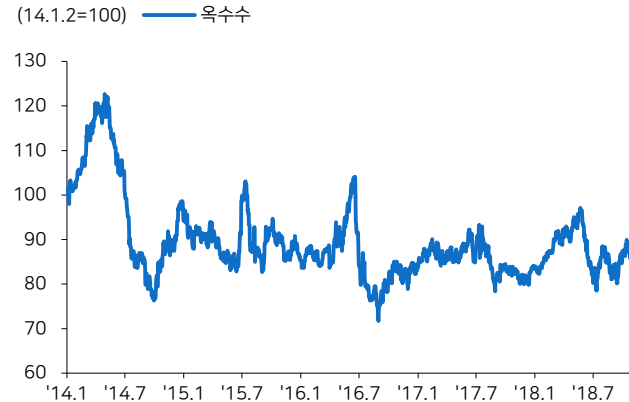
주: 푸른부분 엘니뇨, 회색부분 라니냐  
자료: NOAA, 메리츠증권증권 리서치센터

# 18년 옥수수 가격 단기 상승 후 미국의 양호한 기상환경 반영하며 보합세 예상

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료 BIG3

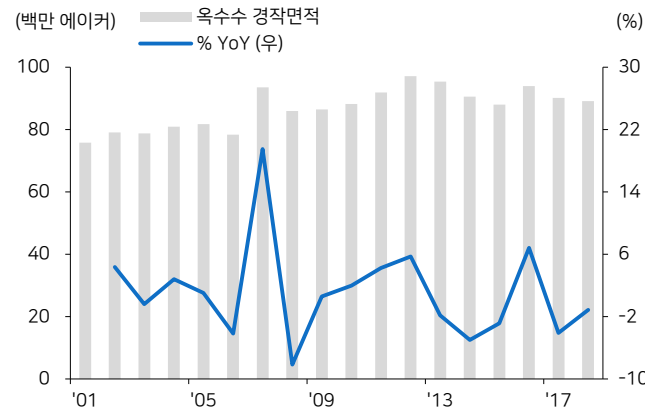
18년 옥수수 가격 단기 상승 후 미국의 양호한 기상환경 반영하며 보합세 예상, 수요 부진, 양호한 파종 진행 글로벌 재고량 전망치 상향흐름

## 미국의 양호한 기상환경 반영하며 보합세



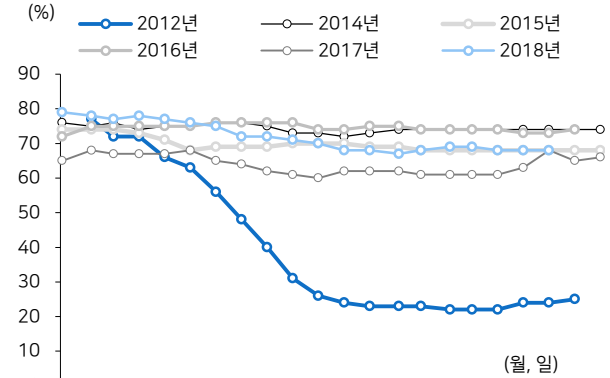
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 미국 옥수수 경작 면적 추이



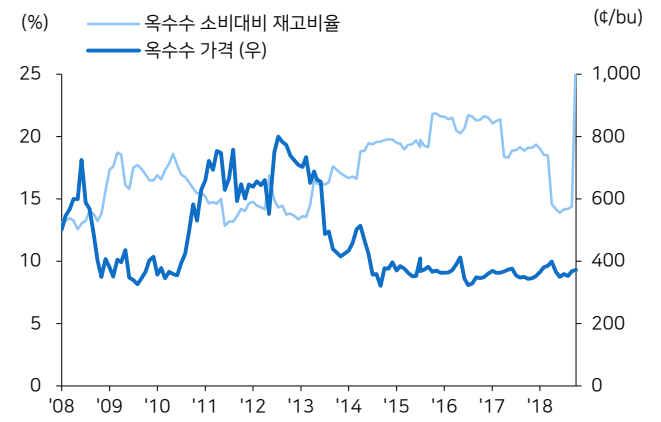
자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

## 18년 10월 옥수수 G+E 비율 68%로 평년 수준 유지



자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

## 18년 재고비율 10월 14.4%에서 11월 27.2%로 상승



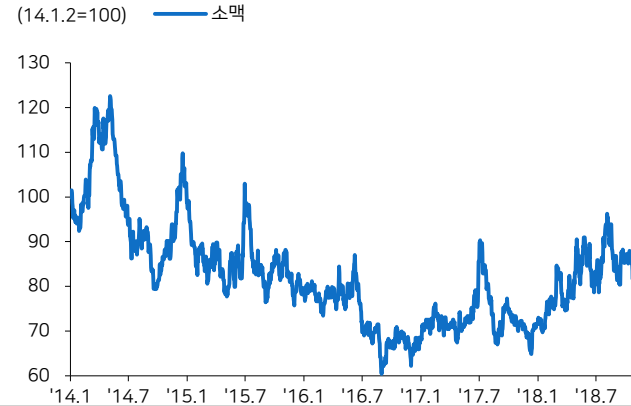
자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

# 18년 소맥 가격 급등 이후 글로벌 생산량 증가, 재고량 확대 전망에 상승세 둔화

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료 BIG3

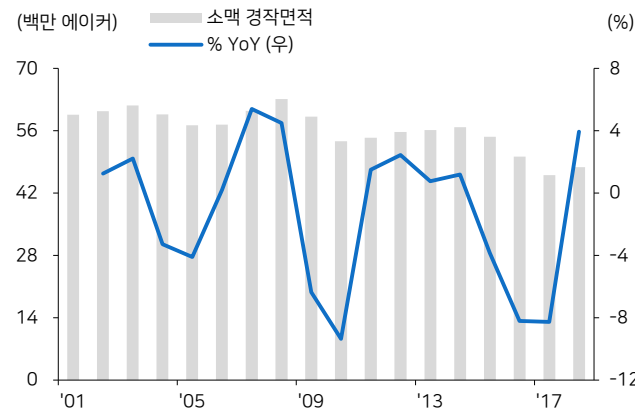
18년 소맥 가격 급등 이후  
글로벌 생산량 증가, 재고량  
확대 전망에 상승세 둔화  
  
인도, 러시아, 미국 등 주요  
생산국의 생산량 전망치 호조.  
호주, 캐나다 등 부진 지역  
영향 상쇄

## 생산량 증가, 재고량 확대 전망에 상승세 둔화



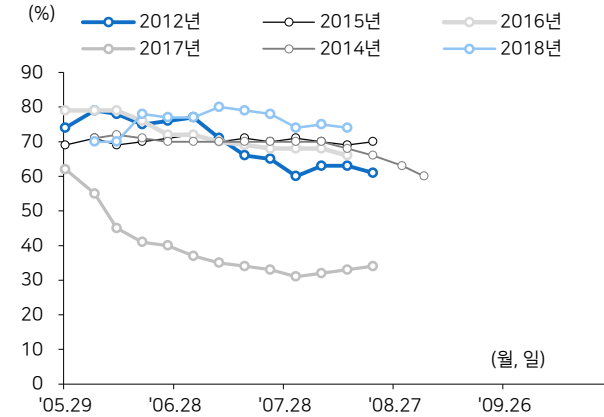
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 미국 소맥 경작 면적 추이



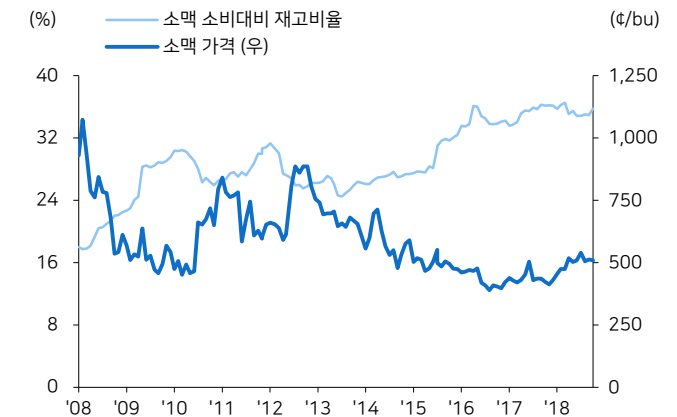
자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

## 18년 10월 봄밀 G+E 비율 74%로 평년 수준 상회



자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

## 18년 재고비율 10월 34.9%에서 11월 35.8%로 상승



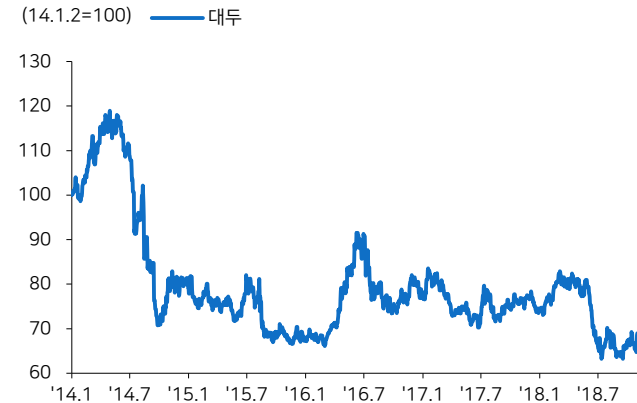
자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

# 미국 역대 최대 생산전망 + 무역전쟁에 따른 미국산 대두 수요 악화로 가격 부진

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_BIG3

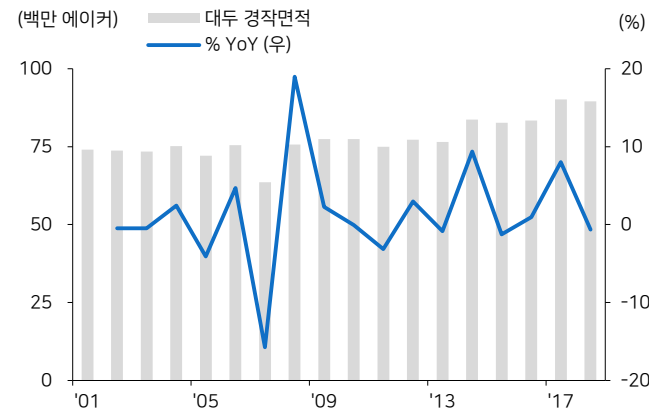
미국 역대 최대 생산전망 +  
무역전쟁에 따른 미국산 대두  
수요 악화로 가격 부진

## 무역전쟁으로 미국산 대두 수요 악화, 가격 부진



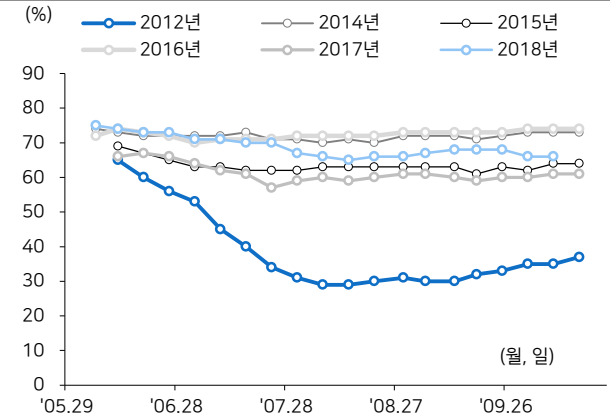
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 미국 대두 경작 면적 추이



자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

## 18년 10월 대두 G+E 비율 66%로 평년 수준 유지



자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

## 18년 재고비율 10월 30.7%에서 11월 31.8%로 상승



자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터



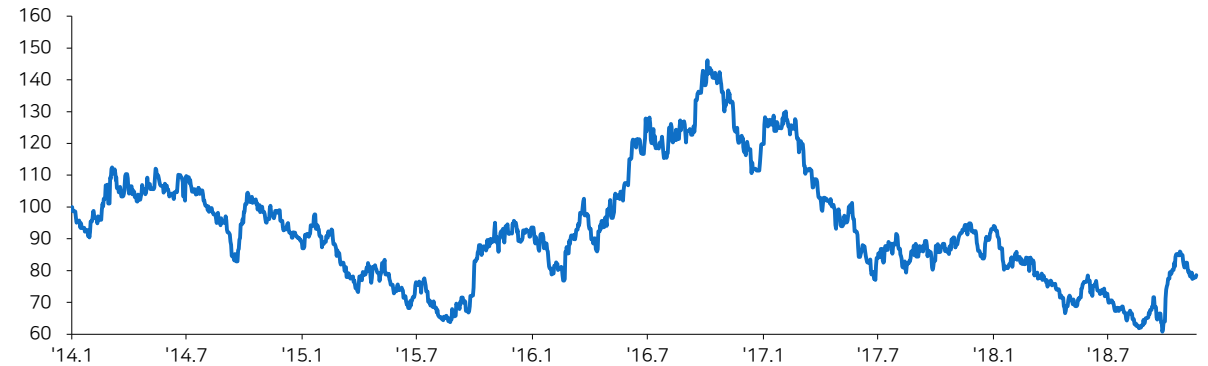
# 원당, 헤알화 + 브라질 생산 감소로 단기 급등, 인도 생산 확대로 상승 제한 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_BIG3

원당, 헤알화 + 브라질 생산  
감소로 단기 급등, 인도 생산  
확대로 상승폭 제한 전망

## 18.10월 기준 월물 변경, 헤알화 + 브라질 생산 감소로 단기 급등, 인도 생산 확대로 상승 제한

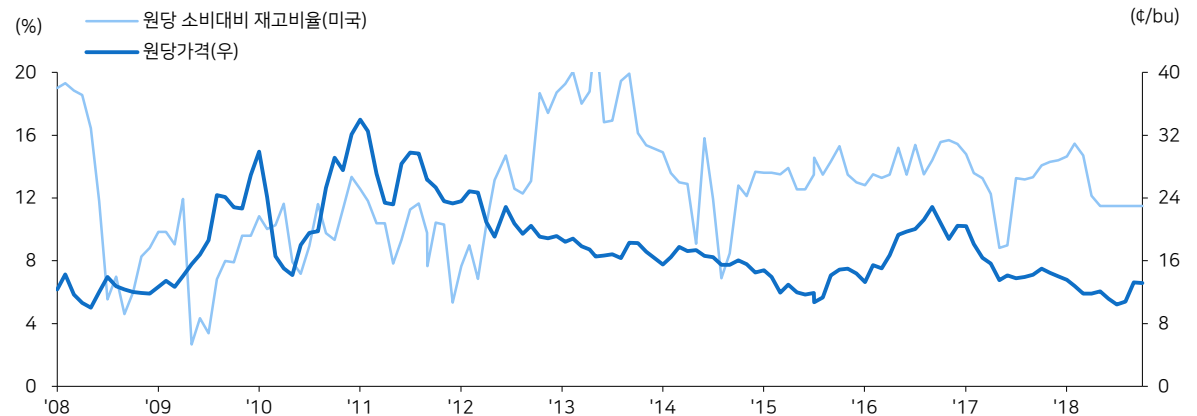
(14.1.2=100) — 원당



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 18/19시즌 미국의 원당 소비대비 재고비율은 12% 내외로 소폭 하향 안정 추세

(%) — 원당 소비대비 재고비율(미국)  
— 원당가격(우)



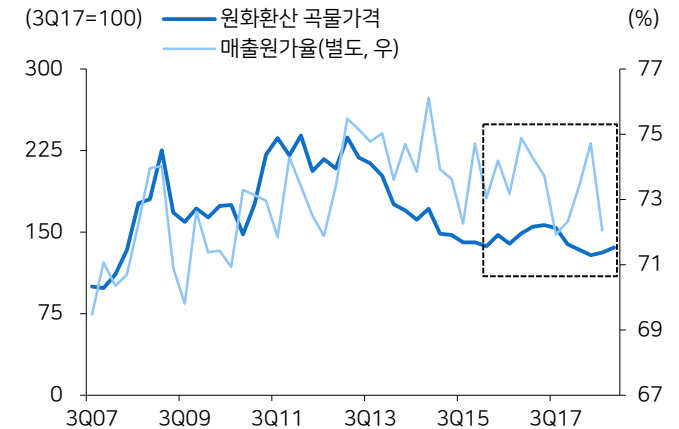
자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

# 19년 원가율 하락효과 지속, 음료료 섹터 의견 Overweight 유지

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음료료 BIG3

|                     |           | 1Q16   | 2Q16   | 3Q16   | 4Q16   | 1Q17   | 2Q17   | 3Q17   | 4Q17   | 1Q18   | 2Q18   | 3Q18   | 4Q18E  | 1Q19E  | 2Q19E  | 3Q19E  | 4Q19E  |
|---------------------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| USD 기준              | 옥수수(¢/부셀) | 363.1  | 391.8  | 331.7  | 348.1  | 364.2  | 367.8  | 359.2  | 346.1  | 366.0  | 383.6  | 353.9  | 360.7  | 360.7  | 360.7  | 360.7  | 360.7  |
|                     | 소맥(¢/부셀)  | 465.6  | 471.0  | 405.7  | 403.4  | 429.3  | 434.7  | 455.3  | 423.1  | 453.1  | 499.2  | 518.5  | 510.0  | 510.0  | 510.0  | 510.0  | 510.0  |
|                     | 대두(¢/부셀)  | 880.4  | 1056.0 | 1012.6 | 999.9  | 1021.0 | 941.3  | 965.1  | 977.5  | 1006.0 | 995.5  | 849.6  | 853.0  | 853.0  | 853.0  | 853.0  | 853.0  |
|                     | 원당(¢/lb)  | 14.4   | 17.0   | 20.3   | 20.8   | 19.6   | 15.2   | 14.0   | 14.6   | 13.5   | 11.9   | 10.8   | 11.9   | 11.9   | 11.9   | 11.9   | 11.9   |
|                     | 원/달러      | 1201   | 1163   | 1101.1 | 1157.5 | 1154.3 | 1129.4 | 1132.2 | 1105.7 | 1072.3 | 1078.6 | 1121.6 | 1127.0 | 1125.0 | 1120.0 | 1100.0 | 1080.0 |
| KRW 기준              | 옥수수(원/부셀) | 4,427  | 4,477  | 4,224  | 4,314  | 3,839  | 4,018  | 4,114  | 4,164  | 3,972  | 3,711  | 3,948  | 4,303  | 3,989  | 4,058  | 4,040  | 3,968  |
|                     | 소맥(원/부셀)  | 5,903  | 5,905  | 5,416  | 5,187  | 4,696  | 4,656  | 4,849  | 4,921  | 5,034  | 4,537  | 4,887  | 5,599  | 5,843  | 5,738  | 5,712  | 5,610  |
|                     | 대두(원/부셀)  | 10,962 | 10,575 | 10,241 | 11,628 | 11,721 | 11,542 | 11,532 | 10,658 | 10,671 | 10,481 | 10,850 | 11,165 | 9,575  | 9,596  | 9,554  | 9,383  |
|                     | 원당(원/lb)  | 131    | 177    | 167    | 188    | 235    | 240    | 222    | 172    | 154    | 156    | 145    | 134    | 122    | 134    | 134    | 131    |
| (% YoY)             | 옥수수       | 13.4   | 8.8    | -0.1   | 1.0    | -13.3  | -10.2  | -2.6   | -3.5   | 3.5    | -7.6   | -4.0   | 3.3    | 0.4    | 9.4    | 2.3    | -7.8   |
|                     | 소맥        | 2.8    | -3.9   | -5.9   | -12.0  | -20.5  | -21.2  | -10.5  | -5.1   | 7.2    | -2.6   | 0.8    | 13.8   | 16.1   | 26.5   | 16.9   | 0.2    |
|                     | 대두        | -12.0  | -4.8   | -5.8   | 3.4    | 6.9    | 9.1    | 12.6   | -8.3   | -9.0   | -9.2   | -5.9   | 4.8    | -10.3  | -8.4   | -11.9  | -16.0  |
|                     | 원당        | -24.2  | 1.8    | 8.0    | 29.1   | 79.7   | 35.8   | 32.5   | -8.4   | -34.3  | -34.9  | -34.5  | -22.3  | -21.2  | -14.0  | -7.9   | -1.7   |
| 원화환산 곡물가격(3Q07=100) |           | 137    | 147    | 139    | 149    | 155    | 156    | 154    | 139    | 134    | 129    | 131    | 136    | 126    | 129    | 129    | 126    |
| (% YoY)             |           | -7.8   | -0.1   | -0.9   | 5.8    | 13.2   | 6.2    | 10.3   | -6.8   | -13.7  | -17.7  | -14.8  | -2.1   | -5.6   | 0.4    | -1.7   | -6.8   |

| (억원)      | 4Q15   | 1Q16   | 2Q16   | 3Q16   | 4Q16   | 1Q17   | 2Q17   | 3Q17   | 4Q17   | 1Q18   | 2Q18   | 3Q18   |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 13개사 매출액  | 80,064 | 83,119 | 83,729 | 87,232 | 88,080 | 87,199 | 82,096 | 89,770 | 88,429 | 90,510 | 90,697 | 97,765 |
| CJ제일제당    | 32,732 | 35,340 | 36,096 | 36,790 | 37,406 | 38,665 | 39,089 | 44,107 | 42,911 | 43,486 | 44,537 | 49,456 |
| 13개사 매출원가 | 59,200 | 60,464 | 61,867 | 63,497 | 65,516 | 65,227 | 62,783 | 67,438 | 66,987 | 68,930 | 70,538 | 75,248 |
| 매출원가율     | 73.9%  | 72.7%  | 73.9%  | 72.8%  | 74.4%  | 74.8%  | 76.5%  | 75.1%  | 75.8%  | 76.2%  | 77.8%  | 77.0%  |
| 매출원가율(별도) | 74.7%  | 73.0%  | 74.2%  | 73.2%  | 74.9%  | 74.3%  | 73.7%  | 71.9%  | 72.3%  | 73.4%  | 74.7%  | 72.1%  |
| 영업이익률     | 4.1%   | 6.4%   | 5.2%   | 6.7%   | 4.6%   | 4.5%   | 4.1%   | 6.0%   | 3.6%   | 6.4%   | 4.4%   | 5.6%   |
| 매출증가율     | 9.3%   | 7.2%   | 9.5%   | 6.0%   | 10.0%  | 4.9%   | 6.4%   | 2.9%   | 0.4%   | 3.8%   | 10.5%  | 8.9%   |
| 영업이익증가율   | 5.9%   | 1.2%   | 1.3%   | 6.8%   | 25.2%  | -31.1% | -13.4% | 16.5%  | -9.5%  | 44.6%  | 18.3%  | 2.8%   |



\* 별도기준 기업: CJ제일제당, 대상, 오투기, 농심, 오리온, 롯데제과, 크라운제과, 삼양식품, 대한제당, 대한제분, 매일유업, 남양유업, 동원F&B, 롯데푸드  
자료: 메리츠증권 리서치센터

## Part II

### [CJ제일제당]

식품기업은 M&A로 어떻게 성장하는가?

# Schwan's Company 매출 2.3조원 B2C, B2B(딜리버리 제외) 사업 영위

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

**Schwan's Company 1952년**  
**설립된 미국 냉동식품**  
**기업으로 냉동피자, 냉동디저**  
**트를 주력으로 판매. B2C, B2B,**  
**Delivery 등 3가지 사업부로**  
**구성**

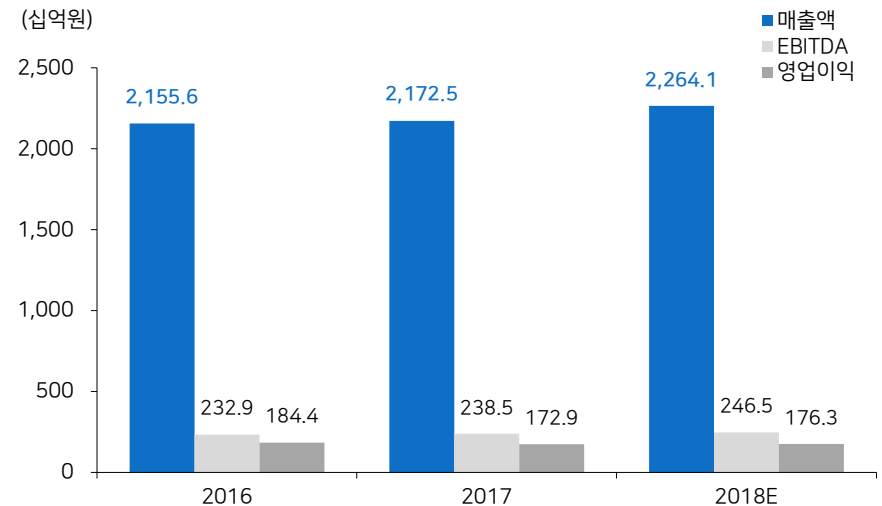
- Schwan's Company(이하 슈완스)는 1952년 설립된 미국 냉동식품 기업으로 냉동 피자, 냉동 디저트를 주력 제품으로 판매. Consumer Brand(B2C), Food Service(B2B), Home Service(Delivery) 등 크게 3가지 사업부로 구성되어 있으며 매출 비중은 각각 40%, 30%, 30% 수준. 주요 브랜드로 Red Baron®, Tony's®, Fight'n Tomato Pizza Co.®, Freschetta® pizza 등을 보유하고 있음
- 미국 내 피자 점유율 2위(24%, 1위 네슬레는 47%), 냉동 디저트 시장 점유율 1위, 학교 급식 피자 점유율 1위 기업으로 실적 규모는 매출액 2.3조원, EBITDA 2,465억원, 영업이익 1,763억원 수준
- 300~400개의 식품 SKU를 보유하고 있으며 미국 전역(48개주)에 공급 가능한 대규모 물류센터 4개, 딜리버리 대리점 400개, 배송차량 4,500대(딜리버리 포함)를 확보하고 있음. 직원 수는 14,000명 규모

Schwans는 미국 냉동식품 기업으로 냉동피자 2위, 냉동디저트 1위



자료: Schwans Company, 메리츠증권증권 리서치센터

슈완스 3개년 실적 추이(17~18년 자연재해 복구비용 등 일회성 항목 조정)



자료: CJ제일제당, Schwans Company, 메리츠증권증권 리서치센터

# 쉬완스 비즈니스 및 브랜드 소개 - B2C, B2B, 홈딜리버리 서비스로 구성

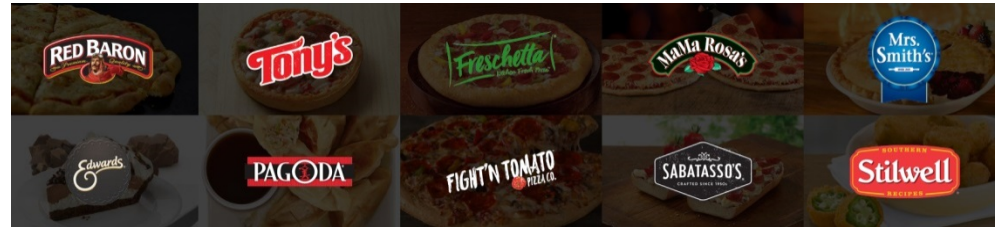
메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

Schwan's Consumer Brands (B2C), 매출액 1.1조원, 비중 40.7%, Schwan's Food Service(B2B), 매출액 0.6조원, 비중 22.2%, Schwan's Home Service(Delivery) 매출액 0.8조원, 비중 29.6%

## 쉬완스 비즈니스 및 브랜드 소개 - B2C, B2B, 홈딜리버리 서비스로 구성



### Consumer Brand - B2C



### Food Service - B2B



### Home Service - Delivery



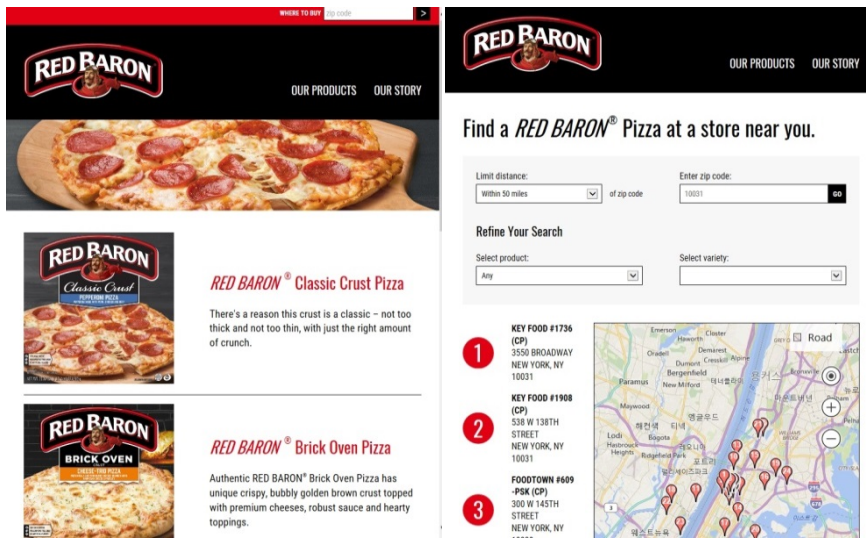
## Consumer Brand(B2C) – Walmart, Target 등 주요 리테일 브랜드 입점

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

미국 전역의 대형마트,  
슈퍼마켓에 입점. 냉동피자  
시장 2위, 냉동디저트,  
냉동아시안푸드 시장 1위.  
Walmart, Target, Kroger,  
Albertsons 등 미국 주요  
리테일 브랜드 입점

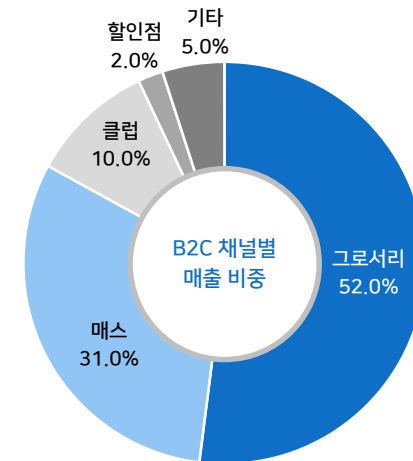
- 미국 전역의 대형마트, 슈퍼마켓에 입점. 슈완스의 B2C 주요 브랜드는 냉동피자 Red Baron®, Tony's®, MaMa Rosa's®, Fight'n Tomato Pizza Co.®, Freschetta® pizza, 냉동디저트 Mrs. Smith's®, Edwards® 냉동아시안푸드 Pagoda® 보유
- 냉동피자 시장 2위, 냉동디저트, 냉동아시안푸드 시장 1위이며 B2C 채널 공급을 위한 650대의 배송차량과 미 전역 공급을 위한 대규모 물류센터 4곳 보유
- 브랜드별 홈페이지를 통해 제품 설명과 입점 매장을 파악할 수 있으며, Walmart, Target, Kroger, Albertsons 등 미국 주요 리테일 브랜드 입점 확인

Red Baron은 슈완스의 1등 브랜드로 미국 내 냉동피자 점유율 16% 수준



자료: Schwans company, 메리츠증권증권 리서치센터

Consumer Brand(B2C) 채널별 매출 비중



자료: CJ제일제당, Schwans Company, 메리츠증권증권 리서치센터

## 미국 냉동 피자 시장 점검 - 쉬완스 냉동 피자 점유율 24.0%, 1위 네슬레 46.9%

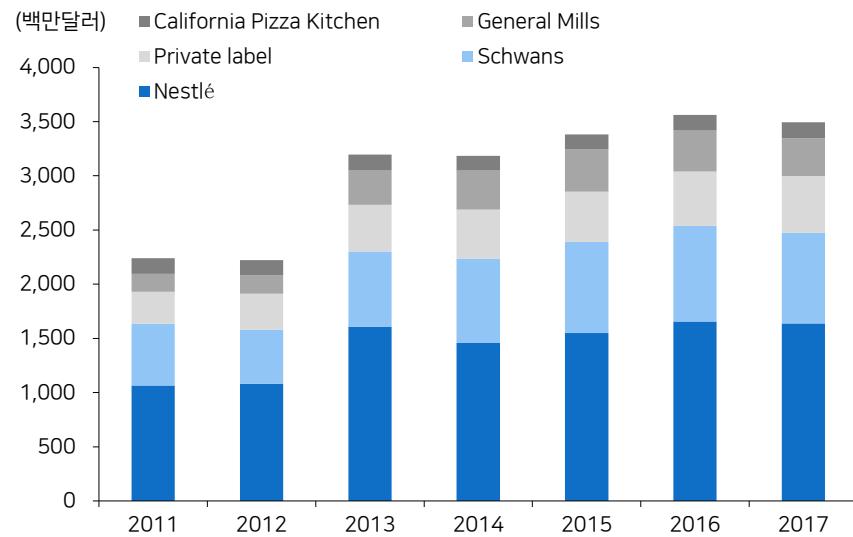
메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

쉬완스의 미국 냉동 피자 시장 점유율은 17년 24.0%로 2위, 네슬레는 46.9%로 1위.

미국 상위 5개 브랜드(9개 제품)의 매출액은 34억 달러(네슬레 16억달러, 쉬완스 8.4억달러, PB 5.3억달러 등)

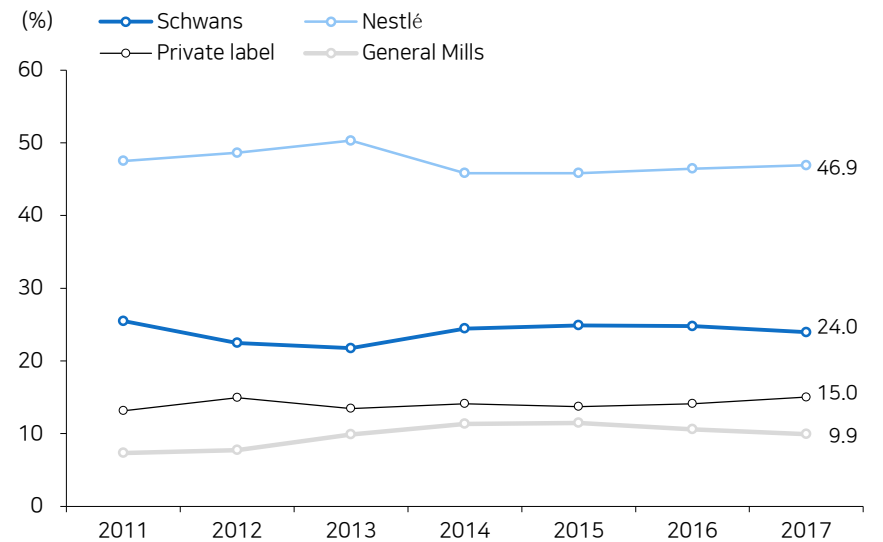
- 쉬완스의 미국 냉동 피자 시장 점유율은 17년 24.0%로 2위, 네슬레는 46.9%로 1위. 시장 점유율은 13년 21.7%으로 하락한 이후 14~17년 20% 중반 수준을 회복. 15년 이후 업체별 점유율은 건조한 흐름을 유지 중
- 미국 상위 5개 브랜드(9개 제품)의 매출액은 34억 달러(네슬레 16억달러, 쉬완스 8.4억달러, PB 5.3억달러, 제러널밀스 3.5억달러 등)
- 쉬완스 상위 브랜드 매출액/점유율은 Red Baron 5.7억달러, 점유율 16.4%, Freschetta 1.9억달러 5.4%, Tony's 0.8억달러 2.2%

미국 상위 5개 브랜드(9개 제품)의 매출액은 34억 달러(쉬완스 8.4억달러)



자료:IRI, 메리츠증권증권 리서치센터

쉬완스 냉동 피자 점유율은 17년 24.0%로 2위, 네슬레는 46.9%로 1위



자료:IRI, 메리츠증권증권 리서치센터

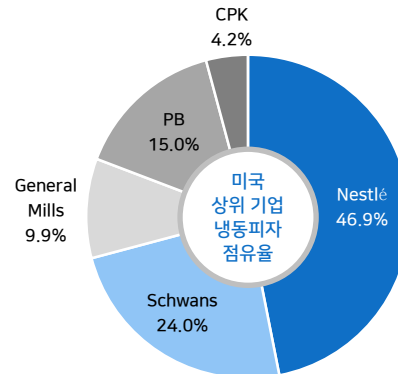


## 주요 브랜드 Red Baron 매출액 5.7억달러, 시장 점유율 16.4%

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

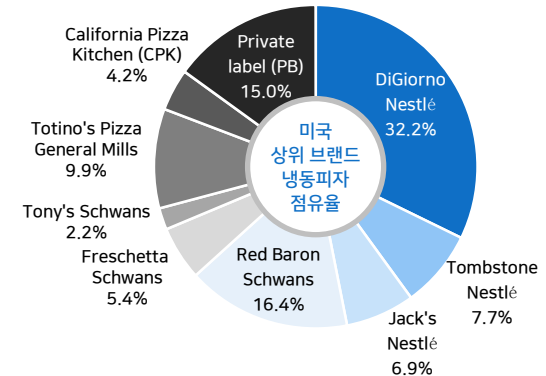
12년 이후 점유율 상승세의  
쉬완스의 Red Baron. 브랜드  
매출액/점유율은 Red Baron  
5.7억달러, 점유율 16.4%,  
Freschetta 1.9억달러 5.4%,  
Tony's 0.8억달러 2.2%

17년 미국 상위 기업 냉동피자 점유율



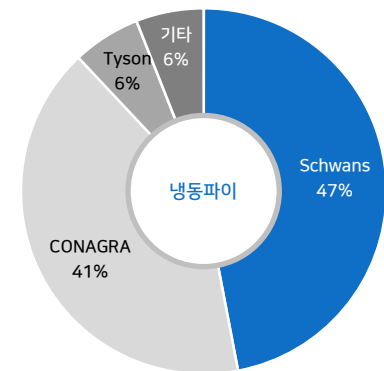
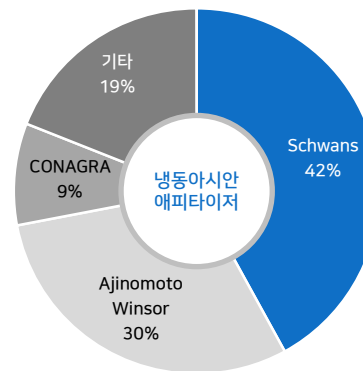
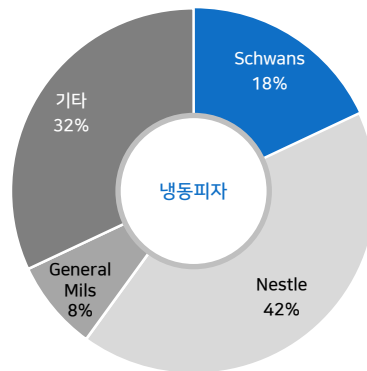
자료: IRI, 메리츠증권 리서치센터

17년 미국 상위 브랜드 냉동피자 점유율



자료: IRI, 메리츠증권 리서치센터

Schwans 주요 카테고리별 B2C 점유율



자료: CJ제일제당, Schwans Company, 메리츠증권 리서치센터



# Food Service(B2B) – 미국 내 학교 급식 피자 공급분야에서 점유율 1위

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

1975년부터 최초로 학교  
채널에 냉동피자를 공급.  
미국 내 학교 급식 피자  
공급분야에서 점유율 1위를  
유지

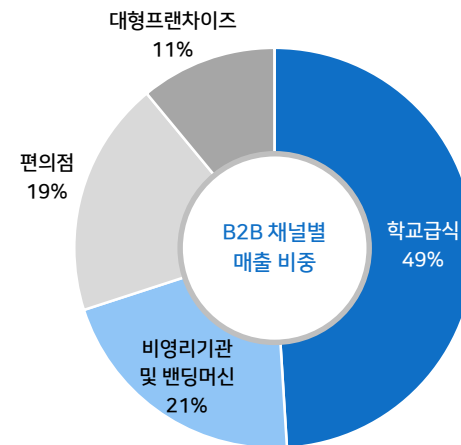
- Schwan's Food Service는 B2B 사업으로 공립/사립 학교와 병원, 대학, 사업체 급식 업체를 대상으로 전용 브랜드 제품을 공급. 냉동피자에 강점이 있으며 에스닉푸드, 디저트 등 다양한 카테고리 보유
- 주요 브랜드로 Big Daddy's®, Tony's®, Mrs. Smith's®, Minh®, Villa Prima®, Beacon Street Café™ 등을 보유
- 1975년부터 최초로 학교 채널에 냉동피자를 공급해왔으며, 미국 내 학교 급식 피자 공급분야에서 점유율 1위를 유지 중. 아시안푸드 카테고리의 스낵류, 에피타이저 부문도 점유율 1위. 2017년 피자도우 업체 인수로 완제품 피자에서 소재 부문으로 카테고리 확대

## Food Service(B2B) 사업은 학교, 병원, 사업체 등 다양한 채널에 공급

The screenshot shows the Schwan's Food Service website interface. On the left is a navigation menu with 'CHANNELS', 'PRODUCTS', 'RESOURCES', and 'CONTACT'. The main content area has a 'SHOW FILTER OPTIONS' button and a list of product categories: RLT, FOODSERVICE, C-STORE, PIZZA, ASIAN, HANDHELD, DESSERT, BREAKFAST, and FRIED ONION. Below this is a 'BRAND' section listing various brands like Big Daddy's®, Villa Prima®, Minh®, Tony's®, Red Baron's®, Freschetta®, Coyote Grill®, Beacon Street Café™, Edmar's®, Stillwell™, Mrs. Smith's®, and Schwan's®. The product list on the right includes 'VILLA PRIMA® OVEN READY PAR-BAKED PIZZA' and 'BIG DADDY'S™ BOLD 51% WHOLE GRAIN ROLLED EDGE PIZZA', each with a table of item details including item number, product variety, weight, serving size, and serving per case.

자료: Schwans company, 메리츠총금증권 리서치센터

## Food Service(B2B) 채널별 매출 비중



자료: CJ제일제당, Schwans Company, 메리츠총금증권 리서치센터

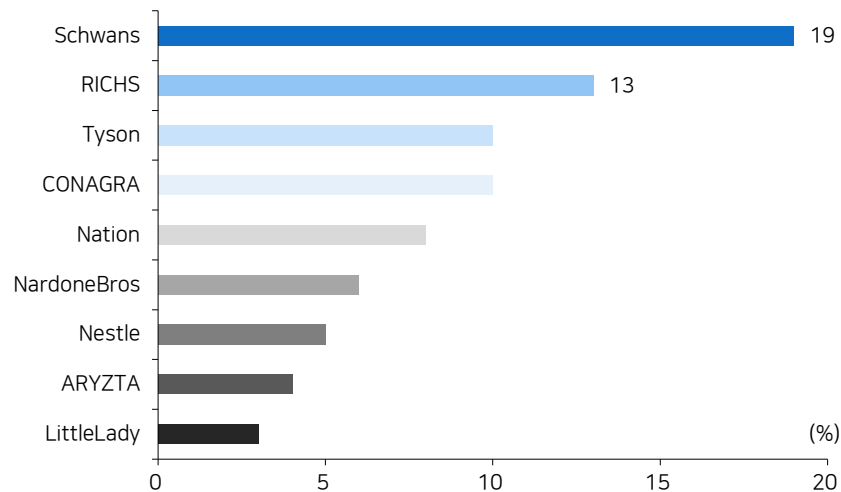
## Food Service(B2B) – B2B 시장 냉동피자, 아시안 애플타이저 점유율 1위

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

**B2B 사업은 10년 이상의  
장기계약 체결이 많기 때문에  
안정적인 캐쉬카우 역할 담당**

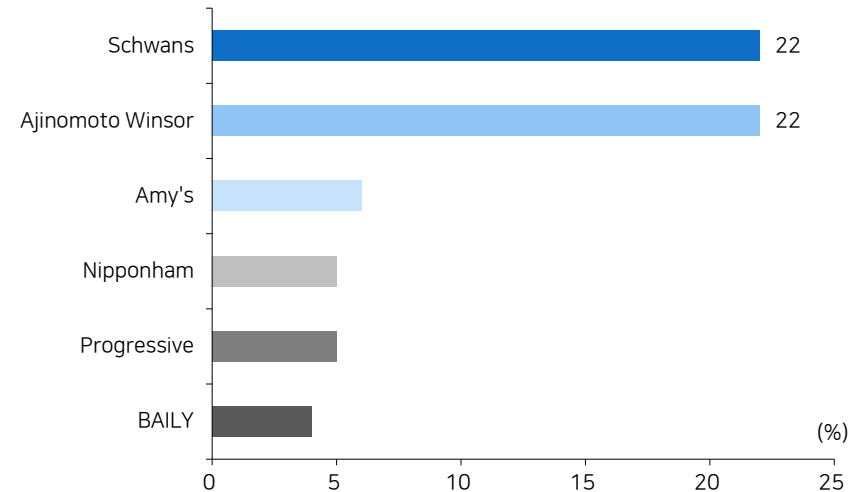
- 미국의 B2B 사업은 10년 이상의 장기계약 체결이 많기 때문에 안정적인 캐쉬카우 역할을 담당. CJ제일제당이 10년 이상 미국 사업을 진행하면서도 B2B 거래가 미미했다는 점은 시장의 높은 진입장벽이 형성되어 있음을 시사
- 편의점 채널은 편의점 델리 공급으로 세븐일레븐, 서클K 등이 주요 거래처

Food Service(B2B) 냉동피자 시장 점유율



자료: CJ제일제당, Schwans Company, 메리츠증권증권 리서치센터

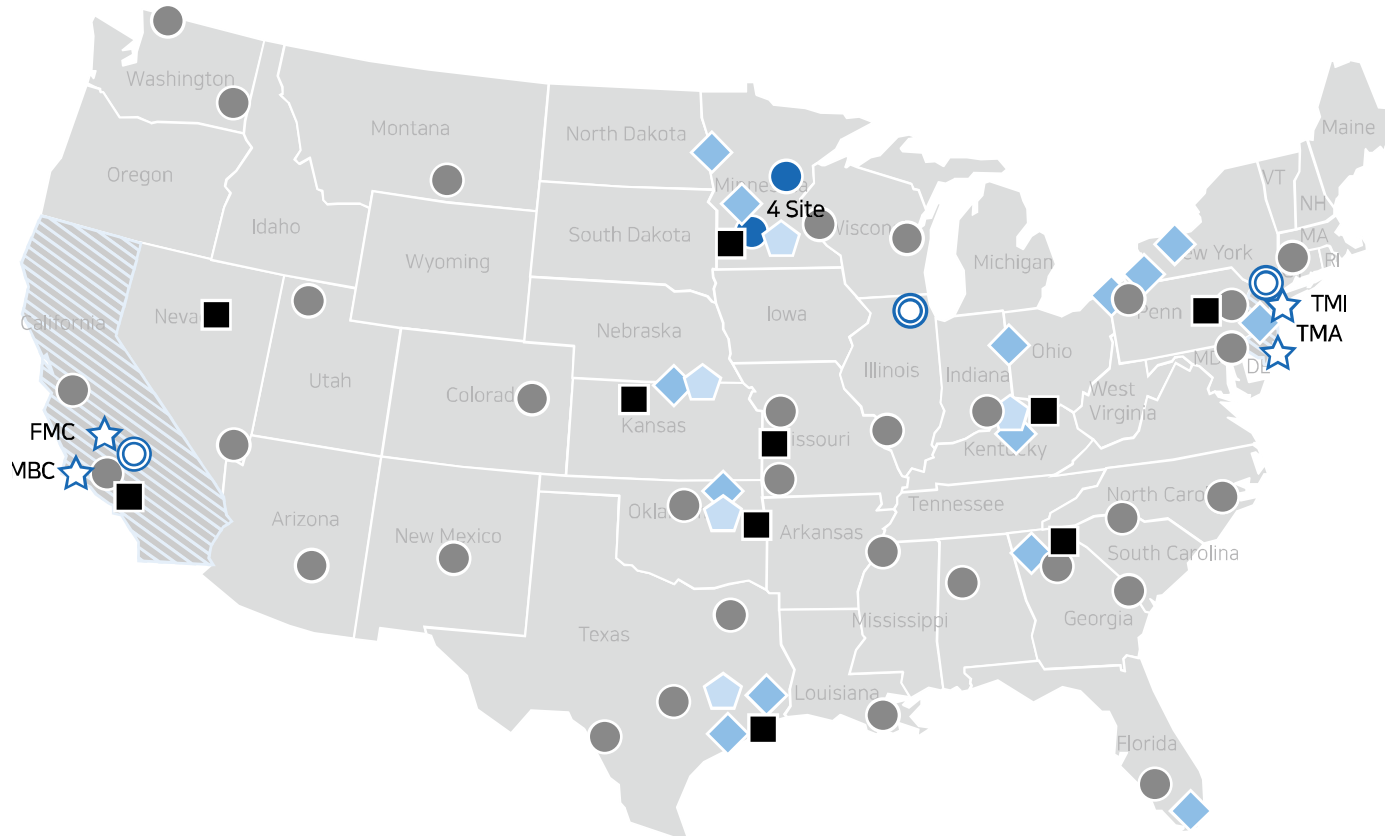
Food Service(B2B) 냉동 아시안푸드 시장 점유율



자료: CJ제일제당, Schwans Company, 메리츠증권증권 리서치센터

# 쉬완스 본사 및 공장 분포도

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3



## CJ Food 거점현황

☆ 제조공장(4개)  
FMC, MBC, TMI, TMA

◎ 물류센터(CJL운영)  
플러톤, 뉴저지, 시카고,  
버몬트(외부)창고

## S社거점현황

● 본사(2개)  
마샬, 블루밍턴(MN)

◆ 제조공장(17개)  
마샬(MN)4개등 17개Site(피자7개,  
디저트4개,애피타이저4개, 음료1개,  
포장재1개공장)

⬠ R&D 센터(5개)  
마샬(MN), 플로렌스(KY), 살리나(KS),  
휴스턴(TX), 스틸웰(OK)

● DSD Facilities(33개)  
S社및3PL 업체소유,  
1개는 DC 공동사용

■ 회사운영DC(10개)  
포츠타운(PA), 카시지(MI),  
신시내티(OH), 라포르테(TX),  
마샬(MN), 온타리오(CA),  
살리나(KS), 솔트레이크시티(UT),  
스틸웰(OK), 스와니(GA)

## CJ제일제당 + Schwans Company 시너지 효과 1 - 제품 카테고리 확대

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

CJ제일제당은 비비고, 햇반, 고메 등 주요 HMR 브랜드로 140개의 SKU를 보유. HMR 제품이 냉동뿐만 아니라 상온, 냉장 제품 기술에 강점이 있음

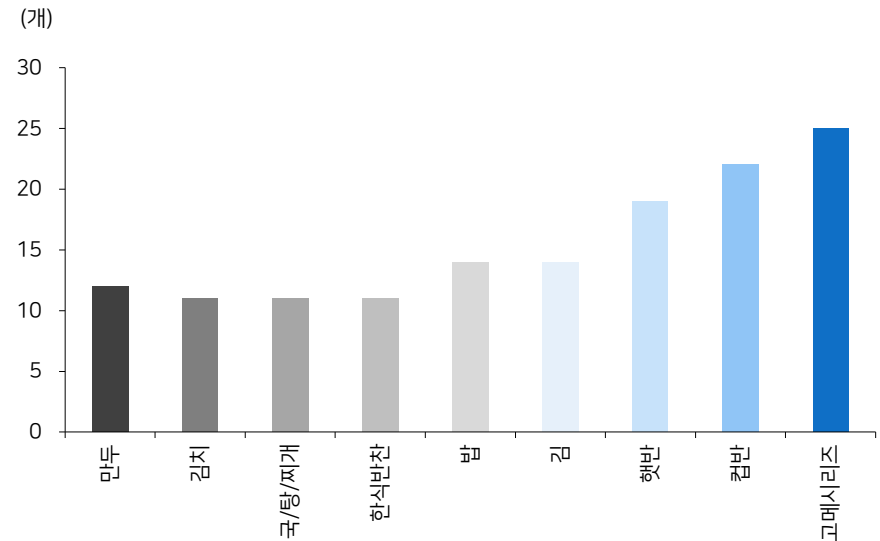
- CJ제일제당은 비비고, 햇반, 고메 등 주요 HMR 브랜드로 140개의 SKU를 보유(만두 12개, 김치 11개, 국/탕/찌개 11개, 한식반찬 11개, 밥 14개, 김 14개, 햇반 19개, 컵반 22개, 고메시리즈 25개 등)
- 미국 내에서도 비비고 만두는 코스트코 220개 매장에 입점, 만두 카테고리 매출액 1위를 달성하며 제품의 우수성 및 성공 가능성을 입증
- HMR 제품이 냉동뿐만 아니라 상온, 냉장 제품 기술에 강점이 있다는 점은 미국 HMR 시장 트렌드(냉동 식품의 정체 및 냉장, 신선, 상온 식품으로 확대)에 부합하는 제품 출시가 가능함을 시사

### CJ제일제당은 비비고, 햇반, 고메 등 주요 HMR 브랜드 보유



자료: CJ제일제당, 메리츠증권증권 리서치센터

### 140개의 SKU를 보유, 만두 12개, 김치 11개, 국/탕/찌개 11개, 컵반 22개 등



자료: CJ제일제당, 메리츠증권증권 리서치센터

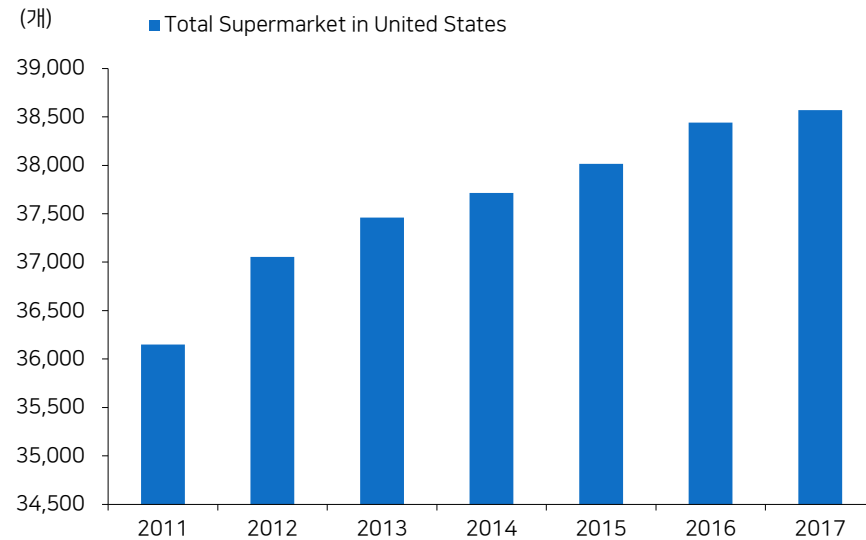
## CJ제일제당 + Schwans Company 시너지 효과 2 - 미국 전역 유통망 확보

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

**CJ제일제당의 월마트 입점  
매장 수는 100개 미만, 월마트  
미국 매장 수 4,672개. 인수  
이후 쉬완스가 확보한 매대에  
CJ제일제당 냉동, HMR  
제품으로 입점 가능할 전망**

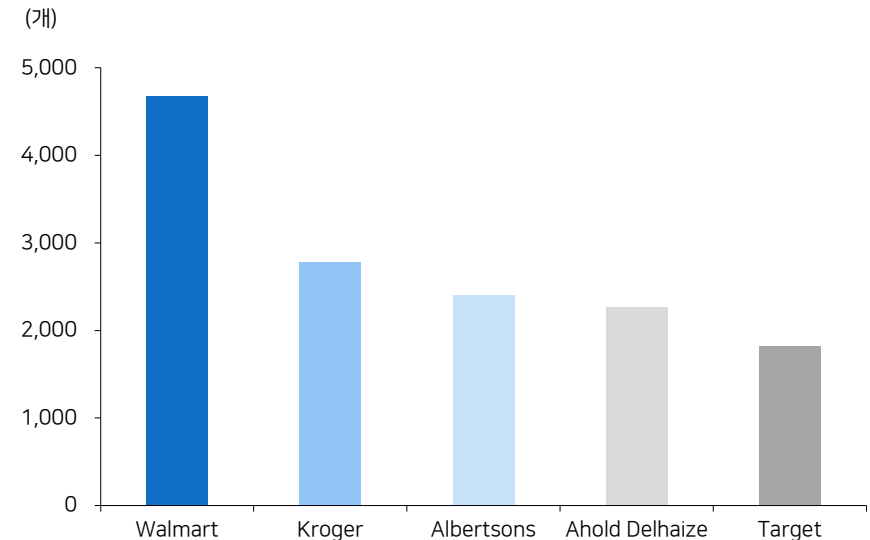
- 쉬완스는 미국 전역의 Walmart, Target, Kroger, Albertsons 등 미국 주요 대형마트, 슈퍼마켓에 입점. 냉동피자 시장 2위, 냉동디저트, 냉동아시안푸드 시장 1위이며 B2C 채널 공급을 위한 650대의 배송차량과 미 전역 공급을 위한 대규모 물류센터 4곳 보유해 전국 유통이 가능한 사업자
- 쉬완스는 전국적으로 공장 20개, 물류센터 4개를 운영. 다양한 유통 채널 확보하고 있다는 점 긍정적(CJ제일제당의 월마트 입점 매장 수는 100개 미만, 월마트 미국 매장 수 4,672개). 인수 이후 쉬완스가 확보한 매대에 CJ제일제당 냉동, HMR 제품으로 입점 가능할 전망

미국의 슈퍼마켓 점포 수 추이



자료: IRI, 메리츠증권증권 리서치센터

Walmart, Kroger 등 주요 대형마트, 슈퍼마켓 브랜드 점포 수



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

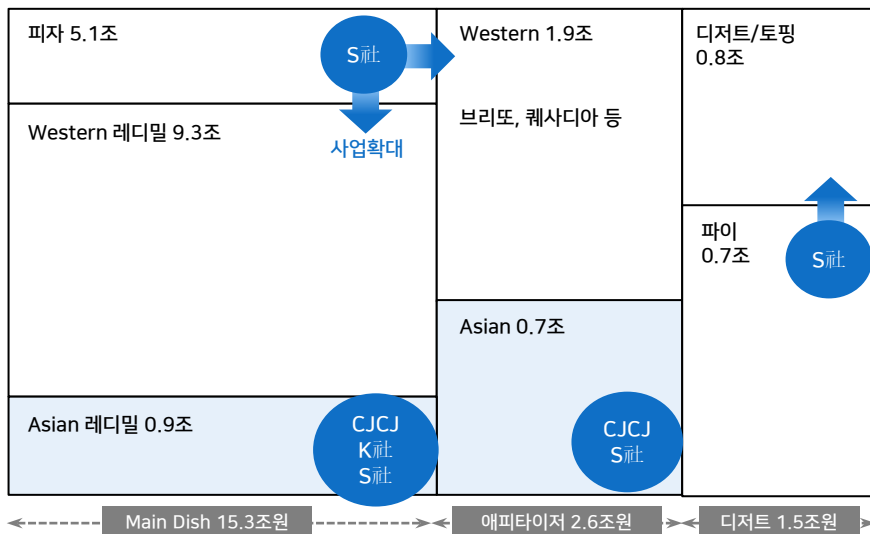
## CJ제일제당 + Schwans Company 시너지 효과 3 - 아시아 냉동식품 성장 수혜

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

밀레니얼 세대, Z세대를  
중심으로 한식/아시안푸드에  
대한 관심 확대 중

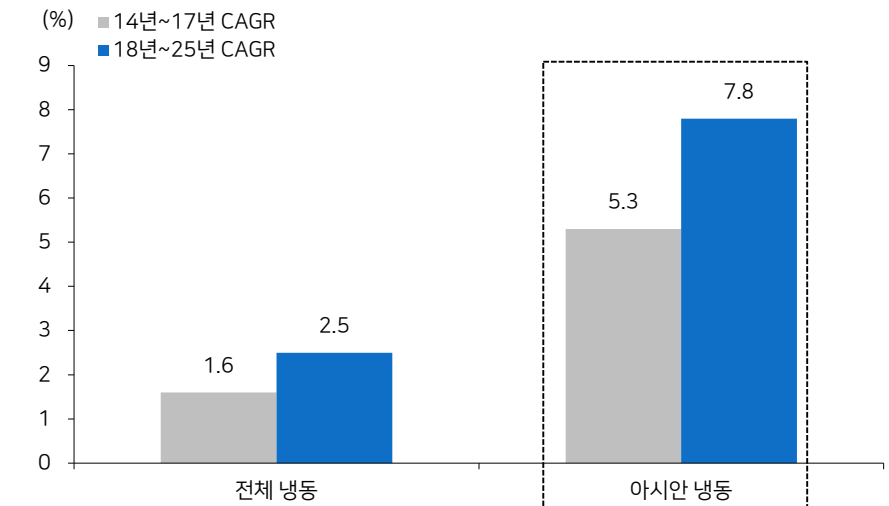
- 미국 냉동시장 전체는 성장세가 미미할 전망이지만, 건강/신선을 중시하는 트렌드와 맞물려 아시아 냉동식품은 고성장 예상. 밀레니얼 세대, Z세대를 중심으로 한식/아시안푸드에 대한 관심 확대 중
- 아시안 냉동시장은 B2C 1.6조원, B2B 3.1조원 규모로 추정, 애피타이저와 레디밀 중심의 고성장 전망
- 냉동식품 카테고리별 규모는 피자 5.1조원, 서양간편식(브리또, 퀘사디아) 1.9조원, 디저트/토핑 0.8조원, 서양식 레디밀 9.3조원, 파이 0.7조원, 아시안 레디밀 0.9조원, 아시안 푸드 0.7조원 등

미국 냉동식품 시장 규모(B2C)



자료: CJ제일제당, Euromonitor, 메리츠증권증권 리서치센터

미국 냉동식품 시장 성장률



자료: CJ제일제당, Euromonitor, 메리츠증권증권 리서치센터

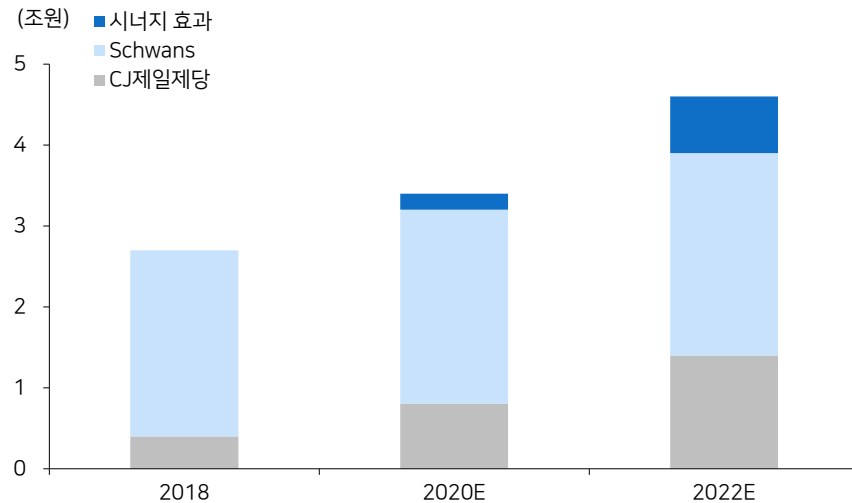
# CJ제일제당 + Schwans Company 시너지 효과 2020년 이후 가시화

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

CJ제일제당은 그로서리 채널 3천개점 입점, 쉬완스는 그로서리 채널 3만개점 입점, 전체 그로서리 채널에 입점할 수 있는 가능성 확보

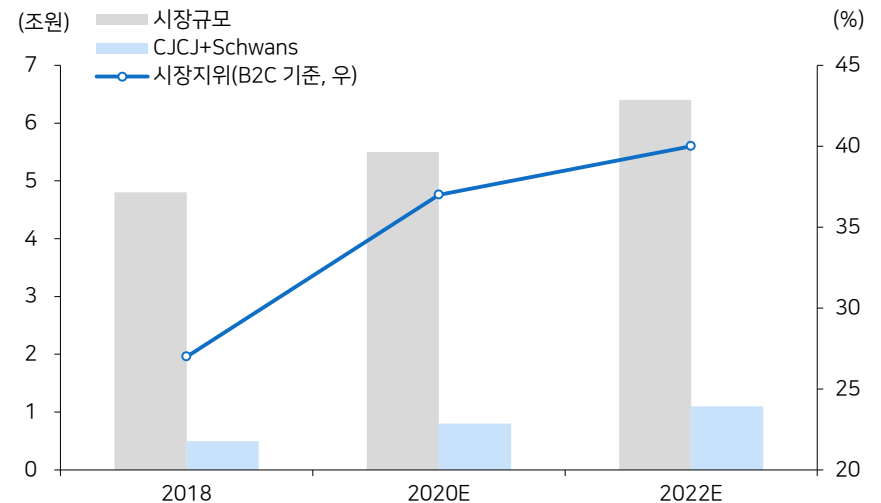
- 클럽/에스닉 중심의 제한된 채널에서 CJ제일제당은 비비고 만두 매출 5년간 연평균 32% 성장, 품질력 기반된 아시안 가공식품의 가능성 입증. 만두에 이어 B2C 라인업 확대할 계획
- 제품/영업력 비교 우위를 활용한 커버리지 확대 예상. CJ제일제당은 그로서리 채널 3천개점 입점, 클럽 채널은 코스트코 중심이지만 쉬완스는 그로서리 채널 3만개점 입점, 클럽은 샘스클럽이 중심. 전체 그로서리 채널에 입점할 수 있는 가능성 확보
- CJ제일제당은 B2B 고객기반이 매우 미약한 반면, 쉬완스는 레스토랑, 학교, 편의점 등을 다수 확보. 기존 채널에 CJ제일제당 제품력을 더해 아시안 푸드 입점을 확대할 계획

CJ제일제당과 쉬완스 M&A 시너지를 고려한 미국 매출 전망



자료: CJ제일제당, Schwans Company, 메리츠증권증권 리서치센터

CJ제일제당과 쉬완스 M&A 시너지를 고려한 미국 M/S 전망



자료: CJ제일제당, Schwans Company, 메리츠증권증권 리서치센터

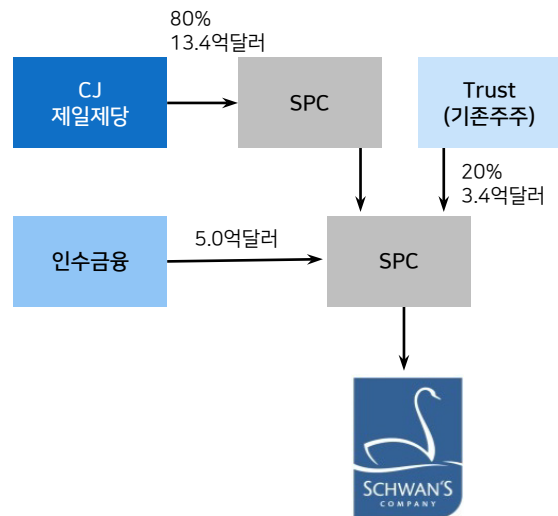
# CJ제일제당 + Schwans Company 인수 관련 세부사항

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

**CJ제일제당 쉬완스 인수 확정.**  
쉬완스 총 기업가치 2.4조원을  
CJ제일제당 80%(1.47조원),  
쉬완스 기존 주주  
20%(0.37조원), 인수금융  
0.55조원 구조로 인수 확정

- CJ제일제당 쉬완스 인수 확정. 쉬완스 총 기업가치 2.4조원을 CJ제일제당 80%(1.47조원), 쉬완스 기존 주주 20%(0.37조원), 인수금융 0.55조원 구조로 인수 확정. 쉬완스는 미국 냉동식품 업체로 실적은 '18년 예상 매출 2.26조원, EBITDA 2,453억원, 자산 1.4조원, 부채비율 33%
- 18년 예상 실적 기준 EV/EBITDA 9.7배, 19년 예상 실적 기준 EV/EBITDA 8.7배 밸류에이션으로 평가. 인수 최종단계에서 홈딜리버리 사업부는 제외. 딜클로징은 1Q19 중, 연결실적 인식은 2Q19 중으로 예상

## CJ제일제당 쉬완스 인수 구조



자료: CJ제일제당, 메리츠증권리서치센터

## 미국 식품업체 밸류에이션 Table

| 기업명              | 시가총액<br>(십억달러) | 2019E |               |     | 주요제품  |
|------------------|----------------|-------|---------------|-----|---|
|                  |                | PER   | EV/<br>EBITDA | PSR |   |
| KELLOGG CO       | 24.1           | 14.7  | 12.6          | 1.7 | 시리얼, 쿠키, 크래커, 시리얼 바, 과일 스낵, 냉동와플 및 채소 식품 등      |
| JM SMUCKER CO    | 11.7           | 12.1  | 10.6          | 1.5 | 땅콩버터, 쇼트닝, 음료, 냉동샌드위치, 디저트 토핑, 시럽, 피클, 양념, 감자요리 |
| LAMB WESTON      | 10.9           | 22.9  | 14.6          | 2.9 | 냉동감자 제품을 생산 및 공급. 튀김, 구이 칩, 슬라이스                |
| FLOWERS FOODS    | 4.0            | 17.5  | 10.4          | 1.0 | 신선 포장 제빵류, 냉동제빵류, 패이스트리, 도넛 및 베이커리 제품           |
| J & J SNACK FOOD | 2.7            | 28.6  | 14.9          | 2.3 | 스낵 식품 및 음료, 냉동탄산음료, 주스바, 추러스, 퍼넬 케이크 및 기타 식품 제품 |
| SANDERSON FARMS  | 2.3            | 32.3  | 9.6           | 0.7 | 신선 및 냉동닭고기 제품의 생산, 가공, 판매 및 유통                  |

자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터



# Nestle 글로벌 식품회사 M/S 1위, 매출 101조원 영업이익 11.3조원 수준

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

**Nestle는 1866년 스위스에 설립된 최대의 글로벌 식품회사. 유가공 사업으로 시작했으나 활발한 M&A를 통한 사업 부문 다각화**

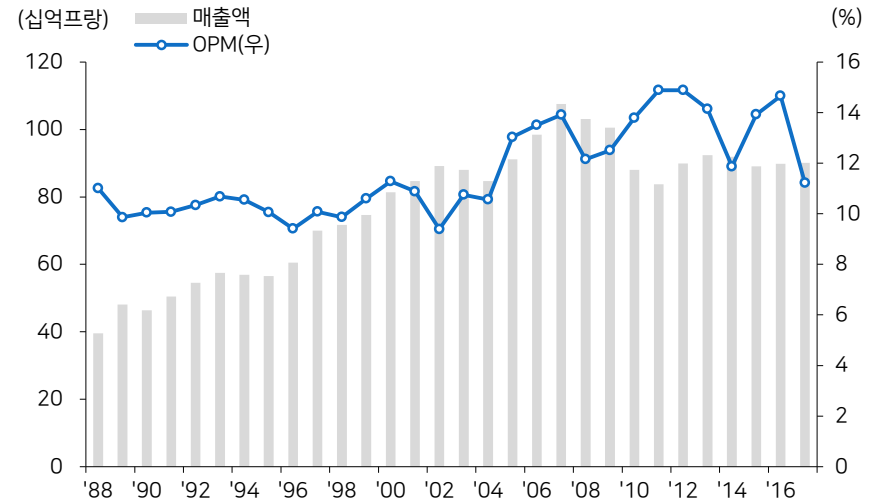
- Nestle는 1866년 스위스에 설립된 최대의 글로벌 식품회사로 전 세계 191개국에서 사업 영위중. 인스턴트 커피/음료, 유제품/아이스크림, 생수, 초콜릿/스낵, 조리기구, 반려동물 사료, 냉동식품을 주력 제품으로 판매
- 2017년 기준 매출액 101조원, 영업이익 11.3조원 기록. 글로벌 커피 시장에서 M/S 19.5%로 1위. 미국 내 점유율은 3~5%에 불과해 미약한 수준 → 최근 미국 스타벅스 판매권 인수 및 '블루보틀' 인수 등으로 공격적인 M&A 추진 → 스페셜티 커피의 수요 확대 트렌드에 적극 대응
- 2011년 이후 중국 식품회사를 인수하는 등 아시아 시장 진출 본격화

## Nestle 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

## Nestle 매출액 및 영업이익률



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

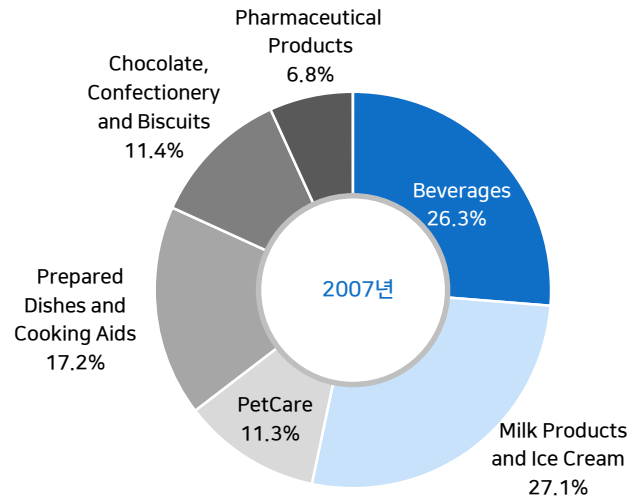
# Nestle의 매출 비중 변화 2007 vs. 2017

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

건강과 영양을 중시하는  
트렌드에 신속한 대응. 유가공  
제품 판매 비중 27.1% →  
14.9%로 하락, 영양 및 건강  
과학 부문 16.9%로 상승

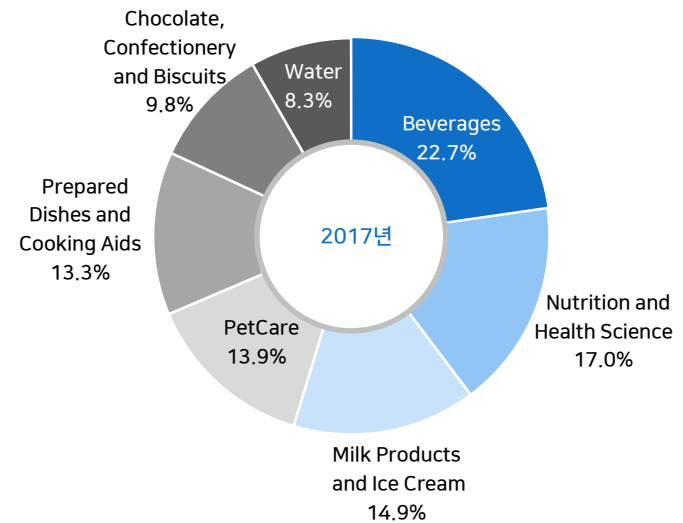
- 2007년 미국 시장 공략을 위한 아이스크림 회사 Henniez, 아기이유식 회사 Gerber 등을 인수
- 전 세계 소득 수준이 향상됨에 따라 소비자들의 웰빙 트렌드 형성 → 전략 품목군을 기존 제과, 아이스크림 중심에서 영양 & 건강 과학 부문으로 R&D 역량 강화
- 2007년 품목별 판매 비중- 제과 및 초콜렛 11.4%, 가공식품 17.2%, 아이스크림 및 기타 유제품 27.1%. 반면 2017년 제과 및 초콜렛 9.8%, 가공식품 13.3%, 아이스크림 및 기타 유제품 14.9%, 영양 및 건강과학 16.9%

2007년 네슬레 매출 비중



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

2017년 네슬레 매출 비중



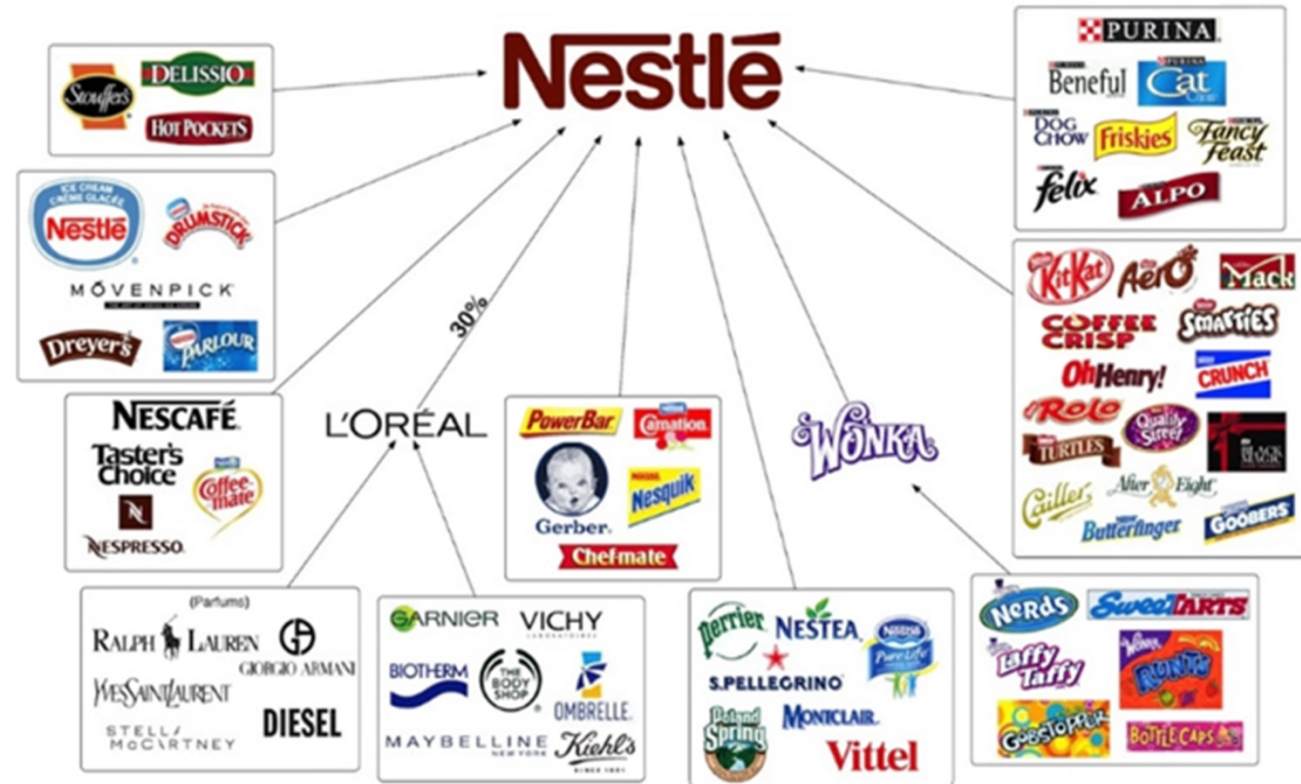
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

# Nestle 브랜드 및 제품 소개

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

Nestle 사업 부문별 매출 비중  
: 음료 22.6%, 영양 및 건강  
16.9%, 유가공 14.9%, 펫푸드  
13.8%, 가공식품 13.3%, 제과  
9.8%, 생수 8.3%

Nestle 브랜드 및 제품 소개 – 분유, 유가공, 제과, 펫푸드, 스킨 케어 등



자료: Nestle, 메리츠증권증권 리서치센터

# Nestle의 M&A 성공전략

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

## M&A를 통한 현지 맞춤형 제조/유통 시스템이 성공적

- M&A를 통한 현지 맞춤형 제조/유통 시스템이 성공적. 인수한 사업의 제품을 최대한 현지에서 제조해 현지에서 판매한다는 원칙으로 원재료 가격 상승에 대해 비용 절감으로 대응하는 전략을 구사
- M&A를 통한 사업 확장 경로: 연유, 초콜릿 → 인스턴트 커피, 네스퀵(Nesquik), 매기(Maggi) 등의 간편식 → 냉동식품 → 제약, 화장품 → 생수 및 동물 사료
- 최근 스타트업 인수 활발, 틈새 브랜드까지 보유. 18.6월 건강식 배달 업체 '후레쉬리', 비건 식품 업체 '스윗 어스 푸드', 18.9월 미국 고급 커피 브랜드 '블루 보틀' 인수, 2018년 스타벅스 제품 라이선스 계약까지 체결하며 스페셜티 시장까지 진출

## Nestle 사업 확장 경로



자료: Nestle, 메리츠증권증권 리서치센터

## Nestle PER 추이



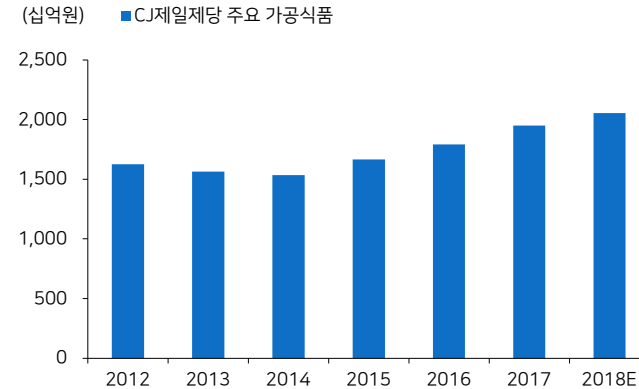
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

# 한국 가공식품 M/S 점검 - 주요제품 합산, 즉석섭취조리 식품(HMR)

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

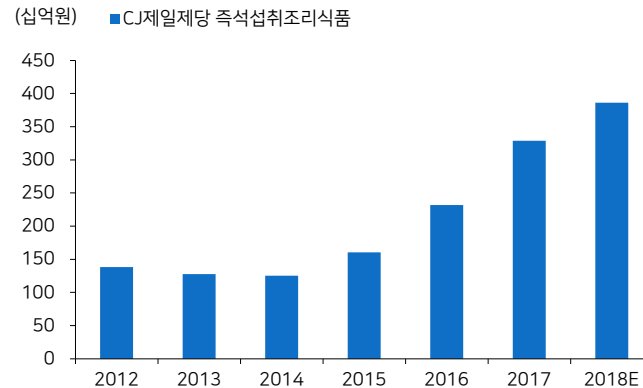
주요 가공식품 합산 점유율,  
즉석섭취조리식품 점유율  
확대 추세 지속

CJ제일제당 주요 가공식품 합산 매출액 추이



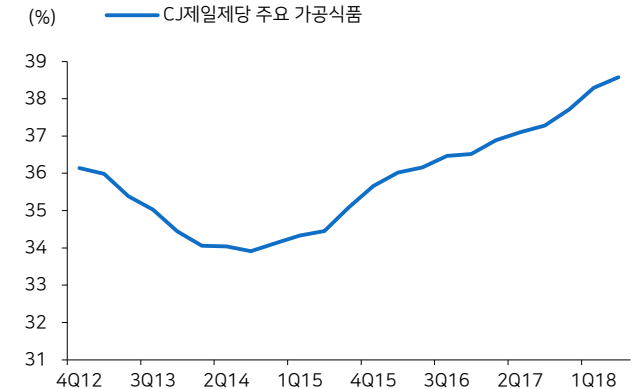
자료: 농수산물유통공사, 메리츠증권리서치센터

CJ제일제당 즉석섭취조리식품 매출액 추이



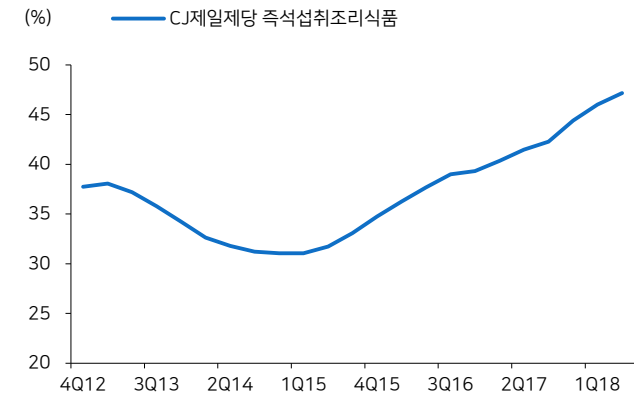
자료: 농수산물유통공사, 메리츠증권리서치센터

CJ제일제당 주요 가공식품 합산 M/S 추이



자료: 농수산물유통공사, 메리츠증권리서치센터

CJ제일제당 즉석섭취조리식품 M/S 추이



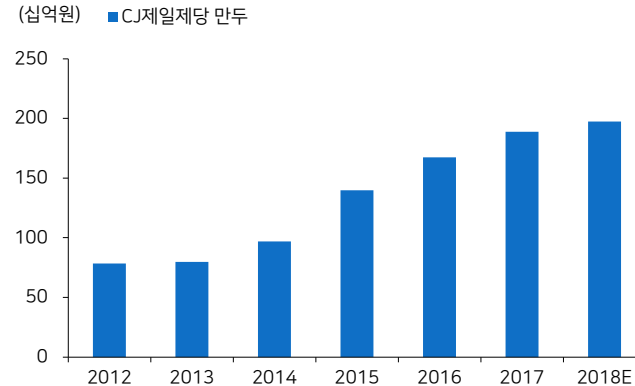
자료: 농수산물유통공사, 메리츠증권리서치센터

# 한국 가공식품 M/S 점검 - 만두, 김치

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

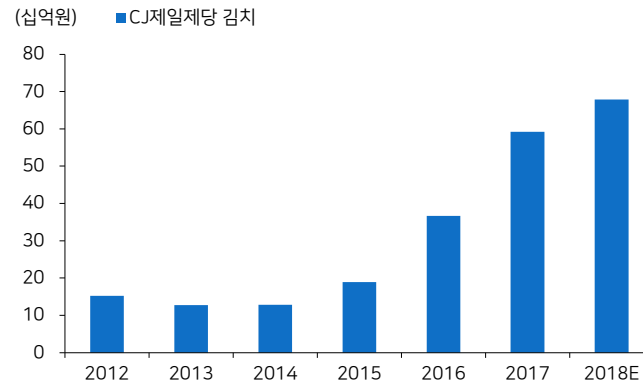
만두 점유율, 김치 점유율  
확대 추세 지속

CJ제일제당 만두 매출액 추이



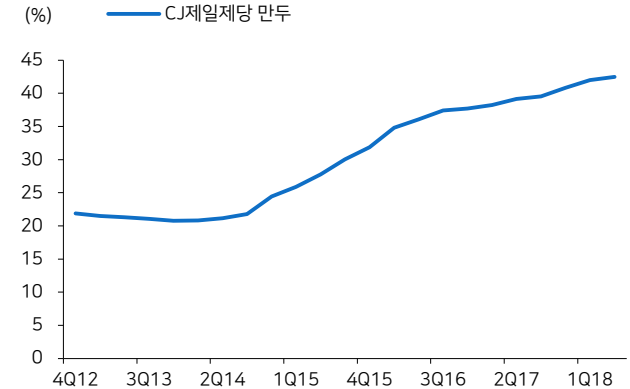
자료: 농수산식품유통공사, 메리츠증권 리서치센터

CJ제일제당 김치 매출액 추이



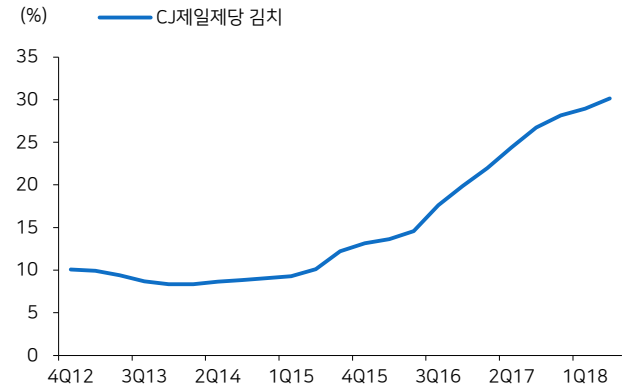
자료: 농수산식품유통공사, 메리츠증권 리서치센터

CJ제일제당 만두 M/S 추이



자료: 농수산식품유통공사, 메리츠증권 리서치센터

CJ제일제당 김치 M/S 추이



자료: 농수산식품유통공사, 메리츠증권 리서치센터

# 라이신 - 단기적으로 가격 약세 흐름 보이지만 바닥 시그널 발생 중

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_BIG3

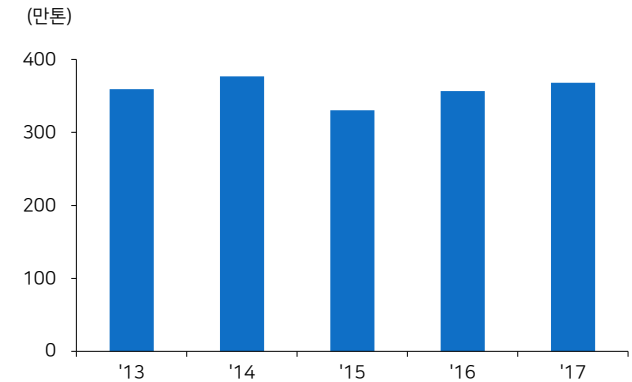
중국 가격 단기간 약세 유지  
공장 재고 압력이 다소 완화,  
수출 소폭 증가 등 바닥 시그널  
발생

라이신 생산업체 수(개) 23→21→13→12→12



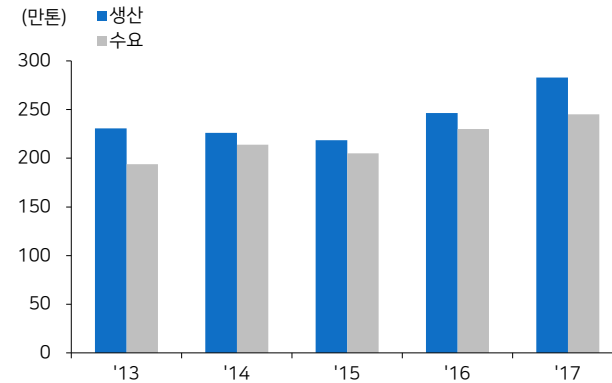
자료: 중국사료협회, 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 라이신 Capa(만톤) 16년 357→17년 368



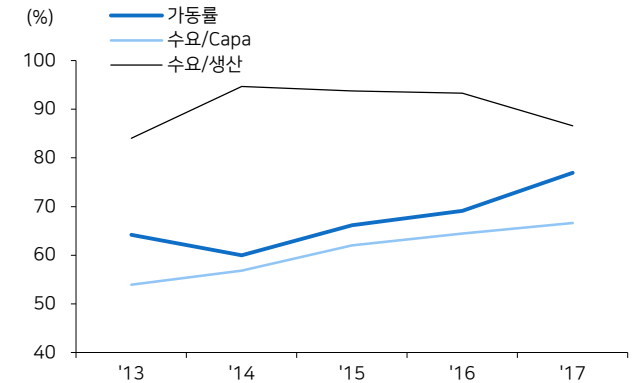
자료: 중국사료협회, 메리츠증권증권 리서치센터

17년 글로벌 라이신 생산 +14.8%, 수요 +6.5%



자료: 중국사료협회, 메리츠증권증권 리서치센터

라이신 가동률, 수요/Capa 비율, 수요/생산 비율



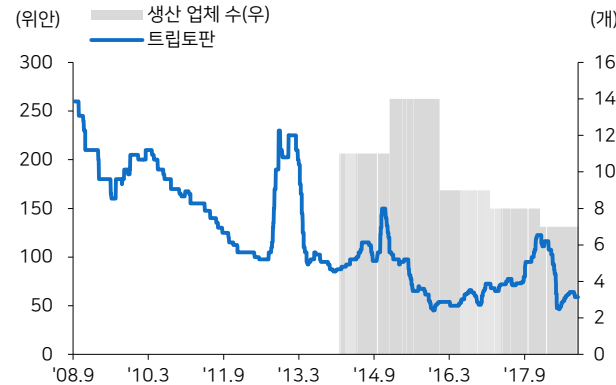
자료: 중국사료협회, 메리츠증권증권 리서치센터

# 트립토판 - 생산 감축으로 인한 제한된 재고로 단기간 가격 점진적 상승 예상

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료 BIG3

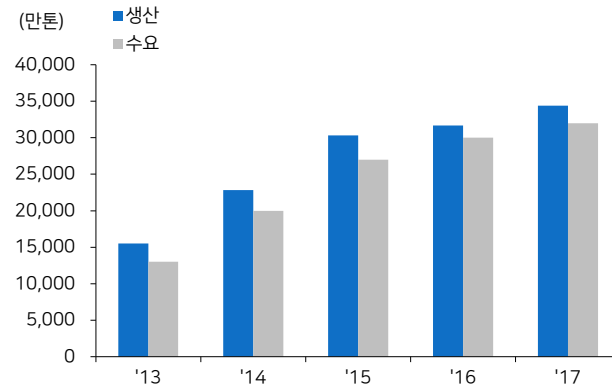
생산 감축으로 인한 제한된 재고로 단기간 가격 점진적 상승 예상

트립토판 생산업체 수(개) 11→14→9→8→7



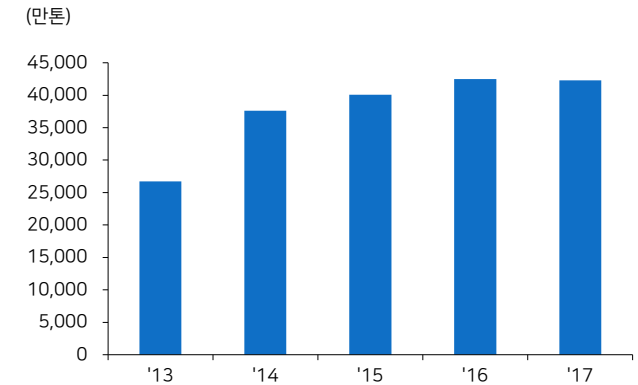
자료: 중국사료협회, 메리츠증권리서치센터

17년 글로벌 트립토판 생산 +8.6%, 수요 +6.7%



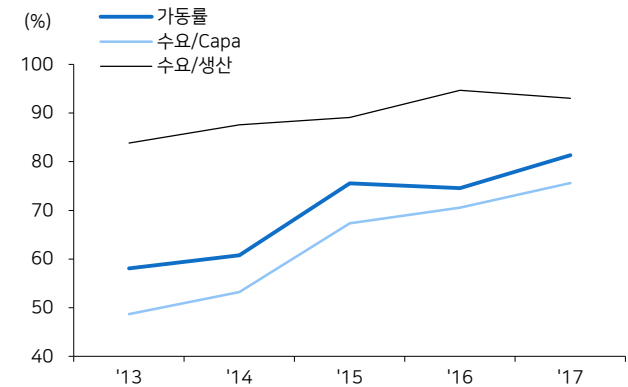
자료: 중국사료협회, 메리츠증권리서치센터

글로벌 트립토판 Capa(만톤) 16년 4.25→4.23



자료: 중국사료협회, 메리츠증권리서치센터

트립토판 가동률, 수요/Capa 비율, 수요/생산 비율



자료: 중국사료협회, 메리츠증권리서치센터



# Part III

## [오리온]

회복세 판단의 임계치를 넘다

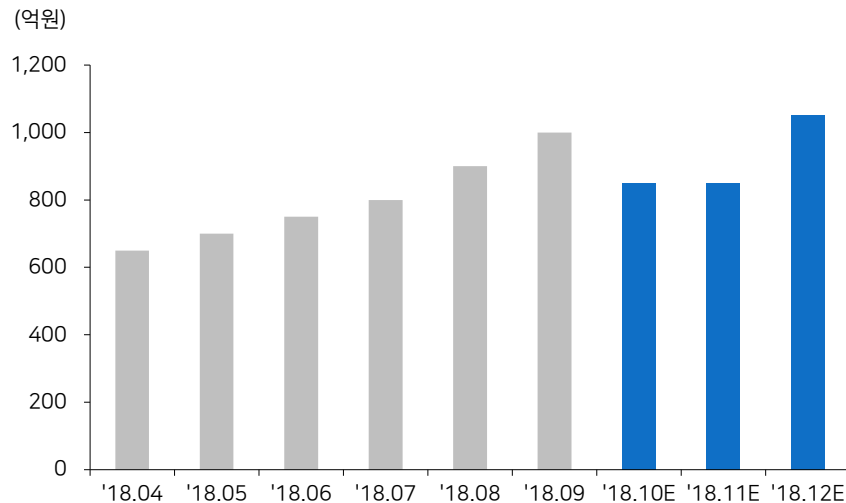
## [오리온] 회복세 판단의 임계치를 넘다. 중국 매출액/수익성 점검

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

월 단위로 개선되고 있는 중국  
매출액 회복에 주목할  
시점으로 판단

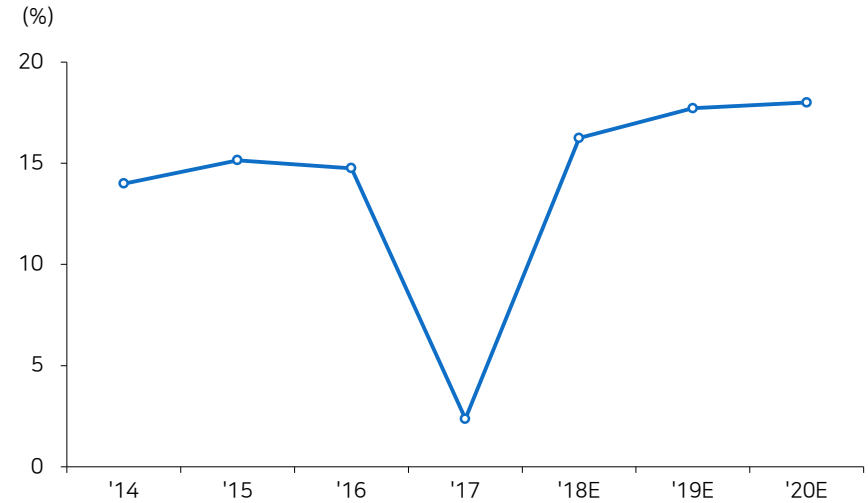
- 월 단위로 개선되고 있는 중국 매출액 회복에 주목할 시점으로 판단. 중국 제과 매출액은 3Q18 2,552억원 기록하며 2Q18 제시한 가이드스를 상회. 월별로 100~150억원 기존 기대치를 상회하는 매출 규모 달성
- 유통구조 개선, 광고비/판촉비 절감 노력, 물류비 축소로 17년 사드사태에 따른 수익성 악화 이후 지속적으로 15%를 상회하는 영업이익률을 달성 예상

오리온 중국 제과 매출액 추이 및 전망



자료: 오리온, 메리츠증권리서치센터

오리온 중국 제과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 오리온, 메리츠증권리서치센터

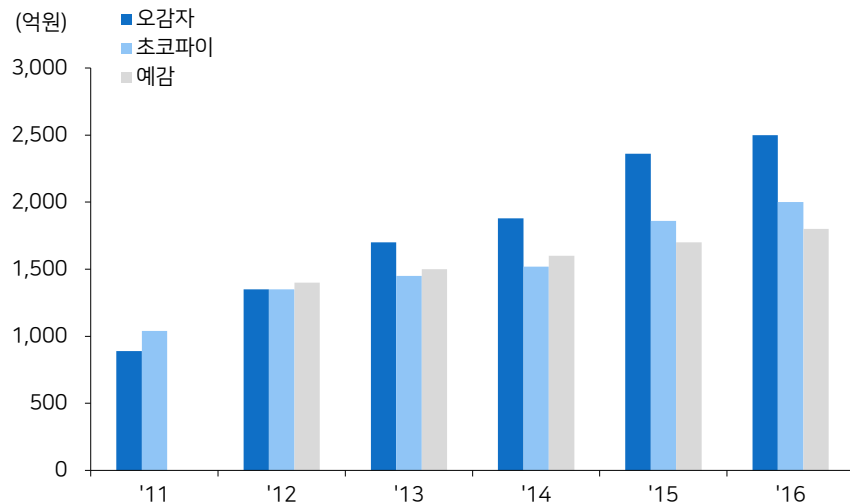
## [오리온] 회복세 판단의 임계치를 넘다. 신제품 효과 점검

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

꼬북칩 국내 매출액 18년 550~600억원 달성 예상. 중국 3Q18 입점 확대, 광고 효과 본격화 예상되며 꼬북칩 중국 시장에 성공적으로 안착할 경우 19년 1,000억원 달성 기대

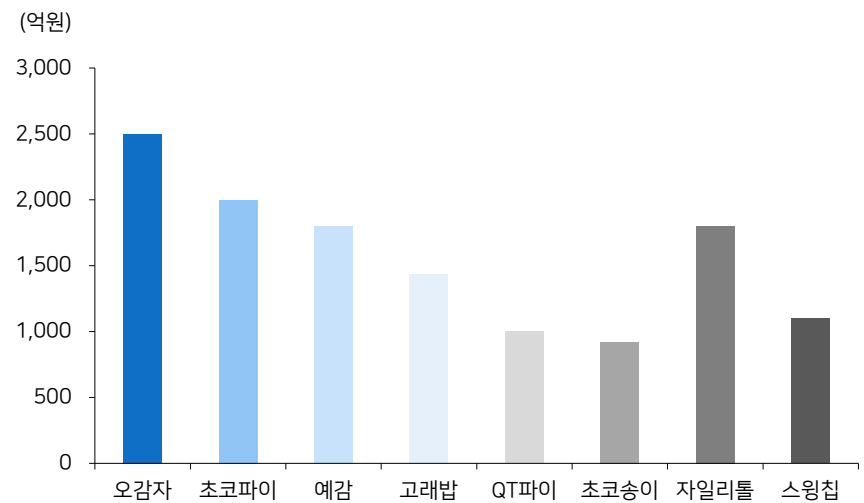
- 중국 2Q18 이후 꼬북칩, 혼다칩, 체리QT파이, 딸기초코파이, 액상감자칩, 생크림파이 등 중국 시장 공격적인 신제품 출시로 대응 중
- 과거 중국 히트제품의 경우 오감자 매출액 2,500억원, 초코파이 2,000억원, 예감 1,800억원, 고래밥 1,440억원, QT파이 1,000억원, 초코송이 920억원, 스윙칩 1,100억원 달성
- 꼬북칩 국내 매출액 18년 550~600억원 달성 예상. 중국 3Q18 입점 확대, 광고 효과 본격화 예상되며 꼬북칩 중국 시장에 성공적으로 안착할 경우 19년 1,000억원 달성 기대

주요 브랜드 오감자, 초코파이, 예감 중국 매출액 추이



자료: 오리온, 메리츠증권리서치센터

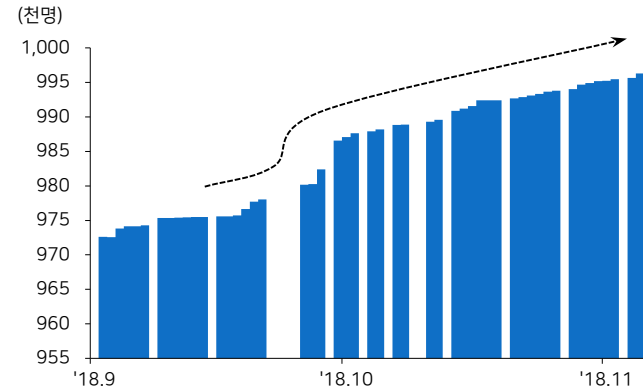
주요 브랜드 피크 시점 매출액 1,000~2,500억원 수준



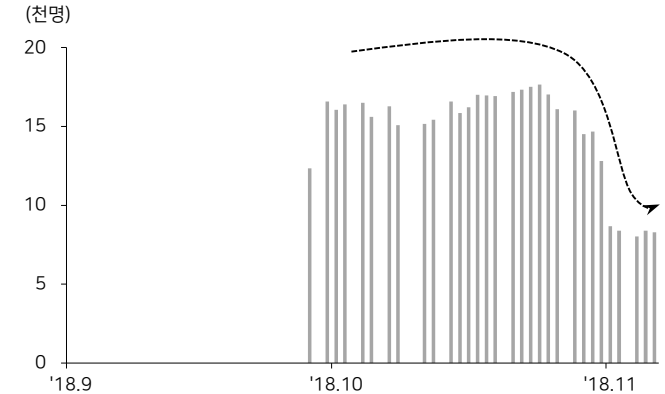
자료: 오리온, 메리츠증권리서치센터

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

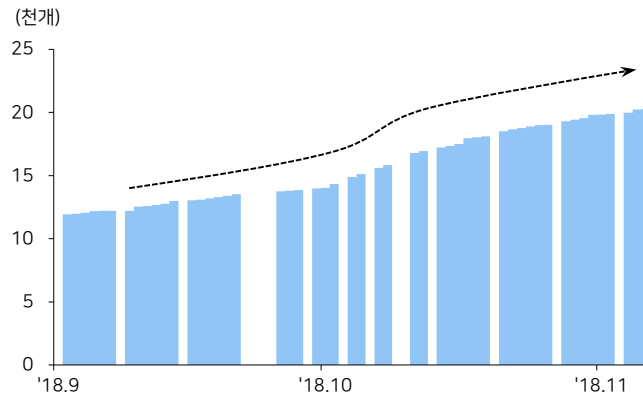
오리온 중국 웨이보 팔로워 수 추이



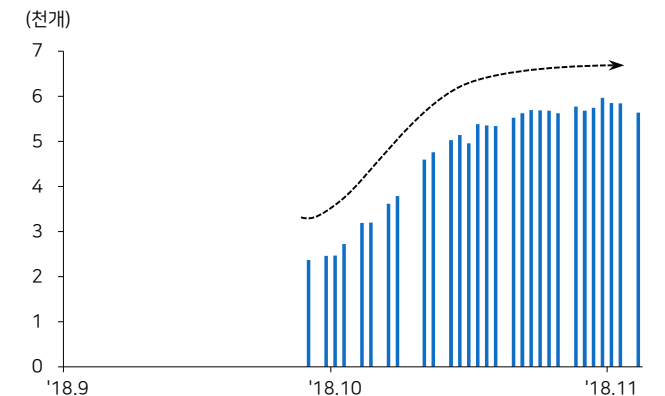
## 오리온 중국 웨이보 팔로워 수 증감



## 중국 온라인몰 교북칩 구매 평가 후기 추이



## 중국 온라인몰 교북칩 구매 평가 후기 증감



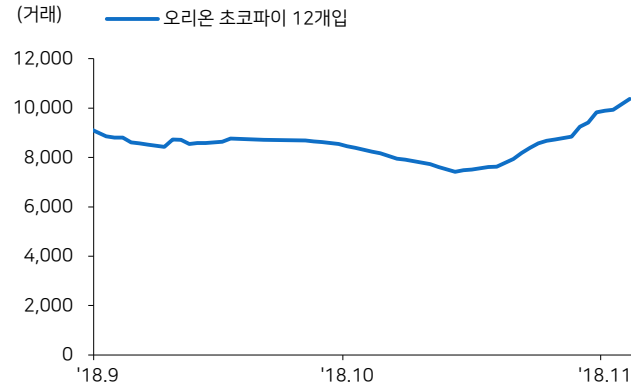
Meritz Research 52

# [오리온] 회복세 판단의 임계치를 넘다. 온라인 데이터 점검

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

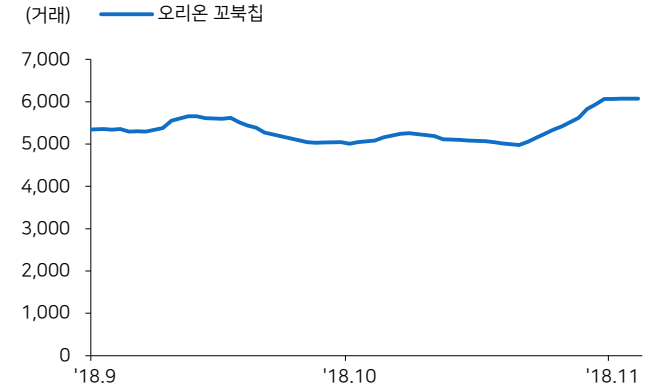
## 오리온 중국 온라인 데이터(월간 거래) 증가세 지속

### 중국 온라인몰 초코파이 월간 거래 추이



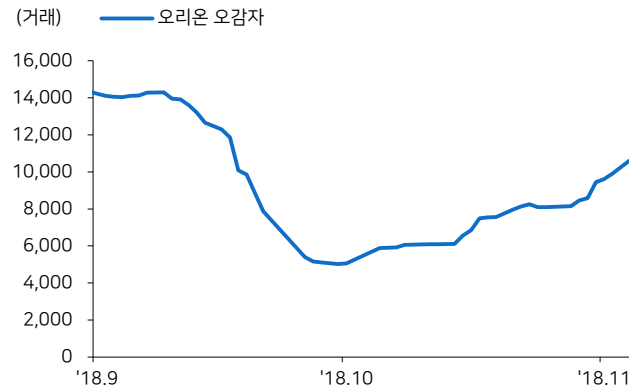
자료: Tmall, 메리츠증권증권 리서치센터

### 중국 온라인몰 꼬북칩 월간 거래 추이



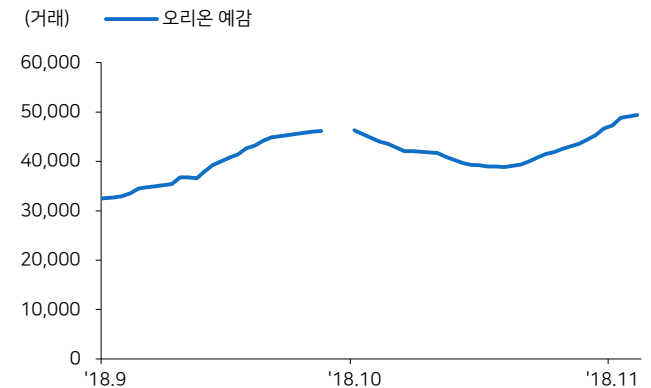
자료: Tmall, 메리츠증권증권 리서치센터

### 중국 온라인몰 오감자 월간 거래 추이



자료: Tmall, 메리츠증권증권 리서치센터

### 중국 온라인몰 예감 월간 거래 추이



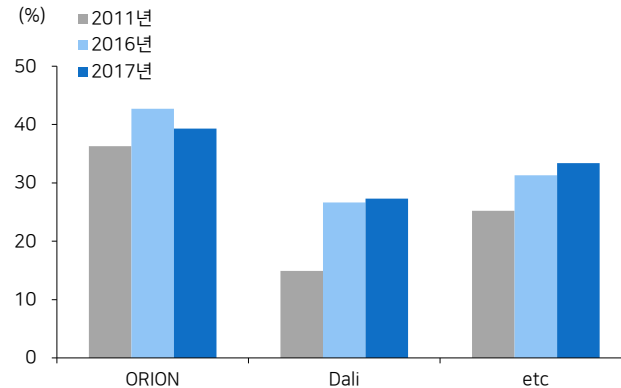
자료: Tmall, 메리츠증권증권 리서치센터

## [오리온] 회복세 판단의 임계치를 넘다. 점유율 점검

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

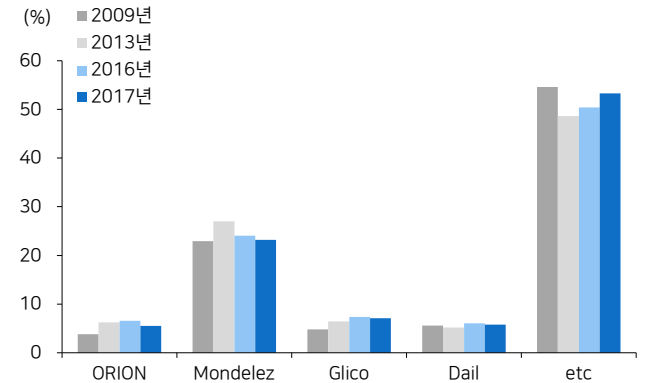
오리온 17년 점유율 파이류:  
39.3%, 껌류 4.1%, 스낵류:  
21.9%, 비스킷류 5.5%

중국 업체별 파이류 점유율 추이



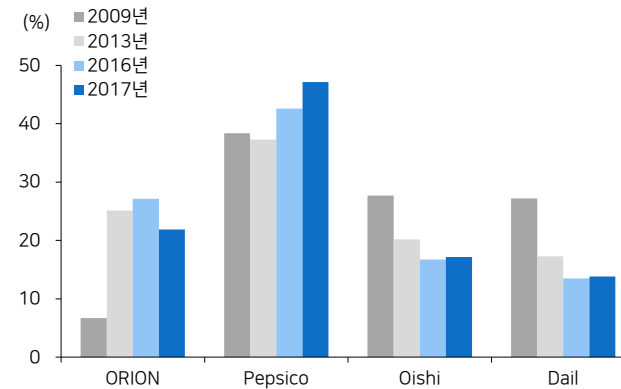
자료: 오리온, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 업체별 비스킷류 점유율 추이



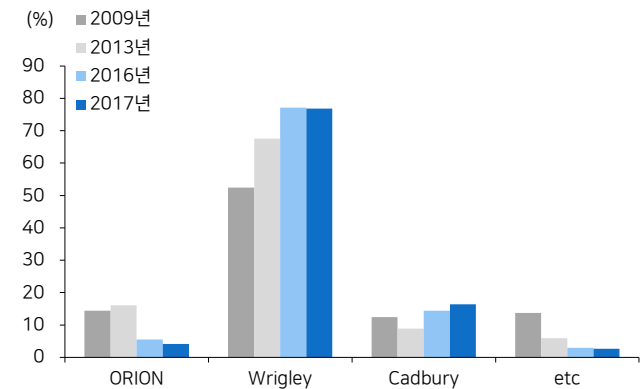
자료: 오리온, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 업체별 스낵류 점유율 추이



자료: 오리온, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 업체별 껌류 점유율 추이

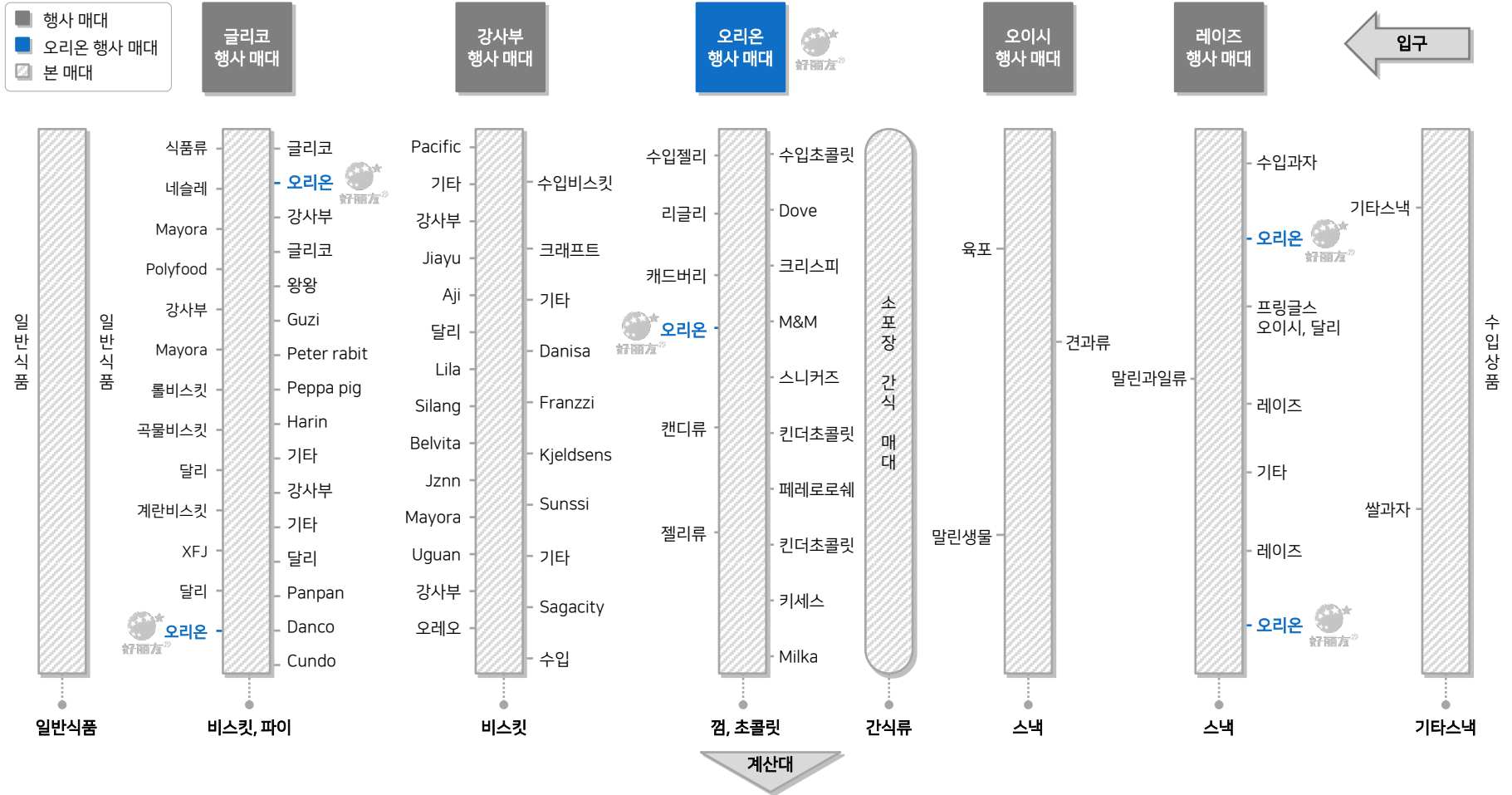


자료: 오리온, 메리츠증권증권 리서치센터

# 매대 점검 - 오리온 행사 매대 회복, 스낵/파이 매대 점유율 양호

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

북경 까르푸 제과 매장 평면도 - 교북칩/혼다칩을 중심으로 행사 매대 회복. 스낵/파이 매대 점유율은 양호, 비스킷/껌 매대 점유율은 회복 필요



## 매대 점검 - 오리온 주요 카테고리 합산 매대 점유율 12.5%

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

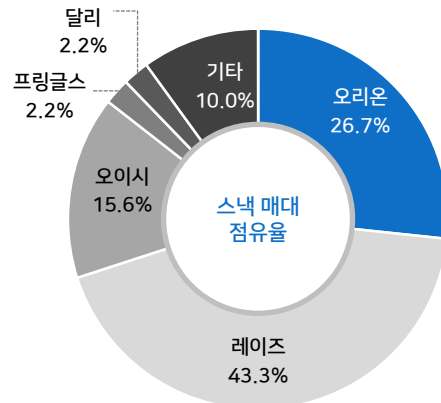
스낵, 파이 양호한 매대 점유율

비스킷과 껌은 신제품을 통한  
매대 회복 필요

카테고리 합산 주요 매대  
점유율 12.5%

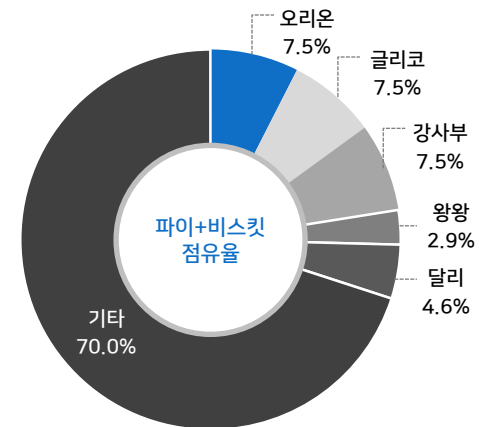
- 스낵 매대 점유율 오리온 26.7%로 2위, 레이즈 43.3% 1위, 오이시 15.6% 3위, 프링글스 2.2%
- 파이+비스킷 매대 점유율 7.5%로 1위, 글리코, 강사부 각각 7.5%, 달리 4.6%, 왕왕 2.9%
- 오리온 스낵은 꼬북칩, 혼다칩, 오감자, 스윙칩, 예감 중심으로 판매. 특히 꼬북칩의 경우 단일 제품으로 가장 많은 매대(행사 매대 1칸, 본 매대 1칸) 확보. 레이즈는 다양한 플레이버로 매대 점유율 높음. 감자칩 강세
- 파이는 독보적인 지위 확인. 비슷한 제품은 달리의 초코파이가 있지만 제품 외관부터 퀄리티 격차가 큰 상황. 비스킷은 로컬/글로벌 브랜드가 매우 다양해 점유율이 낮음

오리온 스낵 매대 점유율 26.7%로 2위



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

오리온 파이+비스킷 매대 점유율 7.5%로 1위



자료: 메리츠증권증권 리서치센터



## 매대 점검 - 오리온 주요 카테고리 합산 매대 점유율 12.5%

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

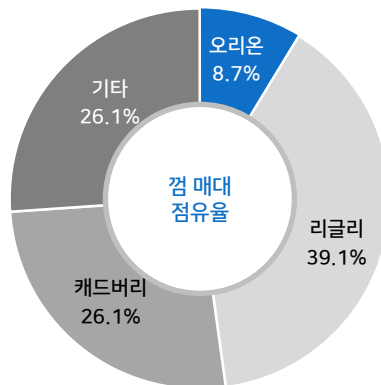
스낵, 파이 양호한 매대 점유율

비스킷과 껌은 신제품을 통한  
매대 회복 필요

카테고리 합산 주요 매대  
점유율 12.5%

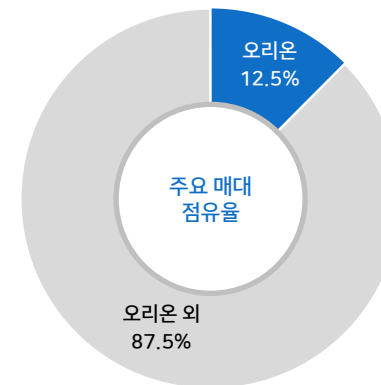
- 껌 매대 점유율은 8.7%로 3위. 리글리 39.1%로 1위, 캐드버리 26.1%로 2위
- 껌은 리글리의 매대 점유율이 압도적. 더블민트와 과일플레이버 껌이 강세. 캐드버리는 2~3가지의 맛이 혼합된 껌 인기. 상대적으로 오리온의 제품이 단조로워 보였음. 오리온 껌의 플레이버/브랜드 확장이 필요한 상황
- 스낵, 파이+비스킷, 껌을 합산해 오리온이 진출한 전체 카테고리의 매대 점유율은 12.5%

오리온 껌 매대 점유율 8.7%로 3위



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

오리온 카테고리 합산 주요 매대 점유율 12.5%



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 매대 점검 - 꼬북칩 입점 활발히 진행, 꼬북칩 스낵 매대 점유율 10%

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

꼬북칩은 본매대, 행사 매대  
입점 활발히 진행  
꼬북칩, 혼다칩, 큐티파이 등  
신제품 출시로 행사 매대 회복

- 오리온 스낵은 꼬북칩, 혼다칩, 오감자, 스윙칩, 예감 등이 주력 제품
- 17년 사드 피해로 철수했던 행사 매대를 확보한점 긍정적. 행사 매대에서는 꼬북칩, 혼다칩, 큐티파이, 묽음 스낵 3종 등이 판매. 행사 매대 규모는 경쟁사와 동일한 수준
- 꼬북칩은 행사 매대와 본 매대를 포함해서 스낵 전체에서 10%의 점유율을 가져감. 단일 제품으로는 가장 높은 매대 점유율 확보

북경 까르푸 오리온 스낵 매대



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

북경 까르푸 오리온 행사 매대



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 매대 점검 - 꼬북칩 본 매대/행사 매대 입점. 파이/스낵 매대 점유율 강세

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

북경 까르푸 대비 매장규모가  
다소 작은 중대형 규모

꼬북칩은 본 매대, 행사 매대  
입점 활발히 진행

주요 카테고리 제품 매대  
점유율 평균적으로 25% 수준

- 제과 매장의 경우 전체 매대 수가 까르푸의 절반 수준. 매대 수는 적지만 오리온 제품의 매대 점유율은 북경 까르푸보다 우수했음. 입점 브랜드도 제한적
- 행사 매대의 경우 다수 브랜드를 함께 운영. 오리온은 꼬북칩과 혼다칩을 중심으로 행사 매대 진열
- 17년 사드 피해로 철수했던 행사 매대를 확보한점 긍정적
- 꼬북칩은 행사 매대와 본 매대를 포함해서 스낵 전체에서 10%의 점유율을 가져감. 단일 제품으로는 가장 높은 매대 점유율 확보

북경 오상 스낵 행사 매대 꼬북칩, 혼다칩 입점상해



자료: 메리츠증권증권 리서치센터



까르푸 오리온 꼬북칩 행사 매대, 본 매대



자료: 메리츠증권증권 리서치센터





## 매대 점검 - 대형마트 대비 소형 점포 매대 점유율 상대적으로 높음

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

중국 슈퍼마켓/편의점은  
대형마트 대비 브랜드 제한적

전반적으로 대형마트 대비  
소형 점포의 오리온 매대  
점유율 상대적으로 높음

- 영휘생활의 내부 제과 매대는 일반 편의점보다는 크지만 마트와 비교했을때 1/10 수준. 스낵류 비중이 높고 비스킷, 파이 순서로 매대에 입점
- 매대 규모가 작기 때문에 입점한 브랜드 역시 제한적. 오리온, 레이즈, 오이시 등 메인 스낵 외에 다양한 브랜드를 찾기 어려움. 판매 효율이 높은 상품들 위주로 진열되어 있음
- 오리온의 경우 주요 카테고리별 주요 제품은 대형마트와 유사하게 입점되어 있기 때문에 대형마트 대비 상대적으로 매대 점유율이 높음

영휘마트 파이, 비스킷, 스낵 매대



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

영휘마트 전체 제과 매대



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# Part IV

## [KT&G]

19년 실적 성장 전환의 시작점

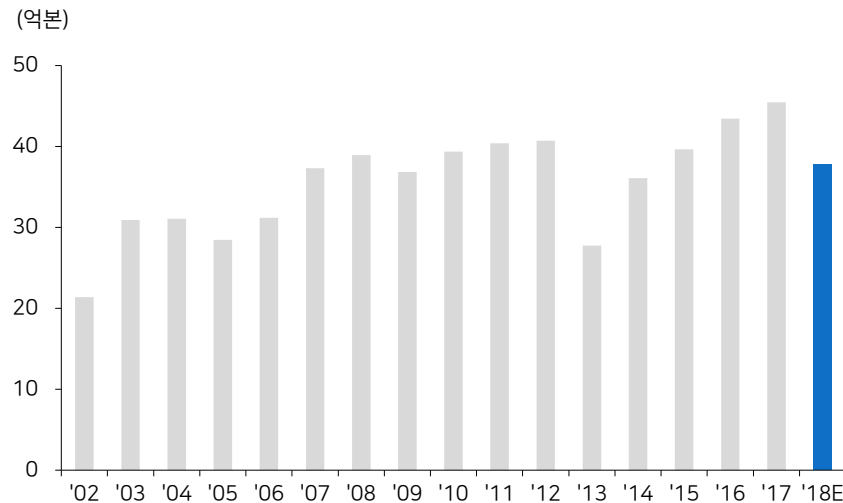
## [KT&G] 19년 실적 성장 전환의 시작점. 수출담배 점검

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

**11월(1~10일 누계 기준)  
해외담배 수출은 2분기 수준을  
회복한 점 긍정적**

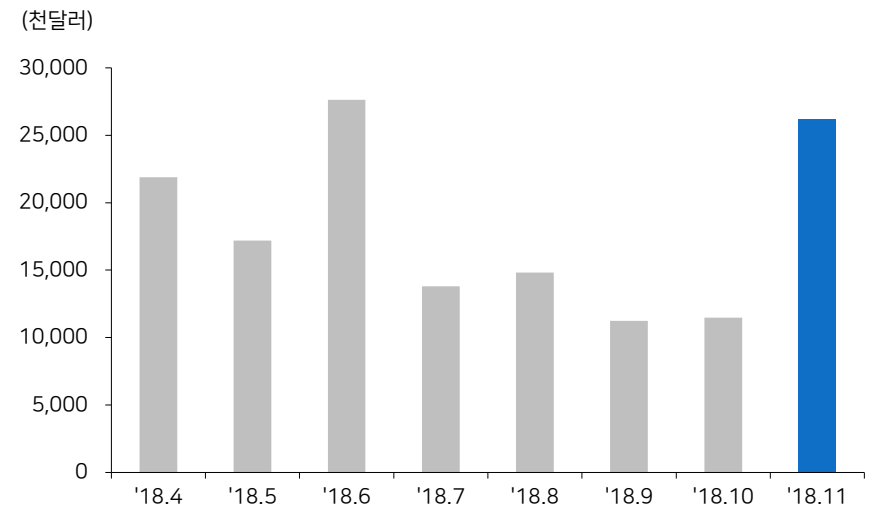
- 11월(1~10일 누계 기준) 해외담배 수출은 2분기 수준을 회복한 점 긍정적
- 해외담배 18년 알로코자이와의 5년 주기 재계약은 2분기 완료됐지만, UAE 담배소비세 인상, 이란 환율 상승 등 외부 영향은 3분기까지 지속, 4분기는 기저효과 발생 예상
- 2분기는 FOC(무상거래)로 대응하면서 ASP 하락했고 3분기는 실제 계약 이행과정에서 물량 공급 지연. 담배 재고 보유기간(6개월~1년) 감안 시 4Q18, 1Q19 재고보충 진행될 전망
- 신시장 수출국 현재 40개에서 연말 목표 70~80개까지 확대할 계획

연도별 담배 수출 수량 추이, 13년 알로코자이 재계약 이슈로 감소 후 회복



자료: KT&G, 메리츠증권증권 리서치센터

매월 1~10일 누계 담배 수출액 추이, 11월 기준 2분기 평년 수준을 회복



자료: 한국무역통계진흥원, 메리츠증권증권 리서치센터

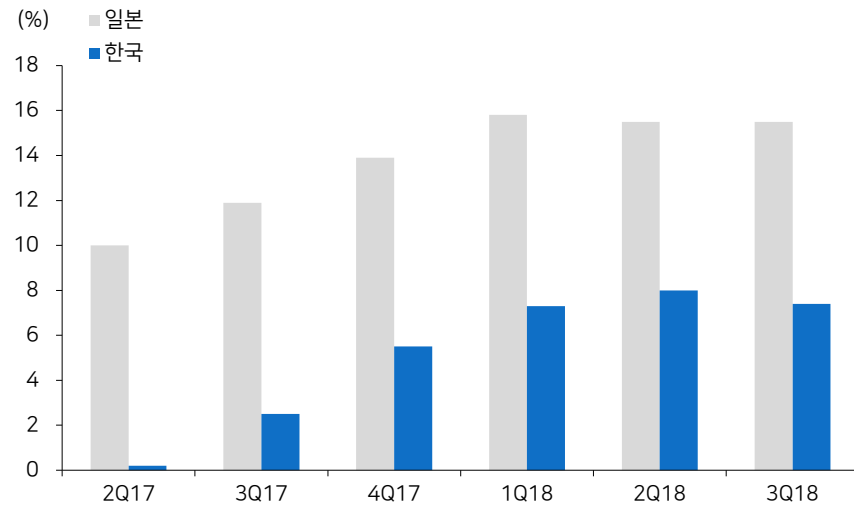
## [KT&G] 19년 실적 성장 전환의 시작점. 전자담배 점검

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

PMI 한국/일본의 전자담배  
침투율 성장속도는 빠르게  
둔화. 일본은 15~16%에서  
한국은 7~8%에서 정체 국면

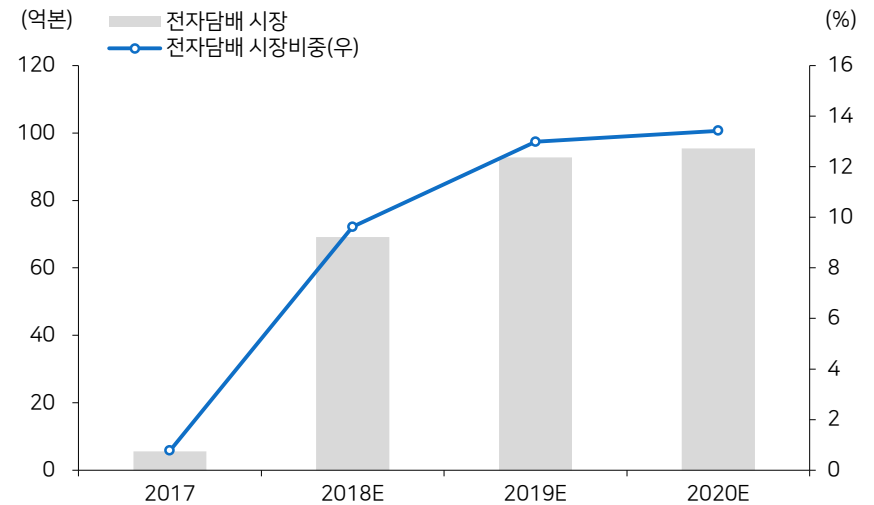
- PMI 한국/일본의 전자담배 침투율 성장속도는 빠르게 둔화. 일본은 15~16%에서 한국은 7~8%에서 정체 국면
- 한국의 경우 일반담배와 전자담배의 혼용률이 높다는 특징이 있고, 3Q18 부터 기계 교체 시기가 도래하면서 시장 성장 속도가 빠르게 둔화
- 전자담배가 전체담배 시장의 20~30% 비중으로 성장한다는 기존 전망의 변화가 확산되는 시점

한국 일본의 PMI 전자담배 시장 침투율 추이



자료: PMI, 메리츠증권증권 리서치센터

전자담배 시장 규모와 전체 담배시장 내 비중 추이 및 전망



자료: KT&G, 메리츠증권증권 리서치센터

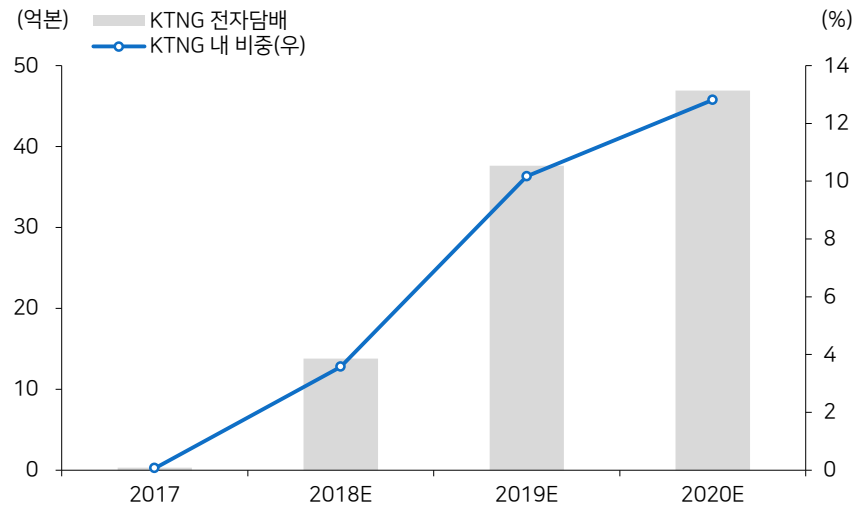
## [KT&G] 19년 실적 성장 전환의 시작점. 전자담배 점검

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

국내 시장의 점유율 확대를  
통해 추가 성장이 예상되는  
19년은 전자담배 마진이  
일반담배 마진을 추월하는  
흐름 예상

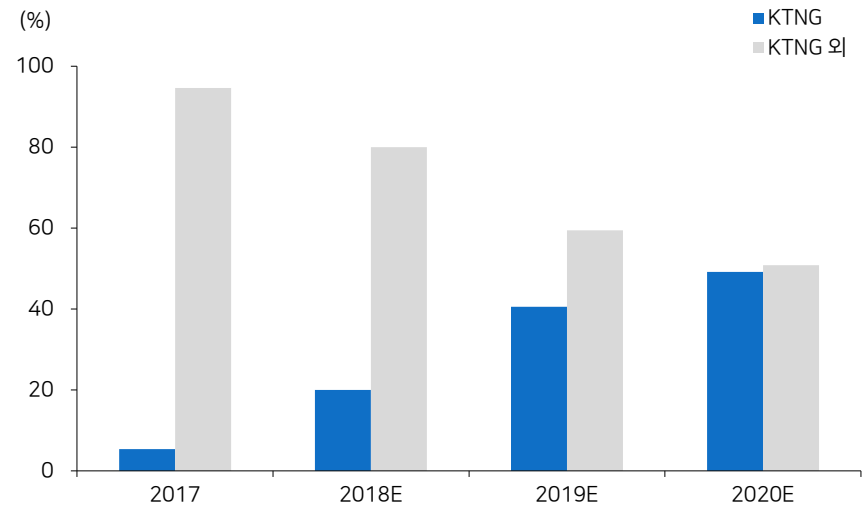
- KT&G의 전자담배 판매 증가 속도는 둔화되지만 상반기 BEP 달성, 하반기 일반담배 마진 도달 등 수익성 개선은 예상보다 가속화
- 국내 시장의 점유율 확대를 통해 추가 성장이 예상되는 19년은 전자담배 마진이 일반담배 마진을 추월하는 흐름 예상

KT&G 전자담배 판매량과 KT&G 내수담배 기준 비중 추이 및 전망



자료: KT&G, 메리츠증권증권 리서치센터

KT&G의 전자담배 점유율 꾸준한 상승세 예상



자료: KT&G, 메리츠증권증권 리서치센터



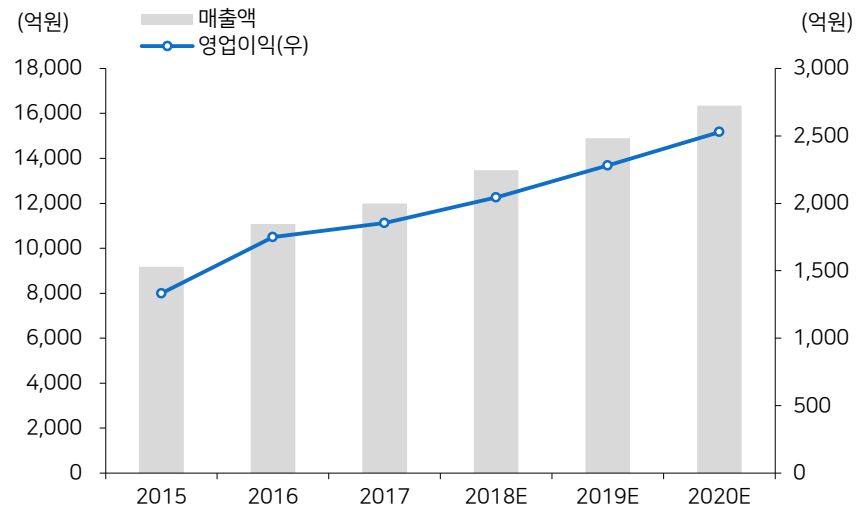
## [KT&G] 19년 실적 성장 전환의 시작점. 홍삼/부동산 점검

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

수원 부동산 분양 매출액은 총 1.6조원, 영업이익률 45% 예상. 2021년까지 본사 실적 성장에 기여

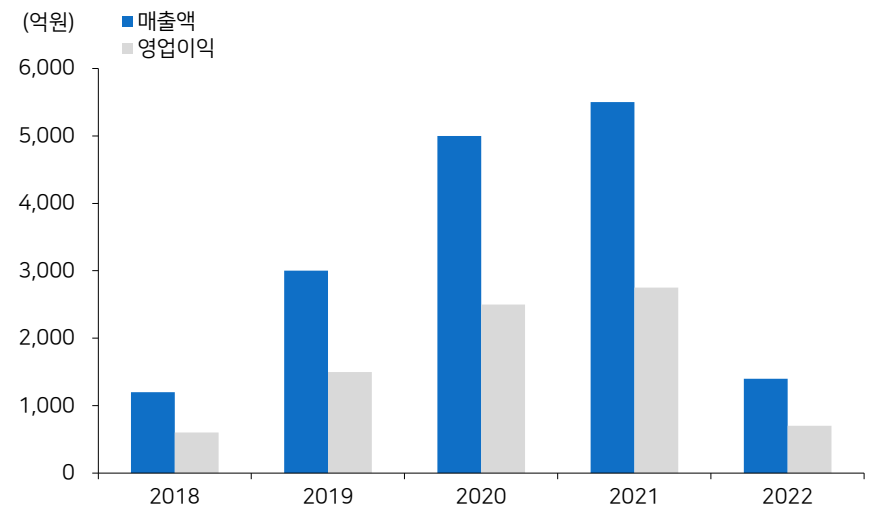
- 홍삼 사업은 국내는 선물세트/신제품 호조, 해외는 재고 구조조정에 따른 체질 개선 효과로 고성장  
국내외 홍삼의 높은 매출 성장으로 마케팅 비용 부담에도 영업이익 증가 흐름 이어갈 전망
- 수원 부동산 분양 매출액은 총 1.6조원, 영업이익률 45% 예상. 2021년까지 본사 실적 성장에 기여

홍삼 사업부 매출액, 영업이익 추이 및 전망



자료: KT&G, 메리츠증권증권 리서치센터

수원 부동산 분양 매출액, 영업이익 추이 및 전망



자료: KT&G, 메리츠증권증권 리서치센터

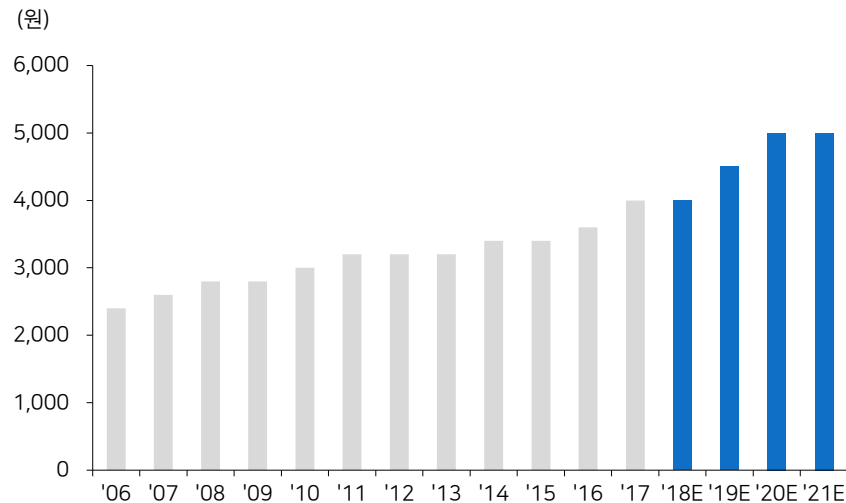
## [KT&G] 19년 실적 성장 전환의 시작점. 배당금 점검

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 17  
음식료\_ BIG3

배당수익률 4% 수준에서 주가  
하방 경직성 확보 판단

- 18년 배당금은 4,000원 수준의 유지가 예상되지만 평균 1조원 규모의 현금을 보유한 과거 흐름을 감안할 때 19년 이후 배당금 증액 가능성은 높다고 판단(2018년 배당직전 기준 현금 보유 3조원 예상)
- 15년 세금인상으로 담배 수요가 급감했던 시기를 제외할 때 배당수익률 4% 수준에서 주가 하방 경직성 확보 판단

KT&G DPS 추이 및 전망



자료: KT&G, 메리츠증권증권 리서치센터

KT&G 배당수익률 추이



자료: KT&G, 메리츠증권증권 리서치센터

## 기업분석

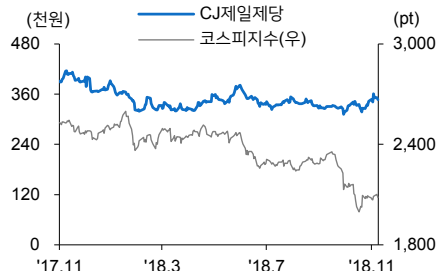
| 종목              | 투자판단 | 적정주가     |
|-----------------|------|----------|
| CJ제일제당 (097950) | Buy  | 510,000원 |
| 오리온 (271560)    | Buy  | 170,000원 |
| KT&G (033780)   | Buy  | 140,000원 |

# CJ제일제당 (097950) 식품기업은 M&A로 어떻게 성장하는가?

Analyst 김정욱 02. 6098-6689  
6414@meritz.co.kr

Buy

|              |                   |      |
|--------------|-------------------|------|
| 적정주가 (12개월)  | 510,000원          |      |
| 현재주가 (11.20) | 347,500원          |      |
| 상승여력         | 46.8%             |      |
| KOSPI        | 2,082.58pt        |      |
| 시가총액         | 52,313억원          |      |
| 발행주식수        | 1,505만주           |      |
| 유동주식비율       | 51.86%            |      |
| 외국인비중        | 21.01%            |      |
| 52주 최고/최저가   | 416,000원/312,000원 |      |
| 평균거래대금       | 114.4억원           |      |
| 주요주주(%)      |                   |      |
| 씨제이(주)(외8인)  | 45.51             |      |
| 국민연금공단       | 11.86             |      |
| 주가상승률(%)     | 절대주가              | 상대주가 |
| 1개월          | 3.6               | 7.2  |
| 6개월          | 0.0               | 18.2 |
| 12개월         | -16.3             | 1.6  |
| 주가그래프        |                   |      |



- CJ제일제당 쉬완스 인수 확정. 쉬완스 총 기업가치 2.4조원, 쉬완스는 미국 냉동식품 업체로 실적은 '18년 예상 매출 2.26조원, EBITDA 2,453억원, 자산 1.4조원, 부채비율 33%. 기존주주와의 지분 쉐어링(8:2)구조로 변경, 홈딜리버리를 제외하면서 인수금액 부담 완화(약 2.5조원에서 2.1조원으로 낮아짐)된 점 긍정적
- 18년 예상 실적 기준 EV/EBITDA 9.7배, 19년 예상 실적 기준 EV/EBITDA 8.7배 밸류에이션으로 평가. 인수 최종단계에서 홈딜리버리 사업부는 제외. 딜클로징은 1Q19 중, 연결실적 인식은 2Q19 중으로 예상
- 시너지 효과, CJ제일제당은 10년 이상 미국 사업을 영위하면서 그로서리 채널의 3,000개 매장만을 커버했지만 쉬완스는 3만개의 그로서리 매장을 커버하고 있음. 1차적으로 CJ제일제당의 입점 매장 확대를 기대. 쉬완스는 자체적인 유통 시스템을 가지고 있으며, B2C의 브랜드 파워 확보, 10년 단위 계약의 B2B 고객을 다수 확보하고 있는 점이 장점
- 쉬완스 인수를 감안한 SOTP 밸류에이션, 적정주가 51만원 유지. 가공식품부문은 글로벌 시장 확대, M&A 이슈를 감안해 글로벌 Peer 네슬레의 장기 평균 EV/EBITDA 10.9배를 활용, 네슬레의 12M Fwd EV/EBITDA 대비 30% 할인된 수준. 가공식품 외 부문은 보수적으로 30% 추가 할인한 7.6배 적용
- 쉬완스 인수에 따른 EPS 증가율은 CJJ 차입금 1.5조원 증가, 쉬완스 차입금 5,500억원 증가에 따른 이자비용을 감안 순이익 기준 19년 +19% 효과(연간기준) 예상. 자금조달 측면에서 CJ헬스케어 매각대금으로 상환한 단기 차입금 활용할 수 있으며, 가양동 10만평 규모의 부동산 활용 가능성 있다고 판단(공시시가 기준 4,400억원~시가기준 8,000억원)

| (십억원) | 매출액      | 영업이익    | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|----------|---------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2016  | 14,563.3 | 843.6   | 275.9         | 20,708            | 39.8       | 235,302    | 17.3       | 1.5        | 9.6              | 8.4        | 160.1       |
| 2017  | 16,477.2 | 776.6   | 370.2         | 27,803            | 16.7       | 232,686    | 13.2       | 1.6        | 10.5             | 10.9       | 174.6       |
| 2018E | 18,534.6 | 866.9   | 995.9         | 66,906            | 129.6      | 297,842    | 5.2        | 1.2        | 9.8              | 24.1       | 173.0       |
| 2019E | 21,503.8 | 1,036.4 | 419.2         | 27,575            | -49.1      | 320,042    | 12.6       | 1.1        | 8.7              | 8.3        | 170.9       |
| 2020E | 25,168.4 | 1,211.6 | 499.2         | 32,889            | 23.6       | 347,126    | 10.6       | 1.0        | 7.8              | 9.1        | 169.4       |

## CI제일제당 (097950) 실적 전망

| (대한통운 포함, 십억원, %) | 1Q17         | 2Q17         | 3Q17         | 4Q17         | 2017          | 1Q18         | 2Q18         | 3Q18         | 4Q18E        | 2018E         | 2019E         | 2020E         |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>매출액</b>        | <b>3,867</b> | <b>3,909</b> | <b>4,411</b> | <b>4,291</b> | <b>16,477</b> | <b>4,349</b> | <b>4,454</b> | <b>4,946</b> | <b>4,787</b> | <b>18,535</b> | <b>21,504</b> | <b>25,168</b> |
| 가공식품              | 781          | 711          | 903          | 735          | 3,129         | 854          | 770          | 972          | 801          | 3,396         | 3,803         | 4,184         |
| 소재식품              | 540          | 466          | 536          | 420          | 1,961         | 463          | 460          | 484          | 412          | 1,818         | 1,854         | 1,892         |
| 제약                | 123          | 132          | 135          | 124          | 514           | 115          | 0            | 0            | 0            | 115           | 0             | 0             |
| 해외 바이오            | 455          | 472          | 571          | 670          | 2,168         | 592          | 614          | 736          | 716          | 2,658         | 2,774         | 2,952         |
| 사료                | 502          | 547          | 528          | 536          | 2,113         | 489          | 524          | 553          | 520          | 2,087         | 2,295         | 2,525         |
| 대한통운/기타           | 1,467        | 1,582        | 1,736        | 1,807        | 6,592         | 1,836        | 2,086        | 2,201        | 2,338        | 8,461         | 10,776        | 13,617        |
| (% YoY)           | 9.4          | 8.3          | 19.9         | 14.7         | 13.1          | 12.5         | 13.9         | 12.1         | 11.5         | 12.5          | 16.0          | 17.0          |
| 가공식품              | 14.5         | 12.8         | 17.9         | 10.7         | 14.1          | 9.3          | 8.3          | 7.6          | 9.0          | 8.5           | 12.0          | 10.0          |
| 소재식품              | 13.0         | -1.6         | 12.2         | -4.9         | 4.9           | -14.3        | -1.3         | -9.7         | -2.0         | -7.3          | 2.0           | 2.0           |
| 제약                | 4.5          | 4.9          | 4.2          | -12.4        | -0.1          | -6.8         | -100.0       | -100.0       | -100.0       | -77.7         | -100.0        | -             |
| 해외 바이오            | 6.1          | 3.6          | 25.3         | 45.1         | 20.3          | 30.3         | 30.0         | 28.8         | 6.9          | 22.6          | 4.4           | 6.4           |
| 사료                | 2.6          | 4.8          | 10.4         | 2.4          | 5.0           | -2.5         | -4.1         | 4.7          | -3.0         | -1.2          | 10.0          | 10.0          |
| 대한통운/기타           | 9.6          | 12.7         | 26.7         | 19.8         | 17.3          | 25.2         | 31.9         | 26.8         | 29.4         | 28.4          | 27.4          | 26.4          |
| <b>영업이익</b>       | <b>193</b>   | <b>164</b>   | <b>269</b>   | <b>150</b>   | <b>777</b>    | <b>210</b>   | <b>185</b>   | <b>265</b>   | <b>207</b>   | <b>867</b>    | <b>1,036</b>  | <b>1,212</b>  |
| 가공식품              | 91           | 66           | 120          | 38           | 314           | 96           | 49           | 98           | 60           | 303           | 361           | 397           |
| 소재식품              | 9            | 3            | 47           | -10          | 49            | 21           | 20           | 41           | 4            | 86            | 65            | 66            |
| 제약                | 18           | 18           | 20           | 26           | 81            | 12           | 0            | 0            | 0            | 12            | 0             | 0             |
| 해외바이오             | 30           | 24           | 31           | 52           | 137           | 48           | 45           | 54           | 62           | 210           | 241           | 289           |
| 사료                | -3           | -6           | -6           | -8           | -24           | -7           | 18           | 18           | 18           | 47            | 46            | 50            |
| 대한통운/기타           | 48           | 60           | 59           | 53           | 220           | 40           | 53           | 54           | 63           | 210           | 323           | 409           |
| (% YoY)           | -17.3        | -21.9        | 10.7         | -4.2         | -7.9          | 9.2          | 12.3         | -1.5         | 37.5         | 11.6          | 19.5          | 16.9          |
| 가공식품              | 20.9         | 16.0         | 27.5         | -13.9        | 16.5          | 5.7          | -25.8        | -18.2        | 58.8         | -3.6          | 19.4          | 10.0          |
| 소재식품              | -79.6        | -89.3        | 129.9        | 10.2         | -40.9         | 137.7        | 569.8        | -11.8        | -142.3       | 76.9          | -24.6         | 2.0           |
| 제약                | -1.6         | 4.7          | 41.0         | 39.5         | 19.9          | -33.7        | -100.0       | -100.0       | -100.0       | -85.3         | -100.0        | -             |
| 해외 바이오            | -4.8         | -19.5        | -23.4        | 27.3         | -3.8          | 61.9         | 87.1         | 78.4         | 18.7         | 53.5          | 14.9          | 19.9          |
| 사료                | -122.5       | -130.3       | -135.4       | -195.4       | -138.9        | 91.2         | -381.0       | -373.4       | -316.9       | -291.4        | -1.7          | 10.0          |
| 대한통운/기타           | -3.0         | 3.1          | 3.3          | -1.9         | 0.5           | -18.0        | -11.4        | -8.5         | 19.2         | -4.8          | 54.1          | 26.4          |
| <b>영업이익률(%)</b>   | <b>5.0</b>   | <b>4.2</b>   | <b>6.1</b>   | <b>3.5</b>   | <b>4.7</b>    | <b>4.8</b>   | <b>4.1</b>   | <b>5.4</b>   | <b>4.3</b>   | <b>4.7</b>    | <b>4.8</b>    | <b>4.8</b>    |
| 가공식품              | 11.6         | 9.2          | 13.3         | 5.1          | 10.0          | 11.2         | 6.3          | 10.1         | 7.5          | 8.9           | 9.5           | 9.5           |
| 소재식품              | 1.6          | 0.6          | 8.7          | -2.3         | 2.5           | 4.5          | 4.4          | 8.5          | 1.0          | 4.7           | 3.5           | 3.5           |
| 제약                | 14.7         | 13.6         | 14.5         | 20.9         | 15.8          | 10.5         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 10.5          | -             | -             |
| 해외 바이오            | 6.6          | 5.1          | 5.3          | 7.8          | 6.3           | 8.2          | 7.3          | 7.4          | 8.7          | 7.9           | 8.7           | 9.8           |
| 사료                | -0.7         | -1.2         | -1.2         | -1.5         | -1.2          | -1.3         | 3.4          | 3.2          | 3.5          | 2.2           | 2.0           | 2.0           |
| 대한통운/기타           | 3.3          | 3.8          | 3.4          | 2.9          | 3.3           | 2.2          | 2.6          | 2.5          | 2.7          | 2.5           | 3.0           | 3.0           |
| <b>지배순이익</b>      | <b>82</b>    | <b>21</b>    | <b>256</b>   | <b>11</b>    | <b>370</b>    | <b>63</b>    | <b>758</b>   | <b>108</b>   | <b>67</b>    | <b>996</b>    | <b>419</b>    | <b>499</b>    |
| (% YoY)           | -33.1        | -50.0        | 130.9        | -12,755.0    | 34.2          | -23.8        | 3,486.2      | -57.9        | 529.2        | 169.0         | -57.9         | 19.1          |
| <b>지배순이익률(%)</b>  | <b>2.1</b>   | <b>0.5</b>   | <b>5.8</b>   | <b>0.2</b>   | <b>2.2</b>    | <b>1.4</b>   | <b>17.0</b>  | <b>2.2</b>   | <b>1.4</b>   | <b>5.4</b>    | <b>1.9</b>    | <b>2.0</b>    |

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## CJ제일제당 (097950)

| Income Statement |          |          |          |          |          |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원)            | 2016     | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
| 매출액              | 14,563.3 | 16,477.2 | 18,534.6 | 21,503.8 | 25,168.4 |
| 매출액증가율(%)        | 12.7     | 13.1     | 12.5     | 16.0     | 17.0     |
| 매출원가             | 11,275.2 | 12,922.5 | 14,769.0 | 16,897.1 | 19,776.6 |
| 매출총이익            | 3,288.1  | 3,554.7  | 3,765.7  | 4,606.7  | 5,391.8  |
| 판매비와관리비          | 2,444.5  | 2,778.1  | 2,898.7  | 3,570.3  | 4,180.2  |
| 영업이익             | 843.6    | 776.6    | 866.9    | 1,036.4  | 1,211.6  |
| 영업이익률(%)         | 5.8      | 4.7      | 4.7      | 4.8      | 4.8      |
| 금융손익             | -212.1   | 66.8     | -237.7   | -152.5   | -152.5   |
| 종속/관계기업관련손익      | 1.0      | -4.6     | 27.6     | 124.5    | 124.5    |
| 기타영업외손익          | -104.1   | -254.4   | 782.8    | -262.0   | -262.0   |
| 세전계속사업이익         | 528.4    | 584.3    | 1,439.6  | 746.4    | 921.6    |
| 법인세비용            | 174.8    | 171.5    | 379.1    | 196.6    | 242.7    |
| 당기순이익            | 353.6    | 412.8    | 1,060.4  | 549.8    | 678.9    |
| 지배주주지분 순이익       | 275.9    | 370.2    | 995.9    | 419.2    | 499.2    |
| Balance Sheet    |          |          |          |          |          |
| (십억원)            | 2016     | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
| 유동자산             | 4,880.7  | 4,963.5  | 6,362.0  | 7,161.2  | 8,435.1  |
| 현금및현금성자산         | 644.4    | 590.9    | 1,484.4  | 1,502.1  | 1,811.7  |
| 매출채권             | 2,028.6  | 2,254.3  | 2,514.7  | 2,917.5  | 3,414.7  |
| 재고자산             | 1,280.2  | 1,303.5  | 1,454.1  | 1,687.0  | 1,974.5  |
| 비유동자산            | 10,885.6 | 11,904.7 | 13,485.3 | 13,870.0 | 14,158.7 |
| 유형자산             | 7,280.5  | 8,179.4  | 9,438.9  | 9,895.7  | 10,229.7 |
| 무형자산             | 2,333.8  | 2,758.1  | 3,023.9  | 2,870.6  | 2,725.2  |
| 투자자산             | 816.6    | 454.2    | 506.6    | 587.8    | 687.9    |
| 자산총계             | 15,766.2 | 16,868.1 | 19,847.4 | 21,031.2 | 22,593.8 |
| 유동부채             | 4,699.2  | 5,496.9  | 6,764.9  | 7,241.8  | 7,830.3  |
| 매입채무             | 1,113.7  | 1,291.8  | 1,441.0  | 1,671.8  | 1,956.7  |
| 단기차입금            | 1,801.5  | 1,913.7  | 3,060.3  | 3,060.3  | 3,060.3  |
| 유동성장기부채          | 773.3    | 914.6    | 727.8    | 727.8    | 727.8    |
| 비유동부채            | 5,006.5  | 5,227.4  | 5,813.4  | 6,026.0  | 6,376.6  |
| 사채               | 2,898.8  | 3,311.7  | 3,541.2  | 3,641.2  | 3,741.2  |
| 장기차입금            | 1,155.2  | 949.9    | 962.6    | 912.6    | 962.6    |
| 부채총계             | 9,705.8  | 10,724.3 | 12,578.3 | 13,267.7 | 14,207.0 |
| 자본금              | 72.5     | 72.5     | 81.9     | 81.9     | 81.9     |
| 자본잉여금            | 924.5    | 930.0    | 1,541.0  | 1,541.0  | 1,541.0  |
| 기타포괄이익누계액        | 147.8    | -210.1   | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 이익잉여금            | 2,566.5  | 2,903.4  | 3,794.5  | 4,158.1  | 4,601.8  |
| 비지배주주지분          | 2,651.1  | 2,768.9  | 2,390.0  | 2,520.6  | 2,700.3  |
| 자본총계             | 6,060.5  | 6,143.9  | 7,269.1  | 7,763.4  | 8,386.8  |

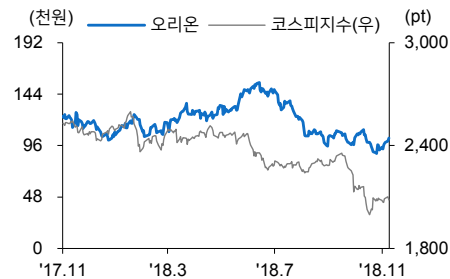
| Statement of Cash Flow |           |           |           |           |           |
|------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| (십억원)                  | 2016      | 2017      | 2018E     | 2019E     | 2020E     |
| 영업활동현금흐름               | 800.1     | 1,180.8   | 826.8     | 1,112.6   | 1,231.2   |
| 당기순이익(손실)              | 353.6     | 412.8     | 1,060.4   | 549.8     | 678.9     |
| 유형자산감가상각비              | 436.6     | 467.4     | 503.1     | 518.2     | 541.0     |
| 무형자산상각비                | 94.7      | 98.6      | 126.2     | 153.3     | 145.5     |
| 운전자본의 증감               | -358.6    | -23.8     | -368.0    | -108.7    | -134.2    |
| 투자활동 현금흐름              | -1,408.9  | -1,463.9  | -495.2    | -1,099.9  | -1,029.1  |
| 유형자산의 증가(CAPEX)        | -845.4    | -1,450.4  | -1,472.2  | -1,000.0  | -900.0    |
| 투자자산의 감소(증가)           | -77.0     | 362.4     | -52.5     | -81.2     | -100.2    |
| 재무활동 현금흐름              | 725.9     | 265.4     | 553.5     | 5.0       | 107.5     |
| 차입금증감                  | 926.8     | 498.6     | 1,447.5   | 60.5      | 162.9     |
| 자본의증가                  | 1.7       | 5.6       | 620.4     | 0.0       | 0.0       |
| 현금의증가(감소)              | 114.6     | -53.5     | 893.5     | 17.7      | 309.6     |
| 기초현금                   | 529.8     | 644.4     | 590.9     | 1,484.4   | 1,502.1   |
| 기말현금                   | 644.4     | 590.9     | 1,484.4   | 1,502.1   | 1,811.7   |
| Key Financial Data     |           |           |           |           |           |
|                        | 2016      | 2017      | 2018E     | 2019E     | 2020E     |
| 주당데이터(원)               |           |           |           |           |           |
| SPS                    | 1,106,570 | 1,251,324 | 1,250,300 | 1,428,427 | 1,671,851 |
| EPS(지배주주)              | 20,708    | 27,803    | 66,906    | 27,575    | 32,889    |
| CFPS                   | 99,546    | 99,976    | 94,263    | 94,184    | 106,820   |
| EBITDAPS               | 104,471   | 101,956   | 100,934   | 113,448   | 126,083   |
| BPS                    | 235,302   | 232,686   | 297,842   | 320,042   | 347,126   |
| DPS                    | 2,500     | 3,000     | 3,500     | 3,500     | 3,500     |
| 배당수익률(%)               | 0.7       | 0.8       | 1.0       | 1.0       | 1.0       |
| Valuation(Multiple)    |           |           |           |           |           |
| PER                    | 17.3      | 13.2      | 5.2       | 12.6      | 10.6      |
| PCR                    | 3.6       | 3.7       | 3.7       | 3.7       | 3.3       |
| PSR                    | 0.3       | 0.3       | 0.3       | 0.2       | 0.2       |
| PBR                    | 1.5       | 1.6       | 1.2       | 1.1       | 1.0       |
| EBITDA                 | 1,374.9   | 1,342.5   | 1,496.3   | 1,707.9   | 1,898.1   |
| EV/EBITDA              | 9.6       | 10.5      | 9.8       | 8.7       | 7.8       |
| Key Financial Ratio(%) |           |           |           |           |           |
| 자기자본이익률(ROE)           | 8.4       | 10.9      | 24.1      | 8.3       | 9.1       |
| EBITDA이익률              | 9.4       | 8.1       | 8.1       | 7.9       | 7.5       |
| 부채비율                   | 160.1     | 174.6     | 173.0     | 170.9     | 169.4     |
| 금융비용부담률                | 1.2       | 1.2       | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 이자보상배율(x)              | 4.7       | 3.8       |           |           |           |
| 매출채권회전율(x)             | 8.0       | 7.7       | 7.8       | 7.9       | 7.9       |
| 재고자산회전율(x)             | 12.2      | 12.8      | 13.4      | 13.7      | 13.7      |

# 오리온 (271560) 회복세 판단의 임계치를 넘다

Analyst 김정욱 02. 6098-6689  
6414@meritz.co.kr

Buy

|                     |                  |
|---------------------|------------------|
| 적정주가 (12개월)         | 170,000원         |
| 현재주가 (11.20)        | 103,000원         |
| 상승여력                | 65.0%            |
| KOSPI               | 2,082.58pt       |
| 시가총액                | 40,720억원         |
| 발행주식수               | 3,953만주          |
| 유통주식비율              | 56.18%           |
| 외국인비중               | 38.14%           |
| 52주 최고/최저가          | 155,000원/88,600원 |
| 평균거래대금              | 151.0억원          |
| <b>주요주주(%)</b>      |                  |
| 이화경 외 5 인           | 43.80            |
| 국민연금                | 7.07             |
| GIC Private Limited | 5.93             |
| <b>주가상승률(%)</b>     |                  |
| 절대주가                | 상대주가             |
| 1개월                 | -5.1 -1.7        |
| 6개월                 | -20.8 -6.4       |
| 12개월                | -16.9 0.8        |
| <b>주가그래프</b>        |                  |



- 중국 제과 매출액은 3Q18 2,552억원 기록하며 2Q18 제시한 가이드언스를 상회. 월별로 100~150억원 기준 기대치를 상회하는 매출 규모 달성. 2Q18 투자성격의 비용 집행(매대 구입비, 코드 등록비, 시식 행사비 등)되며 매출 성장의 기반을 마련했다고 판단. 2Q18 출시한 신제품 3Q18 입점이 확대되었고 광고효과를 감안할 때 신제품의 본격적인 매출 기여는 4Q18 이후로 전망. 월 단위로 개선되고 있는 중국 매출액 회복에 주목할 시점으로 판단. 적정주가 17만원 투자의견 Buy 유지
- 중국 사업은 유통구조 개선, 광고비/판촉비 절감 노력, 물류비 축소로 17년 사드사태에 따른 수익성 악화 이후 지속적으로 15%를 상회하는 영업이익률 달성 예상. 2Q18 이후 고북칩, 혼다칩, 체리QT파이, 딸기초코파이, 액상감자칩, 생크림파이 등 중국 시장에 공격적인 신제품 출시로 대응 중
- 과거 중국 히트제품의 경우 오감자 매출액 2,500억원, 초코파이 2,000억원, 예감 1,800억원, 고래밥 1,440억원, QT파이 1,000억원, 초코송이 920억원, 스윙칩 1,100억원 달성. 고북칩 국내 매출액 18년 550~600억원 달성 예상. 3Q18 입점 확대, 광고 효과 본격화 예상되며 고북칩 중국 시장에 성공적으로 안착할 경우 19년 매출액 1,000억원 달성 기대
- 국내 제과 3~4% 매출 성장세 지속 전망. 국내 제과 시장이 0~1% 성장으로 정체세를 보이는 가운데 고북칩, 썬칩, 생크림파이, 오그레놀라 등 신제품 효과로 시장 초과 성장 지속 중. 베트남은 2분기 발생한 재고 부담이 해소되면서 10% 수준의 매출액 성장 흐름 회복 예상. 러시아 사업도 딜러 구조조정 영향 및 판촉 축소에 따른 매출 감소는 3Q18 마무리. 4Q18 이후는 7~8%의 매출 성장세로 전환 예상

| (십억원) | 매출액     | 영업이익  | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|---------|-------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2016  |         |       |               |                   |            |            |            |            |                  |            |             |
| 2017  | 1,117.2 | 107.4 | 75.6          | 3,261             |            | 33,092     | 32.0       | 3.2        | 26.6             | 5.8        | 67.9        |
| 2018E | 1,957.0 | 295.2 | 181.1         | 4,581             | 44.8       | 36,551     | 22.5       | 2.8        | 10.9             | 13.2       | 48.9        |
| 2019E | 2,172.5 | 352.5 | 263.5         | 6,665             | 45.6       | 42,016     | 15.5       | 2.5        | 9.7              | 17.0       | 50.6        |
| 2020E | 2,392.9 | 400.4 | 300.9         | 7,610             | 13.6       | 48,427     | 13.5       | 2.1        | 8.4              | 16.8       | 35.8        |

## 오리온 (271560) 실적 전망

| (십억원, %)     | 1Q17       | 2Q17       | 3Q17       | 4Q17       | 2017         | 1Q18       | 2Q18       | 3Q18       | 4Q18E      | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
|--------------|------------|------------|------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>   | <b>463</b> | <b>360</b> | <b>507</b> | <b>451</b> | <b>1,943</b> | <b>516</b> | <b>424</b> | <b>494</b> | <b>523</b> | <b>1,957</b> | <b>2,173</b> | <b>2,393</b> |
| 제과 사업        | 456        | 361        | 507        | 451        | 1,775        | 517        | 423        | 492        | 523        | 1,956        | 2,173        | 2,393        |
| a.국내         | 154        | 155        | 154        | 162        | 624          | 164        | 162        | 160        | 166        | 652          | 679          | 712          |
| b.중국         | 212        | 129        | 275        | 198        | 815          | 266        | 192        | 255        | 260        | 973          | 1,119        | 1,253        |
| c.베트남        | 55         | 40         | 43         | 56         | 193          | 63         | 42         | 47         | 59         | 211          | 243          | 279          |
| d.러시아        | 18         | 19         | 20         | 21         | 77           | 11         | 15         | 17         | 23         | 66           | 79           | 95           |
| (% YoY)      | -30.0      | -27.5      | -15.2      | -28.7      | -18.6        | 11.6       | 17.9       | -2.5       | 16.0       | 0.7          | 11.0         | 10.1         |
| 제과 사업        | -26.0      | -26.0      | -9.9       | -23.8      | -21.4        | 13.2       | 17.1       | -2.9       | 16.1       | 10.2         | 11.1         | 10.1         |
| a.국내         | -0.6       | 1.8        | 5.4        | 1.0        | 1.8          | 6.6        | 4.6        | 4.0        | 3.0        | 4.5          | 4.0          | 5.0          |
| b.중국         | -43.9      | -52.5      | -21.0      | -42.9      | -39.5        | 25.4       | 48.2       | -7.3       | 31.2       | 19.4         | 15.0         | 12.0         |
| c.베트남        | 5.2        | 27.2       | 18.5       | 9.0        | 13.2         | 14.6       | 4.2        | 10.3       | 7.0        | 9.3          | 15.0         | 15.0         |
| d.러시아        | 29.2       | 34.3       | 27.7       | 22.2       | 28.0         | -39.0      | -20.7      | -14.1      | 10.0       | -14.9        | 20.0         | 20.0         |
| <b>영업이익</b>  | <b>36</b>  | <b>20</b>  | <b>79</b>  | <b>22</b>  | <b>165</b>   | <b>94</b>  | <b>40</b>  | <b>79</b>  | <b>83</b>  | <b>292</b>   | <b>352</b>   | <b>400</b>   |
| 제과 사업        | 30         | 20         | 79         | 23         | 151          | 90         | 40         | 79         | 83         | 292          | 352          | 400          |
| a.국내         | 18         | 23         | 19         | 20         | 81           | 24         | 23         | 21         | 22         | 90           | 100          | 103          |
| b.중국         | -5         | -14        | 47         | -9         | 19           | 49         | 11         | 49         | 49         | 158          | 198          | 226          |
| c.베트남        | 12         | 7          | 9          | 9          | 36           | 17         | 4          | 7          | 9          | 36           | 42           | 54           |
| d.러시아        | 4          | 4          | 4          | 2          | 14           | 0          | 2          | 2          | 3          | 8            | 12           | 17           |
| (% YoY)      | -69.9      | -27.2      | -16.6      | -73.7      | -49.5        | 161.5      | 95.1       | -0.0       | 271.8      | 77.2         | 20.7         | 13.6         |
| 제과 사업        | -71.6      | -30.7      | -12.6      | -74.4      | -51.5        | 204.4      | 103.6      | -1.0       | 270.2      | 93.4         | 20.7         | 13.6         |
| a.국내         | -23.0      | 39.2       | 60.3       | -22.5      | 3.0          | 30.4       | 0.4        | 6.7        | 7.1        | 10.4         | 11.6         | 3.3          |
| b.중국         | -107.2     | -298.6     | -33.8      | -116.1     | -90.3        | 흑전         | -175.9     | 4.9        | -681.2     | 719.2        | 25.4         | 13.8         |
| c.베트남        | 6.2        | 88.6       | 59.6       | 43.3       | 37.0         | 42.5       | -40.9      | -28.6      | 3.5        | 0.3          | 15.0         | 30.1         |
| d.러시아        | 215.4      | 233.3      | 81.8       | -27.6      | 86.8         | -90.2      | -47.5      | -45.0      | 54.2       | -44.1        | 56.0         | 37.5         |
| <b>지배순이익</b> | <b>19</b>  | <b>13</b>  | <b>57</b>  | <b>19</b>  | <b>108</b>   | <b>66</b>  | <b>27</b>  | <b>29</b>  | <b>59</b>  | <b>181</b>   | <b>263</b>   | <b>301</b>   |
| (% YoY)      | -72.0      | 92.8       | -33.4      | -75.4      | -54.4        | 240.8      | 103.7      | -48.7      | 214.9      | 67.4         | 45.9         | 14.2         |
| 지배순이익률(%)    | 4.2        | 3.7        | 11.2       | 4.1        | 5.6          | 12.8       | 6.4        | 5.9        | 11.2       | 9.2          | 12.1         | 12.6         |

자료: 메리츠증권증권 리서치센터



## 오리온 (271560)

| Income Statement |      |         |         |         |         |
|------------------|------|---------|---------|---------|---------|
| (십억원)            | 2016 | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
| 매출액              |      | 1,117.2 | 1,957.0 | 2,172.5 | 2,392.9 |
| 매출액증가율(%)        |      |         | 75.2    | 11.0    | 10.1    |
| 매출원가             |      | 593.5   | 1,069.4 | 1,142.6 | 1,256.2 |
| 매출총이익            |      | 523.7   | 887.6   | 1,029.9 | 1,136.8 |
| 판매비와관리비          |      | 416.3   | 592.4   | 677.4   | 736.4   |
| 영업이익             |      | 107.4   | 295.2   | 352.5   | 400.4   |
| 영업이익률(%)         |      | 9.6     | 15.1    | 16.2    | 16.7    |
| 금융손익             |      | -3.1    | -22.3   | -5.5    | -5.5    |
| 종속/관계기업관련손익      |      | -0.3    | -0.7    | 0.0     | 0.0     |
| 기타영업외손익          |      | 1.0     | 7.0     | 6.7     | 6.7     |
| 세전계속사업이익         |      | 105.1   | 279.2   | 353.7   | 401.6   |
| 법인세비용            |      | 28.4    | 89.8    | 77.8    | 88.4    |
| 당기순이익            |      | 76.7    | 189.4   | 275.9   | 313.3   |
| 지배주주지분 순이익       |      | 75.6    | 181.1   | 263.5   | 300.9   |
| Balance Sheet    |      |         |         |         |         |
| (십억원)            | 2016 | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
| 유동자산             |      | 457.5   | 441.2   | 606.6   | 523.6   |
| 현금및현금성자산         |      | 101.6   | 28.3    | 148.3   | 18.7    |
| 매출채권             |      | 121.9   | 141.5   | 157.0   | 173.0   |
| 재고자산             |      | 150.7   | 174.8   | 194.1   | 213.8   |
| 비유동자산            |      | 1,800.5 | 1,780.2 | 1,983.2 | 2,173.0 |
| 유형자산             |      | 1,672.8 | 1,641.0 | 1,842.3 | 2,030.3 |
| 무형자산             |      | 52.4    | 53.1    | 51.8    | 50.5    |
| 투자자산             |      | 24.0    | 27.8    | 30.9    | 34.0    |
| 자산총계             |      | 2,258.0 | 2,221.4 | 2,589.8 | 2,696.6 |
| 유동부채             |      | 523.0   | 379.6   | 511.9   | 344.9   |
| 매입채무             |      | 68.4    | 79.3    | 88.0    | 97.0    |
| 단기차입금            |      | 104.4   | -86.6   | 13.4    | -186.6  |
| 유동성장기부채          |      | 165.9   | 173.1   | 173.1   | 173.1   |
| 비유동부채            |      | 390.1   | 349.9   | 357.7   | 365.6   |
| 사채               |      | 329.3   | 279.5   | 279.5   | 279.5   |
| 장기차입금            |      | 0.1     | 0.1     | 0.1     | 0.1     |
| 부채총계             |      | 913.1   | 729.6   | 869.6   | 710.5   |
| 자본금              |      | 19.8    | 19.8    | 19.8    | 19.8    |
| 자본잉여금            |      | 598.1   | 598.1   | 598.1   | 598.1   |
| 기타포괄이익누계액        |      | -9.7    | 19.1    | 19.1    | 19.1    |
| 이익잉여금            |      | 76.2    | 184.2   | 400.2   | 653.7   |
| 비지배주주지분          |      | 36.7    | 46.8    | 59.2    | 71.6    |
| 자본총계             |      | 1,344.9 | 1,491.8 | 1,720.2 | 1,986.1 |

| Statement of Cash Flow |      |        |        |        |        |
|------------------------|------|--------|--------|--------|--------|
| (십억원)                  | 2016 | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| 영업활동현금흐름               |      | 193.2  | 270.0  | 376.9  | 427.7  |
| 당기순이익(손실)              |      | 76.7   | 189.4  | 275.9  | 313.3  |
| 유형자산감가상각비              |      | 64.2   | 106.8  | 98.7   | 112.1  |
| 무형자산상각비                |      | 1.6    | 2.0    | 1.3    | 1.3    |
| 운전자본의 증감               |      | 28.1   | -35.8  | 1.0    | 1.1    |
| 투자활동 현금흐름              |      | -17.0  | -79.0  | -309.6 | -309.8 |
| 유형자산의 증가(CAPEX)        |      | -89.8  | -69.0  | -300.0 | -300.0 |
| 투자자산의 감소(증가)           |      | -24.2  | -4.5   | -3.1   | -3.1   |
| 재무활동 현금흐름              |      | -155.3 | -266.8 | 52.6   | -247.4 |
| 차입금증감                  |      | 600.0  | -233.7 | 100.0  | -200.0 |
| 자본의증가                  |      | 617.9  | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 현금의증가(감소)              |      | 18.3   | -73.3  | 120.0  | -129.5 |
| 기초현금                   |      | 83.3   | 101.6  | 28.3   | 148.3  |
| 기말현금                   |      | 101.6  | 28.3   | 148.3  | 18.7   |
| Key Financial Data     |      |        |        |        |        |
|                        | 2016 | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| 주당데이터(원)               |      |        |        |        |        |
| SPS                    |      | 48,201 | 49,501 | 54,953 | 60,528 |
| EPS(지배주주)              |      | 3,261  | 4,581  | 6,665  | 7,610  |
| CFPS                   |      | 7,771  | 10,406 | 11,643 | 13,095 |
| EBITDAPS               |      | 7,474  | 10,218 | 11,446 | 12,995 |
| BPS                    |      | 33,092 | 36,551 | 42,016 | 48,427 |
| DPS                    |      | 600    | 1,200  | 1,200  | 1,200  |
| 배당수익률(%)               |      | 0.6    | 1.2    | 1.2    | 1.2    |
| Valuation(Multiple)    |      |        |        |        |        |
| PER                    |      | 32.0   | 22.5   | 15.5   | 13.5   |
| PCR                    |      | 13.4   | 9.9    | 8.8    | 7.9    |
| PSR                    |      | 2.2    | 2.1    | 1.9    | 1.7    |
| PBR                    |      | 3.2    | 2.8    | 2.5    | 2.1    |
| EBITDA                 |      | 173.2  | 404.0  | 452.5  | 513.7  |
| EV/EBITDA              |      | 26.6   | 10.9   | 9.7    | 8.4    |
| Key Financial Ratio(%) |      |        |        |        |        |
| 자기자본이익률(ROE)           |      | 5.8    | 13.2   | 17.0   | 16.8   |
| EBITDA이익률              |      | 15.5   | 20.6   | 20.8   | 21.5   |
| 부채비율                   |      | 67.9   | 48.9   | 50.6   | 35.8   |
| 금융비용부담률                |      | 1.0    | 1.3    | 1.5    | 1.4    |
| 이자보상배율(x)              |      | 9.3    | 11.5   | 10.9   | 11.6   |
| 매출채권회전율(x)             |      | 9.2    | 14.9   | 14.6   | 14.5   |
| 재고자산회전율(x)             |      | 7.4    | 12.0   | 11.8   | 11.7   |

# KT&G (033780) 19년 실적 성장 전환의 시작점

Analyst 김정욱 02. 6098-6689  
6414@meritz.co.kr

Buy

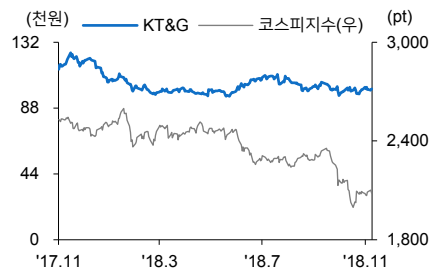
|              |          |
|--------------|----------|
| 적정주가 (12개월)  | 140,000원 |
| 현재주가 (11.20) | 101,000원 |
| 상승여력         | 38.6%    |

|            |                  |
|------------|------------------|
| KOSPI      | 2,082.58pt       |
| 시가총액       | 138,665억원        |
| 발행주식수      | 13,729만주         |
| 유통주식비율     | 73.33%           |
| 외국인비중      | 53.01%           |
| 52주 최고/최저가 | 125,000원/96,000원 |
| 평균거래대금     | 270.1억원          |

|  |      |
|--|------|
| 주요주주(%)                                |      |
| 국민연금                                   | 9.61 |
| 중소기업은행                                 | 6.93 |
| First Eagle Investment Management, LLC | 6.10 |

|          |       |      |
|----------|-------|------|
| 주가상승률(%) | 절대주가  | 상대주가 |
| 1개월      | 1.0   | 4.6  |
| 6개월      | 1.4   | 19.8 |
| 12개월     | -14.0 | 4.3  |

주가그래프



- 3Q18 실적도 2Q18에 이어 전년비 감소했지만 감소세는 완화됨. 배당 증가 가능성이 줄어든 점은 아쉽지만 수출 담배의 4Q18~1Q19 대리상 재고보충 시점이 주가 상승의 트리거가 되기에 충분. 투자의견 Buy, 적정주가 14 만원 유지
- 11월(1~10일 누계 기준) 해외담배 수출은 2분기 수준을 회복한 점 긍정적. 해외담배는 18년 알로코자이와의 5년 주기 재계약은 2분기 완료됐지만, UAE 담배소비세 인상, 이란 환율 상승 등 외부 영향은 3분기까지 지속, 4분기는 기저효과 발생 예상. 2분기는 FOC(무상거래)로 대응하면서 ASP 하락했고 3분기는 실제 계약 이행과정에서 물량 공급 지연. 담배 재고 보유기간(6개월~1년) 감안 시 4Q18, 1Q19 재고보충 진행될 전망. 신시장 수출국 현재 40개에서 연말 목표 70~80개까지 확대할 계획
- PMI 한국/일본의 전자담배 침투율 성장속도는 빠르게 둔화. 일본은 15~16%에서 한국은 7~8%에서 정체 국면. 한국의 경우 일반담배와 전자담배의 혼용률이 높다는 특징이 있고, 3Q18 부터 기계 교체 시기가 도래하면서 시장 성장 속도가 빠르게 둔화됨. 전자담배가 전체담배 시장의 20~30% 비중으로 성장한다는 기존 전망치의 하향이 확산되는 시점
- KT&G의 전자담배 판매도 증가 속도는 둔화되지만 상반기 BEP 달성, 하반기 일반담배 마진 도달 등 수익성 개선은 예상보다 가속화. 국내 시장의 점유율 확대를 통해 추가 성장이 예상되는 19년은 전자담배 마진이 일반담배 마진을 추월하는 흐름 예상. 수원 부동산 분양 매출액은 총 1.6조원, 영업이익률 45% 예상

| (십억원) | 매출액     | 영업이익    | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|---------|---------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2016  | 4,503.3 | 1,469.6 | 1,230.8       | 8,965             | 18.7       | 51,315     | 11.3       | 2.0        | 7.2              | 18.6       | 37.9        |
| 2017  | 4,667.2 | 1,426.1 | 1,163.8       | 8,476             | -5.0       | 56,610     | 13.6       | 2.0        | 8.4              | 15.7       | 27.4        |
| 2018E | 4,520.4 | 1,255.5 | 965.1         | 7,030             | -16.7      | 55,304     | 14.4       | 1.8        | 8.6              | 12.6       | 28.9        |
| 2019E | 5,040.0 | 1,450.9 | 1,105.4       | 8,052             | 13.6       | 58,778     | 12.5       | 1.7        | 7.3              | 14.1       | 30.4        |
| 2020E | 5,530.7 | 1,591.7 | 1,212.4       | 8,831             | 9.7        | 63,033     | 11.4       | 1.6        | 6.6              | 14.5       | 30.7        |

## KT&G (033780) 실적 전망

| (십억원, %)        | 1Q17         | 2Q17         | 3Q17         | 4Q17         | 2017         | 1Q18         | 2Q18         | 3Q18         | 4Q18E        | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>      | <b>1,179</b> | <b>1,162</b> | <b>1,279</b> | <b>1,048</b> | <b>4,667</b> | <b>1,068</b> | <b>1,118</b> | <b>1,182</b> | <b>1,151</b> | <b>4,519</b> | <b>5,040</b> | <b>5,531</b> |
| 1.KT&G          | 726          | 801          | 789          | 683          | 3,000        | 572          | 704          | 664          | 760          | 2,700        | 3,060        | 3,386        |
| a.국내담배          | 426          | 465          | 507          | 396          | 1,794        | 405          | 475          | 496          | 431          | 1,807        | 1,886        | 1,945        |
| b.해외담배          | 237          | 229          | 206          | 207          | 878          | 132          | 184          | 93           | 225          | 635          | 735          | 803          |
| c.부동산 등         | 63           | 108          | 76           | 81           | 328          | 35           | 45           | 75           | 104          | 258          | 438          | 638          |
| 2.KGC           | 342          | 254          | 367          | 237          | 1,200        | 393          | 292          | 405          | 258          | 1,347        | 1,490        | 1,634        |
| a.국내홍삼          | 321          | 241          | 347          | 206          | 1,114        | 362          | 267          | 374          | 216          | 1,220        | 1,336        | 1,465        |
| b.해외홍삼          | 21           | 14           | 20           | 31           | 86           | 32           | 24           | 30           | 42           | 128          | 153          | 169          |
| 3.기타            | 111          | 106          | 122          | 128          | 467          | 102          | 122          | 113          | 133          | 471          | 490          | 511          |
| (% YoY)         | 8.0          | 6.8          | 4.8          | -5.1         | 3.6          | -9.4         | -3.7         | -7.6         | 9.9          | -3.2         | 11.5         | 9.7          |
| 1.KT&G          | 3.5          | 7.5          | 4.7          | -11.0        | 1.1          | -21.2        | -12.1        | -15.9        | 11.3         | -10.0        | 13.3         | 10.7         |
| a.국내담배          | 0.5          | -0.7         | 1.8          | -11.9        | -2.5         | -5.0         | 2.2          | -2.3         | 8.9          | 0.7          | 4.4          | 3.1          |
| b.해외담배          | 1.9          | 18.2         | 4.8          | -0.6         | 5.7          | -44.1        | -19.5        | -54.7        | 8.9          | -27.7        | 15.7         | 9.2          |
| c.부동산 등         | 40.7         | 28.5         | 29.5         | -26.9        | 10.1         | -44.8        | -58.4        | -1.9         | 29.0         | -21.2        | 69.7         | 45.6         |
| 2.KGC           | 15.6         | 0.3          | 6.3          | 11.1         | 8.4          | 15.1         | 14.7         | 10.2         | 8.9          | 12.3         | 10.6         | 9.7          |
| a.국내홍삼          | 12.8         | -0.2         | 4.9          | 5.7          | 6.0          | 12.9         | 11.1         | 7.9          | 5.0          | 9.5          | 9.6          | 9.7          |
| b.해외홍삼          | 86.8         | 9.7          | 38.4         | 68.5         | 51.6         | 47.9         | 78.7         | 49.5         | 35.0         | 48.5         | 20.0         | 10.0         |
| 3.기타            | 17.4         | 19.1         | 1.0          | 3.9          | 9.2          | -8.2         | 15.3         | -7.1         | 4.2          | 0.8          | 4.1          | 4.1          |
| <b>영업이익</b>     | <b>395</b>   | <b>386</b>   | <b>422</b>   | <b>222</b>   | <b>1,426</b> | <b>311</b>   | <b>326</b>   | <b>359</b>   | <b>262</b>   | <b>1,258</b> | <b>1,451</b> | <b>1,592</b> |
| 1.KT&G          | 320          | 343          | 338          | 243          | 1,245        | 213          | 276          | 275          | 283          | 1,047        | 1,214        | 1,330        |
| 2.KGC           | 79           | 39           | 77           | -9           | 185          | 92           | 41           | 82           | -10          | 204          | 228          | 253          |
| 3.기타            | -4           | 5            | 6            | -11          | -4           | 6            | 7            | 2            | -11          | 4            | 9            | 9            |
| (% YoY)         | 0.6          | 11.7         | -1.1         | -27.0        | -3.0         | -21.3        | -15.7        | -14.8        | 17.7         | -11.8        | 15.3         | 9.7          |
| 1. KT&G         | -2.3         | 6.3          | -3.1         | -20.4        | -4.6         | -33.3        | -19.6        | -18.7        | 16.3         | -15.9        | 15.9         | 9.5          |
| 2.KGC           | 14.9         | 10.1         | 12.3         | 적전           | 6.0          | 16.1         | 5.1          | 6.5          | 적지           | 10.2         | 11.6         | 10.9         |
| 3.기타            | 적지           | 흑전           | -27.8        | 적지           | 적지           | 흑전           | 41.0         | -66.8        | 적지           | 흑전           | 132.7        | 5.3          |
| <b>영업이익률(%)</b> | <b>33.6</b>  | <b>33.3</b>  | <b>33.0</b>  | <b>21.2</b>  | <b>30.6</b>  | <b>29.2</b>  | <b>29.1</b>  | <b>30.4</b>  | <b>22.7</b>  | <b>27.8</b>  | <b>28.8</b>  | <b>28.8</b>  |
| 1. KT&G         | 44.1         | 42.8         | 42.9         | 35.6         | 41.5         | 37.3         | 39.2         | 41.5         | 37.2         | 38.8         | 39.7         | 39.3         |
| 2.KGC           | 23.2         | 15.2         | 21.0         | -4.0         | 15.5         | 23.4         | 13.9         | 20.3         | -3.9         | 15.2         | 15.3         | 15.5         |
| 3.기타            | -3.2         | 4.5          | 5.0          | -8.7         | -0.8         | 6.1          | 5.5          | 1.8          | -8.3         | 0.8          | 1.8          | 1.8          |
| <b>순이익</b>      | <b>235</b>   | <b>275</b>   | <b>308</b>   | <b>346</b>   | <b>1,164</b> | <b>249</b>   | <b>267</b>   | <b>259</b>   | <b>189</b>   | <b>978</b>   | <b>1,102</b> | <b>1,209</b> |
| (% YoY)         | -17.4        | -3.8         | 23.2         | -14.6        | -5.0         | 6.0          | -2.6         | -15.8        | -45.6        | -16.0        | 12.7         | 9.7          |
| 순이익률(%)         | 20.0         | 23.6         | 24.1         | 33.1         | 24.9         | 23.4         | 23.9         | 21.9         | 16.4         | 21.6         | 21.9         | 21.9         |
| <b>지배순이익</b>    | <b>235</b>   | <b>274</b>   | <b>308</b>   | <b>347</b>   | <b>1,164</b> | <b>249</b>   | <b>269</b>   | <b>261</b>   | <b>189</b>   | <b>967</b>   | <b>1,105</b> | <b>1,212</b> |
| (% YoY)         | -17.5        | -3.7         | 23.1         | -15.7        | -5.5         | 6.1          | -2.0         | -15.3        | -45.6        | -16.9        | 14.3         | 9.7          |
| 지배순이익률(%)       | 19.9         | 23.6         | 24.1         | 33.1         | 24.9         | 23.3         | 24.0         | 22.1         | 16.4         | 21.4         | 21.9         | 21.9         |

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

| Income Statement |         |         |         |          |          |
|------------------|---------|---------|---------|----------|----------|
| (십억원)            | 2016    | 2017    | 2018E   | 2019E    | 2020E    |
| 매출액              | 4,503.3 | 4,667.2 | 4,520.4 | 5,040.0  | 5,530.7  |
| 매출액증가율(%)        | 8.0     | 3.6     | -3.1    | 11.5     | 9.7      |
| 매출원가             | 1,796.7 | 1,908.9 | 1,855.9 | 2,008.8  | 2,211.6  |
| 매출총이익            | 2,706.6 | 2,758.3 | 2,664.5 | 3,031.3  | 3,319.1  |
| 판매비와관리비          | 1,237.0 | 1,332.2 | 1,409.0 | 1,580.3  | 1,727.4  |
| 영업이익             | 1,469.6 | 1,426.1 | 1,255.5 | 1,450.9  | 1,591.7  |
| 영업이익률(%)         | 32.6    | 30.6    | 27.8    | 28.8     | 28.8     |
| 금융손익             | 52.6    | 41.5    | 78.6    | 53.5     | 53.5     |
| 종속/관계기업관련손익      | 2.1     | 5.7     | 1.6     | 4.2      | 4.2      |
| 기타영업외손익          | 63.1    | -127.7  | 3.9     | -54.5    | -54.5    |
| 세전계속사업이익         | 1,587.3 | 1,345.6 | 1,339.5 | 1,454.2  | 1,594.9  |
| 법인세비용            | 361.8   | 181.4   | 369.3   | 351.9    | 386.0    |
| 당기순이익            | 1,225.5 | 1,164.2 | 970.2   | 1,102.3  | 1,209.0  |
| 지배주주지분 순이익       | 1,230.8 | 1,163.8 | 965.1   | 1,105.4  | 1,212.4  |
| Balance Sheet    |         |         |         |          |          |
| (십억원)            | 2016    | 2017    | 2018E   | 2019E    | 2020E    |
| 유동자산             | 6,615.5 | 6,585.4 | 5,978.6 | 6,677.2  | 7,413.7  |
| 현금및현금성자산         | 850.8   | 1,230.2 | 94.9    | 477.2    | 642.5    |
| 매출채권             | 1,113.5 | 1,038.4 | 1,140.9 | 1,202.2  | 1,313.0  |
| 재고자산             | 2,265.4 | 2,317.5 | 2,546.2 | 2,683.0  | 2,930.2  |
| 비유동자산            | 3,196.6 | 3,390.5 | 3,879.5 | 3,912.2  | 3,952.4  |
| 유형자산             | 1,606.5 | 1,757.0 | 1,907.9 | 1,879.6  | 1,807.3  |
| 무형자산             | 104.9   | 84.8    | 83.8    | 81.4     | 79.0     |
| 투자자산             | 984.5   | 1,076.3 | 1,182.5 | 1,246.1  | 1,360.9  |
| 자산총계             | 9,812.1 | 9,975.9 | 9,858.1 | 10,589.4 | 11,366.2 |
| 유동부채             | 2,153.4 | 1,803.0 | 1,843.6 | 2,089.5  | 2,262.8  |
| 매입채무             | 103.8   | 63.1    | 69.3    | 73.0     | 79.8     |
| 단기차입금            | 136.6   | 174.7   | 42.6    | 192.6    | 192.6    |
| 유동성장기부채          | 9.6     | 3.7     | 16.0    | 16.0     | 16.0     |
| 비유동부채            | 541.0   | 343.2   | 367.4   | 381.8    | 407.6    |
| 사채               | 9.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0      | 0.0      |
| 장기차입금            | 53.9    | 65.3    | 100.9   | 100.9    | 100.9    |
| 부채총계             | 2,694.3 | 2,146.2 | 2,211.0 | 2,471.3  | 2,670.4  |
| 자본금              | 955.0   | 955.0   | 955.0   | 955.0    | 955.0    |
| 자본잉여금            | 510.4   | 484.1   | 484.1   | 484.1    | 484.1    |
| 기타포괄이익누계액        | -100.9  | -84.0   | -142.0  | -142.0   | -142.0   |
| 이익잉여금            | 6,008.9 | 6,745.2 | 6,624.0 | 7,100.9  | 7,685.1  |
| 비지배주주지분          | 72.6    | 57.7    | 54.3    | 48.3     | 41.8     |
| 자본총계             | 7,117.8 | 7,829.8 | 7,647.1 | 8,118.1  | 8,695.8  |

| Statement of Cash Flow |         |         |          |         |         |
|------------------------|---------|---------|----------|---------|---------|
| (십억원)                  | 2016    | 2017    | 2018E    | 2019E   | 2020E   |
| 영업활동현금흐름               | 1,497.8 | 1,139.9 | 184.0    | 1,083.8 | 1,159.2 |
| 당기순이익(손실)              | 1,225.5 | 1,164.2 | 970.2    | 1,102.3 | 1,209.0 |
| 유형자산감가상각비              | 152.8   | 155.8   | 159.8    | 178.4   | 172.2   |
| 무형자산상각비                | 5.9     | 5.3     | 3.1      | 2.4     | 2.4     |
| 운전자본의 증감               | 175.5   | -152.4  | -936.6   | -175.7  | -203.3  |
| 투자활동 현금흐름              | -702.6  | -329.9  | -688.0   | -277.0  | -351.5  |
| 유형자산의 증가(CAPEX)        | -161.8  | -318.3  | -501.3   | -150.0  | -100.0  |
| 투자자산의 감소(증가)           | -109.7  | -86.1   | -105.3   | -63.6   | -114.8  |
| 재무활동 현금흐름              | -488.4  | -433.8  | -635.1   | -424.6  | -642.4  |
| 차입금증감                  | -74.1   | 16.8    | -119.4   | 150.0   | 0.0     |
| 자본의증가                  | 25.6    | -26.3   | 0.0      | 0.0     | 0.0     |
| 현금의증가(감소)              | 304.6   | 379.4   | -1,135.3 | 382.2   | 165.4   |
| 기초현금                   | 546.2   | 850.8   | 1,230.2  | 94.9    | 477.2   |
| 기말현금                   | 850.8   | 1,230.2 | 94.9     | 477.2   | 642.5   |
| Key Financial Data     |         |         |          |         |         |
|                        | 2016    | 2017    | 2018E    | 2019E   | 2020E   |
| 주당데이터(원)               |         |         |          |         |         |
| SPS                    | 32,801  | 33,995  | 32,926   | 36,710  | 40,284  |
| EPS(지배주주)              | 8,965   | 8,476   | 7,030    | 8,052   | 8,831   |
| CFPS                   | 12,431  | 12,289  | 10,539   | 11,737  | 12,736  |
| EBITDAPS               | 11,860  | 11,560  | 10,331   | 11,885  | 12,865  |
| BPS                    | 51,315  | 56,610  | 55,304   | 58,778  | 63,033  |
| DPS                    | 3,600   | 4,000   | 4,500    | 5,000   | 5,000   |
| 배당수익률(%)               | 3.6     | 3.5     | 4.5      | 5.0     | 5.0     |
| Valuation(Multiple)    |         |         |          |         |         |
| PER                    | 11.3    | 13.6    | 14.4     | 12.5    | 11.4    |
| PCR                    | 8.1     | 9.4     | 9.6      | 8.6     | 7.9     |
| PSR                    | 3.1     | 3.4     | 3.1      | 2.8     | 2.5     |
| PBR                    | 2.0     | 2.0     | 1.8      | 1.7     | 1.6     |
| EBITDA                 | 1,628.3 | 1,587.2 | 1,418.3  | 1,631.8 | 1,766.3 |
| EV/EBITDA              | 7.2     | 8.4     | 8.6      | 7.3     | 6.6     |
| Key Financial Ratio(%) |         |         |          |         |         |
| 자기자본이익률(ROE)           | 18.6    | 15.7    | 12.6     | 14.1    | 14.5    |
| EBITDA이익률              | 36.2    | 34.0    | 31.4     | 32.4    | 31.9    |
| 부채비율                   | 37.9    | 27.4    | 28.9     | 30.4    | 30.7    |
| 금융비용부담률                | 0.1     | 0.2     | 0.1      | 0.1     | 0.2     |
| 이자보상배율(x)              | 218.6   | 166.3   | 222.4    | 226.7   | 143.7   |
| 매출채권회전율(x)             | 4.2     | 4.3     | 4.1      | 4.3     | 4.4     |
| 재고자산회전율(x)             | 2.1     | 2.0     | 1.9      | 1.9     | 2.0     |

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.  
당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 11월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다.  
당사는 2018년 11월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
당사의 조사분석 담당자는 2018년 11월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.  
본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김정욱)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다.  
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.  
동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

| 기업                           | 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 |                                       |
|------------------------------|--|---------------------------------------|
| 추천기준일<br>직전 1개월간<br>종가대비 4등급 | Buy  | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상          |
|                              | Trading Buy                                      | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 |
|                              | Hold   | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만 |
|                              | Sell   | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만          |
| 산업                           | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천                  |                                       |
| 추천기준일<br>시장지수대비 3등급          | Overweight (비중확대)                                |                                       |
|                              | Neutral (중립)                                     |                                       |
|                              | Underweight (비중축소)                               |                                       |

투자의견 비율

| 투자의견 | 비율    |
|------|-------|
| 매수   | 96.3% |
| 중립   | 3.8%  |
| 매도   | 0.0%  |

2018년 9월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에  
대하여 공표한 최근일  
투자등급의 비율

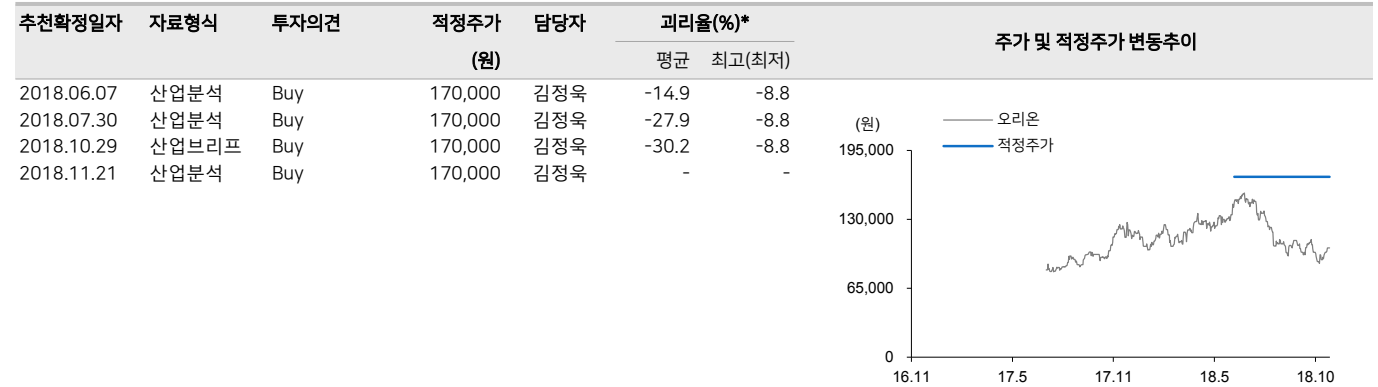
# CJ제일제당 (097950) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

| 추천<br>확정일자 | 자료<br>형식 | 투자의견  | 적정주가<br>(원) | 담당자 | 과리율(%)* |        | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|----------|-------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
|            |          |       |             |     | 평균      | 최고(최저) |                |
| 2016.08.08 | 기업브리프    | Buy   | 450,000     | 김정욱 | -15.5   | -9.7   |                |
| 2016.11.03 | 기업브리프    | Buy   | 450,000     | 김정욱 | -15.8   | -9.7   |                |
| 2016.11.28 | 산업분석     | Buy   | 510,000     | 김정욱 | -26.8   | -25.2  |                |
| 2016.11.30 | 산업분석     | Buy   | 510,000     | 김정욱 | -28.4   | -23.4  |                |
| 2017.02.10 | 기업브리프    | Buy   | 510,000     | 김정욱 | -29.5   | -23.4  |                |
| 2017.04.18 | 산업분석     | Buy   | 510,000     | 김정욱 | -29.8   | -23.4  |                |
| 2017.05.12 | 기업브리프    | Buy   | 510,000     | 김정욱 | -29.5   | -23.4  |                |
| 2017.06.05 | 산업분석     | Buy   | 510,000     | 김정욱 | -29.4   | -23.4  |                |
| 2017.06.13 | 기업브리프    | Buy   | 510,000     | 김정욱 | -29.2   | -23.4  |                |
| 2017.07.19 | 산업분석     | Buy   | 510,000     | 김정욱 | -29.2   | -23.4  |                |
| 2017.08.07 | 기업브리프    | Buy   | 510,000     | 김정욱 | -29.4   | -23.4  |                |
| 2017.09.18 | 산업분석     | Buy   | 510,000     | 김정욱 | -29.5   | -23.4  |                |
| 2017.10.18 | 산업분석     | Buy   | 510,000     | 김정욱 | -29.3   | -23.4  |                |
| 2017.11.09 | 기업브리프    | Buy   | 510,000     | 김정욱 | -28.9   | -18.4  |                |
| 2017.11.28 |          | 1년 경과 |             |     | -21.4   | -19.1  |                |
| 2017.12.05 | 산업분석     | Buy   | 510,000     | 김정욱 | -31.2   | -19.1  |                |
| 2018.05.11 | 기업브리프    | Buy   | 510,000     | 김정욱 | -31.2   | -19.1  |                |
| 2018.06.07 | 산업분석     | Buy   | 510,000     | 김정욱 | -31.4   | -19.1  |                |
| 2018.07.30 | 산업분석     | Buy   | 510,000     | 김정욱 | -31.5   | -19.1  |                |
| 2018.08.09 | 기업브리프    | Buy   | 510,000     | 김정욱 | -32.0   | -19.1  |                |
| 2018.10.08 | 산업분석     | Buy   | 510,000     | 김정욱 | -32.2   | -19.1  |                |
| 2018.10.29 | 산업브리프    | Buy   | 510,000     | 김정욱 | -32.3   | -19.1  |                |
| 2018.11.09 | 기업브리프    | Buy   | 510,000     | 김정욱 | -32.3   | -19.1  |                |
| 2018.11.21 | 산업분석     | Buy   | 510,000     | 김정욱 | -       | -      |                |

## 오리온 (271560) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년



## KT&G (033780) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

