

음식료 중국 탐방보고서

최전선(最前線) 팩트체크 2

Part I 오리온 - 대형마트 매대 회복 확인

Part II CJ제일제당 - 비비고/HMR 매대 증가 확인, 아미노산 시장 점검

Part III 기업분석

음식료 Analyst 김정욱

02. 6098-6689

6414@meritz.co.kr

Top Picks

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





7월 발간한 최전선(最前線) 팩트체크의 후속작으로 11월 동일한 점포를 재방문해서 매대 점유율을 업데이트 했습니다. 오리온의 경우 7월과 11월을 비교해 제과 매대가 20~30% 가량 증가했으며 매대 점유율의 +2~3%pt 상승을 확인했습니다. CJ제일제당은 북경 까르푸/오상, 상해 까르푸 냉동식품 매대의 비비고 만두 입점 증가를 확인했고, 7월 대비 11월 2~4배 가까운 매대 면적이 증가한 점이 인상적이었습니다.

중국 진출 기업들의 18년 정상화 노력을 현장에서 느낄 수 있었고 지난 자료에서 부족했던 시계열 데이터를 보완해 매대 점유율 자료를 개선했습니다. 현장에서 느낀 중국의 시기별 영업환경을 공유하는 자료가 되길 바라며, 투자판단에 유용한 정보를 제공할 수 있었으면 좋겠습니다.
감사합니다.

음식료 Analyst 김정욱

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

Contents

Part I	오리온 - 대형마트 매대 회복 확인	7
Part II	CI제일제당 - 비비고/HMR 매대 증가 확인, 아미노산 시장 점검	31
Part III	기업분석	
	오리온(271560) 하반기 중국 제과 매대 증가 확인, 19년 성장 기대감 확대	42
	CI제일제당(097950) 국내가 이끌고 해외가 밀어주는 HMR 성장	45

음식료 중국 탐방보고서 - 중국 최전선(最前線) 팩트체크 2

I 오리온 - 북경 까르푸/오상, 상해 까르푸 기준 7월 대비 11월 오리온 매대 증가 28.0%, 점유율 +2.8%pt

- 대형마트 매대 조사 결과 스낵/파이/비스킷 일반/행사 매대 수 전체적으로 28.0% 증가. 매대 점유율 +2.8%pt 확대, 북경 까르푸 스낵 매대 리뉴얼 제품 확대되며 일반 매대 중심으로 회복. 북경 오상/상해 까르푸 매장은 대형 행사 매대 신규로 입점하며 매대 증가. 오리온 월별 매출 성장과 상반기 대비 하반기 매출액 계단식 증가의 원동력 확인
- 북경 까르푸 - 행사 매대 소폭 축소됐지만 스낵/파이/비스킷 일반 매대 회복이 두드러짐. 7월 대비 11월 매대 32.3% 확대, 점유율 +4.0%pt
- 북경 오상 - 스낵 행사 매대 확대, 파이(QT파이) 대형 행사 매대 신규 입점 긍정적. 7월 대비 11월 매대 32.3% 확대, 점유율 +1.3%pt
- 상해 까르푸 - 입구 방향 대형 행사 매대 입점 긍정적. 스낵/파이/비스킷 입점 확대하며 제과매대 7월 대비 11월 15.3% 확대, 점유율 +1.1%pt
- 18년 매대 정상화와 개선된 수익성 구조 확립, 19년 매출 성장 전략으로 재도약

II CJ제일제당 - 북경 까르푸/오상, 상해 까르푸 냉동식품 매대의 비비고 만두 입점 증가 확인

- 북경 까르푸/오상, 상해 까르푸 냉동식품 매대의 비비고 만두 입점 증가 확인
- 냉동 매대의 경우 매장별로 차이는 있지만 많게는 3~4배, 적어도 2배 이상의 매대 면적 증가. 특히 오상 마트는 상온 HMR 행사 매대, 매장 입구 방향에 신규 입점. 상해 냉동 카테고리 매장은 기존 냉동고 최상단부 1줄을 차지하던 비비고 만두가 SKU 다변화되며 냉동고 1칸 전체에 입점한 부분 인상적
- 중국 가공식품 매출액 성장의 근거로 냉동식품 매대 확대 + 상온 HMR 입점 확대 확인
- 중국 아미노산 시장 점검 - 바닥 시그널 발생 이후 제품별로 수급 상황은 상이하지만 가격 하락 가능성은 제한적

Part I

오리온

대형마트 매대 회복 확인



오리온 최전선(最前線) 팩트체크 - 대형마트 매대 회복 확인

I 중국 대형마트 탐방 - 북경 가르푸/오상, 상해 가르푸 기준 7월 대비 11월 오리온 매대 증가 28.0%, 점유율 +2.8%pt

- 대형마트 매대 조사 결과 스낵/파이/비스킷 일반/행사 매대 수 전체적으로 28.0% 증가. 매대 점유율 +2.8%pt 확대, 북경 가르푸 스낵 매대 리뉴얼 제품 확대되며 일반 매대 중심으로 회복. 북경 오상/상해 가르푸 매장은 대형 행사 매대 신규로 입점하며 매대 증가. 오리온 월별 매출 성장과 상반기 대비 하반기 매출액 계단식 증가의 원동력 확인
- 북경 가르푸 - 행사 매대 소폭 축소됐지만 스낵/파이/비스킷 일반 매대 회복이 두드러짐. 7월 대비 11월 매대 32.3% 확대, 점유율 +4.0%pt
- 북경 오상 - 스낵 행사 매대 확대, 파이(QT파이) 대형 행사 매대 신규 입점 긍정적. 7월 대비 11월 매대 32.3% 확대, 점유율 +1.3%pt
- 상해 가르푸 - 입구 방향 대형 행사 매대 입점 긍정적. 스낵/파이/비스킷 입점 확대하며 제과매대 7월 대비 11월 15.3% 확대, 점유율 +1.1%pt

II 오리온 탐방내용 - 18년 매대 정상화와 개선된 수익성 구조 확립, 19년 매출 성장 전략으로 재도약

- 중국 경기 둔화와 소비재 시장 전망은? 소비재는 경기 변화에 덜 민감한 품목. 유통 채널 변화가 더 민감한 상황이며 카테고리 내 변화에 따라 제품별 성장률은 상이함. 스낵은 하이 싱글, 파이는 로우-미드 싱글의 시장 성장 예상. 제조업체의 대응에 따라 성장률 차별화 진행 예상
- 사드 사태의 문제와 정상화 노력은? 사드 사태에 따른 피해는 소비자의 선호도 하락보다 유통 업체의 매대 퇴출 영향이 더 치명적. 제과 소비 특성상 매대 진열 여부가 중요. 18년은 성장보다는 수익성 개선(OPM 15~20% 체력 완성) 및 매대 정상화 노력. 성장 전환은 19년 예상
- 중국 제과법인 수익성 개선의 원동력은? 1차적으로 고정비 감소 진행. 중국 9개 법인의 12.6천명 인력을 8.5천명 수준으로 감축. 최소 인원으로 타이트하게 운영. 2차적으로 원가 절감 노력, 시장성 비용 효율적 집행, 고효율 채널/경소상 집중 전략으로 15~20% OPM 유지 목표
- 중국 대형마트 매대는 회복세 지속중? 오프라인 업체와의 재계약을 통해 북경을 중심으로 매대 회복 중. 매대 회복에 따른 일회성 비용 집행 됐으며 이후는 변동비 성격의 수수료만 발생. 18년 말까지 매대 정상화 진행될 전망이다. 기존 확보한 매대의 회전을 상승에 집중
- 19년 매출액 성장 전략은? 교복칩은 중국 시장 긍정적인 소비자 반응 확인(일부 지역 카피 제품 등장). 2분기 출시, 3분기 입점 확대 및 TV광고 진행. 본격적인 매출 효과는 4Q18~1Q19 기대. 4Q18 이후 매출 흐름에 따라서 상해 지역 교복칩 라인 증설 가능성 있음. 스낵/파이는 플레이어 다변화 노력. 경쟁사 대비 SKU 수가 적다는 점이 매대 확보에도 불이익. 국내 플레이어 적용에서 벗어나 현지 특화된 플레이어 개발 노력. 가격 전략은 경쟁사 가격을 면밀히 파악한 뒤 0.5~1위안 낮은 가격으로 통일. TT채널의 간접영업화는 지난 10~15년간 경소상과의 신뢰관계를 구축했기에 가능한 전략. 직접영업 대비 리스크가 있지만 오리온의 경쟁력에 기반해 매출 성장, 수익성 개선 모두 가능할 전망

오리온 중국 매대 팩트 체크 - 오리온 기업가치와 중국 제과 매출액 점검

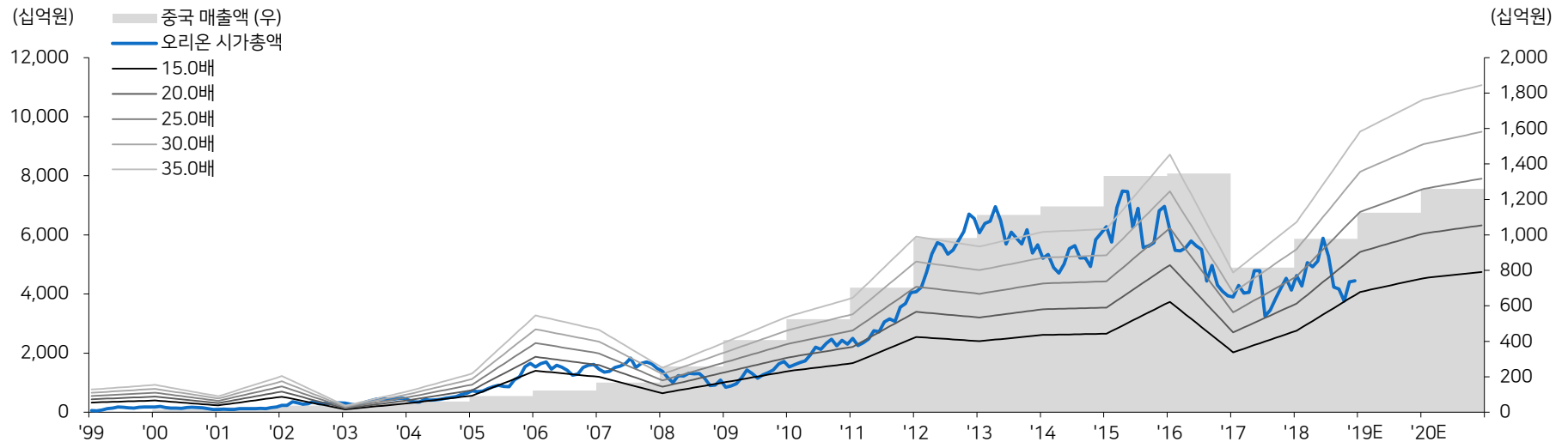
음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

**17년~18년은 사드 사태에 따른
피해로 유통 업체의 매대 퇴출
영향이 치명적**

**18년은 성장보다는 수익성
개선 및 매대 정상화 노력. 중국
매출액 성장 전환은 19년 예상**

- 04년~08년은 제과 본업 보다는 계열사 실적 턴어라운드가 주가 상승을 견인. 당시 중국 법인 매출액 고성장은 지속되고 있었지만 매출 규모가 2,000억원 내외로 매출 비중은 20~30%에 불과했음
- 09년~16년은 해외법인 매출액이 본격 고성장하며 국내법인 매출액을 초과. 부진 계열사 구조조정이 진행됐으며 중국사업 고성장 지속되며 전체 외형 성장을 주도. 16년 기준 국가별 매출 비중은 중국 60%, 한국 27%, 베트남 8%, 러시아 3%
- 17년~18년은 사드 사태에 따른 피해로 유통 업체의 매대 퇴출 영향이 치명적. 제과 소비 특성상 매대 진열 여부가 중요. 18년은 성장보다는 수익성 개선(OPM 15~20% 체력 완성) 및 매대 정상화 노력. 중국 매출액 성장 전환은 19년 예상

오리온 05년까지 중국사업은 기대감만 반영, 09~16년은 중국 사업 본격 성장 기간, 17년 사드사태로 매출 부진 후 18년~19년 중국 매출 성장 예상



주: 시가총액은 분할전 오리온+오리온홀딩스, 분할이후는 오리온 시가총액
자료: 오리온, 메리츠증권증권 리서치센터

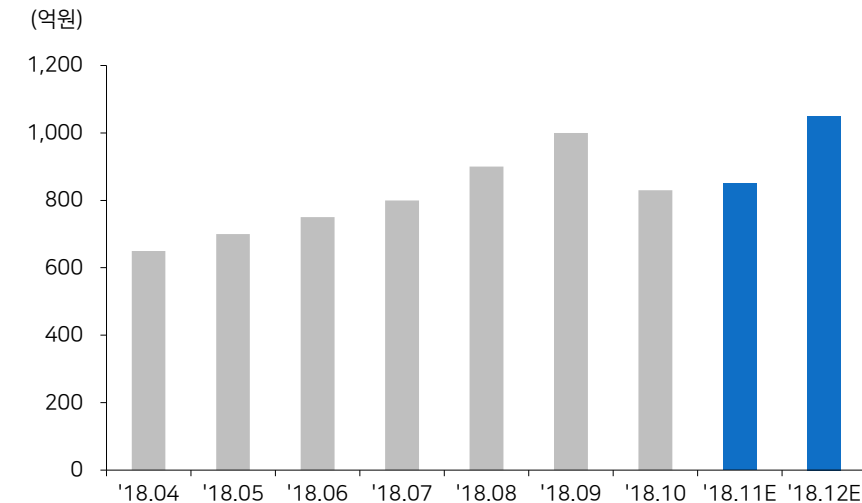
오리온 중국 매대 팩트 체크 - 중국 제과 매출액/수익성 점검

음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

월 단위로 개선되고 있는 중국
매출액 회복에 주목할
시점으로 판단

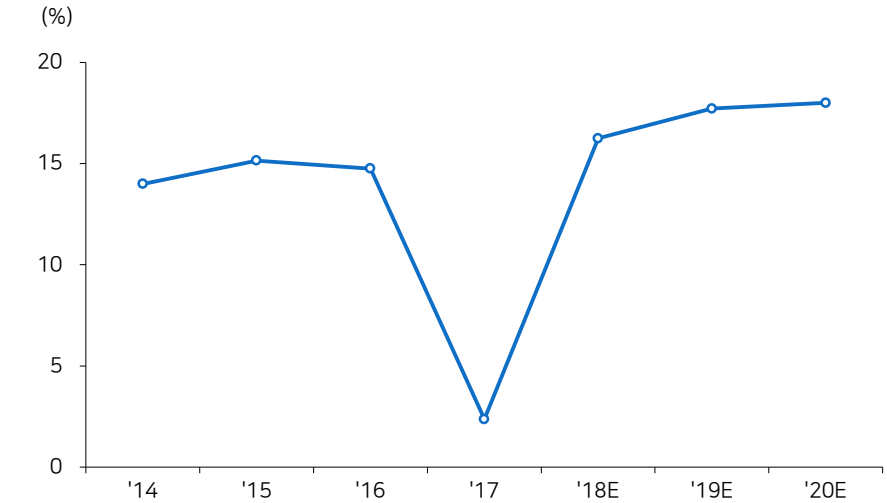
- 월 단위로 개선되고 있는 중국 매출액 회복에 주목할 시점으로 판단. 중국 제과 매출액은 3Q18 2,552억원 기록하며 2Q18 제시한 가이드언스를 상회. 월별로 100~150억원 기존 기대치를 상회하는 매출 규모 달성
- 유통구조 개선, 광고비/판촉비 절감 노력, 물류비 축소로 17년 사드사태에 따른 수익성 악화 이후 지속적으로 15%를 상회하는 영업이익률을 달성 예상
- 상반기 대비 하반기 개선된 매출액/수익성이 구조적인 변화인지 점검하기 위해 7월과 11월을 비교, 매대 증가 여부를 확인

18년 오리온 중국 제과 월별 매출액 추이 및 전망



자료: 오리온, 메리츠증권리서치센터

오리온 중국 제과 영업이익률 추이 및 전망

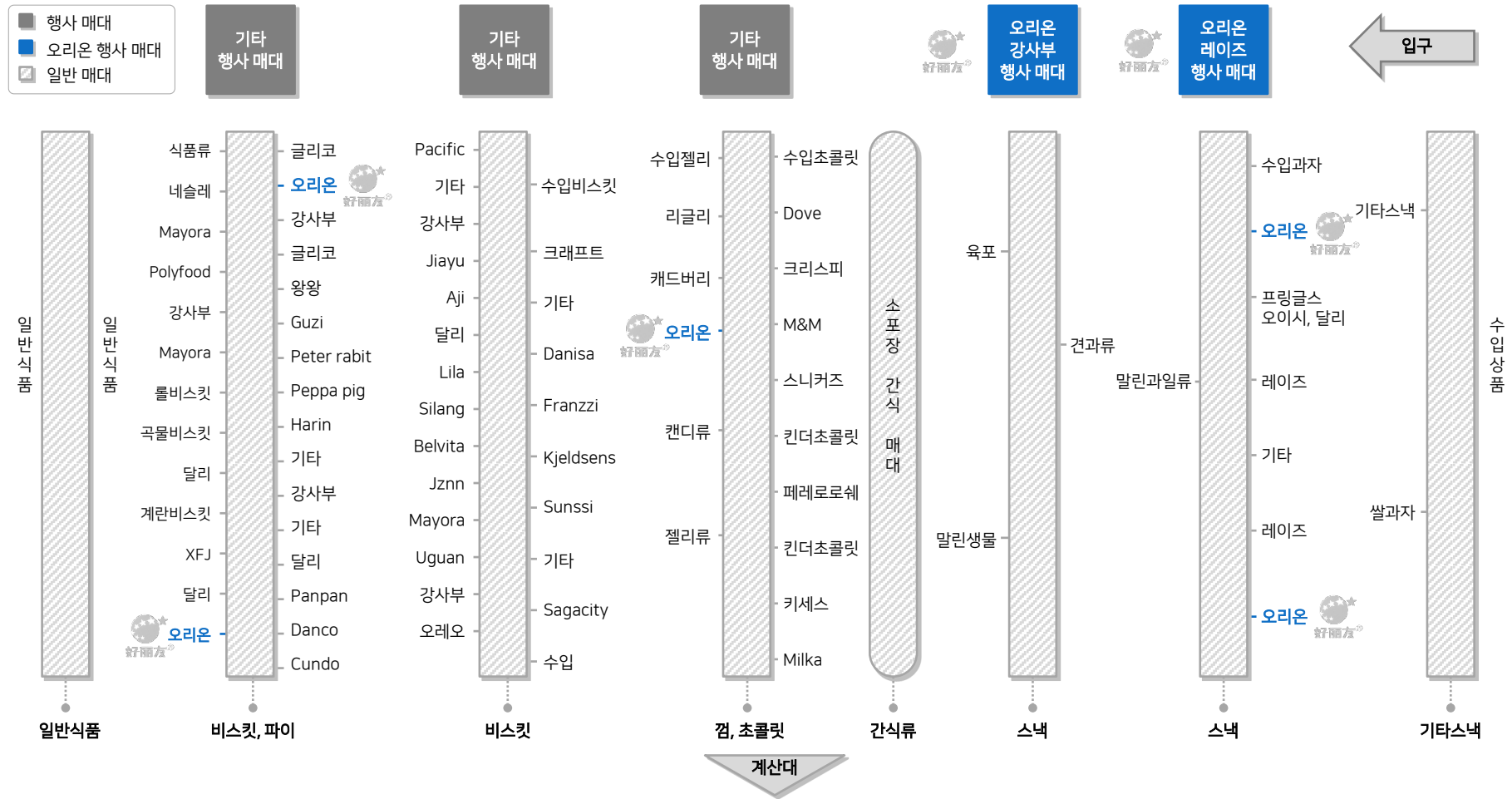


자료: 오리온, 메리츠증권리서치센터

북경 까르푸 - 오리온 매대 7월 대비 11월 32.3% 확대, 점유율 +4.0%pt

음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

북경 까르푸 제과 매장 평면도 - 행사 매대 소폭 축소됐지만 스낵/파이/비스킷 일반 매대 회복이 두드러짐. 7월 대비 11월 32.3% 확대, 점유율 +4.0%pt



북경 까르푸 - 오리온 합산 매대 점유율 7월 12.5% → 11월 16.4%로 확대

음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

합산한 매대 점유율 7월 12.5%
→ 11월 16.4%로 확대

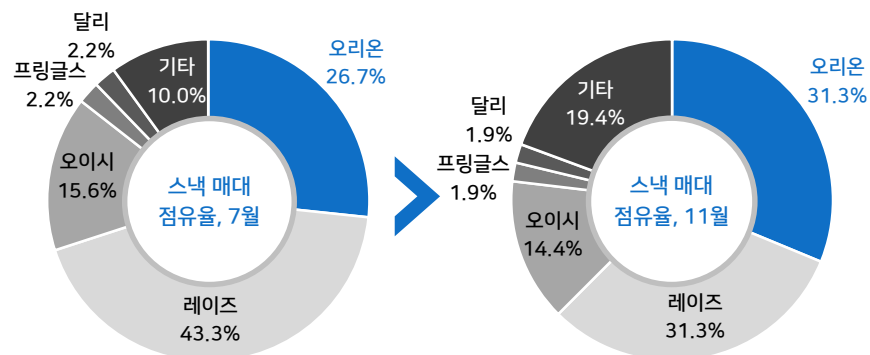
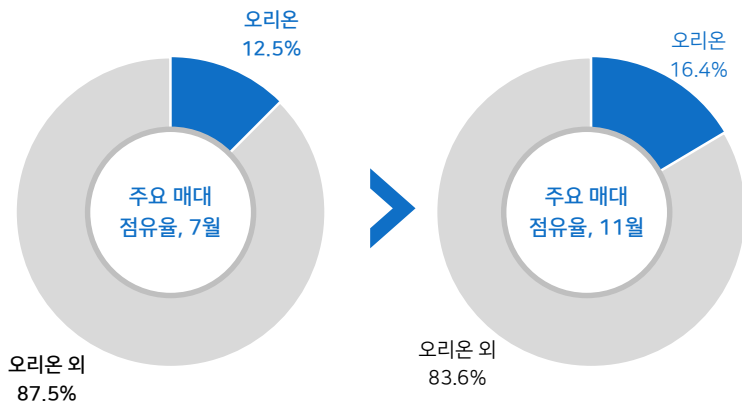
스낵/파이/비스킷 매대 확대가
점유율 상승을 견인

스낵 매대 점유율 7월 26.7%
→ 31.3%로 확대

- 스낵, 파이+비스킷, 껌을 합산한 오리온 매대 점유율 7월 12.5% → 11월 16.4%로 확대. 스낵/파이/비스킷 매대 확대가 점유율 상승을 견인. 껌은 매대 규모는 유지됐지만 경쟁사 매대 확대로 점유율 소폭 하락
- 오리온 스낵 매대 점유율 7월 26.7% → 11월 31.3%로 확대. 7월 스낵 매대 점유율은 레이즈가 43.3%로 압도적이었으나 11월 스낵 매대 점유율은 양사가 31.3%로 동일
- 경쟁사 점유율 7월 레이즈 43.3%, 오이시 15.6%, 프링글스 2.2%, 달리 2.2% 에서 11월 레이즈 31.3% 오이시 14.4%, 프링글스 1.9%, 달리 1.9%로 축소

오리온 카테고리 합산 매대 점유율 7월 12.5% → 11월 16.4%로 확대

오리온 스낵 매대 점유율 7월 26.7% → 11월 31.3%로 확대, 레이즈와 동일



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

북경까르푸 - 스낵 매대 오리온/레이즈 7월 2:4→11월 3:3으로 오리온 확대

음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

7월 일반 매대 상황이 오리온2 : 레이즈4 에서 11월 오리온3 : 레이즈3 으로 변화

오감자의 경우 리뉴얼을 통해 패키징 교체, 웹툰 캐릭터 삽입되며 브랜드 노후화를 방어

- 스낵 매대는 일반 매대의 점유율 확대 두드러짐. 계산대 방향부터 3칸을 오감자/스윙칩/신제품으로 입점. 7월 일반 매대 상황이 오리온2 : 레이즈4 에서 11월 오리온3 : 레이즈3 으로 오리온 확대
- 특히 오감자의 경우 패키징 리뉴얼, 웹툰 캐릭터 삽입되며 브랜드 노후화를 방어하는 노력 확인. 레이즈는 신제품/리뉴얼 보다는 가격 할인/정상화 반복하며 프로모션으로 대응
- 19년 오리온의 스낵 경쟁 전략은 경쟁사 가격 조사를 통해 상대적으로 0.5~1위안 저렴한 가격으로 통일. 가격 인상 및 할인행사의 반복으로 혼선을 주기보다는 안정적인 가격 레벨을 유지할 계획. 신제품 측면에서 18년 대형 브랜드 확대 노력을 지속하고 기존 제품의 플레이버 다변화 시도할 전망

스낵 일반 매대 입점 상황 7월 오리온2 : 레이즈4 에서 11월 오리온3 : 레이즈3 으로 오리온 확대. 오감자의 경우 리뉴얼을 통해 패키징 교체, 웹툰 캐릭터 삽입



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

북경까르푸-오리온파이+비스킷매대점유율7월7.5%→11월11.3%로 확대

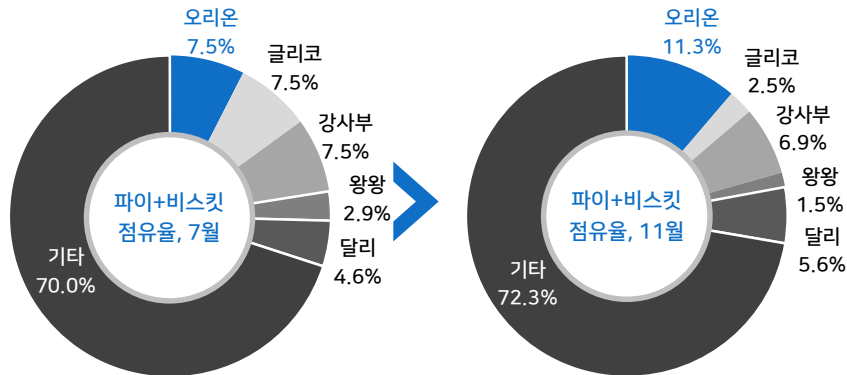
음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

파이+비스킷 매대 점유율 7월 7.5% → 11월 11.3%로 확대

비스킷 매대 7월 1/3칸에 불과했으나 11월 신제품과 기획팩을 포함 1칸을 모두 확보

- 오리온 파이+비스킷 매대 점유율 7월 7.5% → 11월 11.3%로 확대. 파이(초코파이, QT파이, 카스타드 등)와 비스킷(고래밥, 초코송이) 모두 매대 점유율 확대에 기여
- 비스킷 매대의 경우 고래밥/초코송이 매대는 7월 1/3칸에 불과했으나 11월 신제품과 기획팩을 포함 1칸을 모두 확보하며 확대
- 파이+비스킷 매대 경쟁사 점유율 7월 글리코 7.5%, 강사부 7.5%, 왕왕 2.9%, 달리 4.6% 에서 11월 글리코 2.5%(행사매대 변화), 강사부 6.9%, 왕왕 1.5%, 달리 5.6%로 변화

파이+비스킷 매대 점유율 7월 7.5% → 11월 11.3%로 확대



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

고래밥/초코송이 매대 7월 1/3칸 → 11월 1칸을 모두 확보하며 확대



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

북경 까르푸 - 오리온 파이 매대는 기존 1+2/3칸에서 2칸으로 확대

음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

오리온 파이 매대 점유율 7월 83.3%에서 11월 88.9%로 확대.
파이 매대 기존 1+2/3칸에서 2칸으로 확대

사드 이후에도 파이류는
견고한 브랜드 파워를 확인

- 오리온 파이 매대 점유율 7월 83.3%에서 11월 88.9%로 확대. 파이 매대 기존 1+2/3칸에서 2칸으로 늘어나며 달리 제품이 다른 칸으로 이동(1/3칸에서 1/4칸으로 축소). 파이는 독보적인 지위 유지
- 파이 매대는 계산대와 근접해 유동 인구가 많은 위치를 차지함. 초코파이(오리지널, 녹차맛, 딸기맛), 큐티파이(오리지널, 체리, 헤이즐넛), 카스타드, 후레쉬베리가 주요 제품
- 사드사태에 따른 부진 이후에도 초코파이(+딸기초코파이), QT파이(+체리QT파이)가 매출 성장을 이끌며 견고한 브랜드 파워를 확인. 비슷한 제품은 달리의 초코파이가 있지만 제품 외관부터 퀄리티 격차가 큰 상황

7월 오리온 파이 매대 모습 1칸+2/3칸 확보. 1/3칸은 달리 제품 입점. 11월 오리온 파이 매대 2칸 모두 확보. 달리 1/4칸 확보하며 옆으로 밀려남



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

북경 까르푸 - 오리온 껌 매대 점유율 7월 8.7%에서 11월 6.7%로 축소

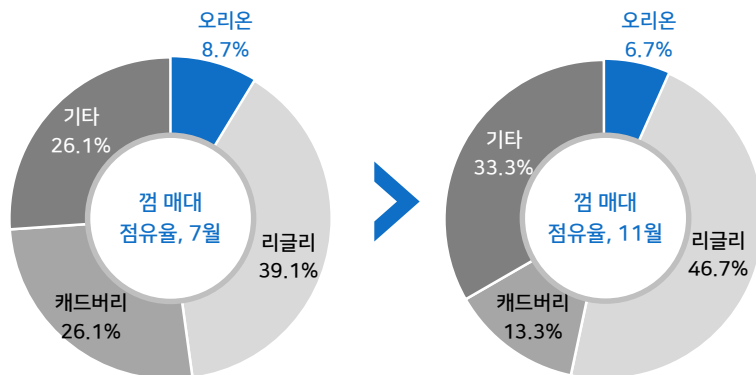
음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

오리온 껌 매대 점유율 7월 8.7%에서 11월 6.7%로 축소

리글리 매대 점유율이 압도적, 대규모 매대 확보와 프로모션으로 수익성 부진 상황 우려
오리온 단조로운 매대 지속

- 오리온 껌 매대 점유율 7월 8.7%에서 11월 6.7%로 축소. 경쟁사 점유율 동향은 7월 리글리 39.1%, 캐드버리 26.1%, 기타 26.1% 에서 11월 리글리 46.7%, 캐드버리 13.3%, 기타 33.3%로 변화
- 껌은 리글리의 매대 점유율이 압도적. 더블민트와 과일플레이버 껌이 강세. 다만 공격적인 매대 확보 및 프로모션으로 매출액 대비 수익성 부진 상황이 우려. 오리온 껌 카테고리는 신제품 부재로 단조로운 매대 상황 지속. 오리온 껌의 플레이버/브랜드 확장이 필요한 상황

오리온 껌 매대 점유율 7월 8.7%에서 11월 6.7%로 축소



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

오리온 껌 카테고리는 신제품 부재로 단조로운 매대 상황 지속

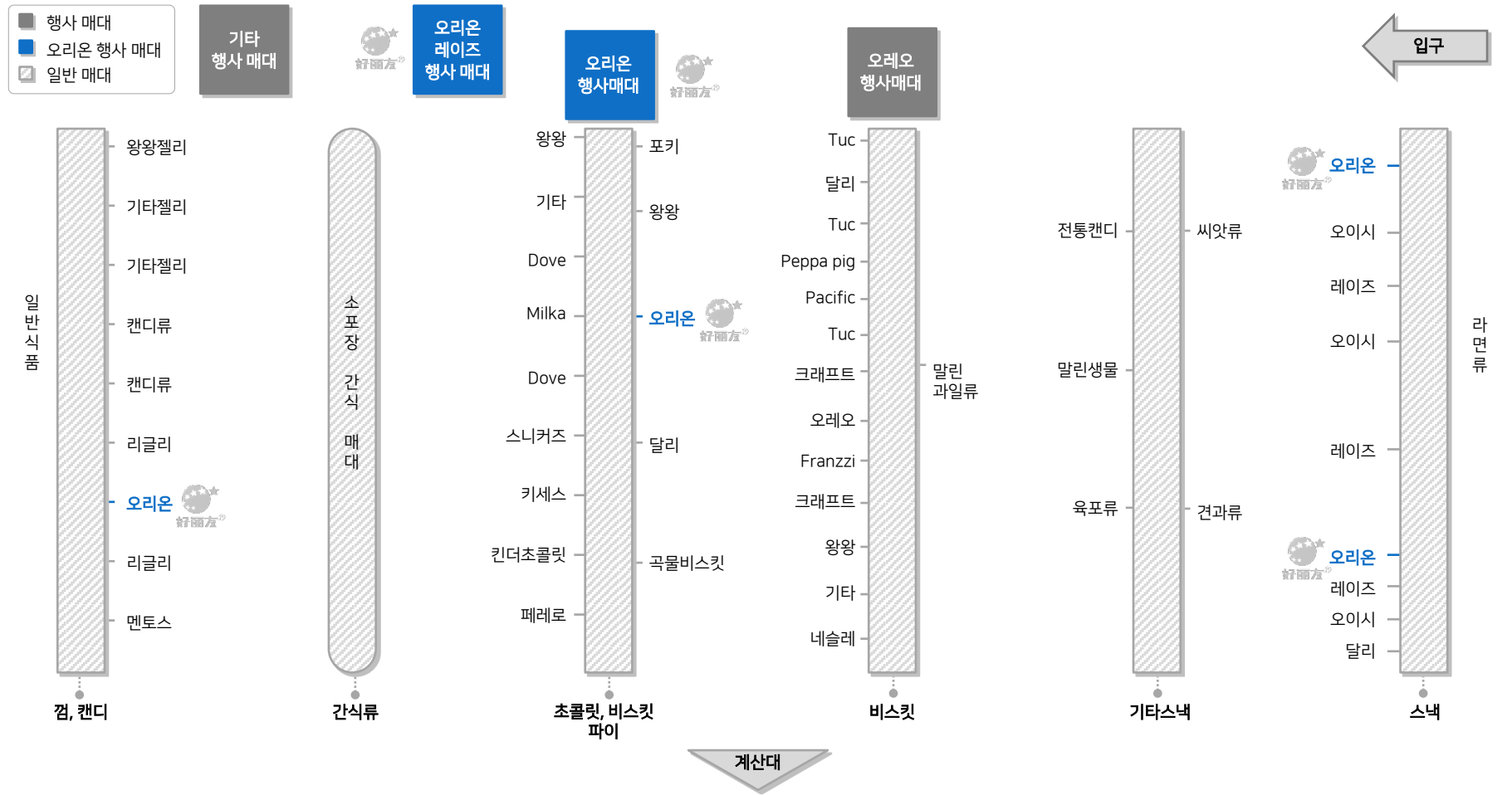


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

북경 오상 - 오리온 매대 7월 대비 11월 32.3% 확대, 점유율 +1.3%pt

음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

북경 오상 제과 매장 평면도 - 스낵 행사 매대 확대, 파이(QT파이) 대형 행사 매대 신규 입점 긍정적. 스낵/비스킷 일반 매대는 전년수준 유지 혹은 소폭 확대



북경 오상 - 오리온 합산 매대 점유율 7월 26.8% → 11월 28.1%로 확대

음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

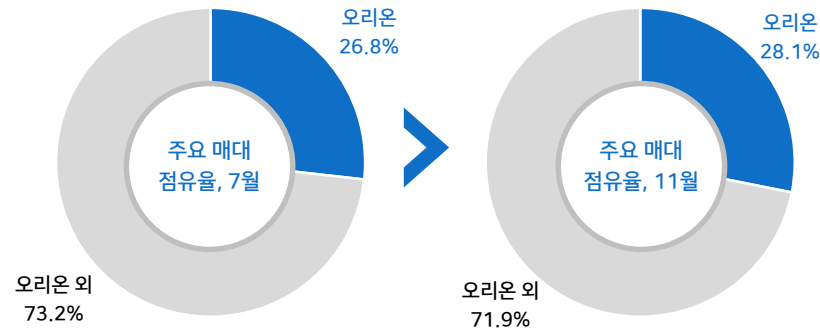
합산한 매대 점유율 7월 26.8%
→ 11월 28.1%로 확대

스낵 매대 확대가 점유율
상승을 견인

스낵 매대 점유율 7월 31.3%
→ 34.8%로 확대

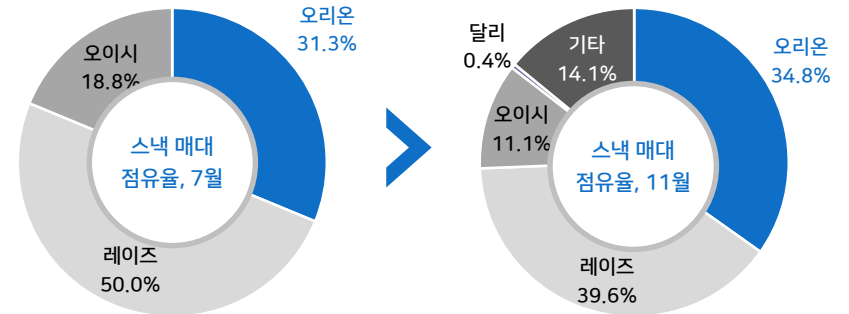
- 스낵, 파이+비스킷, 껌을 합산한 오리온 매대 점유율 7월 26.8% → 11월 28.1%로 확대. 스낵 매대 (행사/일반) 확대가 점유율 상승을 견인. 파이+비스킷은 오리온 매대 수와 전체 매대 수가 동반 증가. 껌은 매대 점유율 유지
- 오리온 스낵 매대 점유율 7월 31.3% → 11월 34.8%로 확대. 레이즈의 7월 스낵 매대 점유율은 50.0%로 압도적이었으나 11월 스낵 매대 점유율은 39.6%로 축소
- 경쟁사 점유율 7월 레이즈 50.0%, 오이시 18.8%에서 11월 레이즈 39.6%, 오이시 11.1%, 달리 0.4%, 기타 14.1%로 변화

오리온 카테고리 합산 매대 점유율 7월 26.8% → 11월 28.1%로 확대



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

오리온 스낵 매대 점유율 7월 31.3% → 11월 34.8%로 확대, 레이즈 추격 중



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

북경 오상 - 스낵 행사매대 확대, 파이(QT파이) 대형 행사매대 신규 입점

음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

7월에 부재했던 대형 행사
매대를 확보한 점 긍정적

스낵 행사 매대 점유율 7월
20% 수준이었으나 11월
40%로 확대

- 11월 오리온 대형 행사 매대 입점. QT파이 오리지널, 체리, 헤이즐넛 3종 입점. 7월에 부재했던 대형 행사 매대를 확보한 점 긍정적. 오레오도 비스킷 제품으로 7월에 부재했던 행사 매대 확보
- 11월 스낵 행사 매대 7월 대비 확대. 기존 꼬북칩, 예감에서 감자엔소스닷, 오감자(패키징 리뉴얼) 등으로 확대 입점. 스낵 행사 매대 점유율 7월 20% 수준이었으나 11월 40%로 확대
- 북경 오상 마트는 중대형 규모의 마트로 7월에도 오리온 매대 점유율이 높았던 매장인데 11월 신규 행사 매대 추가되며 전체 매대 점유율 1.3%pt 확대

11월 오리온 대형 행사 매대 입점. 7월에 부재했던 대형 행사 매대 확보



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

스낵 행사 매대 점유율 7월 20% 수준에서 11월 40%로 확대



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

북경 오상 - 오리온 스낵 일반 매대는 7월 2칸에서 11월 2+1/2칸으로 확대

음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

오리온 스낵 일반 매대는 7월 2칸에서 11월 2+1/2칸으로 25% 확대

감자엔소스맛 일반/행사 매대
입점. 신제품 입점 활발히
진행된 점 긍정적

- 북경 오상 마트 오리온 스낵 일반 매대는 7월 2칸에서 11월 2+1/2칸으로 25% 확대
- 오리온 스낵은 꼬북칩, 혼다칩, 오감자, 스윙칩, 예감 중심으로 판매. 북경 가르푸에 부재했던 감자엔소스맛 일반/행사 매대 입점. 신제품 입점 활발히 진행된 점 긍정적

북경 오상 마트 오리온 스낵 일반 매대는 7월 2칸에서 11월 2+1/2칸으로 25% 확대, 감자엔소스맛 일반/행사 매대 입점



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

북경오상-오리온파이+비스킷매대점유율7월25.0%→11월25.0%로유지

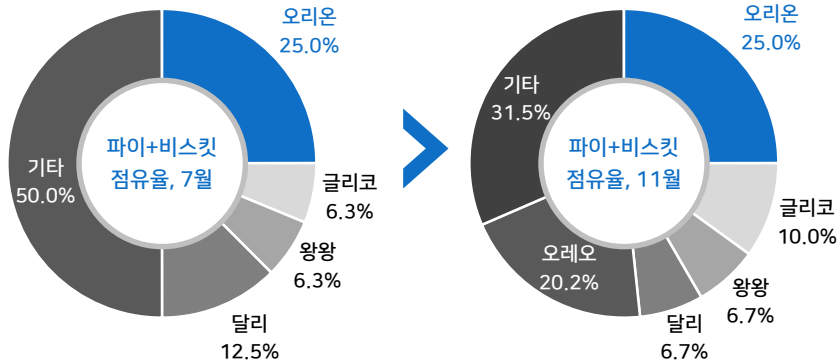
음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

오리온 파이+비스킷 매대
점유율 7월 25.0% → 11월
25.0%로 유지

파이+비스킷 일반 매대 7월
4칸에서 11월 3칸으로 축소.
대형 행사 매대 확대 영향으로
판단

- 오리온 파이+비스킷 매대 점유율 7월 25.0% → 11월 25.0%로 유지. QT파이(오리지널, 체리, 헤이즐넛) 대형 행사 매대 신규 입점으로 매대 수 증가 효과가 있었지만 파이+비스킷 매대 전체 수 증가로 점유율은 유지
- 일반 매대는 7월 파이(초코파이, QT파이, 카스타드 등) 3칸, 비스킷(고래밥, 초코송이) 1칸에서 11월 파이 2칸, 비스킷 1칸으로 축소. 대형 행사 매대 입점에 따른 일반 매대 감소로 판단
- 파이+비스킷 매대 경쟁사 점유율 7월 글리코 6.3%, 왕왕 6.3%, 달리 12.5%, 기타 50.0%에서 11월 글리코 10.0%, 왕왕 6.7%, 달리 6.7%, 오레오 20.2%(오레오는 기타에서 브랜드로 재분류)

오리온 파이+비스킷 매대 점유율 7월 25.0% → 11월 25.0%로 유지



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

파이+비스킷 일반 매대 7월 대비 11월 축소. 행사 매대 영향



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

북경 오상 - 오리온 껌 매대 점유율 7월 25.0%에서 11월 25.0%로 유지

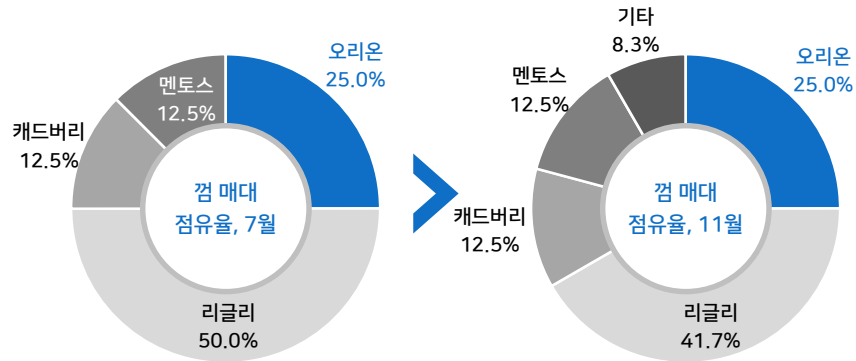
음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

오리온 껌 매대 점유율 7월 25.0%에서 11월 25.0%로 유지

리글리의 껌 카테고리 매대 점유율이 압도적이거나 기타 캔디류 제품이 추가되며 7월 대비 11월 소폭 축소

- 오리온 껌 매대 점유율 7월 25.0%에서 11월 25.0%로 유지. 경쟁사 점유율 동향은 7월 리글리 50.0%, 캐드버리 12.5%, 멘토스 12.5% 에서 11월 리글리 41.7%, 캐드버리 12.5%, 멘토스 12.5%, 기타 8.3%로 변화
- 리글리의 껌 카테고리 매대 점유율이 압도적이거나 기타 캔디류 제품이 추가되며 7월 대비 11월 소폭 축소. 리글리의 더블민트와 과일플레이버 껌이 강세. 다만 공격적인 매대 확보 및 프로모션으로 매출액 대비 수익성 부진 상황이 우려. 북경 오상 마트의 오리온의 껌 카테고리는 25.0%의 매대 점유율을 유지하며 선전하고 있지만 패키징, 플레이버 전환이 필요하다는 판단

오리온 껌 매대 점유율 7월 25.0%에서 11월 25.0%로 유지



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

오리온의 껌 카테고리는 25.0%의 매대 점유율을 유지하며 선전

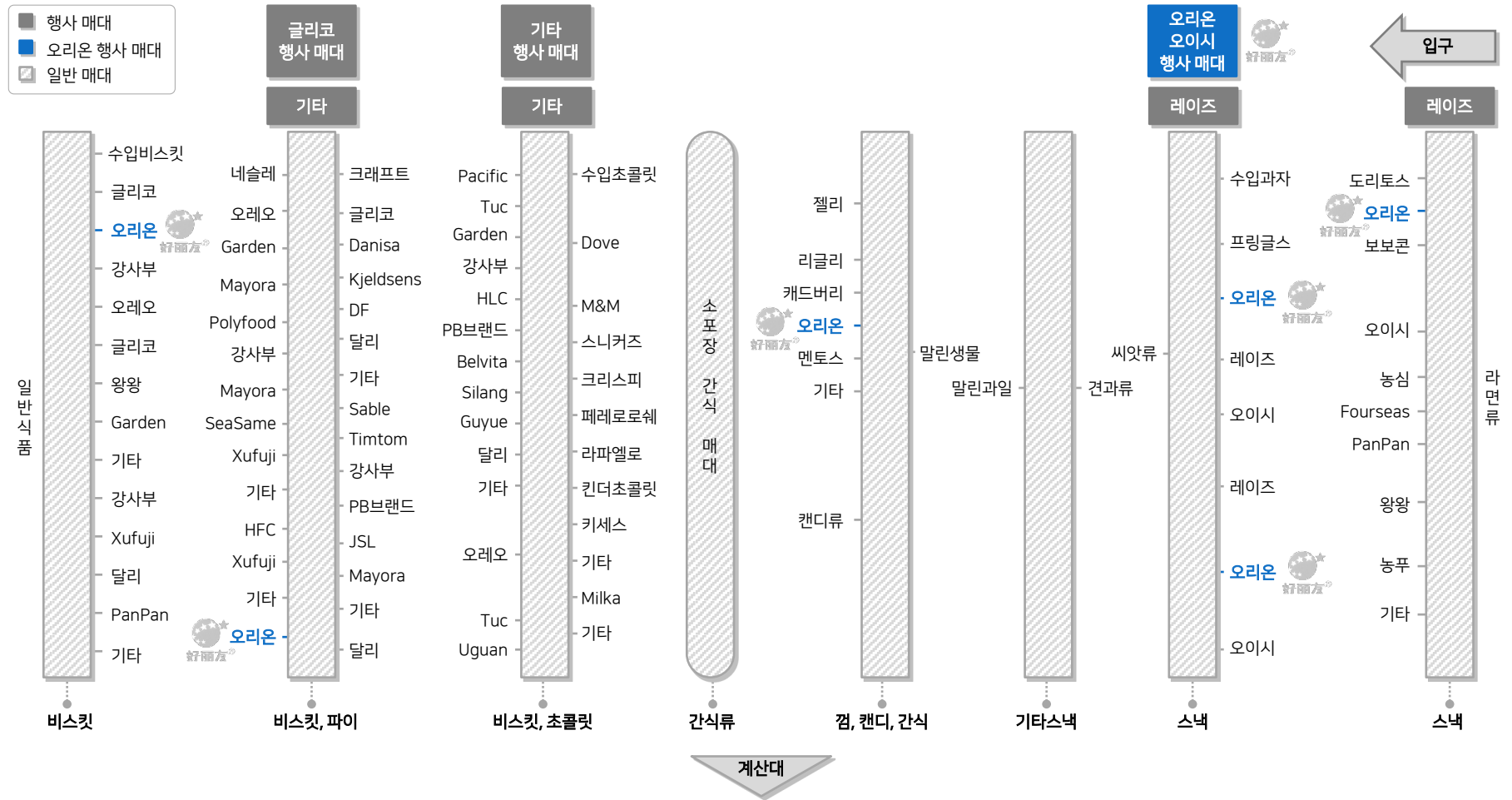


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

상해 까르푸 - 오리온 매대 7월 대비 11월 15.3% 확대, 점유율 +1.1%pt

음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

상해 까르푸 제과 매장 평면도 - 입구 방향 대형 행사 매대 입점 긍정적. 스낵/파이/비스킷 입점 확대하며 제과매대 7월 대비 11월 15.3% 확대, 점유율 +1.1%pt



상해 까르푸 - 오리온 합산 매대 점유율 7월 6.8% → 11월 7.9%로 확대

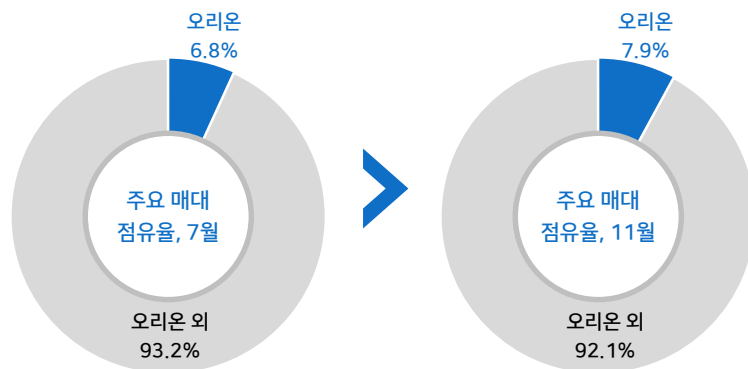
음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

오리온 카테고리 합산 매대
점유율 7월 6.8% → 11월
7.9%로 확대

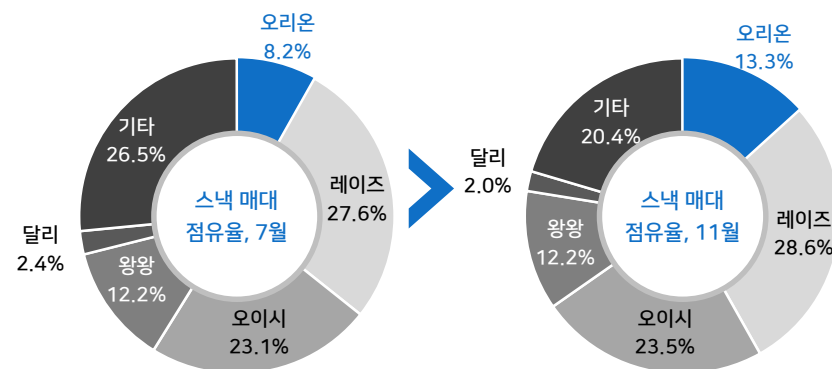
오리온 스낵 매대 점유율 7월
8.2% → 11월 13.3%로 확대

- 스낵, 파이+비스킷, 껌을 합산한 오리온 매대 점유율 7월 6.8% → 11월 7.9%로 확대. 스낵/파이/비스킷 매대 확대가 점유율 상승을 견인. 7월 매대 측면에 위치한 일부 행사 매대는 11월 입구 방향 대규모 스낵 매대로 통합. 7월 대비 11월 일반 매대는 전반적으로 확대
- 오리온 스낵 매대 점유율 7월 8.2% → 11월 13.3%로 확대. 경쟁사 점유율 7월 레이즈 27.6%, 오이시 23.1%, 왕왕 12.2%, 달리 2.4%, 기타 26.5% 에서 11월 레이즈 28.6%, 오이시 23.5%, 왕왕 12.2%, 달리 2.0%, 기타 20.4%로 변화

오리온 카테고리 합산 매대 점유율 7월 6.8% → 11월 7.9%로 확대



오리온 스낵 매대 점유율 7월 8.2% → 11월 13.3%로 확대



주: 상해 매대 점유율은 측정 기준 변경으로 7월 수치까지 동일 기준으로 수정
자료: 메리츠증권리서치센터

주: 상해 매대 점유율은 측정 기준 변경으로 7월 수치까지 동일 기준으로 수정
자료: 메리츠증권리서치센터

상해 까르푸 - 11월 스낵 대형 행사 매대는 오리온이 행사매대의 절반을 확보

음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

7월 스낵 대형 행사 매대
레이즈/오이시 중심으로 입점,
11월 스낵 대형 행사 매대는
오리온이 행사매대의 절반을
확보

- 7월 스낵 대형 행사 매대는 레이즈와 오이시 중심으로 입점. 11월 스낵 대형 행사 매대는 오리온이 행사매대의 절반을 확보하고 나머지 절반에 오이시와 레이즈가 입점
- 북경 대비 상해 지역의 점유율이 상대적으로 낮은 이유는 오리온의 지역 확장 전략에 기인. 선선한 기후의 중국 북쪽 지역은 초코파이 입점이 유리해 초기에 북쪽을 공략. 이후 남쪽으로 확대하는 전략
- 남쪽은 레이즈가 스낵을 중심으로 선점. 레이즈는 광저우, 상해 등 남쪽을 중심으로 복진 전략 활용. 따라서 북쪽에서 남쪽으로 내려올수록 오리온은 점유율이 낮은 경향을 보임

7월 스낵 대형 행사 매대 레이즈/오이시 중심으로 입점, 11월 스낵 대형 행사 매대는 오리온이 행사매대의 절반을 확보



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

상해까르푸-오리온파이+비스킷매대점유율소폭축소,검매대점유율은확대

음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

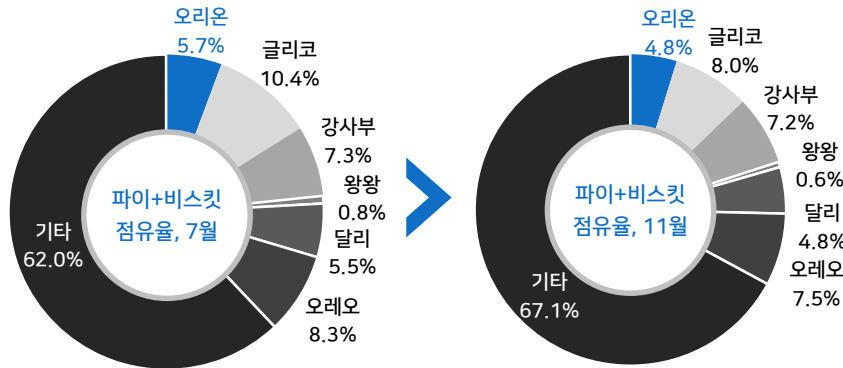
오리온 파이+비스킷 매대
점유율 7월 5.7% → 11월
4.8%로 소폭 축소

일반 매대는 확대된 반면, 매대
측면에 위치한 행사 매대 축소

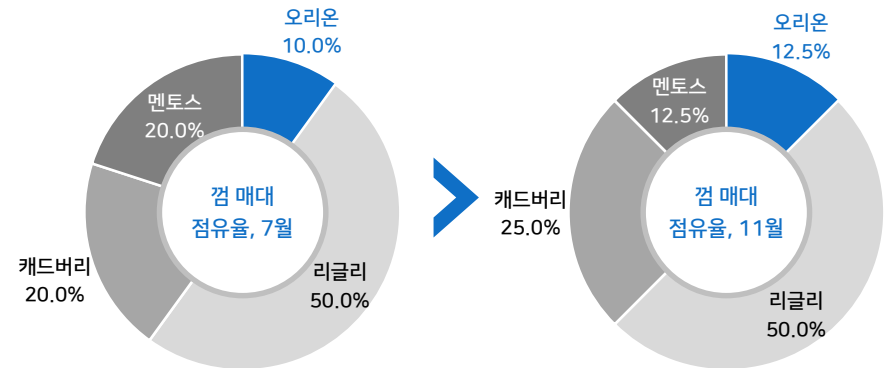
오리온 검 매대 점유율 7월
10.0%에서 11월 12.5%로 확대

- 오리온 파이+비스킷 매대 점유율 7월 5.7% → 11월 4.8%로 소폭 축소. 파이(초코파이, QT파이, 카스타드 등) 일반 매대는 확대된 반면, 매대 측면에 위치한 행사 매대 축소됐기 때문. 비스킷(고래밥, 초코송이)은 매대 점유율 유지
- 파이+비스킷 매대 경쟁사 점유율 7월 글리코 10.4%, 강사부 7.3%, 왕왕 0.8%, 달리 5.5%, 오레오 8.3%에서 11월 글리코 8.0%, 강사부 7.2%, 왕왕 0.6%, 달리 4.8%, 오레오 7.5%로 변화
- 오리온 검 매대 점유율 7월 10.0%에서 11월 12.5%로 확대. 경쟁사 점유율 동향은 7월 리글리 50.0% 캐드버리 20.0%, 멘토스 20.0%에서 11월 리글리 50.0%, 캐드버리 25.0%, 멘토스 12.5%로 변화

오리온 파이+비스킷 매대 점유율 7월 5.7% → 11월 4.8%로 소폭 축소



오리온 검 매대 점유율 7월 10.0%에서 11월 12.5%로 확대



주: 상해 매대 점유율은 측정 기준 변경으로 7월 수치까지 동일 기준으로 수정
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

주: 상해 매대 점유율은 측정 기준 변경으로 7월 수치까지 동일 기준으로 수정
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

상해 까르푸 - 오리온 파이 일반 매대는 기존 1칸에서 1+1/2칸으로 확대

음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

오리온 파이 일반 매대 기존
1칸에서 1+1/2칸으로
늘어나며 확대

비스켓 일반 매대는 7월과
11월 동일한 수준 유지

- 오리온 파이 일반 매대 기존 1칸에서 1+1/2칸으로 늘어나며 확대. 파이 매대는 계산대와 근접해 유동 인구가 많은 위치를 차지함. 초코파이(오리지널, 녹차맛, 딸기맛), 큐티파이(오리지널, 체리, 헤이즐넛), 카스타드, 후레쉬베리가 주요 제품
- 사드사태에 따른 부진 이후에도 초코파이(+딸기초코파이), QT파이(+체리QT파이)가 매출 성장을 이끌며 견고한 브랜드 파워를 확인. 비슷한 제품은 달리의 초코파이가 있지만 제품 외관부터 퀄리티 격차가 큰 상황
- 비스켓 일반 매대는 7월과 11월 동일한 수준 유지

오리온 파이 일반 매대 기존 1칸에서 1+1/2칸으로 늘어나며 확대, 비스켓 일반 매대는 7월과 11월 동일한 수준 유지



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

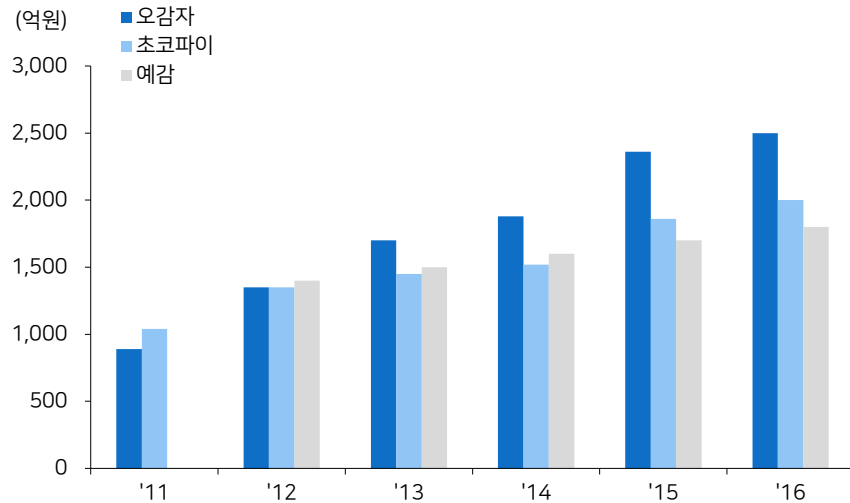
오리온 중국 매대 팩트 체크 - 신제품 효과 점검

음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

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

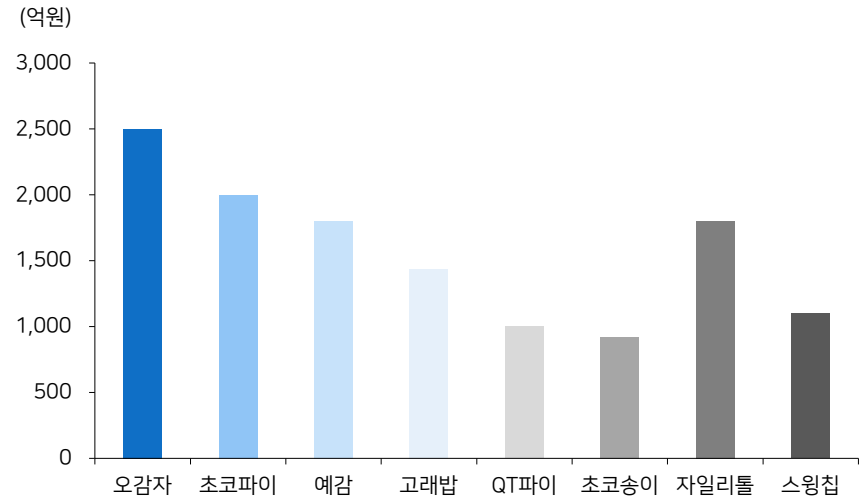
- 중국 2Q18 이후 꼬북칩, 혼다칩, 체리QT파이, 딸기초코파이, 액상감자칩, 생크림파이 등 중국 시장 공격적인 신제품 출시로 대응 중
- 과거 중국 히트제품의 경우 오감자 매출액 2,500억원, 초코파이 2,000억원, 예감 1,800억원, 고래밥 1,440억원, QT파이 1,000억원, 초코송이 920억원, 스윙칩 1,100억원 달성
- 꼬북칩 국내 매출액 18년 550~600억원 달성 예상. 중국 3Q18 입점 확대, 광고 효과 본격화 예상되며 꼬북칩 중국 시장에 성공적으로 안착할 경우 19년 1,000억원 달성 기대

주요 브랜드 오감자, 초코파이, 예감 중국 매출액 추이



자료: 오리온, 메리츠증권리서치센터

주요 브랜드 피크 시점 매출액 1,000~2,500억원 수준



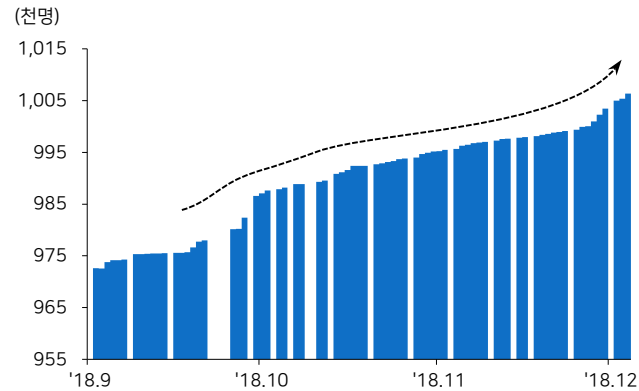
자료: 오리온, 메리츠증권리서치센터

오리온 중국 매대 팩트 체크 - 온라인 데이터 점검

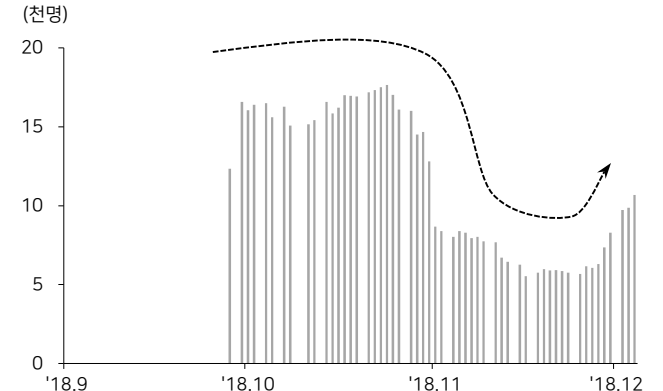
음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

오리온 중국 온라인
데이터(팔로워 수, 구매 후기)
증가세 지속

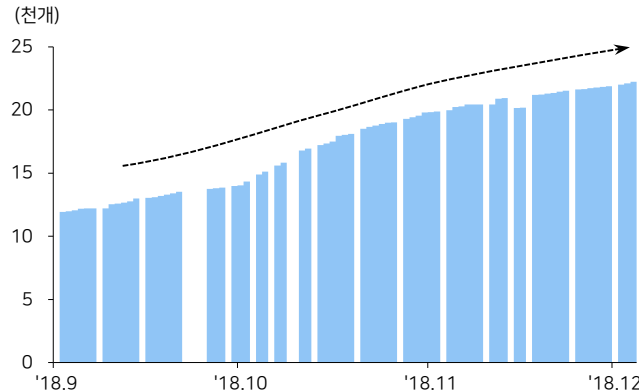
오리온 중국 웨이보 팔로워 수 추이



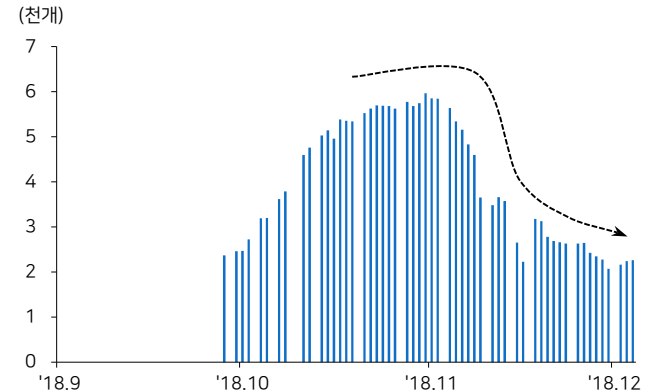
오리온 중국 웨이보 팔로워 수 증감



중국 온라인몰 교북칩 구매 평가 후기 추이



중국 온라인몰 교북칩 구매 평가 후기 증감



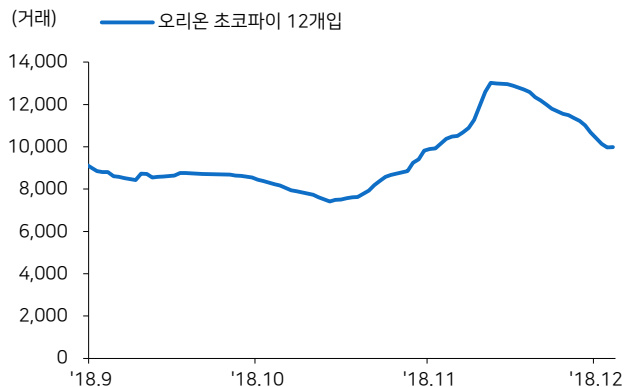
자료: 웨이보, Tmall, 메리츠증권증권 리서치센터

오리온 중국 매대 팩트 체크 - 온라인 데이터 점검

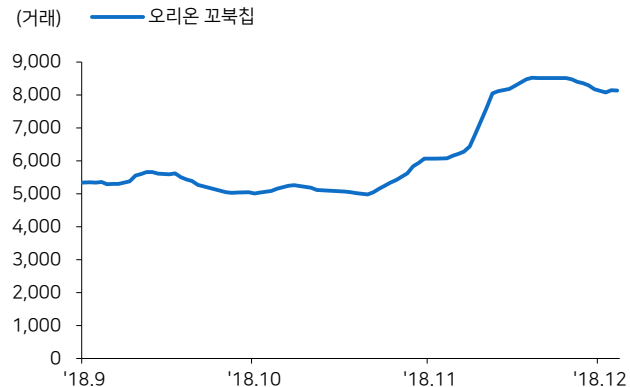
음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

오리온 중국 온라인 데이터(월간 거래) 추이

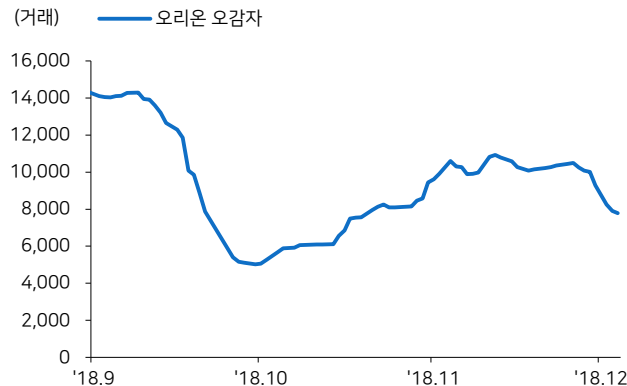
중국 온라인몰 초코파이 월간 거래 추이



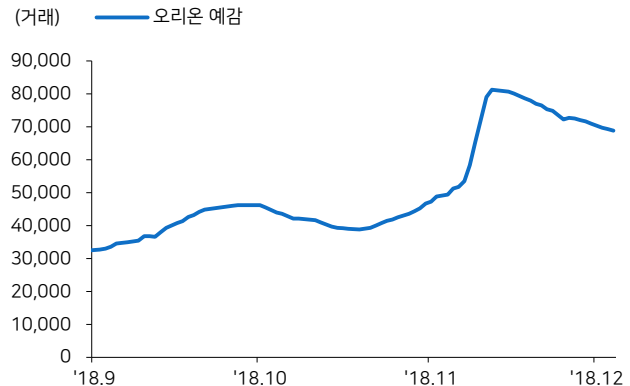
중국 온라인몰 고북칩 월간 거래 추이



중국 온라인몰 오감자 월간 거래 추이



중국 온라인몰 예감 월간 거래 추이



자료: Tmall, 메리츠증권증권 리서치센터

Part II

CJ제일제당

비비고/HMR 매대 증가 확인,
아미노산 시장 점검



CJ제일제당 최전선(最前線) 팩트체크 - 비비고/HMR 매대 증가 확인

I 중국 대형마트 탐방 - 북경 까르푸/오상, 상해 까르푸 냉동식품 매대의 비비고 만두 입점 증가 확인

- 북경 까르푸/오상, 상해 까르푸 냉동식품 매대의 비비고 만두 입점 증가 확인
- 냉동 매대의 경우 매장별로 차이는 있지만 많게는 3~4배, 적어도 2배 이상의 매대 면적 증가. 특히 오상 마트는 상온 HMR 행사 매대, 매장 입구 방향에 신규 입점. 상해 냉동 카테고리 매장은 기존 냉동고 최상단부 1줄을 차지하던 비비고 만두가 SKU 다변화되며 냉동고 1칸 전체에 입점한 부분 인상적
- 중국 가공식품 매출액 성장의 근거로 냉동식품 매대 확대 + 상온 HMR 입점 확대 확인

II 중국 아미노산 시장 점검 - 바닥 시그널 발생 이후 제품별로 수급 상황은 상이하지만 가격 하락 가능성은 제한적

- 라이신 - 중국 가격 단기간 약세 유지. 공장 재고 압력이 다소 완화, 수출 소폭 증가 등 바닥 시그널 발생. 원재료 가격 상승으로 타이트한 공급 상황 지속되며 라이신 가격 상승. 11/1일 중국에서 시행된 단백질 비중 축소 규정은 향후 라이신 가격 추가 상승 동력
- 메티오닌 - 주요 생산 업체들의 유지 보수 계획으로 공급 과잉인 중국 메티오닌 공급 완화되며 시장 안정. 이후 중국 주요 생산 업체들의 유지 보수 종료로 시장 내 공급 증가. 메티오닌 수출 세금 환급률 13%→16% 인상되며 제조업체의 수출 의지를 제고된 점은 긍정적
- 쓰레오닌 - 중국 제조 업체의 생산 감축으로 재고 압력은 다소 완화
- 트립토판 - 생산 감축으로 인한 제한된 재고로 가격 점진적 상승했으나 단기간 중국 제조업체 생산 캐파 증가 예상. 환경 보호 규제로 중단했던 공장들 추가된 생산 물량 일부 출하되며 가격은 보합세

북경/상해 비비고 냉동식품/HMR매대 증가 확인 - 해외 매출액 점검

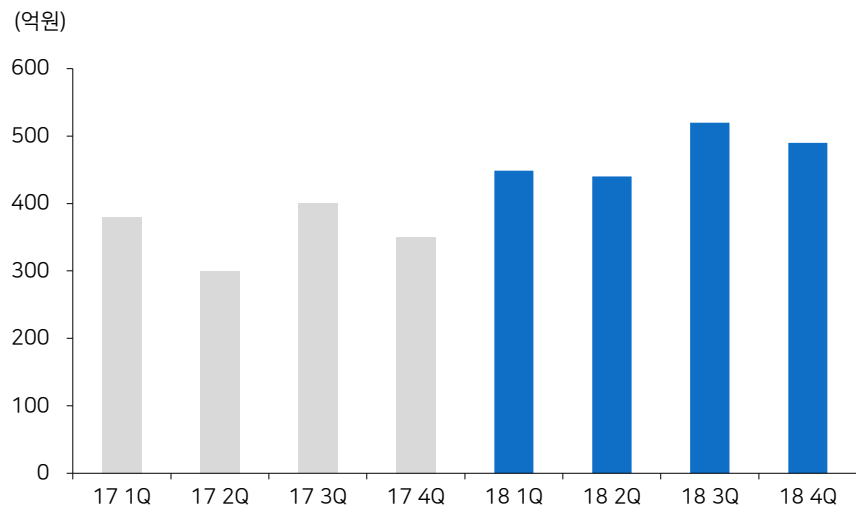
음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

**CJ제일제당 중국 가공식품
매출액은 17년 1,400억원 기록,
18E 1,900억원 달성 예상**

**해외 가공식품은 만두 고성장
이어지며 28% 성장. 미국은
33% 고성장, 중국은 30%
고성장, 베트남 18% 증가**

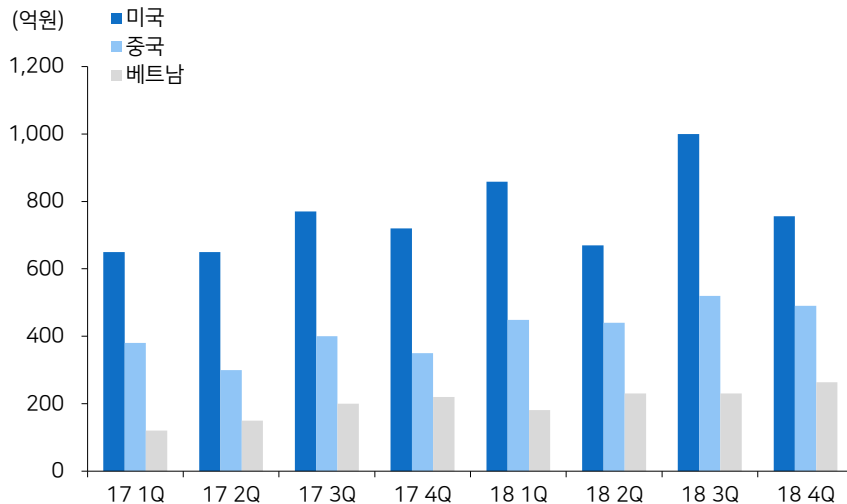
- CJ제일제당 중국 가공식품 매출액은 17년 1,400억원 기록, 18E 1,900억원 달성 예상. 냉동만두 판매가 호조를 보이고 있으며, 북경/상해 대형마트 냉동식품 매대 체크를 통해서 7월 대비 11월 입점 확대 확인. 상온 HMR, 냉장 HMR로 카테고리 확대 중
- 해외 가공식품은 만두 고성장 이어지며 28% 성장. 미국은 MVM 행사 효과, 냉동만두 호조로 33% 고성장, 중국은 만두 판매지역 확대로 30% 성장, 베트남 만두, 스프링롤 등 판매 확대로 18% 증가

CJ제일제당 중국 가공식품 매출액은 17년 1,400억원, 18E 1,900억원 예상



자료: CJ제일제당, 메리츠증권증권 리서치센터

가공식품 해외매출은 미국이 주도하는 가운데 중국/베트남 기여도 확대 중



자료: CJ제일제당, 메리츠증권증권 리서치센터

북경/상해 비비고 냉동식품/HMR 매대 증가 확인 - 국내 HMR 매출액 점검

음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

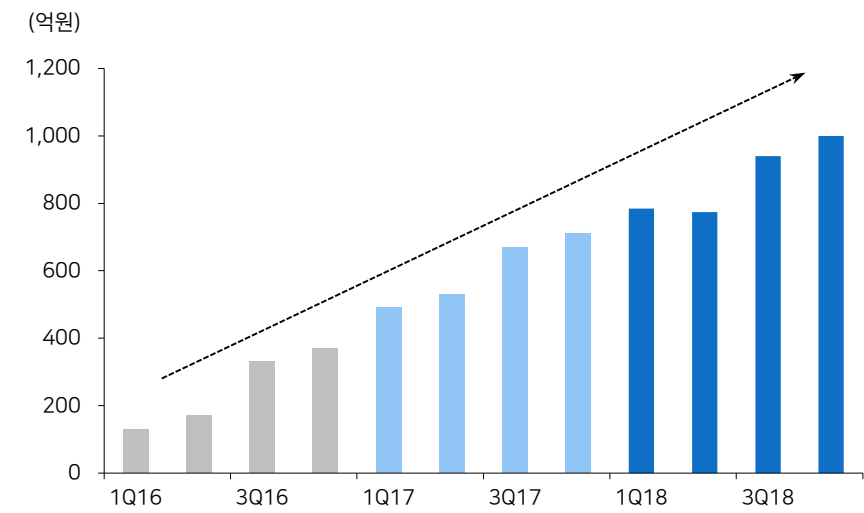
CJ제일제당 HMR 매출액은
18년 기준 전년비 45.7% 성장,
HMR 시장 성장률 20~25%를
상회

해외 가공식품은 만두 고성장
이어지며 28% 성장

국내 성공 제품의 해외 시장
확대 출시 지속될 전망

- 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. HMR 시장에서 비비고 브랜드 경쟁력이 강화되며 신제품 출시와 판촉, 재구매 선순환 구조에 진입
- 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). 국내 성공 제품의 해외 시장 확대 출시 지속될 전망

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



자료: CJ제일제당, 메리츠증권증권 리서치센터

CJ제일제당은 비비고, 햇반, 고메 등 주요 HMR 브랜드 보유



자료: CJ제일제당, 메리츠증권증권 리서치센터

북경/상해 대형마트 비비고 냉동식품/HMR 매대 증가 확인

음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

북경 가르푸/오상, 상해 가르푸
냉동식품 매대의 비비고 만두
입점 증가 확인

상해 냉동 카테고리 매장은
기존 냉동고 최상단부 1줄에서
냉동고 1칸 전체에 입점

- 북경 가르푸/오상, 상해 가르푸 냉동식품 매대의 비비고 만두 입점 증가 확인
- 냉동 매대의 경우 매장별로 차이는 있지만 많게는 3~4배, 적어도 2배 이상의 매대 면적 증가. 특히 오상 마트는 상온 HMR 행사 매대, 매장 입구 방향에 신규 입점. 상해 냉동 카테고리 매장은 기존 냉동고 최상단부 1줄을 차지하던 비비고 만두가 SKU 다변화되며 냉동고 1칸 전체에 입점한 부분 인상적
- 중국 가공식품 매출액 성장의 근거로 냉동식품 매대 확대 + 상온 HMR 입점 확대 확인

북경 가르푸/오상, 상해 가르푸 냉동식품 매대의 비비고 만두 입점 증가, 비비고 만두 SKU 다변화되며 냉동고 1칸 전체에 입점



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

북경/상해 대형마트 비비고 냉동식품/HMR 매대 증가 확인

음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

북경/상해 대형마트 비비고 냉동식품/HMR 매대 증가 확인

상온 HMR 행사 매대, 식품코너 입구 방향 입점



HMR(냉장식품) 매대, CJ제일제당 간편식 입점



냉동식품 매대, CJ제일제당 비비고 만두 입점 확대



냉동식품 매대, CJ제일제당 비비고 만두 입점 확대



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

라이신 - 바닥 시그널 발생 이후 타이트한 공급 상황으로 가격 상승

음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

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

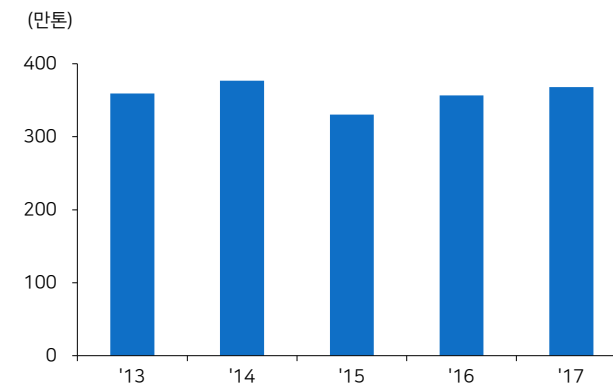
원재료 가격 상승으로 타이트
한 공급 상황 지속되며 라이신
가격 상승

11/1일 중국에서 시행된 단백질
질 비중 축소 규정은 향후
라이신 가격 추가 상승 동력

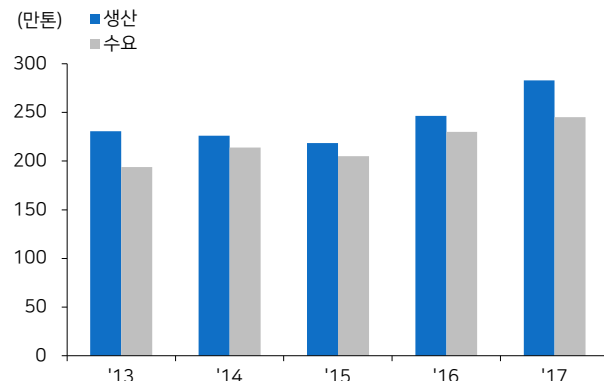
라이신 생산업체 수(개) 23→21→13→9→8→10



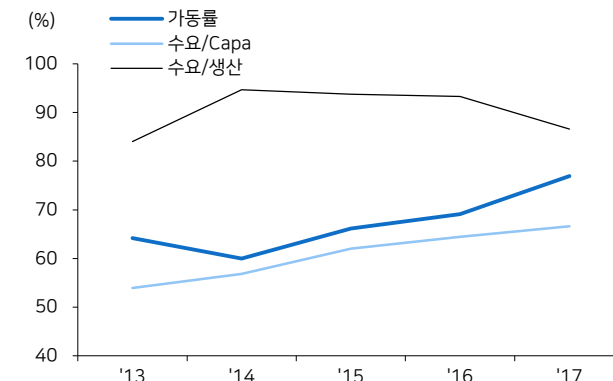
글로벌 라이신 Capa(만톤) 16년 357→17년 368



17년 글로벌 라이신 생산 +14.8%, 수요 +6.5%



라이신 가동률, 수요/Capa 비율, 수요/생산 비율



자료: 중국사료협회, 메리츠증권 리서치센터

메티오닌 - 주요 생산 업체들의 유지/보수 종료, 단기간 약세 전망

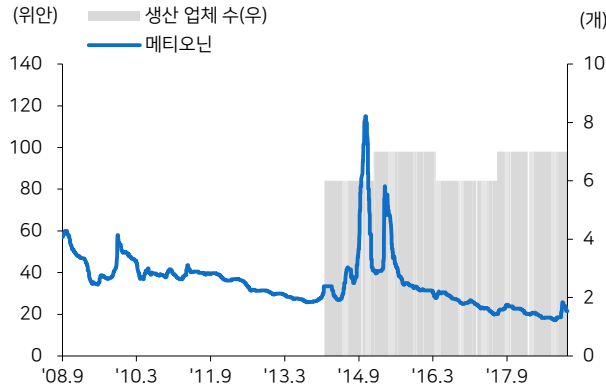
음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

주요 생산 업체들의 유지 보수 계획으로 공급 과잉인 중국 메티오닌 공급 완화되며 시장 안정

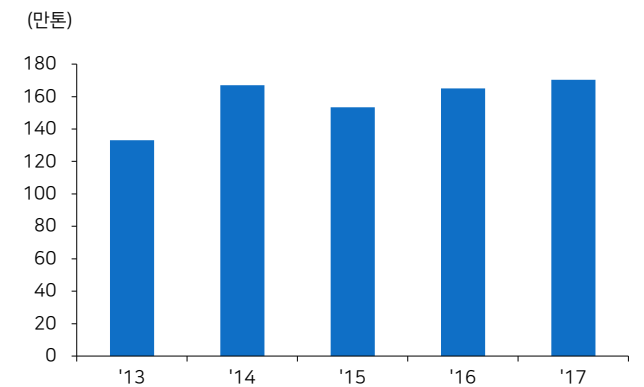
이후 중국 주요 생산 업체들의 유지 보수 종료로 시장 내 공급 증가

메티오닌 수출 세금 환급률 13%→16% 인상되며 제조업체의 수출 의지를 제고된 점은 시황에 긍정적

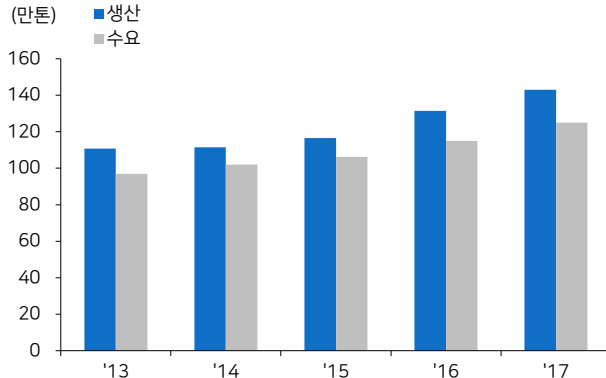
메티오닌 생산업체 수(개) 6→7→7→6→7→7



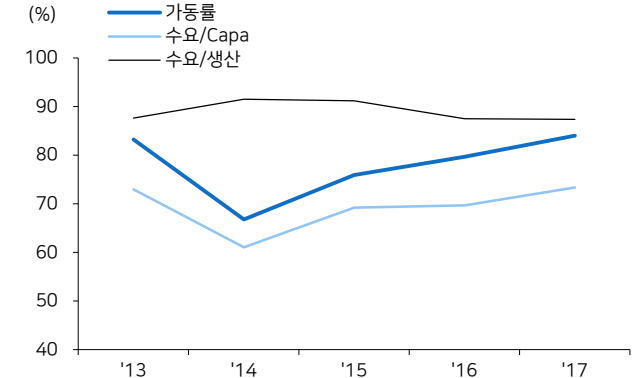
글로벌 메티오닌 Capa(만톤) 16년 165→17년 170



17년 글로벌 메티오닌 생산 +8.9%, 수요 +8.7%



메티오닌 가동률, 수요/Capa 비율, 수요/생산 비율



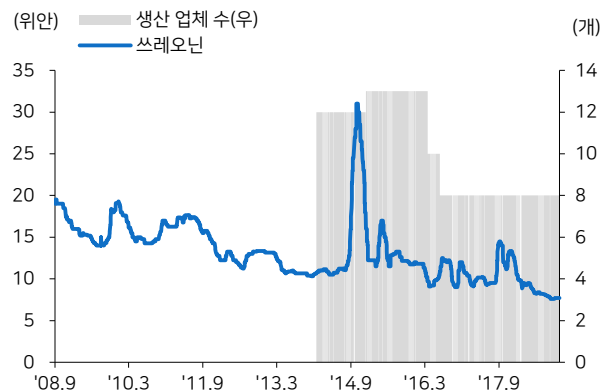
자료: 중국사료협회, 메리츠증권 리서치센터

쓰레오닌 - 중국 제조 업체의 생산 감축으로 재고 압력은 다소 완화

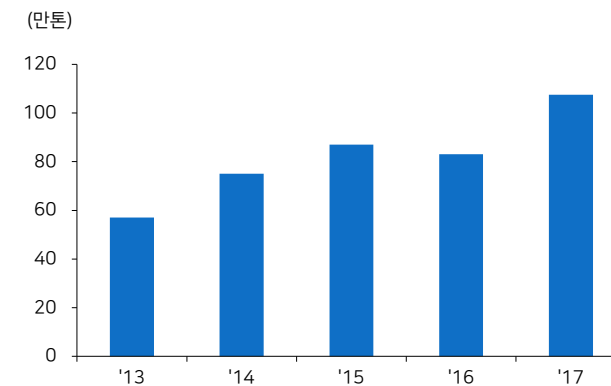
음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

중국 제조 업체의 생산
감축으로 재고 압력은 다소
완화

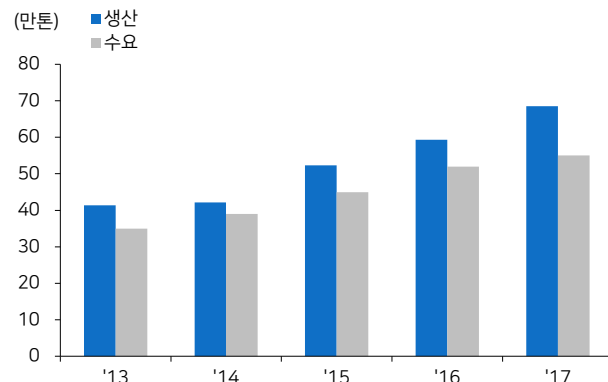
쓰레오닌 생산업체 수(개) 12→13→13→10→8→8



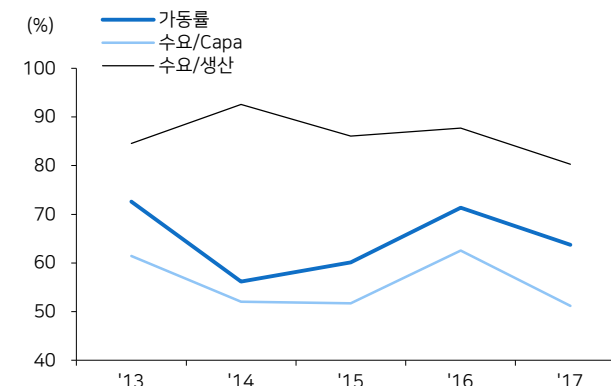
글로벌 쓰레오닌 Capa(만톤) 16년 83→17년 108



17년 글로벌 쓰레오닌 생산 +15.5%, 수요 +5.8%



쓰레오닌 가동률, 수요/Capa 비율, 수요/생산 비율



자료: 중국사료협회, 메리츠증권 리서치센터

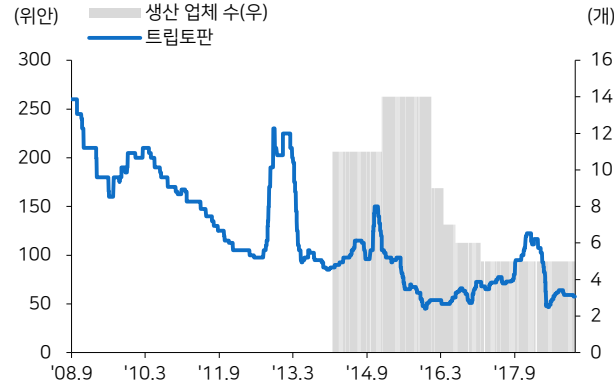
트립토판 - 생산 감축으로 인한 가격 상승 이후 캐파 증설 물량 출회로 보합

음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

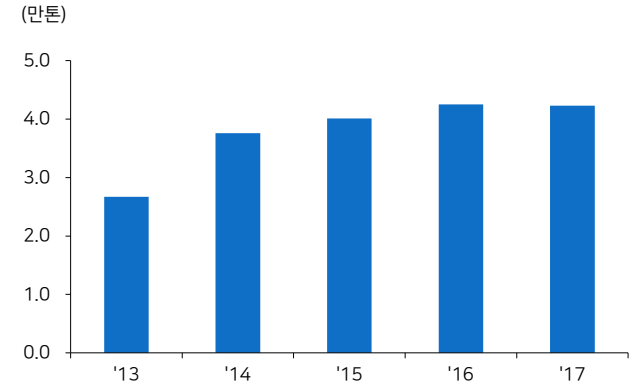
생산 감축으로 인한 제한된 재고로 단기간 가격 점진적 상승했으나

단기간 중국 제조업체 생산 캐파 증가 예상. 환경 보호 규제로 중단했던 공장들 추가된 생산 물량 일부 출하되며 가격은 보합세

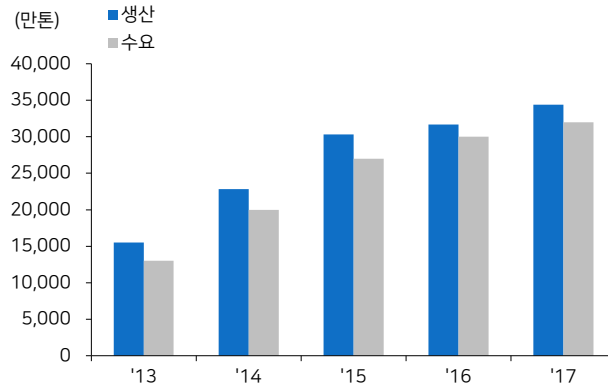
트립토판 생산업체 수(개) 11→14→9→7→6→5



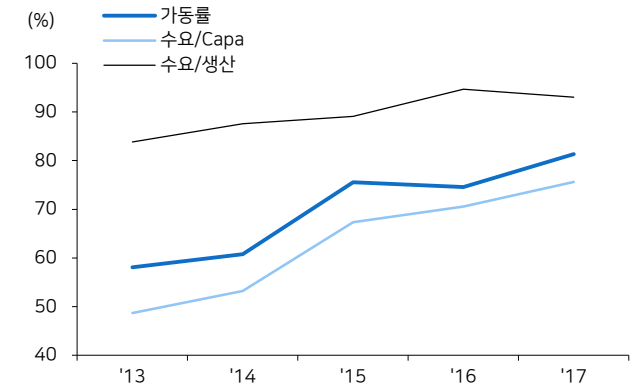
글로벌 트립토판 Capa(만톤) 16년 4.25→17년 4.23



17년 글로벌 트립토판 생산 +8.6%, 수요 +6.7%



트립토판 가동률, 수요/Capa 비율, 수요/생산 비율



자료: 중국사료협회, 메리츠증권 리서치센터

기업분석



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

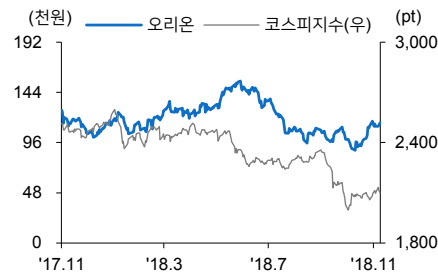


오리온(271560) 하반기 중국 제과 매대 증가 확인, 19년 성장 기대감 확대

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

Buy

적정주가(12개월)	170,000원	
현재주가(12.5)	115,000원	
상승여력	47.8%	
KOSPI	2,101.31pt	
시가총액	45,464억원	
발행주식수	3,953만주	
유통주식비율	56.18%	
외국인비중	38.25%	
52주 최고/최저가	155,000원/88,600원	
평균거래대금	170.8억원	
주요주주(%)		
이화경 외 5 인	43.80	
국민연금	7.07	
Westwood Global Investments LLC	5.03	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	28.6	27.1
6개월	-18.7	-5.1
12개월	-1.3	17.9
주가그래프		



- 11월 대형마트 매대 조사 결과 스낵/파이/비스킷 일반/행사 매대 수 전체적으로 28.0% 증가. 매대 점유율 +2.8%pt 확대, 북경 까르푸 스낵 매대 리뉴얼 제품 확대되며 일반 매대 중심으로 회복. 북경 오상/상해 까르푸 매장은 대형 행사 매대 신규로 입점하며 매대 증가. 오리온 월별 매출 성장 흐름과 상반기 대비 하반기 매출액 계단식 증가의 원동력 확인
- 중국 제과 매출액은 3Q18 2,552억원 기록하며 2Q18 제시한 가이드를 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
- 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 꼬북칩, 혼다칩, 체리QT파이, 딸기초코파이, 액상감자칩, 생크림파이 등 중국 시장에 공격적인 신제품 출시로 대응 중
- 국내 제과 3~4% 매출 성장세 지속 전망. 국내 제과 시장이 0~1% 성장으로 정체를 보이는 가운데 꼬북칩, 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
- 투자의견 Buy, 적정주가 17만원 유지. 월 단위 개선되고 있는 중국 매출액 회복의 원동력, 매대 증가를 확인

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2017	1,117.2	107.4	75.6	3,261	-	33,092	32.0	3.2	26.6	5.8	67.9
2018E	1,966.9	303.9	187.9	4,754	47.3	35,491	23.7	3.2	11.4	13.9	57.2
2019E	2,183.3	362.5	271.3	6,862	47.2	41,153	16.4	2.7	10.0	17.9	63.5
2020E	2,404.7	402.3	302.4	7,648	11.0	47,602	14.7	2.4	8.8	17.2	46.6

오리온(271560) 실적 전망

음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	2019E	2020E
매출액	463	360	507	481	1,943	516	424	494	533	1,967	2,183	2,405
제과 사업	456	361	507	451	1,775	517	423	492	533	1,965	2,183	2,405
a.국내	154	155	154	162	624	164	162	160	171	657	684	718
b.중국	212	129	275	198	815	266	192	255	265	978	1,125	1,260
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	-24.0	-18.6	11.6	17.9	-2.5	10.9	1.2	11.0	10.1
제과 사업	-26.0	-26.0	-9.9	-23.8	-21.4	13.2	17.1	-2.9	18.3	10.7	11.1	10.1
a.국내	-0.6	1.8	5.4	1.0	1.8	6.6	4.6	4.0	6.0	5.3	4.0	5.0
b.중국	-43.9	-52.5	-21.0	-42.9	-39.5	25.4	48.2	-7.3	33.8	20.0	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
영업이익	36	20	79	22	165	94	40	79	92	304	362	402
제과 사업	30	20	79	23	151	90	40	79	92	301	362	402
a.국내	18	23	19	20	81	24	23	21	23	91	101	104
b.중국	-5	-14	47	-9	19	49	11	49	56	165	206	227
c.베트남	12	7	9	9	36	17	4	7	9	37	43	54
d.러시아	4	4	4	2	14	0	2	2	3	8	13	17
(% YoY)	-69.9	-27.2	-16.6	-73.7	-49.5	161.5	95.1	-0.0	310.6	84.3	19.4	11.0
제과 사업	-71.6	-30.7	-12.6	-74.4	-51.5	204.4	103.6	-1.0	308.7	99.2	20.5	11.0
a.국내	-23.0	39.2	60.3	-22.5	3.0	30.4	0.4	6.7	11.9	11.6	11.5	3.0
b.중국	-107.2	-298.6	-33.8	-116.1	-90.3	흑전	-175.9	4.9	-763.5	755.4	25.0	9.9
c.베트남	6.2	88.6	59.6	43.3	37.0	42.5	-40.9	-28.6	10.5	1.9	15.0	28.1
d.러시아	215.4	233.3	81.8	-27.6	86.8	-90.2	-47.5	-45.0	59.7	-43.3	55.5	36.0
지배순이익	19	13	57	19	108	66	27	29	62	184	271	302
(% YoY)	-72.0	92.8	-33.4	-75.4	-54.4	240.8	103.7	-48.7	232.5	70.4	47.5	11.5
지배순이익률(%)	4.2	3.7	11.2	3.9	5.6	12.8	6.4	5.9	11.6	9.3	12.4	12.6

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

오리온(271560)

음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	-	1,117.2	1,966.9	2,183.3	2,404.7
매출액증가율(%)	-		76.0	11.0	10.1
매출원가	-	593.5	1,074.7	1,148.3	1,262.3
매출총이익	-	523.7	892.1	1,035.0	1,142.3
판매비와관리비	-	416.3	588.3	672.5	740.0
영업이익	-	107.4	303.9	362.5	402.3
영업이익률(%)	-	9.6	15.4	16.6	16.7
금융손익	-	-3.1	-26.8	-5.5	-5.5
종속/관계기업관련손익	-	-0.3	-0.8	0.0	0.0
기타영업외손익	-	1.0	7.1	6.7	6.7
세전계속사업이익	-	105.1	283.4	363.7	403.5
법인세비용	-	28.4	90.7	80.0	88.8
당기순이익	-	76.7	192.7	283.7	314.8
지배주주지분 순이익	-	75.6	187.9	271.3	302.4
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	-	457.5	521.2	808.9	742.8
현금및현금성자산	-	101.6	100.5	341.9	228.6
매출채권	-	121.9	144.1	160.0	176.2
재고자산	-	150.7	178.1	197.7	217.8
비유동자산	-	1,800.5	1,747.2	1,936.4	2,111.5
유형자산	-	1,672.8	1,611.7	1,799.4	1,972.7
무형자산	-	52.4	51.7	50.2	48.8
투자자산	-	24.0	28.3	31.5	34.7
자산총계	-	2,258.0	2,268.3	2,745.3	2,854.3
유동부채	-	523.0	473.7	706.6	540.2
매입채무	-	68.4	80.8	89.7	98.8
단기차입금	-	104.4	64.3	264.3	64.3
유동성장기부채	-	165.9	110.8	110.8	110.8
비유동부채	-	390.1	351.3	359.2	367.3
사채	-	329.3	279.5	279.5	279.5
장기차입금	-	0.1	0.1	0.1	0.1
부채총계	-	913.1	825.0	1,065.8	907.5
자본금	-	19.8	19.8	19.8	19.8
자본잉여금	-	598.1	598.1	598.1	598.1
기타포괄이익누계액	-	-9.7	-30.6	-30.6	-30.6
이익잉여금	-	76.2	192.0	415.8	670.8
비지배주주지분	-	36.7	40.2	52.6	65.0
자본총계	-	1,344.9	1,443.3	1,679.6	1,946.9

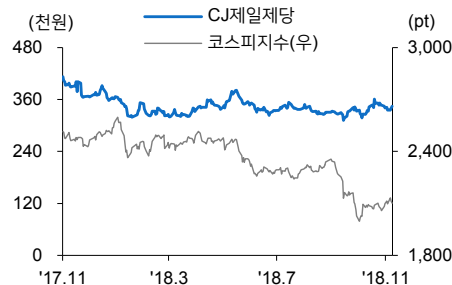
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-	193.2	331.4	398.6	444.0
당기순이익(손실)	-	76.7	192.7	283.7	314.8
유형자산감가상각비	-	64.2	114.3	112.4	126.7
무형자산상각비	-	1.6	2.4	1.5	1.4
운전자본의 증감	-	28.1	-20.8	1.1	1.1
투자활동 현금흐름	-	-17.0	-150.9	-309.7	-310.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-	-89.8	-96.5	-300.0	-300.0
투자자산의 감소(증가)	-	-24.2	-5.1	-3.1	-3.2
재무활동 현금흐름	-	-155.3	-178.0	152.6	-247.4
차입금증감	-	600.0	-145.1	200.0	-200.0
자본의증가	-	617.9	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-	18.3	-1.1	241.4	-113.4
기초현금	-	83.3	101.6	100.5	341.9
기말현금	-	101.6	100.5	341.9	228.6
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	-	48,201	49,751	55,226	60,825
EPS(지배주주)	-	3,261	4,754	6,862	7,648
CFPS	-	7,771	10,683	12,176	13,490
EBITDAPS	-	7,474	10,636	12,048	13,418
BPS	-	33,092	35,491	41,153	47,602
DPS	-	600	1,200	1,200	1,200
배당수익률(%)	-	0.6	1.1	1.1	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	-	32.0	23.7	16.4	14.7
PCR	-	13.4	10.5	9.2	8.3
PSR	-	2.2	2.3	2.0	1.8
PBR	-	3.2	3.2	2.7	2.4
EBITDA	-	173.2	420.5	476.3	530.5
EV/EBITDA	-	26.6	11.4	10.0	8.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-	5.8	13.9	17.9	17.2
EBITDA이익률	-	15.5	21.4	21.8	22.1
부채비율	-	67.9	57.2	63.5	46.6
금융비용부담률	-	1.0	0.9	0.9	0.9
이자보상배율(x)	-	9.3	17.5	18.5	17.8
매출채권회전율(x)	-	9.2	14.8	14.4	14.3
재고자산회전율(x)	-	7.4	12.0	11.6	11.6

CJ제일제당(097950) 국내가 이끌고 해외가 밀어주는 HMR 성장

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

Buy

적정주가 (12개월)	510,000원
현재주가 (12.5)	345,000원
상승여력	47.8%
KOSPI	2,101.31pt
시가총액	51,937억원
발행주식수	1,505만주
유동주식비율	51.86%
외국인비중	21.15%
52주 최고/최저가	401,000원/312,000원
평균거래대금	119.0억원
주요주주(%)	
씨제이(주)(외8인)	45.51
국민연금공단	11.86
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	5.8 4.6
6개월	-5.2 10.7
12개월	-13.3 3.5
주가그래프	



- CJ제일제당 중국 가공식품 매출액은 17년 1,400억원 기록, 18E 1,900억원 달성 예상. 냉동만두 판매가 호조를 보이고 있으며, 북경/상해 대형마트 냉동식품 매대 체크를 통해서 7월 대비 11월 입점 확대 확인. 상온 HMR, 냉장 HMR로 카테고리 확대 중
- 냉동 매대의 경우 매장별로 차이는 있지만 많게는 3~4배, 적어도 2배 이상의 매대 면적 증가, 특히 오상 마트는 상온 HMR 행사 매대, 매장 입구 방향에 신규 입점. 상해 냉동 카테고리 매장은 기존 냉동고 최상단부 1줄을 차지하던 비비고 만두가 SKU 다변화되며 냉동고 1칸 전체에 입점한 부분 인상적
- 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
- 국내는 HMR 신제품 확대, 진천공장 신규가동이 성장의 근거. 중국은 비비고 만두, HMR 입점을 확대하고 있으며 미국은 M&A 전략으로 대응. CJ제일제당의 쉬완스 인수 확정으로 시너지 효과는 미국 유통채널의 입점 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

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	5.1	1.1	9.7	24.1	173.0
2019E	21,503.8	1,036.4	419.2	27,575	-49.1	320,042	12.3	1.1	8.6	8.3	170.9
2020E	25,168.4	1,211.6	499.2	32,889	23.6	347,126	10.3	1.0	7.7	9.1	169.4

CI제일제당(097950) 실적 전망

음식료 중국 탐방보고서
최전선(最前線) 팩트체크 2

(대한통운 포함, 십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	2019E	2020E
매출액	3,867	3,909	4,411	4,291	16,477	4,349	4,454	4,946	4,787	18,535	21,504	25,168
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	1,855	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	17
가공식품	14.5	12.8	17.9	10.7	14.1	9.3	8.3	7.6	9	8.5	12	10
소재식품	13	-1.6	12.2	-4.9	4.9	-14.3	-1.3	-9.7	-2	-7.3	2	2
제약	4.5	4.9	4.2	-12.4	-0.1	-6.8	-100	-100	-100	-77.7	-100	-
해외 바이오	6.1	3.6	25.3	45.1	20.3	30.3	30	28.8	6.9	22.6	4.4	6.4
사료	2.6	4.8	10.4	2.4	5	-2.5	-4.1	4.7	-3	-1.2	10	10
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
영업이익	193	164	269	150	777	210	185	265	207	867	1,036	1,212
가공식품	90.8	65.5	120	37.8	314	96	48.6	98	60.1	303	361	398
소재식품	8.8	3	46.7	-9.7	48.7	20.8	20	41.2	4.1	86.1	64.9	66.2
제약	18.1	17.9	19.6	25.8	81.4	12	0	0	0	12	0	0
해외바이오	29.9	24	30.5	52.2	137	48.4	44.9	54.4	62	210	241	289
사료	-3.4	-6.3	-6.4	-8.3	-24.4	-6.5	17.7	17.5	18	46.7	45.9	50.5
대한통운/기타	48.3	60.3	59.1	52.6	220	39.6	53.4	54.1	62.7	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	27.5	-13.9	16.5	5.7	-25.8	-18.2	58.8	-3.6	19.4	10
소재식품	-79.6	-89.3	129.9	10.2	-40.9	137.7	569.8	-11.8	-142.3	76.9	-24.6	2
제약	-1.6	4.7	41	39.5	19.9	-33.7	-100	-100	-100	-85.3	-100	-
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	-373.4	-316.9	-291.4	-1.7	10
대한통운/기타	-3	3.1	3.3	-1.9	0.5	-18	-11.4	-8.5	19.2	-4.8	54.1	26.4
영업이익률(%)	5.0	4.2	6.1	3.5	4.7	4.8	4.1	5.4	4.3	4.7	4.8	4.8
가공식품	11.6	9.2	13.3	5.1	10	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	4.7	3.5	3.5
제약	14.7	13.6	14.5	20.9	15.8	10.5	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
지배순이익	82	21.1	256	10.6	370	62.5	759	108	66.9	996	419	499
(% YoY)	-33.1	-50	130.9	-127.5	34.2	-23.8	3,486.2	-57.9	529.2	169	-57.9	19.1
지배순이익률(%)	2.1	0.5	5.8	0.2	2.2	1.4	17	2.2	1.4	5.4	1.9	2.0

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

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	5.1	12.3	10.3
PCR	3.6	3.7	3.6	3.6	3.2
PSR	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
PBR	1.5	1.6	1.1	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	9.7	8.6	7.7
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

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 12월 6일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다.
당사는 2018년 12월 6일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사의 조사분석 담당자는 2018년 12월 6일 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 직전 1개월간 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 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

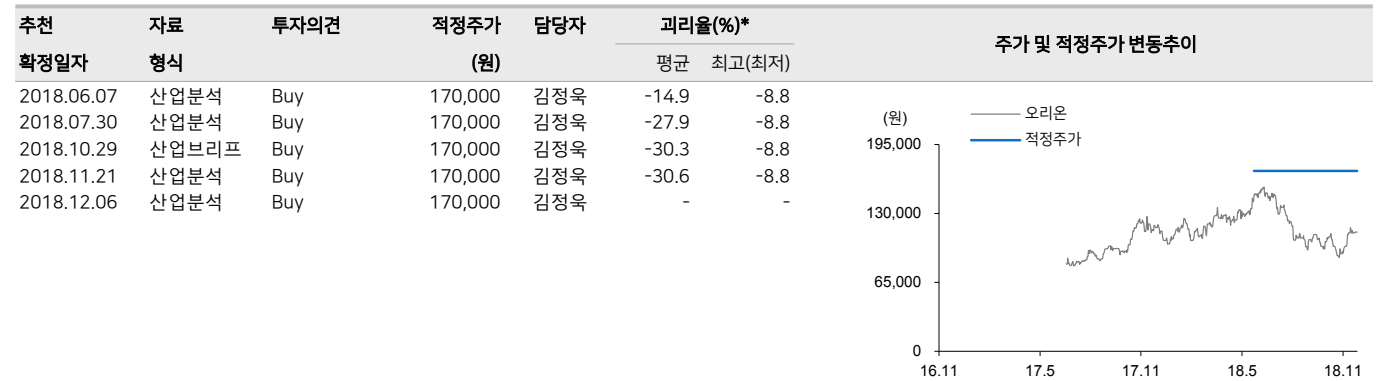
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

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

오리온 (271560) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



CJ제일제당 (097950) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

